

多空逐鹿期指 套保空头占优

自2010年4月16日股指期货推出后，其在A股市场下跌中究竟扮演了怎样的角色？市场空头力量来自何方？空头优势何时才会发生逆转？

博弈做空时代

期指观潮

证券时报记者 万鹏

自2010年4月16日股指期货推出后，A股市场便拉开持续下跌的序幕。去年下半年以来，期指持仓量持续攀升，上周一期指总持仓创出95925手的历史新高，与之相伴的是A股大幅破位下跌。近年来，股指期货在A股市场下跌中究竟扮演了怎样的角色？市场空头力量来自何方，空头优势何时才会发生逆转？针对以上问题，我们特邀国泰君安期货研究所常务副所长吴泱、中证期货研究部副总经理刘宾、东方证券首席衍生品分析师高子剑为您解答。

非A股持续下跌 “先凶”

证券时报记者：有人认为是股指期货的推出是近年来A股持续下跌的“先凶”，对此您有何看法？股指期货的推出，对于A股市场走势产生怎样影响？

刘宾：对于将股指期货看作A股市场持续下跌的“先凶”，我个人并不认同。首先从自身功能看，股指期货作为一个衍生品工具，首要功能就是避险。在股指期货上市前的这两年多时间里，一些机构充分利用其避险功能，不但减少了自身的系统性风险，而且也减少了通过现货市场的抛售，对现货市场的下跌还存在一定抑制作用；其次，股指期货的推出，套利策略应运而生，期现套利资金的介入很好平滑了期现价差，而常用的正向套利还对现货市场形成了一定的多头力量；第三，从目前股指期货市场的资金存量看，100亿左右的持仓保证金如何撬动十几万亿的现货市场。因此，单独从这三点看，就不应该认为股指期货是市场下跌的“先凶”。

当然，股指期货的做空机制对市场也不是完全没有影响，尤其在股市的下跌过程中还是存在一定助跌的作用。比如在一些技术关键点位，当市场形成向下破位的时候，不但有做空力量的压制，还可能有多头止损力量形成叠加。不过这样的效应也是双面的，当市场上涨时，同样会有多头力量和空头止损力量形成上涨合力推动。

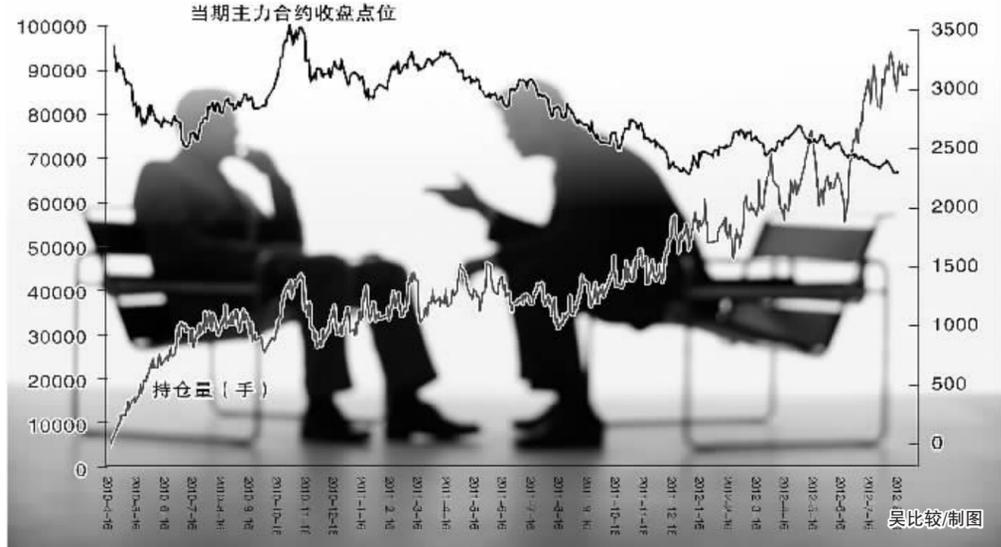
吴泱：股市的涨跌是其内在的规律决定的，近年来A股持续下跌的原因是由于国内与国际经济增长减速，持续不断并还在继续深入的房地产调控等宏观经济形势，在经济减速情况下货币与财政政策对市场的刺激作用有限。股指期货只不过是一个用于风险管理的衍生品工具，很多时候它可以用作判断股市未来走势的分析指标，但把股市下跌归因于股指期货甚至认为其是“先凶”，这个说法是没有道理的。股指期货这种做空机制的推出，对于A股市场做空与做多力量之间的平衡是有帮助的。股指期货推出之前的A股市场是个只能靠做多才能盈利的多头单边市场，股指期货的推出改变了股市的盈利方式，有助于市场避免在非理性情形下的大涨或大跌。

套保资金占比高

证券时报记者：去年下半年以来期指持仓量不断创出新高，中证期货、国泰君安期货等席位的空头持仓一直保持高位，这是否意味着不断有资金加入做空的队伍？

高子剑：股指期货能够做空，但也能做多，而且多空永远对等，不会有多余的空头力量。因此，中证期货、国泰君安等席位空头增加，必然有其他席位多头增加。如果我们据此认为有新资金加入做空队伍，也就有等量资金加入做多队伍。套保是一个统称，期货现货套利、Alpha策略等都是做空股指期货，这些又是机构更喜欢的策略。随着机构参与比例增加，套保的比例也在增加。

刘宾：去年下半年以来持仓量的增长，存在多方面的因素，一方面是股市的跌跌不休，而且市场对股指期货对冲工具认识的提高，空头参与度有所提高，但政策放松的预期增强也增加了多头力量的参与，因此推高了持仓量；另一方面，今年二季度以来，交易所多次放松政策监管，包括两次下调交易费用，降低保证金至



12%，单个账户限制从100手扩大到300手，这些政策都将会直接推动期指持仓的增加。

对于中证和国泰君安期货席位的空头持仓，我个人认为套保资金占比较高。一些草根的统计显示，券商系期货席位持仓中，套保资金约在75%左右。今年以来这两大席位空头的增长，也是伴随总持仓的上升而水涨船高，当然也有基金专户等机构陆续入市的原因。

证券时报记者：据您观察，目前期指主力空头的操作策略上具有哪些特点？目前的空头优势在怎样的情况下会得到扭转？

吴泱：从2010年11月初以来，沪深300股指总体是一个中长期下跌趋势。漫漫熊途中，投机者可以通过做空股指期货来盈利，套保者可以通过卖出期指来规避所持股票现货价格下跌的风险，套利者可以在期现价差不合理时进行无风险套利。只要股市大盘不止跌，空方仍将占优。如果没有推出进一步的降息等重大利好，我们判断股市很难止跌。

高子剑：最明显的特征是，当价差过大，套利机会出现时，持仓量大幅增加。最近的例子是，8月13日全天都

有套利机会，当天持仓量大幅增加6667手，这也印证了机构在套利上的参与程度高。如果持仓量大与价差过大有关，那么最能让持仓量下降的方法就是价差收敛。

转融通促进期指市场发展

证券时报记者：政策的变化，比如机构入市放宽、调升期指持仓限额、下调保证金标准，对于吸引机构资金入市起到了怎样的作用？据您了解，目前机构入市的情况和意愿怎样？

吴泱：因为国内股市目前处于中长期熊市中，大量持有股票现货的机构投资者还是非常希望通过参与股指期货来避险。持仓限额的放宽、下调保证金比例等措施，有利于机构更好地运用股指期货来避险，对于股指期货市场更好地发挥风险管理的功能是有帮助的。

刘宾：前面我们已经提及，今年以来的多次政策变化对股指期货市场影响较大，一方面使得场内资金有效性更强，另一方面对场外资金也存在吸引力。从两次下调手续费和降低保证金措施，对于投机者吸引力明显，而单个持仓账户的限制扩大对于机构投资者吸引

明显，不过对于套期保值者总体影响还是有限。目前疲弱的市场环境，机构入市对冲的意愿还是较强。但由于一些流程限制，使得一些特殊法人仍无法有效参与市场，包括保险、合格境外机构投资者（QFII）和公募基金等。

证券时报记者：转融通的实施对于股指期货市场将会带来怎样的影响？融资做多、融券做空、通过股指期货做空，这三种方式未来格局会有怎样的变化？

刘宾：转融通开启，对于股指期货市场带来影响主要体现在两点：第一是提高策略的多样化，第二对市场有一定活跃作用。融资做多一方面利于正向套利策略，另一方面可能增加套保需求，对冲融资做多风险；融券做空一方面为反向套利提供便利，另一方面同样有对冲融券的需求。不但融券者有需求，出借出券的一方也有对冲需求。总体看转融通业务对于股指期货市场的发展带来积极作用。未来三种方式将成为资本市场不可分割、相互补充的环节。融资主要针对看好一些个股的投资者，融券针对看空个股的投资者，另外就是反向套利的投资者，股指期货的做空主要还是对冲整体市场的系统风险需求。

如果说股指期货的推出带来趋势做空时代，那么转融通将迎来个股做空时代。趋势做空加个股做空，私募才有可能变为真正的对冲基金，实现追求绝对收益的抱负。

试水做空 私募欲当真正对冲基金

证券时报记者 陈楚

证券时报记者采访了解到，尽管转融券尚未推出，信托产品大多也不能参与股指期货和融资融券，但不少私募已提前利用专户资金或自有资金进行股指期货交易或融券做空。

私募纷纷提前练兵

深圳海润达资产总经理兼投资总监九天镛向证券时报记者透露，今年就利用专户资金融券做空苏宁电器。九天镛此前在调研中了解到，今年家电零售行业价格战进入白热化，这会导致相关企业中报业绩下降。找到做空理由后，九天镛先向相关券商打听有无具体标的证券，如果券商愿意把券融给他们，他就会进行融券做空操作。等到标的证券股价跌下去后，又会在低位买入还券。此外，碰到一些个股遇到类似于瘦肉精、三聚氰胺、致痛物等黑天鹅事件，如果私募提前知道这些消息，或者判断利空消息影响相关个股还会继续跌下去，就会首先向券商打听是否有相关的标的证券，然后询问是否愿意融券给私募，最后私募开始融券做空操作。

九天镛表示，在大盘趋势性走坏的环境下，如果相关上市公司存在大的漏洞，就会考虑融券做空。不过，由于融券做空存在风险大、券种少等制约因素，且券商大多喜欢私募融资，导致目前融资融券参与主体主要以个人为主，融资融券业务98%以上为融资业务，融券业务发展很不平衡。为给未来的做空时代做准备，私募主要通过股指期货操作练兵。

深圳景良投资总经理廖黎辉向证券时报记者透露，虽然掌管的信托产品还没有涉足股指期货，但已经用自有资金操作股指期货一年有余，未来他还打算推出对冲型私募产品。不过，廖黎辉在

股指期货的操作中也遇到了一大难题：如果股指跌下来的过程中突然直线拉升，这个时候如何操作，极为考验投资者的眼力和操作水平。因为市场下跌往往都是比较缓慢的，急跌的情况其实并不多见，但股指超跌之后的反弹速度往往很快，如果此前投资者做空单，在股指急速反弹过程中很难平掉空单，转多单。

做期货一定要解决上升途中的急跌和下跌途中的急涨操作问题，我每次亏钱都是行情突然反转，来不及平仓，稍一犹豫就亏损。”廖黎辉表示，经过一段时间的高频率操作和不断反思，目前已解决了期指行情反向运行，而操作不能立即跟着变化的难题，目前基本能做到每日盈利1%左右。

此外，创赢投资董事长崔军、龙腾投资总经理吴险峰、博弘数君总经理刘宏等私募基金负责人也均向证券时报记者表示，已进行过较长时间的股指期货操作，有的是为套期保值、有的是为投机套利、有的仅仅是把期指作为交易策略中的一个重要手段。由于目前信托私募产品大多不能参与股指期货和融资融券，私募参与对冲和做空的资金，主要是有限合伙产品、专户或自有资金。

做空带来新盈利模式

接受证券时报记者采访的私募基金负责人无一例外表示，之所以对对冲和做空策略感兴趣并积极参与，主要是由于A股市场牛短熊长，在系统性下跌的股票市场中，私募就只有挨刀的份。私募规避股市下跌的主要手段就是控制仓位，尽管手中握有大把现金，但面对跌跌不休的股票市场，这些资金只能获取利息收入，资金使用效率极低。而且，在这样单一的盈利模式下，私募基金无法做到真正追求绝对收益，A股市场就不可能产生真正的对冲基金，并且迎来对冲时代。

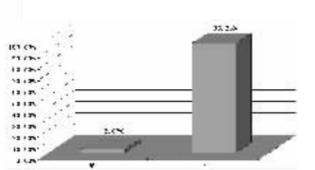
在最近一两年低落的市场行情中，私募行业进入寒冬，清盘潮不断，甚至有私募因为业绩不好而欲转行去开餐馆、卖洗发水。如果私募能够做空，就有可能在系统性下跌的市场中逆市取得正收益，九天镛表示：在大盘下跌的趋势中，做空是唯一的盈利模式。”

不过，对于目前A股市场各种可能的做空策略，私募也表示有不少需要完善的地方，展博投资研究总监罗四新表示，融券做空的标的证券一般都在个人投资者手中，券商也仅仅是自营盘有，这就导致投资者可融券的券很少。即便是上市公司的融券，人家也不一定愿意，毕竟把股价砸下来对大股东也不利。对于券商来说，如果提前知道上市公司的股价可能大幅下跌，宁可提前卖掉这些股票，而不会融券给投资者，融券利息收入可能远远比不上股价大幅下跌带来的损失。此外，个人投资者进行长期投资也较少，这又会给融券带来困难。国外券商手里有大把证券，这给融券提供制度的极大便利。

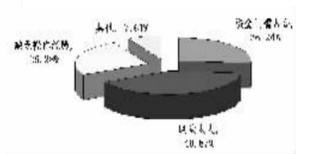
深圳攀成投资董事长郑晓浪表示，融券做空必须要在公开、公平、透明化程度很高的市场制度中才能进行。如果一个市场制度建设还有待加强，上市公司的一个负面消息很多人提前就知道了，就会拼命融券做空，这对没有内幕消息的大部分投资者来说是极不公平的。

深圳东方港湾董事长但斌在微博上公开表示：转融通是价值发现和回归的一个重要工具和手段。可惜，20多年只能做多不能反向操作的半市场化国内资本市场，已经形成了固化的思考习惯。加上中国社会大环境的影响，要改革与变革并不容易。”还有私募表示，按照现行规则，融券的上限仅为10%，且可融的券种有限，若真正想建立做空机制，还要进一步放开管制，比如将估值泡沫明显的中小板和创业板股票也纳入融券标的证券之中。

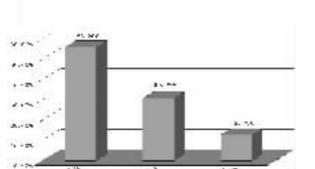
一、您是否参与过股指期货交易？



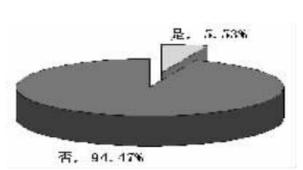
三、您没有参与股指期货和融资融券的主要原因是什么？



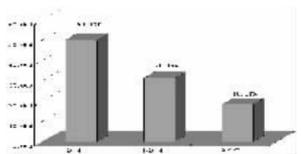
五、您认为去年下半年以来A股的持续走弱，是否与上述做空力量有关？



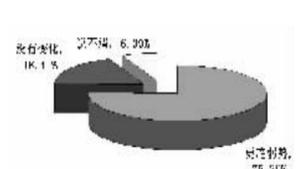
二、您是否参与过融资融券交易？



四、您是否认同外资通过股指期货和融资融券做空A股的所谓“阴谋论”？



六、您认为股指期货和融资融券推出后，散户投资环境会发生怎样的变化？



数据来源：大智慧

做空时代 散户更趋弱势

证券时报记者 文雨

全面做空时代即将到来，投资者是否做足功课？有多少投资者运用过股指期货、融资融券等做空工具？股指期货和融资融券推出后，散户投资环境会发生怎样的变化？围绕上述问题，证券时报与大智慧调查展开一项数据调查。

本次共有1879票有效票参与调查。数据显示，参与融资融券的投资者仅有104人，占据总有效票数的5.53%；相比之下，参与过股指期货的比例更低，仅为3.67%。对于没有参与上述两种做空方式的主要

原因，768票投向“风险太大”，占据总有效票数的40.8%。资金门槛太高”、“缺乏操作经验”及其他原因，分别占据了26.2%、25.2%和7.61%的份额。

8月以来，苏宁电器、中信证券遭利空袭击，股价短时间内大幅下跌。对于外资通过股指期货、融资融券做空A股所谓“阴谋论”，有过半参与调查者表示认同。值得一提的是，参与调查者普遍不看好未来的股市投资环境。在股指期货和融资融券推出后，散户投资环境发生怎样的变化”调查中，有3/4参与者认为会更趋弱势。

