

期权风吹到！您准备好了吗？

——证监会就《股票期权交易试点管理办法》征求意见点评

● 证监会吹风股票期权，A股期权时代即将到来

2014年12月5日，证监会就《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》（简称《办法》）向社会公开征求意见。同日，《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》等文件一并发布。表明上交所推出股票期权工作已完成前期筹备，进入实质性启动阶段，预计明年股票期权（预计ETF期权优先推出）有望上线，A股市场即将进入期权时代！

● 期权推出将利好券商为代表的投资机构

根据目前各类机构参与股指期货市场状况以及期权本身的应用特性，我们预计若期权正式推出，除散户进行期权交易外，券商、私募和基金专户等机构有可能成为期权市场主要机构参与者。股票期权推出对上述机构而言具有多重利好。

1、期权的推出对券商盈利模式主要影响：

(1)经纪业务：增厚交易手续费收入和创设期权的资本利得收入；(2)资管及自营：进一步丰富自营和资管的投资标的及策略，有利于提升收益率水平；(3)促进OTC业务更好发展；等。

2、对公募基金盈利模式主要影响：

(1)为基金专户增加更多的投资策略及产品设计工具；(2)为公募基金指数增强产品提供更灵活的工具，如备兑卖出看涨期权策略、130/30 指数增强策略等；(3)基金公司增加主动管理策略，包括流动性管理、仓位管理、优化资产配置等；(4)通过期权与现货组合策略，可实现对产品的更精确及多样化的风险管理。

3、对私募基金盈利模式影响

为私募增加了更为多样化的对冲策略，包括期权投机策略、期权套利策略、期权与转债套利策略、期权与其他资产套利策略等等。

● 海外经验为我国推出个股期权提供宝贵的启发

1、期权推出后相应股票上涨是大概率事件

个股期权推出之初，买入相应股票并持有1-3个月，考虑到市场风险因素，在配置股票的同时甚至可以卖空股指期货以获取更为稳定的超额收益。

2、期权推出后波动率短期上扬长期收敛

短期可对部分波动剧烈个股进行趋势交易，但须警惕波动率长期趋于收敛的风险。

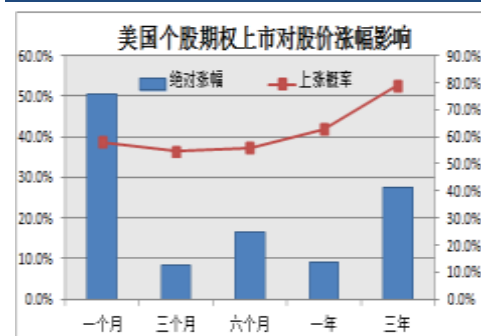
3、期权能有效激活个股，成交量有望迎来井喷

随着时间的推进，投资者对于个股及期权的运用更加科学和灵活，形成一定的粘附和依赖性，在期权推出1-3年内股票持续来井喷式的增长。

● 风险提示

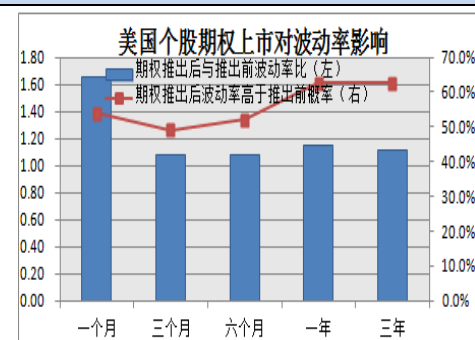
本文完全基于统计角度对海外期权市场进行分析，观点仅供参考。

图1：美国市场个股期权上市后股价表现



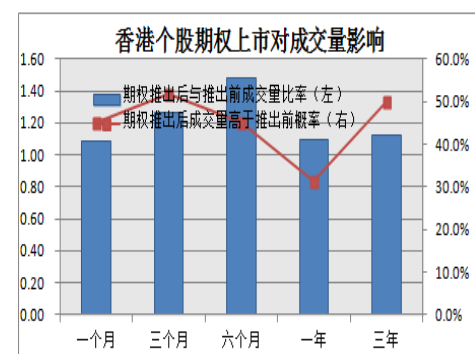
数据来源：广发证券发展研究中心

图2：美国市场个股期权上市后股价波动率变化



数据来源：广发证券发展研究中心

图3：香港市场个股期权上市对成交量影响



数据来源：广发证券发展研究中心

分析师：史庆盛 S0260513070004



02087555888618



sqs@gf.com.cn

相关研究：

期权研究系列之九：个股期权 2014-02-27
的推出对标的的影响分析

目录索引

1、背景介绍.....	3
2、个股期权推出对市场影响.....	3
2.1 个股期权上市后股价变化.....	3
2.2 个股期权上市后标的波动率变化.....	5
2.3 个股期权上市后标的成交量变化.....	6
3、个股期权推出对机构盈利模式影响.....	8
3.1 期权的主要参与机构.....	8
3.2 对券商盈利模式影响.....	9
3.3 对公募基金盈利模式影响.....	10
3.4 对私募基金盈利模式影响.....	10
4、个股期权条款要点分析.....	10
风险提示.....	12

图表索引

图 1: 美国市场个股期权上市后股价表现.....	1
图 2: 美国市场个股期权上市后股价波动率变化.....	1
图 3: 香港市场个股期权上市对成交量影响.....	1
图 4: 美国市场个股期权上市后股价表现.....	4
图 5: 美国市场个股期权上市后股价超额表现.....	4
图 6: 香港市场个股期权上市后股价表现.....	4
图 7: 香港市场个股期权上市后股价超额表现.....	5
图 8: 美国市场个股期权上市后股价波动率变化.....	5
图 9: 香港市场个股期权上市后股价波动率变化.....	6
图 10: 美国市场个股期权上市对成交量影响.....	6
图 11: 香港市场个股期权上市对成交量影响.....	7
图 12: 期权交易策略分类.....	9
表 1: 上交所个股期权模拟交易合约条款要点.....	10

1、背景介绍

2014年12月5日，证监会就《股票期权交易试点管理办法（征求意见稿）》（简称《办法》）向社会公开征求意见。同日，《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》、《上海证券交易所股票期权试点交易规则（征求意见稿）》、《上海证券交易所股票期权试点投资者适当性管理指引（征求意见稿）》、《上海证券交易所股票期权试点做市业务指引（征求意见稿）》、《上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司股票期权试点风险控制管理办法（征求意见稿）》一并发布。

上述文件集中向社会公开征求意见，表明上交所推出股票期权工作已完成前期筹备，进入实质性启动阶段，预计明年股票期权有望上线，A股市场即将进入期权时代！

股票期权推出对券商、基金等机构而言具有多重利好。

股票期权是海外成熟衍生品市场重要产品，有利于丰富投资者风险管理工具，活跃市场交易，扩展市场的广度和深度，提高市场效率和价格发现能力，从长期看对市场起着稳定器的作用。同时，期权有避险的功能，简便易行，在锁定下跌风险的同时，避免投资者错失市场上涨获利的机会，有利于鼓励机构投资者进行长期投资和价值投资。

早在2014年初，在上交所刚开始施行个股期权仿真交易，我们便率先推出了期权系列报告，其中《个股期权的推出对标的的影响分析——期权研究系列之九》并分析了全球主要期权市场中，个股的推出将给相应标的带来的影响。此外，期权的推出也将给各参与机构的盈利模式带来一定程度上的转变。

2、个股期权推出对市场影响

首先以美国期权市场为例，由于其历史悠久，以产品的多样性，创新性以及高流动性吸引了广大投资者并且发展成为世界最成熟市场之一，目前个股期权种类多达数千种，我们选择其中流动性最活跃的 100 只作为分析对象。

亚洲市场则以香港为代表的，由于亚洲市场的个股期权主要在香港进行交易，此外日本和台湾地区也有少量交易，韩国市场则以指数期权为主，个股期权非常冷淡，这里我们只列出香港市场作为比较对象。

香港衍生品市场始于上实际70年代，种类相对丰富，参与度高，成交量大，现已成为全球重要的衍生品交易市场，因此研究香港个股期权发布后的带来的影响对我国期权市场的发展有更为重要的参考价值。截止2013年底香港共发行了70只个股期权(含ETF期权)，下文将全部作为分析对象。

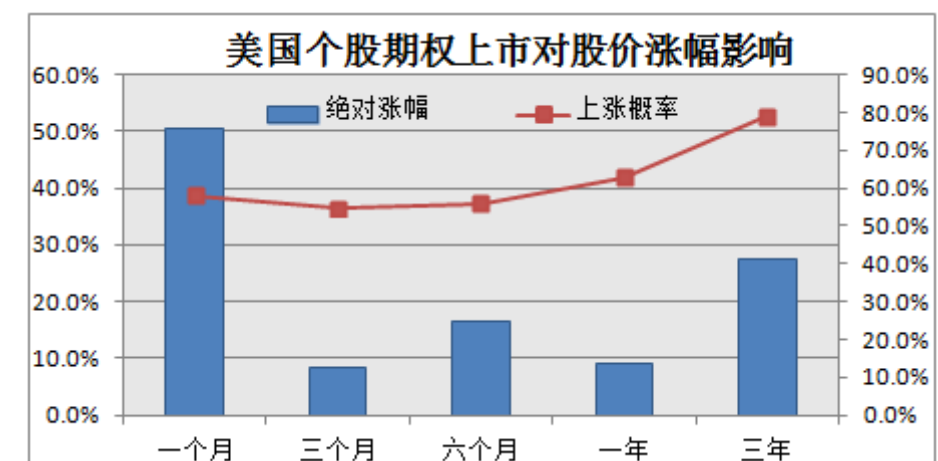
2.1 个股期权上市后股价变化

(1) 美国市场个股期权推出后影响

统计结果显示，美国市场个股期权（含 ETF 期权）推出之后，现货标的股票的涨幅非常显著，推出后一个月内平均绝对年化涨幅高达 50.4%，超额涨幅同样高达 45.5%

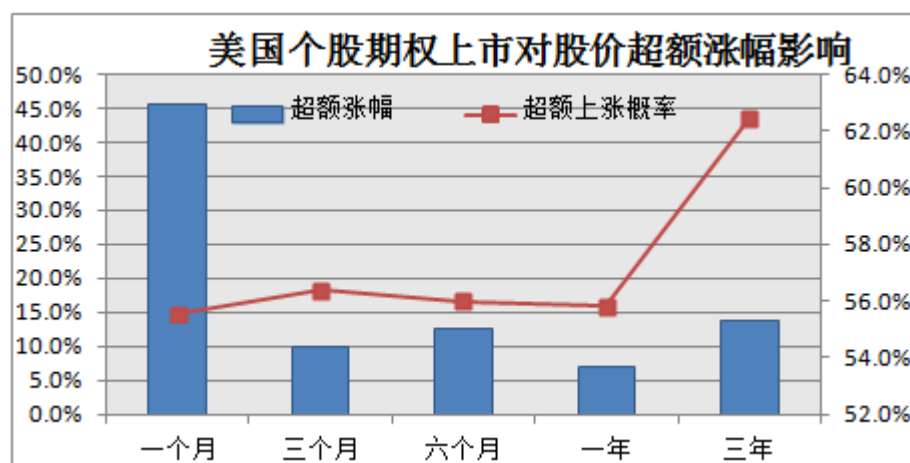
(相对标普 500 指数)。股票上涨概率显著超过 50%，表明大多数股票都能够享受期权推出带来的股价上涨，中长期来看股价同样有出色的表现，可见期权的推出对现货标的来说是重大利好。

图4：美国市场个股期权上市后股价表现



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图5：美国市场个股期权上市后股价超额表现

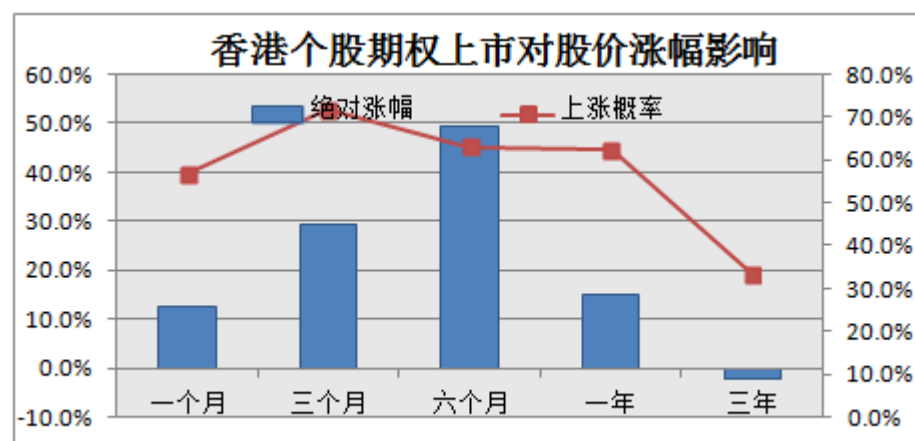


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

(2) 香港市场个股期权上市后股价变化

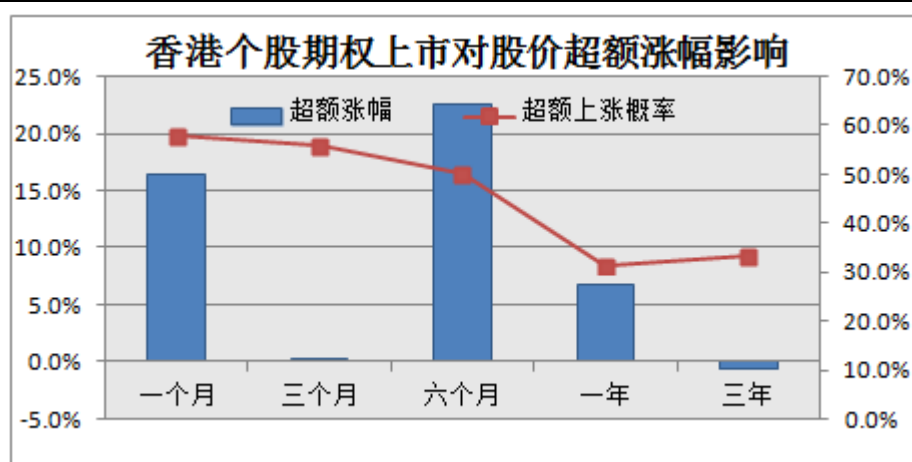
统计结果显示，香港市场个股期权（含 ETF 期权）推出之后，现货标的股票的涨幅非常显著，短中期来看推出后个股年化绝对涨幅和超额涨幅都比较显著，上涨个股数量也过半，可见香港市场期权的推出短期来说（1 年内）对现货标的来说是重大利好，能够持续带来稳定的上涨。

图6：香港市场个股期权上市后股价表现



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图7: 香港市场个股期权上市后股价超额表现



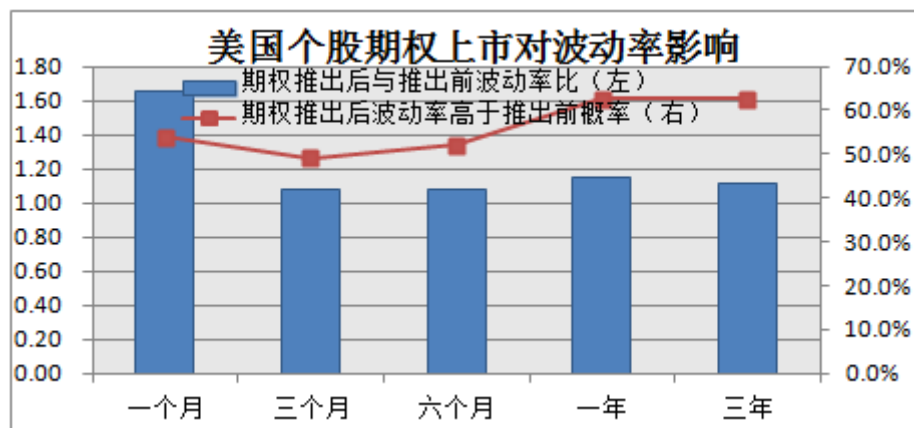
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.2 个股期权上市后标的波动率变化

(1) 美国市场个股期权上市后股价波动率变化

统计结果显示, 美国市场个股期权 (含 ETF 期权) 推出之后, 现货标的股票的价格波动普遍有所提高, 这与前面的理论分析并不相符, 数据显示期权推出后个股一个月内波动率提升非常显著, 随着时间的推移开始恢复正常但仍然高于期权推出前的波动。这说明期权推出短期内市场投机氛围还是较浓, 而随着时间的推移, 期权稳定波动率的“定价”功能开始体现, 因此波动率开始慢慢回到较低的合理范围。

图8: 美国市场个股期权上市后股价波动率变化



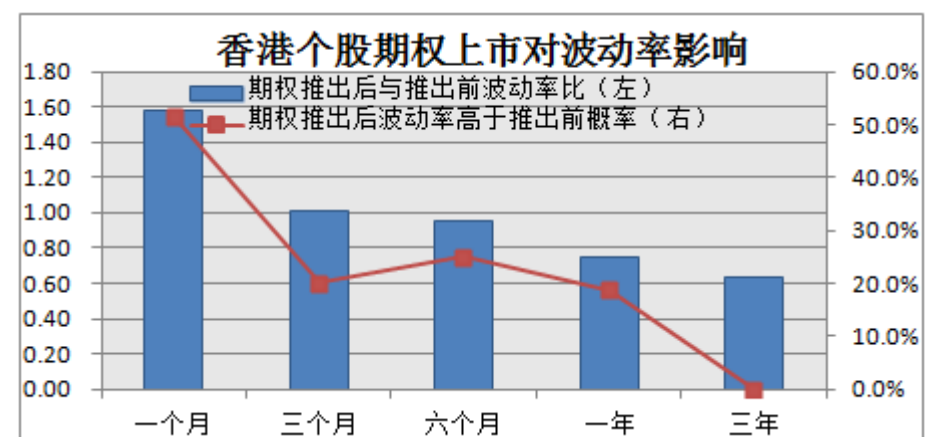
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(2) 香港市场个股期权上市后股价波动率变化

统计结果显示, 香港市场个股期权 (含 ETF 期权) 推出之后, 现货标的股票一个月内波动率提升非常显著; 但随着时间推移, 80%个股在期权推出后波动降低。

可见香港投资者对于个股期权的应用相对比较稳健, 充分利用了其双向套保的功能实现风险规避, 从而维持了个股的长期平稳, 避免了个股的大幅度震荡。

图9: 香港市场个股期权上市后股价波动率变化



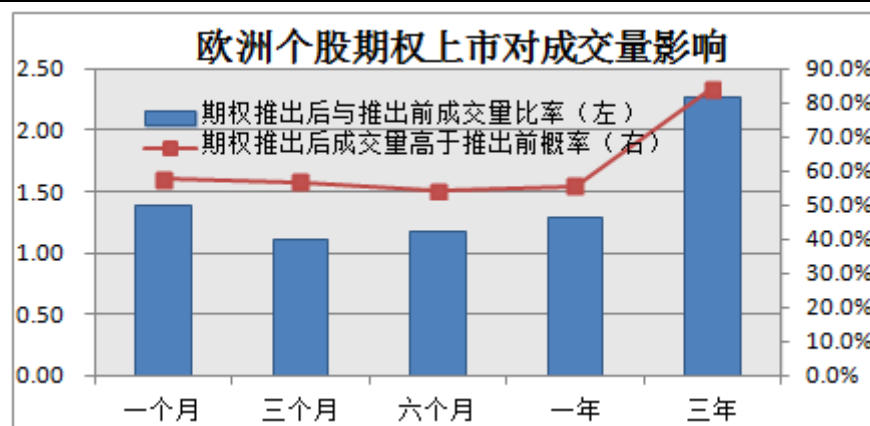
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.3 个股期权上市后标的成交量变化

(1) 美国市场个股期权上市后成交量变化

统计结果显示, 美国市场个股期权 (含 ETF 期权) 推出之后, 现货标的股票成交量有大幅度提高, 这与前面的理论分析基本相符, 期权的推出极大丰富了个股的投资策略, 从而吸引了更多投资者对其进行双向投资。

图10: 美国市场个股期权上市对成交量影响



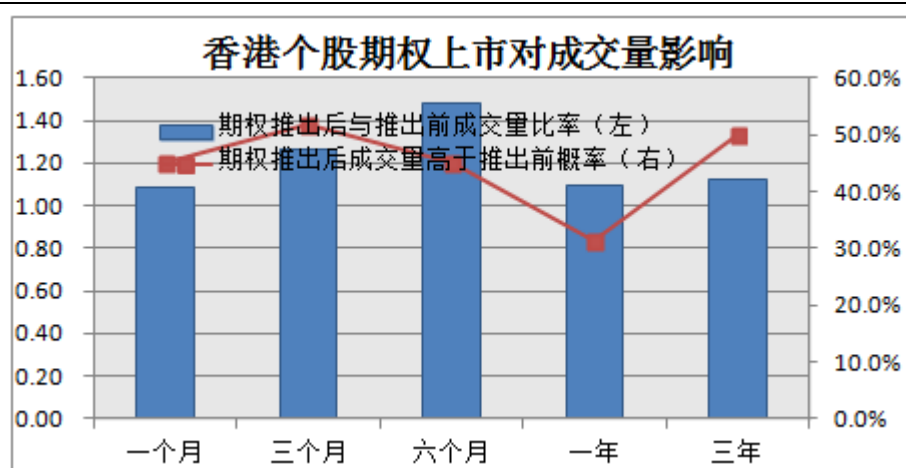
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(2) 香港市场个股期权上市后成交量变化

统计结果显示, 香港市场个股期权 (含 ETF 期权) 推出之后, 现货标的股票成交量有大幅度提高, 这与前面的理论分析基本相符, 香港个股期权的推出极大丰富了个股的投资策略, 从而吸引了更多投资者对其进行双向投资。

但成交量得到提高的股票数量占比并不高, 这反映了投资者热衷于把资金集中炒作少部分股票, 大多数股票未必能够得到人们的青睐!

图11: 香港市场个股期权上市对成交量影响



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

上述我们仅对美国及香港市场进行了个案分析, 更多成熟市场的详细统计分析请参考《期权研究系列之九: 个股期权的推出对标的的影响分析》。

基于上述规律总结, 我们可以大概得出如下启发:

(1) 期权推出后相应股票上涨是大概率事件

期权的推出显然刺激了股票价格, 这一结论几乎适用于所有交易所, 其中印度、中国 (权证) 以及日本等国家股价的反映最为激烈, 美国、巴西以及香港等成熟市场表现较为平稳。

因此个股期权推出之初，对相应股票进行配置并持有1-3个月不失为一个很好地事件驱动策略，考虑到市场风险因素，在配置股票的同时甚至可以卖空股指期货以获取更为稳定的超额收益。

（2）期权推出后波动率短期上扬长期收敛

各交易所在期权推出的初期，相应的多数股票价格波动率都会有显著地提高，但随着时间推进，短则3个月长则半年后，随着期权市场的成熟以及相关品种的丰富，投资者长期回归理性，股票的波动率也将慢慢收敛。

由于个股波动显著提升，因此在对相应股票标的进行短期波段操作时需要对涨跌周期预判进行必要的调整，甚至可能催生个股的短期趋势交易策略。但在应用波动率策略进行股票投机时，要注意的是仅有少部分个股的波动率显著提升，且长期来看由于波动率趋于收敛，因此应该格外谨慎风险。

（3）期权能有效激活个股，成交量有望迎来井喷

各交易所在期权推出后，相应的多数股票成交量都迎来了稳定的增长，而且这种增长是可长期持续的，随着时间的推进，投资者对于个股及期权的运用更加科学和灵活，形成一定的粘附和依赖性，在期权推出1-3年内股票持续来井喷式的增长。

正股成交量的大幅增加一方面增加了个股的流动性，为许多投资策略带来了便利；另一方面也将会给证券及期货公司等带来客观的经纪等业务收入增量，显著利好国内金融业发展。

3、个股期权推出对机构盈利模式影响

股票期权是海外成熟衍生品市场重要产品，有利于丰富投资者风险管理工具，活跃市场交易，扩展市场的广度和深度，提高市场效率和价格发现能力，从长期看对市场起着稳定器的作用。同时，期权有避险的功能，简便易行，在锁定下跌风险的同时，避免投资者错失市场上涨获利的机会，有利于鼓励机构投资者进行长期投资和价值投资。

根据《办法》规定，从事股票期权经纪业务试点的券商、期货公司须符合业务制度、从业人员、营业场所、技术系统、业务经验等条件；自营业务方面，要求券商以自有资金参与股票期权试点的，须具备自营业务资格；做市业务方面，券商须依法经证监会批准；资管业务方面，除特殊基金品种外，公募基金参与股票期权交易的应以套期保值为主要目的，基金合同中应对投资比例限制等进行明确。

3.1 期权的主要参与机构

期权的推出讲给各机构带来更为丰富的投资策略及风险管理及产品设计等工具，机构应用期权的进行投资可分为两大类策略：绝对策略以及波动率策略，其中绝对策略包含投机策略、套利策略和套保策略；而波动率策略则主要分为相对波动率套利及基于波动率预测的投机策略。

关于期权的交易策略在机构中的具体应用，请参考我们早期发布的研究报告《可转债的波动率套利策略研究》及《期权在机构投资者中的应用之绝对收益篇》。

图12：期权交易策略分类



根据目前各类机构参与股指期货市场状况以及期权本身的应用特性，我们预计若期权正式推出，除散户进行期权交易外，券商、私募和基金专户等机构有可能成为期权市场主要机构参与者。股票期权推出对上述机构而言具有多重利好。

期权正式推出后，各类机构对期权所采用的策略及重视程度有较大区别，其中期权在公募中的应用或将以专户为主；而私募则可能全面参与各类型策略，其中最重视方向性投机、价差套利及波动率套利等策略；券商同样将会积极参与到期权套利中进来，同时在风险管理以及产品设计方面也将收益于期权的推出。保险机构前期或只能部分参与，重点用于风险管理。

下面我们重点对期权推出对券商、基金以及私募等机构带来的影响进行分析。

3.2 对券商盈利模式影响

按照《办法》规定，证券公司可从事股票期权的经纪、自营、做市业务。实施投资者适当性管理制度，针对性建立股票期权的风控措施，严防市场操纵，注重发挥市场组织者的自律管理作用。

因此期权的推出将全面利好券商，从盈利模式来看主要体现在以下几个方面：

1、经纪业务：直接增厚交易手续费收入和创设期权的资本利得收入，从美国投行期权佣金收入占正股佣金收入的比重约20%左右，将成为我国期权业务的新增长点；

2、资管及自营：进一步丰富自营和资管的投资标的及策略，有利于提升收益率水平：期权产品的开闸有利于自营和资管产品范围的拓宽，可进行更为灵活的产品设计，提供多元化多品种的投资服务；策略方面券商准备较为充分，绝对收益策略以及波动率交易策略方面预计均会有所涉及；

3、OTC业务：场内期权的推出将大大促进券商OTC市场的发展，在过去一年里，券商在OTC市场股票收益互换名义规模快速增长，在整体盈利中规模可观。新工具的运用使风险对冲手段更加丰富有效；

4、两融业务：期权的推出将进一步促进投资者参与两融业务，而同时相关标的的吸引力也会受到期权的冲击；

5、研究促进：期权产品包括看涨和看跌策略，都需要体现券商研究实力，较强研究实力的券商可为投资者提供合适的研究和咨询服务，将增强市场影响力。

3.3 对公募基金盈利模式影响

期权推出后，在许多方面也将影响公募基金的盈利模式，主要体现在：

1、为基金专户增加更多的投资策略及产品设计工具，如专户能够进行期权套利，同时在设计绝对收益产品时也将拥有更多的衍生品工具；

2、为公募基金指数增强产品提供更灵活的工具，如备兑卖出看涨期权策略、130/30 指数增强策略等；

3、期权的推出为基金公司增加主动管理策略，包括流动性管理、仓位管理、优化资产配置等。

4、通过期权与现货组合策略，可实现对产品的更精确及多样化的风险管理；

3.4 对私募基金盈利模式影响

另外，随着ETF期权渐行渐近，素以投资灵活著称的私募机构也难掩兴奋之情，并视之为新的投资机遇。

众所周知，国内私募一直以来都苦于做空工具太少，因而此前信托渠道发行的私募产品只能少量参与股指期货，融券方面则更是受限于可选标太少以及成本太高，而且出于风控考虑，此前大多数信托渠道发行的私募产品对参与股指期货会有仓位和资金使用比例限制。如今，在基金业协会备案注册的私募公司可独立发行产品，这使私募人士在衍生品方面的运用不再受限制。因此，业内私募非常关注即将推出的期权产品。

期权的推出对私募机构同样具有重大的影响，主要体现在为私募增加了更为多样化的对冲策略，包括期权投机策略、期权套利策略、期权与转债套利策略、期权与其他资产套利策略等等。

4、个股期权条款要点分析

下面我们摘取了上交所个股期权模拟交易合约的一些关键要点进行列示，供投资者进行参考。

表 1：上交所个股期权模拟交易合约条款要点

项目	内容
标的证券	大盘蓝筹股或 ETF
期权种类	同时推出认购期权和认沽期权。
到期月份	同时推出当月、下月及连续两个季月（下季与隔季）。
行权价（价格间距）	5 个（1 平值合约、2 虚值合约与 2 实值合约）
合约单位	股票期权合约单位由上交所公布合约标的时同时公布。
最小报价单位	股票期权：0.001 元，ETF 期权：0.0001 元

申报单位	一张（标的证券为股票：限价指令单笔申报最大数量为 100 张，市价指令单笔申报最大数量为 50 张，标的证券为 ETF：限价指令单笔申报最大数量为 100 张，市价指令单笔申报最大数量为 50 张）的证券为 ETF：限价指令单笔申报最大数量为 100 张，市价指令单笔申报最大数量为 50 张
最后交易日	到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）
行权日	同最后交易日，9:15—15:30
执行方式	欧式
交割方式	实物交割
仓位限制	股票期权：对单个标的单个方向个人1000张（投机不超500张）一般机构2500张，自营账户5000张，做市商1万张；会员经纪50万张，自营10万张； ETF期权：对单个标的单个方向个人2000张（投机不超500张）一般机构5000张，自营账户1万张，做市商2万张；会员经纪100万张，自营20万张； 限购：个人可买入金额不超过客户在证券账户资产的10%或最近6个月日均持有沪市证券市值的20%。
涨跌幅限制	认购期权涨跌幅： $= \max \{ \text{行权价} \times 0.2\%, \min [(2 \times \text{正股价} - \text{行权价}) \times 10\%] \}$ 认沽期权涨跌幅： $= \max \{ \text{行权价} \times 0.2\%, \min [(2 \times \text{行权价} - \text{正股价}) \times 10\%] \}$
合约挂牌	新月份挂牌（保持四个到期月份），标的证券价格发生较大变化引发合约加挂、合约调整时加挂。
合约调整	新合约单位 = $[\text{原合约单位} \times (1 + \text{流通股份变动比例}) \times \text{除权(息)前一目标的证券收盘价}] / [(\text{前一日标的的收盘价格} - \text{现金红利}) + \text{配(新)股价格} \times \text{流通股份变动比例}]$ ；新行权价格 = 原行权价格 \times 原合约单位 / 新合约单位。
合约停牌	同标的的证券
合约摘牌	到期、正股退市或在上交所终止上市
交易机制	混合交易模式（竞价交易为主，做市商为辅）
交易时间	上午 9:15 - 11:30（9:15 - 9:25 为开盘集合竞价时间），下午 13:00 - 15:00。
行权	行权日暨最后交易日，行权指令提交时间为上午 9:15 - 11:30（9:25-9:30 不接收行权指令），下午 13:00 - 15:30。
交易指令	买入开仓/买入平仓/卖出开仓/卖出平仓，及备兑开仓/备兑平仓策略指令
断路器	动态参考价格与涨跌幅限制
前端控制	结算参与人保证金余额控制、标的证券全额锁定（针对认购期权备兑开仓）、持仓限额控制等
保证金制度	按保证金公式
风控制度	保证金制度、大户报告、限仓、限购、限开仓制度、盘中盯市、强行平仓制度、结算互保金制度及相关防爆炒措施
账户体系	投资者需开立独立的资金账户与合约账户（只能用于期权交易和行权申报）
行权	行权指派、行权交收；行权指派按比例分配； 其他措施：特殊情况下行权处理。
清算、交收	权利金结算、维持保证金计算与收取、行权结算

风险提示

本文关于个股期权推出影响的结果是基于统计角度对海外期权市场进行分析得到，观点仅供参考。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号安联大厦15楼A座03-04	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。