

衍生品双刃剑: 又见“零成本期权”

□本报记者 王朱莹

近日,针对某公司参与原油衍生品交易的传闻,有市场人士分析称,亏损可能与国际投行高盛 的“zero collar”产品有关。对此,高盛北京新闻发言人表示,高盛并没有执行或提议部分社交媒体 体中提及与某公司相关的交易类型及交易金额。部分社交媒体上的不实指控是错误的。

在权威消息公布之前,任何捕风捉影都是不负责任的。但在金融圈,这个名为“zero collar” 的策略却着实火了一把。

在业内人士看来,这个产品并非某家投行的独创,而是写在“期权教科书”上的寻常策略。那么,为何这种策略暗藏如此大的风险,却仍能在市场上大行其道?中国证券报记者邀请华金证券创 新资产管理总部业务副总裁郁维、银河期货辽宁分公司机构部高级研究员易为春和一德期货分析 师曹柏杨对此进行解读。

天下没有免费的午餐

中国证券报:“zero collar”产品是什么? 有哪些特点?

易为春:zero collar的英文全称叫做 zero-cost-collar,中文译为“零成本期权” 或者“零成本领口期权策略”。简单地说,就是 买入看涨期权(买入者对后市行情看涨) 的同时卖出看跌期权(买入者对后市行情仍然看 涨)。

买入看涨期权需要支付权利金,卖出期 权会获得权利金,二者相抵,使得资金成本 为零。同时,由于表面上看起来没有资金支 出,所以投行在推介策略时,也更容易通过

投委会的表决。这种策略的好处在于,如果 未来对应的标的期货价格如期上涨,那么 可以在没有花一分钱的前提下,获得可观 的收益。

但是天下没有免费的午餐,该种策略的 特点是如果未来价格一路下跌,那么买入 的看涨期权没有任何价值,但卖出的看跌期 权却会成为高悬企业头上的达摩克利斯之 剑!这是单纯地从期权结构角度来分析价 格上上涨或者下跌会产生的损益情况,但 企业在构造领口期权时,往往是有现货头 寸加以保护的。换句话说,企业虽然为得 到零成本策略

组合而卖出看跌期权,且所卖出的看跌期 权的確存在着巨大的潜在风险,但企业卖 出的看跌期权不是“裸卖”,如果未来标 的价格大幅下跌,那么进口成本价格也会 相应的减少,而现货部分收益会对冲掉看 跌期权的部分亏损。

郁维:zero collar是场外市场非常流 行的一种策略,因为不用支付期权费。当 投资认定标的价格不会跌破或涨破某个 值时,这一策略具有相当的吸引力,而且 规模扩大得很快。这种操作方式本质是 单边的看涨、看跌,虽然不用付期权费, 但产品结构上会承

担卖出期权部分的无限损失的可能性, 特别是当标的价格大幅度向不利方向移 动时。一旦标的波动超过卖出期权的行 权价,卖出期权部分会带来相当大的损 失。

曹柏杨:所谓的zero collar期权产 品,本质上就是垂直价差期权组合。在 看涨的预期下,可以通过买入高行权价 的看涨期权同时卖出低行权价的看跌期 权进行构造;在看跌预期下,可以通过 买入低行权价的看跌期权同时卖出高 行权价的看涨期权进行构造。从策略 成本角度来看,zero collar的优势便 是降低了策略成本。

缘何大行其道

中国证券报:该产品主要应用场景是 什么?为什么能大行其道?

郁维:零成本期权的面世,就是为了抵 销期权买方支付期权费的负面因素。该 种期权结构可用于各种投资品种,包括 股票、大宗商品、外汇等。比如,当投 资者比较看好A资产,认为其价格未来 会上涨,并确定至少不会低于某一

价格,这种情况就非常适用zero collar。

曹柏杨:领口期权组合,凭借其低成本 甚至零成本的优势,目前在市场中受到 广泛的欢迎。当前,国内的场外期权市 场也有一部分产业客户青睐领口组合 策略。但该组合本质上属于方向性策 略,因此,当趋势判断错误的情况下, 应及时进行止损或利用其他金融工

具进行风险对冲。

易为春:其实,大宗商品的贸易商为 规避现货价格波动风险,大到中字头的 国有企业,小到各种中小微企业,都需 要运用金融衍生工具来进行对冲风险。 只是原油、铁矿石这类大宗商品,进 口依存度高,并且国内几年前还没有 相应的对冲标的,国际贸易企业不得 不

过国外期货、期权以及互换来进行风 险对冲。不过,国内原油期货已于2018 年3月26日在上海国际能源交易 中心挂牌上市。随着国内衍生品 品市场的蓬勃发展,未来我国原油期 货能够为实体企业提供更好的风险 管理工具,为金融机构提供更丰富的 资产配置工具,同时也能推进成 品油价格机制改革、优化行业的 资源配置。

期权并非洪水猛兽

中国证券报:衍生品具有套期保值 功能,如何正确认识企业在套保过程中 造成的损失?

易为春:任何只讨论期货、期权盈 亏而不讨论现货贸易情况的套期保值 行为都是有失公允的。套期保值交易 是为了锁定企业经营的成本和利润。 有可能出现期货盈利、现货亏损情 况,也有可能出现期货亏损、现货盈 利情况。具体来说,卖出的看跌期 权出现巨额亏损,但由于期货与现 货价格具有很强的联动性,一些原 油贸易商在进口原油时,实际上的 购买价格也更便宜。套期保值不 能单看期货头寸的盈亏,要综合评 价期货和现货两方面的总盈亏。

郁维:衍生品既有套期保值功能 也有投机功能,无论是国企还是民 企都可以使用这两种功能,无论是 套保还是投机都是企业经营的一部 分,套保为了对冲风险会减少收 益

的可能性,而不去套保本身就是投 机。市场很多时候是看结果说话, 企业经营有亏有赚是非常正常的 现象,当然这是在信息公开充分 披露的情况下。

曹柏杨:在利用衍生品进行套期 保值的过程中,企业之所以会出现 亏损,往往是出现了以下问题。 第一,目标错位,企业进行套期 保值的目标是最小化资产波动的 风险,但其签订的合约目标却是 最大化利润,而对风险没有任何 约束。第二,量价错配,虚盘头 寸规模并不对应现货规模和风 险。此外,套期保值期限的长 短以及套保工具的选择,都会 对套期保值最终效果产生影 响。

中国证券报:应该如何看待期权 产品及其功能?

易为春:由于客观制度存在, 国企在参与金融衍生品市场从事 套期保值业务时,受到很多限 制。期权的非线性损益特性,注 定要比

期货更能套期保值需求企业 提供更加便宜和更加优化的 风险对冲工具。期货、期权 以及其他金融衍生工具不是 洪水猛兽。

企业日常经营过程中,必然有大量的 现货头寸存在价格风险敞口, 而风险敞口无外乎以现货、 期货或者期权的形式存在。 过去,现货买卖出现亏损, 大家的容忍度很高,认为很 正常,但在交易衍生品时如 果出现亏损,就会特别容易 引起质疑。希望市场参与 者能树立正确的理念,客 观、科学看待国企在衍生 品市场上出现的亏损问 题。目前国内期权尚未 普及,还需要进一步发展。

郁维:企业使用衍生品套期保值 是非常必要的,但如何使用是需要 相当专业知识和严密严格的 衍生品管理制度。企业应 该控制企业风险敞口, 坚决从根源上杜绝个人的 判断或个人行为为企业 带来巨大损失的可能性。 从外部管控来说,公司 的财报上也应充分

钢材期货波幅料收窄

□本报记者 张利静

2018年为供给侧改革政策实施的第三 年,基本完成“十三五”期间压减粗钢 产能上限目标任务,全年螺纹钢期货 及热卷期货主力合约年度累计跌幅 均超10%。分析人士指出,2018年 全国粗钢供应维持紧平衡状态,钢铁 企业利润整体继续好转,随着供给侧 改革政策进入尾声,2019年钢价下 方支撑仍在,但波动幅度或进一步收 窄。

供需紧平衡

2018年在供给侧改革政策主线延续 之下,全国钢材市场维持常态化限 产,全年粗钢供应维持紧平衡状态。 “虽然对高炉环节生产限制,但生产 企业通过在转炉提高废钢比例以及 使用高品矿”来达

到增产的目的,产量创出历史新高, 预计2018年粗钢产量将达到峰值, 接近9.3亿吨,‘地条钢’出清后 表外转表内的部分有所增加,加之 行业高盈利给生产企业带来积极的 生产动力,增量主要来自长流程部 分的转炉电炉化以及短流程电弧 炉部分。”银河期货研究指出。

中国废钢铁应用协会副秘书长王方杰 日前表示,2018年全国粗钢产量 约9.3亿吨,其中废钢消耗总量为 1.87亿吨,废钢比约为20%,较 此前两年得到进一步提升。预计 到2030年,我国钢铁蓄积将进一步 达到132亿吨,废钢资源产出将达 到32—35亿吨。“随着中国钢铁 蓄积、废钢资源增加以及废钢价 格优势的凸显,未来20年内,中 国废钢资源总量将会非常充足。”

从下游需求来看,2018年粗钢实际 消费量8.69亿吨,较2017年增 11.08%,整体仍旧依靠地产行业 拉动。且从二季度开始,粗钢库存 下降至低位并持续。

回顾2018钢材市场基本面,光大期 货邱跃成、戴默表示,2018钢材 市场钢铁去产能目标已基本完 成,钢铁业投资增速大幅回升, 需求方面,房地产投资及新开工 增速均面临下滑,基建补短板 预期仍在,但资金和债务对基建 投资增速仍将形成制约,汽车、 家电、造船业景气度进入下行 周期,制造业投资难以明显回 升。

下降至低位并持续。

回顾2018钢材市场基本面,光大期 货邱跃成、戴默表示,2018钢材 市场钢铁去产能目标已基本完 成,钢铁业投资增速大幅回升, 需求方面,房地产投资及新开工 增速均面临下滑,基建补短板 预期仍在,但资金和债务对基建 投资增速仍将形成制约,汽车、 家电、造船业景气度进入下行 周期,制造业投资难以明显回 升。

关注两方面扰动因素

进入2019年,光大期货研究认为, 需从两方面关注钢材市场动向。 首先是成本方面,全球主要矿 山新一轮扩产周期接近尾声, 铁矿石供应处于紧平衡局面, 价格表现相对稳定;焦炭面临 较大环保及去产能压力,价格 表现有望偏强。随着钢厂利润 收缩,2019年成本对钢价的支 撑将有所增强,尤其是电炉钢 生

关注国际市场变化

从国内市场来看,2018/2019榨季 为国内白糖增产周期的第三 年,供需形势预期平衡偏紧。

“综合内外基本面情况看,糖市 已进入熊市后期,国内也进入 政策面临调整的时期,政策成 为市场最大的变数,包括直 补、抛储、进口政策,若政策 面能尘埃落定后,则国内糖 市的牛市周期或才能真正开 启,牛市基础才能稳固。”方 慧玲分析指出。

她认为,随着贸易救济即将到 期,在当前产业形势严峻、 国储库存高企的情况下,直 补政策出台的可能性大增, 虽然直补政策在2018/2019 榨季执行的可能性不大,在

产成本值得关注。其次,政策方 面,2019年污染防治将不会 明显放松,环保限产仍将会 阶段性影响钢厂生产节奏。 同时,在经济下行压力加大 的情况下,国内货币及财政 政策有望进一步宽松,将 阶段性提升市场预期。

展望后市,光大期货研究认为: “预 计2019年国内钢材市场将 呈现供需强弱格局,钢材 价格和钢企盈利均面临重 心下移。同时,原料价格 表现相对坚挺的情况下, 成本对钢价的支撑作用 将会明显增强,钢价整体 或将围绕成本上下波动, 波动幅度较2018年将 进一步收窄,预计2019 年螺纹钢、热卷期货主 力合约波动区间在 3000元/吨—3800元/吨 之间,现货价格波动在 3300元/吨—4000元/ 吨之间。市场关注的焦 点或将从供应端转向需 求端,重点关注下游房 地产、基建、汽车等 行业表现,外部宏观 扰动以及市场资金状 况等。”

2019/2020榨季执行的概率更高, 但消息对期货市场的影响 将较大。

“对国内而言,首先关注的重 点是2018/2019年度进口 配额额外许可证数量, 其次是关注国内产量变 化以及库存消化情况, 另外还需要关注政策的 变化,尤其是收储改直 补的可能性。”边舒畅 建议。

展望后市,银河期货相关研究分 析,长期来看,全球糖市 总体仍然过剩,市场供 应充裕,主产国出口压 力仍较大,原糖仍处于 熊市,期价仍弱势,但 总体供需趋于改善,创 新低概率不大。关注 开榨进度、原油和宏 观形势。国内方面, 虽然2018/2019年度 是增产年度最后一年, 但2019年上半年期 现货仍有很大压力, 维持空头思路,新 年度后期重点关注 国际供需变化,是否 出现牛熊拐点。

业内人士认为不宜对2019年油价走势过分悲观

□本报记者 张利静

12月31日,国际油价在2018年最后 一个交易日巨震逾4%,尾盘收涨, 但对四季度以来的跌势影响有限。 2018年四季度以来,国际油价暴 跌约四成,为近几十年来最惨烈的 抛售之一。

国际油价全年跌两成

2018年,国际油价在大部分时间内 呈现上涨走势,但宏观扰动因素影 响,国际油市金融属性盖过供需 基本面成为市场主导因素。国际 油价全年最高一度站上85美元/ 桶上方的年内高点。许多分析 师和交易商当时表示,预计到 2018年底原油价格将重返 100美元/桶上方。但随后短短 两个多月,油价便回吐2018年 内全部涨幅并继续下跌。

截至最后一个交易日,国际油 价较年内高位已跌去四成,成为 石油市场几十年以来遭遇的最 严重抛售潮。全年来看,国际 油价跌幅约20%。

从宏观来看,南华期货分析师袁 铭、夏阳表示:“短期内,道 琼斯工业指数或有进一步下 探空间,这可能加剧油市进一 步下行压力。目前来看,油 市下行趋势需要原油供需基 本面消息方能得以逆转,在 需求端前景黯淡的情况下, OPEC+超预期执行减产将是 油市反弹的最重要力量。”

其认为,2018年四季度低迷的 油价或将影响2019年二季 度美国原油增产幅度,也会 对2019年油市构成利好。 “2019年一季度,一旦反 弹确立,投资者需要警惕已 ‘超跌’的油市或将会引发 空头方踩踏,加剧市场反 弹力度。短期内建议投资者 谨慎观望,等待OPEC+在 2019年1月的实际减产力 度是否能达到市场预期。” 目前,市场主流投资机构对 2019年油价表现仍抱以 期待。从主流观点来看, Brent油价均价预测在 65—73美元/桶,WTI油 价均价在54—65美元/ 桶,国内原油期货价波动 区间预估在350—500元/ 桶。

不宜过分悲观

光大期货研究员钟美燕、杜冰沁 分析,2019年油价供需面 面临的变量因素较多,宏观 需求向左,供应向右,阶 段性矛盾凸显。2019年 预计全年供需将会呈现 小幅过剩,过剩量在80 万桶/日左右。“现货方 面,预计2019年,WTI 月均价、布油月均价、 美原油进口均价以及 美炼厂月均采购成本 均维持前低后高节奏, 价格区间分别在 50—59美元/桶、 60—63美元/桶、 46.5—55.5美元/桶、 49—58美元/桶。”

该机构解释,供应方面,美 页岩油2019年月均产量 仍会呈现稳步增加态势。 截至2018年12月, 美原油产量将在 1229万桶/日,预计 年度平均产量增速 将在11%左右。OPEC+ 在12月的年终会议上 达成了减产120万桶/ 日的决议,这使得市场 在2019年存在再平衡 的可能。

需求方面,2018年全球石油 需求增速在150万桶/ 日,全球石油需求量为 9879万桶/日,相较于 2017年的增速 154%有所放缓。其中 OECD石油需求增量为 50万桶/日。2019 年OPEC预计石油需求 增速在129万桶/日。

监控中心商品期货指数延续弱势



上周(2018年12月24日至28日) 监控中心商品 期货指数(CCFI)低开低走, 周一开盘948.25点,周最高 948.45点,周最低927.57点, 周五收盘报936.01点,较 前一周收盘跌1.35%。

上周监控中心商品期货指数再次 回落,整体波动率有所放 大,但面对近期国内外节 假日的增多市场整体表 现还是相对谨慎。从板 块资金流向来看,上周 商品市场持仓资金继续 呈现流出态势。资金流 出较明显的板块有:煤 炭、建材和化工板块。 资金流入较明显的板 块有:农产品及贵金属 板块。(瑞达期货研 究院)

东证商品指数表现(2018年12月28日)						
	开盘价	收盘价	结算价	昨结	涨跌幅	周涨跌幅
跨所农产品指数	92.16	92.08	91.99	92.48	-0.43%	-2.06%
跨所能化指数	96.68	96.24	96.42	97.47	-1.26%	-2.44%
东证大商所农产品指数	91.88	91.89	91.80	92.07	-0.19%	-1.18%
东证大商所煤炭指数	101.53	100.78	101.57	101.66	-0.86%	-0.50%
东证大商所能化指数	103.35	104.00	103.67	103.59	0.40%	0.81%
东证大商所工业品指数	93.25	93.12	93.40	93.41	-0.32%	-0.13%
易盛东证能化指数	89.92	88.91	89.35	90.96	-2.26%	-4.35%
易盛东证棉糖指数	72.33	72.24	72.13	72.83	-0.82%	-3.46%

东证点评:甲醇方面,近期华东 区域内贸和进口船货 入库依旧缓慢,从而导 致累库进程略显迟缓, 接下来进口船货计划到 港量有所增多,只是受 大风影响,封航现象将 再度影响卸货入库时 间。目前沿海整体库 存压力大于往年同期, 且进口低价货源压力 持续笼罩市场,由此 预计被动累库存压力 将在2019年初继续 施压市场。