

公募深陷场外期权“老鼠仓”漩涡 真相到底如何

多地有关部门介入时间上的巧合，让两个独立案件被“移花接木”，传成了“涉及 300 多个基金经理”的“公募行业最大丑闻”。



近日，一则“公募基金经理利用场外期权做‘老鼠仓’”的传闻引发市场关注，并随着同期多位基金经理离职公告的发布而持续发酵。但据多方了解，这是时隔数年、毫不相关的两个独立案件被“移花接木”了。不过，如何有效防范和监管利用衍生品的新型市场操纵行为，仍值得业界警醒。

知人士表示，近日被南方某地警方带走的相关人员并非公募基金经理，此案实乃数年前南方某地方证监局从日常监管中发现的线索，属于藏身企业法人背后的游资行为，利用场外期权实施了股票价格操纵，与公募基金无关。

而某基金公司的固收类基金经理近日离职，并非网传的与场外期权有关。“不是因‘老鼠仓’，而且是因南方另一地警方办案”。

两地有关部门介入时间上的巧合，让这两个独立案件发酵成了“涉及300多个基金经理”“公募行业最大丑闻”等耸人不实传闻，也让场外期权业务受到空前关注。

与此同时，深圳一家私募机构旗下某产品的超高业绩回报，亦被传成与公募基金念务享理个人在外配合做场外期权有关，但是当事公司投资总监称消息不实，且该产品尚未达到开通场外期权交易的条件。

所谓场外期权，简单说是指在交易所之外交易的非标准化的期权合约，合约根据场外双方洽谈或者中间商撮合、按照双方需求自行制定交易条件，具有高杠杆、高灵活度、定制化的特点，可以提供投机和套保两种功能。

投资者在确定操作标的、看涨看跌方向、持有期限，并接受期权报价

(即权利金)后，即可买入成为期权的权利方。以看涨期权为例，若行权日个股价格高于约定价格且上涨金额大于权利金，则投资者盈利；若上涨金额小于权利金或个股出现下跌，则投资者损失部分或全部权利金。

I. 场外期权“老鼠仓”理论可行实际很难

市场近日流传一时的手法是，基金经理在建仓某只个股之前，个人可通过中介方在券商下单看涨期权。由于场外期权杠杆口达到 10 倍，假设基金建仓后该票涨幅达到 50%，则场外期权浮盈可超过 500% 甚至更高，“形式隐蔽，且很难通过大数据筛查”。

前述大型券商衍生品业务的负责人表示，这一说法在逻辑上说得通，但实践中很难成立。“首先，中国衍生品市场不大，场外期权不可能同时正好有反方向、同金额、同标的这种情况，基本上找不到对手盘，所以现在券商场外期权业务的对手方都是一对一的机构客户，并非撮合交易。因此卖出一个看涨期权后，券商往往自己需要做对冲交易，客观上确实会有联合推高股价的作用。”

“但是不要忘了，场外期权个股标的都来自两融标的，券商在接单的时候出于风控考虑，基本都只做大票，一个基金经理想要撬动大票的价格是很难的。做‘老鼠仓’，得找小票，但很可能就不是场外期权

的标的股。如果券商觉得这只票太小或名不见经传，多半会拒绝接单。

其次，从监管角度看，此类行为并非完全不可查觉。“我们有严格的数据报送流程，包括客户的情况和对冲交易的情况，而且一级交易商都会在沪深交易所开立对冲交易的专用账户，不能用自营账户对冲。如果一个票涨得太厉害或者交易异常，监管能够看到背后是不是有场外期权，趋同交易是能够识别的；再顺藤摸瓜，可以穿透期权背后的人和公募基金经理之间的关系。”前述衍生品业务负责人说。

第三，在外场期权的门槛未规范前，参与者中“各种乱七八糟的幺蛾子很多”，但在场外期权新规之后，“532”的条件过滤掉了一些并不符合条件的投资者，“现在主要是私募机构和银行”。所谓“532”是指中国证券业协会2020年9月25日发布的《证券公司场外期权业务管理办法》(下称《办法》)规定，场外期权交易对手方应是专业机构投资者，要满足最近1年末净资产不低于5000万元人民币、金融资产不低于2000万元人民币，且具有3年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验。

“根据《办法》，上市公司及其关联方、一致行动人等这些敏感客户，肯定是不能来做自己公司股票的场外期权交易的。”前述衍生品业务负责人说，“前面这些人的合规性审查相对好做，但如果真的是公募基金经理的关联方，我们可能会有一些识别难度。但是市场圈子就这

么大，交易商之间会通气，市场上谁会干这个事儿，或者他干过什么事、下了什么票，都能互相打听。”

根据中国证券业协会披露的数据，截至 2022 年 8 月 6 日，场外期权一级交易商共八家，分别是广发、国泰君安、华泰证券、申万宏源、招商、中金、中信建投和中信证券，二级交易商 36 家；一级交易商可以在沪深交易所开立对冲交易专用账户，二级交易商只能与一级交易商进行对冲交易。

截至 2022 年 1 月底，证券公司场外期权期末存量名义本金 10917.17 亿元，交易笔数 22324 笔；其中，股指类场外期权是大头，占 56.32%，其他类场外期权占 25.28%，商品类场外期权占 8.21%，而个股类场外期权仅占 10.19%。

“股指类的场外期权做不了‘老鼠仓’；个股类的场外期权规模只占一成，平均到各家交易商的客户后，规模更不成气候，就算做成了，也只能是赚点小钱，因为目前券商能承接的额度太有限。”一位熟悉衍生品交易的人士如是说。

II. 潜在的风险何在

根据证券业协会公布的 2021 年证券公司经营业绩排名，“基干柜台

与机构客户对手方交易业务收入排名”（即经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本)一项中，前 20 家券商的该业务总收入近 112 亿元，中信和申万宏源各约 19 亿元，华泰、中金和海通也都超过 10 亿元。

对于券商来说，场外期权的盈利模式并不复杂。“比如说一个客户看涨茅台，想要买一个三月期的茅台看涨，那我券商就给你报个价；然后再去做对冲操作，就是去买茅台的股票。这样茅台涨了的话，可以用茅台股票赚的钱来赔付客户。”一位熟悉衍生品交易的人士解释道。

前述衍生品业务负责人表示，券商在看涨期权上的逻辑，就是票涨了肯定要追。“因为如果不追或者没追上、没建仓，这个票万一涨停了，那就没有潜在的收益来赔付给客户。所以这个时候券商会有几个条款来保护自己，首先是比如约定连续三个涨停，可以提前终止，等于是可以忍受这个风险，认亏，但不可能无限制亏下去。

“第二就是在接单时，通过市场信息去过滤一些疑似的游资和庄票。因为庄票可能一下子会被拉起来，对券商来说潜在风险比较大。如果实在要做，肯定会限额，也会考虑到对冲盘是不是会影响市场，从日均成交量等方面考量，不希望交易会被监管打电话。”

值得一提的是，某一个客户在多家机构同时做同一只股票同一方向的

场外期权，各交易商之间并不会很快互相知道，等数据报送到监管，有一定的滞后性。

“他在别家买没买，我说实话是不知道的。理论上说，你可以每一家都买个看涨期权，使得这些机构相当干成了‘一致行动人’了，必须在涨的时候跟着去追。也就是说你稍微一拉，这些机构就开始自动帮你拉。但如前所述，实际操作起来会比较难，因为大票拉不动、小票太可疑。”前述衍生品业务负责人说。

据了解，对于证券公司认定的场外期权业务的重要交易对手，证券公司需要向证券业协会定期报送数据，数据由中证机构间报价系统股份有限公司(下称“中证报价”)维护。中证报价、沪深交易所、各证监局之间，还有一个场外期权业务数据的共享系统，中证报价会在系统里建立一个负面客户数据库。

“这些数据是晚几天报的，一般是在交易达成之后的几个工作日内报上去，不是实时的。”前述熟悉衍生品交易的人士表示。

中证报价的监测内容也是基于上报数据的事后分析，包括投资者适当性、场外期权标的、交易定价、交易集中度、变动趋势、对手方分布、履约情况变动等，会定期编制监测监控报告向中国证监会、证券业协会报告异常情况和重大事项。

2022年6月，证监会对针对场外期权业务开出三张“罚单”，均为一级交易商：华泰证券部分场外期权合约个股挂钩标的超出当期融资融券范围，未对部分期限小于30天的场外期权合约出具书面合规意见书，场外期权业务相关内部制度不健全，内部流程执行不规范，未按要求进行衍生品准入管理：中信建投有1笔场外期权合约股票指数挂钩标的超出规定范围：中金公司1笔场外期权合约对手方为非专业机构投资者。

据悉，除了证券公司外，期货子公司也是场外期权的重要参与者。期货业协会此前放开了7家公司的场外期权资质，分别是永安、浙商、南华、中信、华泰、银河和国泰君安期货公司的风险管理子公司。

“但他们有点游离于这个体系之外，有的路子比较野。”前述熟悉衍生品交易的人士称，证券公司一般是200万到300万元的名义本金起，但有的期货子公司50万元名义本金就可以接单，“收个10%的期权费，也就赚5万元。小单子太多，难免会有一些问题。”

2017年的结构性牛市行情曾激发私募基金场外个股期权的需求，私募基金新增合约名义本金一度基本接近商业银行。2018年4月时，监管曾全面叫停过私募的场外期权业务，后恢复。