

期权满月:兜住底线 补齐短板

□本报记者 张利静

截至3月9日,期权上市正式满月。在一个多月的交易中,不少个人投资者发现,现实中期权交易并不是前期所了解的“买份保险”那样简单:买期权不一定会持有到期,卖出期权似乎也并非完全不可行。而机构投资者也发现,账户“分家”带来的麻烦、软件功能不足等问题也日渐摆在面前。在兜住“不出系统风险”的底线之上,无论是投资者认知,还是客观障碍,期权市场的木桶短板还需要一节节补齐。

不只是“买保险”般简单

对期权投资者尤其是个人投资者来说,真正参与期权交易之后,对这一交易机制的理解便不再是“买保险”那么简单了。

尽管,在专业研究人士眼中,在期权首月的交易中,行情总体运行平稳,期权的特性得到了充分体现——比如由隐含波动率变化引起的call和put的同涨同跌;由虚值期权较大的杠杆率而导致其价格的大幅波动等。但许多缺乏期权实战经验、接触期权知识时间不长的普通个人投资者看来,期权每日行情的变化与交易前的认知差别较大,也与书本(一些是交易所的投教资料)中所学的有所差别——远远不是“买份保险”那么简单。

在一些投资者印象中,卖出方向的期权是绝不可行的,因为之前教材上有这样的理论——卖出期权风险无限。而上海一位投资者却在首日交易中靠卖出一手认沽期权盈利百余元。对于如何承受卖出方向无限风险的质疑,这位投资者表示,预期上涨有两种选择,一种是买入认购,另一种是卖出认沽,自己之所以选择后者,是有十足的把握的。“首先,首日行情中认购期权的溢价比较高,这个溢价是指时间价值过大;其次,我认为当时虚值的认沽卖出开仓风险更小。至于说卖出风险无限仅仅是理论上的,短线考虑方向性波动,但是也得考虑到被行权概率。”

不同于这位投资者,不少个人投资者还困在是否持有期权合约到期的迷茫里——说好的“买保险”呢。

对此,新湖期货期权研究员张海东表示,之前大多数投资者教育材料中都给出了这样的情景设定——合约持有到期,这主要是为了方便投资者更加直观地理解期权是什么,但实际运行过程中,期权在到期前的价格是不断变化的,而且涉及到许多变量,这是之前不少投

资者所不了解的。

张海东解释说,投资者需要认识到,期权到期前其价格变化主要还受三大因素影响。一是隐含波动率,由于期权的收益是非线性的,如果预期波动率上升那么未来的标的要怎么涨很多,要么跌很多,标的上涨对期权价格的影响要大于标的下跌对期权价格的影响,由此可见预期波动率水平与期权价格是正相关的,预期波动率上升,期权的价格也会上升。二是时间价值,到期日之前的时间中是蕴含机会成本的,每过一天,甚至每过一分钟、一秒钟,期权购买者“中奖”的机会都在减少,期权每时每刻都在损失时间价值,如果其他因素都不变,越临近到期日,期权的价格也会越来越低。三是杠杆性,也就是标的资产每变动1%而引起的期权价格变动的百分比,又称Lambda,虚值期权的Lambda一般大于实值期权的Lambda,因此从百分比来看,虚值期权的波动幅度会大于实值期权的波动幅度(尽管虚值期权波动的绝对金额要小于实值期权)。这需要和期权Delta进行区分,Delta是标的资产每变动一个单位而引起的期权价格的变动量。

账户“分家”的麻烦

目前,期权市场除了持仓受限、成交量偏低、佣金偏高这些目前关注度较高的问题,还有许多细节问题有待进一步完善,这也是期权市场深耕细作的空间。

“双账户(资金需要来回划转)、机构风控(账户分立,券商和期货公司的风控将无法实现)等细节问题也是目前亟待解决的。”韩冬认为。

据了解,ETP期权和股票账户是两个独立账户,投资者当日卖出股票获得的资金要等T+1日结算完成后才能划转到期权账户。“如果投资者在不利市场行情下计划拿卖股票得到的资金去追加期权账户的保证金,需要提前一个交易日计划准备。”海通金融产品研究中心认为。

韩冬表示,在此情况下,如果一个机构或者个人股票账户和期权账户关联的不是同一家银行,就会出现资金的划转需要经历这一流程:期权账户→期权关联银行→股票关联银行→股票账户。“如果投资者采取现货和期权对冲的策略,很有可能出现一个账户盈利、一个账户亏损的局面,若单个账户资金不足开仓受限,策略就无法继续,这种情况下投资者需要经常在两个账户之间进行资金划转非常不方便。”

实际上,在目前股票、期货、期权账户分立的状况下,投资者的资金分散在三个不同的账

户中,三个账户相互之间独立,与基础市场、股指期货市场相互关联的期权交易的风险控制无法完全实现。“目前市场仅能通过保证金和市值这些指标来做一些简单的风控措施。”韩冬认为,海外市场是对账户整体仓位及其之间的关系进行风险评估和风险控制,有些甚至可以实现零风险,而国内三类投资品种账户分离,其风控端归属不同的业务公司来负责,每一个账户都可能在市场大幅波动中被强行平仓,从而影响整个策略的风控及收益效果。

值得注意的是,对投资者来说,在上证50ETF期权正式开始交易之前,海通金融产品研究中心就曾有先见之明地指出,投资者需要注意的几大细节问题,其中涉及到两大问题,一是行权日实值的认购期权,行权是否一定获利,二是ETF分红可能导致原来备兑卖出的认购期权仓位须追加现货保证金。“按照目前规定,投资者T日行权后,T+1日50ETF现货交割到账,T+2日才能卖出,因此行权后投资者需要承担两天的市场价格波动风险,可能导致现货卖出价格低于期权的行权价,出现亏损。另外,比如华夏上证50ETF在去年11月份发生一次现金分红,按照交易所的规定,ETF期权合约乘数由原来的10000张调整为10248张。那么投资者如果原来备兑卖出了一张ETF期权合约,现在则须补缴248份50ETF现货。”

软件那些事儿

也许,在目前期权面临的所有麻烦中,软件问题是微不足道的,且股票投资者对交易软件要求向来不是很严格。但部分交易者意识到,软件问题有可能是未来影响到期权交易效果的关键因素之一。

据中国证券报记者了解,目前证券公司和期货公司所提供的期权软件水平并不划一,而软件水平在一定程度上决定了风险分析及收益曲线方面的服务效果。一位投资者表示,目前各家公提供给投资者的软件大多还仍然停留在落后的水平上,伴随着交易量和流动性的提升,未来交易速度也是决胜因素之一,而一定程度上取决于软件性能和模块。

对此,艾扬软件(上海)业务总经理李惇鸣表示,ETF期权运行一个月,目前处在市场推广与软件调试阶段,大都运行平稳顺利,能够完成交易所对于第一个期权商品平稳上市的初步目标。“市场期权软件界面多为传统证券交易带期权下单基本功能,设计取向以原有证券客户的软件使用习惯为主,尚未针对期权商

品的市场特性,设计出让期权交易客户更容易学习的功能界面。”

另一位期权软件商表示,目前国内期权业务尚处于起步阶段,市面上的软件大部分是投资者熟悉的股票软件加入ETF期权模块,操作方式基本还是基于过去的股票界面的模式,加上Greeks的分析,套入了一些常见的策略。整体上中规中矩、四平八稳,客户也比较熟悉。“这主要是因为市场规模还没有真正起来,投资者的个性化需求还没有体现。大家对软件的关注程度不是很高,这就像在软件较少的时候我们买手机并不太注意内存,物资贫乏的时候难以顾及食物的口味一样,软件水平的改善需要成熟市场规模的支撑。”

现在软件商对期权市场的发展速度和形势很多还是在观望,毕竟开发人力、运维人力、宽带、设备,场地这些都是需要真金白银的投入的。”

那么,期权交易软件有升级改善的必要吗?

调整期权准入及持仓限制呼声高

□本报记者 张利静

就在个人投资者还忙于认知纠偏的时候,机构投资者已经不满足于严格的准入门槛及持仓限制了。

这一问题在上市首日已经充分暴露,期权上市首日,截至上午收盘,8家做市商参与交易成交数量13458张(按账户算),占总成交量的七成多。

上交所提供的数据显示,截至3月6日,投资者账户总数为5317户。其中,个人4944户,机构373户。截至3月9日参与期权交易账户数为1943。其中,个人1827户,机构116户。

虽然期权套利投资者满足一定条件后还可以申请提高额度,但严格限仓制度下有大额需求的机构心有余而力不足。

盈创世纪总裁、期权资深投资人韩冬作为第一批期权模拟及实盘交易的参与者之一。他表示:“在过去一个多月的交易过程中,我们经历了很多,我们在适应这个新生的市场,同时也在这个市场中发现了很多需要我们去解决的问题。期权的开仓限制对我们这种准备充分的投资公司来说没有太多发挥的空间,实际上50手满仓大概10万的资金量,对应100万的50ETF资产确实太少了,我们理解这样的设置是为了保护投资者,希望投资者先接触期权,不要一开始就开过大的仓位,通过这种限制让投资者能够在风险有限的情况下了解期权的

交易规则和特性。但是对专业的机构投资者来说,适当放开开仓限制,或许才能充分发挥期权在资本市场当中管理风险的作用。”

值得注意的是,部分投资人士认为,相对个人投资者来说,机构投资者对期权的认知更加深入和精透,其风险管理能力也相对较高,有开放持仓限制的需求,且当前的市场运行整体稳定,条件也初步成熟。

“从机构的角度来说,我们不关心期权的涨跌幅度,这也是我们一直呼吁的,期权是金融衍生工具不是投资标的,它的价格变化与标的资产的价格变化相关,期权有其自身的运行规律,期权的报价是由时间价值和内涵价值构成的,当一个期权由虚值期权变为实值期权时就是造成价格的大幅上涨。但就期权报价和价格变化的情况看,由于有了专业的做市商,期权从上市那一天开始在报价上就表现出了成熟市场的水平。”韩冬表示,所以我们认为期权的整体价格运行水平都达到了成熟市场的标准,只是由于开仓限制的原因造成了较低的成交量。

上交所提供的数据显示,截至3月9日,上证50ETF期权上市交易合约总数为64个,总成交量为40.79万张,其中认购期权19.49万张,认沽期权21.30万张;日均成交2.55万张,最多一日(3月9日)61254张,日均权利金成交额0.235亿元,日均成交名义价值6.01亿元,未平仓合约数5.37万张。

鹏华基金·REITs锐驰

鹏华基金REITs锐驰新资产探寻之旅(一)

REITs之基础知识篇

一、REITs产品定义

REITs(Real Estate Investment Trusts,房地产投资基金)是一种专门投资于房地产行业的投资基金。它通过公开募集资金,交由专业投资管理机构运作,并将基金资产投资于房地产产业或项目,来获取投资收益和资本增值。REITs的投资方向主要包括具有稳定租金收入的房地产,房地产贷款,购买抵押贷款或者抵押贷款支持证券(MBS)。

二、REITs的主要特点

收益主要来源于租金收入和房产升值;

大部分收益将用于分红;

长期回报率较高,与股市、债市的相关性较低;

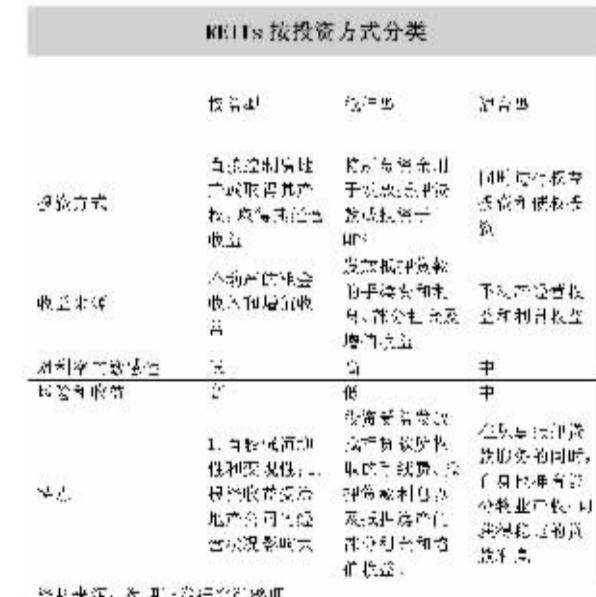
对投资者个人而言,REITs可使房地产投资化整为零,便于小额投资;风险收益介于股票与债券之间,可优化投资组合。

三、REITs的交易结构

在运作模式上,REITs与证券投资基金本质上完全一致。

为保护投资者的利益,REITs在治理结构中同样建立了基金管理人、托管人、独立审计师等分离的监督制约机制,并实行严格的信息披露制度。

根据投资对象不同,可以将REITs分为权益型、抵押型和混合型。



根据募集方式不同,将REITs分为公募型和私募型。

投资主体	资金来源	投资门槛
公募型	投资人广泛众多、资金来源广	投资人门槛低
私募型	投资者数目有限、资金来源特定	股权投资额度较高

根据运行方式不同,将REITs分为封闭型和开放型。

基金规模	可否赎回
封闭型	高额、规模固定、有长期不可赎回、所投资项目不可赎回
开放式	总额不确定、可随时赎回

根据组织形式的不同,可将REITs分为公司型和契约型。

REITs按组织形式分类	公司型	契约型
投资人类型	机构、个人	信托、基金、公司、个人
资金来源	股东投入、债务融资	投资者投入、债权人投入、股东投入、债务融资

资料来源:万里·基金行业观察

注:文中REITs知识介绍均参照国际市场价格

中国期货保证金监控中心商品指数(3月13日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数	66.71				66.01	0.70	1.06
农产品期货指数	871.55	867.54	873.90	866.34	872.15	-4.61	-0.53
油脂指数	547.61	545.89	549.47	545.03	548.28	-2.39	-0.44
粮食指数	1386.53	1372.81	1391.84	1370.28	1387.60	-14.80	-1.07
软商品指数	801.72	804.53	805.15	799.00	801.51	3.02	0.38
工业品期货指数	714.79	713.06	716.28	711.58	713.86	-0.80	-0.11
能化指数	648.71	643.24	650.33	642.21	648.55	-5.31	-0.82
钢铁指数	502.68	500.73	505.23	499.44	501.68	-0.95	-0.19
建材指数	591.49	588.90	593.18	588.64	590.44	-1.55	-0.26

粕类反弹 CAFI指数暂缓回落

上周中国期货保证金监控中心CAFI指数暂缓回落,在粕类带动下有所持稳,微升0.36%至867.54点。分项指数涨跌互现,油脂指数跌0.65%;软商品指数跌0.23%;饲料指数上涨1.79%;谷物指数涨0.58%。

从各品种周度环比变化看,上周CAFI指数涨跌幅品种基本持平,波动率有所收缩。粕类收回上周部分跌幅,重回反弹之路,豆粕涨1.55%,菜粕跌1.93%,豆一跌幅收窄下跌0.31%;三大油脂中棕榈油领跌,下跌2.37%,豆油跌0.55%,菜油基本收平跌0.03%;谷物中玉米创新高稍有回落,收涨0.72%,强麦上涨0.38%;软商品中,棉花跌0.11%,白糖小幅下跌0.25%;鸡蛋冲高回落,收涨0.28%。

上周外盘商品市场表现震荡偏强,美盘豆类呈横盘震荡格局,虽然周初USDA公布了3月供需报告,但报告数据稍有意外地上调令市场承压。当前美豆关注重点在月末播种面积报告上,短期美豆维持960-1000万英亩震荡区间走势;由于市场对于2015年美国大豆播种面积仍有分歧,如美国预估预计8600万英亩,展望论坛预计8350万英亩,机构预估也呈增长态势,这令播种面积充满想象空间。国内方面,菜粕领涨饲料板块,水产养殖需求逐渐回暖、国内菜籽压榨亏损、一季度进口菜籽量减少等题材对粕类形成提振,但盘面的表现相对于供需面过激。豆粕受菜粕带动走强,现货表现坚挺,沿海地区报价3000-3050元/吨,节后油厂开工率回升,市场供应量增加。(银河期货 康凯)

##