■ 2018年11月26日 星期一 中国证券报
■ 责编：马爽 美编：王春燕 电话：010-63070569 E-mail:scb@zzb.com.cn

期权悲情人物启示录

□本报记者 王朱莹

衍生品交易以其高风险和高收益，成为投资者一面谈之色变，一面趋之若鹜的矛盾体。无数人幻想着如同索罗斯一般成为市场的主宰，然而现实往往是一时风光无匹，最终沦为杠杆的奴隶；有些孤注一掷者，甚至连一片水花都没溅起，就溺亡于深渊之内。

近期关于一位期权交易大师的期权爆仓事件传遍坊间，勾出了无数人对于摩根大通“伦敦鲸”事件、中信泰富外汇期权巨亏等事件的回忆。同时，一个关于资金利用场外期权坐庄并顺利出逃的早期案例浮出水面，叠加场内期权“大头针风险”话题，为国内方兴未艾的期权市场敲响了警钟，将“衍生品风控”这一经久不衰的话题再次推至聚光灯下。

谁是期权大师爆仓元凶

近期知名期权交易员James Cordier的期权爆仓事件传遍坊间。

2018年11月14日，他掌管的期权交易公司OptionSellers.com发邮件给客户称，公司管理的账户遭遇了“毁灭性的损失”。他本人在其发布的一段视频中几度哽咽，面临崩溃边缘，似乎在视频中向世界告别。

早在2004年，他是享誉业内的期权交易大师，曾出版《期权出售全指南》（《The Complete Guide to Option Selling》）传授期权交易法门。

James Cordier的投资策略，据其介绍：“我们的目标就是采用最激进的工具并且保守地管理它。”

很显然，他只做到了前者，而未做到后者，激进的单边策略让风险敞口暴露无遗，最终自食苦果。James Cordier此次爆仓的原因便在于裸卖空美国天然气看涨期权，并且未进行任何对冲以保护账户。

裸卖空看涨期权，意味着James Cordie看空天然气价格。而11月以来美国天然气大涨，就在Cordier公布爆仓的前一天，美国天然气价格一度大涨22%，直接将这位传奇交易者摔落神坛。

在给投资者的解释中，他告知投资者，他不仅损失了全部本金，还欠证券经纪商——国际资产控股公司（INTLFC Stone）的追加保证金费用。目前，律师正在召集受损失投资者准备集体起诉。

一德期货期权分析师曹柏杨表示，通过James Cordier爆仓事件，我们可以看到，风控的缺失正是这次爆仓的元凶。合理的制定交易计划及风险控制方案，对于每一个投资者而言都至关重要。

“大佬也是人，资金体量和信心的放大只是给风控更大的压力，稍有差池就会重蹈覆辙。就像高速公路上的运输车，越快越重越难掌控，造成的事故也越严重。”上海龙龟投资管理有限公司投资总监张寒晖说。

衍生品市场是最为人性的炼狱，人性的弱点在这里会被放大千百倍，直至酿成不可承受的恶果。倒在人性弱点沼泽中的交易大师，历史上层出不穷。

例如，中信泰富2008年10月爆出投资澳元累计期权合约巨额亏损155亿元，包括约8亿元已实现亏损及147亿元的估计亏损，并指亏损可能继续扩大。

又如，2012年3月20日，摩根大通伦敦首席投资办公室的一名交易员，后被冠以“伦敦鲸”之称的Bruno Iksil，交易了上千亿元的CDX头寸，导致衍生品市场的动荡，以及摩根大通史上最大规模的衍生品押注高达62亿美元的亏损。

神州大地鬼才多

“对于衍生品交易，20%是策略，80%是风控。风控本身就是反人性的，所以好的风控体系才是成功的根本保障，何谓好？详细的事前计划，反复的压力测试，以及跟盈利切割开完全独立的风控执行系统，三者缺一不可的闭环才是合格的风控体系。”张寒晖表示。

但风控制度的完善并非一蹴而就，在我国期权市场发展初期，也曾有一些投机者利用规则漏洞诱导券商无意中助其坐庄，险些酿成风险事件，幸而被扼杀在萌芽状态，并进一步完善了券商的风控制度。

一位业内人士便透露了一件国内场外期权业务早期的真实案例。

“股市里很多热衷于坐庄的，最终都面临一个终极问题，怎么出货？由于能够坐庄的往往是小盘股，流动性差，稍微用力就几个跌停。更何况，还有各种大小非减持做对手盘，一不小心就为他人做了嫁衣。”该业内人士介绍。

2015年7月8日，在股市大幅下挫之际，为挽救市场脆弱信心，监管层要求从即日起6个月内，上市公司控股股东、大股东及董监高不得通过二级市场减持。

有人意识到这是一个很好的坐庄机会，因对手盘被赶走了。于是，便看准时机在某个小盘股上尝试坐庄。

“但是和一般坐庄方式不同，他在两家不同的券商下了这个股票的看涨期权。那个时候，期权作为创新业务刚刚兴起，风控经验积累不够。而且风控一般都是独立部门，并不一定了解期权业务的风险。”该业内人士表示。

据其介绍，券商会对期权业务进行对冲保护，但当时期权业务一般是delta对冲，对看涨期权的对冲来讲，简单理解就是“追涨杀跌”。根据模型，价格涨了就需要补足对冲头寸。坐庄并在两家券商买入看涨期权的结果是：庄家一拉升股价，两家机构就需要被动买入来对冲风险。盘面上的表现就是三个人在不停地抢筹，股票越涨越高。“这个叫xx纸业的股票，股价在短短3个月时间内，在没有任何基本面或者事件驱动的前提下，涨了近3倍。”

另一位业内人士推测该股票为景兴纸业。中国证券报记者翻查该股历史走势发现，该股自2015年8月27日最低下探至4.69元，而2015年11月16日最高上探至15.15元，区间最大涨幅高达223%。

该人士不由感慨，这个时机和方法搭配起来，绝了！庄家既不用担心大小非砸盘，更不用担心无法出货。因为看涨期权的价格随着股价水涨船高，而且是杠杆收益。坐庄买入的现货头寸即使亏完也能保证盈利。庄家甚至还带动了身边朋友发财并且安全跑路。

在这个过程中，券商若能完美对冲头寸，账面是不会有亏损的。问题是若遇到股票直线涨停的情况，很难完美对冲，还是会有误差。

“当然，案例中券商的亏损也是可控范围。不过，券商也得到了风控的教训，自此以后，券商基本不再对小市值股票的期权业务报价。只是不得不说：神州大地鬼才多啊！”该人士感慨。

错误的是人性而非工具

“回到James Cordier爆仓这件事上，对于这种尾部风险而言，期权是最好的风险管理工具，假如James Cordier在裸卖空美国天然气看涨期权的同时，买入十分便宜的深度虚值看涨期权做保护的话，那么结果就会好得多。”曹柏杨说，错误的是人性，而不是工具。

期权蕴含的巨大杠杆吸引着投资者趋之若鹜，并因此一叶障目，忽略了其背后的风险。一位期权投资者表示：“上证50ETF期权一些合约在到期日那天经常出现高达1000%的日内波动，我就喜欢追逐这种交易机会。”

例如，Wind数据显示，“50ETF购9月2650”合约价格在今年9月26日到期日当天盘中最高涨幅达1175%，不过最终仍归于零。

“确实存在这个现象。半虚值的期权在接近到期时，由于标的物价格突然变化，往往会导致部分期权的Gamma突变，可以通俗理解为离开牌的时间越近，赌徒的情绪越紧张，突发事件越容易发生。‘大头针风险’就是说的此类现象。”张寒晖说。

曹柏杨指出，相比于股票或者期货而言，期权是一个非线性衍生品，在期权到期的时候，实值期权的买方可以去行使权力，而虚值期权的价值则会归零。因此，在期权到期的时候，平值附近的期权价格会随着标的资产价格变化产生较大波动。而之所以会产生这种现象，主要是由于临近到期的期权具有非常大的Gamma值，当标的资产价格发生波动时，平值附近的期权巨大的Gamma会导致期权价格发生巨大波动。

“我做期权以来累计亏了30多万。”上述期权投资者感慨道。

今年以来，国内50ETF期权市场多次出现这种最后交易日的波动行情，曹柏杨指出，投资者在捕捉这种交易机会的过程中，需要注意以下几点问题：首先，这种交易机会的成功率并不很高，有可能在最后一天损失全部本金，因此投入的资金要适度，做好仓位管理。此外，投资者一定要注意止盈的问题，市场中的流动性风险及行情的波动都有可能将利润回吐。

“要规避‘大头针风险’，最简单的方式就是避免成为期权的卖方。很多的投资者在期权临近到期之前卖出期权合约，以获取时间价值衰减所带来的收益，但实际上，我们没有必要一定要将期权持有至到期获取全部的时间价值，当投资者获取到大部分的时间价值时即可考虑平仓离场，以规避‘大头针风险’。”曹柏杨说。

苹果期货呈现近弱远强格局

□本报记者 张利静

上周五，苹果期货主力合约1905合约收报12371元/吨，下跌71元/吨，跌幅为0.57%，期间多日触及12500元/吨关口后回落。分析人士指出，这或是多头乏力的表现，当前现货市场上苹果新果入库基本完毕，后期库存将成为供应端的主要影响因素，远期合约则要看春节的消费情况。

产区苹果入库基本完毕

上周，山东烟台栖霞苹果市场纸袋富士库外80#以上片红一二级价格在4元/斤左右，库存客货商一二级报价在4.8-5元/斤。

现货市场上，各产区新果库外货基本结束，陕西产区入库量目前约4成，库内货客商自提发货为主，一般货走量尚可，好货价高稳定。辽宁产区地面交易扫尾，在售货源基本是膜袋以及少量纸加膜苹果，优客商陆续将采购重点向库内转移，库内货源走货量缓缓增多。烟台各产区目前客商采购小果较为积极，从现在到12月10日结束，出口较为活跃，国内市场多以三级果为主，一二级走量不多，以质论价，果农货入库尾声，冷库目前入库率平均为5成以上。

根据卓创资讯目前陕西库存量为38.1%，山东库存量为55.3%。好货目前因为价格较高，交易减少，价格比较平稳。

“目前产区苹果入库基本完毕，整体入库率创十年以来新低，库外苹果货源也相对不大，使得客商采购相对谨慎，果农货也相对惜售的现象较为明显。而从季节性看，11月苹果价格处于年度低位，叠加前期苹果合约仓单复检流出的结果，使得市场对苹果质量的担忧加剧。后期库存将成为供应端的主要影响因素，需关注其具体市场行情。”瑞达期货研究分析。

近月合约短期不宜追高

“据陕西果业服务中心了解，目前主产区地面交易零星，地面交易接近尾声，库存富士少量开始交易，整体市场呈现购销不旺局面。不过，今年总体入库量低于往年，对远月价格的支撑仍在。”方正中期期货分析师侯芝芳表示，期货方面，目前1811合约交割进行中，仓单成本或对价格形成支撑，远月期价或呈现震荡偏强。

倍特期货分析师魏宏杰、孙绍坤分析表示，从上周五苹果期货表现来看，1901合约上涨动能衰减，不过仍强于其他合约，主力合约冲高回落，而新季合约跌幅较大，市场暂不看好新季果。目前来看，西北库存量不到4成，前期市场走货主要以西北货为主，1月份赶上春节备货期，对于现货价格有所支撑，而远期合约则要看春节的消费情况，如果消费旺盛，库存量消耗较大，远期价格也会持续看好。

“而对于1901合约来说，现货价格是支撑点，据了解1901合约卖方交货意愿较强，预计交割量会远大于前几个合约，对于期价有一定的压力，1901合约近几日偏强，多单轻仓持有，快速下跌可随时离场，不建议追高。”该机构认为。

瑞达期货分析，今年替代品水果上涨幅度均高于去年同期水平，替代品涨价减弱了对苹果需求的冲击。近期优质果与差果价格分化严重，使得苹果需求受限，短期建议1905合约可在12400元/吨附近轻仓试空，目标位参考12100元/吨，止损大致在12500元/吨。

大商所完成乙二醇期货首次全市场测试

11月24日，大商所组织开展了乙二醇期货全市场测试，旨在推进乙二醇期货的技术系统准备工作，保障乙二醇期货12月10日平稳上市。作为上市前的首次全市场测试，期货公司、信息商等机构积极参与测试交易，测试过程进展顺利，业务验证正确。

据了解，当日测试交易共挂牌6个合约，合约挂盘基准价为6000元/吨，交易单位为10吨/手，最低交易保证金为合约价值的5%，合约交易指令每次最大下单量为1000手。从测试结果看，当日测试总成交量884738手、成交额536788万元。149家期货公司完成了登录、开仓、平仓、下单反馈速度、成交回报反馈速度、实时行情、预备单委托、资金变化等各项功能测试，8家信息商完成了行情接收和转发等测试。

大商所相关业务负责人表示，此次乙二醇期货全市场测试达到了既定目的，既充分检验了交易技术系统，也是一次乙二醇期货上市的市场动员。大商所近期将在北京、杭州、深圳和上海等地陆续开展专题培训活动，促进市场各方更好地了解乙二醇期货合约及业务规则，掌握现货产业、价格运行和市场相关情况，为产业企业和投资者参与乙二醇期货市场创造条件。

相关市场人士认为，自乙二醇期货获批挂牌上市以来，期货公司、信息商积极开展技术升级和系统对接工作，经过全市场测试，已做好了充足的系统准备。未来市场各方将继续全力开展各项筹备工作，确保乙二醇期货平稳落地和运行。（马爽）

银河期货天然橡胶“保险+期货”价格险实现赔付

2018年度银河期货天然橡胶“保险+期货”项目在上海期货交易所的支持下顺利结项。云南省勐腊县勐腊镇的622户投保贫困农户获得合计13.8万元理赔款。

该项目的参保主体是勐腊县的622户天然橡胶种植户，其中包括少数民族贫困户559户，由银河期货与中国人民财产保险股份有限公司北京分公司、版纳州分公司联合开展。实际上，作为国家级贫困县，勐腊县以农业为主，橡胶是当地大部分农民的主要经济来源，而胶价的高低也直接影响着当地的经济发展和胶农的收入情况。

一位投保农户表示，投保价格险就像吃了“定心丸”，胶价跌宕起伏也不担心了，只是安心地种好橡胶树，保证橡胶质量。

银河期货此次项目顺利赔付，一方面意味着“期货精准扶贫”已开始发挥市场功能；另一方面也为期货、保险机构积极探索利用天然橡胶期货服务广大胶农和产业链企业树立了标杆，落实了“中央一号文件”相关要求，并成为我国农产品价格机制改革的一次有益探索。

该“保险+期货”项目采用亚式期权设计，从2018年7月10日起到11月9日的项目期间，根据投保期内橡胶期货1901合约的平均价格计算投保农户获赔金额。目前，该项目正式结束，据统计结果显示，投保户在该项目期间规避了137.83元/吨的橡胶价格下跌风险。（张勤峰）

监控中心工业品指数破位下行

原油价格大跌，拖累商品市场走势，市场参与者信心不足，看空预期放大，中国期货市场监控中心工业品指数（CIFI）跌破1000点关口支撑，重心深度回落，录得五连阴。截至11月23日当周，CIFI最终收于969.97，最高上冲至1017.76，最低探至969.78，全周下跌4.38%。

截至上周CIFI指数各品种涨跌幅统计

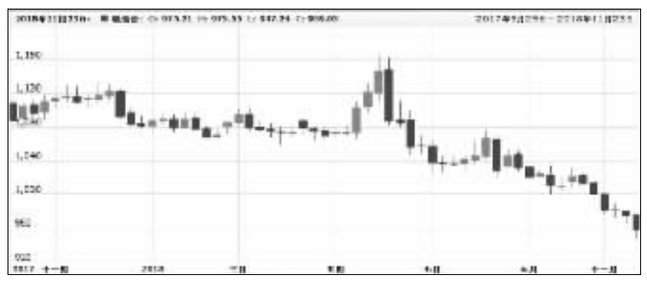
CIFI指数品种	上周涨跌幅%	前周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅%
石油沥青	-14.41	-5.64	-20.05	-19.61
甲醇	-10.78	-2.26	-13.04	-18.03
聚丙烯	-10.12	-1.68	-11.80	-14.18
焦炭	-9.21	2.51	-6.70	-8.28
PTA	-8.43	1.20	-7.23	-13.72
螺纹钢	-6.72	-1.25	-7.97	-12.21
镍	-5.94	-2.32	-8.26	-9.48
LLDPE	-4.68	-3.40	-8.08	-8.89
铁矿石	-4.61	-0.76	-5.37	-6.84
锡	-4.58	2.38	-2.20	0.35
天胶	-4.41	-0.66	-5.07	-4.45
热轧卷板	-4.06	-0.30	-4.36	-8.55

沥青方面，国内多地沥青价格普跌，幅度在100-200元/吨。需求欠佳，贸易商备货意愿薄弱，部分炼厂采取优惠措施以刺激出货，但并未有较大改善，库存消耗较为缓慢，炼厂降价并未明显提振出货，个别炼厂将转焦化生产，供需矛盾渐显，而原油价格跌入技术性熊市则令国内能化集体承压。（方正中期期货 夏聪聪 汤冰华）

易盛农期指数料震荡调整

上周，易盛农期指数价格延续前期弱势震荡走势，跌幅扩大。截至11月23日，易盛农期指数收于960.04点，上周一指数报969.99点。

易盛农期指数



权重品种白糖方面，外盘方面，原糖从低位大幅反弹，目前配额外进口已无利润，内外倒挂已持续一段时，若倒挂持续，后期或利多远月合约价格走势；巴西方面，基本面偏多，制糖比持续低位，雷亚尔走强，近期印度下调食糖产量预期，利多原糖。短期内新糖开始逐渐上市，后期压力加大，郑糖或趋于弱势运行。

菜粕、菜油方面，国际方面，加拿大菜籽商业库存基本正常，周度出口量增加；国内方面，菜籽菜粕库存增加，预计近期菜粕供给有保障，而需求上，水产淡季沿海菜粕成交清淡，下游提货速度放慢。近期国内豆粕供给充足，需求端利空粕类需求。菜油方面，今年菜籽、菜油进口量较大，且目前国内菜油库存较高，马来西亚棕榈油库存预期继续增加，预计菜油期价将维持震荡运行。（华夏基金 荣膺）

东证商品指数表现（11月23日）

CIFI指数品种	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅	周涨跌幅
跨所农产品指数	96.70	96.08	96.23	96.48	-0.41%	-0.67%
跨所能化指数	98.18	95.81	97.14	98.63	-2.86%	-5.39%
东证大商所农产品指数	96.86	96.17	96.33	96.57	-0.41%	-0.35%
东证大商所煤焦矿指数	98.32	94.98	96.80	98.92	-3.99%	-3.84%
东证大商所能化指数	100.91	98.00	99.64	101.69	-3.63%	-5.69%
东证大商所工业品指数	90.78	88.16	89.62	91.43	-3.58%	-4.01%
易盛东证能化指数	93.48	91.49	92.60	93.74	-2.41%	-5.21%
易盛东证棉糖指数	74.85	74.52	74.62	74.88	-0.48%	-2.07%

东证点评：钢矿方面，市场化均衡底线在于成本，如果原料成本降无可降，那么成材价格跌破成本线并持续较长时间，必然会引发钢厂主动减产压缩供给，从而实现供需平衡下的钢价企稳。然而现状是，原料价格并非刚不可破，废钢价格伴随成材价格走弱，但铁矿石等初级原料价格仍高高在上，从侧面表明钢厂生产并未受到太大影响，这也是为什么钢材市场库存下降并不能改变市场对供过于求的担忧，钢材库存在钢厂端持续积压，原因在于钢材供给仍在高位，库存堆高风险依旧。

煤焦方面，近日沿海电厂日耗略有回升，加之进口煤平控政策的影响，市场心态有所缓和，动力煤期价出现一定的反弹。在供需有边际改善的同时，由于北方港和下游电厂库存仍处高位，而日耗回升幅度也相对有限，期价反弹动力也有所不足。受进口平控带来的供给收缩预期，预计动力煤期货1901-1903合约价差将逐渐有所扩大。焦炭期价仍处于预期偏悲观但又存在成本支撑的博弈中，由于现货逐渐走弱以及库存累积预期，近月合约走势也将相对弱于远月合约。