



对冲交易构筑“黑天鹅”防护网

□本报记者 刘跃

对于“8·16”事件的主体光大证券来说,对冲交易成为其化解风险的救命稻草,这也使得对冲交易在防范“黑天鹅”事件中的重要性再度凸显。分析人士指出,尽管“8·16”事件并不具备普遍性意义,但在中国经济转型产业结构的大背景下,A股市场发生系统或局部“黑天鹅”事件的概率都较此前有所增加,而对冲交易也因此正在成为越来越多资金的“护身符”。

“8·16”事件凸显对冲重要性

8月16日11点06分开始,沪指盘中瞬间上涨近6%,工商银行、中国石化等多只上证50权重股触及涨停板。对于这一市场异动,投资者目前已经知道原因在于光大证券相关交易出现失误。

证监会日前公布的初步调查结果显示:光大证券的策略

交易系统包含订单生成系统和订单执行系统两个部分,存在程序调用错误、额度控制失效等设计缺陷,并在8月16日被连锁触发,导致生成巨量市价委托订单,累计申报买入234亿元,实际成交27.7亿元。同日,光大证券将18.5亿元股票转化为ETF卖出,并卖空7130手股指期货合约。

从本周前两个交易日的市场表现看,“8·16”事件对整体市场并未产生过于负面的冲击。但是,通过这次异动中光大证券的一系列后续措施,很多投资者都更加深刻地认识到了对冲交易在应对“黑天鹅”事件时的重要性。

据相关报道,8月16日在接到上海证券交易所的问询电话后,光大证券迅速批量撤单,并终止套利策略订单生成系统的运行。为了对冲股票持仓风险,光大证券开始进行相关对冲操作:一方面,公司策略投资部总共卖出了上证50ETF、上

证180ETF共约18.9亿元;另一方面,对股指期货IF1309、IF1312共建立了7130手空头合约。在经过一系列对冲操作之后,公司基本对冲掉了当日误操作买入现货的短期风险,最大程度地降低了在“8·16”事件中的损失。

尽管对于光大证券在“8·16”事件中的对冲操作,目前市场仍然存在较大争论;与此同时,公司股指期货空头仓位的完全裸露也大幅增加了后市被逼空的风险;但不能否认的是,至少对于光大证券自身来说,其通过对冲交易已经在“8·16”事件中获得了最理想的结果。试想,如果目前A股市场仍然处于单边交易格局中,那么本次“8·16”事件不仅对光大证券,甚至可能对整个市场都会形成较大的负面影响。

对冲交易规避“黑天鹅”

当然,“8·16”事件具有很大的偶然性,并不具备普遍性

意义,但是这并不意味着投资者应该继续放松对“黑天鹅”事件的警惕性。实际上,在中国经济调结构的大背景下,无论是市场基本面还是行业走向,都具备较大的不稳定特征,而这无疑给“黑天鹅”事件的滋生提供了土壤。

6月份的“钱荒”仍令投资者心有余悸,彼时A股市场出现了明显的持续跳水走势。“钱荒”之所以会发生,与经济结构转型、金融领域和实体经济去杠杆关系密切。既然中国经济转型的大幕刚刚开启,那么就有理由相信,类似6月份“钱荒”的系统性黑天鹅事件仍然存在较大的发生可能性。

从对冲交易的角度看,在6月份钱荒中,不少机构投资者都进行了卖空期指、持有中长线优质股票品种的操作,并因此取得了明显的超额收益。分析人士预计,这一操作思路在未来仍将成为投资者对冲系统性黑天鹅事件的有

力武器。

此外,在具体行业股票方面,转型预期可能在两个层面给具体股票品种带来黑天鹅隐患。一方面,在经济转型中,产能过剩的行业会出现景气度的明显下行,此前繁荣阶段被隐藏的风险也可能逐渐暴露出来。典型的例子就是此前光伏产业景气度持续下行后引爆企业信用风险,以及白酒行业景气度见顶后伴生出“塑化剂”事件。另一方面,转型期股市特有的结构性特点,也给市场局部泡沫膨胀提供了契机,而经验显示,泡沫过大的地方也很容易放飞出黑天鹅。

对于上述局部黑天鹅风险的防范,分析人士指出,目前市场主要利用两融市场进行对冲,即对估值过高的行业股票进行融券操作,与之对应则买入市场中的估值洼地。从近期看,部分投资者就在对新兴行业股票和传统行业价值股进行类似操作。

期指套保多空失衡是常态

□长江期货首席经济学家 刘仲元

现货商利用期货工具进行套期保值或套利交易,既有做多的也有做空的。但从对冲头寸的总体分布看,多头和空头之间几乎是永远不可能实现平衡的。失衡的程度既与价格有关,也与期货品种自身的特点有关。

对于A股期指的做空,有人提问:“为什么在允许股指期货做多的情况下,却出现了大面积做空”;还责问“哪个国家的股指期货机构出现大面积做空”;甚至作出结论:“古今中外,从来没有出现过这样的一种情况”。

股指期货套保数量上的失衡基本上倾向空头,这与股市的特点有关。由于绝大多数商品(除了黄金等贵金属之外)都是消耗性产品,因此交易的是流量。比如,铜矿常年生产铜,角色定位决定了如果套保就是做空;电线电缆公司常年需要

铜,角色定位决定了如果套保就是做多。然而在股市中,交易的对象实际上是存量。股票没有消失,总有持股者存在,因此造就了做空避险的庞大需求永存。

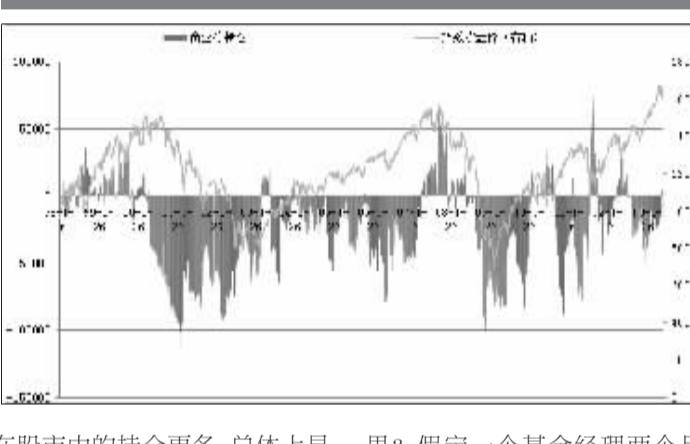
配图为美国标普500股指期货15年来商业(即相关现货商)净持仓头寸与指数对照图。从图中不难看出:无论是上涨行情还是下跌行情,商业净持仓为负(即持有净空头)的时候占多数,最多时甚至超过10万手。

现货商在股指期货上做空为主就一定赚钱吗?未必。从美国的标普500股指期货看,2000年开始的一波下跌,商业净空单一路增加,的确在期指上挣了不少钱,但自2003年开始的差不多5年的上涨行情中,除了刚开始反弹时商业持仓一度转化为净多头,其余时间基本上是净空单不断增加,更为倒霉的是在最后阶段净空单转为净多单时,行情却开始暴跌了。这一阶段商业净

持仓在股指期货上总体是亏钱的。此外,如从2009年至今的上涨行情结合商业净持仓看,也挣不了钱。

实际上,对现货商利用期货的使用效果评价不应该只看单边的盈亏,正确的方法是应该结合期现两者进行。有人总习惯于仅从期货进行评价,实际上只反映了评价者自己的投机心态。

如果将期现两者结合起来对配图进行评价,则我们根本得不出商业机构在第一波下跌行情中挣钱或在后面的上涨行情中亏钱的结论。因为在下跌行情中,即使是净空10万手期货头寸,与机构在股市中的总体持仓相比,也仍旧是不成比例的,因此可以下结论说,总体上仍旧是亏钱的。当然,不排除一些机构避险的节奏掌握得非常好,在下跌行情中不仅不亏,还能赚钱。同样,在上涨行情中,也不能认为机构在期指上拥有净空而因此亏钱了,因为机构



在股市中的持仓更多,总体上是受益者。

对于期现头寸合并计算,有人认为必须分开看,还说这是因为“股票持有多头是历史行为,股指期货做空是现在行为”。

这是无知的强辩。股票持有多头是历史行为,即股票是以前买的,但随着价格下跌导致的损失难道不是现在的结

果?假定一个基金经理两个月前预期股市上涨而购买了股票,后来果真上涨了一段时间,但目前处于回调期并预期将进一步回调,于是在股指期货上做空锁住盈利,这不正常吗?难道因为是历史行为就可以置之不理吗?买进股票和卖出期指同步发生的行为不是没有,但那是期现套利策略,而非套期保值行为。

沪深300指数震荡调整

□本报实习记者 徐伟平

“8·16”事件的利空效应尚未被市场消化,昨日,沪深两市又遭遇了亚太股市的普跌,内忧外患之下,沪深300指数的短暂反弹被中断。预计该指数仍将维持弱势震荡的格局。

受“8·16”事件引发担忧情绪影响,沪深300指数小幅低开,维

持震荡格局,盘中最高探至2353.41点,午盘后,受到亚太股市普跌的影响,沪深300指数震荡下行,最低探至2303.67点,尾盘跌幅略有收窄,报收于2312.47点,下跌0.81%。值得注意的是,伴随着光大证券的复牌跌停,券商股出现普跌,中信非银行金融指数下跌1.81%,在29个中信一级行业指数中跌幅排名居前。

个股方面,证券、地产股对现指拖累最明显。昨日对沪深300指数贡献度最高的前4只股票,均来自券商和地产板块。其中,海通证券、万科A和中信证券对沪深300现指的拖累最大,指数贡献度分别-1.41%、-0.94%和-0.82%。相对而言,兴业银行、大秦铁路和平安银行对现指构成一定支撑,昨日对沪深300现指贡献度分别为0.89%、0.82%

和0.39%。

期指方面,股指期货四大合约悉数下跌,跌幅均大于现货。其中,主力合约IF1309下跌0.98%。

分析人士指出,昨日光大证券复牌即一字跌停,刚一开盘便有逾百万手买单砸在跌停板,截至收盘跌停板上仍有122万手买单。祸不单行,海通证券

也出现了交易系统问题,昨日股改复牌的上海石化和仪征化纤两只股票,众多海通证券客户反映开盘后无法卖出,直至9点40分,交易才恢复正常。受此影响,券商股出现普跌,也在一定程度上拖累了沪深300指数。考虑到“8·16”事件对市场情绪的影响并未结束,而亚太股市的大跌又使市场再次承压,预计短期沪深300指数将维持弱势震荡格局。

8月19日融资净买入额前20的证券

证券代码	证券简称	截止日余额(元)	期间买入额(元)	期间偿还额(元)	融资净买入额(元)
510300.QF	华泰柏瑞沪深300ETF	71214601	2516578339	1831152969	6854052370
510500.QF	华夏上证50ETF	543357181	199648899	14679552071	5085368289
601318.SH	中国平安	621619191	29951578534	24867367796	5084210738
600016.SH	民生银行	495696127	37312236588	33994203699	3317952889
000001.SZ	平安银行	3785388174	26701839646	23654522388	3047317258
600037.SH	海通证券	325759689	30746584356	28041400876	2705183490
600084.SH	鹏博士	2792836343	25025781936	22339317307	2864646429
600256.SH	广汇能源	363027077	22545401217	19962042874	2581538433
600433.SH	冠豪高新	229666244	6593854099	4300948777	229205322
601166.SH	兴业银行	367494840	3813429665	35900025517	2324271178
600303.SH	中信证券	3448636236	3077010462	3097055714	2106437478
000793.SZ	华闻传媒	2024456154	8406324463	6506926045	1899398418
600000.SH	浦发银行	3756427916	2718259829	2533079768	1851732151
601901.SH	方正证券	1614313816	17002540930	1614314072	1614314072
000503.SZ	海虹控股	1555061823	1034832774	8872649990	1475578784
002230.SZ	科大讯飞	1465679382	901663140	7625983758	1465679382
000725.SZ	京东方A	1437586868	6476901947	5040015079	1437586868
000776.SZ	广发证券	1711421041	15725109460	14300191492	1424998968
600030.SH	博瑞传播	1413605088	1213489935	1072025739	1414642196
000625.SZ	宏源证券	1592842976	1950782663	1819639679	1304395894

8月19日融券净卖出量前20的证券

证券代码	证券简称	截止日余额(股)	期间卖出量(股)	期间偿还量(股)	融券净卖出量(股)
159910.QF	易方达深证100ETF	16241566	1142279341	1127992186	147799155
510300.QF	华泰柏瑞沪深300ETF	80160433	25905892024	23822786429	83105595
510190.QF	华安上证180ETF	61934727	695006137	6874463933	75000154
510050.QF	华夏上证50ETF	53265828	9515413547	9457682323	57731224
600016.SH	民生银行	25396329	1746743397	1721300065	25443332
159902.QF	华夏中小板ETF	31881209	902259293	877525009	24734284
600109.SH	国金证券	24283593	92484988	68317110	24167378
600837.SH	海通证券	24653345	971203681	947612349	23591332
159919.QF	嘉实沪深300ETF	22548128	1000110736	978239308	21871428
159903.QF	南方深证100ETF	12164714	414526961	403384234	11142727
601398.SH	工商银行	12646582	349648702	338981627	10667075
600000.SH	浦发银行	5855038	723347152	717639964	5716188
600036.SH	招商银行	5266144	863274654		