

361° 看市

认沽期权单日暴涨10倍 黑色1月：手有期权 心中不慌

□本报记者 叶斯琦

尽管A股在最后一个交易日强势收出长阳，但仍然难掩1月的悲伤。据统计，1月的20个交易日里，上证综指累计跌幅高达22.65%，创下2008年10月来最大月度跌幅，这也是史上第六大月度跌幅。

不过，就在A股一片愕然之时，期权市场却是一片欢声，其中1月认沽期权集体暴涨，部分合约涨幅甚至高达10倍。

据中国证券报记者了解，上周，很大一部分认沽期权头寸来自于对冲盘，因此暴涨之下，鲜见暴富色彩。不过，期权的避险故事却得到演绎，特别在“连段子手都敢不说话”的“黑色星期二”，认沽期权的买入头寸让部分投资者保留了实力，以图东山再起。

期权对冲保存实力

“寒流”之下，个人投资者李先生算是一个幸运儿。李先生的股票仓位较重，并且闲置资金并不充裕，他并不想砍仓，但在市场不稳的情况下，心里难免打鼓——如果暴跌，他必然首当其冲，损失惨重。在投资顾问的建议之下，上周一（1月25日）李先生买入50ETF沽2月2100合约，在对冲比率上选择了不完全对冲，整体上对冲了约30%的风险敞口。

如果你担心某种情况会发生，那么它就更有可能发生——这就是心理学中著名的墨菲定律。果不其然，就在1月26日，A股就迎来“黑色星期二”。截至当天收盘，上证综指报2749.78点，下跌6.42%；深证成指报9483.55点，下跌6.96%。市场一片愕然，甚至“连最擅长调侃的段子手都消失了”。

不过，李先生的期权头寸起了保护作用，就在现货大跌之时，其手里的认沽期权大涨逾60%，这部分头寸帮助他避免了更大损失，保存了东山再起的实力。

其实1月26日当天，就在股票市场跌声一片之际，期权市场却一片欢乐的海洋。其中1月认沽期权集体暴涨，部分合约涨幅甚至高达10倍。截至当天收盘，50ETF沽1月1950收盘报0.0107元，涨970%；50ETF沽1月2000报0.0403，涨1085%；50ETF沽1月2050报0.0843，涨502.1%。

“上周二认沽期权合约暴涨，很大一部分是来自于对冲盘的需求，市场恐慌情绪大幅推高了看跌期权的隐含波动率。”南华期货期权分析师徐明告诉记者，大盘连续回调后市场的悲观情绪有所蔓延，虽然买入看跌期权作为裸头寸的投资方式较为激进，但在持有现货时买入看跌期权还是可以对冲风险的。

光大期货期权研究员刘瑾瑶也指出，在此轮大跌过程中，期权的避险功能得到了良好的体现，特别是保护性认沽策略。该策略是指持有50ETF或大量蓝筹股的投资者使用买入对账数的认沽期权的方式为自己持有的现货



CFP图片

头寸进行保险。在诸如1月26日的大跌行情中，使用保护性认沽策略的投资者可以用买入认沽期权获得的盈利来弥补现货的损失。并且，即便日后股价触底反弹，该策略还能保存现货部位盈利的能力。

海通期货分析师杨磊给我们算了一笔账，从期权的角度来说，若投资者在前一个周五收盘时买入一张50ETF沽2月2050合约，其收盘价在五个交易日内上涨了0.0825元，可见期权的套保效果还是较明显的。“这还是在现货与期权比例为1:1的情况下计算的，如果考虑Delta中性对冲的话，期权的对冲效果可以更好。”

单日暴涨10倍 轻松捕捉收益

期权的精髓在于避险，从方向性避险到投资性避险，期权不仅确保资产不会减少，甚至可以用来创造财富神话。

在期权发展较为成熟台湾，就有一个著名的财富故事。当年，出租车司机老李刚好在端午节前，花了10万元台币（约2万人民币）买入到期日临近的深度虚值期权，由于那时合约已经非常便宜，老李一口气买入2000张。谁知端午节过后，现货市场突然发动一波涨势，最终老李的期权头寸给他带来了2000万台币（约400万人民币）的财富，收益率高达200倍。

刘瑾瑶指出，在期权合约到期日临近时，市场可能存在高收益的机会。他们经常推荐客户使用这种策略。这个策略主要是利用期权临近到期前时间价值所剩不多的特

点，把握到期日前的盈利机会。具体操作为：在到期日前一周，投资者通过买入认购/认沽期权来替代现货/期货买卖，并用平值或实值期权代替虚值期权的买卖，抓住到期行情。

“在1月26日的股市大跌中，认沽期权价格大涨，其中‘50ETF沽1月2000’单日涨幅逾10倍，看空后市并选择购买平值或实值1月认沽期权的投资者获得了丰厚的收益。”刘瑾瑶说。

不过，也有业内人士认为，由于种种原因，上周期权的大幅波动对市场实际影响有限。有人算了一笔账：在1月26日，50ETF沽1月2000合约早买入1手也就30多元，一般投资人只能持仓100手，即便整个10倍的涨幅都赚到，最多也就赚4万多元。该合约当天成交量只有1.2万手，可见数额还是很有限。

银河期货期权部总经理赖明潭表示，若干倍的收益在期权市场并非罕见。因为期权在最后一天到期的时候，可能从虚值突然变成实值期权，此时可能翻很多倍。但是即便如此，取得高收益也有很大的运气成分，大部分情况下，这些权利金还是会“付诸东流”的。

除了到期日临近时的高杠杆特性，“黑天鹅”事件也是期权出现高收益的可能原因。例如，美国“9·11事件”发生之后，美股崩盘，当时深度虚值的期权出现几百倍的暴涨。此外，2008年金融风暴、国际原油暴跌等事件，都曾促发对应的期权价值巨幅波动。

更多的专业机构人士提醒，投资者应该淡

化期权的暴富色彩。毕竟在这种非线性的品种中，一鸣惊人的故事还是少数，更多的人最后还是灰飞烟灭。客观上，在期权上投资每年有20%-30%的稳定回报是好的预期和目标。

期权交易圈内就流传着这样一个案例，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。

波动率回归 暗示入场新机遇

诺贝尔经济学奖得主、行为金融理论大师罗伯特·希勒曾指出，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。波动率指数就是一个高效灵敏的“风险监测指标”。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出，该指数反映出投资者愿意付出多少成本去对冲投资风险。

期权波动率方面，上周，认购期权和认沽期权的隐含波动率整体走高。截至上周五收盘，2月平值认购合约“50ETF购2月2000”隐含波动率为29.71%；2月平值认沽期权合约“50ETF沽2月2000”隐含波动率为39.36%。

徐明指出，上周在大盘连续下挫的影响下，认沽期权合约隐含波动率一度快速上升，尤其是实值合约，隐含波动率从30%-40%上升至50%-70%。

“这让我们想起了‘6·17股灾’之后，认沽合约被用于合成股指空头头寸导致价格大幅度攀升、隐含波动率持续高位的情况。但随着市场慢慢恢复平静，认沽期权的隐含波动率在短时间内迅速回落。借鉴之前的行情走势，在大盘处于较低位置的时候，需再次重点关注认沽期权隐含波动率的回归情况，适当卖出认沽期权作为短线交易思路。”徐明说。

杨磊表示，上周期权隐含波动率整体上涨，不过还远低于去年七八月份的峰值，看跌看涨比率冲高回落，这些说明市场虽然有一定的担忧，但恐慌情绪与去年七八月份相比低很多。从期权持仓角度来看，当月合约中认购期权合约的持仓也明显多于认沽期权合约，所以对于当前现货市场走势不必过分担忧，有持仓的可以买入认沽期权进行套保，没持仓的可观望，小仓位逐步入场。

“上周五行情放量反攻态势明显，前期连续暴跌促使市场存在反弹需求。鉴于当前技术指标提示及春节红包行情的预期，节前最后一周走势仍以震荡抬升为主。建议投资者可少量持有牛市价差策略组合，在标的缓涨实现获利的同时，下行风险也能得到有效管控。”华林证券衍生品交易部檀君君认为。

大商所： 积极推动豆粕期权上市 扩大“保险+期货”试点

□本报记者 张利静

2016年中央一号文件明确指出，要“创设农产品期货品种，开展农产品期权试点”、“探索建立农业补贴、涉农信贷、农产品期货和农业保险联动机制”、“稳步扩大保险+期货试点”、“改革完善粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度”。对此大商所相关负责人昨日表示，中央一号文将农产品衍生品市场发展和创新服务纳入其中，表明新形势下进一步发展农产品衍生品市场及发挥其功能作用将成为国家推进农业供给侧改革、加快农业现代化建设的抓手之一，大商所将积极贯彻中央一号文精神，加快推进豆粕等农产品期权上市、扩大“保险+期货”试点，增强“三农”服务广度、深度和力度，提升服务的有效性。

这位负责人表示，通过农产品期权，涉农机构可以作为期权买方，以一次性支付期权权利金的方式，用固定的资金成本锁定目标卖价，还能获得相关农产品价格上涨带来的收益，同时通过农产品期权还可完善农业补贴方式，对于保障农民收益、稳定农业发展和农业现代化具有积极意义。豆粕期货期权将是大商所农产品期权试点的第一个场内期权品种，其上市将在豆粕期货工具基础上，为豆粕产业链涉农机构提供更为丰富、灵活的风险管理工具，提升避险效果。

“保险+期货”模式则有效发挥了期货市场风险管理独特功能，将衍生品市场与保险有机对接，实现了金融服务一体化。在这一模式下，保险公司开发农产品价格险，农民或农业企业购买农产品价格险确保最低卖价或收益，保险公司通过购买期货机构的场外期权产品进行“再保险”、以对冲农产品价格下降可能带来的风险，期货机构在期货交易所进行相应的套期保值操作、分散风险。通过保险公司、涉农机构、期货机构三方在保险市场和期货市场的组合操作，最终形成风险分散、各方受益的闭环。未来随着场内期权品种的推出和丰富，保险公司还可以直接参与场内避险。

据介绍，多年来大商所积极推动豆粕等农产品期权研发和上市筹备，同时在“三农”服务中探索“保险+期货”服务新模式。在农产品期权上市推动方面，2012年交易所开始开展豆粕等品种的期权仿真交易，2015年将豆粕期权作为交易所转型发展的三大重点工作之一，从期权业务规则体系完善、技术系统升级、市场培育和仿真交易等方面加速推进，目前豆粕期权上市筹备工作已基本就绪。在“保险+期货”试点方面，2014年，大商所联合期货公司、涉农企业和种粮大户，开展了“永安云天化”、“新湖瑞丰”和“浙商订单保险”等场外期权服务“三农”项目，探索农民增收、合作社稳定经营、金融机构获取合理收益等多方共赢的新模式。在积累一定经验的基础上，2015年继续完善试点模式，将保险公司和银行引入进来，使“保险+期货”、“银期合作”等创新模式成功落地，推动开展了“新湖瑞丰玉米场外期权试点”、“新湖瑞丰鸡蛋价格保险试点”、“美尔雅鸡蛋目标价格保值试点”等涉及大豆、豆粕、玉米、鸡蛋8个相关项目，效果良好。人保财险公司、上海安信农业保险有限公司、农业银行等金融机构积极参与，将金融市场服务“三农”提高到一个新的水平。

他表示，此次农产品期权交易、“保险+期货”模式试点等被纳入中央一号文件，表明衍生品市场功能作用和与之结合的金融创新服务得到了党中央、国务院的高度重视。下一步，大商所将积极贯彻落实中央一号文件精神，推动豆粕期权平稳上市，并强化市场培育和服务，引导市场机构用好这一新型市场风险管理工具，在豆粕期权平稳运行基础上，还将适时推出更多农产品期权产品，并积极开发上市更多农产品期货品种、进一步拓展期货市场对“三农”的服务领域；在“保险+期货”试点推进方面，将充分利用政府、银行、保险公司等资源，进一步优化和完善服务“三农”试点模式，深化“保期”、“银期”合作，扩大试点规模和范围，并尝试利用场外期权从购销两端帮助化解产业经营风险，通过多方共同努力，增强衍生品市场对实体经济的服务能力，特别是对“三农”服务的广度、深度和力度，提升服务的针对性和有效性。

相关专家表示，过去几年，我国在一些主要农产品（如玉米、大豆、棉花等）的主产区实行最低保护价和临时收储等政策，以保护农民生产积极性。但在实践中，这种非市场化的补贴方式容易扭曲市场价格，增加财政支出。而上市农产品期权和开展“保险+期货”等新模式，能够充分发挥金融机构的优势，实现期货机构、保险机构、以及相关涉农产业之间的优势互补和多方共赢。期权交易能够为涉农机构提供简单可行、目标可控的避险工具；制式的、易操作的期货交易与价格保险相衔接的产品，不仅保障了农业收入，又能发挥专业化的金融机构的作用。

期权：低成本对冲风险

□本报记者 叶斯琦

在去年期权上市的初期，不少投资者并不明白为什么需要买卖期权。不过市场就是最好的教科书。随着50ETF期权上市近一年，期权的避险功能已经得到普遍认可。整体而言，期权的多空双向属性可以起到一定避险作用，帮助部分投资者以较低成本对冲风险。

从50ETF期权上市之后的情况来看，期权的保险功能主要体现在以下三方面：一是事先构建保险策略，防范下行风险；二是市场出现不利变化时，及时构建保险策略；三是对当日买进的现货构建保险策略。

公开数据显示，2015年50ETF期权市场规模稳步扩大。其中，2015年2月份日均合约成交金额为5.45亿元，12月份达到47.69亿元，增长

了7.75倍；2月份日均合约成交量为2.33万张，12月份达到19.81万张，增长了7.5倍；2月份权利金总额成交额为2.48亿元，12月份为35.98亿元，增长了13.51倍。

以上周行情为例，在上周二和上周三的A股大幅波动行情中，认沽期权的成交量创下近10日新高，可见股票期权高效的避险功能得到了相当程度的认可和拥护。

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。

不过，也有部分投资者、特别是机构投资者认为，目前50ETF期权的体量还不能够达到机构投资者便捷有效进出以对冲风险的要求。

首先，流动性仍不足。由于期权投资者入门门槛较高，50ETF期权现有的流动性有限，小池塘无法养大鱼，期权市场尚不足以完全对冲大盘下跌的风险，因此期权的避险功能虽

值得注意的是，虽然期权和期货都能用以套保，但两者存在较大区别。期货套保策略为套保者有效规避了标的的价格发生不利变化时的风险，但同时也让套保者失去了标的的价格发生有利变动时所产生的收益。相比之下，期权套保可以让套保者在对冲现货风险的同时保留现货价格发生有利变动时产生的利润。

不过，也有部分投资者、特别是机构投资者认为，目前50ETF期权的体量还不能够达到机构投资者便捷有效进出以对冲风险的要求。

首先，流动性仍不足。由于期权投资者入门门槛较高，50ETF期权现有的流动性有限，小池塘无法养大鱼，期权市场尚不足以完全对冲大盘下跌的风险，因此期权的避险功能虽

印证，但操作上仍存在一定难度。其次，50ETF期权的标的主要是大盘蓝筹股，持有中小盘股的投资者仍然缺乏有效的期权对冲工具，各类期权品种有待完善。

近期，上海证券交易所在其2015年股票期权市场发展报告中指出，2016年，上交所将从以下三个方面进一步推进股票期权市场平稳健康发展：一是进一步加强风险控制与自律监管，严控过度投机，严防风险溢出，严守风险底线，确保市场平稳运行；二是完善配套机制，降低市场成本，提高市场效率；三是持续推进做好市场推广工作，拓宽投资者覆盖面。

展望未来，中国期权市场将取得更大进步。对于投资者而言，面对可能推出的新品种，把握其风险转移的功能，就能够以不变应万变，享受衍生品市场发展的红利。

下半年原油有望触底反弹

□世元金行研究团队

新年伊始，在市场供需矛盾未明显改善的情况下，价格维持低位震荡。之后受避险等多方面利好因素提振，油价开启反弹，但仅为昙花一现，年中价格触顶受阻回落。10月中旬以后，美联储加息预期不断升温，OPEC继续维持高产直接导致价格下破2008年以来新低。进入2016年后国际原油价格继续屡创新低，不过，下半年有望出现

在宏观经济方面，2015年，全球经济复苏动能依旧疲弱，消费者价格水平始终处于低位运行，预计全球经济增长率仅为2.6%，远低于潜在产出水平。预计2016年全球经济增长

仍将疲软，市场面临的风险压力依旧。并且，发达国家货币政策出现明显分化，美联储加息和美元升值将进一步带来全球性影响。此外，人口老龄化、地缘政治动荡及其他负面因素叠加，短时间全球经济难以回到强劲增长的轨道之上。

供应方面，美国原油产量预期较去年出现小幅下滑，但是随着页岩油开采技术的进步，产量的缩减会相对有限。OPEC成员国仍会全力生产，其中仍有较大增量来自伊朗和伊拉克，但预计下半年产量会有所下滑。

需求方面，2015年全球经济复苏动能表现疲软，市场对原油的消费增速呈下降趋势。美国作为全球最大的原油消费国，其经济整体步入复苏，低油价促进了汽车和航空等方

面的原油消费，但整体经济拖累了对原油的需求。中国经济正处于工业投资增长逐步转变为服务业驱动的过程之中，并且经济增速放缓，工业生产和进出口急剧下降，尽管低油价刺激了原油的消费，但原油的需求有所减弱。同时，欧元区和日本经济未能摆脱危机泥潭，全球经济复苏动能不足致使原油消费的能力减弱，这令油价倍感压力。

同时，2015年中东局势风起云涌，围绕着石油的博弈不断上演。并且，进入2016年，预计地缘政治因素在油价的波动过程中仍将继续扮演重要角色。

展望2016年，上半年国际油价恐将继续维持低位运行态势，而随着中期原油产量的缓慢降低以及未来需求方面的回暖，下半年油价有望出现反弹。但长期价格企稳走高仍依赖宏观经济面的改善，特别是新兴市场国家金融市场稳定的稳定。