

我国期权发展路径选择:

韩式“炸鸡啤酒”还是台式“可乐葡萄”?

姜海燕

对于中国期权市场发展来,2014年是步入实质性发展的元年。随着期权仿真交易逐步推进,期权离我们越来越近。作为资本市场的重要组成部分,发展期权是完善资本市场功能和体系的需要,不仅在发达市场,而且在发展中国家,期权以其自身的特性和功能赢得了市场广大投资者的青睐,对新兴市场的迅速兴起、培养金融市场、维护金融安全起到积极的作用。这一点在与我们有相似情况的韩国和我国台湾地区市场中已得到证实。韩国和我国台湾地区都属于亚洲新兴市场,期权市场的发展取得了显著成就。目前,采用何种方式开展期权交易是我们面临的一个重要课题。韩国式的“炸鸡啤酒”还是台湾式的“可乐葡萄(CALL-PUT)”,哪种更适合中国期权市场呢?

韩国台湾制度之别

1997年韩国推出股指期货,并得到爆发式增长,2011年股指期货合约总交易量达到36.717亿手,比芝加哥交易集团CME Group所有加总交易手数还多。因2012年合约乘数的提高,韩国股指期货2013年交易量比2012年减少63.2%,为5.805亿手,但仍排名世界第二位。

我国台湾期货交易于2001年12月推出台指选择权后,成交量从2001年的5137手增至2013年的1.09亿手。为满足投资者短期交易及避险需求,台湾期货交易于2012年11月在台指选择权上加挂一周到期的合约,使台指选择权同时具有短、中、长期等不同存续期间到期的合约,交易所产品更加多元化。2013年1月至11月台指选择权一周到期的合约持续蝉联全球该类合约日均量第一,为全球最活跃的短期股价指数选择权合约。

无论韩国的“炸鸡啤酒”还是台湾的“可乐葡萄”,都是立足于本土市场,在制度上各有特色。

以做市商制度为例,韩国因标的指数价格波动率较大且流动性较好,在推出KOSPI200期权时并没有引入做市商制度。外资参与期权市场的比重约为50%左右,而高频交易约占85%,这类高频交易通过提供买卖订单提供了流动性,事实上充当了做市商的作用。而与韩国相反,2001年我国台湾推出期权时,交易系统采用委托单驱动制度,并没有提供交易人询价或双向报价功能,期货公司也没有从事做市商业务的人才和经验。面对期权市场流动性不足的迫切问题,台湾期货交易引入做市商制度,致力于培养期货自营操盘人才,发挥做市商的特色功能。至今,做市商制度已成



为新产品上市增加流动性的最佳良方。

再比如保证金制度。目前,60%的交易所使用芝加哥商业交易所(CME)推出的组合风险保证金系统(SPAN)保证金系统。我国台湾也采用了此系统,它以风险值(VaR)的观念为基础,根据市场情况、持仓情况及持仓头寸之间的相互影响,综合考量跨月价差头寸风险、交割头寸风险、商品间的价差抵消等因素,及时确定投资者所需的保证金。而韩国则在承袭SPAN和TIMS保证金系统框架的基础上,独自开发了COMS保证金系统,设定保证金由订单保证金、净风险保证金和最终结算净损失三大部分组成。COMS系统不仅允许多空头寸之间相互对冲,把期货交易和期权交易的收益或损失进行汇总,而且在有关联性的不同商品之间进行风险抵消,在系统的设计上更加细致,更加符合新兴市场。

韩国交易所的期权交易从开始研究到最终上市历经10年,更何况中国衍生品市场是在“转轨”过程中曲折发展而来,因而期权市场从仿

真到上市、再到成熟阶段的难度不可低估。

制度建设的平衡与统一

我国的衍生品市场尚处于幼年阶段,期权市场的发展应牢牢立足于期权制度体系建设、期权市场需求开发和期权技术系统设计等三个方面。回顾韩国和我国台湾地区的期权市场发展经验,再考量我国期权发展路径,笔者建议我国期权市场应做到两个“统一”和两个“平衡”。

一是要坚持国际惯例与国内市场的统一。对国内市场的准确把握,是股指期货推行成果的基础。金融市场具体环境的不同决定了各国间各具特色的股指期货产品。韩国和我国台湾地区的期权合约设计,就是根据本土金融市场的特性和投资者的需求而作,期权上市后受到市场欢迎。我国在进行期权制度建设的初期,需要对国外研究结果和国内市场进行充分论证,设计出各项规则,根据本土市场的特点行成条款。

二是要坚持监管理念和投资需求的统一。期权与期货市场在诸如期权保证金制度、限仓制度、大户报告制度、涨跌停板制度等方面存在监管差异,这些差异性对期权市场监管体系的构建尤为重要,也是考量监管理念与市场需求是否统一的关键所在。例如台湾在发展期权市场初期,机构投资者对期权产品不了解甚至没有需求。当台湾政府对机构投资者开发需求,市场从散户市场转向机构投资者后,退休基金等存在固定收益需求的机构投资者随市场的成熟而增加,对期权的避险需求也增加。

三是要注重期货与期权市场关系的平衡。在成熟的期货市场上,期货和期权是一个有机体。期权的上市意味着期货市场体系从布局上得以延伸和健全。交易所不仅要着眼于期权交易量的大小,更要关注期权上市后期货市场运行质量的提高。韩国和我国台湾地区的期权交易都有力促进了本土期货市场平稳发展。我们需要充分考虑期权与期货市场的组合效应,只有全面了解期权市场自身风险和期货期权综合

2001年12月我国台湾地区推出台指选择权,成交量从2001年的5137手增至2013年的1.09亿手。2012年11月加挂一周到期的合约,同时具短、中、长期等不同存续期间到期的合约,交易所产品更加多元化。2013年1月至11月台指选择权一周到期的合约持续蝉联全球该类合约日均量第一。

张长春/制图

日本央行将维持阶段宽松政策不变

吴天瑶

我们预计,日本央行一段时间内仍将维持当前实际利率负值的货币政策不变。

自上次货币政策会议之后,日本宏观经济并没有出现通胀前景发生实质性变化的数据或者事件。虽然近期股市和汇市出现一些波动和不确定,但并不会引发日本央行进一步行动,央行还会继续观察消费税提升的影响以及通胀数据的变化。

消费税上调影响消极符合市场预期

日本央行是否进一步宽松和什么时候宽松是依赖于日本央行对于经济增长数据和通胀数据的把握。我们认为消费税上调的消极影响与市场预期相符,剔除消费税上调影响的通胀率并没有显著变化。

日本一季度GDP(国内生产总值)超预期,但消费提前释放导致二季度经济存在隐忧日本一季度GDP为5.9%,高于预期的4.2%,同时也大幅高于去年四季度的0.7%,日本经济增速创两年半以来新高。从对GDP的贡献来看,私人消费贡献较去年四季度大幅提升,今年一季度日本GDP的5.9个百分点中有5.1个百分点来自私人消费的贡献。

一季度私人消费爆发的直接原因是消费税的上调,在消费需求被集中提前释放后,第二季度经济数据可能不如人意。4月和5月初的零售销售已经表明个人消费出现放缓,尤其在汽车、冰箱以及电视等耐用品方面。日本持续扩张了一年多的采购经理人指数(PMI)已经调头向下进入收缩区间,脆弱的日本经济是否会因消费税上调而像1997年那次一样陷入通胀衰退值得担忧。

去年以来,日本通胀持续攀升,而基本工资上调也意味着居民长期收入预期上升,从而会支持未来CPI的继续上行。通胀和居民收入的上升会刺激居民消费和企业投资,推动经济走向更持续的复苏。

第一季度私人消费因消费税的征收而提前疯狂释放后,第二季度数据可能不如人意。4月和5月初的零售销售已经表明个人消费出现放缓,尤其在汽车、冰箱以及电视等耐用品方面。观察日本的制造业PMI,自2012年底以来,日本经济持续复苏至今,PMI连续一年多处于扩张区间,这主要得益于外需企稳,以及内需被安倍新政刺激起来。但日本最令人担忧的是政府财政问题,目前日本政府负债率已经高达230%以上,几乎成了世界上负债率最高的政府,为了整顿财政,减轻政府债务负担,日本政府不得不上调消费税。但是,消费税上调是一把双刃剑,消费税的上调确实有利于巩固政府财政,获得更多财政收入,缓解政府财政负担,但消费税的上调将给私人部门带来沉重负担,居民部门可能因此而缩减消费,企业部门可能因此而缩减投资,给经济带来下行压力和通缩风险。

日本政府宣布于2014年4月1日起将消费税由5%上调至8%。消费税上调的影响是立竿见影的,在4月1日之前,日本私人部门突击消费,带来了上面所分析的一季度GDP的变增,但是消费需求被提前释放后,二季度需求难以维持,零售销售开始放缓,反映在PMI上,我们发现4月PMI已调头大幅向下,跌落至49.4的收缩区间。

消费税的上调在日本历史上并非首次,事实上,1997年日本政府也曾试图上调消费税,结果是日本经济随后陷入了长期的通缩衰退。本次安倍政府上调消费税又使得经济的复苏势头戛然而止,我们不由担心日本经济是否要重蹈1997年的覆辙。当然,安倍政府也并未对经济受消费税的冲击而无动于衷,为减轻个人消费减速的影响,安倍政府要求快速执行今年春季的财政开支项目,意图通过增加政府支出抵消私人消费潜在下降的可能性。

持续宽松使利率维持低水平

持续的宽松政策将使利率维持低水平。日本央行试图在提高通胀预期的同时,将名义利率维持在低位,实际利率因而处在负值并继续保持。由于日本央行控制市场供需使日本国债收益率保持低位,我们预计不会出现较大的市场波动,在2014年下半年10年期国债收益率将在0.5-0.75%之间波动。我们关注第二轮宽松的可能性以及可能包含的具体内容。预计7月份或者更晚些时候,日本将出台第二轮货币宽松的可能性至少是50%,其内容或将包含,风险资产的购买和贷款支持计划的扩张。日本国债的购买需求可能会小幅升值,但日本央行会从目前依赖购买国债投放流动性逐渐使用多样性的方式,更多地使用贷款支持等。

短期稳定依赖宽松支持 长期前景取决于结构性改革

消费税的上调,将在2014年4月初至2015年3月底的一个财年里给日本家庭带来大约6万亿日元的额外负担。消费税的上调将促使私人部门缩减消费,企业部门缩减投资,带来经济下滑风险,同时也将带来通缩效应,给日本政府所承诺的2%的通胀目标带来极大的挑战。我们预计为了缓解消费税上调对经济造成的冲击,以及维护央行的信誉,达成2%的通胀目标,日本央行将进一步推行货币宽松政策。但是,货币宽松政策治标不治本,仅能对短期内维持日本经济稳定起到一定的积极作用,日本经济的长期前景还寄望于安倍新政的第三支箭——结构性改革。(作者系民证证券研究员)

同业乱象是表现 病根在增长模式

猫捉老鼠的游戏不断升级。必须继续深化改革,推动经济转型,而不是停留在监管政策修补漏洞,才能化解投资依赖症和资产价格泡沫所带来的各种困境。

孙海琳

近日,中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局联合印发的《关于规范金融机构同业业务的通知》(下称《通知》)同时在各自官方网站公布,此即市场所称的9号文。

监管措施接踵而至

去年监管部门出台了8号文

《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》,要求规范商业银行理财产品所有非标准化债权类投资,设定理财产品余额为35%的上限且不得超过银行上年度总资产的4%,本意是约束银行理财买非标的规模,但导致了银行将超过监管比例的理财非标投资转入到表内的买入返售项和投资项下,部分商业银行将以买入返售信托受益权为代表的同业业务迅速做大。之后,

经过几番修改,五部门联合推出127号文,监管主体更为全面,基本堵死了所有利用同业业务做非标途径,侧重约束和规范表内资金对非标的投资规模。其中,第5条、第7条、第14条分别限制了信托收益权成为买入返售项下的标的资产的资格,禁止了银行显性或隐性信用担保对非标业务扩张的支撑,约束了同业融出资金和融入资金规模比例。第3条对同业存款“结算性”和“非结算性”的性质划分,埋下了非银同业存款缴纳法定准备金的伏笔。第16条涉及各种金融机构的理财或资管计划,从而文件约束力的适用范围扩大至了银行之外的其他非法人金融机构。

银监会答记者问指出发文旨在“强管理、控风险、回本质”,将同业业务纳入全面风险管理、开展同业业务实行专营部门制,促进商业银行同业业务回归流动性管理手段的本质。

与此前流传两版征求意见稿相比,规范同业业务、治理影子银行的核心精神并没有变化。最大的区别在于对同业业务界定和集中度管理方面的不同要求的差异,反映多方博弈之后监管更加务实的态度。

病根在经济增长方式 需继续推动经济转型

监管制度完善规范和金融创新监管套利是猫和老鼠的游戏。近年来利率市场化过程伴随着以信托和理财产品利率快速上升,表层因素是金融机构的刚性兑付带来的各种扭曲,背后是地产政府融资平台、房地产企业和部分具有就业稳定和地方政府重大意义的产能过剩行业的软预算约束、利率低敏感度、高融资利率成本承受能力等支撑,病根子还是在外需和国内投资“双驱动”的

经济增长模式,尤其是近年来地方主导的大规模融资建设模式进一步强化,增长对投资和债务的依赖仍在上升,高投资模式以及资源过度向房地产等领域集中,导致债务水平上升,加剧融资难、融资贵问题。

如果不能继续深化改革,推动经济转型和转变经济增长方式,利率低敏感度和软预算约束主体的融资需求继续保持旺盛高亢,那么无论监管如何堵漏洞,仍将会刺激各种金融创新监管规避和监管套利行为,猫和老鼠的游戏不断升级。必须继续深化改革,推动经济转型,而不是停留在监管政策修补补漏洞,才能化解投资依赖症和资产价格泡沫所带来的各种困境。同时,我们的长周期与大战略的相关研究报告一直认为,产业政策是国家战略的重要抓手,只有产业政策及与之配套的金融收入分配政策才能走出泡沫困局。(作者系宏源证券研究员)