

期权交易满月 机制完善仍在路上

□北京英创世纪投资公司总裁 韩冬

50ETF期权作为中国A股市场首只期权品种自2月9日上市迄今已达月余，期权等对冲工具的丰富使得中国对冲基金业进入快速成长的阶段，回顾这一个月的试点，我们发现在实际运行中的一些问题，涉及账户管理、风险控制、软件升级和佣金水平等。

双账户并行，资金需要来回划转。目前期权账户是和股票账户分开的两个账户，股票账户有股票账户关联的银行账户，期权账户有期权的关联银行，如果一个机构或者个人股票账户和期权账户关联的不是同一家银行，就会出现资金的划转需要经历“期权账户→期权关联银行→股票关联银行→股票账户”。如果投资者策略是现货和期权对冲的方式，就会出现一个账户盈利、一个账户亏损的情况，如果单个账户资金不足出现开仓受限的情况，策略就无法继续，投资者需要经常在两个账户之间进行资金划转非常不方便。对于对冲基金来说，对冲策略如果遇到市场单边行情，也有可能出现类似之前阿尔法对冲策略，股指期货的空单因为市场大幅上涨被强行平仓或是开仓受限的情况。

账户分立，券商和期货公司的风控难实现。目前有很多经纪机构的朋友与我探讨期权的风控问题，很多机构并不了解如何进行期权的风控。实际上如果不解决股票、期货、期权三个账户合并统一的问题，真正期权业务的风控几乎无法实现。现有最简单的模式只能是根据保证金和市值情况来做一个简单的风控。资金在三个账户，三个账户又相对独立。在海外市场，证券公司的风控实际上是根据客户账户整体仓位各个品种间的对冲关系，实现动态的风控。根据客户账户的风险值条件风控水平。如果同时持有股票、股指期权和期权做一个投资组合，这个组合的仓位很可能是非常低的风险，甚至是0风险的，这样的仓位实际上并不计入风控需要限制的仓



位。但是在国内，如果一个机构投资者需要建立股票、期货、期权的投资组合，这三个品种是分别在三个账户由各自账户的券商和期货公司独立进行单一账户的风控。即使投资者执行的是0风险的套利策略，在实际操作过程中，融券的股票账户，做多股指的期货账户，以及对冲风险的期权账户，每一个单独账户都可能面临市场大幅波动时带来的强平风险。所以在股票期货经纪公司还没有完善各自风控系统的情况下，现有的开仓限制实际上也代替经纪商起到了一定风控的作用。

机构账户的开仓限制宜适度放开。目前除了做市商以外，所有的机构账户无论普通机构户还是特殊机构户都与个人投资者的期

权账户同等待遇，都是50手的持仓限制。对于机构来说，满仓达到期权持仓上限，顶多10万人民币左右的保证金或权利金，对应100万左右的现货市值。这样的规模体量对于机构来说微乎其微，无法真正起到对冲风险和套利的作用。现阶段期权交易还处在给投资者提供尝试实盘演练的阶段。

交易软件有待升级。目前券商和期货公司提供给投资者的期权交易软件水平参差不齐，期权是非线性品种，不论是在风险分析还是在收益曲线上都需要专业的软件来为投资者提供服务，大多数软件商由于不了解期权交易，软件交易界面和形式还是停留在股票、期货的层面，无法满足投资者交易期权的需求。目前只有几家公司提供的“咏春ETF”能够达到期权交易的标准。

成交量太低。作为新的金融品种，在上市的初期由于大多数投资者还不了解，很多投资者无法通过考试，少量通过考试的个人和机构受到开仓和持仓手数的限制，这些只是导致期权成交量偏低的表面原因。更重要的原因是股票、期货、期权三个账户相互独立，对冲机构因为需要应对单个账户的风控标准，资金使用效率普遍偏低，无法进行大仓位的对冲操作，各家券商和期货公司佣金普遍偏高，导致套利策略的获利空间被交易佣金吞噬，对冲基金没有足够的施展空间。目前市场的成交表现，更多倾向于投机交易。

佣金偏高。佣金偏高抑制了市场的活跃度，尤其是抑制了以套利策略为主的机构。上交所的交易佣金标准为2元/张，各大券商的佣金最高到了20元/每张，这意味着大型券商的佣金，是上交所的几倍甚至十倍。过高的佣金抑制了套利策略的发挥，也抑制了成交量。

综合上述分析，我们认为，尽快解决账户合并的问题，放开期权开仓限制，促进经纪机构的风控水平提升，从根本上完善相关交易制度，中国期权市场以及中国的对冲基金才能走向真正的繁荣。

众筹融资：迸发创新创业的互联网动力

众筹提供创新的互联网金融桥梁

互联网诞生以来，利用网络向万千大众汇集信息、寻求帮助、筹措资金的行为一直存在。众筹是指利用互联网及传播媒介，向不特定投资人募集小额资金的金融模式；在募集资金的同时，达到产品或项目的宣传推广和营销效果。这一概念并非全新，它与风靡一时的“众包”（Crowd-sourcing）和“众创”都有相关性。

“众包”通过互联网与人们的创业热情想结合，成为“众创”的基础。李克强总理年初在深圳考察了“创客空间”等新业态，提出鼓励大众创业和创新。今年的政府工作报告中总理再次强调：推动大众创业、万众创新。这既可以扩大就业、增加居民收入，又有利于促进社会纵向流动和公平正义，让中国经济始终充满勃勃生机。

在互联网经济中，众筹是信息分享的需求拉动，众创是资源创新的供给推动，众筹则是这两者之间的一项新型金融制度安排，如同造血机制。通过股权众筹支持全民创业，使大众的新商业思路，能够获得必要的资金支持，得以顺利探索推进。因此，众包、众创到众筹有机联系在一起，推动大众创业、万众创新，将是中国经济“新常态”的重要特征之一，有望为经济“稳增长、调结构”提供新动力。

“股权众筹”供需两旺

股权众筹与创业活动紧密结合，目前国内天使投资和风险投资（VC）的发展非常有限。作为多层次资本市场体系建设的组成部分，场外市场或互联网众筹平台的建设更易于激活投资者的参与热情，有利于“塔型”资本市场

的完善。

股权众筹宜用“负面清单”管理

众筹实践中必须强化风险管理。首先，任何众筹项目应该有充分的信息披露。其次平台应推行资金监管，众筹平台应坚持不设资金池或不碰募集资金，对项目资金的最终用途做适度的风险研判和监督。最后是适度的商业秘密和隐私保护，在成为公众公司之前，创业的商业机密和投资人个人信息应当保密，当然如何做到适度披露和适当保护有待平衡。

众筹应允许众筹业务创新在先，行业监管紧随其后。2014年12月中国证券业协会发布了《私募股权众筹融资管理办法》的征求意见稿，就股权众筹监管的一系列问题进行了初步界定。肖钢主席在今年两会期间也表示，《证券法》修订草案将给公募股权众筹留出了余地。建议各级金融监管部门开放、包容，给予新事物以时间观察，逐步规范，最终总结出针对众筹的创新的框架规则。最佳选择是采用“负面清单”方式监管，划清红线不得触碰，不禁止则可，避免一开始就条条框框束缚起来。

展望未来，众筹的业态可能也会成批涌现，成批倒下，同时与社交网络的融合会加速，互联网金融会进一步去中介化。一定程度上，众筹是“熟人金融”的代名词，跟社交网络天然无法分离，否则一位初创企业家无法跟他募集的30个或100个及至500个“投资人”取得联系。他们之间一定会紧密社交和互动，在融资之外，对产品、营销、服务参与形成“社群经济”，探讨经营战略或实物分红等新商业决定，乃至在失败后就再次创业达成共识都有可能。

主题基金抢筹牛市盛宴

□天相投顾 胡俊英 余永健

随着上证指数从去年年中的2048点攀升到目前的3372点，A股市场的火爆行情大大提振了投资者的信心，大量资金开始涌入二级市场。近期不断加码的宽松政策逐渐开始奏效。市场普遍认为已进入降息周期，未来降准、降息仍可期待，增量资金也将助推股市保持“慢牛”态势。

在此背景下，基金公司大力推动新发基金，抢筹牛市盛宴。数据显示，截至3月13日，今年以来共设立基金87只，总募集份额1252.53亿元，已募集待设立基金11只，募集期基金28只，已审核待募集基金101只，审核期基金360只，其中前两月共设立基金81只，总募集份额1147.85亿元。从过去三年来看，2012年前两月共设立基金13只，总募集份额87.44亿元，2013年前两月共设立基金44只，总募集份额1161.23亿元，2014年前两月共设立基金35只，总募集份额498.17亿元。可以看出，除了2013年初由于短期理财债基的盛极一时而带来的新发基金的规模膨胀，基金市场在经历了漫长的熊市后，终于迎来一次开门红。

另外，今年以来设立的基金中，偏股型基金60只，占比68.97%，募集份额1030.28亿份，占比82.26%。显示出，尽管沪指在进入2015年之后就震荡不前，但投资者对于2015年A股市场的整体预期为多，偏股基金在发行市场上备受欢迎。

两会行情推动 主题基金盛行

对于资本市场而言，历年之初是各类机构推广一年中题材故事最活跃的时点。“两会”前后，一带一路、国企改革、环保、军工、TMT等市场热议的话题，也成为基金公司推广产品的良好契机。今年以来设立的偏股型基金60只中50只为积极投资偏股型基金，其中有32只基金明确规定投资某一细分主题的股票资产不低于非现金基金资产的80%，占比达到64%，较去年大幅提升。

“一带一路”无疑是两会期间最受关注的名词之一。“一带一路”区域覆盖人口约46亿，约占全球人口的63%，区域经济总量21万亿美元，约占全球经济总量的29%。区域中大多是发展中国家，对资金和基础设施建设都有很大需求，与我国在经贸各领域的合作都有很大发展空间。市场上对于“一带一路”战略所带来的投资机会充满乐观情绪。据统计，截至3月13日，北新路桥、连云港、南京港等6只“一带一路”相关概念个股过去一年涨幅翻倍，南京港、长江投资今年以来涨幅也在60%以上。目前基金市场上两只专注于“一带一路”主题的基金产品正在发行，分别是国投瑞银新丝路和华安新丝路。

两会期间“国企改革”概念同样备受关注，在此之前国企改革便已经是各家基金公司的热点产品。央企混改以及地方国资改革此起彼伏不断推进，蔓延到各个地方，将是贯穿全年的主题。除正在运作的工银国企改革、中融国企改革、富国国企改革、嘉实元和等，目前有两只专注于“国企改革”主题的基金产品也正在发行，分别是国投锐意改革和光大国企改革。

另外，涉及环保、军工、TMT等主题的基金也在火爆销售中，例如环保主题的富国新能源车、交银新能源等；军工主题的前海高端装备等；TMT主题的国泰TMT50、建信信息产业等。值得注意的是，今年以来，主题基金中募集份额最高的是TMT主题，富国新兴产业募集份额高达59.74亿份。

分级基金在牛市的杠杆效应

分级基金B类份额是牛市必备投资工具，从2014年下半年至今偏股型基金B类份额整体上涨162.37%，涨幅最高的一只申万进取涨幅达391.63%，即使是债券型基金B类份额也取得了可观的收益，涨幅达17.50%。今年以来偏股型分级基金B类份额整体上涨6.99%，涨幅最高的一只鹏华传媒涨幅达87.84%。根据证监会基金部披露的基金审批进程表显示，上报的分级基金中行业分级基金依然占据很大的比重，主题涉及“一带一路”、金融、信息安全、互联网、医药、消费等，如长盛中证全指证券公司指数分级、信诚中证信息安全指数分级、信诚中证基建工程指数分级、中融中证一带一路主题指数分级、华安中证钢铁指数分级、南方中证互联网指数分级等、鹏华中证一带一路主题指数分级等基金。行业分级基金全面铺开。



□金陵华软投资集团董事长 王广宇

近年互联网金融的发展非常迅速，无论第三方支付、网络货币基金，还是互联网证券，网贷（P2P）的成长都令人瞩目。众筹融资（Crowd-funding）目前尚起于“微萍之末”，但不妨碍它引发广泛关注，成为互联网金融的新热点。几种常见的众筹：预售、捐赠和股权型众筹，都在积极探索提供服务，相信在羊年春节期间，微信抢红包、微商城和人人公益捐赠，使大家体会到众筹离自己的生活并不太远。展望“互联网+”的时代，众筹有望成为支持大众创新创业的动力源泉。