

# 期指主力腾挪:资管抢镜 自营缩水

□本报记者 王朱莹



CFP图片 制图/王力

## 自营下马 资管上位

自股指期货上市以来,券商自营一直是期指市场的主力,中金所数据显示,2014年1月2日,股指期货持仓中,证券自营占比最大,为54.77%,其余均为券商、基金、信托、保险等金融机构资产管理类产品。

而随着时间推移,股指期货持仓量持续上升,其中资管类产品的持仓占比出现大幅上升,并反超券商自营持仓量,成为期指主力。中金所数据显示,截至今年8月29日,券商自营持仓占比下降至38.24%,而各大金融机构的资管类产品占比则由1月2日的45.23%上升至61.76%。

方正证券研究所金融工程首席分析师高子剑认为,股指期货的使用主体出现转变很正常。环顾整个资本市场上自营和资管的比例,资管一直处于上升阶段,随着大资管时代的来临,这个现象也是水到渠成。

华夏基金数量投资部副总经理张弘弢指出,一方面,资管行业的总规模要远大于自营,资管行业成为股指期货运用主体是必然的;另一方面,资管行业成为股指期货运用主体,说明股指

期货逐渐成为机构投资者所熟悉的有效投资工具,资产管理机构可以使用股指期货为投资者提供和管理更多风险收益特征的产品,这对于改善股指期货市场投资者结构,保证股指期货市场平稳有序运行,有重要意义。

“一般而言,券商自营是使用自有资本金,后者总是有限的,而资管使用的是客户资金,业务的规模和数量相对更大,也能更有效地服务客户。从体系的风控角度而言,资管使用股指期货既有可能是为了避险,也有可能是做复杂性交易,股指期货的使用空间不断拓展,是一个好的现象。”银河证券金融衍生品部总经理丁圣元补充道。

以银河证券衍生品部为例,丁圣元指出,股指期货策略从方向上大致可分为三类:其一是避险,为公司自营部门做套保,主要体现在融资融券业务的券源存在敞口,利用股指期货进行对冲;其二是套利,如合约期现价差套利、股指期货和封闭式基金之间的套利等;其三是衍生品部有一些大额业务如ETF做市、大宗交易等,可使用股指期货进行风险对冲。

## 券商转型:回归中介本位

股指期货主力身影变动的背后,不仅是股指期货本身投资者结构的变化,更代表着整个证券行业发展模式的变化。

“以前,券商证券自营部门的业务贡献度很高,但自营业务参与过多会加大股市波动对业绩的影响。从趋势上看,券商将做好资本中介回归。举例说,去年年底左右,安信证券高层考虑到业务转型需要,决定裁撤风险程度较高的股票自营部门。”一位接近安信证券的内部人士表示。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示,上述现象代表了券商发展思路的转变,以往券商都认为自己是市场的直接参与者,但国际上成熟的大投行承担的都是资本中介的角色,着重于资产管理。“资管发展了,自营自然相对削弱了。前几年券商都表示要压缩自营,一是从规模上压缩,二是主营转向,从权益类资产慢慢向固定收益类转变,降低风险。”

根据《中国证券业发展报告(2014)》显示,2010年以来,A股市场持续震荡下跌,各家证券公司持续收缩传统自营规模(方向性股票投资业务)。2013年以来,主流大中型证券公司方向性自营平均规模稳定在30亿元左右。同时,2013年也是证券公司资产管理业务充

分利用制度红利发展壮大的一年。证券公司的同业竞争环境明显改善,证券公司与银行、信托等其他金融机构管理客户资产规模的差距不断缩窄。

“一直以来,证券公司传统方向性自营交易由于受投资范围与投资方式限制,业务靠天吃饭特征显著,与股市牛熊周期关联紧密。为此,证券公司正积极创新另类投资业务。”业内人士分析称。

所谓另类投资,是指利用市场的非有效性,运用各种灵活的交易策略,来获取超额收益的投资方式,具有绝对收益、风险敞口低、与市场相关性低的特点。与单向做多股票、债券等传统投资相比,能减小市场周期性波动带来的风险,获得较为稳定的收益。

中信证券在其半年报中指出,公司正积极推进股票自营战略转型,积极管理风险,利用境内外市场的非有效性,通过对冲、套利、量化等方式,获得相对稳定的收益。公司进一步丰富证券自营投资的多样性,增加新交易策略,在有效管理风险的基础上获得收益。目前已开展的业务或策略包括境内外组合对冲基金投资,股指期现套利、统计套利、基本面量化、可转债套利、特殊情

## 衍生品:必需品而非附属品

“如果没有股指期货,另类投资、高盛模式、销售交易等金融创新,都是水中月、镜中花,只有衍生品工具逐步发展,才可能进一步讲资本市场的对外开放。如沪港通业务上,正式股指期货的存在,才可以尽可能地拉小内地资本市场和‘既能做空又能做多,而且没有涨跌停板限制’的香港市场的差距,丰富对话基础,加大话语权砝码。”丁圣元表示。

不过,目前市场上对于股指期货的认识却存在一定误解,认为股指期货是导致市场下跌的原因。“这显然是无稽之谈,恰恰相反,正是有了股指期货,才让市场策略能够更加丰富,进而平抑市场波动,起到‘减震器’的作用,增强市场稳定性。”多位券商、基金以及私募人士在接受中国证券报记者采访时均表示。

从切身体会出发,嘉实基金董事总经理杨宇认为,股指期货上市三年半以来,对于市场、机构投资者和普通投资者都产生了良好的影响。

首先,平抑了市场波动,“减震器”作用显

现,增强了市场稳定性。在股指期货未上市前,投资者面对下跌风险,只能大量抛售股票,如今则可以通过股指期货来对冲风险。

他举例说,某机构投资者持有股票市值20亿元,当他预期股市下跌需要抛售一半头寸时,如果直接抛售股票可能因抛售引发恐慌性抛盘涌现,放大剩余头寸的风险,此时便可保留现货头寸、运用股指期货避险,既能减轻市场抛压,又能防范市场下跌给其账户带来的冲击。

其次,为投资产品的开发设计提供了更多的策略,“做多套保”的策略也逐渐体现。“我们大量使用了股指期货作为对冲工具,未来金融工具越多元化,我们构造的策略也会更多元化。”

杨宇介绍说,除了使用传统的“做空套保”手段,随着市场的变化,机构投资者还会运用股指期货进行“多头套保”,如股指期货一度出现较大贴水,嘉实基金便灵活进行了“多头套保”,做到“现货替代”,即买入价格更低的期货来替

近年来,券商自营持仓量在股指期货总持仓中一直占据主力地位。但中金所数据显示,近半年来,各金融机构资管产品使用股指期货的数量急剧提升,持仓占比直线上升,反超自营成为主力。

业内人士分析认为,上述现象代表了券商发展思路的转变,以往券商都认为自己是市场的直接参与者,但国际上成熟的大投行承担的都是资本中介的角色,着重于资产管理。“近几年券商

都表示要压缩自营,一是从规模上压缩,二是主营转向,从权益类资产慢慢向固定收益类转变,降低风险。从趋势上看,未来券商将逐渐回归到资本中介的本位上来。”

## 谭显荣: 参与主体变化彰显期指日益成熟



长江期货有限公司法人代表、总裁谭显荣先生是中共长江证券党委委员,湖北省期货业协会副会长,湖北省青年企业家协会副会长,并先后被聘为郑州商品交易所品种委员会委员、大连商品交易所交割委员会委员、上海期货交易所技术委员会委员、中国期货业协会第三届理事会研究发展委员会委员。2010年荣获“湖北省十大优秀青年企业家”称号。

□本报记者 王朱莹

资本市场的完善。

中国证券报:后续如何看待股指期货的走势,下半年关注哪些机会,并将采用何种策略?

谭显荣:无论是舆论气氛,还是机构仓位,都显示当前市场的乐观情绪持续上升。年初至8月底,沪深两市股票涨幅的中位数已高达18%。近日,上证指数甚至突破了2300点关口,强势氛围可见一斑。

从我们所了解到的市场观点来看,主要将货币政策视为影响市场走势的决定力量。对货币宽松寄予厚望的重要原因是认为它有助于降低融资成本,但我们认为经济低迷到底是由于项目回报过低还是融资成本过高,这个问题非常值得探讨。回顾过去十年的三次经济周期,经济复苏一定伴随信贷或社会融资的放量,但二者绝非孰因孰果的关系,而是彼此交织的现象。换言之,我们认为,信贷扩张必须要有有效需求吸纳,否则必然带来经济的向上反弹。

当下中国经济面临的问题在于,有效需求尚无力释放。对于房地产而言,去库存尚在进行中,按揭贷款尽管额度紧张但其在整体信贷中的占比丝毫不低,期待按揭贷款出现2013年初的高增长并不现实。对于“铁公基”而言,全面铺摊子的做法亦不可行。对于制造业而言,在实体经济低迷、盈利前景不佳的情况下,期待其大举举债扩张亦有难度。

我们认为货币政策是当前市场运行的决定力量,随后市场整体走势将取决于:经济和盈利下行VS货币和财政宽松,谁将跑得更快。在这种情况下,大幅向上缺乏多因素共振,策略上参与反弹的过程中应控制仓位,保持足够的机动性。

中国证券报:目前包括基金、券商在内的资管行业,使用股指期货的情况如何?请结合长江期货的情况来分析,股指期货对行业的发展带来了哪些积极影响?

谭显荣:一方面,股指期货基本覆盖了股票头寸的风险敞口。对于产品而言,股指期货还是更多用于对冲类产品,比如一个1亿元左右的对冲基金产品,其中股指期货占比20%-30%,按照这个比例进行对冲,基本覆盖了股票头寸的风险敞口。股指期货的运用对对冲基金的稳定发展起到了很大的推动作用。另一方面,使得股票现货市场的走势更为理性。股指期货在基金、券商中应用极为广泛,这两年来,Alpha对冲由于运作资金规模较大、表现稳定,普遍受到资管行业的欢迎,由此带来股指期货成交量、持仓量的不断扩大,亦使现货市场以往逢恐慌即大举抛售的情况大幅改善,现货波动率逐步下行,市场变得更为理性。

对长江期货而言,拥有长江证券的股东背景,全国100多家IB营业部和近20家直销营业部,在面临股票和期货佣金水平不断下降的情况下,我们也提出了业务转型应对佣金下滑的策略。而在股指上市初期,长江期货及时主推股指期货期现套利策略,为投资者提供低风险、稳健的收益模式,用一个股指期货产品推广了股票和期货两项业务,取得了良好的市场反响。如今,期现套利机会少的情况下,我们又及时拓宽了策略思路,股指日内交易、Alpha对冲等优秀策略不断涌现,为客户的财富增值提供了更多稳健的途径。策略增多也使传统期货公司通道的性质发生改变,长江期货积极与各大资管机构联络,以股指期货为服务口,通过优质的服务,探索了多条业务转型渠道。

形策略等。其中,境外对冲投资业务收入占比显著提升,有效分散自营投资风险。

证券公司传统投资与创新投资日渐结合,对创新工具的运用逐渐增多,相比2012年的起步阶段,2013年有更多的证券公司加入了对冲套保的队伍。业内人士分析认为,两方面因素促进了证券公司另类业务的发展。

一方面,监管层对证券公司创新投资的鼓励。2012年5月,监管层制定《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》放宽了证券公司自营业务范围和投资方式限制。

另一方面,交易所对衍生金融产品的创设提供了多种对冲工具,为寻求绝对收益的对冲交易策略提供了可能。2010年4月16日,股指期货正式在中金所上市交易,标志着A股正式进入了可对冲时代。四年来股指期货市场繁荣有序发展,机构投资者深度参与,现在日均交易金额稳定在2000亿元以上。2013年9月6日,国债期货正式推出,既为市场参与者提供了一种对冲利率风险的工具,也为推进利率市场化、发挥市场参与主体的定价作用创造了条件。另外,即将推出的场内期权交易将会进一步丰富另类投资的品种范围和交易策略。

代价格更高的现货,取得了很好的效果。

第三,实现绝对收益穿越牛熊,在弱市中满足普通投资者的投资需求。在股指期货上市四年多的时间里,嘉实基金成功上线的与股指期货相配套的基金产品达十几款之多,其中多数产品都是以对冲操作为主。不仅丰富了交易策略,而且更好满足了不同投资者的风险偏好。

丁圣元认为,衍生品的发展对金融市场而言,不是可有可无的附属品,而是不可或缺的必需品,其意义极为重大。针对未来衍生品发展,丁圣元希望能把产品线延长、丰富。“品种多样化是当务之急,举例来说,银河证券在准备新三板做市业务,但何时入场还在观望,因缺乏对冲工具,风险难以控制。新三板目前活跃度不高,主要原因在于盈利模式无法成立,市场风险无法对冲。有了与新三板对应的股指期货,投资者才敢去交易,才能进一步激发新三板市场的流动性,才能实现价格发现功能,才能进一步衍生出更多的产品和服务。”