

2003、2004年蝉联香港最畅销书之一

# 窝轮大时代

——解读认股权证

高盛(亚洲)执行董事

李颂慈 著

中国**第一本**全面介绍  
认股权证的专著

——刘鸿儒

认股权证是**解决股权**  
**分置**的首选工具

——汪晓峰

上海交通大学出版社

# 窝轮大时代

——解读认股权证

李颂慈 著

上海交通大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

窝轮大时代：解读认股权证 / 李颂慈著. —上海：上海交通大学出版社，2005

ISBN 7-313-04095-4

I. 窝... II. 李... III. 股票—购买证  
IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第081204号

## 窝轮大时代

### ——解读认股权证

李颂慈 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路877号 邮政编码 200030)

电话：021-64071208 出版人：张天蔚

凯基印刷(上海)有限公司印刷 全国新华书店经销

开本：889mm × 1194mm 1/28 印张：7 $\frac{5}{7}$  字数：123千字

2005年7月第1版 2005年7月第1次印刷

印数：1-3050册

ISBN 7-313-04095-4/F.557 定价：29.80元

---

版权所有 侵权必究

初看到这本书，就令我为之惊喜。

这是中国第一部完整论述认股权证的专著。

中国资本市场经过多年的快速增长，已经初具规模，将面临金融产品的多元化发展，这本书及时地帮助我们对认股权证有了更深入的了解。随着股权分置改革的深入进行，将会快速推动认股权证的发展。在这里，我也衷心地希望，在不远的将来，我们的认股权证产品会与投资者见面。

令人欣慰的是，我们认股权证市场的发展有这么多的海内外精英分子的积极参与规划设计。本书作者李颂慈小姐的国际市场丰富的操作经验和先进的金融产品创新设计理念，将有助中国认股权证市场的健康发展。

内地与香港资本市场有许多相通之处，并逐渐走向融合，让我们充分借鉴香港成熟的市场发展和监管的经验，促进中国认股权证市场的发展。

这是一本不可多得的好书，理论和实践并重，内容详实简约明了，是证券专业人士和投资者的必读之书。

古人云：“授人予鱼，不如授人以渔。”本书肯定已经实现了“授人以渔”的目的。

刘鸿儒

原中国证券监督管理委员会主席

2005年6月

我们一直很关注A股市场的发展,总感觉应该为其做点什么。适逢近期内地正进行股权分置改革试点,证券市场对产品创新的呼声高起,认股权证有望在A股市场破冰。

内地与香港两地资本市场关系密不可分,中资概念相关认股权证在香港市场占据日益重要的地位,而香港作为全球最成功的认股权证市场,对我们发展A股权证市场具有借鉴经验和两地市场相互促进之作用。这本书主要以香港为背景阐述认股权证,深入浅出地讲解了投资认股权证的实战操作技巧,是一本百分之百切合你需求的投资认股权证指南。

我们也注意到,作者李颂慈小姐以其敏锐的专业眼光,对A股市场目前最为关切的股权分置问题提出了自己独特的见解:认股权证是解决股权分置的首选工具,通过对认股权证不同条款的设计,可以解决各类上市公司的股权分置问题,并且能促进整个认股权证市场的长期发展。

李颂慈小姐也是我本人投资认股权证的老师,李小姐的教导令我受益匪浅。多年来,李小姐在香港、新加坡及中国内地等参与衍生工具市场开创,涉及交易规则修订、产品设计及市场操作,积累了丰富的经验。特别令人感动的是李小姐孜孜不倦地坚持投资者教育。在香港,投资认股权证的普及教育,李小姐应居首功。李小姐在香港业界权威的地位可以用《香港经济日报》副社长石镜泉先生的话来印证:“假如你已买卖过认股权证并不认识李颂慈,你应该知

道她是香港认股权证界的英雄，一见这本书，你就应要买。假如你已买卖过认股权证，而你不认识李颂慈，则你的认股权证功夫应该好不到哪里，现在你更应买这本书来好好学习。假如你未买卖过认股权证，而你想日后参与买卖，这本书应对你十分有帮助。”

回顾香港市场发展历程，可以说是市场选择了认股权证，投资者选择了认股权证，犹如“万千宠爱于一身”。而本书也将成为内地第一本全面介绍认股权证的专业书籍，其内容更为丰富，对市场实战操作的阐述也更为精妙，有不少独到的见解，发前人之所未见，对初学者和认股权证高手均会有所启发。

汪晓峰

金信信托投资股份有限公司董事长

2005年6月

# 目录

|     |   |   |
|-----|---|---|
| 刘鸿儒 | 序 | 1 |
| 汪晓峰 | 序 | 1 |

## 第一章 概述

|                     |    |
|---------------------|----|
| 一、香港认股权证——全球第一      | 2  |
| 二、认股权证的基本概念         | 7  |
| 三、股本认股权证和衍生认股权证的区别  | 11 |
| 四、内地认股权证市场的历史、现在及未来 | 12 |

## 第二章 基础知识

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 一、影响认股权证的价格因素         | 16 |
| 二、杠杆比率和实际杠杆比率         | 19 |
| 三、对冲值、溢价、时间值的短期、中期和长期 | 22 |
| 四、认股权证的主要功能：杠杆作用和风险管理 | 25 |
| 五、认识庄家制               | 30 |
| 六、认股权证的定价及发行价         | 31 |
| 七、认股权证的买入时机           | 32 |
| 八、认股权证对资金的放大作用        | 34 |
| 九、认股权证在风险管理中的作用       | 36 |
| 十、保守投资者也可投资认股权证       | 37 |
| 十一、如何看待投资正股及认股权证的价值   | 39 |
| 十二、选择投资认股权证的时机        | 40 |
| 十三、认股权证名称包含的意义        | 42 |
| 十四、各类认股权证结算价的计算方法     | 43 |
| 十五、认股权证的结算            | 47 |
| 十六、认股权证的交割不会选择收取股票    | 48 |
| 十七、需留意最后交易日、到期日及支付日   | 50 |
| 十八、如计价日遇上半日市或全日停市时的处理 | 51 |



### 第三章 投资技巧

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、溢价高低的意义                   | 56 |
| 二、选择溢价低的认股权证的好处             | 57 |
| 三、负溢价不等于是必赚的投资机会            | 60 |
| 四、出现缩溢价现象的原因                | 61 |
| 五、引伸波幅变化将决定认股权证的价值方向        | 63 |
| 六、引伸波幅由发行人调控                | 64 |
| 七、低引伸波幅并不一定就值得买入            | 66 |
| 八、历史波幅与引伸波幅的差距扩大时，投资认股权证策略  | 69 |
| 九、引伸波幅资料的来源                 | 70 |
| 十、成交量在挑选认股权证时的参考作用          | 73 |
| 十一、成交量与市场持货量的关系             | 74 |
| 十二、市场持货量对引伸波幅的影响            | 77 |
| 十三、认股权证止蚀的最佳时机              | 79 |
| 十四、认股权证被套后的投资策略             | 80 |
| 十五、认股权证占大市成交、认购认沽比率等数据的参考意义 | 82 |
| 十六、国企股认沽证偏少的原因              | 84 |
| 十七、理解对冲值                    | 86 |
| 十八、Gamma、Theta 及 Vega 的涵义   | 87 |



### 第四章 策略分析

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 一、估计正股持续攀升……       | 92  |
| 二、认为正股呈振荡市局面……     | 93  |
| 三、估计正股先整固后攀升……     | 94  |
| 四、估计正股将大升大跌……      | 96  |
| 五、买入多少认股权证才能对冲正股   | 97  |
| 六、想套现正股的对冲策略       | 99  |
| 七、充分利用认沽证对冲持有正股的风险 | 101 |

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 八、认股权证的长线投资策略           | 103 |
| 九、认股权证在换证时的转换策略         | 104 |
| 十、认股权证不跟足正股走的原因剖析（一）    | 107 |
| 十一、认股权证不跟足正股走的原因剖析（二）   | 109 |
| 十二、认股权证不跟足正股走的原因剖析（三）   | 110 |
| 十三、正确处理正股没升但认购证升        | 113 |
| 十四、认股权证买卖差价的理论计算方法      | 115 |
| 十五、正股的每格跳动值对认股权证走势的影响   | 117 |
| 十六、面值高低对选择认股权证的影响       | 119 |
| 十七、投资者在需要时可要求庄家报价       | 120 |
| 十八、市况窄幅振荡时投资认股权证的策略     | 122 |
| 十九、正股派特别息对认股权证的影响       | 123 |
| 二十、正股除息前是买入认沽证良机之谬误     | 125 |
| 二十一、正股有合股或拆股时对认股权证条款的影响 | 127 |
| 二十二、正股有红股或配股时对认股权证条款的影响 | 129 |

## 第五章 特种认股权证

|                  |     |
|------------------|-----|
| 一、认识带“X”的认股权证    | 134 |
| 二、派息证的特点         | 136 |
| 三、锁定回报证的特点       | 138 |
| 四、跨价证的特点         | 140 |
| 五、到期激活证的特点       | 142 |
| 六、一篮子认股权证的特点     | 143 |
| 七、息股证——认股权证的反相产品 | 145 |
| 八、息股证与认股权证的配合运用  | 149 |

## 第六章 发行人

|           |     |
|-----------|-----|
| 一、发行人如何赚钱 | 154 |
|-----------|-----|

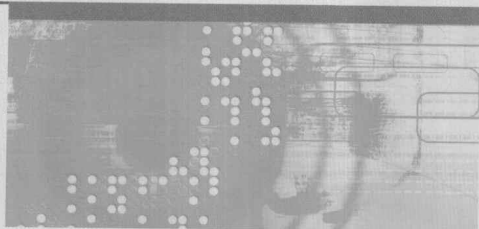
|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 二、认股权证发行人的对冲策略          | 155 |
| 三、对发行人有意操控股价来剥削投资者的疑问分析 | 159 |
| 四、如何看待发行人会否人为调控引伸波幅而获利  | 160 |
| 五、发行人增加发行认股权证的时机        | 161 |
| 六、新的《上市规则》对发行人的要求       | 163 |
| 七、发行人的素质是选择认股权证的关键之一    | 165 |
| 八、充分利用发行人提供的网页信息(一)     | 167 |
| 九、充分利用发行人提供的网页信息(二)     | 170 |
| 十、充分利用发行人提供的网页信息(三)     | 171 |

## 第七章 内地认股权证

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 一、首选创新产品——权证       | 178 |
| 二、权证在内地的发展历程       | 179 |
| 三、发展权证有助推动内地证券市场发展 | 180 |
| 四、权证有助于多元化地解决股权分置  | 181 |
| 五、权证将促进券商创新        | 183 |
| 六、提升上市公司激励机制及再融资能力 | 184 |
| 七、发展权证的时机已经成熟      | 185 |
| 八、参考香港市场的运行机制      | 187 |
| 九、权证市场风险的有效控制      | 188 |
| 十、创新产品的发展离不开机制的创新  | 190 |

## 第一章

# 概述



## 一、香港认股权证——全球第一

环顾世界各地证券市场,投资者越来越多地利用认股权证作为投资、对冲和套利的工具。截至2004年12月31日止,按认股权证成交金额计,香港已稳居全球认股权证市场的第一位,2004年,香港认股权证全年的成交金额达673.573亿美元,第二位的德国为552.085亿美元,第三位的意大利为211.153亿美元,香港遥遥领先(见图1-1)。

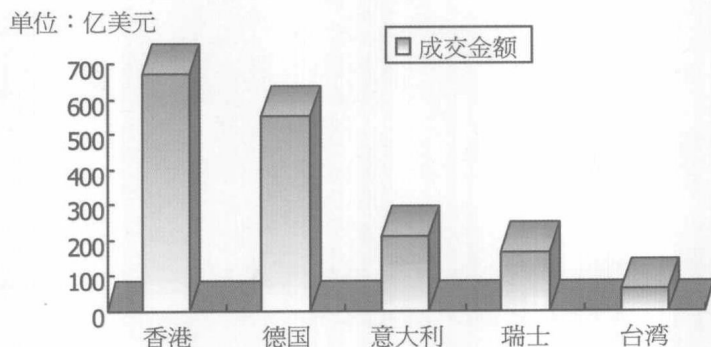


图1-1 2004年全球各国及各地区认股权证市场成交金额排行

资料来源: 国际证券交易所联合会统计数据(2005年1月)

据香港交易所资料显示,首只衍生认股权证于1988年2月在香港挂牌交易,距今已有17年的历史,长时间的发展使香港的认股权证市场日趋完善。2001年12月,香港交易所重新修订认股权证上市规则,其后认股权证发行量明显增加,2002至2004年快速

增长, 仅在 2004 年就发行认股权证达 1259 只。同时成交金额迅速增加, 至 2004 年, 认股权证每日平均成交金额为 21.1 亿元 (注: 由于本书以香港市场为背景作分析, 如无特别注明, 下文凡涉及“元”均指代港元), 相对 2003 年上升 91%, 占大市成交的 13.1%, 较 2003 年增加 2.7 个百分点, 如果以单日计, 成交最活跃的一天, 金额高达 54.49 亿元, 占大市成交达 25.1%。(参见图 1-2、1-3)

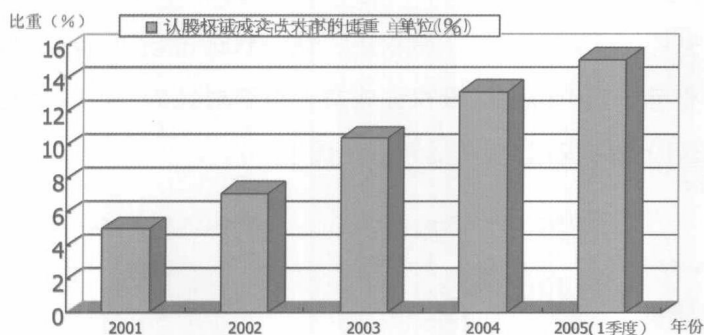


图1-2 历年香港市场认股权证成交占大市的比重

资料来源：香港联交所网页

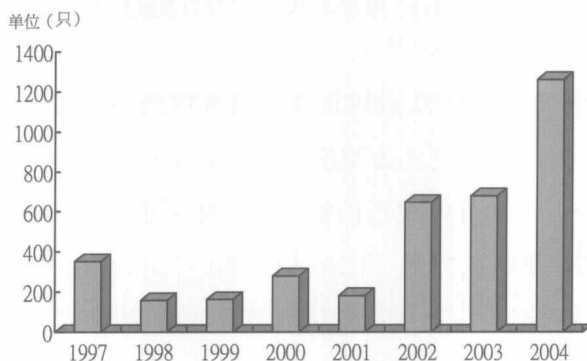


图1-3 香港认股权证发行数目的走势图

资料来源：香港联交所网页

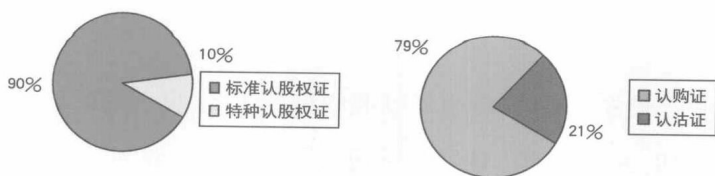


图1-4 成交认股权证的类别比例

资料来源：香港联交所网页

图1-4显示了成交认股权证的类别比例。比较世界各地的认股权证市场，衍生认股权证占据主要的地位。在香港，截至2004年底，主板上市的认股权证共有895只，其中32只是股本认股权证，另外863只是衍生认股权证。认股权证市场2004年共成交5274亿元，其中衍生认股权证成交占据绝对优势，达5245亿元，股本认股权证仅成交29亿元（见图1-5）。

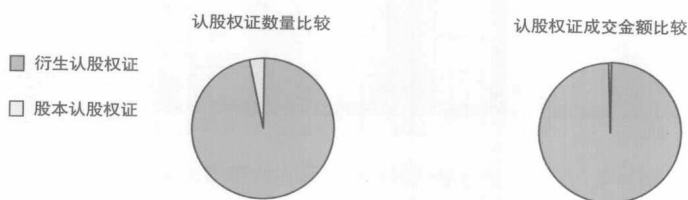


图1-5 衍生认股权证、股本认股权证数量以及成交金额比较

资料来源：香港联交所网页

香港2001年底的新法规规定交易量及市场持货量必须每日公布，使认股权证市场更具透明度；最低发行限额从5000万元降低至1000万元，从而降低发行门槛，使认股权证的发行数量显著增加，促使条款更具选择性；引入“庄家制”（Liquidity Provider），发行人必须自身或委任他人担任流通量提供者，投资者可以致电要求报价，这对认股权证市场的流通量产生了关键的影响。

认股权证市场活跃，一般需要市场状况的配合。纵观历史发展，1997年香港回归祖国缔造香港牛市，1998年亚洲金融风暴导致股价暴跌，2000年科技网络股疯狂行情，2003～2004年经济复苏，蓝筹股普遍创下历史新高，这些无一例外都为认股权证的成交大幅上升创造了机遇。

近两年，随着国企指数的推出和内地优质大公司纷纷赴港上市，国企相关认股权证占香港认股权证市场份额迅速增大，2004年国企指数认股权证的成交金额为394亿元，较2003年劲升23.6倍，中石油及中国人寿认股权证的成交金额也分别达273亿元及224亿元，上升25.6倍及123.4倍。

表1-1列出近三年的认股权证十大相关资产，可以明显地看

表 1-1 近三年的认股权证十大相关资产

| 排名 | 2002 年十大相关资产<br>(以认股权证成交金额计) | 2003 年十大相关资产<br>(以认股权证成交金额计) | 2004 年十大相关资产<br>认股权证成交金额计) |
|----|------------------------------|------------------------------|----------------------------|
| 1  | 恒指                           | 恒指                           | 恒指                         |
| 2  | 汇丰                           | 汇丰                           | 汇丰                         |
| 3  | 和黄                           | 中移动                          | 和黄                         |
| 4  | 中移动                          | 和黄                           | 国指                         |
| 5  | 长实                           | 新地                           | 中移动                        |
| 6  | 新地                           | 中银                           | 新地                         |
| 7  | 电盈                           | 长实                           | 中石油                        |
| 8  | 中银                           | 电盈                           | 长实                         |
| 9  | 中联通                          | 中石油                          | 中国人寿                       |
| 10 | 中信泰富                         | 中电信                          | 中银                         |

资料来源：法兴证券

出中资概念占认股权证比重在不断增加。

资讯的日趋透明，是认股权证市场越来越普及的原因之一。以前的投资者只能从报章或股票报价机得到认股权证资讯及数据，但现在投资者不但可从网页上直接比较认股权证的条款，还可利用专业网站提供的“网上计算器”，计算正股、时间值及引伸波幅变化对认股权证价格的影响。认股权证透明度的上升，自然也增加了投资者对投资认股权证的信心。

在香港，发行人不断进行投资者教育，翻开经济类报章或打开电视机、收音机，有关认股权证的分析介绍占据了大量篇幅，有关认股权证基础知识、投资策略、技巧分析的讲座比比皆是，咨询热线的开通更方便投资者及时查询。投资者对认股权证变得非常熟悉，运用更加自如。

我们欣喜地看到，经过十余年的发展、创新和规范，认股权证最终获得投资者的普遍认同，投资者已体会到认股权证确实是一种既适合专业投资者也适合散户投资者的投资工具。

全球投资者均看好中国经济的未来增长，投资者不仅选择股票作为投资工具，同时也选择相关股票或国企指数的认股权证进行投资或对冲操作。有鉴于此，可以相信，香港作为全球最大认股权证市场的地位将会更加巩固。

## 二、认股权证的基本概念

认股权证也称认股证，其英文是warrant，在香港俗称“窝轮”（译音）。通常说的权证也就是泛指认股权证。

认股权证是一个“权利”而非责任，赋予持有者在预定的“到期日”以预定的“行使价”，购买或沽出“相关资产”（如：股份、指数、商品、货币等）的权利。认股权证往往被视为现货市场产品，因为其买卖方式类似股票，而非如期权和期货等衍生产品。不过认股权证同时具备衍生产品的许多特点，比如它是一种非常好的杠杆投资工具等。

市场上有两种认股权证，一般分股本认股权证及衍生认股权证：

### （1）股本认股权证(Company warrant)。

也称公司认股权证，是公司的集资活动，透过发行公司股份的认购证进行。在行使时，公司将发行新股，并以行使价售予股本认股权证的持有人。

### （2）衍生认股权证(Covered warrant)。

一般由投资银行发行。发行人发行衍生认股权证并非为了集资，而是提供予投资者一种管理投资组合的有效工具。衍生认股权证是上市证券，在交易所进行买卖，并构成发行人与持有人之间的一项合约。发行人的责任及认股权证的条款、细则会详列在