

研究员：翟盛杰

✉ zhaishengjie@evergrande.com

☎ 0755-81998439

联系人：林鹏辉

✉ 80916210@qq.com

导读：

2018年8月11日，证券业协会公布场外期权业务交易商名单以及证券公司场外期权业务挂钩个股标的的公告。7家AA级券商，包括广发、国君、华泰、中金、招商、中信、中信建投获得场外期权业务一级交易商资格。5家AA级券商和4家A级券商，海通证券、申万宏源、银河证券、平安证券、东方证券、财通证券、东吴证券、国信证券、浙商证券均只获得二级交易商业务资格，需要和一级交易商进行对冲交易。交易商分级限制和标的名单限制促使场外衍生品市场更为规范的发展，标的名单的季度调整也为场外期权的创新留下了发挥的空间。在此背景下，我们探究了中国股权市场衍生品的整体概况，以及股指期货、收益互换、场外期权等产品的发展路径，有一定借鉴意义。

摘要：

我国股票市场波动剧烈，交易频率高。国内股市各类参与者持股周期短，个人投资者的持股周期低于机构投资者。股票博弈扰乱市场秩序归因于不当的投资者结构，“羊群效应”频现。基于此，高波动的股票市场对衍生品需求逐日上升。

大陆股票市场衍生品发展缓慢。在交易所上市交易的衍生品，主要是股指期货和期权。场外衍生品的交易主要发生在证券公司、银行、保险、私募等金融机构之间，金融机构和上市公司及其股东之间也进行收益互换、个股期权等形式的衍生品交易，此外还存在一些嵌入金融衍生品的结构化产品，如银行发行的挂钩沪深300指数的理财产品等。同时，境外交易所推行的以我国股票市场为基础资产的衍生品数量有限，影响力最大的是富时中国A50期货，A50期货与上证50、沪深300指数均有高度相关性，月平均成交量远大于国内上市期货合约。香港股权衍生品种类繁多，覆盖中国内地、香港、亚洲、金砖国家等多个市场，已构建多层次衍生品投资工具体系。港交所还上市交易大量个股衍生产品，包括股票期货、股票期权、涡轮、牛熊证等，在合约设定上也更为开放和灵活。

中国股权市场金融衍生品发展之困主要源于投资者结构不均衡、投机交易在市场交易中占比过大、资本项目尚未开放等因素，另外海外资金投资中国的路径有限，监管较衍生品发展相对滞后。

概览全球，欧美是股权类金融衍生品的主流市场，亚太市场股权衍生品近年来发展也取得一定突破，如印度的Nifty期权、韩国的Kospi200股指期货合约发展迅猛。衍生品市场依托交易所形成市场核心，逐步呈现交易所之间跨国、跨洲融合的趋势。

美国衍生品市场第一次高峰出现的直接原因是浮动汇率制代替固定汇率

制，加大了市场波动，增加投资者对于衍生产品的需求。21世纪初，金融自由化浪潮和低利率的宽松信贷环境催生金融衍生品的二次高峰。信用类衍生品的不断嵌套增加市场风险，次贷危机爆发后，股指期货在次贷危机中起到“减震器”作用，实现了部分风险转移。除美国外，衍生品的发展对全球其他国家和地区都产生过巨大的影响，如：衍生品在日经 225 股票指数主导权之争、索罗斯狙击香港等事件中均扮演着重要角色。

国内场内股权衍生品以沪深 300 股指期货为主。2015 年 4 月，沪深 300 股指期货成交额世界排名上升到第一位。从波动率来看，股指期货推出后，市场涨跌幅变化趋于平稳。2015 年，中金所相继推出中证 500 和上证 50 股指期货，然而，当年下半年，股市牛市因监管打压场外配资而演变成一场股灾，在股灾背景下，股指期货管控措施趋严，其中非套保保证金提升至 40%，手续费提高近 10 倍，单日开仓 10 手限制，三者叠加致使沪深 300 股指期货交易量显著萎缩。2017 年，中金所逐步松绑股指期货交易，将非套保保证金和手续费分别降至 15%（其中中证 500 股指期货降低至 30%）和 0.069%，单日开仓限制提升至 20 手，股指期货交易量缓慢回升。

国内场外股权衍生品以收益互换和期权为主。场外股权类衍生品交易客户一般分为三大类：金融机构，包括银行、保险、期货公司及子公司；专业二级市场投资机构，包括私募基金和公募基金；一般企业客户，主要是上市公司及其股东。其中私募基金交易活跃。银行通过发行挂钩股票的结构化理财产品扩展业务。保险公司和公募基金利用股权衍生品对冲风险，但市场参与度不高。期货公司及子公司利用股权衍生品拓展资产管理业务。一般企业客户利用股权衍生品进行上市公司资本运作。

无论是收益互换还是场外期权都经历了发展、高峰、调整的路线。2012 年收益互换创新试点启动，收益互换被用来进行杠杆操作获取超额收益。股灾之后，受两融额度上限及配资清理整顿影响，大量资金转向收益互换，收益互换业务迎来短暂的发展快通道。2015 年 12 月，融资类收益互换被叫停，收益互换业务转向冷淡。

2013 年 8 月，场外期权方面，国信证券启动业内第一单场外期权交易。监管部门叫停融资类互换业务后，部分投资者的融资需要转移至场外期权。2017 年，得益于结构性牛市行情激发私募基金场外个股期权的需求，场外期权业务快速发展。2018 年 4 月，针对场外期权业务领域的种种乱象，证监会和证券业协会进行窗口指导，暂停证券公司与私募基金开展场外期权业务；5 月，证监会向证券公司下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，重新恢复场外期权业务，并进一步规范市场；8 月，证券业协会公布场外期权业务交易商名单以及证券公司场外期权业务挂钩个股标的的公告，16 家券商具备交易商资格。

风险提示：政策推动不及预期、系统性风险爆发

目录

1 我国股票市场特征：侧重交易，波动剧烈	5
2 中国股票市场金融衍生品发展概况	7
2.1 股票市场衍生品发展缓慢	7
2.1.1 场外股权衍生品品种多于场内	7
2.1.2 场内场外交易两重天	8
2.1.3 非股权类可选衍生品发展较快	9
2.1.4 境外交易所推行以我国股票市场为基础资产的衍生品	11
2.2 香港股权衍生品市场更为丰富	13
2.2.1 香港市场：期权、涡轮、牛熊证，品类丰富	13
2.2.2 港交所衍生品交易更为活跃	14
2.3 中国股权市场金融衍生品发展之困	15
3 国际经验：全球股权市场金融衍生品发展历程	18
3.1 全球股权市场金融衍生品发展现状	18
3.1.1 欧美是股权类金融衍生品的主流市场	18
3.1.2 亚太市场股权衍生品发展有一定突破	19
3.1.3 交易所兼并潮之后，全球交易渐成一体化	19
3.1.4 机构投资者成为主导力量	20
3.2 美国股权市场金融衍生品的发展历程	21
3.2.1 金融衍生产品创新的第一次高峰	21
3.2.2 金融衍生品创新的二次高峰和次贷危机爆发	23
3.2.3 后金融危机时代，衍生品领域监管体系的变革	25
3.3 全球博弈：衍生品领域的“战争”	26
3.3.1 日经 225 股票指数主导权之争	26
3.3.2 索罗斯狙击香港	27
4 借鉴经验：部分产品发展可期	27
4.1 股指期货	27
4.2 收益互换	30
4.2.1 收益互换发展现状	30
4.2.2 收益互换发展格局	32
4.3 场外期权	35
4.3.1 场外期权发展现状	35
4.3.2 场外期权发展格局	37
5 券商对冲 A 股市场风险的操作模拟	39
5.1 对冲风险的理论指导	39
5.1.1 希腊字母介绍	39
5.1.2 BS 公式和中性对冲策略	40
5.2 风险对冲方法示例	42
6 股权市场的金融衍生品发展展望	47
6.1 发展股权衍生品市场的重要性	47
6.2 股权衍生品市场的发展展望	47

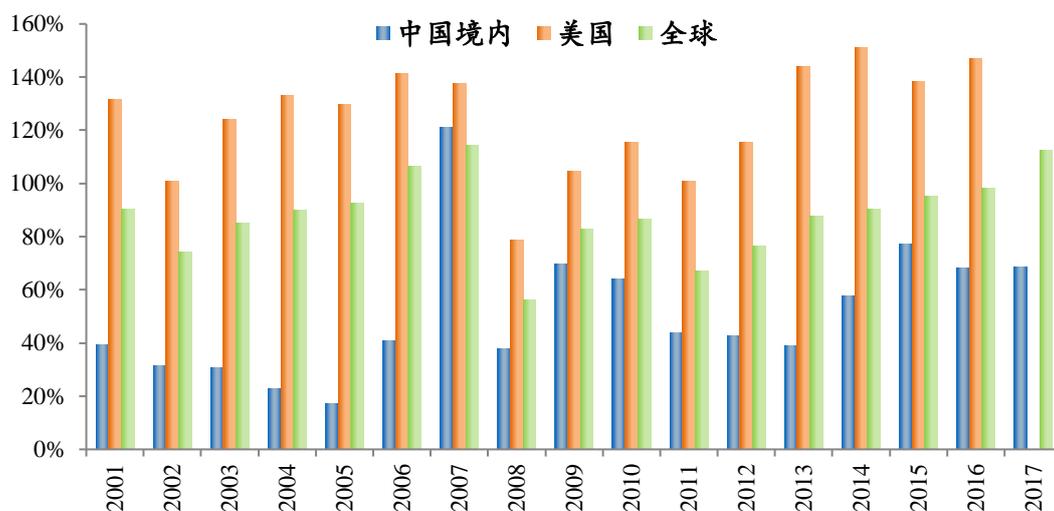
图表目录

图表 1: 中、美、全球资本化率对比	5
图表 2: 全球主要股票指数 2017 年 1 月至 2018 年 6 月涨跌幅及对应波动率天数	6
图表 3: 中国境内与全球上市公司总市值对比	6
图表 4: 中国境内与全球上市公司股票交易额对比	6
图表 5: 2015 年 9 月 7 日前场内指数期货每日成交量	8
图表 6: 2015 年 9 月 7 日后场内指数期货每日成交量	9
图表 7: 场外衍生品每月新增初始名义本金	9
图表 8: 中国主要金融衍生品	10
图表 9: A50 期货指数与上证 50 指数每日收盘价	11
图表 10: A50 期货、沪深 300 期货、上证 50 期货月成交量	12
图表 11: 场内中国股票指数系列衍生品标的涵盖范围	13
图表 12: 港交所股指及个股衍生品梳理	15
图表 13: 股权衍生品是 OTC 衍生品的重要组成部分	18
图表 14: 2017 年世界各地 OTC 股权衍生市场占全球市场份额	19
图表 15: OTC 股权市场参与结构:期权	21
图表 16: OTC 股权市场参与结构:远期与互换	21
图表 17: 世界股权类金融产品创新	22
图表 18: 美国的利率市场化进程	22
图表 19: 2001-2007 联邦基金月平均利率	24
图表 20: S&P500 指数期货和期权总持仓量在“911”前后变化情况	24
图表 21: 历年 4 月 16 日至次年 4 月 16 日沪深 300 股指期货涨跌幅情况比较	28
图表 22: 股指期货与手续费变化情况	29
图表 23: 股灾前沪深 300 指数期货每日成交量	30
图表 24: 股灾后沪深 300 指数期货每日成交量	30
图表 25: 互换新增名义本金与新增交易笔数变化情况	31
图表 26: 2018 年证券公司收益互换月度新增交易名义本金排名	32
图表 27: 私募基金收益互换业务流程示意图	33
图表 28: 收益互换-员工持股计划(卖出股票)	34
图表 29: 收益互换交易对手变化情况	35
图表 30: 期权合约标的(名义本金)	36
图表 31: 场外期权交易每月新增笔数	36
图表 32: 2018 年证券公司场外期权月度新增交易名义本金排名	38
图表 33: 场外衍生品每月新增笔数	38
图表 34: 希腊字母风险	40
图表 35: 看涨期权的 Delta 曲线	40
图表 36: 实值、平值、虚值期权的 Delta 曲线	41
图表 37: 欧式期权定价公式	41
图表 38: 做市商 B 持有看涨期权空头头寸情况下期权各项数据及头寸敏感性	43
图表 39: 做市商 B 持有中国平安购 9 月 57.82 空头头寸到期损益及敏感性变化	44
图表 40: 采用抵补期权头寸风险对冲时 B 做市商资产持仓及风险暴露情况	44
图表 41: 做市商 B 采用抵补期权对冲策略下组合到期损益及敏感性变化	45
图表 42: 做市商 B 采用抵补期权风险对冲方法下中国平安股票价格变动对资产组合收益的影响	45
图表 43: 做市商 B 用上证 50 期权对中国平安期权风险对冲情况下各资产头寸及敏感系数	46

1 我国股票市场特征：侧重交易，波动剧烈

从资本化率的角度来看，我国上市公司总市值占 GDP 的比重仍相对较低，反映出直接融资体系仍不成熟。2017 年，全球上市公司总市值占 GDP 的比重达 112.58%，美国为 165.65%，而中国仅 68.63%。2017 年全球 GDP 为 70.36 万亿美元，中国 GDP 为 12.24 万亿美元，占全球 GDP 总值的 17.40%，而中国上市公司总市值为 8.40 万亿美元，相比全球上市公司 79.21 万亿美元的市值，却只占了 10.60%。一方面，我国股票发行制度仍然较大程度依赖于非市场化的行政管理制，导致高质量股票供给仍然不足，另一方面，股价的频繁大幅波动无法准确反应市场的客观定价，导致股市市值对资本化率的映射关系不够精确。

图表1：中、美、全球资本化率对比



资料来源：Wind，恒大研究院

从波动幅度和波动频率两个方面来看，中国 A 股市场波动显著高于全球主要股票市场。

从阶段性涨跌幅度上看，除恒生指数之外，上证 50、沪深 300 的涨跌幅度高于全球其他主要股票指数。2017 年上半年和下半年，上证 50 指数分别上涨 10.49%、12.18%，沪深 300 指数分别上涨 9.71%、15.24%，归因于彼时大蓝筹带来的结构化行情，而到了 2018 年上半年，上证 50 指数和沪深 300 指数却又分别下跌 11.02%和 12.9%，归因于去杠杆政策的持续以及贸易战的影响。通常而言，上市公司的业绩不可能在短期内发生如此大的波动，那只能归因于 A 股自身的问题——唯“估值论”带来的市场脆弱性。

从波动频率上看，上证 50 和沪深 300 的波动频率显著高于其他主要的股票指数。从 2017 年下半年至 2018 年上半年间，以日涨跌幅绝对值超过 1%的天数进行统计，除恒生指数外，上证 50 和沪深 300 的波动高于替代主要股票指数，分别达到 72 天和 63 天，而标普 500 只有 38 天；以日涨跌幅绝对值超过 2%的天数进行统计，上证 50 和沪深 300 达到 17 天、12 天，而标普 500 是 7 天。相比起全球股票指数，国内股票指数容易出现极端行情，对长期价值投资者而言极具杀伤力，全市场急需进行风险规避。

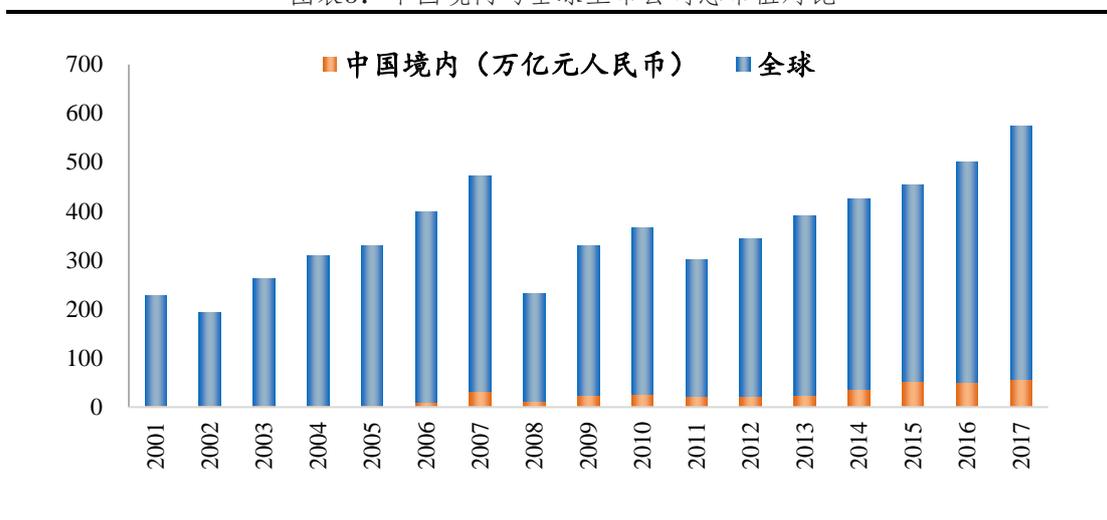
图表2：全球主要股票指数 2017 年 1 月至 2018 年 6 月涨跌幅及对应波动率天数

指数	阶段涨跌幅			对应波动率天数 (天)	
	2017 年 1 月至 6 月	2017 年 7 月至 12 月	2018 年 1 月至 6 月	>1%	>2%
上证 50	10.49%	12.18%	-11.02%	72	17
沪深 300	9.71%	15.24%	-12.9%	63	12
S&P500	7.33%	10.32%	5.34%	38	7
日经 225	4.81%	13.63%	-0.93%	48	7
恒生指数	16.32%	16.13%	-4.47%	77	11

资料来源：Wind, 恒大研究院

从交易行为上来看，中国股市的交易相对于全球其他市场的交易更为频繁。2017 年，中国境内上市公司的总市值是全球上市公司股票总市值的十分之一，然而全球资本市场全年股票交易额为 524.62 万亿人民币，中国股票交易额却达到 112.46 万亿人民币，占全球股票交易的五分之一。

图表3：中国境内与全球上市公司总市值对比



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表4：中国境内与全球上市公司股票交易额对比



资料来源：Wind, 恒大研究院

国内股市各类参与者持股周期较短，个人投资者的持股周期低于机构投资者。据上交所发布的《2016 年度沪市个人投资者结构与行为报告》，个人投资者的平均持股周期不足 20 个交易日，机构账户的平均持股周期也只有 30-40 个交易日。

股票博弈扰乱市场秩序归因于不当的投资者结构，易引发“羊群效应”。当前 A 股市场参与主体众多，包括但不限于监管当局、政府部门、投资机构（各类资产管理机构和散户化机构）、个人投资者（大户和散户）、陆股通投资者以及部分 QFII 投资者等，各方利益并不一致，且资金体量悬殊，一定程度上对于市场秩序产生不利的影响。而当前互联网化的信息传播体系发达，无论信息真伪，都极易引起市场震动，从而引发“羊群效应”。面对产品结构更加复杂，风险更不可控的权益类衍生品，监管当局谨慎开展交易，以维护资本市场的秩序。

寻找规避短期内的股票价格波动，是各类投资者的共同诉求。只有建立健全完整的衍生市场体系，方便投资者规避短期内各种噪音对股票价格的干扰，才能形成有效的价值投资市场，从而引导股票市场的价格发现功能。

以深港通和沪港通为例，2014 年 11 月，沪港股票市场交易互联互通机制试点（沪港通）开通，内地与香港之间跨境股票投资活动增加新的渠道；2016 年 8 月 16 日，实时取消沪港通总额度；同年 12 月 5 日深港股票市场交易互联互通机制（深港通）开通，“互联互通”机制为内地与香港搭建“共同市场”。互联合同机制构造中国内地与香港股票共同市场的雏形，南北向流动资金累计已超万亿。自开通以来截止到 2018 年 7 月末，北向资金分别流入沪股通、深股通 3031.85 亿元、2329.91 亿元，合计 5361.76 亿元，沪港通、深港通南向资金分别流入 5342.70 亿元、1940.98 亿元，合计 7283.68 亿元，南北向流动资金合计 12645.44 亿元。但目前来看，在互联互通市场上交易的证券只限于沪港通及深港通的指定股票范围，并无相关的衍生品工具，这对境外投资者而言会存在“水土不服”现象，即秉着价值投资的理念长期投资国内股票，但却因为 A 股时常的不理性暴涨暴跌而带来产品价值的剧烈波动，由于没有衍生品用以规避风险，最终只会造成境外投资者的“本土化”，即由价值投资演变成“筹码博弈者”。未来随着跨境股票交易的增多，投资者对风险对冲工具的需求会更加强烈。

2 中国股票市场金融衍生品发展概况

1990 年 3 月，上海证券交易所成立，同年 12 月，深圳证券交易所成立，揭开中国股权市场发展壮大的序幕。此后，股权市场隐现衍生品的身影。1992 年 6 月，上交所推出大飞乐股票的配股权证；2001 年，财政部选定中国联通以及中关村 8 家高科技企业进行首批股票期权试点，授予部分经营者和科技骨干股票期权；2010 年 4 月，沪深 300 股指期货在中金所正式推出。

2.1 股票市场衍生品发展缓慢

在交易所上市交易的衍生品，主要是期货和期权交易。在场外的衍生品交易则主要发生在证券公司、银行、保险、私募等金融机构之间，金融机构和上市公司及其股东之间进行的互换、期权等形式的衍生品交易也是场外交易的一部分。此外，场外交易的衍生品还包括一些嵌入金融衍生品的结构化产品，如银行发行的挂钩沪深 300 指数的理财产品等。

2.1.1 场外股权衍生品品种多于场内

截至目前，中金所上市的股权衍生品，仅有 ETF 期权、股指期货两种品种。其中，股指期货包括沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货以及中证 500 股指期货，ETF 期权仅有上证 50ETF 期权。

2015 年 5 月，中金所董事长张慎峰曾表示，或将推出多支股指期货产品，包括沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货等，但由于当年股灾的发生，金融创新停滞，推出股指期货工作被无限期暂停。

场内股票衍生品领域发展则更加缓慢，近乎停滞，目前场内并无开展相应的衍生品交易，仅仿真平台推出个股期权模拟交易，包括上交所上市的上汽集团和中国平安，以及在深交所上市的万科、歌尔股份、碧水源等。

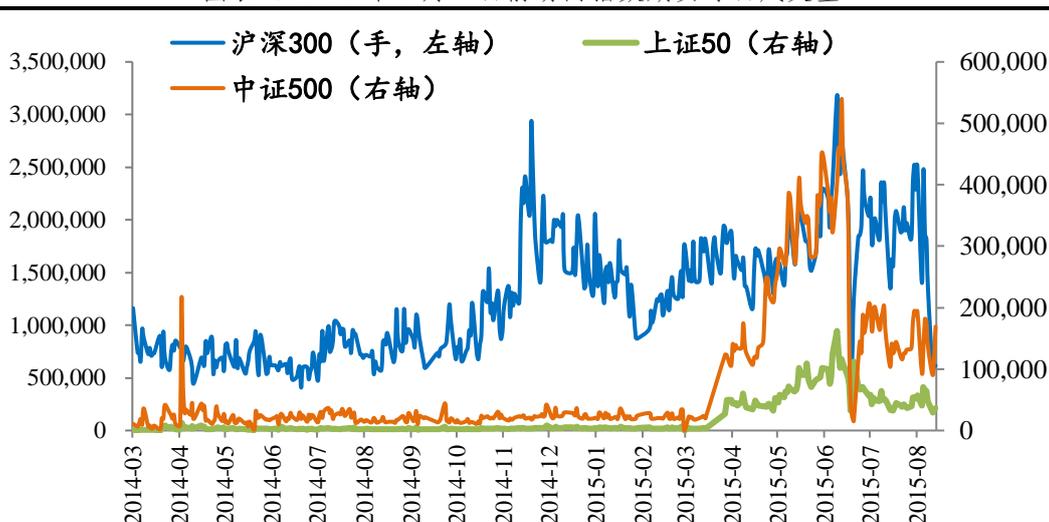
相对于场内，场外股权衍生品品种较多，主要包括期权和收益互换，交易场所则主要在券商柜台市场以及中证机构间报价系统交易。场外期权覆盖股指期货和个股期权，股指期货的挂钩标的包括沪深 300 指数、上证 50 指数及中证 500 指数等，个股期权的挂钩标的主要集中于银行、证券、保险、医药等板块。收益互换，划分为融资类收益互换和融券类收益互换。收益互换业务中的挂钩标的除去能提供境内上市的权益类证券以外，还能够提供境外权益类标的，包括香港市场、美国市场等。2015 年 12 月，融资类互换禁止发行，只剩下存续期交易。

2.1.2 场内场外交易两重天

2015 年 9 月 2 日，中金所出台股指期货监管政策，规定从 9 月 7 日开始，股指期货单个产品、单日开仓超过 10 手即构成“日内开仓交易量较大”的异常交易行为，同时，中金所将非套保保证金率由 30% 提高至 40%，套保保证金率由 10% 提高至 20%，日内平今仓手续费标准提高至 2.3%，并要求会员单位加强股指期货市场长期未交易账户管理。

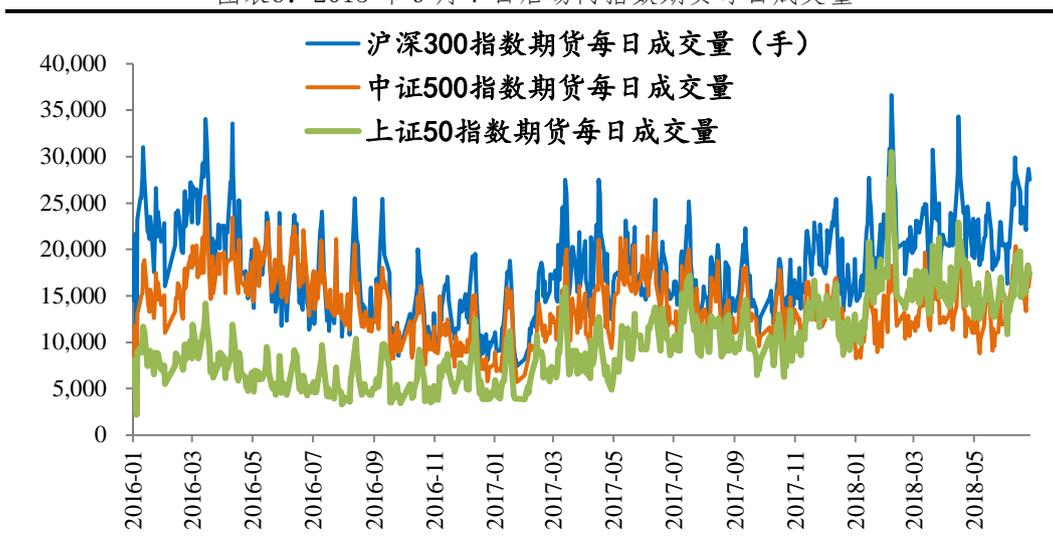
2015 年 9 月 7 日后，沪深 300 股指期货每日成交量急剧下滑，至 2018 年 8 月，场内股指期货交易仍较为清淡。2018 上半年，沪深 300 指数期货、上证 50 指数期货、中证 500 指数期货的日均成交量分别为 23447 手，16438 手，14008 手，沪深 300 指数期货成交量不足高点时的百分之一，上证 50 指数期货和中证 500 指数期货成交量不足高点时的百分之三。

图表5：2015 年 9 月 7 日前场内指数期货每日成交量



资料来源：Wind，恒大研究院

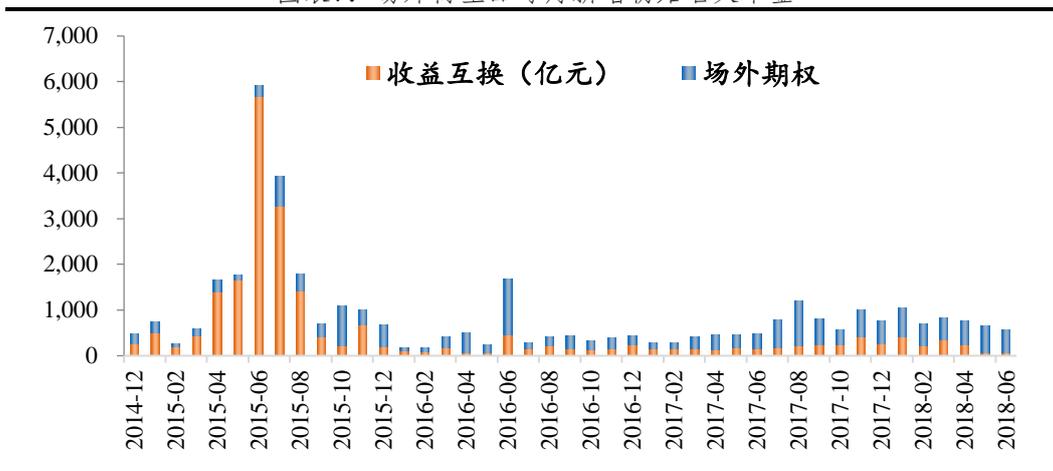
图表6：2015年9月7日后场内指数期货每日成交量



资料来源：Wind，恒大研究院

2016年始，场外衍生品的发展从收益互换领域逐步转移至场外期权领域。2018年6月场外期权每月新增初始名义本金占场外衍生品每月新增初始名义本金的89%。

图表7：场外衍生品每月新增初始名义本金



资料来源：中国证券业协会，恒大研究院

2.1.3 非股权类可选衍生品发展较快

股权市场进行风险对冲的金融衍生品并不局限于挂钩股票标的的衍生产品，可供股权市场进行风险对冲的金融衍生品在不断发展中。

对实体企业而言，可选择与自身行业相关的衍生品进行风险规避。比如周大福、周生生等金饰类公司受到金银价格波动的影响，挂钩金银现货标的的衍生品可以对冲风险；中国石油，中国石化受到石油价格的影响，可以使用挂钩标的为石油的衍生品对冲风险。

对银行而言，其选择衍生品构建产品有很多，包括银行结构化理财产品、嵌入场外期权的收益凭证、利率类衍生品等。银行结构化理财产品，可挂钩个股或者股指的收益，一般包括固定收益和期权两部分，例

如挂钩沪深 300 的看涨高息票据，其收益在固定付息率的基础商，随沪深 300 股指的上涨而增加。

收益凭证，是证券公司以私募方式向合格投资者发行的约定本金和收益的偿付，与特定标的相联结的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债券、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。目前，收益结构还是以固定收益型为主，占比 84.24%，产品管理人将募集到的资金大部分投资于固定收益类资产，剩余小部分资金购买期权。固定收益类投资收益和期权价格共同决定此产品的保本情况，期权构造方式的不同直接决定金融产品收益形态的不同。嵌入期权的收益凭证处于发展中。

利率类衍生品如国债期货可以对冲股票市场衍生品的利率风险 (Rho)。中金所分别于 2013 年和 2015 年推出 5 年期国债期货与 10 年期国债期货。2018 年 8 月 17 日，中金所再丰富国债期货产品期限，推出了 2 年期国债期货品种。

图表8：中国主要金融衍生品

品种	交易场所	监管机构	上市日期	
利率类				
债券远期	债券远期	中国外汇交易中心 银行间本币交易系统	中国人民银行、银监会	20050615
	标准债券远期	中国外汇交易中心 银行间本币交易系统	中国人民银行、银监会	20150407
远期利率协议 (FRA)		中国外汇交易中心 中国人民银行、银监会	银行间本币交易系统	20071101
国债期货	5 年期国债期货	中国金融交易所	证监会	20130906
	10 年期国债期货	中国金融交易所	证监会	20150320
利率互换	人民币利率互换	中国外汇交易中心 银行间本币交易系统	中国人民银行、银监会	20060209
	标准利率互换	中国外汇交易中心 银行间本币交易系统	中国人民银行、银监会	20141103
汇率类				
人民币远期	人民币外汇远期	中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20050809
	人民币标准外汇远期	中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20160503
人民币掉期	人民币掉期	中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20060401
	标准化人民币外汇掉期交易	中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20150216
人民币外汇货币掉期		中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20070831
人民币外汇期权		中国外汇交易中心 银行间外汇交易系统	外汇局	20110401
股权类衍生品				
股指期货	沪深 300 股指期货	中国金融交易所	证监会	20100416
	上证 50 股指期货	中国金融交易所	证监会	20150416



	中证 500 股指期货	中国金融交易所	证监会	20150416
股指期权	上证 50ETF 期权	中国金融交易所	证监会	20150209
	沪深 300 股指期权	券商柜台市场及中证机构间报价系统	证监会	2013
	上证 50 股指期权	券商柜台市场及中证机构间报价系统	证监会	2013
	中证 500 股指期权	券商柜台市场及中证机构间报价系统	证监会	2013
个股期权		券商柜台市场及中证机构间报价系统	证监会	2013
收益互换		券商柜台市场及中证机构间报价系统	证监会	2012

资料来源：各监管机构，恒大研究院

2.1.4 境外交易所推行以我国股票市场为基础资产的衍生品

(1) 富时罗素的中国指数及富时中国 A50 期货

全球指数供应商富时罗素 (FTSE Russell) 提供多种系列中国指数，包括富时中国 50 指数、富时中国 A50 指数和富时中国 H 股指数、富时中国 A-H50 指数等，其涵盖范围有些涵盖中国 A 股，有些涵盖中国港股，有些同时覆盖内地上市及非内地上市中资股。

港交所、新加坡交易所 (SGX)、芝加哥商品交易所 (CME) 抢注中国股指期货。2005 年 5 月 23 日，新华富时中国 25 指数期货及期权推出，在香港交易所上市交易。2006 年 9 月，新华富时 A50 指数期货在 SGX 上市交易。2015 年 10 月 12 日，CME 推出 E 迷你富时中国 50 指数期货，投资范围覆盖港交所市值最大、流动性最好的 50 家中国概念蓝筹股。

其中新华富时 A50 指数期货，是全球第一个直接以中国境内股票市场为标的的离岸股指期货，以满足国内投资者和合格境外机构投资者 (QFII) 需求。新华富时 A50 指数涵盖中国 A 股市场市值最大的 50 家龙头股，主要成分股集中在银行、非银、地产板块，与上证 50、沪深 300 指数均有高度的相关性。

图表9：A50 期货指数与上证 50 指数每日收盘价

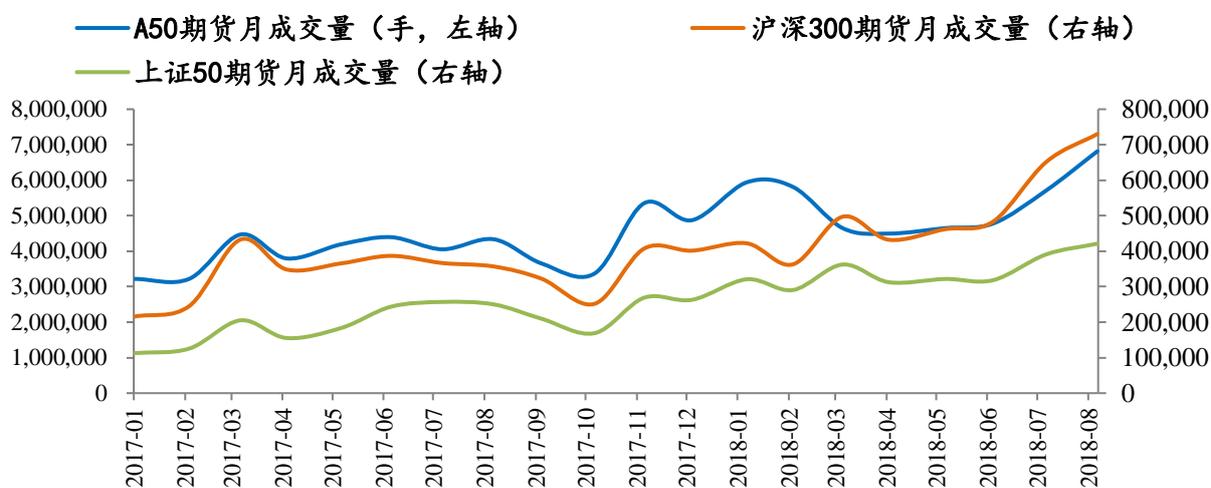


资料来源：Wind，恒大研究院

新华富时 A50 指数期货以美元计价，保证金要求低，交易时间长，早盘开始早，晚盘结束晚，相比国内上市期货合约，其交易更为活跃。

A50 指数期货以美元计价，每点 1 美元。从合约规模上看，以 11500 点进行模拟，1 手 A50 股指期货合约价值为 11500 美元，合人民币 78465 元人民币，对比上证 50 股指期货，以 2530 点进行模拟，一手期货合约价值为 759000 元人民币，远大于 A50 股指期货的规模。从保证金规模来看，A50 股指期货保证金在 20% 左右，合人民币 15693 元，目前上证 50 股指期货的交易所最低保证金为 8%，非套保保证金为 20%，分别合人民币 60720 元，151800 元。A50 指数期货交易时间分为两个时段，T 时段指当天 9:00-16:00，T+1 时段指 16:40 到次日 2:00，共 16.5 小时。对比上证 50 指数，A50 指数期货的交易时间完全涵盖其交易时间，且开盘早，收盘晚。当国内相关政策在收盘后公布后，会立刻反应在 A50 指数期货上，从而给予市场充分的时间去消化市场情绪。新华富时 A50 指数期货月平均成交量远大于国内上市期货合约。2018 年上半年，A50 股指期货合约月平均成交量为 535.65 万手，而沪深 300 期货和上证 50 期货的月平均成交量仅分别为 50.52 万手和 34.23 万手。

图表10: A50 期货、沪深 300 期货、上证 50 期货月成交量



资料来源: Wind, 恒大研究院

(2) MSCI 和 MSCI 指数期货及期权

MSCI (Morgan Stanley Capital International) 旗下编制多种类型指数，包括股权、固定资产、对冲基金、股票市场指数等，其客户涵盖全球 Top 100 资产管理机构中的 99 家。

MSCI 针对中国设立了 200 多个指数覆盖中国市场，包括 MSCI 中国指数系列、MSCI 中国 A 股指数系列、MSCI 海外中国指数系列(三者构成 MSCI 全中国指数)、MSCI 中华指数、MSCI 金龙指数等。

MSCI 指数衍生品主要包括 MSCI 中国外资自由投资指数期货、MSCI 中国指数期货和期权。2001 年 5 月 7 日，MSCI 中国外资自由投资指数期货在香港联合交易所上市交易，该指数包含 30 只成分股，覆盖香港上市的红筹股和 H 股、上交所和深交所上市的 B 股以及在纽约上市的 N 股，基本涵盖供外资投资的中国内地或内地背景的股票市场，一定程度上反映了国际资本和机构对中国股票和中国概念股的认识和评估。2016 年 5 月 3 日，MSCI 中国指数期货、期权在新加坡证券交易所上市交易，该挂钩标的 MSCI 中国指数主要覆盖在海外上市的中国中大盘股票和中盘股票，涉及金融、信息技术以及大消费等成分股，包括 H 股、红筹股、中概股，例如纽约证券交易所上市的阿里巴巴及百度都在其中。

2018年6月1日，中国A股正式被纳入摩根士丹利资本国际公司新兴市场指数和全球指数，中国市场逐渐受到国际认可。

(3) 中证指数及其衍生品

中证指数公司既编制上交所或深交所的单一市场指数，也编制覆盖上交所和深交所两个市场的指数。截止目前，有三个指数期货产品和一个ETF期权产品在中金所上市交易。包括沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货以及上证50ETF期权。

中证指数公司受中华证券交易服务有限公司（中华交易服务）委托，编制中华交易服务中国120指数（简称中华120），该指数涵盖A股和香港上市的中资股的跨境指数，并在香港交易所上市交易。

图表11：场内中国股票指数系列衍生品标的涵盖范围

衍生品	覆盖标的		
	内地上市	香港上市	海外上市
新华富时A50期货	√		
沪深300期货	√		
上证50期货	√		
中证500期货	√		
上证50ETF期权	√		
中华120指数期货	√	√	
E迷你富时中国50指数期货		√	
MSCI中国外资自由指数期货		√	√
MSCI中国指数期货及期权		√	√

资料来源：Wind，恒大研究院

2.2 香港股权衍生品市场更为丰富

2.2.1 香港市场：期权、涡轮、牛熊证，品类丰富

港交所股指衍生品种类繁多，覆盖中国内地、香港、金砖市场等多个市场，已构建多层次衍生品投资工具体系。

港交所买卖的金融衍生品主要分为期货和期权，其相关标的物不仅包括股票指数，还包括股票、股息、波动率等。其中，恒生指数期货和恒生指数期权、H股指期货和H股指期权以及股票期权是港交所最受欢迎的衍生产品。除去股指衍生品之外，港交所还上市交易大量个股衍生产品，包括股票期货、股票期权、涡轮、牛熊证等。例如小米集团(1810)于2018年7月9日在港交所上市，小米期货及期权也在港交所同步上市。

涡轮（Derivative Warrant），即衍生权证，分为认购涡轮和认沽涡轮两种。标的股票上涨，认购涡轮上涨，认沽涡轮下跌；标的股票下跌，认购涡轮下跌，认沽涡轮上涨，最后结算以现金交割。涡轮的波动可以极其剧烈，如2015年，港交所认购涡轮17684在3月27日至4月13日，共8个交易日里上涨达300倍，其中，27日最低探底0.087元，4月13日，日内最高价达到11.3元。涡轮的特殊性主要表现在以下两点，首先与权证相比，涡轮是由投资银行而非上市公司本身发行，当权证被执行时，会带来公司股份以及每股净资产的变动，主要用来筹集资金或激励公司高管，而涡轮被执行时，其交易的是市场上已有的股份，不会带来公司股份或每股净资产的变动，主要用来避险和套利，类似于券商发行的备兑权证。其次，与期权相比，场内交易的期权是标准化合约，而不

同的投资银行则可以发行不同的权证产品，并分别对其报价，做市商可以使用竞争性的价格策略和维持足够的流动性，吸引投资者进入，做市商的活跃让香港市场上涡轮发行量和交易量远大于期权的交易和发行。

牛熊证是港交所 2006 年推出的一种反映资产表现的结构性产品，是一种特殊的期权。牛熊证分为牛证和熊证，也是由第三方发行，发行商为投资银行、港交所以及与相关资产没有任何关联的第三方。标的股票上涨，牛证上涨，熊证下跌；标的股票下跌，牛证下跌，熊证上涨。牛熊证的特殊之处是在发行时，增加了附带的条件，在牛熊证的有效期内，如相关资产价格触及收回价，则发行商可以即时收回有关牛熊证，牛熊证提前到期并终止买卖。

牛熊证和涡轮相比，区别就在于增加了触及收回条款。随着时间推移，在其他条件不变的情况下，涡轮和牛熊证的价格同步变动。当标的股票的价格大幅下跌，认购涡轮的价格下降，但仍存在一定的剩余价值；而如果标的股票的价格下降触及牛熊证的收回价时，牛证就会被强制收回，此时牛证将不会有任何剩余价值存在，反之亦然。

2.2.2 港交所衍生品交易更为活跃

2017 年，恒生指数期货及期权、H 股指数期货及期权的日均成交量分别达到 12.80 万张、4.12 万张、11.73 万张和 8.04 万张。股票期权的交易十分火爆，日均成交量达到 43.02 万张，同比上涨 43.84%。而中证 500、上证 50、沪深 300 股指期货 2017 年度的日均成交量则分别是 1.34 万张、1 万张和 1.68 万张，活跃度显然不如香港市场。

原因在于，除监管因素外，交易品种的合约条款上，港交所上市合约交易时间长，无涨跌幅限制，准入门槛低。衍生品合约条款方面，港交所上市的衍生品合约条款更加宽松，以恒生指数期货合约和沪深 300 期货合约进行比较，主要包括以下几个方面：

(1) 交易时间上，恒生指期的交易开市早且时间更长，有利于信息的充分反映。沪深 300 指数期货的交易时间是 9:25-11:30 和 13:00-15:00，其中 9:25-9:30 是集合竞价的时间。而恒生指期的交易时间是 9:15-12:30 和 13:00-16:30 以及 17:15-凌晨 1:00，更长的交易时间加快基本面消息反映到市场的速率，提前开市对有高度相关性的股票有一定的引导作用。

(2) 涨跌幅限制上，恒生指期并无涨跌幅限制，有利于市场的价格发现和定价纠偏。沪深 300 指数期货的涨跌幅限制定为上一个交易日结算价的正负 10%，到期月份合约最后交易日涨跌停板幅度为上一交易日结算价的正负 20%。恒生指期并没有设定涨跌幅限制，在成熟高效的市场中更有利于进行价格发现，避免因涨跌幅限制无法对市场信息进行充分反应的缺陷。对于同等标的，为避免由于涨跌幅限制丧失流动性，部分投资者会选择在没有涨跌幅限制的市场进行操作。对于不成熟的市场，设置涨跌幅限制，则有利于对市场波动进行整体把控，对风险进行有效监管，防止市场波动过度，从而减小监管成本。

(3) 合约月份上，恒生指期增设 5 个远期期货合约。沪深 300 股指期货合约的合约月份有当月、下月及随后的两个季月。恒生指期的合约月份分为短期期货和远期期货两种，短期期货包括当月、下月及随后的两个季月，远期期货包括之后的 5 个 12 月份合约。无论是沪深 300 股指期货合约还是恒生指期最活跃的均为当月合约，虽然恒生指数期货的远期合约交易也并不活跃，但却为长期价值投资者提供了风险规避的有利工具。

(4) 保证金水平上，港交所另行开发小型恒生指期合约，保证金只需要恒生指期标准合约的五分之一。沪深 300 股指期货的最低保证金的



收取标准为 8%，非套持仓保证金率为 20%。按照沪深 300 指数 3500 点来计算，则交易一手保证金最少需 $3500 \times 300 \times 0.08 = 8.4$ 万，如果是非套持仓则需 $3500 \times 300 \times 0.2 = 21$ 万。恒生指期的保证金为名义本金的 10%，按照目前的恒生指数 $28000 \times 50 \times 10\% \times 0.86$ （港币兑人民币汇率）=12 万元人民币左右，高于沪深 300 一手合约的保证金水平。港交所为了增加合约的流动性，推出小型恒生指期合约，每点价值为 10 港元，其合约价值占恒生指期合约价值的 20%，因此保证金也只有恒生指期的五分之一，对一般投资者而言相当具有吸引力。

图表12：港交所股指及个股衍生品梳理

期货类成交量（万张）	期权类成交量
小型恒生指数期货(1148.7)	小型恒生指数期权（164.1）
H 股指数期货(2885.3)	H 股指数期权(1977.8)
恒生中国企业指数期货	恒生中国企业指数期权
小型恒生中国企业指数期货	小型恒生中国企业指数期权
恒生指数期货(3148.7)	恒生指数期权(1012.9)
恒指波幅指数期货	
股票期货(12.2)	股票期权(10583.9)
股息期货	
MSCI 亚洲（除日本）净总回报指数期货合约	无对应期权
行业指数期货	
中华交易服务中国 120 指数期货	
金砖市场期货	

资料来源：港交所，恒大研究院

2.3 中国股权市场金融衍生品发展之困

（1）投资者结构不均衡

据深交所发布的《2017 年个人投资者状况调查报告》，中小投资者仍然是市场主流，证券账户资产量低于 50 万元的投资者（中小投资者）占比 75.1%。据上交所投资者结构与行为报告，截至 2016 年，账户数达到 1.93 亿户，其中个人投资者账户数为 1.92 亿户，占比 99.48%，个人投资者账户的沪市 A 股市值约为 5.7 万亿元，约占沪市 A 股流通总市值（不含限售股）23.8%，占自由流通总市值的 53.9%，另外个人投资者的持股数量分配不均，持股市值前 1% 的个人投资者账户的持股总市值占到全部个人投资者账户持股市值的 58.5%，换句话说，约 1.90 亿户（占 98.48%）个人投资者账户，只持有 2.36 万亿的 A 股市值，占沪市 A 股流通市值（不含限售股）的不到 10%。

如果以个人投资者投资股权市场及股权衍生品市场，则会出现以下几个问题：

1) 信息决策：个人投资者获取市场信息的渠道少，成本高，且往往不能获得第一手、专业化的信息。网络媒体和技术指标分析是个人投资者最重要的信息渠道。据深交所统计，个人投资者获得信息的渠道排名前列的依次为“手机上的网络媒体”（47.6%）、“依据股票价格走势、成交量变化等技术指标分析”（42.4%）和“电脑上的网络媒体”（42.0%）。

2) 投资方式：在机构投资者倾向量化投资、高频交易的同时，个人投资者缺乏强大计算能力的缺点日益暴露。以计算机算法为基础的高频交易，时间间距以毫秒为单位，而绝大多数个人投资者只能使用简单的工具进行分析。部分个人投资者甚至没有明确的投资理念，也没有明确的止损策略，甚至有投资者认为“即使股票价格下跌，只要我不卖出，就不会亏损”。

3) 非理性投资：据美国数据统计，个人投资者投资股市时容易出现过度自信、频繁交易的情况，男性过度自信的比例相较于女性更多。个人投资者更容易出现非理性行为，对股票的买卖时点易受情绪影响，往往不能贯彻投资计划。据深交所统计，非理性投资行为在个人投资者中发生的频率很高，比如有 63.8% 的投资者认为“投资自己买过的股票比其他股票更容易挣钱”，40.8% 的投资者发现“总是拿不住盈利股票而长期持有亏损股票”。

个人投资者在投资理念、投资行为、投资策略、信息获取等多方面相较于机构投资者都有不小的差距。大量没有适当的风险认知能力和风险承受能力的个人投资者进入市场，成为股权市场以及股权衍生品市场的“弱势群体”。大多数个人投资者对于市场的判断易受到其接触的媒体宣传的影响，个人投资者之间也缺少沟通渠道，无法团结一致，反而容易被煽动，引发“羊群效应”。中国股市进程上，三次牛熊转换中均可以看到绝大部分的个人投资者被套牢的身影。

衍生品市场的风险远高于基本的股权市场，发展衍生品市场的前提是贯彻实施投资者适当性制度，保护中小投资者利益。

(2) 投机交易在市场交易中占比过大

按照约翰·赫尔(John C. Hull)的分类，衍生品市场参与者可分为投机者、套期保值者、套利者三类主体。套期保值者厌恶风险，在衍生品市场进行风险对冲；投机者追寻风险，看涨或看跌某一头寸，根据自己的观点进行操作；而套利者则在通过不同市场相同资产的价格偏离进行无风险套利，为市场提供了流动性。特别需要说明的是，投机性交易对市场运行的良好促进作用是基于公开透明和信息充分披露的市场环境、监管对于系统性风险的整体把控以、参与双方具有对等的专业能力和合格投资者具备的风险承受能力的。因此三类市场主体的存在都有其合理性，彼此间的交易促进资金融通、风险转移和价格发现。

截至 2017 年末，我国股票市场中小型参与者占比超过 75%，诱发市场很多的非理性行为，参与主体的投资能力和风控能力的差别显著。另外股权市场的 IPO 注册制度还未实行，信息披露体系仍在建设推进，不难排除在高风险的衍生品市场会出现不合规的内幕交易等。

在场外的股权衍生品市场上，投机现象同样严重。场外衍生品市场由于是一对一的交易，信息发布缺乏透明性，拥有信息优势的交易者之间甚至会形成合谋，操纵市场以获取不当的利润，衍生品的杠杆属性则会加剧其投机的盈利空间。目前，对于场外市场的监管还处于不断探索和改进之中，与场内衍生品的发展相比相对滞后。参与场外衍生品交易的双方的风险承受能力和专业能力并不完全匹配，甚至一些中小型投资者通过互联网平台参与风险远高于自身承受能力的衍生品交易。

以互换交易为例，全球互换市场上，参与互换交易的双方主要是大型财务公司、投资银行，具有对等的专业能力和风险承受能力。从交易目的来看，主要以转换资产为主，机构之间进行股市和债市的收益转换。而投机交易主要发生在申报交易商与对冲基金之间。即便如此，由于场外市场的信息不透明以及监管豁免缺陷，互换业务在衍生出庞大的名义



资产后将会提高系统性风险，2008 年的金融危机便由此而来。此后各国将互换交易纳入监管范围，可见对于投机交易的严格监管是全球性问题。

国内参与股票收益互换的交易主体是私募基金，旨在利用杠杆特性扩大收益。中国目前流通的衍生产品中，做空类衍生产品相对缺乏。当市场主体一致做多时，易形成单边市行情，多方收益扩大，其他投机者纷纷进入市场。然而，一旦出现不及预期的股价波动，杠杆操作带来巨大损失，甚至为整个金融系统带来难以承受的风险。

(3) 资本项目尚未开放，海外投资中国的路径有限

对于国外投资者而言，中国目前的资本项目并未开放，海外投资中国的路径有限。目前，海外投资者参与中国内地股权市场的正式渠道仅限于合格境外机构投资者(QFII)计划及人民币合格境外机构投资者(RQFII)计划、QDLP 以及互连互通机制，程序较为繁琐，额度受限，虽然互联互通机制取消了股票持仓总限额（仍有每日互联互通限额），但是对于衍生品市场的互联互通还是处于探索阶段。

如果资本项目开放，国内资产和国外资产的相对价格差别，可能会引起资金从国内相对价格较高的资产流向国外，以及国外购买相对价格较低资产而引发的资金流入，大幅度改变国内产业生态。相比起长期资本的流动，资本项目开放后，短期资本会更多的进入股票市场以及衍生品市场。一方面增加股票市场以及衍生品市场的流动性，另一方面也可能增加市场波动性，产生股市泡沫；同时，对现存的银行、证券、保险、信托等行业产生冲击。

(4) 对金融衍生品的监管较衍生品发展相对滞后

公平、公正、公开是确保衍生品市场健康运行的前提。衍生品尤其是场外衍生品的监管理念和监管尺度是全球面对的问题。

中国的衍生品市场目前采取以政府行业监管机关为主导、自律性组织监管为补充的监管模式。政府机构方面，由中国人民银行、证监会和银保监会构成“一行两会”的监管格局，自律机构的监管则主要以中国银行间市场交易商协会和证券业协会为主，并且是分市场对衍生产品进行监管。

借鉴全球衍生品监管模式，有多头监管、统一监管和双峰监管三种模式。统一监管指由一个机构统筹监管银行、证券、保险等多个金融领域，例如欧盟就是由欧洲证券与市场监管局(ESMA)统一监管；分业监管是银行、证券、保险三大金融领域分别设立专门的监管机构，对归属领域内的金融活动进行全面监管，例如美国采取证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)的共同监管；双峰监管，则是在功能监管的基础上，根据金融监管的两大主要职能，进行审慎监管和市场行为监管，如澳大利亚设置审慎监管局和证券与投资委员会，负责防范风险、维护金融稳定，英国实施准“双峰”金融监管体制，在英格兰银行下分设审慎监管局和金融行为监管局，分别负责金融系统稳定和消费者权益。

金融危机后，各国纷纷借鉴双峰监管的管理模式，一手成立金融稳定委员会，另一手成立金融产品消费者保护委员会，负责防止投机行为、保护消费者权益。

目前，中国采取分业监管模式，主要以机构监管为主，优点在于监管有明确的分工，避免金融风险从单一领域快速酝酿为全系统风险甚至引发金融危机，监管机构集中精力对专属领域内的市场活动进行监控，掌控力度更强，监管成本也较低。但随着衍生品市场的发展日益复杂化，其不足之处也日益凸显，首先，监管范围很难有明确的界定，导致部分监管重叠，甚至监管真空；其次，分领域监管，可能出现金融法律的不

统一，产生冲突；最后，虽然监管层面上属于分业监管，但是一些金融集团具有全面的业务牌照，分业监管很难对这些金融集团的集体风险进行有效的评估。

3 国际经验：全球股权市场金融衍生品发展历程

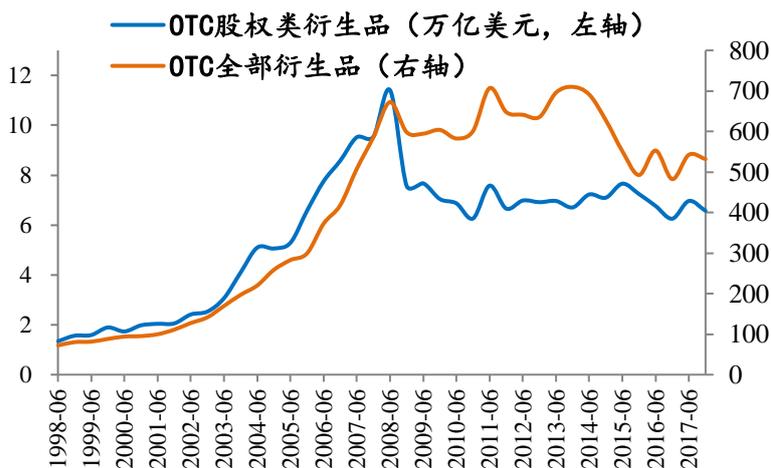
3.1 全球股权市场金融衍生品发展现状

3.1.1 欧美是股权类金融衍生品的主流市场

股权类衍生品是国际市场中一类重要的交易品种，从场外衍生品市场来看，截至 2017 年末，股权类衍生品的未平仓名义本金达到 6.57 万亿美元，占全球 OTC 衍生品市场未平仓名义本金的 1.24%，相对较少，其余主要为利率、汇率和商品类的衍生品。

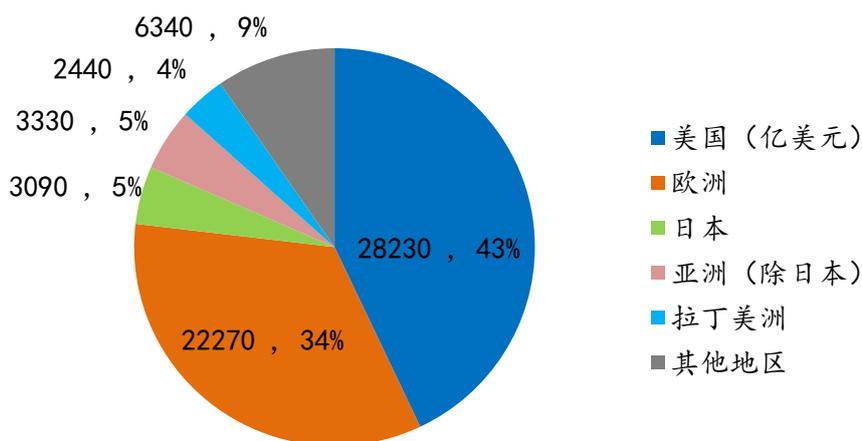
从全球各地区 OTC 股权类衍生品的发展规模来看，以未平仓名义本金衡量市场占有率，美国未平仓名义本金为 2.82 万亿美元，占比 42.97%；欧洲未平仓名义本金为 2.23 万亿美元，占比 33.90%；亚洲地区，日本的 OTC 股权类衍生品发展规模达到 0.31 万亿美元，占全球 4.70%，除去日本外，其他亚洲国家和地区 OTC 股权类衍生品发展规模达到 0.33 万亿，占比 5.07%。

图表13：股权衍生品是 OTC 衍生品的重要组成部分



资料来源：Wind，恒大研究院

图表14：2017年世界各地 OTC 股权衍生市场占全球市场份额



资料来源：Wind，恒大研究院

3.1.2 亚太市场股权衍生品发展有一定突破

虽然美欧地区在股权市场金融衍生品市场发展上占据世界前列，但一些新兴市场如印度、韩国的股权衍生品发展迅猛。

2017年，印度国民证券交易所的 Nifty 期权全年成交量达到 8.004 亿手，增长近三倍，是世界上最活跃的衍生品合约之一。主要原因在于 2016 年 8 月，印度国家证券交易所推出了“周期权”，不仅丰富期权的时间维度，还为投资者提供了围绕短期事件如公司公告进行投资的工具，从而转移标的资产的投资风险。

同年，韩国交易所的成交量增加 46.5%，上升至全球主要衍生品交易所排名的第 11 名。主要原因在于 KOSPI 200 股指期货合约乘数从 50 万下降到 25 万韩元，大大降低了投资门槛。按照现行汇率计算，以 300 点进行模拟，KOSPI 200 指期合约额初始保证金为 10%，则其需要交付的保证金从 $300 \times 50 \times 10\% \times 0.006102 = 9.15$ 万人民币，而下降一半合约乘数后仅需要 4.58 万人民币。

3.1.3 交易所兼并潮之后，全球交易渐成一体化

衍生品市场依托交易所形成市场核心，逐步呈现交易所之间跨国、跨洲融合的趋势。当前世界三大衍生品交易所分别为欧洲期货交易所 (Eurex)、洲际交易所 (ICE) 和芝加哥商品交易所集团 (CME Group Inc)。

Eurex 上市交易的股权类衍生品种中，股指衍生品主要包括德国股指系列 (DAX)、欧元 50 股指系列 (50 EURO STOXX 50)、韩国综合股指产品、MSCI 指数系列。个股衍生品包括主要是针对欧元 50 股指系列的成分股的个股期权和个股期货。Eurex 为扩大其在亚洲的影响力，自 2010 年起开始与韩国交易所合作，欧洲期货交易所会员得到直接进行韩国 KOSPI 200 期权交易的机会。Eurex 也上市波动率类衍生产品，比如欧洲波动率基准指数 (VSTOXX)，对 30 天内的欧洲斯托克 50 指数的隐含波动率进行交易。

洲际交易所 (ICE, Intercontinental Exchange) 于 2013 年收购其母公司纽约泛欧交易所集团 (NYSE Euronext)，成立一个涵盖农业、能源大宗商品、信贷衍生品、证券和证券衍生品以及外汇和利率市场在内的全球性交易所。其场内股权类衍生产品包括股指 (Russell 指数)、个股 (NYSE Euronext 集团下的 Amex、Arca、Liffe 的期货期权衍生品)，ICE 收购 NYSE Euronext 之后同时了覆盖传统的股票交易市场。ICE 的主

要业务集中在欧洲和美国，近些年，ICE 入股印度国家商品期货交易所（National Commodity and Derivative Exchange, NCDEX）和全资收购新加坡商品期货交易所（Singapore Mercantile Exchange, SMX），逐渐探索亚洲的业务版图。

CME Group Inc 由芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）和芝加哥期货交易所（CBOT）合并成立。CME Group Inc. 基于全球基准指数，包括标准普尔 500 指数、纳斯达克 100 指数、富时 100 指数、日经 225 指数等上市交易了一系列股指期货和期货期权。上市交易衍生品中最为活跃的主要由 E-mini 标普 500 期货（E-mini S&P 500 Futures），E-mini 道琼斯期货（E-mini Dow Futures），E-mini 纳斯达克 100 期货（E-mini NASDAQ 100 Futures），主要涉及美国的股票市场。以美元计价的日经 225 指数合约（Nikkei/USD futures）和以日元计价的日经 225 指数合约（Nikkei/Yen Futures）成交量也十分活跃。

随着电子化交易平台的发展，交易所并购实际操作性大大增强。联合的交易所集团拥有全面纵深的市场体系，产生协同效应。

以 ICE 为例，ICE 成立于 2000 年，依托大陆能源交易所（Continental）的技术基础，由高盛、摩根斯坦利、英国石油、壳牌、德意志银行、法兴银行等国际知名金融和能源巨头出资成立，为发展场外能源和金属交易提供高速透明的电子化交易平台为目的。在接下来的十几年间，ICE 先后收购国际原油交易所（IPE）、安然公司软硬件子公司（Commodity Logic）、纽约期货交易所（NYBOT）、印度国家商品期货交易所（NCDEX）、加拿大温尼伯商品交易所（WCE）、OTC 市场做市商间信用违约掉期平台运营商 Creditex、平台清算商 The Clearing Corporation（TCC）、气候交易所（Climate Exchange, CLE）、纽约证券交易所集团（NYSE）、新加坡商品期货交易所（SMX）等。

与股权衍生品交易所相关的重大并购主要包括：2006 年，ICE 收购 NYBOT，拓展 ICE 在美国场内衍生品市场，其期货衍生品从能源化工、金融类产品拓展到农产品、外汇和股指产品。2012 年 12 月，ICE 收购 NYSE，进一步在股票及其衍生品市场进行业务拓展。

交易量是衍生品产品最为核心的驱动因素，ICE 在发展过程中选择兼并收购细分市场内有影响力的企业，而非以挑战者的身份进入市场或开发新的衍生品系列，从而快速实现盈利。同时，交易所集团内部不同市场的产品系列可以借由统一的平台进行清算，降低成本，从而产生规模优势，使不同衍生品产品之间产生巨大的协同效应。

3.1.4 机构投资者成为主导力量

BIS（Bank for International Settlements）统计口径中将投资者分为申报交易商（Reporting dealers）、其他金融机构（Other financial institutions）和非金融投资者（Non-financial customer）。

申报交易商指总部位于 BIS 成员国之内，参与成员国数据统计的投资者，主要包括商业投资银行、投资银行等。申报交易商主要是提供中介服务，可以通过双边交易，赚取交易差价，也可以通过电子化平台赚取手续费，或者两者的混合模式。当交易商与交易双方分别签订合同，用自有资金和信誉为双方担保时，本身也需要用衍生品来对冲自身的风险。

其他金融机构主要是指申报交易商未包括的金融机构交易者，主要包括基金（共同基金、养老基金、货币基金、对冲基金）与保险公司。其他金融机构中的基金公司之间的投资策略有较大差别，对冲基金以资本增值为目标，利用衍生品的杠杆功能，提高资产的收益水平；共同基

金以避险为目的，投资更加稳健；货币基金主要投资货币市场衍生品；养老基金追求低风险投资回报，投资期限较长，保险公司的细分情况也随着不同的险种变化有所不同，人寿保险较多的投资利率衍生品对冲利率风险，财产保险则侧重使用权益类衍生品，对冲投资风险。

投机交易主要发生在申报交易商与对冲基金之间，共同基金和非金融机构与申报交易商之间发生的交易以套期保值和对冲主营产品为主。

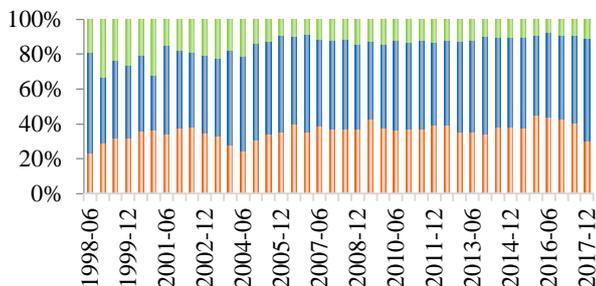
非金融投资者，则主要包括政府、公司和企业。非金融机构中参与衍生品市场的主要是跨国公司。国际化经营的企业，受利率、汇率波动的影响日益加深，需要选择相应的衍生品进行风险管理。

申报交易商和其他金融机构是股权衍生品市场最重要的参与方。在场外股权衍生品市场，自1998年至今，两者持有衍生品规模占比持续增大，无论是期权市场还是远期和互换市场，两者的持有未平仓名义本金规模占比都超过九成。近**三年，在股权市场期权领域，其他金融机构占比显著增加，而申报交易商在此领域占比则相对减少。**截至2017年末，其他金融机构的未平仓名义本金规模占比为58.58%，相对2015年末增长13.12%；申报交易商的未平仓名义本金规模占比为30.28%，相对2015年末下降14.91%，主要是由于申报交易商持有的未平仓名义本金规模的下降导致总体规模的收缩，其他金融机构持有本金规模并无明显变化。在**股权市场远期与互换领域，其他金融机构相较于申报交易商占比稳定处于领先地位，且集中度进一步扩大。**2017年，其他金融机构的占比为68.30%，同比上升1.37%，申报交易商占比为20.81%，同比下降1.49%。

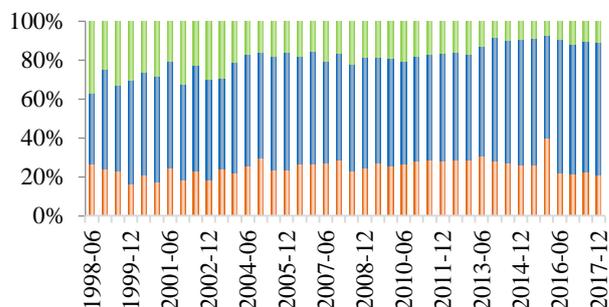
图表15: OTC 股权市场参与结构:期权

图表16: OTC 股权市场参与结构:远期与互换

■ 申报交易商 ■ 其他金融机构 ■ 非金融投资者



■ 申报交易商 ■ 其他金融机构 ■ 非金融投资者



资料来源: BIS, 恒大研究院

资料来源: BIS, 恒大研究院

3.2 美国股权市场金融衍生品的发展历程

3.2.1 金融衍生产品创新的第一次高峰

图表17：世界股权类金融产品创新



资料来源：恒大研究院

20世纪70-80年代末，美国迎来金融衍生产品创新的第一次高峰。股权类金融衍生品发展开始于20世纪20年代。1973年全世界第一个期权交易所芝加哥期权交易所(CBOE)的成立，上市了16只股票看涨期权，拉开了股权市场金融衍生品创新的序幕。同年，芝加哥大学教授费舍尔·布莱克(Fisher Black)和迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)发表论文“期权定价与公司负债”，解决了衍生品如何定价这一困扰市场许久的难题。1974年美国证券交易所、1975年费城证券交易所、1976年太平洋证券交易所依次推出股票期权交易业务。1977年，SEC批准交易所进行股票看跌期权交易。1983年，芝加哥期权交易所相继上市了S&P100股指期货期权和S&P500股指期货期权。此后10余年间，股票期权、股指期货期权、股指期货期权相继问世，为股权类金融衍生品市场带来更多样的投资工具。

衍生品市场的发展依托对于风险的管理，当市场的波动性增大时，参与主体对于衍生品的需求就愈发强烈。

美国衍生品市场出现第一次高峰出现的直接原因是市场波动率增大，浮动汇率制代替固定汇率制，加大了市场波动，增加投资者对于衍生产品的投资需求。1972年，布雷顿森林体系的崩溃，汇率风险集聚增加，浮动汇率代替了固定汇率，各个国家开始逐渐放松对于利率的管制，美国的利率市场化从1972年开始，到1986年3月美国取消自动转账服务存款账户的利率上限，标志着利率市场化改革的完成。美国同业拆借利率的基准利率联邦基金利率在利率市场化改革中先升后降，波动性很大。利率市场化为金融机构负债端带来成本上升的压力和不确定性的风险，使得各大金融机构去寻求高收益的投资渠道以及进行风险对冲，促进金融衍生品的飞速发展。

图表18：美国的利率市场化进程



资料来源：Wind，恒大研究院

但衍生品的发展并非一帆风顺，衍生品工具自身的风险有可能进一步放大了实际风险，如1987年的全球股灾。1987年全球股灾是以美国纽约股市的暴跌开始，迅速引起西方主要国家股票市场连续性大挫，形成全球性股灾。道琼斯指数在10月19日当天下跌508.32点，跌幅达20%，市场蒸发市值近5000亿美元，相当于当年美国当年国内生产总值的十分之一。**布雷迪工作报告指出股指期货是引发股灾的主要原因，股指期货发展遭到打击。**美国成立以财政部布雷迪为首的总统工作小组专门对股灾进行调查并发布《布雷迪工作报告》，报告的基本结论是：指数套利和组合保险两类交易在股票指数期货和现货市场互相推动，最终造成股市崩溃。组合保险指为对冲股票投资组合的市场风险而卖空股票指数期货，并通过计算机设计模型，在市场下跌时卖出，在上涨时增加持仓。当股票下跌时，机构投资者使用组合保险策略，导致股指期货合约跌幅超过现货，指数套利者选择买入期货同时在股票市场抛出股票，导致股票现货价格下跌，从而引发新一轮股指期货抛盘。股灾让人们意识到金融衍生品的杠杆在为投资者带来高收益的同时，也成倍的放大风险。

3.2.2 金融衍生品创新的二次高峰和次贷危机爆发

1999-2007年，金融衍生品经历了创新的第二次高峰，最终引致次贷危机爆发，其中，金融自由化浪潮和低利率的宽松信贷环境催生金融衍生品创新的二次高峰。

金融服务现代化法案标志美国金融去监管化。1999年，美国颁布《1999年金融服务现代化法案》，废除《格拉斯-斯蒂格尔》法案，允许银行控股公司以“金融控股公司”的形式进行横跨银行、证券、保险业的混业经营，美国金融市场从分业经营进入混业经营的时代，标志着美国金融去监管化的全面胜利。2000年初，美国通过了《商品期货现代化法》(CFMA)，在金融自由化和放松监管的背景下，该法案确定了三类商品，首先是利率类、外汇类、股指类金融参数，第二类是基于农产品的衍生合约，第三类是一些其他种类的“排除商品”，如石油等能源商品。第一类和第三类产品的监管排除在《商品交易法》(CEA)之外。商品期货交易委员会(CFTC)和证券交易委员会(SEC)在场外衍生品上的管辖权限并不明朗，该法案的公布不仅豁免CFTC对场外衍生品的监管，也限制了SEC对某些证券场外限制的监管权。

美联储从2001年起实行宽松货币政策，直到2004年，联邦基金利率逐渐回升。2001年1月末，联邦基金利率为5.74%，6月末，联邦基金利率为3.95%，12月末，联邦基金利率下降为1.52%。2004年6月，联邦基金利率为1.38%，12月末，联邦基金利率回升至2.24%。低利率催生低信贷环境，居民借款参与房地产投资，以享受生活或赚取利润，房地产价格一路哄抬，也衍生大量复杂的信用类金融衍生品，如MBS、CDS、CDO、合成CDO等。

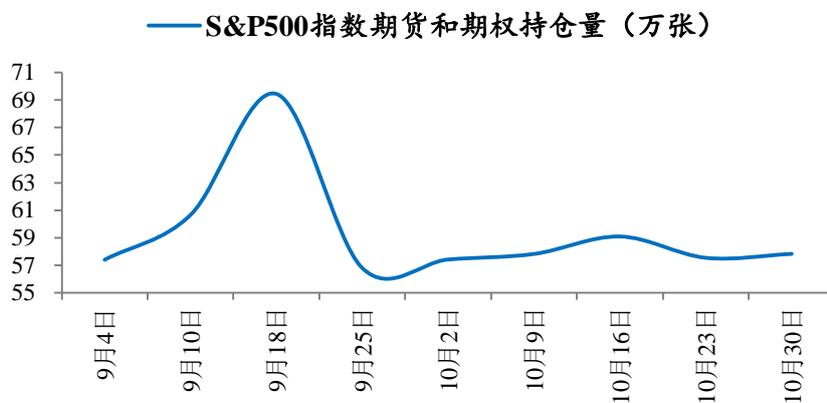
图表19：2001-2007 联邦基金月平均利率



资料来源: Wind, 恒大研究院

全球危机事件 911,再次让人们认识到衍生品市场在规避风险和优化资产配置上的积极作用。极端市场条件引发市场参与者对衍生品类风险管理工具的需求。911 事件发生后,金融机构动荡不已,衍生品发挥其作为风险管理工具的属性,重新被投资者接纳。911 事件致使金融机构聚集的世贸大厦中的大量数据消失,严重危害全球金融机构。据统计,受到打击同时没有两个星期内恢复信息系统的公司中,75%的公司业务停顿,45%无法开业;而没有实施灾害备份的公司,60%在 2-3 年内破产。911 后,NYSE 股票、S&P500 股指期货均暂停交易一周,复盘后,S&P500 股指期货的交易量和总持仓量均大幅度增加,股市交易也在一个月基本修复,这得益于衍生品市场的活跃。

图表20：S&P500 指数期货和期权总持仓量在“911”前后变化情况



资料来源: Wind, 恒大研究院

股指期货在 2008 年次贷危机中起到“减震器”作用,实现部分风险转移。不同于信用类衍生品在次贷危机中增加风险,股权类衍生品在金融危机中对系统性风险进行转移和再分配。危机发生时,股指期货通过交易量和持仓量的放大,部分转移现货市场的抛盘压力。数据显示,仅 2008 年 9 月 16 日,纽交所和 NASDAQ 股票成交合计为 1640 亿美元,而 E-mini S&P 500 股指期货成交金额高达近 3600 亿美元,相当于抛出 3600 亿美元股票。同日,根据自美国次贷危机爆发来 30 个市场的最大跌幅统计,22 个推出股指期货衍生品的国家股市平均最大跌幅为 46.91%,8 个未推出股指期货合约的国家股市平均最大跌幅为则高达 63.15%,中国 A 股市场跌幅高达 70%。2008 年,金融危机的冲击下,市场对于避险需求急剧增加,股指期货等衍生品在动荡的全球金融背景下,成交量反而再



创新高。2008年，全球金融市场上交易最为活跃的股指期货 S&P500 全年总交易量达到 6.34 亿张合约，同比增加 52.6%。

3.2.3 后金融危机时代，衍生品领域监管体系的变革

根据海曼·明斯基的“金融不稳定假说”，不稳定是现代金融制度的基本特征，金融市场的脆弱性与投机性投资泡沫内生于金融市场。经济景气时，投资者通过杠杆操作，承担风险，赚取高收益，逐渐丧失对风险的敏感性，只有获得的现金流收益可以覆盖负债的利息就继续扩大投资，当债务超过获得现金流所能偿还的金额时，资产泡沫破灭，金融危机出现，这个时刻被命名为明斯基时刻（Minsky moment）。

从美国股权衍生品乃至整个金融市场的发展规律中可以看出，当经济发展良好时，资产的安全系数高，投机交易的比重会逐渐上升，而如果信贷环境一直维持宽松，资产价格不断上行，则资产的泡沫会越来越大。当市场出现不利事件时，或者信贷环境突然收紧时，资产泡沫破灭，引发雪崩式的金融危机。

2008 年至今，针对场外衍生品的监管问题一直有两种不同的观点，严格监管和放松监管。20 世纪 80 年代监管的放松造就了场外金融衍生品的繁荣，但也为之后的混乱埋下隐患。2009 年次贷危机爆发之后，各国一方面着力于恢复经济，另一方面则纷纷寻求金融监管方面的立法变革，对场外衍生品市场采取更加有效的监管，以规避系统风险，营造更为安全、稳定的市场环境。如果缺乏对衍生品市场的监管，将无法把握市场的运行全貌，衡量系统性风险。监管正是为了保护市场秩序，保护投资者的合法功能，促进市场功能的发挥，提高市场的整体效率而存在的。

2009 年，美国发布《场外衍生品市场法案》，是第一次针对场外衍生品的全面性立法建议，加强场外衍生品交易监管。首先，把对系统性风险的防范放在核心位置，防止场外衍生品交易给金融体系带来风险；其次，防止市场操纵、欺诈和其他市场滥用行为，要贯彻提升场外衍生品市场的效率和透明度；第三，确保场外衍生品未被不恰当地提供给不成熟的参与者。《场外衍生品市场法案》对证券交易委员会 SEC 与商品期货交易委员会 CFTC 在场外衍生品监管权限做出明确划分，使其彻底覆盖场外衍生品交易的各个环节。

2010 年，美国发布《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（《多德-弗兰克法案》），宣告金融监管从宽松到严格的转变。《多德-弗兰克法案》在第七章中对于衍生品监管进行更为全面的立法，首先将大部分的场外金融衍生品移入交易所和清算所，所有的场外衍生品市场参与方必须在中央交易所或受监管的场所进行交易，通过受监管的清算所进行清算；其次，修正商品期货现代化法 CFMA 中关于场外衍生品的豁免原则，将互换业务纳入到监管范围；第三，对于 SEC 和 CFTC 在场外衍生品监管方面的权限划分更加细致明确。

从监管体系上看，美国场外衍生品市场的监管组织体系构成以政府外部监管、行业自律监管、机构内部监管的三级组织体系。

在政府监管的方面，分为功能性监管和机构性监管两部分。功能性监管主要是监管衍生品和市场本身，保护投资者权益和维护市场的有序运行；机构性监管主要是对衍生品的投资机构监管，保证金融机构和金融系统的稳健运行。

美国对场外衍生品的监管主要是根据各种衍生品的特质加以区分。对于场外股权类衍生品，如果被认定为“证券”，则根据证券法和证券交易法，受到 SEC 的监管；如果认定为“商品”，根据商品交易法，受到 CFTC 的监管，如果既不属于商品，也不属于证券，就不受联邦机构的监管。

对商品和证券的定义是确定衍生品和市场监管权的关键。证券期权被认定为证券，受到 SEC 的监管，而股指期货、股权互换、股指互换则被认定为商品，受到 CFTC 的监管。

从机构型监管的角度，美国首先关注的是对存款机构的监管，证券公司、期货公司和投资银行等非存款型金融机构的监管在次要地位，主要监管者为 SEC 和 CFTC。但一般而言，除非场外金融衍生品的交易双方都是证券和商品交易机构，否则 SEC 和 CFTC 不会对场外衍生品或者其交易商进行监管。同时，SEC 和 CFTC 仅对经纪交易商拥有管辖权，并没有权利监管经纪交易商的附属子公司，因此，绝大部分证券公司和期货公司都通过附属子公司进行场外衍生品交易，从而规避 SEC 和 CFTC 的监管。

行业自律监管，如金融衍生品政策委员会（Derivatives Policy Group, DPG）可以对在 SEC 和 CFTC 注册的期货佣金商的附属子公司所从事的金融衍生品进行交易检查；ISDA 为场外金融衍生品交易提供标准定义文件和主协议文件。

机构内部控制，参与者被要求满足资本金需求，并需要制定关于交易的风控措施和程序，遵守相关的法律法规和政策。

从监管内容看，对场外衍生品的监管最为核心的包括资本充足性和市场准入两方面的监管。

在资本充足性监管方面，通常有两个要求，一是最低资本金要求，而是合理地确定资本与风险的关系。针对最低资本金方面，SEC 在 1999 年规定，场外金融衍生品交易参与方必须持有大于等于 2000 万美元的净资本。《巴塞尔协议》也要求证券公司使用本国证券公司对资本金的规定。在衡量风险与资本关系的方面，要求明确交易当事人的实际可用资本状况以及可能遭受的损失，并鼓励风险控制，促进审慎经营。

对于资本充足性的监管，限制高杠杆金融衍生品的参与比例，引导场外衍生品发挥基础市场功能。

在市场准入方面，通常有三个要求，第一，在金融机构准入方面，不同类型的金融机构的审批和监管部门不同，例如全国性的商业银行参与衍生品市场主要是受到 OCC（Office of Comptroller of Currency，美国货币监理署）的审批和监管，州银行受到州监管机构的审批。第二，在交易场所的设立监管方面，《商品期货现代化法案》依据产品特征和参与者的不同把衍生品交易市场分为三类：制定合约市场、衍生品交易执行设施和豁免市场。每种市场对应不同的监管要求。例如，豁免市场只能是“合格的合约参与者”（Eligible Contract Participant, ECP）参与，除了反欺诈和发垄断条款之后，其他监管要求都可以豁免。第三，在交易产品的设立上，CFTC 或者 SEC 都会在适当的时候禁止或者开放某类衍生品交易，如 CFTC 多次禁止和开放商品期权的交易。

3.3 全球博弈：衍生品领域的“战争”

除美国外，衍生品的发展对全球其他国家和地区都产生过巨大的影响，我们要做的就是从这些事件中吸取经验和教训。

3.3.1 日经 225 股票指数主导权之争

SGX 抢注日经 225 指期，大阪交易所、CME 纷纷推出同类产品。1986 年，新加坡交易所（SGX）发行全球第一支境外上市的股指期货“日经 225 股票指数”。在日本投资股票的全球机构投资者利用日经 225 进行套期保值，而日本的监管当局不允许本国的基金经理利用新加坡市场从事股指期货交易。日本本土金融机构在交易本国股票时由于缺乏足够的避险工具，反而处于不利地位。1987 年 5 月，日本监管当局被迫允许本国投资



者开始交易新加坡市场的日经 225 指数期货。1988 年，大阪证券交易所（OSE）推出日经 225 股指期货交易，股指期货交易迅速活跃。1990 年，美国的 CME 推出日经 225 指数期货交易。

1990 年经济泡沫破灭，日本限制股指期货发展，SGX 逐步掌握日经 225 的定价权。1990 年后日本经济奇迹走向尾声，股市回落，市场对于股指期货的抗议声不绝于耳。大阪交易所采取一系列措施限制股指期货的交易，例如调高保证金，从 9% 上升至 30%；手续费 0.04% 上升至 0.08%，限制交易时间，大阪交易所的日经 225 股指期货成交量迅速萎缩。新加坡交易所在此期间积极发展日经 225 股指期货相关产品，日均成交量飞速增长，1993 年的日均成交量为 2 万手，相对 1990 年增长了近 10 倍。

日本逐步放松管制，形成三分天下的局面。1994 年，日本逐步放松管制，下调保证金，降低手续费，取消交易税，延长交易时间，取消涨跌停板制度等。大阪交易所的日经 225 股指期货逐渐活跃。

目前，形成 CME，SGX，大阪交易所三分天下的局面。

3.3.2 索罗斯狙击香港

1998 年，香港回归不久，以索罗斯量子基金为首的国际投机集团和以董建华为首的特区政府会战于港币和恒生指期的市场。

索罗斯做空港元和恒生指数，恒生指数一泻千里。索罗斯的策略非常精简，第一步在外汇市场上抛空港元，港币汇率下跌，香港金管局可以选择外汇管制或者港元不再锁定美元或者抬高利率，增加索罗斯等国际投机家的借贷成本。鉴于前两者对于香港的金融自由和稳定影响巨大，香港金管局不得不选择抬升利率的手段。但是利率的上升却导致房地产市场和股票市场的资产下跌。第二步，国际投机家在期货市场上看空恒生指数，由于股票市场的下跌，恒生指数同步下跌，结算时，投机家可以在外汇市场和股票市场同时获利。索罗斯借入港币做空恒生指数，恒生指数从 17000 多点下降到不足 7000 点，国际投机家纷纷扑向股市，做空港股。

8 月决战，香港政府携外汇基金入市险胜国际空头玩家。8 月 27 日，香港政府动用外汇基金 200 亿港元，委托 10 家经纪行大量购买 33 家恒指成分股的股票，恒生指数报收 7922 点，比上一个交易日上扬 88 点，创下在去年 11 月 4 日以来的最高点。8 月 28 日，恒指期货的结算日。香港政府和以索罗斯为主的投机家在“汇丰控股”“香港电讯”“长江实业”“中国电讯”等多个蓝筹股上开展多空会战，香港政府动用所有外汇储备，全线死守。下午四点整，恒生指数在 7829 点定格。当天香港政府的全天成交额达到香港股市有史以来的最高纪录 790 亿港元，恒指期货最终以 7851 点结算。

4 借鉴经验：部分产品发展可期

4.1 股指期货

1993 年，行业自发探索股指期货发展。1993 年 3 月，海南证券交易中心发布“深圳综合指数深圳 A 股指数”股指期货合约，是交易所自发进行的创新。8 月后，交易量剧增，有市场操纵的风险。证监会于当年 9 月发布通知，券商未经批准不得开展指数期货交易业务。

2005 年，股权分置改革为股指期货提供可实现的标的物。2005 年的股权分置改革消除了股票市场非全流通问题，上市股票流通份额的增加让股票指数传递市场情况更加客观全面，证券市场初步具备了推出股指期货的基础。



2006年9月，经国务院同意，证监会批准设立中国金融期货交易所，要求完成沪深300指数期货合约设计、监管及股指期货交易的技术工作。

2007年，《期货交易管理条例》为股指期货的推出奠定法律基础。2007年，国务院颁布《期货交易管理条例》，将我国期货交易范围从商品期货扩大到金融期货。《条例》明确规定金融期货合约的标的物包括有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数，为股指期货、期权的推出奠定法律基础。

2010年，投资者适当性制度切实保护投资者合法权益。2010年2月，证监会发布《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定（试行）》，同日，中金所发布《股指期货投资者适当性制度实施办法（试行）》和《股指期货投资者适当性制度操作指引（试行）》，第一次在中国的股权以及股权衍生品市场发布投资者适当性制度。投资者适当性制度主要包括两个方面：一是要求某些高风险金融产品的参与者必须具备一定的资质，二是要求金融机构在销售产品时应将适当的产品销售给适当的投资者。《规定》是对投资者，特别是中小投资者合法权益的而保护，对于参与创新的金融衍生产品，投资者需要真正理解衍生品市场的风险并具备较高的风险承受能力。

2010-2015年，沪深300股指期货从无到有，从发展到壮大。2010年4月16日，沪深300股指期货在中金所挂牌上市。这五年时间，沪深300股指期货累计成交7.10亿手，成交金额574.65万亿元。其中2014年成交手数在全球股指期货中排名第四位、成交额排名第二；得益于牛市，2015年4月，沪深300股指期货成交额世界排名上升到第一位。从波动频率来看，股指期货推出以后，市场涨跌幅变化频率趋于平稳。比较股指期货推出一年后即2011年4月16日至2012年4月16日期间和股指期货推出前即2008年4月16日至2009年4月16日期间沪深300指数的波动情况，2008年到2009年时间段下跌20.66%，涨跌幅度超1%的天数达到161天，涨跌幅度超2%的天数达到113天；2011年到2012年时间段沪深300股票指数下跌23.19%，涨跌幅度超1%的天数达到98天，涨跌幅度超2%的天数达到36天，相对于前者，明显趋缓。比较2013年4月16日至2014年4月16日期间和2014年4月16日至2015年4月16日期间，2013年至2014年时间段沪深300下跌9.36%，2014年至2015年时间段沪深300上涨102.17%，涨跌幅绝对值显著高于2013年到2014年时间段；然而2014年至2015年涨跌幅度超1%的天数为93天，相较于2013年到2014年只增加了6天。从股指期货推出后沪深300指数的涨跌情况来看，股指期货的推出确实有效降低了A股的大幅波动。

图表21：历年4月16日至次年4月16日沪深300股指期货涨跌幅情况比较

沪深300指数	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
涨跌幅超1%	82天	124天	173天	161天	125天	115天	98天	84天	87天	93天
涨跌幅超2%	23天	56天	97天	113天	59天	42天	36天	24天	29天	31天
涨跌幅度%	16.07	181.86	7.31	-20.66	26.33	0.08	-23.19	-5.33	-9.36	102.17

资料来源：Wind，恒大研究院

2015年，中金所相继推出中证500和上证50股指期货，然而，该年仅上涨半年的牛市因监管打压市场配资而演变成一场股灾。

在股灾背景下，股指期货管控措施趋严，其中非套保保证金提升至40%，手续费提高近10倍，单日开仓10手限制，三者叠加致使沪深300股指期货交易量显著萎缩。2015年9月2日，中金所发布通知，自2015年9月7日起，单个产品、单日开仓超过10手即构成“日内开仓交易量



较大”的异常交易行为，而这一标准在鼓励股指期货发展时期最高曾达到 2400 手；非套保保证金由 30%提高至 40%，套保由 10%提高至 20%；平仓手续费标准由 0.015%提高至 0.23%。由于股指期货合约的手续费和保证金的大幅提高，沪深 300 股指期货交易量显著萎缩。2015 上半年日均成交量为 159.61 万手，而到 2016 上半年日均成交量急降为 4.25 万手，股指期货发展几乎停滞。

2017 年，中金所逐步松绑股指期货交易，将非套保保证金和手续费分别降至 15%（其中中证 500 股指期货降低至 30%）和 0.069%，单日开仓限制提升至 20 手，股指期货交易量缓慢回升。2017 年 2 月 16 日中金所发布公告，自 2 月 17 日结算时起，对股指期货合约作出三方面调整：首先，将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的 10 手调整为 20 手，套期保值交易开仓数量不受此限；其次，沪深 300、上证 50 股指期货非套期保值交易保证金调整为 20%，中证 500 股指期货非套期保值交易保证金调整为 30%，套保持仓交易保证金维持 20%不变；第三，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的 0.092%。2017 年 9 月 15 日中金所再发布公告，自 2017 年 9 月 18 日结算时起，沪深 300 和上证 50 股指期货各合约交易保证金标准，由合约价值的 20%调整为 15%，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的 0.069%。

2017 年上半年股指期货合约交易第一次松绑前后，沪深 300 期货的日均交易量分别为 1.27 万手和 1.74 万手，上升 32.45%。2017 年下半年，股指期货合约交易第二次松绑前后，沪深 300 期货的日均交易量分别为 1.66 万手和 1.71 万手，上升 3.27%。对期货合约交易量产生影响主要通过两个因素，其一是每手交易所需资本，包括手续费及保证金，其二是开仓手数限制。第一次松绑从两方面着手，将单个产品单日开仓交易量被认为是异常交易的幅度从 10 手上升至 20 手，且手续费下降至松绑前的 40%，套保保证金下降至松绑前的 50%。第二次松绑，则只是从金额方面入手，且监管部门持有较为谨慎的态度，保证金和手续费同时下降 25%，对市场的促进作用较小。因此到 2018 年上半年，沪深 300 期货合约的日均交易量为仅为 2.20 万手，相对 2017 全年的日均交易量 1.74 万手上升 26.44%，甚至还没有回到 2016 年上半年的发展水平。

图表22：股指期货与手续费变化情况

股指期货	相关比率	2015 年 1 月	2015 年 9 月	2017 年 2 月	2017 年 9 月
IF	日内平今仓交易手续费率	1.5‰	2.3‰	0.92‰	0.69‰
	套保保证金率	10%	20%	20%	15%
	非套保保证金率	10%	40%	20%	15%
IH	日内平今仓交易手续费率	1.5‰	2.3‰	0.92‰	0.69‰
	套保保证金率	10%	20%	20%	15%
	非套保保证金率	10%	40%	20%	15%
IC	日内平今仓交易手续费率	1.5‰	2.3‰	0.92‰	0.69‰
	套保保证金率	10%	20%	20%	20%
	非套保保证金率	10%	40%	30%	30%

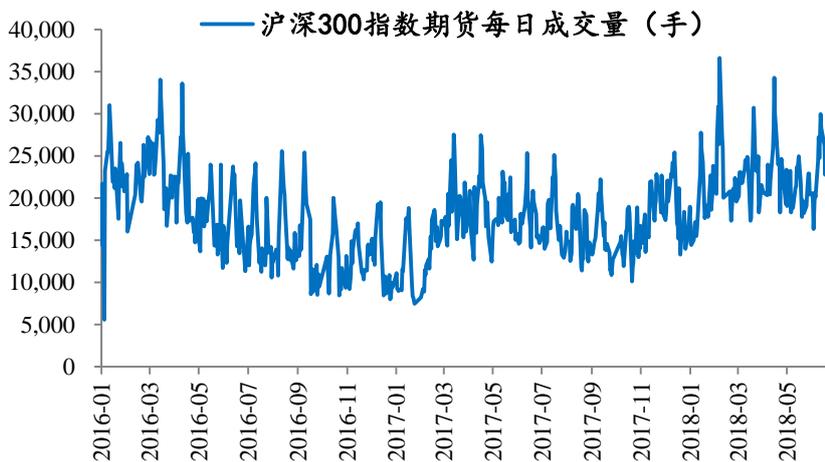
资料来源：中金所，恒大研究院

图表23：股灾前沪深 300 指数期货每日成交量



资料来源：Wind，恒大研究院

图表24：股灾后沪深 300 指数期货每日成交量



资料来源：Wind，恒大研究院

总体来讲，股指期货的发展虽然较大程度上受到监管的干预，但仍然是我国股权市场上为数不多的标准化衍生品。在经历过一轮熊市转换和监管技术的进步后，相信股指期货未来的发展空间还将继续提升。

4.2 收益互换

4.2.1 收益互换发展现状

券商场外衍生品业务主要包括两大类，一个是收益互换，另一个是场外期权。收益互换业务是指客户与券商根据协议约定，在未来某期限内针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换，是一种重要的权益衍生工具交易形式。

收益互换类业务分为融资类和融券类。融资类互换业务为客户实现融资做多、获得杠杆收益的功能，融资杠杆要显著高于场内融资，在一定程度上会增加市场风险，同时客户虽然实现了用杠杆买入目标股票或者指数的目的，但真实交易的却只是券商，也增加了监管对于投资者进

行监管的难度。融券类互换业务，相当于股票的约定式回购，以股票作为担保品，向券商获得“贷款”。

作为证券公司柜台业务创新产品之一，收益互换属于重资产业务，占用证券公司大量资本金。收益互换的保证金比例、平仓线、客户准入资质认定等这些指标，在不同券商的不同笔业务中均有不同，券商会根据交易对手方的资信情况调整，对于证券公司的风险管理能力和资产定价能力要求较高。

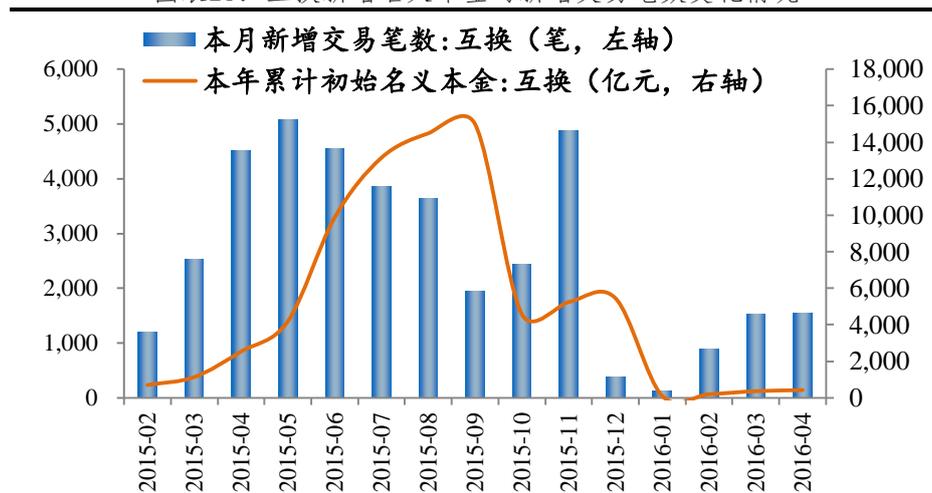
2012年启动创新试点，收益互换可灵活投资境外标的。该项创新业务于2012年启动试点，首批获得试点资格的有中信证券、中金公司、中信建投证券、银河证券、招商证券、光大证券六家券商。

2013年1月16日，证监会向光大证券正式首次签发《关于光大证券股份有限公司从事权益类证券互换业务的无异议函》，批准其在柜台开展衍生品交易。

权益类收益互换业务中的挂钩标的除能提供境内上市的权益类证券以外，还能够提供境外权益类标的，包括香港市场、美国市场等。相较于QDII渠道，权益类收益互换的效率，成本低，投资范围更大，交易方式也更加灵活。2014年11月，中信证券和深圳私募机构龙腾资产合力发行业内首只实现跨市场投资的人民币基金——全市场证券投资基金，开展跨境收益互换业务。该基金可投资在香港和美国交易所、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融交易所及三大商品期货交易所公开上市的所有品种，包括股票、股指期货、商品期货、融资融券、金融债和国债等。私募基金使用收益互换跨市场投资，证券公司将清算境内外各个市场的资产净值，而资金实际上并没有跨境流动。

2014年，依托报价系统，收益互换每月新增笔数逐月增加，2015年5月达到峰值5085笔。2014年以前，收益互换业务主要由具备试点牌照的券商在其柜台市场进行。机构间私募产品报价与服务系统（简称“报价系统”）成立后，具备报价系统参与人资格的机构也被允许在系统内开展互换业务。收益互换迅速成为报价系统所开展业务中规模最大的种类。

图表25：互换新增名义本金与新增交易笔数变化情况



资料来源：Wind，恒大研究院

2015年股灾之前，收益互换被用来进行杠杆操作获取超额收益。报价系统中收益互换每月新增笔数逐步增加，至2015年5月达到最高峰，每月新增交易笔数达到5085笔。股灾爆发后，收益互换业务有所收缩，9月每月新增笔数只有1938笔，环比下跌46.76%。此后受两融额度上限的影响，加上配资的清理整顿，大量资金转向收益互换，收益互换业务



迎来短暂的发展快通道，11月每月新增笔数为4883笔，大于9、10月两月新增笔数之和。

2015年12月，融资类收益互换被叫停，2016年全年累计交易对应名义本金从2015年的5249亿压缩至1761亿元。2015年12月，证监会叫停融资类互换业务，主要从以下四个方面进行：一，停止新增此类业务；二，存量业务可按合同继续履行，但不得延期；三，对于客户的融资需求，可以通过融资融券业务在场内规范进行；四，其他满足客户风险管理等合理需求的场外衍生品业务仍可正常、规范开展。融资类业务停止后，收益互换市场收缩。2016年报价系统收益互换业务全年累计交易对应初始名义本金为1761亿元，而2015年收益互换业务全年累计交易对应初始名义本金为5249亿元，收益互换规模的收缩部分的规模很大部分来自于被政策挤出的融资需求。

4.2.2 收益互换发展格局

发展收益互换业务的券商需具有场外互换业务牌照，并且根据买方机构需求灵活设计合约要素，对自身的业务水平和风控水平要求很高。

从行业集中度来看，以每月新增名义本金衡量，收益互换业务前五家券商的市场份额达到88.68%，市场集中度很高。2018年6月，收益互换业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金共59.11亿元，占本月收益互换业务新增总量的92.10%。

图表26：2018年证券公司收益互换月度新增交易名义本金排名

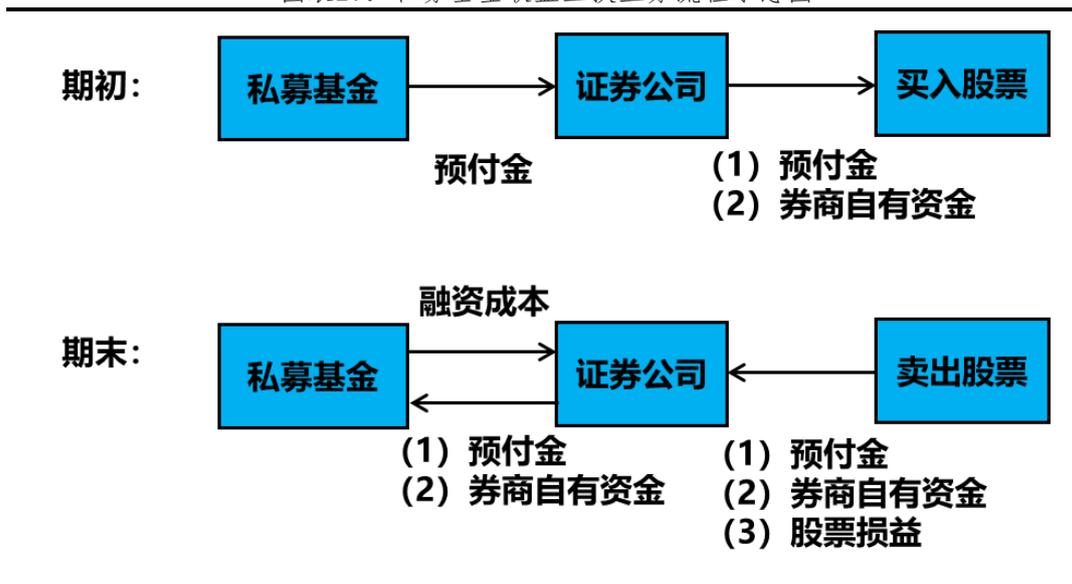
月份	6月			5月			4月			
	排名	证券公司	名义本金 (亿元)	占比	证券公司	名义本金 (亿元)	占比	证券公司	名义本金 (亿元)	占比
	1	中金公司	31.6	49.24%	中信证券	28.11	47.45%	中金公司	114.61	48.02%
	2	中信证券	15.35	23.92%	中金公司	17.29	29.19%	申万宏源	40.07	16.79%
	3	华泰证券	6.57	10.24%	国信证券	5.59	9.44%	华泰证券	26.96	11.30%
	4	国信证券	3.85	6.00%	华泰证券	4.48	7.56%	中信证券	21.15	8.86%
	5	东兴证券	1.73	2.70%	东兴证券	3.76	6.35%	广发证券	11.01	4.61%
	合计	/	59.11	92.10%	/	59.24	88.68%	/	213.81	89.58%

资料来源：证券业协会，恒大研究院

场外股权类衍生品交易方客户一般分为三大类：金融机构，包括银行、保险、期货公司及子公司；专业二级市场投资机构，包括私募基金和公募基金；一般企业客户，主要是上市公司及其股东。

在场外衍生品市场上，私募基金交易活跃。由于私募资金运作和收益状况不进行公开披露，相对于公募基金，私募基金可投资标的品种多样，市场操作高度灵活，相对市场透明度也较低。私募基金利用收益互换高杠杆特性，进行个性化融资，操作方式主要包括增发融资、套利、大宗交易减持等。由于私募基金通过收益互换进行股票市场的资本运作而并不真实持有股票，在标的公司的股东名单中只有证券公司的席位，难以穿透，甚至出现利用收益互换进行场外配资的情况。2015年，融资类互换业务被叫停。

图表27：私募基金收益互换业务流程示意图



资料来源：恒大研究院

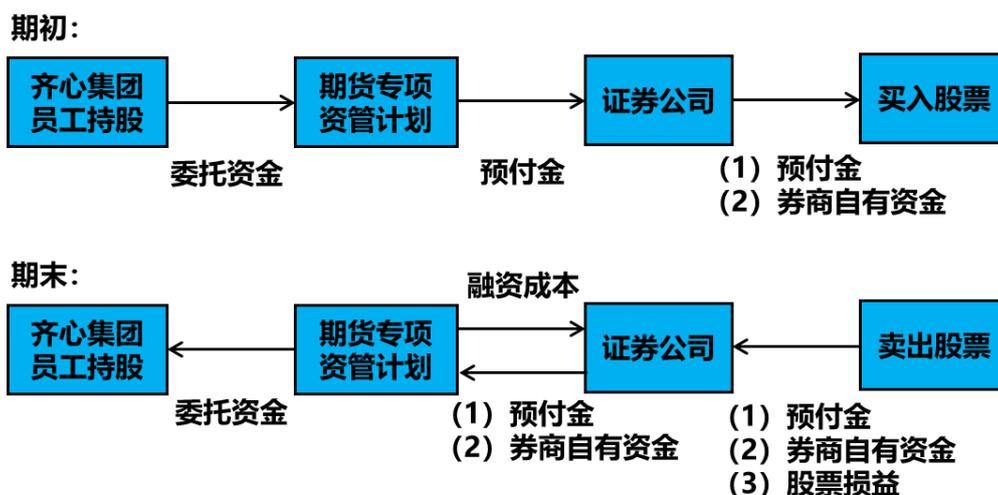
银行通过发行挂钩股票的结构化理财产品参与收益互换。银行理财资金通过资管计划买入标的股票，与有相应业务牌照的证券公司签订收益互换协议，从而通过支付证券公司其投资期限内的股票收益换取固定收益。

保险公司和公募基金利用收益互换对冲风险，但市场参与度不高。保险公司和公募基金市场透明度高，投资持仓品种、类型、比例受到限制，需定期披露持仓状况。因此保险公司和公募基金投资相对稳健，一般利用收益互换工具达到对冲风险或丰富投资渠道的目的。

期货公司及子公司通过收益互换业务拓展资产管理业务。2012年期货公司获批资产管理业务，此后迅猛发展，成为期货公司新的盈利增长点。另外期货公司资产管理计划可以为收益互换业务提供通道。

一般企业客户利用收益互换进行上市公司资本运作，比如定向增发融资、股东转换持有人融资、上市公司增持、另类股权激励、员工持股计划等。2015年1月，齐心集团发布员工持股计划，将所筹集的1800万元委托给南华期货成立的专项资管计划，再与国信证券签订股票收益权互换协议，国信证券提供融资资金5400万元，最终买入股票共计7200万元，此宗收益互换交易的杠杆为四倍。

图表28：收益互换-员工持股计划（卖出股票）



资料来源：恒大研究院

以每月新增名义金额统计，2018年6月，私募基金、证券公司及子公司、基金公司与其他机构的新增收益互换名义金额分别占比58.50%、12.91%、0.32%以及28.27%。

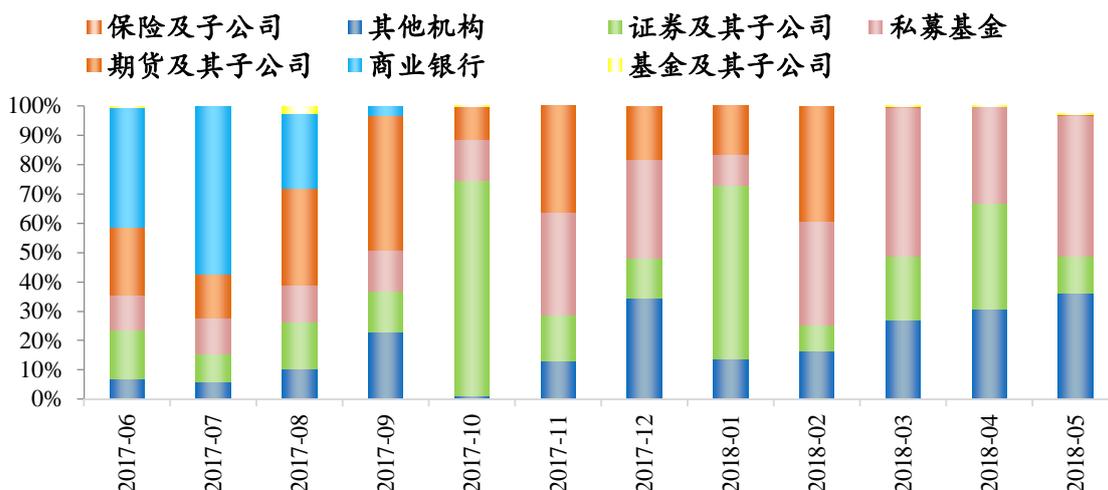
私募基金、证券公司及子公司的市占率最大。2018年6月，私募基金、证券公司及子公司的市占率合计达到71.41%。私募基金市占率相比5月上升10.75个百分点；证券公司及子公司的市占率相比5月上升0.2个百分点。

商业银行的市场份额占比于2017年8月大幅缩水。2017年8月，商业银行的市场份额占比为25.38%，而到了2017年9月，商业银行的市场份额占比为3.13%，下降87.67%，主要由于银行同业、投资和理财的“三三四”（“三违反”45号文、“三套利”46号文、“四不当”53号文）专项治理工作的持续推进，其中四不当自查当中的不当交易自查要求对资产实施穿透管理，检查是否存在面向非机构客户发行理财产品直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券或不良资产受（收）益权的行为。而由于场外股权衍生品的结构复杂性，其风险很难准确衡量，其部分资产出现多层嵌套难以穿透的情况。

期货公司与子公司的市场份额占比于2018年3月大幅缩水。2018年2月，期货公司与子公司的市场份额占比为39.46%，而到了2018年3月，期货公司与子公司的市场份额占比为0.31%，下降99.99%。主要原因是中国基金业协会对投资范围涵盖场外期权的期货资管产品暂停备案。

保险公司、基金公司的市场份额占比微小。2018年3月至6月，基金公司及子公司的市场份额占比为0.11%、0.16%、0.20%、0.32%。保险公司的市场份额占比不足0.01%。

图表29：收益互换交易对手变化情况



资料来源：Wind，恒大研究院

4.3 场外期权

4.3.1 场外期权发展现状

期权具备杠杆属性和非线性特征，可以实现资产的完全复制，从而可以用来灵活规避风险，并实现高收益。客户购买期权，只需支付期权费便可以参与标记股票名义本金的涨跌幅，并且利用期权的杠杆特性，在风险锁定的情况下，大幅提高收益表现。期权非线性特点使其能够与资产组合，利用多样化的策略实现收益目的。

股指期货分为场内期权和场外期权。

场内期权方面，中金所发行上证 50ETF 股指期货。发展至今，月成交量在 2000 万左右。中金所于 2013 年 11 月 8 日就启动了沪深 300 股指期货合约仿真交易。上交所于同年 12 月 26 日开始个股期权的仿真交易。2015 年 2 月 9 日，经中国证监会批准，上证 50ETF 期权合约在上交所上市交易。其标的资产为上证 50ETF，证券代码为“510050”，基金管理人为华夏基金管理有限公司，一张上证 50ETF 期权合约对应 10000 份上证 50ETF 基金份额。截止 2018 年 6 月，上证 ETF 中权重最大的 5 支股票分别为中国平安（14.21%）、贵州茅台（8.23%）、招商银行（6.06%）、兴业银行（4.02%）、伊利股份（3.80%），合计占比 36.32%。上市交易的上证 50ETF 期权有认购、认沽两种类型，4 个到期月份，9 个行权价格（1 个平值合约，四个虚值合约，四个实值合约）。国泰君安证券、中信证券、海通证券、招商证券、齐鲁证券、广发证券、华泰证券、东方证券等 8 家证券公司成为上证 50ETF 期权的首批做市商。

2015 年 5 月，中金所曾表示短期内将推出股指期货产品，包括沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货等三只产品。但由于当年股灾发生，金融创新停滞，新推股指期货工作被无限期暂停。

场外期权方面，2013 年 8 月，国信证券启动业内第一单场外期权交易。

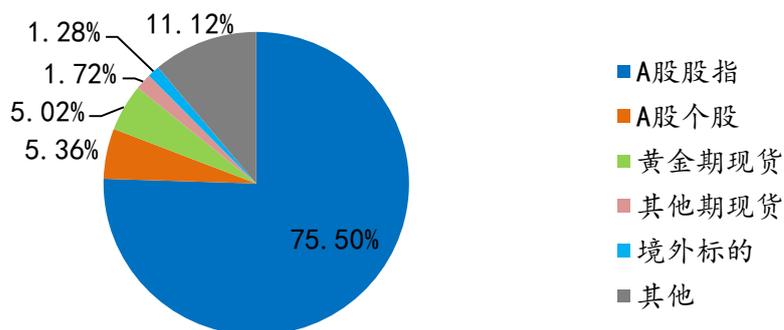
场外期权的挂钩标的包括股指、ETF、个股、现货金以及部分境外标的资产，目前主要是股指期货和个股期权。2018 年 6 月，以名义本金维度进行统计，报价系统上场外期权标的类型以股票及其指数为主，占比 80.86%，其中 A 股股指占比 75.50%，A 股个股占比 5.36%；其次为现货金

相关期权，占比 5.02%。其中，个股期权主要集中于银行、证券、保险、医药等板块，股票指数期权涵盖沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数三大主要指数。

期权类型包括普通欧式、单鲨型期权、双鲨型期权、价差期权、二元期权等五类标准化期权合约，在此基础上，美式期权、蝶式期权、凸式期权等期权结构逐渐发展。产品期限则分为标准化期限和定制化期限，标准化期限以 1-3 个月为主，包括 1M(28d/35d)、2M(63d)、3M(91d) 等类型，定制化没有固定的期限，一般不低于 28 天。

客户根据个性化需求定制不同种类的期权，可实现主动管理、增加收益、T+0 借券、对冲等目的。

图表30：期权合约标的（名义本金）



资料来源：证券业协会，恒大研究院

图表31：场外期权交易每月新增笔数



资料来源：证券业协会，恒大研究院

2015 年末，监管部门叫停融资类互换业务后，部分投资者的融资需要转移至场外期权。2016 年 1 月，场外期权业务月度新增笔数为 174 笔，同年 12 月，场外期权业务月度新增笔数为 538 笔，一年之内增长 209.2%。

2017 年，得益于结构性牛市行情激发私募基金场外个股期权的需求，场外期权业务快速发展。从 2017 年 6 月开始，每月新增场外期权业务数量开始超过新增互换业务数量，占据场外衍生品新增交易笔数的 51%。2017 年 1 月，场外期权业务月度新增笔数为 422 笔，同年 12 月，场外期权业务月度新增笔数为 2464 笔，年内增长 483.89%。

2017 年 9 月 27 日，中国期货业协会发布《关于加强风险管理公司场外衍生品业务适当性管理的通知》，要求风险管理公司不得与自然人客户

开展衍生品交易服务。而在通知发布之前，私募机构对场外期权份额进行拆分，出售给风险认知能力和风险承担能力不足的投资者。通知发布之后，场外期权业务受到一定抑制。同年10月，场外期权业务月度新增笔数为1923笔，环比下降25%。但并没有产生持续性的影响，到同年11月，场外期权业务月度新增笔数就达到2914笔，环比上升52%。

2018年4月11日，针对场外期权业务领域的种种乱象，证监会和证券业协会进行窗口指导，暂停证券公司与私募基金开展场外期权业务，证券公司不得新增业务规模，存量业务到期自动终止。同年4月16日，监管方面要求期货子公司暂停与私募基金开展场外期权业务。

2018年5月11日，证监会向证券公司下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》（以下简称《通知》），重新恢复场外期权业务，并进一步规范市场。主要从对交易目的规范，对参与主体的限制和对场外期权业务参与方的分层管理等三方面进行。《通知》要求证券公司严格以服务实体经济为目标，以客户风险管理需求为导向，合规、审慎开展场外期权业务。严禁与客户开展单纯以高杠杆为目的，不存在真实风险管理需求的场外期权业务。该功能限制场外期权杠杆的使用，将期权功能专注于套期保值或风险对冲领域。《通知》要求证券公司审慎选择场外业务交易对手方。对于法人参与的，最近1年末净资产不低于5000万元、金融资产不低于2000万元，且有3年以上证券、基金、期货、现货金、外汇等相关投资经验；对于以产品形式参与的，规模不低于5000万元，如果单一投资者在产品中权益超过20%，则需要具备专业投资者的标准，且最近一年末金融资产不低于2000万元人民币，且具有3年以上证券、基金、期货、现货金、外汇等相关投资经验；对于资产管理机构代表产品参与的，最近一年末管理的金融规模不低于5亿元，且具备2年以上金融产品管理经验。对比《证券期货投资者适当性管理办法》中对于专业机构投资者的要求，相对应的条款是，最近1年末净资产不低于2000万元和最近1年末金融资产不低于1000万元，即《通知》的发布一方面实际提高了私募基金和个人投资者的参与门槛，优化场外市场投资主体结构，另一方面，自2018年4月2日起，中基协对涵盖场外期权的期货资管产品暂停备案，但通知的发布实际再次放开期货资管产品对于场外期权的参与。《通知》根据证券公司的资本实力、分类结果、全面风险管理水平、专业人员及技术系统情况，将证券公司划分为一级交易商和二级交易商。最近一年分类评级在A类AA级以上可被评为一级交易商，最近一年评级在A类A级以上则可被评为二级交易商。一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易。二级交易商只能通过和一级交易商进行衍生品交易从而进行个股风险对冲，不得自行或与非一级交易商开展场内个股对冲交易。

2018年8月11日，证券业协会公布场外期权业务交易商名单以及证券公司场外期权业务挂钩个股标的的公告。7家AA级券商，包括广发、国君、华泰、中金、招商、中信、中信建投获得场外期权业务一级交易商资格。5家AA级券商和4家A级券商，包括海通证券、申万宏源、银河证券、平安证券、东方证券、财通证券、东吴证券、国信证券、浙商证券均只获得二级交易商业务资格，需要和一级交易商进行对冲交易。从分类结果来看，证券公司的风险管理水平、专业人员水平以及交易系统的完善程度也对交易商分级产生了重要影响。

4.3.2 场外期权发展格局

券商和期货资管均具有场外期权牌照，一般作为场外期权的卖方。

场外权益类衍生品业务依托券商的资产定价能力和风控水平，市场集中度CR5超过80%。场外衍生品的利润来自期权费和对冲成本之差，券商通过做市而非趋势判断获取利润，这对于券商的衍生品定价能力有较



高要求。中金、中信等系统建设健全，风控水平高，专业人才集聚的券商在发展衍生品业务上具备规模优势。2018年6月，本月场外期权业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金为432.59亿元，占本月场外期权业务新增总量的86.20%。

一级交易商具备场外期权的定价权和场外期权标的的筛选权，场外期权业务集中度或将进一步提高。拥有一级交易商席位的券商不仅拥有成本优势，可以直接对冲，不需要与其他证券公司进行结算，间接获得场外期权的定价权；另外还负责筛选和维护场外期权个股标的，获得场外期权标的的筛选权，间接成为场外期权规则的制定者和维护者，进一步巩固和加强一级交易商在场外期权市场的竞争能力。2018年5月，以场外期权月度新增名义本金统计，CR5为76.05%，相比4月下降9.55个百分点，归因于监管部门暂停证券公司、期货资管与私募机构开展场外期权业务。2016年6月，CR5为86.20%，回升到原本水平。

图表32：2018年证券公司场外期权月度新增交易名义本金排名

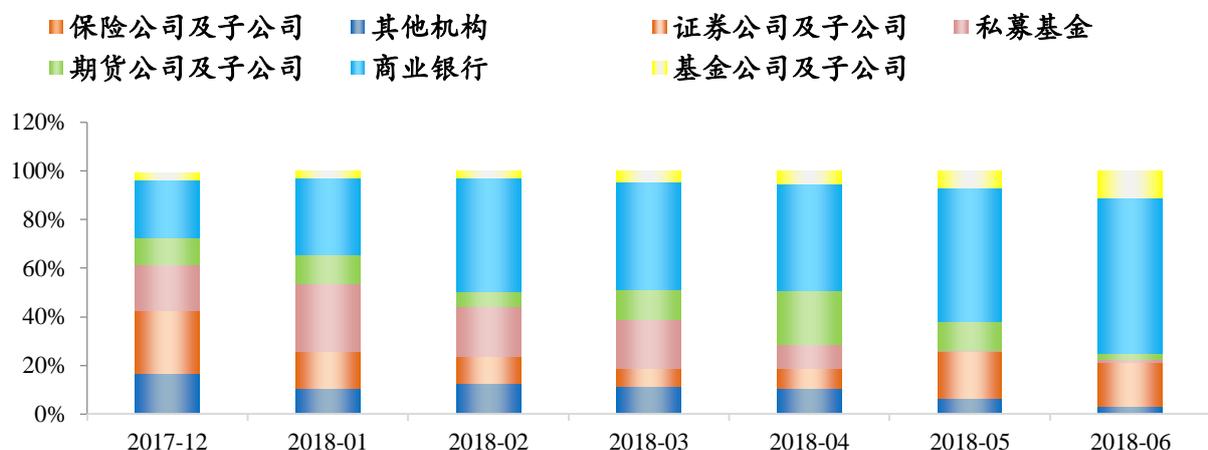
月份	6月			5月			4月		
排名	证券公司	名义本金 (亿元)	占比	证券公司	名义本金 (亿元)	占比	证券公司	名义本金 (亿元)	占比
1	中泰证券	181.2	36.11%	中泰证券	168.59	28.57%	中泰证券	198.13	37.56%
2	中信证券	110.96	22.11%	中信证券	83.13	14.09%	中信证券	142.49	27.01%
3	申万宏源	67.93	13.54%	申万宏源	76.56	12.97%	中信建投	80.64	15.29%
4	中金公司	49.97	9.96%	中信建设	61.04	10.34%	海通证券	18.52	3.51%
5	广发证券	22.53	4.49%	中金公司	59.44	10.07%	银河证券	11.81	2.24%
合计	/	432.59	86.20%		448.76	76.05%	/	451.59	85.60%

资料来源：证券业协会，恒大研究院

截至2018年6月，场外期权业务的交易对手主要是商业银行、证券公司及子公司、期货公司及子公司，合计占比达到84.46%，私募基金市占率的下降归因于监管当局直接叫停券商和期货子公司与私募基金的场外期权业务。

商业银行新增场外期权业务名义本金市占率不断攀升，目前市占率超过60%。2017年12月，商业银行的市占率为23.94%；2018年6月，商业银行市占率为63.78%，上涨166.42%。

图表33：场外衍生品每月新增笔数



资料来源：Wind，恒大研究院

另外私募基金场外期权业务被叫停的原因主要有以下两个方面，第一，部分私募机构为获得更高收益，实际扮演场外期权卖方的角色。券商或期货子公司将场外期权的卖方权益打包为资管产品，私募机构投资该资管产品，就可以越过牌照限制成为资管机构的卖方，获得更高的收益。第二，部分私募机构通过互联网平台，将个人投资者合并到一个账户，作为场外期权的买方，与券商或期货子公司交易。个人投资者的准入门槛极低，个别平台甚至达到 500 元即可参与。个人投资者的风险承受能力与场外期权市场并不匹配，且监管上的空白导致市场风险难以被准确估计。

5 券商对冲 A 股市场风险的操作模拟

5.1 对冲风险的理论指导

5.1.1 希腊字母介绍

希腊字母是从 B-S 公式中衍生出来的风险管理指标，衡量期权价格的不同影响因素。影响期权价格的因素主要有执行价格、标的资产价格、到期剩余时间、利率、波动率等。对于发行股利的股票，股利也是影响期权价格的关键因素。

执行价格和标的资产的价格变化对期权的影响较为直观。对于看涨期权，执行价格越低，期权具有的内涵价值越大，期权价格越高。对于看跌期权，执行价格越高，期权的内涵价值越大，期权价格越高。看涨期权的价格随着标的资产价格的上涨而上涨，随着标的资产价格的下跌而下跌，看跌期权则与之相反。

Delta 是金融衍生品价格关于标的资产价格的一阶偏导数，即当期初资产的价格变化 1 个单位时，期权的价格会变化多少个单位。Delta 并不是固定不变的，会随着标的资产的价格与时间的变动而变动。

Gamma 衡量 Delta 对资产价格变化敏感度的一个参数，在数学公式上是 Delta 关于资产价格的一阶偏导数。当 Gamma 值较大时，Delta 对标的资产价格的变动非常敏感，需要对 Delta 进行适时调整。

Theta 是金融衍生品价格对剩余到期时间的一阶偏导数，随着到期日越来越近，时间 T 越来越小，期权的时间价值也越来越小。同时，剩余期限的长短对美式期权和欧式期权的影响不同。美式期权可以在到期日之前任何时间行权，因此剩余时间长的期权包含剩余时间较短的期权的所有执行机会。剩余时间越长，美式期权的价格越高。欧式期权只能在到期日行权，剩余时间长的期权并不包含剩余时间较短的期权的执行机会，因此虽然欧式期权对剩余时间偏导数不等于 0，欧式期权价格不会单纯随着到期时间变长而增加，原因是其剩余到期时间对欧式期权价格影响较为复杂，Theta 值可以大于 0，也可以小于 0。

Vega 是金融衍生品价格对标的资产价格波动率的一阶偏导数。标的资产价格的波动率增加，标的资产价格的变动的可能性增大，无论对于看涨期权还是看跌期权，欧式期权还是美式期权，其期权价格都会随着标的资产价格波动率的增加而增加。

Rho 是金融衍生品价格对连续无风险利率的一阶偏导数。无风险利率对期权价值的影响 (Rho) 对于看涨期权或看跌期权是不同的。对于看涨期权来说，无风险利率越大，期权价格越高，而对于看跌期权来说，期权价格会随着无风险利率的增加而下跌。

对于发放股利的标的股票来说，发放股利后，股价会相应下调，从而导致股票看涨期权的价格下跌，股票看跌期权的价格上涨。股票指数

是由股票合成而来，因此股利对于股指期权的影响和股票期权的影响一致。

图表34：希腊字母风险

希腊字母	对应字母	数学含义	代表风险
Delta	Δ	期权价格对标的资产价格的一阶偏导数	标的资产价格变化风险
Gamma	Γ	期权价格对标的资产价格的二阶偏导数	Delta 随资产价格变化风险
Theta	θ	期权价格对期权剩余到期时间的一阶偏导数	剩余到期时间变化风险
Vega	v	期权价格对标的资产价格波动率（资产收益率标准差）的一阶偏导数	标的资产收益率标准差变化风险
Rho	ρ	期权价格对连续无风险利率的一阶偏导数	无风险利率变化风险

资料来源：恒大研究院

5.1.2 BS 公式和中性对冲策略

Delta 中性策略是构造一个不受到标的资产价格小幅变动影响的资产组合，即在短时间内通过做多或做空某些资产，使组合的 Delta 为 0。

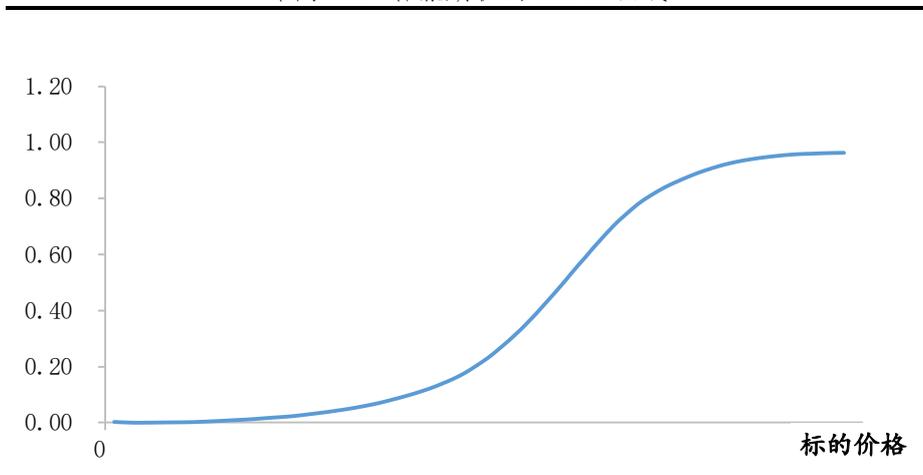
假设我们目前持有资产组合 A，其 Delta 值为 X，我们需要对组合 A 进行风险对冲，达到使新组合呈现风险中性的目的。若我们可以利用的工具只有期权 B，其 Delta 值为 Y，则需要通过 $-X/Y$ 单位的期权来对冲 Delta 风险，反映在实际操作中，即做空 X/Y 单位的期权，反之亦然。

由于 Delta 会受到诸如 Gamma 等各种因素的影响，其中性状态只能维持相当短暂的时间，券商需要对其进行持续的操作调整，即再均衡。

Delta 值随标的资产价格的变化不断变化，实值期权、平价期权与虚值期权的 Delta 值变化不同。随着标的资产的变动，期权的 delta 值也不断变动。除去标的资产价格，波动率、时间都会影响 Delta 的变化。根据标的资产价格与执行价格的关系，期权可以分为实值期权、平价期权与虚值期权。以欧式看涨期权为例，当执行价格低于标的资产的价格、执行价格等于标的资产价格、执行价格大于标的资产的价格的时候，期权分别处于实值、平价、虚值状态，越接近到期时间，实值期权和平价期权 Delta 值会逐渐增加，虚值期权的 Delta 值则会逐渐减少。

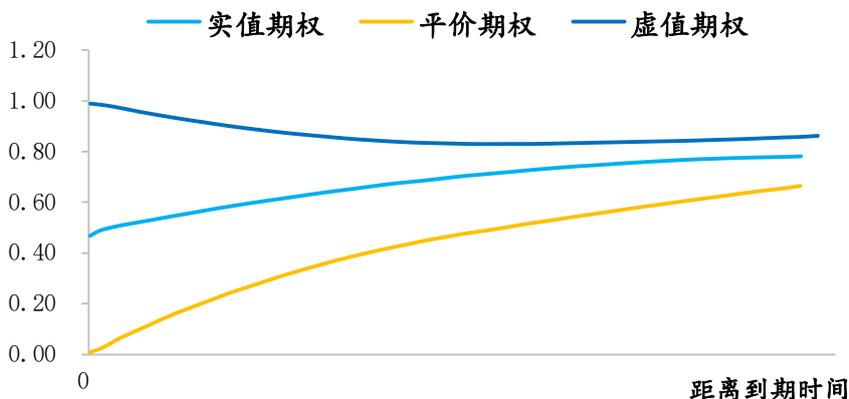
期权的实际杠杆比率 (Effective Gearing) = 股票价格 * 期权 Delta / 期权价格。

图表35：看涨期权的 Delta 曲线



资料来源：Wind，恒大研究院

图表36：实值、平值、虚值期权的 Delta 曲线



资料来源：Wind，恒大研究院

经典的期权定价模型 Black-Scholes 模型中，在不考虑股息的情况下，欧式期权定价公式如图表 39 所示。

图表37：欧式期权定价公式

公式（字母）	公式（字母）含义
$C = S_0N(d_1) - Ke^{-r(T-t)}N(d_2)$ where $\begin{cases} d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}} \\ d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-t} \end{cases}$	欧式看涨期权价格公式
$P = Ke^{-r(T-t)}N(-d_2) - S_0N(-d_1)$	欧式看跌期权价格公式
$N(x) \sim N(0, 1)$	以 x 为随机变量的标准正态累积分布函数
S_0	t=0 时的股票价格
K	合约执行价格
r	连续无风险利率
$T-t$	合约期限

资料来源：恒大研究院

其中， S_0 代表 t=0 时的股票价格，K 代表合约到期执行价格，r 代表连续复利无风险利率，T-t 代表期权合约期限，N(x) 代表标准正态分布累积分布函数。

Albanese 和 Polieti (2001) 在 B-S 模型基础上得出以看涨期权为操作工具的 Delta 中性对冲组合损益变化的一般性公式：

$$d\Pi = dC - \Delta dS_{real}$$

其中 $\Delta = \frac{\partial C}{\partial S}$

根据伊藤引理

$$dC = \frac{\partial C}{\partial t} dt + \frac{\partial C}{\partial S} dS + \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} dS^2$$

可得

$$d\Pi = \frac{\partial C}{\partial t} dt + \frac{\partial^2 C}{\partial S_{real}^2} dS_{real}^2$$

根据 B-S 公式

$$\frac{\partial C}{\partial t} dt + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} dS^2 = 0$$

得出

$$d\Pi = \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} dS_{real}^2 - \frac{1}{2} \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} dS_{implicit}^2$$

其中

$$dS_{real}^2 = S^2 (\sigma_{real})^2 dt$$

$$dS_{implicit}^2 = S^2 (\sigma_{implicit})^2 dt$$

最终可得

$$d\Pi = \frac{\partial C}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 C}{\partial S^2} S^2 [\sigma_{real}^2 - \sigma_{implicit}^2] dt$$

其中 σ_{real} 、 $\sigma_{implicit}$ 分别代表对冲时的真实波动率及期权隐含波动率。

由此可见 Delta 动态对冲的损益主要受现货价格、对冲的波动率与买卖期权的隐含波动率差值、Gamma 以及 Rho 的影响。

逐一分析各种渠道对于券商构建 delta 中性策略的影响。Rho 代表期权价值对利率变化的敏感性，在确定续存期后以固定的方式衰减。现货价格由市场交易决定，基本不受券商交易的影响。买卖期权时的隐含波动率在交易伊始确定，因此券商的操作空间在于对冲时波动率的选择以及 gamma 风险对冲。

Stoikov (2009) 指出对于非完全竞争市场，特别是波动率不稳定且存在大量隔空跳开的市场时，需要同时进行 delta、gamma 和 vega 的对冲，而对于完全竞争性市场，标的资产流动性大时，delta 对冲可以对冲掉组合风险。

券商在场外市场向客户卖出期权后通常采用 Delta 中性策略进行风险管理。

5.2 风险对冲方法示例

目前，国内上市的可用于对冲的工具主要有四种，包括沪深 300 股指期货 (IF)、上证 50 股指期货 (IH)、中证 500 股指期货 (IC) 和上证 50ETF 期权，对冲风险的工具和方式较少。

下面我们以中国平安看涨期权“中国平安购”为例，介绍证券公司如何利用不同对冲工具对冲客户买入中国平安看涨期权，进行 Delta 风险对冲的同时有效开展期权做市交易业务。

假设在 2018 年 8 月 3 日，A 机构投资者向 B 场外期权做市商买入名义本金为 5782 万（1000 张，1000 份期权/张，每份期权允许持有人到期按行权价格购入 1 股中国平安）的挂钩中国平安 A 股股票价格的欧式股票看涨期权，购买时中国平安股价为 57.82 元（中国平安购 8 月 57.82），期权期限是 1 个月，期权行权价是 57.82 元，Shibor-1M 为 2.88%，在不

考虑股息影响的情况下，中国平安历史波动率为 29.57%，根据 B-S 模型计算，期权理论价格是 2.0902 元。

为了提高安全保障，B 做市商将隐含波动率提高至 45% 进行定价，以形成利润和安全垫，赚取额外收益。此时期权理论价格为 3.1408 元，期权费为名义本金的 5.432%，即 314.08 万元。

图表38：做市商 B 持有看涨期权空头头寸情况下期权各项数据及头寸敏感性

期权价格、盈亏数据（元/份期权）				做市商头寸 盈亏平衡点 （元/股）
B-S 模型下期权理论价格	做市商实际出售期权价格	做市商最大损失	做市商最大收益	
2.0902	3.1408	∞	3.1408	60.9606
做市商持有的中国平安购 9 月 57.82 期权空头头寸敏感性				
Delta	Gamma	Vega	Theta	Rho
-0.5341	-0.0516	-0.0680	0.0500	-0.0243

资料来源：Wind，恒大研究院

在这样的假设背景下，做市场 B 还采取以下措施减少 Delta 风险：

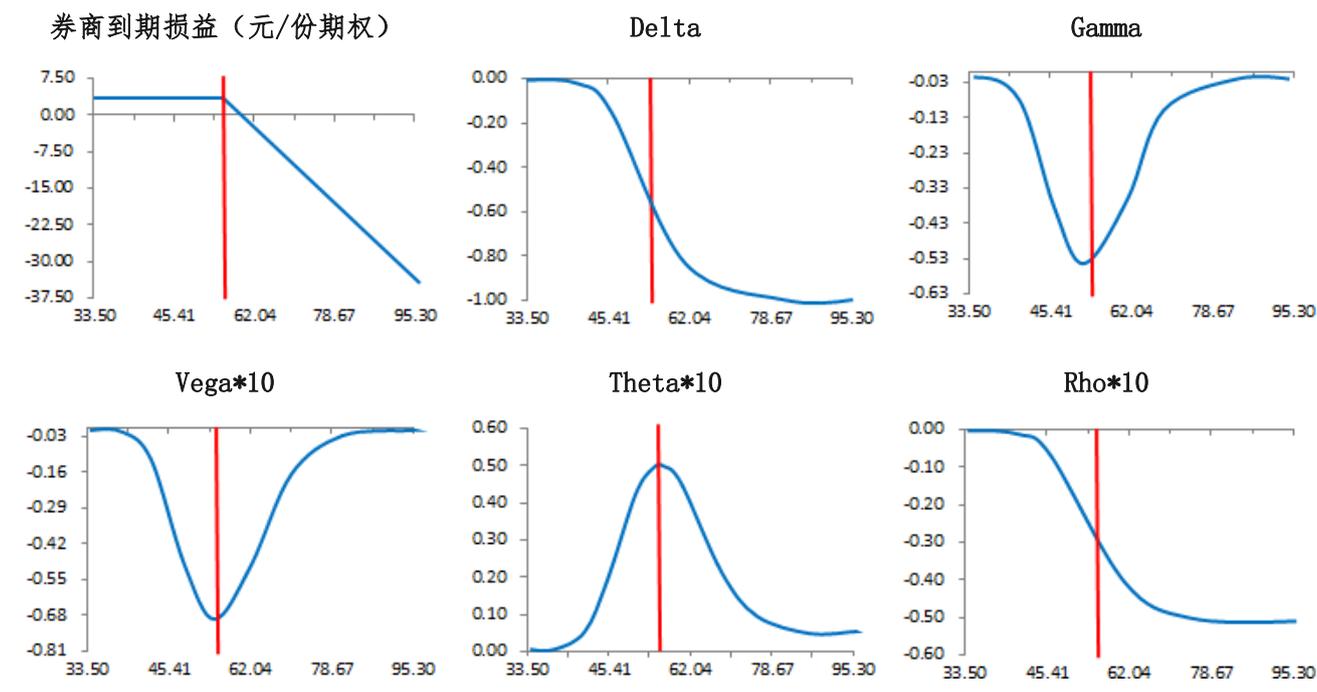
（1）通过做市交易买入中国平安看涨期权完全对冲风险

B 做市商可以同时做市买入名义本金为 5782 万的中国平安的欧式股票看涨期权，在保持其余条件均相同的情况下，只将隐含波动率改为 40%，此时期权的理论价格为 2.8005 元，期权费为名义本金的 4.843%，即 280.05 万元。在不考虑交易手续费等影响，B 交易商赚取 34.03 万元的买卖价差。然而，由于该笔场外期权买入交易是根据客户需求并结合 B 做市商自身情况量身定制的，因此实际上很难在期权市场找到对应的接手方。

（2）完全不进行风险对冲操作

结算日，B 做市商的最大获利为期权费 314.08 万元。当中国平安股票价格高于 60.96 时，B 交易商亏损超过期权费用。假设中国平安股票价格上涨 7%、10%、20%，则 B 交易商分别面临 90.66 万元、264.12 万元、842.32 万元的亏损。

图表39：做市商 B 持有中国平安购 9 月 57.82 空头头寸到期损益及敏感性变化



资料来源：Wind、恒大研究院

注释：由于 Vega、Theta、Rho 值相对较小，我们采取放大十倍的对应值以便观察

(3) B 做市商采取抵补期权头寸的方式进行 Delta 风险对冲

抵补期权头寸（又称抛补期权头寸）风险对冲一般指的是采用标的资产现货或期货对期权所进行的风险对冲。在本案例中，期权 Delta 值为 0.5341，故 B 做市商可以在做空中国平安购 9 月 57.82 看涨期权的同时购买 53.41 万股中国平安股票进行风险对冲。

图表40：采用抵补期权头寸风险对冲时 B 做市商资产持仓及风险暴露情况

所做操作	产生资产(万元)	资产敏感系数				
		Delta	Gamma	Vega	Theta	Rho
卖出中国平安购 9 月 57.82	-314.08	-53.41	-5.16	-6.80	5.00	-2.43
买入 53.41 万股中国平安股票现货	2891.00	53.41	0.00	0.00	0.00	0.00
组合净资产	2576.92	0	-5.16	-6.80	5.00	-2.43

资料来源：Wind、恒大研究院

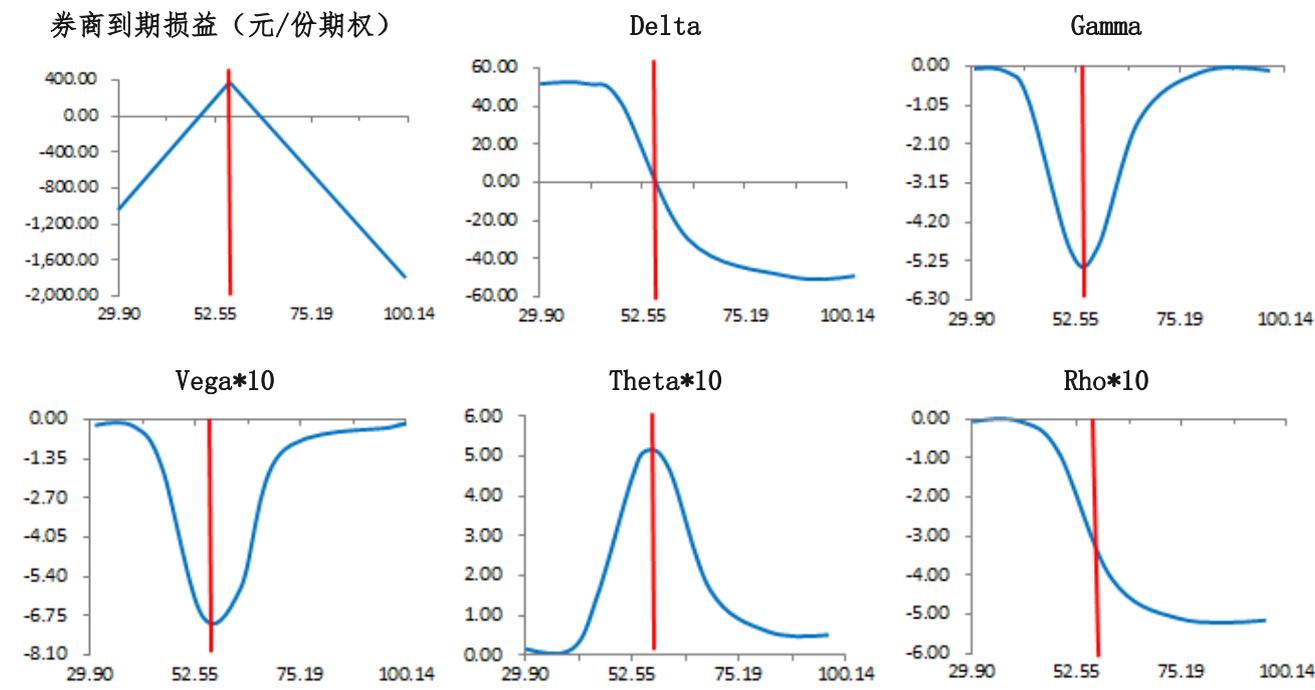
注释：资产价格为负代表或有负债或负债

由于在本案例中，我们采用静态风险对冲策略，忽略了其他因素对 Delta 的影响，因此，当中国平安股票价格变化不大时，Delta 不会发生很大的变化，才能相对较好地实现对冲 Delta 风险的目的。在期初进行风险对冲时，53.41 万股中国平安股票现货的 Delta 值为 53.41 万，中国平安购 9 月 57.82 期权空头的 Delta 值为 53.41 万，组合 Delta 值是 0。

到期日时，当中国平安的股票价格变化幅度在 -10.86% 和 +10.86% 之间，即股票价格在 51.5384 元每股到 64.1016 元每股之间时，B 交易商均

能获利,其最大收益为 314.08 万元。当股票价格变化幅度超过该范围时, B 交易商会面临亏损,从理论上讲,该组合的最大亏损为无穷大。

图表41: 做市商 B 采用抵补期权对冲策略下组合到期损益及敏感性变化



资料来源: Wind、恒大研究院

注释: 由于 Vega、Theta、Rho 值相对较小, 我们采取放大十倍的对应值以便观察

假设中国平安的股票价格变化为-20%、-10%、-5%、0%、5%、10%、20%时, 计算组合的收益情况。

图表42: 做市商 B 采用抵补期权风险对冲方法下中国平安股票价格变动对资产组合收益的影响

股票价格变化	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
现货收益(万元)	-578.2	-289.1	-144.55	0	144.55	289.1	578.2
组合(万元)	-264.12	24.98	169.53	314.1	169.53	24.98	-264.12
资金损益率	-9.14%	0.86%	5.86%	10.86%	5.86%	0.86%	-9.14%

资料来源: Wind、恒大研究院

(4) 买入上证 50ETF 欧式看涨期权进行风险对冲

上证 50ETF 价格走势与中国平安股票价格走势存在一定正相关性, 这使上证 50ETF 价格对中国平安股票价格的一阶偏导数为正, 亦即上证 50ETF 的 Delta 大于 0, 可以作为中国平安股票衍生品的风险对冲工具, 因此我们可以采用上证 50ETF 作为中国平安购看涨期权的 Delta 风险对冲工具。上证 50ETF 对中国平安股票价格存在敏感性主要由以下两个原因引起: 一、中国平安是上证 50ETF 中的第一权重股, 占据 14.21% 的份额, 其价格变动会直接影响上证 50ETF 价格变动; (2) 一般地, 个股走势会因为系统性因素受股票指数走势影响, 或不直接受股票指数影响, 但与股票指数走势存在正的相关性。

本案例中, 我们直接采用 50ETF 期权作为中国平安购看涨期权的风险对冲工具。我们假设存在 50ETF 购 9 月 ETF 期权, 其剩余到期期限为 1

个月（22个交易日），期权行权价是2.6，标的物50ETF基金初始单位价格是2.487，Shibor-1M为2.88%，不考虑股息率影响的情况下，标的资产价格历史波动率为18%，在B-S模型下，其初始理论价格为0.2146元。假设50ETF期权流动性很强，其期权隐含波动率等于历史波动率，由于50ETF对中国平安股票价格的一阶偏导数（对中国平安股票价格的敏感性）不断变化，我们需要采用动态对冲的方式不断调整对冲组合，即采用逐日盯市的方法。

下图为我们采用蒙特卡洛模拟法下计算的50ETF期权价格，我们先通过过去1年所有交易日（232个交易日）的历史价格数据模拟出上证50ETF及中国平安股票在未来22个交易日的价格，再根据上证50ETF模拟价格计算在我们假设参数下即B-S假设下的期权价格，并假设平安购Delta值保持不变，则可以得出每天对冲中国平安购Delta所需的合约份数，并据此算出需要支付或获得的期权费。如，在剩余到期日为22日时，标的资产为1份50ETF的欧式看涨期权价格为0.2146元，Delta为0.0197，对冲标的资产为1份中国平安股票的中国平安购期权需要买入27.1341份合约，支出现金5.823元。

图表43：做市商B用上证50期权对中国平安期权风险对冲情况下各资产头寸及敏感系数

剩余到期日(天)	平安购Delta	上证50ETF期权价格(元)	232工作日滚动计算的50ETF模拟Delta值	对冲需要维持合约份数(份)	日合约变动(份)	现金支出(元)
22	0.5341	0.2146	0.0197	27.1341	27.1341	5.8230
21	0.5341	0.1168	0.0197	27.0986	-0.0355	-0.0042
20	0.5341	0.1947	0.0195	27.3419	0.2433	0.0474
19	0.5341	0.3845	0.0196	27.2925	-0.0493	-0.0190
18	0.5341	0.4765	0.0198	26.9762	-0.3163	-0.1507
17	0.5341	0.2151	0.0200	26.7640	-0.2122	-0.0456
16	0.5341	0.2882	0.0201	26.5641	-0.1999	-0.0576
15	0.5341	0.5016	0.0202	26.4400	-0.1241	-0.0623
14	0.5341	0.2098	0.0204	26.1855	-0.2545	-0.0534
13	0.5341	0.4447	0.0206	25.8739	-0.3116	-0.1385
12	0.5341	0.2830	0.0208	25.6171	-0.2569	-0.0727
11	0.5341	0.3242	0.0211	25.3136	-0.3035	-0.0984
10	0.5341	0.5306	0.0213	25.1096	-0.2040	-0.1082
9	0.5341	0.3094	0.0215	24.8985	-0.2112	-0.0653
8	0.5341	0.0789	0.0217	24.5703	-0.3282	-0.0259
7	0.5341	0.1974	0.0219	24.4070	-0.1632	-0.0322
6	0.5341	0.0623	0.0222	24.0653	-0.3417	-0.0213
5	0.5341	0.2071	0.0225	23.7779	-0.2874	-0.0595
4	0.5341	0.0509	0.0228	23.4335	-0.3444	-0.0175
3	0.5341	0.2335	0.0230	23.2566	-0.1769	-0.0413
2	0.5341	0.4192	0.0228	23.4487	0.1921	0.0805
1	0.5341	0.1983	0.0227	23.5003	0.0517	0.0103
动态风险对冲总支出						4.8874

资料来源：Wind，恒大研究院

在本案例中,中国平安购期权费收入为 3.1408 元/份中国平安股票,少于 4.8874 元的总支出,由于 50ETF 期权费相对 50ETF 本身净值较贵,在本次动态对冲中,证券公司将蒙受亏损。

6 股权市场的金融衍生品发展展望

6.1 发展股权衍生品市场的重要性

对于股权市场,衍生品市场协助股权市场价格发现,起到“减震器”的作用。一个完整意义上的股票市场,包括股票发行市场、股票交易市场 and 股票期货等股票风险管理市场。股权衍生品市场的交易帮助股票合理定价,活跃的衍生品市场一定程度上起到减震器的作用,当股票市场产生波动时,金融衍生品交易将风险重新分配转移。

对于国家,维护金融安全,服务国家战略。自 20 世纪 70 年以来,金融衍生品从无到有,成为国际金融交易中不可或缺的一份子。20 年前量子基金狙击香港,10 年前金融危机,对区域经济乃至全球经济产生巨大的影响,也让世界看到一系列金融衍生品或颠山倒海、或力挽狂澜的巨大威力。从全球经验来看,衍生品市场的发展直接影响国家的全球资本配置能力,衍生品市场的发展也是国家金融安全中重要的一环。利用股权市场及其衍生品的资金融通能力可以扶持贫困地区的企业,促进产业扶贫,也可以助推“一带一路”沿线企业,提供金融支持。

宏观层面上,中国推进人民币国际化,避险需求上升。人民币国际化进程导致市场波动性增加。人民币国际化要实现在境内和境外自由兑换成外币,在国际贸易合同中可以以人民币为计价单位,在国际贸易结算时可以采用人民币作为支付货币,可以作为国际投资和融资的货币,可以作为国际储备货币的目标,最终在国际货币体系中拥有与美元及欧元并驾齐驱的地位,就必须更多地走出去。海外人民币的增加,外国企业对人民币的使用越多,人民币国际化进程就走的越远,但也会增加了汇率市场的波动性。因此,更加多元化的衍生品体系对于发展宏观经济和人民币国际化就显得越来越重要。

6.2 股权衍生品市场的发展展望

监管层面,保护投资者利益、注重防控系统风险。借鉴国际经验,建议监管部门首先注重监管衍生品和市场本身,维护市场的有序运行,把握市场运行全貌,对系统性风险进行有效评估,从而促进市场功能的发挥,提高市场的整体效率。其次,注重保护投资者的合法权益,在监管内容上重点关注参与主体的市场准入政策和资金充足率要求。

投资者结构层面,优化投资者结构,引导衍生品发挥基础市场功能。在股票市场上,优化投资者结构,提高机构投资者占比,引导中小投资者选择基金等其他的投资渠道,以获取类似投资于大盘股票同等的收益。在股权衍生品市场上,防止不具备相应风险识别或风险承担能力的个人参与衍生品交易,鼓励风险承担能力对等的机构进行交易,从而防止衍生品领域出现不正当投机,引导其发挥基础市场功能。

场内股权衍生品层面,逐步放开对于股指期货的合约限制。2017 年,中金所二次松绑股指期货交易,将非套保保证金和手续费分别降至 15% (IC 降低至 30%), 0.069%, 单日开仓限制提升至 20 手,股指期货交易量缓慢回升。2018 上半年沪深 300 期货合约的日均交易量为 2.20 万手,相对 2017 全年的日均交易量 1.74 万手上升 26.44%。为增加期货市场交易的活跃性,预计中金所会主要从当日开仓限制手数出发,进一步放松股指期货的合约限制。

场外股权衍生品层面，场外期权市场短期进入整理期，长期向好。从 2017 年直接一刀切叫停融资性收益互换到 2018 年公布场外期权分级交易商名单，引导场外期权业务健康发展，可以看出监管部门对于场外股权衍生品发展的态度转变。短期内，场外期权衍生品业务因交易商资格的限制和合格标的名单的限制，规模有所调整，集中度进一步提高。但是长期来看，交易商分级限制和标的名单限制促使场外衍生品市场更为规范的发展，标的名单的季度调整也为场外期权的创新留下了发挥的空间。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com