



CFP图片

# 神秘期权来了

□本报实习记者 徐文擎 本报记者 曹乘瑜

## 机构“铆足了劲”

在对上证50ETF期权的准备上，公募募出现天壤之别。多位公募基金经理遗憾地表示，虽然研究了很多策略，但是只能看着私募和券商“吃肉喝汤”，因为到目前为止，公募基金和专户还没有期权开户资格。

相比之下，私募明显摆出了“大展拳脚”的姿态，其中又以固定收益类和量化类的基金为主。

专做固定收益的上海耀之资产表示，从去年开始便在准备参与期权交易，已经从海外引进了一个3人的期权团队，均来自美国知名对冲基金巨头千禧年基金和法国兴业银行，其投资经理在日本大地震时也有过出色的风控表现。目前，耀之基金一个自主发行的产品已经完成开户，和银行合作的产品也都给期权策略留了口子。9日上证50ETF期权推出，即可马上参与其中。

“期权作为一个新品种，对套利和风险管理都是很好的工具。针对银行端的客户，我们将期权的套利机会和债券投资相结合，设计出安全性相对较高、同时又有一定权益类收益特征的产品，例如用债券收益来保本，用期权来做增强收益，比如债券有6%的收益，那么可以用这个收益来做一个最多亏6%的期权组合。”耀之资产相关人士说，“具体使用哪种组合就有很多选择，这种精确度较高的风险控制，正是期权的魅力所在。”

而在量化对冲方面颇有经验的韩冬则明确表示初期交易会主要布局四个方向的策略。

首先是在现货和期权之间构建无风险套利组合。“这是基于市场初期投资者不成熟的前提下，期权会存在一些定价的偏差，这个是无风险套利的来源。”韩冬解释说，在期权交易中，在现货和期权之间理论上存在无风险利润，大致相当于国债逆回购的水平，有时报价偏差太大，还会超过无风险利率水平，“这就使我们能够获得超额无风险利率的回报。”

其次是套利以外，在期权与期权之间构建的无风险利润组合。他称，这类策略主要基于在不同的时间周期里，不同的期权会有不同的时间价值和内涵价值，也就蕴藏了不同的投资机会。比如，根据交易所的规定，当一个下月合约转变成当月合约时，最长的到期天数为32天，这时可以把它分为4个阶段，根据不同阶段时间价值的变化，找出不同时期适用的交易策略和交易机会。

“如距离到期还有5—4周的适合策略，卖出深度虚值期权（敲定价高于当时期货价格的看涨期权或敲定价低于当时期货价格的看跌期权）赚取时间价值、买入深度实值期权（敲定价低于相关期货价格的看涨期权或敲定价高于相关期货价格的看跌期权）赚取内涵价值。距离1周的适合策略，寻找平值期权（行使价非常接近标的资产市价的期权）附近，时间价值快速消失的交易机会；或者寻找时间价值最小、最靠近平值期权的实值期权，寻求实值期权杠杆最大化，风险最小化的交易机会。其余两周以此类推。”韩冬说。

因为这两类策略所获得的收益率一般接近

2月2日，离上证50ETF期权正式上市交易仅剩一周时间。

这天，某对冲机构期权业务负责人韩冬的新书《期权就这么简单》在京东“金融与投资图书近24小时销售榜Top 100”上名列第四，此时该书1月26日上架刚满一周。“如果不是29日售罄，中间补货耽误了时间，相信销量会更好。”而韩冬所在的对冲基金，与欧洲、韩国的期权团队早在多年前就开始了期权研究与产品设计的合作，此次也是第一批申请开户、参加国内期权交易的机构之一。

就在同一天，上证50ETF期权首批做市商名单正式确定，海通证券、中信证券等8家证券公司成为上证50ETF期权的首批做市商。在此之前，海通量化团队已于1月14日、1月22日、1月28日分别于上海、北京、深圳等地密集举办了多场“奔向期权新时代”主题会议，中信证券等券商也召开过多次同类主题的内部和公开讨论会。

而此时，WIND数据显示，市场上唯一以上证50ETF为标的的基金——华夏上证50ETF基金的规模达到119.67亿份，单是今年1月的增长份额已超过18.1亿份，环比增长14.5%。有券商分析员指出，从国际经验看，期权的推出对相应标的会有正面影响，无论流动性和交易量都会增加，所以投资者此时积极抢筹也显得“非常符合时宜”。

“从种种迹象来看，无论是机构还是个人投资者，大家对期权上市交易的期望都很高，也做了相当多的准备。”某券商量化团队成员告诉记者。

或高于国债逆回购或银行定存的利率，大资金往往非常青睐，“风险低，又可以赚很大的资金规模。”韩冬所在的对冲机构目前准备了千万级别的资金来做这两种策略，但考虑到市场初期成交量可能不够，会根据市场情况增减仓。

策略的第三类是做期权的买方，利用期权的杠杆效应，平衡收益曲线，提高资金的使用效率。“做买方是在实际操作中，期权的时间价值流失的比较慢的时候，做多或做空市场的时候介入杠杆，提高资金使用效率，寻找更多收益回报。”

第四类策略则是做期权的卖方。“做与做市商类似的事情。基于我们的定价模型，对市场有一个预判，比如市场初期定价偏高的时候，我们会统计期权到期不被行权的概率，重点关注被行权概率比较低的交易。”韩冬说。

另一方面，券商在做市商业务上也“铆足了劲”。“据我了解，很多大型券商尤其是首批的那8家，直接从国外请回了做市经验丰富的期权团队，前期已开展了不短时间的期权模拟交易，就等‘开闸’那一天了。”某业内人士说。

## 初期活跃度可能偏低

相对于机构热火朝天的准备情况，业内人士对期权推出初期的市场反应则有些担心。“初期交易可能会比较清淡。”有业内人士预计。其中原因，一个是门槛限制高，一个是机构也在观察市场反应。

根据上交所下发的投资者适当性管理指引，期权投资者需通过知识测试，测试共分三级。“我上周三（4日）去参加了期权开户（机构户）的考试，50道题，90分钟，其中有一些很复杂的期权计算题，对专业人员的要求很高。机构户要一次性考过三级，个人户分成3个不同等级，根据交易权限来选择参加不同的级别。”

虽然韩冬是一次通过，但他仍然认为考试难度很大，对于大多数的个人投资者甚至专业人员如果准备未到位、知识储备不丰富，可能都是一次严峻考验。

“不仅如此，考试前，考试人员要拿着自己的身份证、机构开户证明在一个摄像头前拍照，考试全程摄像头摄录，还有券商的工作人员一对一监考。”韩冬说。另一位“赶考”的机构代表说，上交所还会在其后的现场检查中随机抽取影像资料，所以舞弊应该完全没可能，同时，他们还是所在券商的第一家机构客户。

北京某基金公司的一位量化基金经理认为，期权推出门槛较高，能参与测试的都是“内行”，因此估计初期机会不会很大。

除了考试难度高外，参加期权模拟交易、开机构账户、设置关联第三方托管银行，层层相扣，每层都有严格的限制。“比如机构之前因为其他业务关联的托管行不是上交所指定的做期权交易托管的银行，还要去指定银行重新开立机构户，这个步骤最快也需要一周。”

“如果其中任何一个条件没有满足，都可能拖延机构参与到这个交易中的时间。如果有些阳光私募在专家、知识、硬件上的储备不行，初期可能没有办法参与到实盘交易中。”上述某业内人士说，之所以如此严谨地设置“层层关卡”，他认为是管理层有意提高准入门槛，让部分准备不充分的投资者“知难而退”，以免陷入“新品种的未知风险中”。

而另一方面，是市场人士对初期交易限制偏高的观望态度。

耀之基金人士介绍，目前期权产品在国内刚刚开始，前期的交易规则也比较保守，所以他们把期权套利的策略作为现有产品的叠加策略。

不过，耀之基金人士表示，由于是全新的一个市场，一开始主要是测试交易是否正常，即正常下单撤单、结算、行权。“无论是我方系

统，券商系统，还是交易所系统都需要测试。”该人士说，“除非有极其确定的套利，不会做其他的举动。”

这一观点得到部分私募人士认同。他们认为，上证50ETF期权在上市初期，交易量并不会很大。

此外，另有人士透露，虽然前期进行了仿真交易，但和真实交易相比，区别会较大。首先，投资者的行为不一样；其次，仿真交易中，程序化交易不需要备案，但真实交易则需要报备，业内人士透露，报备后不能马上开始做程序化交易，而是要等几天。

初期有限的交易量也会影响到套利策略的盈利。耀之基金人士表示，毕竟节前的交易时间不多，交易不活跃，套利机会肯定多，上交所提到的平价套利能一天锁定1—2个点的利润很有可能，但是，受开仓量限制，估计量做不大。

根据上市通知及持仓限额管理业务指引，上证50ETF期权实行持仓限额管理。上证50ETF期权上市初期，期权经营机构、投资者的持仓限额暂定为：单个投资者（含个人投资者、机构投资者以及期权经营机构自营业务）的權利倉持倉限額為20張，總持倉限額為50張，單日買入開倉限額為100張。單個期權經營機構經紀業務的總持倉限額為500萬張。做市商持倉限額依據做市資金規模分為4個等級。

海通量化团队称，上交所会依市场情况逐步放开持仓限额，先入市的投资者可能先获得较大的持仓额度，而新入市的投资者都必须从最基本的持仓限额开始，从而会与先入市者拥有不对等的交易条件，因此建议有意参与上证50ETF期权交易的投资者，应尽快办理开户手续，以获得未来交易中的有利地位。

## 长期有望激活大盘蓝筹

上述某券商人士认为，期权上市，A股市场即将进入期权时代。同时，未来个股期权的推出也能进一步活跃市场，增强市场吸引力，增加券商创收渠道，多重因素叠加，长期看有望再次激活大盘蓝筹股。

首先，比如在套利策略中，机构投资者用期权和现货去构建一个套利组合，在做多50ETF时，购买的是ETF中的一篮子股票，这时如果市场环境是大家都在做套利，都去买一篮子股票，50ETF的成分股必然会顺势上扬，而其中最主要的是银行股，依次是保险、地产，还有部分券商，最后势必会带动整个大盘蓝筹。但这个激活是个长期的过程。

其次，券商新增了期权做市业务，增加了收入渠道，利好券商。但这也是长期的概念，因为初期无论是个人还是机构，开户都有一定的难度，对券商业绩的影响较小。

第三，券商做市，会储备先进的海外专家、提高自有人员水平，运用先进的交易思想和方法，这无疑会提升券商本身的营运水平，对其长期业绩也是利好。

“总之，市场的生态结构决定了市场生态，以及这个生态链上的生物和群体。但市场又是瞬息万变的，关键是抓住每个阶段下的市场机会。”韩冬说。