



通过投资组合保证金制度创造资本效率： 裂解价差案例研究

HOWARD SIMONS撰稿

2013年7月5日

金融创新通常来自于税收或监管背景的变化，当今时代也不例外。《巴塞尔协议III》、《多德-弗兰克法案》、《欧洲市场基础设施监管规则》及《欧盟金融工具市场指令II》的核心内容都是增加资本化比率并降低主要交易商有效杠杆的法律与监管强制措施；由于所有这些举措都试图将资本化与保证金要求与市场风险的度量相联系，交易商有着强烈的动机来降低其净头寸风险，从而节约资本费用。

多年来，期货交易商已经习惯于对在同一清算所持有的经济上相关的价差头寸予以保证金抵消。其逻辑是，在诸如西德州中质原油（WTI）这些商品上多头头寸的风险能够以某种比例被在诸如超低硫柴油（ULSD）或氧化混调型精制汽油（RBOB）这些精炼产品上的空头头寸所抵消。由于这些价差降低了交易商对于清算所的风险，因此更低的保证金要求是合乎情理的，并且使资本支出降低。

3-2-1 裂解价差实例

能源市场常见的交易价差是3-2-1裂解价差。让我们采用三份空头布伦特期货对两份多头RBOB期货及一份多头ULSD期货的实例。在2013年6月当时的水平上，保证金要求应为多少？

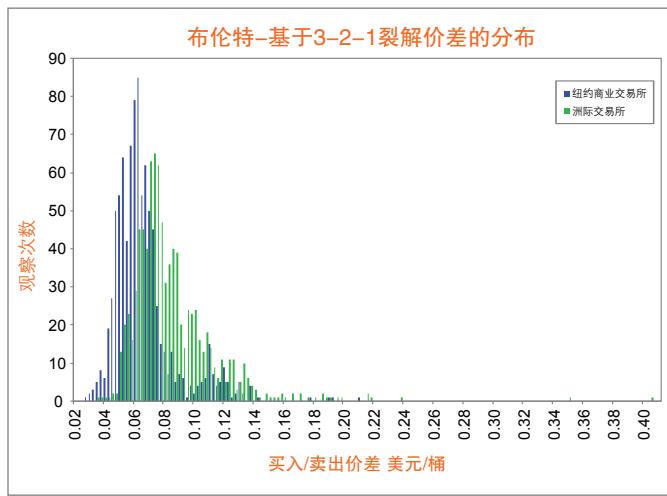
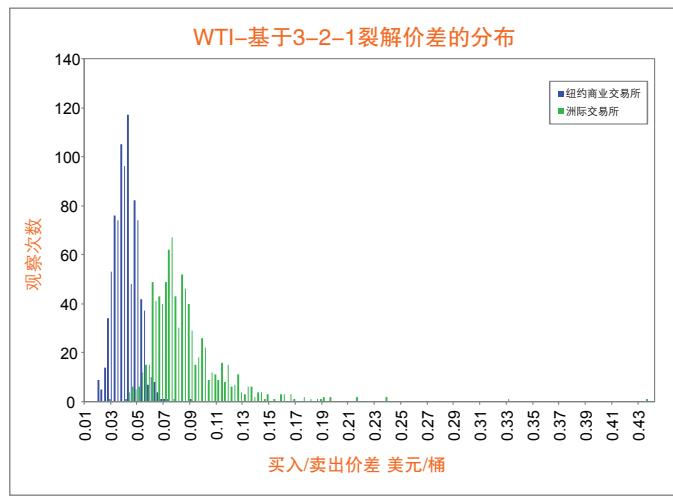
- 若布伦特与精炼产品在不同交易所交易，对应保证金为：27,590美元
- 若在CME清算所交易并持有：6,256美元

保证金要求降低77.3%代表着在单一清算所持有头寸所体现出来的资本效率。

流动性产生流动性

鉴于集中清算带来的可能节省，交易商的焦点应转向其他成本，例如竞争性交易所可提供的买入/卖出价差。更窄的价差不仅降低了交易成本，而且它们还能吸引到更大份额的现有委托流量；这导致市场的深度和流动性加大，并对买入/卖出价差造成进一步下行压力，从而形成良性循环。

这些可比较的交易成本能够根据以下的案例研究予以量化。于2013年5月31日–6月13日分别在纽约商业交易所与洲际交易所交易WTI油与基于布伦特3-2-1裂解价差的2013年7月合约买入/卖出价差显示出两者均出现统计学意义上显著收窄的买入/卖出价差。



凭借现货交割的ULSD及RBOB合约连同现货交割的WTI合约出现的交易量大幅增加，纽约商业交易所已经具备显著优势。

最后一日布伦特合约在2013年也越来越受欢迎。这是交易商在单一清算所合并其原油交易，从而取得上文所述巨大资本效率的强有力证据。



石油期货市场上将出现与其他地方一样的良性循环：更大的深度与流动性将降低买入/卖出价差并仍然能吸引更多交易量。通过在相关产品中持有相互抵消的多空头寸来实施的投资组合保证金制度所产生的大规模资本效率在新的法律与监管背景下显得更为重要。

Howard Simons 是专注于金融市场的经济学家，同时也是前交易员。他居住于伊利诺斯州格伦维尤。

*免责声明：本信息从被认为是可靠的来源获取，但我们并不保证其准确性。本文所载信息或其所表述的任何观点均不构成购买或出售任何期货或期权合约的邀约。