

绘制投资“心电图” 把脉下一个风口

□本报记者 叶斯琦

多年以后，人们一定还会记得2015年夏天的中国资本市场。从6月12日创下七年多来新高的5178.19点开始计算，在14个交易日，沪指累计下跌了近1500点，累计跌幅高达29%，近半个月的跌幅有涨跌幅限制以来的历史最大跌幅。

“面对下跌，许多投资者一开始是拒绝的，然后变得犹豫，紧接着是慌张，之后演变成难以遏制的紧张。”一位业内人士如此描述。

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，这意味着A股市场拥有了高效灵敏的“风险监控指标”。

在2014年“寂静的春天”里，全球范围内处于罕见低位的波动率指数，曾预示了一场可能是“金融危机以来最令人激动”的大宗商品做空行情。那么，在中国波指处于难于持续的高位之时，下一个风口在哪？

A股大波动 “恐慌指数”横空出世

这半个多月，杠杆的破裂、融资的爆仓以及期指空头的强势，使得投资者的紧张情绪不断发酵蔓延。

诺贝尔经济学奖得主、行为金融理论大师罗伯特·希勒就曾指出，市场本身的放大机制具有反馈环的作用，能将最初的一种情绪放大成一个趋势。因此有业内人士指出，在A股中，即便市场中有90%的投资者看多，仅仅有10%的持不同意见者，但是当这一小部分投资者试图离场兑现筹码时，已足以导致踩踏式的大跌，并迅速扭转场内90%的投资者对未来的判断。

因此，一个测量投资者情绪的指标意义重大。据上海证券交易所发布的消息，作为境内首只基于真实期权交易数据编制的波动率指数，中国波指(iVIX)已于6月26日发布，并将于试运行结束后实时发布。这意味着A股市场拥有了高效灵敏的“风险监控指标”。

波动率指数是跟踪市场波动性的指数，一般通过标的期权的隐含波动率计算得来，以芝加哥期权交易所的VIX指数(Volatility Index, VIX)为例，如标的期权的隐含波动率越高，则VIX指数相应越高，一般而言，该指数反映出投资者愿意付出多少成本去对冲投资风险。VIX又称



IC图片

为“恐惧指数”。

据悉，根据上交所期权编制的波动率指数iVIX是真实的隐藏波动率，是对50ETF/上证50的未来波动的预期。按照经验，iVIX会显示出市场的恐慌情绪，即数值越大意味着市场情绪越紧张。

“波动率指数的推出，会给当前的市场带来巨大影响。”混沌天成期货研究院院长叶燕武表示，在当前的市场环境下，iVIX的推出可以有效地让市场参与者、监管者都看到市场的情绪变化，既可以作为参考的理由，又可以作为操作的结果。因此市场能够更有效地进行自我调节，让市场的信息更加透明。

海通期货研究所资深分析师毛建平也指出，中国版“恐慌指数”的诞生，可能给市场带来以下三大影

响：首先，分析A股涨跌又多了一种工具。其次，作为反映A股投资者情绪的重要指标，波动率指数可以有效衡量市场风险水平，帮助政府部门与金融机构研判风险。最后，中国波指用于衡量上证50ETF未来30日的预期波动，可以为宏观决策提供有效参考。

以上证50ETF期权为例，从“5·28”下跌开始，上证50ETF期权的隐含波动率就持续高位震荡，所有挂牌合约的平均隐含波动率都在50%以上，最近一周的平均隐含波动率几乎达到了60%-65%以上，波动率提前反应了人们情绪的变化，从某种程度上也就提前预期了市场波动情况。

南华期货期权分析师徐玥表示，之所以把波动率指数形象地称为“恐慌指数”，正是因为其反映了市场情

绪的显著变化。从“5·28”下跌开始，市场对于后期是否会有进一步调整就充满了担忧，看涨期权的整体隐含波动率均高于看跌期权，说明看涨期权已经非常昂贵。在指数下跌时，通常波动率会不断升高，而在指数上升时，波动率会下跌。因此，当波动率异常高或低时，表明市场参与者陷入极度恐慌而不计代价地买进看跌期权，或是过度乐观而不作任何避险动作，而这往往是行情即将反转的讯息。

透过拐点 把握趋势

“作为交易指标而言，波动率既反映机会，也反映威胁。一方面，大波动率可以作为入场原因，另一方面，波动率同样是一种风控指标。作为交易产品而言，波动率纯粹是一种盈利工具，比如期权、组合策略等。”叶燕

郑商所积极建设棉花期货市场

服务“一带一路”战略 促新疆涉棉产业发展

□本报记者 张利静

新疆地处亚欧大陆地理中心，是向西开放的桥头堡和丝绸之路经济带上的核心区。这里的棉花年产量占全国60%以上，不但是我国最主要的棉花产区，也将成为最重要的棉纺织生产基地。在“一带一路”开放战略背景下，发挥棉花产业资源集群优势，促进新疆涉棉产业发展，不仅是当地打造丝路经济带核心区域的关键载体，也是期货行业服务实体经济、服务“一带一路”开放战略的重要抓手。

政策利好 新疆棉企迎重大机遇

我国棉花产业正经历着政策及结构调整的重大变革。随着2014—2015年度新疆棉花目标价格补贴试点的启动，以及“一带一路”战略的逐步推进，我国棉花产业开启了市场化的新阶段。

“在当前格局下，我国涉棉企业的发展面临新机遇与挑战，去年第二次中央新疆工作座谈会明确提出，把发展纺织服装产业作为一项战略举措，实施发展纺织服装产业带动就业规划，支持纺织服装产业发展。中央和新疆此后出台了一系列超常规的支持纺织服装产业政策，包括设立纺织服装产业发展专项资金，新疆纺织服装企业缴纳的增值税全部用于支持新疆纺织服装产业发展等。政策组合拳已经为新疆棉花产业带来了持续利好。”日前，新疆棉花产业集团董事长肖玉清在郑商所于乌鲁木齐举办的“‘一带一路’战略下郑州期货市场服务新疆棉纺产业座谈会”上表示。

棉纺产业向西部转移速度加快。借助“一带一路”的春风，新疆投资

热潮已然袭来，尤其是赴疆种棉、投资棉纺企业热情大幅升温。“更重要的是，政策已经为新疆涉棉企业营造了更好市场环境和产业生态。”一位参会新疆棉企业负责人表示，当前国内纺织企业利润普遍上升500—1000元/吨。

“一带一路” 新疆纺织产业借力“走出去”

市场环境和产业生态积极变化，为涉棉企业创造了发展机遇，也为更多新疆纺织企业“走出去”缓解产能过剩，促进中国棉花和纺织产业发展创造了条件。

中亚五国与新疆毗邻，其中乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦有着丰富的棉花资源。促进新疆涉棉企业“走出去”在国际市场合理配置资源将使企业获得强竞争优势。正因为看到“一带一路”沿线国家的纺织潜力，大型纺织集团除在新疆布局外，还与新疆各企业联动布局中亚、西亚、东亚市场。“潜力巨大，前景美好，但新疆的棉花和棉纺织产业仍然面临很多挑战。”肖玉清认为，新疆涉棉产业发展仍面临几大瓶颈，其中运距长、运输成本高，棉花难以及时出疆等客观因素导致新疆涉棉企业难以把握市场及时销售棉花。

据了解，国家停止收储后，新疆涉棉企业的棉花销售周期贯穿全年，导致其必须承担随时间推移带来的成本费用上升和市场变化风险，很多企业出现了较大亏损和棉花滞销。目前，新疆棉花销售仍以传统的现货贸易为主。在正常年份，大部分棉花需要移库内地销售，不仅增加了企业的成本，同时也丧失了选择权与主动权，相对于国外棉商进口棉3—6个月的信用证销售模式更加缺乏竞争力。

善用期货 解决新疆棉企经营难题

交通运输等是新疆棉花企业面临的客观因素，而经营模式滞后则放大了这些困难。

在日前于上海举办的第十二届上海衍生品市场论坛纺织品分论坛上，与会嘉宾认为，新疆发展棉纺织产业具有天时、地利、人和的优势。但在全国棉纺织产业竞争日益激烈、棉花等原材料价格波动加剧的情况下，新疆棉纺织产业的健康发展还需要加强产品创新、管理创新，也需要加强市场风险管理。

“自2004年上市以来，棉花期货在完善我国棉纱市场体系、健全价格形成机制、促进产业发展等方面发挥了重要作用。”金石期货董事长郭勇表示，期货市场具有流动性强、市场规范、资金安全、标准化程度高等特点，对于涉棉企业来说，参与棉花期货，不但可以利用其价格发现功能为生产销售进行预判，而且可以利用期货的套期保值功能锁定利润，规避棉花运输的在途风险。

“利用期货、电子撮合等现代交易模式融入金融资本高端市场是新疆涉棉企业规避市场风险的有效途径。”郭勇认为，目前新疆涉棉企业参与郑州期货市场的总体规模较小，同时金融信贷政策限制其贷款企业进入期货市场，加上新疆涉棉企业普遍缺乏资本市场运作的的能力，没有合理利用金融期货市场规避风险，降低了市场竞争力。希望相关机构和交易所能用加强对新疆涉棉企业参与期货市场的政策支持和培训力度。

金融给力 新疆棉企参与期货有望获支持

棉花作为大宗农产品，季节性

强，经济价值高，占用收购资金量大。据了解，中国农业发展银行作为我国唯一专业服务于“三农”的政策性银行，在新形势下，也在积极探索做好涉棉企业开展套期保值业务的各项准备工作，服务新疆棉纺产业发展。

“一直以来农发行客户主要经营模式是通过现货市场进行购销，经营模式比较单一。如果市场价格出现单边上涨或者下跌，存在应对方式简单从而导致亏损的风险。随着棉花市场化程度提高，这种风险越来越成为影响棉花产业发展的主要因素。”中国农业发展银行客户二部副总经理栗华田表示，2014年棉花年度，棉花价格不断下挫，为棉花企业带来了很大风险，市场化条件下，棉花市场影响因素增多，进一步完善信贷政策和风险管理手段，创新产品和金融工具，保证信贷资金的安全，是农发行近几年来一直研究的主要课题。科学合理的运用期货工具控制分散市场风险，帮助企业稳健经营，符合当下棉花市场化发展的背景，支持棉花企业参与棉花期货套期保值可以有效锁定利润，弥补棉花企业经营模式单一的问题。

目前农发行已经取得了期货保证金存管资格。而在去年，农发行总行印发了《中国农业发展银行期货套期保值业务管理办法》，该办法从客户参与期货套期保值、准入制度、交易资金管理、信贷监管等多方面进行了规范。

“农发行客户开展套期保值的政策条件已经具备。”栗华田表示，在郑商所的努力下，棉花期货的交易规则和制度越来越贴近现货市场，企业参与度明显提升。他透露，目前农发行已与银河期货、

武认为，期权本身就将波动率作为其定价因素，而组合策略中，如对冲基金的事件型交易策略，就与波动率紧密相关。

从国外经验来看，以S&P500指数为例，徐玥介绍，从VIX指数与S&P500指数走势图可以发现一个有趣的现象，即当VIX指数出现急速向上攀升，同时指数也正处于跌势时，通常意味着指数距离底部位置不远。反之，当VIX指数已降至低档位置并开始作往上翻腾的动作，且大盘指数位置也处在多头轨道上时，往往预示未来大盘指数反转的时间已逐渐逼近。

毛建平也指出，从国外经验看，波动率指数有两点借鉴意义。首先，利用“恐慌指数”来预判未来行情。例如，黄金、原油等大宗商品的涨幅一般只有1%至2%，而“恐慌指数”一天之内竟涨了30%以上，可见“恐慌指数”灵敏度高，当市场恐慌情绪上升，预感未来股价将会发生剧烈震荡时，波动率指数就会大涨，而当市场信心十足，觉得未来股市风平浪静时，波动率指数就会下跌。

其次，利用“恐慌指数”做好避险准备。国外波动率指数推出后，往往能够较好地反映市场情绪和风险水平，投资者可以在波动率指数升高时就做好避险准备。因此不仅普通的股民大众关注着波动率指数的走势，美国财政部、证交会、期监会、美联储等政府部门，都早已成为芝加哥期权交易所VIX指数的粉丝。

对波动率的一次典型运用，出现在2014年夏季。2014年上半年，全球资本市场笼罩在低波动率的寂静之中，市场深受史上罕见波动率低迷之苦。当年6月，被称为“华尔街恐慌指数”的VIX指数跌至七年最低，追踪全球大型经济体的花旗经济惊奇指数(Citigroup Economic Surprise Index)创下纪录低位，摩根大通Group-of-Seven货币波动指数也创下历史新低，“商品之王”原油波动性则处于2007年以来的最低水平。

低波动率降低了商业公司套期保值的需求，并意味着交易者在进行下一次交易之前，需要更长时间来等待市场价格出现变动，从而导致每日出现较低的交易量。

不过，事实证明，市场的平静预示着一场难得的做空机会。2014年6月下旬，原油率先开启断崖式暴跌，掀起资本市场的“血雨腥风”。从2014年6月底的每桶逾100美元，直

至2015年1月跌破每桶50美元，商品龙头价格腰斩。这一期间，跟踪经济敏感商品价格的CRB指数下跌超30%，大宗商品空头赚得盆满钵满，多少“一将功成万骨枯”的故事在此上演。

“原油暴跌是2008年金融危机以来最‘令人激动’的机会。”一位对冲基金经理表示。

下一个风口在哪

从目前股市和股指期货市场来看，恐慌情绪仍是比较严重，iVIX也显示出指数数值持续在55以上。叶燕武认为，从海外经验来看，在这样的恐慌情绪下，行情的变化最终一定是iVIX指数下行，因为极端的情绪是不会持续太久的。当然，无论是市场自发形成还是政策作用，市场终究会达到一个平衡状态。

“市场最终会在一个非常大的利好下止跌企稳。在目前行情演变下，市场自身企稳可能会是个非常惨痛的过程，市场需要让参与者自行决定方向，未来股指将逐步企稳。从目前的行情看，此次调整时间过快，幅度过大，那么未来可能会出现一定幅度的震荡行情，难有明显的趋势性机会。”叶燕武说。

在A股市场出现恐慌的情况下，大宗商品市场的投资机会如何呢？

对此，业内人士普遍认为，对于商品市场而言，是否能迎来一波大的投资机遇主要取决于资金流向。

“根据美林时钟理论，当股市上涨结束后，商品会迎来大的投资机会。国内商品普遍下跌54个月，下跌进入末期，为价值投资者提供绝佳机会。目前商品市场资金流失很大，场内资金都无法对方突破对方防线，只要少量资金进入就可以打破这一现象，资金流向决定商品后市涨跌。”毛建平说。

在毛建平看来，未来商品市场的能源化工板块可能具有较大的投资机会。首先，原油是整个商品的龙头，也是能源化工板块的龙头品种，原油供大于求，基本面是整个商品市场最差的之一，但原油也是今年上半年走势最好的商品之一，对其他能源化工板块有实际的借鉴意义。

其次，能源化工板块跌幅在商品市场中是比较大的，已经下跌了54个月，而原油、有色、日股的平均下跌周期分别是39个月、55个月、51个月，从时间周期看，能源化工板块机会更大一点。

万达期货和招商期货合作，共同开展套期保值相关研究工作，目前考虑从棉花期货入手，开对期货抗风险能力较强，参与期货市场有一定经验和认识的企业进行套期保值试点并逐步推开。“未来随着棉纱期货上市，棉纺企业购销两端都可以实现套期保值，这为企业利用期货工具进行风险管理提供更大自由度，也将大大促进国内纺织行业发展。农发行也希望客户利用好期货工具，有效控制风险。”

多重并举 服务棉花产业和“一带一路”政策

促进企业参与市场是一方面，如何进一步建设好棉花期货市场，更好发挥棉花期货服务实体经济，郑商所探索做好涉棉企业产业，把服务国家“一带一路”开放战略落在实处的关键所在。棉花期货上市十一年来，其功能作用得到了有效发挥。在目前政策和市场环境，经过郑商所精心培育，促进新疆涉棉企业参与棉花市场的“软硬件”条件都已较为完善，棉花期货已经做好了为新疆涉棉产业提供优质服务的准备。

在“‘一带一路’战略下郑州期货市场服务新疆棉纺产业座谈会”上，郑商所负责人表示，近年来，为促进棉花期货服务实体经济，郑商所放松市场管制，废止国有涉棉企业申请套期保值相关制度，取消了对国有棉企的不合理束缚；将棉花品种持仓梯度由四级调减为三级，扩大持仓限制，便利企业套期保值；降低棉花一般月份和交割月份期货交易保证金，降低棉企参与成本。在进行市场维护和培训方面，开展“三业”活动，激发会员服务棉花实体产业积极性，仅今年1—5月，郑商所就支持会员单位举办“三业”

活动场，其中棉花各类市场活动51场。此外，根据新疆棉花和棉纺产业实际，郑商所在做好市场服务的基础上，开展了一系列针对性工作。

“过去，新疆棉企由于对运输问题、棉花运到内地交割库时的质量是否达标问题、升贴水计算后价格是否合算等存有顾虑，利用期货市场套期保值的比例偏低。针对这种情况，经深入调研，郑商所创新性地设计出了交割中转库方案。”这位负责人表示，经深入调研，郑商所设计了交割中转库方案。设立交割中转库，棉花新疆产、新疆检、新疆注册，棉花中转仓交割单位、检验方式、检验机构、交割标准、期转现方式、自主配对交割方式、仓单互抵保证金、银行质押等功能均与标准仓单相同。中转仓单若转为标准仓单只剩下从新疆运输到内地的问题，运输时间由仓单持有人和交割中转库根据铁路运输松紧情况灵活解决。

为进一步深化与新疆自治区政府及相关机构的合作，更好服务新疆棉花产业和国家“一带一路”开放战略，郑商所与新疆自治区政府签署了合作备忘录，共同培育新疆棉花期货市场。重点培训疆内棉花农合组织和涉棉企业，引导疆内涉棉企业开展套期保值业务。据悉，下一步郑商所还将在新疆设立服务点，统筹协调新疆棉花期货市场和交割中转库的相关业务。进一步完善棉花期货的合约制度和规则设计，加大对当地市场的投资者教育和培训投入力度，争取年内上市棉纱期货，完善棉花产业链期货品种体系，为棉纺产业提供全链条风险管理服务，深化与新疆自治区政府的合作，研究探索多种合作方式，服务新疆地方经济发展和国家“一带一路”开放战略。