

权证市场一级交易商广发证券金融衍生品部高管郭勇先生
手把手教您玩转中国权证市场

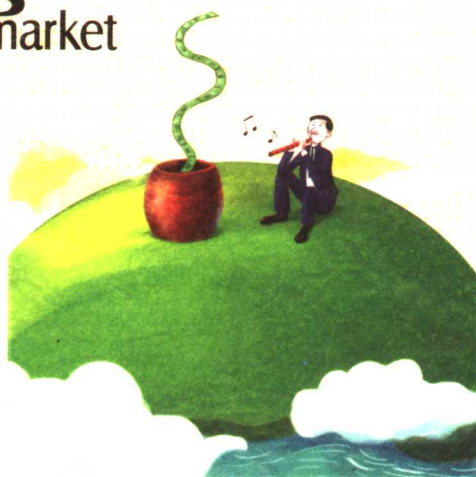
玩转 权证市场

你当权民了吗?

郭勇◎著

中国权民手册

Surfing on
the warrant market



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



权证市场一级交易商广发证券金融衍生品部高管郭勇先生
手把手教您玩转中国权证市场

7-830.91
52

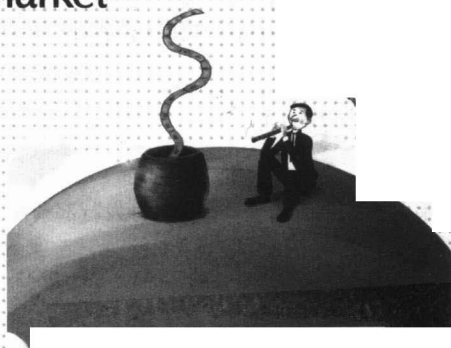
玩转 权证市场

你当权民了吗?

郭勇◎著

中国权民手册

Surfing on
the warrant market



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

随着中国股指期货的诞生,中国金融衍生工具时代已正式来到,作为最核心的金融衍生工具——期权类产品的权证虽已在国内上市许久,但绝大多数投资人对权证所知甚少,仍然把它当作股票来投资,造成了许多不必要的误会和损失。本书为权证市场一级交易商广发证券最前线的管理者所著,为广大投资者深入浅出地讲解了权证投资的基本知识,并手把手地教会投资者实际操作的所有技能,从入门到精通,一书囊括。本书是权证投资人的一本必备手册。

图书在版编目(CIP)数据

玩转权证市场:中国权民手册/郭勇著. —北京:机械工业出版社, 2008. 1

ISBN 978-7-111-23071-7

I. 玩... II. 郭... III. 证券投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第194968号

机械工业出版社(北京市百万庄大街22号 邮政编码100037)

责任编辑:王峰 责任印制:邓博

北京四季青印刷厂印刷(三河市杨庄镇环伟装订厂装订)

2008年1月第1版第1次印刷

169mm×239mm·5.5印张·1插页·145千字

标准书号:ISBN 978-7-111-23071-7

定价:22.00元

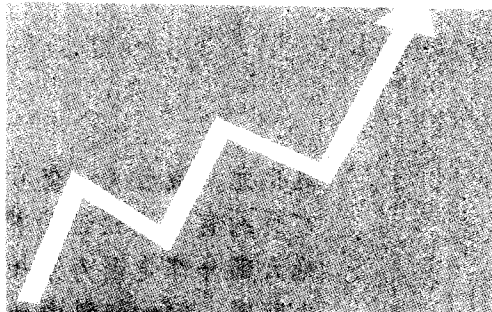
凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

销售服务热线电话:(010) 68326294

购书热线电话:(010) 88379639 88379641 88379643

编辑热线电话:(010) 88379001

封面无防伪标均为盗版



自序

机缘巧合，我在从业十多年后，有幸转到从事衍生产品业务的部门工作，参与和见证了国内权证市场的产生和发展过程。更巧的是有一天，素未谋面的出版社编辑王峰来电约写书的事情，而我当时也正在为如何开展国内投资者教育的事情奔波，故当即爽快答应下来。

百忙中抽空整理了一下自己投资权证的历史，才惊觉时间过得太快，撇开从业之前 1993 年至 1995 年炒作沪深权证的历史不提，1996、1997 年间香港股市中的国企股及红筹股异常活跃，权证市场也百花齐放，我正是从那时开始比较系统地学习权证投资的。后来发现期权市场虽然没有权证市场热闹，但胜在价格更便宜，而且玩法更多，于是又作了一些研究，并由此印证了简单直接的策略可能就是最好的策略这一朴素哲理。权证市场确实是训练忍、准、狠三大要诀并锻炼投机眼光的最佳场所。随着 2005 年底我国内地金融市场的机会越来越多，港台等地的专业权证发行人纷纷来访交流，提供了大量学习的机会，终于促成我对权证投资的认识有了质的飞跃。

自 2005 年中牛市出现至今，沪综指上升最高达 6 倍左右，但能在两年多的持续上升中获利超过 20 倍乃至 50 倍的投资者比例并不高，要实现这一目标，大部分人只有利用杠杆才有可能实现，除了借债投资之外，权证是大部分人可以借助的途径之一。权证的最大价值是杠杆效应和波动较大，而最大缺点是时间价值损耗，投资者必须抢在权证到期或变成废纸前赚到足够的利润离开，最后的赢家永远是少数人。笔者因工作关系，见证了大批广发的客户及身边的朋友在短时间内资产由十来万变成几百万甚至千万，但也见到部分人被打回“原形”；2007 年 9 月以来也有内地投资者借“港股直通车”的东风在香港权证市场（当地称为炒窝轮），由不足百万获利

近亿元，最后又一夜亏至几百万。“要投资，先求知”已刻不容缓。常听到有人说权证投机性很强，可以倾家荡产，但细听每一案例，绝大部分都是因为无知或者资金管理上出了问题，假如你不是全仓去赌博，假如能科学地执行止损，何来倾家荡产？

有鉴于目前的权证类书中写理论的书籍多，写实战的书少，因此，本书的宗旨并非要介绍权证投资的原理和方法，而是希望将实战中需关注的细节及技术与读者分享，引导读者从不同角度理解一些期权重要概念和实战案例，并通过切入权证市场内部，透过对市场制度、运行机制、交易对手的了解，来发现适合自己的权证投资方法。另一方面，随着港股直通车的实施，内地投资者可能有机会接触更多香港权证，因此本书中加入了大量有关香港权证市场的内容，尤其对于两地市场的不同之处以“香港市场小资料”的方式作补充说明。

全书共分五部分，第一章和第二章分别介绍了权证的一些基本概念和交易环节；第三章重点介绍了权证的众多分析指标，其中前半部分是静态指标，后半部分是动态指标，第四章主要介绍了不同市况下的各种权证投资策略和如何把权证的威力发挥至极限的技巧，并详细解释了权证交易中的各种注意事项，第五部分为附录，给读者提供更多参考资料和数据。笔者认为，权证投资更像一门艺术，这些分析指标之间有着复杂的关系，各种投资策略之间也是一理相通，核心原则就是如何使投资取向与市场状况完美配合，合理平衡风险与收益，因此，特意在部分章节的后半段加上一段“技术进阶”，帮助读者能更深刻地理解这些指标的和策略的性质和用法。而笔者个人也认为，是否掌握这些内容，这是初阶投资者与中阶投资者之间的区别。对于刚入门的读者来说，不妨先跳过这些“技术进阶”的内容，待有一些心得的时候再回头细读。

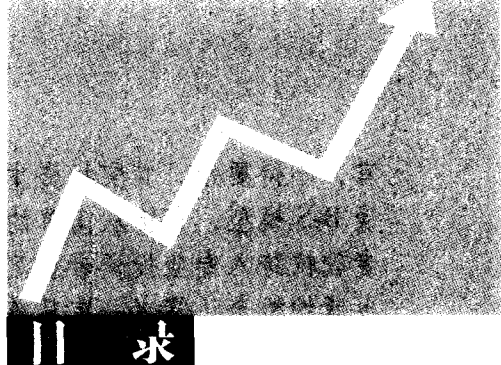
笔者才疏学浅，故本书也只适合初阶及中阶的投资者参考。自问本书最大的创新恐怕是跳过权证（期权）定价的基础理论模型直接谈权证价值和操作。想当初，笔者学习权证投资时就被逼下苦功先学习 B-S 等期权定价模型，及至入门之后，才发觉原来如此。目前大部分新手所能买到的权证书籍，也必须先过期权定价模型一关，复杂的高等数学和艰深的金融工程理论使不少投资者如坠迷





官，不得要领。其实投资本来很简单，于是笔者突发奇想，弃而不谈 B-S 模型，直接从简单的指标公式和投资哲学入手，期望能使读者较快跨入专业投资者行列。如果证明这是失败的，并且本书还有再版的机会，笔者一定从善如流，补上相关的介绍章节。热诚期待您提出宝贵意见。

本书能够在较短的时间内成书，应该感谢我的部门同事和编辑的大力支持和鼓励，包括章早立、陈启旭、刘宇宁、霍玉琳、徐黄玮、刘目楼、杨辛等同事都对书稿提出了很多非常有价值的修改意见，在一个多月的时间里，刘思玲、朱洁瑜两位女士为了收集整理资料、制作图表、编辑排版，放弃了节假日，并力求精益求精，附录的大部分内容都主要由两位来完成，在此深表感谢，我也为这个团队的敬业精神和出众才华感到骄傲。



自序

第一章	权证投资入门篇	1
	1. 权证是什么	1
	2. 权证有哪些基本要素	2
	3. 认购权证与认沽权证	3
	4. 权证的其他分类	4
	5. 股本权证和备兑权证有什么区别	5
	6. 权证与期权的比较	6
	香港市场小资料：观察权证发行人的席位号	7
	7. 权证与股票的比较	9
	8. 权证与股指期货的比较	10
	9. 权证的吸引力在哪里	12
	10. 权证的风险	13
第二章	权证交易准备篇	15
	1. 如何阅读权证的条款	15
	2. 权证交易与股票交易的差别	17
	3. 从权证的简称解读权证资料	19
	4. 什么情况下权证会停牌	20
	5. 权证的存续期及几个重要日期	21
	6. 权证如何行权，结算价格如何计算	23
	香港市场小资料：结算价计算方法	24
	7. 权证交易和行权有哪些费用	24
第三章	权证分析基础篇	26



1. 认购权证的损益图	28
2. 认沽权证的损益图	31
3. 内在价值与时间价值及权证的三种状态	33
4. 盈亏平衡点的计算	34
5. 溢价率	35
技术进阶：溢价率	37
6. 价内程度和溢价率的区别	38
7. 杠杆比率和一个投资评估的例子	39
8. 期权定价模型	42
9. 影响权证价格的因素	44
10. 历史波动率与隐含波动率	45
11. 权证时间价值损耗有何特点	48
12. 利率对权证价格的影响	49
13. 正股除权除息对权证的影响	50
香港市场小资料：派发股息信息已反映 在权证价格中	52
14. 对冲比率	53
15. 实际杠杆	55
技术进阶：Delta 和有效杠杆	56
16. 溢价与杠杆比率有什么关系	57
17. 不可忽视的行权比例	58
18. 成交量与街货量	61
第四章 权证投资实战策略分析篇	63
1. 投资权证的正确步骤	64
2. 一些风险管理原则和注意事项	66
3. 三种市况的权证策略各不相同	68
4. 不宜买卖权证的两种市况	69
5. 权证中长线持有策略	70
技术进阶：价外权证、股指期货是否可以长期投资	71
6. 牛市震荡行情，权证替代正股	73
7. 震荡市的权证投资策略	75
技术进阶：应对震荡市的一些技巧	77



8. 部署顶部做空策略	78
9. 部署抄底策略	79
10. 具备爆炸力的权证特征	81
11. 末日权证投资策略	83
12. 权证转换的策略	87
13. 微利大交易量策略	89
14. 马鞍式组合策略	92
15. 认沽权证 + 正股组合套利策略	94
16. 认购权证负溢价套利策略	96
香港市场小资料：出现负溢价的原因	99
17. 香港与国内市场差异造成的套利机会	100
18. 权证与股指期货哪个更赚钱	102
19. 衍生工具如何取长补短	104
技术进阶：如何使你的策略更精巧	106
20. 权证的烦恼一：权证跑输正股	107
21. 权证的烦恼二：看对方向也亏钱	109
22. 权证的烦恼三：如何测算权证风险	110
技术进阶：再谈风险与收益指标	111
23. 再谈隐含波动率的选择策略	112
24. 权证的先行指标作用	114
 附录一 权证投资常见问题	 116
1. 买权证日赚 700 倍是怎么回事？	116
2. 权证是发行人与投资者对赌吗？	
发行认购权证是看淡正股吗？	118
3. 什么是权证创设？创设一定包赚不赔吗？	120
4. 买卖权证能否使用技术分析指标？	123
5. 备兑权证与正股如何相互影响？	124
附录二 2005 年以来上市权证一览表	128
附录三 网上权证计算器介绍	130
附录四 计算权证分析数据的实例（第三章各 种指标的计算实例）	134
1. 基本指标计算	134
2. 涨跌停板价格计算	136

3. 行权价的调整	137
4. 指数权证的指标计算	138
附录五 《权证风险揭示书》	140
附录六 《权证管理暂行办法》	142
附录七 香港交易所权证交易制度概述	157
附录八 常用的权证网站	165



第一章

权证投资入门篇

1. 权证是什么

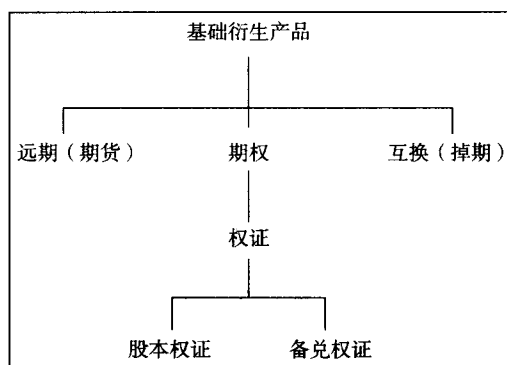


图 1-1

从上面衍生产品家族的组成图（见图 1-1）中，读者可以先对权证有个大致的印象。权证归属于期权类衍生产品，因此它具有期权类产品的共性，但同时它也有自己的一些独特之处。

权证（Warrant，香港又称为“窝轮”）是指由标的证券发行人或其以外的第三人发行的，持有人在规定的期间内或特定到期日当天，有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券（上海证券交易所的定义）。简单来说，就是权证持有人在未来有权选择是否向权证发行人卖出或买进一定数量的标的证券。权证的发行人既可以是标的股票发行人（股本权证），也可以是投资银行（备兑权证）等。一般我们接触得比较多的是以股票或是指数为标的的权证。以云化 CWB1 为例（见表 1-1）：

表 1-1 云化 CWB1 认购权证条款 (580012)

初始行权价：18.23 元	行权比例：1:1
正股简称：云天化	正股代码：600096
存续期：2007 年 3 月 8 日至 2009 年 3 月 7 日	

以上条款的意思是，持有 1 份云化 CWB1 权证，投资者相当于拥有这样一个权利：可以选择在行权期内，以 18.23 元买入 1 股云天化，如果在到期前云天化大涨，那么这个权证就越来越值钱。当然要获得这样的权利是要付出代价的，这个代价就是买入权证的价格。

2. 权证有哪些基本要素

一个权证产品通常包含以下一些基本要素：

标的资产：指权证持有人在约定期限可以向权证发行人买入或卖出的标的物，通常是股票、ETF、指数或外汇。

行权价格：亦称行权价或履约价格，指在权证条款中约定的将来其持有人向发行人买入或卖出标的资产的价格。对于指数权证，其行权价格就是一个指数点位（再按一定比例把点位折算成金额）。

行权比例：亦称换股比例或兑换率，是指每一单位权证可以认购（或认售）的标的资产数量。如果股票权证的行权比例为 10:1，即代表每 10 份权证可以认购或售出 1 股标的股票（通常也会表达为兑换率为 0.1）。

到期日：权证产品都具有一定的期限，因此在其条款中会规定一个到期日。权证到期后即按合约进行清算交割并注销。

行权期：指在该期间之内，持有价内权证的投资者可以向权证发行人提出按约定条件买进（卖出）标的资产或者支付相应对价的执行要求，行权时间因权证类型的不同而不同。欧式权证的持有人只能在权证到期日才可以行权；美式权证持有人在权证到期日之前

的任一交易日都可以行权。

行权方式：包括有实物交割方式（或称证券给付结算方式）和现金结算方式。

3. 认购权证与认沽权证

依据权证所代表的权利内容不同（也就是对市场方向的想法）来划分，可分为认购权证和认沽权证。

认购权证（Call Warrant，又称为看涨权证）含有一个买入权，权证持有人有权在约定时间以约定价格买进约定数量的标的资产。认沽权证（Put Warrant，又称为看跌权证）含有一个卖出权，权证持有人有权在约定时间以约定价格卖出约定数量的标的资产。一般来说，认购权证价格与标的资产价格的变化方向一致，正股涨，认购权证的价值就上涨；正股跌，认购权证的价值就下跌，所以认购权证又称为“看涨权证”。而认沽权证价格则与标的资产的价格变化方向相反。正股涨，认沽权证的价值下跌；正股跌，认沽权证的价值上升，所以，认沽权证又称为“看跌权证”。因此，对标的资产持看涨意见的投资者宜买入认购权证，持看跌意见的投资者宜买入认沽权证。

认购权证和认沽权证通常适合在哪些情况下买卖呢？当预期正股将持续攀升，投资者可以选择一些实际杠杆较高的认购权证。因为投资者已经有了一个较明确的投资方向，利用一只拥有较高实际杠杆的权证，将可以获得正股出现升幅时的回报。而当投资者预期正股将持续下跌时，此时可以选择购买认沽权证。另外，当面对市场出现短暂而较大幅度的调整时，投资者可能会面对两难局面：贸然抛售股份可能会错失股价攀升的机会，但持有的话又怕大市继续下跌，令手上的盈利不断萎缩。此时，投资者可以利用认沽权证来对冲手持组合的风险，一方面可以维持原有的股票持仓，另一方

面，如果股价真的下跌，认沽权证又可以保持组合价值。

4. 权证的其他分类

权证还可以根据不同的划分标准来分类：

(1) 依据标的资产类型的不同，可分为股票权证、指数权证、外汇权证和商品（黄金、石油）权证等。由于大多数证券市场权证品种主要是股票认购权证和指数权证，因此权证又通常被称为“认股证”或“认股权证”。

(2) 依据权证的发行人不同，可分为股本权证和备兑权证。

股本权证又称为“公司权证”（Company Warrant），是由标的股票的发行人（即上市公司）发行的一种认股权证。例如国内有一种“分离交易可转债”，就可以从中分离出纯债券和可交易的公司权证。

备兑权证（Covered Warrant）则是由标的证券发行人之外的机构发行，通俗地讲是有实力的金融机构提供给投资者的衍生投资工具，因此备兑权证可以是认购权证也可以是认沽权证。

股改权证是我国市场阶段性的特有品种，是上市公司非流通股大股东在股改中为获得流通权而支付给流通股股东的对价的一部分，理论上属于备兑权证。

(3) 依据权证允许行权时间的不同，可分为欧式权证、美式权证和百慕大式权证等。

欧式权证是指权证持有人只有在权证到期日才可以行权（向权证发行人提出按约定条件买进或卖出标的资产的执行要求）。而美式权证持有人则可以在权证到期日之前的任一个交易日行权。百慕大式权证则介于两者之间。在具体的权证产品中，权证发行人还可就行权时间作出更详细的规定。

(4) 依据行权方式来划分，可分为证券给付结算型权证和现金

结算型权证。

证券给付结算型权证在行权时，权证持有人按约定条件向发行人真实买入或卖出标的股票，也就是说会涉及股票在发行人和持有人之间的买卖交割。目前国内市场上的权证除了南航 JTP1 之外，基本都是证券给付结算型权证。

现金结算型权证在行权时，发行人将向权证持有人按约定条件支付现金结算差价。一般地说，只有价内的权证才有行权的价值，到期时价外或平价权证的价值均为零。

5. 股本权证和备兑权证有什么区别

股本权证是由标的股票的发行人（即上市公司）发行的一种认股权证。权证持有人有权在约定时间按照约定价格向上市公司认购股票，上市公司必须向权证持有人新发行股票或者用库存股票进行支付。股本权证的用途通常是为了融资或进行股权激励。股本权证的行权可能会导致标的股票总股本的增加。

备兑权证则是由标的证券发行人之外的机构发行。备兑权证可以是认购权证或认沽权证，它的发行人一般是符合一定条件的证券公司或投资银行（有时也可以是大股东），备兑权证的主要功能是为投资者提供新的投资理财工具，它是以已存在的股票作为标的物，因此它的行权不会引起标的股票总股本的变化（见表 1-2）。

表 1-2 股本权证与备兑权证的比较

比较项目	股本权证	备兑权证（衍生权证）
发行人	标的证券的发行人	标的证券发行人以外的第三方
标的证券	通常需要发行新股	已在交易所挂牌交易的证券
发行目的	进行筹资或对高管人员激励进行用途	为投资者提供避险、套利工具
行权结果	公司股份增加，每股净值稀释	不造成股本增加或权益稀释

“备兑权证”一词有时会与“衍生权证”一词互相混同使用，严格地说，衍生权证一词包括的范围更广，例如指数权证、外汇权

证以及许多新型权证都可归属衍生权证。

6. 权证与期权的比较

在第1节已提及，权证属于期权类的衍生产品，但又与期权有所区别，主要在于二者的市场交易制度不同。国内市场目前尚欠缺这方面的素材，下面以权证市场和期权市场都较活跃的香港市场为例作一些比较。

首先，期权是一种在交易所交易的标准化合约，其行权价格、到期日等条款已标准化，不利于在经常变动的市场中灵活调整，也缺乏创新的空间；相反，与权证挂钩的相关资产的数量远较期权的选择多。通常的情况是活跃股票的权证品种多，而活跃股票的期权则较少，投资者往往较难找到合适的期权。而每当市场出现一些新的持续性热点，备兑权证发行人看准时机，就可发行新的备兑证，在符合香港交易所《上市规则》的前提下，适时为投资者提供更多的选择，满足市场的需求。另一方面，备兑证市场可创新的空间很大，针对各种不同市况以及针对一些有较明确观点的投资群体，发行人可以适时推出带有特殊结构的备兑证，如锁定回报权证、跨价权证、一揽子股票权证等，方便投资者选择符合自己观点的备兑证进行投资。

其次，期权市场可运用的策略远较权证市场丰富。投资者参与期权投资，除了可以像买卖权证一样买入认购（或认沽）期权（又称为“长仓”），还可以卖出认购（或认沽）期权（又称为“短仓”），赚取权利金；而在权证市场，只有发行人才可以卖出备兑证收取权利金，投资者只能付出权利金买入认购证或认沽证。例如，买入认沽期权和卖出认购期权两种操作，表面上看都是看跌的策略，但实际的投资效果大不一样，所适合的市况也有差异，如果再把买进和卖出期权进行组合，其策略就更加丰富，可以达到根据自

己的观点量身定做做一个投资工具的效果，给投资者的满足感更大。

第三，期权是一种标准化合约，只要有成交就会产生一份期权合约，因此理论上，期权成交的数量可以是无限的。而单只权证的发行量通常会在发行文件中给出一个上限，并在一定的条件下可以增加发行量。但就香港市场而言，备兑证市场的发行量及交易量都远大于期权市场，其原因主要在于市场机制上有所差别。由于期权类产品的定价不像股票定价单纯，其中涉及高等数学及深奥的金融工程知识，所以香港和全球大部分市场一样都实行“庄家制”（国内称为权证一级交易商制度），通过专业金融机构同时提供买盘和卖盘报价，满足市场对流动性的要求。期权市场是属于交易所的产品，由多家证券公司一起提供报价，而权证市场则由单一庄家（通常是发行人）报价。期权市场由于实行多家庄家共管的制度，经营好坏难以与庄家的声誉挂钩，反而形成三个和尚没水喝的局面，有时一个期权的叫买价和叫卖价之间相差达到10%~15%，而且报盘可能只有几张。相反，权证发行人为了吸引投资者参与自己所发行的权证（赚取权证的时间价值），除了会积极进行市场推广，让投资大众有更多的机会接触和了解权证之外，也会提供更多实质的售后服务，例如，在正常情况下倾向开出较有竞争性的价格、维持较窄的买卖差价和足够数量的买卖接盘（流动性），提供方便而友善的咨询查询服务等。这是因为每一只权证都有一个证券代码，都代表着惟一的发行人，而香港市场的报盘都会揭示席位号，每一位发行人都有公开的专用席位号，所以谁挂出了买卖接盘一目了然。发行人为建立自己的品牌，扩大竞争优势，有动力投入更多的资源。归根到底，权证是属于产品差异化很低、进入壁垒很低的产品，因而竞争激烈。依笔者之见，单一庄家制度是香港权证市场赖以发展壮大关键因素之一。

☞ 香港市场小资料：观察权证发行人的席位号

香港股市的信息披露规则，要求把与该笔买盘/卖盘对应的经