



### 循迹历史:美元冲击波下的“掘金密码”

“以史为鉴,可以知兴替”,1995-2001年的美元牛市引发商品长达3-6年的熊市,同时也缔造了美股和A股的“互联网科技”大牛市;2001年“9·11”事件后,美元进入熊市,大宗商品和中国股市则开启了一轮空前的大牛市。2012年以来,大宗商品在美元这一“天然克星”的牛蹄之下阴跌不止,A股则悄然迎来了熊牛转换。展望未来,美元牛市大概率延续,商品、A股和债市将如何发展?也许,历史可以告诉我们答案。



### A06-A07 期货周刊·牛市美元下大类资产配置



### A08 期货·大视野



# 认沽期权合约暴涨:一次误响的“空袭警报”

□本报记者 叶斯琦

## 期权:股市的双面指标

“指标显示A股看空氛围浓厚,于是在3月16日就将股票清仓了。谁曾想此后大盘强势不改,虽然我又匆匆入场,但还是错失了5%左右的收益。”A股投资者李先生向中国证券报记者谈及近期的操作时,后悔之情溢于言表。

这个“误导”李先生的“空袭”指标,正是美国最大的A股ETF期权——德银X-trackers嘉实沪深300中国A股ETF(X-trackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF)期权。

彭博社数据显示,截至3月11日,投资者买入的德银X-trackers嘉实沪深300中国A股ETF认沽期权合约数量为44760份,较今年1月的低位大增四倍,创2013年11月——该ETF成立以来的最高水平,推动看跌/看涨合约比率升至五个月以来的新高。

有评论认为,认沽期权头寸快速增加,显示投资者越来越担心A股无法保持此前的上涨势头,是一个偏空指标。正是基于这一逻辑,部分A股投资者开始由多转空。

然而,此后A股惊艳全球市场的表现,无疑给了看空者当头一棒。据中国证券报记者统计,自3月11日起,上证综指指出“八连阳”,截至上周五收盘时,累计涨幅高达10.08%,让踏空者后悔不迭。

对此,光大期货期权研究员刘瑾瑶指出,投资者对认沽期权合约数量的理解存在片面性,这是产生此次误读的主要原因。

“德银X-trackers嘉实沪深300中国A股ETF认沽期权成交量上涨,并不能说明投资者对A股担忧情绪加重。如果投资者对未来价格走势的观点是‘看不跌’,可以通过卖出认沽期权赚取权利金,这种操作同样可以增加认沽期权的成交量。不仅如此,期权市场的套利者通过捕捉市场中期权合约的价格偏离机会进行套利,在这个过程中也可能增加认沽期权的头寸。此外,套期保值者出于保护现货头寸的考虑,买入认沽期权形成保护性认沽期权策略,同样会增加认沽期权头寸。”刘瑾瑶说。

“尽管德银X-trackers嘉实沪深300中国A股ETF认沽期权大涨,但还需注意同期X-trackers认购期权的未平仓合约大增45%至52924份,同样创纪录新高。”easy-forex易信外汇中国区首席交易官孙宇表示,这就说明,市场看多和看空力量的对比并非那么悬殊,多头甚至可能还略占上风。因此,在政策面刺激和流动性充裕的情况下,认沽期权合约大涨这个单一指标并不能直接作为A股涨跌的参照。

不仅如此,有市场人士还表示,在当前A股强势上涨的情况下,认沽期权暴涨不仅不是看空的“警报”,甚至在一定程度上还是看多的“风向标”。

“如果认沽合约数量很大时,看跌/看涨合约比率会达到高值,此时交易员就会认为市场过于悲观,市场风向会很快扭转,因此往往这个比率很高时是买入的好时机。”海通期货期权部杨磊告诉中国证券报记者,看跌/看涨合约比率也可以视为反向指标,其

“君不见美国市场上的A股ETF期权认沽合约已创历史新高?”面对A股的强势上攻,看空者接连发问,真能继续这么“牛”下去吗?

答案是:牛下去依然是大概率事件。近八个交易日内,上证综指均实现上涨,累计涨幅逾10%,毋庸置疑地表明了投资者对美国最大ETF认沽期权合约暴涨的解读,是一次误响的“警报”。

分析人士指出,一张认沽期权合约,有权利方也有义务方,两者同时存在,既对立又统一,不能片面地将其视为做多或做空的工具。不仅如此,在当前A股强势上涨的情况下,有经验的交易员可能将看跌/看涨合约比率高企视作市场的过度反应,因此当前时点或对应着现货的买入良机。



制图/韩景丰

低点常常对应现货市场的卖点,而高点则对应现货市场的买点。

## 成熟市场的预警瞭望塔

“期权价格会依序传导及影响期货及现货价格,因此在成熟的股票期权市场上,期权对股市发挥着较强的价格发现和预警功能。”银河期货期权交易顾问檀君君表示,从海外市场经验来看,投资者在进行资产配置或进行风险管理来提升资本效率时,会优先选择杠杆倍数较高的投资工具。显然,在标的一致或具有较强相关性的情况下,期权的杠杆效应明显高于期货及现货交易,因此,当投资者充分参与期权市场进行多空博弈时,期权便具备了价格发现功能。

以2014年10月28日美国市场的个股期权为例。2014年10月28日凌晨,多位分析人

士指出,期权价格显示当天纽约证券交易所的Twitter(TWTR)股价可能出现较大波动。MKM Partners的衍生品策略师Jim Strugger直言:“从‘跨式套利’的期权策略来看,10月28日Twitter股价的变动可能高达14%,涨跌均有可能。”

果真不然,2014年10月28日,Twitter股价跳空低开,全天大幅震荡,振幅高达5.81%,最终报收于43.78美元,较前一交易日下跌4.78美元或9.84%。

其实,海外市场对期权预警功能的运用已较为普遍。例如,国际投行高盛在近期一份报告中就通过期权价格,提出了美股面临崩盘风险的警告——过去9个月中,长期限标普500指数认沽期权价格上涨逾两倍。高盛认为,这是一个很重要的变化,随着美股已处于历史高点附近,长期限认沽期权价格

上升可能意味着投资者担忧市场即将迎来实质性回调。

“参考国外经验来看,期权推出后短期都会对市场带来推动作用。需要注意的是,在价格发现和预警功能方面,由于期权推出初期持仓成交比、看跌/看涨合约比率等指标都尚不稳定,因此其有效性需在发展成熟的市场才能较好体现。”孙宇说。

## 中国市场仍在“成长期”

2015年2月9日,上证50ETF期权正式上市,这标志着中国正式进入“期权时代”。观察一个多月以来的市场表现,业内人士普遍认为,上证50ETF期权与A股走势保持高度联动性。

以近期走势为例,上证综指实现“八连阳”的同时,上证50ETF也一路走高,同时上证50ETF期权整体呈现认购期权普涨、认沽期权普跌的格局,与现货市场走势保持一致。统计数据显示,上证50ETF期权上市25个交易日以来,上证综指在此期间涨幅为16.9%,而其标的华夏上证50ETF涨幅也达15%,长期来看,50ETF与上证综指的相关性高达95%以上。

不过,分析人士也表示,由于目前市场仍以做市商市场为主,其并不以方向性交易为主要参考,普通投资者的市场参与度并不高,因而盘中标的出现震荡行情时,期权发现价格的功能仍然较为滞后。

值得注意的是,上市以来,上证50ETF期权的成交量和持仓量仍远低于海外成熟市场。截至3月20日,上证50ETF期权日均成交量为25283张,其中认购期权11510张,认沽期权13773张,权利金日均成交金额0.23亿元,日均持仓(未平仓合约数量)43452张。

展望中国期权市场未来发展,刘瑾瑶认为,上市初期,基于风险控制需求,期权市场设置较高的交易门槛和严格的开户制度有其必要性。不过,随着市场不断成熟,循序渐进地放开交易限制是大势所趋。上交所日前表示,将针对上证50ETF股票期权进行优化,主要包括持仓限额放开,降低开户要求、推进T+0交易机制等。在期权平稳运行后,适当放宽交易限制可以增强投资者的参与积极性,更好发挥期权市场价格发现的功能,提高市场资金使用效率。

檀君君也表示,目前由于期权市场初步开放,稳定可持续的市场环境仍离不开监管层的审慎管理,其中上交所熔断机制的触发已经体现其在投资者保护方面的高效。但是,若要完全释放期权市场的功能,活跃市场投资者的参与力度,监管机构在加强监管的同时,还应设计更为灵活的期权保证金制度,包括组合保证金、证券冲抵保证金等。

此外,市场人士还指出,为提高市场参与度,除了交易制度的调整,还需要在投资者教育方面下足工夫。对我国投资者而言,期权是一种相对陌生且复杂的交易工具,吸引更多投资者参与并提高其专业水平的方式多种多样,包括建立多渠道宣传途径、开展期权知识培训、引导投资者积极参与全真模拟交易等。

## 跨界猛冲规模 百亿期货私募“临盆”躁动

过去多年由于市场容量有限,期货私募整体上一直处于小打小闹的阶段,十亿级别规模寥寥,更遑论百亿规模。不过随着交易品种的丰富以及高净值客户的参与,期货资管规模正急速膨胀,2014年即增长近9倍,期货资管进入3.0时代。

### A08 期货·大视野



## 大商所豆粕期权做市商开始练兵

继股票ETF期权上市后,农产品期权上市准备工作加速。今日(23日),为检验期权做市商制度设计以及交易所、软件商、做市商三方相关系统准备情况,推动并检验相关业务准备工作,发掘优秀做市商打实期权上市运行基础,大连商品交易所(以下简称“大商所”)启动豆粕期权做市商仿真交易合作测试(以下简称“合作测试”),这意味着大商所农产品期权准备工作进入了做市商发掘培育阶段。

本次合作测试时间为3月23日(今日)至4月30日,共计28个交易日。测试品种为豆粕期权,各做市商交易编码的初始资金为1亿元人民币,交割月份前做市商限仓暂定为客户限仓的2.5倍。测试规则参照交易所相关期权的做市商规则草案执行。在合作测试期间,交易所会对市场的报价、流动性、系统运行等进行跟踪和分析,了解做市商的交易特征和对市场的影响,并根据测试具体情况在今后的工作中完善做市商监管方案与指标设计。

据了解,自去年12月大商所发布《大连商品交易所期权做市商仿真交易合作测试报名通知》以来,市场机构和会员积极响应,通过对相关机构人员、系统和资金情况等方面的评估和筛选,确定了40家机构作为做市商参加本次测试。

据介绍,为保障此次合作测试顺利进行,之前大商所在技术系统、市场培育两方面进行了充分准备。在技术系统方面,大商所搭建了全新的期权仿真交易环境,采用全新的硬件设备和最新的期权交易系统以支持合作测试需求。在投资者培育方面,大商所联合部分会员与合作测试同步开展豆粕期权交易测试。据统计,截至3月20日,相关会员已通过仿真统一开户系统申请交易编码19,000个,为参与合作测试的做市商提供了较为充足的对手方,确保了合作测试的顺利开展和测试效果。

做市商作为期权市场参与的重要主体,通过提供双边报价活跃市场,尤其是在不活跃期权合约上的报价,对增加期权市场流动性有着重要作用。去年8月,大商所借鉴国外成熟市场经验并结合中国期货市场现状,制定了《大连商品交易所期权做市商管理办法(草案)》,并完成了做市商评价系统的开发测试。本次合作测试,将进一步检验和推动做市商制度设计和交易所、软件商、做市商相关系统的建设准备情况,为开展做市业务做好系统及业务准备,并发现、培育一批实力强、资质好的做市商,为未来做市制度的建立及保障农产品期权上市后的做市效果做好准备。(王超)

## 多头增兵 期指料继续上攻

上周,股指期货涨势凌厉,主力合约IF1504有四个交易日实现上涨,周涨幅高达7.58%。3月20日是IF1503合约交割日,当天期指实现平稳上涨,未出现明显异动,四合约总成交量较上一交易日增加49.8万手至176.8万手,创下2月6日以来的最高值。截至上周五收盘,IF1504合约升水26.43点,远月IF1509合约升水81.63点,较为平稳。

持仓方面,最近五个交易日,期指总持仓量呈现下滑态势,由3月16日的近26万手减至3月20日的23.5万手左右。其中,主力持仓方面,中金所数据显示,截至上周五收盘,多头增兵明显强于空头。其中,在IF1504合约中,多头前20席位累计增持3042手买单,而空头前20席位则大幅减持3336手买单,前20席位净空单大幅下降。在IF1506和IF1509合约中,多头增持幅度也略强于空头,表明当前市场做多气氛较浓。

瑞达期货研究指出,在改革与资金利率下行利好叠加的背景下,宏观偏暖氛围与增量资金推动沪深两市大涨,短期或延续涨势。值得注意的是,近期股指上涨势头凌厉,技术上或有整理需求,在做多情绪逐步冷淡与获利承压下,下周股指或加大振幅,策略上宜多单继续持用,但须注意回调风险。(叶斯琦)

## 到期日临近

## 宜清仓虚值期权合约

3月20日,上证50ETF早盘高开于2.599点,之后一度震荡走低至2.576点,午后在沪指大幅度上涨的带领下最高突破2.668点。截至收盘,上证50ETF上涨1.86%,报收于2.635点。

上证50ETF期权的认购期权普涨、认沽期权普跌,与标的走势出现较高一致性。3月20日,P/C Ratio持仓量突破历史新高达到1.35。从历史数据来看,P/C Ratio持仓量一般在0.7左右,而P/C Ratio成交量一般在0.8左右。根据国际经验,P/C Ratio持仓量上升,表明后市看多情绪强烈。

海通期货期权部认为,上证50ETF期权的到期日为每月的第四周三(3月25日),虚值期权由于只具备时间价值,不具备内在价值,所以到期日后价值为零,尽管虚值期权因价格便宜受投资者喜爱,但若持仓量很大,也要警惕到期风险,避免损失。从盘面来看,特别是深度虚值认沽期权的持仓量依旧处于在2868张的高位,鉴于后期行情可能不会大幅波动,建议投资者尽早清仓虚值期权合约。

海通期货期权部建议,一级投资者:持有现货,建议备兑看涨策略避免震荡行情;二级投资者:买入4月行权价为2.60元的认购期权;三级投资者:买入4月行权价为2.60元的认购期权或卖出4月行权价为2.65元的认沽期权。(叶斯琦)

## ■ 微视角

# 迎接资本市场的“三维时代”

不少投资者发出类似疑问。

很多投资者认为,股票期权距离自己很遥远,甚至觉得自己连期货账户都还没开设,此时谈期权为时尚早。

其实,单从赚钱效应来看,期权的杠杆效应无疑将起到增强收益的功效。如果说从现货到期货,经历的是从冷兵器时代到热兵器时代,那么期权的出现可能意味着核武器时代的来临。仅从近几个交易日A股的牛市行情来看,在上证综指大涨逾10%之际,A股市场虽有投资者跑赢大盘,但更不乏遗憾的踏空者。再看上证50ETF期权,作为一种非线性的金融衍生品,在近期的认购合约中,数倍甚至几十倍的涨幅并不鲜见。

不过,期权的重要意义,或许并不在于其带来的高杠杆投资渠道。如果说期货、期权相继出现,让中国资本市场先后跨入了二维和三维时代,那么新增维度的一个重要意义,正是在于其“坐标”功能——价格发现。

在一定程度上,期权反映了投资者对未来市场走势的看法。在期权市场上,投机者、

套利者和套期保值者这三类市场参与主体,分别基于对未来价格走势和套利机会的判断而操作,使得市场逐渐趋于平衡,价格趋向合理,其共同形成的价格便成为当下和未来市场趋势的一个判断参考,这就是期权的价格发现功能。

因此,期权的推出,令投资者挖掘信息的途径更加多元,众多的买家与卖家自由竞价使得期权交易具备了建立均衡价格的经济功能。同时,套利者的大量存在不断捕捉着现货市场及期权合约间不合理的价差,通过套利操作令价格趋于合理,大幅提高市场的效率。

不管你参与与否,价格就在那里,不增不减。在期现货市场,这一价格具有很强的指导意义。如果市场上没有一个权威性的价格,诸多策略和贸易方式就将变成水中月、镜中花,缺乏实施基础,这正是专业投资者不应缺席期权市场的原因。

此外,期权另一个基本功能在于风险转移。期权允许投资者自由地选择承受的风险

与转移的风险,期权买方通过支付权利金买进期权,将风险转移出去;而期权卖方则通过卖出期权承担风险,获取了相应的收益。虽然这看似一场零和博弈,但风险的供给方和需求方在交易的过程中得到合理匹配,市场的稳定性随之大幅提升。

例如,国际掉期与衍生工具协会(ISDA)在2009年进行的一项调查显示,在全球500强企业中超过94%的公司使用衍生品来管理和对冲经营性和系统性风险,超过30%的公司使用权益类衍生品进行风险管理。对于大企业和大资金而言,如果不运用衍生品工具进行风险对冲,无异于将阿喀琉斯之踵暴露在外。

展望2015年,中国衍生品市场必将取得很大进步,新的工具不断丰富,上证50、中证500股指期货即将问世,期货期权或许也不再遥远。对于投资者而言,不论是面对期货还是期权,万变不离其宗,把握其价格发现和风险转移的功能,方是以不变应万变之道。



□本报记者 叶斯琦

为什么要卖期权?我直接买股票不就好了。”面对期权这一尚且处于新鲜期的工具,