

巧用期权控回撤 对冲时代机构投资新体验

□本报记者 张利静 叶斯琦

“有人星夜赶考场，有人辞官归故里”。上证综指又一次站上3000点之际，有人忐忑退出，有人激流勇进。中国证券报记者调研发现，一些机构投资者巧妙地利用期权，在A股的波浪中稳健前行。

股票期权结合 机构游刃有余

“大盘走势实在是出乎意料，就算我想买入，在这个点位也实在下不去手啊！”上周五，正居家办公的期权研究人士徐先生收到了这样一条微信语音“求助”信息。

实际上，他的这位朋友早在几天前就开始采取对冲策略。只是没有想到“A股行情反弹力度这么强”，害得他连连抱怨：“中性策略每天对冲实在累死人又赚不到多少”。

但许多投资机构人士的心声是：不亏就很好了！“节后这些天，能控制好资金回撤已经很让人羡慕了。”一位投资者告诉记者，基本上回撤控制得好的，都是有“对冲安排”的。

“2月3日千股跌停那天，我们产生了0.4%的当日收益。”一家私募基金人士告诉中国证券报记者，利用期权这一避险工具，很好地控制了市场风险。

据了解，该私募人士管理的期权型资管产品，2月至今的期间收益在4%左右，期间回撤不到1%。该私募人士介绍，2月采用的是“股票+期权对冲”的策略：以现货多头为底仓，用轻度虚值认沽权利仓套保，充分发挥期权对冲风险、保留上行收益的优势。

从期权市场参与者情况来看，上交所产品创新中心最新发布的股票期权行业通讯显示，截至1月底，上交所期权投资者账户总数42万户；排名经纪业务成交量（不含自营、做市业务）前五的证券公司（华泰证券、银河证券、中信证券、国泰君安证券、广发证券）1月成交量共占据市场份额的20.87%，其经纪业务客户数量合计占市场份额的27.88%。

国投安信期货期权部行政负责人洪国晟表示，春节后开市以来，A股市场稳步回升，特别是近几日市场交投热情快速升温，无论是沪深交易所的50ETF期权、300ETF期权，还是中金所的300股指期权，近期的认购、认沽期权成交量均大幅攀升，可见市场对买入认沽期权的避险功能，以及持有现货卖出认购期权的增强收益功能运用非常普遍。

映射A股 持仓是面好镜子

实际上，期权功能的发挥，是基于其指征在一定程度上映射出了A股市场的投资者情绪。

混沌天成资管衍生品投资部余力表示，2月3日以来，波动率指数经历了先上升到下降再到上升的过程，这恰好反映了市场预期的变化：一开始资金认为超跌后存在大幅反弹，随后可能在前期压力位存在震荡回调，但近



新华社图片

期各大指数放量站上所有均线后，期权市场的资金意识到回调暂时落空，波幅可能再次放大。上周期权市场最大的指标变化就是波动率指数上升，这表明资金预期之后一段时期，上证50和沪深300的波动率将会上升。

持仓是反映投资者看法的一面镜子。从持仓量的角度来看，洪国晟表示，3个沪深300期权近一周的日均持仓量达到250万张，并没有超越50ETF期权的350万张，这可能与目前较多机构还是偏向于持有上证50指数的大蓝筹成份股，更多在50ETF期权市场做备兑增益策略有关。

“期权持仓很能说明问题，尤其是市场的态度。”方正中期期货期权研究员彭博解释，春节后前两个交易日，300ETF认购期权的持仓量大增，特别是行权价在4.0附近的合约持仓量最大，表明市场看涨到该位置，而目前300ETF已到达该处。最近几天虽然市场上涨，但认购期权持仓持续减少，认沽期权持仓持续增加，反映出市场认为股市连续大涨后可能将面临调整。

光大期货期权部分析师张毅表示，期权市场的成交量稳步增长，持仓量明显增加，相比此前50ETF期权上市后三个月的成交量和持仓量的变化，目前300ETF期权在上市以来三个月的时间内，其成交量和持仓量增加更为迅猛，投资者进场速度更快。

“300ETF期权因为其对应ETF涵盖的股票标的更加广泛，对于广大的机构投资者而言，运用300ETF期权进行避险操作及投资操作可能会更加便利。”张毅说。

洪国晟分析，从期权的隐含波动率走势来看，上交所50ETF和300ETF期权的隐含波动率均已回到节前水平，彼时市场避险情绪有所升温，但随着近期持续上涨，上交所300ETF期权的Skew指数（反映市场运行风险）从节前大约100点附近，到节后首日大跌至60.7点，再到现在升至120.5点，可以看出虽然近期行情走势良好，但市场避险情绪犹存，无论是买入认沽的保险策略，还是卖出认购的抵补策略，都会造成Skew指数升高。

“从4个权益类期权品种的持仓PCR（认沽认购比率）来看，节前均保持在0.65—0.8之间，节后首日A股大幅跳空，各品种持仓PCR指标大幅回落至0.51—0.56之间，随后行情开始上涨，各品种持仓PCR均持续上升，从节前的0.67已经升至1.32，除了有部分期权临近到期的影响外，如果从资金占用量更多的卖方角度来讲，PCR的逐步上升代表着市场卖出认沽的规模在增加，显示出市场更多持乐观态度。”洪国晟表示。

再战3000点 重视期权“保护伞”

回顾节后市场表现，股市连续三周震荡回升，市场成交活跃，资本市场表现出了较强的韧性。结合股权市场，后市投资者该走还是留？

张毅表示，在不确定性仍存的情况下，可结合股票市场的组合部位去思考期权的运用，留意认沽期权的避险功能。以购买保险、支付保险费的风险考量来运用买入实值认沽期权进行适度避险，当然从合约选择上更多要选用下月期权合约，类似于保险的价格避险功能的时间跨度更大。

洪国晟建议，对于持有股票且已有浮盈的投资者来说，可以考虑选择卖出虚值认购期权的备兑增益策略，如果后市行情有所回调，收取的权利金可以提供下跌保护，如果行情继续上涨，持有的股票多头也可以避免行情踏空。

“期权的功能，其实就相当于一份保险的功能，投资者利用期权，可以为手里持有的头寸购买一份保险，以对冲手里的头寸可能带来的不确定风险。”一德期货分析师霍柔安表示。

“从我这里了解到的情况来看，春节期间结束后，投资者对于期权的关注度大幅提升，其实不仅是在当下这种特殊行情下，在任何行情不确定或者小长假前，都可以利用期权来对冲可能面临的风险，无论事件或者假期后，就算风险并没有发生，我们也可以对期权进行平仓，仅亏损一小部分时间价值。相信经历了此次事件后，会有越来越多的投资者意识到合理应用期权的重要性。”她解释道。

外矿减产影响有限

衍生品市场平稳运行 期货工具保“价”护航

□本报记者 周璐璐

2月22日，中国钢铁工业协会（简称“中钢协”）召开视频信息发布会，介绍当前我国钢铁行业运行情况和面临的问题。中钢协副会长骆铁军主持会议，宝武钢铁、沙钢相关负责人介绍各自企业应对疫情的主要措施和生产情况。

据介绍，疫情导致钢铁行业面临着交通运输受限、下游复工延迟等影响，部分钢厂已采取减产和设备检修措施。在原料供应端，虽然力拓等境外矿山下调铁矿石发运量，但对当前铁矿石供需平衡的影响较小。值得注意的是，春节后国内期货市场运行趋稳并步入常态化，在特殊时期提供了有效的价格信号和避险工具，助力钢铁企业抗“疫”渡关。

二季度下游需求好转

骆铁军表示，疫情对钢铁业的影响体现在多个方面，其中包括：交通运输受限，原辅料短期供应紧张，产品出库困难；建筑、机械等主要用钢行业开工延期等。对于各方较为关心的原料供应情况，受近期澳大利亚飓风和淡水河谷暴雨影响，部分矿山公司下调一季度产量预测，市场担忧短期矿石供应可能存在缺口。骆铁军认为，矿山发运量的减少对近期铁矿石供需平衡的影响很小。力拓减产将影响生铁产量1万吨—1.5万吨/日，而受疫情影响，截至2月21日，已有47家钢厂的73座高炉实施停产或检修，影响铁水产量21万吨/日。

提供避险工具

面对钢铁行业所受的影响，以服务实体经济为宗旨的期货行业整体运行稳健，期货业也在积极行动。各期货交易所在证监会统一部署下，进一步加强市场监管和风险防范，切实维护市场稳定运行，并为市场提供有温度的监管，为实体企业应对疫情和现货经营风险提供了有效的期货价格信号和避险工具。以大商所为例，新冠肺炎疫情发生以来，大商所围绕疫情防控和维护市场稳定，积极应对疫情带来的挑战，确保铁矿石期货市场安全平稳运行，并拟定相关措施服务生产企业。

记者了解到，春节期间大商所紧密跟进铁矿石现货和境外市场变化，在市场监管方面，假期结束市场开市后，大商所持续强化市场服务与监管，先后3次面向会员发布“温馨提示”，公布疫情防控会员和客户业务办理便利措施；推动和支持客户采用期转现、厂库交割模式灵活处置现货，确保交割业务顺畅；大商所还推出了加强线上产业企业培训、便利新入市产业企业套保申请、减免仓单充抵保证金手续费等多项措施，增加市场业务办理的便利性、降低钢铁企业风险管理成本，通过提供有温度、有弹性的监管与服务，更好地服务企业参与利用衍生品市场。

从节后市场运行情况看，由于各方准备充分，铁矿石与国内大多数品种仅在开市首日出现跌停行情，随后即趋于稳定，保持了安全平稳

的运行态势，并为节后陆续复工的企业提供有效的期货价格信号和避险工具。截至2月21日，铁矿石主力合约价格仍比现货价格低14元/吨，9月合约比5月合约低27元/吨，反映出市场认为疫情影响较为短期、悲观情绪逐步改善。

从交易情况来看，今年以来铁矿石期货单边日均成交、持仓量分别为74.4万手、84.4万手，虽然较节前有较大增幅，但相较于去年同期成交下降了12%、持仓增加了28%，疫情发生以来成交持仓比尚未超过1.0，这表明投资者越来越理性，同时也与春节期间现货价格波动较大、企业套保避险需求增加有关。

记者在采访中获悉，一些钢铁企业在疫情防控期间积极利用衍生品工具对下游产品和上游原材料进行套保。某钢厂利用2月初疫情及外盘影响下铁矿石价格大幅回调的时机，开展铁矿石、焦炭期货多头套保，锁定数万吨原材料价格成本；另一家长期参与期货管理原料及产品价格风险的大型钢厂，今年通过铁矿石期货提前锁定价格、以目前价格核算降低原料成本近1亿元，有效对冲了疫情的负面影响。

除了期货套保外，去年12月上市的铁矿石期权为钢铁企业提供对冲原料价格风险提供了新工具和新策略。中大期货副总经理景川认为，有了场内期权后，当担心原材料价格上涨时，企业可以通过购买看涨期权来锁定成本。如果价格上行，看涨期权的收益能够弥补现货采购中的损失；若价格下行，企业也不会付出额外的成本，依然能够享受到原材料价格下行的收益。

不确定性犹存 美股高位回落

□霍华德·斯韦尔布拉特

上周三标普500指数再创新高，但在随后的两个交易日里，美股出现“逾期中”的回调，最终标普500指数上周累计下跌1.26%。目前部分华尔街分析师仍然认为，在2020年第一季度，市场可能存在一定的不确定性，但随后这种不确定性将下降。

上周有多个较为重要的经济新闻和数据引发市场关注。日本2019年第四季度国内生产总值(GDP)按年率计算环比下降6.3%，远高于市场此前预期的下降3.7%，主要原因是日本营业税增加（从之前的8%升至10%）以及天气因素。展望2020年第一季度，日本经济前景诸多不确定性犹存。

美国方面，几个重要的房地产数据陆续公布。美国2020年2月份住房市场指数下降至74点，而市场此前预计为75点，与1月份的75点持平。美国今年1月新屋开工数量（按年化计算）为156.7万套，超过市场预期的142万套，但低于去年12月的162.6万套。美国今年1月住宅营建批准数量达155.1万套，高于市场预估的145.3万套，以及去年12月的142万套。美国今年1月成屋销售数量为546万套，同比增长9.6%，符合市场预期。

此外，美国今年1月份生产价格指数(PPI)环比上升0.5%，远高于市场预期的0.1%，较去年同期增长2.1%。

美联储2月19日公布的今年1月货币政策会议纪要显示，美联储认为当前利率处于适当

水平，与贸易相关的风险有所缓解，全球经济初步出现企稳迹象，但美国经济前景面临的下行风险依然突出。纪要表示，美联储高层认为将利率保持在当前水平足以支持美国经济温和增长、劳动力市场强劲和通胀稳定，也能让美联储有充足时间来评估2019年的宽松政策对经济活动的持续影响，积累与经济前景相关的信息。

在美国每周例行公布的数据中，美国抵押贷款申请较此前一周环比下降6.4%，购房申请较此前一周下降3.0%，再融资申请较此前一周下降8.0%。EIA原油库存报告显示，美国原油库存较此前一周增加40万桶，而市场此前预期为增加330万桶。美国上周首次申领失业救济人数为21万，符合市场此前预期。

苹果公司上周发表了2020年第二财季业绩指引，宣布公司此前基于该财季的营收目标或达不到预期。苹果公司表示，不太可能实现3月当季销售预期，因为其供应链面临压力。苹果今年1月曾预估，截至3月的第二财季营收介于630亿—670亿美元，高于分析师预估的624亿美元。（作者系标普道琼斯指数公司资深指数分析师，张枕河编译）

**S&P Dow Jones Indices
标普道琼斯指数
Chinese.spdji.com**

易盛农期指数震荡走强

□博时基金 王祥

易盛农期指数上周震荡走强。截至2月21日，易盛农期指数收于947.02点，而上周一该指数收报938.25点。

权重品种方面，菜粕震荡，上周菜粕低位吸引成交，总成交增至9800吨，后两日菜粕远月基差成交放量，成交大增至6.06万吨。截至2月14日沿海油厂菜粕库存达2.2万吨，去年同期为1.7万吨；港口颗粒粕库存为17.3万吨，仍为历史新高。

油脂方面，菜油上周走弱，目前来看新冠肺炎疫情影响还在继续，油脂现货成交清淡，基差持续走弱。现货供需压力逐步传导至盘面，未来油脂必须通过价格下跌来缓解供需矛盾，菜油作为前期强势油品跟随豆棕油下跌，后期看来可能仍不太乐观。

易盛农期指数(郑商所)(2月21日)



监控中心工业品指数持续反弹

□方正中期期货 夏晓晓 汤冰华

上周利多消息频出，市场对复工时间预期乐观，在流动性宽松的情况下，部分商品修复了节后下跌缺口。中国期货市场监控中心工业品指数继续上涨。截至2020年2月21日当周，CIFI最终收于1077.2点，当周最高上冲至1079.77点，最低探至1057.81点，全周上涨1.53%。

截至2月21日当周，工业品维持偏强走势，涨多跌少。其中，黑色系领涨，铁矿石反弹7.48%。贵金属紧随其后，抬升5.10%。石化品种燃油、PP和沥青涨幅均超过3%。而有色金属则普遍低迷，镍回落2.20%。

铁矿石涨幅明显，一方面是由于其自身基本面有所强涨，另一方面市场对其后续供需进一步转好的乐观预期逐渐发酵，与基本面形成共振，推升盘面持续上行。部分钢厂已开始按需进行采购，完成刚性补库，港口库存继续下降，疏港量继续恢复，贸易商基于后市进一步好转的预期挺价意愿强烈，推升现货价格不断走高。

美元上周继续强势上行，贵金属同步走高，市场对各类风险事件的担心在不断加强。目前市场担心包括日本、新加坡、英国等国的重大公共卫生事件发展情况，全球风险偏好或逐步下沉。人民币汇率若快速走低，可能导致风险资产中的资金外流，对内盘金银形成较强向上托力。

燃料油强势上涨，国际油价强势反弹，消息面上主要是美国制裁俄罗斯石油公司所带来的利好引发原油上行。但从基本面来看，一季度仍处于累库阶段中，原油大幅反弹可能性较小。中国集装箱出口运价指数仍高于过去五年均值水平，从航运燃油需求上来看，并未大幅下降，对燃油仍有一定提振作用，但新加坡燃油现货市场依然疲软。

镍价整理后回调，国内企业逐步复工。中国镍矿石港口库存有所下滑，而国内外矿石价格相对平稳，印尼国内公布镍矿石基准价，有涨价意向。从电解镍来看，国外库存连续增加回升至22万吨上方，LME镍现货贴水增加，现货宽松，压力增大。国内库存下滑，现货升贴水表现需求一般，金川镍逢低补库意愿略好，但仍受到物流影响释放有限。

**长江期货
CHANGJIANG FUTURES
诚信为本 服务产业**

扫二维码关注官方微信公众号

截至2月21日当周CIFI指数部分品种涨跌幅统计

CIFI指数品种	当周涨跌幅%	上周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅%
铁矿石	7.48	7.07	14.55	4
白银	5.10	-0.56	4.54	5.22
燃油	3.99	3.09	7.08	0.22
PP	3.66	-0.2	3.46	-2.99
沥青	3.28	0.81	4.09	1.05
塑料	2.64	0.15	2.79	-2.17
纸浆	2.63	0.31	2.94	0.92
螺纹钢	2.56	2.20	4.76	-0.43
乙二醇	2.26	0.25	2.51	-3.42
热轧	2.17	2.71	4.88	-1.05
橡胶	2.05	1.37	3.42	-3.02
原油	1.76	0.82	2.58	