

如何利用芝商所收盘基差交易更有效管理现货

作者： 发布于：2016-05-19

在传统的指数期货、指数期货期权之外，还有在此基础上衍生的其他可以对冲现货指数的风险的衍生品工具。在商品市场有溢价期货合约，例如芝商所亚铝日港均溢价合约；在股票指数市场则有依托现货股票指数为基准基差交易合约，芝商所 S&P 500 指数收盘基差交易则是其中的典型代表。

指数收盘基差交易（BTIC）是芝商所在 2015 年底依托 E 迷你 S&P 500 指数期货而推出的一种新兴买卖方式，该种交易方式允许投资者全天可以按期货价格与现货指数价格之间的基差（例如-7.85 个指数点）协商交易。从交易本质来看，E 迷你 S&P 500 指数收盘基差交易就是在 E 迷你 S&P 500 指数期货价格基础上加减一个基差，买卖双方达成的期货价格是经过基差调整后的价格。例如，如果指数收盘价为 2066.26，则期货交易价格为 $2066.26 + (-7.85) = 2058.41$ 。

为何推出这种交易方式呢？这就涉及到投资者在运用股指期货对冲风险时遇到的结算价离散型跳空的问题。对于现金结算的股指期货而言，其价内期权的 Delta 值会在到期时归于零，因此会期权到期导致剩余头寸被迫在期货市场平仓。因期权、期权和现货三者对冲头寸是根据期权 Delta 中型原则进行动态调整的，有时候还需要考虑 Gamma 中型问题。

而在实际交易过程中，股指期货期权结算价格可能偏离指数的“连续”的价格路径，呈现明显的离散跳跃的特征，这种离散型跳跃式随机分布的，这就成为投资者最不欢迎的损益来源，也对风险管理带来很大的挑战。

据芝商所资料，统计 135 个交易日的跳跃分布情况发现，最高跳跃幅度为 1.3 个指数点，大部分跳跃幅度在-0.2 至 0.2 个指数点之间。从交易时间来看，E 迷你 S&P500 指数期货在美东部时间下午 4 时连续交易，但官方指数收盘价是在期货交易开始几分钟后计算和公布，这就会导致期现价偏离，并最终导致股指期货期权结算价出现跳跃的情况。

为了解决期权结算价随机跳跃的问题，芝商所推出了 E 迷你 S&P 500 指数期货结算价基差交易方式。如果指数收盘价出现偏离连续路径的跳跃，则期货交易中将直接反应出来。因此，透过 BTIC 交易结清期货对冲头寸可抵消期权结算价格的跳跃。

E 迷你 S&P500 指数期货的 BTIC 市场按 0.05 个指数点的价格变动幅度进行交易。在大多数交易日，CME Globex 电子交易系统的平均买卖价差为 0.05 或 0.10 个指数点，且市场流动性正常。相比之下，股指期货交易买卖断市场的价格增幅为 0.25 个指数点。

每份 E 迷你 S&P 500 指数期货合约均有 50 美元的指数倍数。如果期权有 10,000 美元的 S&P 500 指数倍数（相当于 100 份挂牌 SPX 期权），该期权将转换为 200 份合约的 E 迷你 S&P 500 指数期货 BTIC 交易。

BTIC 市场的电子交易大约占近期交易量的 55%，其余交易量是大宗交易。由于有各种各样的市场参与者希望按基于指数官方收盘价的价格进行交易，并且价格敏感度各不相同，期权交易者或可以按理想的价格完成对冲。

当然，推出 S&P500 指数收盘基差交易并非 S&P 500 指数期货期权不可用。在管理现金结算的指数期权的到期风险时，除了使用 BTIC 交易之外，另一种选择是不考虑指数的官方收盘价。例如，E 迷你 S&P500 指数期权交割标的为 E 迷你 S&P 500 指数期货，若期权与期货同时到期，价内期权在行使和转让之后成为期货合约，其价值已经确定。如果已经存在期货的相抵头寸，则让两个头寸相抵即可，期货（及期权）的最终结算价格对盈亏没有影响。在 3 月、6 月、9 月和 12 月第三个周五到期的期权均是如此。若期权先于期货到期，价内期权在行使和转让之后成为期货合约，因此 delta 值不会在到期时归零，该期货头寸可与现有期货头寸以及随后的任何期货交易相抵。