那些赌人民币单边升值的期权投机者，现在都怎么样了？

来源：[和讯网](http://www.hexun.com/)

　　尽管中国央行去年曾沙盘演练过人民币贬值，给离岸市场赌人民币升值的[期权](http://futures.hexun.com/option/index.html)投资者不小的教训。但也有相当一部分赌盘并未退缩，这次狼真的来时，合约履约价纷纷被击穿，损失惨重。

　　不过，仍有不少投资者认赌不服输，在离岸CNH价格连续击穿6.35、6.40、6.45的履约价后，并未大面积的斩仓。因多数合约的下档保护价守在6.60元，在最后胜负仍未明确的情况下，合约持有人还在做最后的抵抗。

　　“仍未见到CNH累计期权合约大面积平仓，现在客户都选择每月交割，帐面会难看，但最大损失还没出现。大部分合约的下档保护价在6.6元。”一位外资行的交易员称。

　　上述CNH累计期权合约也称作“目标可赎回远期合约”（target redemption forward），是一种带杠杆的押注产品。在2008年金融危机爆发时曾销声匿迹过一段时间，2013年开始，随着人民币不断走强，再度重出江湖。

　　合约一般设计为12或24个月，其中会订一个比[现货](http://xianhuo.hexun.com/)价低的履约价，同时还有一个下档保护价。合约双方每个月会按履约价与现货价结算一次，卖出方一般是投行，买入方一般是企业。如果CNH涨得越快，企业就赚得越多，贬值越快输得就越惨。

　　这一产品受到不少中国大陆、台湾外贸企业的青睐，因为他们必须持有人民币头寸的净敞口，需要对冲工具避险。但随着人民币自2012年9月来再度开启单向升值的阳光坦途，尝到甜头的企业纷纷放大杠杆倍数，超出原先对冲的目的，令价格反转时的风险陡然增加。

　　2008年金融危机时，中信泰富曾因类似的澳元看涨累计期权合约，产生巨额损失。

　　“去年初中国央行突然贬值的沙盘演练杀掉了一批，但仍有不少赌家没有出局。再加上今年人民币要加入SDR，不会贬值成为共识，有不少企业又参与进来了。”一家外资投行的外汇研究主管称。

　　据数位外资投行研究人员的最新估计，此类产品的合约价值目前维持在1,000亿美元左右，此波人民币的突然贬值虽未至低档的保护价，但已频频触发履约价，并对离岸市场上的人民币流动性、利率都产生了扰动。

　　\*\*合约持有人全军覆没\*\*

　　由于这次人民币贬值十分突然，且海外市场反应更为剧烈，累计期权合约人持有人可谓全军覆没。

　　“台商这次最惨，损失惨重。”一家台资银行的高级主管表示，“因为实业不是太好做，很多企业都以这个做利润补充，这下全完了。”

　　他介绍，假设一家与大陆从事进出口贸易的台商，今年1月1日起以6.40的履约价，6.60的下档保护价，签署了10亿美元的上述累计期权合约，并约定每月20日与离岸市场的CNH价进行交割。

　　那么1-7月，由于这位台商都会收到回报，因为CNH现货价当期都盘踞在6.18-6.28间，远未达到其与投行签定的6.40履约价。风云突变，8月11日中国央行突然改革中间价形成机制并引发贬值预期，CNH最低曾触及6.60，这位台商可谓面临灭顶之灾。

　　“物理学里有个加速度概念，越跑越快...也就是说，这种合约越贬，台商的损失就越大，因为要翻倍赔钱。”上述台资银行的高管称。

　　以8月20日CNH亚洲时段的收盘6.4628计算，假设其当月交割的损失要以2倍赔偿对方，当月就亏1.26亿人民币。如果最终跌破6.60，赔偿可能就3倍甚至更多。

　　\*\*对离岸人民币流动性影响巨大\*\*

　　此波人民币贬值跌势之猛超出很多人的预期，A股股灾、天津大爆炸、[美国](http://news.hexun.com/usa/index.html)加息都是其中的影响因素，而且这些因素在海外的影响远甚于国内，也因此导致人民币境内/离岸市场的汇差急速拉大。

　　而价差的扩大，则吸引无数投资者又参与到套利游戏中来，加大了海外人民币流动性的紧张。

　　“上述TRF合约如果要斩仓，就要卖出CNH的远端并买入近端对冲，这会引发短期流动性的紧张，但现在不明显，还在死扛6.60不会到。”交易员称。

　　另有中资银行交易员介绍，此波海外CNH流动性的迅速枯竭，与参与在岸/离岸套利的机构大增也有关系。

　　“在岸的美元/人民币6.40，离岸的美元/人民币6.48，这么大的套利空间是天上掉下来的馅饼呀...，但结果就是海外的人民币越来越紧张。”

　　简单理解，就是大量的外贸企业在境内市场买入美元卖出人民币，同时在离岸市场卖出美元买入人民币。以1亿美元来计算，700点的价差就可以赚700万人民币。

　　8月25日，在岸/离岸市场的价差一度走阔至逾900点，当日CNH各期限的短期拆息利率都飙升至历史新高。随后在香港金管局入市提供流动性的干预下，目前已回落至合理水平。

　　“这么大的汇差，利润空间相当大，我相信连中国央行都会动心的。”一位美资银行的交易员开玩笑地称。