

期权风险篇 之“权利方风险”

与股票、债券相比,期权专业性强、杠杆高,具有一定的风险。本篇开始,我们将为投资者详细解读期权投资过程中可能存在的风险,以帮助投资者树立良好的风险意识。

投资者在进行股票期权的买入开仓后,将成为期权的权利方。我们都知道,所谓权利方就是指通过向卖方支付一定的费用(权利金),获得了一种权利,即有权在期权到期时以约定的价格向期权卖方买入或者卖出约定数量的标的证券。当然,期权的权利方也可以选择放弃行使权利。

就期权权利方而言,风险一次性锁定,最大损失是已经付出的权利金,但收益却可以很大;对于期权义务方,收益被一次性锁定了,最大收益限于收取的买方权利金,然而其承担的损失却可能很大。

投资者也许会问,看起来卖出期权似乎有很大的风险,而通过买入期权就赋予了我权利,又帮我锁定了损失,是否买入期权就没什么风险了呢。答案当然是否定的,我们来看接下来这个例子。

例如,X公司股票价格现在为10元,投资者支付了100元权利金,买入了1张X公司股票的认购期权(假设合约单位为100),3个月后有权利按10元/股买入100股X公司的股票;3个月后的到期日,在X公司的股票价格分别为8元、9元、10元、11元、12元的五种情景下,比较买入股票和买入期权这两种投资方式的收益情况。

不难看出,由于股票期权的高杠杆性,投资者在拥有了较大的潜在收益的同时,也承担了较高的市场风险。标的证券的价格波动会造成期权价格的大幅波动,如果期权到期时为虚值,那么买方将损失全部的权利金。

对于投资者而言,股票期权的权利方主要面临哪些风险呢?

第一,损失全部权利金的风险。投资者在成功买入开仓后,无论市场行情如何变化,不需再交纳和追加保证金,远离爆仓的“噩梦”,最大损失就是买入成交时所支付的权利金,这是权利方的优势所在。但是需提醒投资者注意的是,如果持有的期权在到期时没有价值的话,你付出的权利金将全部损失,换句话说,你的损失将是100%,如此“积少成多”下去的风险是不可忽视的。因此,期权的权利方不可一直抱着不平仓的心态,必要时需及时平仓止损。从这一点来看,如果投资者把买期权纯粹当作“赌方向的游戏”,那将面临血本无归的风险。

第二,时间损耗的风险。作为期权的权利方,最不利的就是时间价值的损耗。只要没有到期,期权就有时间价值,对权利方来说就存在有利变化的可能。但在其他条件不变的情况下,随着到期日的临近,期权的时间价值减小,权利方持有的期权价值就相应减小。也就是说,权利方拥有的权利是有期限的。如果在规定的期限内标的证券价格波动未达预期,那么其所持有的头寸将失去价值。即使投资者对市场走势判断正确,但是如果期权到期后才达到预期,那么投资者也无法再行使权利了。

在实际投资中,权利方面临的期权并非如想象中的那么小。因此,投资者持有权利方头寸时,仍要密切关注行情,提高风险防范意识。

(海通证券)

两板做多热情不减 警惕回调风险

刘佳伟

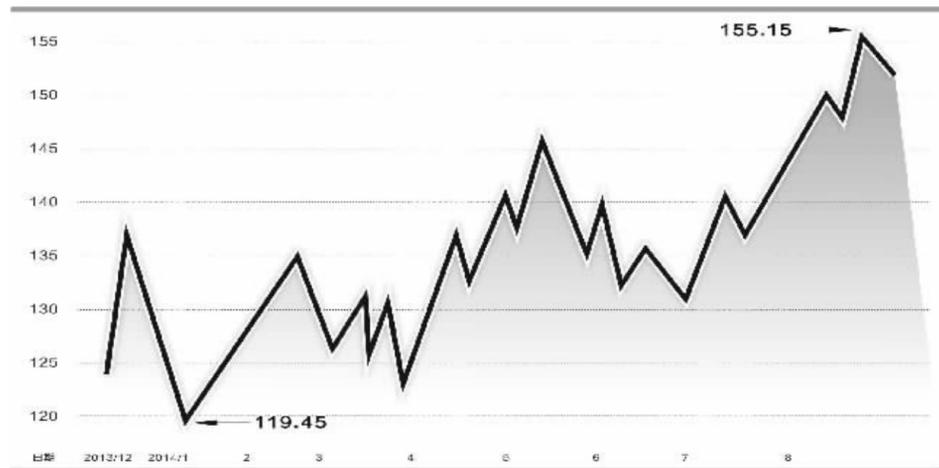
两板(胶合板和纤维板)期货主力1409合约8月份维持强势,表现抢眼,尤其是纤维板期货近期波动较大。上周五,纤维板期货一度触及61.15元/张的低点,本周一、二、三连续三天强势拉升,最高触及67元/张的高点。目前1409合约距离交割月还有两天的时间,两板主力合约仍旧没有换月,投资者做多热情不减。我们认为“两板”高位运行的风险在逐渐加大,须警惕回调风险。

胶合板生产灵活,纤维板产能过剩严重。胶合板现货商大多为民营企业,采用家庭作坊式的生产模式和以销定产的经营模式,生产经营灵活,可以根据市场需求随时调整生产,但产品质量参差不齐。与胶合板不同,纤维板现货商多采用机器生产,生产线设备投入较大,产品标准化程度较高,可在短时间内生产大量的板材,生产经营不灵活,工厂不易停工。近两年,板材企业产能扩张迅速,尤其是纤维板。由于某些地区企业布局不合理,受房地产市场不景气的拖累,目前纤维板企业,尤其是家具型的中密度纤维板生产企业产能过剩比较严重。很多企业已经转向生产高密度纤维板,而胶合板中的细木工板市场份额也在逐渐

下降,很多企业已经转向生产利润更高的生态板。

产量持续增长,房地产刺激政策对两板需求提振有限。2014年7月,胶合板当月产量1485万立方米,同比增长8.38%;纤维板当月产量571万立方米,同比增长6.66%。根据国家统计局发布的房地产数据,今年1~7月,我国房屋新开工面积和商品房销售面积仍不乐观,分别下降12.8%和7.6%。随着地方政府出台更多的刺激性政策,房地产市场的销售或许会有好转,但对胶合板和纤维板的下游需求很难出现较大幅度的提升。

胶合板仓单陆续少量注册,纤维板仓单依旧没有增加,投资者对胶合板和纤维板期货仓单数量存在担忧。胶合板仓单采用国家标准,比市场上流通的现货标准更为严格,企业需定制生产,这不仅增加了生产的时间,也增加了生产的成本。纤维板现货企业调整工艺后可以批量生产仓单,但如果期货盘面价格不高、生产的数量较少也会限制企业生产仓单的积极性。目前,胶合板交割库中共有仓单211张,其中浙江国贸库163张,常州奔牛港48张;而纤维板交割库中只有60张仓单,且纤维板交割库中只有常州奔牛港非基准交割库。根据目前的期货盘面价格,注册仓单已有利润,这会一定程度上



多头对仓单不足的炒作支撑着即将进入交割月的两板期货9月合约持续逞强。

彭春霞/制图

提高企业注册仓单的热情。如果胶合板和纤维板仓单大量注册,期价可能面临回调的风险。

多头接货意愿不强,期价上涨难以持续。由于两板期货仓单标准与现货市场有所区别,目前现货市场对两板的仓单接受度不高,胶合板的基准交割品细木工板难以作为基材再加工成生态板,而纤维板的基准交割品E1级中密度纤维板部分只能以E2级的

价格在现货市场抛售,由于之前注销的纤维板仓单大部分还存放于交割库中,目前常州奔牛港港区已经几乎没有纤维板库存,这也从另一个角度说明纤维板多头接货后难以消化。

总体来说,目前1409合约距离交割月还有两天的时间,由于自然人不能进入交割月,并且进入交割月两板面临限仓提保调整,本周四、周五胶合板和纤维板期货1409合约期价波动

可能会比较大。我们认为一方面两板仓单尤其是纤维板仓单存在数量不足的担忧,另一方面多头也不愿意接货,目前两板做多的热情依旧比较高,但由于注册仓单已经有利润,如果后期两板仓单大量注册,期价可能面临下跌的风险,建议多头及时止盈离场,投资者可适度关注1501合约的操作机会。

(作者系国泰君安期货分析师)

旺季来临 塑料下跌空间不大

胡佳鹏

受煤化工冲击减弱和石化推涨影响,塑料期价出现了短期小幅反弹。不过,近期在供应压力期价再次出现回落。对于后市,因聚乙烯(PE)供应压力持续存在,且下游需求没有明显回升,短期塑料期价仍将维持弱势。

随着需求旺季的逐步到来,且下游库存处于低位,刚需和备货需求将逐步显现。再加上期价对现货的贴水以及单体的支撑,以及煤化工货源运输瓶颈短期难以突破和新投产产能计划的推迟,这些因素都将限制未来期价的下跌空间。

供应增长空间有限

8月份PE装置检修力度较小,截至26日,仅有86.8万吨装置处于检修,其中LLDPE装置检修产能仅为36万吨。尽管包头神华30万吨全密度装置预期9月11日检修,但扬子石化20万吨全密度装置和延长中煤30万吨HDPE装置分别

将于8月29日和9月14日先后重启,后市供应压力依然较大,但增长空间不大;另外,尽管新投的MTO装置运行正常,但却遭遇了运输瓶颈,运力紧张使得煤化工货源对华北石油化工货源的冲击力度要明显减弱,且并未影响到华南和华东地区市场。我们认为这种情况在未来一段时间将持续下去。9月份PE方面无新增产能投放,宁夏宝丰30万吨PE装置投产计划因资金问题再次被延后,预计9月份投产无望。因此,尽管后市供应依然充裕,但增长空间有限,向下的动能也将逐步减弱。

原料增长缓慢

目前PE来源主要还是石油化工,因此国内原油、石脑油和乙烯单体的供应变化仍将影响到后市PE的产量增速。截至7月份,我国原油加工量累计同比增速仅为1.7%,且汽油库存仍处于历史高位,这或将抑制后市原油加工量增速的回升,从而整体影响到了石化类产品的产

量增速;石脑油方面,截至7月份,我国石脑油产量累计同比增速仅为-0.3%,这主要是深加工造成的,且进口增速下降至-42.2%;第三,目前汽油利润仍要明显好于石脑油,且煤油产量增速维持高位,这无疑将影响到石脑油供应的增长,进而降低烯烃装置的运行负荷;最后是单体方面,乙烯价格仍维持高位,目前期价已低于单体价格100元/吨,且目前亚洲地区仍有不少裂解装置检修,单体价格有望继续维持高位。

另外,截至6月份,我国最大乙烯进口国——韩国的乙烯产量累计同比增速继续降至1.7%,且国内乙烯产量和进口量累计同比增速也分别仅为6.5%和-3.8%。原油、石脑油到单体的供应增长缓慢都将持续影响到后市石化类PE装置的运行负荷。

进口冲击继续减弱

因6月份LLDPE进口利润出现过一段时期的回升,且随着旺季的来临,贸易商进口积极性有所提升,导致7月份进口量出现回升。不过,7.8月

份进口亏损程度再次扩大到较高水平,目前远东进口LLDPE亏损380元/吨。因此,尽管8.9月份进口量或因季节性出现回升,但进口亏损将限制其回升幅度。我们认为后市LLDPE进口货源的冲击仍较小。

供需矛盾将逐步缓解

首先我国塑料薄膜和农膜产量增速持续维持高位,截至7月份其增速分别为12.79%和18.47%,产量分别为99.64万吨和16.48万吨,仍要稍高于PE产量增速(2.86%),这表明PE需求相比去年有明显增长;其次,尽管PE库存持续处于较高水平,但下游和贸易商PE库存和制品库存都持续处于低位,且随着“金九银十”的到来,下游订单陆续好转,这将促使刚需和备货需求加速回升,从而给PE期价带来持续动力。

1月合约贴水仍存

8月份以来,受煤化工冲击,华北地区PE现货价格快速回落,且煤化

工的线性产品也可以用于交割,再加上大商所并未对华北地区交割设置一定程度的贴水,导致1409期价向华北地区现货价格靠拢,同时也给1501合约带来了较大压力。考虑到煤化工运输条件限制,对华东和华南地区的冲击有限,待1409合约交割完毕,1501合约尚无交割压力,现货市场交投将再次集中到华东和华南地区,期价定价权也将再次回到华东和华南地区,这将给期价带来一定支撑。

1501合约持续偏弱,对于华东现货的贴水仍高达800元/吨,相对于华北地区现货价格也贴水445元/吨,相比往年来看,这个贴水水平都处于较高水平,这无疑将给塑料期价带来一定支撑;另外,考虑到国内部分企业进口乙烯单体来生产聚丙烯产品,且近年来我国单体进口量仍较多,因此单体价格对聚丙烯价格也存在一定影响。

目前期价低于我国进口乙烯单体的现货价格111元/吨,接近历史上最低水平,这也将限制后市1501合约的下方空间。

(作者系华泰长城期货分析师)

上涨因子剥离 玉米价格中期看空

张革

今年上半年,国储收购量的上升和7月份以来主产区旱情发生带动国内玉米价格上涨,但是基于新作上市后供应乐观预期,我们看空未来2-3月的玉米价格,玉米现货价格的季节性下跌规律亦佐证我们的预判,而收储成本价能为我们提供较好的价格下跌空间参考。

干旱未放宽供应格局

从6月份以来,东北、华北等玉米主产区的持续干旱天气增加玉米减产担忧,7月进入玉米关键生长期后担忧情绪再度加重。近期正值玉米灌浆的关键生长期,降水是否充足对玉米产量影响较大。气象预报显示未来几日东北、华北部分产区有较明显降水过程,将能稍许缓解旱情威胁,同时可灌溉地区若能及时保证作物灌浆用水,玉米产量减产可能也能降低。

总体来讲,旱情对玉米生长是

否带来实质性减产尚未明确,未来两周的降水及灌溉情况至关重要。农业部负责人近日表示旱情仅限于局部,今年秋粮丰收局面并未逆转。另一方面,即便旱情带来玉米少量减产,但因上一年度剩余库存高企,玉米整体供应仍能满足需求。因此,旱情影响倾向于短期刺激,暂不能改变年度供需平衡结构。

依照中国玉米网的估算,2014/2015年度,新作玉米产量预计为2.02亿吨,同比下降1.3%;期初库存为1.03亿吨,同比飙升41.5%;库存消费比达到73.49%,为近年最高水平。过剩的玉米供给源自近几年国产玉米种植面积、产量上升和国内需求止步不前,而常年过剩的结果为下一年度期初库存的不断累积。

政策引发供应缺口

上半年的国储收购和140元/吨的运费补贴造成东北玉米南运积极,使得本应偏高的南方价格与北

方基本持平。同时华北玉米亦倒流至东北地区以便享受上述两种政策福利。最终,政策效应导致近半数可流通库存玉米被锁定,自由的市场供需调节被打断。

玉米拍卖开始后,因供应缺口的存在,市场最终按照玉米拍卖成本来定价,奠定4月份过后玉米现货价格走高基础,市场价格走高又进一步推升了拍卖成交率;虽然当前我国玉米进口量占比不高,但MIR162转基因玉米的签订阻断了美国玉米进入国内的短期可能,国储拍卖成为调节供需缺口的唯一来源。因此,6月份之后玉米价格并未随着补贴政策到期、南北价差恢复正常水平而减缓涨幅。

新作上市之前,国储拍卖为供需均衡的唯一调节源,9月下旬之后这种极度紧张的局面将逐渐改观。

饲料生产季节性放缓

7月份,全国生猪、能繁母猪存栏量跌至上轮周期以来的最低水平,依据上轮周期的下跌幅度和持续时间估

算,本轮猪价下跌周期有望结束。存栏水平的绝对低位引发生猪供应缺口显现,端午节消费小高峰带来的价格反弹有望引发更长周期的上涨。另外,近期的猪价反弹以生猪带动为主,母猪、仔猪价格反应相对平淡,养殖户补栏信心尚未充分恢复。因此,未来数月内,国内生猪、能繁母猪存栏水平将位于相对低位,从而限制饲料消费需求。

2013年全年国内祖代种鸡引种量达到历年最高的153万套,上半年引种89万套,下半年引种65万套。而2014年上半年,国内祖代种鸡引种量仅为54万套,同比下降39.3%,若下半年乐观预计较去年同期持平,则全年引种量预估或将达120万套,仍同比下降21.6%。行业去产能带来供应下滑,同时年初再次进发的禽流感疫情进一步引发养殖户去栏。供应缺口的出现带来鸡蛋价格自年初见底之后大幅上涨,一改多年低迷态势。因此,今年禽蛋存栏水平下降已为不争的事实,限制饲料消费增长。

另一方面,我国饲料生产有非常明显的季节性规律:每年的端午节前

产量持续上升,涨幅较大,端午节后往往在7月份出现较为明显的下跌;8.9月份产量再现小高峰;10月至12月,产量增幅趋缓,缓慢下降。

最后,玉米价格近期的大幅走高使得饲料成本增加明显,玉米-小麦现货价差拉大至200元/吨-300元/吨,小麦替代有利可图,进一步降低玉米饲料用量。

上半年,由于生产成本的上升,淀粉、酒精价格均有上涨,但是同高企的原料价格相比,淀粉、酒精的深加工利润率并未明显好转。产成品价格涨幅不能覆盖成本增长,加工企业产能扩张动能有限。从长周期来看,近两年深加工行业的利润水平始终未见起色,工业消费对玉米价格的上涨支撑较少。

综上,玉米饲料、深加工行业消费表现低迷,唯有产区旱情担忧和国储收购造成的供应短缺给玉米价格的上涨带来支撑。而伴随着新作上市、国储拍卖和产量担忧的缓解,玉米价格上涨动能也将逐个剥离。

(作者系中信期货分析师)



期指机构观点 | Viewpoints |

多空观望情绪浓重 期指低位震荡运行

上海中期期货研究所: 期指主力合约窄幅震荡,期价坚守在震荡平台之内。

期指日内持仓积极性较低,日内持仓量变动也较为平缓,导致期指日内波动较窄,主力合约最高最低点之间不到15个点,多空双方操作均较为谨慎,期指收盘持仓量基本与前日持平,市场观望情绪较为浓重。

从技术上来看,虽然几大股指已确认破位,但期指主力合约依然坚守在震荡平台之内,一方面经济数据疲软和资金分流压力压制市场做多信心,但另一方面政策红利层出不穷,而大盘指数在2200点一线有较强的心理支撑,从而导致市场情绪纠结。不过最近市场对于利好政策的反应较为平淡,股指踌躇不前消耗市场乐观情绪,因此期指短线步入调整行情的可能性较大。

(李辉 整理)