

机构还是散户 做市商还是特色服务 高门槛还是低门槛

期权三大悖论待解

□本报记者 王姣



CFP图片

悖论一:机构还是散户 教育重点在哪里

期权尚未面世之前,仿佛有道无形的屏障,横亘在其与期货市场之间。屏障的这一面,受困于经纪业务下滑和资管业务绩效不佳的期货界人士焦急地按着门铃,期盼期权市场尽快打开大门,赢得新一座大山的好风景;屏障的另一面,推进期权市场建设和推广的智囊团忙碌地进行着最后的准备和调试,企图将问题扼杀于胎腹之中,迎接一个新的期权盛世的到来。

眼下已是9月下旬,ETF期权上市时间仍未披露。不过中国证券报记者从业内人士处获悉,ETF期权的审批工作已经取得重大进展,不排除年内上市可能。而伴随着实战演习的推进,围绕投资者教育、做市商选择和风险管控等相关难题涌现出三大悖论:一是投资者教育的重点是机构还是散户,该不该忽视个体投资者;二是中介机构是盲目争当做市商,还是专注于服务客户,做好渠道服务、风险管理服务等;三是期权市场的风险管控,是设定高门槛严格控制参与者,还是应低门槛扩大流动性,同时加大中后台风控体系建设。

“投资者教育,教育,再教育。”作为发展期权品种、开拓期权市场的重要基石和前提保障,投资者教育无疑是首当其冲要做的事情。

今年以来,各家交易所、期货公司等市场主体都投入了大量的时间和精力进行投资者教育。然而,业内人士发现,在“资管”大旗的号召下,目前期权培训主要以机构投资者和产业客户为主。在国内仍然以散户为主的服务体系下,究竟该走高大上的“贵族”路线还是该走低端的“平民”路线,成为业内遭遇的最大悖论。

“我现在比较困惑的一点是,在推广期权培训的时候,发现国内期货市场正在‘去散户化’,这令人忧心的一种表现形式是每个人都在做产品。”银河期货副总经理吴建华告诉中国证券报记者,现在国内前几大期货公司在做期权培训时都遇到障碍:一方面,随着资管时代来临,一些公司更重视机

构客户和产业客户的挖掘,相对忽视散户这一群体;另一方面,相对于个体投资者教育,机构客户显然更容易培训,卖资管产品也更容易一些,导致进一步忽视了对散户的培育。

而作为一种风险管理工具,期权在欧美日韩等国成功的重要原因即通过积极开展有效的投资者教育工作,消除投资者对期权投资的认识偏见。以韩国期权市场为例,在期权上市之前其散户也占了较大比重,但是韩国KOSPI200指数期权上市之后,成交非常活跃,成交量连续八年全球第一,其成功的重要因素是韩国证券交易所在投资者教育方面做了大量工作。

从中国金融市场的现状来看,国内投资者结构中散户占比仍然居高不下。相关数据显示,目前期货市场97%的投资者是散户。对他们来说,期权是一种相对陌生的交易工具。优化投资者结构,与中国的散户共同发

展,投资者教育工作将是重中之重。

“流动性最重要的供应者是散户,是那些用少量的钱做买方的个体投资者。但我们发现原来所谓的中介机构没有人特别在乎散户,如果他翻开自己的财务报表,散户才是他最主要的利润来源,身为服务业,你不提供你最大的衣食父母服务,这是目前各期货公司普遍面临的问题。”吴建华说。

业内人士的担忧在于,如果不重视对散户的培育,期权的主要客户从哪里来?流动性由谁贡献?如果不做好个体投资者的教育,期货公司如何借助期权重塑行业地位?“如果参与的客户较少,成交量会很低迷,所以证券公司、期货公司在前期的培训以及推广就尤为重要。”华联期货研究员殷双建说。

还有一种观点认为,如果将期权捆绑进资管产品中,该产品被包装成投资者并不了解的东西,那些不应该参与进来的人也被包装进来,甚至可能重演银行理财产品或基金

产品出现过的信任危机。“期权是最容易被接受、最容易被推广的一种工具,但如果没有人去做好投资者教育,他也有可能变成一只巨兽倒咬你一口。”一位业内人士如是说。

不过,宝城期货金融研究所所长助理程小勇指出,对于散户教育问题,应一分为二地看:首先,期权的专业性和复杂性超过期货、股票等基础金融产品,因此未来参与期权的还是以机构投资者为主,散户短期很难成为市场的主流交易主体。因此,先培育机构客户,后再对散户进行培训是当前市场的最合理选择。其次,台湾和香港散户投资者是市场主体,这和港台本身人口比重小、投资者普遍较成熟有关。而在欧美发达经济体,从事期权业务的一般都是机构投资者或产业客户,散户参与期权主要是通过经纪商或其他金融机构参与,一般不直接参与。因此,中国期权市场未来可能向欧美市场靠拢。

悖论二:人人争当做市商 谁才最合适

只需要回应询价。

中金所期权小组负责人王琦日前在中国及全球期权市场创新发展论坛上介绍,中金所做市商制度核心就是订单驱动市场,做市商只是在里面充当一个普通投资者的订单优先级别,做市商没有任何在成交方面的特权和优势。与此同时,中金所对做市商有严格的权利跟义务的协议,具体规定了做市商的报价义务,可能享受到的优惠权利等。

“做市商的主要义务之一是不断地持续报价,还要对不活跃的合同进行回应询价。权利主要是手续费的减免,我们对做市商的手续费减免不只是期权方面,未来还可能扩展到整个期货市场。”王琦表示,考虑到做市商权利,中金所采取手续费减免的规定,目前最多减免80%的手续费。

总的来说,做市商业务在很大程度上是一个专注于风险和仓位控制的业务,做市商通常是通过提供流动性服务,承受较低的市场风险、操作风险,来赚取买卖报价的小额价差作为回报。

“做市商的好处来自两方面,一是报价的差价,即买入报价比卖出报价高一点,这部分收益非常可观,风险也很小,成交量越大收益越大;二是没有完全对冲的头寸,这

部分收益伴随的风险也很大。”殷双建表示。

程小勇同时指出,做市商的主要作用是为市场提供流动性,其收入来源于期权报价的价差和交易所的各项优惠措施,甚至手续费分成。因此中介机构一旦成为做市商之后,不仅本身旗下的客户资金量和参与度会上升,而且会获得丰富的交易资源和交易所的扶持,这对中介机构有很大的吸引力。

然而,做市商的实际收益并非看上去那么美。据上述人士告诉记者,做市商平均的报酬收益率在30%以下。从中金所的仿真情况来看,做市商的年收益在15%都很辛苦,这绝不是资管现在要的收益率。事实上,15%在国际上也是个标准的收益率指标。

“在国外做市是很自由的事,但在国内是要承担大量义务的事情,高度监管的事情,并不适合所有人。”该人士表示,做市商不仅要经过交易所的审核,要过证监会的评审,还需要有全套的风控、内控、稽核等制度。

而期权做市商在不断断地为市场提供流动性时,既有利用买卖价差带来的收益,同时也有被动交易而累积的头寸风险。殷双建告诉中国证券报记者,在做市商制中机构和投资者是对手盘,一般为了规避风险,机构需要把客户的净头寸完全对冲掉。由于对

悖论三:高门槛还是低门槛 中后台如何风控

券连续两个交易日涨停或跌停的风险;并采取技术手段,对资金和仓位均实施交易前端控制等。

“ETF期权设置较高准入门槛,引发流动性风险。”北京工商大学证券期货研究所的胡命越和张少鹏撰文指出,ETF期权流动性风险源于投资者适当性制度,该制度看似保护了中小投资者利益,实际上却是将广大散户挡在门外,期权市场也就成了高高在上、曲高和寡、孤掌难鸣、不接地气的市场,容易导致ETF期权推出以后交易不活跃,引发流动性不足问题,进而扭曲市场定价效率。另一方面,与股指期货采用现金交割不同,ETF期权采用实物交割,交割的实现是以及时持有上证50成分股作为前提,标的股票流动性将很大程度决定期权交割实现效率,有可能导致ETF期权交割时面临无“券”可交的流动性困境。

程小勇进一步表示,ETF期权推出必须需要相关的股票卖空机制,当前融资融券成本高企的情况下,ETF期权参与意愿不足,原因在于投资回报率不具备吸引力。

殷双建则认为,交易所首先选择ETF期权上市,正显示出其谨慎性。因为ETF的成交量有限,市场份额较小,预计ETF期权的成交量也不会很大。交易所先推出ETF期权

试水,可以在运行中发现问题解决问题,预计时机更加成熟时才会推出股指期货。

在业内人士看来,先难后易、控制风险第一、扩张规模第二的思路一直制约了金融市场的创新。然而,与对期权进入高门槛的担忧相比,眼下业内人士更为担忧的是中后台的风控和结算。

“期权有4个维度乘以48个契约,你可以192个维度去思考要怎么风控,很多奇怪复杂的头寸,他又是动态变化的,多空都可以存在,中后台要怎么风控?而且如果没有实际交易的大数据进来,你就没有办法断定你的中后台准备得怎么样,其中蕴含着很大的风险。”吴建华表示。

据悉,由于期权是非线性衍生品,与现货之间除了Delta,还有Greeks风险指标,比如Gamma、Vega、Theta等。在对冲的过程中,很有可能Delta对冲掉,但是其他风险指标全变了,对期权风险进行对冲是需要全局战略眼光的复杂难题。

“期权对冲不能是‘头痛医头,脚痛医脚’,例如做市商可能一直在进行各种策略对冲,当盘面停下来时,其持有头寸可能非常复杂,但重要的是风险是可控就行。又例如初期不甚懂客户的期权头寸风险敏感度(Greeks)变化的中后台人员,看见过去常

看的财务风险值出问题就随随便便砍掉一个期权仓位,风险系数可能反而非线性跳高!”吴建华告诉记者,最后砍仓进行风控的团队,不仅要熟悉期权风险敏感度,而且还要熟悉各种的期权交易策略组合变化,才能顺利砍好仓。而目前来看,风控人才的缺失和风控系统的不完善是较为长远的风险。

马文胜同时指出,从风险控制的角度,市场对期货公司等中介机构提出了更高的要求。“风控模式的转变,从过去的单一的头寸控制转向了组合头寸控制,从过去的看着风险不要出问题,可能转向要‘算风险’,就是有了期权组合之后,我们要把这个组合风险算出来,要以量化的手段,预先对投资者的风险进行预测。从过去的保证金管理方式向期货期权保证金转换,向市场流动性的整体的综合风险的管理评价转换。”

程小勇表示,从欧美发达市场来看,管理好期权上市风险不在于入市门槛,而在于相关的结算、交割等一系列配套风控制度。从目前风险控制制度进场来看,中国应该加快保证金的Span系统的开发,既能控制风险,又能防止保证金成本过高而导致流动性不足。另外,初期做市商制度建设、做市商风险意识培育和投资者保护制度建设也要跟进。

■ 记者观察

期权市场“三忌”

□本报记者 王姣

ETF期权上市工作已获重大进展,白糖、铜、豆粕、股指期货甚至个股期权等皆有望于不久的将来面世。作为全球新兴资本市场中举足轻重的成员之一,内地期权的渐行渐近让整个金融市场都有股难以掩饰的急迫和兴奋。国际方面,一些交易所和机构正纷纷探寻以中国衍生品市场为代表的亚太市场经营模式;国内方面,金融界踌躇满志,期待以期权为突破口实现中国衍生品市场的创新发展。

不过中国证券报记者在采访中发现,市场的集体躁动难掩期权发展的隐忧。大家都觉得期权很重要,在期权方面下工夫就有可能重新打破市场格局。这背后其实有句潜台词:期权市场如果再不开放,经纪业务就要走到头了;期权来了,就有了新的教皇。换句话说,这座山难爬,我们就爬另外一座山。”一位从事期权业务的业内人士如是描述他对“期权热”的感受。

无法否认的是,尽管我们在期权规则设计、技术系统建设和市场推广教育等方面做了充分的准备工作,但与国际成熟期权市场相比,我国期权市场刚起步阶段,做市商制度不完善、交易人才短缺、交易系统技术更新能力偏弱成为我国期权市场发展的掣肘。在迎来期权即将上市的重要时刻,希望业内人士保持清醒,谨记期权建设的“三忌”。

一忌急躁冒进。期权的上市,不仅使得对冲风险的工具更加丰富,能够一对一多样性地满足实体企业需求,同时将进一步完善期货市场的建设,拓宽金融体系的广度和深度,使得投资者可以进行多种组合投资交易,实现多样化的风险收益结构。然而大连商品交易所理事长刘兴强也表示,尽管中国内地市场开展期权交易的条件已日趋成熟,但也还面临不少挑战,包括投资者不了解、不熟悉期权工具,中介机构对于期权理论、运行规律和实践操作等还缺乏深刻认知,交易所定期权的制度设计、产品开发、系统建设和风险控制等方面实践经验还不足等。而据记者了解,面对期权这片蓝海,受困于经纪业务下滑的期货业人士却显得有些急不可耐,正一窝蜂地往赶。

“不积跬步,无以致千里。”如业内人士所言,监管层一直很慎重地推期权是有其顾虑的,希望业内人士能够有足够的时间学习、消化,找到自己优势的地方再开始实际应用。而期权市场若想顺利运行,更需要一步一个脚印,扎实做好储备好能提供良好流动性的做市商、具有实战交易经验的人才、实现期权期货联通交易的交易系统。

二忌裸泳无畏。因为期权产品还没有推出来,我们现在没有条件直接到大海里游泳,我们就造了仿真交易这些游泳池,让大家在这个游泳池里先学会一些基本的本领。”中金所期权小组负责人王琦如是描述期权仿真交易的意义。

然而,“不下水永远不知道河流的深浅,真正的技术需要在实践中掌握”。尽管目前很多公司已配备期权研究人员,就做市商业务、基于期权的资管产品等进行专门研究,积极参与仿真交易大赛,但这些都只是“纸上谈兵”,由于仿真的结构、指令或委托单的流动并不是非常真实,不是一种自然的委托单流,它只能帮助交易者了解一些简单的东西,只能使真正过渡到真实的交易环境时变得容易一些,要想真正提高期权时代的作战能力,需要在实践中积累经验,不断完善相关产品设计、业务制度和技术系统,同时加强与国外同行之间的交流和学习。

可以预见,进入到实战层面后,国内市场上人力上的不足,交易软件及风控系统等硬件上的匮乏将迅速凸显出来。如果从现在开始,业内不加强对中后台风控体系、IT系统和专门人才的建设,也许未来将被市场打个措手不及。

三忌固步自封。应战期权能否做好完美的准备?这个问题的答案显然是否定的。从国际期权市场的发展经验来看,在市场开放初期,人们都不可避免地会犯一些错误,而无论市场多么成熟,总有些需要修改和完善的细节。但只要有的体系设计、好的市场规则、好的风控体系、好的技术布局,即便发生一些小错误也不会带来大的灾难,反倒会促进市场的完善。

业内人士认为,在期权市场的建设过程中,业内人士不应害怕犯错,而应就实际工作中涌现的问题向国内外人士尽快取经,切实加强中外衍生品市场在规则、制度、业务、风控、技术等方面的对接和实质性合作,同时积极推进市场开放,通过加强国内外的沟通与合作共同促进金融市场的健康发展。