

波动率报价外汇期权 给投资者提供多样化选择

作者： 发布于：2016-10-18

随着全球国债市场风起云涌，尤其是美国国债收益率在 10 月份普遍上扬，市场对于国债期货交易需求也水涨船高，然而，由于国债期货定价的复杂性，以及持仓和移仓的专业性，很多投资者可能面临较高的门槛。由此芝商所在提供传统的国债期货合约的同时，还提供日历套利交易服务。

在芝商所产品体系中，芝加哥期货交易所 CBOT 主要推出中长期国债期货，如 10 年期美国国债期货、30 年期美国国债期货等，CBOT 占据着美国国债期货市场最大的市场份额。芝商所以短期利率期货见长。

在 CBOT 中长期国债期货市场，存在大量的日历套利交易(calendar spreads)。所谓日历套利交易，就是对于同种债券期货产品，买入某一交割月份的期货合约，同时卖出另一个不同交割月份的期货合约。日历套利将两种操作合二为一，可以用于移仓。

在 CBOT，国债期货持有者通常在到期前将合约移至下一个到期月份，这种操作被称为季度性展期“quarterly roll”，通常两周左右进行一次。要维持一个多头头寸，可选择卖出“跨月份套利”，这种操作在卖出临近交割月份的合约(相当于对原有头寸平仓)的同时，买入远期交割月份的合约。

国债期货日历套利在一个交易中完成，给投资者提供很多便利，比如说，买卖价差缩小了。根据芝商所的交易规则，所有的国债期货套利交易的报价价差小于单边交易的报价价差，这为投资者提供了更好的市场深度，减轻了交易风险，大大降低了交易成本。同时，套利交易的市场流动性高，可以满足投资者大规模交易的需求。

对比之下，芝商所国债期货日历套利交易具有以下几个优势：

一是更低的价差报价。国债期货日历套利交易最低买卖价差为期货价点数 $\frac{1}{32}$ nd(1%的 $\frac{1}{32}$) 的四分之一。相比之下，标准的国债期货合约从交割月移仓至下一个交易月的价差报价为期货价格点数的 $\frac{1}{32}$ nd。

二是充裕的流动性。国债期货日历套利交易最值得肯定的是流动性，甚至超过了相关标准国债期货合约的流动性。充足的流动性使得国债期货日历套利交易有利于减少甚至消除投资者在未平仓投产滚动中的市场冲击成本。

三是便利的进入和退出机制。国债期货套利交易期货价格增量小于相关标准期货合约累计的价格增量，以便出现最好的价格方便投资者进出场。以便使得投资组合经理能够获得显著的利润或者损失，尤其是在低波动率下的市场条件。

三是减少交易次数，降低交易成本和失误率。

四是消除一条腿成交而另一条腿没有成交的风险 (legging risk)

具体从成本角度来看，在投资者进行投产移仓或者展期过程中，难免或者不得不需要管理两种成本：显性成本和隐性成本。

表 1：投资者移仓面临的成本

隐性成本（事先可知）	隐性成本：根据市场情况而定
佣金	市场冲击成本 – Potential adverse movement in price due to the liquidity demands of the order
费用	时间风险 – Potential adverse movement in price due to the time it takes to execute the order.
税	机会成本-- Potential adverse impact arising from the inability to completely execute the entire order, typically due to insufficient liquidity or adverse price movement.
价差	

隐性交易成本有可能产生大的影响，甚至在某些情况下,可能会超过整个组合的显性成本。而市场高流动性可以减少隐性成本的影响，有利于减少诸如交易成本的影响，而国债期货日历套利交易就可以减少这方面的影响。

举例如下，8月25日一个投资经理持有1500张9月到期的10年期超长国债多头头寸，面值1.5亿美元，投资经理决定保持这些头寸从9月份合约展期至12月合约。通过国债期货日历套利产生成本如下：

表 2：投资者运用国债期货日历套利产生的成本

Cost	Estimate	\$ Impact	% of Notional
Commissions and Fees	\$3.12 / spread	\$4,680	0.0031%
B/A Spread	\$7.8125 / spread	\$11,718.75	0.0078%
Explicit Costs		\$16,398.75	0.0109%
Implicit Costs		\$0	0
TOTAL TRADING COST		\$16,398.75	0.0109%

了解更多，请按左下角阅读原文，访问芝商所中文网站

<http://www.cmegroup.com/cn-s/education/treasury-futures-basis-spreads.html>