

## 以期权思维看上证 4500 点

来源：和讯网

《经济学人》Buttonwood 专栏 7 月 31 日以网上札记形式发表了一篇题为〈熊在吼叫〉(The Bears Growl) 的短文，提及由大行德银过档独立研究机构 Ecstrat 的策略师史密斯 (John Paul Smith)。此君对新兴市场悲观之极，深信最坏的情况才刚开始。换句话说，包括中国在内的多个市场「有排衰」。

史密斯看淡新兴市场非今日始，理据始终如一，绝不是见淡唱淡那类「策略师」。此刻重温，不得不承认其人确具几分先见之明。早在七年前金融海啸爆发后，史密斯已描绘了一幅新兴市场「走势图」，分四点连成一线，如今看来，颇有对号入座之感。

### 新兴市场大难临头？

- 第一，他认为经济活动已由私营部门转向国家主导，这个模式会带来两个恶果，一为生产力每况愈下，二为经济增长被大大拖慢。从新兴市场近年的经济表现可见，增长步伐确实大不如前。
- 第二，新兴市场企业过度投资，拖低了资本回报率；第三，经济增长减速危及商品需求、推低资源价格，商品生产国经济进一步受损；第四，投资者的偏好从实体资本转向智能资本、从硬件转向软件。此一发展对发达国市场有利，对新兴市场却不利。

在史密斯看来，新兴股市即使再「平」，基于国家主导经济的模式，股票价值无法得到体现，小股东难以得益。内地国企「公私不分」，巴西国营石油公司 (Petrobras) 更早已沦为当权者向政经同路人输送利益的工具。曾经持有 Petrobras 股票的我，对史密斯之言不能不认同。他预言，在熊市最后阶段，新兴市场将出现以绝对值计历来最大跌幅，并引发投资者对 EM equities 作为一个资产类别能否存活下来的广泛质疑。此话后半部分何所指，老毕似懂非懂，惟前半部分意思却彰彰明甚，以英文俚语出之，就是：You ain't seen nothing yet!

## 中国的三个「神话」

关于中国，史密斯提到三个投资者一直信之不疑的「神话」(myths)，分别为：一、政府牢牢掌控经济和金融市场；二、在推行自由化经济改革上，北京有一个紧密连贯的议程；三、中国经济在基本因素健全下稳步向前。这三个「神话」的脆弱本质，如今一一暴露于投资者眼前。

内地「暴力救市」后，坊间围绕北京有形之手是否无所不能争论不休（史密斯口中三个「神话」的第一个）。以「原则」为本的论者，对政府干预市场无以不用其极口诛笔伐；以效果成败者则认为，只要救市目标可达，「暴力」虽属下策，却也不失为良方。本报「期权教室」栏主杜啸鸿 7 月 24 日的文章，便表述了后一种观点。

本报新晋作者李海潮乃 A 股好友，他早前提过，巴基斯坦在 2008 年金融海啸后尝试为股市「封底」，结果大市跌得比措施实行前更惨。该国资源匮乏，救市力不从心，事与愿违不足为奇。小小巴基斯坦，怎能跟中国相提并论。

这也许是实情，惟如何衡量北京救市成效？在多管齐下、不知何时方能迫使投资者「断奶」的前提下，上证指数 4500 点这个水平，是否救市成败的终极指标？达标后又会出现怎么样的情况？这一切，无人说得准。

中央授意由大型券商、机构组成的「国家队」入市，上证指数 4500 点以下只许买不许卖，但 4500 点以上却不受此限。作为期权爱好者，老毕观察中央救市成效，往往不自觉地用上了期权的逻辑和思维。因参与救市而持有重货的券商及其他机构，或累积了可观账面利润，或有自身资金需要，上证指数一旦升抵 4500 点，「国家队」成员获利/套现的诱因不容低估。换句话说，4500 点即使并非一道无法突破的障碍，在 A 股升途中至少也会形成一个重要阻力区。

从一个期权操作者的角度看，这点很有趣。在众多期权策略中，买入股票同时沽出认购期权（buy/write, short covered calls），就是一种限制股票上升空间的策略。使用者选定一个价外（out-of-the-money）行使价，short calls 后持货静待股票到价给 call 走，赚取有限的利润。

假如上证指数 4500 点真的如此「明码实价」，在这个水平以下买入 A 股的投资者，心里想必也有一个「顶」，愈近这个「顶」，利润空间便愈小，下行风险却无法控制。

### Short free calls

在真正的期权操作中，short covered calls 有期权金可收，股票若因到期不到价而没有给 call 走，投资者可利用保留下来的股票再度开仓 short calls，藉收取的期权金降低买入股票成本价。同一番操作如能进行多次，买入股票的成本基础（cost basis）可以降至很低，大幅提高持有股票的潜在利润。当然，那必须在股价不出现震仓式下跌的前提下才管用。

A 股情况不同，投资者心中虽为股价设了一个「顶」，惟并无真实交易对手，亦没有期权金可收，short 的乃 free calls。4500 点以下是否入市，取决于市价与目标价的距离和由此计算出来的潜在利润。内地「大妈」未必懂得运用期权思维炒股票，但人为的「封顶」、「封底」，对市况不可能没有影响。