

# 豆粕期权 上市一周年



我国首个商品期权品种——豆粕期权,2017年3月31日在大连商品交易所顺利上市。目前已历经245个交易日,挂盘15个期权系列共512个合约,其中7个期权系列已顺利摘牌。一年来,大商所创新服务模式,保持豆粕期权运行平稳,市场流动性逐步提升,定价合理有效,投资者参与数量日益增加,服务实体经济功能开始显现。据统计,截至2018年3月30日,大商所豆粕期权累计成交量625.9万手(单边,下同),日均2.6万手,累计成交额41.2亿元,日均0.2亿元,日均持仓量13.5万手。日均成交持仓比为0.2,处于合理水平。在行权履约方面,一年来豆粕期权累计行权/履约量2.8万手,其中多数为到期日行权,到期日行权/履约2.2万手,占比79%。在波动率变动方面,隐含波动率与标的期货30天历史波动率的变动保持一致,且隐含波动率通常对豆粕期货30天历史波动率的溢价保持在5个百分点以内,处于合理水平。在投资者参与程度方面,截至2018年3月30日,报备开通豆粕期权权限的客户数近9000户。累计参与交易客户数5100余户,占开通权限总客户数的58%,单位客户成交占比61%,持仓占比52%,可见包括产业客户、投资机构和做市商的单位客户是豆粕期权市场的主要力量。

## 在境内期货市场首次引入了做市商制度

做市商制度广泛应用于国际证券和衍生品市场,可以同时实现为市场提供流动性和促进价格发现的功能,是期权市场重要的配套制度。豆粕期权上市时,同步实施了做市商制度,这是我国期货市场首次引入做市商制度。做市商制度的实施为豆粕期权平稳开局提供了有力保障。一年来,做市商的报价缩短了订单成交时间,扩大了投资者交易机会,平抑了价格波动,做市商功能有效发挥。据统计,豆粕期权运行一年来,做市商日均成交2.2万手(双边),占市场比约43%,与美国成熟期权市场基本一致。做市商与投资者之间成交占比59%,成为大多数投资者的交易对手方,做市商报价保证了主力系列合约95%以上的时间都有价格,非主力系列合约95%以上的询价都会得到及时应答,大幅缩短了成交时间,为市场提供了适度流动性,满足了市场参与者的成交需求。

## 创立了境内首个商品期权规则体系并不断调整优化

大商所在豆粕期权上市之初对豆粕期权的持仓限额、投资者适当性制度等设置了较为严格的要求,并根据市场发展变化,适时调整了部分不适应市场发展需要的监管措施,优化了相关制度设计,积极探索交易机制创新。一是适时优化持仓限额管理。自2017年9月起将豆粕期权持仓限额从最高不超过300手扩大为最高不超过2000手。调整后豆粕期权活跃度逐步提升,日均成交量和日均持仓量分别增长了94%和104%。二是调整投资者适当性管理要求,提高合格投资者入场效率。2017年8月,实现了境内商品交易所期权交易经历、仿真成交及行权经历的互认。在2017年12月,大商所认可符合一定条件的上证50ETF期权真实交易经历。此外,还配合优化投资者期权权限开通流程及知识测试内容等。三是持续完善期权相关制度,将推出组合保证金机制。组合保证金将对特定组合策略减少保证金的收取,可在确保风险可控前提下大幅降低投资者卖出开仓的成本。这对产业客户、投资机构更有效率地实现风险与财富管理无疑是最大的支持。

## 面向实体经济提供了避险增利新工具

在期货市场价格发现、套期保值功能基础上,期权提供了更加丰

富的风险管理功能。一年来,豆粕期权有效发挥保险、增强收益和波动率管理三方面功能,为产业和投资机构避险、增效提供了新的管理工具。一是通过构建灵活策略,实现多样“保险”。期权最大的特点之一是在锁定风险的同时,还能够保留买方获得收益的可能,而且与期货只能根据当前市场行情成交建仓不同,期权可以根据自身对成本和收益目标的需要,灵活指定未来买入或卖出标的资产的价格,或构建灵活丰富的策略组合,以较低甚至零成本获得符合自身风险管理需求的保护。对于已经有期货持仓的产业企业和机构客户来说,也可以用期权为期货持仓上“保险”,规避期货头寸的波动风险。统计显示,一年来,采用购买期权策略为期货持仓“保险”的期权成交量占期权市场总成交量的26%,该类策略期权持仓占比14%,受保期货持仓364.6万手(双边),受保期货持仓占比0.5%,受保客户数占比23%。二是利用期权低风险“增利”,提升市场竞争力。合理、灵活地利用豆粕期权,能够帮助投资者获得额外收益。对于现货采购企业来说,卖出行权价格较低的虚值看跌期权,即使到期日期货价格跌破行权价格,企业被动履约,可以按照较低的行权价格买入期货,同时还可获得一定的权利金收入。拥有期货持仓的投资者也同样可以采用卖出期权的“增利”策略,降低套期保值成本或期货持仓风险。据统计,利用期权对期货持仓“增利”的期权成交占比27%,期权持仓占比21%,采用该策略的期货持仓占比0.7%、客户数占比23%。利用增强收益策略客户的平均收益较仅有期货持仓的客户平均收益增加了1.7倍。三是波动率交易丰富了投资管理策略。期权具有非线性质的风险收益特征,这是期货所不具备的。目前,已有一些贸易商和投资机构开始对豆粕期权波动率和偏度的回归、聚集及季节性特征进行研究,设计并开展以波动率或偏度套利为主的交易策略。统计数据显示,豆粕期权上市以来,采用波动率交易策略的期权成交占比74%、持仓占比78%,采用该策略的客户占比97%。

## 形成了场内场外市场协同发展新态势

大商所多年场外期权的探索为场内期权的推出奠定了坚实基础。豆粕期权上市以来,也为机构投资者拓展场外业务提供了更广阔的创新空间,对引导潜力庞大的场外市场发展起到了关键作用,形成了两个市场优势互补相互促进的发展态势。一是场内期权为场外市场提供了定价标准和对冲工具。在豆粕期权上市前,风险管理子公司的场外期权业务主要通过场内期货市场进行对冲,往往会遇到波动率、偏度等风险,及追加大额保证金的风险。豆粕场内期权为场外期权业务提供了更加有效的对冲工具,也为场外商品衍生品市场提供了定价和交易的标杆。据了解,在豆粕期权上市之前,场外豆粕期权的定价通常是在历史波动率基础上加10个百分点左右的溢价,而现在场外豆粕期权报价通常只有1-3个百分点左右的溢价。二是场外期权为场内期权补充了功能缺口。场外市场可以为企业量身定制期权产品,特别是对我国饲料行业来说,由于竞争激烈,饲料厂商的利润空间窄,更倾向于利用场外期权进行较为精准的风险管理。对于大型产业企业来说,豆粕贸易量较大,如果在一个合约上一次性买入期权套保,很容易导致价格短期内大幅波动,增加企业的套期保值成本。三是场内场外形成了相互促进、协同发展的态势。场内期权的优势在于其合约丰富、组合灵活、流动性高,场外期权的优势则在于个性化强、风险管理精准、操作简单,场内场外期权产品适合不同的投资群体,优势能较好的互补,两个市场相互促进、协同发展,将更好为实体经济提供更全面的服务。

大连商品交易所供稿

