

全面解析权证理论及投资策略第一书

权证全攻略

国内权威权证研究专家群体
倾力奉献

盛希泰 主编



广东省出版集团
广东经济出版社

F830. 91
S475

全面解析权证理论及投资策略第一书

权证全攻略

国内权威权证研究专家群体
倾力奉献

-43

盛希泰 主编

广东省出版集团
广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

权证全攻略 / 盛希泰主编. —广州: 广东经济出版社,
2005.12

ISBN 7-80728-179-0

I. 权… II. 盛… III. 证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 132171 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	广东金冠科技发展有限公司 (广州市黄埔区南岗云埔工业区骏丰路 111 号)
开本	889 毫米×1194 毫米 1/32
印张	7 2 插页
字数	139 000 字
版次	2005 年 12 月第 1 版
印次	2005 年 12 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 7-80728-179-0 / F·1330
定价	30.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号

电话: (020) 83780718 83790316 邮政编码: 510100

邮购地址: 广州市东湖西路永胜中沙 4-5 号 6 楼 邮政编码: 510100

(广东经世图书发行中心) 电话: (020) 83781210

营销网址: <http://www.gebook.com>

·版权所有 翻印必究·



序

2005年可谓是中国证券市场的“创新年”。

困扰中国股市多年的股权分置改革正式启动，权证作为一种金融衍生产品正式复出，资产证券化从理论走向实践，《证券法》、《公司法》完成修订工作……在经历了四年低迷后，中国证券市场又一次迎来了曙光。

今年以来，管理层积极按照国务院的要求落实“国九条”，其中一个非常重要的内容就是“丰富和完善多层次的资本市场体系”，大力促进国内资本市场的产品创新与体制创新。权证正是近期管理层为适应市场发展和投资者需求，重点推进的主要创新品种，而已经渐次展开的股权分置改革更是为权证产品的设计和推广提供了广阔而肥沃的土壤。从宝钢权证惊人的涨幅和活跃的交易就可看出投资者对权证产品的渴望，这也刺激了管理层、中介机构以及投资者参与权证产品的热情。

然而，作为曾在我国资本市场上昙花一现的金融衍生品种，许多曾经参与过权证投资的投资者对它怀有复杂的感情；对于新的投资者，对权证更多的则是陌生。本书正

是在我国的股权分置改革走向深入、权证重出江湖的背景下编写的，具有很强的实效意义。而作为深圳证券交易所的合作伙伴，联合证券正积极参与国内首批指数类备兑权证产品及其他衍生产品的设计和开发，这使得本书在可操作性方面 also 具有很强的实践指导意义。

联合证券是国内最早从事权证研究的专业机构，其研究成果具有广泛的市场影响力，并受到证监会、交易所等监管机构的高度认可。本书正是基于联合证券前期大量的研究积累编写的，是首部由国内证券研究机构编著的，内容涵盖权证产品一般性介绍、深度研究和实战策略等多方面的出版物。参与本书编写工作的既有专注于国内资本市场多年、对市场有深刻领悟的本土专业人士，又有一批接受过规范的金融工程学科系统训练和衍生产品市场洗礼的海外学成归国人士，突出体现了联合证券的专业人才资源优势 and 国内外权证市场的实践经验。

本书主要分为七章。第一章介绍权证的基础知识以及权证的特点，目的是让读者对权证概貌有初步的了解，是本书的必读章节。第二章用全球化视野看待权证，详细介绍了海外权证市场的发展历史和监管制度。第三章则回顾了我国权证市场的发展历史，特别就 20 世纪 90 年代初权证市场的表现和失败的原因作了详细描述与分析，并展望了我国权证市场未来的发展趋势。第二、第三章的信息量较大，第二章对于有意投资海外（特别是中国香港）权证市场的投资者非常有参考价值，而对于有兴趣了解我国权



证发展历史的读者、相关监管部门和金融机构而言，第三章则为他们提供了借鉴。第四章至第七章是本书的核心，我们结合大量实例，从如何确定权证的理论价值、如何评估权证的市场价格是否有投资价值，到如何选择合适的权证进行投资、如何运用权证来实现套期保值功能等多个角度，为读者提供了一个全面而深入的权证投资实战策略。

本书在内容编排上充分考虑了国内读者的阅读习惯，运用国人所习惯的思维阐述权证及其不同表现形式所共同具有的内在的、细微的理论与思想精髓，并使用国人所熟悉的标的、情景模拟来分析国内权证产品的特性及其未来发展轨迹。因此，本书既可以作为对权证产品感兴趣的普通投资者的入门读物，又可以为专业投资者提供从理论到操作层面的参考价值，可谓雅俗共赏。

谨以此书献给登瀛发轫的中国衍生产品市场！

盛希泰

2005年10月于深圳

引子：感受权证魅力

1. 权证的魅力：两个实例

实例 1：香港权证投资者的普通经历

王先生是香港一名普通的权证投资者。2003 年进入 H 股市场，他没买入中国铝业股票，而是大量买入中国铝业的权证（在香港又称为窝轮，是英文 warrants 的音译）。当时中铝股价在 4 港元左右，到他最后离场时中铝的股价是 6 港元左右。如果他买入中铝的股票，所能赚到的最大收益只是 50%，但买入窝轮的收益则大不相同。在正股股价 4 元时，窝轮的价格是 0.57 港元；到中铝股价升到 6 元时，窝轮价格相应涨到 2.6 港元，上涨了 4.5 倍。

而另一次权证投资则更加刺激，王先生花 5 万港元买了只“仙轮”——即价格只有 1 分钱的窝轮。最初他的想法是，要是看错的话，最多 5 万元就不要了，没想到后来香港股市不断上涨，“仙轮”一路涨到 1 元，他最后从银行



提走了 500 万港元!

在 2005 年 6 月香港股市上涨的时候,很多投资者也从权证投资中收益颇丰,每日涨 20% 也不足为奇。但进入 8 月份,港股下跌,权证投资者损失惨重。王先生回忆起 8 月 19 日下午的跌势时仍心有余悸,他当日早晨持有两只与和记黄埔(0013.HK)挂钩的权证,价值 8.2 万港元,到收市时只剩下不到 2.5 万港元。“眼睁睁看着我买的权证在 10 分钟内跌去了 30%,后面的两个小时又不忍心放手,到收市前被迫斩仓出来已经亏损了 70%。”

实例 2: 初感宝钢权证喜与悲

2005 年 8 月 22 日,一个特殊的代码 580000,带着 T+0 交易的魔力,作为中国第一只真正意义上的权证,宝钢权证正式来到了市场上。似曾相识的权证的回归大大刺激了人们的神经。宝钢权证上市的第一天就将其性格展现得淋漓尽致,从 0.69 元的参考开盘价直接飙升到 1.26 元,首日涨幅 83.58%,然后连续上涨,四天之内最高涨到 2.09 元,涨幅达到 200%。上市第三天的换手率竟达到惊人的 430%,胆大的参与者被这种一夜暴富的感觉刺激得无比兴奋。

但作为一把锋利的双刃剑,权证带来这种暴富享受的同时,也可能带来伤害。宝钢权证价格没有在 2 元以上持续多久,便以迅猛的势头调头向下,同样在四天之内,下跌到 1.41,跌幅达到 30%。刚刚被刺激得兴奋起来的后来



者着实遭遇了一盆冷水。

宝钢权证刚上市一周，便令投资者经历了权证价格大起大落带来的大喜大悲，使投资者充分领略了过山车似的眩晕感觉和久违的 T+0 交易带来的快进快出的刺激。在经过了初来乍到的兴奋与慌乱之后，权证交易需要稍微的冷静，但其特性不会变化。权证的本性注定，它仍将会不断地成为市场的焦点，为投资者带来新的投资策略和独特的感受。

2. 权证：火箭金融时代的来客

火箭金融时代的主打投资产品之一

20 世纪 70 年代以来，随着金融竞争的加剧和管制的放松，华尔街上的金融衍生工具如雨后春笋般地大量涌现出来，大大冲击了原有的金融体系。与此同时，一大批“火箭科学家”，包括理论物理学家、应用数学家和计算机科学家进入华尔街，向金融工程转移。金融衍生产品的崛起使得金融业进入了“火箭金融时代”。金融衍生产品由于其杠杆性以及定价复杂的特点，往往蕴涵了极大的风险，由于衍生产品交易承担风险过度而最终导致企业瞬间崩溃的案例更是不胜枚举。一时之间，金融衍生工具成为了世界经济领域争论的焦点。但在一片争论声中，金融衍生工具交易仍出现了持续的巨幅增长。无论你是否喜欢，金融



衍生产品已经以其强大的生命力，成为整个市场体系不可缺少的一个重要组成部分。

作为众多金融衍生产品中的主打产品之一，权证历来在衍生产品市场中占有重要地位。在全球证券市场上，权证已经是位列股票、债券后的第三大交易品种，在国外的运作已经非常成熟。特别在台湾、香港等地，权证更是统治整个金融衍生产品市场的绝对主力。2004年，香港市场新上市衍生权证共1 259只，发行总额1 394亿港元，成交金额高达5 245亿港元。2005年前8个月，日均成交额约32亿港元，新上市数目已超1 100只。

竟然与诺奖获得者如此接近

在为金融衍生产品定价时（这当然也包括对权证的定价），有一个被广泛使用的标准，那就是Black—Scholes定价模型。这是一个获得了诺贝尔经济学奖的模型。在经济理论的宝塔上，获诺贝尔奖的理论就像这座宝塔之上的珍珠，对一般人而言是可望而不可及的，但B—S模型却被金融市场上的普通投资者耳熟能详，不能不说是金融理论与实践运用紧密结合的成功典范。香港的投资者，包括许多个人投资者，已经不把权证看成是复杂的金融衍生产品，而是最普通、最平常的一种投资工具。

我们离火箭金融时代还有多远呢？

火箭金融时代听起来是如此高深，看似遥遥无期，但



其实离我们已经不远。可转换债券这个投资者已经非常熟悉的产品，实际上就是一种比权证更为复杂的金融衍生产品。所以说火箭金融时代的特征不是复杂更复杂，而是金融产品的多样化。如果说金融体系就是一座大厦，特性各异的各类金融工具就像砖瓦，是构建金融这座大厦的基础材料。建造精巧的建筑，需要精巧的材料。正如深交所总经理张育军所言，“证券市场的问题是简单的，但解决的办法却是复杂的，其根源在于中国资本市场的产品过于单一”。

随着我国利率市场化的不断推进、外汇体制改革带来的汇率波动，各类机构对金融衍生产品的需求越来越强烈。ETF、权证、指数期货、资产证券化等等，各类金融创新产品已经以越来越快的速度向我们走来。各种金融衍生工具带来的价格发现、风险对冲等多种功能，也将会成为冒险家的乐园。

火箭金融时代离我们已经越来越近，如果说可转换债券是悄悄地溜进人们视野的话，那么权证则为我们正式打开了通往火箭金融时代的大门。

3. 为什么权证有如此魅力

久违的 T+0

当天买入，当天就可以卖出，就是人们通常所说的



T+0交易。和目前股票交易中的T+1相比，T+0大大增强了交易的灵活性。特别是对于喜好短线操作的投资者而言，一天当中几进几出成为现实。时隔多年之后，T+0再次伴随权证来到证券市场。在价值投资逐步成为主流的情况下，对于大部分投资者而言，T+0的回归虽然不值得过度兴奋，但它确实给投资者带来了更多的灵活性和更多的选择，对于提高市场的有效性大有好处。

以小搏大的游戏

权证之所以有如此的魅力，还在于它的杠杆效应，在于它能够以小博大。对期货有所了解的投资者都知道，期权、期货交易中也存在杠杆效应，但期权、期货的杠杆效应主要来自于保证金交易的安排，是因为投资者可以获得融资而产生的。而权证的杠杆效应则来自于其产品的特性。

权证的价值可以分为两部分：一部分是内在价值，另一部分是时间价值。内在价值是权证的标的证券价格和行权价格之差，是权证持有者在当时行权能够获得的收益。而时间价值则是权证持有者为手中持有的权利支付的价格。

可以说，权证之所以有杠杆效应，其核心原因在于：如果忽略时间价值，权证波动的绝对量和正股是相同的，但由于购买正股需要支付正股的价格，而购买权证则仅需要支付正股价格和行权价格的差。

以宝钢权证为例，不考虑权证的时间价值，假设宝钢股份的股价在4.7元，而其行权价为4.5元，权证的内在

价值就为 $4.7 - 4.5 = 0.2$ 元。如果股价上涨到 4.8 元，涨幅约 2%，权证的内在价值将会从 0.2 元上涨到 $4.8 - 4.5 = 0.3$ 元，上涨的幅度为 $(0.3 - 0.2) / 0.2 \times 100\% = 50\%$ ，权证的杠杆效应一览无余。当考虑了时间价值的因素后，这种杠杆效应会有所减小，但依然明显。当然，不同权证的杠杆效应可能有较大差别，简单地说，内在价值越小，杠杆效应就越大。

权证种类多样，满足多元需求

从宝钢权证推出开始，在短短不到两个月的时间内，深沪两市因股权分置改革而产生的权证就已有多只，如宝钢的欧式认购权证、长电欧式认股权证、新钢钒的欧式认沽权证、武钢的欧式认沽权证和欧式认购权证（又称为蝶式权证）、万科的百慕大认沽权证、白云机场的美式认沽权证等。尽管这些权证都是随着股改的推进而出现的，但各有特点，因此可以为不同需求的投资者提供相应的产品。

权证风险较大，决不能掉以轻心

权证带来的不仅仅是暴富的机会，它同时也蕴藏着较大风险。简单地说，权证的风险主要来自于几个方面：

（1）发行人的履约风险。权证作为发行人和投资者之间的一种交易合约，可能存在权证发行上市后发行人不履行权证规定的相应义务的情形，所以投资者在投资权证前应该对发行人的信用进行考察。目前的《权证管理暂行办

法》对发行人提供履约担保作了特别规定，在一定程度上降低了这方面的风险。

(2) 流动性风险。由于目前国内还没有做市商制度，投资者可能在投资权证的时候会遇到想要在自己限定的价格水平卖出权证而卖不出去，或者想在自己限定的价格水平买入权证而买不到的情形，这就出现了流动性风险。

(3) 杠杆风险。权证的杠杆效应是把“双刃剑”，只要标的证券的价格有较小幅度的下跌，权证的价格就可能有较大幅度的下跌，因此权证也可能会给投资者带来较大的损失。

(4) 市场风险。所有可能影响股票市场价格的因素都可能影响权证的价格，如国际国内经济政治环境、未来经济走势、投资者心理、利率、汇率以及波动率。这些因素的改变，都会引起股票市场的波动，从而引起相应权证的剧烈波动。

总之，权证的出现给市场注入了新的活力。随着权证品种的不断增加和投资者对这一产品特性的逐渐熟悉，权证终将成为市场上的主流投资品种，并引领中国证券市场逐步走入火箭金融时代。但权证凭借其巨大魅力带来暴富刺激的同时，其带来的风险也同样不能被忽视，只有全面深入的理解权证的特性，才能够在权证投资中保持冷静的头脑，从而让权证为自己的投资目标服务。

目 录

序

引子：感受权证魅力

第一章 权证其实很简单 (1)

1.1 权证：没有义务的权利 (1)

1.2 如何区分认股权证和备兑权证？ (10)

1.3 权证行权时的损益 (15)

1.4 投资权证与投资股票的区别 (16)

第二章 精彩纷呈的海外权证市场 (23)

2.1 中国香港——世界最大的权证市场 (23)

2.2 中国台湾——只有备兑权证的市场 (42)

2.3 德国——发行数量最大的权证市场 (52)

2.4 澳大利亚——集中监管与自律监管相结合的 权证市场 (57)

2.5 新加坡——做市商制度助力权证发展 (62)



2.6	美国——被期权夺去光芒的权证市场	(64)
-----	------------------------	------

第三章 似曾相识的权证：中国权证市场发展历史

.....	(67)
3.1 20 世纪 90 年代权证市场形成的背景	(67)
3.2 高度投机的 90 年代权证市场.....	(68)
3.3 90 年代权证市场为什么偃旗息鼓?	(74)
3.4 前车之鉴	(76)
3.5 权证管理办法为权证的复出奠定法律基础	(78)
3.6 股权分置改革令权证重出江湖	(79)
3.7 我国权证市场的发展趋势	(81)

第四章 权证值多少钱

4.1	权证的理论定价——Black—Scholes 模型 ...	(86)
4.2	美式权证的定价——二叉树模型	(99)
4.3	权证价格的影响因素	(107)
4.4	权证价格与影响因素的敏感性分析	(113)
4.5	两种波动率	(117)

第五章 如何评估权证的投资价值

5.1	正股价值很重要	(121)
-----	---------------	-------

5.2	权证什么时候才能赚钱?——溢价	(125)
5.3	权证的以小搏大性——杠杆比率	(129)
5.4	更准确的衡量标准——实际杠杆比率	(131)
5.5	鱼和熊掌不可兼得	(133)
5.6	权证价格的上下限	(135)
 第六章 如何投资权证		
6.1	知己知彼——零和游戏	(139)
6.2	如何选择权证?	(154)
6.3	权证投资实战案例	(155)
6.4	投资权证要注意风险	(164)
6.5	如何确定权证的投资规模	(166)
 第七章 如何运用权证		
7.1	寻找套利机会	(171)
7.2	运用权证构建保本+额外收益组合	(176)
7.3	运用权证构建投资组合	(179)
 主要参考文献		
附录: 深圳证券交易所权证管理暂行办法		
常用符号一览表		