

361° 看市

# 瘦了期指 肥了期权

## 50ETF期权合约持仓量5个月增长一倍多

□本报记者 张利静

股票期权正在以惊人的成长速度打破股灾以来衍生品市场的沉寂。以“70前”为代表的中国第一代投资圈老学霸还在股市默默寻找财富圣杯，而70后乃至80后的投资新秀正在悄悄爬上衍生品的方舟。

据中国证券报记者了解，8月份以来，两融、股指期货、期权三大A股衍生品“战场”纷纷收到监管严令。但与前两者截然不同的，股票期权持仓量短短数月内突飞猛进，成交量目前已经是沪深300股指期货的8倍！期权投资者有着诸多新特征：海外背景、80后、股指期货投资经历。

### 期权持仓快速增长

今年8月份以来，随着两融、股指期货、期权三大A股衍生品接连受限，两融客、股指期货玩家纷纷大撤退。

8月份，沪深交易所紧急修改两融细则，将融券规则由T+0改为T+1，此后还将保证金最低比例从50%调高到100%。股指期货市场限制也不断升级，9月7日起单个产品、单日开仓交易量超过10手的列为“日内开仓交易量较大”的异常交易行为。期权市场也对合成空策略进行了限制。

两融方面，根据沪深交易所数据，9月29日沪深两融余额一度回落至9211亿元。虽然近期两融出现了“十二连升”的火热局面，但市场人士认为，“跛脚”的两融市场实际上仅仅是“一融”在起作用。因为相比做多的融资，其规模占比高达99%以上，做空的融券几乎可以忽略不计。截至11月18日，融资金额高达1.195万亿元，融券余额仅31.78亿元。

股指期货方面，9月7日中金所对股指期货实施最严格限制令后，股指期货成交量及持仓量骤降，截至11月20日，沪深300股指期货总持仓量37943手，总成交量20693手，持仓量不足历史最高水平时候的四分之一。

期权市场以高速增长姿态打破了衍生品市场的沉寂。过去五个月中，50ETF期权合约的持仓量已经翻了一倍多。

截至上周五，上证50ETF期权未平仓合约共计52.5万张，刷新历史新高纪录。6月中旬股市高点时，这一数字仅有22.36万张。中国证券报记者查阅上交所6月份以来持仓数据发现，这部分涨幅大多数来自认沽期权，自6月底以来认沽期权的合约数量涨了大约四倍。

从交易量来说，上证50ETF期权总成交量最高值是2015年11月5日的287309张。上周五上证50ETF期权总成交16.66万张，而沪深300股指期货成交只有2.07万张，前者是后者的8倍。而在6月份，期权市场日均成交量却比沪深300股指期货低了足足90%。

9月8日起，上交所进一步加强50ETF期权持仓限额管理。单日买入开仓限额调整为单日开仓限额，对投资者单日买入开仓与卖出开仓实施合并限额管理。具体标准为：投资者总持仓限额为50张的，单日开仓限额不超过100张；投资者总持仓限额为50张以上至2500张的，单日开仓限额不超过总持仓限额的2倍；投资者总持仓限额为2500张以上的，单日开仓限额不超过5000张。

某资产管理公司的证券投资主管表示，“涌入期权市场是因为投资者需要一个市场来对冲。”严格的开户门槛及限制做空措施之下，股票期权交易的翻倍增长可以称为“戴着镣铐的舞蹈”。

期权的职业投资人、《期权就这么简单》作者韩冬表示，从投资者角度来讲，在目前的市场



CFP图片 制图/尹建

环境中，机构、个人及做市商都在快速成长。机构方面，虽然公募基金的一些产品参与股票期权受到限制，但是阳光化的私募的期权投资方面是非常积极的。个人投资者方面，随着投资者教育逐渐推广和深入，尤其在经历了股灾之后，期权对其收益保护的影响更为有优势，合格个人投资者的开户数量逐渐增加。做市商虽然目前还处于前期探索，更多在进行小范围模型测试，但他们正在趋于成熟，模型更加完善、适应市场。

### 多头10月“两头赚”

根据上交所发布的10月份证券及股票期权投资者的银证/银行转账变动情况，10月股票期权保证金净流入1.61亿元，证券交易结算资金净流出65亿元。

光大期货期权研究员张毅表示，在10月份沪深股市整体走高的过程中，上证50ETF也出现了上升行情，在此期间给持有虚值或者是平值认购期权的投资者带来较大回报。

“这一赚钱效应，可能也对场外投资者及投资机构带来吸引力。ETF期权在上涨行情中正确把握的情况下，利用期权的杠杆效应，可获得可观回报。这也对投资者开立期权账户的进程带来了一定的提振。”张毅说。

有期权投资人士推测，由于期权市场同样存在限制卖空策略的情况，且10月份市场对A股持仓进行避险管理的多头可以说是“两头赚”。

10月A股市场全线上涨，沪深300和中证500指数月涨幅分别为10.34%、15.7%，上证综指全月上涨10.8%。

来自国内大型线上期货期权投资交易培训平台策略星学院的江先生解释称，这一波反弹中，期权市场中当然存在多头避险的头

寸。在反弹过程中，作为期权三级投资人甚至二级投资人，假如本来想买100张ETF，手中已经有50张，不确定未来行情会否上涨，便可买入50张认购期权。他们可能只用10%的资金就可以持有这个权利，一个月后可以实物交割获得50手ETF。“风险有限获利却可以稳定的增长。”

在基金的投资应用中，基金可以利用ETF期权调整手中仓位、增强收益。

“期权的持仓量及成交量还会继续增长，而且是股市和股指期货的领先指标。”江先生认为，期权持仓量的上涨，反映出更多的基金投资人在中长期更愿意持有ETF，这对稳定整个市场非常有效。

在股指期货成交量及成交锐减之后，一些投资者将期权波动率纳入了对市场走势进行判断的参考体系。

韩冬表示，在市场大幅调整期间，尤其是7、8、9月份，期权的恐慌指数即波动率非常高，一度达到100%，10月底11月初期权波动率下降到了20%左右，这从侧面反映了市场的回暖。在10月份之前期权波动率很高的时候，很容易赚取其中的时间价值。

记者发现，在期权交流群中，交易者情绪跟随着日内行情走势时而热情时而失落。期权波动率也常常出现与股市表现不一致的情况，体现了这个品种上市刚9个多月的童年气质。

### 淡化暴富色彩

期权市场赚钱效应毋庸置疑，但在期权市场上，目前还没有出现一鸣惊人的牛散故事。这与开户限制、持仓限制、策略限制有关，很多期权投资人并不推崇一夜暴富的神话。

从期权论坛及交流群等讨论群体中不难发现，以期权为代表的衍生品市场参与主体具有如下特征：海外背景、80后、股指期货投

资经历。在交易目标上，他们追求稳定持续的收益。

这与第一代60后乃至70后的股市操盘手有很大区别。

不久前，宁波“涨停板敢死队”总舵主、私募一哥徐翔被警方带走事件一石激起千层浪。不少人认为，像徐翔这样的投资传说与发家史并非个案。

衍生品工具出现后，一方面其杠杆机制放大了投资者单边逐利的财富效应，另一方面双向交易机制也逐渐冲淡了完全以单边为基础的逐利模型，以理性冲淡暴富色彩。

江先生表示，就上证50ETF期权的收益来说，只要单日股市波动幅度超过1%以上，在期权的买方操作，赚取1倍是常态。在股灾的时候，股市单日大涨5%-7%，期权赚取5倍是常态。一些虚值期权，由于基本数低，比如为0.01到0.2的时候，就是20倍。“期权可以让你一夜致富，如果说操作错误的话也可能遭遇惊人损失。”他说。

期权交易圈内流传着这样一个故事，韩国一位很优秀基金经理，每个月在期权上的收益为5%，持续了15年。

“持续稳定的收益是我们的目标。”韩冬表示，投资收益上，我们的目标是每年20%-30%的回报，做市商模型有效的话收益在50%-60%。“客观上，我觉得是在期权上投资每年有20%-30%的稳定回报是好的预期和目标。”

韩冬认为，期权交易量和刚开始上市时候相比有很大提升，但就目前的资金容量来讲，交易还是有限，不能帮助大资金做对冲。

张毅认为，目前ETF期权的总体成交规模并不大，还不能够充分达到机构投资者便捷进入ETF期权市场，有效进出的要求。因为流动性还有限，小池塘无法养大鱼。

王强：今年6月份以后，股指期货交易量大幅度萎缩，多数期货公司期指成交量下降幅度在70%-90%之间。

华泰期货也不可避免地受到一定冲击，最直观的影响是手续费收入下降了一大半。我们本来按照既有的规划在高速发展，却突然遇到市场急剧变化，对现有的运营影响非常大。就像刚驶入高速公路的汽车，本来正准备加速前进，突然被狠狠地踩了一脚刹车。

但幸运的是，前期实施了调结构抓创新促转型战略，奠定了应对“黑天鹅”事件的坚实基础。情况没有先前预料的那么糟糕。今年10月份公司各项业务表现相当不错。因为原来考虑到10月份交易日少，且政策调整体现完整，最担心的10月份会出现当月亏损。但从刚刚拿到的财务报表看，当月还有将近1000万元的盈利，这大大出乎此前的预料。

其中的原因，是因为我们积极实施了调结构抓创新促转型战略，如网点调整、优化业务体系等。从华泰期货自身来讲，我们看好未来的中国衍生品市场发展前景。

## 南钢样本：钢企利用金融衍生品减亏纾困

□本报记者 王蛟

“今年上半年，我们在期货市场连续做了四、五次套期保值，在期货端有700多万元的盈利，现货端有1000-1200万元的亏损，两相对冲，实际亏损200-300万元。”南京钢铁证券投资部主任蔡拥政日前在接受中国证券报记者采访时表示，面对行业景气度不断下滑的困境，公司充分利用期货等金融衍生品，结合产销节奏实施套期保值和战略管理，有效对冲了原料价格上涨和成品价格下跌的风险。

中国证券报：公司股东对南京钢铁利用金融衍生品工具是否支持，在具体操作上有何原则？

蔡拥政：南钢的大股东是复星集团，对金融工具的认识已经非常深入，所以也很支持我们参与衍生品交易，但要求我们一定要符合套期保值的逻辑，期货和现货要结合起来做，绝对不可以做投机或赌市场，如果这样做了，哪怕赚了，都会受到处罚。

不是我们证券部投资部看好铁矿石的价格就可以做套保，一定是比如板材事业部签了一个订单，他们担心订单毛利不高，如果铁矿石价格上涨5美元/吨，订单毛利就没有了，这时板材事业部向证券投资部提出套保要求，证券投资部再根据各事业部的需要做整体套保方案。

我们也一定是结合现货来操作期货，不做投机套利。比如事业部签了一个10万吨的订单，我们会把这个订单折算成焦煤、焦炭、铁矿石采购量，在期货上对应合约和交货期进行买入，后期随着订单逐批交货，我们也逐批平仓，决策小组通过OA、短信等平台即时沟通，最终期货和现货的盈亏一起核算。

螺纹钢卖出套保是一样的，假定现货要求卖出20万吨的销售额度，但需求不好，只能卖出10万吨，还有10万吨卖不掉，就找我们做卖出套保。如果期货高出我们的销售价格，高出我们的生产成本，那我们就在期货上做卖出套保；如果期货低于现货但高于成本价格，也可以卖出，至少我能保住成本；如果期货价格低于现货且低于生产成本，那我们卖出套保就没有必要了，除非后市可能出现极端的行情，价格波动风险很大，那我们也可以结合实际做卖出套保。

中国证券报：在期现结合上南京钢铁具体是如何操作的，可否举例说明？

蔡拥政：由于国内铁矿石期货与现货普氏指数价格相关性非常高，我们完全可以用期货来对冲现货价格的上涨，今年上半年就利用铁矿石远月合约贴水对一些锁价订单做了买入套保，但量比较小，不到30万吨。

三季度以来，我们对套保策略做了一些调整，对铁矿石买入套保加大了投入，做了一个铁矿石战略套保。比如南钢每个月的铁矿石需求量约120万吨，今年6、7月份时，铁矿石跌到40-50美元/吨一线，我们决定在期货市场上买入40万吨铁矿石，这样还可以节省现货的管理费用、库存成本。7、8月份铁矿石价格有所反弹后，40万吨现货也进来了，我们就在期货上平仓。如果下个月我们担心铁矿石价格还会涨，再继续做买入套保，滚动操作。

产成品方面，今年上半年，我们做了一些螺纹钢的卖出套保。比如今年6月南京开亚青会，工地停工较多，我们现货还有20万吨卖不出去，当时期货价格是2300元/吨，生产成本是2250元/吨，现货价格在2280-2290元/吨左右，期货价格与现货价格贴近，比成本略高一点，这时我们就坚决做卖出套保，把所有的风险敞口都抛出去。

当然，对产成品库存的风险敞口我们不是一次性全部抛出，因为随时间变化成本会发生变化。所以我们是每月月底的25-30日，根据采购的铁矿石、焦煤、焦炭等综合生产成本，结合市场销售情况，才决定对下个月的螺纹钢是不是要抛。如果现货市场销售情况不好，那就再做卖出套保，如果下个月现货销售情况非常好，成本也上来了，那就没必要做套保，同时月底把上个月卖出套保的螺纹钢全部平仓，就这样逐月逐月去评判，而不是一次性全卖出，因为销售端在期货卖出锁定后，原料成本端是处于敞口状态，近月成本相对明确，但远月成本存在较大的不确定因素。

中国证券报：今年南京钢铁在金融衍生品上的实际操作效果如何？

蔡拥政：铁矿石锁价单方面，由于今年上半年参与的量比较少，对公司整体效益的影响不是太大。但它的意义在于，通过利用铁矿石合约远月贴水的特点，进行期货比例买入套保，我们敢接一些微利订单甚至直接接一些负利或效益不是太好的订单，这样至少能够保证钢厂生产线有连续的排产安排，以稳定生产经营。

螺纹钢今年销售情况不好，在卖出保值上确实起到了比较好的效果，我们期货端盈利700万元，现货端亏损1000万-1200万元，对冲后大幅减少了损失。如果不在产成品上做卖出保值，这一千多万元就实实在在地亏掉了。

中国证券报：当前钢企在利用金融衍生品方面有何顾虑？

蔡拥政：很多企业还不熟悉金融衍生品，可能只是提供少量的资金，非常谨慎地试一试，再加上现在主业这么艰难，哪有那么多钱去“捅窟窿”。你做得很专业很有水平，可以把现货的风险对冲掉，那当然很好，但问题是很多企业缺少这方面的专业人才和专业能力，内部培养又需要一定时间。

## 华泰期货副总裁王强：看好衍生品市场发展前景

□本报记者 张利静 王超

今年6月份以后，受接连出台的股指期货限仓新政影响，股指期货交易量大幅萎缩。对此，华泰期货副总裁王强日前在广州由华泰期货与华泰证券联合主办的“华泰产业金融投资报告会”活动现场接受中国证券报记者采访时表示，从境外成熟市场发展经验和成交/持仓比等指标观察，结合我国资本市场特性，股指期货市场没有严重偏离现货市场，依然处于可控的范围之内。

尽管很多期货公司基础业务受到冲击，但王强表示，得益于去年开始实施的调结构抓创新促转型战略，以及监管部门放松管制、加强监管的政策调整，华泰期货各项业务好于此前预期，今年10月份仍有将近1000万元的盈利。

记者：如何看待股指期货的功能和作用？

王强：金融衍生品就是一个工具，一个风险规避工具，不是赌博的工具。衍生品市场交易的标的物是风险，风险是客观存在的，不会

自动消亡，只能在不同承受者之间转移。这也是衍生品市场的本来职能之一，投机者承担风险，提供流动性。从属性上来讲，衍生品市场是风险规避场所，是一条通道或一扇逃生门。对于衍生品市场，监管层应该正确引导，逐步完善相关规则，加强投资者教育和推行适当性制度。要让广大投资者熟悉交易规则，了解风险所在。

从股指期货应用的研究结果来看，有了股指期货，市场波动率会降低。也就是说股指期货起到了熨平指数波动的功效，它不是助涨助跌的催化剂。相反，它使得股票现货市场运行更加平稳有效。

从境外成熟市场发展经验以及成交/持仓比等指标来观察，我国衍生品市场依然处于健康发展的范围之内，没有偏离其运行的中枢。当然，我并不否认违规交易行为的存在，但就监管层而言，更多的应该是进一步规范、完善交易制度，加强“五位一体”监管，充分发挥市场各方的职责，普及期货专业知识，加大舆论的正确导向，营造一个健康规范的市场环境。

记者：如何看待监管政策的调整？

王强：在特殊时期面对特殊现象，交易所和监管部门采取了特殊措施，我们能够理解。但事实上，这次股指期货调整对市场各方影响还是很大的，股指期货交易量缩减90%，流动性受到遏制。

不过，也有给期货公司减负松绑的政策得到了行业的一致赞许。例如，原来规定风控、财务、技术、开户是期货公司营业部必备的四个岗位，加上总经理和业务人员是六个必备岗位。即便再小、再偏远的营业部，也要具备这六个岗位。而今年政策调整后，废止了相关的硬性办法。

华泰期货有31家营业部，员工人数超过600人，其中营业部中后台人员占了20%。这部分人员成本对公司的经营压力非常大。尤其是新设的营业部或是边远地区的营业部，成本压力更是显著。可以说，政策调整后，营业部中后台人员得到大幅度压缩，营业部可以轻装上阵了。

记者：期货经纪行业现状如何？华泰期货采取了哪些积极措施？