

巧用豆粕期权避险增利

贸易商夹缝生存也“淡然”

□本报实习记者 黎旅嘉

我国油脂油料行业已进入整合加速期,大中型豆粕贸易企业之间的竞争十分激烈,期现结合能力的高低已成为提高竞争力的关键因素。在这样严峻的市场环境中,豆粕期权上市后,处于产业链中游的贸易商成为对豆粕期权兴趣最大、运用豆粕期权规避价格波动风险最积极的群体。很多大型的豆粕贸易商都在尝试运用期权或期权组合对豆粕库存或基差头寸进行套期保值,以达到避险增收的效果。

企业放心点价

目前,豆粕基差交易已实现规模化发展,部分贸易商及饲料企业基差采购比例占到60%以上。对于豆粕基差买方而言,点价前,会面临期货价格上涨带来的成本增加风险;点完价,又面临着价格下跌的风险。在豆粕期权上市前,一些豆粕贸易商利用期货工具对冲风险,但由于方式单一,无法获得有利价格变化带来的潜在收益。豆粕期权上市后,部分贸易商利用期权及期权组合,可以实现更灵活多样的策略,更精细化的管理风险。

厦门象屿物流集团有限责任公司(以下简称“厦门象屿”)为象屿股份的全资子公司,主营业务为商品采购供应及综合物流服务,为客户提供从原辅材料与半成品的采购供应直至产成品的分拨配送之间的全价值链流通服务。据了解,厦门象屿使用基差点价模式与上下游客户合作,此前一直采用期货操作作为交易进行套期保值。目前,厦门象屿场内期权的交易与风控均由商品衍生品事业部统一负责和集中管理。

厦门象屿商品衍生品事业部期权业务负责人尹驰向记者介绍说,贸易商一般会根据自己对期货价格走势的预期和现货贸易需求来选择点价时间。贸易商选择点价通常有两种情况,一是贸易商下游有订单,点价后可以直接卖出现货,赚取价差收入;二是贸易商预期豆粕价格将上涨,点价后囤货,以期未来赚取更大收益。在第二种情况下,贸易商将要面对持有的库存价格下跌的风险。

“为库存保值,传统的操作是贸易商在期货市场做空,现在也可应用‘买看跌期权+卖看涨期权’的组合进行替代,防范价格下跌风险,同时保留后期价格上涨的部分超额收益”。尹驰说。

他举例说,期货M1805价格在2750元/吨附近,贸易商为自己的库存保值,可以选择买入M1805-P-2600,并卖出M1805-C-3000,权利金分别支出16元/吨和收入28元/吨,总权

利金为净收入12元/吨。如果后期期货价格在2600—3000/吨区间波动,企业即获得12元的额外收益;如果期货价格跌破2600元/吨,看跌期权则发挥保护功能,减小现货价格带来的损失;如果期货价格上涨超过3000元/吨时,由于现货价格也在上涨,公司将在现货市场盈利,即使被行权,公司相当于在3000元/吨的高价卖出库存,仅损失3000元以上的部分利润,对于现货贸易商来说风险也可以承受。

尹驰表示,很多企业在利用期权过程中都存在着风险与权利金成本的矛盾,即规避了风险,但需要支付权利金。该组合策略通过卖出虚值看涨期权,减少价格上涨可能带来的部分收益,有效降低了获得价格下跌保护的期权成本,甚至还可能获得部分权利金净收入。这种策略的特点就是最大损失和最大盈利都是有限的。

保护企业未点价头寸

在实际现货贸易中,贸易商经常会遇到期货价格意外上涨,却未点价的情况。对于尚未点价的基差点寸,择机买入虚值看涨期权、卖出虚值看跌期权构建的组合策略成为贸易商们常用的保值策略。

秦皇岛某贸易公司主要经营以豆粕、菜粕为主的蛋白原料贸易,目前年贸易量近60万吨。为了更好的管理豆粕价格波动风险并帮助下游客户降低豆粕采购成本,该公司成立了风险管理中心。随着贸易形势和贸易方式的改变,公司在日常的现货经营中已经脱离不开期货、期权等风险管理工具了。豆粕期权上市后,公司结合自身业务尝试了更灵活多样的风险管理策略,不仅有效规避了风险,还为公司增加了利润。

今年1—6月,受美豆库存上调、供给宽松影响,国内豆粕价格走低,半年内下跌超过600元/吨。但6—8月是天气敏感期,如果出现干旱天气,可能引发豆粕价格反弹。当时期货价格2709元/吨,已较前期低点上涨了100多元/吨。该公司有未点价的豆粕基差合同,既担心期货价格上涨造成点价成本上升,又考虑价格可能回落不愿点价。在这种背景下,该公司使用了“买入看涨+卖出看跌”的组合策略,结合对豆粕价格趋势及运行区间的判断,既可以防止豆粕价格上涨所造成的采购成本的提高,也可以通过组合策略降低期权成本。

合理运用期权 企业实现低风险“增利”

当前贸易商的生存环境非常严峻。很多饲料企业都从油厂直接采购豆粕,以得到更

低廉的价格。豆粕这个市场又是充分竞争的市场,我国大豆压榨产业产成品供应充裕,互联网加速信息传播致使行业信息透明度不断提高,贸易商难以依托于信息上的优势和地区间的供求不平衡获取较高的买卖价差。在严酷的价格竞争中,贸易商的利润被挤压得十分微薄。合理有效的降低成本、提高利润,成为这个群体提升自身竞争力的关键。一些贸易商已经开始在现货贸易量的一定比例内灵活运用豆粕期权,实现低风险“增利”。

上海畅采电子商务有限公司(以下简称“上海畅采”)策略经理董德贵向中国证券报记者介绍,当市场处于既不会大幅下跌但又看不到向上驱动的震荡行情中,或者企业期货和现货的整体敞口偏空时,可以采用卖出虚值看跌期权的增利策略。卖出期权获得的权利金可以一定程度的弥补企业的运营成本,但其主要风险在于期货价格下跌至盈亏平衡价格以下的可能性。

“由于企业整体敞口偏空,卖出看跌期权相当于获得多头头寸,而且期权是虚值的,相对风险较低。即使到期日期货价格跌破盈亏平衡价格,企业可以按照这个较低的行权价格买入期货,对于本来就需要多头头寸的贸易商来说也是能够接受的。这也意味着现货企业能够更好地承担卖出看跌期权的风险。”他说。

“以9月29日卖出M1801-P-2700的操作为例,”董德贵说,“当时上海畅采从基本面判断美豆秋季收割低点或已见到,当时子公司的点价价格在2950元/吨左右,同时卖出了执行价为2700元/吨的看跌期权。权利金57元/吨,持仓期间,我们持续关注期权价格的变动趋势、市场波动率等相关情况。11月6日,当期权的时间价值衰减接近于0时,公司以6元/吨平仓,获得51元/吨的净收益。”

在1709合约上,厦门象屿采用了“卖出宽跨式”策略。大概从4月下旬开始,对隐含波动率进行逢高卖空的操作,即通过卖出宽跨式期权做空Gamma和Vega,并获取时间价值衰减的盈利。同时,厦门象屿在期货市场进行Delta中性对冲,来规避Delta带来的绝对价格波动风险。

“这种策略也是有风险的,在操作过程中的风险防控尤其重要。”尹驰又举了一个判断错误的例子。在1801合约上,厦门象屿的期权业务团队进行了做多波动率的尝试。虽然7—8月大商所豆粕期权隐含波动率持续上涨,但仍然低于芝商所豆粕期权的隐含波动率,团队分析二者存在回归的可能,便在8月中旬逐步开始宽跨式多头策略。“但后续

市场的实际情况与我们团队的预期相反,还好作为期权买方的波动率多头策略给震荡交易带来了一定的保护效应,我们在Delta对冲上,从最初的保守对冲转为激进对冲,使期货对冲的盈利覆盖了期权时间价值的衰减,最终才勉强扭亏为盈”。尹驰说。

他表示,首先,对于波动率的判断是存在风险的,虽然有回归效应,有事件驱动,但只有事情真正发生后才会知道究竟孰是孰非。所以对于期权相关经验不足的团队,参与期权波动率交易能否提前计划好止损线,便尤为重要。其次,波动率多头策略相当于和时间赛跑,若想在震荡的行情中对冲掉时间价值的亏损,需要较为激进的对冲操作,对于交易员的技术和精力都是不小的考验。最后,在对冲工具的选择上,当出现Delta暴露时,是选择期货对冲,还是通过调整期权头寸来保证Delta中性,也是需要面对的问题。

渐被了解和运用 豆粕期权前景可期

豆粕期权上市不足一年,很多产业企业其实仍在摸着石头过河,在不断探索尝试着与自身业务相契合的风险管理策略。期权灵活、多样的风险管理特征正在被越来越多的产业企业熟悉和应用,随着期权市场参与者的日益增长,期货和期权组合策略的不断成熟、丰富,我国产业的风险管理能力将进一步提升。

尹驰谈到,厦门象屿一直积极致力于期权业务的探索和拓展,期待找到为现货贸易避险增利的更好方式和策略,目前涉及期权业务的各事业部均有专业的期权交易人才。因为期权本身具有保险性质,又能带来灵活的更加个性化的组合策略,场内期权未来一定会有更好的发展空间。

上海畅采在进行期权交易和为合作客户提供期权策略的过程中发现,很多客户得益于期权组合策略在风险管理中的良好效果,对用期权进行套期保值的方式越来越认可。“我们发现在当前市场发展趋势下,期权类的套保工具正在被广大产业客户接受并大量使用。最初我们为合作客户推荐使用期权工具规避豆粕头寸风险时,只有两三个客户能够接受,且只愿意每月拿出几百吨的量来尝试。但目前在我们的客户中,已有几十个产业客户在积极的运用期权策略进行套保,他们运用期权保值的头寸也从每月的几百吨增长到目前的数万吨。”董德贵说。

除此之外,董德贵还表示,通过为合作客户提供期权策略服务,公司也赢得了越来越多客户的信任。“相信不需要太长的时间,期权也会成为客户套期保值的重要工具之一”。

投资非常道

2018年:继续整理继续结构化

□金学伟

2017年是个明显的结构市,用一个略带调侃的段子说:公募在50个股票里抱团,私募在100只股票里互砍。这种结构市和三个因素有关。

一是供求。全年新增股票近440家,筹(抽)资近2500亿元,新增流通市值超过5.8万亿。按沪深股市的一般状况,维持个股全面(大部)上涨,日均换手至少在3.5%以上,这新增5.8万亿流通市值,需要2000亿元以上新增资金去抵消。而实际的资金状况,虽然投资者保护基金网为保护投资者利益(免得你们天天为钱多钱少担忧),不再公布保证金余额了,但成交量是骗不了人的;到12月27日为止,沪深成交总额110万亿元,比去年减少15万亿,表明今年的市场资金并没增加,或者说新增的资金赶不上筹资与撤资总量。

二是宏观经济形势。随着供给侧改革深入推进,以钢铁、煤炭……为代表的周期股盈利不错,但这种盈利增长不具有持续性,且它的成本转嫁折损了其他行业盈利,增加了全社会成本,大部分行业的日子都不太好过。宏观经济层面的相对沉郁,折射到股票市场,就是大部分股票都不具有炒作的动力、欲望和底气。

三是监管。有针对性、有选择的市场监管也使往日无痕迹的炒作难以继续,增加了个股间的强弱对比度,强化了资金流向,使强的更具吸引力,弱的更不易吸引资金光顾。

这三个因素,占主导的是宏观经济和供求,它们互为表里,宏观经济决定了基本态势,供求则是它的反映。这种状况还要延续多久,无人知晓,但有一个参照物——20世纪七八十年代的美国股市可提供参考。

2017年的股票炒作有两个支点。一个是价值即定价驱动,这一点已被公认,有较高的一致性认识。但2017年的“强势50”也并非全是具有估值优势的,有些具有估值优势的股票表现也不怎么样,这说明,2017年的个股炒作还有一个支点。

这个支点就是“剩”,剩者为王。用一个简单数字表示就是“10+3”;10年后,这家公司一定还在;3年内,它的股价一定有一次表现机会。用这个逻辑去看看2017年的“强势50”,就会发现它们的组织成分:系统重要性公司,缺了它们或是它们出了问题,宏观经济和金融系统就会出问题;大的行业龙头,它倒了,意味着整个行业就倒了,至少会出一场大地震;超级品牌,具有超强的竞争优势。只有在满足了“剩”这个条件后,才轮到估值的比较,换言之,估值所起的作用只是保证它3年内会有一次表现机会”。

怎么说呢?这个逻辑是符合投资的一般原理的,只有能保证公司还在,价值和成长才有意义。但这个逻辑也在一定程度上折射了市场的心理和潜意识——对未来不乐观,尤其是宏观经济形势充满忧虑,街上流行长裙子”,投资心理从进取转为保守,凡在“剩”字上有些疑问的,一律放弃,哪怕它未来可能有较高的增长。

我觉得,2018年会继续沿着这条路行走。事实上,正如巴菲特所言:如果一家公司你不想持有10年,最好10分钟都别持有。一个股票,如果你没有持有10年的底气,无法预见其10年后还在不在,最好碰也不去碰它,这应该是一条投资的铁律。

但变化还是会有。如果把一个国家看做一个企业,那么,当这家企业已过了成长巅峰期,有点难以为继了,你会采取什么策略?最好的策略是稳住老的,开发新的。老的产品市场不稳住,那就垮了。但新的利润增长点不开发出来,最终还是要垮。2016和2017年,股市的蓝筹股炒作,基本上都属于稳住老的,是在做关乎今天的事。中国经济的明天,有赖于新的战略性新兴产业的诞生。因此,保旧促新,最终达到以新换旧,这不仅是一种需要,也是一种国家战略,一种必然。

纯粹的价值投资,空间总是有限,对人氣的激励作用也是有限的。2017年的“强势50”表现很完美,但并没引起股市的完美风暴。2018年它们能否继续完美,我觉得是有疑问的。从上证50指数看,自2016年2月起,已连续涨了近2年,21个月,一般的风格与潮流,延续的时间也就是1年半到2年半之间,然后还会有余波,但雄风不再。如果2018年的股市还能有像今年这样的“良好表现”,一定程度上有赖于个股与板块轮动。

换挡的重点何在?在过去几周我其实已讲得很清楚——科技,包括上周讲市场红利、工程师红利,其背后的归结也在于此:在重估中国的核心资产之后,需要重估中国的科技实力。

在这个领域中,有几个产业值得特别关注:芯片,这很有可能成为未来中国最大的产业之一;以5G为代表的通信技术,这很有可能成为继高铁之后中国的又一张高科技名片;人工智能,中国经济的最大威胁是中国在人工智能上彻底落后了后手;新材料,中国很多产业的升级都有赖于新材料……

以结构化为主要特征的市场,常常会伴随主流资金在不同板块间的跳档,每一次大的震荡基本上都是由这种跳档引起的,因此每次剧烈震荡之后,也总是会伴随新的强势板块的产生,这是我去年讲过的一个观点。11月中旬出现的这次回调,其实就带有这样的意味。

2017年,中证流通年线拉了一条十字小阳,沪综指的阳线实体稍长一点,但和2016年的阴线比,还是阴盛阳衰,且阳线的长度很短,一切都预示着2017年实质上是大调整后的一个整理年,全年的个股表现也非常符合整理年份的特征——呈明显的二八现象。这个整理是否会带来2018年的牛市?答案基本可否定。20多年来的牛熊转换可以看到一个明显现象:每一轮牛市的启动,之前都会有一个以小阴报收的整理年份。这符合股市的一般规律:一切升势都有赖于卖出力量的耗尽,而底部的整理型小阴通常就是卖出力量耗尽的表现。2018年的股市,会继续整理。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年12月29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
505888	嘉实元和	1.1306		11,305,660,180.51	

注:1.本表所列12月29日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。

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。

□本报记者 王姣

2017年人民币兑美元汇率以大涨收官。12月29日,在岸人民币兑美元汇率大涨228基点报6.5120,且盘中一度升破6.51关口,刷新3个多月以来新高。至此,人民币兑美元汇率全年升值幅度超过6.3%或4400基点,打破此前连续3年的贬值趋势,并创下2008年以来的最大年度升值。

市场人士指出,2017年年末美元指数加速下跌,刺激市场做多人民币意愿,为人民币汇率打破四季度“魔咒”提供了有利的市场条件;年末人民币流动性偏紧,也有利人民币汇率走高。而在美元创下近十年以来最糟糕的表现后,目前市场对2018年美元走势预期仍偏谨慎,鉴于美元指数可能持续疲软,预计人民币2018年初有望继续稳中趋升。

内外因素共促反弹

2017年最后一个交易日(12月29日),人民币兑美元汇率16:30收盘价报6.5120,较上一交易日大涨228基点,且盘中一度升破6.51关口,刷新9月11日以来新高。至此,2017年人民币兑美元汇率以全年大涨6.36%收官,年内升值幅度高达4420基点,创2008

年以来最大涨幅。这一年度升幅纪录离不开2017年最后半个月的贡献。12月中旬以来,人民币兑美元汇率出现超预期的大幅反弹,12月19日至29日,短短9个交易日内在岸人民币兑美元汇率上涨逾千点,且有4个交易日的单日涨幅超过200基点;离岸人民币兑美元汇率的涨势则启动更早,12月13日至29日期间累计涨幅也超过1000基点,区间涨幅逾1.6%。

在业内人士看来,人民币汇率2017年末这一波行情,是内外因素交织作用的结果。从外国因来看,12月中旬以来,美联储加息后美国财税改革先后落地,但“靴子落地”后,美元反而开始回调,为人民币汇率反弹提供了有利的外部环境。近半个月来,美元指数自94.2225的阶段高位快速下滑至92.4左右,区间跌幅近1.8%。

从内部因素来看,招商证券指出,一方面,我国经济增长动能尽管边际上有所衰减,但总体还是表现出较强的韧性,2018年初通胀水平也将回升。另一方面,2017年年末国内金融市场流动性紧张,短端利率接连创下新高,而央行12月跟随美联储“象征性加息”、中央经济工作会议大力强调“防风险”也释放了流动性“易紧难松”的信号,推升了

对人民币的需求。此外,内外因素综合作用下,中美利差仍然居于高位,对人民币也形成支撑。

2018年料继续企稳

市场人士指出,在2017年美元创下近十年来最糟糕的表现后,外汇策略师们对于2018年美元的走势预期,依然未出现任何偏向乐观的转变,同时分析师普遍预计2018年人民币汇率将保持整体稳定。短期而言,考虑到美元指数或持续疲软,以及国内人民币流动性易紧难松、金融去杠杆持续推进等因素,人民币2018年初料将稳中趋升。

“短期内需警惕人民币相对美元进一步升值的风险。一方面美元指数面临利多出尽后的贬值压力;另一方面,过去两年境外人民币流动性收紧造成年初人民币升值,这可能使近期人民币空头更为谨慎,此外结汇盘的影响可能延续到春节前。”兴业研究指出,2018年初美元兑人民币不再受到持续结售汇逆差的影响,对于市场情绪和主体行为将更加敏感。当结汇盘大量涌现,人民币升值情绪集中体现时,人民币兑美元有继续升值空间,反之亦然。

累计上涨111.89%,同一时间内,中证白酒指数也水涨船高累计上涨77.29%。

撬动白酒市场

分析人士指出,在当前供不应求的情况下,茅台此次涨价反倒使得公司未来对产品价格管控起到了积极作用。中信建投分析师张芳指出,本轮提价后,公司仍将对市场价格进行一定的管控,价格快速上涨的风险得到抑制,有利于公司长期发展。同时,春节旺季即将到来,下游动销也将得到保障。

太平洋证券分析师黄付生亦表示,根据对高端白酒市场的推演,茅台唯有合理提高出厂价才能解决量价困局。而此次稳步提价、提出厂价预期如期兑现,明年茅台在保证业绩高速增长的同时,也能确保价格体系相对健康,高端酒中的五粮液、国窖直接受益,次高端价格空间被打开、涨价潮向中低端延伸,整

茅台提价尘埃落定 高端白酒受提振

□本报实习记者 王蕊

2017年的最后一个交易日,虽然盘中一度摸高至726.50元的历史新高,但今年当之无愧的“明星”贵州茅台到底还是收于697.49元,没能突破700元大关。即便前一日的“提价公告”拉动股价大涨8.21%,市值狂飙685亿元,当市场情绪冷却之后,贵州茅台似乎又重新步入稳扎稳打的增长节奏。

分析人士指出,市场对于出厂价的上涨早有预期,此举抬高了白酒产品的价格天花板,实为利好,将助力各白酒企业,尤其是专注次高端以上市场的白酒企业维持营收增速。

酒企狂欢

12月28日,贵州茅台一纸公告,宣布“更好地统筹兼顾各种因素,经研究决定,公司自

2018年起适当上调茅台酒产品价格,平均上调幅度18%左右”。此次提价后,53度飞天茅台酒出厂价预计将从目前的819元提高至969元/瓶,这是自2012年9月出厂价从619元涨至819元后,五年来茅台第一次涨价。