


**基金期货股票对冲陷阱境**

6月以来,A股逆转行情打了对冲基金一个措手不及。针对今年以来的A股行情,一些对冲基金采取了这样的手法——通过股指和股票手段做多股市,同时做空代表经济基本面的铜价。接连下跌的A股行情让期铜空头不得不提前止盈出场,以补足A股市场日益捉襟见肘的保证金。


**A10 期货·行情纵览**



**绘制投资“心电图” 把脉下一个风口**

多年后,人们一定还会记得2015年夏天的中国资本市场。“面对下跌,许多投资者一开始是不相信的,然后变得犹豫,紧接着是慌张。”一位业内人士说。就在此时,素有“恐慌指数”之称的中国波指(IVIX)于6月26日发布,并将于试运行结束后实时发布,A股市场开始拥有“风险监测指标”。


**A11 期货·行业生态**




**上市期指迷你合约 打造散户对冲工具**

最近的十几个交易日,不少投资者持仓已经接近成本线;更多前期收益平平的投资者甚至已经被深深套牢。“建议针对散户推出迷你期指,让一般投资者也能掌握对冲工具。当然由于专业性不足等问题,需要坚持循序渐进的原则推进新产品。”业内人士说。

**A12 期货·大视野**

**361° 看市**

**时事速递**

# 从贴水900点至升水50点 期指传递企稳信号 后市料震荡走高

□本报记者 叶斯琦

6月29日至7月3日一周,股指期货经历了大震荡行情,成交量始终维持在高位。从盘面来看,前半周股指期货总体表现弱于现货,不过上周四和周五,股指期货传递出了止跌的信号,表明明显强于现货指数,特别是中证500期指的基差从历史极值的贴水逾900点快速回升至升水近50点,可见股指期货已经传递出了走强信号。分析人士认为,后市在诸多利好因素支撑下,股指期货有望震荡走高。

在上周五五个交易日内,代表中小盘股的中证500期指表现最为弱势,其主力合约IC1507累计下跌14.19%,振幅高达20.02%。同一时间内,沪深300期指主力合约IF1507

累计下跌6.66%,振幅达16.52%。代表大盘股的上证50期指表现较为抗跌,其主力合约IH1507累计下跌3.49%,振幅为15.36%。成交量方面,上周三大期指的成交量始终维持在高位。以沪深300期指为例,上周一(6月29日),沪深300期指四合约总成交量较上一交易日激增83万手至318.6万手,达到历史新高。此后的4个交易日,沪深300期指总持仓量维持在250万手附近。成交量的前高出现在2014年12月9日,当天沪深300期指总成交量为较上一交易日激增88.1万手至293万手,当天期指经历了“过山车”式的快速反转行情。

庸愚资产指出,本轮行情是杠杆资金推动的资金市,本轮行情在短期下杀如此剧烈,有几个原因。首先,杠杆资金增量受到限

制,特别是高杠杆的产品受限,使增量资金大打折扣。其次,存量杠杆资金强平引起的多米诺骨牌效应,刚性的卖盘加上极度恐慌造成的买盘稀少,使很多中小创股票无量跌停。此外,由于A股涨跌停限制和T+1限制,现货难以出售,只有通过股指期货空单去对冲现货头寸,导致以中证500股指期货为首的股指期货合约大幅贴水,进而引发现货进一步下跌。

值得注意的是,从盘面来看,与上周的前半周不同,上周四和周五,股指期货明显较现货抗跌,特别是上周五,代表中小盘股的中证500股指期货虽然在现货带动下最终还是下跌1.73%,但相比之下其对应现货中证500指数跌幅高达6.12%。截至收盘,三大股指期货均回归升水,特别是中证500股指

期货从贴水逾900点回升至升水49.31点,表明资金对后市看多,股指期货已经传递出了一定的止跌信号。

持仓方面,截至上周五收盘,沪深300股指期货出现大幅增仓,多空前20大席位几乎全部增持。多头前20席位增持2.6万手,空头前20席位增持3.1万手,空头更激进。相比之下,代表大盘股的上证50股指期货和代表中小盘股的中证500股指期货的多空变动接近。展望后市,庸愚资产认为,市场做空动能主要来自于场外配资强平压力的延续,1:3以上杠杆资金很多已经被平完,1:2以下杠杆资金接下去可能会受波及。但是必须看到近期利好频出,未来下杀动力会趋缓,市场信心需要时间去恢复,预计未来股指大幅波动可能性会加大。

## 引入熔断机制 上市股指期货 期指跌停呼吁更多机制创新

□本报记者 王超

7月1日,股指期货市场出现严重贴水,中证500股指期货甚至出现了900多点的惊人贴水。大幅贴水表明市场陷入了极度恐慌之中,如何解决这种不正常的市场现象,业内人士建议,可借鉴国际市场的成熟经验,引入熔断机制,在恐慌时暂停股指期货交易,待市场冷静之后再重启交易。

与此同时,本应起到平抑市场波动的上证ETF50期权,此次却未能发挥应有的功能。为此不少市场人士呼吁,建议尽快上市股指期货,特别是在当前波动剧烈的环境中,期权作为灵活管理风险的工具,具有极大的市场需求。

不过令人感到欣慰的是,截至7月3日收盘,股指期货三品种所有合约均由贴水转为升水。有投资人士分析,升贴水预示着未来期指价格走势。“春江水暖鸭先知”,升水或表明股指期货、现货走势将逐步好转。

### 多出一个跌停板的期指

上周,弱市之中对应中小盘风格的中证500期指跌势最为惨烈。7月1日,在中证500指数“仅”跌5.55%的情形下,中证500股指期货各合约悉数跌停。最令人诧异的是,主力IC1507合约较现货贴水急剧扩大至902.51点,相比中证500现货指数,期指“多”了一个跌停板;而IC1512合约更是贴水1325点,幅度达15.75%!

902.51点的贴水是什么意思呢?换算成幅度相当于期指空头在低于现货价格10.7%的地方看空期指。有分析认为,考虑到7月合约到期日为7月17日,意味着期指空头认为在未来的12个交易日中期指仍会大跌,因此折价10.7%卖出股指期货。

升贴水的变化实际上是未来价格变化的先知。贴水行情反映了股指期货在一定条件下与现货的特定价格关系,所以贴水的变化对期货价格的影响非常大。

为什么中证500股指期货会出现巨大贴水?东湾资本中国负责人胡晓辉向中国证券报记者解释,具体来看,中证500指数成份股

大多为中小盘股,经过前期形成的巨大涨幅,市盈率已处于相当高的位置,因此股票本身存在下跌风险。而且每只股票集中度相当高,一些股票存在着庄家控盘的情况,也有一些股票被各家基金集中或者交叉持股,持股集中度远远超过大盘股票。这样,这些股票就可以被控盘资金控制到很高的价格上。

这些高度集中的个股,接盘量少,很难出货。控盘资金也不愿意出货打压自己的股票,他们为了回避大盘下跌,通过期货市场上的卖空进行风险对冲,于是形成买股票卖期货的状态,使得IC经常呈现大幅度贴水。

胡晓辉表示,事实是股指期货让被套多头有了避风工具,把下跌风险转移到其他投机者手中。当股票下跌的时候,由于前期有融资等情况需要强平,于是就出现中小盘股大幅度跌板的情况,很多股票当天就不可能卖出平仓。指数看起来跌不动了,于是,配资的管理方才会强制要求融资者在期货上进行卖出行为,当天期货较现货就会出现大幅度贴水。同时,大家都知道,第二天股市开盘,上一交易日封住跌板的股票会继续下跌,所以当日贴水也合乎情理。

不过,对于市场普遍关注的升贴水变化,中金所董事长张慎峰曾于2013年11月25日在本报撰文指出,股指期货上市以来,社会普遍关注其升贴水情况。有观点认为,升水就是做多多手,贴水就是做空看空股市的标志,甚至将股市下跌归罪于股指期货贴水。这是对境外市场个别观点的不当概括,很值得商榷。他认为,综合境内外研究及实践情况来看,股指期货升贴水主要受金融市场利率、股市分红、微观资金成本、套利力量、市场情绪等影响,升贴水不代表定价有偏差,也不是看多或看空的有效标志,更不是股市走势的指南针。

他举例说,2013年6月,股指期货也曾大幅承压,贴水进一步放大,并于7月初达到巅峰。但市场之所以选择股指期货作为风险出口,本质上是期货交易机制有优势,包括资金效率高、交易成本低、多空皆便利等。股指期货吸纳了避险乃至投机火力,为股市缓解了抛压、减轻了负担,为实现股市稳定做出

积极贡献。

胡晓辉也认为,期货被操纵导致股票大跌的说法值得商榷。相反,他认为,股指期货给了被套多头对冲逃跑的机会,实际对股票市场大跌起到了缓冲作用。

### 引入熔断机制 给市场冷静期

许多市场人士还呼吁,针对股指期货、现货的快速下跌的极端行情,应引入熔断机制,在恐慌时暂停交易,给投资者以冷静的机会。

熔断机制起源于美国,从其发展历史来看,形式多样,但都是以人为地设置价格限制和中断交易为特征的。美国的芝加哥商业交易所(CME)曾在1982年对标普500指数期货合约实行过日交易价格为3%的价格限制,但这一规定在1983就被废除,直到1987年出现了股灾,才使人们重新考虑实施价格限制制度。

熔断机制曾在股指期货上市之前的仿真交易中实施过。长江期货首席经济学家刘仲元向中国证券报记者表示,熔断机制实际上为市场交易提供了一个“减震器”的作用,其实质就是在涨跌停板制度启用前设置的一道过渡性闸门,给市场以一定时间的冷静期,提前向投资者警示风险,并为有关方面采取相关的风险控制手段和措施赢得时间和机会。

他说,从全世界来看,熔断机制对于股指期货,乃至整个期货市场的风险控制都是非常有效的。事实上,自从1988年美国股市引入熔断机制之后,已经有20多年没有发生股灾,其作用可谓功不可没。

中信期货研究负责人刘宾认为,熔断机制能够对极端行情有一定的抑制作用,之前多数人预期指数跌停的概率偏小。但从最近剧烈波动的行情看,指数跌停也是存在的,10%的涨跌幅远大于商品期货。如果出现涨跌跌停,则可能对反向操作的客户形成较大的损失,如果有熔断机制,增加盘中的思考时间,或许会抑制极端行情的概率。

金鹏期货金融衍生品研究员韩雪表示,美国在股灾的时候用过熔断机制,效果还是很明显的。不过,在当前这种极端市场行情之下,要缓解或者止住跌势,控制风险,还需

要实质性政策。熔断机制并不能解决根本问题,只能是作为一个配套措施来看待。

### 尽快上市股指期货

极端行情之下,本应起到平抑市场波动的上证ETF50期权,此次却出奇地“低调”。业内人士分析,流动性有限、标的小一级费用过大、门槛高等造成上证ETF50期权未能发挥期权应有的功能。为此不少市场人士呼吁,建议尽快上市股指期货,灵活管理风险。

海通期货期权研究员杨磊分析,近期上证ETF50期权交易量每天维持在十万张左右,与上市初期相比有一定提升,但流动性依然不能满足市场需求。长江期货研究员李富说,上证50ETF期权标的为对应的现货,合约乘数为10000,以成交量最大的7月行权价3.0的认购合约为例,其名义价值为3万元,与股指期货的一百多万元相比非常有限。

杨磊认为,主要问题还是集中在流动性方面,如果流动性好,合约名义价值低也无碍。目前期权合约的买卖价差较大,与标的走势的关联性也有一定的滞后性,成交量的百分之九十以上都集中在当月合约,远月份合约的成交量很小,流动性很差。

交易所收费较高,也限制了期权市场的进入门槛。杨磊说,目前交易所收费为每手2元左右,而目前很多期权经纪商的收费都在10元以上,考虑到前期投入,在交易量不大的情况下,经纪商也不愿意降低太多。李富也认为,目前期权参与门槛与股指期货一样是50万元,且要求有金融期货或两融的交易经验,后期交易所虽然降低了考试难度,但整体来说,现在参与期权交易的“门槛”仍然较高,不利于其功能的发挥。

上述业内人士均表示,上市股指期货绝对会是一件好事。一方面,股指期货的流动性好,有广泛的市场需求。如果推出股指期货,将会给投资者包括投机者和套保交易者都带来更多的选择,投行管理方式也更加丰富。而上证50ETF因为都是大盘股,与机构投资者资产相关性不大,这也可能是其流动性不佳的原因之一。

股指期货没有裸卖空。”针对市场传言,恒泰期货副总经理、首席经济学家江明德说,2015年7月2日股指期货市场有236988手多头,对应空头也是236988手。期货市场多空平衡,不存在“裸卖空”现象。股指期货市场采取双向交易机制,期货合约都是多空双方配对“出现”的,有空必有多、多空必相等,没有独立存在的多头或空头。

他说,国外“裸卖空”是现货卖空的极端形式,是指交易者在未提前借入或持有证券的情况下,直接在市场卖出不存在的证券。这种交易方式由于缺乏现货交割基础,具有很强的投机性与违约风险,且无中生有抛售股票的方式将直接冲击现货市场价格,因此,境外大部分市场禁止裸卖空,或对裸卖空进行了严格限制。我国同样全面禁止裸卖空交易。

□本报记者 张利静

日前,发改委印发的《关于促进东北老工业基地创新发展打造竞争新优势的实施意见》(下称《意见》)提出,要强化政策支持力度,“支持大连商品交易所开发上市新品种,试点农产品期货期权”,大连期货市场发展再获政策动力。

去年8月,国务院发布了《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》(国发28号文件),以促进东北地区经济社会持续健康发展,加快东北地区全面振兴。今年4月,李克强总理又在长春主持召开东北三省经济工作座谈会时要求,分析当前东北经济面临的新情况和突出问题,研究推进东北发展相关工作。为贯彻落实28号文件 and 党中央、国务院领导同志对东北振兴工作的重要批示和指示,发改委印发了《意见》,从7个方面提出了26条措施来促进东北老工业基地创新发展,以应对东北经济不断加大的下行压力,推动东北老工业基地经济保持中高速增长、产业结构向中高端迈进。

市场人士表示,在地区经济发展中,期货市场可以通过价格发现和避险功能服务域内实体经济,东北地区是粮食、矿产、能源、化工等商品优势资源区和制造装备业基地,《意见》对期货市场发展的支持,体现出在目前经济步入新常态、东北经济下行压力较大情况下,国家相关部门在促进东北老工业基地创新创业、打造东北竞争新优势中,对发挥期货市场作用的重视。《意见》的出台,为大连期货市场发展提供了明确的、有力的政策支持,增添了新的发展动力,特别是对于大商所农产品期货期权上市无疑将起到更为积极的促进作用,利于进一步发挥大连期货市场功能作用服务东北实体经济,促进东北及全国经济稳增长、调结构。

今年早些时候,大商所负责人即提出,将以农产品期权试点、铁矿石期货国际化和场外市场建设为重点,推动市场由单一、封闭的商品期货交易向多元、开放的综合性衍生品交易所转型。在农产品期权工作方面,大商所加速筹备豆粕期货期权,目前期权合约及有关规则制度、技术系统、市场培育等工作基本就绪,期权业务系统已经上线,国家相关部门的支持无疑使市场对豆粕期货期权及早上市及发挥作用的预期更为乐观。

## 布局下半年 品种选择是关键

□本报记者 王超

7月4日,在郑州商品交易所、中量网等联合举办的“2015期货投资黑色阳光论坛”上,与会专家指出,下半年商品市场上多个品种将蓄势待发,布局下半年,选择好相应品种是关键。

资深煤炭专家、长贸咨询公司总经理黄腾认为,煤炭市场“供大于求”的状况还将延续,国际市场上也不例外。如果有关部门进行干预,动力煤价格有可能陷入更低的价格战之中。如果由市场自发调节,国内动力煤市场价格在12月前会在相对稳定的基础上小幅回升。

黄腾预计,打压煤炭、特别是动力用煤炭的生产与消费,已经形成了趋势。到2020年,中国的煤炭总消费量将下降到27.50亿吨/年左右,其中还包括将近2.00亿吨/年左右的进口煤,市场将出现严重的“供大于求”。根据中国政府提交的环保目标,要达到“减碳=减煤”的目的,符合市场经济规律的价格运作手段不可缺少。

此外,如果国内环渤海动力煤指数价格降到400元/吨以下,将逼迫更多的煤炭生产企业退出生产领域;若由于“环保”力度加强,大幅度地提高了煤炭生产与消费的成本,从而迫使煤炭市场价格上升,其它“低碳”能源产品——风电、光伏等绿色能源的市场竞争性上升,市场也会加快淘汰“高炭”煤炭的消费数量,倒逼更多的煤炭生产企业退出生产领域。

方正中期研究院院长王骏认为,下半年商品市场上多个品种将蓄势待发。由于厄尔尼诺现象的持续发展,如果7-8月强度进一步增强,则形成中度级别的厄尔尼诺概率提高,全球植物供应需将由宽松转平,库存消费比料向7%-8%的平衡位置回归,带动豆粕、菜粕价格回归。

与此同时,厄尔尼诺现象可能造成南美过度降雨,巴西产糖会受影响;同时,东南亚地区可能出现干旱,中国、印度、泰国等产区或受影响。预计国际糖价反弹空间估计在16-20美分。

对此,国内投资者应该背靠成本做多白糖期货。政策调控的出发点是保护国内制糖产业,在此基础上保障市场供应。预计下年度甘蔗收购价或许将会提升至每吨450元左右,相应生产成本约5300元,无论对于现货还是2016年的期货市场,这个价格都应该是关键支撑位。

在PTA市场上,今年PTA产能投放依旧较多,产能过剩的矛盾也将更加突出,远东石化的破产意味着我国PTA行业洗牌大幕已经拉开,行业亏损将倒逼成本高的小装置逐渐淘汰,后期行业利润将逐渐得到改善。但由于原油低位运行以及PTA供需矛盾决定PTA价格重心维持在较低水平,预计下半年PTA期货价格的运行区间将在4500-6000元之间。同时需要注意原油大幅上涨带动PTA反转的风险,以及PTA、PX装置出现故障带动PTA快速反弹的风险。

中量网研究院院长罗颜向投资者介绍了如何开发优秀的股指量化策略。罗颜指出,随着更多新品种的陆续上市,更多连续交易的开通,手工交易的局限性越来越突出,在欧美已经逐步迈入全民“宽客”时代的大背景下,量化投资在中国正被越来越多的投资者所采用。但是,真正量化投资的“圣杯”不应该是在单个模型上,而是在投资组合里,需要具有多样性、互补性,异构性等特点。