

350亿美元看跌英镑头寸押对了 市场热炒黑天鹅 期权编织“捕鹅大网”

□本报记者 叶斯琦

当地时间6月23日，英国就是否留在欧盟举行全民公投。在此之前，煎熬和忐忑的气氛弥漫全球金融市场。在距离英伦三岛九千公里之外，有一部分投资者正在用另类的方式对这一事件的结果进行押注。

千里之外的博弈

“比欧洲杯赌球更过瘾，来押注英国退不退欧吧。”国内某银行在英国公投前夕，为自家的外汇期权业务大肆造势。

据介绍，作为中国境内投资者，如果想参与到英镑/美元的多空大战中，首先要做的是在这家银行的APP客户端开通期权交易账户，然后进入相关期权产品页面，选择相应的英镑/美元期权产品进行操作。

该银行相关的外汇期权产品页面显示，一份2016年7月15日到期的即期牌价1.4673、协定汇率为1.489、面值为100英镑的英镑/美元期权合约，买入看涨期权合约权利金价格为2.74美元，买入看跌期权合约权利金价格为4.94美元。

也就是说，如果投资者看跌英镑，仅用不到5美元就可以得到收益翻番的机会；而如果看错的话，损失也不过是4.94美元。但前提是买入该期权须要用美元进行，操作前须完成相应的购汇。

无独有偶，据媒体报道，6月21日，平安银行推出“英公投避险系列”期权产品。平安银行称，该行资金运营中心期权专家团队在平安交通通平台正式推出6种数字期权，其名称从Brexit-1到Brexit-6，包含单边触碰和双边不触碰两种，合约到期后即可兑现收益。该行在推广时称，作为期权买方，投资者投入30-50美元期权费，则最高可获得100美元的收益。

公投结果公布前，在英国人的亲密伙伴美国人中间，押注英国退欧公投导致美国股市暴跌的股指期权头寸——标普500股指期权某价外合持仓量甚至在短时间内翻倍。

一家做市商公司的期权风险管理表示，人们希望为低概率、高代价事件购买保险，这是一种黑天鹅式的押注期权。

350亿美元的看跌头寸成功了

作为与事件联系最为直接的市场，英镑现货和期权市场近日来一直被英国退欧公投的民调牵着鼻子走。

6月15日左右，投资者押注英镑/美元在6月23日公投之后跌至1.35甚至更低水平的看跌期权头寸已经达到250亿英镑（约合350亿美元）。

伴随着投资者的心跳加速，英镑隐含波动率在6月中旬触及2009年3月份以来新高。投资者蜂拥买入英镑看跌期权，也使得对冲英镑下跌风险的成本也飙升至世纪高点。

与此同时，纽约商品交易所和芝加哥商品交易所贵金属期权市场也出现了空前的盛况，市场看涨黄金白银的情绪高涨，追踪贵金属的ETF看涨期权价格持续高于看跌期权，这种状况持续了90天以上，在临近英国公投的时间窗口尤为明显。在英国举行公投的前一天，期权押注头寸更是飙升。纽约商品期货交易所7月黄金买权及买权隐含波动率飙升至历史新高位置。这意味着投资者利用黄金避险的需求空前旺盛。

分析师认为，其中很多投资者是为了保护仓位免受价格波动影响，即对冲的头寸。

最终公投结果显示，支持“脱欧”的票数以微弱优势战胜“留欧”票数。世界各国重磅资产上蹿下跳，一些身经百战的投资者也表示“看呆了”。

瞬间，在朋友圈立贴笃定英国不会退欧的小伙伴们感到了齐刷刷的脸疼。

伴随着公投结果出炉，英镑兑美元一度暴跌10.6%报1.3305美元。英国《卫报》称，这是英镑有史以来最大单日跌幅，足以与1992年“黑色星期三”和2008年美国雷曼兄弟公司倒闭时的表现相提并论。

“擅长以威胁换取妥协的英国人竟然动真格了。”有投资者如是评论。还有投资者感慨称“这个世界太平静了，总得发生些什么。”

无论如何，6月中旬那批总额350亿美元看跌英镑的投资者成功了。

捕捉“黑天鹅” 金融巨头撒下期权大网

英国退欧公投无疑是载入史册的一只“黑天鹅”。

对于“黑天鹅”现象，“期权怪杰”——《随机漫步的



CFP图片

傻瓜》作者塔勒布如此解释——稀有事件会对市场、交易员和生活产生很大影响。

包括以价值投资著称的巴菲特在内，很多投资大师都对期权情有独钟。其中，现年85岁的“老狐狸”索罗斯对期权的运用更是出神入化。

据媒体披露，这一次因押注英国退欧公投获利的巨头中，索罗斯已经成为最大赢家之一。据CNBC报道，在公投前几天，索罗斯就公开警告，如果英国退欧，将在全球金融市场触发“黑色星期五”，他同时预言英镑可能下跌15%到20%，其旗下基金大量购入黄金及相关资产并卖出股票。

而众所周知，早在24年前，这位国际金融巨头就与英镑结下了“梁子”——其动用“量子基金”100亿美元做空英镑，逼迫英镑退出欧洲汇率体系。

不过，其昔日伙伴罗杰斯对于期权投资却不以为然。他说，对投资来说，购买期权来博取高回报是毫无意义的，因为“有人为证券交易委员会作研究，发现90%的期权到期后都会发生亏损。”他甚至嘲笑称“若要住进救济院，去买期权不失为另一个好办法。”

塔勒布则对此反驳称：“我敢说，买期权是住进广厦豪宅的办法之一。”他认为，如果不考虑另外10%的平均获利，所有期权头寸有90%亏损这个数字也就没有意义；如果人们对内期权标的押注的头寸是原来的50倍，那么一夜暴富也并非不可能。

被称为“华尔街的独孤求败者”的塔勒布主要出击的领域，也是低价的卖方期权，并以此捕捉到了一只肥美的“黑天鹅”——“9·11”事件。在这一事件前，他大量买入行权价格很低、几无价值的看跌期权，这在很多人眼中简直不可思议，直到恐怖分子劫持飞机撞向纽约世贸大楼。这一事件在给美国带来巨大灾难的同时，却给塔勒布带来了巨额收益。

利用期权捕捉黑天鹅在投资市场业已成为一只成熟的流派。《专业投机原理》作者维克多·斯波波利迪也是“黑天鹅”期权的拥趸，他在书中称，期权是三位数报酬率的交易工具。

关于期权暴富，业内流传着这样一个“小人物”故事：某年端午节前，中国台湾的一名出租车司机以10万元台币（约2万人民币）买入深度虚值期权2000张。端午节过后，现货市场突然发动一波涨势，标的指数四天上涨5%，即将到期的期权更是随之大涨，最终期权头寸给他带来了2000万台币（约400万人民币）的财富，收益达200倍。

不过，黑天鹅和期权并不总是朋友，也有人在期权投资中因遭遇“黑天鹅”而身家尽数赔光。

系统性避险工具亟需发展

在中国境内，期权市场是一个怎样的情况呢？

一位就职于华尔街的海外华人在2014年将目光转向国内，因中国股票期权及期货期权筹备加速。

“我的朋友告诉我，中国将开启期权时代，你再不回来的话就赶不上了。”他说。

2014年末，虽然期权产品未正式面市，但12月5日，证监会就《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》和《征求意见稿》公开征求意见，股票期权交易试点“读秒”；与此同时，商品期货市场，棉花、白糖、豆粕或大豆等农产品期权也逐步提上日程。

对此，业内人士解读称，证券、期货公司是中国境内场内期权发展的第一梯队，也是名副其实的“正规军”。

不过，值得注意的是，在境内外期货仍处空白的当前，外汇期权产品在银行柜台已经遍地开花。

以上述平安银行“英公投避险系列”期权产品为例，银河期货期权部策略总监洪国晟表示，此期权产品在国内市场属创新，其优点在于数字化的表达方式，看起来简单易懂，参与者可以很快选择期权产品，对国内衍生品及期权市场推动有正面助益；但从期权本身来看，期权首先是风险对冲工具，该产品并不能有效对冲货币上的风险；且可以看出是获利有限的期权，这对期权购买者来说，所对冲的风险是有限的，而相对于要对冲的风险，产品要求的权利金成本过高了。

从风险管理角度看，洪国晟认为，期权分场内场外两个市场，如果期权标的的产品内容是固定的，且拆分规模较小，适合大部分投资者参与，则适合在交易所即场内市场进行交易。但对一些实体企业来说，比如农产品行业企业，它们所需要的风险对冲工具就需要量身定制，适合机构间进行，机构相互竞争，最终形成符合市场需求的有特色的服务，而企业也有识别定价是否合理的能力。“而一般投资者对于定价合理不合理没有鉴别能力，因此股票类产品只适合在交易所场内进行。”

洪国晟表示，从系统性风险对冲角度来看，国内如果上市类似恐慌指数的品种的话，最佳标的沪深300指数期权，因为当市场发生恐慌的时候，这一标的的投资者覆盖面最广。另外，对新三板市场来说，如果有相应期权产品的对话，对新三板价格稳定度和市场评价也有正面作用，因为它将提供价格向上向下的风险对冲工具。

效果来看，目前已经体现一定的A股避险功能。其次是规模分散的银行外汇期权产品。伴随着我国外汇市场化改革，相应的套保需求也大量增加。

某银行外汇交易主管指出，通过期权产品形成的购汇量在增加。期权产品可以更灵活地表达对汇率的观点，有效节省套保成本。在交易过程中，客户通过期权组合获得期权费补贴，同时也承担一定风险；而银行面对大幅萎缩的远期市场，通过期权产品也能获得一些中间收入。

据了解，对于这一市场的准入条件，中国的外汇管理政策仍要求银行在办理期权在内的外汇业务时，核实真实交易背景及资金用途是否符合外汇政策。其目的在于限制投机头寸，而鼓励套期保值的企业进入期权产品市场避险。

业内人士指出，中国外汇管理远未放开，相比成熟的外汇市场，在岸人民币外汇期权交易的绝对规模及其占人民币外汇交易总规模的比重还很小。未来，中国期权市场存在巨大增长空间。

上期所滕家伟： 研究推出仓单交易系统

□本报记者 官平

24日，上海期货交易所副总经理滕家伟在上海一次会议上透露，研究推出仓单交易系统，满足实体企业多元化、个性化风险管理及资源配置需求，以吸引更多产业投资者参与期货市场。

据其介绍，经过17年的发展，上期所已先后挂牌交易14个商品期货品种，涵盖有色金属、贵金属、黑色金属、能源、化工等多个产业领域，成为中国商品期货市场中工业品门类较多的期货交易所。

滕家伟表示，作为极具潜力的品种序列，钢铁期货自2009年推出以来伴随中国钢铁行业的蓬勃发展，在管理风险、发现价格、配置资源以及促进产业转型升级等方面正发挥着积极作用。上市以来，以螺纹钢和热轧卷板为代表的钢铁期货交易规模逐年递增，成交量、成交金额达到了历史最高水平。

值得一提的是，螺纹钢已连续三年成为全球最活跃商品期货品种之一。随着钢材期货市场规模不断扩大，越来越多的钢铁生产、消费和流通企业，审慎运用期货市场价格风险并取得良好的实效。

滕家伟指出，近年来，钢铁期货的法人客户参与数、法人客户持仓占比和交易占比、套期保值量和实物交割量等一系列指标都呈现不断向好的趋势，套期保值的有效性显著增强，期货价格与境内外相关市场的关联度日益紧密。规范的运作和良好的投资者结构促进了钢铁期货市场能够较为真实地反映实体产业的供需变化趋势，期货价格已然成为市场各方现货贸易定价的主要参照依据。

中国是世界钢铁工业大国，全年钢铁生产、消费和贸易量均达到或超过世界总量的50%，已连续10多年位居世界第一。庞大的产业规模、市场体量以及众多实体企业的避险需求，是中国钢铁期货发展壮大的基础，也将是形成全球定价的有利因素。

当前，作为国民经济的重要基础产业，钢铁产业正面临着一系列严峻挑战，运用市场机制、经济手段、法治办法化解产能过剩也成为当务之急。

滕家伟表示，在钢铁行业全面贯彻落实国家供给侧结构性改革的关键时期，上海期货交易所将进一步发挥自身优势，努力提升服务实体产业的广度和深度，着力做精做细品种，推进产品创新，有序推动包括废钢和不锈钢在内的期货品种以及与此相关的衍生产品研究，不断丰富市场避险工具，探索期现结合方式，通过制度创新，开辟产业服务新的空间，研究推出仓单交易系统，满足实体企业多元化、个性化风险管理及资源配置需求，以吸引更多产业投资者参与期货市场。

上海期货交易所商品一部陈晔表示，下一步上期所将致力于合约优化和品种创新，推进钢材期货市场进一步发挥功能。目前线材合约不够活跃，下一步要优化该项合约。热卷等其他合约也将听取市场各方意见进行优化。

一周黑马

PP期价短期料回调

□本报记者 叶斯琦

近期，PP期货走势强劲。据中国证券报记者统计，5月25日以来，PP主力1609合约在21个交易日累计大涨18.22%，至7462元/吨。截至上周五收盘，该合约的持仓量大增65624手至75万手。

卓创资讯分析师潘吉凤表示，最近一个月PP期货价格大涨，原因主要有三点。首先，供应减少。5月和6月PP装置检修较为集中，导致供应减少，石化库存近期也持续走低。其次，新装置投产普遍慢于预期。上半年除了中景石化、中煤蒙大在3月和4月投产之外，无其他新装置投产，下半年最快的新增装置投产预计要8月左右。第三，PP停车装置仍较多。“尽管目前属于PP下游的相对淡季，需求方面表现一般，但市场刚需是存在的，此波PP上涨关键还是供应量的减少导致。总之，空头已无利空，多头在发现利好。”

业内人士刘鹏（化名）也表示，5月下旬PP上涨，最开始是抄底氛围的存在。化工品板块中，仅聚烯烃的社会库存偏低，就PP而言主要是因5月检修较多，当时装置检修率提升至26%，拉丝PP生产比例也降至19%。而节后的装置重启并不顺利，且下游需求相对稳定，再加上悲观预期下整个产业链都在持续去库存，导致6月底的社会库存偏低，同时端午节假期石化库存也没有得到有效积累，所以多头资金会优先布局PP以及塑料。随后，在盘面价格大涨的带动下，一方面多头资金被吸引入场，导致持仓量大增至70万手附近，给投机空头带来较大压力；另一方面，现货基本面节奏也出现变化，中下游补库被提前，且随着盘面升水，套利盘也在采购现货，加剧了现货市场的紧张，从而对盘面形成正反馈。

据了解，基本上面，当前需求一般，但存在刚需。供应方面，石化库存低，贸易商库存不高，7月产量较6月会有增加，但8月会继续降低。综合来看，近期供应方库存难以得到有效积累，不会有明显的销售压力。

展望后市，潘吉凤表示，近期PP期货反弹幅度较大，超买现象较为严重，后期展开技术性回调的可能性较大。但基本面无太多利空，预计期货调整空间也将有限。若随着期货合约对现货的升水，套保商将陆续入场，接现货抛盘面的可能性较大。

刘鹏认为，PP期价近期应该有震荡回调的过程，不过回调整理结束后可能会再次走强。主要的逻辑是，目前的盘面已经升水现货，套利资金也陆续入场，且持仓已有下滑迹象，如果没有新的利好出来，继续追多的资金很难大幅跟上，上涨的动能在逐步减弱。此外，下游陆续补库是在透支后市需求和积累自身库存，一旦盘面涨势趋缓或者企稳，继续备货的动力将下降。投机需求减弱的情况下，现货价格可能出现回落，石化库存也会逐步得到积累，且7月PP需求有小幅转淡的过程，进而给盘面带来压制。不过，整体7月并无新产能释放，且8月前后面临新一轮装置检修高峰，前期因货源偏紧，且备货时间不长，下游整体备货量料不会太大，因此整体产业链仍有可能再次进入低库存状态，PP本身基本面支撑将再次增强。

银河期货分析师师曲湜溪则表示PP期价震荡走弱。“供需面来看，上游方面，原油供应压力仍存，但振幅增大，对PP价格影响减弱；生产方面，新增产能如能如期投产，且第三季度企业检修计划较少，供应压力增加；下游方面，国内经济下行压力增大，整体需求不振，且由于第二季度价格维持高位，企业普遍抵制高价，第三季度难有大的起色。因此预计聚乙烯与聚丙烯期货第三季度均为宽幅震荡，震荡重心逐渐下移的走势。”

微视角

期权：避险功能将逐步发挥

□本报记者 张利静

日前，一则将期权与赌博联系在一起的新闻又一次暴露了国内衍生品市场的暧昧处境。关于这一话题的争论在20世纪已经屡次出现。

当时美国遭遇1929年经济危机，人们对投机怀以莫大的敌意，且将衍生品当作价格变化的罪魁祸首。一直到20世纪60年代，就连美国证券交易委员会(SEC)也对衍生品市场讳莫如深。

不过，伴随着经济学、金融学理论发展，这一状况得到改善。

资深期权研究人士指出，20世纪60年代，价格数据、计算机数据分析能力和一些关键概念涌现。随着这方面文献不断增加，人们越来越关注期权和其它相关衍生品的定价。普林斯顿大学的经济学家Burton Malkiel和Richard Quandt认为把期权作为证券市场的“害群之马”是不恰当的。虽然纽约的小型自组织市场的期权交易市场是“相对

低效”的，但是期权的使用“对于大部分投资者而言都是具有价值的和完全理性的策略”。这对期权市场的发展起到了重要作用。

与此同时，当时的两大交易所CBOT和CME反复地与政府监管机构沟通，最终释疑后，场内期权问世。

但随之而来的是投资者的质疑：交易所是否有能力满足期权产品低成本、标准化的要求。上述交易所经过漫长的投资者教育及与监管部门沟通过程，最终使得这一市场得到了投资者如是评价——正如打着伞的行人有优势一样，“投资者拥有越多可使用的策略，就可以更好地降低其损失”。

眼下，我国也走上了场内期权的筹备之路，市场似乎也走到了投机还是赌博的争论中。这其中，既有投资者一知半解的误读，也有一些特别因素——一些野蛮生长的平台打着期权的旗号进行非法的活动，令期权背上污名。

就当前中国期权市场发展现状来看，六大交易所中，仅有在上交所挂牌的上证50ETF期权一只场内期权产品。从

效果来看，目前已经体现一定的A股避险功能。其次是规模分散的银行外汇期权产品。伴随着我国外汇市场化改革，相应的套保需求也大量增加。

某银行外汇交易主管指出，通过期权产品形成的购汇量在增加。期权产品可以更灵活地表达对汇率的观点，有效节省套保成本。在交易过程中，客户通过期权组合获得期权费补贴，同时也承担一定风险；而银行面对大幅萎缩的远期市场，通过期权产品也能获得一些中间收入。

据了解，对于这一市场的准入条件，中国的外汇管理政策仍要求银行在办理期权在内的外汇业务时，核实真实交易背景及资金用途是否符合外汇政策。其目的在于限制投机头寸，而鼓励套期保值的企业进入期权产品市场避险。

业内人士指出，中国外汇管理远未放开，相比成熟的外汇市场，在岸人民币外汇期权交易的绝对规模及其占人民币外汇交易总规模的比重还很小。未来，中国期权市场存在巨大增长空间。