

台湾期权交易带来的机遇和挑战

首先要感谢郑商所的邀请，我也非常感谢我们中粮集团提供这么好的场地。今天这个论坛很特别，在一个比较小的范围之内，大家可以充分的交流、充分的沟通想法。我也同时感谢我们台湾的期货商业同业公会，推荐我们，乃至我们今天有机会站在这里跟大家发表我们过去在台湾推展期权点点滴滴的心得。大会上我从期货商的角度，来谈谈期权商品上市之后对期货带来的机遇和挑战。我就把这个题目写成三段落的，前两个段落讲的比较倾向于机遇的，我们可以从市场的表现看出来整个市场对于期货商和交易所的贡献。最后一点就是挑战，也就是说要把这样的一个商品推动上市，要能够获得成功，我们所需要的一些关键因素。早上也有很多嘉宾讲到了其中很多的关键点，我就从一个从业人员，我们从零开始也打了一场令人回味无穷的仗，从这个经验跟各位做一个分享。

台湾作为一个资本市场，其实本身是一个非常小的，我们在台湾称它叫小市场，相较于祖国有这么多商品期货，台湾的期货开始的时候也是相当的颠簸。我个人从台湾的证券市场发展开始就进入了期货市场，1987年台湾的证券市场开放，这点点滴滴的。一直到1998年衍生品就开始上市。相对报酬的这种基金，到底有什么样的工具可以使得它再往下发展，成为具有比较有绝对性报酬的属性。我想在资本市场从事工作的人，心里面想的大概脱离不了你必须要有良好的专业技能，你必须能够提供给市场一个年化报酬率15%到20%。当初从国外期货开始，国内还是一个不规范的年代，1998年开始期货上市。期货上市以后做的比较显著的，我觉得比较有意思的是我们和新加坡的摩根台股指数的，带动了一个台湾期货很大的开展。这个时候很多的市场参与者在期权这块，也都是从套利的角度出发，比较能够顺利的接受期权这个商品。

接下来比较重要的一个时间就是2003年的股票指数选择权，指数的期权上市。其实大家开始的时候也是颠簸懵懂的，那个时候我觉得台湾比之于国内少了一项模拟交易所，我看在上市之前仿真了好长时间。所以大家在上市的时候是摸着石头过河的，八仙过海各显神通的。往下到了2010年，我觉得这里面有另外一个比较特别的品种，就是股票期权。待会儿我也有一个投影的影片，给各位看一下现在股票期权的状况，以及它在市场上为什么会受欢迎的原因。

大家可以看到，咱们在1998年期货上市，其实在整个国际上的排名是很落后的，台湾的指数其实一直量都不是很大，所以在整个市场的份额是低的，但期权发展的还不错。那么在2011年，大概整个排名在国际上是第11名，成交量也可以，就是现在创下51万口的日均量，

最高是在2003年还是2004年就突破了百万口的成交量。如何创造出这样的流动性？我想这是一个可以探讨的课题。从这个契约的本身以及保证金的做法，我觉得是一个提供流动性很重要的市场合约。流动性的创造一失去其实就失去了，这里面有几个关键的因素，我觉得也是机缘的关系，我觉得这个点触设计还不错，台湾买一个六合彩也是50块。当然你说把期权市场比喻成六合彩是不合理的，那时候的一个想法是50块买个机会，相当于人民币不到十块，这个点数我觉得在一般的投资者来讲是很好计算的。期权是多少呢？一点是200块，所以是四分之一的合约规格。你的基本现货，或者相当于期货市场是活跃的，我觉得期权比较能够造成一个流动性，我觉得这是第一个基础的原因。

第二个我觉得在整个合约设计里面来讲，上午有提到保证金设计，我觉得这个非常重要。当我们在提出期权的时候，那时候在交易所推出的保证金里面有一点好的，在做垂直套利的保证金的收取，只会去收取你最大可能发生的损失，而不会去收双边所需要的保证金。这个对于操作期权的人来讲非常重要。第二个，总体保证金你到底要怎么去规划它。以使台湾的业者而言是一个完全竞争的市场，一开始的时候台湾是要定收多少保证金。我们有一个业者提出一个保证金最佳化的做法，那个做法只剩下有风险的部分去收保证金。大概到2006年才进一步推的，把期货的部分也加进来，像早上的CME的老总讲的一样，咱们就比照那个做法。

从这点我们可以看出来，在2003年和2004年，好像在夏威夷冲浪一样，打了一场这样的仗。我个人在永丰任职的时候，我们的做法就是心心念念是如何保护客户的资产，以教客户正确的方法为己任。我们的业者都体会到在这个行业里面是一个专家市场，但专家是可以培训出来的，天生的操作期货的好手或许有一少部分，但是去做期权你是可以把一个人训练出来的。这时候如何做，待会儿再跟各位做一个报告。整个期货的量一直都还好，但期权的量不断的创新高。

这个是我们的股票期权和股票期货，那么指数期权交易那么成功，是不是也上个股票期权，可以为个股和股票期权做一个避险的工具，结果一直都不太成功。实物的获取是一个原因，或许是现货的这些股票本身也就没有那么的活泼，或者是做市商要面对这么多版的股票，个股还很难去提供报价。种种原因，或者市场本身就太小，没有使得我们的股票期权发展的很好。2009年这么大一个突然性的成长是什么原因呢？是那一年交易所感觉股票期权的市场量不好，所以改成跟指数期权一样。但后来还是因为股票期货也推出来，大家觉得从股票期货的角度发展可能比股票期权有机会，那股票期货为什么在现在的市场上有发展？主要的原因是它有一个节税的功能，股票在派息的时候如果用股票期货替代股票，中间作为一个转换的过程，这部分所得到的派息是自然，这部分利息就免税。所以部分就造成股票期货有一个

基础的市场需求，近两年发展的还不错。

我们再看一下在期权市场里面的交易人结构，大家可以看得出来，我们看最后一年，51%是机构，42%是自然人。从第一年开始31%是机构，68%是自然人，有一个很大的改变。在机构里面又以自营商，84.95%是最大，其他的部分都比较小。也就是说做市商也好，运营商也好，在期货市场上面有很大的作用。这里面跟自己本身都有关，我个人觉得在这个市场里面期货公司，不管客户转投资或者什么其他方式，去参与这个市场是非常重要的。

这张图表展示的整个市场参与的量，这个绿色的线就是我们的自然人，大概是2011年开了140万户，蓝色的这条线是法人，也是一路在成长。开户数是这么多，实际大概是多少？可以用20%去思考，我们有二三十万的人在这个市场里面交易。

接下来我讲一下第二个，对整个资本市场发展最重要的一块，期权在这个市场里面的角色。我认为资本市场投资和操作，有了期权，有了期货，有了现货，三足鼎立就提供我们市场一个完整的配套工具，今天不管你要做什么样的策略，你用这三种工具可以做出来，如果只有期货和现货，两个都有现金的东西，有一些时机和策略实在做不出来。第二个，我们可以增进参与者的操作技术。整个欧美先进国家他们在做整个资本市场的操作，我想这些技术或者今年要去发展OTC的商品，这个金融创新有赖于技术的进步。如果只从现货期货着手还差一点，那么现货期货加上非线性集权的东西就构成了一个基本的基石了。以前我在香港的时候我们卖一些国外给我们的投资商品，很多投资商其实就是一个，他把自己不要的风险丢给其他投资人，看谁去要，这么一个观念。我那时候就要求我们的财富管理的人员都要去考期货的执照，没有做过期货和期权，你今天去卖老外的财富管理商品，人家问你是什么东西，你根本就讲不明白，自己也不懂。所以如何让我们的从业人员或者是投资者，真正能够领会在现代社会里面你会看到的这些商品，我认为期权是非常重要的。

早上郑总提到了CTA，我们公司跟Aspect合作，用Aspect做我们的顾问，他们只做自动化交易和城市化交易。核心就是趋势跟踪，把简单的观念分散在不同的时间段，比如说他今天要去做农产品，他最少是两三天，中间最少做八九个月，要一个分散。多市场、多时间段的分散，以及多策略的分散。这是整个在做趋势的做法里面，我看国际CTA是我非常佩服的，他们能把这样的观念用在期货上面，回报又是那么稳定，是令人佩服的。

我们台湾做期货自营，我们整个期货自营里面有60过左右的交易员，右边 β 的部分是做高频的，基本上用国际CTA的产品，我们的高频做的也少，日内做的多。在整个自营的操作里面，日内这块找这种天生好手，这种做法过去几年也有一个实践的过程，随便你什么东西都可以，看你是不是真的会交易的，把这个盘给你，完了给你一些诀窍，用一些方式大概可

以训练出，会找到千分之一到千分之二的好事。做市在我们整个期权里面是重要的。第二个我们台湾有一个通俗的系统，这个系统本来也是要带到国内来给大家使用的，这个都是可以做一些参考的。

刚才讲那个系统，一个好的做市系统在哪里？早上有到你除了本身策略模式这些事情之外，最主要是你收报价的稳定跟速度，所以像这种系统报价的实时性很重要，常常我们平台上看到报价，你以为是现在的，实际上是过去的。所以一个好的作市系统对于做市商是非常重要的，因为你的稳定，你下发下去，才会比较真实。这样你的量会增长，你的业务会成长，乃至于你会拓展到全世界挂牌的衍生品。

这些好的系统会降低你套利风险，就是说你的两只脚出去的时候，可能就被人家抢掉了，这样你自己速度就够快，这时候你看到的报价也可以比别人快，我们就知道了套利的风险。你累计了这么多好的结果，你的避险效率就提高了，然后你挂价的数量跟你买卖的价差，就可以变得比较窄一点，不用弄的很宽的。所以大概最后一个就是讲结构型的商品，跟你价值的计算、价格的稳定都有关系，这就是一个好的和不好的做市系统，这是参与做市人要有一些考量。

接下来讲讲，前面讲的都是专业者、自营商进行管理人。下面我们讲一般参与者，不管你今天是一般的投资公司等等，大家开始来交易期权，不外乎几种想法，第一以小搏大作买方，再来就是付小额的保证金保护我的部位。最后一个，如果今天盘都是整盘，如果做期货或者做期权，根本没得做，那两天做期货会很好。所以盘整的时候收取权利金会挣钱。我想在这里面提供了很多灵活的想法，在这些想法里面技术的成熟会用什么样的途径呢？各位可以看下，这是包括我自己在内的，我们会走交易策略的成长途径。

第一个，我们下手一定是从看涨看跌期权的，可能教你教了半天，你两个月才敢出手。反正我买了东西了，不行就丢掉了。但是是比较入手的。再往前进步一点，你可能学的是，今天这个盘可能大涨大跌，就跑去买一个宽跨，大概有一部分人学到这里就停了。有一部分人想说买方如果变成零，觉得非常的生气，很不舒服，那心里就想另外那一方面就把权利金收掉，所以我就来当卖方，那么一部分人就开始会适应做卖方的。这个卖方开始的时候都可以尝到甜头的，但是一年的行情中有的时候你会发生很大幅度的大跌，大涨的机会比较少。所以今天去做裸空的人去碰到的比比皆是，有些期货公司被烫到，就不碰期权了。客户不是都卖矿石的，结果那一下不来再也不推期权了，你根本搞不清楚风险在那里，客户拿不出钱，骂你。这是卖方的问题。往下就开始想，既然这样也不行，那就要做套利的方向，在同一个领域期间你去做一买一卖，买权一买一卖，卖权的一买一卖，把方向性的风险去掉，每一天

的报价变化就不那么大了，对做现货的人来讲心就比较安，也可以调整。真正的究竟在哪里呢？从价差垂直套利再去发展，随时去调整你的部位，这就修成正果了。其实我们在推期权的时候，就是要不断的去教育培训，不断的培训，你做20次你能有5个这样的人就不得了了。这个市场上也会有很多高手在这里，这个是一个终极目标，手上到底有多少人，他可以很灵活去调整他的部位，这是我们可以培养出来的一些对象，这个跟天生好手不一样。

我们在发展这个做法的时候就做了一个特别的讲法，这也是一个比较好记的东西，叫3V投资术，你从多空看波动率，看时间价值。变成一个好记的口诀，从看方向。你觉得你的波动率高还是低，然后再判断你在合约价值中的位置，去决定你的策略。所以时间的衰减的速度不同，因为这个不同你的策略可能会不一样。乃至我们根据这样一个理念，就发展出这样一个交易平台，去帮助客户做交易，投资人可以提供View的看法。就是说前面波动率可以根据五天平均的View去做一个依据，整个的观念把他教成你要知道，你要有看法，你要知道选择权，你要注意波动的大小，市场的热度，还有时间价值是如何，再决定你操作的策略。以现在的IT技术我觉得可以化成大家可以理解的操作方法。

以上两个大的项目，为什么说这是一个重要的机遇，我觉得这是技术发展的一个大门槛，让我们的IT技术、操作技术都能够上，跳跃的重要的里程碑。

最后就是推动期权市场，还有我们的做法是什么。第一个重要的就是IT。在座很多都去过台湾，台湾在发展初期也在借鉴韩国的经验。我问韩国人你如何能搞这么大，我问了好几家IT厂商，是IT。我把IT跟各位讲一下，还有公案，各位可以想一想怎么来做。我们IT的系统分成好几个层次，因为我限于PPT的结构，没办法完全展开。第一层我们是写成境内期货，期货有报价，还有下层。其实境内境外主要区别，因为报价来源不一样。还有策略下单，然后是策略分析，还有保证金试算。基本的期权的系统，你在下单的时候一定要快速、灵活，而且要多样性。早上有提高你这个多样性客制化是怎么做法的，其实是这样，你这个合约是一个定性的。但是你在应用上面是可以客制化、多样性的，现在国内的IT系统有两个问题，接口开放比较不灵活，我们在期货公司所使用的IT系统上面大家比较担心用特别的系统，如果有IT问题发生的时候这个责任难以承担，所以大家使用的系统比较一致。但是我认为推期权的时候这个观念要打开，可能让你的从业人员要有更多的创造力，让客户能够找到合适自己的交易方式，这些做法在于说我们期货商面对客户，你在面对客户提出林林总总不同需求的时候，你应变速度和落实的效率到底是如何，我觉得会是期货商在市场上竞争好与不好很重要的一点。

期权策略、下单策略分析、保证金试算，你就会给客人提供一些比较灵活的做法。期货

报价、期权报价，后面还有。各位有机会的话，我们可以专门就这个IT的界面去研究一下。这里面也讲一个很本土化的经验，任何一个市场都有它当地的特殊需求，我们当初用的是，跟韩国一家公司合作，但是那个系统派了一个主人到台湾来，我们花了一年的时间做了改变，价格推出来的时候不管是客户的应用，或者我们通过渠道的交易训练，都会比较容易一点，所以系统还是要有本土化的过程。各位可以看看账务里面，主要是部位和权益方面要特别注意。我们会有国内的转账，客户今天马上做完马上做别的，你可以提供这个功能，不是所有人都把这个转过去的。最后像群组部位，所以在整个结构里面我们都有群组的设置。

策略下单就是把不同的策略或者图形，我刚刚讲的把一个人训练到随即调整，必须要有这些东西去做工具来用，这边我就不多说。这是几个我们参考的画面。

再来一个，我们讲培训。今天早上说了，你要有很多不同的平台，很多不同的市场参与者，包括老总和营业部总经理，包括客户、交易员等等，的确是这样的。我觉得我们国内在做很多事情都是按部就班，到最后形成的策略都是对的。今年可能CTA会开放，投资资源业务开放以来，如何把这个业务真正落实到整个期权的帮助上，台湾也有这个顾问，但大家做得很辛苦，要不然就发个讯号，做报告，这些事情都没什么太大的意思，真正有意思的，就是说你把这些好的做法，你要把它化成一种训练、培训的能力，真正把你的客户，把你的从业人员训练起来，你可以开无数堂的训练课程，你可以用各种方式去解释你的成果。第二个就是在IT界面的提供，因为顾问业务再往上走就是你钱拿给我，我帮你做。这两件事情上面你是如何真正能够做到很有节奏性，很有效率，大部分我们在过程里面都碰到同样的状况，80%到90%的客户操作期货或期权都有赔钱的经验。我们在这个过程中你能够提供给客户什么样的东西？乃至说你的客户赔率是多少。第二个，我们想想刚才我提供的教育策略的学习曲线，真正的盲点在哪里？就在早上罗总讲的裸空。要怎么样让大家理解这些问题，避免掉这些问题，这就是我们在培训上面重要的事情。最后一个，衡量培训绩效的KPI为什么，包括你自己去建种子，等等这些一大堆的事情。

还有最后CRM，我想国内的老总我看到已经做得非常好了。但大家还是很质疑，培训到底干吗！我觉得这个要好好想想，你在衡量培训绩效的KPI，一些关键因素到底是哪些东西。刚才讲到裸空，去年阵亡了一位期货的老总，到最后赔了六亿，搞到期货公司都不够赔钱的，差点被吊销牌照。

最后两页跟各位讲一下风险控制，一个讲客户的风险控制，一个讲自己的风险控制。无尽的关怀跟有效的措施，从近期规则率，此日超额亏损的几率，买裸空的那些人，要知道他承担这些层略，下一步他会有什么样的做法，就是他的财务实力和技术实力。你违约风险，

你要实时监控，每天要监控才会清楚你露出的风险是在哪里。第二个固定金额你要做一些事情，不管你固定金额的比例，或者是保证金目标的达成模式，或者是波动率的模式，或者是Var的管理。波动率在什么样的波动力，客户的情况如何，就是要细到这样的程度，可以有效地避免客户的风险。

自营商其实有几块，下面是信息数据的安全，跟里面讲风险信息系统的建制是一体的。软的东西就是右边的风险管理，一个是你实时的风险管理，自营商就是怕搞错，很多东西搞错，全部成交，全部赔钱，并不是因为程式错，是上网错误。所以在你自己的IT管控上面，要通过什么样的上传。第二，你要随时监控。第三要随时停止，你这个质量出去要能够停住，要有这些措施和做法。还有这个就是这些人员，手上有了这些程式，某一天不干了怎么办，或者说明明是公司的财产，据为己有，这也是一个风险。所以我想自营商或者是公司内部自己的钱，不管是在咨询平台，你实时监控，乃至至于交易人本身的条件都是非常重要的。

以上就是我针对今天大会希望我把台湾推动期权的过程，当中发生的一些挑战问题跟各位做一个报告，谢谢！