

日均换手四次 权证风险凸现

——由权证市场大幅震荡看其理性发展

□长江证券金融衍生品部

一、近期权证市场回顾

上周权证市场最低日成交额为 514.59 亿元, 最高为 827.52 亿元, 日平均成交额 697.53 亿元, 比前一周期扩大 79.54%, 其中大部分贡献来自于认沽权证, 权证市场平均日换手率达到 408.49%。

受印花税上调的影响, 近期大盘展开调整, 导致认沽权证受到市场追捧, 表现远远超过了认购权证, 招行 CMP1 由不到 0.4 元上涨最高到 4.949 元, 创造了财富神话。认沽权证的大涨主要有以下几个原因: 第一, 权证交易不需缴纳印花税, 股票交易印花税的提高使得权证对于短线资金的吸引力大大增强; 第二, 受政策影响, 许多正股大幅下挫, 给相应认沽权证的炒作提供了契机; 第三, 认沽权证普遍溢价较低, 容易受到投机资金的青睐; 第四, 国内衍生品市场严重缺乏, 在市场大幅下跌情形下认沽权证成为避风港; 第五, 随着近期海尔和雅戈等股改权证的到期, 目前市场中仅剩 5 只认沽权证, 稀缺性导致投机资金的追捧。

二、权证市场估值分析

从市场价格与理论价值的比率来看, 认购权证市场价格/理论价值加权平均值为 0.88, 较前周上升 2.78%。认沽权证中除武钢 CWB1、云化 CWB1 和中化 CWB1 市场价格为理论价值的 1.1 倍以上, 其余均不超过 1.05 倍, 其中五粮 YGC1 市场价格仅为理论价格的 0.79 倍, 高估程度继续下降。认沽权证除华菱 JTP1 外, 市场价格均超过理论价值的 100 倍, 4 只认沽权证理论价值已经接近于 0。

从隐含波动率/历史波动率来看, 认购权证隐含波动率/历史波动率加权平均值为 2.13, 较前周下降 10.44%; 认沽权证隐含波动率/历史波动率加权平均值为 7.60, 较前周上升 32.62%。

从市场溢价率来看, 认购权证与认沽权证平均溢价率均有所上升。认沽权证溢价率加权平均值为 5.14% 上升至 9.50%, 上升 84.88%; 认沽权证溢价率由 77.10% 上升至 80.82%, 上升 4.82%。

从有效杠杆来看, 认购权证的杠杆比有所下降而认沽权证的杠杆比有所上升。其中认沽权证有效杠杆加权平均值为 1.54, 较前周下降 7.06%; 认沽权证有效杠杆加权平均值为 -0.05%, 较前周上升 29.12%。

三、由认沽权证看市场风险

统计显示, 从 5 月 30 日至 6 月 13 日, 权证市场累计成交 8590.928 亿元, 而同期招行 CMP1、中集 ZYP1、华菱 JTP1、五粮 YGP1 和钾肥 JTP1 等 5 只认沽权证成交额为 5561.622 亿元, 占全部权证成交额的一半以上。这也意味着, 在短短 11 个交易日里上述 5 只认沽权证成交额已超过 2006 年全年, 这 5 只认沽权证 2006 年全年成交额为 2570 亿元。

虽然近期认沽权证涨幅巨大, 赚钱效应明显, 但是投资者应清醒地认识到, 虽然在市场下调阶段理论上认沽权证会有一定投资机会, 但目前认沽权证价格已经被严重高估, 与正股价格基本没有联动性, 只有华菱认沽和中集认沽逆正股走势, 说明认沽权证市场的巨幅上涨主要是资金炒作的结果, 投机性非常明显。而且目前认沽权证平均溢价率已高达 80%, 蕴含了巨大风险, 理性的投资者应远离此类权证。尤其是钾肥 JTP1 权证, 是当前市场上剩余期限最短, 风险最高的品种。它将于 6 月 22 日结束交易, 也就是说, 在剩下的 10 个交易日里其价格将向零回归。对于这种“击鼓传花”的游戏, 风险非常大。然而, 在投机者博取差价的心态驱动下, 内在价值根本无碍市场疯狂炒作认沽权证。价值为零的认沽权证市场近期呈现罕见的火爆场面, 成交额的飙升幅度令人瞠目结舌, 这完全是热钱在非理性地炒作。

权证作为一种初级金融衍生品, 适宜作为发展衍生品市场的敲门砖, 对于发展其它金融衍生品具有积极而深远的意义。然而投资者的非理性行为将加剧权证市场的波动, 在涨时助涨, 在跌时助跌, 引发高度的投机和市场泡沫, 使市场达不到优化资源配置的作用, 甚至将整个市场陷于崩溃的边缘。

权证作为一种初级金融衍生品, 适宜作为发展衍生品市场的敲门砖, 对于发展其它金融衍生品具有积极而深远的意义。然而投资者的非理性行为将加剧权证市场的波动, 在涨时助涨, 在跌时助跌, 引发高度的投机和市场泡沫, 使市场达不到优化资源配置的作用, 甚至将整个市场陷于崩溃的边缘。

四、权证市场近期非理性发展的原因

从我国资本市场现状来看, 造成权证市场非理性发展的原因主要有:

(1) 资金推动效应明显

上交所公布的《权证市场交易行为分析》显示, 散户(A类账户)日均交易金额小于等于1万元, 占总账户比例约为45.8%; 周权证总交易金额比例约为1%; 小户(A类账户)日均交易金额大于1万元, 小于等于10万元, 占总账户比例约为42%; 周权证总交易金额比例约为14%; 中户(A类账户)日均交易金额大于10万元, 小于等于50万元, 占总账户比例约为10%; 周权证总交易金额比例约为22%; 大户(A类账户)日均交易金额大于50万元, 占总账户比例约为2%, 占周权证总交易金额比例约为62%; 机构(非A类账户)占总账户比例约为0.2%, 占周权证总交易金额比例约为1%。并且所有的投资者一周内进行10次以上权证交易占当周权证交易金额的比例最高, 一周内进行5-9次权证交易占当周权证交易金额的比例居次。

(2) 投资者对权证缺乏深入了解

权证作为一种新的交易品种, 很多投资者充满热情但缺乏了解, 把它当作一种“单纯”的品

种, 类似于股票, 但价格更低且实行“T+0”交易。对于权证的诸多技术指标甚至一无所知, 只是简单的跟风。在放大了市场的齐涨共跌的同时, 也放大了自己的投资风险。

(3) 认沽权证是唯一的做空工具, 受到市场追捧

一般的成熟市场都是允许卖空的, 而目前沪深股票市场没有做空机制, 交易制度差异导致成熟市场的投资者不需要频繁交易。很多学者的研究表明, 单边市场并不是最有效的。认沽权证作为目前市场中唯一的做空工具, 受到市场热烈追捧, 特别在市场大幅下跌时有突出表现是有其必然性的。统计数据也显示, 我国权证市场中快速快出的投资者盈利水平大于持仓过夜的投资者, 因此, 我国权证市场的非理性行为就在投资者频繁交易中不断增强。

(4) 供求严重不平衡, 唯一的“T+0”交易产品

4、5月份多只认购和认沽权证已经退出交易舞台, 目前市场上还有14只权证可供交易, 其中, 认购权证9只(其中5只是分离交易可转债权证), 认沽权证5只。权证如此受宠, 一方面固与其“稀缺性”有关, 另一方面也与其独有的“T+0”制度有关, “T+0”交易一直被视作权证交易中最具诱惑力的一个特点。部分具有控盘能力的投资者的确可以利用这种波动来赚取盘中差价, 但买单的往往仍旧是普通的中小投资者。

五、健康发展权证市场的建议

权证市场健康发展对于权证市场的稳定具有积极作用, 全市场范围的投机跟风行为还将引发深层次的金融动荡。因此, 要减少这种非理性的行为产生, 应该从以下几个方面着手:

(1) 加强投资观念教育, 引导投资者形成成熟的投资理念

近期认沽权证的非理性上涨说明了机构的炒作外, 大部分散户投资者对权证的认识还很薄弱。认沽权证非但不与正股走势关联, 甚至与大盘走势严重背离, 绝非理性的投资者所为。散户投资者大部分做的都是短线投资, 很少“放长线”做中、长期投资的。投资者容易盲目跟随, 加剧市场波动, 使投资策略趋同, 从而助涨助跌, 放大风险。因此, 应教育投资者树立投资理念, 抛弃投机思维, 多学习投资知识与技能, 从而更有效地获取市场信息, 做出理性的投资判断。

(2) 加强管理层的监管力度, 进一步完善创设注销制度

创设机制兼具套利和卖空双重功能, 提高权证的定价效率, 是权证合理定价的重要手段。而作为具备创设资格的券商, 他们的创设意愿一定程度上压制了某些权证的上涨, 而注销权证则助涨某些权证。

为控制风险, 上证所对创设者提出了非常严格的担保要求, 如上市公司发行认沽权证只需提供5%至10%的现金担保物, 而创设者则必须提供100%的担保。这种要求无疑增加了创设者创设权证的成本, 降低了创设者资产的流动性和资金的使用效率, 对市场并不一定有利。建议进一步完善创设机制, 增进创设交易的灵活性和便捷性, 如建立类似沪市ETF产品的实时创设机制, 扩大创设人范围, 建立部分现金替代担保创设机制等。

很明显, 没有创设机制的深市, 其权证波动幅度明显高于沪市, 证明创设机制的确对市场炒作具有抑制作用。

(3) 加速备兑权证的推出

备兑权证实际上是用现金结算的备兑权证, 与在股改过程

中发行的权证有很大的区别。股改权证是一种赠与权证, 同时它的发行量也是严格限定的; 相反, 现金结算备兑权证是有成本的, 可无限量发行的一种价格对赌工具。由于结算方式的不同, 两种权证的利益博弈机制具有重大差异。客观上说, 在股改权证机制下, 大机构操纵股票价格的动力不足, 而小机构炒作权证的欲望较强; 而在备兑权证运行机制下, 大机构操纵股票价格的动力充足, 而权证投资者获益的机会较小, 其炒作力度也远远逊色于股改权证。在国际市场上, 由券商等发行的备兑权证在市场上占绝对主导地位(占95%以上交易量), 这也应是我国未来的发展方向。无论是创设权证制度还是推出备兑权证制度, 其实都是通过让符合资格的专业机构根据市场交易状况, 适时调节权证的供应量, 维护权证市场的秩序。在权证供不应求的情况下, 权证发行商通过“再发行”增加供给, 再按照正股走势计算合理价格, 使得交易中的权证能够提供合理报价; 当权证由于接盘不足明显超跌时, 权证发行商低位主动买回权证, 以维持权证价格保持在合理的买卖范围内。

(4) 加快股指期货的推出

由于目前我国市场并无做空机制, 而仅有的几只认沽权证是市场中唯一的做空工具, 因此市场在缺乏做空机制情形下, 认沽权证在大盘暴跌之后快速涨幅, 几乎所有的认沽权证均被炒至数十倍的经历。由此可见, 在股指期货推出之前, 做空资金也只能通过认沽权证做空A股, 而股指期货的推出将有力地平抑认沽权证的暴涨暴跌行情。

信息评述

温家宝: 缓解流动性过剩防止经济转向过热

国务院总理温家宝周三主持召开国务院常务会议, 研究当前经济工作的突出问题。会议指出, 当前经济运行中存在的突出问题是: 工业增长偏快, 外贸顺差过大, 投资增速继续在高位运行, 流动性过剩问题依然突出, 价格上涨压力加大, 节能减排形势严峻。对这些问题必须高度重视, 继续加强和改善宏观调控, 有效防止经济增长由偏快转向过热。

天相投顾:

我们总结出的政府近期最为关注的宏观经济问题包括实体经济扩张欲望依然强烈, 外贸顺差过大(以及由此引发的流动性过剩), 通胀压力加大以及节能减排形势严峻。对于前两个问题, 我们认为政府可能的调控措施包括再次加息, 严格执行市场准入标准等以防止投资反弹。

从目前的情况来看, 进出口税率的再次调整可能一触即发, 而且我们预计涉及的商品范围不

齐鲁证券:

工业增长偏快, 外贸顺差过大, 投资增速继续在高位运行, 流动性过剩问题依然突出, 价格上涨压力加大, 节能减排形势严峻。面对这些突出问题, 继续加强和改善宏观调控, 有效防止经济增长由偏快转向过热, 将是下一阶段的政策走向。对于证券市场而言, 我们认为监管层将会综合运用金融、财税等手段, 引导和调控资金流动, 着力缓解流动性过剩矛盾。

光大证券:

流动性过剩加大了通胀的压力, 它也是我国5月份股市、楼市火爆的一个重要因素。此次将降低流动性过剩作为一个工作重点, 表明我国政府解决这一问题的决心。对于未来国家政策的预期, 我们认为(1)国家可能采用金融、财税等多种手段来解决流动性问题。会议指出:“财政政策要加大对结构调整的支持力度, 货币政策要稳中适度从紧。”表明可能

申银万国:

从会议的基调判断, 目前中央对经济的定性是偏快而不是过热, 在这种背景下宏观调控的政策更多的是预防性, 而不是大力度的全面紧缩。在政策中, 控制外贸顺差的过快增长和拓宽外汇使用渠道等政策值得关注, 调整出口退税和出口关税, 对部分出

行业评析

上海转发土地增值税清算通知

周三, 上海地税局网站公布了关于土地增值税清算的几则通知。

光大证券:

我们注意到, 上海方面并没有按预期地出台所谓的“地方细则”, 而是直接转发了今年2月初国税总局的《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》, 只是就个人转让征收土地增值税的有关问题进行了明确。根据上海规定, 从今年7月15日起, 将对个人转让非普通住

东方证券:

若严格按照规定, 土地增值税四级累进制, 税率水平分别为增值额的30%-60%, 此次征税幅度远低于实际应有水平, 对楼市影响有限。此次风格类似于上次的个人所得税征收的犹疑不定, 表明政府对楼市欲调还休。但目前楼市的火热, 给政府形成的压力

中原证券:

上一轮的宏观调控让上海房价保持平稳运行了一年多的时间, 今年3月以来, 上海房价又出现了涨势加快的局面, 上海楼市的平均成交价格从3月的9588元/平方米, 上涨到4月的10222元/平方米, 又上涨到5月的10439

元/平方米, 此次出台对非普通住房转让征收土地增值税的地方实施细则, 有调控房地产市场的目的, 从细则内容来看, 相对北京2006年12月开始实行的对转让二手房征收1%的税率, 上海的政策还是比较宽松的, 体现了政府区别对待、温和调控的思路。

信息产业部发布130项3G行业标准

信息产业部近日发布了涉及CDMA2000、WCDMA、TD-SCDMA等三大3G技术的130项推荐性通信行业标准。

中原证券:

可以办理进网手续并进行相关测试。另一方面, 由于此次公布的推荐性行业通信标准不仅包括我国自主提出的TD-SCDMA标准, 还包括ITU认可的另外两个3G标准, 使得在技术上3项技术标准中的地位是平等的。具体每个标准在我国市场上的份额有多少, 则需要看将来信息产业部对移动通信运营商发放3G牌照时的选择以及运营商业务运营后的倾向。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日: 6月7日-6月13日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价(元)	6.13收盘价(元)	目标涨幅(%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000338	潍柴动力	国金证券	买入	6-12	108.17	84.5	25.82	3.038	27.814	3.934	21.479	2.71	31.181	3.281	25.753
000507	粤富华	申银万国	买入	6-7	18.7	13.5	25.93	0.39	34.615	0.94	14.362	0.419	32.228	0.929	14.533
000625	长安汽车	平安证券	无	6-11	30	17.79	68.35	0.65	27.369	1	17.79	0.597	29.776	0.861	20.667
000717	韶钢松山	国金证券	买入	6-12	10.06	7.39	28.97	0.55	13.436	0.671	11.013	0.556	13.298	0.669	11.044
000837	秦川发展	东方证券	买入	6-7	24.71	16.99	47.17	0.34	49.971	0.52	32.673	0.376	45.167	0.523	32.459
000858	五粮液	天相投顾	买入	6-11	43.6	33.28	30.74	0.41	81.171	0.6	55.467	0.433	76.891	0.613	54.291
002098	得兴股份	中信建投	买入	6-6	35	25.33	40.00	0.512	49.473	0.703	36.031	0.471	53.836	0.675	37.52
600663	陆家嘴	东方证券	买入	6-6	40	29.38	33.47	0.409	71.834	0.456	64.43	0.363	80.856	0.41	71.724
600870	厦华电子	东方证券	买入	6-12	15	8.07	76.68	0.22	36.682	0.52	15.519	0.246	32.79	0.538	15.009
600978	宜华木业	中金公司	推荐	6-7	50	35.6	42.98	0.71	50.141	1.03	34.563	0.699	50.937	1.014	35.104

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识, 目标价与现价价差也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识, 并不代表市场以及买方机构投资者的观点, 在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性, 同时也需

要注意区分研究员的研究水平, 注意卖方机构观点出其后市场的反应情况等。因此, 我们同时给出一致预期数据, 这一更能代表市场平均预测水平的指标, 将对您的投资提供新的依据。(数据来源: 上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)