

■财富圆桌

股票期权有望扩容 优化A股投资者结构

□本报记者 王朱莹

近期,股票期权活跃度不断提升,持仓再创新高。有消息称,未来将有更多金融期权品种上市,这将对A股市场带来何种影响。本期特邀请华金证券创新业务副总裁郁维、海通期货期权主管杨磊和银河期货创新业务部总监檀君君进行解读。

期权市场日渐成熟

中国证券报: 近期上证50ETF期权市场活跃度大为提升,如何点评这一现象?

郁维: 首先,今年由于国内外市场各种原因,股票市场波动较大。在市场缺乏其他对冲风险金融工具的情况下,期权交易量大增是必然的。其次,作为全球第二大经济体,目前股票期权品种单一,加上期权交易市场逐渐成熟,越来越多的投资者认可期权。中国的投资者和发达国家相比仍有很大差距,可教育性非常大,在越来越多的投资者了解期权后会参与到期权交易中来,因此未来交易量会持续变大。

衍生品的交易量,对股票市场交易量影响是正相关的,一方面是有积极影响,另一方面则要防止衍生品持仓的过度集中,由于杠杆较高,一些金融大鳄可以用少量资金影响市场走势,这是需要防备的。

杨磊: 50ETF期权成交量近期大增,一方面体现该品种经过几年市场发展不断走向成熟,市场参与者尤其是机构客户越来越多,另一方面今年以来股票市场波动性增强,市场避险情绪浓厚,50ETF期权作为风险管理工具体现出了越来越重要的市场作用。

今年以来,受内外部环境的影响,股票市场波动性明显增强,在这种环境下,期权的灵活性及作为风险管理工具的特点也体现得比较明显。对于机构投资者来说,无论是风险对冲或增强收益,期权都可以发挥良好的作用,相应的期权市场成交量也不断增加。

期权成交量大增的另一个原因是目前股指期货交易限制仍较为严格,市场流动性较差,投资者在市场波动增大时,可选择的风险管理工具较少。参考国外成熟市场发展历程,希望未来有更加稳定完善的股指期货市场以及包含更多品种的期权市场。

檀君君: 在A股总体表现不佳、成交萎靡的市场背景下,上证50ETF期权持仓量、成交量却逆势增长,也从侧面说明投资者已开始积极运用立体化的期权交易工具来主动管理市场风险,增强投资收益。期权不仅可以作为投资者对冲套保的避险工具,其策略的多样化、行情的适应性使得其市场认可度、参与度与流动性都在持续稳步提升。

做好合格投资者准入

中国证券报: 上证50ETF期权偶见合约涨幅高达1000%以上,尤其临近到期日发生概率更高,被业内称为“末日轮”,如何点评这一现象?

郁维: 这个现象对应的是期权交易上“大头针风险”,指在临近到期时由于很难预知期权

是否会被执行所面临的风险,并且该期权的原生资产在期权临到期前的微小变动,也很可能对期权的价格、价值造成极大影响。一些期权的投机交易参与者会利用这种现象,在临近到期前(一两天以内)花很少的钱买入看涨/看跌虚值期权。当原生资产价格发生波动,大于/小于期权行权价格的时候,买入该期权的投资者会在短期获得非常大的收益,甚至会一天之内10倍以上。收益非常的高,但风险也非常大,常见的现象是在到期日亏损全部的权利金。这是期权本身结构造成的,任何期权都会有这个风险。

目前国内期权市场准入门槛较高,期权市场的参与者都要了解期权风险。市场参与在了解风险并理性判断后参与市场博弈并承担投资风险的做法是值得鼓励的。因此,这个问题要分两部分看,参与还是炒作。理性参与交易能给市场提供流动性,能为需要对冲风险的投资者提供对冲工具是值得鼓励的。而往往在炒作中,冲动参与的投资者被高额收益吸引而忽略风险,无法承担投资损失。这种情况是需要杜绝的,合格投资者准入一定要做好。

杨磊: 其本质在于利用临近到期日平值期权GAMMA较大,期权价格在短时间内上下波动较大的特性以小博大。投机性较强,给了一些抱有一夜暴富想法的投资者参与炒作的动机。在我国权证市场上曾经出现过恶性的炒作现象,但对投资者而言,这种操作是风险极大,在价格大涨大跌过程中,市场参与者可能会面临大幅亏损,甚至可能出现血本无归的结果。这在50ETF期权市场上也出现过多次,但由于市场本身较为成熟,并未因此出现过明显的投机性炒作现象。

檀君君: 因“末日轮”效应下的期权杠杆属性变更更为明显,部分投资者在所谓高回报的利润驱使下,热衷于炒作“末日轮”。但并不建议投资者重仓豪赌期权“末日轮”,因临近到期的期权时间价值会加速递减,尤其是虚值期权迅速归零,期权价格会产生剧烈变动。因而对投资者的投资者要具备良好的心态,不要判断牛熊大势,而且选择合约标的需保证其因标的价格和波动率变动所产生的内在价值涨幅超过其时间价值损耗,方可盈利,投资者所承受的交易风险极大。因而,建议投资者在参与“末日轮”交易时,首先,要注意仓位控制,轻仓少量参与;其次,若盘中期权价格出现较大不利变动,要做好风险控制或平仓预期;最后,参与“末日轮”交易的投资者要时刻保持良好心态,即可以接受损失全部权利金的情况下参与交易。

市场呼吁新品种问世

中国证券报: 有消息称,期权将有新品种



上市,对此,您如何点评?

郁维: 衍生品的发展对于市场来说是好事。

一是能为投资者提供对冲方案。目前股票市场在只有50ETF期权,且在股指期货投资受限的情况下,投资者很难对冲股票持仓风险,投资规模也会因为风险暴露原因受到限制。因此,新股票期权的上市,提供了新的对冲手段,也可以在一定程度上能增加股票市场投资规模,促进股票市场发展。

二是稳定快速稳定市场波动。期权在本质上是交易市场的波动率,而期权波动率的交易会促进股票市场波动的合理化,在极端情况也能在一定程度上使波动率快速回归。这一点可以参考美国VIX指数期权的发展情况。这是符合金融稳定的大前提的。

三是促进市场专业化机构化。与股票市场相比,期权投资的门槛较高,需要一定的专业知识,期权市场的发展会筛选出相当一部分有知识、有经验的投资者。发达国家也是通过金融工具的研究与发展逐渐从散户市场转化为机构市场。

杨磊: 50ETF期权已上市运行多年,商品期权也已陆续推出,对金融市场是良好的补充,期权市场规模稳步增长,投资者参与人数稳步增加,成交量和持仓量持续增多,整体均运行平稳,发挥的风险管理作用也越来越大。推出新的ETF期权和商品期权品种的呼声越来越高,监管层和交易所等相关单位也都释放了积极的信号。

新的期权品种上市,将不断丰富我国金融衍生品市场,为投资者提供更多更全面的风险对冲工具,进一步促进证券期货市场功能的有效发挥。今年以来,证券市场波动性增加,50ETF期权凭借其对冲成本低、操作灵活的特点成为了越来越多投资者风险对冲的选择,期权的市场规模稳步增长。新的ETF期权品种的推出可以满足不同类型投资者的风险管理需求,丰富投资者投资组合交易策略,完善投资者结构,促进市场整体健康稳定发展。

对于商品期权来说,新的期权品种的推出是对商品期货市场的有力补充,有利于丰富相关产业链企业的风险管理工具,提高我国相关产业风险管理的规范化、标准化水平。企业可通过灵活多样的期权交易策略实现多元化的风险管理需求,有助于改善单纯期货套保面临行情不利时期货大幅亏损及资金压力增加的局面。

檀君君: 上证50ETF期权的成功上市对于中国金融市场的完善,对风险管理领域的重要补充、投资策略的极大丰富以及对标的50ETF的交易稳定性已经得到市场验证。但对于多层次的风险管理需求来说,覆盖全市场的期权标的工具的推出十分迫切。比如,适当研究进一步放开诸如沪深300、深100、上证180、中证500等指数类期权标的,对于完善中国金融市场结构,尤其是风险管理和基础资产定价领域有着至关重要的价值和战略意义。

找行业配置重点?

姚永源: 判断新一轮经济短周期启动方式以及运行逻辑与2013年非常相似的主要依据有四点:一是A股估值水平相当;二是都是以政府加杠杆刺激经济增长方式启动;三是预计2019年全球经济不确定性大幅增加;四是中国经济结构转型迫在眉睫。而不同之处在于2013年中国处于通缩阶段,从而导致行业配置有所差异。

经济复苏预期和估值错杀修复导致周期股优先反弹。10月信贷增速大幅低于市场预期,但工业增加值增速却略微反弹,说明中国经济韧性十足,因此该类股票将会优先反弹,如银行、采掘、有色金属、钢铁、建筑材料、机械设备、家用电器、房地产、汽车。

过40BP。

“信用债收益率下行,一方面是由于利率与流动性作用力突出,为稳经济保发展,从宽松货币政策到降费减税的财政政策,推动利率曲线整体下移,三季度末以来,10年期国债收益率从3.7%一路下行至3.35%,幅度超35BP;另一方面,拉低样本曲线的债券主体受益于近期多轮驱动的政策利好,且成交主要是行业内优质民企。”中信证券固收首席明表示。

基于对利率债和政策利好的看好,目前多数机构对信用债持相对乐观态度。东北证券固收首席李勇表示,预计信用债收益率将呈现震荡下行格局。“目前信用利差整体水平已压窄,但高评级和次高评级利差仍处在较高水平,预计伴随无风险利率下行,资产荒局面可能进一步凸显,次高评级的信用债收益率将被配置需求买下去。”

■瞭望塔

外部压力减轻 人民币汇率将继续持稳

刚刚过去的11月,人民币兑美元汇率以稳中有升之势“变卷”。截至11月30日,人民币兑美元汇率中间价报6.9357元,较10月底的6.9646元上涨289个基点,尤其其中旬以来走势非常平稳。

究其原因,人民币汇率面临的外部压力有所减轻。近期,美联储明年可能放缓甚至暂停加息的预期升温加之美联储主席鲍威尔偏鸽派的表态,美联储11月会议上部分委员对明年的加息时机存疑。不少市场人士认为,尽管美联储12月加息仍是大概率事件,但2019年加息进程很可能放缓,高利率环境对美国经济的负面影响也将显现,在美联储12月加息“靴子”落地后,不排除美元指数会高位回落,人民币未来一段时间稳中有升仍可期。

从盘面上看,11月美元指数波动明显加大,整体维持跌一周涨一周的运行态势,但在12日上探97.7014后,美元反弹中有所回落,尤其最近一周受鲍威尔偏鸽派表态影响,市场对美联储加息节奏可能放缓预期明显升温。截至11月29日,美元指数报96.7662,继续刷新一周新低。

美联储11月会议记录显示,几乎所有委员认为应该在“相当近期”加息,不过部分委员对明年的加息时机存疑。一些委员担心贸易关税和企业债务可能会对经济增长产生负面影响,会议纪要整体呈现鸽派基调。一些与会者指出,联邦基金利率目前可能接近中性水平,这呼应了鲍威尔此前传递出的信息,即明年加息可能暂缓。

美联储主席鲍威尔周三在纽约经济俱乐部表示,美联储基准利率已接近中性水平。这与他不到两个月前的讲话有重要区别。鲍威尔表示:“从历史标准来看,目前的利率水平仍然很低,并且它们仍然维持在稍低于对经济而言中性的宽泛预测范围。”一些投资者认为,鲍威尔的讲话似乎比10月初的立场更加倾向于鸽派,这也意味着加息周期可能会比他先前暗示的要提早结束。

市场人士认为,美联储主席鲍威尔的措辞在一个多月的时间内发生变化,主要是因为以下三点:首先,最关键的是变化是美国资本市场动荡——美联储9月利率声明发表后,美股上行出现犹豫,并在10月鲍威尔讲话后加速下滑,一度回吐2018年全部涨幅;最新公布的美国国际资本流动数据也显示出资金正在从美国撤出。其次,美国国内经济数据涨势放缓,由于借贷成本上涨,鲍威尔此前表示担心的房地产市场涨势也出现放缓迹象;通胀相关的美国10月核心CPI、核心PCE物价指数同比增幅小幅回落。再者,当前国际环境保持严峻态势,例如英国脱欧之路随时存在变数、中东和俄罗斯方面的地缘风险不减等。

机构分析称,一旦美联储真的放缓加息进程,将放宽其它国家在货币政策上的自由度,给予全球加息进程喘息的机会。与此同时,美联储放缓加息进程,有利于缓和资产价格的剧烈波动和全球其它金融市场秩序的恢复。

对汇率市场而言,随着投资者调降对12月之后的加息预期,美元指数短线料进一步走低。相对应的,主要新兴市场货币将获得支撑,人民币也将从美元承压中受益,不排除未来一段时间人民币汇率稳中有升。(王姣)

甲醇库存高企 “空头明星”弱势末了

自10月15日创下阶段高点3525元/吨后,甲醇期货主力1901合约便承压走弱,昨日一度跌至2331元/吨,区间累跌超33%。分析人士表示,宏观预期偏空、国际油价大跌及自身供需面偏弱,均使得甲醇期价承压。在库存依然高企背景下,短期甲醇期货弱势格局恐难改变。

期价重心不断下移

周五,甲醇期货延续弱势,主力1901合约最低至2331元/吨,创下今年以来新低,收报2337元/吨,跌93元或3.83%。

“在宏观预期偏空、国际油价大跌以及自身供需面承压等多重因素共同作用下,甲醇期价无力回暖。”方正中期期货分析师夏聪聪表示,甲醇期货自10月中旬创下2014年以来新高后,继续上行乏力,随后运行重心步步下移。10月底,伴随工业品普遍低迷的市场环境,甲醇期价跌幅继续扩大,下破3200元/吨支撑。进入11月,市场参与者看空情绪不减,甲醇期价进一步下破3000元/吨关口。此外,在供需面走弱配合下,甲醇期价进一步下探,市场多头信心备受打击。此外,沙特产量创历史新高,美国原油库存反常上升,供需失衡导致油价下跌,也拖累了甲醇期价走势。

现货方面,国内甲醇现货市场弱势不改,气氛依旧偏弱,部分地区价格继续松动,西北主产区企业报价暂稳整理,新签订单情况一般,除供给烯烃外,出货未有好转。西北地区部分装置开车或负荷提升,但河南、安徽、山东、西南地区部分装置停车,导致甲醇开工率窄幅下滑,对产量影响有限,货源供应平稳。国际市场需求低迷,欧美等地价格深度调整,形成国内外联动下跌局面。

库存压力凸显

“烯烃装置整体运行平稳,部分有临时停车现象。传统需求处于淡季,加之环保政策影响,需求不温不火。”夏聪聪表示,甲醇终端需求表现疲弱,在期货持续下滑影响下,下游企业接货积极性不高,刚需采购为主,操作偏谨慎。业者心态偏弱,部分贸易商降价让利排货,出货意向增强,市场商谈价格走低。

库存方面,沿海与内地套利窗口处于关闭期,国产货源抵达有限。进口窗口到港偏少,区域内消化库存为主,发货量提升。沿海地区甲醇港口库存窄幅回落,下降至75.18万吨。前期库存不断累积,当前库存依旧处于偏高水平,去库存缓慢。

对于后市,夏聪聪表示,目前甲醇市场基本面走弱,市场缺乏利好消息刺激,期价仍面临一定回调风险。操作上,维持逢高沽空思路,下方目标暂且关注2200元/吨。信达期货分析师表示,当下甲醇港口库存已升至高位,内地库存也偏高。同时,由于海外需求下滑,转口利润虽然丰厚,但谈单较少。市场信心不足,整体情况不佳。真正的改善还是要靠烯烃端的重启。不过,近期天然气逐渐停车限产是支撑甲醇利多因素。但不确定性在于海外进口情况,伊朗新装置的投产改变了二三季度进口偏低的格局。因此,后期虽有利好,但也有较大的不确定性。(马爽)

■ 市场连线

姚永源:股市机会大于风险 周期股将引领反弹

□本报记者 张利静

我国经济短周期与A股有非常强的正相关性。南华期货期指研究员姚永源在接受中国证券报记者采访时表示,回顾最近5次经济短周期,每逢周期上升期,A股都存在系统性上涨机会,准确率达100%。当前的经济周期阶段下,预计股市机会大于风险。此外,当前超跌估值修复过程中蓝筹股的低估值现象更具诱惑力。

中国证券报: 如何评价当前经济周期对A股市场的影响?

姚永源: 基钦周期又称经济短周期,在国内一般以工业增加值累计增速为观测指标。据产出缺口方法,采用HP滤波法分解为趋势

项和周期项,通过观察周期项可知2000年以来经历了4个完整周期,平均约40个月,现在所处的位置是从2016年1月开启的第五个经济短周期的后半程,2018年下半年稳经济金融政策发力后,2019年即将开启第六个经济短周期。

回顾最近5次经济短周期与A股市场表现,每一个经济周期上升A股整体上都存在系统性上涨机会,准确率达100%,而经济周期下降时,A股也开始震荡下跌(2015年除外,由流动性宽松以及高杠杆导致,并非基本面驱动)。当前的经济周期阶段下,预计股市机会大于风险,剩下的就是如何进行行业配置,挖掘价值投资就需从盈利着手。

中国证券报: 如何看待当前蓝筹板块配

置价值?

姚永源: 2018年第三季度净利润盈利增速集体向下,但盈利质量继续向蓝筹股靠拢。上证50、沪深300净利润增速分别为12.1%、10.32%,分别比前值变化百分点为-1.81、-2.64;中小板、创业板净利润增速分别为8.52%、1.47%,分别比前值变动百分点为-6.04、-6.61,说明周期蓝筹股净利润增速放缓力度相对较小。沪深300、上证50、中小板、创业板的ROE(TTM)分别为11.33%、11.62%、9.19%、6.05%,说明当前大盘蓝筹股盈利质量明显领先,当前的超跌估值修复过程中蓝筹股的低估值现象具有更加明显的诱惑力。

中国证券报: 围绕经济复苏主线,怎样寻

明显。

国信证券固收团队指出,截至11月27日披露的数据,11月国内非金融企业信用债(=企业债+中期票据+公司债+短期融资债+PPN+政府支持机构债+资产支持证券,剔除证监会行业分类中的金融业、租赁和商务服务业)发行量约7210亿元,总偿还量约5362亿元,整体非金融企业债券市场净融资量约1849亿元,较10月的947亿元净融资量继续回升,明显高于去年11月的168亿元净融资。

从不同公司属性来看,民营企业 and 地方国有企业产业债净融资均有所回升。据国信证券数据,截至11月27日,11月民营企业产业债发行696亿元,净融资165亿元,净融资较10月增加293亿元,明显回升至正值区间;11月地方国有企业产业债发行2508亿元,净融资1345亿元,净融资较10月增加1212亿元,

继续明显回升。

“监管明确引导下,民企将成为本次宽货币传导至宽信用的桥头堡,流动性支持加大有助于民营企业信用资质修复,实体经济信用环境有望好转。”市场人士点评称,在保障民营企业融资的政策出台后,民营企业债券市场融资在11月终于有所好转,不过目前净融资改善幅度仍较有限,后续仍待观察。

收益率仍有下行空间

在债券市场整体走牛的环境下,受益于信用债融资政策松动,信用环境整体改善,二级市场上信用债收益率也出现明显下行,信用利差显著收窄。

三季度末以来,以3年期AAA企业债和3年期AA企业债为代表的信用债曲线出现不同程度下行,其中AAA企业债收益率下行30BP,3年期AA企业债收益率下行超