

升贴水暗藏玄机 三角度破解期市“水密码”

□本报记者 官平



假如你发现上海的铜比伦敦的铜贵,为什么不从伦敦“买入”进口到国内卖呢?假如你担心铜到中国后跌价了,你可以在进口前在上海期货交易所做一个“卖出”操作,为交易上一个“双保险”。

钱可能没有这么容易赚。但假如你能知晓一个“水密码”——游弋于期货、现货两个世界里的升贴水,了解并摸清它漂浮不定的“脾性”,去衡量现在与未来的价值变化,无疑可以顺利打开“淘金”之门。

角度一 升贴水“水分”几何

简单地讲,升贴水就是某种商品的现货价格与期货价格的差额。当差额为正值,就称之现货升水或期货贴水;当差额为负值,就称之现货贴水、期货升水。用行话讲,差额就是基差。

粗看它就是一个指标而已,但细细说来,并不简单,升贴水概念的范畴已被拓广,可以泛指为,某种商品现货月与交割月或不同交割月份间的价格关系;实物交割中替代交割物与标准交割物间的价格关系;某种商品跨年度交割的价格关系;某种商品不同交割地之间的价格关系等。需要厘清的是,这里所指的升贴水系期现价差概念。

由于升贴水反映了某种商品在一定条件下的特定价格关系,升贴水的变化对期货价格的影响非常大,投资者都非常关注升贴水的变化。

国外现货商都是参考期货价格进行定价,升贴水是买卖双方期货价格

的基础上加上一定的补贴或折扣。”格林期货研发总监李永民说,升水就是在期货价格基础上加上一定的补贴,贴水就是在期货价格基础上加上一定的折扣。

升贴水包含两个市场间的运输成本和持有成本,运输成本反映了现货和期货市场间接的空间因素;持仓成本反映了两个市场间的时间因素,即两个不同交割月份间的持仓成本。持仓成本包含储存费用、利息、保险费等。

升贴水在期货市场一般有两种含义。宝城期货金融研究所所长助理程小勇说,一种是,现货商报价时,往往会较权威机构报出的价格报高一部分,以铜为例,例如,上海市场铜今天现货每吨报升水160元至400元,那么意味着持货商惜售,或者市场货源紧张;若报价贴水,意味着是货源充足,持货商急于抛售换现。

从理论上讲,持仓成本将在不同交

割月份的期货价格上反映出来,表现为远期月份期货价格通常高于近期月份期货价格。而近期月份期货价格通常又高于现货价格。随着交割月份的临近,持仓成本不断降低,升贴水逐渐减少,现货价格与期货价格最终趋于统一。

过去伦敦市场出现过几次逼仓事件,同时伴随的是铜现货升水急剧翻番。”一位在国企做了多年有色金属期货的资深人士说,与高升水情况相配合的是库存的大幅下滑,一些国际大的金融集团由于控制了大量仓库,而能使得市面上形成“钱多货少”的假象。

实际上,影响升贴水的因素相当复杂,以至升贴水随时都在波动,但由于期货市场和现货市场的价格皆受同一因素的影响,两者价格大致呈同向且同幅度波动,因此,升贴水波动相对于现货价格或期货价格的波动小了许多,显得相对稳定。

角度二 沪伦铜“水”有多深

就在最近两个月,“洋山铜溢价”的攀升备受关注,6月份升水一度达到每吨200美元,而这一数字在5月中旬还只有100美元左右。业内开始担忧并警惕伦铜“逼仓”情况可能发生。

洋山铜溢价,指的是以待报关进口至上海(包括洋山和外高桥)的基准品牌精炼铜交易价格对伦敦期货交易所(LME)的溢价。如此高的溢价或者升水,背后的原因颇有蹊跷。

一位上海铜贸易商告诉本报记者,近几个月上海保税区“融资铜”库存下降比例较大,从100万吨下降到40万吨左右,而国外贸易商会选择升水比较好的时机,因为转口条件不符合,“融资铜”只能进关。

消息人士透露,国内铜消费比较平稳,人为造成现货偏紧的因素很大,囤货一般比较神秘,特别是大的机构厂商,可以发现一到升水涨上来的时候,市场上就会出现限产声音,这就是迹象。

在国内现货铜升水背景下,逐利热

情高涨。今年6月份,铜材大量进口。国内某大型铜企期货部负责人表示,今年6月份沪伦比价推动了套利益,国外进口后在国内销售。

江西铜业相关人士也表示,升贴水与行情之间是互动的,升水高期货价就难以下跌,跌得多了现货升水也会上涨。相对来说,现货市场比期货市场更为稳定,也会造成期现货市场之间的脱节,期货相对来说波动更大,生产企业一般会有基本合理的库存,贸易商理论上可以把库存清空,利用“虚拟库存”来备库,成本比较低,没有必要把铜先买好。

华东另一家大型铜企人士也说,企业一般利用升贴水做短期的库存管理,长则一周,短则三天,在现货贴水的时候,就在期货市场上抛货,假如没抛掉的就在第二天继续抛。如果升水比较高,说明买盘力量大,虽然价格不一定是最好的价格,但期货总体价格是划得来的。

今年3月份,浙江上虞一铜贸易商

为迎接5月消费旺季,需要购入一批铜,该贸易商统计发现,3月份基差偏低,每年5月份基差都会扩大,即现货较期货升水扩大,因此从3月初基差200元/吨位置买入沪铜主力合约,并在现货市场签订相应的销售订单,到5月2日基差扩大至1040元/吨,因此获利840元/吨,这时候现货交货,期货平仓。

资深人士说,从买方而言,假如一个铜材企业,需要两个月后买入铜现货生产,铜现货50500元/吨,升水300元,远期期货贴水,假如三月期价格为49400元/吨,企业如果直接从市场买铜现货,则面临着高升水以及反向结构的不利影响,现货与期货价差1100元比较高,且还要付出300元升水。

假如担心两个月后铜价上升,因此决定买入套保先建立虚拟库存,到期铜价格局不变则交割,如果升水缩窄以及价差缩窄,则可以从现货买入,期货平仓,可以大大减少资金占用与规避原来价格风险。

不过,一位业内人士指出,当前国内期货市场和现货市场比较松散,双方各有自己一套定价体系,所以现货商主要根据现货市场的价格进行买卖,只有部分品种采用了基差交易,在国内基差交易运用并不广泛,目前有色金属市场相对成熟一些。

而在国际市场上,许多期货交易所每天都公布有关升贴水的最新数据,比如伦敦金属交易所LME每天公布升贴水的最新变化,以便投资者决策时参考。上述业内人士建议,公开升贴水信息对发挥期货市场套期保值与价格发现的功能非常有益。

水涨船高,潮落船低。升贴水在两个市场里,已经习惯了这种存在方式,也证明了它的存在价值,因为很多逐利者都把它当成“浮标”,尽管浮浮沉沉,但希望从中读懂规律,拾得个中“密码”,淘得真金白银。

■ 高端视野

景川:升贴水里辨方向



□本报记者 官平

金属铜,由于其较好的经济预测能力被赋予“铜博士”美誉,伦敦、上海两个铜市场更是通过升贴水这个纽带联系紧密。中证期货副总经理景川对中国证券报记者表示,期货市场的体量不足以“推波助澜”,倘若从升贴水来看,交割月期现价格最后高度拟合,说明期货市场在正常发挥功能。

中国证券报:你是如何认识现货对期货的升贴水的?这个“指标”对企业套期保值、规避风险有何意义?近期有媒体透露LME将有可能在上海设立交割库,这对国内有色金属市场会有哪些影响?

景川:一种是现货对期货的升贴水,一种是现货月对期货月的升贴水。一般来说,现货的升水通常对期货有提振作用,因为现货往往能显示当期现货紧张的供需状态,这种状态是由于当期的供需状态导致的结果。

比如,国内铜最近相对供应比较紧张就会升水,卖家惜售,买家有刚性需求,升水同时传递一个信息:需求比较旺盛,价格会受到支撑,后期有人买入,比如到一定程度计算成本,现在买和后期再买哪个划算,如果不是马上急着用的话,一部分买了,一部分后期再去买,假如现货价格太高了就买远期,这是利用升贴水来自然调节。

如果太高,有库存,两个星期后再用发现价格差的话,就卖掉现货,再从

期货市场买回来。有几种可能:一是未来价格差合理的话,就倒回去;一来最大的可能实在不行就从交易库拉回来,计算有利润再做。升贴水是市场自然的表现,操作很困难。如果是贴水,面临更多问题,一方面表明现货供需过剩,需求不是很旺盛,另一方面,作为未来消费者或投资者来说,还有利润可赚,自然是买现货抛期货。

在上海设立交割库,对内外价差影响将越来越正常,过去主要存在地区升水问题,以及融资所带来问题,用融资利润来覆盖进口亏损来实现,但现在被限制,在2002年与2003年,中国和伦敦市场交割一直维持比较正常,可以贸易进口,有微弱的进口利润,后来出现控制库存,低升水,融资这种方式形成进口价格长期不合理,有位银行行长说过,凡是(价格)高进低出,一概不给发货款,实际上,这种贸易长期是高进低出,我们依赖伦敦市场,设立交割库应该是好事。

中国证券报:在期货市场里,特别是商品期货市场,常常出现长时间的期货贴水状态,这种情况是否说明现货是被期货“拉下水”的?另外,在进出口方面,升贴水有何指示意义?

景川:从整体上来看,现货是根本,现货影响期货,毕竟期货市场小,期货把现货“拉下水”是不可能的,实际上在交割月,期货和现货价格最后基本拟合,这也说明市场是有效的,且有利润空间。

如果股指期货贴水拉得很高,等于买了股票大肆低价抛售,但送钱为什么不要呢?高度发达的期货市场为什么有涨跌?一方面是对现在市场的判断,一方面是预知未来市场行情,同时考虑到时间成本,在时间成本的基础上考虑未来。

从某种程度上说,期货带着现货在走,这说明期货发挥的功能是正常的,但这是要付出很多的代价,不断涨跌过程中,不知道付出多少代价,结果才是这样,但也只能说明期货市场是有效发挥其功能。

在铜的进出口问题上,从中国定位来看,是不应该鼓励出口,中国的资

源处于极度匮乏状态,随时可能被“掐脖子”。一个机构对于伦敦铜的控制就能造成这么大的贸易地区升水,意味着鼓励出口就是和自己过不去了。

但从增加出口对企业逐利的角度来讲,这很正常。看内外的价格对你是否有利。进口的话,今年国内明显很便宜。正常的企业选择,这是市场自然调节的作用。不会因为在国内买了,国内就没有东西,出现短缺,价格起来就会进来了。对于企业会说,有机会出口就出口,进口就进口。如果伦敦高升水,何乐而不为,我就卖给国外,如果有利润就去做,合适的机会,出现正基差就会去国外买原料,原料一定是靠进口的,江铜原料也不能满足自己的产能,一定在国外买原料。

中国证券报:在美国量化宽松政策(QE)缩减、退出“时间表”仍有变数的情况下,怎么看下半年的铜价?

景川:过去十年间,铜与其他基本金属价格的“金融升水”是十分明显,多数价格实际上回到成本线之下,一是全球资源不平衡,经济结构不平衡,稀缺的基础上有很大的需求量,欧美、北美需求量没那么大但产量大,整体上结果导致地区上不平衡,导致升水同时存在,使铜价也高。

十年前,伴随中国进入全球化时代,全球进入宽松的政策环境,包括中美在内。在2008年后,这种宽松环境更加剧烈,这种环境导致“金融升水”继续存在,融资手段有一定投资价值与空间。但随着下半年来临,美联储对QE态度的转换,2008年以来第一次谈到退出的时间和整个过程,从今年下半年开始缩减到明年年终结束,这意味着美国经济复苏,以及美国继续放松的状况开始改变,这种金融政策开始减弱,中国去产能去经济杠杆也逐渐清晰了。

回到铜价,即使出现这类问题,总体到下半年,具体到哪个位置很难说,但伦铜反弹已经碰到了每吨7000美元一线,而国内沪铜在每吨50000元是比较难突破的压力线,是否能真正意义上站得住,还需观察,但总体并不太乐观。

股指期货贴水的是与非

□格林期货 石敏

6月下旬至今,股指期货与现货沪深300指数之间的价差长期处于贴水状态。主力合约的期现贴水最高达到60点左右,按7月26日收盘价计算仍高达32.4点。基于该现象,许多投资者对股指期货贴水的各种猜测再次喧嚣尘上。

投资者对股指期货贴水的猜测主要有以下几种:一是股指期货贴水是由于资金做空导致的。二是股指期货增大了A股的做空压力,是导致A股下跌的重要推动因素。其依据是股指期货贴水多数是在下跌行情中出现,例如伴随6月下旬以来的股指期货贴水,大盘的走势一直十分疲弱。三是股指期货升贴水可能是机构操纵股指期货脱离现货指数,是其从中获利的工具。

投资者对股指期货贴水的观点是否正确?为了解答这个问题,我们将通过以下三个问题的分析让大家对股指期货贴水状态的是与非有一个更加理性的认识。

首先,股指期货升贴水形成的原因是什么?

股指期货是反映现货HS300指数在期货到期日的未来价格预期。根据无套利定价原理,股指期货与现货之间的期现价差主要体现为当前时刻至合约到期日的资金成本。但在实际中,股指期货的期现价差同资金成本之间通常存在着偏离。其原因大致可以总结为以下三种:

一是沪深300指数成分股分红。根据沪深300指数编制规则,成分股分红派现,指数不作除权处理,而是任其自然回落。这将导致现货的预期价格降低,体现为期货价格下降。

二是沪深300成分股长期停牌。目前沪深300指数编制采用前收盘价计价。如果成分股停牌时间较长且期间的市场波动较大,那么停牌股票复牌后的价格较前收盘价将出现较大偏差。这将导致市场预期成分股复牌时的指数价格和目前指数价格出现偏差,从而体现为期指的期现价差出现偏差。

三是市场对某些信息进行不充分反应或过度反应。这也可以理解为市场乐观或悲观情绪的体现。即期指的期现价差扩大,显示市场情绪偏向乐观,反之亦然。

在实际中,由于沪深300成分股长期停牌较为少见,且停牌数量通常较为有限,导致其对股指期货期现价差的影响较为有限。因此,以上是实际中形成股指期货升贴水的主要原因。

其次,股指期货贴水是常态还是特殊现象?股指期货升贴水的历史特征有哪些?

由于股指期货是现货沪深300指数在期货到期日的未来价格预期,这导致股指期货与现货之间将长时间存在着价差。此外,通过上文分析可知,股指期货与现货之间的价差受到多重因素的影响,这导致股指期货的期现价差处于升水或贴水状态都是完全有可能的。也即,无论股指期货升贴水都是一种正常现象。从股指期货期现价差走势来看,自2010年4月16日股指期货上市以来,股指期货贴水、升水的状态便一直长期存在。这也验证了股指期货升贴水的出现并没有任何特殊之处。

此外,股指期货升贴水状态具有哪些历史特征呢?由于股指期货当月合约交易最为活跃,我们以当月连续合约与现货沪深300指数进行对比分析,得出股指期货升贴水主要存在以下四方面特征:

一是股指期货期现价差逐步收窄。2010年股指期货上市首年,股指期货当月合约与沪深300指数价差波动区间为-57点至124.9点,平均17点。2011年,股指期货当月合约期现价差波动区间为-38.1点至34.6,平均4.14点。2012年,股指期货当月合约期现价差波动区间为-29点至30.3,平均4.88点。这显示股指期货期现价差的波动逐渐趋于平稳,也体现出市场不断走向成熟。

二是股指期货升水更容易出现在牛市中,贴水更容易出现在熊市中。这是由于牛市中多头氛围浓厚,投资者对现货未来的预期价格更高,体现为

股指期货价格较高,从而形成较高的股指期货升水。反之亦然。

三是在越激烈的行情中越容易产生较大的股指期货升贴水。这可以从股指期货升贴水形成的第三种原因得到解释,这也符合投资者在越激烈的行情中越容易对行情反应过度的特点。例如,股指期货上市后出现的最大升水便是出现在2010年10月中旬猛烈拉升之际。而在紧接着的2010年11月的快速下跌行情中,则出现了高达近60点的贴水。

四是股指期货通常在每年5-7月尤其是6月出现季节性的贴水状态。这是由于沪深300指数成分股分红具有明显的季节性特征。从近年统计来看,5、6、7三个月份分红金额占全年的比例超过80%,仅6月占比便超过70%。因此,沪深300指数成分股分红主要是在每年的5-7月尤其是6月造成较为明显的股指期货贴水现象。

最后,如何看待投资者对股指期货贴水的观点呢?

一方面,通过上文分析可知,股指期货贴水的形成原因是多种多样的。股指期货贴水产生的原因虽然可能包含市场的悲观预期,但却并不能简单认为股指期货贴水完全是由做空造成的。另一方面,股指期货也并不会明显增加市场的做空压力,更不是市场下跌的真正原因。这是由于股指期货是现货价格的未来预期,这决定了股指期货始终是现货的影子。股指期货升贴水只是影子围绕标的的波动而已。此外,机构也不可能通过操纵股指期货获利。这是由于股指期货的交割规则规定,股指期货是按照现货进行交割。这决定了股指期货升贴水在交割时刻必定强制收敛。机构企图通过操纵股指期货让其偏离现货价格来获利显然是不切实际的。

综上,股指期货升贴水是长期存在的正常现象,其产生原因主要有三种,我们无需将其看得过于神秘。在实际中,我们可以一定程度上利用股指期货升贴水状态透露的信息,从中挖掘市场情绪走向,从而指导我们的交易。