

上海证券交易所
股票期权市场发展报告
(2015)

衍生品业务部

目录

引言	3
第一篇 市场篇	4
第一章 市场概况	4
第二章 投资者	6
第三章 交易参与人	8
第二篇 功能篇	12
第四章 对标的证券市场影响积极正面	12
第五章 对投资者与行业的影响	17
第三篇 组织与监管篇	20
第六章 交易组织与市场建设	20
第七章 期权市场监管	26
第四篇 认识篇	29
第八章 对期权认识的四大误区	29
第五篇 展望篇	33
第九章 上交所期权市场发展展望	33

引言

2015 年 2 月 9 日，我国首个场内期权产品——上证 50ETF 期权正式上市。上市以来，市场运行平稳有序，定价较为合理，流动性不断提升，投资者参与理性，保险、套利、方向性交易和增强收益四类交易行为分布较为均衡，未出现“爆炒”、过度投机等风险事件。特别是在年中股票市场出现异常波动的情况下，股票期权市场运行平稳，经受住了市场的考验。

随着投资者对期权产品日渐熟悉，投资者参与数量与交易量稳步增长，上市首月投资者账户数 4316 户，日均合约成交面值和交易量分别为 5.45 亿元、2.33 万张，12 月份投资者账户数增加至 81557 户，日均合约成交面值和交易量分别达到 47.69 亿元、19.81 万张。

随着市场规模的逐步扩大，期权市场经济功能开始得到初步发挥。一方面，为股票持有者提供有效的保险工具，投资进入立体化交易时代，灵活的期权交易策略能满足不同风险偏好的投资者需求；另一方面，对标的证券产生了积极的影响，在提高标的证券流动性和定价效率、降低波动性、提升标的证券规模等方面发挥了较好作用。此外，期权业务的推出也为证券、期货行业带来了新的业务发展机会，在拓展经纪业务范围、促进财富管理创新、培育行业人才队伍、提升行业国际竞争力等方面起到了积极作用。

2015 年，50ETF 期权日均合约成交面值为 26.99 亿元，期现成交比平均为 3%，成交持仓比平均为 0.42，与成熟期权市场相比，绝对市场规模和相较于现货的相对市场规模均尚小，市场处于起步阶段，市场覆盖面和功能发挥仍然有限，具有较大的发展空间。2016 年，上交所将在加强风控与监管，严控过度投机、严防风险溢出、严守风险底线的基础上，从完善配套机制、丰富产品线、提高投资者覆盖面等方面持续推进股票期权市场平稳健康发展。

第一篇 市场篇

第一章 市场概况

2015 年，上证 50ETF 期权累计成交面值 5910 亿元，累计权利金成交金额 237 亿元，累计总成交量 2327 万张。个人投资者成交量占比为 46.99%，一般机构投资者占比为 16.42%，做市商占比为 36.59%。日均合约成交面值为 26.99 亿元，日均权利金成交金额 1.08 亿元，日均成交张数为 10.63 万张，日均持仓（未平仓合约数量）27.17 万张。同期，上证综指累计成交 122.91 万亿元、日均成交 5612.18 亿元；上证 50 指数成分股累计成交 30.57 万亿元、日均成交 1395.86 亿元。

期权上市以来，市场规模稳步扩大。2 月份日均合约成交面

值为 5.45 亿元，12 月份达到 47.69 亿元，增长了 7.75 倍；2 月份日均合约成交量为 2.33 万张，12 月份达到 19.81 万张，增长了 7.5 倍；2 月份权利金总成交额为 2.48 亿元，12 月份为 35.98 亿元，增长了 13.51 倍。

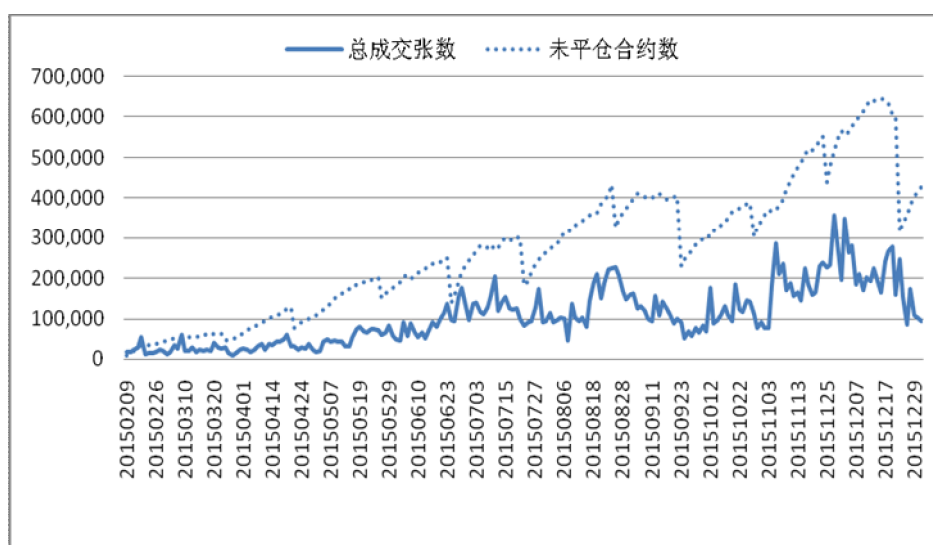


图 1 2015 年 50ETF 期权合约成交量和持仓量

在交易日趋活跃、市场规模逐步扩大的同时，期权市场运行平稳有序，市场质量稳步提升，以下反映市场运行质量的三项关键指标均有大幅改善。

一是市场流动性指标。从相对买卖价差指标看，该指标整体呈平稳下降趋势，由上市首月的 2.16% 降至 12 月的 1.50%，降幅为 30.56%；从价格冲击成本看，由上市首月的 2.91% 降至 12 月的 1.47%，降幅为 49.48%。相对买卖价差和价格冲击成本两项指标的下降，反映了市场流动性的提高。

二是定价效率指标。由于期权是基于标的证券的衍生产品，期权合约价格与现货价格、不同期权合约价格之间均存在较强关联，因此，期权的实际成交价格与其理论价格的偏差越大、套利

空间就越大、定价效率也就越差。平价关系套利、垂直价差套利和水平价差套利是期权市场最主要的套利模式。从上市以来情况看，市场几乎不存在垂直价差及水平价差套利机会，平价套利持有到期收益平均为 1.55%，显示出 50ETF 期权市场定价效率良好。

三是投机指标。投机交易行为占比、成交持仓比和期现成交比是衡量期权市场投机程度最重要的三个指标。上市以来，50ETF 期权投机交易行为占比平均为 24%，最大为 38.41%；成交持仓比平均为 0.42，最大为 2.18（主要是在期权上市初期）；期现成交比为 0.03，最大为 0.14。在境外股票期权市场，投机交易行为占比通常为 30-40%，期现成交比通常略大于 1。上交所股票期权市场各项投机指标均远低于境外市场水平，不存在过度投机现象。

第二章 投资者

一、投资者结构

自 50ETF 期权上市以来，投资者开户数稳步增长。上市首日账户总数为 2626 户，其中，个人投资者 2436 户，机构投资者 190 户；年末账户总数为 81557 户，个人投资者 80134 户，机构投资者 1423 户。期权经营机构全年月均开户量为 7414 户，11、12 月的单月开户数突破万户。

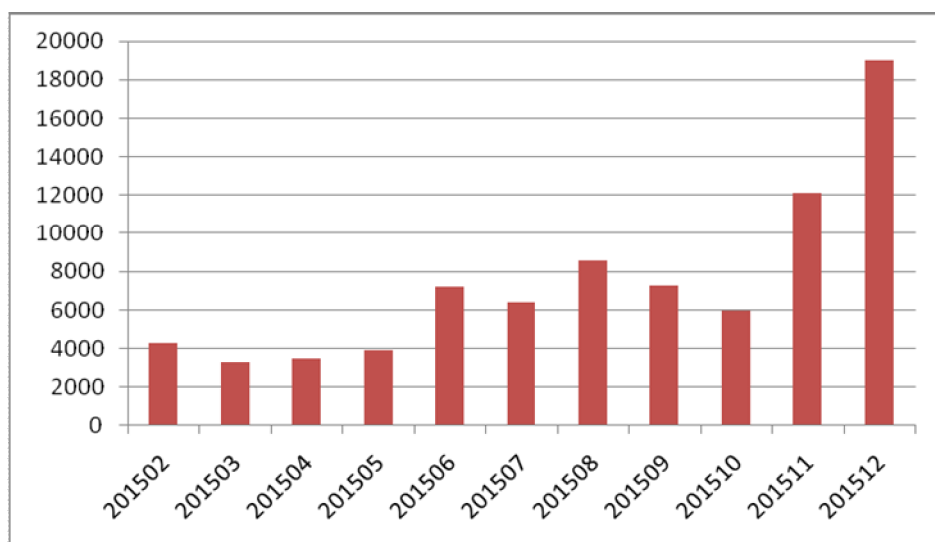


图2 2015年期权经营机构月度开户数

全年参与期权交易账户为 25577 户，占总开户数的 31.36%，日均参与交易账户为 2359 户。其中，参与过期权交易的个人投资者账户为 24954 户，机构投资者账户为 623 户。

上交所对个人投资者的期权交易权限实施了分级管理，将期权投资者分为三级，一级投资者仅限于持有现货的同时进行备兑开仓和保险策略开仓，二级投资者还可以进行买入开仓，三级投资者交易权限不受限制。截至 12 月 31 日，三级投资者数量和交易量在个人投资者开户数和交易量中占比均最大，开户数达到 60784 户，占比 75.85%，交易量占比达 92.03%；二级投资者 10785 户，占比 13.46%，交易量占比达 7.95%；一级投资者 8565 户，占比 10.69%，交易量占比不足 1%。

二、投资者交易行为特征

从交易的期权合约类型来看，投资者更偏好交易认购期权。全年认购期权交易量占总交易量的 56.77%，认沽期权占 43.23%。从投资者类别看，个人投资者认购期权交易占比为 59.68%，机

构投资者为 54.47%，个人投资者交易认购期权占比略高于机构投资者。

从期权买卖方向来看，个人投资者偏好买入开仓，占其所有开仓交易的 63.02%。机构投资者偏好卖出开仓（不含备兑开仓），占其所有开仓交易的 56.81%。备兑开仓主要由个人投资者使用。

表 1 2015 年不同类型投资者交易偏好

	个人投资者	机构投资者	全部投资者占比
买入开仓	34.30%	23.17%	29.71%
卖出开仓(不含备兑开仓)	19.77%	30.77%	26.30%
备兑开仓	0.36%	0.22%	0.22%
卖出平仓	28.94%	19.83%	23.48%
买入平仓（不含备兑平）	16.34%	25.87%	20.12%
备兑平仓	0.29%	0.15%	0.17%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

从交易目的看，保险、套利、方向性交易和增强收益四类交易行为分布较为均衡，占比分别为 15.38%、21.13%、31.72%和 31.77%。从投资者类别看，机构投资者主要以套利交易和增强收益交易为主，个人投资者则主要以方向性交易和增强收益为主。

表 2 2015 年不同交易类型成交量分布情况

交易类型	个人投资者	一般机构投资者	专业机构	总计
保险	15.05%	15.43%	18.76%	15.38%
套利	15.07%	37.90%	25.84%	21.13%
方向性交易	40.41%	11.43%	11.45%	31.72%
增强收益	29.48%	35.24%	43.96%	31.77%
合计	100%	100%	100%	100%

注：专业机构不包括做市商

第三章 交易参与人

一、证券公司

截至 12 月 31 日，共有 81 家证券公司取得了上交所股票期

权交易参与人资格，56 家证券公司取得自营业务资格。

81 家证券公司累计开立经纪业务账户 80648 户，占总开户数的 98.89%；期权经纪业务交易量 2745.94 万张（双向），占全市场成交量的 59%。证券公司期权开户数和成交量的分布均较为集中，开户数排名前十的证券公司累计开立账户数 49117 户，占全市场经纪业务客户数的 60.31%；成交量排名前十的证券公司累计成交量 1889.14 万张（双向），占全市场经纪业务交易量的 65.39%。

表 3 2015 年证券公司期权开户数前十名情况

期权开户数排名	证券公司名称	期权开户市场份额（%）
1	国信证券	12.86%
2	广发证券	9.31%
3	中泰证券	8.95%
4	安信证券	7.09%
5	银河证券	4.27%
6	华泰证券	4.20%
7	长江证券	3.84%
8	财通证券	3.66%
9	中信建投	3.20%
10	东北证券	2.93%

表 4 2015 年证券公司期权交易量前十名情况

交易排名	证券公司名称	期权交易市场份额（%）
1	华宝证券	18.51%
2	海通证券	9.47%
3	华泰证券	8.89%
4	中泰证券	5.51%
5	国信证券	4.92%
6	中信建投	4.26%
7	湘财证券	3.62%
8	广发证券	3.59%
9	国泰君安证券	3.58%
10	中信证券	3.04%

证券公司自营业务（不含做市商）总共成交 62.45 万张（双向），占全市场成交量的 1.34%。自营成交集中度较高，成交量排名前五的证券公司成交占比合计为 55.82%，4 家证券公司成交量大于 5 万张，16 家证券公司成交量低于 1 千张。

二、期货公司

截至 12 月 31 日，共 15 家期货公司取得了上交所股票期权交易参与人资格，共开立经纪业务客户账户 789 户，占全市场总开户数的 0.97%；经纪业务累计成交量为 142.94 万张（双向），占全市场成交量的 3.07%。期货公司的期权开户数和交易量分布也较集中，开户数排名前五的期货公司的开户数为 583 户，占全市场经纪业务客户数的 0.72%；成交量排名前五的期货公司累计成交量为 105.88 万张（双向），占全市场经纪业务交易量的 3.66%。

表 5 2015 年期货公司期权开户数前五名情况

期权开户数排名	期货公司名称	期权开户市场份额（%）
1	永安期货	0.22%
2	银河期货	0.15%
3	中国国际期货	0.14%
4	南华期货	0.10%
5	光大期货	0.09%

表 6 2015 年期货公司期权交易量前五名情况

交易排名	期货公司名称	期权交易市场份额（%）
1	永安期货	0.95%
2	银河期货	0.73%
3	光大期货	0.72%
4	华信万达期货	0.66%
5	南华期货	0.61%

三、做市商

截至 12 月 31 日,共有 8 家主做市商及 4 家一般做市商参与做市。主做市商总成交量 1659.42 万张(双向),占全市场 35.66%,总成交面值 4200.10 亿元。一般做市商总成交量 43.30 万张(双向),占全市场 0.93%,总成交面值 108.07 亿元。做市商日均持仓 18.13 万张,占全市场 33%。

从成交量占比看,期权上市初期,由于市场流动性较为缺乏,做市商成交量占比最高时接近 85%。随着其他市场参与者逐步增多和流动性的不断改善,做市商成交量占比逐步下降,与国际成熟市场水平接近。2015 年第四季度,主做市商成交占比约在 30%-40%之间,略低于美国市场当前水平(做市商占比约 40%-50%),远低于香港市场水平(做市商占比约 70%)。

从报价义务履行情况看,做市商均严格按照上交所要求进行双边报价。从全年情况看,随着做市商技术系统、人员配置等方面的不断完善,绝大多数做市商义务履行情况均有所提高。

表 7 2015 年主做市商月度评级及年度评级

	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	2015 年度
广发证券	AA	C	A	C	豁免	C	B	AA	A	AA	B
国泰君安	AA	AA	A	AA	豁免	AA	A	A	A	A	A
海通证券	AA	C	C	C	豁免	AA	C	A	A	B	B
华泰证券	AA	A	A	AA	豁免	AA	A	A	A	B	B
招商证券	AA	A	C	A	豁免	C	C	A	AA	AA	B

中泰证券	AA	A	A	A	豁免	C	B	B	A	A	A
中信建投	无	无	C	A	豁免	C	D	AA	AA	A	B
中信证券	AA	C	B	A	豁免	C	A	AA	AA	A	B

做市商在稳定期权市场、提高市场流动性和定价效率方面都发挥了重要作用。一是提升了不活跃合约的流动性，做市商在不活跃合约的成交占比显著高于活跃合约；二是缩短了成交撮合时间，以 9 月为例，有做市商的情况下，一笔当月平值认购期权订单成交时间平均约需 7.7 秒，剔除做市商后约需 11.3 秒；三是改善了市场价差，统计显示，在正常情况下做市商可使合约的价格差降低约 90%；四是增加了期权市场的稳定性，在交易所公开披露的五档行情中，做市商的双边报价占比通常超过 85%，增加了市场深度，降低了大单对市场价格波动的影响；五是提升了市场定价效率，目前主做市商均开发了较为完善的理论定价模型，且持续按交易所要求提供双边报价，确保了市场定价合理。

第二篇 功能篇

第四章 对标的证券市场影响积极正面

大量理论研究和境外期权市场实践均表明，股票期权对标的证券市场影响中性偏正面，有助于提升标的证券的流动性和定价效率，降低波动性，吸引长期和增量资金，在促进理性投资和资

本形成方面具有重要意义。上证 50ETF 期权上市以来的运行情况也充分证明了上述观点。从上市前后四个月比较看，期权推出显著提高了标的证券的流动性和定价效率，降低了标的证券的波动，有效提升了标的证券规模；即使在年中股票市场极端异常波动时期，50ETF 期权也未对股票市场产生负面影响。

一、对标的证券具有积极影响

一是有效提升了标的证券的流动性。50ETF 期权上市后，50ETF 的各项流动性指标提升幅度均优于其他 ETF，其买卖价差较期权上市前 4 个月降低了 22.2%，10 万元价格冲击指数降低了 23.1%，流动性指数提升了 64.3%。同时，上证 50 成份股的平均买卖价差与 10 万元订单价格冲击指数分别降低了 11.3%与 18.5%，流动性指数和五档订单深度均有较大提升。50ETF 期权的推出对提升标的证券及相关成份股流动性均起到积极作用。

表 8 上证 50ETF 期权上市后市场 ETF 的流动性变化对比

	交易额 (亿元)	买卖价差 (基点)	10 万元价格 冲击指数 (基点)	90 万元价格 冲击指数 (基点)	流动性指 数	五档订 单深度
50ETF	42.80	4.28 (-22.2%)	2.36 (-23.1%)	3.11	7213 万元 (+64.3%)	5185 万元
180ETF	14.62	4.88 (-19.2%)	3.32 (-17.7%)	5.64	3864 万元 (+63.0%)	3184 万元
300ETF	55.41	3.33 (-20.4%)	1.85 (-19.3%)	2.38	12515 万元 (+27.6%)	10230 万 元
380ETF	0.82	22.78 (-10.8%)	17.63 (-11.3%)	31.43	228 万元 (+27.4%)	467 万元
500ETF	2.34	8.46 (-9.3%)	6.62 (+4.7%)	12.43	1211 万元 (+8.9%)	1680 万元

样本时间区间： 2015.02.09-2015.06.30

表 9 上证 50ETF 期权上市前后上证 50 成份股现货市场流动性对比

上证 50	日均交易额 (50 成份合计)	买卖价差 (基点)	10 万元价格冲击指数 (基点)	90 万元价格冲击指数 (基点)	流动性指数	五档订单深度
上市前	1182.81 亿元	10.6	6.5	10.1	3684 万元	3661 万元
上市后	1943.15 亿元	9.4	5.3	7.9	5728 万元	5194 万元

样本时间区间：上市前 2014.10.09-2015.02.06，上市后 2015.02.09-2015.06.30

二是显著提升了标的证券的市场规模。上证 50ETF 期权推出首周，上证综指累计上涨 4.16%，上证 50 指数累计上涨 4.40%，50ETF 市值规模增加 5.36%，上证 50 成份股日均成交 1943.15 亿元，较上市前期增长了 64.28%。在期权上市后的四个月内，日均交易份数和交易额分别达到 14.76 亿份、42.80 亿元，较上市之前分别提高了 51%和 96%；总市值由上市前的 250 亿元，上升到 8 月 7 日的 393.65 亿元，50ETF 规模排名由第四上升至第一。基金日均持仓份额、持仓市值在其他同类型基金多数出现净赎回的情况下，仍然保持一定的增长幅度。

表 10 上证 50ETF 期权上市前后现货日均交易情况对比

上证 50ETF	日均交易份数	日均交易额	日均基金份额	日均基金市值
上市前	9.78 亿份	21.83 亿元	106.52 亿份	221.47 亿元
上市后	14.76 亿份	42.80 亿元	108.77 亿份	308.78 亿元

样本时间区间：上市前 2014.10.09-2015.02.06，上市后 2015.02.09-2015.06.09

表 11 上证 50ETF 期权上市后市场 ETF 规模变化对比

	2015/1/9 基金规模	2015/2/9 基金规模	2015/6/30 基金规模
50ETF	98.92 亿份	120.96 亿份	137.66 亿份
300ETF	84.83 亿份	75.92 亿份	58.46 亿份
380ETF	2.18 亿份	2.06 亿份	2.50 亿份

三是有助于降低标的证券波动，提高标的证券定价效率。上证 50ETF 期权上市后，上证 50ETF 日超额波动率为 1.337%，显著低于上市前 4 个月日超额波动率 1.529%的水平；与上证 50ETF 主要成份股一致的 300ETF 超额波动率也有大幅下降，而 380ETF、

500ETF 超额波动率则大幅提高。可见，期权的推出对平抑标的证券的波动、提高标的证券定价效率有积极作用。

表 12 50ETF 期权上市前后标的现货市场波动性对比

	上市前			上市后			前后超额波动率变化（百分比）
	收益波动率	价格波动幅度	超额波动率	收益波动率	价格波动幅度	超额波动率	
50ETF	2.467%	3.021%	1.529%	1.984%	2.802%	1.337%	-12.56%
300ETF	2.174%	2.603%	1.278%	1.800%	2.549%	1.144%	-10.49%
380ETF	1.621%	2.556%	1.310%	2.000%	3.878%	2.275%	73.66%
500ETF	1.521%	2.095%	0.925%	1.993%	3.293%	1.619%	75.03%

样本时间区间：上市前 2014.10.09-2015.02.06，上市后 2015.02.09-2015.06.09

二、对现货市场未产生做空压力

有一种观点认为，期权作为衍生产品可以进行多空双向交易，因此，容易对现货市场产生做空压力。但境外市场研究和上证 50ETF 期权上市以来实践均表明，期权不会对现货市场产生做空压力。

一是没有分流现货市场资金，反而吸引更多增量资金。从参加 50ETF 期权交易投资者的前后现货交易额和持仓市值来看，投资者不但没有因为期权交易本身分流现货资金，反而利用期权的保险功能愿意在现货上投入更多资金。在期权上市后，期权投资者的股票日均交易额和股票日均持仓市值分别提高了 68.0%（整体市场为 64.3%）和 49.6%（整体市场为 46.5%），表明参与期权交易的投资者没有分流股票市场的交易资金，反而为市场带来了更多的增量资金。同时，50ETF 的日均交易额和持仓市值分别提高了 545.6%和 2262.8%，远超过市场的平均水平，表明期权在为标的证券吸引增量资金方面作用明显。

表 13 投资者在参与期权交易前后的现货交易额和持仓市值

	股票日均 交易额	股票日均 持仓市值	50ETF 日均 交易额	50ETF 日均 持仓市值
上市前	9.22 亿元	35.22 亿元	0.57 亿元	0.43 亿元
上市后	15.49 亿元	52.68 亿元	3.68 亿元	10.16 亿元
增量	+68.0%	+49.6%	+545.6%	+2262.8%

时间区间：上市前 2014.10.09-2015.02.09；上市后 2015.02.09-2015.06.09

二是为卖出认沽期权进行的对冲交易，对现货市场影响极小。卖出认沽期权的对冲方式主要有三种：合约间对冲、卖出现货对冲、卖空期货对冲。第二种情况可能对现货市场带来一定的卖出压力，但从境内外实践看，这种影响极小。一方面，50ETF 认购期权的卖出量远高于认沽期权的卖出量，从整体上看卖出认沽期权无需对冲；另一方面，即使只考虑卖出认沽期权，其最主要的对冲手段是合约间对冲，统计显示，扣除合约间对冲后，为对冲风险需要卖出 50ETF 的交易量仅占同期 50ETF 交易量的 0.3%。

三是即使在异常波动行情中，期权交易也未对现货产生助跌效应或不良影响。以 6 月 26 日的大幅回调行情为例，参加期权交易的投资者当日累计买入 50ETF6.04 亿份，卖出 4.04 亿份，净买入 2 亿份，净买入面额 6.05 亿元，占当日 50ETF 总交易量的 1.82%。期权投资者在异常波动行情中现货买入量大于现货卖出量，未对现货市场产生做空压力。

第五章 对投资者与行业的影响

一、对投资者的主要功能

（一）为投资者提供了保险工具

与期货风险对冲功能不同，期权为资本市场提供独有的市场化风险转移（保险）功能。保险功能是期权市场最重要的功能之一，使投资者在保留未来潜在收益的同时，规避市场出现不利变化时带来的损失。50ETF 期权上市以来，保险功能逐步发挥，主要体现在以下方面：

一是事先构建保险策略，防范下行风险。投资者可以通过事先构建保险策略（在持有现货的同时买入认沽期权）对所持有的现货进行保险。对于使用保险策略的投资者，在市场暴跌时，认沽期权的盈利可以有效对冲股价下跌的损失。以 6 月 25 日的大幅波动行情为例，在持有现货的投资者中，共有 768 户持有认沽期权（共 4.16 万张），面额约 12 亿元。该部分投资者通过前期构建保险策略，有效规避当日因股价下跌而导致的 0.44 亿元损失，保险作用显著。

二是市场出现不利变化时，及时构建保险策略。在市场下跌行情中，投资者及时通过买入认沽期权构建保险策略，可以较好的为事先所持有的现货避险。以 6 月 25 日、26 日和 29 日的市场大幅回调行情为例，这三日分别有 722 户、869 户和 947 户持有股票的投资者买入 4.13 万、6.67 万和 7.01 万张认沽期权合约，面值分别为 12.3 亿元、19.5 亿元和 19.7 亿元，这些投资

者通过买入认沽期权及时进行避险，规避因股价下跌而导致的损失分别为 0.43 亿元、1.55 亿元、0.18 亿元。

三是对当日买进的现货构建保险策略。投资者买入现货后，一旦现货下跌，当日无法及时卖出止损。期权推出后，当日现货一旦下跌，投资者可以立刻买入相应数量的认沽期权，构建保险策略，锁定卖出价格，及时止损避险。以 6 月 25 日、26 日和 29 日的市场大幅回调为例，在这三日买入股票的投资者中，当日买入认沽期权的投资者数分别为 216 户、301 户和 320 户，买入的张数分别达到 1.96 万张、3.82 万张和 3.91 万张，面值分别为 6.6 亿元、6.4 亿元和 8.1 亿元。这些投资者及时通过构建保险策略对当日买入的现货进行保险，有效止损，分别规避损失 0.19 亿元，0.89 亿元，0.10 亿元。

（二）为投资者创造增强收益的机会

投资者在波动较小、趋势不明显的行情下，可以通过卖出期权获得权利金，增加其投资组合整体收益。以投资者普遍使用的备兑开仓策略为例，在行情波动较小的 11 月 13 日至 11 月 25 日，套利及波动性交易机会较少，但通过持有现货、卖出相应认购期权的备兑开仓策略，投资者可获得平均 2% 的额外收益。

（三）为投资者提供了观察市场的新角度

期权的价格和成交量往往蕴含了大量重要信息，投资者可以从中获得市场对相关标的证券未来波动或走势的预期信息。例如，通过认沽/认购期权比（即认沽期权与认购期权成交量之比）

可以判断当前市场多空力量情况，并据此制定相应的标的证券买卖策略。再如，芝加哥期权交易所推出的波动率指数因为能够反映市场对于后市波动程度的看法，是常被用来判断市场多空的逆势指标。上交所根据 50ETF 期权交易数据编制了中国波指(iVIX)，用于衡量上证 50ETF 未来 30 日的预期波动，一定程度上反映了市场投资者情绪，成为一项新的参考指标。

二、对行业的作用

作为我国首个场内交易的期权产品，上证 50ETF 期权的上市有力地推动了证券、期货行业的创新发展，在拓展经纪业务范围、促进财富管理创新、培育行业人才队伍等方面具有重要作用，有助于提升行业的国际竞争力、更好地应对未来资本市场开放的挑战。

股票期权业务有望成为证券、期货行业新的利润增长点。在成熟的美国期权市场，期权交易手续费收入占正股佣金收入的 20%，目前大部分开展期权经纪业务的证券公司期权手续费收入占公司手续费及佣金净收入比例仅为万分之六，未来有很大发展空间。期货公司可以参与上交所股票期权经纪业务和与备兑开仓、行权相关的标的证券经纪业务，扩大了业务发展范围，有助于其培育新的业务增长点，提升公司的综合竞争力。此外，股票期权业务的出现为证券、期货公司提供了“弯道超车”的机会。一些在股票市场业务份额占比较小的证券公司，在期权市场通过加大业务资源投入和提供特色服务，使期权业务市场份额远高于

其股票业务市场份额。

股票期权业务的推出，为证券行业做市、自营、资产管理等业务线提供了发展机会，丰富了其产品线。一些机构投资者运用股票期权进行套期保值交易来提高收益，同时，利用期权、债券、股票等资产合成结构性产品，满足不同风险偏好投资者的需求。截至 12 月 31 日，已有 20 余个基金公司专户产品进行了期权投资。

第三篇 组织与监管篇

第六章 交易组织与市场建设

一、产品与交易机制优化

股票期权在境外市场虽然是十分成熟的金融衍生工具，但对我国资本市场而言仍然是一项无先例、无实践的重大创新。考虑到期权产品的复杂性和中国市场现阶段特点，上交所确立了偏谨慎的产品开发思路，提出了“高标准、稳起步、严监管、控风险”十二字总的指导思想和“规则、系统、账户、资金、风控、运行”六个独立的产品设计原则，目标是在合理借鉴国际期权市场和国内期货市场经验基础上，建设符合中国市场实践和投资者需要的股票期权市场。

上证 50ETF 期权上市后，上交所持续推动期权产品和交易机

制创新和功能完善，研究相关配套机制的可行性。

一是完成组合保证金和证券充抵保证金方案设计。组合保证金业务已经在模拟交易系统中上线试运行。通过组合保证金和证券充抵保证金的功能，可以大幅降低卖出开仓的成本，提高期权市场资金和证券的使用效率。

二是完成大宗撮合交易业务方案，探索建立股票期权平行交易市场。期权大宗交易的平行市场是对期权竞价撮合平台的重要补充，可以降低大宗订单对市场价格的影响和冲击，有效抑制市场投机，有利于维护期权市场正常交易秩序，促进市场功能发挥。

三是在全球首次推出期权市场质量指数。该指数是衡量衍生品市场运行质量的指数，是监控期权市场风险的有力工具，从流动性、定价效率和投机风险三个方面反映期权市场运行质量，为期权市场监管提供了重要参考。

四是积极探索相关配套产品和交易机制，完成证券借贷合约方案设计和标的证券日内单次“T+0”交易机制可行性方案。证券借贷合约交易是对我国当前证券借贷机制的有益补充，有助于提升证券借贷业务的效率 and 市场化水平，降低借贷成本，对市场定价效率、避免市场暴涨暴跌、促进股票市场长期稳健发展有重要意义。股票单次“T+0”交易允许投资者当日内对股票进行一次回转交易，即当日买入证券当日可以卖出但卖出资金不可用。该制度一方面为中小投资者提供了规避隔夜风险的手段，另一方面在不加剧市场过度投机的基础上提高市场流动性，降低特

殊情况下流动性不足和价格操纵风险。

二、规则制度完善

交易所股票期权业务规则是具体规范期权交易的直接法律依据，是期权市场规范运行的主要制度保障。根据中国证监会制定的《股票期权交易试点管理办法》，上交所作为期权市场组织者，立足于规范期权交易，制定了《股票期权试点交易规则》、《股票期权试点投资者适当性管理指引》、《股票期权试点做市业务指引》等业务规则，并与负责股票期权结算业务的中国证券登记结算有限责任公司共同颁布了《股票期权试点风险控制管理办法》。中国证券登记结算有限责任公司从规范期权结算业务出发，制定了《股票期权试点结算规则》以及《结算参与人期权结算业务管理指引》、《结算银行期权资金结算业务指引》等结算业务规则。

为了配合上述期权市场业务规则的实施，指导期权经营机构完善期权业务流程、加强市场风险控制，上交所和中国结算针对经纪业务、自营业务、做市业务、结算业务以及风险控制管理等方面，分别制定相应的业务指南，对期权经营机构快速开展这项我国资本市场全新业务起到了积极作用。

三、交易运行管理

根据期现独立的原则，上交所将股票期权和股票交易的运行管理进行分离。期权交易运行管理主要包括合约管理、参数管理、结算价管理以及盘前、盘中和盘后各项业务操作。2015 年，上

交所期权市场交易运行总体平稳有序，没有出现运行操作事故。

期权产品具有合约数量多、合约包含信息多、合约操作多（包括标的证券价格变动后的合约波动加挂，合约到期摘牌和到期加挂，合约调整加挂）等特点，保证合约信息的准确性是期权交易运行管理最重要的工作。上证 50ETF 期权上市首日挂牌合约 40 个（包括 4 个月份、5 个行权价的认购和认沽合约），12 月 31 日挂牌合约数为 100 个；全年累计挂牌合约 510 个，其中，波动加挂 370 个，到期加挂 100 个；到期摘牌 410 个。

2015 年，为确保期权市场交易运行管理的安全、可靠和高效，上交所强化了对合约操作的校验和比对，进一步梳理优化业务流程以及完善细化了股票期权应急处置规程与预案，利用期权全真模拟交易环境每月进行应急演练，以提高应急处置效率，保障期权市场安全运行。

四、市场推广

从境外市场发展经验来看，期权是最复杂的金融衍生产品，有效的市场推广和培育工作是市场成功发展的关键。

期权产品上市前，上交所针对我国投资者特点持续开展了一系列市场推广活动。一是组织开展了期权讲师培训活动，针对会员营业部开展了讲师培训，累计培育“特约讲师”164 名、“讲师”819 名，建立了一支懂知识、会业务的“千人”讲师队伍，帮助会员解决分支机构讲师匮乏的问题。二是从投资者需求出发，制作投放了一批内容丰富、通俗易懂的投教产品，包括系列

动画片《股票期权 ABC》、“上交所期权一点通”订阅号、《期权知识系列丛书》(5 本)、“股票期权快问快答”、四大证券报“期权投教专栏”等。三是同步开展了一系列股票期权推广活动,如针对期权基本策略组织开展“ETF 期权策略推广月”、“交易策略大赛”、“交易策略应用大赛”和“百日巡讲”等活动,超过 15 万投资者直接参与相关推广活动,有效强化了投资者对 ETF 期权特点、交易策略和风险的认识。四是为进一步落实投资者适当性管理制度,上交所开发了配套的股票期权知识测试系统,十余万名投资者和从业人员参加了网上测试。

期权产品上市后,上交所为进一步普及期权产品运用,推出了“四大”专题活动,以丰富市场培育层次,提高期权市场推广覆盖面。一是举办“上交所期权策略顾问”系列培训。为提升期权经营机构业务人员的专业能力,上交所针对期权经营机构投资顾问举办了初、高级培训班,初级班全年共举办了 14 期,累计培训从业人员 2279 名,高级班全年举办 1 期,累计培训从业人员 125 名。二是举办个人投资者专场培训。为夯实市场发展基础,培育合格个人投资者,上交所首次开展直面个人投资者的大规模培训活动,在全国 53 个城市向 40 余家券商提供了 169 场培训,累计培训 41058 名个人投资者。三是举办“上交所期权交易员”培训。为提高我国期权市场机构投资者期权交易专业能力,建立期权交易商队伍,上交所面向机构自营、资管、保险、基金、信托等从事期权交易的专业人员举办交易员培训,2015 年共举办 2

期培训，累计培训 110 人。四是开展“高校期权精品课堂”活动。为进一步营造良好的金融衍生品市场发展环境，培养潜在专业人才，上交所与 7 所高校联合开设《股票期权交易理论与实务》学分课程，将理论知识、模拟交易、市场案例研究融于一体，2015 年秋季学期共 593 名学生选修了该课程。

五、技术系统建设

上交所股票期权交易技术系统是一套完全自主开发的安全、可靠、高效、可扩展性强的交易系统。期权交易系统独立于股票交易系统，以确保期权交易技术风险不会影响股票交易。

上交所高度重视技术在期权市场交易与风险管理中的运用，在期权制度设计时，充分遵循了“技术为先”的设计理念。与股票交易系统相比，期权交易系统在以下四个方面实现了创新突破：一是在全球期权市场首次实现了资金的前端控制，二是全球首次对期权产品引入熔断机制，三是充分利用技术手段进行投资者账户层面的交易与持仓管理，四是建立一套功能强大、性能接近真实交易系统的全真模拟交易系统。

股票期权交易系统采用参考数据内存化处理技术，支持高速订单撮合，能够满足期权市场快速增长的交易需求；支持每日交易数据重演，保证了技术系统在故障情况下支持灾备无缝切换，提升系统整体可用性；采用可扩展的市场端报单接口和FAST行情协议，显著提升了技术系统的整体性能，期权市场行情更新频率达到每秒2幅。

第七章 期权市场监管

一、风险控制机制设计与完善

基于我国股票市场以散户为主的这一现状，上交所在股票期权推出初期实施了非常严格的风控机制：一是制定了严格的投资者适当性管理制度，包括“五有一无”的投资者准入和投资者分级管理要求；二是初期设置了较为严格的限额管理，包括限仓、限购、限交易；三是采用循序渐进的持仓限额管理机制，即对任何一个新进入的投资者，都要经历持仓限额从小到大这样一个循序渐进的过程。

上市后，上交所进一步明确了“三严”的风险监管基本原则：一是严控过度投机，避免市场成为投机炒作的工具；二是严防风险溢出，避免期权市场对股票市场产生消极影响；三是严守风险底线，避免极端风险事件发生。为此，上交所全面梳理了期权市场潜在风险点，建立了涵盖市场风险、交易行为及市场质量三大类 22 个子类近 500 余项指标的风险监控体系。同时，通过总结上市以来的运行经验，并针对类似“327 国债期货事件”、“光大 816 事件”等市场极端场景进行沙盘推演和压力测试，不断强化期权市场极端风险事件的预防与处置措施。

二、持仓限额管理

持仓限额管理是上交所期权市场风险管理和交易行为监管的一项重要制度。持仓限额管理有利于防范市场价格操纵，防止期权市场风险过度集中于少数投资者，具体包括限仓、限购、限

交易。

产品上市伊始，上交所即明确了“风险可控、循序渐进、明确预期”的持仓限额管理原则，根据市场发展情况及时调整持仓限额，在确保整体风险可控的同时，充分发挥期权市场的经济功能。

上市初期，持仓限额管理较为严格，单个投资者权利仓持仓限额仅 20 张、总持仓 50 张，单日买入开仓为 100 张，同时，投资者买入开仓的资金总额不得超过其账户自有资产的 10%。3 月底第一次行权结束后，随着投资者对期权产品逐步熟悉，上交所根据市场发展需要，将符合一定条件的投资者权利仓持仓限额调整为 100 张。5 月初第三次行权结束后，上交所再次调整了持仓限额，将符合一定条件的投资者权利仓持仓限额调整为 1000 张。9 月初在我国股票市场出现异常波动后，上交所及时下调了持仓限额，并将单日买入开仓限额调整为单日开仓限额，进一步加强了持仓限额管理。

三、程序化交易监管

上交所是我国较早对程序化交易采取较为严格监管措施的市场。《股票期权交易试点规则》对程序化交易报备与监管等进行了明确规定，《证券公司股票期权业务风险控制指南》中进一步明确明确了期权程序化交易的报备范围及备案机制。试运行 1 个月后，上交所根据程序化交易监控情况，及时向市场发布了《关于加强股票期权程序交易管理的通知》，对期权经营机构的接入管

理、风险控制等方面进一步明确了要求。与此同时，上交所加强了对疑似程序化交易行为的核查。

随着程序化交易账户的增加，为提高程序化交易的风险控制能力，上交所针对程序化交易行为进行了深入分析与梳理分类，并针对程序化交易行为设计了独立的风控指标，建立了程序化交易实时监控与核查系统，实现了差别化的账户重点监控机制，同时对程序化交易引起的交易异常设立了快速、完善的应急处置机制。

四、做市商行为监控

做市商是股票期权市场的重要参与者，上交所在《上海证券交易所股票期权试点做市业务指引》、《股票期权做市业务指南》等规则文件中，明确了做市商准入和交易行为监管等相关制度，并严格对其做市行为进行监管。

在做市商准入阶段，上交所通过制度文本及现场检查形式，确保做市商风险管理和内部控制制度完备、人员配置充足和技术系统可靠，保证做市业务风险可控；同时，严格要求做市商建立内部业务隔离制度，防范利益冲突。

为规范做市商行为，上交所对做市商自成交、异常报价、希腊字母值、单位时间内申报笔数、持仓集中度、保证金占用比例等指标进行实时监控，并建立了快速反应和处置机制。此外，上交所分别于第一季度、第三季度要求做市商进行了风控及系统压力测试，督促做市商结合压力测试情况加强自身风险管理。

第四篇 认识篇

第八章 对期权认识的四大误区

当前，市场各方和学术界对金融衍生品的认识存在不少分歧。在各种衍生品中，期权是较为复杂的产品，被誉为“皇冠上的明珠”。同时，期权在我国尚属新生事物，广大投资者、媒体和部分业内人士对期权产品还不够熟悉，对期权认知存在不少误区，主要表现在以下四个方面：

误区一：混淆期权与期货。我国《期货交易管理条例》在期货交易的定义中明确了“期货交易是指以期货合约或者期权合约为交易标的的交易活动”，在监管实践中也将期权纳入期货交易进行监管，因此，不少人士认为期权属于期货的一种。但实际上，二者属于完全不同的两类产品，期权不属于期货。主要体现在以下三个方面：

一是产品特性不同。首先，期货是一种交易方式，而期权是权利的证券化，属于一种特殊形式的证券。因此，期货合约本身无价值，买卖双方到期前均不需要向对方支付费用；而期权合约类似保险合同，买方为了获得未来买入或卖出标的资产的权利，需要向卖方支付权利金（即权利证券化的价格），类似保险费。其次，二者买卖双方的权利义务和盈亏特点不同。期货的买卖双方权利义务对等，双方均有履约的义务，而期权买卖双方的权利义务是不对等的，买方有权利无义务，卖方有义务无权利。

因此，期货盈亏是线性的，买卖双方都可能面临无限的盈利与亏损，而期权卖方的盈利仅限于其获得的权利金，但有可能面临无限的损失，期权买方的最大亏损仅限于购买期权的权利金，而盈利潜力则是无限的。第三，因产品特性不同，二者的经济功能也有较大差异。期货主要用于风险对冲，没有风险转移功能。期权不仅可以用于对冲风险，还可以转移风险，为投资者提供保险功能，在规避亏损的同时保留未来盈利的可能性。

二是期权不属于期货是学术界和业界的基本常识。全球衍生品教科书均把期货、期权列为两种并列的基本衍生产品，二者性质不同，定价逻辑迥异。在实践中，各国际组织，如国际交易所联合会（WFE）、国际清算银行（BIS）等也均把期货、期权分开进行统计。

三是成熟市场均把股票期权纳入证券进行立法。例如，美国《1934 年证券交易法》和香港《证券及期货条例》均明确股票期权属于金融产品中的证券产品，在《证券法》中予以规范。

误区二：期权像期货一样对现货价格走势有先导作用。事实上，期货作为风险管理工具，对现货市场的影响应该是中性的。而股票期权无论从理论还是实践上看，对股票市场的影响是中性偏正面的。

首先，股票期权对股票市场并没有直接的反作用，更无先导作用。从产品特性来看，期权是类似保险的非线性产品（保留收益、转移风险），期权交易的是权利金，权利金是根据标的证券

价格、合约行权价格、无风险利率、合约到期时间及隐含波动率等多种因素推导而得，是多种因素的综合预期，主要取决于股价波动的变化，而对股价并没有直接的反作用。此外，期权合约众多，认购合约和认沽合约同时存在，通常情况下，无论股票价格如何变化，总有一部分合约价格上涨，同时有一部分合约价格下跌，对股价的反作用很小。

其次，从股票期权买卖双方的动机和预期来看，期权不是做空工具，相反期权投资者做多需求强烈。从认购、认沽、买方及卖方角度分析，大致有八种情况，其中，三种情况对股价有较积极影响，四种情况基本无影响，只有一种情况有较小影响（即作为认沽期权的卖方可能会卖出少量股票或相关期货对冲风险）。但由于期权对冲和定价的特殊性（权利金与股价变化并非线性关系），绝大部分期权对冲采用合约相互对冲的方式（约占四分之三），且即使对剩余合约通过股票卖出对冲，其卖出的数量相对剩余期权合约而言也很少，从境外经验看，该对冲比例一般在30%左右（平均持仓合约的Delta值约0.3）。

表 14 股票期权买卖方对市场的看法和影响

	分类		对市场看法	对现货影响	备注
认购期权	买方		看涨	无	仅代表买方看多市场的看法，不代表其做多市场的能力
	卖方	备兑开仓	小涨，至少不跌	影响正面	买入或已持有股票
		裸卖（无对冲）	价格波动尽可能小	无	卖方收益与股价下跌非线性相关，卖方最大收益即权利金，因此无做空市场的动机
		有对冲	价格波动尽可能小	影响正面	买入部分股票对冲风险

认沽期权	买方	持有股票时 买入(保险)	看涨	影响正面	已持有股票, 减少其抛售股票的 动机和行为
		裸买	看跌	无	仅代表买方看空市场的看法, 不代表其做空市场的能力
	卖方	无对冲	价格波动尽 可能小	无	股价下跌将导致卖方损失, 但 卖方最大收益即权利金, 因此 也无做多市场的动机
		有对冲	价格波动尽 可能小	有较小的负 面影响	卖出少量股票或期货对冲风 险

最后, 从境内外期权市场实践经验看, 股票期权产品对股票市场的影响中性偏正面。特别是, 股票期权推出可显著提升标的证券的流动性, 降低标的证券的波动性, 对提高标的证券估值和平抑标的证券的非理性波动有重要作用。此外, 股票期权推出后, 由于可以更好地管理风险, 原本不愿参与市场的资金可以参与进来, 原本想离场的资金可以留下, 因此期权有利于吸引长期资金入市, 推动市场健康发展。

误区三: 期权主要用于投机。事实上, 这种观点十分片面。期权可以用于投机, 但从境内外实践看, 期权是一种非常有效的投资管理工作, 主要是用于保险和增强收益, 投机交易只占期权交易的较小比例。在美国市场, 股票期权应用于投资组合交易占比为 38% (结合现货市场组合操作), 用于投机比例不足 27%, 而套利、对冲的比例为 24%; 香港市场套利、套保、投机交易占比分别为 15%、50%、35%, 投机行为占比约在三分之一。从上证 50ETF 期权交易情况看, 保险目的的交易量约占整个市场交易量的 20%, 套利和增强收益交易占比近 60%, 投机性交易仅占四分之一左右, 市场投机程度较低。

误区四：高频交易是期权交易的主要模式。从境内外市场看，高频交易是期货市场最主要的交易模式，但不是期权交易的主要模式，原因在于期权的合约较多，交易力量分散。期权合约有较多行权价和到期月份，因而合约数量较多，各合约的流动性差异较大，多数合约流动性较差，高频交易快速进出市场会带来较大的交易成本。从上证 50ETF 期权情况看，包括高频交易在内的程序化交易占比不到 10%。

第五篇 展望篇

第九章 上交所期权市场发展展望

自 2 月 9 日上证 50ETF 期权上市以来，期权市场运行总体平稳，市场功能得到初步发挥，但市场规模仍有进一步提升的空间。2015 年，美国标普 500 ETF 期权日均成交面值约 500 亿美元，与标普 500 相关的股权类期权的期现成交比约 2.5。目前，上证 50ETF 期权日均成交量约为 11 万张，日均合约成交面值不到 30 亿元，期现成交比仅 0.03，与国际成熟期权市场相比，绝对市场规模和相较于现货的相对市场规模均尚小，市场处于起步阶段，市场覆盖面和功能发挥仍然有限，有较大的发展空间。

展望未来，随着市场参与者对期权产品的日益熟悉，越来越多的投资者将使用期权产品进行投资和风险管理，期权市场投资

者数量和交易规模有望持续平稳增长。2016 年，上交所将从以下三个方面进一步推进股票期权市场平稳健康发展：

第一，进一步加强风险控制与自律监管，严控过度投机、严防风险溢出、严守风险底线，确保市场平稳运行。一是加强对投机行为占比、成交持仓比、期现成交比等重点指标的监控。二是加大对程序化交易、日内回转交易、大额交易、频繁报撤单等行为的监控。三是督促期权经营机构引导投资者理性投资，严格执行关于投资者适当性管理的各项要求。四是加强对期权市场投资者权益的保护，进一步发挥期权市场功能。

第二，完善配套机制，进一步降低市场成本，提高市场效率。择机上线组合保证金和证券充抵保证金功能，推出与竞价交易平行的大宗撮合交易平台，引入询价机制，研究推出股票证券借贷合约交易产品。

第三，进一步做好市场推广工作，拓宽投资者覆盖面。面向期权经营机构投资顾问、个人投资者等不同对象持续开展培训推广活动，加大对基金、保险、信托等专业机构投资者的培训和推广力度。根据投资者的切实需求，编写一系列期权培训讲义，灵活运用线上、线下手段，多渠道普及期权知识。