

當裸賣空遇上大地震

這次日本大海嘯是否還會摧毀一家金融機構，尚不得而知，相信事情也不會那麼巧合。但幾乎可以肯定，此前做空日經指數的那些投資者要吃些苦頭了。

不知什麼原因，這次日本大海嘯讓我想到的第一件事竟是1995年的巴林銀行倒閉案。很多人都知道，巴林銀行的倒閉是其財務管理中的一個漏洞導致的，但或許很多人不知道，造成這個三百年老牌銀行巨額倒閉的最後導火索，就是一次發生在日本的自然災害——阪神大地震。

1995年以前，巴林銀行新加坡分行曾因交易指令錯誤造成客戶損失，於是該分行管理者Nicholas Leeson擅自設立所謂「錯誤賬戶」，試圖靠「自力更生」彌補客戶損失，以避開巴林銀行總部知曉此事，從而對新任的管理者不利，這顯然犯了財務管理的大忌。但真正可怕的還不止這些，為了自謀利潤填補錯誤賬戶上的漏洞，巴林銀行新加坡分行不得不裸賣空日經指數期權，用期權費作為利潤來源。這回它犯的可是金融市場上的大忌，一個足以摧毀任何金融機構的大忌，這就是期權裸賣空。

一般我們說的裸賣空，指的是在不擁有資產頭寸的情況下投資那些做空該資產的衍生品，而期權資產中的裸賣空，則指在不具有支付資產的（或指不支付資金）的能力的情況下，單純為了獲得期權費而賣掉期權的做法。這種做法的危害在於，一旦標的資產價格出現不利於期權空頭的劇烈變化時，期權空頭的損失遠遠超過當初空頭所獲得的期權費，甚至在理論上，某些期權的空頭損失可以達到無窮大，這也是市場參與者不可以輕易賣掉期權的原因。

巴林銀行新加坡分行當時的處境，使得它只能靠賣掉期權來「賺錢堵窟窿」，否則，其他任何一種投資都不可避免地被總行知道。但新加坡分行的專家們也深知單純做空期權的巨大危險，於是他們做了一個期權組合——跨式組合（或者寬跨式組合）的空頭來力爭將風險降到最低。具體說來就是，新加坡分行以某一時間點的日經指數為基準，並以此為執行價格分別賣出歐式看漲和看跌期權，或者，以一個高於基準日經指數的執行價

格賣出日經指數看漲期權，同時以一個低於基準指數的執行價格賣出日經指數看跌期權。這樣做的最大好處在於，巴林銀行新加坡分行可以避免單一做多或者做空日經指數可能造成的因方向判斷錯誤而帶來的巨大損失。新加坡分行所構建的組合，實質上不再是做多或者做空日經指數，而是做空了日經指數波動率，只要日本經濟短期內不發生巨變，或者市場沒有預期日本經濟巨變，那麼，這套期權空頭組合就可以賺取可觀的期權費，而無需任何投入（除了承擔風險）。如此巧妙方案，不可不說聰明。但是，「人算不如天算」，在大原則不正確的情況下，任何聰明才智都只能是「小聰明」。一場意外的阪神大地震，使得日經指數劇烈波動，跌出了巴林銀行新加坡分行所設計的期權組合的安全區，跌到了組合巨額虧損區，一場「空手套白狼」的美夢就此終結。

巴林銀行倒閉案給我們留下的教訓是深刻的，多方面的，其中，在期權交易方面的直接失敗再次證明了一個道理：絕不可以單純為了期權費而做空期權！遺憾的是，直到今日，我們看到的各種版本的教科書上依然在循循善誘地告訴學生：之所以有人願意出售期權是因為可以獲得期權費，而對單一期權空頭的巨大危害卻隻字不提。這在令人費解的同時更讓人擔心。

從金融工程的角度看，出售期權往往是由於某些特定資產組合方案的頭寸需求，或者，如投資銀行那樣，在有把握事先對沖期權空頭風險的情況下，才會做空期權。否則，期權空頭的劣勢終究會暴露出來，這與期權費沒有關係。事實上，期權費只是交易雙方根據當前已獲得信息對期權價值的認可結果，並不代表期權未來盈虧風險的補償，更不代表期權未來盈虧的機率。憑什麼僅根據期權費就慷慨地

做空期權呢？

這樣的認知，在華爾街上是普遍接受的，那些投行銷售代表常常把一份份飾得十分漂亮的組合方案推銷給金融人才相對匱乏的企業，而這些投行情漂亮的方案背後常常將投行自身置於期權多頭位置，而將銷售對象置於期權空頭位置，並且不給足期權費。其結果就是，要么投行的「合作對象」因期權空頭的虧損而巨虧，要么，投行可以從外部對沖中賺取期權費差價。這樣的案例在我們身邊比比皆是，最典型的就是航空公司的套保巨虧案。據事後披露的一些信息看，航空公司套保方案的實質往往是在做空期權，而當標的資產價格不利於期權空頭時，巨虧就在所難免了。

這次日本大海嘯是否還會摧毀一家金融機構，尚不得而知，相信事情也不會那麼巧合。但幾乎可以肯定，此前做空日經指數的那些投資者要吃些苦頭了，而在這些做空者中如果有人像當年巴林銀行新加坡分行那樣，單純做空日經指數（或日經指數波動率），而無任何對沖手段的話，那麼這些投資者除了給我們再次提供解釋道理的鮮活案例外，恐怕就真的血本無歸了。

作者：田立，哈爾濱商業大學金融學院金融工程研究所所長

源自：《上海證券報》

圖為：當年Nicholas Leeson被捕情形

圖片源自：BBC



G7採取協同行動 幹預匯市

日圓單方面下跌 美元指數反彈

【本報綜述】因應日圓匯價急升恐慌及飽受震災衝擊的日本景氣復甦，七大工業國集團(G7)採取協同行動干預匯市，這是逾10年來首見。

週五(3月18日)亞太時段中，因日本央行聯合G7對日圓異常波動進行干預，導致主要貨幣兌日圓全面大漲，基本收復此前2個交易日的跌勢。由於日圓單方面下跌，美元和主要非美貨幣出現同漲現象。美元指數反彈升至76.00上方，最高觸及76.46，午後回落至76.10一線。歐元/美元受交叉盤帶動觸及1.4085的逾4個月新高；澳元/美元漲幅也超過了2%，反彈至0.9950下方附近。歐元、英鎊、澳元兌日圓分別錄得150-450點不等的巨大漲幅。

日本強震和海嘯襲擊後，保險商和企業匯回國內的資金推升日圓匯價急遽升值，情況與1995年阪神地震後日圓兌美元暴漲似乎如出一轍。日圓急升恐慌及日本出口盈餘，影響所及，將拖累日本經濟或陷衰退。不過，對照今昔的環境，當年日圓從約100日圓兌1美元飆升到80日圓，而今日日圓漲勢可能很難持續太久。

日本財務大臣野田佳彥表示日本央行已經在周五早盤進行干預，其他G7成員國將參與日本央行的干預行動。日本央行行長白川方明也補充道，將繼續大力放寬貨幣政策。

考慮到日本的外儲水平與經濟的健康程度，當前階段G7不必向其提供直接的財政援助。但法國經濟部長Christine Lagarde認為，G7可利用多項貨幣政策工具、協調外匯政策改善日本的處境。在利用貨幣工具增強市場流動性方面，歐央行還有很大的活動餘地——當然是與美聯儲相比。

如果日本局勢與全球市場惡化，各國央行還有很多應對措施，首先可考慮開放信貸額度。在2001年美國9.11事件和2008-2009年金融危機期間，部分中央銀行就採取了類似舉措。

在這次大地震中，日本央行要向美聯儲和歐央行提供穩定的日圓流動性，保證私人銀行能方便兌換日圓。這些天對日圓的需求一直在上漲，原因是日本保險公司與其他金融機構出售股票等流動性最強的資產，以便兌現用於國內重建。

以下為本週五亞市主要貨幣走勢分析：

歐元/美元

開於1.4020。盤初，歐元/美元溫和回落至1.4000附近盤整。在東京定息後，該匯價一度最低跌至1.3979，但此後因日本聯合G7干預，導致歐元/日圓交叉盤飆升，歐元/美元迅速拉漲至1.4050上方。午後，歐元/美元維持在1.4050上方盤整，最高刷新1.4085的4個多月新高。有分析師指出，歐元/美元雖然突破至1.4050上方，但主要是因交叉盤帶動，不能構成持續上漲的因素。預計短線匯價可能仍以震盪溫和上行為主，不排除回落尋求支撐的可能。

美元/日圓

開於78.89。盤初，美元/日圓即自開盤水平上揚，觸及79.50一線。在東京定息後，美元/日圓急遽上漲，自79.50附近水平上探至81.00上方。在亞太剩餘時間內，美元/日圓餘波未盡，進一步鞏固在81.00上方的漲幅，最終在82.00之前受阻，最高觸及81.90。

澳元/美元

開於0.9801。盤初，澳元/美元一度溫和滑降至0.9780一線，因隔夜匯價上探0.9850上方後受阻回落。東京定息後，澳元/日圓交叉盤瞬間上漲超過100點，澳元/美元直盤也跟隨強勢突破0.9850上方。早盤，澳元/美元進一步鞏固漲幅，站穩0.9900上方，最高觸及0.9947；交叉盤的漲幅也擴大至150點以上。進入尾盤，澳元/美元徘徊在0.9920-30區域。

圖片源自：台灣《經濟日報》



1995/4	79.75	美日貿易摩擦激化創日圓美元貴價
1998/8	146.00	亞洲金融危機爆發日圓貶值
1998/10	111.50	美國長期資本管理公司破產倒閉
2001/12	134.71	日圓買入量增加寬鬆政策後九個月
2004/12	102.05	日經總計動用34兆日元干預匯市效果
2005/12	121.40	日圓利率交易場實行，日本投資實地海外資產
2008/12	87.24	美國國會否決對汽車業救助案
2010/9	83.07	菅直人黨府民主黨執政，保住首相大位

【本報特稿】本週國際現貨金價以1420.9美元開盤，最高上試1431.9美元，最低下探1380.5美元，截至週五午盤時分報收1408.9美元，較上個交易週下跌8.7美元，跌幅0.61%，動態週K線呈現一根下行回升的小陰線。

單從周五午盤時分形成的動態週K線來看，金價長下影形成的

美國總統奧巴馬上週五(3月11日)表示，油價上漲主要是受到了市場不確定性和強勁的世界經濟增長的推動，而不是利比亞內戰導致的原油供應短缺。奧巴馬指出，他將盡可能的穩定原油市場，並防止出現價格操縱，且已經做好了在必要時動用戰略石油儲備的準備，戰略石油儲備是為抵消出現嚴重原油



金市或入多空游擊戰區

鉅頭形態，頗有回調見底意韻。但筆者以為，當前市場無論多空或都需謹慎。而如果我們將金價在1月底見底1308美元至本月1444.8美元的回升看作是一輪多頭的集團戰役，那麼當前市場或已進入多空游擊戰區。在局部戰爭中，多空或都存在機會，視多空在游擊戰中投入的兵力而定。從本週市場表現來看，週二金價一度形成最大超過45美元的跌幅，示意空頭也開始偶有重兵出擊。但金市多頭在集團戰役攻城略地之後，也層層布防，故金價在本週的調整中，也遭遇著多頭強勁抵抗。

如果我們將中東與北非地緣政治危機看作是稍早金市多頭實施集團戰役的「天時」，各大媒體對黃金與白銀投資機會的鼓吹看作是「人和」，那麼目前利好黃金與白銀的「天時」與「人和」都所有減淡。天時方面，中東與北非地緣政治因素並非在本週呈現出進一步明顯惡化跡象，市場關注焦點被日本大地震替代。人和方面，媒體對黃金與白銀投資機會的鼓吹集中在稍早金銀價格處於階段性絕對高點位置附近，但該鼓吹引發的投資者跟進並未推動金銀價格繼續上行。相反，金銀價格反而進入調整，這意味著在普通投資者勇敢跟進時，投機主力似乎在撤退。伴隨金銀價格本週的調整，始見媒體關於追漲金銀的謹慎風起。可見，在階段性市場和最旺時，金銀價格並未順勢突破，而在人和趨淡時，多頭似乎更難找到繼續推動集團戰役的依據。

但由於金價自見底1308美元以來，多方聚積的總體人氣旺盛，故儘管上週在人和最旺時該漲不漲，但空頭也未必存在很好機會。特別是在大幅調整後，空頭機會的持續性將面臨更強考驗。故筆者以為，階段性市場或已進入游擊戰區，多頭髮動集團戰役的「天時」與「人和」減淡。而空頭則幾乎沒有發動集團戰役的天時與人和。故即便金銀市場進入調整，也是空頭技術性游擊戰的結果。當然，游擊戰也可能偶出重兵。對絕大多數投資者而言，在集團戰役進行時，站在主力一方的大樹下面可以獲得利益。但絕大多數投資者並不是擅長游擊戰爭的投機「特種兵」，故在多空或僵持的游擊戰時，無論多頭還是空頭的游擊隊員，只要你不是投機「特種兵」，可能都難以撈到好處。游擊戰區遍地是荊棘，遍地是沼澤，遍地是陷阱，這種行情不適合大多數投資人。

回顧本週消息面，國際能源署表示，利比亞危機前閒置石油產能接近600萬桶/日，已將2月產量提高至逾3000萬桶/日，為2008年12月以來最高。目前沙特等還存在很大閒置產能。可見，單純的利比亞原油供應危機不會影響全球原油供應平衡，油價的上行充滿了投機因素。針對高油價，本週奧巴馬發出了抑制原油投機的最強音。

在恐慌中賣出股票最不可取

【編者按】日本發生一系列災難，導致全球金融市場動蕩，投資通訊專家、MarketWatch專欄作家赫伯特(Mark Hulbert)告誡投資者，在這種時候賣出最不可取，因為歷史告訴我們，市場在未來半年內很可能是上漲，而不是下跌。以下即赫伯特的評論文章全文。

在恐慌中拋售手中的投資，往往都不會有什麼好結果。在恐慌情緒籠罩全球股市的今天，投資者尤其有必要記住這一鐵律。

如果要是為日本今天的災難在美國找一個最合適的比照物，那應該是世界中心和五角大樓遭受恐怖襲擊的九一一事件吧。和現在的日本股市一樣，華爾街在襲擊之後重開的第一個交易日也經歷了慘重的下跌。

不過，市場之後就迅速復原了。

供應短缺而設置的。但他未指出哪一價格水平會引發美國動用戰略石油儲備。而本週關於利比亞內亂的消息面不多，利比亞內亂或將進一步持續，但內亂只要不進一步蔓延到其它中東重要產油國家，該題材對石油與黃金市場的持續影響應該有限。

數據面上，美國經濟數據總體呈現持續好轉趨勢，但在上週美聯儲主席貝南克罕見地表達出通脹憂慮之後，本週美聯儲再度變臉傳達出無視全球通脹而堅決貫徹寬鬆、低利率貨幣政策的表態，使得美元結束上週強勢，再度振盪下跌，走勢與經濟復甦背道而馳。在這種情況下，商品金屬率先結束頹勢回升，金銀價格儘管調整，但低位獲得較強承接。數據顯示，美國2月零售銷售月率上升1.0%，至3871.2億美元，創4個月來最大升幅。美國費城聯儲週四(3月17日)公佈的數據顯示，美國3月費城聯儲製造業指數升至43.4，預期為30.0，創1984年1月以來最佳水平，2月份為35.9。儘管美國數據顯示經濟復甦向好，但通脹指標也呈明顯抬頭態勢。美國2月生產者物價指數月率上升1.6%，預期上升0.7%。美國2月生產者物價指數年率上升5.6%，預期上升4.3%，美國2月生產者物價指數月率升幅為2009年6月來最高，年率升幅為2010年3月來最大。此外，美國2月季調後消費者物價指數月率上升0.5%，預期上升0.4%，美國2月季調後核心消費者物價指數月率上升0.2%，預期上升0.1%，美國2月消費者物價指數創2009年6月來最大漲幅。但很顯然，美聯儲認為這樣的通脹對美國而言是良性的，有助於經濟復甦，而無視貨幣釋放對全球通脹的惡性效應。在本週的利率政策會議上，美聯儲一致決定維持利率在0-0.25%的區間不變，重申將在今年年中以前購買6000億美元的較長期美國國債，重申維持異常低的利率更長一段時間。我們認為美聯儲在2011年沒有緊縮貨幣的可能，而歐元區最早可能在4月採取緊縮貨幣的行動。故從全球貨幣政策環境來看，美聯儲寬鬆貨幣政策的延續有利於推動大宗商品、原油、黃金維持牛市。

此外，本週穆迪調葡萄牙主權評級至“A3”級，評級展望為負面。惠譽下調巴林主權評級2個級距，下調巴林主權評級是由於該國政治風險的加劇。穆迪在本週還表露出對美國財政壓力的憂慮，認為美國州政府和地方政府面臨前所未有的財政壓力，2011年美國州政府及地方政府的評級前景仍為負面。可見，金融市場存在動盪危機，這對黃金市場或構成後續利好。

本週市場受日本大地震影響明顯，但影響亦複雜。地震之後，首先是市場基於日本經濟前景的憂慮，日本股市領跌全球市場。股市的大幅下跌似乎也促使市場憂慮大宗商品的未來前景，進而令商品金屬、原油等全線下調，金價也對

應調整。此憂慮之後，市場看到的是日本災後重建的巨大商機，大宗商品又紛紛脫離低點走強。災後重建需要大量日元回流日本，造成日元本週大幅升值。當然，這個過程中伴隨隨機力量對日元的推動。日元的升值與日本遭遇地震後的經濟前景背道而馳，而日元的升值會令日本經濟復甦雪上加霜。故在本週五，日本央行聯動其它央行開始進行阻止日元升值的市場干預。對常態情況下的外匯市場干預，會招來更多國際非議，但鑑於當前日本的特殊性，全球默認並在一定程度上支持日本的匯率市場干預行為。日本財務大臣野田佳彥表示，日本央行將在對外匯市場進行干預，G7同意採取聯合干預行動，其它G7成員國將參與日本央行的干預行動，美國、英國、歐洲央行和加拿大將參與日本的干預行動。日本以外的其它央行將在本地外匯市場開盤後進行干預。日本大干預在周五開市後即進行，日元急挫3%，交易商預計日本週五全天都不會離場。

受日本央行的市場干預影響，週五早間美元對應跳漲，但美元的跳漲似乎更多為心理層面。隨後日元繼續擴大跌幅，但美元快速回吐漲幅。儘管週五早間美元跳漲，但對應的金價也小幅跳漲上行。在筆者看來，這似乎是對當前金融動盪亂局的避險反應，至於持續性，則有待進一步觀察。

此外，筆者以為，如果日本及其它央行的市場干預進一步縱深延續數日，美元存在市場干預背景下的回升可能。如果這樣，商品與黃金市場的短期走勢有懸疑。此外，當前美元市場本身也存在諸多異象，需投資者保持警惕。近期對沖基金在美元市場的操作上出現了自基金數據統計以來的奇怪現象，筆者尚不知這種奇怪現象背後最終會意味著怎樣的市場演變，只是提醒投資者要謹慎對待。近幾週，對沖基金在美元市場的操作中出現了筆者數據統計以來的最大分歧，多空對壘力度進一步加劇，目前對沖基金持有的美元期貨多空雙向總持倉是筆者多年數據統計以來的最大值，甚至應該說是歷史最大值。但對沖基金在ICE市場的淨持倉卻僅僅淨空6673手，尚不到淨頭寸峰值的20%，這意味著對沖基金內部關於美元前景的多空分歧極大。如果這種情況進一步持續，即多空分歧繼續加大，有可能最終以多空一方的慘敗告終。而對應的美元可能迎來一輪較凌厲的漲勢或跌勢。這輪行情或伴隨美元多頭或空頭的潰敗。於是上漲，還是下跌，筆者沒有十足把握。如果美元迎來一輪一方認輸的單邊運行趨勢，黃金與商品市場必將受到影響。

作者：本報特約撰稿人楊易君，威爾森投資資訊有限公司首席分析師

威爾森網址：www.wellxin.com

而且又是特例，以此為依據來總結投資規律，做出投資決定，未免孟浪。然而事實是，市場在九一一之後的反應其實是完全符合之前的歷史規律的。在這方面，量化研究公司Ned Davis Research有一份報告是很有參考價值的。他們研究了九一一事件發生前六十年內二十八次最糟糕的政治或者經濟危機之後的市場表現，這二十八次危機中的前兩次分別是法國陷落和珍珠港事件。他們的發現是，在二十八次中有十九次，道瓊斯工業平均指數在危機開始之後六個月內實際上是有所斬獲，全部二十八次事件後六個月的平均漲幅為2.3%。

編譯：子吟
譯文源自：新浪财经