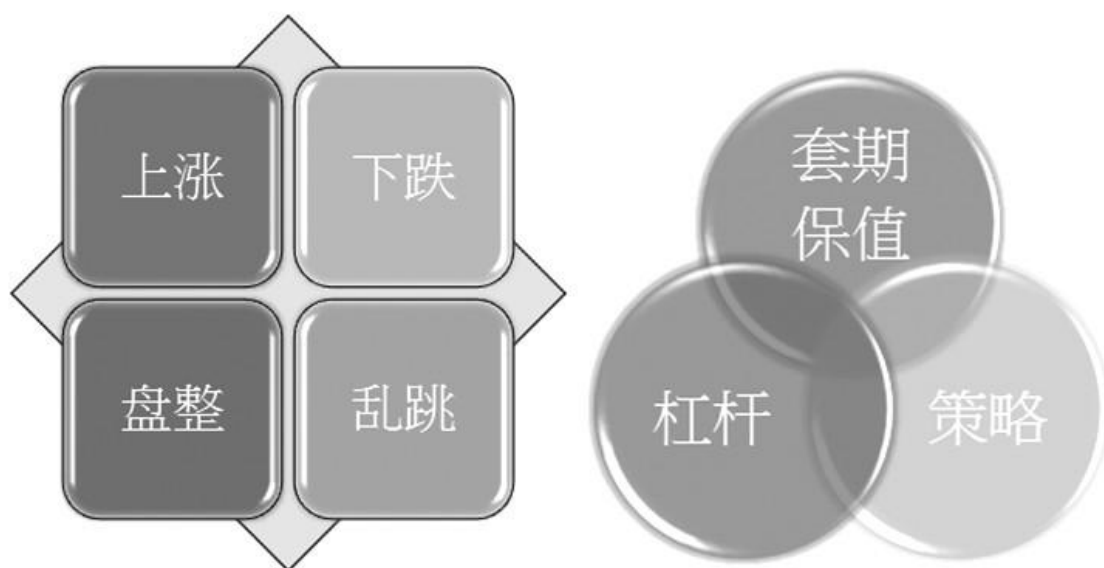


## 对冲基金可借力场外期权另辟蹊径

来源： 期货日报

### 期权可满足不同的市场情境

期货工具广受投资机构的喜爱，除了财务杠杆功能外，还可以根据市场的多空行情进行操作。而期权交易不只兼具期货交易的优点，即使行情陷入区间盘整或是面临不确定而无方向性的大幅波动，都可以运用期权来进行交易获利。其中期权多元化的交易功能包括套期保值、套利工具以及增加收益。



图为期权的多元化策略

### 套期保值

期货与标的资产的收益呈线性关系，利用期货进行套期保值的同时也抛弃了收益。而期权与标的资产价格则呈非线性关系，让投资者在运用期权套期保值的同时，还可赚取收益曲线凸性的收益。也就是说，行情对投资者有利时可以行权，对投资者不利时可以放弃行权，让基金投资者可以更灵活地运用套期保值。

与此同时，利用期权套期保值的效率更高，由于期权买方不存在信用风险，即使标的价格朝向不利的方向变动也不需要追缴保证金，这使得期权套期保值的资金效率远较期货来得高。

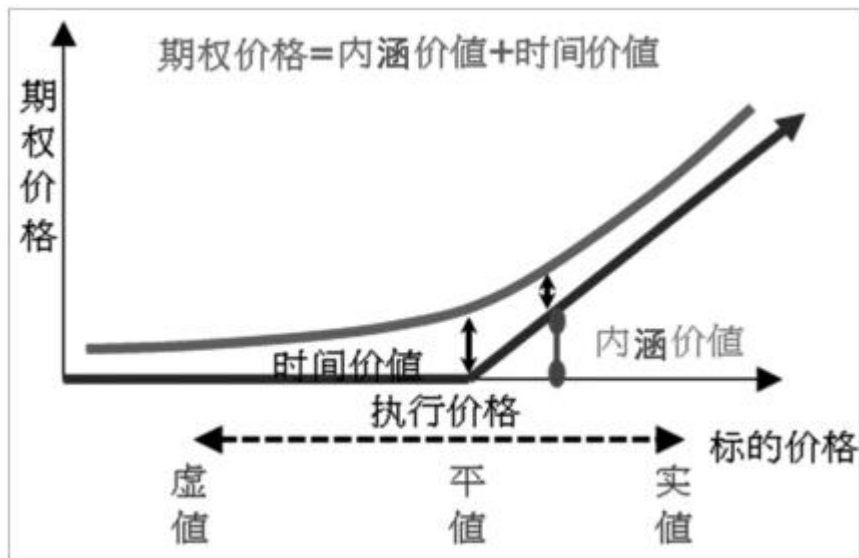
比如在欧美国家的大型机构或资产管理公司，由于持有资产庞大、构建投资组合的时间长久，他们不可能大动作地杀进杀出，因此对市场的不确定性必须进行套期保值。通常来说，这些机构只愿意承担一定幅度的损失风险，运用静态的投资期权或是动态的投资组合来建立保险机制，在金融衍生品工具的运用上都与期权操作息息相关。

### 套利工具

传统意义上，运用期货来进行套利既快速又简便。不管是跨品种、跨时间还是跨市场，利用期货的杠杆特性来进行套利，既节省资金成本而且操作便利。但是运用期货进行套利，虽规避了风险也抛弃了收益，虽简易方便也局限了收益率。

如果改用期权代替期货进行套利，除了原本的套利收益以外，还有机会创造超额利润。这是因为期权风险与收益的不对称关系，正因为这个优点期权才广为国外专业投资机构运用。

期权套利虽然有机会创造额外收益，但是其无法省去的期权费用却可能吃掉套利收益。因此，运用期权套利必须了解期权的时间价值特性，运用期权的平值、实值、虚值三态，以较便宜的时间价值来构建套利策略。当市场价格朝向有利方向发展时，期权可获利；当市场价格朝不利方向发展时，期权价值最低为零，投资的损失有限，有机会提升整体的套利获利率。



图为期权三态的时间价值

中国是大宗商品的消费国和生产国，不管是相关性、可替代品种套利还是产业价值链的品种套利，甚至是相同品种的跨市套利，运用商品期权则可以构建多元化的套利策略。

### 增加收益

运用期权可以提升投资收益率，我们分别由期权买方及期权卖方来举例说明。

首先，我们以买入期权的资金效益来分析。期权的资金杠杆倍数大，而且买方不需要担心被追缴保证金，是资金运用最有效率的工具。

例如，当沪金期货价格为 235 元/克，如果买入执行价为 235 元/克看涨期权的价格为 4.82 元/克，则名义杠杆比率为 48.76 倍（名义杠杆比率=标的期货价格/期权价格）。而且越虚值的期权，有效杠杆越大。因此，这在国外市场深受投资者的喜爱。如果在场内交易，投

资虚值期权必须有足够的流动性才能交易，而场外期权由做市商报价，则不必担心欠缺流动性的问题。

其次，我们以期权卖出方如何赚取时间价值来分析。理论上期权卖方风险无限，但在国际期权市场上赚钱的大多是卖方。

卖出期权的目的是了结期权多头头寸、组合期权策略，或者是为了保护现有头寸进行投资策略组合。期权的卖方风险可以通过多种策略有效加以管理，通过积极管理期权头寸去赚取期权的时间损耗，从而实现稳定获利。

最后，我们以股票市场的趋势来分析。一般来说，股票市场大多缓涨急跌，盘整时间大多超乎想象。以台湾股票市场为例，台指月期权最近 5 年的结算统计结果显示，看涨期权平均到期价内比例为 22%，而看跌期权平均到期价内比例为 11%。

总体而言，期权卖方希望在波动率高的时候卖期权，因为波动率和期权的 Theta 绝对值成线性正比，波动率越高，期权的 Theta 绝对值越大，越有利于卖方赚取时间价值。从期权卖方的操作来看，如果能够结合采购或出货的需求，比如备兑看跌期权（现货空头+卖出看跌期权）或备兑看涨期权（现货多头+卖出看涨期权），让投资者在行情盘整期间增加收益，并且拉开低接高出的价格区间，则可以降低投资者看错市场行情的部分风险。

### 构建多元化的对冲交易策略

上海证券交易所于 2015 年 2 月 9 日上市交易的上证 50ETF 期权合约品种，由于是场内期权，标准化合约的定式不灵活，再加上交易量不足是目前场内期权最大的致命伤。反观场外期权，期权的交易条件更为灵活，不管是连接标的、交易时间长短或是执行价格，场外期权都可以按照投资机构的需求，为客户提供量身定制的优质服务，运用“场外衍生品+期货”的对冲模式，让客户实现更优的策略收益。

很多投资者认为场外期权的报价不够透明，也对场外市场的容量和流动性产生疑虑，其实这些问题是投资者对场外期权的误解。由于场外期权的交易条件、时间长短、执行价格都可以根据客户的需求而调整，一方面，虽然每单都需要询价敲定价格，但在信息透明的互联网时代，只要略懂得 BS 期权定价模型，就可以衡量报价是否合理。另一方面，至于流动性问题，其实场外衍生品市场的容量不小，做市商愿意报的商品数量和价格，就是他愿意跟客户承做的交易量，客户要提前解约或行权，做市商就有义务执行，而不像场内期权必须有交易量才可以平仓。

总之，期权是各类机构投资者对冲市场风险的重要工具之一，不管是为投资组合保险，还是进行投机操作，比如趋势、价差、套利、波动率等策略，期权都可以达到更高的效率。再加上商品期货是中国市场重要的交易品种之一，在进行商品期货交易时搭配商品期权，可以改变投资策略，为进入“寒冬期”的中国私募行业带来一缕阳光。