

# 期权同股市\*

尽管从芝加哥期权交易所建立到现在，期权的交易只有 30 余年的历史，可是，从期权在世界各地的迅猛发展来看，可以看出期权交易同股市发展是有一些内在联系的。去年，全球衍生品交易的交易量是 99 亿手合约，其中期权占了 61%，期货占了 39%。在这些合约里，同股票交易相关的合约占了 66%。这未必是偶然的。

由于宏观和微观市场的力量，股票市场就其本性而言，就一定是高波动率的。或者，用学者的语言来说，股票的运动是 *in stochastic pattern*，也就是说，股票价格的运动是随机性的，凭借过去的经验不能预测未来的运动。无论你对一只股票的过去的历史作多么详尽的分析，你都无法断定它明天的走向是什么，运动幅度会多大。也就是说，在股票投资中不可避免地有着不可预见的风险。

在证券市场投资的回报，至少到目前为止，相对其他市场来说都要高。但是，由于上面所说的随机性，在证券市场里投资的风险性也更高。随着社会经济的变化，人们越来越多地将收入和储蓄投入证券市场里，以求分享企业发展带来的盈利，获得较高的收益，为将来退休后的生活铺垫基础。可是，随着在证券市场里投资的人越来越多，拥有股票而面临风险的人也就越来越多。因此，人们需要有管理这些风险的有效工具。市场也需要这样的工具来提高人们投资的信心。

风险控制是世界金融界里越来越热门的话题。现代风险控制的主要手段之一，就是将凝聚在一个金融工具中的各类风险分割开来，将它们分别转移到其他可以更好地处理和吸收这些风险的人的手里。当然，承担这些风险的人是要向转移这种风险的人收取一定费用的。如果我们相信美国前联储银行主席格林斯潘的说法的话，那么，在过去十几年里，世界金融界中意义最重大的事件就是金融衍生品的迅猛发

---

\* 本文发表于 2006 年 10 月 17 日的《期货日报》。作者为芝加哥期权交易所的郑学勤（Eugene Zheng）。

展。作为风险管理的工具，金融衍生品为市场提供了活力，为金融体系提供了韧性和稳定性。

人们通常都说期货和期权这样的衍生品交易是所谓的“零和游戏”。其实，如果从它们为风险转移所提供的效率、为市场所提供的信息，以及所节省的交易费用来说，它们的社会经济效益是不可低估的。譬如说，有人曾经计算过，在美国，使用股指期货来交易股票的话，其成本只是直接交易相等股票的 15%。衍生品交易保存了可能为风险侵蚀的资产，提高了资金的有效性。这种微观结构中的“零和游戏”实际上是宏观结构中的一种运作动力。

说到这里，很自然的一个问题就是：既然都是衍生品，如果已经有了期货，为什么还要期权？

促成期权发展的动力，同当初导致期货出现的动力是一样的，它们的许多基本概念也相似。期权是在期货交易的基础上发展而来的。事实上，不少期权策略可以通过期货策略来合成，不少期货策略也可以通过期权来合成。不过，期权是比期货更为精密的一种工具，是同一推动力在高一界面上的产物。常常有人开玩笑说，交易期货是下跳棋，交易期权才是下象棋。

上面说过，现代风险管理的主要手段就是将一个金融工具的风险分割开来加以管理。同期货相比，期权主要有两大不同，1) 期权允许投资者将将一个资产的上行的和下行的风险同回报分离开来，将它们各自作为不同的产品来交易，2) 期权允许风险/回报有着“不对称”（asymmetry）的特征。

期货有两大主要的经济功用：第一，它为市场的买或卖的行为提供了杠杆力；第二，它可以低成本地为一个头寸的整个市场暴露面提供套保。这自然也会带来一些问题。最简单地说吧，如果你是用期货在市场中投机，那么，如果市场逆向运动，这个杠杆力自然会反过来对付你。再有，假如你是一个农民，想用期货为你的谷物套保，那么，在你套保的时候，你怎么能够准确地知道你在丰收时会有多少吨的收获呢？之所以会有这样的问题，是因为在期货里，权力和义务是结合在一起的。如

果你买了一手石油期货合约，在到期时你不卖掉它，你就有义务或者是接货，或者是按合约付钱；如果你卖了一手大豆期货合约，那么，你在到期时就有义务要交割合约上限定数量的大豆。

期权则不同。期权的根本点是将义务同权力分开了。你花一定的权利金，你就有了按一定价格在一定的日子之前买进或卖出一定数量的某项资产的权利，但是不承担一定要买进或者卖出这项资产的义务。换句话说，由于这笔权利金，你的权利就与义务分开了，风险就与回报分开了。

那么，为什么我们说期权同股票交易有内在的联系呢？上面说过，由于股票价格运动的随机性，股票市场的一个固有的特点就是面临不可预测的风险。如果你有房子，你担心会有不可预测的自然灾害或者是其他灾难摧毁你的房子，你怎么办呢？买保险。期权的一个主要功能就是可以充当你的股市投资的保险。而权利金就等于你要付出的保险费。你买看跌期权为你已经有的股票作保险，买看涨期权使得你在不动银行存款的情况下仍然可以分享市场上扬的盈利，从而避免了将这笔存款暴露于市场的风险。如果使用指数期权，那么，你的保险的成本就会低得多。

就套保而言，用期货也可以做。但是，同期权根本不同的一点是，如果你用期货来套保，你就等于从市场上用这个价格退了出来。而用期权呢，如果市场对你不利，你在这个价位有了保险，如果市场运动的方向对你有利，你还仍然可以从市场的运动中得到好处。当然，同所有的保险一样，你是要付保险费的。这就是期权的权利金。

同样，对到市场上来投机交易的人来说，由于权利同义务的分离以及风险同回报的分离，期权可以使你在进入市场之前就对最大潜在亏损和最大潜在盈利有清楚的概念。

在美国，使用期权来为股票套保，对机构投资者来说，已经是很常见的了。芝加哥期权交易所多年以来都是纽约股票交易所的最大的交易量来源之一。特别是在网股泡沫之后，从 2002 年以来，股票期权的交易量增长了 75%。

由于权利与义务的分离，期权就成了一种极为灵活的投资和交易工具。譬如说，期货合约只有一个变量：到期月；而期权合约则有多种变量，包括看涨或是看跌，定约价和到期月。这些变量可以用不同的方式组合在一起，包括同标的股票组合在一起，创造出不同的策略，以满足不同的交易和投资目的的不同需要。例如，可以用较少的资金控制更多的资产，使用杠杆力来交易，创造收入，从股票下跌中赢利，从市场的波动中赢利，减小和取消风险，等等。同时，使用期权，也可以调整一个投资组合中个别组成部分的风险系数，以赢得阿尔法而不是只是贝塔效益。所有这些都，都是股市所需要而股市自身所无法提供的功能。

在挂牌期权刚推出的时候，在美国，有人怀疑过期权交易是否会扩大股市交易的投机性。在过去的 30 余年里，有不少监管机构、市场参与者和学者对期权对股市的影响作过许多考察和论证。一般说来，现在大家公认的是，1) 期权使得市场变得更为完整，从而导致较高的平稳的股票价格，2) 期权降低了股票市场的波动性，从而降低了股票回报的不稳定性，3) 期权交易增加了投资者分析一个公司的积极性，4) 期权使得市场更快地反映新的信息，5) 期权改善了交易的微结构，也就是说，由于有了期权，股票的买报价 (bid) 同卖报价 (ask) 之间的差距变小了，市场变得更深了，交易量变得更大了，交易费变得更低了，这三个现象结合在一起，就造成了股票市场中高度的流动性。到今天，这些都已经不再只是学术讨论上的假设，而是为市场实践所反复证明了的公论了。

当然，同任何其他的衍生品一样，期权对股市的积极作用是建立在对期权的审慎使用之上的。期权是一种复杂的工具，没有适当的投资者教育，没有逐日盯市这样的管理实践，没有风险强度测试这样的措施，没有专职的、同交易部门分而治之的风险监控部门，没有有效的监控、分析和风险管理的信息系统，成功的期权交易是不可想象的。