

日期：2013年1月14日
衍生品研究



袁冠群
021-53519888-1922
yuanguanqun@shzq.com
证券执业证书编号：S0870512090001
余力
021-53519888-1916
yuli@shzq.com
证券从业证书编号：S0870112070016

期权的市场：海外回望与国内展望

——期权系列报告之二

主要内容：

■ 全球期权市场概述

目前在全球的期权市场上，交易的期权品种主要有权益类期权（个股期权，ETF期权，股指期权），利率期权（短期和长期利率期权），货币期权（又称外汇期权），商品期权和奇异期权。从品种的角度看，权益类期权的需求量最大；从地区的角度看，美洲市场期权的总交易量据各大洲之首，但对于权益类期权的交易量，亚太地区市场已几乎可以与美洲市场比肩。

■ 美国期权市场概况与分析

美国主要有7家交易所从事着各类期权的交易。其中，纽约泛欧交易所集团（NYSE）的成交量最大，但是芝加哥期权交易所（CBOE）和商品交易所（CME）的交易品种最为丰富。在所有期权品种中，权益类期权交易最为活跃，其中交易量从高到低依次是股票期权，ETF期权，股指期权。此外，我们还发现美国市场的波动率指数VIX与期权总成交量有着密切的正相关关系，股指期权市场做空气氛更浓厚，而股票期权市场做多气氛更浓厚。

■ 韩国期权市场概况与分析

韩国期权市场是一个年轻的市场，发展十分迅速但不均衡。韩国的KOSPI 200股指期权合约成交量在全球各类期权交易中占首位。相比于美国期权市场，韩国市场的投机气氛十分浓厚，做多者和做空者的比例也差不多，个人投资者占一半以上比重。韩国期权市场呈现出了完全另类于美国期权市场的发展模式。

■ 我国期权市场的交易制度与功能展望

我国交易所已经开始了期权的仿真模拟交易，这预示着第一份场内期权合约在不久的将来将会推出。在期权发展的起步阶段，我国应该在保持市场稳定的前提下力求创新。沪深300股指期货交易规则制定能为股指期权交易规则的制定提供参考依据。期权的出现将会给投资者提供更为丰富的投资工具。

报告编号：YL-QQ1302
相关报告：YL-QQ1301
首次报告日期：2013年1月14日

过去的 40 年以来，金融市场的一个引人注目的发展就是衍生品市场的快速发展。其中，期权作为一种新型、复杂的金融工具，也经历了一个飞速发展的时期。最初的期权交易都是在场外，直到 1973 年，在世界第一衍生品大国的美国，成立了芝加哥期权交易所（CBOE）并推出了首批 16 个股票看涨期权；再到 1977 年，又首次推出了股票看跌期权；再到 1983 年，首次推出了股指期货。期权交易也逐渐从单纯的场外交易变成如今的场内场外共存的交易环境。40 年以来，世界各地也纷纷设立了期权交易的集中场所，如欧洲期权期货交易所（Eurex），伦敦国际金融期权期货交易所（Liffe）等等，各大交易所内的期权交易品种也日益丰富，交易量也逐年增加。

我国的金融衍生品市场尚处于初级阶段，正需要各种衍生品的金融创新来跟上世界步伐。继 2010 年中金所推出的沪深 300 股指期货后，上交所在今年 6 月开始了股票和 ETF 期权的仿真交易，中金所也在今年 8 月开始了沪深 300 股指期货的仿真交易，这也预示着在不久的将来，我国场内市场会出现第一份标准化的期权合约。

本文将概述几个国外典型的场内期权市场，并对一些现象和特点做出分析，最后我们通过对海外市场的总结来展望一下即将在国内形成的期权交易制度和期权的功能。

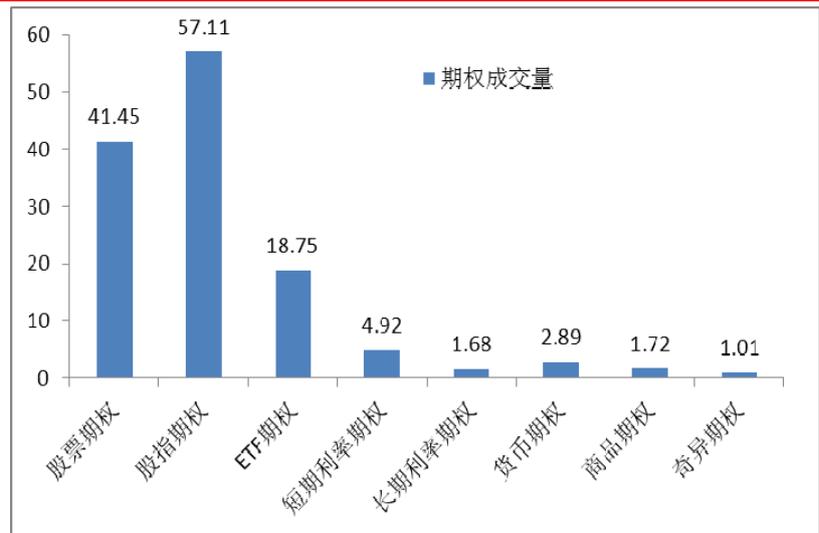
一、全球期权市场概述

1973 年美国芝加哥期权交易所（CBOE）的成立是全球期权场内市场交易形成的标志。相比于期货的场内交易，虽然期权的场内交易起步比较晚，但在这短短的 40 年内，由于期权的标的资产类型多于期货，期权的投资策略和套利策略种类也多于期货，因此期权的总交易量已经略超过了期货。根据世界交易所联合会（WFE）的统计数据，2011 年，全球期权期货总交易量为 252.1 亿份。其中，期权的总交易量达到 129.53 亿份，占 51.38%，期货的总交易量达到 122.57 亿份，占 48.62%。

期权交易量的种类分布

目前，在全球的期权市场上，主要的交易品种有权益类期权（包括股票期权，股指期货和 ETF 期权），利率期权（通常分短期利率期权和长期利率期权），货币期权（又称外汇期权），商品期权和奇异期权。根据世界交易所联合会的统计数据，在 2011 年，全球各类期权品种的交易量数据如下所示：

图 1：2011 年全球各类期权产品交易量比较图（单位：亿）



数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

从图 1 中，我们发现在各类期权产品中，股指期权以 57.11 亿的成交量高居榜首，这主要归功于韩国股指期权市场 36.7 亿的成交量。股票期权和 ETF 期权的总交易量分别位于第二和第三位。这说明权益类期权仍然是全球期权市场的主流产品，它的市场需求量最大。

此外，从权益类期权交易量的增长情况来看，从 2002 年到 2011 年这 10 年间，除了 2008 年到 2009 年间出现了成交量的微弱下滑以外，其他每一年的成交量都呈现出增长态势。其中 2008 和 2009 年的成交量下滑，与美国的次贷危机，国民对衍生品的畏惧情绪有关。纵观整个 10 年，期权的交易量已经从 36.1 亿增加到了 117.3 亿，大约增加了两倍。

图 2：2002~2011 年间全球权益类期权成交量增长图（单位：十亿）

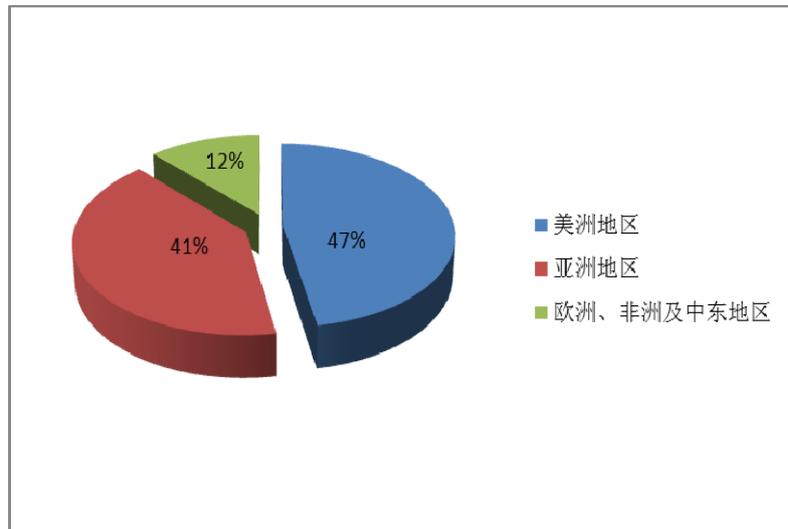


数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

期权交易量的地区分布

从地区分布上看，美洲市场期权的总交易量仍然占世界之首，这主要归功于美国芝加哥期权交易所（CBOE），芝加哥商品交易所（CME），以及纽约泛欧交易所集团（NYSE）。对于成交量占比最大的权益类期权产品，亚太地区市场的交易量已经几乎比肩于美洲市场。而在股指期货期权方面，亚太地区市场的总成交量更是远远超过了美洲、欧洲及其他市场，高居首位。2011年，亚太地区股指期货期权总成交量达47.4亿份，占全球比重83%。

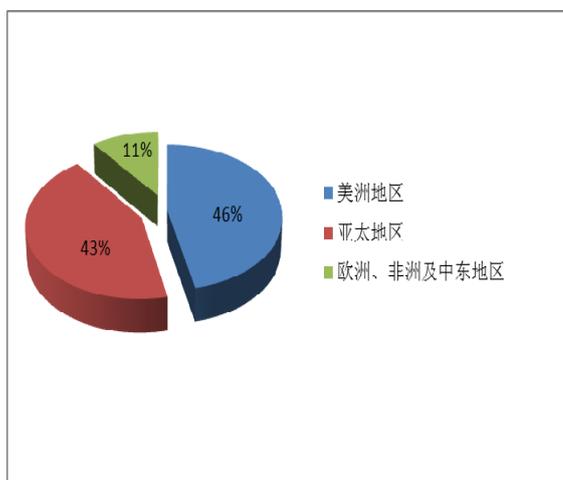
图3：2011年各大洲期权总交易量分布



数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

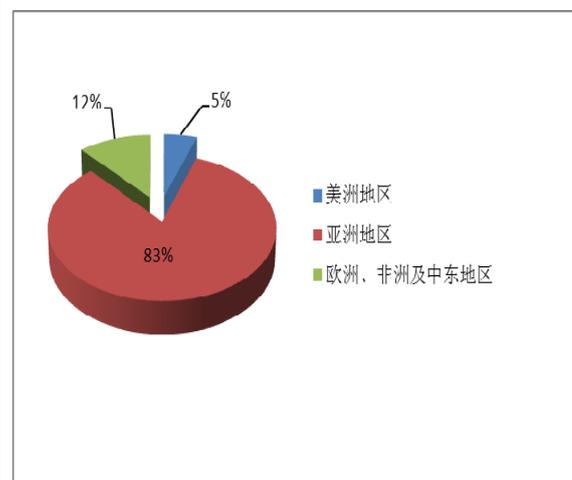
其中，所统计的期权种类包括：股票期权，股指期货，ETF 期权，短期利率期权，长期利率期权，货币期权，商品期权以及奇异期权。

图4：2011年各大洲权益类期权交易量分布



数据来源：WFE，上海证券研究所整理

图5：2011年各大洲股指期货期权交易量分布



数据来源：WFE，上海证券研究所整理

从图 5 中，我们看到 2011 年的亚太地区股指期权交易量所占比重非常惊人，这是因为，在 2011 年，韩国的 KOSPI 200 股指期权合约成交量占全球股指期权市场的 64.29%，占世界比重一半以上多；印度的 S&P CNX Nifty 合约也紧随其后，占全球股指期权市场总成交量的 15.21%。韩国和印度股指期权市场成为了世界上最活跃的两个股指期权市场。下面我们把全球最活跃的前 5 位股指期权市场归纳成下表：

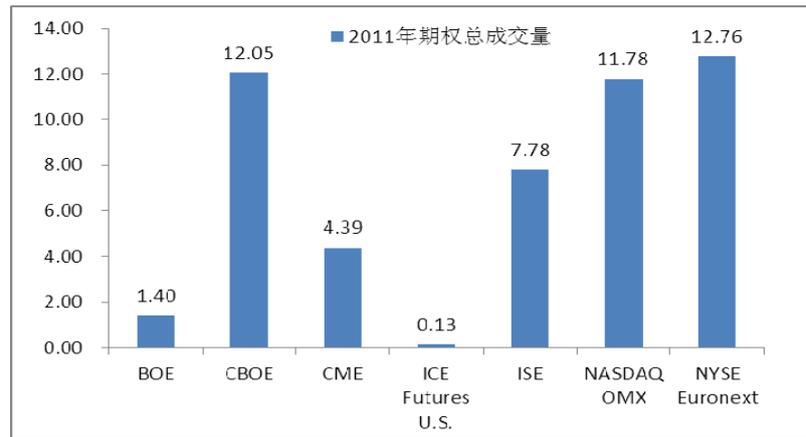
表 1：2011 年成交最活跃的股指期权市场前 5 名

标的指数	交易所	合约乘数	成交量（百万）	2011 占全球比重
KOSPI 200	韩国证券交易所（KRX）	500000 韩元	3671.66	64.29%
S&P CNX Nifty	印度全国证券交易所（NSE India）	100 印度卢比	868.68	15.21%
Euro Stoxx 50	欧洲期权期货交易所（Eurex）	10 欧元	369.24	6.47%
S&P 500	芝加哥期权交易所（CBOE）	100 美元	197.51	3.46%
TAIEX	台湾期货交易所（Taifex）	50 新台币	125.77	2.20%

数据来源：美国期货业协会（FIA），上海证券研究所整理

二、美国期权市场概况与分析

2011 年，美国主要有 7 家交易所进行各类期权交易，它们分别是芝加哥期权交易所（CBOE），芝加哥商品交易所（CME），波士顿期权交易所（BOE），纽约泛欧交易所集团（NYSE Euronext），纳斯达克 OMX 集团（NASDAQ OMX），国际证券交易所（ISE）以及美国跨洲期货交易所（ICE Future U.S.）。从交易量来看，7 家交易所的期权交易总量为 50.29 亿份，其中 NYSE Euronext 成交量达到 12.76 亿份，占总量的 25.37%，居首位；CBOE 以 12.05 亿份的成交量，占总量的 23.96%，紧随其后。NASDAQ OMX 以 11.78 亿的成交量，占总量的 23.42%，位列第三。除了上述 7 个交易所进行场内期权交易外，美国的场外市场上还存在着大量的货币期权和奇异期权的交易。

图 6：2011 年美国 7 家期权交易所期权总成交量（单位：亿）


数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

这 7 家交易所的交易品种都有不同的侧重点。比如，CME 主要交易非权益类期权，CBOE 主要交易权益类期权。我们把各交易所的特点总结如下：

表 2：2011 年美国 7 大期权交易所交易品种

交易所	交易品种
BOE	股票期权，股指期货，ETF 期权
CBOE	股票期权，股指期货，ETF 期权，长期利率期权，奇异期权
CME	股指期货，短期利率期权，长期利率期权，货币期权，商品期权，奇异期权
ICE Future U.S	股指期货，货币期权，商品期权
ISE	股票期权，股指期货，ETF 期权，货币期权
NASDAQ OMX	股票期权，股指期货，ETF 期权，货币期权
NYSE Euronext	股票期权，股指期货，ETF 期权，商品期权

数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

CBOE: 权益类期权品种繁多，制度规范

CBOE 是全球场内期权挂牌交易的开山鼻祖。目前，在 CBOE 挂牌交易的品种包括近 2000 多个股票期权，28 种股指期货，96 种 ETF 期权和 4 种利率期权等等。CBOE 在全球期权市场上起到了重要的作用，其丰富繁多的权益类期权品种和规范有效的交易结算制度都处于领先地位。它主要表现在：

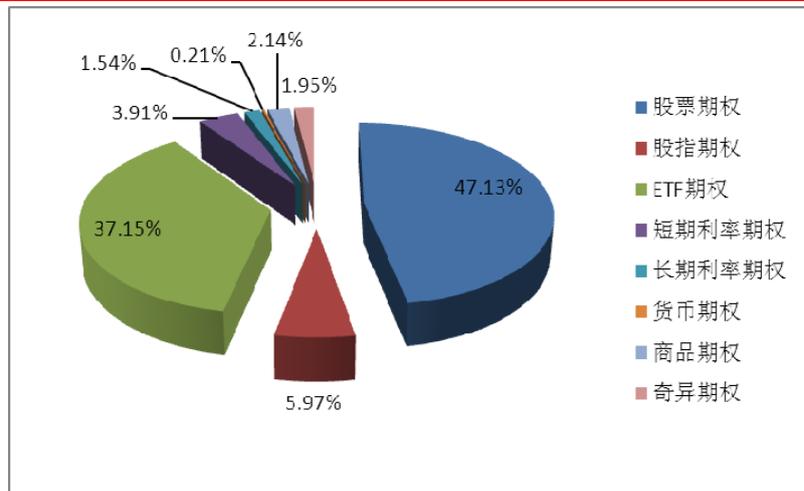
1. CBOE 具有非常强的产品创新能力。从上世纪 70 年代起，CBOE 先后创造了股票期权，股指期货，变通期权（FLEX），长期期权（LEAPS），以星期为周期的周期期权（Weekly）和以季度为周期的周期期权（Quarterly）等权益类期权。这些丰富多样的产品构成了美国多元化的权益类期权市场，给予投资者更宽的选择面。

2. CBOE 拥有自己持股的结算机构。OCC 是由 CBOE 于 1973 年成立的，是目前世界最大的衍生品结算机构。
3. CBOE 拥有多层次的做市商制度。做市商的权利与义务规定明确，做市商有特定的做市商交易指令。做市商在提供期权交易流动性方面起到了关键性作用。

美国市场股票期权，ETF 期权，股指期货比较分析

在美国市场上，权益类期权还是占绝大部分的比重，下图反映了 2011 年美国市场上各类期权交易量所占的比重：

图 7：2011 年美国各类期权交易量比重图



数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

在权益类期权中，股票期权的交易量最大，占美国期权总交易量的 47.13%；ETF 期权（即股票组合期权）的交易量排名其次，占总交易量的 37.15%；股指期货的交易量却较小，仅占总交易量的 5.97%。

股票期权的成交量最大，我们分析主要有以下几个原因：

1. 股票期权往往用来对冲单只股票的整体风险，包括它在整个市场内的系统风险和本身引起的非系统风险。因为大多数投资者都会买入或者卖空某只股票，可又担心股票的下跌（对于做多方）或上涨风险（对于做空方），所以他们会同同时买入或卖出股票期权，用来对冲风险。而股指期货对冲的是整个市场指数的系统风险，由于大多数投资者很少手持指数中的各类成分股，因此个股期权相对于股指期货而言对冲的效果会更好，更受投资者青睐。
2. 在美国市场上，大多数股票期权都是美式的，而且是实物交割，相对于股指期货的欧式现金交割，股票期权赋予投资者的权利会更大，而且能在行权时交割现券，所以对于那些手中持有股票，或者卖空后需要股票补仓的投资者而言更有实战意义。

ETF 期权的成交量仅次于股票期权，但仍远大于股指期货期权，我们分析主要有下面几个原因：

1. 由于 ETF 基金产品交易十分简单，投资者可以长期持有也能短期赚取差价，既能通过一级市场实物申购赎回，又能通过二级市场流通转让，因此它在美国已经十分普及，也深受投资者的欢迎。因为很多投资者都手持着 ETF 基金头寸，所以他们也需要相应的 ETF 期权来对冲基金市场的风险。
2. 在美国市场上，ETF 期权也是美式的，实物交割。相比于欧式现金交割的股指期货期权，ETF 期权对需要买入或者卖出一篮子股票的投资者具有很大的吸引力。
3. ETF 近年来在美国市场不断扩容。根据世界交易所联合会数据显示，2011 年间美国新上市的 ETF 达到 1429 只，较 2010 年同比增加 223 只；ETF 成交金额达到 9.1 万亿美元，较 2010 年同比增长 8.3%。由于 ETF 本身的持有者和成交量的基数在不断变大，这些持有者自然更青睐相应的 ETF 期权达到规避风险的目的，所以 ETF 期权的成交量比较大。

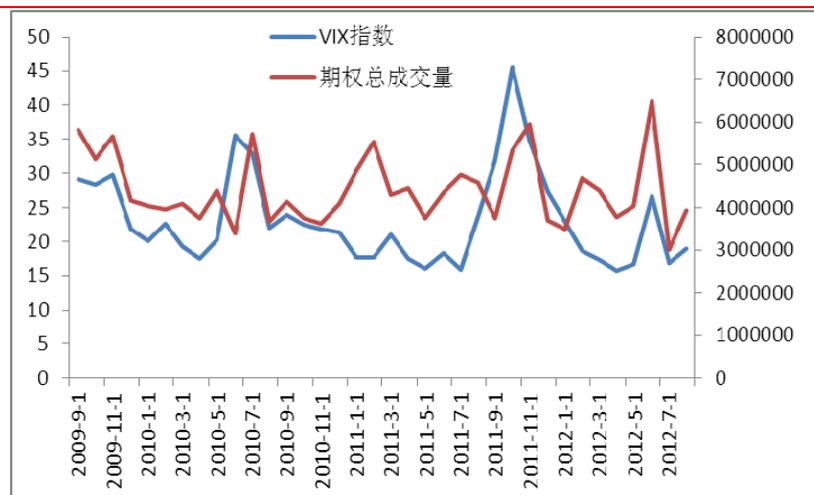
权益类期权成交量和 VIX 指数的正相关性

VIX 指数，又称波动率指数，是以 SPX 期权的隐含波动率计算得来的指数。它反映了投资者对未来波动率的预期值，如果 VIX 指数越高，那说明投资者对未来股市状况感到不安；反之，如果 VIX 指数越低，那说明投资者认为未来股市状况趋于平稳。

对于权益类期权，根据期权的价值理论，我们知道如果标的指数或者标的股票价格的波动率越大，那么期权在到期日前从价外状态变为价内状态的概率就变大，因此标的资产波动率大的期权的投资价值就比较大，成交量也会相应较高。

下图中，我们取了 3 年作为样本时间，能够很明显地看出 CBOE 期权总成交量和 VIX 指数的正相关性：

图 8：2009.9.1~2012.8.31 美国 CBOE 期权总成交量与 VIX 指数关系图



数据来源：Bloomberg, CBOE, 上海证券研究所整理

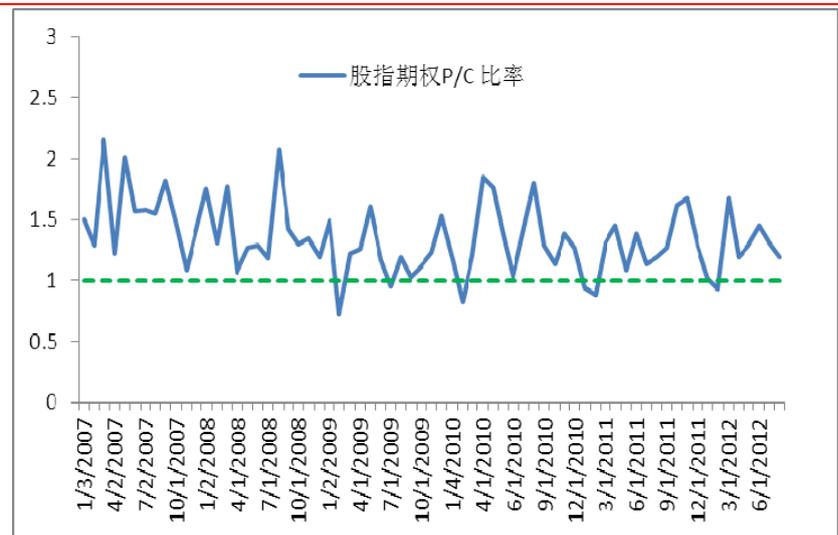
从图 8 中,我们可以发现,在 2009.9.1 到 2012.8.31 的大部分时间段, VIX 波动率指数与期权总成交量成正相关关系,尤其在 2009.9.1~2010.11.1 和 2011.9.1~2012.8.31 期间更为显著。当预期波动率上升时,期权的成交量变大;当预期波动率下降时,期权的成交量变小。通过相关性分析,我们还可以得到在 2009.9.1~2012.8.31 三年间, VIX 指数和总成交量的相关系数为 39.6%;在 2009.9.1~2010.11.1 期间,两者的相关系数为 49.6%;在 2011.11.1~2012.8.31 期间,两者的相关系数更是达到了 51.1%。

此外,由于 VIX 指数的存在,因此在美国市场上,我们可以通过对 VIX 走势的判断来构造各种投资策略。比如,当 VIX 趋于上升时,我们可以选择买入近月价外期权来投机,或者选择跨式组合进行投资;当 VIX 趋于下降时,我们可以选择蝶式组合或者鹰式组合进行投资。

美国期权市场多空势力分析: P/C 比率分析

P/C 比率是指某类期权的看跌期权交易量与其看涨期权交易量的比率。它可以反映出一段时间内,市场上做多气氛和做空气氛哪一个比较浓厚。

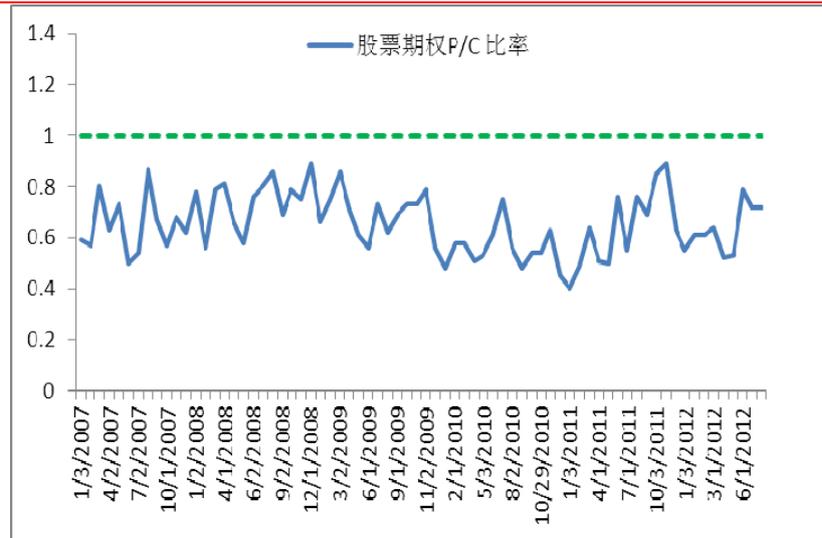
图 9: 2007.1.1~2012.8.31 CBOE 股指期权的 P/C 比率



数据来源: CBOE, 上海证券研究所整理

我们发现,对于美国市场的股指期权,在绝大部分时间内 P/C 比率都大于 1,这说明看跌股指期权的交易量大于了看涨股指期权的交易量,做空气氛比较浓厚。这是因为美国市场的股指期权主要起到对冲作用而不是投机作用,而对冲是一种与现货市场投资相反的操作,股指的做空机制相比于做多机制更加复杂,所以投资者更倾向于利用看跌股指期权去对冲现货市场上股指的多头头寸。

图 10：2007.1.1~2012.8.31 CBOE 股票期权的 P/C 比率



数据来源：CBOE，上海证券研究所整理

然而对于股票期权而言，我们发现 P/C 比率始终在 1 以下。这说明美国市场上股票看涨期权的总交易量大于股票看跌期权的总交易量。这是因为，一方面，美国市场个股的做空相对容易，融券费用的成本比较低，所以股票做空的投资方式非常常见，这些投资者就会用买入看涨期权的方式进行套期保值；另一方面，在市场上，可以买入的股票数量一定远大于可以卖空的股票数量，所以看多的气氛一定会比看空的气氛浓厚。我们知道，个股看涨期权相当于一个带了一定保险的股票多头头寸，个股看跌期权相当于一个带了一定保险股票空头头寸，因此个人投资者往往更倾向于选择单一买入看涨期权持有到期的策略进行投资。这两个因素的总和导致了股票看涨期权的总交易量比股票看跌期权的总交易量大。

美国权益类期权合约要素一瞥

在期权的交割方面，美国的股指期货往往是欧式、现金交割的（除了 S&P 100 指数期权是美式、现金交割），合约乘数都是 100 美元，而股票期权和 ETF 期权是美式、实物交割的。

在期权的到期日方面，美国的权益类期权的到期日是按国际惯例，在到期月的第三个周五的后一天。每一份权益类期权合约的到期月则是近月，近月的下一个月，以及之后的两个季月。这样，对于短期期权，市面上始终保证了只有 4 份不同到期日的同类合约。我国沪深 300 股指期货的到期月，到期日规定也是参照这个国际惯例的。

在佣金方面，虽然每个经纪商所收取的费用都不一样，但对一个经纪商而言，每份合约的佣金的收费是固定的，即不会因为权利金的涨跌而变化。

在保证金制度方面，由于期权买卖双方权利和义务的不对称性，只有卖方需要支付保证金。对于美国权益类期权市场，对于有效期在 9 个月以内的期权，买方必须支付全额期权费用，卖方的保证金算法如下：

表 3: CBOE 无保护期权出售方保证金算法

权益类期权头寸种类	保证金算法
股票看涨期权	$M=100*\max[C+20%*(S-\max(K-S, 0)), C+10%*S]$
股票看跌期权	$M=100*\max[P+20%*(S-\max(S-K, 0)), P+10%*K]$
股指看涨期权	$M=100*\max[C+15%*(S-\max(K-S, 0)), C+10%*S]$
股指看跌期权	$M=100*\max[P+15%*(S-\max(S-K, 0)), P+10%*K]$
ETF 看涨期权	$M=100*\max[C+ A *(S-\max(K-S, 0)), C+10%*S]$, A=15% or 20%
ETF 看跌期权	$M=100*\max[P+ A *(S-\max(S-K, 0)), P+10%*K]$, A=15% or 20%

数据来源: CBOE, 上海证券研究所整理

其中, M 表示保证金金额, S 表示标的资产价格, K 表示执行价, C 表示看涨期权的价格, P 表示看跌期权的价格。

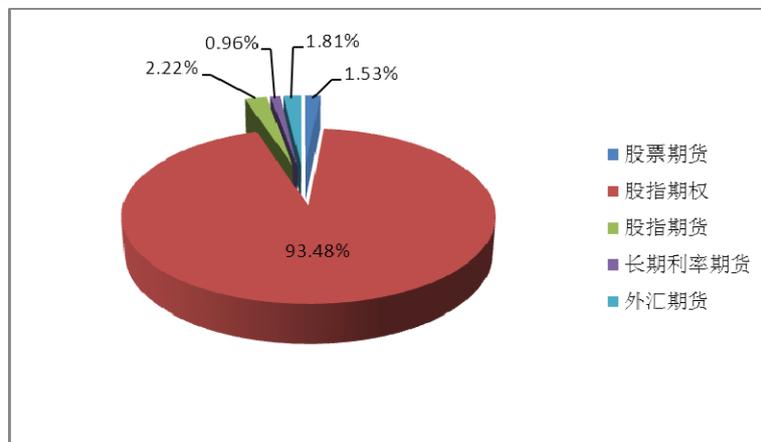
三、韩国期权市场概况与分析

除了美国之外, 全球还有很多交易十分活跃的期权市场, 如欧洲大陆市场, 伦敦市场, 韩国市场, 日本市场, 港台市场和印度市场等等。其中, 韩国的期权市场最受世界瞩目, 这归因于韩国期权市场的飞速发展和惊人的股指期权成交量, 下面我们就对韩国市场的发展特点进行概述和分析。

韩国股指期权市场历史和特点

韩国的金融期权市场是一个年轻的市场。在 1997 年, 韩国推出了首份股指期权合约, 在短短的 15 年里, 韩国的股指期权交易量占全球的 64.29%, 尤其是 KOSPI 200 指数期权合约, 在期权衍生品市场中独树一帜。

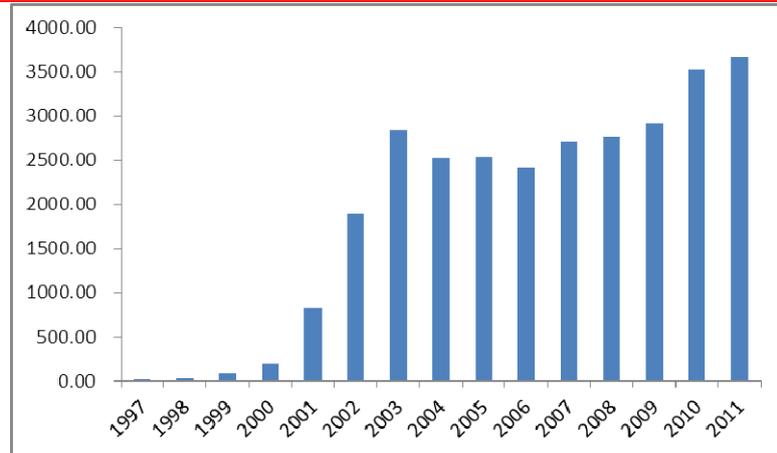
2011 年, 韩国的股指期权交易量占全国衍生品交易量的 93.48%。相比于美国相对均衡的衍生品市场, 韩国衍生品市场的发展非常不平衡。

图 11: 2011 年, 韩国各类衍生品交易量比重图


数据来源: 世界交易所联合会 (WFE), 上海证券研究所整理

下图展示了从 1997 年到 2011 年，韩国股指期货期权成交量的增长趋势：

图 12：1997~2011 韩国股指期货期权成交量（单位：百万）



数据来源：世界交易所联合会（WFE），上海证券研究所整理

从图 12 中，我们发现韩国股指期货期权市场经历了 4 个阶段：1997~1999，1999~2003，2003~2006，2006~至今。具体来说：

1. 1997~1999：平稳起步期。1997.7 推出 KOSPI 200 指数期权，一开始韩国证券交易所为了维持市场稳定，鼓励机构投资者参与，限制中小投资者参与。
2. 1999~2003：迅猛发展期：随后两年中，股指期货期权交易量渐渐增大，1999 年，日均交易量达到 32 万张，年交易量接近 8000 万张。经过三年的发展，KOSPI 200 期权合约成为了全球最大的期权合约，占全球衍生品交易量的 34.87%。
3. 2003~2006：平稳衰退期：由于前几年股指期货期权交易量的超常规增长率，KOSPI 200 指数产品也逐渐走向成熟，成交量略微发生了下滑。
4. 2006~至今：稳步增长期：2006 年至今，韩国股指期货期权合约的交易量稳中上升，展现出了很稳定的年增长率。

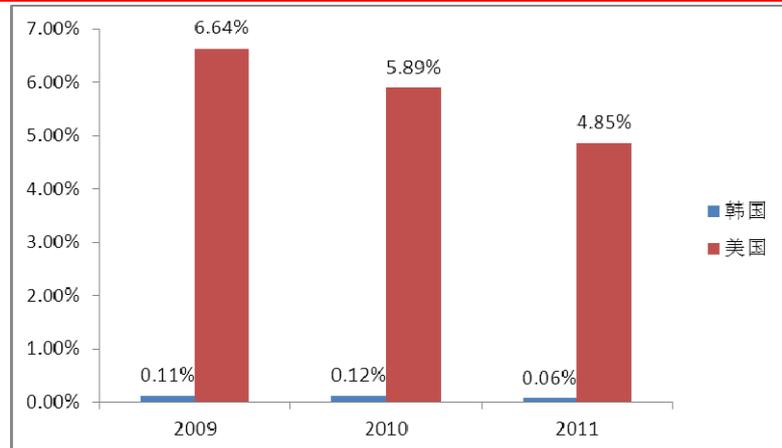
韩国期权市场投机气氛浓厚

通常，期权的投资者分三类：套保者，套利者和投机者。在韩国股指期货期权市场上，由于个人投资者的比例占到 50% 多（这一点与美国大为不同），因此投机者所占的比例非常高。下面从两个角度来说明这一点。

1. 韩国股指期货期权市场的成交量主要集中在近月价外期权。据相关报告显示，韩国股指期货期权的交易 95% 以上集中在近月，70% 以上集中在价外。因为价外期权的权利金比较低，一旦在到期日恢复到价内就会显现出极高的杠杆性，所以从这两个比例，我们能够看出韩国市场浓厚的投机气氛。
2. 韩国期权未平仓合约量（open interest）与总成交量（volume）的比率（简称 O/V 比率）很低。所谓未平仓合约量是指当日交

易结束前未被反向平仓的合约数量。如果 O/V 比例很高，那说明有更多的合约持有者尚未平仓，更愿意持有到期，市场投机气氛相对较低；反之，如果 O/V 比例很低，那说明大多数合约到在到期日前已经被平仓，投资者更愿意赚取一个短期的差价，市场投机气氛相对较高。

图 13: 2009~2011, 韩国、美国股指期货期权市场 O/V 比率比较图



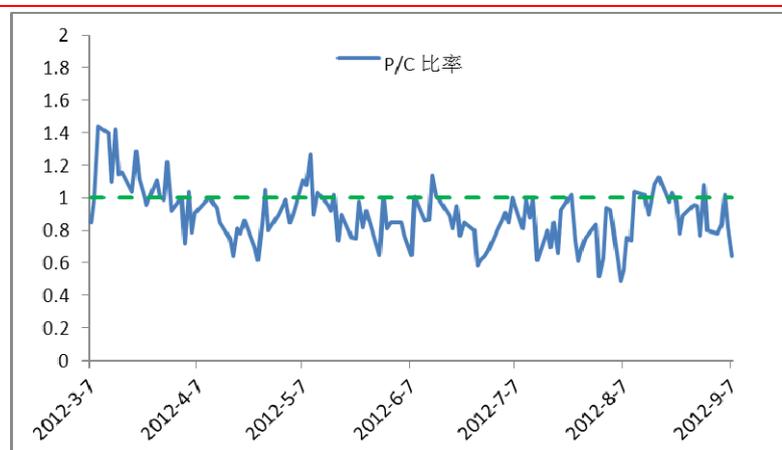
数据来源: 世界交易所联合会 (WFE), 上海证券研究所整理

从图 13 中, 我们发现, 近三年来, 韩国市场的 O/V 比率非常低, 基本稳定在 0.1% 左右, 这在很大程度上说明韩国市场的投机情绪很高; 与之相比, 美国市场的 O/V 比率就高的多, 至少我们可以确定在衍生品发展成熟的美国市场, 投机者比例要远少于韩国市场。

韩国期权市场多空势力分析: P/C 比率分析

相比于美国股票期权和股指期货市场, 韩国股指期货市场的 P/C 比率又呈现出迥然不同的形态。下图是近半年来, 韩国成交量最大的 KOSPI 200 股指期货期权合约的 P/C 比率趋势图:

图 14: 2012.3~2012.9 韩国 KOSPI 200 股指期货期权合约 P/C 比率



数据来源: 韩国证券交易所 (KRX), 上海证券研究所整理

从图 14 中，我们发现韩国股指期货期权市场的 P/C 比率基本上在 1 附近小幅波动，这说明市场上多空势力是旗鼓相当的。主要的原因有：

1. 韩国市场的投机气氛浓厚，大多数个人投资者并不是把股指期货期权作为一种套期保值的工具，而是作为短期投机的工具。因此，从先验分布的角度来说，愿意赌涨的投资者与愿意赌跌的投资者人数差不多。
2. 韩国的股票期权发展速度太慢，完全滞后于股指期货期权的发展，大部分投资者只能把股指期货期权当作股票期权来进行投资。因此，韩国市场的股指期货期权兼有股指期货期权和股票期权的双重功能，所以总体来看，看涨和看跌的投资者人数差不多。

韩国股指期货期权市场成功原因

韩国 KOSPI 200 期权合约受到本国国民如此大的欢迎，交易量如此之高，我们分析大致有如下八个原因：

1. 金融环境因素

韩国是 1997 年亚洲金融危机爆发后继泰国后受灾最严重的国家。韩国的机构投资者深刻认识到了衍生品对于风险管理的重要性。正是由于投资者对于现货的避险需求，使得股指期货期权的交易量大幅攀升。

2. 网络技术因素

韩国建立了全国性的高速宽频网络系统。韩国证券交易所也拥有完全电子化的交易系统，能够保证快速可靠地执行指令，免去了券商的系统开发费用，也开发出了适合家庭小型交易的系统，方便了大量中小投资者的交易操作。

3. 市场波动因素

相比于成熟的美国市场，新兴的韩国市场的指数波动会更大，会更容易受到国内和国际经济形势的影响，从而有较高的波动率。由于期权的投资价值与市场波动率成正相关关系，因此，韩国市场指数较高的波动性也是促成期权较高成交量的一个因素。

4. 交易费用因素

在韩国，家用型交易系统已经十分普及，期权交易下单终端使客户能够轻松地地上手操作，网络交易也大大降低了投资者的交易费用，经纪商对网上交易收取的佣金只有 0.03 美元左右。与美国不同的是，韩国的佣金是按权利金的比例收费的，即权利金高，佣金相对高；权利金低，佣金相对低，这种佣金模式也促进了价外期权的巨大的交易量。

5. 交易门槛因素

韩国政府鼓励个人投资者参与期权交易,把交易门槛设置在500到1500万韩元之间,即人民币5到10万左右。这对大部分韩国家庭而言完全是能够接受的。

6. 投机气氛因素

好赌是亚洲文化的一大特点。据了解,韩国民众存在着把期权当作彩票玩的倾向,一些韩国的家庭主妇会在家务空隙会通过网络进行期权交易,他们买的是一种期权从价外状态变为价内状态的概率。虽然经常赔掉权利金,但只要看对一次,就会全部赚回。

在美国,股指期货往往是套期保值的工具,而在韩国,股指期货俨然已经成为了一种投机工具。韩国的期权交易在这一点上颠覆了期权是机构投资者进行复杂投资的专利工具这一观念。

7. 宣传普及因素

在韩国,交易所和券商通过演讲会、教育会等各种形式来宣传期权,通过漫画等趣味性的行使在报纸上进行连载,使 KOSPI 200 指数期权成为了一个大众化的投资工具。

美国与韩国期权市场对比

我们把美国期权市场和韩国期权市场的主要不同点列表如下:

表 4: 美国、韩国期权市场比较

	美国期权市场	韩国期权市场
交易期权的主要交易所数量	7 家	1 家
期权品种的发展平衡性	各类品种发展均衡	仅股指期货一枝独秀, 股票期权发展十分缓慢
参与者性质	主要是套期保值者, 也有套利、投机者; 大部分都是机构投资者	主要是投机者, 个人投资者比例超过 50%
P/C 比率	股指期货的 P/C > 1 股票期权的 P/C < 1	股指期货的 P/C 约等于 1
到期月	近月, 近月的下一个月, 及之后的两个季月	三个连续近月和之后的一个季月
到期日	到期月的第三个周五的后一天	到期月的第二个周四的后一天
佣金模式	同一经纪商对同一份合约固定收费	同一经纪商对同一份合约, 按其权利金的固定比例收费
断路器原则	无	当 KOSPI 200 期货主力合约的价格相对于前一交易日收盘价的偏离度达到正负 5%, 且 KOSPI 200 期权现价相对于理论值偏离超过正负 3% 时, 交易所实施断路器原则。

数据来源: CBOE, KRX, 上海证券研究所整理

四、我国期权市场的制度与功能展望

2010.4.16, 中国金融期货交易所推出了沪深 300 股指期货合约并上市, 这标志着我国金融衍生品场内交易的启航。继中金所的股指期货后, 上交所和中金所分别在今年 6 月, 8 月开始了个股期权和沪深 300 股指期货的仿真模拟交易。

上文中, 我们比较分析了美国和韩国期权市场的一些现象和特点, 下面我们通过上文的分析结果来展望一下即将在国内形成的期权交易制度和功能。

目标和基础

我国期权市场还处在仿真模拟阶段, 最主要的目标应该是在保持市场稳定的前提下再力求品种上的创新突破。

虽然我国金融衍生品市场还很不成熟, 监管法规也都不够完善, 但中金所已经在 2010 推出了沪深 300 股指期货。所以, 股指期货市场的交易制度, 监管法规都可以为未来股指期货、ETF 期权, 甚至个股期权的推出提供重要的参考依据。另外, 通常一个国家是先推出股指期货, 再推出股指期权, 间隔期在 1~2 年左右。从这一点来看, 我国的股指期权市场也有了一定的发展基础。

此外, 交易所在正式推出首份标准化合约前, 可以对机构投资者和部分中小投资者进行宣传和教育。这样能使投资者更了解期权这样一个新型的金融产品, 有利于他们今后理性地操作投资。

交易制度的展望

1. 结算交割: 对于股指期权, 由于指数这一标的物的特殊性, 无法进行实物交割, 再加上几乎国外所有的股指期权合约都是欧式交割的, 因此我国的股指期权合约也会采取欧式现金交割。对于股票期权和 ETF 期权, 应会采取美式实物交割。
2. 保证金制度: 美国拥有非常复杂且合理的保证金算法体系, 我国交易所可以进行相关的仿效, 这一点在中金所已经出台的仿真交易规则上已经得以体现。
3. 交易门槛: 由于期权的风险和杠杆性都很高, 投资策略也比期货多样复杂, 所以一开始我国市场应主要面向机构投资者, 可以仿效股指期货制度, 设定如 50~100 万人民币的入门门槛。
4. 投资者适当性分级: 由于期权的策略、组合十分多样、复杂, 因此一开始交易所可以对投资者的适当性进行分级。如将期权交易的参与者分成 4 个等级, 最低等级的参与者只能进行单一买入, 或单一卖出策略, 最高等级的参与者才可以进行蝶式、鹰式、跨式等复杂

的组合。

5. 佣金模式：韩国是采用按比例收费，即期权的权利金高则佣金高，权利金低则佣金低；而美国是按固定费用收费。按比例收费导致的结果就是价外期权成交量巨大，国民投机心态浓厚。在我国期权市场的起步阶段，不应该鼓励大部分投机者介入市场，所以我国的佣金模式可以是按固定费用收费。
6. 断路器原则：不论是股票市场还是股指期货市场，我国都采用了涨跌停板的制度。这样的好处就是能够防止市场被恶意操纵，从而保护了中小投资者的利益。对于期权，除了二级市场的涨跌停板以外，我国还可以学习韩国市场，当期权的市场价格偏离理论价值达到一定比例时，采取断路器原则，从而避免期权合约本身的价格出现大幅的折价和溢价。至于理论价值的计算，交易所可以选择经典的B-S模型等期权定价模型。
7. 持仓限额：为了防止期权市场起步阶段被恶意操纵，交易所可以仿效股指期货相关制度，规定一个账户的资金投入上限和大户报告制度。
8. 流动性制度：一般市场的流动性是通过电子撮合配对或者是做市商制度来维持的。股指期货相对于股票期权比较单一，执行价的报价也比较紧密，市场的流动性比较容易维持，所以交易所可以采用电子撮合配对系统。而对股票期权，由于标的品种的多样性，每个投资者所报出的交易单的差异会非常大，这时可以学习美国，采用做市商制度来维持期权市场的流动性。

权益类期权的功能展望

1. 避险功能：衍生品市场不像债券市场和股票市场有着融资功能，它的最基本的功能是风险管理。期权的买入者可以通过买入看涨期权规避未来因指数下跌带来的一部分风险；也可以通过买入看跌期权规避未来因指数上涨带来的一部分风险。由于我国股票市场仍然处在发展过程中，波动率较高，风险相对于欧美市场更大，所以这就更需要权益类期权之类产品来帮助投资者进行风险管理。
2. 做空功能：目前我国可以对股票市场做空的工具不多，仅有沪深300股指期货和融券业务，所以大多数投资者还是采取股票（组合）买入持有的策略。随着期权市场的起步，投资者将拥有更多的做空股市的工具。有了期权以后，投资者不仅可以在牛市下获利，在熊市的环境下可以通过买入看跌期权或者卖出看涨期权也获利。
3. 提高市场效能：我们知道在高效的市场下，市场是没有套利机会的。而在现实生活中，可能因为市场的不成熟，也可能因为某个资产被

错误定价，市场存在着套利机会。期权的存在会使得许多套利者去寻找期权市场和现货市场之间的错误定价，随着越来越多套利者的参与，现货市场的价格会重新回归到其内在合理的价值。我国证券市场处于新兴阶段，许多证券的价格都没有被合理定价，因此期权市场的出现也会对股票的定价起到一定的约束作用，减少市场错误定价的概率，从而提高了市场的效能。

4. 丰富投资策略：目前，由于投资工具不多，我国投资者的投资方式相对比较单一，大多数只是采用股票（组合）买入持有策略，或者期现市场套期保值策略。等到我国期权市场出现后，期权将会极大地丰富投资者的投资策略。一方面，投资者可以结合 ETF 期权，ETF 基金进行套期保值；也可以结合股指期货，股指期货，股票型 ETF 进行跨市场投资组合。另一方面，就期权本身，投资者可以利用不同执行价，相同到期日或者不同到期日，相同执行价的股指期货进行投资组合（如蝶式组合，鹰式组合，跨式组合等等）。
5. 进行量化投资：在所有衍生品中，期权是与数学关系最密切的一种金融产品。数学上有着各种各样对期权定价的模型和方法，比如二叉树方法，鞅测度方法等等。目前，我国投资者普遍的投资方式是在股票市场的短期投机，或者在现货和期货的套期保值。期权的出现将非常有可能改变我国机构投资者的投资模式，使机构投资者开始真正利用严密的理论和数值方法理性地有策略地进行投资了。我国也会真正迈入一个量化投资的时代。

分析师承诺

分析师 袁冠群 余力

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。