

扑捉芝商所日经 225 指数期货价差机会

作者： 发布于：2016-07-21

随着市场对于日本即将展开“直升机撒钱”的宽松模式的预期升温，日元汇率在近期明显回落，美元兑日元自低点反弹幅度达到 6.4%，而日经 225 指数回升幅度超过 12.5%。一方面，日本经济持续低迷，没能摆脱通缩的困境；另一方面，日本股市受日本政策影响波动剧烈，日本负利率政策没能刺激通胀回升，反而导致居民财富面临贬值风险。因此，需要日经 225 指数期货一方面即可以作为对冲日本股市剧烈波动风险的工具，另一方面又可以作为管理财富的工具，备受市场青睐。

目前，日经 225 平均股指期货是全球比较成功的几个股指期货合约之一，其在多家领先的期货交易所上市，包括大阪证券交易所（OSE）、新加坡交易所（SGX）以及芝商所。日经 225 指数可以说是全球市场里非常受欢迎的期货合约标的指数之一。

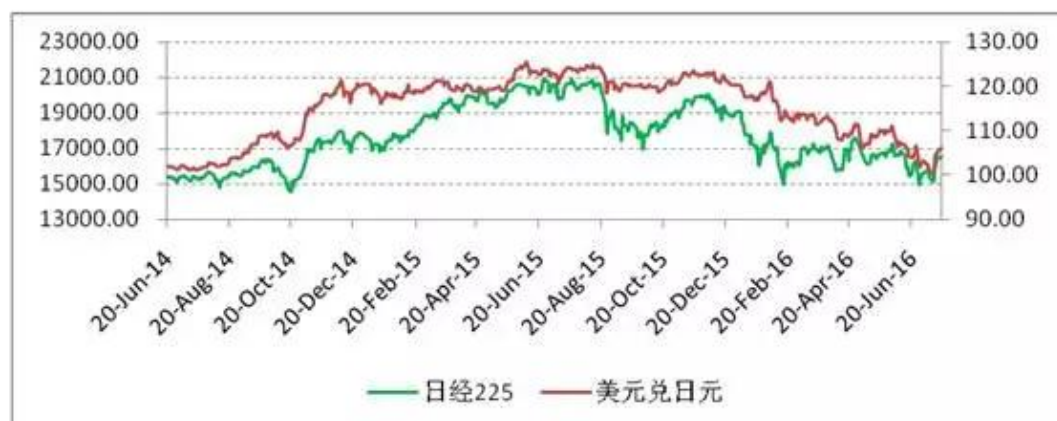
芝商所的芝加哥商业交易所（CME）于 1990 年推出日经指数合约，该合约与 SGX 和 OSE 合约的不同之处在于它采用美元计价，而不是日元。到了 2004 年，芝商所除了其早先的美元日经指数期货合约以外又推出日元计价的日经指数期货。

我们观察到，日经 225 指数和日元、国际原油走势呈现较高的关联性。据芝商所资深经济学家 ERIK NORLAND 发布的报告，今年至今，有两大因素驱动日本的日经 225 指数：日元贬值和油价走强，二者共同推动日经 225 指数期货年初至今每日约 55% 的变动。

对于日经 225 和日元走势存在较高的关联度，原因在于大量日本股票是由日本以外的资产管理公司和对冲基金持有，并且通常全部或部分已经对冲日元/美元风险。一方面，日元贬

值政策或许有助于提升出口（至少理论上是这样），从而刺激经济，日本股市反弹。另一方面，日本作为外向型经济体，日元大幅贬值或者升值，在海外有大量业务的上市企业（最典型的如汽车行业），以本币计价的收入/盈利大增或减少，从而会促使抛售股票，并购回日元。

图 1： 日经 225 指数和美元兑日元



至于日经 225 指数和原油的关系，关键点在于日本消费品公司向能源生产国家出口大量的商品，如果原油持续大幅下跌，会威胁能源生产国的财务状况，并导致这些国家削减对日本的商品进口需求，因此尽管原油价格下跌一开始是有利于日本降低能源成本，但是油价下跌到一定程度之后，出口下降带来的负面冲击超过能源成本下降的利好，那么日经 225 指数则会转为跌势。

从三大交易所上市的日经 225 指数期货来看，各交易所上市的日经 225 指数期货走势可能存在不同步现象，尤其是芝商所日经 225 指数期货和日本本土即大阪证券交易所的日经 225 指数期货存在较大的价差机会。不过，从目前的走势来看，日本扩大宽松规模可能极为有限，负利率政策遭遇质疑，财政政策受制于高企的债务，因此我们认为日经 225 指数期货可能走势在未来会弱于现货指数，因此期现价差机会可能更容易扑捉。统计显示，截止 7 月 19 日，日经 225 指数期货期现价差（活跃合约）为-27.85 点，未来这个负值会继续扩大，因此做空期现价差比较适合。

图 2： 芝商所日经 225 指数期货（日元）期现价差



日元和美元计价的日经 225 指数期货组合可能是最具流动性的上市指数双币种（quanto）价差市场，这一市场的交易量自 2006 年以来已经增长五倍，芝商所数据显示，这两个产品在 2016 年第 1 季度的日均交易量合计超过每天 100,000 份合约。这种交易量增长背后的推动力，正是因为日元/美元汇率走势和股票市场表现之间的相关性，在这个产品组合中创造了独有的交易机会。