

# ETF期权沉稳亮相 机构量身定制牛市攻略

□本报记者 张利静



制图/王力

昨日,上证50ETF股票期权正式上市交易。虽然首日行情表现沉稳,波澜不惊,但不少市场人士仍表现出很大兴趣,许多投资者发出“上了一课”的感叹。分析人士称,这个全新的衍生品投资工具首秀虽不惊艳,但在运行、准备及应对方面都表现出了极大的稳定性,市场对这一工具日后的潜力寄予厚望。有机构认为,当前市场看好大盘蓝筹股的后市行情,投资者可以通过期权构建牛市价差策略,以获取行情上涨的收益,同时锁定下行风险。

## 交易量有限 期权短期对A股影响不大

□本报记者 朱茵

昨日上交所股票期权交易亮相,当日成交量市场广泛关注。部分券商分析师认为,由于交易量有限,一级投资者占主要的交易策略对于整个市场影响不太大。但从长远来看,股票期权有助于完善资本市场的风险管理功能和价格发现机制,有利于丰富交易品种和交易机制,降低市场波动,对整个股票市场将产生积极、正面的影响,并会带动各类产品创新。

### 对市场实质影响有限

昨日成交的首单股票期权合约花落齐鲁证券资产管理公司。据悉,海通证券泰州营业部诞生了期权市场首单,成交的是3月认沽期权合约,行权价为2.2元,集合竞价成交价格是0.0796元。齐鲁证券资管对冲基金部副总经理陆培丽称,一如所料,期权的套利暂时不存在任何机会。交易频繁的合约价差较小,交易量较小的合约价差较大。

齐鲁证券资产管理公司董事长章懿认为,期权上市之初对市场的直接影响不会很大,因为几百万的交易品种对于几千亿的市场影响有限。他认为,目前来看,期权有几个方面的影响:一是促进50ETF交易活跃,二是对50ETF成份股的活跃有提振作用,三是对投资者的心理有影响。

由于交易所目前采取较严格的限仓制度,期权全天成交量远低于仿真交易期间的日均量。记者从几家大券商了解的情况是,目前期权开户的投资者并不多,这与期权投资对专业性要求高有密切关系。整个开户流程长、环节多,券商对客户开设期权账户的审查严格、慎密,开户投资者的资料需首先递交给总部,由专人评估通过,其后转交给该券商的衍生品部门、风控部门的相关负责人分别把关,最后由公司的首席风控官、总裁、或授权他人签名同意,方可成功开户。除了开户资金门槛还需要有相关资格与交易经历,这也成为开户数不佳的一大原因。目前数千户投资者中,能够通过三级考试的并不多,对于多数个人投资者而言,只要通过二级考试并拥有二级交易权限就能够满足交易需要。

有分析师指出,在临近期权上市日之前,上证50ETF的份额就有所上升,这是因为大部分开户的投资者是一级投资者,需要现货采用备兑开仓策略。总体上,期权刚上市处于试水阶段,短期对市场的实质性影响有限。

由于期权开户的一级投资者客户居多,国泰君安证券研究所判断,期权上市初期,普通投资者的交易策略会以卖出认购期权和买入认沽期权为主,可能会在一定程度上导致认购期权价格相对低估以及认沽期权的价格相对高估。

### 撬动资管行业格局

分析人士认为,首日认购期权隐含波动率波动范围基本在30%~38%,认沽期权隐含波动率波动范围在36%~39%,变动幅度不大。与当年股改权上市的情况相比,基本没有非理性炒作的行为。从首日表现看,日内隐含波动率变动幅度不大,不管认购还是认沽基本贴近正股走势,市场定价是较为理性的。

期权是现代金融市场最重要的工具之一。

章懿表示,期权产品本质上是一个风险管理工具,最普遍的用途是对冲和套期保值。相比于正股,期权具有高杠杆的特点,如果单纯用来做投机,波动大、风险高。3月份行权价2.2元的上证50ETF认沽期权,日内振幅是45%,50ETF日内振幅只有3%。投资者需要谨慎对待市面流传的期权“暴利”故事,对投资者来说,期权的定价公式显得高深莫测。借用一个类比来说,环法自行车赛手,在弯道倾斜转弯时,并不需要知道如何求解牛顿定律,最重要的是,在理解原则的基础上,运用自己的判断。

有券商认为,期权的推出将为结构化产品带来新鲜血液、促进指数产品的差异化及大力发展、带来丰富的绝对交易策略。期权推出后,中国资产管理行业格局将发生根本性的变化。期权将推动我国期货及衍生品市场正式进入真正的“对冲基金时代”。

## 部分公募认为 ETF期权利好权重股

□本报记者 张昊

ETF期权第一个交易日,创业板冲高回落连续两日下挫,上证综指虽然盘中上涨1.4%,但截至收盘全天仅上涨0.62%。令投资者感到些许欣慰的是,上证50指数盘中最高上涨2.91%。这印证了期权推出一般会造成对应的价格和成交量上升的市场经验。多位公募基金人士对中国证券报记者表示,相信上证50ETF期权将提振权重股,但难以改变目前市场存量博弈的市场格局。

### 基金投资策略更丰富

鹏华中证800证券保险指数分级基金经理余斌表示,上证50ETF期权推出利好鹏华证券保险分级产品。2月9日,证保B上涨了5.05%,证券B上涨了7.27%。

余斌认为,相关重合的指数成份股如中国平安、中信证券等,将受益于期权推出初期对现货市场的提振。尽管理论上期权作为风险管理工具本身并不影响现货市场的变化方向,但结合当前的市场环境,在估值修复、资金偏好、市场情绪等多重因素影响,上证50ETF期权的推出对大盘蓝筹股票短期影响偏正面。期权交易流动性的溢出和现货投资策略的丰富将实质性提高对现货的需求。其次,期权业务将大幅提高证券公司的盈利水平,而在800证保指数中证券公司的权重占比超过68%。在期权业务中,证券公司是期权做市商的中坚力量。与股指期货不同,个股期权需要做市商提供流动性和合理定价。证券公司可以从期权做市业务中获得较好的稳定增长收益。通过期权做市,证券公司可以进一步拓展场外衍生品相关业务,提高资产管理业务能力和经纪业务服务水平。同时,期权和现货市场的成交量也体现为证券公司的经纪业务收入。

此外,戴霞表示,期权一般会加大其标的波动幅度,上证50ETF昨日振幅3.45%,明显高于沪深两市指数。“从这一角度,我们可以看出期权杠杆对于市场波动的放大作用。”

“从成交持仓情况来看,认购期权的持仓意愿相对较高,一定程度反映出投资者对于标的走势继续看多的态度。”戴霞说,期权合约多数呈下跌走势,则反映出目前市场卖方力量较强。“究其原因,可能主要由于目前市场的投资者结构。目前市场以个人投资者为主,且集中于一级交易权限(仅能在持有标的情况下卖出备兑认购期权或买入保护性认沽期权),无论是未来增强收益而卖出备兑或者为了保护而买入保护性认沽期权,都会导致期权市场的空头力量加强。”

此外,戴霞表示,期权一般会加大其标的波动幅度,上证50ETF昨日振幅3.45%,明显高于沪深两市指数。“从这一角度,我们可以看出期权杠杆对于市场波动的放大作用。”

## 认购期权持仓意愿较高

对于昨日的期权首秀行情,分析人士认为,期权表现虽不惊艳,但稳定性可圈可点。

据了解,昨日正式上市交易的上证50ETF期权合约总数共40个,包括认购和认沽两种类型,4个到期月份(3月、4月、6月和9月)和5个行权价系列。在成交方面,昨日上证50ETF期权全天总成交量18843张,其中认购期权11320张,认沽期权7523张;权利金成交额0.287亿元,成交名义价值4.318亿元;全天未平仓合约数11720张。

在持仓方面,全天共542个账户参与期权交易,其中个人投资者492个,机构投资者50个。对冲前成交持仓比为1.61,对冲后成交持仓比为2.17。

在期权合约的走势方面,上证50ETF现货市场上涨1.75%,而期权合约中只有3月行权价为0.22的实值认购期权上涨0.77%,其余认购期权及认沽期权价格均下跌。对此,部分研究人士称,这恰恰反映了期权这个新投资工具的自身风险特点及运行逻辑。

新湖期货期权研究员张海东解释说,昨日期权市场收跌的主要原因是隐含波动率下降,该指标整体上由40%下降至30%。“开盘40%的隐含波动率水平是市场参照50ETF的历史波动率给予的定价,而期权的价值与隐含波动率呈现正相关的关系。隐含波动率的下降意味着期权的价值下降。”

隐含波动率是期权定价理论中的一个概念。期权的价格依赖于标的的产品的价格、执行价格、无风险利率、从目前到期权到期的时间、基础资产的波动率等变量。在期权操作中隐含波动率通常意味着期权操作的空间比较大,相应地,期权价值就越大。

银河期货期权部表示,昨日投资者交易认购期权的气氛浓郁,主力合约1503平值期权2.3元认购期权及2.3元认沽期权的隐含波动率分别为36.9%和35.1%,大幅低于标的ETF历史波动率。

“从成交持仓情况来看,认购期权的持仓意愿相对较高,一定程度反映出投资者对于标的走势继续看多的态度。”戴霞说,期权合约多数呈下跌走势,则反映出目前市场卖方力量较强。“究其原因,可能主要由于目前市场的投资者结构。目前市场以个人投资者为主,且集中于一级交易权限(仅能在持有标的情况下卖出备兑认购期权或买入保护性认沽期权),无论是未来增强收益而卖出备兑或者为了保护而买入保护性认沽期权,都会导致期权市场的空头力量加强。”

此外,戴霞表示,期权一般会加大其标的波动幅度,上证50ETF昨日振幅3.45%,明显高于沪深两市指数。“从这一角度,我们可以看出期权杠杆对于市场波动的放大作用。”

## 投资者期盼降低参与门槛

在行情运行稳定背后,一方面是合约设计及投资参与制度的审慎设计,另一方面是经过较长时间的模拟交易,期权领域研发及交易者心理准备较为充足。

一位参与50ETF期权交易的个人投资者表示,由于开户、开仓环节的限制严格,进场交易的人基本都在一条水平线上,不用担心会被“大鳄”吃掉的情况。对于交易情况,他表示,因为做了很长时间的仿真,感觉首日波动情况还可以,在承受程度之内。

另一位对期权研究较深的投资者表示,自己在上午开了一手卖出认沽期权,并获得了百余元的盈利。对于如何承受卖出方向无限风险的质疑,他表示,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。”

在交易正常运行的同时,由于期权上市前仅有两周开户及系统接入准备时间,还有一些准备进场的投资者没有来得及在首日参与交易。

上海一家期权系统开发机构的工作人员告诉中国证券报记者,由于系统接口问题,本打算昨日进场交易未能成行。“上周五,期权仿真交易环境切换到生产环境了,我们原先有效的系统无法接入正式交易的系统,目前券商的生产环境中有个认证接口,是之前仿真环境中所没有的,而上周五券商系统版本更新后没能及时沟通好。最近券商生意特别好,客服反应比较慢。不过,最终找到了原因,问题已妥善解决。”

他表示,这对交易不造成影响,早一天晚一天没有成本。对于行情系统的稳定性,他表示,能够成功交易、基本功能都能实现说明整个期权IT系统的运行是稳定顺畅的。

在某期权交易群热烈讨论行情过程中,一位上海投资者向群友求助如何参与交易。这位投资者表示,自己正在银行开银行功能,但银行营业部对此业务办理流程还不熟悉,询问经验人士办理过程。多位投资人士表示,这一新业务牵涉到券商(营业部)、银行(营业部)等,一些营业部对新业务流程还不熟悉,但他们对此均表示理解。“这也是市场培育的一个方面,不能着急。”

值得注意的是,多位投资人士表示,严格的限仓制度、高额佣金在隔离风险的同时也牺牲了部分流动性及波动率。截至昨日收盘,8家做市商参与交易成交量13458张(按账户算),占总成交量的七成多。严格限仓制度下有大额需求的机构心有余而力不足,不过,期权套利投资者满足一定条件后还可以申请提高额度。对此,有研究人士指出,流动性较弱主要是由于前端风险控制措施,但预计随着行情稳定运行,类似开户门槛、限仓等制度均有可能放松,高额的佣金也可能降低。

张海东表示,昨日市场表现平稳,没有出现爆炒等非理性行为。这一方面反映出期权市场的投资者较为专业、成熟;另一方面也说明交易所的有关风险管理的规定起到了切实的作用。“有这样一个良好的开端,相信我国期权市场会逐步走向繁荣。”

## 持有现货构建价差策略

在投资者看多上证50ETF后市的情况下,研究机构及分析人士也针对期权投资特点对后市投资机会进行了分析。

张海东从套利角度分析认为,由于市场给予期权的定价比较公允,投资者在这方面的准备非常充分,做市商的报价也较为合理。从昨日全天的行情来看,没有明显的套利机会出现。开盘时有一定的套利机会,但套利利润并不大,之后套利利润更是逐步缩小甚至完全消失。

长江期货期权研究员李富表示,从成交情况看,数量超出预期,交易基本集中在3月份到期合约上,并且单个合约中3月深度实值认购与深度虚值认沽

为同系列合约中成交量最大,这可能与参与者卖出深度实值认购合约备兑开仓以及买入深度虚值认沽合约保险开仓有关,卖出实值认购收到较高权利金,买入深度虚值认沽以低成本构造保险策略。李富认为,尽管现货价格日内波动区间仅在2%左右,但期权价格却能轻易出现波动10%的行情,这正体现了波动率在期权交易中的重要性。

银河期货期权部表示,目前隐含波动率处于相对低位,且后市依旧看涨,建议持有现货ETF投资者继续持有手中现货头寸,其他投资者构建牛市价差策略,获取行情上涨的收益,同时锁定下行风险。

## 广发证券:做市商起到关键作用

□本报记者 周松林

上证50ETF期权昨日在上交所成功上市,作为国内资本市场首个场内期权品种,投资者对其上市首日的交易特征颇感兴趣。广发证券认为,ETF期权上市首日运作平稳,成交量偏低,但符合预期。此外,做市商的功能得到了较好体现,在维持流动性方面起到了关键性的作用。

广发证券表示,由于交易所目前采取较严格的限仓制度,期权全天成交量远低于仿真交易期间的日均成交量。

其中,上证50ETF期权当日总成交量为18843张,总持仓量为8651张。其中,认购期权的当日成交量为11320张,认沽期权的当日成交量为7523张;从成交分布来看,50ETF期权3月合约日均成交量最大,9月合约日均成交量最少。

整体而言,50ETF期权首日的流动性一般,全天成交量较少。

成交量靠前的五个主力合约约全天价差波动均比较稳定,95%的时间不超过0.0045;其中最活跃的合约“50ETF购3月2.20”全天约75%的时间价差不超过0.0025,约95%的时间价差不超过0.0035。

50ETF期权上市首日,做市商功能得到体现。由于50ETF期权全天成交量较低,做市商在维持流动性方面起到了关键性的作用;各家做市商在提供买卖报价时,价差控制比较稳定,基本符合上交所对做市商报价最大价差的要求;期权全天套利机会数量在10:20左右达到最高,下午套利机会逐渐消失。

由于做市商的作用,使得套利机会出现的次数及维持的时间均较为有限。

50ETF期权昨日出现上述成交量偏低等特征,并不出乎意料。上交所专家曾表示,从成熟市场情况看,产品活跃是发挥产品功能的重要基础,活跃与否是产品是否成功的关键指标。

但从我国实际情况看,股票期权作为一个远较现货、期货复杂的新生金融衍生品,特别是股票期权的杠杆不确定性及交易双方收益风险不对称的特点,初期盲目追求交投活跃将会适得其反,将使市场投机盛行,期权的风险转移等功能反而得不偿失。

上交所把股票期权试点的目标定为让投资者尽快熟悉期权产品,避免投资者不理性交易行为影响期权产品功能的发挥,为此在上市初期设置了非常严格的投资者准入和持仓限额管理制度。

因此,ETF期权上市初期交易不活跃甚至比较冷清并不奇怪。上交所方面

希望能够以时间换取空间,当投资者有足够的锻炼、知晓产品功能后,市场自然活跃,将是一个更好的选择。