中国特色股票期权市场的探索与展望

上海证券交易所股票期权研究小组

近年来,我国资本市场发展迅速,市值规模已跃居全球第二,但产品结构单一等问题仍较为突出。股票期权是丰富资本市场产品的重要环节。在这一大背景下,上证50ETF期权应运而生。作为我国首个场内期权产品,该产品的推出标志着我国资本市场期权时代的来临,也肇始了一个即将来临的多元化投资与风险管理新时代。本文从上交所开发股票期权产品的背景、方案探索、组织实施和前瞻等四个方面,对上交所建设有中国特色期权市场过程予以回顾,并简要论述下一阶段产品规划和市场发展前景。

一、背景篇

上交所十五年孜孜以求地研究、开发金融衍生品特别是股票期权产品,主要是源于以下五个方面的考虑:

一是我国资本市场发展的迫切需要。世界上第一个标准化期权产品诞生于上世纪70年代。大量研究和实践表明,期权产品对提升现货市场定价效率、促进资本形成具有不可替代的作用。

股票期权的推出有助于吸引长期资金入市,引导价值投资理念。股票期权的推出将极大地丰富包括保本产品在内的低风险产品,可有效满足长期资金风险管理和增强收益的需要;同时,股票期权有助于提高现货市场流动性、提升市场深度,从而降低机构投资者大规模资金进出的市场冲击成本。从引导理性投资角度看,期权的保险功能和多样化的交易策略便利了投资者构建更为理性的资产组合,可减少单一的趋势投机交易,同时,通过完善二级市场定价效率,为践行价值投资提供良好的市场环境。

二是丰富投资者风险管理工具的需要。期权具备期货等其他产品无法实现的市场化风险转移功能。期权的风险转移功能与保险功能相似,没有期权的资本市场,就如同没有保险的实体经济,风险分担无从实现。在当前我国经济转型加速的情况下,上市公司经营不确定性加大,投资者尤其迫切需要更多的风险管理和风险转移工具。

三是便利投资者的需要。在上交所等证券交易所推出期权可以极大地便利投资者。股票期权的投资者多为股票市场投资者,股票期权及其标的证券在同一家交易所上市交易,对交易所、期权经营机构而言,可为投资者提供更加便利的交易服务;对投资者而言,由于很多期权交易策略均涉及标的证券的买卖或持有,更有利于满足投资者的交易和组合策略构建需求。此外,股票期权及其标的证券在同一家交易所上市交易,可以方便地实现由现券充当期权保证金的功能,提高投资者和全市场的资金利用效率。

四是风险控制和监管的需要。首先,在上交所同时交易现货证券与股票期权,可做到实时监察证券和期权的交易信息,因而能更快发现违规交易行为,实现无缝隙的期现联动监管,有效防范市场操纵和内幕交易风险。其次,从股票期权运作管理流程来看,在上交所推出股票期权,可实现高效统一的运行管理,有效防范市场运行和操作风险。例如,当出现标的证券临时停牌等重大事项时,证券交易所能对相应的期权采取及时、有效的停牌等跨市场操作措施,从而消除因信息不对称造成的不公平,避免造成投资者不必要的损失。最后,在上交所交易股票期权,可实现高效、零成本的现券交割,有利于股票期权经济功能的充分发挥,满足投资者的实际需求,并可实时监控结算履约风险。境外市场股票期权主要采取现券交割的行权交收方式。股票期权交易策略通常结合现货证券构建,采用实物交割更有利于发挥个股期权的经济功能,同时,也有利于降低通过到期日操纵现货价格获利的动机。

五是证券行业创新发展、应对国际竞争的需要。首先,股权期权可为行业创新发展提供基础工具,全面促进券商经纪、自营、资管、做市商和场外业务,推动券商和基金公司等资产管理业务转型,提升行业核心竞争力。其次,在当前我国资本市场加速开放的背景下,可为境内投资者和机构提供"练兵"场所,更好地应对市场未来开放的挑战。从上交所角度看,推出股票期权有助于完善交易所产品链,发挥交易所作为流动性中心、定价中心、风险管理中心和资产配置中心的重要功能。全球股票期权大约三分之二的交易量是在证券交易所,股票期权是证券交易所发挥综合优势的重要环节。

2013年,国际证券市场发生了一件颇让人震撼的事情:成立仅十余年的美国洲际交易所以82亿美元收购了具有200多年悠久历史和极高的行业地位的纽约证券交易所,并且82亿美元中有60亿美元是对纽交所衍生品业务的估值,只有22亿美元是基于纽交所的股票、基金以及其他传统产品业务。这彻底颠覆了大家对纽交所这种世界顶尖交易所的理解,也说明在过往十年,甚至今后很长时间,证券交易所的核心竞争力可能就在于它所提供的新型交易工具和风险管理工具。

二、探索篇

股票期权在境外市场虽然是十分成熟的金融衍生工具,但对我国资本市场而言仍然是一项无先例、无实践的重大创新。

考虑到期权产品的复杂性和中国市场现阶段特点,上交所确立了偏谨慎的产品开发思路,提出了"高标准、稳起步、严监管、控风险"十二字总的指导思想和"规则、系统、账户、资金、风控、运行"六个独立的产品设计原则,目标是在合理借鉴国际期权市场和国内期货市场经验基础上,建设符合中国市场实践和投资者需要的股票期权市场。

长久以来,我国政治、经济、文化等各个领域的建设和发展,往往都颇为强调"中国特色",只要是与国际惯例或国外经验不同的地方,都毫无例外地归咎为"中国特色",甚至在不少情况下,"中国特色"成了改革、创新遇到阻力或者出现问题时的挡箭牌,成为我国政治经济改革的阻碍力量。在期权产品设计上,如何避免将"中国特色"作为挡箭牌,避免其成为不改革、不创新的借口,也是我们一直在思考的问题。如何处理模仿和创新的关系是理解中国特色的基础。"创新是不可预言的。"波普尔这一充满哲学意味的断语,换言之,即在说创新也是不可模仿的。我国人在讨论创新时,非常容易步入两个误区而不自觉——也许自晚清西学东渐后便是如此。第一个误区是观念上的:易于盲目崇拜,把模仿当成创新。从更宽泛的角度看,存在两种形式的创新:一种如康德所言,来自我们自己不绝的才思和浩瀚的智慧;另一种则是基于对他人经验的借鉴。对大多数人而言,后一种显然是更好的选择——这就为模仿留下了空间。模仿并非不可取,印度国家交易所的成功就是模仿加技术创新的典范。不可取的是缺乏独立创新的模仿!不可取的是在狂热崇拜的意识下,迷失了自己。人创造了上帝,然后又假想上帝创造了自己;东方对西方,好像也是这样,好像就是西方对上帝那样。结果往往是,西学精神没有吃透,画虎不成反类犬。在这个意义上,汤因比的名言——"模仿是创新的替代,而不是创新本身",值得我们深思。第二个误区是行动上的。也许可以用一句俗语来概括:新瓶装旧酒。在一个有着悠久历史和灿烂文明的国度,传统的力量总是很强大的。我国如此,印度如此,西欧也是如此。中国人变革和创新的观念源远流长,《易经》就是一部讲变化的书,但同时,守旧的力量似乎同样甚至更为强大。这两股力量导致"今古之争"在中国思想发展史上具有特别显赫的位置。"今古之争"体现在行动上,就是几乎所有创新(特别是制度创新),在传统的直接或间接作用下,往往异化为有别于初衷的一种形态。晚清的股份制改革和股票市场就是一个典型事例。传统的力量是强大的,这是我们在创新中必须正确对待的关键问题之一。

模仿的最终目的是创新!在当前世界呈现多元化和一体化潮流交融的发展趋势下,在中国由大国向强国迈进的过程中,我们需要有更多的原创性金融创新,需要确立真正属于我们自己的业务范式和技术标准。这种原创性金融创新,就是结合"中国特色"的创新。这是对"中国特色"的第一层解释。

对"中国特色"的第二层解释,是基于文明冲突基础上的对西方文明普遍性的反叛。在当前西方世界占主导的全球秩序下,文明的冲突,或许将比文明的单一化更加可取。或许历史终将证明,西方化的普遍性将是一种错误,未来人们需要为此付出代价。

基于这两层解释,"中国特色"首先表现为中国社会有别于西方或其他东方国家的若干特征。这些特征将成为我们理解"中国特色"的基本出发点。

中国社会有三个明显的特征:一是超大社会。这是中国社会的物理属性,具体表现为人口多、地域广、差别大三个方面。中国具有世界上最多的人口,是国土面积最大的国家之一,同时,也是地域差别、城乡差别、人口素质差异比较大的一个国家。二是东方社会。这是中国社会的精神特质。与西方社会相比,中国社会更加重视民本而不是民主,更加注重向心力和集体观念而不是个人主义,在原生价值方面更加注重消极价值而不是积极价值,更加推崇由内往外的思考方式而不是由外及内。三是转型社会。具体体现在回归市场和回归东方两个方面。在经济转型方面,重点是从原计划经济管理思维回归市场本位;在社会和政治转型方面,核心是打破对西方的盲目崇拜,重塑东方文明基础上的政府主导型市场经济发展模式("中国模式")。

中国社会的上述特征,也决定了有别于西方的中国资本市场的若干基本特征。具体表现在四个方面:

一是实体为本。作为发展中国家,我国要获取经济持续发展的动力,必须借助强大的资本市场实现经济结构调整和资源高效配置,资本市场必然要承担起配置市场资源、引导产业升级、提升公司治理、推动企业参与全球竞争的重任,因此,我国资本市场建设无疑应以服务实体经济为最终目的。

二是散户为重。我国股票市场有上亿的个人投资者,是一个较为典型的散户市场。散户市场的一个特点是投机气氛浓厚,因此,切实保护中小投资者权益,实现以个人投资者利益为依归,是中国资本市场健康发展的重要保障。

三是技术为先。我国是最早实现无纸化、电子化证券交易的国家,也是较多应用现代信息技术对证券交易实施技术控制的市场。这种技术控制的影响主要有两个方面:一方面是通过技术手段进行风险控制,例如交易所层面的前端检查等。可有效防止运行风险;另一方面是把制度问题技术化,使技术手段来替代制度的作用,从而可能对市场效率造成不利影响。

四是顶层驱动。我国资本市场建设初期,依靠政府驱动实现了快速发展。但同时也暴露出了不少弊端,例如资本市场至今未形成"横向充分竞争、纵向高度整合"的良性发展格局,未能在横向上通过放松管制实现券商间的有效竞争、通过多层次市场和高效转板机制等强化交易所的市场化运作,也未能在纵向上积极拓展券商包括托管在内的各项业务范围、实现交易所上下游、前后台业务链的整合。这种情况不仅使我国资本市场是全世界成本最高的市场之一,也导致创新维艰、风控乏力、效率较低。随着市场的发展和完善,下一阶段的顶层驱动应着重于战略、政策和监管层面,全方位鼓励各市场主体的创新行为。

基于我国资本市场的上述特点,上交所在股票期权产品设计上,没有直接照搬境外的做法,而是基于中国市场的特点做了很多创新性制度安排,一定程度了体现了中国特色,可以称之为是中国特色的期权市场。主要体现在以下五个方面:

一是体现联动发展的出发点和基本思路。基于"实体为本"这一我国资本市场发展宗旨,上交所在期权产品设计方面,始终贯彻期现联动发展的原则,不是为了期权而进行期权产品开发,而是希望通过期权产品的推出,完善现货证券市场功能和定价效率,提升现货证券市场服务实体经济的能力。

二是偏严格的风控机制设计。基于我国股票市场以散户为主的这一现状,上交所在股票期权推出初期实施非常严格的风控机制:首先,制定了严格投资者适当性管理制度,包括"五有一无"的投资者准入要求和投资者分级管理要求。其次,设置了初期较为严格的限额管理,包括限仓、限购、限交易,如单个投资者权利仓持仓限额仅20张、总持仓50张,当日累计买入开仓为100张,同时,投资者买入开仓的资金总额不得超过其账户净资产的10%等。再次,采取循序渐进的持仓限额管理机制,即对任何一个新进入的投资者,都要经历持仓限额从小到大这样一个循序渐进的过程。也就是说,对所有初次进入期权市场的投资者,无论是个人还是机构,均实行严格的限仓制度,待投资者交易一段时间、充分了解期权特性后,再逐步放开持仓额度限制。例如,若上线三个月后,交易所将原有投资者的总持仓额度从50张提高到1000张,但新开户或交易未满三个月的投资者的持仓额度仍为50张。这么做的目的,主要是考虑即使市场较为成熟后,仍不断会有新进入市场的投资者会因为缺乏实战经验,盲目投机,在自身遭受巨大损失的同时,也可能对市场定价和产品功能的发挥等造成不良影响。最后,与国际市场相比,上交所对股票期权卖出方提出了较高的保证金要求。

基于同样的考虑,上交所在标的选择上率先选择ETF期权进行试点。股票期权包括个股期权和ETF期权,二者都是国际市场的成熟品种。2013年个股期权的交易量近40亿张,约占衍生品交易量的20%,个股期权与ETF期权交易量合计已接近场内衍生品交易总量的30%。ETF产品诞生于1993年,时间相对较晚,因此ETF期权推出时间也晚于个股期权,但ETF期权1998年推出以来,发展极其迅速。以CBOE为例,单只ETF期权的平均交易量是个股期权的6倍。

通常,个股的波动大于ETF,期权作为对未来波动率的交易,个股期权的精准避险价值可能更大。但是,相比个股期权,ETF期权价格波动风险相对较小,交易运行管理相对简单,更有利于投资者熟悉期权这类创新产品和产品推出初期的市场平稳运行。具体表现在以下七个方面:一是ETF由一篮子股票构成,价格波动通常小于单只股票,因此,ETF期权的价格风险也较小,率先推出ETF期权更有利于投资者快速熟悉期权产品。二是ETF具有内在的套利机制,很难被操纵,因此,ETF期权的价格操纵风险也较小。三是ETF期权的标的证券本质上是一篮子股票,因而,能够有效避免内幕交易风险。四是ETF很少会发生类似股票除权除息、停牌等情形,交易运行管理相对简单。五是ETF跟踪的是一篮子股票的走势,对冲系统性风险的能力比单只股票要强。六是ETF期权能更好地满足社保等专业机构投资者的资产配置和多元化风险管理需求。我国自2005年推出首只ETF以来,ETF市场发展迅速,已成为投资者尤其是机构投资者资产配置的重要工具。七是股票期权采取的是"T+0"交易机制,目前我国单只股票不能进行"T+0"交易,而ETF可以通过一级市场申赎和二级市场买卖间接实现"T+0"交易,ETF的交易机制与股票期权更匹配。

三是技术为先的设计逻辑。上交所的技术系统对资金和仓位进行双重前端检查。一方面,资金不足不能开仓,从可避免现货证券交易中可能出现的买空风险,杜绝类似"光大8·16事件"的发生;另一方面,对投资者的持仓数量进行限制,从而有效降低错单交易引发的市场风险。这些措施均为境内市场首创、境外市场所缺失,其一定程度上不利于培养市场主体的自律性,但就如以前国外银行卡不设密码、后来借鉴我国银行实践实施密码管理一样,其功过是非尚待评价。

四是交易机制上的若干创新安排,如熔断机制和非对称涨跌幅制度等。目前境外市场已有针对整个市场和某个现货证券的熔断机制,但由于衍生品的定价追随相关标的证券,因此不对衍生品单设熔断标准。上交所首次将熔断机制引入到单个期权合约层面。我国A股市场有10%的涨跌幅限制,理论上股票期权可以不设置涨跌幅。但是由于期权价格通常远低于标的证券价格,其价格与标的价格的关系是非线性的,期权价格的涨跌与标的证券涨跌的绝对值有关,而不是简单的10%涨跌幅,因此,其相对百分比的涨跌幅度可能会非常大。熔断机制通过暂停涨跌幅度较大的单个期权合约的连续交易,在市场价格大幅波动时,给市场一个冷却和反映的时间,起到缓冲的作用,同时也可有效防范过度炒作或错单交易导致的剧烈波动。据了解,香港交易所正在向市场征求意见,考虑是否要将熔断机制引入到衍生品合约。

此外,上交所对实值和虚值期权合约设置了不同的涨跌幅限制,尤其对价格很低的严重虚值期权合约,限制了其绝对涨幅,从而有效遏制"爆炒"行为。

五是考虑期权产品供需特点而采取的创新机制。首先,创造性地将做市商的流动性服务功能、评级和激励三者有机结合。由于期权合约数量众多,流动性较为分散,全球绝大多数的交易所都在股票期权交易中引入了做市商制度。做市商制度弥补了竞价交易机制的不足,可以增强股票期权市场的流动性和活跃性、合理稳定交易价格、平抑市场投机。上交所将做市商的每笔交易区分为提供流动性的交易和消耗流动性的交易两种情况,并根据其做市绩效评级的不同,给予不同程度的减免和激励,从而实现了以市场化、经济的手段鼓励做市商更多地提供流动性的目的。同时,考虑到期权买卖双方权利义务的不对等,卖方需要交纳较高的保证金且面临较大的市场风险,我国期权市场初期很容易出现供给和需求不平衡的局面,为避免出现"爆炒"局面,上交所和中国结算均采取了按合约张数收费且对卖出开仓暂免收费的措施。

三、实践篇

为确保股票期权平稳推出,上交所从模拟交易、规则制定、技术准备、市场培育和投资者教育等各个方面扎实推进相关工作。

2013年12月26日,上交所推出了基于真实生产环境的股票期权全真模拟交易系统,合约标的包括中国平安、上汽集团两只股票和上证50、上证180两只ETF,共81家证券公司、13家期货公司的43.6万名客户先后参与了全真模拟交易,22家证券公司参与了股票期权做市业务。

在全真模拟交易平稳运行的基础上,上交所、中国结算以及各期权经营机构完成了股票期权交易结算生产系统的开发和部署。

同时,上交所积极协助各相关市场机构做好业务和技术准备。一方面,全面督促证券公司做好业务准备,对证券公司参与期权业务的组织架构、技术系统、业务流程、风险控制、投资者培育等各方面工作制定了明确的标准,提出了具体的要求,对关键时间节点做了市场部署,同时明确了期货公司参与股票期权业务模式,督促期货公司做好准备;另一方面,向各期权经营机构发布相关技术指南文件,协助证券公司、期货公司和结算银行完成技术准备。

在这个过程中,上交所针对我国投资者特点持续开展了一系列投资者教育活动。一是组织开展了期权讲师培训活动,针对会员营业部讲师开展了讲师培训,累计培育"特约讲师"164名、"讲师"819名,培育了一支懂知识、会业务的"千人"讲师队伍,帮助会员缓解分支机构讲师匮乏的问题。二是从投资者需求出发,制作投放了一批内容丰富、通俗易懂的投教产品,包括系列动画片《股票期权ABC》、"上交所期权一点通"订阅号、《期权知识系列丛书》(5本)、股票期权快问快答"、四大证券报"期权投教专栏"等。三是同步开展了一系列股票期权推广活动,如针对ETF期权基本策略组织开展ETF期权"策略推广月"、"交易策略大赛"、"交易策略应用大赛"、"百日巡讲"等活动,先后超过15万投资者直接参与相关推广活动,有效强化了投资者对ETF期权特点、交易策略和风险的认识。最后,为进一步落实合格投资者准入制度,上交所开发了配套的股票期权知识测试系统,为十多万名投资者和从业人员提供测试。

2015年1月9日,中国证监会发布了《股票期权交易试点管理办法》及《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》等相关办法与指引,并批准上交所上证50ETF期权于2月9日开始试点。同日,上交所发布了《股票期权试点交易规则》、《股票期权试点投资者适当性管理指引》、《股票期权试点做市商业务指引》,中国结算发布了《股票期权试点结算规则》,上交所和中国结算联合发布了《股票期权试点风险控制管理办法》。之后,上交所又根据市场发展需要,发布了《股票期权持仓限额业务管理指引》,与中国结算联合发布了《关于股票期权结算价格计算方法的通知》。

产品获批后,上交所和中国结算全力组织市场各方做好2月9日产品上线交易准备工作。一是授予71家证券公司、10家期货公司股票期权交易参与人资格;二是发布相关指导文件,对股票期权投资者开户及其他相关具体问题予以说明,指导期权经营机构做好客户开户工作;三是针对证券公司高管、风控人员和结算业务人员开展上线业务培训,并对40余家证券公司股票期权业务进行了专项检查;四是选择8家证券公司成为上证50ETF期权首批做市商;五是向市场发布了市场端软件及参与者接口等技术指引,交易线路、高速地面行情网、信息商行情系统等技术准备就绪。

2015年1月至上线前,上交所继续组织全市场进行了2场全网测试、2次上线演练和1次通关测试。测试和演练内容包括对期权账户业务、交易业务、非交易业务、监察和风控业务、行情、过户数据下载、期权对账、数据报送等业务功能的验证,以及对期权系统性能及故障切换的测试,共70家证券公司、10家期货公司通过了相关测试。

四、前瞻篇

目前,股票期权作为与现货证券市场联系最为紧密的金融衍生品,已成为全球衍生品市场的最重要的工具之一。从交易量上看,股票期权(含ETF期权和个股期权)占场内衍生品交易量的比重已接近30%。以成功推出股票期权为标志,上交所迈出了转向综合型交易所的关键一步。股票期权的成功与否,不仅是关乎上交所自身的产品链完善,也直接关系到我国资本市场未来发展进程,关系到我国资本市场服务实体经济和未来参与国际竞争的能力。

对于何为股票期权产品成功的标准,我们认为应该从不同视角进行理解。从成熟市场情况看,产品活跃是发挥产品功能的重要基础,活跃与否是产品是否成功的关键指标。但从我国实际情况看,股票期权作为一个远较现货、期货复杂的新生金融衍生品,特别是股票期权的杠杆不确定性和交易双方收益风险不对称的特点,初期盲目追求交投活跃将会适得其反,将使市场投机盛行,期权的风险转移等功能反而得不到发挥。

正是基于这种考虑,上交所把股票期权试点的核心任务定位为探索和功能性质,目标是让投资者尽快熟悉期权产品,避免投资者不理性交易行为影响期权产品功能的发挥,为此,我们在上市初期设置了非常严格的投资者准入和持仓限额管理制度。由于严格的投资者适当性管理和限仓制度,我们判断ETF期权上市初期,交易不会活跃,甚至会比较冷清。对于ETF期权这类复杂的金融衍生工具,我们不希望投资者在不熟悉产品前就蜂拥而至,这样反而不利于市场的健康发展。我们希望能够以时间换取空间,当投资者有足够的锻炼、知晓产品功能后,市场自然活跃,将是一个更好的选择。事实上,美国芝加哥期权交易所(CBOE)1973年4月26日上市首日,16只股票期权合计成交量只有911张,当年累计成交110万张,香港联交所1995年推出股票期权当年日均成交量也不过4769张。

上证50ETF期权上线平稳运行后,上交所的衍生品业务工作重点首先是进一步完善ETF期权保证金机制,包括组合策略保证金机制、证券冲抵保证金机制等;其次是研究建立相关配套机制,重点是上证50ETF延期交收交易产品和高效的证券借贷产品;最后是进一步拓展期权标的范围,如拓展到180ET、跨市场ETF、跨境ETF、行业ETF等,然后拓展到个股。在这个过程中,上交所也会视市场情况研究推出合约条款更多样化的期权,如美式期权、周期权、长期期权等。

我们相信,随着投资者对股票期权产品的日渐熟悉,各期权经营机构逐步积累运行经验,以及上交所根据市场发展需要,在风险可控的前提下逐渐放宽交易限制,我国股票期权市场必将成为全球场内衍生品市场的重要组成部分,成为投资者风险转移的必备工具,与我国现货证券市场形成联动发展的良性格局。

文章执笔:刘逖、司徒大年、陈新峰、陈炎玮、陈爽、王琳琳、朱鋐瑛