

股债期限不确定“漩涡”掘金“波动率”正当时

□本报记者 王姣

新的一年开始了，投资者李明（化名）充满期待又难掩忐忑。

“2019年不确定性太多，买股票怕再被套，买债券担心踩雷，期货价格波动又考验心脏。”李明告诉中国证券报记者。

展望2019年，全球经济增长不确定性增加，国际经贸关系复杂多变，地缘冲突不可忽视……业内人士认为，波动率上升和资产价格轮动将是2019年金融市场主要特征，这从近期美股、原油市场波动加大，尤其是恐慌指数VIX大涨近一倍可见端倪。

然而，风险和机遇总是如影随形，一些聪明资金从市场波动加大中嗅到更多机会，2019年或是利用波动率避险并赚钱的大年。



视觉中国图片

猜跌猜涨不如做波动

刚刚过去的2018年，被视为近百年来全球金融资产表现最差的一年，李明也无法独善其身。

“股票被套超过20%，靠做多国债期货对冲了一部分损失。”李明说。

但债市也非绝对安全的“避风港”，2018年信用债违约数量和规模均创历史新高，一不小心踩到雷，别说收益，连本金都要搭进去。

而对李明这样的个人投资者来说，2019年也许是更操心的一年。机构普遍认为，2019年海内外环境更趋复杂，不确

定性因素增多，当前唯一能确定的是：这将是跌宕起伏的一年。

“2019年全球经济政策不确定性加剧，包括美联储加息频率、欧央行是否启动加息、英国脱欧结果、国际经贸关系变化等一系列事件都将加大全球经济不稳定的风险。”国投安信期货期权业务部行政负责人洪国晟告诉中国证券报记者。

一个利用波动率赚钱的经典案例发生在2018年“十一”长假期间。嘉合基金衍生品投资部总监余力告诉记者，长假期，美股带动全球股市大跌，我国央行则

决定进行一次较大力度的定向降准，利空利多交织，不少投资者困扰于节后该如何操作。

“与其猜节后是大涨还是大跌，还不如运用期权得天独厚的优势，用一小部分仓位去构建双买策略，即同时买入认购期权和认沽期权，做多波动率去博取节后首日的低开或高开。”余力介绍，2018年9月28日，他们分别以364元和397元的单价成交了一定量的C2700与P2600合约，10月8日分批平仓这一对双买组合后，最终以获利告终。

配置波动率资产

站在当下，以李明为代表的投资者避险情绪易升难降，机构对2019年大类资产配置的建议也多是以防御为主。这意味着，未来包括波动率资产在内的避险资产仍有较大表现空间。

近期，美股、原油市场均出现波动加劇迹象。从衡量市场对未来波动水平预期的VIX指数看，目前一度飙涨一倍至36.2，数次单日大涨10%甚至20%，就体现实投资者对未来的恐慌情绪。

“美国股市暴跌是对美联储加息及美国经济走弱预期的反应，原油暴跌则是由于世界经济放缓、需求减弱预期，这两

点都说明2019年全球经济可能面临下滑。”彭博认为，2019年美股调整将持续，避险资产如黄金、白银及债市料将有较好表现，风险资产如股票、期货预计将大幅下跌，但期权衍生品由于其对冲属性及波动率属性将会有资金加大配置。

从国内资产角度看，洪国晟认为，A股当前估值较低，从经济基本面来看，2019年没有明显的触底后直线上涨信号，较大可能会出现横盘整理走势，料在波动中夯实底部。同时，2019年债券市场仍将维持稳中向好行情，但中美利差的进一步收窄风险和企业的信用风险，在一定

张毅介绍，利用VIX指数可以管理美国股市大跌风险，如2018年12月以来，美股持续大跌，VIX指数连续攀升，如果投资者运用看涨VIX的金融工具，就能够适

当管理美股下跌的系统性风险。

“在应对美国股市和债市下跌风险加大过程中，要适当关注VIX产品及期货期权等相关金融衍生品，做好主动性的风险管理及投资配置。”张毅说。

洪国晟同时表示，在重要事件发生前，尽管很难预估市场对应的涨跌，但可以进行相应部位的避险对冲，或布局波动率资产增加收益。“目前来看，2019年海内外环境复杂，市场有很多不确定性，但波动加大比较确定，建议投资者2019年全年大类资产配置仍以防御为主，放更多比例在波动率资产和避险资产上。”

用波动率赚钱有学问

告诉记者。

张毅指出，波动率变化相较于股票市场平常的价格变化而言，其节奏要缓慢一些，也有向均值回归的长期特征。不过，在市场出现“黑天鹅”事件时，基于恐慌性情绪影响，波动率往往会发生巨大变化。

对于该如何配置波动率资产，业内专家纷纷给出了自己的建议。

洪国晟认为，2019年大类资产配置上，建议实行40%波动率资产+40%避险资产+20%风险资产的组合，也可以考虑交易两个市场的波动率偏差值，如逢高做空CBOE的VIX指数，同时在国内市场利用50ETF期权做买入跨式等做多波动率

的操作。

洪国晟表示：“预计2019年A股和港股的表现会比美股好，建议优先考虑投资A股和港股，或做多A股、港股的同时做空美股以进行配对交易。如果只投资A股的话，建议搭配50ETF期权来规避市场下跌风险。”

余力进一步指出，不论是2008年金融危机，还是2011年欧债危机，按以往历史表现看，美股熊市的市场环境中波动率指数VIX不会像在慢牛环境中那么稳定，单日波动率指数上涨20%以上的天数占比也明显增多，而下跌途中的企稳或反抽阶段，波动率往往又可能会出现一波持续下降。

“展望2019年，波动率指数很可能走出震荡走高行情。这对于期权交易者的实盘操作提出了一定挑战，波动率的来回震荡意味着只靠做买方或只靠做卖方的交易者将很难稳定地获得收益，而需要根据市场行情变化有买有卖调整持仓数量，及时做好波动率交易策略之间的轮动操作。”余力说。

彭博同时表示，利用期权做波动率交易是2019年重要的交易策略，波动率大幅涨跌给了期权投资者非常好的获利空间。“从策略上看，买入跨式策略做多波动率和卖出跨式策略做空波动率将是投资者需要学会的重要的投资策略。美股、原油、商品料将出现很多机会。”

美加息预期减弱 大宗商品暂避“拦路虎”

□本报记者 张利静

2019年或暗示只会加息两次，而此前2018年9月点阵图预计2019年将加息三次。

鲁证期货研究员李振东表示，美联储主席鲍威尔在2018年10月初声称的利率距中性可能还很远，而随后11月又改口则称政策没有预设路径，利率“略低于”中性区间。在12月议息会议后的新闻发布会上，鲍威尔表示美联储已经抵达中性利率区间预期的低端，可以看到美联储对于加息的表态已经变得鸽派。

此外，美联储对于2019年通胀的预期也略有下降，2019年核心PCE预期由此前2.1%变为2%。“通胀趋势是平稳的，这也是美联储愿意放缓加息步伐但要继续推进缩表进程的重要原因。”李振东分析，考虑到2019年原油产能过剩以及市场需求下降情况可能继续存在，油价或将继续疲软，这同样为美联储在2019年放缓加息步伐。

2018年12月议息会议后公布的利率点阵图显示，2019年底联邦基金利率的预测中位数为2.875%，按照0.25%的加息幅度，

创造了条件。

大宗商品短期上下两难

多位业内人士认为，美联储在2019年可能会停止加息，由此，强美元周期对大宗商品造成的压制力量或就此减弱。

众所周知，美元指数与大宗商品价格之前长期以来存在一种“跷跷板”效应，且在其背后，美国经济是主要推手，当这一因素影响力逐渐增强时，很可能扭转美元与大宗商品的反向关系。首先，作为大宗商品贸易标价货币，在商品供求关系不变情况下，美元走弱，以美元计价的大宗商品价格必然上涨。其次，美元指数变化，在一定程度上反映了美元资产吸引力的变化，资金会从中调整大宗商品和美元资产的配置，美元走强时，大宗商品市场资金倾向流出，导致其价格回落；反之亦然。

据分析，在二者反向变动中，多数情况下美元占主动地位，但也不能否认后者的反作用。当大宗商品价格整体出现下跌走势的时候，通常会减轻通胀压力，有利于美国经济恢复，利多美元；而大宗商品价格上涨则增强通胀压力，令美元承压。

在12月议息会议上，美联储分别下调了2018年、2019年的GDP增长预期和通胀预期，2018年GDP增速从3.1%降至3%，2019年从2.5%降至2.3%；2018年通胀预期从2.1%降至1.9%，2019年从2%降至1.9%。

市场人士认为，2019年，美联储加息预期减弱，且在全球经济降速风险增大且美股持续调整下，预计大宗商品短期难以走出趋势行情，一季度，在避险情绪升温、春节需求旺季影响下，预计贵金属走势将偏强。

大商所：加快推进多元开放国际一流衍生品市场建设

□本报记者 马爽

2018年12月28日，由大连商品交易所（简称“大商所”）主办的“当代中国期货市场发展历程回顾研讨会暨《当代中国期货市场口述史》图书发布会”在北京举行。20余位业内人士和专家参加了此次研讨会。

2018年是改革开放40周年，也是我国探索引入期货市场30周年。为全面回顾我国期货市场发展历程，汲取经验、更好地完成新时代期货市场的使命与任务，大商所组织开展了期货市场历史回顾研究工作，分别从期货市场建立、清理整顿、稳步发展、创新发展四个阶段，选取亲历者代表和主题事件，以口述形式对我国期货市场发展历程进行回顾和梳理，撰写了《当代中国期货市场口述史》，真实再现了期货市场发展中的精彩历程。

大商所党委书记、理事长李正强指出，编辑出版《当代中国期货市场口述史》，一是向改革开放40年致敬。以口述史的形式，重新展现改革开放大背景下中国期货行业发展历程，深刻揭示“没有改革开放就没有当代中国期货市场发展”的客观事实。二是向期货行业前辈、先进所做的艰苦探索致敬。2018年是我国期货市场多元开放、战略转型全面实现的一年，多元开放战略转型的实现，是基于过去30年不断探索的结果，这一路走来不容易。编撰口述史就是要让大家了解期货市场早期的艰难探索，我们走得再远也不要忘了为什么出发、出发的原点和征程中的‘大站’。三是为了让期货市场走得更加稳健、更加长远。通过口述史，可以让大家铭记30年艰辛探索形成的适合中国期货市场发展的理念、制度和方法，积累经验，发扬光大，不断作出新的探索。

“深入总结我国期货市场发展的经验，对进一步推动我国期货市场发展具有重要意义。”常清、杨迈军等与会专家纷纷表示，三十年来，我国期货市场从无到有、从小到大、从乱到治，艰难探索，逐步规范，走出了一条独具特色的发展之路，成为40年改革开放事业的重要组成部分。近年来，我国期货市场品种和制度创新有序推进，对外开放步伐加快，市场运行规范稳定，服务质量和服务能力有效提升。在发挥价格发现、套期保值基本功能的同时，在服务国家重大战略能力、服务供给侧结构性改革、服务国家高质量发展、服务农业农村现代化、助力脱贫攻坚战略以及双向开放等方面均发挥了积极作用。期货市场这30年来的经验，主要包括：一是我国期货市场是在政府主导下产生的，正确处理政府与市场的关系，更好发挥政府的作用，对我国期货市场发展至关重要；二是期货市场的发展要与国家重大战略相结合，要在发挥功能服务国家重大战略的过程中谋发展；三是法律法规制度规范是期货市场稳步发展的基础，在完善制度的基础上掌握好“严”与“宽”的关系，把握稳定与创新的平衡，是下一步期货市场发展需要处理好的重大命题；四是要坚持服务实体经济理念宗旨，深入把握期货市场服务实体经济特点，不断提升期货市场的功能与作用；五是要推进期现货结合、场内场外均衡发展，平衡好“场内”与“场外”的关系，进一步疏通扩大场内市场功能作用传导的途径，是期货市场发展的重要导向；六是期货市场建设的根本目的是为实体经济服务，为我国实体企业进行市场化改革、走向国际化而服务；七是坚持法治化、市场化的道路，呼吁“期货法”尽快出台；八是要加快期货市场对外开放步伐，建立国际性定价中心，形成“中国价格”“中国规则”“中国声音”。

明镜所以照形，古事所以知今。大商所总经理王凤海在总结时强调，期货市场的发展本身也是中国改革开放40年的一个缩影，口述史记录了中国期货市场从无到有的历史，艰难坎坷一路走过来，最终发生了巨大的变化。经过30年发展，中国期货市场在服务实体经济方面发挥了良好作用，大商所在其中也做了很多有益的尝试：“保险+期货”连续三年写入中央一号文件，在国内第一个推出商品期权，率先实现现有品种的国际化，推出互换场外业务，所有这些举措，最终的落脚点都是要让期货市场真正有效发挥作用。他表示，大商所愿与各方一起，在证监会的领导下，坚持巩固、充实、提升的工作方针，加快推进多元开放国际一流衍生品市场的建设。

2018年期市成交额同比增12%

□本报记者 张利静

中国期货业协会（简称“中期协”）最新发布的统计资料表明，以单边计算，2018年1—12月，全国期货市场累计成交量为3028865311手，累计成交额为2108183.94亿元，同比分别下降15.4%和增长12.2%。

其中，上海期货交易所累计成交量为1175388670手，累计成交额为815417.14亿元，同比分别下降13.84%和9.33%，分别占全国市场的38.81%和38.68%。

上海国际能源交易中心累计成交量为26509423手，累计成交额为127383.47亿元，分别占全国市场的0.88%和6.04%。

郑州商品交易所累计成交量为817829796手，累计成交额为382203.75亿元，同比分别增长39.55%和78.88%，分别占全国市场的27%和18.13%。

大连商品交易所累计成交量为981927369手，累计成交额为521956.61亿元，同比分别下降10.84%和增长0.36%，分别占全国市场的32.42%和24.47%。

中国金融期货交易所累计成交量为27210053手，累计成交额为261222.97亿元，同比分别增长10.63%和6.22%，分别占全国市场的0.9%和12.39%。