

豆粕期权上市在即，【全力以赴】豆粕期权专题研讨会将于 2017 年 3 月 11 日在杭州洲际酒店举行，会议由永安期货股份有限公司主办，大连商品交易所支持。和讯期货将为您全程直播。领望投资管理首席投资管戴玲以“国内外期权交易实战及发展”为主题进行演讲。



### **领望投资管理首席投资管 戴玲**

戴玲在讲话中说到，理论上期权的本身是可以跟期货或者跟标的同比之间无缝套利，但在实际运用当中期权交易机会转瞬即逝，很难捕捉，或者难以获得比较充足的收益。所以交易商品期权的时候，其实更关键看后面的波动率对交易当中带来哪些影响。

另外，他也表示随着商品期权的推出，更多人才从海外回来也好，国内自己有这方面的人才也好，都会越来越多。他希望未来交易所所能推出新的品种，完善市场风险管理的工具，这对投资者来说有很多益处。

### **以下为精彩文字实录：**

大家下午好。我是领望投资首席投资官，这一次跟大家做一些关于期权交易方面的分享，虽然在商品期权上交易不是很多，但是毕竟商品期权在国内没有推出来，但是总要出来。从期权基本的角度分析期权大家交易当中遇到某一些问题，或者从案例分析的角度讲一些跟期货不大一样的故事。

首先大家在交易期权这件事最基本的学到知识期权的本身是可以跟期货或者跟标的同比之间无缝两套利，这个可能在上市初期会有一些机会，或者大家在教科书学到相关的知识，在实际运用当中这种机会转瞬即逝，很难捕捉，或者进行比较充足的收益。但是反映一点期权和期货的相关性或者变量可能在真实市场中比较精确，这是由无缝套利来决定的。所以交易期权的时候除了看到期货这一块，其实更关键看后面的波动率对大家交易当中带来一些影响，波动率这些东西反应期权非线性特征，当有一组期权之后可以获得想要落有的期权交易可以达到，只不过交易成本不一样，这个时候看大家非线性需求怎么样，原本的套利套保大家的线性当中覆盖掉，实际当中每个人是非线性，单边对你有利，另外一边对你不利，或者你希望把已有的库存或者超级的工具。即使 50TF 期权增加交易或者保险，这一次期权农产品+保险概念之后提出来。

这里面给大家画两条线，这个数据没有实际太大的意义，可能在期权出来之后大家在期权交易的时候，从行业软件算出一个底盘波动率，有一条比较复杂的曲线，这个曲线有一些规律在里面。当然你会发现一些不规则的地方，在这个点波动率是不是这么大，为什么整个期权波动率不一样，相对来说反应期权更复杂的方面。如果这个市场动的比较小，可以想像期权波动率不是特别大，当它真正波动非常大的时候，中间对应路径也会被放大，这里数据工具用的比较多，实际当中交易的时候，可以从多种维度进行交易，比如说波动率曲线出来之后，大家可以说做多或者做空整个波动率。比如说我们看到这个波动率到年化 40，实际上我们认为波动率到年化 20 这个时候相对比较安全的做空，反过来你认为波动率在更高的水平，实际大家交易的水平偏低可以买入波动率来获取一些超额收益的机会，当市场波动比较大的时候收益还是挺大的。这是波动率一个上下的交易。

这个时候还有斜率的交易，这个更高级一点，比如说市场认为大跌的概率比大涨的概率要高，你认为大跌概率比大涨概率高很多，这个时候可以做相对比较复杂的交易，你反过来做可以做空低成交价的波动率，然后同时对冲单边风险，等到市场回过头认为这两个其实概率没有差别这么大的时候，可以从价格上博弈，也就是说期权不是提前交易，中间可以实现提前收益。

波动率还有微笑曲线，比如维度风险的控制，或者维度风险比较大，要做保护，你如果认为中间风险更大，可以反过来做这个事情，体现在期权交易的时候，体现的维度不仅仅是线性单边的交易，提供的是未来想象空间的交易。当你对这些波动率斜率或者说微笑曲线有一些比较精准的判断之后，就可以带整个波动率曲线不同到期日合约之间进行一些组合，然后获取你精确想要的头寸。

这个里面给的图还是图纸的例子，过去美国 30 年的 VIKS ( 音 ) 的指数，其实波动率在有些情况下达到比较高的水平，有些情况下达到比较低的水平，是不是高的水平就做空就低，其实不是这样，在组合的时候可以有时间成本或者获取时间成本，同时你会对场所根据实际波动率跟隐含波动率进行比较。其实观察的时候比较高的时候那时候做空不见得获取收益，比较低的做多也未必获取收益，这里体现一个问题，波动率波动范围可以很大，可以接近 10 的水平到接近 100 的水平，其实交易管理市场也是这样，反映市场波动范围在不同的时间段幅度可以差别很大，其实从行情来的时候大家觉得每天波动三五个点很正常的，当行情比较乱每天波动 1% 和 2% 是挺大的波幅，对波动率的判断成为新的投资工具，不仅仅是对方向性的判断，所以这个时候可以从波动率角度出发进行交易。

还有一点资产价格，其实从教科书角度来说提出满足几个民众然后等等定价，其实不是这样，也就是因为这个现象导致整个波动率曲线不平整的，不是一个固定的波动率，其实我们即使对，这里拿了沪深 300 过去差不多十年的数据也统计一下，如果拿一个最接近的正在分布去算其实也是很难理合，很明显监控后的现象，其实把商品的数据做了分析其实也有类似的结果，其实相比几个来说，有些时候一动不动的非常小，有些时候超出意外想象非常多，这个时候对场景进行详细的分析，然后做一些判断，而不是简简单单拿一个教科书式的模型进行交易，很有可能在两头都会遇到困扰。这是整个波动性交易对应交易维度比较复杂，只不过对于普通的投资者来说，可以相对来说比较简单的判断，根据自己的实际需求进行风险管理，规定每个投资者以不动的角度来处理这个事情。从过去很多年以来一直交易波动率，对波动率风险管理还是有一些体会。

举一些简单的例子，比如说你做多或者做空，以做多为例，比如说波动率在16%，然后就认为每天波动1%是一个比较均衡的水平，如果做多，今天和到第二天一动不动会损失，但是如果说动了恰好1%，假设波动率没变，你不亏也不赚。如果市场波动2%，你就赚了4倍CTA（音），付了1倍时间价值你的收益挺大的，今天预期两倍情况下赚了三份钱，如果今天发生超额的事情，有一些行情发生比较大的产品变化波动可能更大，这时候你的收益是平方级别的变大，比如说在迈入期权的时候，大家的风险收益是非常不对称，可能收入是固定的，风险是平方级别的变大，反过来可能收益最多，当然风险也会变得很大。这里有保证金会限制你不会过多的持仓了。从理论上给一些参考。

实际上给一些事件上的案例给一些个人的亲身经历。从期限来说，对某一些事件的公告大家先关注一下，这个事情预期是怎样的，然后超出这个预期大概会有怎样的反应，可能要做一些事先的攻克，这个功课对波动范围做一些估计，超出什么样的水平，有什么样的影响，未来的市场波动会持续变大还是持续变小，这个时候分析之后对隐含波动率进行新的评估来去得出自己的交易结论，基本上来讲如果达到一致预期市场比较平缓没有太大的问题，但是期货市场往往会有超预期事情，这些事情出现之后，可能是平方级别比单边还要大，负责控制头寸不恰当会带来损失。

刚才讲提前预知，有些事情不能提前预知，农产品大家想象比较多的是天气问题，还有一些自然灾害，不一定能提前完全预知，带做金融产品的时候也会这样，比如说金融危机，突然一些重大新闻，比如说股票有一些重大变动，这个事情还是一样，你对这个事情法身之前可能没有办法去判断，发生之后要及时做一

些后续的处理，比如说这个事情影响到底多大，市场是不是反应过激还是说市场没有充分反应，比如说这个事情影响很大，但是市场反应不是很充分，即使开始上涨，但是后面上涨空间还是很大，因为做空这一方损失要承担，即使越贵也要买，做多赚一下 $\Sigma$ 或者付出的 CTA（音）不是很贵。但是有的事情不是很强也不是很大，渐渐这个事情也会慢慢消退下去。

在这么多年交易过程当中有一些例子，当时交易韩国市场估值期权的时候，朝鲜有时候不时做一些动作，更严重是核弹，这个时候当时韩国股票一下子跌了很多，但是对于市场来说，韩国人他们经受过比较多的习惯，觉得这个事是一天的事，所以当天指数变动很大，然后波动率涨了很多，看空的风险提高很高，也就是说刚才讲的斜率变化很高，可能你做空靠着做空库存之后，要平，库存虚值那边远远大于比较高的一块。但是这个事情怎么看，并不是非常大的行为，但是没有控制住背后平仓，如果控制比较好，反而是一个比较好的机会。取决于对这个事情的分析和判断到底怎么样的，如果对这个事情不了解觉得这个事情很严重，然后跌的很多，这个时候高位再去买期权，期权一跌可能亏的也很多，还有一次交易印度市场，印度市场超出预期，哪一天大家认为经济会非常好，实际未必这样，当时那天预期过高，导致印度的估值都涨停了，涨了 15%，原本大家预期 2%到 3%的波动，涨了 15%，以 3%计是原来五倍的规模，假如说做空每天不动赚 1 万元，一下子要亏 24 万元出去。这个损失非常大，举一万元非常小的数字，这个损失很难承担，这个时候考虑期权大范围风险预期非常重要，大家不能够放纵尾部风险的暴露，然后做空很多，可能你交易生涯当中没有遇到，觉得这个事情可以做，一旦遇到觉得是黑天鹅，觉得不怪我，就很意外，不应该发生的

事情都发生，其实这种事每年都会有意外，每个市场都会有意外，长期以来就是这样一轮一轮的淘汰不同的投资者。当时海外交易中国寒假放的比较久，春节一结束也会有很大的跳跃，这些有比较大的风险。

印象比较深刻是日本 311 地震，当时那天交易的时候，下午在收盘的时候，突然波动率拉升一下，因为地震的事情不会通知你，大家一看什么事情，看了一下新闻里面报出来说地震，地震是海里地震，一开始没事，但是海里地震海啸更大，海啸把这个地面夷平，没有经历过海啸，也没有什么楼岛，海啸来了，有 T+1 的夜盘，夜盘开的比较早，都及时都平掉，尤其把尾部风险给控制住了，因为这个东西不是你平时能见到的，这么大的海啸不是你平时能见到的，发生了把风险给控制住，那天是周五，当天晚上发现整个市场就不行了，像有些在东京的交易员他们那个地震的确很严重，然后躲在桌子底下然后键盘在上面做空指数。然后跟我们说今天他们要提前下班，夜盘不能做的。海啸来了之后把核电站给搞坏了，整个油电泄露，这个事情是很大的污染，波动率从下午 20 多到周一翻一番，前面做空死的很难看，可能撑一两天到周二周三就死了，这个事情绝对是这样，但是黑天鹅在第一时间发现第一时间解决就是可控，但是犹豫迟疑，后面的波动率不知道在哪里，整个区县套利关系都非常好，所以这种事大家在交易的时候已经变的，在周一周末不再看市场怎么样，市场预期判断怎么样，判断不出来，就是看核电站的新闻，如果一冒烟交易就涨。大概这么一个星期，终于这个事情大家缓过来，在这一个星期活不下来就死了，当然我们做的不错，还赚了一点钱。但这个事情给大家的想法就是说可能那一年包括那一段时间指数没有跌太多，你

长期持有，但是非线性的风险，你的收益和风险放大是平方级别可能带来的后果是南翼想象的。

还有是交易金融危机的时候，当然这个也是有比较多的案例，金融危机爆发之前是市场比较平静，大家认为所有事情比较合理，金融危机爆发之后市场涨的很厉害，波动没有那么巨大，套利机会比较多，危机之后整个市场比较缓慢慢慢的下来，其实这个事在中国来看也是有这样的现象，比如说 2015 年的时候，2015 年中国的股指一开始大家一路看好，等到金融危机爆发的时候，当然不叫金融危机叫股灾，异常不懂，市场跌的非常快，涨跌幅度非常大，很多交易没法做，这个事情大概花了一个多月才平复下来，不会是一天就好也不会说好不了，但是这个时间怎么控制怎么交易，那个时候 50 的波动率差不多到 100，现在差不多到 10，整个市场发生巨大的变化，到 2016 年是垄断，垄断那个时候期权不能交易，如果股票不能交易，期货不能交易，风险投资今天投和昨天投是差不多，期权不能交易，交易完全不一样，可能静态交易好一点，动态交易敞口变化可能超过风控范围，这个时候刚才讲国内的情况，现在来说证监会维稳，市场非常平淡，波动非常小，商品期权推出，希望未来有更多的交易品种有更好的交易机会里去做投资标的。

交易这么的年，跟各个市场的比较，觉得整体来说每个国家每个市场不同参与者不同的性质，比如最早交易韩国的时候，韩国市场是散户市场为主，日本市场以专业机构为主，印度也是散户为主，相对比较封闭的市场，各个国家有各个国家的性格地里面，看交易起来的感觉不一样，比如以散户为主的市场趋势比较大，但是价格调整流动性比较好，价格调整相对来说没有那么快，专业机构为主

像日本市场,一旦发生什么事情,价格瞬间调整到位,但是像中国市场杭州市场,包括台湾市场香港市场每天动来动去,相对来说动的结构多一点,价格调整也不会特别的顺,当然意外的时候在垄断的时候瞬间就 10%5%不会停。各个市场基本上是参与者,一般是四类:一个普通散户投资者,一般来说一个国家在期权散户投资者当中平均来说散户是以博彩的事情多一点,散户收益不会特别高,但是他们以小博大去做这个事情。第二个买方机构,比如说像我们这样专门去做这方面的交易,这种机构一般来说交易量会大一点,然后对这些波动率对这些波动范围做比较细的研究。第三个风险管理机构,会根据自己的需求来进行控制,比如说贸易商,比如说持有一些现货的头寸或者需要做一些风险管理它的风险需求是不对称需求的情况下,利用需求来增加收益控制单边风险,而不是把风险给全部对冲掉。第四是做市商。做市商就是提供市场流动性,不大会单边头寸,因为期权本身的定价希望维持一个合理的水平,给市场一个比较好的流动性参与。

中国的市场现在来说期权的散户相对不多,买方机构也有限,市场控制比较小,可能大家想先把市场从无到有,然后再去逐步发展。

简单比较一下商品,想象一下商品期权推出和展望,商品期权推出之后,从合约上来说跟 50 不大一样,50 标的一天现货,这个从交割来说比较麻烦,有时候交割看涨期权,交割完之后拿回来一对 50F,用这么多钱买 50F,一下子资格变高,拿了 50F 资格之后中间把它卖掉,所以中间还有一次交易。无论怎样都要做一次 50F 交易。而商品期权以期货为标的,总体来说资金占比有很大的变化。

第二 50F 行权交易，你只能到到期日行权，这个好处定价来说比较简单，行权时间集中，商品行权是美式行权，一般来说提前行权的概率不大。还有波动范围，刚才说权益日的标的，波动范围比较大，有些时候波动 100% 的范围，每天波动 8% 到 7% 很正常，每天波动 1% 很困难，商品期权波动范围的变化没有像股指这么大，可能总体来说在 20% 到 30% 的波动范围之间，可能带具体危机的时候，但是相对股指而言，不是这么扭曲。对市场发展，之前只有 50F 有行权，而且 50F 本身普通投资者和机构投资者持仓不是以 50 为主，波动效果和使用价值是有限，渐渐随着市场的发展，整个 50F 整个生态变得比较活跃，用期权大型，用期权淘宝，或者用期权对冲等等这些行为逐渐的流行，整个生态圈也逐渐，但是还是这个市场比较小，每天成交量，包括相关人才包括风险控制管理，包括机构对于整个期权的风险控制不是特别的理解，尤其是快到期的时候，这些从吸纳资本的情况下差别不大。

举个例子，比如现在有  $\Sigma$  头寸，但是还有 2 分钟就到期，你觉得这个不大吗，因为两分钟之后有点慢，还有告诉你说明天才能到期，今天晚上有什么事，这个就很大，中间随着到期时间随着结构有很多不是简单的看吸纳资本，所以市场随着商品期权的推出，更多从海外回来也好国内自己也好这方面的人才越来越多，商品期权也是一样，未来也会有很多风险管理工具，他们需求风险是不对称的，当然 50F 的推出包括现在商品期权的推出，希望未来交易所推出新的，整个完善市场的一些风险管理的工具，也对投资者来说有很多益处。