

上市期指迷你合约 打造散户对冲工具

□本报记者 王朱莹



CFP图片

戴春平:忽视研究迟早要被市场淘汰

□本报记者 王超

“定价能力、产品开发能力和客户基础,是期货公司未来发展的三大支柱。”招商期货研究所所长戴春平日前表示,对期货公司而言,谁忽视研究,早晚要被市场所淘汰。

忽视研究要被市场淘汰

对于当前期货公司的研发工作,戴春平有两大担忧。一是对研究的认识及其派生出来的对研究重要性的认识上远远不够,二是因为行业人才储备有限,收入低,人才短缺的问题始终得不到解决。

戴春平说,期货公司研究人员收入与券商研究员没法比,但期货投研的工作要求却一点都不比后者低,甚至还要高些。期货交易时时刻刻是零和博弈,而股票交易是跨期的零和博弈。“优秀研究员的价值在买方体现得比卖方明显多了,随着买方规模的扩大,研究员薪酬水涨船高,我估计许多期货公司将来会养不起研究员。”

目前,绝大多数期货公司除了提供通道以外,不能提供别的有附加值的服务,跟客户几乎没有谈判的筹码,结果就是手续费一低再低,产业机构和买方逐渐在崛起,期货公司有被边缘化的倾向。“期货公司的研究部门除了写点过家家的报告外,并不能给客户和公司带来什么的价值,所以研发部门经常是被首先裁减的对象,这点跟十多年前中小券商研究部门特别像。”

“虽然整个行业都想向买方转型,但市场上能做买方业务的期货公司屈指可数,根本原因在于没有成熟的投研体系支撑。”戴春平说,定价能力加客户基础,就是资管业务,定价能力和客户基础,再加上产品设计,基本上就是场外衍生品业务了。

对于招商期货研究所的定位,戴春平说,第一步是做个真正的卖方研究所,全品种全产业链覆盖,主要服务于有一定专业能力和风险识别能力的机构。“由于我们是在卖专业,前期比较困难,专业机构的认可过程比较慢。不过,一旦得到机构的认可,后面工作就好做了。我们现在的服务对象大部分都是国内一流的投资机构和产业客户。”他说,“对期货公司而言,谁忽视研究,早晚要被市场所淘汰。”

坚持“三多五熟”提升研究水平

在研究管理方面,有着十几年公募基金投研经验的戴春平,基本上把当年在基金公司管理投研的思路移植到期货研究上。大的

■ 记者观察

正确认识套期保值制度

□本报记者 王朱莹

股指期货上市以来,市场运行平稳,功能逐步发挥,套期保值效果良好,起到了稳定器的作用。而市场对于这一新生事物认识和理解还不充分,对于股指期货套期保值等制度安排了解还不够全面,甚至对于期货持仓及其结构等基本常识和概念还存在一定的认识误区。

有观点认为按照中金所的规定,机构做股指期货只能套期保值,机构“做多”限制为600手,机构就不能按照自己“价值发现”的意愿做多期指。这种观点首先误解了套期保值的概念。根据《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》第二条的规定,套期保值包括了买入套期保值和卖出套期保值两种类型。其中,申请买入套期保值的投资者可以在股指期货市场上获得多头持仓限额,做多期指,此外,投资者可以根据有关规则和自身需要申请套期保值,多头套期保值的额度可以超过600手。

套期保值制度对多空双方一视同仁,并不限制多头套保。中金所在统筹考虑市场总体承受能力基础上,根据投资者实际风险管理需求与交易策略需要,进行套保套利额度审批及后续监管,努力满足市场真实风险需要,服务各类投资者,促进市场功能发挥。投资者可根据实际需求自行决定申请多头或空头套期保值。交易所不能也不会干预投资者的额度申请意愿和方向。机构自己向交易所申请多少额度,申请空头额度,还是申请多头额度多,由机构自己决定。

套保不能只看期货市场的持仓,而是应该“两头看”。选择持仓持仓并非看空、做空股市,并不改变预期持仓的多头本质。如证券公司持有股指期货空头,但现货持有空头更多,总体仍是净多头。市场上被称为“空军司令”的几家大券商其实都是期货空头,现货多头,两者相抵,整体看是绝对多头。随着运用股指期货低风险业务规模的扩大,券商整体持股规模逆市增长。

股指期货市场事实上承接了大量的股票现货抛压,避免了现货市场大面积恐慌性抛盘。如果没有股指期货套保,那么对应的股票很可能被抛售,加剧市场的恐慌性下跌。在市场下跌的不利环境中,由于股指期货套期保

方面他总结为三个坚持:坚持基本面、产业链和定价研究的基本理念;坚持以研究为本,研究市场两位一体的基本思路;坚持“三多五熟”的工作作风。把研究做到细处,做到实处。研究员要开放心态、开放思维,走出去、引进来,借用社会资源,提高投研水平。

所谓“三多五熟”,他进一步解释为多阅读、多交流、多思考;要跟交易所熟悉、跟仓库/厂库熟悉、跟产业熟悉、跟买方客户熟悉和跟同行熟悉。

“研究员水平体现在两个方面:首先是对产业链的理解,从源头到最下游,包括生产、物流、仓储到消费等;其次是在此基础上的投资方法论,即在各种价格、库存、成本和供需预期等组合下,品种有多大投资机会。”他说,在对研究员的要求上具体有三个方面,一是产业与品种研究的方法论;二是尝试用自己的语言去解释产业解释品种;三是要多问自己几个为什么,别想当然。

“今年的工作重心,一是基础框架和基础数据的构建,二是全产业链调研,从生产、销售、物流、仓储到下游的消费等。”他略带歉意地说,“我们的研究员一定是行业最累的!”

投资大宗商品还需等待

对于大宗商品走势,他认为,根据美林投资时钟理论,目前全球主要经济体,除美国外,仍未摆脱衰退后期,而大宗商品高涨一般发生在经济过热和滞胀时期。因此,现在谈大宗商品投资周期的到来还有点早。

国际投行美林集团(后被美银收购)曾于2004年11月10日发表《投资时钟》报告提出了一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法。这种方法将经济周期划分为四个不同的阶段——萧条、复苏、过热和滞胀,每个阶段都对应着表现超过大市的某一特定类别资产:债券、股票、大宗商品和现金。中国经济也不例外,突出表现为经济增长和物价水平双双回落。

戴春平说,传统上讲,工业品看需求,农产品看供给。但随着08年以来经济的收敛,需求端的故事早已讲不动了,今年感觉特别明显,强周期行业品种如煤钢焦煤和有色金属等,虽然年初的需求增长预期就放在0左右,但现在的实际情况可能更糟。螺纹钢几乎跌到一块钱一斤,即便便宜,但还是没有人买,因为相对于需求而言,供应太充足了。“大宗商品的上涨周期,一是要看有无真实的经济增长,二是名义价格水平能否上升。”

股市下跌 阴谋论不成立

在近期股市的剧烈波动之下,各种谣言也甚嚣尘上,如“境外敌对势力做空中国”、“期指恶意做空”等。有传言甚至误认为,有资金在中证500等股指期货上砸盘,负基差持续扩大,带动了股市的杀跌。

针对这种误传,东湾资本中国负责人胡晓辉分析称,中证500指数成分股大多为中小盘股,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。

此外,股指期货较股票提前15分钟开盘,如果当天没出现什么政策变化,大家预计指数开盘后会继续跌,就会选择开盘卖空期指。等到股市开盘后出现下跌,这又会带动股指期货继续下跌,投资者再将股指期货的空单平仓。这就造成了股指期货带动股票下跌的错觉。实际情况却更

像是股票投资者在“门被封死”的情况下,通过股指期货“跳窗”逃生。

“股指期货被操纵,导致股票大跌的说法,其实没有什么根据。相反,股指期货给了被套的股票多头对冲逃生的机会,实际对股票市场的下跌起到了缓和的作用。”胡晓辉说。

对冲私募基金上海金锴资产管理公司董事长任思泓也认为,股指期货是对冲工具,如果没有股指期货对冲风险,市场抛压将更为严重。

“以我们自身为例,我们是完全对冲、没有风险敞口的,在牛市中不会增加多头头寸,减少空头头寸;在熊市里也不会降低多头头寸,增加空头头寸。可以说,正是有了股指期货的存在,我们才不担心现货的下跌。如果没有了股指期货,

一旦市场下跌,我们只能抛售现货。在一定程度上股指期货分流了市场抛压,也为市场提供了流动性。”任思泓表示。

他指出,此前只有沪深300指数期货时,公司担心系统性风险,不敢接受任何需要保证固定收益的资金,今年推出中证500期指后,风险对冲覆盖面更广,安全系数更高,公司产品在收益稳定性上有了极大提高,并开始吸引很多需要保本保息的投资。正是由于新股指期货的出现,对冲基金行业把一部分本来是投房地产信托的固定收益的资金吸纳进来,投向股市,形成增量资金。而且对冲基金,特别是量化对冲基金的持仓非常分散,当其规模发展的时候,所带来的增量资金会非常分散的投入股市的各个板块,为整体市场的提供流动性。

打造散户对冲工具 安度风雨

“在市场进入本轮极端行情后,我们的产品均运行正常,并获得正常收益。而且收益分布比较均匀,并没有出现大起大落。我们的产品,投资目标是给客户id提供与市场涨跌不相关的稳定收益,成为客户可以信赖的储蓄工具,是类固定收益类产品。”任思泓表示。

作为对冲基金,该机构的操作方式是:通过一些算法建立计算机模型,然后寻找其认为有投资价值的股票;同时,为了规避市场风险,做空等价的股指期货进行对冲。此类产品的收益率和股市涨跌不相干,因而能在股市动荡之中表现突出。“预测市场不是我们的强项,我们从来不押单边。”任思泓说。

据介绍,通常情况下,对冲基金在牛市中盈利机会更多,因为牛市中beta会远远超越alpha。但如果市场跌了,仍然能够通过对冲盈利。

对于散户而言,在面对如同近期股市大跌的情形时,唯有卖出股票以自救。市场中仍缺少一种可以让资金量小的散户进行避险的股指期货产品。

“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,对于散户而言,对冲工具的使用可能会成为双刃剑,因此还需要坚持循序渐进的原则推进新产品。如果把金融期货市场比作游泳馆的话,可以把大门敞开,让所有人都可以进来游泳。只不过对于那些水性不足的,要让他们先在浅水区试一试,水

平达到一定高度后,再向他们开放深水区。”银河证券衍生品部总经理丁圣元表示。

股指期货迷你合约又叫小型股指期货合约。从国际上看,相对于标准合约而言,迷你合约的面值通常不超过标准合约的五分之一,具有交易快捷、流动性好,保证金低的优点,非常适合散户交易。

国际市场成熟经验表明,许多国家在推出大型股指期货合约一段时间后,会根据市场发展状况和投资者需求推出迷你型股指期货合约,而且迷你合约的推出,显著提升了股指期货的市场流动性和活跃程度。

在目前全球60种上市交易的主要股指期货合约中,过半合约价值在50万元以内。国际上具有代表性的小型股指期货合约有迷你标准普尔500股票指数期货合约、迷你道琼斯股票指数期货合约以及迷你纳斯达克100股票指数期货合约等。

韩国、我国台湾以及香港地区都在大型合约推出1-4年内推出了迷你型股指期货或期权产品。2004年在全球交易量排名前10位的股指期货和期权产品中,迷你型股指期货就占了3位,其余7个皆为期权。

业内人士认为,除了国外其他成熟市场小合约的示范效应之外,鉴于我们目前资本市场的现状,已具备推出股指期货小合约的条件。

以沪深300股指期货为例,截至今年6月,该

产品已经稳定运行了五年多,市场认可度和参与度都在不断提升。但目前沪深300股指期货合约价值高达118万元,按期货公司收取的12%左右的保证金水平计算,每手保证金逾14万元,加上50万元的硬性资金开户门槛,这就使得一批资金实力不足的散户无法进入股指期货市场,无法对冲股市下行风险。从对冲风险的角度看,即便只开1手期指,对应现货市值也高达118万元,对于股票资产较少的散户投资者,目前的股指期货合约的确有些大,用来对冲风险无疑会出现风险敞口。

对冲工具不能覆盖中小散户,这无疑与目前A股市场以中小投资者为主的结构形成了鲜明的反差,也使得中小投资者通过金融衍生品进行风险管理的客观需求不能完全满足。

市场人士建议,参考国际期货市场小合约运作经验,可以考虑推出股指期货小合约,以满足我国股市、期市众多的散户投资者参与需求。

值得注意的是,尽管小合约价值小,但仍具有期货、期权交易的一般特征,如市场波动较大,投资期限较短、交易策略多元化、操作难度高等;同时,小合约所涉及的投资者覆盖面广、分散性大,风险承受能力相对较低。对此,有业内人士建议,推出小合约,必须合理设计其规格,减少市场操纵行为对小合约期货交易的影响,同时还要加强对中小投资者的教育,以维持市场的长期、稳定、健康发展。

新入市投资者如何避免“被割韭菜”

□中信期货 邱永富

从6月15日开始,短短十几个交易日,中国A股市场经历了一场大震荡,大批个股连续跌停,各大指数跌幅在30%-40%左右,两市跌去近20万亿元市值。由于前期股市上涨迅猛,财富效应明显,很多“80、90”后新股民跑步入场,绝大部分都在5000点的高位附近入场,有一部分还是配资交易,因亏损极其巨大。每一轮的牛熊切换,都会让新股民伤痕累累,遍体鳞伤。

现在是三人行必有谈股论期,炒股指期货成了与百姓生活息息相关的民生,市场暴跌就变成了灾难。新股民由于缺乏经验和必备的技能,成为了弱势群体。作为经历过牛熊的过来人,真为现在的新手捏把汗——退潮后谁在裸泳?在这一轮市场的历史性大跌中,股民数量翻倍于上一轮,新的衍生工具接连创设,没有经验的新手被割韭菜或将更容易也更加残酷。笔者一直在证券和期货行业做投资者教育工作,对股民期民先“野蛮生长”后“被割韭菜”的前车之鉴有着深刻而沉痛的记忆,其交易行为大体有如下几种情况:

一是匆忙入市,缺乏风险意识。大部分新手是在财富效应、舆论引导下才关注市场,急忙入市,对相关知知识基本空白。但一入市就感受到了财富快速增值的惊喜,往往高估了自己的能力,低估了市场风险。于是,资产配置在短期内大量投入到证券市场,享受流动性带来的短期高回报。在短期快速赚钱的时候,有人会提醒下跌回调风险,他们的反应是:你看短线下跌后不是很快就恢复上涨了吗?大牛市嘛,波动总是有的,下跌是为了更好的上涨。说得道理满满,强调风险

反而无言以对。而年初至4月底阶段性连续上涨的行情下,几乎没有大的回调,导致新手产生“牛市无限上涨”的幻觉,强化了大牛市的预期。过程当中的下跌都成为了他们大胆买入的理由,一买就涨,信心更加爆棚。然而股市是财富转移的场所,不是稳赚不赔的天堂。资产配置需合理,不要过大的赌注。这一次牛熊的快速切换,直接导致了疯狂踩踏,市场风险充分暴露,机构损失惨重,新手更是难以逃脱厄运。

二是理性失机会,疯狂大追仓。新手一开始总是抱着试试看的心里,拿点闲余资金玩玩。谁知行情那么好,股票一路上涨,虽然账面在不断增值,但新手心中涌现的是后悔感。投入太多了,要是当初投入个几百万元,一辆车一套房就到手了,太可惜了。但是眼下比之前涨了太多,追涨有点怕。正在犹豫不决时,股市继续继续暴涨,踏空真是比赛季痛苦万分,一天就是一辆车的损失啊,简直心如刀绞。马上转入资金,果断追!真不巧,要么碰到大回调,辛辛苦苦两个月,三天回到解放前;要么直接长期套牢,新手熬成了股东。看支撑,我心向牛;看亏损,还有否否?这种行为模式是典型的做多倒金字塔建仓法,拉高了建仓均价,稍微回调就导致亏损。本想小钱当诱饵,试试赚钱效应,后来失去理性,不计后果持续追加投资,反被市场钓了大鱼。这样的心态容易导致追涨买入,回调砍仓,陷入牛市赔钱的尴尬境地。由于没有坚定的止损意识,一旦大幅套牢,新手只有眼睁睁看着手中的股票跌入深渊,动弹不得。

三是没有风险对冲,就揽瓷器活。很多人称本轮牛市为杠杆牛,不无道理。随着行情的向好,券商的融资余额已远远不能满足投资者需求,场外

配资业务快速膨胀,可能远超正规渠道融资金额。在巨大的财富效应下,部分新手也铤而走险,参与了配资炒股的大军,杠杆率提到3-5倍都属于正常现象,变向创造了股票多头期货,风险可想而知,稍有不慎,两天爆仓。近期高位剧烈的几次杀跌,已经充分揭示了股市的凶险。部分缺乏杠杆投资经验的老股民,成为了股票期权和股指期货交易的新手,凭借自身在股市中获利的经验,想进一步实现暴利,使用了更高杠杆的股票期权和股指期货这两个重型武器,最近两次股指日内暴跌暴涨,重创了不少新手和老手。更有甚者利用了股指期货的场外配资,进一步放大到40倍左右的杠杆,创设了类似股指期货的场外交易模式,激烈波动导致大量投资者快速出局。新的金融衍生工具不断出现,民间的创新则更为繁荣,市场的投机性达到了一个前所未有的热度。股票市场已经变成了个股期货市场,在本轮市场的下跌中,场外和场内的配资盘先后大量强平,极大地加速了股市的下跌,形成一种恶性循环,导致根本刹不住车,而一些新股民不断抄底,不断割肉,疯狂自相踩踏。

新股民作为弱势群体,参与股市有着很多的先天不足,必须加强投资者教育,提升风险意识和投资技能。对于新手,笔者的建议是:一是学习,了解市场的本质;二是思考,找到参与市场的方法体系;三是实践,用合理的资产配置来尝试;四是借力,投资合适的基金产品。之前有知名财经专家称:“所有试图置身这场投资泡沫之外的人,都将成为受害者。”经历过这一次大跌,笔者认为:“所有急切投入泡沫之中的人,都已经成为受害者。”忽视风险是最大的风险。