聚焦 权证市场新一轮脉冲

权证脉冲式行情的前世今生

海通研究所金融工程分析师 **周 健**

火热的七月，大盘的表现也是异常火热，上证指数连续第7个月收红，且涨幅创反弹以来新高，显示市场已经进入快速拉升阶段。与正股相比，权证市场的表现毫不逊色。在7月下半月，江铜CWB1、石化CWB1、宝钢CWB1在市场掀起了一波又一波的热浪。截至目前，权证市场的换手仍然非常惊人，小盘权证在赣粤CWB1、深高CWB1的带领下不断走高。

其实，这种突如其来的脉冲式行情从去年开始曾经上演过两次，去年9月份和最近这一次。每次上涨一两周之后，市场就进入较为漫长的震荡下跌走势。我们认为，这种行情的出现与权证市场估值水平、市场规模有莫大的关系。

三大主导因素
估值合理、杠杆诱人、品种稀缺

根据统计，截至7月17日，市场总体溢价水平连续4个月保持下降趋势。这样的变化主要是正股大幅上涨、权证涨幅相对落后所致。也就是说，一方面正股上涨导致权证价外水平不断缓解。原来造成高溢价的罪魁祸首深度价外不断消失；另一方面，权证表现滞后，更加剧了溢价率的下降。经过这大半年的消化，权证市场的平均溢价率水平已经从170%下降至61%。目前，市场溢价率最低的权证为江铜CWB1，溢价率已经下降到-24%；其次是葛洲CWB1、青啤CWB1和国电CWB1，均在30%以下。最高的权证是深高CWB1、赣粤CWB1等，但它们的溢价率水平与去年底相比已有大幅下降。可见，权证市场的溢价水平已有重大改善，溢价率的压力减弱很多，因此权证的上涨空间也被打开。

另一个重要的估值指标，杠杆倍数也显示出权证市场已经进入高杠杆阶段。13只权证的平均杠杆倍数达到2.7左右，其中杠杆倍数最高的为上汽CWB1，其次是石化CWB1、青啤CWB1和中兴ZXC1，都接近4倍。溢价率水平超低的江铜CWB1杠杆也达到2.7倍，这样的杠杆水平已经非常诱人。即便对稳健的投资者来说，既能获得高折价套利，又能享受向上杠杆，这种机会非常难得。从投机者的角度来看，就是绝佳的买入机会。之后，也正是江铜CWB1大幅上涨，启动本轮权证市场整体上涨的大幕。

与此同时，我们认为，市场规模缩小是此次行情的一大原因。截至7月末，权证市场总市值为254亿元，与去年同期持平，比2008年最高点500亿要萎缩近一半。从权证数量看，2008年底市场还有20只权证，而现在只剩下12只，市场规模明显萎缩。虽然长虹可分离债的上市会给权证市场增添一只权证，但业内人士大多认为监管层对可分离债的发行已经比较谨慎。在股改结束后，目前权证市场供给的源头只有可分离债，备兑权证还是遥不可及，我们不得不对权证市场未来发展产生担忧。因此，在不断萎缩的市场，资金所能产生的影响也就会越来越大，资金操作的难度也会大大降低，因此这次轮番炒作的迹象非常明显。而在2008年以前，由于市场规模较大，资金在个别权证上呼风唤雨，但对整体市场的控制力往往比较弱。

回归正常的投资思路

进入8月份，正股市场出现震荡下跌，大盘权证已提前降温，而前一周疯狂上涨的走势却延续到小盘权证。市场总成交量较前一周明显萎缩，投机热情降温。而且，快速的日内轮动和冲高回落使得操作难度很大，投资者介入被套的概率也比较高，因此我们建议普通投资者需要回归正常的投资思路。

权证市场并不是一个永续的市场，长期价值并不是权证投资者关注的重点，差正股也并不意味着差权证。所以，评价权证好坏一部分是要看正股的上涨空间，尤其是短期上涨的动力；另一部分则来源于权证本身的催化剂，如价格高低、流通盘大小以及到期行权等概念，因此，我们要视权证本身的实际情况来制定策略。首先，年内将到期的权证会有6只，而这些权证的溢价率在炒作下还难以归零，比如中远CWB1、深高CWB1。对投资者来说，这些临近到期的权证的时间价值将会不断损耗，除非正股大幅上涨至价内，否则权证将会以下跌为主。因此，下半年权证市场的总基调还是受时间价值损耗推动的下跌行情，投资者需要注意风险。

其次，在这6只权证中，葛洲CWB1、国安GAC1处于价内，青啤CWB1为轻度价外，深高CWB1、中远CWB1和上汽CWB1均为深度价外。青啤CWB1、国安GAC1仍然要看公司对行权融资的态度。在目前行情下，公司推动行权的可能性较高，建议跟踪正股走势。但权证溢价较高，投资者不宜长期持有。剩下的三只权证风险较大，恢复到价内的可能性较低，所以走势将会以下跌为主。

最后，剩下的6只权证有中兴ZXC1、赣粤CWB1、石化CWB1、国电CWB1、宝钢CWB1和江铜CWB1。前5只都会在2010年上半年到期，溢价率的因素暂时无需考虑。如果对经济预期偏乐观的话，我们建议投资者多关注后面4只权证，尤其是溢价率较低的江铜CWB1和国电CWB1。

权证指标说明

指标名称	计算公式	指标意义
内在价值	认购：Max(0,(股票价格-行权价格)*行权比例) 认沽：Max(0,(行权价格-股票价格)*行权比例)	表示立即执行权证所能获得的收益
时间价值	权证价格 - 内在价值	
价内外程度	认购：股票价格/行权价格-1 认沽：1-股票价格/行权价格	表示不考虑溢价情况下价格利差
杠杆倍数	正股价格*行权比例/权证价格	表示一单位股票客户可以购买的权证数量，也称放大率
盈亏平衡点	认购：行权价格+权证价格/行权比例 认沽：行权价格-权证价格/行权比例	表示投资者在到期日不亏损所需达成的正股价格
价格杠杆	正股价格*行权比例/权证价格*100%	表示正股价格变动1%，权证市场价格变动的百分比
溢价率	认购：(权证价格/行权比例)/行权价)/正股价格-1 认沽：1-(行权价-权证价格/行权比例)/正股价格	表示权证价格偏离正股价格的程度，等于要得权证要素在到期实现不亏损，正股价格需变动的百分比
权证涨停价	权证前日收盘价+(标的证券当日涨停价格-标的证券前日收盘价)*125%*行权比例	
权证跌停价	权证前日收盘价-(标的证券前日收盘价-标的证券当日跌停价格)*125%*行权比例	

资料来源：中信证券研究发展部

权证点评

江铜CWB1（580026）
投资价值获认可

虽然公司发布上半年盈利预警称，铜价下跌导致2009年上半年净利润同比下滑57-64%，但是二季度随着铜价反弹，盈利出现较大幅度的回升。随着国内经济的复苏，研究员对于铜价未来走势预测普遍乐观。预测公司2009和2010年EPS为0.42、0.61元，估值水平较高。但是作为国内铜行业中拥有最丰富的资源储量、最高铜精矿自产量、最大的铜加工能力以及完善的公司治理和资源扩张战略有效的实施，公司的长期投资价值不可忽视。与正股相比，江铜CWB1的涨幅已经明显超过杠杆水平，这意味着权证的投资价值已经获得投资者关注，目前溢价率上升至-16%，杠杆为1.94倍。虽然估值方面巨大的优势有所削弱，但仍然建议投资者关注。

国电CWB1（580022）
估值优势明显

最新数据显示，7月份全国发电量同比增速达4.21%，全国发电量达到3484.95亿千瓦时，达到今年以来最高点。虽然天气因素对发电量有所帮助，但从各地区数据来看，主要原因还是重工业的复苏。从PMI数据来看，7月份制造业包括黑色金属冶炼及压延加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业等14个行业都高于50%，因此电量上升的趋势仍然会保持，从而为火电公司带来较大盈利空间。而且，正股涨幅较小，估值较低，未来资产注入的可能性较大，值得关注。不过，负面因素是近期动力煤价格有所上升。目前国电CWB1的溢价率不到30%，杠杆为2.5倍，明年5月份到期，估值具有明显优势，建议投资者长期关注。 **（周 健）**

对比2008年以来沪深A股总成交额及当日权证总成交额，发现资金在两个市场存在流动效应

资金流动：以诈立 以利动

东吴证券 **戴欢欢**

目前，我国权证市场的交易成本相对正股市场更为低廉，权证市场涨跌限制幅度较大，而且采用T+0交易机制，这就为资金的炒作提供了一种理想的投机工具。权证投资资金快进快出、波段操作、追逐短线收益。国内权证市场虽然数量稀少，但日交易额动辄上千亿，有时单只权证的换手率就高达1000%以上。既然权证有较好的炒作特性，那么大资金为何未完全转战权证市场呢？在怎样的市场背景下，我们更适合投资权证呢？

跷跷板效应的三种类型

资金有着逐利的本性，在赚钱效应下，资金会从一个市场流向另一个市场。沪深股票市场中，也存在着A股和权证市场的资金流动效应。在A股和权证市场间，资金“以诈立，以利动，以分合为变”。这种资金在市场间的强弱转化，有人称之为“跷跷板效应”。由此也有观点认为，在大盘回调的时候，部分资金处于避险的需求，回流至权证市场，此时可以参与权证。 其实，这种想法并不完全准确。

通过对比2008年以来沪深A股总成交金额以及当日权证总成交金额的时间序列，我们对比分析了权证交投活跃、成交量突然放大的种种情况，总结为以下三类：第一，2008年下半年，大盘指数一路下行，股票市场鲜有投资机会，权证市场一度成为资金的避风港，不时有大级别的行情。此时，权证市场与A股市场的资金“跷跷板效应”体现得较为明显。

第二，2009年2月份以后，A股市场成交量放大，并且高位震荡。当A股成交量达到阶段性峰值的时候，权证成交并不很活跃；而当A股处于放量过程中，冲击峰值的前几个交易日内，权证市场会在个别权证带动下成交突然活跃，比如2月13日、4月29日的权证行情。与此对应，当A股市场成交量逐日缩小，在临近波谷的前几个交易日内，权证成交会突然活跃，比如3月11日等的行情。

第三，A股成交量处于高位，仍然脉冲式上涨的过程中，当成交量暂时回落，临近阶段性低点的前一交易日时，权证市场会爆发一次较大的行情，成交量突然放大，换手活跃，资金进出频繁。比如7月2日，踏空前期A股行情的投资者狙击权市，以及7月20至22日“有色金属板块王者归来”由江铜CWB1引爆的权证火热行情。总地来说，我们并不能绝对将权证与A股市场“跷跷板”效应绝对化。相反，在考虑权证市场的活跃程度时，我们仍需综合考虑当时整体的市场走向，以及当时资金，尤其是投机资金的态度。

上市阶段看权证与正股联动

除考虑权证与A股市场之间的资金联动效应外，投资者也非常关注权证与正股之间究竟存在着何种联动关系。对于认购证，按理论讲，两者应该是正向关系，而且权证应该表现出超越正股涨跌幅的杠杆效应。大部分投资者在买入权证时，事先对正股的走势有一定的研判，然后在综合权证各项估值指标决定是否购买。

在我国权证市场，经常会出现权证与正股价格背离的情况，我们从三个阶段来分析权证与正股的联动关系：第一阶段，上市初期。大部分权证都出现了上市首日涨停现象，只有个别流通份额较大的权证未能封住涨停。打开涨停板后，权证与正股的仍保持一定的联动性，但此时权证由于溢价率偏高，风险较大，短时间内会脱离正股表现，有价格向下回归的需求。

第二阶段，权证运行中期。从2008年情况看，通过统计学上的GRANGER因果检验，我们发现上市的权证价格与其正股价格间几乎不存在协整关系，两者之间价格关系较紊乱。由此，也导致了市场的权证价格并不能用经典的期权定价理论去很好诠释。权证的市场走势比较独立，人为因素影响较大。在2009年权证市场中，投资者的理性因素增加，投机力度并没有那么大，权证与正股的联动性相对有所增强。

第三阶段，权证到期前。纵观每一只已退市的权证，似乎都摆脱不了权证到期前的末日炒作。末日轮炒作一般都在到期前一个月时间内炒作，不管是价外权证，还是高溢价率权证，都出现惊人的涨幅。而后快速回归真实价值，甚至归零。在这样的环境下，我们已无法再论及权证与正股的联动性。另外，我们注意到，在权证到期前，尤其是价外权证的正股都出现了一定幅度的拉升。今年到期的武钢CWB1以及康美CWB1表现得尤为淋漓尽致。最初，公司通过发行分离交易可转债，很大程度上想通过一次发行、两次融资。所以，为了避免由于正股价过低，导致最终认购权证无法行权，市场预期公司可能通过公布相关利好政策等刺激股价上升，也不时得到证实。

从以上三个阶段的联动表现，我们可初步窥探到权证的一些内在运行规律。我们再考虑一种较为极端的情形，当正股在某交易时刻涨停后，此时权证并没有涨停，这种情形下权证将如何演绎接下来的走势呢？还存在交易机会吗？正股涨停后，投资者首先应该判断，正股是否还能持续强势。假若正股很快打开涨停板，那么权证回落的风险较大。另外，投资者应结合当前权证的估值水平，假若权证处于高估值，且深度价外，那么此时要尤其注意风险。最后，投资者可根据当天权证的涨停幅度，与当前权证的实际涨幅作一比较。假若仍有不少空间，可考虑介入，获取短线收益。

因此，权证投资，我们并不能仅依靠正股的走势直接对权证下定论，而应该结合具体的市场环境、资金的态度，以及权证溢价率、价内外程度等估值指标，对权证的投资价值做综合研判。

警惕高溢价率权证回调风险

国海证券研究所

由于存量权证逐渐减少，新增权证迟迟未发，随着时间推移，可交易权证个数越来越少。2008年，在市场大幅下跌的背景下，高风险的权证市场被投资者遗忘，成交量大幅萎缩，市场整体低迷。虽然证券市场随后出现大幅反弹，但权证市场由于规模过小、溢价率过高并没有引起投资者重视，市场交易量持续萎缩，溢价率持续下降。

应该说，本次权证市场全面走强的导火索是江铜权证。在A股连续多日的逼空行情的刺激下，投资者对市场的态度由谨慎转为乐观，从而需要寻找一种较为激进的投资品种博取高额收益，而权证恰恰满足这一特点。作为一个高风险、高收益的投资品种，经历前期持续下跌之后，滞涨的权证成为投资者关注的重点。江铜权证，既有防通货膨胀概念，又有较高负溢价率，具有较大套利空间，因此吸引大量套利资金进入。江铜权证先于其他权证出现大幅上涨，受其刺激，其他权证出现轮动补涨。

近期股票市场出现小幅调整，而权证市场却没有受到较大影响，权证市场轮番上涨迹象明显。除江铜权证外，其他权证渐渐成为脱离基本面的纯粹炒作。未来权证市场是否能够继续活跃，投资者是否应当继续参与？我们认为通过对江铜权证的分析，也许能够得到答案。

江铜权证作为权市领涨品种，未来走势对判断整个权证市场走势有指导性作用。当然，江铜权证主要受到正股的影响，而正股在很大程度是受沪铜期货及伦铜期货的影响。今年上半年，随着经济复苏及通货膨胀预期的加大，铜出现供小于求的格局，伦铜库存量出现大幅下降，期铜价格出现暴涨。截至目前，伦铜涨幅接近1倍，由于价格处在高位，来自于中国套利资金已不太可能再大量进口铜现货，国际铜需求基本处于供需平衡状态，价格已无上涨空间。而中国囤积的铜库存，大部分是投机需求，真实需求小于供给，这就为未来铜价下跌埋下隐患。我们认为，未来铜价也许会继续上涨，但下跌概率更大，下跌幅度更深。整体而言，风险大过收益。

窥一斑而知全豹，目前权证市场虽然投机资金活跃，权证轮番上涨。但随着正股的调整，较高溢价率的权证市场回调风险巨大。

投资贴士

从技术指标看投资价值

价内外程度

价内外程度是衡量权证标的价格偏离行权价的幅度，即“认购权证价内外程度=标的价格/行权价-1”。当前股价高于行权价（即价内外程度大于0）的认购证，我们称为价内权证；反之，则为价外权证。从目前在交易权证的价内外程度看，截至8月6日，仅江铜CWB1、葛洲CWB1、国电CWB1、国安GAC1和青啤CWB1为价内权证。

溢价率

认购权证的溢价率用公式表达就是“(权证价格/行权比例+行权价格-股票价格)÷股票价格”。溢价率表示正股价格涨跌达到多大幅度，可以使权证持有人达到不盈不亏。溢价率低的权证相对比较安全，该指标在一定程度上代表权证是贵还是便宜。

目前权证市场，除江铜CWB1出现负溢价外，其余的权证均为正溢价。假若某权证在到期时仍处较高的正溢价水平，那么通过权证行权来购买股票显然是不可取的。即使是价内权证，假若它的正溢价率偏高，也不一定具备投资价值。我们认为，负溢价的权证，或者溢价率低的权证更具投资价值。

时间价值

权证的时间价值由到期时刻决定，距离到期时间越远，权证的时间价值越大。权证价值除体现在内在价值外，时间价值也其中的一部分。尽管投资者会感觉到溢价率低，甚至价内的权证更安全，但这都是以到期行权为衡量标准的。所以，除考虑溢价率等指标外，我们同样需要结合权证的时间价值。假若两只权证的溢价水平相当，这时候选择到期时间更长的权证则更具投资价值，其时间价值更大。

目前市场交易的权证中，随着到期日的临近，即将到期的中远CWB1时间价值加速损耗。对目前仍处高溢价、深度价外来说，毫无任何价值可言，投资者应该积极回避。

杠杆倍数

所谓杠杆倍数，是正股每上涨（或下降）一个百分比，理论上权证价格会上涨（或下降）几个百分点。例如某认购证的有效杠杆比率为2.5，则意味着正股价格每上涨一个百分点，理论上权证价格应该上涨2.5%；而如果正股下跌1%，理论上权证价格会下跌2.5%。杠杠倍数越大的权证，风险则更大。

在投资者强烈看好某个正股未来走势时，可以选择杠杆倍数较高的权证，以博取更高的杠杆收益。在去年的“9.19”行情中，权证市场受正股全线涨停影响，全部封于涨停，其中杠杆倍数大的权证相应的涨幅较大。石化CWB1的杠杆倍数是所有权证中最高，当日涨幅高达53.88%，稳居当日权证市场涨幅首位。所以，我们在看好正股时，尤其注重杠杆率较大的权证，其中往往蕴藏着很大的获利机会。 （东吴证券 **戴欢欢**）

已提出但还未发行附认股权证可转换公司债券公司一览（截至2009年7月31日）

公司代码	公司名称	方案进度	债券发行规模（亿元）	权证发行规模	每张债券的认购权证数量	权证存续期（年）	权证初始行权比例
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	12	-	-	24	-
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	[illegible]			3	0.5
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	[illegible]	-	-	3	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	13	-	-	24	0.5
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	20			24	0.5
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	[illegible]			3	[illegible]
[illegible]	[illegible]	董事会预案	[illegible]	-	-	24	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	15	-	-	24	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	7.3	0.5		3	0.5
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	150	-	-	3	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	120	-	-	24	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	10	1	10	2	0.5
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	13	0.5	-	24	1
[illegible]	[illegible]	股东大会通过	15	-	-	4	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	18	-	-	24	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	11			12	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	10	6	-	24	1
[illegible]	[illegible]	董事会决议	16	-	-	12	[illegible]
[illegible]	[illegible]	董事会预案	7.5	-	-	12	0.5
[illegible]	[illegible]	董事会决议	5	-	-	24	[illegible]

资料来源：WIND、中信证券研究发展部整理