

国内首部系统介绍
权证理论与实务的专著

权证理论与 套利策略

宋劭杰 曾祥文 著

quan zheng li lun yu
tao li celue

广东经济出版社

国内首部系统介绍
权证理论与实务的专著

权证理论与 套利策略

宋劭杰 曾祥文 著

quan zheng li lun yu
tao li celue

广东人民出版社
广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

权证理论与套利策略 / 宋劭杰, 曾祥文著. —广州: 广东经济出版社, 2005.10

ISBN 7-80728-142-1

I. 权… II. ①宋… ②曾… III. 证券投资
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 118894 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	广东省新华发行集团
印刷	佛山市浩文彩色印刷有限公司 (南海区狮山科技工业园 A 区)
开本	850 毫米 × 1168 毫米 1/32
印张	8.5 1 插页
字数	206 000 字
版次	2005 年 10 月第 1 版
印次	2005 年 10 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 7-80728-142-1 / F·1301
定价	25.00 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·

(序言)

衍生品种恭迎投资盛世

2005 年，我国资本市场进入金融创新全面提速阶段。

在经历了证券市场近 15 年的快速发展之后，我们伴随着这个年轻的市场度过了成长的阵痛，期间也有过充满矛盾与困惑的艰难求索。如今，在我国证券市场进入股权分置改革的关键时刻，以权证为代表的金融衍生品种将力助证券市场进入新的发展时期，以“蝶变”的方式完善证券市场的基础性建设，丰富我国的投资品种，并将对全球范围内的投资人形成持续的吸引能力，种种迹象显示我国资本市场的投资盛世即将来临。

如果我们以更开阔的视野和更深远的眼光来审视现阶段涉及到金融投资领域各个层面的产品创新，无论是外汇市场的外汇掉期与远期交易或者商品期货市场的期权品种，还是日益临近的资产证券化业务，可以发现每一项品种的创新都深刻反映了我国经济发展的内在规律，是我们未来资本市场锻造更强整体实力的不可缺少的步骤。可以说，我国目前推出种类各异的金融衍生品种，既顺应了全球证券市场发展的潮流，又满足了巨大的市场需求，必将在我国资本市场发展史上留下绚丽的一页。

作为金融衍生品种的基础性产品，权证的诞生也是经过了多方求证、反复探讨后达成的共识。早在 1992 年，深圳证券交易所就推出了我国第一只认股权证——宝安权证，并取得了初步的成功。其后逐步又推出了种类各异的配股权证，这是我

国证券市场对金融衍生品种进行的初次、有益的探索。2000年以后,深圳证券交易所组织专人对新时期如何发展权证产品进行了广泛而深入的分析,并取得了一系列成果,为顺利推出权证品种奠定了良好的技术条件和基础设施。2005年7月,深沪交易所联合推出《权证业务管理暂行办法》,这表示我国权证市场的发展揭开了崭新的一页。总体来看,我认为我国目前推出权证产品,条件已经成熟,具有重大的意义:

第一,权证是最基础性的金融衍生品种,是所有的衍生产品里风险比较小、而市场需求量又非常大的品种。国际证券交易所联合会(WFE)2002年的调查表明,接受调查的56家会员交易所中,有44家交易所推出了权证,而有期货和期权品种的分别只有32家和28家。我国选择权证作为发展衍生产品的突破口,我认为定位十分清晰,策略比较得当。

第二,权证产品能够提供全新的补偿方式,从而有助于上市公司进行股权分置改革。上市公司大股东可以根据自己的实际情况,向流通股股东派送认购权证、认沽权证或者派送认购权证和认沽权证的组合产品。上述权证上市交易后可以提前实现流通股股东认购、认沽权利的证券化,从而使得流通股股东通过出售权证或对权证行权获得新的补偿方式。

第三,权证的发行可以提高市场的流动性,从而提高整体市场的活跃程度。权证产品的交易实施T+0,同时放大了涨跌幅限制,逐步引进流动量提供商制度,因此产品的活跃性良好。

从另一方面来看,发行权证的机构为了对冲风险,必然会対标的证券进行买卖,这样也可改善标的证券成交低迷的状况,从而使市场功能得到更加完善的发挥。

第四,权证能够为投资者带来丰富多变的资产组合和避险工具。权证与债券等金融品种组合,可以创新出更多的具有不

同收益风险特征的金融产品，有助于投资者进行风险管理。同时，权证具有期权性质，可以锁定风险，防止风险的扩大化，这也为开拓新的赢利模式提供了新的思路。

第五，权证的推出将在很大程度上改变证券经营机构目前的赢利模式。对于上市公司而言，权证的发行是融资的新渠道。但是与传统的融资模式对比，权证将更加有效的促使资源得以有效配置，并且能够解决过去上市公司募集资金使用效率不高的特点。同时，权证能够有效的提升证券公司的投资银行业务，促使优秀的承销项目脱颖而出，并在自然过程中实现优胜劣汰。同时，权证的推出将使基金管理公司实现全面的理财平台。

第六，权证的推出有利于建立和完善上市公司股权激励机制。通过给予管理者和重要员工一定的认股权证，可以把管理者和员工的利益与企业价值成长紧密联系在一起，建立一个管理者与员工通过提升企业价值在实现自身财富增值的利益驱动机制，从而实现股东和员工利益的一体化。

这次河北证券公司的两位同志对权证进行了比较深入的研究，并就目前一些问题进行了有益的探讨，形成了内容比较丰富的《权证理论与套利策略》一书，适合不同类型的投资者，具有较高的参考价值，故此本人乐于为序。我希望越来越多的理论工作者和证券从业人员积极投身到金融衍生产品的研究中去，为促进我国证券市场的快速、稳定、持久发展贡献自己的智慧和力量。

深圳证券交易所总经理：



2005年8月25日

前 言

本书对权证的基本理论和投资策略进行系统的研究和深入探讨。作为一次勇敢的尝试，本书一定存在各种不足，欢迎朋友们批评指正。

这次出版本书面临着多方面的制约：市场变化快、不确定因素多、时间紧、内容新，因此压力很大。在本书的写作过程中，得到了领导的持续关心和朋友们的鼎力支持，否则本书不可能顺利的完成各项预定的课题。在此，作者表示深深的敬佩和感谢。他们是：

深圳证券交易所总经理张育军先生

深圳证券交易所公司管理部副总监段亚林博士

深圳证券交易所策划国际部副总监戴小玲女士

正是深圳证券交易所领导给予的大力指导，使得本书的内容和理论框架得以完整的建立，从而保证了本书的质量，使本书所陈述的内容尽可能跟上市场形势的发展。

作为本书的独家赞助商，中国卓骏金融控股有限公司董事长杨卓骏先生在本书写作过程中给予了巨大的支持，作者深表谢意。同样，广东经济出版社的同志在本书的出版过程中，也给予了有力的支持。

由于权证是一个全新的金融衍生品种，加上在现阶段股权分制牵涉太多的利益分配，权证的上市和今后我国证券市场的衍生产品创新之旅都将面临很多变数，这样一个课题本身就具

备很强的挑战性。同时，市场参与各方都对此寄予很高的期望，更使得作者在判断结论时慎之又慎，唯恐产生误导。在经过综合、谨慎的考虑基础上，将本书分为三个主要部分的内容：

第一部分是权证的基础性介绍。本部分介绍了权证在全球各个国家的发展情况和现有状况，通过本部分的内容可以对权证有了一个简单的初步认识。同时本部分着重提及了我国过去对权证品种的探索以及香港权证市场的主要特点。

第二部分主要介绍了权证的定价和资金管理。本部分主要涉及了权证的价格影响因素、定价理论以及在权证交易过程中的资金管理评价体系。此外，为了让更多的朋友了解实际操作经验，作者挑选了权证交易的十个焦点问题。如果你想比较全面的了解权证的交易和实际操作技能，相信本部分对你是有帮助的。

第三部分主要介绍了权证在我国证券市场中的作用和影响。从整体而言，权证将引发一轮全新的金融衍生品种的创新。这是一种不可扭转的趋势，也将对我国证券市场产生深远影响。作者对此作出了较为详细的阐述。此外，本部分还将就市场所关心的一些热点问题作出了解释。在本书的最后，作者列举了权证投资的基础性词汇，希望对投资者有帮助。

综合来看，本书三部分的内容自成体系，又蕴含着严密的逻辑性：第一部分是站在历史的角度纵览权证的发展过程；第二部分是从微观角度对权证进行细致的剖析与分解，第三部分是分析权证在我国证券市场的适用性与愿景描述。

本书的目标是力图客观和系统地介绍权证投资的各项准备知识，以使读者朋友能够了解将来设计更复杂、创新更丰富的证券市场金融衍生品种。基于我国证券市场的瞬息万变和诸多不确定性因素的影响，在快速行进过程中的证券市场无法完全

按照理论的模型按部就班走下去，股权分制、行业破局、资本市场的发展等一系列问题在如此短的时间内需要解决，当权证作为破除坚冰的重要手段时，注定了它在相当一段长时间内将肩负更多历史使命。在证券发展历史的转折时刻，需要我们每一个市场参与者以前瞻性的眼光客观认识目前资本市场在整个经济体系中的战略地位与未来的发展愿景。本书贯穿主线的就是客观和理性，但是基于本书作者有限的研究能力，本书的一些结论和观点或许有待市场检验。同时本书也引用了部分优秀成果的观点与数据，在此一并表示感谢，欢迎有志于研究权证和衍生品种的同好相互探讨和学习。

联系方式

宋劭杰 ssj@hbzq.com.cn

曾祥文 willcfa@yahoo.com.cn

作者 2005 年 9 月于深圳

目 录

第一部分 权证投资基础知识

第一章 金融衍生家族的璀璨明珠	(3)
第一节 衍生悲欢 史载兴衰	(3)
一、初识金融衍生工具	(3)
二、衍生产品风险案例	(6)
第二节 金融衍生工具的谱系图	(8)
一、金融衍生品种的分类	(8)
二、期权和权证发展史上的重大事件	(9)
第三节 我国初期权证品种的探索	(12)
一、我国初期权证品种的类型	(12)
二、我国权证市场早期发展的主要问题	(14)
三、我国早期权证探索的经验与教训	(16)
第四节 海外资本市场权证品种的发展历史与现有格局	(18)
一、全球资本市场权证发展经历	(18)
二、全球证券市场近三年权证交易状况	(20)

三、海外证券市场权证交易的典型特点	(21)
第五节 香港权证市场交易状况评价	(27)
第二章 权证构成基本要素	(33)
第一节 权证的定义	(33)
第二节 权证的基本要素	(34)
第三节 权证的分类	(38)
一、美式认股证与欧式认股证	(38)
二、认购证与认沽证	(38)
三、股本认股证与衍生认股证	(39)
四、公司认股证与备兑认股证	(40)
五、特种认股证	(40)
六、其他权证分类	(41)
第四节 权证与其他金融衍生品种的区别	(42)
一、权证与股票的联系与区别	(42)
二、权证与期权的联系与区别	(43)
三、权证与远期或期货的区别	(44)
第五节 影响权证价格的主要因素	(45)
一、影响权证价格的五个因素	(45)
二、影响权证价值的五项主要因素简表	(46)
第六节 权证收益与风险分布	(47)
第三章 权证价值评价与风险管理体系	(50)
第一节 衍生产品定价的基本方法	(51)
一、相对定价法	(51)
二、无套利定价原理	(52)
三、风险中性定价原理	(54)
四、模块分析法	(54)

第二节 权证价值评价体系	(55)
一、权证估值的两个基本理论	(55)
二、权证的理论价值评估	(56)
三、权证内在价值与等价比例的确定	(61)
四、权证时间价值的研究	(64)
五、权证溢价数据的使用方法	(65)
六、实际杠杆比例的使用方法	(66)
第三节 权证风险管理指标	(67)
一、 Δ (DELTA) 指标	(67)
二、 γ (GAMMA) 指标	(68)
三、 θ (THETA) 指标	(69)
四、 ν (VEGA) 指标	(70)
五、权证打和点与资本平衡点	(70)
第四节 波动率研究	(71)
一、波动率的数学基石：概率理论	(71)
二、历史波幅及其用法	(72)
三、引申波幅及其用法	(73)
第五节 风险中性下的组合管理	(75)
一、标的资产价格变化时的组合管理	(75)
二、标的资产波动变化率的组合管理	(76)
三、标的资产价格时间变化的组合管理	(77)
第六节 权证的“三个一指标”风险度量体系	(78)
一、权证的风险类别及来源	(78)
二、度量权证的风险程度：“3个1风险指标”	(79)
三、具体运用“3个1风险指标”	(79)

第二部分 权证交易与套利策略

第四章 交易评价与资金管理 (83)

第一节 交易的基本性原理 (83)

一、交易背景整体分类 (84)

二、交易的基本要素 (85)

三、交易质量评价体系 (89)

第二节 资金管理方法 (92)

一、等额投资法 (93)

二、摊平策略 (94)

三、利乘策略 (95)

第三节 基于权证(期权)资产配置的组合策略 (98)

一、欧式(认沽证)保护性卖权策略 (98)

二、波动率复制性卖权策略 (99)

第五章 权证投资实战十个焦点问题 (102)

一、股票与权证的投资方法是否一致 (102)

二、权证交易有哪些基本状况 (104)

三、不同类型的权证如何行权 (105)

四、如何选择权证品种 (107)

五、正股与权证走势不一致,怎么办 (109)

六、权证是做短线好还是长线好 (110)

七、成交量在权证投资中的作用 (111)

八、如何对权证进行合理的资金管理 (112)

九、发行商态度与权证投资价值的对比 (114)

十、什么时候交易权证最好 (117)

第六章 上证 50ETF 权证套利策略 (119)

第一节 上证 50ETF 权证基本情况 (119)

一、上证 50ETF 权证开创衍生交易新篇章 (120)

二、法兴银行发行的上证 50ETF 权证的基本条款 (123)

第二节 股票与 ETF 的套利原理与方法 (125)

一、ETF 基本情况与运作机制 (125)

二、ETF 的套利原理与方法 (127)

第三节 上证 50ETF 权证套利系列简要介绍 (130)

一、基础性数据的来源说明 (131)

二、从数据看各指数之间的套利策略 (133)

三、基于日内交易的套利模式 (136)

第七章 权证资产组合套利策略 (139)

第一节 “单一权证品种”投资类型 (140)

一、适合运用单一权证交易的素质要求 (140)

二、运用单一权证的市场背景 (141)

三、运用单一权证交易的基本策略 (141)

四、单独运用权证交易的实际例子 (144)

第二节 “固定收益券+权证”投资类型 (145)

一、运用“固定收益+权证”类型的市场背景 (145)

二、运用“固定收益+权证”类型的基本策略 (145)

三、运用“固定收益+权证”类型的实际例子 (146)

第三节 “非固定收益券+权证”投资类型 (147)

一、运用“非固定收益券+权证”类型的市场背景 (147)

二、运用“非固定收益券+权证”类型的投资策略	(148)
第四节 “权证基础性对冲”投资类型	(151)
一、运用“权证基础性对冲”类型的市场背景	(151)
二、运用“权证基础性对冲”类型的投资策略	(151)
第五节 基于权证结构化产品的创新	(155)
第六节 权证交易策略小结	(157)

第三部分 我国证券发展史上重要的里程碑

第八章 我国证券市场发展权证的 SWOT 分析

	(161)
第一节 我国发展权证交易的优势分析	(162)
一、逐渐壮大的市场主体奠定权证发展基础	(162)
二、发行人主体日趋成熟与稳定	(162)
三、投资品种匮乏孕育权证潜在需求	(163)
四、标的资产增多实力逐渐壮大	(163)
五、权证本身的特征成为现阶段创新的最优选择	(164)
第二节 我国证券市场发展权证交易的劣势分析	(165)
一、证券市场的标的资产规模不足，标的资产定价失衡	(165)
二、机构投资者的治理水平和专业水平与经验不够	(166)
三、政府过多的行政干预和非市场化管理	(166)
四、法律制度是构成大力发展衍生品种的制约	(166)
第三节 我国证券市场发展权证交易的威胁分析	(167)

一、流通股股东补偿不足是必须接受的局面·····	(167)
二、“一律定价”理论危及资本生存权利·····	(169)
第四节 我国证券市场发展权证交易的机遇分析·····	(170)
一、我国是全球政局最稳定的经济增长极·····	(171)
二、国务院“九条意见”奠定未来资本市场发展格局 ·····	(171)
三、股改破题奠定证券市场发展基石·····	(172)
四、我国证券市场进入国际化初级阶段·····	(172)

第九章 权证对现有证券市场格局的改变····· (174)

第一节 权证是我国证券发展史上重要的里程碑·····	(175)
一、我国建立多层次资本市场体系的战略需要 ·····	(175)
二、我国资本市场对外开放与提升国际地位的需要 ·····	(176)
三、我国证券市场创新推动力的突破口·····	(178)
第二节 证券公司成为投资银行的契机·····	(179)
一、证券公司经营困局的制度性分析·····	(180)
二、恢复本色：证券公司将逐渐转型为投资银行 ·····	(182)
三、经纪业务将长期受惠·····	(183)
四、权证对证券公司资产管理业务的影响·····	(184)
五、结构化权证产品的创新赢利模式·····	(185)
第三节 权证品种对基金管理公司的影响·····	(186)
一、产品设计进入个性化时代，彰显基金特色·····	(186)
二、资产配置进入风险对冲制衡机制·····	(187)
三、基金产品创新进入“花样年华”·····	(188)
第四节 权证对我国证券市场微观结构的影响·····	(188)

一、证券市场的微观结构定义·····	(188)
二、权证对中国证券市场微观结构的影响·····	(189)

第十章 股权分制与宝钢、长电权证估值分析

·····	(192)
第一节 权证在解决股权分置上的具体运用·····	(193)
一、解决股权分置的三种基本方案·····	(193)
二、权证方案在股权分置中的优势·····	(195)
第二节 宝钢股份股权改制方案综合分析·····	(197)
一、宝钢股份股改方案出台纪实·····	(197)
二、宝钢股份权证估值评价·····	(199)
第三节 长江电力股份股权改制方案综合分析·····	(205)
一、长江电力股改方案出台纪实·····	(205)
二、长江电力权证估值评价·····	(207)

第十一章 我国证券市场衍生品种发展的纲领性文件

——解读《权证管理办法》与香港地区、台湾地区 权证市场的差异·····	(212)
--	-------

第十二章 深圳证券交易所权证投资者入市指南····· (229)

一、权证基本常识·····	(229)
二、权证入市须知·····	(233)

附件一：主要权证研究网站（香港、台湾）·····	(237)
附件二：权证投资词典·····	(238)