

**“欧若拉”在发光 配置点黄金没有错**

2013年黄金暴跌扫货一举成名的“中国大妈”开始怀疑黄金的保值功能,上周全球最大的黄金ETF基金持有量也下降到2008年9月以来的最低水平。相反的是,多国大幅增持黄金,实际上全球央行已经连续17个季度维持黄金净买入。以罗马神话中的黎明女神欧若拉命名的黄金,到底还值不值得配置?

A06 期货·行情纵览

**商品货币“夹缝求生”未雨绸缪避覆辙**

“嗜血”的对冲基金嗅到了一只“大猎物”——新西兰元,一次凶猛的狙击随之出现。没有最差,只有更差。随着大宗商品普跌,作为全球三大主要商品货币,新西兰元、加拿大元和澳大利亚元在今年以来都沦为表现最差的货币。新兴市场国家宜未雨绸缪,避免重蹈1997年亚洲金融危机的覆辙。

A07 期货·行业生态

中国的“华尔街刺猬”:小荷才露尖尖角

在华尔街,有一个群体,低调而神秘,勤奋但又显另类,浑身尖刺,攻守兼得,用代码统治着金融市场,他们就是对冲基金的经理们。他们经历了像凤凰涅槃一样的1987年股灾,又在接下来的网络科技股泡沫破灭以及熊市当中获得了丰厚的利润回报。这种令人难以置信的故事,如今也发生在中国A股市场。

A08 期货·大视野

361° 看市

破译“水密码”:期指升贴水的三大误区

□本报记者 王姣

7月以来,因股指期货走势较相应现货指数明显疲弱,三大主力合约贴水幅度相继刷新上市以来的新高,“深度贴水”现象引发市场的极大关注。

从盘面上看,沪深300期指主力合约IF1508贴水幅度近期持续在200点左右,上证50期指主力合约IH1508贴水幅度也多次超过100点,更离谱的是,中证500期指主力合约IC1508贴水幅度在7月1日达到创纪录的902.51点,上周则多日徘徊于500点之上。

“期指贴水持续高位,是否预示着A股回调还没结束,接下来会不会有更深的底?”这一问题成为众多投资者心中共同的疑问,而上周五期现市场尾盘集体跳水,三大期指贴水幅度重回高位,显然更加剧了部分投资者的心理恐慌。

为什么投资者对贴水充满担忧?主要归因于一些人认为,期指大幅贴水,反映的是市场投机客对未来的悲观态度,隐含的是未来市场将下跌的预期。那么问题来了,投资者对期指升贴水的判断是准确的吗?贴水是指指数上行的绊脚石吗?大幅升水是否就意味着指数将蒸蒸日上?升贴水到底是不是投资交易的指南针?让我们擦亮眼睛,重拾理性精神,破译期现之间的“水密码”。

误区一:深贴水仅归因于悲观

一边是A股渐进式上升的反弹格局,一边是三大期指不断扩大的贴水幅度,股指期货相对现货指数大幅折价的现象备受市场关注。

所谓升贴水,也即基差,是指期货价格与现货价格之间的差,当股指期货价格高于现货指数价格时,股指期货处于升水,基差为正;反之,股指期货处于贴水,基差为负。

近期将贴水现象演绎到极致的莫过于中证500期指。6月29日至7月1日,中证500期指主力合约IC1508贴水幅度不断刷新历史新高,分别达到716.24点、560.02点和902.51点,此后的7月8日和22日,其贴水幅度继续稳居高位,分别为645.77点和547.24点,这5个交易日的贴水值恰好占据其上市以来的前五名。

同样是7月22日收盘,沪深300期指主力合约IF1508贴水211.96点,贴水幅度超过5%,仅次于7月7日贴水231.2点,创历史第二高位;与此同时,上证50期指主力合约IH1508贴水107.19点,贴水幅度同样创历史第二高位,此前的7月8日该合约贴水高达108.78点,这是历史上罕见的现象。

不少业内人士认为,期指的大幅贴水,意味着整个市场对未来股市行情的悲观看法。宝城期货研究员邓萍就告诉中国证券报记者,上周期指贴水主要受两方面因素的影响:一是期市投资者对于未来股指走势的悲观态度使得期指表现弱于现货;二是当前市场信心并未完全修复,一有风吹草动,股指就出现较大程度的调整,资金出于安全考虑加大持仓的套保力度。

然而从当前的贴水幅度来看,更多市场人士认为,这已经不是简单的悲观预期所能解释的,除市场情绪外,包括卖出套保持仓需求较大、多头资金难以承接大量套保头寸介入、反向套利执行难度较大、分红形成的折价等多重因素共同导致了期指此轮持续大幅贴水的现象。

截至7月24日,沪深300期指、上证50期指、中证500期指的成交量分别为201.46万手、28.62万手、20.1万手,持仓量分别为9.28万手、2.74万手、1.83万手,而三大期指对应的历史最高成交量分别为318.6万手、94.6万手、54万手,对应的历史最高持仓量分别为26万手、10.1万手、6.06万手,显示目前市场交投仍趋清淡。

“经过干预的期指市场,池子太小,已经容不下现货套保需求了,所以导致了大幅度贴水。”有业内人士直言,“一会儿不能开多,一会儿不能开空,换合约之后很多人都不玩了,套保仓动不动就砸穿了,贴水深又不敢继续卖,有的机构套保不了只能卖股票了。”

国泰君安期货的研报也指出,此前期指大幅下行期间,空头套保的规模较大,同时由于期指三个品种的持仓量持续下降,不排除市场缺乏足够多的多头头寸去承接空头套保介入的规模,进而导致基差大幅贴水。

“目前为什么就没有套利资金入场抹平这一异常现象呢?个人认为,可能是当前市场制度导致套利资金以及投机资金的缺失,致使不合理价差的出现。”业内人士认为,反向套利机制的缺失,尤其当前融券量较为有限,也是贴水难以收敛的重要原因。

中信期货投资咨询部副经理刘宾告诉记者,升贴水能否有效回归,从理论上分析确实和套利资金参与程度有关,如果反向套利渠道不畅通,贴水可能迟迟得不到修正,甚至继续不断扩大,但是从目前ETF融券卖出的量来看,似乎参与反向套



CFP图片

利的并不多,并没有达到无券可融的地步,或许还是存在套利投资者不习惯反向套利的因素。

综合来看,刘宾认为,当前期指大幅贴水的因素主要有四点:第一,6、7月是分红高峰期,期指理论上存在红利折价效应;第二,近期现货市场仍存在较多停牌股票,由于大盘经过短暂反弹后近期再度呈现乏力,因此停牌股复牌可能下跌的预期也被折射到期指手中;第三,前期离场的空头近日再度回流,对犹豫的指数同样构成压制;第四,市场盈整导致方向迷茫,多头犹豫也降低了抵抗力,众多因素叠加导致深幅贴水。

误区二:预测股市涨跌的神器

随着贴水连续扩大,市场恐跌情绪升温,近日不断有投资者悲观地表示,“期指贴水都这样了,还能不跌?”“期指这贴水的行情,涨的再猛,也是要暴跌的。”

期指大幅贴水是否就预示着股市下跌?升贴水真的是预测股市涨跌的神器吗?对此,专业人士显然有着不同的看法。

“贴水是利好,无需恐惧,这是机遇,不是风险。”据方正证券金融工程首席分析师高子剑的研究分析,A股市场长期以来,期指升贴水是由散户决定,买进或卖出完全跟着大盘走,这样情绪化的基差,肯定是反指标。其次,从机制上,贴水也是利好,因为贴水相当于给多方让分,今天的贴水,就是明天的买气。

从境外市场实践来看,持续贴水并不会导致股市持续走低。据业内人士研究,美国标普500指数期货自2009年出现持续贴水,截至2013年11月15日,1228个交易日只有13天正基差,正基差天数只有1%,但美国股市自2009年一路走高,累计涨幅超160%。

多位期货研究人员也倾向于认为,贴水并不一定影响股市大涨,同时升贴水并不是预测股市涨跌的神器。

“期指贴水基本上反映了看空预期较浓,特别是当贴水极其严重的时候,长期贴水并不意味着将限制指数上行,往往较大的贴水反而会引发套利资金入场,使得贴水缩小,甚至刺激现货买盘增加。”方正中期期货研究员彭博告诉记者,今年中证500期指推出后,市场一度非常悲观,认为即将见顶,做空套保及看空的力量非常大,导致IC合约基本上每日贴水均在200点以上。但巨大的贴水幅度反而使得套利资金入场做多,中证500期指也继续疯狂上涨,最终使得许多做空的人亏损惨重,不得不离场,而巨大的贴水最终都变成平水甚至升水。因此,期货的升贴水只能反映一种预期,与市场实际的趋势并不一定相同。

而据公开数据,针对沪深300指数及其期货的深入研究也没有发现升贴水与指数走势存在稳定关系。研究显示,一是股指期货基差与股指涨跌相关性系数仅为0.006,十分微弱,且统计上不显著;二是即便加入股市涨跌惯性和波动性等变量后,二者的相关系数也只有0.013,且统计上仍不显著,无法证明二者存在相关关系。

邓萍告诉记者,期指升贴水的结构并不会决定未来的走势方向,这个不管是期指还是商品期货市场都已经得到有效印证,据他们的研究,期指的升贴水在趋势性行情和极端行情中会明显放大,更多反映的是一种市场情绪。

刘宾也认为,贴水幅度大也不完全代表情绪悲观,或许体现的是市场情绪谨慎或不乐观。“从2014年7月开启的牛市历程看,期间同样出现多次较大幅度的贴水,但并没有改变现货市场的方向,

大部分情况是期指短暂背离后最终补涨跟上现货步伐,修复贴水,也就是说,牛市中贴水基本很难成为上行的绊脚石,只能说,出现贴水,短线可能市场存在一定压力,而能否由此让市场转变方向,则最终还是取决于现货市场是否动能消失。”

刘宾同时指出,期指大幅贴水或大幅升水一定程度上可理解为市场情绪低沉或亢奋,但很多时候升贴水扩大是在现货市场收盘后出现的,一方面充分展现了期指晚收盘对信息的反映及对市场的预期;另一方面也可能是套利无法操作的结果,所以尾盘的升贴水扩大指导意义存在不确定。

误区三:期市做多做空的投资指南

尽管诸多专业人士相继指出,贴水并非看空股市、不影响股市大涨,升贴水也不是股市预测神器,但市场中仍不乏盯着升贴水做交易的投资者,一些声音甚至表示,“升水”或“正基差”就是看多后市,可以适当做多;“贴水”或“负基差”就是看空后市,可以适当做空。

事实上,在一些分析师看来,上述说法并没有多少道理,在实际交易中,升贴水到底是利多还是利空,没有绝对标准,但毋庸置疑,升贴水幅度较大时将给一些套利资金较大的投资机会。

“虽然贴水扩大被解读为看空的概率增加,但未必一定是利空。如果市场处于牛市格局中,短暂的贴水扩大基本不会改变上行方向;即便是弱势市场中,如果贴水过度扩大,所谓物极必反,也未必就是极度悲观,就如上周三的贴水较大,但上周四并没有继续下跌,所以升贴水是利多还是利空,不能单独以这一个指标来判断,也需要结合大盘趋势和其他指标综合分析。”刘宾说。

彭博进一步指出,升贴水对于投资者是否是利好需要根据现货走势来判断。“判断升贴水变动基本上有个原则,这就是,如果指数在趋势行情中,升贴水基本上呈现出与趋势相同的方向,比如上涨趋势中,期货大概是升水,反映对后市的乐观预期,如果不是这样的话,就说明存在很好的套利机会。而在震荡行情中,期货经常出现升贴水互相转换的状况,在震荡高点出现升水或平水,而在低点出现贴水。因此,在震荡行情中,大幅贴水往往也意味着较好的套利机会,具体套利的点位还是要根据现货的走势来才能更加准确。”

彭博表示,通常IF升贴水在60点以上,IC在150点以上就意味着有较好的套利机会。但套利资金的入场点肯定要根据指数来选择,指数企稳了,套利资金才会入场,不企稳的话,贴水还可能会扩大,这就是根据升贴水做期货的难点。所以,IF贴水可能达到200点,甚至300点,IC可能达到800点,不管是套利还是投机,过早入场后果也是比较严重的。

“对短期单边交易者而言,大幅升贴水不是利多,也不是利空,在市场大幅升贴水时,短期单边交易者需要控制好仓位,以防行情的急剧变动。对长期单边交易者而言,如果出现大幅升贴水,可在期货和现货之间切换头寸。”一位资深期指研究员告诉记者,对稳健获利而言,可关注反向套利机会,获取基差回报带来的收益。由于大幅升水可能带来高价差、大幅贴水可能带来低价差,风险承受能力较大的参与者可关注价差多头策略,长期持仓者可关注换仓策略。比如,当价差较大时,参与者可将构建在远端合约的期指多头头寸,移仓至近端合约,以获取价差收益;如果持有期指空头头寸,可将构建在近端合约的期指多头头寸,移仓至远端合约,以获取价差收益。

刘宾也认为,贴水幅度大也不完全代表情绪悲观,或许体现的是市场情绪谨慎或不乐观。“从2014年7月开启的牛市历程看,期间同样出现多次较大幅度的贴水,但并没有改变现货市场的方向,

业内呼吁进一步完善衍生品市场

□本报记者 王姣

期指深度贴水的市场环境下,多头投资者惧跌不敢入场,有套保需求的投资者同样没有勇气卖空,由此造成了主力空头不敢恋战、主力多头持仓不断下降的局面。如业内人士所言:“回顾前几期指的深度贴水,一个最显著的现象是:没有足够的多单与空单进行匹配,整个市场充满担忧和犹豫情绪。”

“主要的问题在于我们的市场结构:即使贴水5%,也很难在市场融到足够的券去做空现货,买多期指而进行反向套利。而这样的机制在香港市场或者成熟市场是能够做到的。”一位量化对冲投资者的这番话道出了不少业内人士的心声。

方正中期期货研究员彭博告诉中国证券报记者,目前的大幅贴水确实存在市场扭曲的情况,最根本的原因仍是市场套保需求太大而产品太少所致,目前能够符合大机构套保需求的只有3个股指期货,上证50ETF期权流动性还太小,机构并未大规模参与,因此,所有的套保需求都涌向了股指期货,因此,一旦市场氛围不稳定,就会导致贴水幅度加大。

在业内人士看来,此次股指期货贴水持续时间较长,迟迟不能纠正,反映出市场缺乏反向套利力量。“目前融券量还是较为有限的。比如7月23日,交投前的两只500ETF融券总卖出量为6万股,交投居前的三只300ETF融券总卖出量为4.14亿股,500ETF融券总卖出量为0.05亿股。由于上证50、中证500ETF的融券总卖出量有限,我们以7月1日至7月21日的300ETF每日融券卖出量进行分析,期间融券卖出量总计55亿股,相对而言反向套利融券规模与股指持仓名义金额尚有一定差距。另外,7月21日,300ETF的融券余量为2.57亿股,所以融券的量偏少,或一定程度上导致不合理价差出现。”一位期指研究员告诉记者。

华泰证券和华泰期货的联合报告也指出,在流动性充裕的前提下,更多的投资资金在出于市场化的决策下才会跟随入场。

券源匮乏的现状,目前期指市场没有完善的贴水修复途径。在距离交割日尚远的时点,套利资金入场也会充分考虑资金成本以及逆向波动,从而导致价差修复功能无法自行发挥效果。

“目前的情况就是套保力量太强,压制了投机和套利资金的作用,这并不是一种正常的状况,预计市场逐渐走好以及股指期权和个股期权推出后,这种大幅贴水的情况将逐渐消失。”彭博说。

“为什么恒指期货正常交易没有像我们A股市场这样大的贴水/升水呢?一个可能的解释是,越是交易历史长的指数期货,越容易接近现货价格。”职业投资者杨韬撰文表示,恒指期货的稳定,可能还有一个要素,就是卖空机制的存在。如果贴水过高,完全可以卖空一揽子股票或指数ETF,然后买进期指对冲套利。

对于如何进一步完善市场交易机制,中信期货投资咨询部副经理刘宾表示,可以考虑加大规范、稳健推动高频业务的发展,提升市场流动性;另外为正反套利提供更好的操作环境,包括T+0的匹配和融券等。

上述研究员同时指出,就期现套利而言,应该加大融券的供给量,同时严密监管这些融券是否是用于反向套利,反向套利建仓时要求卖出货同时建仓同样数量名义价值的期货多单,平仓时要求卖出期货同时买入同样数量名义价值的现货。当基差、期现同时建平仓等条件满足,就可认定反向套利操作。

如华泰证券和华泰期货的联合报告所言,监管干预的最终目的应该是彻底扭转预期,反而是营造和谐平稳的市场环境,让投资者重新建立投资信心,进而有序回归市场。可以清晰地看到,虽然期现价差和远期跨期价差都深度贴水,但是价差的波动性大大降低,排列相对稳定,这也逐渐允许套利资金逐步入场,充当流动性提供者的角色。在流动性充裕的前提下,更多的投资资金在出于市场化的决策下才会跟随入场。

高贴水必然趋于收敛

□本报记者 王姣

“高贴水不会长时间的存在,一方面,贴水增大将增加套保者的成本,贴水大到一定程度,就会使得一部分套保者离场,减少压单;另一方面,贴水大到一定程度会吸引一部分套利资金入场,特别是目前贴水已经可以覆盖逆向套利成本的情况下,也会使得贴水的边际增速变慢;最后,在市场无大的下跌风险存在的情况下,贴水大到一定程度会吸引单边做多者入场,看多价差回归行情。”光大期货分析师任静在接受中国证券报记者记者采访时表示。

基于交割结算规则,股指期货与对应的现货股指,在期指合约到期日的最后结算价是当天下午现货指数所有报价的算术平均数。

据业内人士介绍,由于持仓现货至到期产生的分红、持仓现货至到期产生的资金成本等因素影响,期指价格理论上将较现货价格要高或者低一些。如果高出的幅度以及低出的幅度保持在参与者完成一个套利交易的交易成本范围内,此时的基差都是相对合理的,在此区间的基差是随机波动的。但是,如果高出的幅度以及低出的幅度明显大于套利交易成本时,而且融资融券等交易机制通畅,市场有足够的资金平定价偏差,此时意味着部分参与者对后市走势或者是利率走势存在看法,于是通过升贴水表达出来。

从理论上说,由于套期保值和套利交易的存在,当期货过度偏离现货、基差过度偏离均值时,市场套利力量认为有钱可赚,即会自动介入、买高卖低,套利策略的介入会使得基差迅速收敛。“由于股指期货与标的指数二者的价差是存在一定合理范围的,一旦超过价差的上下边界,尤其是大幅升水和贴水的时候,都将会吸引套利资金入场,促使价差回归正常运行区

“现阶段,使得期现价差收敛的主要条件是:一是市场预期向好,二是持有股票者有意愿进行反套操作,用股指期货多头替代现货股票,赚取持有收益。”华泰证券和华泰期货联合研究认为,就目前升贴水情景来看,后续演变到收敛的情景只有两个结果,一个是现货相对更强,引导期货向其收敛的过程,另一个是现货被期货“拉下水”的行情。而且这一收敛过程的时间跨度以及时间节点都是无法预知的。收敛的过程可以由没有观点的套利者以及相对价值交易者驱动(比如,抛售现货买入便宜的股指作为替代——本质也为反向套利),当然也可以由带有判断的投机和套保资金驱动。最终体现的形式是两种情景的哪一个即取决于微观层面的执行方式,也取决于资金对于市场的认可度。