

多空论剑

欧佩克维也纳会议5月召开 原油迎来机遇还是噩梦

作为大宗商品龙头,3月底以来,原油价格波动很大,先后经历了一波大幅反弹和快速下挫。随着备受关注的石油输出国组织(OPEC)维也纳会议临近,原油市场是否存在阶段性机会? A股方面,投资者该如何布局相关板块?

□本报记者 叶斯琦

国际油价现“过山车”行情

中国证券报:3月底开始,国际油价先是出现连续反弹,本周三开始又急速下挫,波动剧烈背后,原因是什么?

王广前:原油大幅波动,从技术层面来看,原油价格经过持续两周的大幅反弹之后来到了前期的震荡中枢内,继续上攻阻力较大,因此主力多头出现了部分获利了结操作,对应原油价格周初震荡调整。周三晚间出现急速下跌主要是因为美国EIA原油库存降幅不及预期,且汽油库存增加,这预示着美国原油消费出现了阶段性停滞。实际上,从历史上看每年的4月下旬美国炼厂开工率容易出现三周左右的下滑,随后再继续震荡回升至8月份的美夏季出游高峰旺季。这意味着从美国原油需求考虑,中期内美国需求仍是季节性看涨的,短期只是阶段性调整。同时,当前产油国正在就是否延长冻产协议进行讨论,政策面的不确定性也使得资金相对谨慎,稍有风吹草动就出现资金异动并带动期价大跌。但从持仓来看,主要是多头主动获利了结带动下的价格下跌,盘中并没有明显增仓行为,这也意味着本轮原油下跌调整可能仅是短期现象。

原欣亮:3月27日以来的这波原油上涨行情,一方面是由于前期原油已下跌至技术支撑区间,以WTI原油为例,WTI原油在每桶40-50美元中枢震荡了两年多,3月下旬在47-48美元震荡,接近去年9月以来构筑的底部区域;另一方面是美国汽油需求的季节性拐点来临,虽然美国原油产量持续维持高位,原油供应天数已经在3月17日当周触及34.2天的高点,之后连续4周数据显示下行态势。美国炼厂的投料量从3月10日当周触及1547万桶后,开始连续5周上行至最新的1694万桶,炼厂的产能利用率也从3月10日的85.1%的低点连续5周上行至最近的92.9%,这些迹象都意味着美国夏季需求旺季逐渐启动。

之后在美元走弱的外部环境中,叙利亚地缘冲突发生后原油飙升。但叙利亚冲突并未在更大范围内发酵,市场势必回吐涨幅。加上EIA本周库存数据显示,4月14日当周美国石油产量涨至925万桶/日,比去年同期回涨了10%,汽油库存九周来首度上涨,市场担忧又重新回到供需结构上来,空头情绪发酵,造成市场暴跌。

聚焦OPEC维也纳会议

中国证券报:下月将在维也纳举行的OPEC会议备受市场关注。对原油市场来说,期间是否可能会出现大级别波动,投资者如何把握这段行情?

王广前:从过往经验来看,每次OPEC大会前夕,市场就会针对会议的具体讨论方案进行提前炒作,且在维也纳会议之前,主要产油国石油部长的一些言论也会牵动投资者神经,市场情绪的影响会直接反应到原油价格上来。今



东吴期货能化高级策略研究员
王广前

国际原油价格大概率会继续波动上行,国内化工品市场有望在4月底探明阶段性底部,并迎来中期反弹局面。



北京拙朴投资研究员
原欣亮

化工产品出现波澜壮阔的大涨行情概率不高。A股投资方面,建议投资者关注受益于石化国企改革、子行业结构改善的板块,如聚氨酯、锂电池等相关股票。

年5月25日的维也纳会议,市场关注点在于产油国是否会将会去年底达成的冻产协议继续延长;若延长,对应的时间周期是3个月还是6个月;同时是否有潜在的其他化解全球高库存的B协议,等等。在市场主流预期OPEC以及非OPEC将会延长冻产协议的背景下,油价中期走势获得提振。投资者可以逢原油价格下跌至关键支持位时进行多单布局。等到5月25日OPEC维也纳会议前夕逢高离场。

原欣亮:OPEC是否会延长原本6个月的减产期限是石油市场的关键,5月25日的OPEC会议将成为投资者关注的焦点。4月20日各国在阿联酋石油行业峰会上密集表态,明确支持下半年延续原油限产,其中沙特石油部长表示,在初期实施了6个月之后,产油国之间对于限产协议应该继续实施的共识正在加强,不过还没有正式达成协议。伊朗承诺在今年余下时间内将产量冻结在380万桶/日。伊拉克执政联盟领导人表示可能会要求减产豁免。此外,4月12日OPEC月度原油市场报告显示,3月OPEC减产幅度已经超过协议承诺规模,减产落实达104%。其中沙特产量下降至990万桶/日,保持超承诺减产力度。OPEC产油国减产行动的稳步推进,将会加强未来数周内市场的稳定性,油价会逐渐趋于平衡。

从基本面博弈角度看,在OPEC会议之前,市场会在美国原油产量增长和夏季驾驶需求旺季之间寻找平衡点,如果美国经济不振,旺季需求不足,石油制品库存数据再添负面消息的话,看空信号将会明显。消息面上,投机交易者则会对市场上的消息进行炒作,如果消息和最终的OPEC会议决议一致的话,会起到提前消化预期的效果,如果不一致的话,则会发生市场走势的大幅扭转。

A股相关板块存布局机会

中国证券报:A股方面,中海油服、中国石油等概念股近期大幅走弱。原油走势对这些股票走势是否有指引意义?

王广前:从中海油服与中国石油的走势来看,两者与原油价格走势有一定相关性。不过,中石油与原油价格走势相

关性较弱,因为市场赋予中国石油的题材较多,原油价格走势只是影响中国石油价格变动的因素之一,并不是主要影响因素。相比较而言,中海油服与原油价格的波动相关性要大些,因为当前原油价格处在全球油田的平均生产成本线附近,油价的一举一动都会对后期的石油领域开采投资产生直接影响,进而影响到中海油服的业绩以及估值预期,因此油价涨跌对中海油服的价格预测指导意义更大些。

原欣亮:原油的走势对中国石油及中海油服肯定有预测意义,但是这和原油与化工品走势的强联动性不同,这种影响更偏重长期视角。也就是说,由市场结构决定的中长期原油走势可以帮助投资者预测原油产业相关公司的业绩,但不能看短期波动。毕竟在权益市场的投资中,投资者看的关键是公司业绩。现在正是财报披露季,中国石油净利润同比大降,主要是由于中国石油上游资产占比较大,业绩对油价比较敏感,油气勘探板块和成品油销售受国际油价低位震荡等因素影响较大,导致业绩大幅下滑。而中海油服主要是提供海上油气田勘察、勘探、开发及开采服务,与上游原油价格的关系更密切,尤其是2014年6月原油大跌以来持续维持在低位,原油项目的投资和预算相应减少,这对中海油服的业务项目有很大的影响。

中国证券报:展望后市,原油及化工品市场将如何演绎? A股市场哪些板块可能有投资机会?

王广前:国际原油价格大概率会继续波动上行,因为目前来看OPEC产油国去年底达成的冻产协议执行得非常好,沙特主导的OPEC国家将冻产协议延长并稳定油价的意愿比较强。非OPEC产油国中,俄罗斯原油减产力度未达协议中规定的水平是市场一大隐忧,但4月中下旬俄罗斯能源部长将与国内油企进行谈话,主要目的就是督促该国油企加大减产力度,同时随着天气转暖,俄罗斯本土油企进行产量调节的技术气候条件会更为理想,有助于俄罗斯原油减产的实施。当然近期中东叙利亚的地缘政治因素影响了俄罗斯和沙特的战略互信,但在实质性的经济利益面前,产油国合作减

少原油库存并稳定提振油价仍是双赢的局面。

国内化工品市场有望在4月底探明阶段性底部迎来中期反弹局面。首先,本轮大宗商品价格下跌的宏观促发因素是金融领域去杠杆导致市场资金紧张加剧并打压了市场风险偏好,这对大宗商品的下跌起到了催化作用,但近期相关部门频频表态不希望看到货币收紧带来的市场超调现象,央行也陆续进行公开市场操作来向市场投放流动性,因此后期资金紧张对大宗商品的利空效益正在逐步减弱。

其次,从基本面上来看,本轮化工品的下跌是对一季度供需错配加剧背景下的累库存与跌价的负反馈预期。目前来看,随着化工装置检修在3-5月份的逐步展开,化工品库存已经高位回落近一个月,虽然整体库存回落的空间不大,但在此过程中跌价对终端需求的抑制作用明显,同时经过长达2个多月的快速下跌,化工品价格来到了关键的技术支撑位,不少化工品种生产利润也被挤压至2014年以来的偏低水平,随着“五一”小长假临近,下游企业面临一波原料补库存需求,这将给化工品市场的止跌反弹创造良好的基本面支撑。

A股投资机会方面,建议关注亚洲MDI龙头生产商万华化学,以及受益于环保督察加强背景下的细分领域龙头,如纯碱和甲醇生产商远兴能源。

原欣亮:国内期货市场中化工产品的波动强度远大于原油,其走势主要受其本季的供需结构影响。以PP为例,去年四季度是聚丙烯投产的高峰期,在今年一季度产量有所体现,同时叠加了1、2月进口量,整体供应压力明显。而下游中有一部分比如汽车销量在下滑,供需双重作用下,PP1709合约下跌了12.3%,从2月中旬的高点跌去了接近20%。依据近期基本面和外部环境判断,化工产品出现波澜壮阔的大涨行情概率不高,但只要原油市场稳定的基调下,结构性的利好及价格修复等因素也能在一定程度上支撑一些化工品的小涨行情,A股建议投资者关注受益于石化国企改革、子行业结构改善的如聚氨酯、锂电池等相关股票。

打新股 巧用期权

□华泰期货 何柳杨

打新股好比天上掉馅饼——万人抢破头。网下打新中签率虽高,但“门槛”需数千万元股票底仓。股民刘先生2016年9月用5000万元股票底仓参与网下打新,中签多只新股,一月内获利63万元。但9月上证指数下跌2.62%,股票底仓亏损近百万元,打新成了空欢喜。故有效的股票底仓市值管理非常必要。

三种常用股票底仓市值管理工具

打新总收益=新股收益+股票底仓盈亏,对冲掉底仓风险就可以享受“净利润”。目前常见工具有三类。

首先是券商融券。融券卖出股票,同时买入相应股票现货。但融券的券源有限,且融券费率较高,年化成本平均8.5%左右。

其次是做空股指期货。当前股指期货限制持仓,不能满足上千万资产的对冲要求。此外期指价低于股票价的“负基差”,也会拉高对冲成本。

第三是买入认沽期权。只需在持有标的股票同时,买入相应数量认沽期权即可对冲,且权利金成本不高。无论着眼成本还是可操作性,期权策略都更胜一筹。

买入认沽期权的实战运用

认沽期权的买方拥有合约到期时以约定价格卖出标的股票的权利。如合约到期时股价上涨,认沽期权不可行权,合约作废;如到期时股价下跌,认沽期权行权,则投资者可按约定的执行价格原价卖出股票,从而避免损失。

以最近上市的50ETF期权为例,由于50ETF不能直接作为打新市值,故以50ETF成分股作为底仓。

吸取上次的教训,刘先生2016年10月31日以2.3元价格买入2200万份50ETF,并通过赎回得到一篮子股票用于网下打新,底仓总市值5060万元。与此同时买入2200张2017年6月到期执行价为2.3元的认沽期权合约。每张合约权利金1150元,权利金总成本253万元。手

续费按每张6元计算,总成本1.32万元。合约到期时刘先生面临以下两种情况:一是标的资产下跌,将期权行权。即使底仓市值大跌20%,刘先生也可以每份2.3元的执行价卖出50ETF。那么,其市值变为5060-253-1.32=4805.68万元,市值总收益仅下跌5.03%。二是标的资产上涨。如底仓市值上涨20%,则市值变为5060*(1+20%)-253-1.32=5817.68万元,市值总收益上涨14.97%。可见,买入认沽期权能将策略整体风险控制一定范围内,当股票收益大于期权权利金时,还可坐享股价上涨的红利。

买入不同到期日认沽期权合约对打新市值有何影响?上述案例中策略最大损失为5.03%。如改选买入近月到期的认沽期权效果如何呢?已知2016年10月31日当天12月到期执行价为2.3元的认沽期权价格为450元,则成本为(450+6)*2200=100.32万元。因合约有效期短,需在合约到期后展期,即买入下一份近月合约。展期保护至2017年6月底约需4次买入

近月认沽期权,总成本约100.32*4=401.28万元,市值最大损失约7.9%。可见,相对于近月合约而言,买入远月认沽合约总成本更少,最大损失更低,且持有期间无需频繁移仓。但远月合约包含更多时间价值,故策略初期需一次性支付的权利金更多。

买入不同执行价认沽期权合约对打新市值又会有什么影响?2016年6月到期的认沽合约中,如分别选择执行价2.4元的实值合约、执行价2.3元的平值合约、执行价2.2元的虚值合约,三种策略的成本和最大损失情形如下:首先,认沽期权执行价越低,行权可能性越小,权利金越少,故策略成本是实值>平值>虚值;其次,实值期权对底仓市值的保护程度更好,故策略最大损失是实值<平值<虚值;最后,因虚值合约成本低,故上涨行情中市值收益更大。

综上所述,通过买入认沽期权管理网下打新的股票底仓市值最有效。投资者可综合权衡保险效用、成本和自身风险承受能力,选择认沽期权的执行价和到期日。

投资非常道

过去的成功是未来失败的最大根源

□金学伟

一个雄安新区的雄起让大盘立刻显出了熊样。这种变化,不从量的角度去把握就很难理解。而从量的角度去考虑,一切都顺理成章了。由于这个变化对整个大市走向具有重要意义,所以我们暂时放下量对选股的意义,说一下大盘量的问题。

在通达信软件上,有一个总市值和流通市值,代码分别为880001和880002,它们的单位是百亿元。比如上周收盘4129.52点,就是41.2952万亿元。对我来说,这个“指数”最大好处就是免除了每周甚至每日查阅记录沪深流通市值。以往需人工做的一些统计分析,比如大盘的日、周、月换手率、流通市值的走势,因有了这个指数,只需编一个市值换手,直接调看880002的k线图就行了。科技造福人类,也包括股民。

先上公式——AMOUNT/100000000/C;这是专用于总市值(880001)和流通市值(880002)换手率的公式,由于它们的单位是百亿元,所以把成交额的单位改成亿元后,显示出来的就是换手率(%)。现在,我们就用流通市值来分析,为什么一个雄安新区雄起就会让大盘显出熊样。

先看历史。自有“流通市值”以来,沪深股市的最高日换手是2015年5月28日的4.74%。其后一路下降,至同年9月30日,降到1.1%,迎来反弹。这次反弹的最高换手率是3.47%,出现在2015年11月5日,其后再也没有超越过。

3684点下跌到2638点,出现过一个0.52%的换手率,但因熔断,只交易了17分钟,因此不算。与2638点的相距最近的一个换手低点是2016年2月15日的1.02%。

为什么2次反弹都会在换手率跌近1%后出现?答案就在历史数据中。5178点牛市,从2012年底1949点后开始酝酿,贯穿了2013全年和2014上半年。在这个牛市打底阶段中,最低换手是0.58%,最高换手是1.73%,中值1.15%。以2012年12月5日,换手超过0.58%开始计算,到2014年7月28日流通市值突破颈线创新高前一天为止,395个交易日的算术平均换手率是1.01%。

为什么换手跌近1%就会反弹?因为它已跌破了牛市底部的平均量价关系,在这个公式中,量就是成交额,价就是流通市值。

2638点的反弹,有两个比较明显的特征就是:动量指标屡屡出现严重超买,严重超买属强势表现;指数和市值不断向上,换手率却一路下行,这是供求不断趋弱的表现。所以我说,动量指标反映的强弱是一种心理预期的强弱,供求关系表现的才是实际的强弱。心理预期的过度强势加上供求状况的不断趋弱,为本次大跌埋下了伏笔。

股价,本质上是价值和供求的乘数。价值乘数越大,相同换手率导致的价格越高,价格的稳定性越强。比方说,5178点前的牛市打底阶段,平均PB不到1.5倍,市场的平均PE不到10倍,平均PS更低。如果我们把这个价值乘数定为1,那么,平均1%上下的换手率就能让大盘保持高度的稳定状态,并在一定条件下可驱动一波牛市。那么,目前的价值乘数是多少呢?平均PE约28倍,平均PB市净率约2.5倍,肯定是大大地小于1。如果是0.5,就要有2%的平均换手率才能达到和5178点前的相同效果;如果是0.7,就要有1.6%的平均换手率才能达到同等效果。但从去年1月29日到今年4月11日,算术平均换手率才1.35%尤其是1月17日到4月11日这一段反弹,算术平均换手率才1.14%,最高换手和最低换手的中值为1.15%。这是2638点以来平均换手率最低的一段,已和2000点附近的牛市打底阶段相同了。较低的价值乘数,相同的供求比率,维稳之难,可知。

除了价值和供求2个硬乘数,还有一个软乘数——预期,也影响到价格。“需求不足,预期来补”。这是在需求明显不足时,我常说一句话。市场能在供求不断趋弱状况下,走出一波一波上升行情,且延续了近15个月,有两个因素起到了关键作用:一是换手率显示的供求状况没有到临界点,还有一定的宽裕度;二是若隐若现、似有似无的“国家队”发挥着重要支撑作用。这种作用,反映在供求方面就是锁定了相当部分对指数有重大影响的卖盘,并在一定情况下,调节了市场供求;在心理预期方面,就是给了市场一些亦实亦虚的盼头,提高了持股的稳定性,使很多个股能在实质性需求不足情况下,靠屏住而保持一种比较微妙的平衡。

但雄安新区的雄起,打破了这种微妙平衡,使许多个股出现了筹码的结构性松动。股票的持有动机和卖出动机包罗万象,其中之一就是消极持有:想持有一些股票,以防踏空;找不到激动人心的、确定能上涨的股票,就聊胜于无地持有一些看起来还不错、有机会的股票。这类持股,一旦发现像雄安新区板块这种明确的、激动人心的机会,就会卖掉手中股票,去等待或趁雄安新区打开涨停时,抓住这个机会。由于市场的供求本身已到达一个临界点,这种既不是因为看坏后市,也不是因为觉得这个股票的价格已偏高,仅仅是想换一个股票的结构性卖出,便成为一根导火索,让需求不足从潜在状态,走向显性状态,并像滚雪球一样,带动越来越多的卖出者。

因此,雄安消息一出,很多股民欢呼这是个重大利好,将驱动大盘走出更陡的上升趋势,那只是第一层思维,它在供求状况比较宽松时是有用的,但在供求严重失衡的关口,需要的是第二层思维。

病来如山倒,病去如抽丝。A股市场,早期的十余年,是成长的烦恼。中间的几年,是青春期的放纵。现在,则在成熟的炼狱中。熬,是必须的。

但成熟是一个长期过程,不能靠催熟剂来催。从根子上说,过度的管控与人尽皆知的窗口指导,也为本次调整的风险累积埋下了伏笔。

市场需要适度的投机,这种投机也需要有一定宽度,不应被人为地局限在某类股票上——哪一类股票涨2天就得停牌,哪一类股票可以涨5天、6天;哪一种题材需要制止,哪一种题材值得鼓励。让有限的投机能量像阳光雨露一样,不时地、随机地播撒到各类股票上,哪怕点点滴滴,都会有助于提高市场宽度,有助于更广泛层面上的持股稳定性。

市场也需要有适度的弹性,因为怕下跌而不断地把大盘往红头山顶,实际上是消除了市场本身所具有的弹性,这种弹性,在促进交投,发挥市场自身的调节供求的功能上,是不可缺少的。

在市场面临变局时,过去的成功就是未来失败最大的根源”。无论投资者,还是管理者,都必须切记这句话。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年4月21日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
506388	嘉实元和	1.1001		11,001,416,337.16	
184722	长城久嘉封闭	1.0139		2,027,947,411.63	2,000,000,000.00
500058	银河银丰封闭	1.0270	3.7050	3,080,451,728.97	3,000,000,000.00

注:1、本表所列4月21日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。

2、基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。

3、累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。