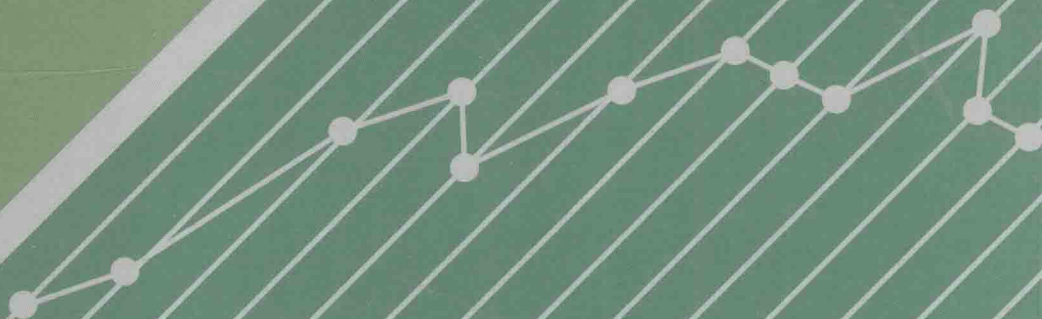




中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

金融期货与期权丛书
张慎峰 主编



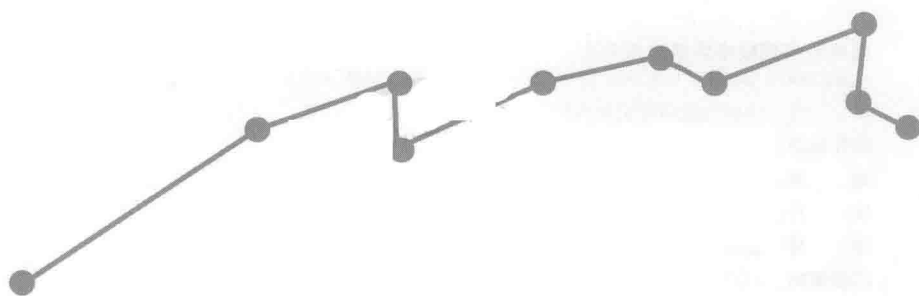
境外股指期权市场 研究报告集

中国金融期货交易所股权类期货期权小组 编著

人民东方出版传媒
东方出版社

境外股指期权市场 研究报告集

中国金融期货交易所股权类期货期权小组 ◎ 编著



人民东方出版传媒

东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

境外股指期货市场研究报告集 / 中国金融期货交易所股权类期货期权小组 编著. —北京: 东方出版社, 2014. 5

ISBN 978-7-5060-7507-7

I. ①境… II. ①中… III. ①股票-指数-期货交易-研究报告-国外 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 118260 号

境外股指期货市场研究报告集

(JINGWAI GUZHIQIQUAN SHICHANG YANJIU BAOGAOJI)

编 著: 中国金融期货交易所股权类期货期权小组

责任编辑: 邹绍荣 马艳芳

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京市大兴县新魏印刷厂

版 次: 2014 年 8 月第 1 版

印 次: 2014 年 8 月第 1 次印刷

印 数: 1—2000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 25.75

字 数: 316 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-7507-7

定 价: 69.00 元

发行电话: (010) 64258117 64258115 64258112

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 64258029

总 序

20 世纪 70 年代初开始，欧美国家金融市场发生了深刻变化。1971 年，布雷顿森林体系正式解体，浮动汇率制逐渐取代固定汇率制，汇率波动幅度明显加大。同期，各国也在不断推进利率市场化进程。随着欧美国家利率、汇率市场化程度的提升，利率、汇率风险逐渐成为市场风险的主要来源，经济主体对利率、汇率风险管理的需求大幅增加。金融期货期权就是在这样的背景下产生的。1972 年，芝加哥商业交易所推出了全球第一个外汇期货交易品种；1973 年，芝加哥期权交易所推出了全球第一个场内标准化股票期权；1975 年，伴随美国利率市场化进程，芝加哥期货交易所推出了全球第一个利率期货品种——国民抵押协会债券期货；1982 年，堪萨斯交易所又推出全球第一个股指期货——价值线指数期货合约。金融期货期权市场自诞生以来，发展一直十分迅猛。近年来，金融期货期权成交量已经占到整个期货期权市场成交量的 90% 左右，成为金融市场的重要组成部分。

金融期货期权市场是金融市场发展到一定阶段的必然产物，发达的金融期货期权市场是金融市场成熟的重要标志。金融期货期权能够高效率地实现金融风险在市场参与主体之间的转移，满足经济主体金融风险管理需求。1990 年诺贝尔经济学奖获得者莫顿·米勒对其有过经典的评价：“金融衍生工具使企业和机构能有效和经济地处理困扰其多年的风险，世界也因之变得更加安全，而不是变得更加危险。”

金融期货期权诞生以来，对全球经济发展起到了积极的促进作用。在宏观层面，金融期货期权显著提升了金融市场的深度和流动性，提高了金融市场的资源配置效率，有效改善了宏观经济的整体绩效；在微观层面，金融期货期权为金融机构提供了有效的风险管理工具，使金融机构在为企业和消费者提供产品和服务的同时，能够及时对冲因经营活动而产生的利率、汇率等风险敞口，在利率、汇率市场化的环境中实现稳健经营。

中国共产党第十八次全国代表大会明确提出，要更大程度、更广范围地发挥市场在资源配置中的基础性作用，要继续深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革。可以预见，我国将进入一个经济金融市场化程度更高的新时代，利率、汇率等金融风险将成为市场主体日常经营中必须面对和处理的主要风险。在这样的时代背景下，加快发展我国金融期货期权等衍生品市场具有格外重要的意义：

一是有利于进一步提升我国金融市场的资源配置效率。期货期权市场的发展有利于提升基础资产市场的流动性和深度，从而为基础资产市场中的投资者进行资产配置、资产转换、风险管理提供便利，促进金融市场资源配置功能的发挥。

二是助推我国利率和汇率市场化改革进程。随着我国利率、汇率市场化程度的不断提高，机构面临的利率、汇率风险在增加。如果缺乏有效的风险管理工具，那么包括商业银行在内的各类市场主体就无法有效地管理风险敞口。这不仅会对金融机构稳健经营构成挑战，也会牵制利率和汇率市场化改革的进程。只有在利率和汇率市场化改革过程中适时推出相应的期货期权衍生产品，才能保证利率和汇率市场化目标的实现。

三是有利于推动我国的经济创新驱动和转型发展。实体经济以创新为驱动，必然要求金融领域以创新相配合，这样才能不断满足实体经济日益多样化、个性化的需求。金融期货期权是各类金融创新的重要催化剂和基础构件，发展金融期货期权等衍生品，有利于推动整个金融行业开展有效

创新，拓展和释放金融服务实体经济的空间和能量，促进我国实现创新驱动的国家发展战略。

当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求，加快发展我国金融期货期权市场已经时不我待。

2010年4月16日，中国金融期货交易所推出了沪深300股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，对于完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。中国金融期货交易所肩负着发展我国金融期货期权等衍生品市场的重大历史使命，致力于打造“社会责任至上、市场功能完备、治理保障科学、运行安全高效”的世界一流交易所，建设全球人民币资产的风险管理中心。加强研究和交流是推动我国金融期货期权市场发展的重要手段，中国金融期货交易所组织出版的这套金融期货与期权丛书，旨在进一步推动各方关注我国金融期货期权市场的发展，明确金融期货期权市场发展路径；帮助大家认识和理解金融期货期权市场的内在功能和独特魅力，凝聚发展我国金融期货期权的共识；培育金融期货期权文化，培养我国金融期货期权市场的后备人才。这套金融期货与期权丛书涵盖了理论分析、实务探讨、翻译引进和通俗普及四大板块，可以适应不同读者的需求。相信这套丛书的出版必将对我国金融期货期权市场发展事业起到积极的推动作用。

中国金融期货交易所董事长



2013年7月

序 言

期权作为成熟的风险管理工具，一直在各国金融市场扮演着重要的角色。据国际交易所联合会（WFE）的成交量统计显示，2012 年全球各类期权总成交量 99.1 亿手，与各类期货总成交量相当。相比于期货等其他衍生工具，期权在风险管理、风险度量等方面又有其独特的功能和作用。首先，期权具有“保险”功能，使投资者在管理风险时不放弃获得收益的机会。期权买方通过支付权利金获得权利，可以根据标的资产价格变化是否有利，灵活选择行使权利或者放弃权利，大幅提高了套期保值的灵活性。其次，期权可以有效度量和和管理市场波动性风险。期权的权利金价格中包含反映资产价格波动性风险的因素，包含投资者对未来现货价格波动的预期，从而使得期权在管理方向性风险的同时，还可以并且更加适合管理波动性风险。此外，期权是推动市场创新的基础性构件。期权不同到期日、不同执行价格、买权或卖权的不同变量可以用各种方式组合在一起创造出不同的策略，以满足不同的需要，能激发市场大量的连锁创新。

在中国证监会的正确领导下，在社会各界的共同帮助和大力支持下，中国金融期货交易所（简称中金所，下同）按照“高标准、稳起步”的原则，从证券期货市场改革开放大局出发，充分借鉴股指期货产品规则设计及市场监管方面的宝贵经验，深入总结境外股指期货市场发展经验与教训，稳健扎实、有条不紊地推进股指期货等股权类期货期权产品研发与业务准备工作。

股指期货产品已在境外市场成功运行近 30 年，境外市场的成功经验可以为我国境内推出股指期货提供重要借鉴。中金所股权类期权期货小组对全球主要股指期货市场的运行发展情况和主要股指期货产品合约设计、交易制度、结算制度和风控制度进行了深入研究，并形成了关于美国芝加哥期权交易所、德国欧洲期货交易所、英国伦敦金融期货交易所、中国台湾期货交易所、中国香港交易所、韩国交易所、以色列特拉维夫交易所、印度国家证券交易所、日本大阪证券交易所和瑞典北欧证券交易所等 12 个市场的研究报告。希望本报告集的出版，能够起到促进交流、提高认识、深化期权研究的作用。

CONTENTS

目 录

总 序 / I

序 言 / I

第一部分 境外股指期货市场发展情况 / 1

第一章 美国股指期货市场 / 3

第一节 美国芝加哥期权交易所股指期货市场 / 3

第二节 美国国际证券交易所股指期货市场 / 10

第三节 美国芝加哥商业交易所股指期货市场 / 31

第二章 欧洲主要股指期货市场 / 57

第一节 德国欧洲期货交易所股指期货市场 / 57

第二节 英国伦敦国际金融期货交易所股指期货市场 / 95

第三节 瑞典北欧证券交易所股指期货市场 / 115

第三章 亚洲主要国家和地区股指期货市场 / 127

第一节 韩国交易所股指期货市场 / 127

第二节 印度国家证券交易所股指期货市场 / 147

- 第三节 日本大阪证券交易所股指期货市场 / 158
- 第四节 以色列特拉维夫证券交易所股指期货市场 / 170
- 第五节 中国香港交易所股指期货市场 / 181
- 第六节 中国台湾期货交易所股指期货市场 / 200

第二部分 境外股指期货市场考察与动态分析 / 247

- 第四章 中国台湾股指期货市场考察报告 / 249
- 第五章 韩国衍生品权市场考察报告 / 313
- 第六章 Potash 股票期权内幕交易案例分析 / 355
- 第七章 韩国 KOSPI 200 股指期货合约乘数变动情况分析 / 363
- 第八章 印度市场闪电崩盘期间期货、期权市场分析 / 371
- 第九章 关于香港交易所人民币计价期权情况的报告 / 379
- 第十章 恒指波动率指数及其编制方法研究 / 385
- 第十一章 中外期权业务相关术语比对 / 397

后 记 / 401

第一部分

境外股指期货市场发展情况

第一章 美国股指期货市场

第一节 美国芝加哥期权交易所股指期货市场

摘 要

芝加哥期权交易所分别于1973年和1983年先后推出全球首个股票期权和首个股指期货产品，开启了全球股票期权和股指期货市场发展历史。通过不断创新，该交易所成为全球场内期权产品种类最丰富的衍生品交易所，在股指期货的产品设计和制度设计上引领全球主要股指期货市场，值得我们学习和借鉴。

1. 芝加哥期权交易所股权类期权产品发展历史

芝加哥期权交易所（CBOE）分别于1973年和1983年先后推出全球首个股票期权和首个股指期货产品，开启了全球股票期权和股指期货市场发展历史。通过不断创新，CBOE目前已经成为全球期权产品最丰富的衍生品交易所，引领着全球期权市场的发展。芝加哥期权交易所股权类期权产品的发展历史大致可分为以下几个阶段。

1.1 首创股票期权，实现买权和卖权同时交易

1973年4月26日，该交易所推出了首批16只股票的买权（Call Option），开创了期权交易标准化的先河。其后，为应对投资者规避标的下跌风险的需求，该交易所于1977年推出了卖权（Put Option），形成买权和卖

权同时交易的局面。

1.2 率先推出股指期货，覆盖主要市场指数

在股票期权上市交易的 10 年后，该交易所分别于 1983 年 3 月 11 日和 7 月 1 日上市了标普 100 和标普 500 股指期货。至此，该交易所的产品线从股票期权拓展至股指期货。

1.3 期权种类和标的资产进一步丰富

为了适应投资者个性化风险管理的需求，该交易所分别于 1990 年和 1993 年上市了长期期权^①和灵活性期权^②，丰富了上市交易期权的种类。此外，该交易所还分别于 1992 年和 1997 年上市了多个股票行业股指期货和道琼斯工业股指期货，进一步丰富了产品线。

1.4 创新推出波动率股指期货产品

随着期权市场的活跃，期权投资者对波动率风险^③的避险需求与日俱增，该交易所于 2001 年创造性地上市了基于纳斯达克 100 指数和标普 500 指数的波动率股指期货^④，成为全球首个上市类似产品的交易所。此外，该交易所还陆续推出了星期期权^⑤和二项式期权^⑥等新期权产品。

2. 芝加哥期权交易所股权类期权市场交易情况

2011 年芝加哥期权交易所的期权交易量占全球交易量的 4.14%，在全球交易所期权交易量上排名第 4 位，位列韩国交易所、印度国家证券交易所和欧洲期货交易所之后。

① 长期期权（LEAPS）为期限较长的股票或股指期货。

② 灵活性期权（FLEX Option）为交易员在交易所内提供的非标准化条款的期权。

③ 波动率是指衡量资产价格变化程度的一种最常用的计量指标，通常为资产每日收益率的年度化标准差。波动率风险是指因波动率变化导致对投资组合价值产生的不利影响。

④ 波动率股指期货（VIX Index Option）是以股票股指期货为基础编制的波动率指数为标的资产的期权产品，主要用于管理投资组合的波动率风险。

⑤ 星期期权（Weekly）为在每周末到期的期权。

⑥ 二项式期权（Binary Option）为具有不连续收益形式的期权。

分品种来看,该交易所的股指期货、股票期权、ETF 期权和波动率股指期货的交易量占比分别为 18.6%、51.5%、24.3% 和 5.6%。股票期权、ETF 期权和股指期货分别占据该交易所交易量的前 3 名。

该交易所同时上市交易的股指期货包括标普 500 股指期货、标普 100 股指期货、罗素 2000 股指期货、纳斯达克 100 股指期货和道琼斯工业股指期货等品种。其中,最活跃的品种标普 500 股指期货的交易金额与交易量远远超过其他股指期货产品,为全球交易金额排名第 2 位(仅次于韩国 KOSPI 200 股指期货)和交易量排名第 4 位的股指期货。

3. 芝加哥期权交易所主要股指期货合约的特点

根据对该交易所上市交易的 5 个主要股指期货合约规则的对比和统计,我们发现该交易所主要股指期货合约具有以下特点。

3.1 标的资产为市场基准指数

该交易所上市股指期货的标的资产都为广为市场认可和接受的市场基准指数。

3.2 行权方式以欧式期权为主

在 5 个主要股指期货产品中,只有标普 100 股指期货是美式期权,其他均为欧式期权。

3.3 合约价值与指数点位相关,差异较大

该交易所股指期货合约乘数均为每点 100 美元,由于不同指数点位差异较大,不同股指期货的合约价值差异较大。

3.4 合约月份以 3 个近月和 3 个季月为主

罗素 2000 股指期货、纳斯达克 100 股指期货和道琼斯工业股指期货合约的月份设置均为 3 个近月和 3 个季月的组合;标普 500 股指期货合约月份为 3 个近月和 4 个季月;而标普 100 股指期货合约月份为 4 个近月和 1 个季月。

3.5 执行价格间距与合约月份、指数点位等因素相关

各股指期权合约的合约序列均为价内、价外及价平各 1 个。当指数大于现存合约的最高执行价或小于最低执行价时，新的合约将被加挂。标普 500 股指期权执行价格间距根据合约到期期限长短而不同：近月合约执行价格间距为 5 点，远月合约和前 3 个季月合约执行价格间距为 25 点，最后 1 个季月合约执行价格间距为 100 点；或季月合约间距较大。Russell 2000 股指期权则是以执行价 200 点为分割位，大于 200 点则间距扩大 1 倍。

3.6 权利金最小变动价位以 3 点为变动临界值

5 个主要股指期权产品权利金最小变动价位均以权利金 3 点（300 美元）为临界点：在权利金小于 3 点时，权利金最小变动价位为 0.01 点（1 美元）；在权利金大于 3 点时，权利金最小变动价位为 0.1 点（10 美元）。

4. 芝加哥期权交易所的股指期权交易制度

该交易所的股指期权交易制度主要包括交易时间、交易指令和做市商制度。

4.1 交易时间为美国中部时间上午 8:30 到下午 15:15

该交易所股指期权每日的交易时间为美国中部时间（芝加哥时间）上午 8:30 到下午 15:15，与现货股票市场同时开盘，并晚 15 分钟收盘。与股指期权产品的交易时间安排有所不同，美国主要股指期货产品在芝加哥商品交易所（CME）的电子交易平台 Globex 上进行全天候交易。^① 芝加哥期权交易所股指期权最后交易日为到期月份的第三个周四。

4.2 交易指令包括基本指令和组合交易指令

该交易所的交易指令除了包括限价、市价、全部成交或撤销（FOK）、

^① 芝加哥商品交易所主要股指期货产品在电子化交易平台上的交易时间为第一天下午 17:00 至第二天下午 15:15。

立即成交或撤销 (IOC)、止损、日内有效、条件触发以及针对做市商的全部成交或不成交 (AON) 等基本指令之外, 还提供了多种期权组合交易指令, 如价差、跨式、宽跨式、非等比例对冲、蝶式、盒式、领式、转换以及反转换等指令。

4.3 竞争性做市商制度提升期权合约流动性

为了提升期权合约的流动性, 促使市场参与者进行竞争, 提高撮合效率, 该交易所最早创立了期权做市商制度。该交易所的做市商分为普通做市商、指定做市商和电子交易指定做市商三类。这三类做市商参与做市业务的义务和权利有所不同。交易所根据做市商的成交量来确定向做市商提供的流动性补贴和交易费用的减免。

5. 芝加哥期权交易所的股指期货结算制度

芝加哥期权交易所的结算机构为期权清算公司 (Options Clearing Corporation, 简称 OCC), 是世界上最大的股权衍生品清算组织, 为 14 个交易所和平台的期权、金融和商品期货、证券期货和证券借贷交易提供清算和结算服务。作为中央清算担保人, 期权清算公司保证合约清算的实现。

5.1 结算交割包括申请交割和自动交割两类

股指期货的结算交割包括申请交割和自动交割两类。其中, 申请交割主要针对美式期权, 期权买方可在期权到期前向经纪人和期权清算公司申请进行期权交割。自动交割主要针对欧式期权, 只要在期权到期时股指期货有 0.25 点以上的实值, 期权清算公司便会自动交割。

该交易所的股指期货执行交割时采用现金结算。交割者必须在每日交易结束前提出要求 (申请交割时), 而经纪商通常会设定一个较早的截止时间。自动交割无须申请, 在期权到期时期权清算公司会自动进行现金结算。

5.2 当日结算价和到期结算价

根据结算的不同时点, 结算价可分为当日结算价和到期结算价。股指