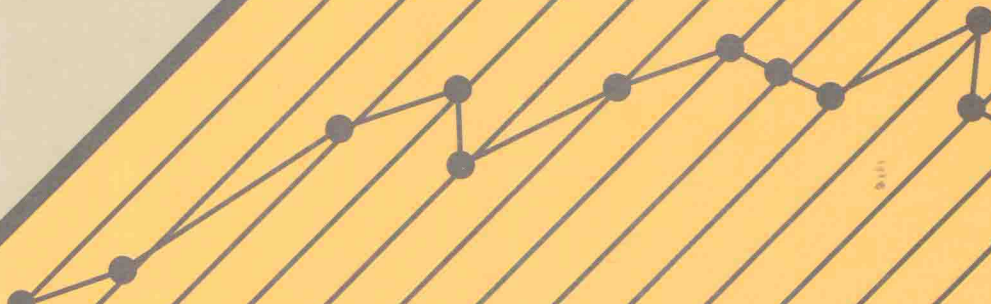




中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

金融期货与期权丛书
张慎峰 主编



股指期货 研究成果汇编

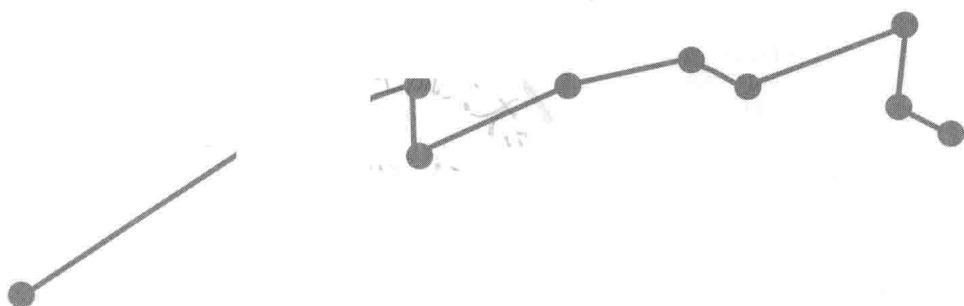
中国金融期货交易所股权类期货期权小组 编著

人民东方出版传媒

 东方出版社

股指期权 研究成果汇编

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

股指期货研究成果汇编 / 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. 4

ISBN 978-7-5060-7422-3

I. ①股… II. ①中… III. ①股票-指数-期货交易-研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 075116 号

股指期货研究成果汇编

(GUZHIQIQUAN YANJIUCHENGGUO HUIBIAN)

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 7 月第 1 版

印 次: 2014 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 1—2000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 21

字 数: 230 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-7422-3

定 价: 59.00 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

股指期货自 1983 年诞生以来，发展十分迅速，已经成为国际衍生品市场的重要组成部分。股指期货的出现拓展了国际金融衍生品市场，为投资者提供了新的投资渠道和风险管理方式，有助于提高股票市场和期货市场的运行质量，促进市场功能的发挥。目前，我国境内市场还未推出期权产品，风险管理工具较为单一，尚不能充分满足市场更加多元化和精细化的风险管理需求。在这种情况下，积极稳妥地推出股指期货，对于优化我国金融期货产品体系、丰富市场交易品种、完善市场风险管理机制、促进市场功能的发挥、推进资本市场的健康稳定发展具有重要意义。

我国资本市场在短短 20 多年的时间里取得了巨大成就，目前已成为全球第二大资本市场，有着全球最大的投资者群体，国际影响力也大大增强；但我国资本市场风险管理体系尚不完善，证券期货经营机构的实力还无法与国际同行相比，难以满足实体经济对投融资和风险管理服务的需求。发展我国期权市场不仅有助于完善资本市场风险管理体系和改善投资者交易行为，而且还有利于推动我国金融机构的业务创新和服务能力。因此，积极稳妥地推进期权产品创新，对于推动我国资本市场长期健康发展有着特殊的意义。

实现股指期货的平稳推出，需要市场各方的积极配合，客观认识股指期货的功能和作用，深入研究境外市场股指期货合约与制度设计。中国金融期货交易所股权小组对上市股指期货的意义、做市商制度、期权保证金

制度、期权执行方式以及期权与权证异同点等股指期货合约与制度设计中的核心和关键问题进行了全面深入的比较研究，结合境内市场现状，探索境内上市股指期货产品的可适用制度。为了推动金融期货与期权研究的深化，为股指期货的上市创造良好的社会环境和研究氛围，中金所股权小组整理了相关期权研究成果，编写了股指期货研究报告汇编。希望本报告汇编的出版，能够起到促进交流、提高认识、深化金融期货和期权研究的作用。

CONTENTS

目 录

总 序 / I

序 言 / I

第一部分 股指期货概述 / 1

第一篇 股指期货的功能与作用 / 3

第二篇 期权的法律属性和法律适用研究 / 25

第三篇 期权与权证的比较 / 35

第四篇 股指期货与 ETF 期权的比较 / 43

第二部分 境外股指期货发展经验 / 55

第五篇 境外股指期货发展路径分析 / 57

第六篇 境外股指期货市场风险防范研究与借鉴 / 67

第七篇 境外股指期货市场交割情况分析借鉴 / 85

第八篇 境外期权相关交易指令研究借鉴 / 103

第三部分 股指期货市场设计 / 117

第九篇 股指期货市场做市商制度分析 / 119

第十篇 股指期货市场保证金模式比较研究 / 181

第十一篇 我国台湾地区股指期货结算保证金“AB 值”法研究借鉴 / 197

第十二篇 股指期货行权方式和行权流程的比较 / 213

第四部分 股指期货功能与作用 / 243

第十三篇 《南森报告》对美国期权上市初期市场影响的分析 / 245

第十四篇 《四方报告》对美国期权上市初期市场影响的分析 / 277

第十五篇 现货价格变动时期权卖方与期货投资风险对比 / 287

第十六篇 股指期货上市对股票市场的影响 / 295

第十七篇 股指期货上市对股票市场波动性的影响 / 301

第十八篇 VIX 指数期货与期权对美国股票市场的影响 / 307

后记 / 323

第一部分 股指期权概述

第一篇 股指期货的功能与作用

沪深 300 股指期货上市已两年多，运行平稳健康，功能逐步发挥，利用股指期货进行避险的理念被投资者逐步接受并运用，市场已具有一定规模和影响力。但从资本市场整体发展来看，目前单一股指期货产品还不能完全满足市场需求。为完善股票市场风险管理体系，进一步满足市场对避险工具的需求，更好地服务于资本市场的发展，应适时启动期权市场，上市股指期货。

一、期权市场已成为现代金融体系的有机组成部分

期权交易的萌芽可追溯至几千年前，而现代期权交易始于 18 世纪后期。1973 年，芝加哥期权交易所（CBOE）推出了第一个场内交易的期权产品，掀开了期权市场快速发展的序幕，期权随后从美国市场逐步扩展到其他成熟市场和新兴市场。目前，期权已经成为一个种类繁多、功能强大、应用广泛的风险管理工具，和期货一起成为现代金融体系的有机组成部分。

1.1 期权是一个历史悠久的风险管理工具

期权是人类最古老的风险管理工具之一。期权的雏形最早出现在《圣经》中。^① 实物期权最早发生在公元前 580 年，古希腊的哲学家、数学家

^① 在《圣经》创世纪第 29 章中讲述到，公元前 1700 年，雅各与拉班签订了一个“期权”协议，雅各为拉班工作七年，获得一个权利——拉班将小女儿拉结嫁给雅各。后来，拉班违约了，将大女儿利亚嫁给了雅各。此后，雅各与拉班又签订了一个“期权”协议。这次，拉班履约了，将小女儿拉结嫁给了雅各。

和天文学家泰勒斯通过购买橄榄油榨机使用的期权来对冲未来使用权价格上涨的风险。^①历史上，罗马人和腓尼基人在航运中也运用类似期权的合约来管理风险。

现代期权是在 1792 年纽约证券交易所成立后发展起来的，几乎与股票同时开始交易。当时还不存在期权交易的中心市场，期权交易都在场外进行。开始交易的主要是股票的看涨期权（Call Option，又称买权），而看跌期权（Put Option，又称卖权）相对较少。市场依靠那些为买家或者卖家寻找交易对手的经纪商运行，每一笔交易的谈判都相当复杂。在这样松散的市场中，逐渐形成了期权经纪商协会。到 20 世纪 20 年代，美国股票期权市场已经得到了一定程度的发展，但也曾出现一些风险事件。总体来看，场外期权一直不是市场的主流产品，直至场内金融期权市场的建立。

1.2 场内期权市场的建立掀开了市场快速发展的序幕

1973 年 4 月，CBOE 上市股票买权合约标志着场内金融期权市场的诞生。1974 年，美国全国性期权清算机构——期权清算公司（OCC）成立。1975 年，美国证券交易所和费城证券交易所上市了股票期权；1976 年，太平洋证券交易所也开始上市股票期权。这时，所有交易所交易的股票期权还都是买权。

在期权市场，仅有买权，或者仅有卖权，市场都是不完善的，会在很大程度上抑制期权的运用。1977 年 6 月，股票卖权也开始在 CBOE 交易，投资者对卖权的接受之快超出了预期。随后，美国其他交易所也纷纷推出卖权合约。至此，完整意义的场内期权市场才真正建立起来，市场开始进入新的发展阶段。

^① 泰勒斯利用其天文知识观察天象，预测来年橄榄会大丰收，橄榄油榨机需求会增大。因此，他提前与橄榄油榨机的业主签订了期权合约，获得了来年以固定价格优先租用这些榨机的权利。泰勒斯被认为是第一个成功使用期权的人。

1.3 股指期货的推出使期权在全球得到了普及和快速发展

CBOE 场内金融期权市场的建立，以及股指期货的成功运行，扫清了美国期权市场发展的障碍，也为全球其他市场发展期权提供了经验借鉴。在美国期权市场成功运行的示范效应下，期权交易逐步遍及全球成熟市场和主要的新兴市场。

1.3.1 美国衍生品现金交割问题的突破为股指期货的推出扫清了障碍

1983 年，CBOE 推出了全球第一只股指期货合约——CBOE 100 指数期权（后更名为 S&P100 指数期权）。股指期货的产生晚于股票期权，并不是因为市场没有需求，而是由于之前美国禁止期货和期权实行现金交割这个特殊历史原因。

1982 年之前，美国要求所有的期货或者期权产品必须实物交割。当时，人们一般认为“现金交割和非法赌博是同义词”。而如果股指期货或股指期权进行实物交割，将导致交易成本非常高，这会影响指数产品的推出。1981 年，美国证券交易委员会（SEC）主席约翰·夏德和美国商品期货交易委员会（CFTC）主席菲利普·约翰逊达成“夏德—约翰逊协议”，协议明确规定：现金交割对期货和期权有效。1982 年美国国会通过该协议，结束了现金交割长期以来的“非法”身份，为指数衍生品的发展扫清了障碍。

1.3.2 期权市场快速发展，交易遍及全球主要市场

近十多年来，场内期权一直保持很高的增长速度，其交易量与期货基本平分秋色，成为全球金融体系中不可或缺的有机组成部分。美国期货业协会（FIA）统计数据显示，截至 2011 年年底，全球已有 50 余家交易所上市期权产品，遍及所有成熟市场和主要的新兴市场。^① 2011 年，期权的

^① 摩根士丹利资本国际公司（MSCI）将全球市场分为成熟市场（Developed Markets）、新兴市场（Emerging Markets）和待开发市场（Frontier Markets）。截至 2011 年，成熟市场包括美国、日本、中国香港地区等 24 个市场，新兴市场包括中国、印度、俄罗斯等 21 个市场。

成交量高达 128 亿手，超过期货的 121 亿手，创历史新高。场内期权市场产品种类也日益丰富。标的资产不仅包括股指、股票个股、ETF、利率、汇率等，还被引入几乎所有的主要期货类型上，包括商品期货、利率期货、汇率期货等。

1.3.3 值得注意的是，股指期货在全球市场尤其是新兴市场得到蓬勃发展

股指期货一经诞生，由于覆盖面广、应用便捷、市场需求大等特点，市场影响力很快超过股票期权，成为最常见的期权品种，全球成熟市场和主要的新兴市场都有股指期货交易。FIA 的统计数据显示，截至 2011 年年底，全球共有 37 个交易所上市交易股指期货。目前，全球 GDP 及股票市值排名前 20 位的国家和地区，除中国大陆外都推出了股指期货产品，就连金砖国家和新兴经济体或地区如巴西、俄罗斯、印度、韩国、波兰、以色列、中国台湾地区等都已成功推出股指期货。韩国交易所 1997 年推出的 KOSPI200 股指期货，近十年来一直是全球场内衍生品成交量最大的合约；印度国家证券交易所 2001 年上市股指期货，目前股指期货成交量全球排名第 2 位；中国台湾地区期货交易所 2001 年上市股指期货，目前的成交量全球排名第 5 位；以色列的特拉维夫交易所 1993 年推出股指期货^①，目前的成交量全球排名第 6 位。

从成交量来看，股指期货是全球成交最活跃的产品之一。自 1983 年 CBOE 开始挂牌交易股指期货以来，股指期货逐步成为各个市场发展的重点。图 1-1 比较了 1995—2011 年全球主要衍生品成交量在总成交量中的占比。从中可以看出，股指期货始终是衍生品市场的主要交易品种之一。

据世界交易所联合会（WFE）统计，2011 年股指期货成交量为 57 亿手，超过股票期权的 41 亿手和 ETF 期权的 19 亿手；股指期货成交额达到 153 万亿美元，远超股票期权的 6.98 万亿美元和 ETF 期权的 3.32 万亿

① 以色列市场是先上市股指期货，然后推出股指期货（1995 年）。

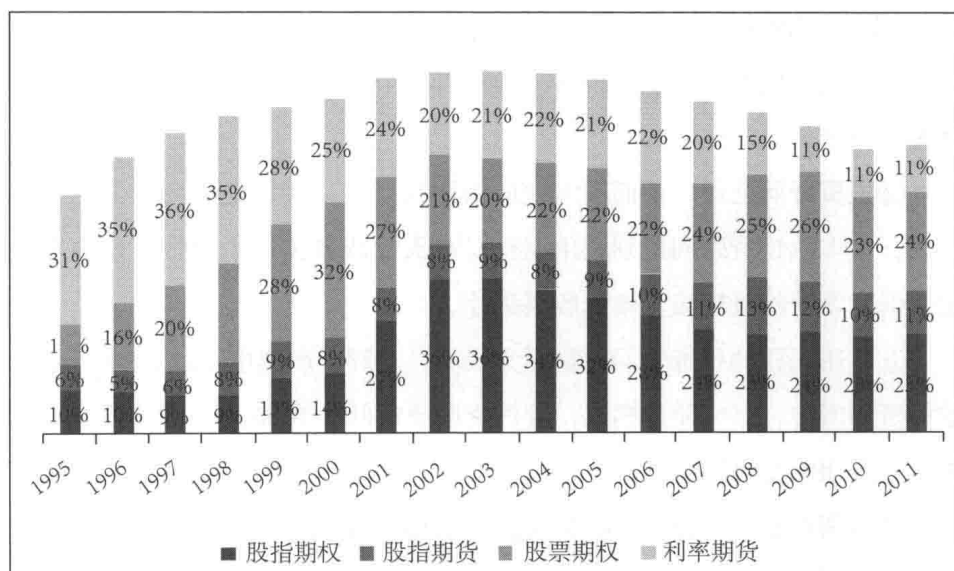


图 1-1 全球主要衍生品 1995—2011 年成交量占比比较（数据来源：FIA）

美元。

从成熟市场和新兴市场的对比统计来看，新兴市场股指期货较股指期货和股票期权占有更多份额。FIA 统计显示，2011 年，全球股指期货成交量中，新兴市场占比高达 81.29%，成熟市场占比为 18.71%。而全球股指期货和股票期权的成交量中，新兴市场占比分别只有 33.07% 和 15.18%，成熟市场则占到 66.93% 和 84.82%。

特别值得一提的是，除巴西于 1979 年先上市股票期权外，绝大多数新兴市场是在 20 世纪 90 年代才开始建立发展期权市场，并且均是从股指期货开始起步。日本、意大利、中国香港地区等成熟市场建立期权市场时，也是首先上市股指期货。

1.4 期权已成为市场普遍应用的风险管理工具

目前，无论是成熟市场还是新兴市场，期权已被各类机构投资者广泛用来进行风险管理、资产配置和产品创新。例如，美国期权业协会（OIC）2010 年对美国投资顾问使用期权的情况进行了调查，在来自美国本土的