

## 期指逢“9”必疯 偶然or必然

“本来账面还盈利,去了趟厕所,回来爆仓了!”新旧年交替近两个月的9日,期指两度手法相近的巨震让很多期指投资者不知所措。从“12·9”到“1·9”,期指前后两次大幅跳水,这背后到底是事有凑巧的偶然,还是有迹可循的必然?

A06 期货·行情纵览



## 股指期货引爆期市吸金漩涡

踩着马年的尾巴,中国期货市场这个资本领域的“万年老二”终于摆脱“2000亿元魔咒”,至2014年年底,期货市场保证金规模首次增至约3000亿元。随着市场的扩容,未来保证金规模达到5000-6000亿元并不是梦。

A07 期货·行业生态



## 混战!玻璃上演价格博弈大战

元旦前夕,玻璃市场一派少见的春意融融:现货市场价格偏高、偏低库存,期货盘面也出现了久违的连阳高走。中国证券报调研发现,东北玻璃南下、深加工订单下滑、暖冬透支明年需求三大乌云之下,春节前,一轮新趋势的量变似乎正在加速积累。

A08 期货·大视野

361° 看市

## 股票ETF期权自述:我不是洪水猛兽

□本报实习记者 张利静

我是上证50股票ETF期权,中国股票期权的首个试点,2月9日即将在上海证券交易所诞生。

对于我的到来,有人欢欣,也有人恐惧。没错,我是有些特殊。就投资方向来说,我既可以做多也可以做空。我的哥哥们融资融券、股指期货相信人们已经不再陌生,而我那个不争气的亲戚“权证”,给大家留下了不好的体验。

作为金融对冲工具家族的一员,我的出世,不是为了对付某一类投资者,也不在于打压其他兄弟类别投资,我只是想在您管理投资风险时,略尽绵力。

## 我是谁

应该说,大众对我并不陌生。生活中,我的影子并不鲜见。

一份购房合同,对于买房子的人来说相当于看涨期权即认购期权多头;一份保险合同,对购买者来说则相当于看跌期权即认沽期权多头。

在操作中,投资者老张买了一张行权价格为1500元、合约单位为10000份,2月2日到期的50ETF认购期权,这意味着老张在2月2日当日可以以每份1500元的价格买入10000份50ETF。老张就是这份期权合约的多头持有者。

无论你是处于获取收益还是规避风险的目的,根据你的风险的判断和偏好,我将把相应风险头寸分配给你。我能够提供的头寸有两种类型——认购(看涨)期权以及认沽(看跌)期权;行权价格共设5个:1个平值、2个实值、2个虚值,共设当月、下月、当季月、下季月四个合约到期月份。你可以在此基础上进行决定买入和卖出,在四种权利中选择其一。当然,你也可以通过头寸的组合更加精确地剔除您不想要的那一部分,不过这需要支付更多的权利金或保证金,如果你不介意的话。

目前,市场上对我的认识和应用主要存在五大误区,需要仔细分辨。

## 误区一:绞散

不过,由于我是一个新生儿,情绪稳定性可能还需要更多的时间来验证。另外我的性格属性比较特别,为了避免一部分人因为理解不深误用误伤,所以一开始,能够上台切磋的人需要有一定的功力和承受力。个人投资者账户资金不得低于人民币50万元,机构投资者需要同时满足账户金额不低于人民币100万元及净资产不低于人民币100万元。不好意思,个人投资者还需要有和我的哥哥们融资融券或金融期货相熟。

所以,上台的都是“熟人”和“大户”,这些人一般具有类似投资经验和专业投资能力,一来合作默契,二来误伤概率很低。

但这并不意味着我要帮他们绞杀散户。有投资者预言,金融市场国际化加速、对冲工具逐渐丰富,未来无论A股是牛市还是熊市,都会是大部分中国大妈式散户的灾难地,当风险对冲、套利交易成为机构获利的主要手段之后,大部分散户将无法生存。

显然这是一个从A到F的推导预言,从B点到E点的逻辑推导尚不清晰。但同样是多空双向交易机制的期货市场中,散户并不在少数。



CFP图片 制图/尹建

即使“套利派”的投资公司愈来愈多,然而依靠基本面分析甚至量化交易获利的散户并不在少数。一位期货大佬曾经说过,决定获利与否的是自身的交易系统是否完整清晰,而与别人无关,分析对手是谁是徒劳的。

毋庸置疑,我的出现将丰富投资者的投资策略,为其提供双向投资的可能。但怎么用,在于投资者的投资系统,而不在于投资者是谁。缺乏健全的交易系统,即使没有期权的双向机制,散户一样会亏钱。

一位投资人士称,作为机构投资者,风险偏好往往远低于个人投资者,如果操纵难度没有明显降低或没有找到规则漏洞的话,介入深度也是很有限的。

## 误区二:第二个权证

我那个叫“权证”的远房亲戚已经臭名昭著。我的出现,与看似有些一样的交易机制,乍看之下一些人误以为我就是第二个权证。不过仔细辨别,你会发现,其实我们之间的区别还是非常明显的。

首先,我是交易所设计的标准化合约,而权证是非标准化合约,由发行人自行设计合约要素,除由证券公司、上市公司或大股东等主体单独发行外,还可以与可分离交易可转债一起发行。

其次,我的合约条款由交易所设计,没有发行人,在支付足够保证金及符合相关规定的前提下,参与者都可以开仓卖出期权。而权证的发行方是上市公司或投资银行等第三方,投资者既可以是持有期权的多头也可以是持有空头,权证投资者则只能持有多头。

第三,对期权头寸的行权,仅是标的证券在不同投资者之间的相互转移,不影响上市公司的实际流通总股本数。而对于上市公司发行的股本权证,当投资者对持有的认购权证行权时,发行人必须按照约定的股份数目增发新的股票,从而导致公司的实际流通总股本数增加。

此外,我俩在履约担保、交易方式等方面

也存在很多不同之处。

这其中,最为市场关心的是“可操作性”。相对权证,我没有发行人这个概念,依托交易所平台,理论上我能提供的头寸数量是无限的。这决定了期权头寸在筹码供求关系上不能被控制。而我的成分股为上证50,操纵我的难度并不比股指期货或双融的难度系数低。

## 误区三:冷落中小股 妖化标的股

这是一个短期现象和长期现象的问题。

理论上,我的高杠杆、低成本特性会吸引更多资金参与,提高整个市场的对冲度,从而降低市场波动性。

但实际情况与此有所出入,国际经验显示,国际其他市场期权上市后,市场呈现三大共同特征:一是现货标的股票的涨幅非常显著,美国股票期权推出后一个月内,现货标的股票平均绝对年化涨幅高达50.4%;二是股票期权推出初期,现货标的股票的价格波动普遍有所提高,不过部分市场波动率在后期出现下降和稳定;三是标的成交量也有大幅度提高,而部分市场主要集中在少数标的股票上。

短期来看,确实如此。基于此,一些投资者认为,股票期权推出后,可能会出现中小板创业板被边缘化、标的股“上蹿下跳”、波动加剧的景象。

路遥知马力。国外市场的例子也证明我族本性良善。

有人研究称,香港在股票期权推出的1个月时间里,股票平均股价波动率显著提高到期权推出前的1.5倍左右,且超过半数的股票波动率均提高了。而长期来看,在一年之后,该地区的股价平均波动率下降到了1倍以内,多数股票的波动率也降低持稳。

美国、欧洲交易所也不例外。相关资料显示,虽然期权推出后股票的平均波动率一直高于推出之前水平,但中长期来看波动率显然是改善的。

## 误区四:分流期指及两融资金

有人开始用“同根相煎”的逻辑推论我和期指和双融两位大哥的关系。其背后的依据很简单:相对二者,期权有更高的杠杆、更低的成本。

这背后暗示两方面的大量参与,一是纯投机投资者,二是利用股票期权替代两融、期指两工具进行套利套保投资者。

且不说,在入市环节就对参与者进行了限定,就目前而言,期权市场出现纯投机且资金量较大的投资者并不现实。且多数机构投资者的风险偏好远低于个人投资者。“如果操纵难度没有明显降低或没有找到规则漏洞的话,介入深度也是很有限的。”有人说。

对于后一种情况,据分析,在期指上做套保的资金有可能向期权方面转移,但由于目前只有50ETF,风险覆盖未必有期指效率高,所以这部分资金的规模有限。

## 误区五:忽视规则

熟悉多空交易机制的期货人士可能都明白:千万不能忽视交易规则。

在多空交易、连续报价的机制中,对规则细节的熟悉程度可能是决定成败的关键因素。除入市门槛之外,我的四个方面的规则是尤其需要牢记的哦。

一是个人投资者参与期权交易的权限进行分级管理,对保证金卖出开仓等交易类型做出限制;二是与现货市场简单明确的10%涨跌幅限制不同,期权交易的涨跌幅限制是有弹性的:通过公式计算出的绝对值,原则上能够覆盖标的证券两个涨跌停板;三是熔断机制,如果连续竞价交易期间,合约盘中交易价格较最近参考价格上涨或者下跌超过50%,且价格涨跌绝对值大于0.005元的,该合约进入3分钟的盘中集合竞价交易阶段;四是单笔申报限额,期权交易的申报数量为1张(以ETF期权为例,即1万份)或者其整数倍,限价申报的单笔申报最大数量为10张,市价申报的单笔申报最大数量为5张。

BDI逼近700点

## 大宗商品迎熊年模式?

□本报记者 王姣

BDI指数(波罗的海干散货指数)何时触底?这一纠结的问题仿如油价一般难以预测。

2014年7月22日,BDI指数触及年内最低点723点后开始反弹,经历两大波峰后,一度于11月4日创下1484点的阶段高位,而在业内乐观情绪升温时,BDI指数又开始急转直下,断崖式下跌逾770多点或51%,直接逼近700点一线。

分析人士指出,BDI指数在传统海运旺季被如此快速“腰斩”,深层次原因是中国经济增速下滑背景下“中国需求”持续低迷,此外也受到油价暴跌的拖累。而作为大宗商品市场的风向标,BDI的惨状或又预示着2015年又是一个“熊年”。

## BDI“惨遭腰斩”

2014年11月4日至2015年1月9日,共计42个交易日中,BDI指数遭遇断崖式下跌,由此前的1484点一路狂泻至1月9日的仅709点,累计下跌775点,累计跌幅高达5.1%。

由于BDI指数衡量的是铁矿石、水泥、谷物、煤炭和化肥等资源的运输费用。业内人士认为,煤炭和铁矿石进口环比出现较大幅度的下降,成为影响BDI指数下滑的直接证据,其背后的深层次原因即“中国需求”下滑。

数据显示,2014年11月我国铁矿砂及其精矿进口量为6740万吨,同比下挫13.41%,环比下跌15.10%。海运贸易量下降的情况下,海运费也出现了较大幅度的下降,当月铁矿石平均海运价格15.98美元/吨,环比下跌0.04美元/吨。

此外,2014年下半年以来,受国内煤炭价格下行及国家出台救市政策等因素影响,进口煤竞争力减弱,市场份额有所减少。如去年11月份我国煤炭进口2103万吨,环比增加90万吨,增幅4.47%,同比减少769万吨,降幅26.8%。

## 大宗商品熊步难止

分析人士认为,在国内港口铁矿石库存积压、煤炭市场需求不振的情况下,未来相关品种的进口前景不容乐观,BDI指数下跌基本反映了市场对大宗商品的悲观预期。

宝城期货研究认为,随着今年房地产供给和相关行业带来越来越大的负面拖累,金属、采矿等工业部门产能过剩情况可能加剧,产量和需求都可能继续下滑。工业产品价格下滑会进一步拖累原材料购进价格。在中国内需疲弱、全球产能仍在扩张的背景下,全球大宗商品价格可能将保持低迷、抑制进口价格。

不过考虑到全球经济复苏态势,安信期货更为乐观,“中长期看,全球经济的转向温和增长将有利于对大宗商品尤其是工业品的需求增长,大宗商品价格有望在2015年止跌企稳。”

就主要品种而言,中信期货指出,2015年铁矿石供需不平衡甚于2014年。2015年主流矿山新增销量约1.39亿吨,是供应压力最大的一年,同时预期中国对矿石的生产需求增速基本与2014年相当甚至有所减少,但是融资需求仍存在,融资需求在矿石上方形成较大抛压。

煤炭方面,光大期货预计,2015年煤炭供应端将继缩紧缩,幅度大小看政策推进情况,税费改革依然有待明朗。产能过剩带来的供需矛盾是长期问题,难以短期改变。伴随政策引导,小煤矿逐渐退出,行业进一步整合是改变问题的关键。产业结构调整,黑色产业链增速趋缓引发的煤炭需求不足也将持续,需求方面看不到好转的迹象。

## 一周黑马

## 焦炭上演“开门红”

□本报记者 王姣

新年开市第一周,焦炭上演“开门红”,且南华焦炭指数以2.33%的周涨幅领涨大宗商品市场,成为熊市中一抹难得的亮色。截至1月9日收盘,J1505收报1056元/吨,较上一交易日结算价涨1元/吨,周内盘面最高触及1066元/吨,为2014年11月17日以来最高点。

业内人士认为,近期宏观经济政策面较为宽松,加之目前焦炭港口和终端库存偏低,是支撑焦炭价格反弹的主要原因。也有观点认为,目前现货市场较低的库存给焦炭行情提供一定支撑,不过后期来自下游钢厂方面的压力依然没有减轻之势。

“目前国内钢厂及焦化厂资金压力大,炼焦煤备货力度偏弱。由于终端需求疲弱,钢材价格持续下跌,河北地区焦炭价格也出现松动。虽然煤炭企业纷纷挺价,但随着销售压力加大,库存将不断上升。华东地区各大煤矿目前销售压力剧增,部分煤矿开始松动下调炼焦煤价格。”中州期货分析师刘康认为,大炼焦煤盘面虽然没有大幅下跌但伴随黑金属现货市场销售吃紧,焦炭期货未来冲劲预计不足,激进投资者可逢高轻仓试空。

## 期权时代 你准备好了吗?



微视角

本报记者 王姣

了;有人忧心忡忡,害怕期权和权证一样会被爆炒,更害怕中小投资者很可能被机构“鱼肉”;还有一些不明真相的群众,在朋友圈茫然留言“虽然不明白你在说什么,但好像很厉害的样子。”

在贯彻落实新“国九条”的背景下,国内金融创新步伐不断加快,投资者对新的金融工具,尤其是期权运用早就有着迫切的需求。业内人士认为,在我国试点股票期权,对投资者而言,有助于其开拓投资渠道、扩大投资选择范围、极大地丰富交易策略,提供了获得较高收益的可能性。

为了跟上时代步伐,用好期权这一新的金融工具,一些投资者在被多、空、杠杆、收益、波动率等专业名词“整晕”时,忍不住提出质疑,海峡对岸的台湾,一些大妈去买菜的路上都会买两手期权,这不跟彩票一样么,也没那么高大上吧?”

一个需要正视的事实是,在期权交易活跃的韩国与中国台湾地区,期权是经过近20年的发展,才渗透至普通个人投资者的生活,而中国大陆期权市场才刚刚起步,在交易机制、监管规则、投资者结构等方面与成熟市场相比还存在较大差距。

如一位业内人士所言,“点不懂不是最可怕的

经历”等相对资深交易经验。这一切实际上清晰地表明,期权交易依然不是一般“散户”可以玩的,普通投资者只有具备相对完善的知识体系和交易体系、一定的资金实力和较高的风险承受能力,才能玩好这一“勇敢者的游戏”。

事实上,在业内人士看来,目前上证50ETF期权的推出简直就是为机构“量身定制”的,除少量散户参与交易外,券商、私募和基金专户等机构更有可能成为期权市场的主要参与者,尤其由于其门槛及专业性等原因,上证50ETF期权推出初期必然是机构对冲主要工具。而这也将极大鼓励机构投资者进行长期投资,普及风险管理、价值投资理念等。

一个新的期权时代已经来临,随着越来越多的金融工具频频现身,如何更好更快地提高自己的风险管理能力,如何利用更多的工具和产品满足投资者的多元化需求,将成为各类金融机构最大的机遇和挑战。可以预见的是,随着我国资本市场体系进一步完善发展,各类机构高端竞争将拉开序幕,一幅幅更为丰富、有趣、立体的金融画卷正一一呈现在我们面前。