

迎接原油期货系列报道(四)

串起石化行业风险管理“珍珠链”

□本报记者 孙翔峰

3月26日(下周一),国内原油期货将正式上市交易,中国的石油化工行业也将迎来重磅级套保工具。业内人士认为,国内原油期货上市后,有望成为反映亚太地区原油市场供需状况的“晴雨表”。推出原油期货,通过市场优化石油资源配置,可以更好地反映国内供求关系,为企业提供有效的价格风险管理工具,服务实体经济。

地炼企业的原油期货“野望”

“原油期货是我们民营地炼企业打造百年基业的一个重磅武器。”原油期货上市时间确定之后,山东一位地炼企业家表示:“从国际市场上来看,炼化企业不一定要超高盈利,但业绩一定要抗住周期波动,有了原油期货,我们就有机会通过原油期货来保障利润,维持业绩稳定。”

这位企业家的想法正是原油期货上市的初衷所在。2017年,中国首次超越美国成为世界最大的原油进口国,原油进口量达到843万桶/日,比此前一年增长10%,首次超越美国791万桶/日的进口量,2017年进口原油约4.2亿吨。

然而,世界两大基准油价却不能体现亚太地区等新兴市场需求变化。从过往历史来看,中国的超高需求往往会引发国际市场价格大幅波动,也会增加国内企业的采购成本。一些业内人士表示,在目前贸易中,国际原油价格波动风险可以通过包含期货价格的公式计价方式向下游行业传导,但国内下游炼化行业的供需变化向上游行业传导的途径较少,实际操作中很难找到有效的方式来对冲价格风险。

原油期货上市后,有利于形成反映中国和亚太地区石油市场供需关系的价格体系,发挥价格在资源配置中的基础作用;能够为实体企业提供有效的套期保值工具,规避价格波动风险,可以很好地满足炼化企业这方面的需要。

华泰期货原油期货部副总经理张卉瑶在接受中国证券报记者采访时表示:“由于国内并没有成品油期货,因此国际上流行的裂解价差期货或者期权保值的方法短期内无法实现。炼厂可考虑利用原油期货



新华社图片

或期权产品为原料价格或库存进行战略性的保值操作,规避价格波动给炼厂带来的风险。而针对绝对价格波动的接受者如航空公司等,则可利用原油期货或者期权交易进行锁价。”

建信期货研发部总经理肖维表示,国内原油期货推出之后,将成为国内能化企业做大做强最有力套保工具之一。过往海外套保等方式,一方面不能充分反映国内市场,另一方面国内企业套保的过程困难较多。国内推出原油期货之后,国内企业无论是套保规模还是套保效率都有望大幅提升。

事实上,目前来看,以地炼企业为主的国内石油化工行业正在积极迎接原油期货上市。前述地炼企业家告诉中国证券报记者:“原油期货上市时间确定之后,我们就一直在和各家期货公司谈,目前已经有五六家公司提供了方案,我们评比之后,会尽快确定合适的两三家进行操作。”除了和期货公司接触,这家公司现在还在积极招聘行业研究人员,充实目前的期现套保团队。

中国石油流通协会副秘书长尹强告诉中国证券报记者,从市场调研来看,以地炼企业为代表的国内石化产业企业对原油期货上市充满热情。“山东一些地炼企业听说

原油期货开放,前年就已经在新加坡设立办事处,通过参与燃料油等品种交易,积累经验,培养人才,为原油期货上市准备。”

尹强说:“地炼企业停工成本非常高,连续生产非常重要,通过原油期货规避原油价格波动风险从而保证企业持续经营,对于它们有着本质的吸引力。长期来看,地炼企业大部分都将参与到原油期货的交易中来。”

串起能化产业套保链

除了让地炼等企业直接参与原油套保,规避经营风险之外,原油期货也将为整个石油产业链的套期保值提供锚定核心,串起整个产业链的风险管理。

张卉瑶表示,原油是整个石化产业链中上游品种,其风险管理工具原油期货的上市对石化产业下游相关期货品种起到一定促进和带动作用,塑料、甲醇、PVC等化工产业链有望打通。

“原油期货市场发展完善后,我们不排除通过原油期货来实现闭环的套保。”中海壳牌石化化工有限公司聚乙烯商务经理刘朋雷在接受中国证券报记者采访时表示:“从操作上看,我们可以在原油价格较低,但产品价格比较合适的时候,锁定上下游两端成本,从而锁定公司利润。”

作为原油的下游产品,近几年塑料价格随着国际原油的大涨大跌而跌宕起伏,从而导致塑化企业的原料成本大幅波动,给企业的生产经营和盈利能力带来较大影响。面对原材料价格的剧烈波动,塑化企业可以通过期货市场的套期保值功能规避原材料价格的波动风险。

“以前我们通过海外原油期货市场观察上游成本,但因为汇率价差、区域供需差异等因素,海外原油期货对于国内的指导仍存在较多阻碍,原油期货上市之后,将更加贴近国内市场,我们的团队也将更多参考。”金发大商总经理熊伟对中国证券报记者表示。

不过,从目前市场来看,下游石油化工企业直接通过原油期货进行跨品种套保仍然存在诸多困难。除了受制于国内的财税政策、企业管理制度意外,原油化工行业产业链较长,影响因素较多,单纯一个品种的推出并不足以实现高效的套保策略。

以塑料等产品为例,由石化工业产业链可以得知,原油经过常压蒸馏和减压蒸馏产出石脑油和汽、煤、柴油等,石脑油作为有机化工原料经过烯烃装置和芳烃装置产出烯烃类和芳烃类中间石化产品,乙烯、丙烯通过进一步聚合生成聚乙烯和聚丙烯,“原油—石脑油—乙烯/丙烯—聚乙烯/聚丙烯—塑料制品”这是聚烯烃从原油到下游制品的产业链,可见产业链中间环节很多,从原油价格的波动传导至聚烯烃通常需要2-3个月时间,而价格传导并非线性而是直接的,这跟上下游的竞争格局、议价能力以及供需变化有着密切而复杂的关系,所以跨品种套利必须建立在多品种的套利组合中。

“原油期货推出之后,下一步就是要争取推出原油期货产品的系列品种。”尹强表示,只有提供更多的产品服务,国内的原油期货才能更好地发挥功能。

“一个期货品种从诞生到市场认可,需要很长一段时间,原油期货发挥效果并不能一蹴而就。”刘朋雷说:“原油期货最终服务实体经济的功能,取决于产品是否具有公正性,交易数量、市场参与度、产品丰富度、国际影响力等,这些都将影响其功能发挥。”(本系列完)

投资非常道

个人投资者如何打败机构

□金学伟

虽然萨缪尔森和尤金·法玛一样,鼓吹有效市场理论,认为市场是充分有效的,当前价格已充分反应了所有信息,所以没人可打败市场,最好的策略就是消极投资——通过一揽子股票,复制指数,然后持有。

在他鼓动下,先锋基金的约翰·伯格成立了有史来第一家挂牌指数基金。这个基金萨老称作是“和轮子、字母、印刷机葡萄酒和奶酪一样”的发明。但他本人却没有把钱投给“轮子、字母、印刷机……”,而是投给了伯克希尔·哈撒韦,让巴菲特和查理·芒格替他赚钱。

这说明,理论的世界和现实的世界是有差距的。为完成理论世界的构建,他们需要排除反例,哪怕这些反例很重要,以完成理论自洽,形成闭环。但面对真实世界则需要遵从内心的真实想法——某些人可能就是幸运,能够打败市场。只是巴菲特并不这么认为,“幸运?这真是无稽之谈!”

但有效市场理论也并非一无是处。虽然“没人可战胜市场”说得对了一点,但还是在很大程度上揭示了一个普遍现象——能长期打败市场的人不多。更重要的是,在过去的几十年里,指数基金的平均年化收益确实超过了所有其他类型的基金。大体上,扣除了相关费用——包括前端管理费与后端绩效提成,指数基金的投资者约能获得标普500指数年复合涨幅2/3的收益。

相比之下,威名显赫的对冲基金平均年化收益只有1.2%。人们所以对它印象深刻,仰之弥高,原因全在它时常能跑出黑马,展现分外靓丽成绩。大众的注意力总是容易被眼前的、极端的事例吸引,忽视更普遍、更长期的存在。相对于对冲基金来说,就是忽略对它的整体绩效评估,以及整个行业是否存在“各领风骚没几年”的现象。

就像巴菲特说的,“对冲基金是由一群精明的人在经营。但在很大程度上,他们的努力彼此抵消,他们的智商也不足以覆盖他们欺骗投资人所花费的成本”。每年2%的管理费,加上20%的绩效奖金,使对冲基金更像是一种报酬制度,而非可投资的资产类别——据说最顶尖的25家对冲基金经理人的年报酬总额,通常要超过标普500指数所包含的500家大型企业CEO的总报酬。

私募基金,包括创业资本在内,平均的年化收益也不到5%,但投资人却要付出占其毛收益的70%作管理费、绩效奖金等,所以很大程度上也是一种报酬制度。不过,这种报酬制度或许对社会有利,尤其对创新有利。

那么积极管理型基金呢?瑞士信贷一份报告显示,截至2013年的20年间,积极管理型基金投资者所获得的总收益,大约在市场收益的20%-40%之间,也大大低于指数基金。其原因,除了管理费用和绩效提成均比指数基金高出1倍,还有组合换手过高——调仓过频繁,调仓的时机把握更远远对不起投资人所支付的各种成本。

当然,还有一个原因——基民本身的情绪化,他们总是在最适宜投资的时候选择赎回,在最不该追加投资的时候哄抢基金,使基金经理在最该大笔买进的时候头寸紧张,在最该小心谨慎的时候迫不得已加仓。几方面的累加结果就是,在标普500指数年均复合增长8%-9%的情况下,基金给予投资人的年均回报只有区区2.5%。

有一个数字可能对“专家理财”的神话打击更大:个人直接投资的平均绩效并不如舆论渲染的那么差。美国波士顿有一家分析机构,每年都会公布“投资人行为计量分析”。据它分析,在过去20年里,一般个人投资者赚取的年化收益为5.02%,相当于标普500指数年均复合涨幅9.22%的0.54倍,或者说超过主动型基金2倍。尤其是近3年,个人投资者的平均年化收益达到了标普500涨幅的0.67倍。因为近3年美股涨得最好的不是标普500指数,而是我们大多数人看不到的中小市值股。2016年,标普500指数上涨12%,标普中小市值400和中小市值600指数则分别上涨了20.7%和26.6%。中小型股涨得好,个人投资者的收益就高,这在任何市场都是如此。

换句话说,尽管“1-2-7法则(一赚二平七亏)”普遍存在,无论在个人投资者中还是在机构投资者中。但由于避开了管理费用和绩效提成,个人直接投资股票的平均收益反而好过通过基金投资股票。特别是近20多年,由于基金增多,高技巧经理人的占比越来越低。以美国股市统计,20世纪90年代前高技巧经理人的占比约为15%,而现在只占到0.6%,无技巧经理人的加入这个行业,使个人投资的平均绩效相对无量,已远远甩开主动型基金,直追被动型基金。这是世界股市的一个新现象、新趋势。

但在没有管理费、绩效奖支出的情况下,个人投资理应做得更好。没有做得更好的主要原因是情绪常受行情干扰,时效决策把握不当;热衷于价格波动性高的、彩票型股票,且组合分散度不够;过度自信,交易过于频繁;资讯掌握处于劣势。

这四个因素中,资讯劣势是个人投资者无法克服的,想通过四处打听消息,看更多研报只能适得其反。

关于集中和分散,取法我们对收益的追求。就像巴菲特说的,“多元化能够保本,集中化则带来财富”。如果我们仅仅追求以较小比分超过指数或与指数同步,那么,充分的分散投资无疑是一个较好选择。有一位美国投资者做过这样一个实验:最开始,她买进了所有带“U.S.”的股票,无论大小,合起来有数十家。几年后,她想换一种股票,买进所有名称里有“将军”的股票……如此投资30年,其组合收益超过了所有基金组合,包括指数基金以及指数。比指数基金更广的行业覆盖面,低到不能再低的换手率、不受情绪干扰也不受理念影响的随机组合,使她的投资组合不仅更具稳定性,成本更低,也享受到了随机性带来的好处——股票市场,正面的“黑天鹅事件”总是要超过负面的“黑天鹅事件”。

如要追求超额收益,那就得适度集中。但这需要一套方法来抵消资讯上的劣势,提高时效决策能力。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年3月24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	1.1368		11,368,179,817.94	

注:1.本表所列3月24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

受资金面超预期宽松、避险需求升温影响,周五(3月23日),债券市场再现强势拉升,10年期国债期货主力合约收涨0.64%并创5个月新高,日内最大涨幅超过0.9%;10年期国债期货收益率一度下行近15BP,盘中最低触及4.67%,创逾4个月新低。

分析人士指出,近期债券市场做多情绪高涨,一是由于美联储加息靴子落地,央行近期公开操作刺激了市场对货币政策边际放松的猜想,且3月以来资金面一直延续宽松状态;二是贸易战风险加剧避险需求升温,美债收益率普跌进一步助推了国内债市做多的热情。短期来看,不排除债市回暖势头延续,但考虑到资管新规尚未出台,季末流动性难紧也难松,利率仍存在反复波动的可能,建议投资者警惕短期狂欢过后的回调风险。

连续两日大涨

震荡半个多月后,近期债市再现强势大涨,尤其本周四、周五连续两天收益率出现大幅下行。

从盘面上看,3月22日,美联储加息及

债市:警惕大涨后的回调风险

央行上调逆回购利率5BP后,10年期国债活跃券170215收益率早盘快速下行至4.83%,日内窄幅震荡较长时间,尾盘再次迎来一波下行,最终报4.815%,较上日下行近6BP;10年期国债活跃券170025收益率下行约2BP至3.775%。紧随其后的23日,在贸易战风险推升避险需求的情况下,多头乘胜追击,10年期国债活跃券170215大幅低开于4.77%,早盘加速下探至4.67%,这一水平较上日收盘价大幅下行14.5BP并创逾4个月新低,随后盘中回升至4.72%附近窄幅震荡,最终收报4.725%,较上日下行9BP;10年期国债活跃券180004尾盘收在3.70%关口,较上日收盘价大跌4.5BP。

国债期货市场表现同样强劲,继22日全线走红后,23日,中金所所有合约均大幅高开,其中10年期主力合约开盘不久就触及94.225元的高点,涨幅超过0.9%,随后虽有所回落,但仍处于高位窄幅震荡,最终收涨0.64%报93.970元,收盘创5个月新高;5年期期债主力合约收涨0.29%报97.050元,盘中最大涨幅0.48%。

市场人士点评称,除美联储加息靴子落地、央行温和小幅上调逆回购利率、贸易战风险升温等消息催化外,近期资金面超预期

宽松也为债市大涨提供了良好的环境。截至23日收盘,代表性的7天期回购利率DR007再度下行约6BP至2.70%,最近短短三个交易日就快速下行30BP,当前资金面宽松明显超出此前市场预期。

不宜太过乐观

周五我国债券市场出现多头狂欢行情,贸易战风险升温是主要催化剂。

有交易员称,贸易战风险加剧,引发部分机构对经济基本面向下行的担忧,避险需求升温,隔夜美债收益率普跌,债市做多情绪借势发酵,加之当前国内流动性持续宽松,不排除债市向暖势头短期还将持续。

数据显示,22日美债收益率普跌,其中5年期美债收益率下跌7.7个基点,报2.621%;10年期美债收益率大跌8.4个基点,报2.823%。

尽管部分市场人士对短期行情相对乐观,但从相对较长的周期来看,分析人士认为,贸易战冲击几何仍待观察,且国内严监管方向未变,货币政策配合去杠杆的趋势也不会扭转,对后市不宜太过乐观,仍需警惕收益率加速下行后的回调风险。

“近期债市大涨,现券利率在短短一周

内已下行超10BP,市场提前博弈加息事件,情绪有过度亢奋嫌疑,前期进场的投资者仍可持券待涨,但还没进场的投资者短期内追涨可能面临回撤风险。”国泰君安固定收益首席分析师覃汉表示。

中信证券固定收益首席分析师明明指出,在美国实施贸易战的背景下,中美贸易受到影响,由于中国政府也将采取反制措施,所以进口可能出现同步下降,进出口可能出现被动顺差。对于债市而言,风险偏好下降有利于市场。但要注意的是,本轮周期与2002年不同,现在仍处在加息和去杠杆周期,流动性回归中性和控制杠杆上升仍是目标,所以债市仍是震荡市,考虑今年美国还有两次加息,目前谈牛市还为时尚早。

华创证券屈庆团队进一步表示,虽然中美央行加息的幅度和速度并未超出市场预期,但会议声明、操作量价和答记者问中透露出的鹰派信号仍值得高度关注,未来依然存在加息次数超预期和资金面收紧幅度超预期的风险。中美经济基本面都尚未出现拐头向下的确凿证据,不可对货币政策的放松抱过高的期待,国内监管落地的冲击也只是时间问题。提示投资者注意安全边际,谨防去年二季度的走势重演。

担忧贸易战冲击 橡胶期现价快速回归

□华泰期货 陈莉

春节假期后,沪胶在泰国又一次出台救市举措的消息刺激下,实现了新年开门红,但因下游需求还在恢复中,且短期下游复产力度不及预期,使得库存继续累积,基差较春节前也有小幅扩大。在整体市场氛围偏弱的背景下,沪胶主力1805合约在13200元/吨一线受阻后,重新回落。本周受到中美贸易摩擦带来的下游消费悲观预期,橡胶加速下跌,1805合约奔向快速回归之路。

泰国在胶价低迷时总会频繁出现救市举措。去年至今年初,由于天胶价格一直在低位震荡,泰国又开始出手相救。去年12月,泰国联合另外两个产胶国(印尼以及马来西亚)共同出台了削减出口计划的举措,计划将在2018年3月底之前共削减35万吨的天然橡胶出口量,希望以此提振低迷的天胶价格。前车之鉴,过往几次的救市效果都不理想,市场在消息出来之

际,并没有做出反应,盘面反弹很小。就目前公布的数据来看,1月份泰国的出口量确实在减少。最新的消息称,泰国政府对3月份出口限制执行力度较强,一些船期已经延期,如此,将对国内后期的进口量产生影响。春节假期之后,泰国又一次出台救市措施。2月22日泰国农业部部长表示计划将在今年5月-7月停割部分胶园来减少供应量,以达到抬升橡胶价格的目的。据测算,减少的产量大约在14-20万吨,占比全球总产量不到2%,这一次出台的实质影响较小,但盘面做出了非理性的反应。不过,最终期价用事实证明了该炒作仅仅是昙花一现。

最新的下游轮胎厂开工率数据显示,全钢胎及半钢胎的开工率已回升到7成以上,该水平已恢复到春节前的正常水平,但短期受环保因素影响,开工率也难有上升空间,下游开工不及预期。后期下游轮胎厂将迎来季节性的旺季生产,重卡销售也将迎来旺季小高峰,轮胎厂开工率有进

一步回升的需求。最新公布的2月份重卡销售数据环比及同比均有所下降,部分原因来自于春节假期的影响,基本符合市场预期。因此,2月份重卡销售数据的公布属于中性消息,并未对盘面产生影响,接下来3月份的重卡销售数据比较关键,或决定了市场对于2018年重卡市场的判断。中美贸易战的发生,对于橡胶下游最大的影响是轮胎出口,对美轮胎出口将进一步受到挫伤。

天胶市场目前面临的“三高”(高库存、高基差、高供应)问题,还有待改善。其中基差随着春节期的一波下跌,以及春节后的继续下行,基差在加速修复中,1805合约下个月将进入交割月份,期现回归之路或在当前宏观预期较为悲观的背景下提前走完。橡胶高供应的问题则会因季节性规律,进入到阶段性的供应减少,该减少趋势可以延续到4月份国外产区开割前。但因当前保税区及交易所库存依然处于高位,季节性的供应缩减支撑并没有明显效果,

下游消费则会成为行情的主导因素。与此同时,国内的进口量将迎来季节性减少,上周公布的国内2月份天胶进口量同比及环比均出现明显减少,符合季节性规律。后期重点关注的是库存变动,目前天胶高库存的格局尚未得到改善,但随着后期进口量的减少以及下游消费的回升,库存压力或有所缓解。最近因为泰国等产胶国要对3月份的天胶出口实行更严厉的措施,短期对于出口限制举措带来的阶段性供应减少会比较明显,或很快就可以反映在库存变动上。

基于以上分析,天胶接下来的行情还将受制于库存及基差,这两个因素没有改观之前,期价弱势格局难改,建议投资者不轻易抄底。目前1805合约基本下跌到国内成本线附近,随着国内交割到来,后期胶农的割胶积极性将受到挫伤,短期或使得供应增加缓慢,但橡胶的下行趋势依然要等待库存改善,方能反转。