

吴清◎主编

上海证券交易所◎著



上海  
证券  
交易所  
期权  
高阶  
文库

# 期权交易策略十讲

TEN LECTURES  
ON  
OPTIONS TRADING STRATEGY

格致出版社  上海人民出版社

吴清 ◎ 主编

上海证券交易所 ◎ 著

# 期权交易策略十讲

TEN LECTURES  
ON  
OPTIONS TRADING STRATEGY

格致出版社  上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

期权交易策略十讲/上海证券交易所著. —上海:  
格致出版社:上海人民出版社, 2016.11  
(上海证券交易所期权高阶文库)  
ISBN 978-7-5432-2659-3

I. ①期… II. ①上… III. ①期权交易-研究-中国  
IV. ①F832.53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 207994 号

责任编辑 王梦茜  
装帧设计 储平

上海证券交易所期权高阶文库

期权交易策略十讲

上海证券交易所 著

出版 世纪出版股份有限公司 格致出版社  
世纪出版集团 上海人民出版社  
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988  
市场部热线 021-63914081  
www.hibooks.cn

发行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印刷 浙江临安曙光印务有限公司  
开本 787×1092 1/16  
印张 15.25  
插页 1  
字数 288,000  
版次 2016 年 11 月第 1 版  
印次 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-2659-3/F·955

定价:45.00 元

# 总序

过去近半个世纪里,全球证券市场实现了两次质的飞跃:一是上世纪七八十年代股票期权等场内金融衍生品的出现,二是上世纪八九十年代电子自动化交易的实现。这两次事件,虽然一为业务,一为技术,但在我看来,这是改写了金融发展史的两次重大飞跃,不但为当下交易所行业的纵横捭阖拉开了序幕,更为未来证券行业的发展奠定了根基,可谓四百年证券市场史上的划时代创举。

1973年4月26日,美国芝加哥期权交易所正式推出16只个股的股票期权。9年后,第一只股指期货产品在美国上市交易。经过40余年的深耕,场内股权类金融衍生品现已成为全球资本市场不可或缺的组成部分。尤其是诞生最早的股票期权,因其与股票市场天然的紧密联系,在过去几十年中始终保持着高速发展,目前已占据场内期权市场的半壁江山。股票ETF期权作为股票期权中发展速度最为迅猛的一类产品,近6年来市场规模增长了25%。

股票期权作为境外市场十分成熟的基础性金融衍生产品,其得以迅速发展的主要原因在于市场对高效、低成本风险管理和定价工具的强烈需求,它的出现满足了投资者多样化的交易目的。与期货的风险对冲功能相比,期权产品为资本市场提供了独有的市场化风险转移工具。可以说,没有期权的资本市场,就如同没有保险的实体经济,社会风险分担将无法实现,进而降低整体社会经济福利。

在40多年发展历程中,股票期权的经济功能也得到了市场各方和监管者的广泛认同。各种专业评估、监管报告和大量学术研究,如1974年底南森公司撰写的《芝加哥期权交易所股票期权上市交易评估》(《南森报告》)和应美国国会要求美国期监会、证监会和美联储历时三年联合调研于1984年形成的《期货和期权交易对经济的影响》(《三方报告》)等,均肯定了期权特别是基于现券交割的股票期权的积极作用。《南森报告》和《三方报告》指出,从宏观上看,股票期权不仅通过其明确、高效的价格信号功能引导资源高效配置,而且其保险功能也促进了社会储蓄和真实资本形成,对于提升

经济效率、支持实体经济发展发挥了重要作用；从微观上看，股票期权不仅显著增加了标的证券的流动性，降低了其波动性，而且也为股票投资者提供了高效的市场化风险转移工具，促使个人投资者变得更加理性和成熟。

从证券交易所组织市场的角度看，期权对于证券交易所功能的发挥同样意义非凡。纵观全球证券交易所行业发展大势，证券交易所要成为具有全球竞争力的交易所，必须同时扮演好以下四种角色：一是流动性和定价中心角色。大量的证券交易在交易所市场进行，交易所必须保证市场流动性高、定价合理，能够低成本、高效率地满足投资者的交易需求。二是资产配置中心角色。交易所必须具有相对完整的产品链，能够满足投资者的多元化资产配置需求。三是风险管理中心角色。交易所必须能提供满足投资者需求的风险对冲（市场中性策略）或风险转移（类似保险策略）工具，同时具备作为市场组织者所要求的高效、低成本一线监管和基于交易结算风险的风控安排。四是筹资中心角色。交易所必须确保企业可以方便地通过交易所平台实现股票、债券筹资和再融资。股票期权作为一项高效、低成本的风险管理和定价工具，不仅对交易所的资产配置功能和风险管理功能举足轻重，更对交易所流动性和定价功能以及筹资功能意义重大。

与境外成熟证券交易所相比，我国证券交易所发展时间较短，虽然现货市场规模已跃居全球前列，但市场结构单一、产品不够丰富等问题仍较为突出，对充分发挥证券交易所的经济功能形成了一定的制约。在这一大背景下，上海证券交易所本着服务投资者、服务市场创新发展的宗旨，积极探索论证股票期权产品。经过多年的研究和准备，在中国证监会的指导和市场各界的支持下，上海证券交易所于2015年2月9日正式推出了我国首只场内期权产品——上证50ETF期权。该产品的推出，标志着我国资本市场期权时代的来临，进一步丰富了我国资本市场产品体系，有效提升了我国证券交易所的竞争力。

上证50ETF期权上市交易一年多以来，总体上看，市场运行平稳，规模稳步增长，交易秩序良好，定价较为有效，投资者参与理性，经济功能逐步发挥。期权上市初期，日均成交量不足5万张（合约面值约10亿元），今年以来，日均成交已超过25万张（合约面值超过50亿元）。目前，共有84家证券公司、17家期货公司取得了上海证券交易所股票期权交易参与人资格，59家证券公司取得自营业务资格，投资者账户数约15万户。今年以来，日均成交持仓比为0.34，与上证50成分股比较的期现成交比平均仅为19%。保险、套利、方向性交易和增强收益四类交易行为占比分别为15.7%、25.6%、22.3%和36.4%，上海证券交易所编制的期权市场投机指数平均仅39点（60点以下为风险极低）。股票期权经济功能开始初步发挥。一方面，股票期权为股票持有者提供了有效的保险工具，今年以来基于保险目的的交易占比稳定。另一方面，股票期权对标的证券也产生了积极影响，统计显示，50ETF期权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。

从境外期权市场发展经验看,持续的投资者教育是期权市场健康发展和发挥经济功能的关键环节之一。期权作为非线性的衍生品,比现货和期货更复杂,以至于有人说,如果将衍生品比作金融产品中的皇冠,那么期权以其复杂性和策略多变性当之无愧为这顶皇冠上的明珠。尽管股票期权在境外市场已是十分成熟的金融衍生工具,但对于我国资本市场而言仍然是一项无先例、无实践的重大创新。自股票期权工作开始筹备以来,上海证券交易所始终高度重视股票期权的宣传与推广工作,不断强化投资者适当管理,加大市场培育工作,已先后针对我国市场特点开展了一系列有特色的投资者教育活动,举办了100多场投资顾问培训和400多场投资者培训,培训投资顾问和投资者人数分别达到1.6万人和8万人,同时,在全国二十多所知名高等院校合作开设了“期权交易理论与实践”学分课程,组织开展了ETF期权“策略推广月”和“交易策略大赛”等系列活动。为了便于投资者理解,我们从投资者需求出发,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》和《期权投资之独孤九剑》、“上海证券交易所期权之家”微信公众号和四大证券报“期权投教专栏”等。

编撰系列丛书是上海证券交易所加强期权市场培育的重要举措。2014年,上海证券交易所组织撰写了“期权知识系列丛书”(共六本),采用小说、漫画、问答和教材等多种体裁,集专业性、适用性与趣味性于一体,向读者全方位、多角度地讲述了初、中级期权投资知识。现在,随着市场规模的逐渐扩大,越来越多的投资者参与期权投资,投资主体也更加专业化,投资者对期权产品的理解也日益深入,市场上对高阶期权投资策略和技术书籍的需求日渐强烈,而国内市场高阶期权图书相对匮乏,为弥补这一空白,上海证券交易所再次组织出版这套期权高阶文库。这套丛书,内容上偏中高级和高级,形式上有着有译。其中,我们自主撰写的《期权交易策略十讲》是上海证券交易所和全国二十多所学校合作开设的研究生课程讲义,难度上属于中级偏高水平,内容较为全面,基本涵盖了期权交易员需要掌握的知识点;《期权工程:高级期权策略自修讲义》难度上属于高级水平,在体例撰写上做了全新尝试,适合具备期权中级水平的投资者自修。另外,这套丛书还收录了包括《尾部风险对冲》《大师谈衍生品模型》《期权定价公式大全》等译著,这几本书在国际市场上认可度高、权威性强,对我国投资者应当具有较好的借鉴意义。我相信,这套丛书的出版,对进一步加快我国期权高级专业人才的培育,推进期权从业人员队伍建设,具有重要的意义。



上海证券交易所理事长

2016年8月31日

# Contents



## 目 录

<b>第 1 讲 全球期权市场概览</b> .....	1
本讲知识提示 .....	1
1.1 期权的概念与功能 .....	1
1.2 境外期权市场发展概述 .....	7
1.3 我国股票期权市场发展与前景 .....	19
本讲小结 .....	32
复习题 .....	33
思考与应用 .....	34
<b>第 2 讲 期权基础知识</b> .....	35
本讲知识提示 .....	35
2.1 期权的定义和分类 .....	35
2.2 期权合约要素 .....	42
2.3 期权的风险 .....	51
2.4 期权对投资者的用途 .....	52
2.5 期权盈亏损益计算 .....	56
本讲小结 .....	62
复习题 .....	64
思考与应用 .....	65
<b>第 3 讲 基础组合策略</b> .....	66
本讲知识提示 .....	66
3.1 合成股票组合 .....	67

3.2	牛市价差组合 .....	68
3.3	熊市价差组合 .....	70
3.4	日历价差组合 .....	71
3.5	跨式组合 .....	73
3.6	勒式组合 .....	75
3.7	蝶式价差组合 .....	76
	本讲小结 .....	78
	复习题 .....	79
	思考与应用 .....	80
<b>第 4 讲</b>	<b>期权的定价 .....</b>	<b>81</b>
	本讲知识提示 .....	81
4.1	期权定价概述 .....	81
4.2	二叉树模型与风险中性定价法 .....	82
4.3	Black-Scholes 期权定价模型 .....	90
	本讲小结 .....	97
	复习题 .....	97
	思考与应用 .....	99
<b>第 5 讲</b>	<b>希腊字母:期权风险参数 .....</b>	<b>101</b>
	本讲知识提示 .....	101
5.1	Delta( $\Delta$ ) .....	102
5.2	Gamma( $\Gamma$ ) .....	106
5.3	Vega( $\nu$ ) .....	109
5.4	Theta( $\Theta$ ) .....	110
5.5	Rho( $\rho$ ) .....	112
5.6	组合策略希腊字母 .....	114
5.7	期权的杠杆率 .....	115
	附录:期权价格的泰勒展式 .....	116
	本讲小结 .....	116
	复习题 .....	117
	思考与应用 .....	119
<b>第 6 讲</b>	<b>波动率与波动率交易 .....</b>	<b>120</b>
	本讲知识提示 .....	120



6.1	什么是波动率 .....	120
6.2	波动率分类 .....	124
6.3	波动率曲面、波动率偏斜和波动率锥 .....	127
6.4	波动率的特征与作用 .....	130
6.5	波动率交易策略 .....	132
	本讲小结 .....	141
	复习题 .....	141
	思考与应用 .....	144
<b>第 7 讲</b>	<b>套保与套利交易</b> .....	145
	本讲知识提示 .....	145
7.1	套保交易 .....	145
7.2	套利交易 .....	149
	本讲小结 .....	159
	复习题 .....	160
	思考与应用 .....	162
<b>第 8 讲</b>	<b>做市商交易</b> .....	163
	本讲知识提示 .....	163
8.1	做市商制度概述 .....	163
8.2	做市商交易策略 .....	168
8.3	做市商风险管理 .....	172
	本讲小结 .....	177
	复习题 .....	178
	思考与应用 .....	179
<b>第 9 讲</b>	<b>期权与结构化产品</b> .....	180
	本讲知识提示 .....	180
9.1	结构化产品的概述 .....	180
9.2	国外结构化产品的发展 .....	184
9.3	股票挂钩结构化产品的设计 .....	190
9.4	国内结构化产品的现状与展望 .....	193
	本讲小结 .....	196
	复习题 .....	197
	思考与应用 .....	199

<b>第 10 讲 期权交易技巧</b> .....	201
本讲知识提示 .....	201
10.1 期权交易三十六计 .....	201
10.2 期权投资规划 .....	209
10.3 期权预测力 .....	214
本讲小结 .....	219
复习题 .....	220
思考与应用 .....	222
<b>附录 上海证券交易所股票期权交易制度介绍</b> .....	223
<b>复习题参考答案</b> .....	233
<b>后记</b> .....	234

# 第 1 讲

## 全球期权市场概览



### 本讲知识提示

1. 金融衍生品市场发展概况
2. 国际期权市场的起源与发展
3. 我国股票期权市场发展与前景

### 1.1 期权的概念与功能

#### 1.1.1 期权的概念

2015年2月9日,上海证券交易所正式推出上证50ETF期权,翻开了境内场内期权市场的第一页。期权是与期货并列的基础衍生产品,是金融市场极为重要的金融工具之一。

所谓衍生品,泛指一切以现货产品为基础并由此衍生出来的投资工具。按照我国银监会发布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的界定,“衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的混合金融工具。”

随着国际金融创新的加速,属于金融衍生品范畴的产品越来越多。从基本分

类看,主要有以下三种分类方法。

一是根据现货产品的不同分类。现货产品即所谓基础产品,包括一般商品(有时甚至是非商品,如某一地区的天气情况)和金融基础产品,前者如大豆、金属、木材等,后者通常包括外汇买卖、股票和债券投资、房地产投资、借贷等金融工具。例如,从一般商品衍生出来的衍生品有商品期货和商品期权,由股票和债券衍生出来的产品有认股权证、交易所交易基金、股票指数期货、期权、可转换债券等,由货币市场衍生出的产品有利率期货、利率期权等,从外汇市场衍生出的产品有货币期货、期权等,从债券市场衍生出的产品有国债期货、期权、外汇基金债券期权等,从基金市场衍生出的产品有基金期权等。此外,衍生金融工具还包括货币掉期(互换)与利率掉期等掉期交易。

二是根据合约形态的不同分类。衍生金融工具主要有基础衍生证券、远期、期货、期权及互换五大类基本形态。基础衍生证券包括可转换债券、认股权证、交易所交易基金(ETF)、存托凭证(DR)等存在一个特定发行者的衍生证券。基础衍生证券本质上仍然是现货市场证券,我们通常所说的衍生品主要是指非基础衍生证券。

三是根据交易方式的不同分类。根据交易方法的不同,可分为场内衍生品和场外衍生品。场内交易即交易所交易,指所有的供求方集中在交易所进行竞价交易的交易方式。场外交易即是柜台交易,指交易双方直接成为交易对手的交易方式,其参与者仅限于信用度高的客户。

期权(option)是依据合约形态划分的一种衍生品,指赋予其购买方在规定期限按买卖双方约定的价格(即协议价格或行权价格)购买或出售一定数量某种金融资产(即标的资产)的权利的合约。期权购买方为了获得这个权利,必须支付给期权出售方一定的费用,称为权利金(premium)或期权价格。

在期权交易时,购买期权的一方称作买方,出售期权的一方称作卖方。买方即是权利的受让人,而卖方则是必须履行买方行使权利的义务人。当期权买方选择行使权利时,卖方必须根据合约内容与买方进行交易。

### 1.1.2 期权的功能

境外股票期权市场经验表明,股票期权对活跃标的股票交易、推动股价走强具有积极作用。1973年4月26日,芝加哥期权交易所上市16只股票期权,其市值占同期道·琼斯指数成分股市值的60%。期权推出后一个月,道·琼斯指数成分股交易量较之前一个月增加7%,相较标普500指数出现1.6%的超额收益。1998年11月16日,美国股票交易所推出标普中盘ETF期权,半年内标普中盘指数涨幅约18%,相较标普500指数出现5.3%的超额收益。1995年9月8日,香港联交所推

出汇丰股票期权,一个月后,汇丰控股股票成交量较之前增加32%,股价上涨5%,半年后股价上涨20%,较恒生指数出现4.5%的超额收益。2002年1月,韩国推出7只股票期权,3个月后,7只股票平均上涨23%(涨幅最大为56%,涨幅最小为4%),较KOSPI200指数实现3.1%的超额收益。

从理论研究看,成熟市场对期权的积极影响已有明确的结论,认为期权产品不会分流股市资金,有助于提升现货市场流动性和平抑标的资产的波动,对真实资本形成有积极作用,充分肯定了期权的经济功能。

### 1.《南森报告》

美国芝加哥期权交易所(CBOE)于1973年率先推出了场内标准化的股票期权交易。为回应市场相关疑虑并全面评估股票期权的经济意义,1974年末,南森公司为CBOE完成了名为《芝加哥期权交易所股票期权上市交易评估》的研究报告(简称《南森报告》)。

该报告通过对美国场内期权系统全面的研究,得出了以下四点重要结论。

一是期权有助于平抑标的资产的波动率,报告研究了16只期权标的股票的波动率,发现在期权推出后的8个月中,16只股票的波动率显著下降,更好地抵御了当期市场系统性风险,即期权的上市起到了稳定市场的作用。

二是期权的推出增加了标的资产的流动性,在期权推出后,32只标的股票表现出了相对市场更好的流动性。

三是期权没有分流股票市场资金,也不会造成分流。理论上,一方面期权卖方将权利金进行股票再投资实现了资金的循环利用,另一方面期权卖方需要新购入标的股票对冲风险。此外,一些资金在股市缺乏赚钱效应且没有便利的对冲工具时,会选择离场,但股票期权推出后,这类资金再次回到股票市场。实证上,期权推出后对新股与新公司债券的发行没有影响,没有分流原本投资于股票和债券市场的资金。

四是个人投资者通过投资期权,变得更加理性和成熟。报告通过集中分析个人投资者的数据发现,期权的保险功能吸引了大量的个人投资者,逐渐运用了多样化的期权交易策略;而基于期权市场透明度高、流动性好等特点,投资者也借此构建了更为理性的资产组合,减少了单一的趋势投机交易。

### 2. 三方报告

应美国国会要求,美国期监会、证监会和美联储历时三年联合调研,于1984年形成了《期货和期权交易对经济影响研究报告》。该报告充分肯定了期权的经济功能,统一了美国各界对期权价值的认识。

该报告得出了如下四个主要结论:一是期权能够提升经济效率,促进社会储蓄和真实资本形成,企业通过期权市场实现风险转移,将更多的资金投向风险较高的

项目,与此同时,因为期权给予了公众规避一般市场风险的机会和起到增强收益的效果,公众也更愿意将资金投向风险较高的项目。二是期权产品不会分流股市资金,在期权交易的整个过程中,市场的资金总量并没有减少,期权推出后,用于投资的资金供给总量没有变化。三是期权有助于提升现货市场流动性,推出期权不仅不会降低现货市场的流动性,反而提升了部分现货市场流动性。四是期权不会增加市场的波动,报告从理论和实证两个方面认为期权稳定了或至少没有增加现货市场的价格波动水平。

该报告发布后,在市场上和学术界都引起了重大反响和广泛关注。时任芝加哥商业交易所主席、被誉为“金融期货之父”的梅拉梅德专门就此报告进行了权威的解读,认可并高度赞扬了该报告的主要结论。他强调,“金融期货和期权市场能够提高现货市场流动性,带来增量资金。新的期货和期权合约提高了美联储实施公开市场运作的的能力,美国财政部进行债务管理运作的的能力也有了相应的提高。该研究还表明,广大投资者也从期权等金融衍生品交易中获得了利益。”

### 3. 其他相关研究成果

近几年来,在学术界公认的顶级金融刊物上,多篇具有国际影响力的论文从多个角度系统研究并论证了期权的经济功能和对市场的积极影响。相关理论研究表明期权的引入使相应股票的价格长期上涨,波动性显著下降;现货买卖价差大幅下降,市场深度明显增加;成交频率、单笔成交数量、总成交量等市场活跃度指标有显著增加;降低了市场的信息不对称水平和交易成本;大幅提升了标的股票的定价效率。总的来说,期权具有稳定股票市场的作用,同时,期权的推出会增大标的证券的交易量。

表 1.1 近年来关于股票期权经济功能的主要研究成果

年份	作者	发表刊物	研究样本	主要观点
1989	Jennifer, Conard	<i>Journal of Finance</i>	1974—1980 年美国市场期权标的股票	期权的引入使相应个股长期价格上涨,波动性显著下降。长期看来,股价的增长与期权市场的交易量呈正相关
1995	S.Elfakhani, M.Chaudhury	<i>Quarterly Review of Economics &amp; Finance</i>	1970—1987 年加拿大市场期权标的股票	期权推出后,标的股票的波动率显著减小。在 1987 年的股市黑色星期五中,被选为标的的股票 beta 值会增加,但是波动率没有显著变化
1998	Raman Kumar, Atulya Sarin	<i>Journal of Finance</i>	1983—1989 年美国五大期权交易所期权标的股票	期权推出后,现货买卖价差下降了约 10%,市场深度增加了约 4.8%;成交频率、单笔成交数量、总成交量都有显著增加;降低了信息不对称,从而降低了交易成本;大幅提升了标的股票的定价效率,定价误差的方差下降了约 25%
2005	S.Mayhew	<i>Journal of Banking &amp; Finance</i>	1973—1996 年美国证券市场标的股票	总的来说,期权具有稳定股票市场的作用;同时,期权的推出会增大标的证券的交易量

### 1.1.3 对期权概念和功能的认识误区

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仍不够熟悉,对期权认知存在不少误区。

误区一:混淆期权与期货。

我国《期货交易管理条例》没有对期权进行明确规定,但在期货交易的定义中认为“期货交易是指……以期货合约或者期权合约作为交易标的的交易活动”,因此,不少人士认为期权属于期货的一种,在监管实践中也将期权纳入期货交易进行监管。但实际上,两者属于完全不同的两类产品,期权不属于期货。两者的差别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,买卖双方在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(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。最后,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,这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,美国的《1934年证券交易法》和中国香港的《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,在证券法规中予以规范。

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,无论从理论上,还是从实践上看,期权均与期货不同,对现货市场价格没有先导作用。

首先,期权对现货市场并没有直接的反作用,更无先导作用。从产品特性来看,期权与期货有巨大差别。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,权利金是根据现货标的价格、合约行权价格、无风险利率、合约到期时间及标的波动率等多种因素推导而得,是多种因素的综合预期,主要取决于现货市场波动的变化,而对现货市场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,无论现货价格如何变化,总有一部分合约价格上涨,同时有一部分合约价格下跌,对现货价格影响很小。

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,可以将投资者交易动机划分为八种情况。其中,三种情况对现货有较积极的影响,四种情况对现货基本无影响,只有作为认沽期权的卖方且通过现货或期货对冲风险这种情况下,投资者会卖出少量现货或相关期货,因而对现货市场有较小的不利影响。但由于期权定价的特殊性(权利金与股价变化并非线性关系),卖出现货的数量相对其期权合约而言很少,从境外经验看,该对冲比例一般在20%左右,因而对现货市场的压力也相对较小。

表 1.2 股票期权买卖双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	买入或已持有现货
		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	买入部分现货对冲风险
认 沽 期 权	买 方	持有股票时 买入(保险)	看 涨	影响正面	已持有股票现货,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,因此也无做空市场的动机
		有对冲	价格波动尽可能小	有较小的负面影响	卖出少量现货或期货对冲风险
期 货	多头(买入)	看 涨	正 面		
	空头(卖出)	看 跌	负 面		

最后,从境内外期权市场推出的实践经验看,股票期权产品对现货市场的影响中性偏正面。特别是,股票期权的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,对提升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了,原本想离场的资金可以留下了,因此期权可以吸引长期资金入市,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具,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%;中国香港地区市场套利、套保、投机的比例则分别为15%、50%、35%,投机的比例占比相对较高。从50ETF期权交易情况看,保险目的的交易量已占到了整个市场交易量的23.5%,套利和增强收益交易占比约53%,投机性交易仅占23.4%,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。

在境内外期货市场上,高频交易是最主要的交易模式。但从境外经验看,高频交易在期权市场并不活跃,主要原因是期权的合约较多,流动性较差;由于期权合约是由行权价、到期月份等多个合约要素的组合确定,因而合约较多,各合约的流动性也相对较差,高频交易快速进出市场会带来较大的交易成本。从50ETF期权情况看,由于上交所对期权的风险控制措施较为严格,要求券商针对量化、高频交易建立专门的风险控制措施,交易所也建立了一套较为完善的预警和监察指标体系,包括高频交易在内的程序化交易占比不到10%。

## 1.2 境外期权市场发展概述

### 1.2.1 金融衍生品市场的发展与现状

近十多年来,全球衍生品市场发展迅猛。根据世界交易所联合会(WFE)的统计,从1998年至2008年,交易所交易的股指类衍生品交易量增加了16倍(其中,指数期权增加了20倍),个股类衍生品增加约10倍,而同期股票现货交易额增加不到3倍。

近几年来,特别是美国次贷危机引爆全球性金融危机以后,金融衍生产品,尤其是场外金融衍生产品,一度成为国内国际市场上褒贬不一的争论焦点。由产品危机演变为系统性金融危机,这超出了市场的预期,也引发了人们对金融衍生品本