

ETF 期权 衍生品市场上最受瞩目的明星

■ 格上理财研究中心

8月1日证监会新闻发言人邓舸表示目前相关各方正在积极推进股票ETF期权的准备工作，在各项准备情况的基础上将推出ETF期权，至于其他期权品种需要在股票ETF期权平稳运行后，总结经验另行研究。市场预期今年11月到2015年初ETF期权将会上市。

ETF期权即将到来,ETF期权是怎么样的金融产品?ETF期权的推出会给投资者带来什么样的投资机会?ETF期权会对市场产生什么样的影响?在这里格上理财研究中心同你一起对ETF期权一探究竟。

ETF 期权快速发展

在进一步了解ETF期权之前，先说一则关于期权投资的故事：

索罗斯2012年以衍生品的方式押注日元下跌。2012年底日元就开始了一波大幅贬值，而索罗斯在2013年年初10%的行情中轻松赚到10亿美元，这点波动普通投资者可能要动用100亿美元才能获取，但反向波动的风险可能也有10亿美元。索罗斯实现这一收益只动用了大概3000万美元，通过期权组合交易将资金翻了30多倍。

期权，又称选择权，是一种可交易的衍生金融工具，根据特定商品在未来某特定时间以特定价格确定交易中买家的权利和卖家的义务。

ETF期权，是指一种在未来某特定时间以特定价格买入或卖出的交易型开放式指数基金(ETF)的权利与义务的合约。标的ETF需要用一篮子股票进行申购、赎回，其期权本质是一篮子期权。交易方式上ETF期权与股票期权相似，因此各国把ETF期权归类到股票期权里。

1998年11月，第一只ETF期权在原美国股票交易所上市交易，尽管ETF期权才发展十多年的时间，却广受衍生品市场上各类投资者的青睐。

ETF期权的交易规模在2000-2010年里增长幅度达到了惊人的8800%，2011年的增长幅度也超过了50%，速度位居所有主要期权类衍生产品之首，虽然2012年ETF期权交易活跃程度受整个衍生品市场成交大幅萎缩影响出现了10余年来首次下滑，但从市场份额占比来看，ETF期权在交易所上市交易的股权类衍生品之中的地位仍得到了进一步巩固，目前权益类期权是场内标准化期权的主流品种，占场内期权交易的90%以上，其中ETF期权约占三分之一。

2013年，与ETF相关的所有交易中，45%的交易的品种为ETF期权。ETF期权已占据ETF相关品种交易的半壁江山，成为当前国际衍生品市场上最受瞩目的明星。

ETF 期权如何进行投资

1、投资者门槛

在投资者门槛方面，目前上海交易所分为三档：分别是个人投资者、普通机构投资者和专业机构投资者。对投资者资质要求：首先要无不良诚信记录，还要有融资融券或金融期货交易经历、通过适当性综合评估、有知识以及有模拟交易的经历，投资者资金门槛要求账户资产在50万元以上等条件。

ETF期权最低投资金额为标的ETF价格×合约乘数(10000)，例如，某投资者在2013年12月20日买入10000份收盘价为1.54元/份的上证50ETF期权，则需要花费1.54万元。

且每类投资者均有持仓上限，即买入额



表 1:ETF 期权分类			
		ETF 期权	权利 义务
按照期权的权利划分	看涨期权	买方先支付一定权利金,获得在未来某一时间以某一价格买入一定数量ETF份额的权利,但不承担必须买入的义务。而期权卖方则必须履行期权合约义务	买方 √ ×
	看跌期权	买方先支付一定数额的权利金,获得在未来某一时间以某一价格卖出一定数量ETF份额的权利,但不承担必须卖出的义务。而期权卖方则必须履行期权合约义务	卖方 × √
	美式期权	美式期权可以在期权合约到期前的任意时间(包括到期日)内执行	
按照期权的交割时间划分	欧式期权	欧式期权的持有者则只能在到期日才能执行权利	
	百慕大期权	百慕大期权介于两者之间,其持有者可以在到期日前规定的一系列时间行权	
来源:格上理财研究中心			

表 4:股指期货与 ETF 期权的主要区别		
主要区别	股指期货	ETF 期权
标的物不同	沪深 300 股指合约	ETF 合约的买卖权利
投资者权利与义务对称性不同	双向合约,交易双方都要承担期货合约到期交割的义务	单向合约,买方支付权利金后都有履行买卖合约的权利而不必承担义务,卖方必须履行合约的义务
履约保证不同	买卖双方都要交纳一定数额的履约保证金	只要求卖方交纳履约保证金
现金流转不同	买卖双方都要交纳初始保证金,对亏损方收取追加保证金,盈利方可提取多余保证金	买方要向卖方支付权利金;不同时期买方权利金随合约市场价格变化
盈亏的特点不同	双方都面临着无限的盈利和无止境的亏损	买方的收益不确定,其亏损则直线与购买期权的权利金;卖方的收益只是出售期权的权利金,其亏损不确定
来源:格上理财研究中心		

度不得超过其全部账户净资产的10%以及前6个月日均持有沪市市值的20%中的最大值。例如，某投资者的全部账户净资产为45万元，前6个月日均持有沪市市值为45万元，则其买入ETF期权的上限为9万元。

2、ETF 期权分类

ETF期权的分类同个股期权一样，按照期权的权利划分，可以分为看涨期权和看跌期权两大类。按照期权的交割时间划分，则主要有美式期权、欧式期权以及百慕大期权三类。

目前全球ETF期权市场，除整个日本以及欧洲市场上的少量ETF期权为欧式期权外，各主要市场上交易的ETF期权均为美式期权。我国引入期权衍生产品的时尚尚短，目前国内ETF期权合约设计的草案及仿真模拟交易时采用为欧式期权。

从期权的权利分类上看，买卖双方需承担权利与义务的不同造成ETF期权的风险收益机制具有不对称性，因此ETF期权投资具有套利、对冲、组合交易以及结构化产品等灵活多样的策略(见表1)。

3、ETF 期权投资策略

ETF期权有买入认购期权、买入认沽期权、卖出认购期权和卖出认沽期权四种基本投资策略，如果ETF期权只是单方面的投机，收益可能很大，但风险也很大，因为期权投资会有一些杠杆，一旦判断失误则会损失惨重，而通过组合交易可以降低风险，所以熟悉ETF期权投资策略相当重要。

股票ETF期权投资套利对冲的规则非常多，投资者根据适合的ETF期权投资策略进行操作将会起到这些作用：一是推迟买卖指数的决策，锁定买卖价格；二是进行杠杆性看多或看空的方向性交易；三是通过备兑开仓，增强持股收益，降低持仓成本；四是转移现货市场风险，保护指数下行风险；五是通过期权组合策略交易，形成不同的风险和收益组合，进行套利等。

下面列举2个简单的例子：
举例1（买入认沽期权）：老张之前以1.500元/份的价格买入了10000份50ETF，一段时间后50ETF的价格出现了一定程度的上涨，达到了1.600元/份，这时老王可以买入一张行权价为1.600元的近月认沽期权(假设权利金为0.03元，合约单位为10000)，那

么老王张相当于花费了300元的代价，锁定了到期日50ETF的卖出价位不会低于1.600元，达到推迟买卖指数的决策，锁定买卖价格的效果。

举例2(买入认购期权)：假设目前50ETF的价格为1.500元/份。老陈通过对后市分析，强烈看涨权重股，想买入10000份50ETF实现自己的预期收益，但他却因为其他股票被套牢而一时无法挤出15000元左右的资金。面对这样的情形，陈先生可以利用认购期权的杠杆性，转而买入一张行权价为1.500元/份的认购期权(假设权利金为0.03元，合约单位为10000)，那么陈先生的资金成本仅为300元，是原建仓成本的2%，大大提高了资金的使用效率，达到利用ETF期权进行杠杆性看多或看空的方向性交易。

ETF 期权与股指期货不同之处

ETF期权合约的数量将远大于股指期货，以单月合约来看，现在的股指期货只有一张单月的合约，而ETF期权可以在不同的行权价上挂上合约，所以也将大大增加交易机

会，ETF期权一定程度上可以对冲股指期货的风险。

从4表看出股指期货在投资者权利与义务、履约保证金、现金流转和盈亏特点等方面对买卖双方都有相同的规定，而期权只是对其单方有相关规则，因此ETF期权对买卖双方风险收益机制不对称性是股指期货最主要的不同之处。

对我国 A 股市场的影响

在国际成熟市场，ETF期权已成为重要的金融工具，被机构和个人投资者广泛用来进行方向性交易、套利、对冲、配置等。ETF期权的推出会给我国A股市场带来哪些影响？

1、从短期看，ETF 期权推出对 A 股市场影响是双刃剑

证监会计划率先推出ETF期权有推动相关指数权重股的活跃度的目的，推动大盘股基金投资，会让指数更稳定，短期内可能提升权重股、蓝筹股的吸引力，另外和沪港通的开通相辅相成对A股主板指数有企稳的作用。

但历史上每次推出可以做空的各种工具以及衍生产品后，市场都认为是利空而出现下跌，2010年3月31日，推出融资融券业务，2010年4月16日推出股指期货业务，后市场出现大幅下跌。因此，ETF期权上市短期内将对A股市场可能产生比较大的压力。

尽管ETF期权合约规模小，适合中小投资者，但是目前我国期权投资门槛较高，股票ETF期权投资套利对冲的规则非常多，ETF期权推出后很多普通投资者并不能马上参与其中，ETF期权短期对A股权重股流动性影响较小。

2、从长期看，ETF 期权上市对 A 市场带来深远的影响

目前国内风险对冲的产品相对较少，ETF期权的推出也为投资者提供了新的风险对冲工具。由于ETF期权的特征和功能，就A股市场而言，ETF期权将带来深远影响：

(1)改善ETF的流动性

自第一只ETF华夏上证50成立以来，目前两市ETF的数量已经达到89只，其中股票类ETF达到70只。ETF这种特殊的交易形式，集合了封闭式基金和开放式基金的优点，但是在大规模推出之后，ETF基金流动性不足，制约了它的发展。

ETF期权不仅覆盖主流市场指数，而且也能覆盖风格、行业、主题、策略等指数，期权的产品特性决定了期权的应用策略异常灵活，基于ETF期权的套利、对冲、组合交易以及发行结构化产品等投资策略，都需要与ETF搭配使用。若ETF期权使用越频繁，越会增加对ETF的需求，将带动A股市场活跃度。ETF期权的各种投资策略（例如对冲策略、做市商策略）需要对标ETF进行对应的交易，ETF期权有助于改善ETF市场流动性不足。

(2)改善ETF投资者结构

由于指数长期走势不太明朗，长线投资者心存顾虑，不愿长期持有ETF，许多投资者倾向于频繁交易。而基于ETF和ETF期权的投资策略则较为丰富，有助于将各种类型的投资者引入ETF市场，尤其是机构投资者。

ETF期权启动前期应该是主要面向机构投资者，目前不少公募基金和私募基金已经为ETF期权的推出已经筹备两三年之久，有些私募机构甚至已经在美国农产品期权市场进行了数年的实盘操作。

因此ETF期权的套利、对冲、组合交易以及结构化产品等灵活多样的策略符合我国当前金融市场的发展需求，ETF期权的推出以及后续相关期权的推出都将有力的推动我国金融市场的更加稳健发展。

新股集体秒停绝非市场福音

■ 肖玉航 / 文

2014年9月10日，发行市盈率与价格与前期相比提高的四只新股上市，而从当日表现来看，腾信股(300392)、菲利华(300395)、迪瑞医疗(300396)和天和防务(300397)4只创业板新股再度上演集体秒停神话，其中菲利华大涨4401%，腾信股份大涨4398%，迪瑞医疗大涨4401%，天和防务大涨4399%。值得注意的是，N菲利华则一步到位顶格暴涨触及44%上限，期间未被临停。

通过对比，今年6月份以来上市的新股轨迹显示，新股秒停已成为A股市场一个大概率事件，而笔者认为这种不分质地、部分行业公司平平的集体秒停，并非市场福音，相反，其累积的投资风险将在日后带给市场难以忘记的投资风险冲击。

与世界主要资本市场相比，中国新股不败神话构成一个重要的市场特征。随着市场的日趋成熟与对外开放程度的提升，笔者预计，打新不败的神话将成为历史，一些新股在

未来即使仍然可以秒停，但巨大差异性风险将体现日甚。

从世界主要资本市场来看，当投资者日趋成熟之时，市场机构时代特征明显当口，新股投资的理性程度或风险特征将会明显。我们看到，在欧美、日本、香港等成熟市场中，新股上市当日破发者屡见不鲜，而一旦涉及欺诈上市或业绩变脸、投资回报较差等，股票则可能跌的面目全非，退市的风险时刻体现。从中国投资者目前构成来看，中小投资者数量在日趋减少。来自中登公司数据显示：2012年，不断壮大的散户群体出现拐点，A股有效账户数减少446万户，2013年更是锐减近800万户；相反基金机构则呈现了壮大的局面，目前公募基金的市值已突破35万亿左右，这一方面说明机构在壮大，另一方面也显示机构投资者的标的出现分化。

如果从大的时间周期来看，新股风险往往一个鼎盛时期之后，其破发或大幅度变脸的公司将在市场经济的竞争大潮中体现风险，历史上恶炒新股后的市场往往拖累市场

出现较深的下跌。笔者认为新股秒停现象面临着扩容与对冲基金、沪港通等因素的大幅度影响，这种秒停并非市场的一个有利信号。

首先，扩容导致股票并不稀缺。
A股市场供应大批量展开，目前A股市场有700家左右的公司IPO排队，而实际上新三板的分流也可能带来新股股价的供应性冲击，目前新三板挂牌上市企业突破1000家，而巨大的市场供应仍在不断的进行之中。由于交易机制与转板、做市商制度、股票市场注册制未来导致的更多供给等因素的影响，可以说，其多元化的选择对分流资金、股价制衡等形成重要影响，因此A股市场新股不败的神话打破可期。

其次，对冲基金发展将不断影响市场。
随着中国资本市场多层次化建设，对冲基金引入到相关投资已出现一定程度的变化，尽管我国对冲基金与国际上对冲基金有着一定的差别或距离，但随着股指期货、期权等金融投资产品的出现，对冲基金的发展或将迎来一个发展期。从目前最新信息来看，上

海与深圳证券市场将推出个股期权，这为对冲基金选择品种做空提供了条件，如果部分新股秒停后的业绩或经营出现大问题，则可能面临巨大的做空下跌动力。

从最新的基金相关数据来看，目前全球对冲基金的规模大概为26万亿美元。好买基金董事长杨文斌表示，我国对冲基金规模目前在3000亿元左右，未来至少会发展到1万亿元，这表明中国对冲基金目前的规模非常小，但潜力却很大。不分质地的新股秒停现象将面临差异化做空带来的品种下跌风险。国际市场的自身修正、个股风险爆发回归等与对冲基金的大规模体现于市场密切相关。

最后，资本市场不断开放将警示投资者新股投资。

从资本市场开放角度来看，我们看到A股与香港市场的对接正在进行之中。研究认为，资本市场开放，将使得内地投资者可以清晰的看到成熟市场新股的表现情况或风险的巨大冲击。退市制度、交易规则、买者自负、股

价大量仙股等市场特色将深入的影响到主板，而这些影响对于中国股市历史新股的三高定位与未来IPO发行与上市形成巨大的现实性影响，如果中国未来推出国际板或个人投资者投资国外更多市场的政策，那么新股三高现象将面临终结，因此从开放与影响的因素分析，新股不败的日子将一去难返。总体来看，新股秒停现象并非市场福音，在扩容股票供给、多层次市场建设、对冲产品发展、国际成熟市场对接、市场不断成熟等因素影响下，新股的秒停现象将难以维系，其累积的投资风险将日趋增大，新股秒停现象将在某个时点破灭而终。

作者简介：资深市场研究人士，在国有企业、美资公司从事高级管理工作多年，并在证券公司、证券投资咨询机构执业证券市场监管10年以上，多年来在国内外主流媒体发表财经、证券市场研究等近10000篇文章，具有国家证券执业一级资格证书，研究方向为市场经济与证券市场策略、公司研究