

责编:王姣 电话:010-63070535 E-mail:chao0845@126.com

经纪和自营“可圈可点”

# 期货公司分享A股牛市盛宴

□本报实习记者 张利静 记者 王朱莹

近期,动辄百点的股指波动让市场人心沸腾。股指期货的股市“水位计”角色以及其在投资的杠杆效应,更让投资者趋之若鹜。而此轮股指期货交投活跃的背后,一方面,此轮行情的财富效应让不少期货公司尝到了“自营”的甜头,期货公司自营资格明确放开成为行业创新的急事要事。此外,股指期货的优异表现以及股票ETF期权对衍生品人才的需求让券商母公司也开始重新考虑对旗下期货公司的安置。另一方面,大宗商品价格弹性减小,成交萎缩,而股市走牛及股票ETF期权推出在即很有可能再次加剧股指期货交易资金的流入和沉淀,大宗商品与股指期货成交量或将进一步分化。

## 行业格局渐变

中国证券报日前对52家期货公司调查显示,在近期A股牛市行情中,不少期货公司收益不错,保证金增幅在30%以上,券商背景期货公司成绩尤其突出,某领头的期货公司客户保证金规模在12月首次突破200亿元,深圳一家现货背景期货公司客户保证金一度翻倍,从50亿元飙升至90亿元。

“在这波行情中,券商系期货公司客户保证金增加最为明显,市场财富效应显著。同时在股市走牛、大宗商品期货品种增多、航母品种原油期货上市在即、期权时代来临、行业鼓励创新等条件下,期货公司自营资格正式放开成为当下紧迫的行业任务。”华东某期货公司营业部负责人告诉记者。

据业内人士称,期货公司风险子公司业务已经是期货公司自营的变相实验,期货公司在体外设立投资公司也不再新鲜。像在最近的股市行情中,一些券商公司的“自营”业绩可圈可点;部分期货公司甚至通过在香港及海外设立子公司通道,进行全球范围的“自营”投资。“券商自营业务已放开,期货公司自营也在变相打通,与其暧昧不明,不如明确放开。”

鲁证期货董事长陈方曾撰文指出:无论从成熟市场期货公司的发展经验,还是从国内期货行业的未来发展考虑,期货公司具备专业的投资能力,应该是其作为金融中介机构所必备的专业能力,投资业务(资产管理)应成为其主要的业务之一;但是,在目前全行业27000余名从业人员中,绝大多数没有亲身投资经历,不具备这种业务素质。而“潜在水下”的私募基金,由于不愿受到严格的监管,大多数客观上不愿“上岸”。显然整个行业的专业能力无法满足市场的巨大需求。尽快培育期货公司的



专业投资能力,成为行业面临的现实问题。

陈方表示,期货行业毕竟不同于证券行业和基金行业。证券行业是先有自营后有资管,而且2004年以前对于委托理财的监管环境与今天相比不可同日而语。基金行业发展初期,股东和从业人员大多来自券商,虽然不做自营,但其投资能力有一定的基础。即便如此,这两个行业总体的投资能力和水准也不尽如人意。而期货行业与证券和基金行业相比,无论是人才数量还是从业人员的专业素质,都还有不小的差距。因此,通过逐步开展自营业务,为资产管理业务培养和锻炼一批专业投资人才,是提高期货公司专业投资能力的可行之道。

与此同时,在期权时代加速的利好下,期货行业加速整合也成为新趋势。

上述山东某期货公司营业部负责人称,随着期权的上市,证券公司急需拓展现有的风控模式,现在只有期货公司能够服务这块,券商系期货公司明年可能会大量将旗下的期货公司收入内部。这一过程中,某大型券商公司成为本轮行业变动的新风向标。

今年券商大肆从期货公司招兵买马似乎就是前兆。多位券商人士关于发展期权业务时也如此表示,虽然没有自己的衍生品系统和人才,但他们有自己的期货子公司,必要的时候,整个进来也不是不可能。“股市走牛、期权业绩良好、股票ETF期权上市三者作用下,相关衍生品业务在券商内部愈发受重视。”

## 大宗商品与期指成交量分化

股指的牛气与大宗商品的熊态在年内形成鲜明对比。一方面大宗商品由于进入过剩周期,价格低迷,盘面底部震荡格局明显,涨跌空间缩小,波动趋缓。另一方面股指期货借A股东风走出数年来罕见行情,在博人眼球的同时也吸走不少真金白银。大宗商品与期指成交量分化加剧。

安信期货期指研究员林冠男在其年报中指出,按照15%的平均保证金水平进行计算,2014年年初,沪深300股指期货保证金共占用约260亿元。截至12月下旬,考虑到中金所对股指期货保证金比例的调整而按12%计算的话,市场目前占用的保证金总额已经超过580亿元。

而在股指期货占用保证金翻倍的同时,今年来内期市保证金规模截至目前也增加了约500多亿元。尽管如此,在大宗商品熊途之上,各板块资金流失较为明显,以农产品及螺纹钢期货最为显著。

美尔雅期货期指研究员王黛丝说,本轮行情启动前夕,A股市场即已有大量资金悄然入场。股指期货的增量资金集中入场似乎晚于现货。

王黛丝解释说,证券结算资金的余额和银证转账金额自从2012年以来一直不温不火,而从今年5月底起,证券结算资金余额从5269亿元开始迅速上升,一直到12月初的12070亿元,增幅达到130%;银证转账变动净

额也显示下半年以来资金的流动幅度波动剧烈,最高一周流入2409亿元,不过最高流出也到了3056亿元。

股指期货方面,王黛丝以每日新增持仓量(单边,下同)和结算价的乘积对主力股指合约的资金流向情况也进行了观测。观测结果是,期间单日资金流向一般呈现规律的交割周期性起伏。从7月下旬开始,她估算到当日主力合约单边净流入资金1.28亿元,达到一个比较高的历史水平,之后资金的流向幅度持续维持在高位。

“同时,期指成交额从7月下旬开始明显猛增,从4000亿元的水平一路上升到12月10日的峰值2.4万亿,几乎翻了6倍。”王黛丝说。

从期指总持仓量来看,今年5月初开始,就已经开始突破平稳区间而一路向上,12月15日达到历史高位25万手。

“持仓量的增加启动实际上早于成交和资金规模,也略早于A股整体证券结算资金流入,而与此同时,能侧面反映市场投机情绪的成交持仓比指标在持仓量增加初期反而下降,直到11月最快一轮暴涨来临之前才开始迅速增加。似乎充分暗示了市场中长线大资金尤其是部分股指主力多头把握先机的能力。”王黛丝补充说,从上周开始,期指持仓量已经连续下降,成交持仓比却又随着行情而重回高位,中小投资者也需警惕投机情绪过浓所累积的高位风险。

“这个从成交量就能看出来,确实挪了很多过去。而且上个月中旬开始,大量的商品户开股指,还有开套利编码,我们这里一下子多了好多。个人感觉,这轮大牛市如果继续持续,明年商品的成交量还会分化。而且股指期货不存在交割的问题,不像商品期货个人投资者没法交割。”上海某期货公司客服中心负责人告诉记者。

“螺纹钢最近成交都萎缩快一半了,农产品更是今非昔比。等股市这波过了,涨势放缓一点,部分资金可能回流到大宗商品上。”他说。

## 期指资金或加速沉淀

对于此番股指波幅动荡百点波动的壮阔行情,一位资深市场人士从三个方面对此次行情特点进行总结:其一,股指期货下的现货市场大搏杀以往没有见过;其二,融资业务从来就有,但从来没有如此巨量;其三,大资金快进快出,快速建仓、快速撤离。

在投资者社交网络“雪球”上,一位投资者指出,目前虽不能断言繁荣型牛市来临,近期抬升主要是沪港通引起的资金流入推动股指拉升,属于资金推动型,能否持续有待观察,基本面还面临考验。尽管如此,未来股市仍

存在诸多机会。

一方面,股市资金面确实在逐渐宽松,首先是货币政策微调,社会无风险利率在下降;其次是房市不景气、信托风险暴露,社会资金需要一个出口;第三,沪港通会为股市引来海外增量资金流入。另一方面,沪港通成熟之后可以复制成沪台通、伦敦通、纽约通,在资本项目外汇管制的条件下实际上把中国股市和全球市场联通在一起,会是一个影响A股结构性变化的长期因素。

上述投资人士分析称,2011—2014年宏观经济持续调整,企业预期恶化、投资冲动在减弱,企业实际上一直在去杠杆、去库存,这种状态是复苏的前提。“房地产不景气导致开工率减少,工业增速放缓,明年上半年会有一次经济下行的压力测验,顶住了,上市公司利润不会出现严重倒退,可能确认经济见底,确认新常态,市场预期稳定,股市可能进入真正的牛市。”

在此背景下,市场人士认为,期指投机资金中期可能将沉淀甚至放大,经过此番洗礼,沉淀在期指上的资金将较此前出现质和量的双重提升。

值得注意的是,吸引资金留驻的另一个重要因素是股票ETF期权的获批及上市在望。作为金融衍生工具,股指期货及ETF期权的组合将给部分投资者带来崭新的机遇。

“我们有客户上个月单月套利获利8.5%。如果按最近这种行情,用期权套利就会变成85%的获利率。华尔街一年千倍利润的投资公司就是这样来的。”中融汇信青岛营业部负责人袁辉亮表示。

袁辉亮解释说,ETF期权上了之后,对于机构中性策略将极大提高资金使用效率,比如现在股指期现套利,实现对100万元的现货套利至少要1手10万元的股指期货,组合的资金占用合计110万元。“有股票ETF期权之后,变成少量权利金对股指期货了,这个机会非常大,一个是原先只能牛市套利,现在熊市也可套利,而且资金使用率提高10倍,实际操作中甚至提高15倍。”

“今年以来,期指开户增多在一定程度上确实受到股票ETF期权上市的影响,这里面包括股票投资机构及原来的商品投资者,对前者来说,可能是对新交易机制的接触,用衍生品对冲现货风险、增加投资收益、减少资金成本。而后者原本熟悉衍生品交易机制,转战期指一方面是受波动幅度较大吸引,另一方面有了期权之后,期指的单边风险便可以部分对冲,而收益则较普通商品期货更加明显。”业内人士称。

## 上期所四品种连续交易上线

□本报记者 官平

# 期货市场需要保险型对冲工具

**刘仲元**  
1993年进入期货市场,曾在多家期货公司担任副总经理和首席经济学家,曾担任中国期货业协会分析师委员会委员,著作有《期货投资分析》、《股指期货教程》、《钢材期货教程》等。新作《股指期权教程》获得中金所股指期权投教产品金奖,现已出版。



□刘仲元

股市对冲工具改变了股市交易生态。有了股指期货,做空非常方便且费用低廉,持股者利用股指期货进行套期保值可以实现对冲风险的目的。交易者在熊市可以少亏钱、不亏钱甚至还能获利。在前几年的熊市中,类似的案例比比皆是,充分显示了股指期货作为对冲工具的有效性。可以说,股指期货改变了“熊市众人悲”的格局。

但反过来,股指期货也必然改变“牛市大家喜”的格局。在牛市中如果做空,不仅挣不到钱,反而还会亏损。交易者如果一味坚持以对冲方式进行套期保值,最终将两手空空,因为股市上涨的收益被股指期货的损失对冲掉了。由此可见,股指期货只是个工具,怎么使用,何时使用,仍旧离不开对后市的判断。

近两个月,大盘股的迅猛崛起,完全颠覆了数年来国内股市的运行风格。从10月27日至12月26日,两个多月时间内,沪深300上涨了44.13%,上证180上涨了49.48%(其中上证50上涨了55.66%),深100上涨29.98%,中证500上涨13.57%,深圳中小板和创业板分别上涨2.86和3.96%。由于上证50、深100和沪深300代表的是大盘股,中证500、深圳中小板代表中小盘股票,创业板则是另类小盘股。从上述指数的关联性不难看出,股市上涨的主力已由前期的中小盘为主切换至大盘股,且沪市明显强于深圳。

由于大盘股的特点是数量少但市值大,小盘股则数量多但市值低,由于综合指数是以市值为权重的,因此从综合指数看,上证指数上涨37.15%,深圳综指上涨11.02%,涨幅的确很大,但从个股的盈亏分布看,涨幅在5%以上的股票仍然没有超过半数,下跌的股票不在少数。

于是,就有了各种“满仓踏空”,熬过牛市”的调侃,实际上表现出的就是踏空了大盘股。踏空了大盘股其实还不算什么,因为至多是没赚钱,即使有所损失也不会太大。最悲惨的莫过于那些采用阿尔法(Alpha)策略进行对冲的基金们,不少基金在一个月期间差不多将前几年辛苦的收益全部赔了个精光。

所谓的阿尔法策略,实质上是持有一个股票组合,只要这个组合下跌时比基准指数跌得少,上涨时比基准指数涨得多,就可以通过持有该股票组合的同时持有基准指数的空头来赚取其中的差价。由于必须在基准指数上做空,当国内市场上只有一个沪深300股指期货时,所有采用此方法的基金经理都别无选择,只能以沪深300作为基准指数。这也意味着,他们的股票组合基本上以中小盘为主,而卖出沪深300股指期货,意味着卖出大盘股,如此对冲,其结局可想而知。这种对冲方法在近几年一直有效,阿尔法策略基金经理也很享受,每年10%至30%的收益率使得该策略的市场越做越大,有关数字表明,至2014年底,国内有据可查的阿尔法策略产品至少已达320余只,而一年前仅100余支,一年间新增规模500亿元以上,实际规模至少已经达到千亿元级别。

市场风格切换过猛固然是导致阿尔法策略迅速溃败的原因,但只有一个股市对冲工具的现状也是重要原因。当市场只有一个代表大盘股的沪深300股指期货可以用来对冲时,当基金经理们别无选择的都只能用它来对冲时,阿尔

法策略的集体沦陷也就在所难免了。

目前,中金所已在开展上证50股指期货和中证500股指期货的仿真交易。由于上证50代表大盘股,与沪深300指数具有高度的重合性和同源性,而中证500代表的是中小盘,从多样性角度考虑,应该优先考虑中证500股指期货的上市问题。

其实,还有一个更重要的股市对冲工具亟需考虑,那就是股指期权。与股指期货相比,股指期权是典型的保险型对冲工具,而股指期货是对于赌式的对冲工具。期货市场既需要对赌式的对冲工具,更需要保险型对冲工具。股指期权可以实现股指期货的所有功能,反之却不能成立,由此即可看出股指期权对股市具有更重要的实际意义。

如果我们的股市已经有了沪深300股指期权,阿尔法策略的使用者使用沪深300股指期权作为对冲工具,即使同样持有中小盘股票组合,但通过买进看跌期权进行对冲,后果就不会这么严重,因为当沪深300指数狂涨时最大损失只是付出的权利金,而不是做空股指期货导致巨额亏损。

国务院发布的新国九条明确指出,要丰富股指期货、股指期权和股票期权品种”。证监会也做出了股票ETF期权先行试点的决定。国内股市通过几个月的快速上涨,市场气氛已被激活,交易迭创天量,市场波动率明显增大,而管理波动率风险正是期权的强项。如果说半年前股市波动率偏低的情况下对期权的需求还不是那么迫切,那么在波动率急剧升高的背景下,股市交易者对期权的需求也在明显加大。尽管股票ETF期权也能发挥同样的作用,但由于合约规模较小,再加上实物交割等原因,市场容量和规模都会受到一定的限制,无法满足机构投资者对风险管理的实际需求。因此建议监管层考虑尽快推出股指期权的问题。

□本报记者 官平

12月26日21时,上海期货交易所(简称上期所)螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青连续交易成功上线。截至收盘,四品种共计成交30.49万手,成交金额115.25亿元,其中成交量最大的螺纹钢期货成交26.49万手,成交金额65.76亿元。各品种交易运转顺畅,产业客户和风险管理子公司参与踊跃。

连续交易制度的推出是近年来国内期货市场交易制度创新的一项重要举措,是国内期货市场朝着国际化发展的方向迈出的重要一步。上期所于2013年7月5日推出黄金、白银期货连续交易,随后在当年12月20日增加有色金属系列四个品种。连续交易上线一年多来市场运行平稳,相关品种市场规模显著扩大,投资者结构不断优化,市场功能发挥更加充分。螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青连续交易上线后,上期所连续交易品种已达到10个,覆盖了所有品种系列。

中国钢铁工业协会相关负责人表示,螺纹钢、热轧卷板期货推出连续交易,一方面有利于为全球钢铁上下游企业提供价格发现和风险管理提供了便利。

## 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(12月26日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1006.37	1008.07	1004.43	1007.88	1.20	1006.21
易盛农基指数	1105.48	1106.59	1105.15	1106.12	0.14	1105.83

## 中国期货保证金监控中心商品指数(12月26日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		71.61			71.60	0.01	0.01
农产品期货指数	855.08	856.55	858.18	854.46	854.81	1.74	0.20
油脂指数	555.97	555.84	558.72	555.41	555.84	0.00	0.00
粮食指数	1352.28	1360.77	1362.07	1352.07	1352.33	8.43	0.62
软商品指数	752.33	749.05	752.93	748.55	751.53	-2.48	-0.33
工业品期货指数	727.38	726.57	728.46	725.44	727.61	-1.04	-0.14
能化指数	606.24	604.44	608.90	603.38	606.24	-1.80	-0.30
钢铁指数	515.09</td						