



2015.1.19

金融工程(专题报告)

期权

期权市场结构与交易流程

分析师： 范辛亭

☎ (8621) 68751859

✉ fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号:S0490510120008

联系人： 庄皓亮

☎ (8621) 68751259

✉ zhuanghl@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

报告要点

■ 期权市场结构

期权市场主要由做市商、经纪业务主体、中间业务主体、结算业务主体、存托业务主体、交易所和投资者构成。

■ 期权市场中各角色的作用与运作流程

期权做市商通过买卖价差获得利润，通过对冲平抑头寸风险。

证券公司与期货公司作为经纪商，接受委托，代客户下单。

中登负责期权交易的日常结算与行权结算。

个人投资者与机构投资者出于套保、套利、投机等目的在期权市场上买卖期权。

■ 期权买卖流程

期权的买卖方式与股票的买卖方式不同，买入期权需要交纳权利金，卖出期权则需要存入保证金。

目录

期权市场结构	3
期权市场组成部分	4
做市商	4
期权投资者	7
经纪商	9
结算业务	9
期权交易流程	12
买入期权的流程	12
卖出期权的流程	13

图表目录

图 1：期权市场结构图	3
图 2：做市商机制结构图	4
图 3：做市商获利流程图	5
图 4：做市商风险控制流程图	6
图 5：套利交易流程图	9
图 6：中登日常结算流程图	10
图 7：中登行权结算流程图	11
图 8：买入期权流程图	12
图 9：卖出期权流程图	13
表 1：期权市场角色构成	3
表 2：期权市场投资者类型	7
表 3：期权市场投资者目的	7

期权市场结构

期权市场主要由做市商、经纪业务主体、中间业务主体、结算业务主体、存托业务主体、交易所和投资者构成，各项业务具体的实施主体如下表所示：

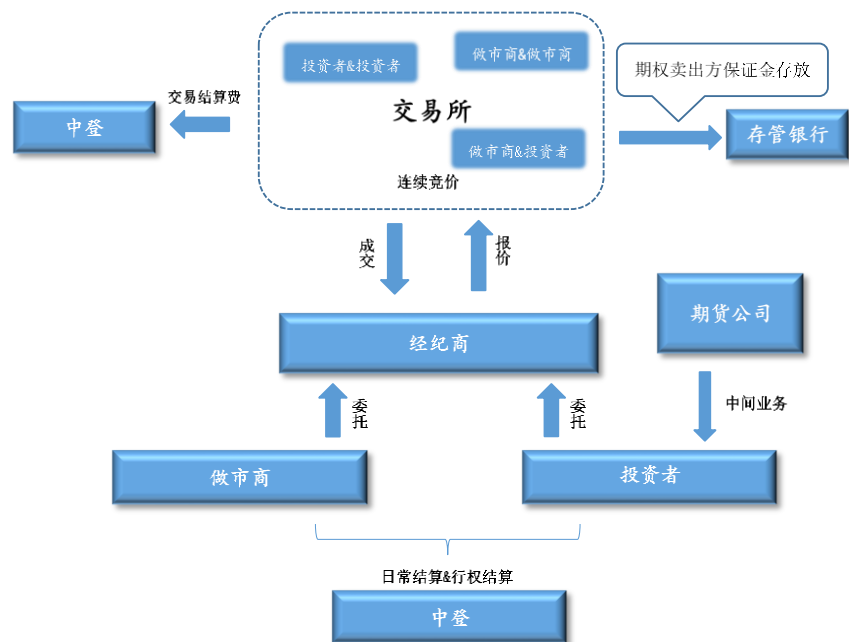
表 1：期权市场角色构成

市场角色	实施主体
做市商	证券公司、期货公司子公司
经纪业务	证券公司、期货公司
中间业务	期货公司
结算业务	中国证券登记结算有限公司（以下简称中登）
存管业务	存管银行
交易所	上海证券交易所（以下简称上交所）
投资者	证券公司自营、基金公司、个人投资者。 交易方式：买入看涨，买入看跌，卖出看涨，卖出看跌

资料来源：长江证券研究部，DisplaySearch

期权市场的基本结构如下图所示：

图 1：期权市场结构图



资料来源：长江证券研究部

期权市场组成部分

分析了期权市场的总体构成后，我们对几个重要的市场组成部分进行分析。

做市商

做市商（Market Maker）是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为特许交易商，不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（即双向报价），并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。买卖双方不需等待交易对手出现，只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。

根据最新的《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》，证监会规定的可以从事做市业务的机构有**证券公司和期货公司子公司**。

做市商利润来源

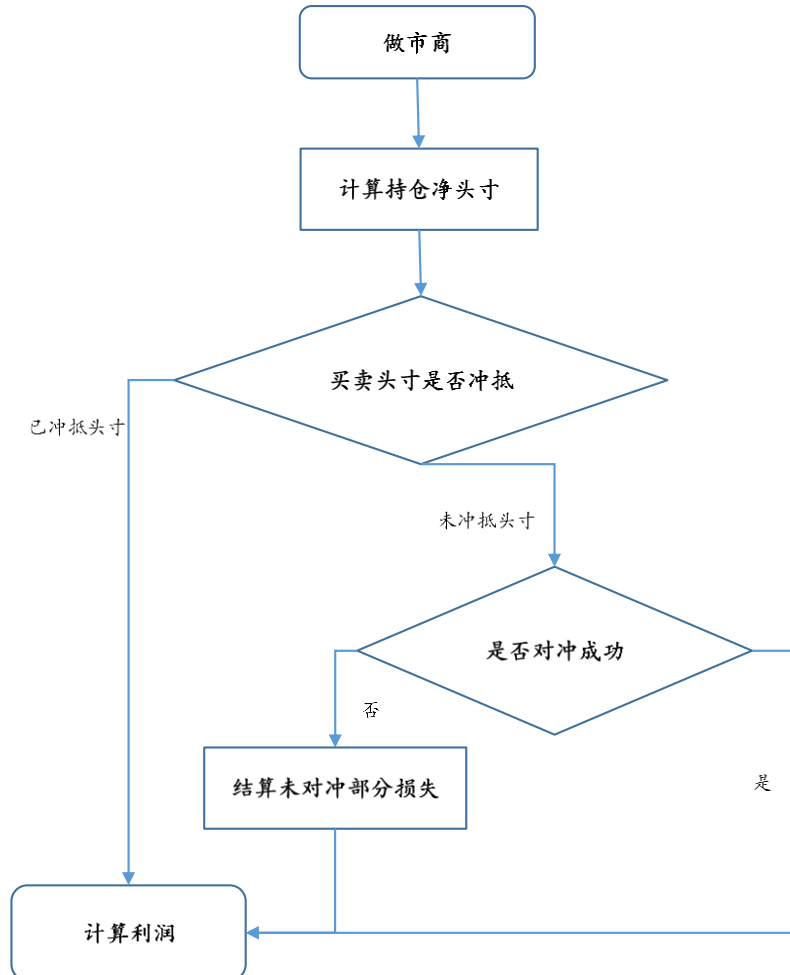
做市商最主要的利润来源就是在提供双向价格时的**买卖价差**。做市商连续提供证券的买入价格和卖出价格，由于卖出价格比买入价格要高，这样在最终买入量和卖出量处于均衡时，两者之间的差值构成的买卖价差就能给做市商带来收入。这种买卖价差是合理的也是必须存在的，一方面做市商需要用其补偿自己做市过程中产生的指令处理成本、存货成本、信息成本及其他各项营业硬性支出；另一方面买卖差额也为做市商提供利润，让其持续地为市场服务。

图 2：做市商机制结构图



资料来源：长江证券研究部

图 3：做市商获利流程图



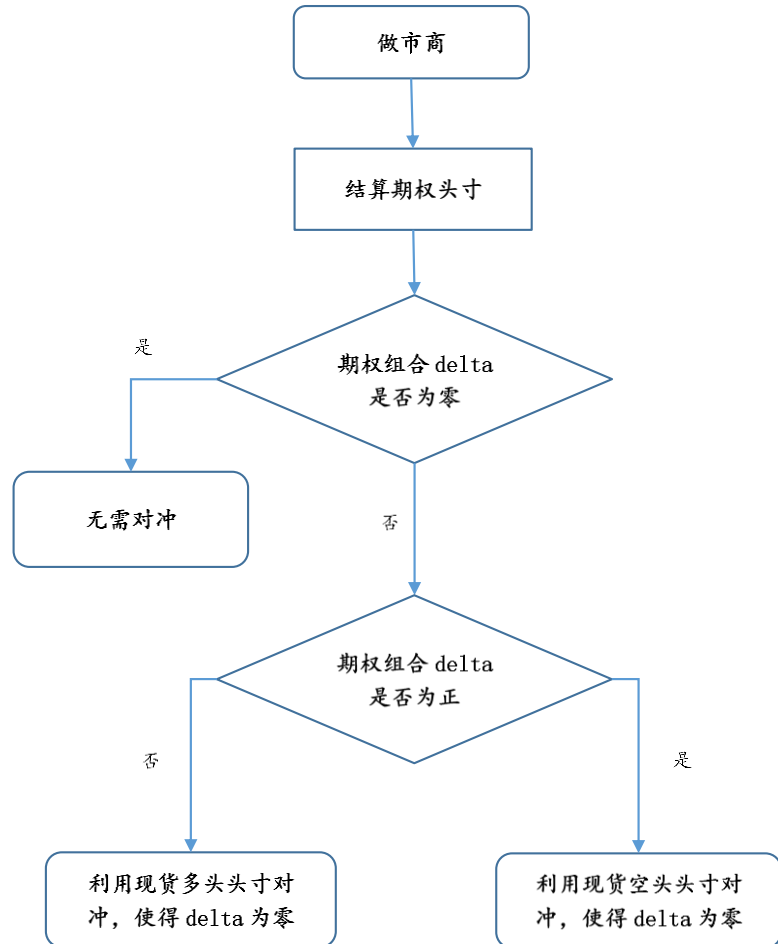
资料来源：长江证券研究部

做市商风险管理

由于做市商需要提供买卖的**双边报价**，由此就造成了做市商头寸可能无法配平，**多余头寸**造成做市商可能持有不同期限、不同执行价、不同方向的看涨看跌期权组合，标的资产价格的波动就有可能给做市商带来较大的风险。因此，做市商风险的管理需要格外的重视。

理论上控制期权头寸的风险主要有 **delta 中性**和 **gamma 中性**两种方式，但是由于 **gamma 中性**需要非线性的期权来套保，而做市商无法控制投资者的询价行为，因此很难采用这一方式。因此，做市商风险控制的手段主要是 **delta 中性**套保，通过现货头寸的调整保证期权组合的 **delta** 为零，但是由于 **delta** 随时间波动，因此要保持 **delta 中性**对做市商风险控制能力提出了极大的挑战。

图 4：做市商风险控制流程图



资料来源：长江证券研究部

期权投资者

期权作为一种非线性的金融衍生品，以其有别于传统线性产品的收益结构，吸引着不同需求的投资者，其中，证监会规定的三类投资者如下：

表 2：期权市场投资者类型

投资者分类	包含投资者类别	权限
一级权限投资者	个人投资者	持有标的现货：备兑开仓、认沽期权买入开仓、平仓或者行权
二级权限投资者	个人投资者	一级权限+所有上市期权合约进行买入开仓
三级权限投资者	普通机构投资者 专业机构投资者	二级权限+保证金卖出开仓

资料来源：长江证券研究部

每一级的投资者的权限不同，需要逐级通过证监会的等级考试并满足相关条件，方可获得下一级的权限。

个人投资者与机构投资者期权交易的可能目的如下：

表 3：期权市场投资者目的

投资者分类	目的
个人投资者	投机者 持有期权的时间相对较短，风险高
	套利交易者 无风险收益，需注意保证金管理
	套期保值者 平抑现货风险，持有期较长，往往需要展期
机构投资者	公募基金 可能会以套期保值目的为主
	保险资管、券商资管 可能会以套期保值目的为主
	券商自营、私募 可能会以套利、投机目的为主
	信托 可能会以套期保值目的为主
	银行 可能会以产品设计目的为主，构建结构化保本产品

资料来源：长江证券研究部

不同的投资者，买卖期权目的并不相同，其主要目的可以分为三类：投机、套保、套利。

以投机为目的的投资者，借助期权 T+0、可以买卖、可以保证金加杠杆等特性，对标的资产价格的走势进行预测，买入看涨或者看跌期权，进而获得高额的收益，由于买入期权的最大损失即付出的期权费，而理论上的收益则是无限（看涨期权），因此期权的推出将会成为投机者追捧的新目标。这样投机类投资者一般持有期权的时间相对较短，期权价格波动敏感度较高。投机目的的交易者的交易流程，参照买入看涨或看跌期权的流程。

以套保为目的的投资者，往往持有相应的标的证券，为了规避标的证券价格下跌的风险，通过买入看跌期权等方式对现货进行套期保值。

套保的方式主要有两种：**到期套保与 delta 套保**。

到期套保，只的是以 1:1 的比例用期权对现货进行套保，保证期权到期时，能够弥补现货价格下跌的损失。

delta 套保，指的是通过实时的期权头寸调整，保证组合 delta 为零，使得组合对现货价格波动免疫，这样的投资者往往面临流动性问题，因此在主力合约切换时，往往需要平掉前一个期权，买入新的期权，即进行展期。

套保为目的的投资者的交易流程，参照买入看跌期权的交易流程。

以套利为目的的投资者，利用期权产品的特性，当出现套利机会时，通过将不同行权价，不同性质或不同方向的期权构建无风险组合，赚取无风险收益。

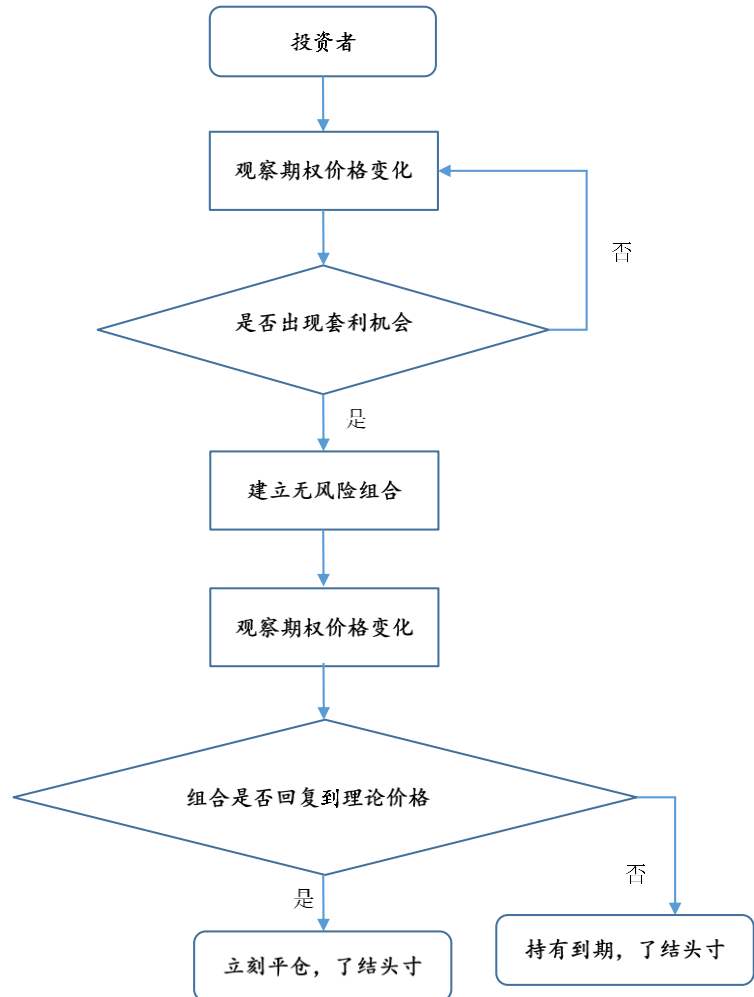
套利交易的活跃能够保证期权价格的公允，维护期权市场价格。

主要的套利方式有：**期现套利、垂直价差套利、平价公式套利、箱式价差套利等。**

不过，在期权刚刚推出的初期，期权套利的空间相对会比较大会比较大，但是需要注意相应的保证金管理，以免出现强行平仓。

套利交易的大致流程如下：

图 5：套利交易流程图



资料来源：长江证券研究部

经纪商

经纪业务主体指的是在交易所拥有交易席位，接受客户委托，代理客户买卖证券的金融机构。

根据证监会发布的《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》，允许进行期权经纪业务的机构有**证券公司和期货公司**。

结算业务

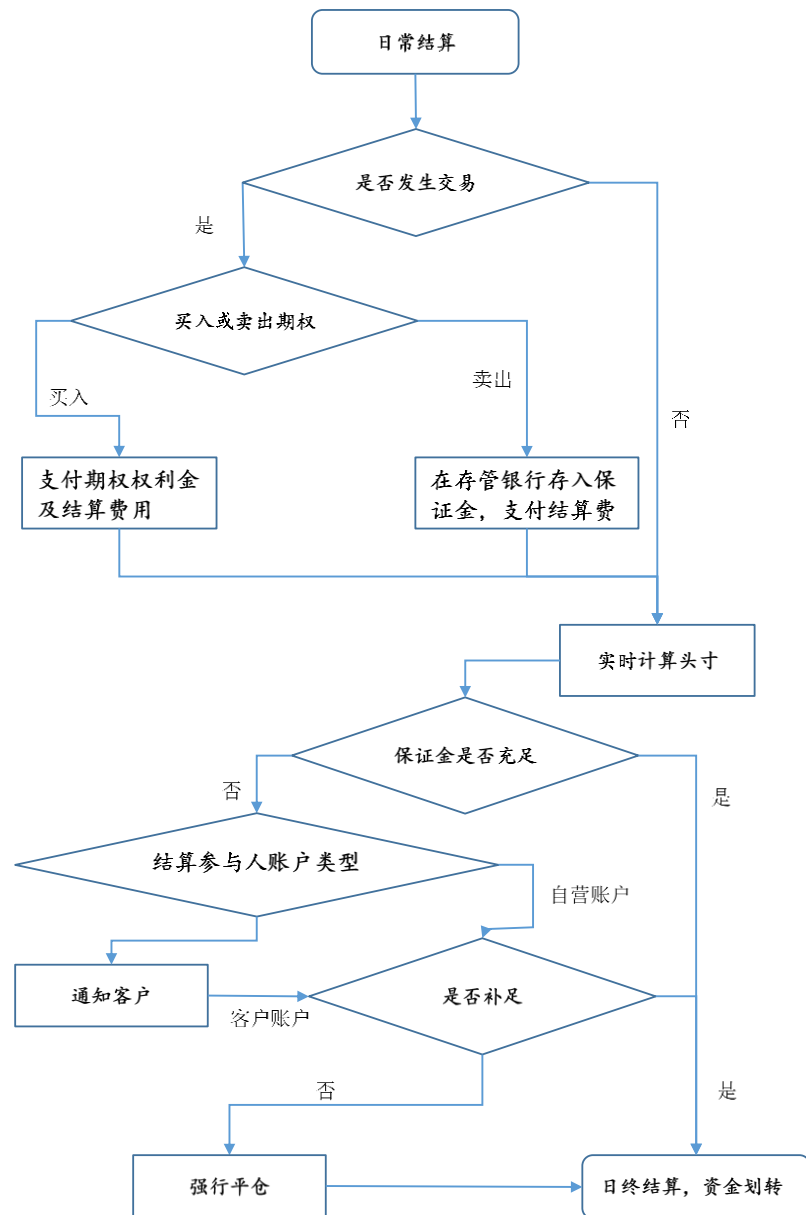
期权结算业务包括日常交易结算和行权结算，是指**中登**根据《中国证券登记结算有限责任公司关于上海证券交易所股票期权试点结算规则》对期权日常交易和行权进行清算，并完成期权合约记录、资金收付、合约标的划转的行为。

中登按股票期权合约每张 0.45 元、证券交易所交易型开放式指数基金(以下简称“ETF”)期权合约每张 0.3 元向交易双方结算参与人收取合约交易的结算费;按股票期权合约每张 0.9 元、ETF 期权合约每张 0.6 元向行权方结算参与人收取行权结算费;按股票面值 0.5%向过入方投资者收取行权过户费。

中国证券登记结算有限责任公司的结算分为**日常结算与行权结算**。

其中，日常结算的流程如下：

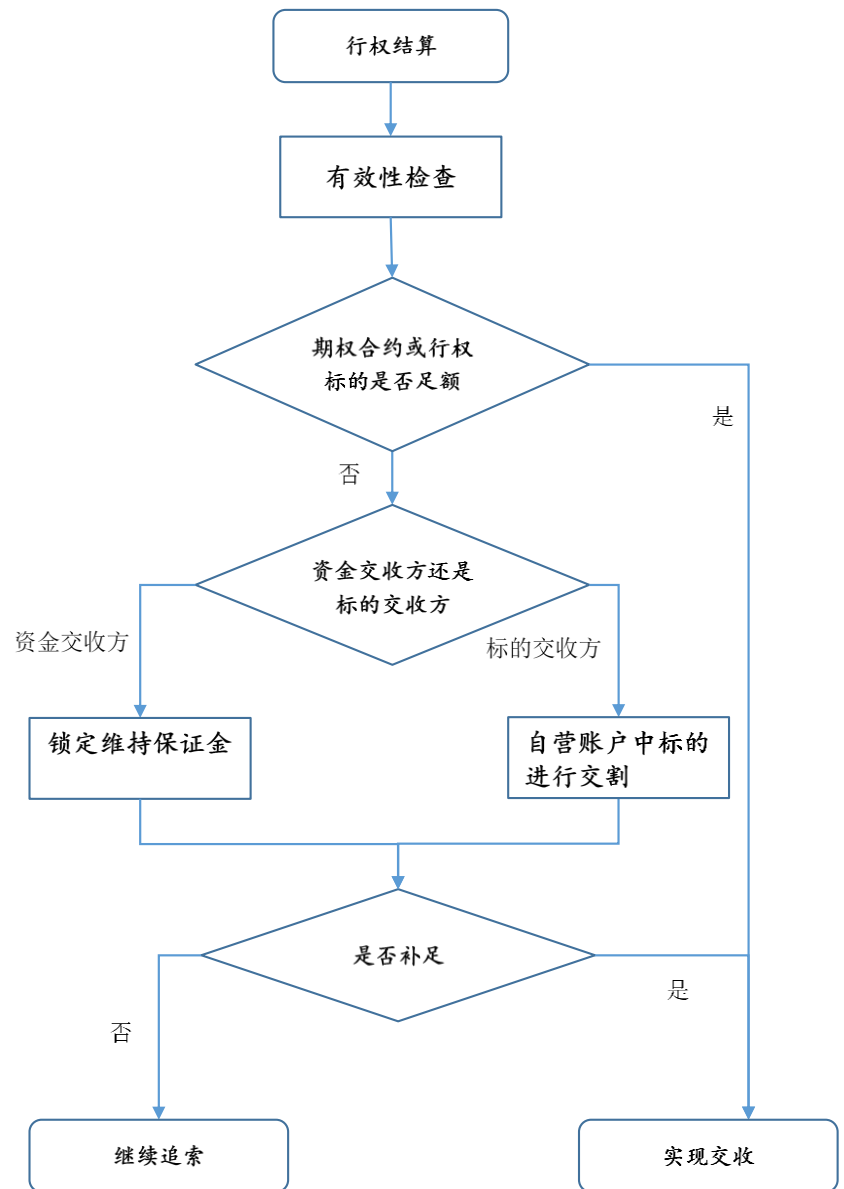
图 6：中登日常结算流程图



资料来源：长江证券研究部

行权结算的流程如下：

图 7：中登行权结算流程图



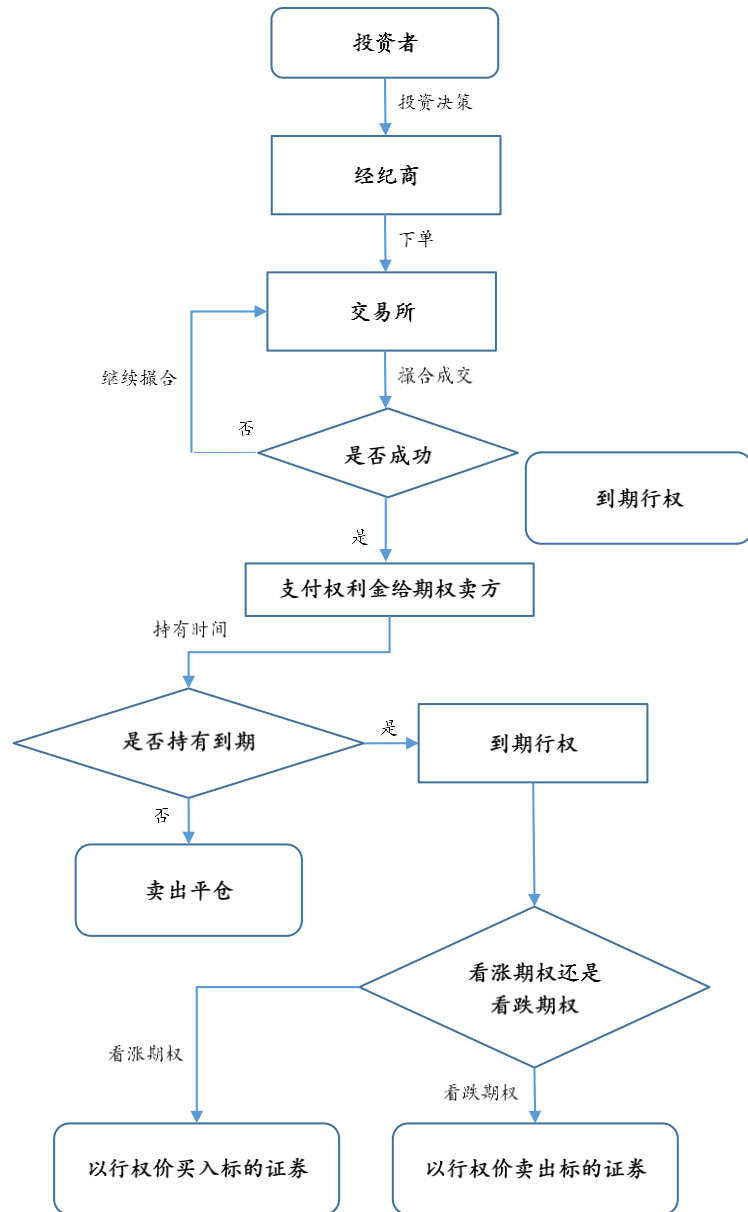
资料来源：长江证券研究部

期权交易流程

期权交易有别于股票、债券等证券的交易形式，**买入和卖出期权**的交易形式是不同的，买入和卖出期权的具体流程可以参考如下的流程图：

买入期权的流程

图 8：买入期权流程图

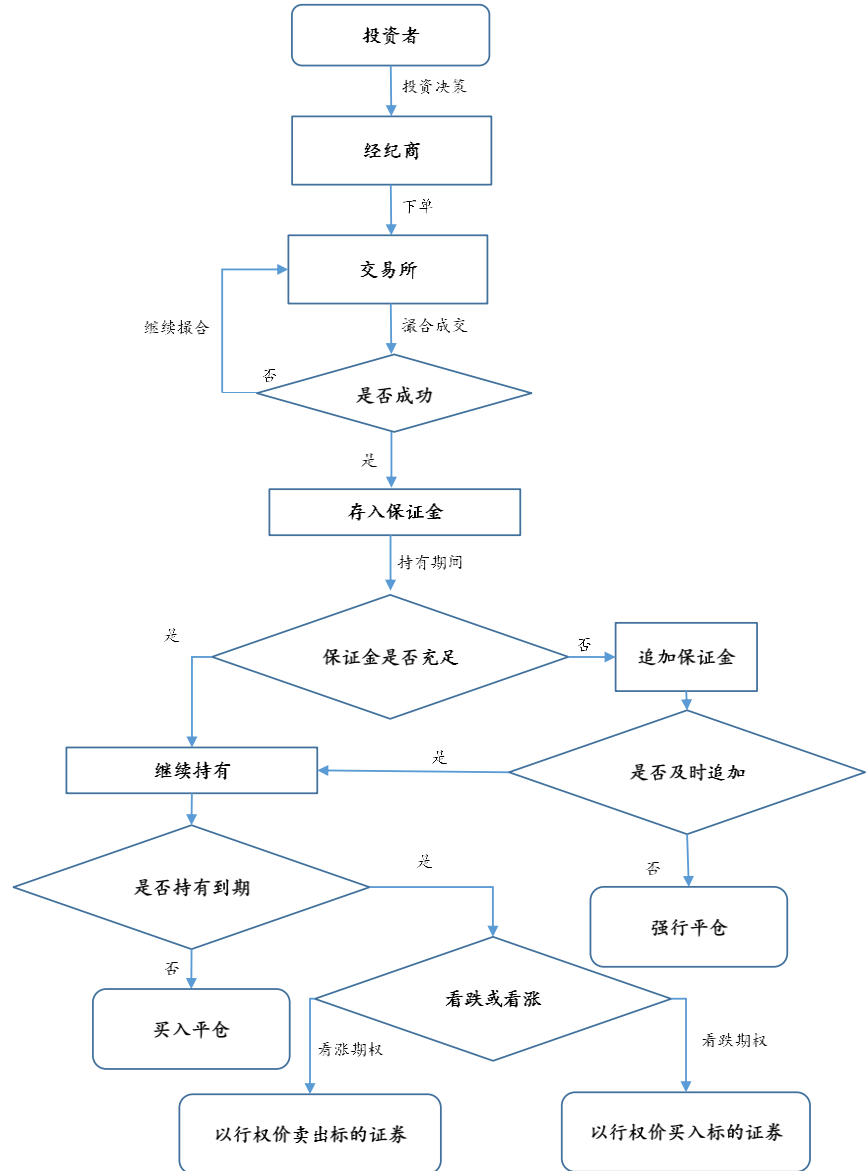


资料来源：长江证券研究部

通过如上流程图，我们可以知道，投资者或做市商买入期权需要通过经纪商进行报价，在交易所撮合成交，成交方式可能是**投资者与投资者**，可能是**投资者与做市商**，也可能是**做市商与做市商**，同时交易的卖方需要在中登的保证金账户中存放对应的现金或证券的保证金，而买方支付对应的权利金。

卖出期权的流程

图 9：卖出期权流程图



资料来源：长江证券研究部

通过如上流程图，我们可以知道，投资者或做市商卖出期权需要通过经纪商报价，在交易所撮合成交，成交方式可能是**投资者与投资者**，可能是**投资者与做市商**，也可能是**做市商与做市商**，同时期权的卖方都需要在中登的保证金账户中存放对应的现金或证券的保证金，而买方支付对应的权利金。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。