

远月盘中升水近230点 近月尾市升水缩至30点 期指“杀升水”会否重现

□本报实习记者 叶斯琦

2015年的第一个交易日，股指期货喜迎开门红，跨年行情似乎有一个完美的“先声”。不过，盘中的故事可远远比最终结果看起来丰富。1月5日，期指上演“过山车”行情，升水幅度随之大幅震荡。由于近期合约表现强势，曾经屡试不爽的阿尔法套利策略和买近抛远的期指跨期套利策略都逐步失效。随着1月16日IF1501交割日渐近，期现趋于回归，去年12月9日的“杀升水”大震荡行情会否重现呢？

新年首秀“过山车”

1月5日，期指主力合约IF1501小幅高开于3619点，早盘一直保持横盘小幅震荡。午盘，IF1501拾级而上，一路高涨，最高上探至3768.8点，涨幅逾5%，再创本轮上涨的新高。不过，尾盘14时45分之后，IF1501又瞬间跳水，涨幅急剧缩水，最终报收于3671.4点，上涨9.16点或2.56%。

“周一期指实现强势开门红，主要是四大利多因素共振推动。首先，房地产数据回暖，继续对地产股构成支撑；其次，元旦期间公布的PMI数据不佳，增强了市场对降息的预期；第三，跨年后，资金紧张局面得到缓解，上海银行间拆借利率下降；第四，发改委公布24项商品和服务价格放开，市场化的改革步伐加快，对于市场呈现利多影响。”中信期货投资咨询部副总经理刘宾表示。

对于房地产行业的回暖，方正中期期货研究员彭博认为，元旦期间房地产公积金新政推出，6年来首次将首套房公积金贷款上限上调至120万，这对于房地产行业是重大利好，因此昨日房地产板块全线暴涨。

“此外，2014年12月31日，中国证监会发布《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种交易办法》征求意见稿，这将进一步促进我国期货市场的对外开放程度，并为即将推出的原油期货铺路。原油期货上市利好中石油、中石化及能源化工板块，因此，昨日两桶油发力带动石化、有色板块暴涨。”彭博说。

种期货交易管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见，这将进一步促进我国期货市场的对外开放程度，并为即将推出的原油期货铺路。原油期货上市利好中石油、中石化及能源化工板块，因此，昨日两桶油发力带动石化、有色板块暴涨。”彭博说。

套利对冲策略失效

在市场上，一部分投资者为了保证资金安全，往往采取跨期套利的方式：做多近期合约做空远月合约进行套利。但是在当前的市场，远月合约表现十分强劲，套利和对冲策略似乎都面临失效的风险。昨日盘中，远期IF1506合约升水最高超过230点，而近月IF1501合约最高升水仅达到100点左右，此后又迅速回落。

刘宾表示，升水远超理论价差，确实对跨期套利形成较大风险，但是对于对冲策略的风险还是有限。远期大幅升水也会提升近月合约的基差水平，因此可能对期现对冲策略形成更大的空间。基差到交割日还是会回归，而跨期价差回归则未必有规律，所以二者风险程度仍有所不同。

“任何套利策略都只是在一定市场状况下才有效。在牛市疯狂上涨的背景下，期指远期合约大幅升水属于正常状态，买远抛近、买远抛现的策略能够获利。”彭博提醒，股市从去年7月大涨以来，二八分化非常严重，蓝筹股疯狂暴涨，以往熊市中通过做空蓝筹及期指、做多创业板及中小板进而大幅获利的阿尔法套利策略，以及买近抛远的股指期货跨期套利策略都失效。市场目前仍有许多机构没有转变思路，一路踏空，造成巨大亏损，这也提示人们需要及时关注政策及市场变化，对操作策略做出调整。

此外，左璐分析，从历史数据考量，6月合约至交割有一个

升水转贴水的状态，不过今年的升水幅度确实是少见的，这其实也为期现套利提供了不少机会。

大震荡会否重来？

对于期指投资者而言，2014年12月9日无疑是个难以忘记的日子。当天，正当牛市剧情似乎又将如期演绎之际，期指上演了一场惊天大回转，主力合约IF1412盘中大幅跳水，回落之势引发了恐慌情绪。最终，IF1412合约大幅下跌1828点或5.5%，全天期指振幅高达466点，可谓坐了一遭最惊险的过山车，并出现了历史新高成交量。

市场人士指出，市场在大幅升水之后出现大震荡以“杀升水”。往事在目，当前盘中频繁出现的大幅升水仿佛昨日重现。

随着1月16日IF1501合约交割日渐近，近期期指是否也会出现类似的“杀升水”大震荡行情？

“由于有了2014年12月9日的基差快速回归，套利者尝到了稳健高收益的甜头，因此预计基差长时间停留在高位的概率不太大。如果基差在80点以上可能就会出现明显的套利资金进场的可能，本周一其实就出现这样急速收敛基差的情况，所以预计随着强势行情的延续，基差还有扩大的可能，但也会给套利者更多机会。”刘宾指出，因此，“杀升水”的情况预计不会像上个月那样接近交易日才会完成。

不过，也有分析人士表示，“杀升水”的可能性依然存在，而且随着股指连续疯狂上涨以及中石油、中石化的双双涨停，这个可

能性越来越高，近期应对可能出现的套利机会需保持密切关注。

“从目前情况看，主力合约IF1501经过昨日下午暴跌后期现价差已经大幅缩窄，从盘中最大将近100点缩小到30点左右，已经呈现出收敛态势。而远期合约和现货的价差依然较大。截至1月5日收盘，IF1506合约升水达到160点左右，仍存在较大收敛空间，一旦沪深300指数见顶回落，远期期货合约大幅升水的状态必然难以保持，将出现大幅下跌。”彭博说。

展望后市，左璐认为，增量资金入市不会轻易失去对市场的提振作用，只不过期指走势的波动可能会加剧，近月合约上百点基差或者日内行情大幅波动的情况可能会增加。

谨慎情绪隐现 36亿融资净偿还

□本报实习记者 叶涛

2014年最后一个交易日，沪指一举站上3200点，近5年高位，但融资客追逐行情的戏码在当日却并未惯性上演，是日两融市场遭遇36.64亿元融资资金净流出。

据wind数据显示，上周三市场融资买入额为1074.73亿元，环比增加38.51亿元；同期融资偿还额从前一日999.90亿元迅猛攀升至1111.37亿元，增幅为111.47亿元，市场融资净偿还金额为36.64亿元。

两融标的方面，万科A、中航资本、中信证券、中国重工、农业银行融资净买入额最大，金额分别为5.97亿元、5.14亿元、3.96亿元、3.11亿元和2.38亿元；与之相对，民生银行、华夏银行、光大银行、华泰证券、平安银行则融资净偿还金额最大，具体为1.98亿元、1.59亿元、1.58亿元、1.55

亿元和1.34亿元。不过总体来看，当天呈现资金净流出的个股仍占据绝大多数，正常交易的全部897只股票中出现融资净偿还的数量达到657只，占比为73.24%。

行业方面，上周三遭到融资客大肆净偿还的板块共计达到24个之多，与前一交易日23个板块融资净买入可谓天壤之别。当天除房地产、非银金融、电气设备、建筑材料四大板块“领涨”吸引资金净流入，具体金额融资净买入金额为8.65亿元、4.99亿元、1.82亿元和4976.54万元，就连银行这样前期融资客重点做多的板块也遭到融资资金大面积撤离，融资净偿还额为4910.45万元。

从金额上看，当天融资净偿还额度最大的行业板块分别是医药生物、交通运输、建筑装饰、计算机和机械设备，各自金额达

到8.60亿元、5.53亿元、5.25亿元、4.44亿元和4.05亿元。同期轻工制造、通信板块情况稍好，资金净流出额为1875.29万元和2744.91万元。

对于节前融资出现净偿还，分析人士认为，某种程度上，这在一定程度上是受到元旦放假因素的影响，同时也是市场谨慎情绪的集中反映。去年12月下旬大盘在3200点下方连续震荡，每日振幅均在百点上下，彼时市场已然出现避险情绪升温、融资净买入连续为负，不过之后大盘行情再起，暂时抑制住部分投资者偿还诉求，当上周三大盘突破3200点重要点位后，便有融资客逢高离场。但从市场风格上看，权重蓝筹板块依然是资金热衷追逐的目标，融资净偿还或只是节前暂时的现象，随着市场氛围依然偏暖，两融市场规模继续放大应是大势所趋。

股债跷跷板失灵 期债震荡待转机

□本报记者 葛春晖

2015年首个交易日，国债期货市场延续弱势震荡格局。股市大涨虽然在盘中给期价带来一定负面影响，但在资金面显著好转的支撑下，主力合约价格尾市仍奋力收红。市场人士表示，经济基本面面对国债期货仍有较强支撑，加之年初流动性有望持续改善，一季度债券利率下行可期，不过，由于市场情绪在去年12月物价和金融数据出炉前保持谨慎，短期国债价格仍将以震荡为主，最终取得突破则需要静待货币政策再度发出宽松信号。

先抑后扬 尾市收红

1月5日，国债期货市场先抑

后扬，尾市上放量拉升，主力合约TF1503收盘于96.718元，较上一交易日微涨0.12元或0.01%。其他两个合约TF1506、TF1509分别微跌0.01%和0.04%。

A股市场在新年首个交易日全线大涨，一度给期债市场带来明显冲击。对于昨日股债跷跷板效应的暂时失灵，市场人士认为主要源自经济基本面和资金面对期债市场的强力支撑。经济方面，元旦期间，汇丰PMI和中采PMI相继公布，其中汇丰12月PMI终值为49.6，在荣枯线之下；12月中采PMI为50.1，连续3个月下滑。数据显示，我国经济尚未走出低迷局面，下行压力也依然存在。货币市场方面，随着年末考核

等短期扰动因素消退，去年12月份趋紧的银行间资金面在新年伊始显著改善。昨日银行间质押式回购市场隔夜、7天回购加权平均利率分别大降33BP和50BP。

受经济数据疲弱和流动性好转的提振，债券现货市场也呈现一片暖意。昨日银行间国债收益率稳中有降，重要可交割券中，14附息国债24收益率微跌0.49BP，13附息国债20微跌0.46BP，14附息国债26大降11.39BP。

上下两难 观望为主

目前来看，经济基本面保持疲弱以及货币政策宽松预期长存，无疑是国债期货市场中长期看多的主要驱动力。此外，年初

市场流动性季节性好转以及机构“早配置早受益”投资行为，也使得机构普遍看好一季度债券市场的配置行情。

不过，在去年12月物价和金融数据即将公布之际，机构抱有较强的谨慎心理，这使得国债价格也面临着上下两难情形。

国投中谷期货指出，虽然基本面对于国债期货的支撑继续，但较为令人担忧的是去年12月信贷数据可能超预期增长，从而对国债期货造成短期压制。不过，国投中谷期货同时表示，如果融资需求未能出现持续性改善，这种压制的幅度和时间将较为有限。此外，广发期货发展研究中心王荆杰表示，由于去年

11月的降息并没有对实体经济有明显的作用，货币政策大幅放松可能会延至直接融资全面放松之后，短期对债市也有一定的压制。

就期债投资策略而言，国投中谷期货认为，在基本面仍然趋弱的情况下，政策放松尽管延后但并未消散，因此目前判断期债上涨趋势终结还言之尚早，鉴于信贷数据超预期可能带来短期回调行情，单边策略建议考虑逢低做多。王荆杰则表示，技术上，国债期货仍在调整之中，建议投资者以观望为主，静待货币政策再度宽松的信号，前期多单也可以继续持有，但要做好资金管理。

特斯拉期权玩家演绎生死时速

□长江期货 李富

有这样一个有关投资特斯拉(TSLA)期权的故事，大致的结局是故事的主人公因为忽视了风险管理，最终导致出现大幅亏损，先来回顾一下这位悲催投资者的交易过程。

主人公自称那是其第一次买美股期权，在2013年的9月25日开始做期权交易时，TSLA的股价正牛气冲天，看上去突破200指日可待，于是试探性地买了1手TSLA 10/25/2013 20000 Call (2013年10月25日到期执行价为200的特斯拉看涨期权)，成交价格是5.15元。第二天，合约价格涨到5.25元，于是加仓又买了9手，当日的TSLA最高价已经逼近190元。在持仓四天之后，9月30日当晚TSLA的股价上涨至194.50，主

人当时认为这不会是未来一个月的最高点，其原话是这样描述的：“我犹如已经尝到了前所未有的甜头，开始幻想目标成功实现的那一天何时会到来。”应该说，在最开始的几个交易日里，主人公的好运为它带来了不错的收益，在追加9张合约操作后，两个交易日正股价涨幅至193.37，期权价格涨至7.625，获利幅度为32%。

一开始笔者就称这是一次悲催的投资，2013年的国庆节便是噩梦的开始。在西雅图高速公路上，一辆TSLA Model S型电动车由于碰撞不明金属物，导致车辆起火。为此，TSLA股价连续暴跌两天，随后Musk的一封公开信解释了起火原因，把TSLA从事故的原罪中撇清，股价反弹，主人公在随后的几天里，逢低连连加仓TSLA 10/25/2013 20000 Call，持有合约数从10手一

下子增加到50手，因为他认定在10月17日的大限之前，美国国会两党一定会达成协议的，而其持有的TSLA期权要到10月25日才到期，于是幻想可以挽回，甚至觉得TSLA股价超越200元也不是没有可能。然而，当10月9日，TSLA的股价几乎要跌破160元时，主人公开始慌了。在回忆那段日子时，主人公提到“TSLA的股价刚刚有所起色，便又开始横盘，然而时间一天天的过去，离TSLA 10/25/2013 20000 Call 到期的日子越来越近，合约价一直在1元附近徘徊，进入10月以来，陆续续加仓的我，已经使自己有了99手的TSLA 10/25/2013 20000 Call，成本价还维持在2元出头，而合约价已经跌到了不到一毛钱，10月24日，我再也忍受不了折磨，亏本卖出99手TSLA 10/25/2013 20000 Call,001元成交，我的成本价是

1.85元”。故事讲到这，也就结束了，主人公以亏损约2万美金结束了这笔交易。

我们来总结一下整个过程，该投资者2013年9月25日首次建仓时正股价格为185，执行价格200的看涨期权的价格为5.15。该看涨期权为虚值期权，5.15全为时间价值，如果30天后期权到期时股价不变波动率不变，时间价值将损耗殆尽。期权的Delta为31.96，Gamma为1.34，Vega为19.28，Theta为-15.07，隐含波动率为49.16%。一个交易日之后正股价格涨至188.64，隐含波动率降至48.13%，由股价上涨带来的期权价格上涨为0.3196 × 3.64 + 0.5 × 0.0134 × 3.64 ^ 2 = 1.25，由时间流逝带来的期权价格损耗为 -15.07 / 30 = -0.50，由隐含波动率下降带来的期权价格损耗为 -1.03% * 19.

28 = -0.20，对应的期权价格大致为 5.15 + 1.25 - 0.50 - 0.20 = 5.7，而期权的实际交易价格为5.825。

也就是说，若出于看好TSLA而买入看涨期权，除非正股能在短时间内快速上涨，否则需额外承担因时间流逝所带来的成本以及波动率下降带来的损耗。Model S撞击起火股价暴跌，10月2日股价跌至180，期权价格收在4，波动率上升至57%，浮亏约31%。账面从浮盈32%到浮亏31%，最终临近到期，时间价值加速流逝，亏损不断扩大。这个故事说明，期权有别于股票与期货，决定其价格波动的不仅是标的的方向，还有时间与波动率，而在投资过程中，投资者需要对这些风险因素有所了解，这也就不断提醒着期权参与者风险管理指标的重要性。

■ 指数成分股异动扫描

阳泉煤业创一年新高

新年第一个交易日股市上演“煤飞色舞”，中信煤炭指数以高达9.63%的涨幅迎得“开门红”，并领涨沪深两市，板块中36只上市公司交易股票有34只集体涨停，其中阳泉煤业叠加资产置换利好也强势涨停，位居沪深300成分股涨幅榜前列。

在沪深300成分股中，阳泉煤业的权重占比为0.13%。昨日该股跳空高开于9.08元，早盘震荡上行，上午收盘前封涨停板并再未打开，最终日涨0.89元报9.76元。昨日该股成交活跃，日成交额高达9.46亿元，为前一交易日的近3倍。

在业内人士看来，煤炭板块涨停潮主要受近日多地公布煤炭资源税新政消息提振。据报道，截至目前，河南、湖南、广西

和山西的煤炭资源税率已经揭晓，税率分别为2%、2.5%、2.5%和8%，陕西和内蒙古的上税税率分别为6.1%和9%。有券商表示，在各项政策的扶持下，煤炭行业供需将趋于平衡，煤价上涨仍具空间，煤炭股有望迎来估值修复行情。

另据阳泉煤业2014年12月31日晚间公告，公司拟以国投公司100%股权与控股股东阳煤集团所持有的部分煤电资产进行置换，以进一步理顺公司贸易业务，减少公司与控股股东之间的关联交易。分析人士认为，置入资产对公司短期业绩贡献有限，不过已达让步使公司资本运作再进一步，此外，公司煤层气资产和泊里煤业远期盈利贡献可期，建议投资者密切关注。(王姣)

南北车复牌连续涨停

随着南北车合并预案尘埃落定，市场对“轨交装备巨无霸”的期待继续升温，本周一中国南车和中国北车双双再迎涨停。截至昨日收盘，中国南车日涨0.64元报7.02元，中国北车日涨0.71元报7.81元。值得注意的是，昨日中国南车成交额仅1490万元，中国北车成交额仅1251万元，显示投资者惜售情绪浓重。

中国南车和中国北车2014年12月30日晚间同时发布合并预案，拟采取中国南车吸收合并中国北车的方式进行合并。本次合并的具体换股比例为1:1.10，即每1股中国北车A股股票可以换取1.10股中国南车将发行的中国南车A股股票，每1股中国北车H股股票可以换取1.10股中国南

车将发行的中国南车H股股票。分析人士指出，本次合并标志中国高铁将以统一品牌走向全球。一方面，“两车合并”有利于协同研发生产、节省成本及品牌传播，避免重复投资和资源浪费，将提升国内轨道交通装备行业的整体竞争力；另一方面，“两车合并”能有效避免南北车恶性竞争，优化全球产业布局和资源配置，伴随“一带一路”战略推进，将有助于提高海外市场份额和影响力。此外，得益于近期“一带一路”和“国企改革”等利好影响，中国铁建、中国交建、中国电建和工程机械板块都已出现大幅上涨，而目前铁路板块估值仍处低位，未来业绩确定性强，补涨行情有望延续。(王姣)

■ 融资融券标的追踪

保利地产六连阳

保利地产近期走势强劲，2014年最后5个交易日悉数阳线报收，昨日受到北京市上调住房公积金贷款额度重大利好刺激，该股再接再厉，在2015年A股第一个交易日喜获涨停。截至收盘，保利地产每股上涨1.08元，报收11.90元，六连阳累计涨幅为47.46%。

据报道，北京住房公积金管理中心近日发布该地区公积金贷款调整政策：2015年1月1日起，