

# 完善风险管理 丰富交易策略 股票期权有利吸引长期资金入市

□本报记者 顾鑫



IC图片 制图/韩景丰

## 境外股票期权市场 快速发展

□本报记者 周松林

股票期权在境外市场有相当长的历史,最早可追溯至18世纪的美国。从20世纪70年代起,股票期权开始规范化发展。1973年4月,全球第一个有组织的、规范化的、由政府监督管理的股票期权场内交易市场——芝加哥期权交易所(CBOE)由美国证券交易委员会(SEC)批准成立,推出了标准化股票期权合同并正式挂牌交易,最初只有看涨期权。到1974年3月,期权交易量已超过1972年OTC市场(场外交易市场)全年的交易量。1974年全年成交期权合约所代表的股数超过美国证交所全年的股票成交量。此后,相继有若干交易所推出股票期权业务。1977年3月,美国证券交易委员会批准上述交易所进行股票看空期权的交易。1982年,纽约证券交易所启动股票期权交易。由于交易所内的股票期权是标准化合约,有规范的运行规则和监管制度作保障,克服了OTC市场规范性和流动性不足、交易成本较高等缺陷,股票期权交易市场得到迅速发展。

欧洲自1978年开始股票期权交易,并于1984年由伦敦国际金融期货交易所推出英国金融时报100指数期权。经过近30年的发展,欧洲市场股指期货合约的交易量和合约种类都有长足的发展。1998年,欧洲股指期货合约交易量仅为6500万张,2008年增长至6.15亿张,十年增长近9.5倍。

在亚洲,股票期权市场发展最快的是韩国。韩国于1997年推出股指期货,标的为KOSPI200,起初成交量较少,2000年—2004年进入快速发展期,一跃成为全球最大的期权合约。

20世纪90年代中后期,印度曾就是否应推出金融期货产生争议。2000年6月,印度国家交易所与孟买交易所获准推出股票指数期货。2001年7月,指数期货和股票期权获准上市,11月又推出个股期货。印度整个金融衍生品系列在17个月内全部推出,结束了长达5年的是否上市金融期货的争议。2007年以后,随着交易制度的规范和市场的对外开放,孟买证券交易所股指期货交易迅速增长,交易量跃升至世界第五位。

在中国台湾,期权市场交易量自1998年的55万大手大幅上升至2009年的27025万多手,增长了485倍。这种高速增长主要受益于新品种的陆续推出和各项制度的改革,拓宽了台湾金融期货市场的广度和深度。其中,2001年上市台指期权时推出的做市商制度扮演了关键角色。保证金杠杆的降低、交易成本的降低也起到了很大的作用。

从全球期权市场情况看,证券交易所是股票期权的主要交易场所。国际上,开展股票期权业务的交易所数量中,证券交易所占了66%;证券交易所的股票期权交易量也占到了61%。分品种来看,在所有期货期权衍生品中,股指期货是全球交投最活跃的品种,而个股期权的份额要小的多。中国香港和印度的个股期权交易额仅为股指期货交易额的1/10左右,欧洲交易所的个股期权交易额只有股指期货的1/20左右。股指期货交易在亚洲十分活跃,交易量占全球交易量的80%以上。

中国证监会5日就《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》、《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》向社会公开征求意见。分析人士认为,股票期权可以完善资本市场价格信号功能,提升资本市场的资源配置效率和服务实体经济的能力。从保护投资者角度来看,股票期权可谓高空“蹦极”时厚实的保护垫。股票期权可以吸引长期资金入市,引导价值投资理念。

### 为市场提供保险

期权指投资者确定在未来买入或卖出某项资产的权利。购买期权的一方称为买方,即期权的权利方;卖出期权的一方称为卖方,即期权的义务方。权利方需要付出权利金,到期可以行使权利,也可以不行使权利。义务方收取权利金,只要权利方要求执行期权,就必须履行义务。根据《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》,股票期权指交易双方关于未来买卖单只股票或交易型开放式指数基金的权利达成的合约,包括个股期权(合约标的为单只股票)和ETF期权两类,是国际资本市场成熟的基础金融衍生品。

对于期权的功用,可以举一个巴菲特的案例。1993年4月,巴菲特对可口可乐公司十分看好,希望长期持有该股票,但觉得当时40美元的股价偏高,因此采用卖出可口可乐认沽期权的策略,以1.5美元权利金卖出500万份到期日为1993年12月17日、行权价格为35美元的认沽期

权。这样,在期权到期时,如果可口可乐股价跌破35美元,则认沽期权将行权,巴菲特以35美元价格买入可口可乐股票并持有,算上之前获取的权利金,实际持股成本是33.5美元;如果可口可乐股价高于35美元,则认沽期权不会行权,巴菲特因为之前收取了750万美元的权利金,可以降低买入股票的成本。

分析人士称,期权是资本市场的风险转移工具,降低持股成本只是其功能的一个表象,实质是为市场提供保险,越是在股市大幅波动的情况下,期权的推出越是有利于减少投资者可能遭受的损失。具体而言,当投资者希望长期持有股票但担心短期内股价下跌时,可以买入相应的认沽期权,期权到期日如果股价确实下跌,则认沽期权就会产生收益,就像财产保险公司对盗窃事件理赔一样。当投资者需要观察一段时间才做出买入股票的决策,同时又不想“踏空”,则可以买入认购期权。

### 强化价值投资理念

对于股票期权的推出,市场有充分的预期。今年2月上交所公布的2014年各项重点工作提出,全面做好个股期权产品各项准备工作,进一步完善业务方案和规则体系,通过全真环境下的模拟交易,全面检测并完善业务方案、风控措施和技术系统,加强投资者培训,进一步完善个股期权运行配套机制。

海通证券首席经济学家李迅雷表示,股票期权的问世刻不容缓。如果说当前中国经济是飞驰在高速路上的车,那么股票期权就是车里的安全气囊,规避途中的不可测风险,保障整体社会的经济福利。可以说,2015年是中国金融衍生品重新上路的好时机。

他认为,资本市场的角色已从推动实体经济发展的助攻者升级成主战场。在宏观层面上,股票期权可以完善资本市场价格信号功能,提升资本市场的资源配置效率和服务实体经济的能力。从保护投资者角度来看,股票期权可谓高空“蹦极”时厚实的保护垫。股票期权可以吸引长期资金入市,引导价值投资理念。股票期权将极大地丰富包括保本产品在内的低风险产品,满足长期资金风险管理和增强

### 进一步激活大盘蓝筹

分析人士认为,由于股票期权的标的主要是大盘蓝筹股和相关ETF,相关股票有望进一步被激活,上证50ETF、上证180ETF成分股将获得投资者更多关注。

广发证券分析师表示,由于期权具有双向交易、日内回转交易等特点,有利于优化资产配置,必然催生更多丰富的股票投资策略,带来新的套利机会。我国个股期权主要采用实物交割,期权组合投资策略对正股标的的需求加大,会对股价造成正面的刺激作用。

统计显示,海外个股期权的推出能刺激股票价格,印度、日本交易所股价的反映最激烈,美国、巴西、中国香港交易所股价的表现则较平稳。各交易所期权推出的初期,多数相关股票价格的波动率均有显著地提高,但3

个月至半年后,由于期权市场逐步成熟,相关产品品种不断丰富,投资者回归理性,股票的波动率逐渐收敛。

海通证券分析师称,在股票期权推出初期,大量投资者买入期权建仓,加剧股价的波动。我国股市目前存在涨跌幅限制和T+1机制,加大了对冲的难度,因此,股价的波动幅度可能更加剧烈。随着股票期权市场的发展,股价的波动幅度会慢慢回落,成交量趋稳。这是因为,一方面,股票期权刚推出时,由于做市商对冲的需求,初期会对股票市场形成冲击,但随着股票市场的交易活跃度不断提升,股票的流动性大大提高,对冲所带来的市场冲击会逐渐降低;另一方面,在期权市场交易趋于稳定之后,每日的期权持仓量也会保持稳定。

收益的需要,降低机构投资者大规模资金进出的市场冲击成本。

券商分析师称,目前我国场内交易的衍生品主要分布在各大商品交易所上市的商品期货和在中国金融期货交易所上市的沪深300股指期货、国债期货。其中,约90%的交易额来自商品期货。金融类衍生品发展滞后、品种稀少是目前我国衍生品面临的最大问题与挑战,股票期权的推出存在迫切的客观需求。

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越建议,应率先推出ETF期权。ETF期权和现货证券的联系最为紧密,两者投资者群体较一致,率先推出ETF期权不仅可有效避免由于投资者群体割裂等导致的投机盛行现象,还可以起到活跃现货证券交易、提高现货市场流动性的作用。在配套制度方面,存在现货交易“T+1”和期权交易“T+0”之间不匹配和融券不便利的问题。上交所股票ETF如果采取实时“申购-卖出”、“买入-赎回”的“T+0”机制,可以间接实现ETF的“T+0”交易,方便投资者进行期权与现货的风险对冲。建议进一步提升ETF融券效率,对标的ETF证券借贷作出更加有效的制度安排。

## 四类股票受益股票期权

□本报记者 朱生莹

5日发布的《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》明确证券公司可以从事股票期权经纪业务、自营业务和做市业务,允许期货公司从事与股票期权业务兑开仓和行权交割相关的有限范围的证券现货经纪业务。分析人士表示,这将进一步拓宽证券公司的业务范围,收入渠道将更趋多元化,同时进一步打破券商和期货公司的业务屏障,金融机构在混业时代背景下的竞争将更激烈。股票期权推出以后,有助于期权合约标的的交易的活跃和风险对冲,对券商板块、期货概念类、交易软件类和期权标的类股票构成利好。

### 直接利好四类公司

券商人士表示,股票期权是对融资融券业务的重要补充,尤其是融券。目前很多券商的券源有限,“一券难求”的状况经常出现,但股票期权不存在这样的问题,可以更好地满足投资者的做空需求,同时增加券商的收入渠道。在推出初期,股票期权的流动性提供者将以机构为主,股票期权更适合机构对冲风险或进行套利。

齐鲁证券分析师表示,股票期权与股权分置改革时出现的权证类似,具有T+0、有到期日等特点,波动性更大,风险也更大,一般被认为有助于标的的活跃。其中,看跌期权买方通过正股下跌获利,这使做空获利更具可行性。

期权主要分为看涨和看跌两大类。从海外经验看,股票期权推出后,往往对标的交易量有一定拉动作用。这是因为期权拥有双向交易、日内回转交易的特点,能吸引大量投机资金参与,随之带来了较多套利机会。机构投资者是套利交易的主要参与者,寻找期权套利机会必须配置正股,正股交易活跃度因此得到提升。

业内人士认为,未来四类股票有望受股票期权试点利好的提振。首先是券商板块。除经纪业务外,券商还可从事股票期权的做市商、自营业务,可以在衍生品基础上

推出更多结构性产品,收入渠道得以拓宽,经营利润有望增厚。二是期货公司或参股期货类个股。股票期权属于金融衍生品,期货公司具有天然的专业优势,虽然短期内业务范围受限,但随着产品运行日渐成熟和期货公司实力不断壮大,期货公司也有望分羹股票期权带来的收益。三是交易系统维护商和开发交易软件类个股。四是被选为股票期权标的的证券的个股。从海外成熟资本市场的经验来看,股票期权合约推出后,标的证券的交投通常会趋于活跃,大盘蓝筹有望受到更多资金关注。

### 推动财富管理加速发展

海通证券首席经济学家李迅雷指出,股票期权将丰富金融产品,增加套利工具和避险工具。对券商来说,可以拓展业务模式,增加收入来源,同时会加剧券商之间的竞争。参考国外经验,未来证券行业的集中度将进一步提升。海外创新业务的大部分市场份额被排名前十位的投行占据。国内期权等创新业务正逐步落地,而创新业务的投入成本较高,对于交易能力、研发能力、IT技术等方面有较高要求,因此对大型证券公司比较有利,证券公司会掀起新一轮并购,集中度将进一步提升。随着金融工具的进一步丰富,专业素养不足的个人投资者将寻求机构帮助进行财富管理,基金等财富管理行业会加速发展。

李迅雷认为,股票期权推出后,未来混业化趋势将更加明显,证券公司和期货公司的业务领域会进一步打通。

海通期货研究所所长高上表示,就股票期权而言,券商的业务范围更广,期货公司开展该业务仍有一定限制,主要原因一方面是券商的资本金更雄厚,抗风险能力优于期货公司,另一方面就股票交易而言,证券公司比期货公司更专业。目前金融机构的业务划分仍按照传统的条块分类模式,但随着交叉牌照管理的深入,未来肯定会趋于统一,金融机构面临的竞争将不仅是同业的竞争,还包含跨行业竞争。

## 期货公司迎来业绩新增长点

□本报记者 官平

5日公布的《股票期权交易试点管理办法(征求意见稿)》明确,允许期货公司从事与股票期权兑开仓和行权交割相关的有限范围的证券现货经纪业务。期货业人士表示,这为业务结构较单一的期货公司提供了新的业绩增长点。期货公司依托在期权研究方面的优势,将来可以将股票期权这一新产品纳入其资产管理业务中,开展更多期货创新业务。

一家期货公司高层人士表示,股票期权合约作为期权合约的一种,其合约条款、交易机制和交易特性都与商品期权有内在的一致性,期货公司是我国商品期权市场最重要的参与机构,天然成为股票期权市场的重要参与者。

近年来,期货市场“僧多粥少”局面凸显,期货公司饱受“大市场”与“小行业”矛盾之苦。由于长期依赖单一通道类业务,引发佣金激烈竞争,期货公司手续费收入持续下滑,多数公司靠银行利息度日,加上创新业务尚未带来真正有意义的绩效增长,期货行业发展壮大受到一定制约。

业内人士表示,中国金融业被分割为银行、证券、期货、基金等行业,实行分业经营,但随着经济金融的不断发展,行业间的

融合不断推进。股票期权推出后,投资者对期货与证券的配对交易需求将逐步增强,两个市场之间的融合步伐将加快。

从国外来看,期权是全球交易最活跃的衍生品之一,期权上市将提升证券市场交易的活跃度,为期货公司带来利润增长点。目前国内期货公司正在为这一新品种做准备。期货公司人士表示,目前国内期货界真正了解并参与过期权交易的业内人士可谓凤毛麟角,懂得期货、期权等衍生品投资组合设计的高端金融人才更是一将难求。掌握期权交易需要一个艰难的学习过程,人才储备尚不足。

上交所此前发布的期货公司参与股票期权业务方案征求意见稿提出,参与股票期权的期货公司资质主要包括:股票期权经纪业务和标的证券业务技术系统已通过上交所组织的测试,且净资产不低于5亿元,或已成立风险管理子公司且风险管理子公司已开展相关业务一年以上。目前仅20多家期货公司拥有风险子公司。一家期货公司高层人士表示,期货公司应抓住期权市场发展契机,发挥自身在期货和期权市场的优势,以期权为桥梁,将证券市场投资者引入期权市场,并通过期权市场引入期货市场,拓展公司客户群,最终推动期货市场的整体发展。

## ETF期权将带来新投资理念

□本报实习记者 徐文馨

本报记者 刘夏村

对于ETF期权将率先试点,北京一家大型基金的策略分析师表示,作为一种金融创新产品,ETF期权会给市场带来新的投资理念,带来增量资金,有利于股市发展。ETF期权短期内是否会加剧市场波动目前来看并不明朗,有待实施细则发布和相关产品创设后进一步观察。ETF期权推出后,市场会增加三种玩法,即ETF现货和ETF期权玩、ETF期指和ETF期权玩、ETF期权和ETF期权玩,可能产生“蝴蝶效应”。

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞

越表示,股票期权和ETF期权作为对冲风险和投资组合工具,在增强现货市场流动性、活跃蓝筹市场、降低波动性等方面具有重要意义,有助于增强保险机构等长期资金的持股信心、吸引长期资金回归市场,此时推出股票期权和ETF期权正当其时。

南方基金首席策略分析师杨德龙表示,ETF期权推出后,将增加券商的业务量,提升ETF的申购量和交易活跃度。发行ETF产品的基金公司也将从中获益,目前基金公司可以进行有针对性的准备。对于ETF期权对市场的影响,他表示,ETF期权刚推出时,由于杠杆更高,短期内可能将加剧市场波动,但从长期来看影响不大。