

## 全球场外期权概况

## ——场外期权专题报告

分析师：潘炳红

SAC NO: S1150516070002

2016年12月29日

## 证券分析师

潘炳红

022-28451684

panbh@bhq.com

## 助理分析师

李元玮

S1150116080006

liyw@bhq.com

## 核心观点：

## ● 场外期权概念与特性

场外期权是指在非集中性的交易场所进行的非标准化的金融期权合约，是根据场外双方的洽谈，或者中间商的撮合，按照双方需求自行制定交易的金融衍生品。由于场外期权非标准化、“私人订制”的特性，在交易量和交易额上占据明显的优势。

## ● 场外期权的业务模式

交易模式包括撮合模式和做市模式，做市模式对做市商的资金实力和专业能力要求较高，风险较大，刚刚开展场外期权业务的中小型机构应该先采用低风险的撮合模式；清算模式包括非标准化双边清算模式、标准化双边清算模式、中央对手清算模式，目前为了降低场外市场的系统性风险，逐渐提高中央对手清算比例。

## ● 场外期权具有发展空间，全球场外期权规模高于场内

全球场外期权规模占整个场外衍生品的比重较小，从场内衍生品的结构上看，场内期权占比超过一半，场外期权具有较大的发展空间。目前场外期权的规模约是场内期权的1.5倍，标的方面主要以利率和汇率为主；交易对手方方面主要以交易商为主；期限结构方面，短期限产品占比最高。

## ● 对于我国券商开展场外期权业务的启示

我国场外期权业务开展得较晚，2015年开始我国券商场外期权业务得到快速发展，与全球场外期权交易规模相比，我国的发展规模比较小，处于发展的初始阶段，但在全球场外期权规模下降的情况下，我国场外期权的规模始终呈现上升的趋势，表明目前我国发展场外期权的势头较好。我国券商发行场外期权的集中度较高，市场化程度低，存在信息不对称。

从海外发展场外期权的优势来看，我国需要在法律法规、监管体系、集中清算制度、电子化交易平台方面进行改进，应结合场外交易特点制定详细、适当的法律制度，并随着市场的变化不断调整完善，改善“一行三会”监管体系，加强自律监管，并且充分发挥报价系统的优势，发展中央对手清算模式。

从券商自身而言，需要不断提升自己的专业水平、资金实力以及风险管理水平，创新场外期权的业务模式，丰富场外期权的产品类型，发展场外期权的做市商机制，促进场外期权市场的发展。

# 目 录

1. 场外期权简介 .....	4
1.1 场外期权的基本概念 .....	4
1.2 场外期权的业务模式 .....	4
1.2.1 交易模式 .....	4
1.2.2 清算模式 .....	6
1.3 场外期权的功能 .....	7
1.3.1 市场角度 .....	7
1.3.2 参与者角度 .....	7
1.4 场外期权的风险 .....	8
1.5 场外期权的定价 .....	8
1.6 场外期权的对冲 .....	9
1.6.1 静态对冲 .....	9
1.6.2 动态对冲 .....	9
2. 场外期权发展历程 .....	10
3. 全球场外期权规模 .....	11
3.1 全球场外衍生品 .....	11
3.2 场内期权 .....	13
3.3 场外期权标的 .....	14
3.4 场外期权交易者结构 .....	16
3.5 场外期权期限结构 .....	17
3.6 场外期权地域分布 .....	18
4. 海外场外期权发展对我国的启示 .....	19
4.1 我国券商场外期权发展概况 .....	19
4.1.1 我国券商场外期权规模 .....	19
4.1.2 我国券商场外期权集中度 .....	19
4.2 海外场外期权发展优势 .....	21
4.2.1 健全的法律法规 .....	21
4.2.2 完善的监管体系 .....	21
4.2.3 集中清算制度 .....	22
4.2.4 电子化交易平台 .....	22
4.2.5 做市商机制 .....	22

## 图 目 录

图 1: 撮合模式示意图 .....	5
图 2: 做市模式示意图 .....	5
图 3: 标准化双边清算模式 .....	6
图 4: 中央对手方清算模式 .....	6
图 5: 全球场外期权名义本金规模及占比 .....	11
图 6: 场外衍生品与场外期权的变动情况 .....	12
图 7: 全球经济增长率与场外期权增长率 .....	13
图 8: 场外、场内期权名义本金规模 .....	13
图 9: 场外、场内期权名义本金规模比重 .....	14
图 10: 各类型场外期权名义本金规模 .....	15
图 11: 各类型场外期权规模占比 .....	15
图 12: 1998 年至今场外期权参与者结构 .....	16
图 13: 2016 年场外期权参与者结构 .....	16
图 14: 场外期权期限结构 .....	17
图 15: 各期限利率类场外期权名义本金规模 .....	18
图 16: 权益类场外期权地域分布 .....	18
图 17: 我国场外期权规模 .....	19
图 18: 我国证券公司新增场外衍生品交易集中度情况 .....	20
图 19: 我国证券公司 2016 年 10 月新增场外期权交易对手情况 .....	20

## 表 目 录

表 1: 场内与场外的对比 .....	4
表 2: 期权发展史 .....	10

## 1. 场外期权简介

### 1.1 场外期权的基本概念

期权市场分为场内交易市场和场外交易市场，两个市场都是全球风险管理的重要组成部分。场外期权是指在非集中性的交易场所进行的非标准化的金融期权合约，是根据场外双方的洽谈，或者中间商的撮合，按照双方需求自行制定交易的金融衍生品。性质基本上与交易所内进行的期权交易差别不大，二者最根本的区别在于期权合约是否标准化。场内期权是在交易所交易的标准化合约，通过清算机构进行集中清算。场外期权是根据客户的需求设计，是个性化的，更加灵活，虽然没有统一的挂牌和指令规则，但其在交易量和交易额上占据明显的优势。

表 1: 场内与场外的对比

	场内期权	场外期权
产品类型	标准化	个性化
灵活程度	低	高
流动水平	高	低
透明程度	高	低
参与者	做市商、公司、机构投资者、个人投资者	做市商、公司、机构投资者
定价方法	估值	协商
报价模式	动态	静态
交易机制	集中交易	非集中交易
存在的风险	市场风险	市场风险、信用风险、流动性风险、结算风险
监管机制	政府监管与行业自律	以行业自律为主导
交易动机	投资、投机、避险	投资、投机、避险、产品开发
做市商成本	低，花费时间短	高，花费时间长

资料来源：渤海证券研究所

### 1.2 场外期权的业务模式

#### 1.2.1 交易模式

场外期权的交易模式主要有两种，一种是撮合模式，一种是做市模式。

撮合模式是经过中间商的撮合，买方与卖方形成交易。中间商从撮合交易中赚取

价差，风险相对较低，但是由于场外期权产品是“私人订制”的，流动性差，容易出现因为买卖方的产品在行权价、到期日等合约设置上存在的差异而造成交易失败，因为要找到相匹配的买卖方，需要分别和买方、卖方进行沟通，所以整个交易过程耗费的时间较长，谈判成本也较高。

做市模式是具备一定实力和信誉的机构作为做市商，向投资者提供产品的买卖报价，并在该价位上接受投资者的买卖要求，用其自有资金或资产与投资者进行交易，风险较高，需要用自有资金在场内市场用现货或者期货来对冲风险。因此要求做市商有较为雄厚的资金实力，但会存在资金链断裂的破产风险。

对于中小型券商来说，如果刚刚开展场外期权业务，建议先采用撮合模式，风险相对较低，等到资金实力、专业能力达到一定水平的时候再开展做市模式。

图 1: 撮合模式示意图

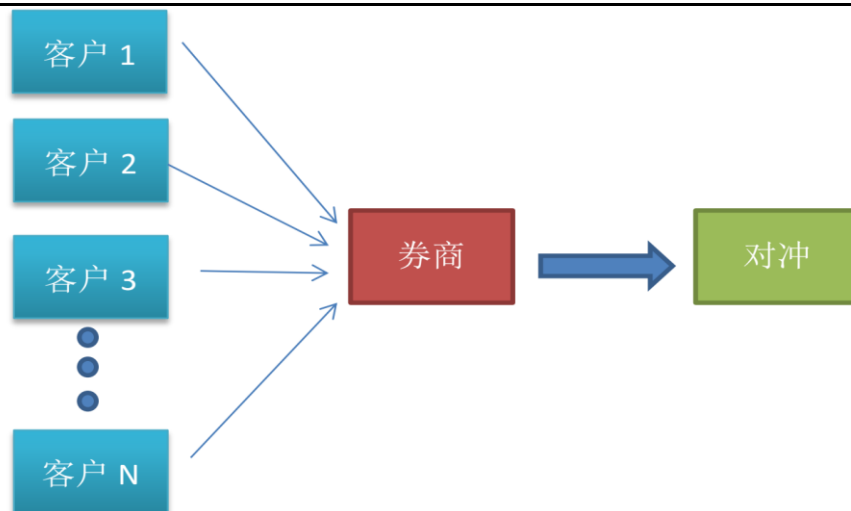


优点：风险较小

缺点：要求产品完全匹配，存在无法交易的情况，谈判成本较高

资料来源：渤海证券研究所

图 2: 做市模式示意图



优点：流动性强，有交易意愿就能成交

缺点：风险高，资金实力、专业能力要求高

资料来源：渤海证券研究所

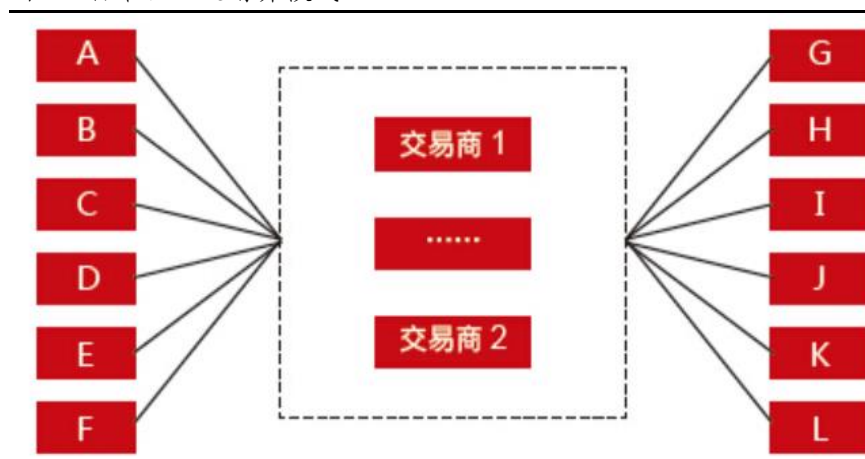
### 1.2.2 清算模式

场外期权交易主要有三种清算模式：非标准化双边清算模式、标准化双边清算模式、中央对手清算模式。

**非标准化双边清算模式：**是早期的清算模式，由交易双方自主完成清算，主要是凭借各自的信用或者是第三方信用作为担保，但会面临着较大的信用风险，尤其是进行多笔交易时会承担多个对手的信用风险。

**标准化双边清算模式：**通过主协议对场外期权合约的内容进行标准化处理，并通过增加抵押金的方式降低违约风险，方便交易双方结算。主要是对应于做市商的交易模式，做市商一般是大型的商业银行等信用良好的机构，以自身的良好信用作为担保，提供合理的报价。

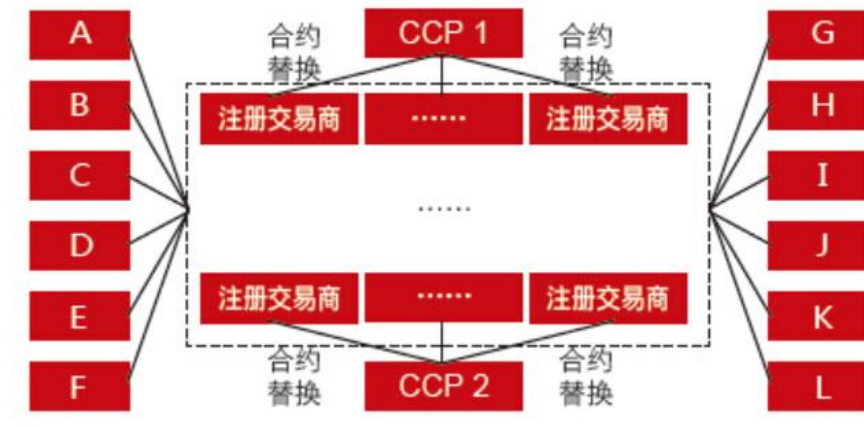
图 3：标准化双边清算模式



资料来源：《中国期货》，渤海证券研究所

**中央对手清算模式：**本质是场外交易，场内清算。最早是在 2002 年由纽约商品交易所和洲际交易所推出，核心是合约替换和担保交收，由清算所作为交易双方的对手方，使原来的场外期权合约转化为两张与中央对手方的清算合约，中央对手方一般是各个交易所旗下的清算所，实力雄厚，风险管理能力也比一般的做市商强。近几年为了减少场外市场的系统性风险，全球已经逐渐提高了中央对手清算的比例。

图 4：中央对手方清算模式



资料来源：《中国期货》，渤海证券研究所

## 1.3 场外期权的功能

### 1.3.1 市场角度

#### (1) 完善市场结构，提高市场活跃度

场外期权的推行丰富了市场的产品结构，满足市场各类投资者的多样化需求，场外期权的交易特点与场内期权类似，但是场内期权会受到标的物、期限的制约而影响其与现有产品的结合。场外期权可以实现与其他产品的结合，从而改善理财产品的收益特征，形成产品之间协同发展的格局。例如在保本型理财产品中，期权的保险作用可以在原有的条件下，降低产品在固定收益资产权重的限制，释放更多的空间给高收益的权益类资产，从而提高产品的收益率，场外期权的一个重要应用就是结构化产品。

#### (2) 优化资产配置，提高标的成交量

期权的非线性损益特征使其可以构造出多种组合，因此场外期权的应用产生了更加丰富的投资策略，从而有助于优化资产配置，降低投资组合的波动性。部分场外期权采用实物交割，因此会加大对标的物的需求，从而对标的价格产生积极的刺激作用，提升交易量。

### 1.3.2 参与者角度

#### (1) 拓展发行方的盈利模式，增加利润来源

场外期权的发行方可以根据客户对风险、收益的偏好程度，设计出“私人订制”的场外期权产品，拓展公司的盈利模式，摆脱传统业务对于市场行情等因素的依赖，提高自身服务水平、定价和做市能力，增加利润来源。

## (2) 满足投资者多样化需求，降低投资成本

因为场外期权的非标准化特性，所以可以根据投资者的需求而专门设计产品，用于满足投资者套期保值、套利、对冲、投机等需求。与期货的套期保值操作相比，当市场行情朝着现货有利的方向发展时，期货部分的损失会大幅降低现货部分的盈利，而场外期权损失的只是少量的期权费，而且期货的操作要求对进出场时点、仓位管理有精准的投资判断，一旦操作失误，将会造成严重的亏损，场外期权则比较简单，到期选择是否行权即可，对于想将更多精力放在实体经济的企业或者投资专业能力不强的企业来说，选择场外期权进行套期保值更加合适。

期权具有高杠杆特性，相比于配资产品和融资融券，场外期权的杠杆更高，约 5 到 20 倍的杠杆，资金占用比例较低，而且利用期权之间的相互组合能够在实现投资目的的同时通过大规模交易来降低成本。

## 1.4 场外期权的风险

场外期权的风险主要体现在定价风险、信用风险和流动性风险上。

**定价风险：**场外期权主要是一对一的交易，透明度低，流动性差，存在信息不对称，所以价格发现能力弱，成交效率低。场外期权的定价比较复杂，需要考虑对冲交易成本和资金占用成本等因素的综合影响。

**信用风险：**场外期权业务交易规模比较大，如果期权的卖方无法履行支付义务，那么期权的买方将因此遭受严重的损失。因此在签约前，双方应对对手方进行适当性评估，判断业务是否可以开展，并确定客户所适合的交易规模，必要时可以要求对方提供一定的保证金、担保品或者提供额外的回报率。

**流动性风险：**场外期权的发行方在对产品进行对冲时，可能会发生资金周转不开、不能及时追加保证金或者对冲交易失败等原因造成的严重损失。

## 1.5 场外期权的定价

目前常用的期权定价方法主要有 BS 模型、二叉树、蒙特卡洛模拟等，对于集中



交易的场内期权定价，由于场内期权具有较低的交易成本和较好的流动性，比较符合模型的假设前提，所以可以采用上述模型确定场内期权的理论价格。但是由于场外期权的非标准化，流动性较低，投资人往往需要将期权产品持有到期，因此所需对冲风险的时间更长，不确定性也更高，所以场外期权的定价必须要考虑到对冲过程中所涉及的交易成本、资金占用成本、复制误差、头寸舍入误差等因素。

针对场外期权的卖方而言，当场外期权到期时，发行方需要将内含价值支付给买方，场外期权卖方的盈亏取决于权利金、对冲盈亏和到期所需支付的内含价值。一般而言，场外期权的价格会高于场内期权，价格中还会包含对实体企业的服务费用。

## 1.6 场外期权的对冲

### 1.6.1 静态对冲

静态对冲是指通过多产品组合抵消单只产品的 Greeks 风险，以多产品收益相互抵补、风险相互对冲来降低整体风险，优点是操作相对简单，对冲成本低，对冲效果好。但是目前我国市场上现存的产品比较有限，所以静态对冲策略的使用受到一定的限制。

### 1.6.2 动态对冲

在 Greeks 金融风险中，gamma 风险、vega 风险和 theta 风险都无法用线性产品进行有效对冲，随着标的价格的变化、时间的减小、波动率的变化，期权对冲面临较大的不确定性，尤其是在临近到期日且标的价格在行权价附近时，对冲风险最大，针对 gamma 风险、vega 风险和 theta 风险，可以采用期权的组合方法进行对冲。一般对于 rho 风险关注的比较少，因为利率在短期内很少会发生 1% 的剧烈波动。所以目前采用比较多的风险管理方法是针对 delta 的动态对冲策略。

delta 对冲是指通过建立对冲工具头寸，使得对冲工具头寸与要保护头寸的 delta 组合值等于 0。动态对冲是指由于资产的 delta 是时间等变量的函数，为了实现对冲目标，必须动态调整对冲工具头寸的数量。根据期权复制的原理，连续对冲下的对冲损益理论上应该等于期权的理论价格，但实际上很难做到连续对冲，一般是定时或定量对冲，因此对冲损益与期权理论价格之间存在一定的误差。

## 2.场外期权发展历程

期权的出现源自于对避险的需求，最早是记载在《汉莫拉比法典》中关于信贷违约的合约；17世纪到20世纪30年代场外期权交易开始发展并活跃起来，虽然在这期间期权的使用饱受争议，曾多次遭到政府的干预，但是交易从未停止；1973年4月26日，芝加哥期权交易所(CBOE)经过美国证券交易委员会(SEC)批准成立，同时推出标准化的股票认购期权合约，标志着标准化的场内期权交易拉开序幕。

期权的发展是自发的，是由需求推动的，政府有意识推动发展的情况较少，政府的干预甚至有时会成为期权发展的最大障碍。

表 2: 期权发展史

阶段	时间	事件
起源	公元前 1750 年	《汉莫拉比法典》中记载了信贷违约期权，如果由于暴风雨、干旱等因素导致谷物欠收，债务合约将作废，债务人不必缴纳谷物和租金
	公元前 1700 年	《圣经·创世纪》中记录了类似期权的结婚契约，雅克布为了同拉班的女儿瑞切尔结婚，签订了为拉班工作 7 年的协议，从而获得与瑞切尔结婚的许可。
	公元前 580 年	亚里士多德的《政治学》一书中记载了古希腊哲学家泰利斯拉购买橄榄榨汁机“使用权”的事件
早期期权交易	17 世纪	荷兰郁金香泡沫事件中出现了郁金香球茎期权的二级市场
场外市场的出现	18 世纪	在工业革命和运输贸易的刺激下，欧洲农产品期权开始交易
	1733 年-1860 年	1733 年，英国颁布《巴纳德法》宣布期权非法，1860 年撤销该法案，这一时期期权交易从未停止过，只是交易量很小
	1792 年	纽约证券交易所出现场外期权交易，形成了期权自营商协会和期权经纪商
	20 世纪 30 年代	在三十年大萧条期间和第二次世界大战后的一段时间，期权市场均受到美、英政府的干预而禁止买卖，但是期权交易从未停止过
场内市场的形成及发展	1973 年	2 月美国芝加哥期权交易所 (CBOE) 成立 4 月 CBOE 开始期权交易，进行统一化和标准化的股票看涨期权合约买卖，标志着场内期权的诞生 5 月 BS 期权定价公式正式发表
	1975 年	美国股票交易所 (AMEX) 及费城股票交易所 (PHLX) 也开始交易股票期权
	1977 年	CBOE 开始看跌期权的交易，SEC 发布禁令，明确要求不得上市新期权品种
	1982 年	芝加哥期货交易所 (CBOT) 推出了长期国债期货的期权交易

1982年-1983年	美国芝加哥商业交易所（CME）在1982年推出标准普尔500指数期货买卖，交易活跃，带动了1983年各种股票指数期权合约纷纷在芝加哥期权交易所、美国股票交易所及纽约证券交易所（NYSE）上市交易
1985年	外汇期权开始在费城和芝加哥交易
20世纪80年代	债券、农产品及原油期货的期权合约出现，带来一片百花齐放的景象

资料来源：百度文库，渤海证券研究所

### 3.全球场外期权规模

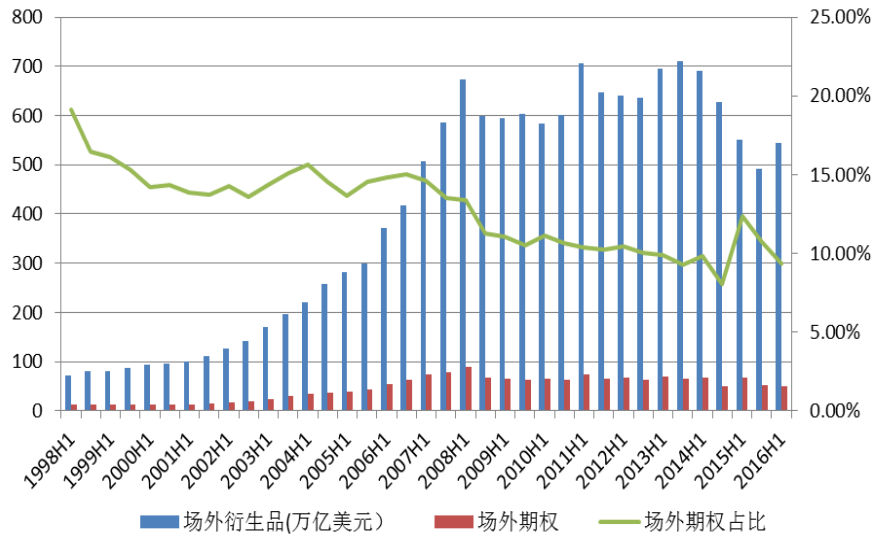
#### 3.1 全球场外衍生品

衍生品市场主要以场外交易为主，截止到2016年上半年，全球场外衍生品名义本金规模达到544.052万亿美元，约是场内衍生品规模的8倍。场外衍生品市场从1998年至2007年始终保持着快速增长，名义本金增长约8倍，年复合增长率约26%。从2008年金融危机开始，全球场外衍生品规模趋于稳定并在近几年出现下降，国际清算银行（BIS）分析称近几年名义本金规模下降的主要原因是由于合约压缩而导致交易的减少，而名义本金的减少也使得市场价值减少。

场内衍生品中，期权品种占比约50%，规模远超过期货，而在场外衍生品中，期货和互换等贡献了其中的90%，场外期权仅占9.37%，为50.975万亿美元，相比较而言，场外期权还有很大的发展空间。

随着资本市场的发展，产品的复杂程度越来越高，种类也越来越多，场外期权的占比开始呈现下降的趋势，近几年场外期权规模占比稳定在10%左右。在2015年上半年，场外期权规模大幅上升，而整个场外衍生品的规模出现萎缩，主要是为了推进场外衍生品市场改革，增加中央清算比例，强化监管，从而减少系统性风险。因此场外期权占比变化趋势中出现了一个明显的拐点。

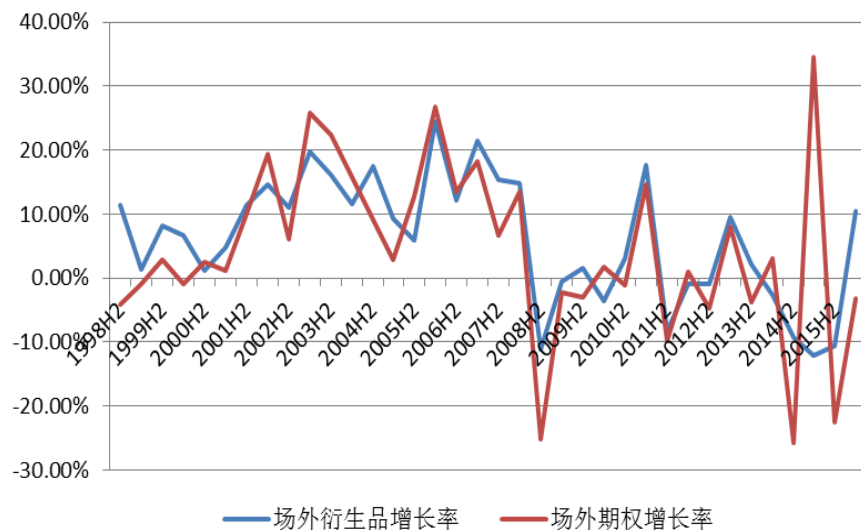
图5：全球场外期权名义本金规模及占比



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

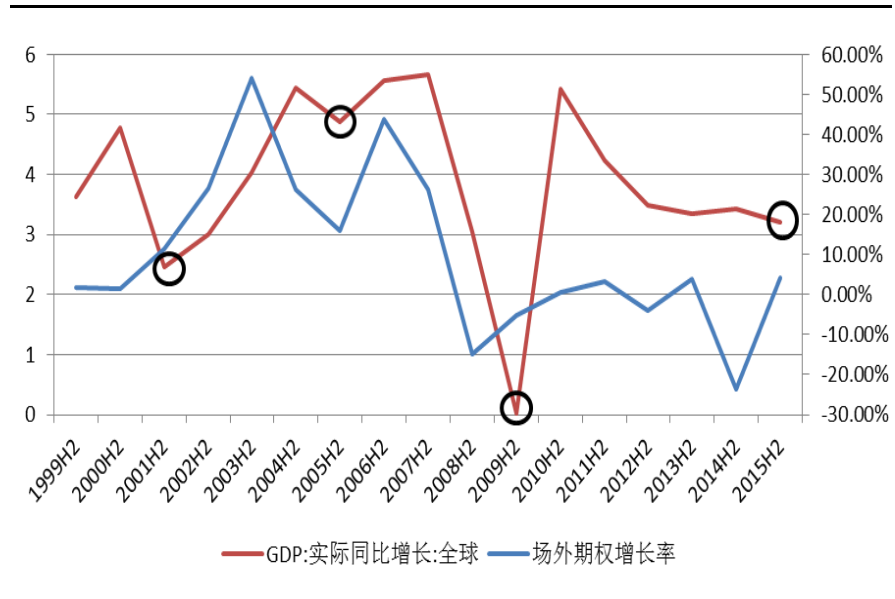
从增长率来看, 相比于场外衍生品整体规模的变化, 场外期权规模的变化波动更加剧烈, 2008 年下半年金融危机全面爆发时期场外期权规模出现大幅下降, 下降比例高达 25.17%, 当经济形势不乐观的时候, 交易者的风险偏好程度降低, 更不愿意使用高风险的期权产品。同样大幅度的下降比例出现在 2014 年和 2015 年的下半年。除了市场参与者的风险厌恶程度会影响到场外期权的使用外, 对未来经济形势的预期也会对场外期权的应用造成影响, 因为期权作为一种规避市场波动风险的工具, 当预期未来经济低迷的时候, 会选择提前使用场外期权规避风险, 需求的增加会拉动场外期权规模的上升。

图 6: 场外衍生品与场外期权的变动情况



资料来源：BIS，渤海证券研究所

图 7：全球经济增长率与场外期权增长率

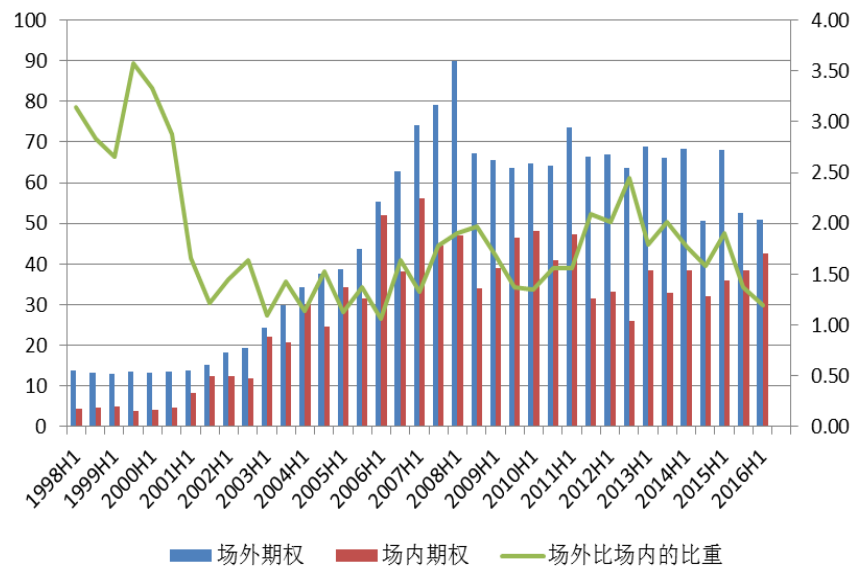


资料来源：Wind，渤海证券研究所

### 3.2 场内期权

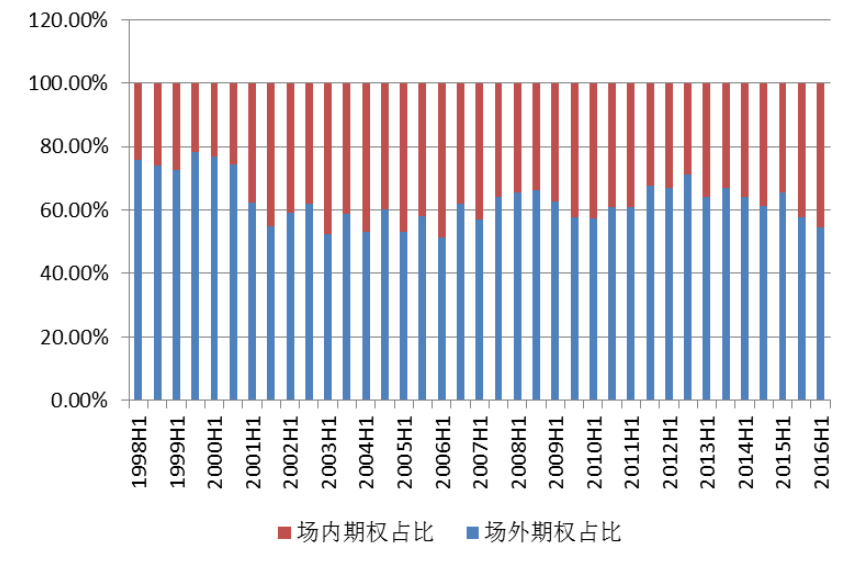
对于期权市场来说，其交易主要以场外为主，1998年至2016年场外期权占期权市场的比重平均为63%，比重始终高于场内期权。与场内期权相比，场外期权因为其个性化的特点，规模更大，早期场外期权规模是场内期权的2.5倍以上，从2001年开始场内期权规模大幅提升，场外比场内的比重有所下降，但至今仍围绕着1.5倍上下波动。

图 8：场外、场内期权名义本金规模



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

图 9: 场外、场内期权名义本金规模比重



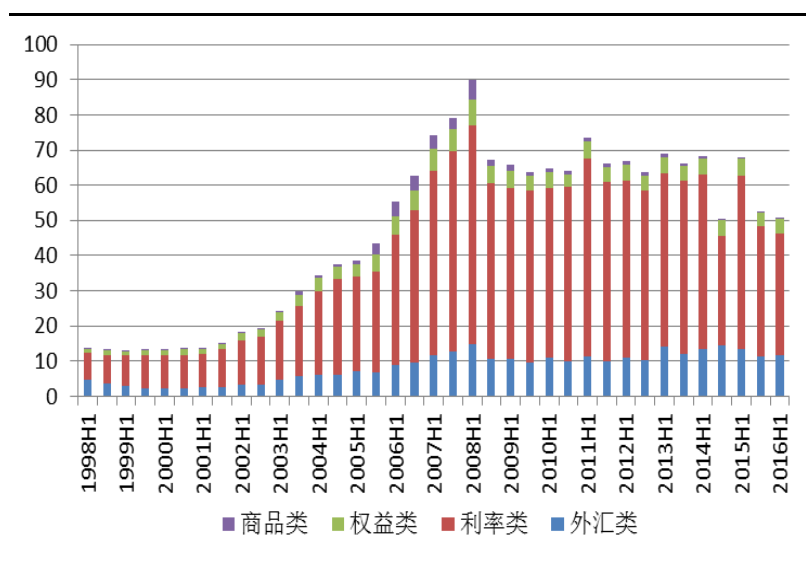
资料来源: BIS, 渤海证券研究所

### 3.3 场外期权标的

场外期权的标的主要以利率和汇率为主，占比约 90%，而权益类期权并没有集中在场外交易，占比仅 8%左右，以商品为标的场外期权规模最小。在 2008 年上半年，各类型场外期权名义本金规模均达到峰值，资本市场的过度投机和场外交易高信用风险的积聚也在一定程度上促使金融风险的全面爆发。

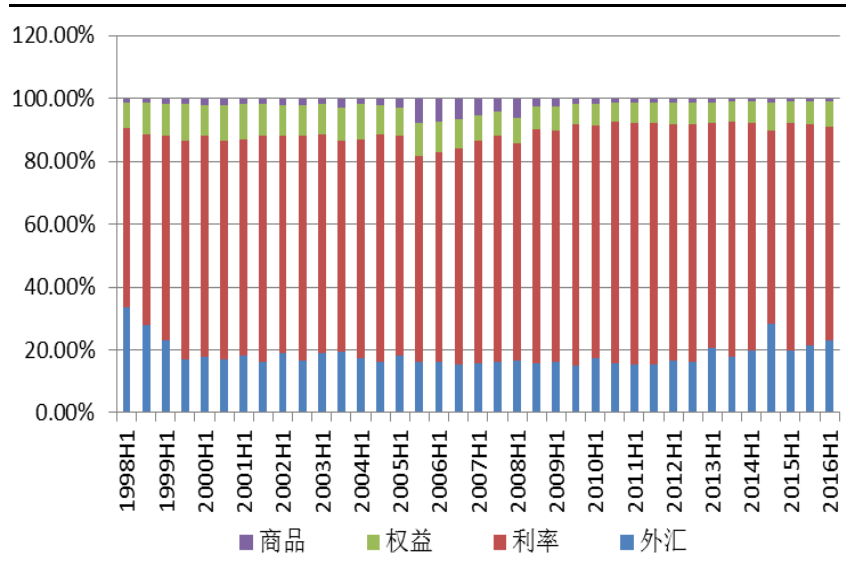
利率类场外期权的名义本金规模最大，远远超过其他品种的场外期权，主要是因为利率是市场上最基础的标的，实体企业和国家都会受到利率的影响，所以利率类场外期权的使用最广泛。利率类场外期权是对冲利率风险的主要工具，其可以将贷方的利率风险暴露转移到市场中进行对冲，同时还可以通过利率类场外期权进行理财投资，通过对利率走向的判断，购买相应的期权获利。最早的利率类场外期权是利率上限期权，后来出现了利率买权、利率卖权、利率下限期权、利率双限期权、利率互换期权等。

图 10: 各类型场外期权名义本金规模



资料来源: BIS, 渤海证券研究所

图 11: 各类型场外期权规模占比



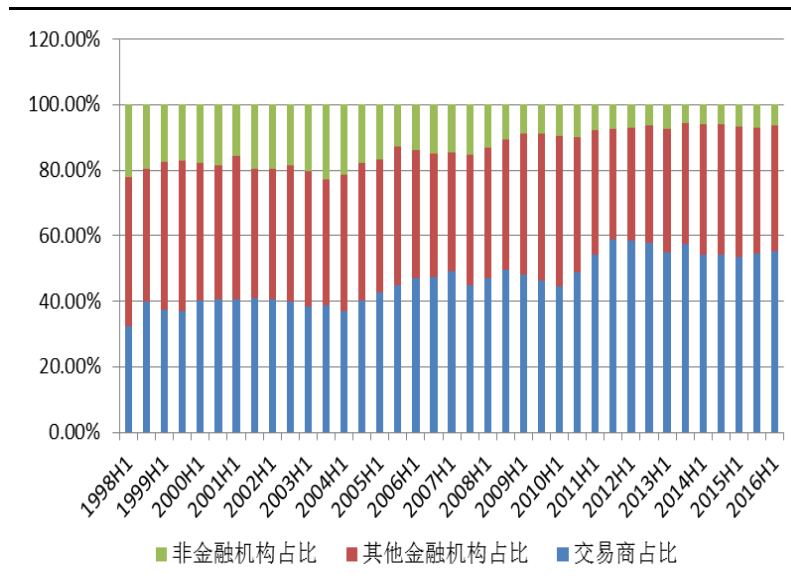
资料来源：BIS，渤海证券研究所

### 3.4 场外期权交易者结构

场外期权的交易对手方主要有三类：交易商、其他金融机构和非金融机构，其中交易商要求具备更高的资金实力和信用水平，除了担任中介机构的角色外，还要能够以自有资金交易场外期权，承担交易和对冲的风险。早期场外期权主要以撮合交易模式为主，交易商占比较少，低于其他金融机构占比，但随着场外期权市场的快速发展壮大，做市模式越来越成熟，交易商占比超过 50%。

2016 年上半年，交易商占比达到 55.18%，其他金融机构占比为 38.34%，非金融机构占比 6.48%。场外期权交易主要以金融机构参与为主，非金融机构参与度呈现递减的趋势，原因可能是金融机构的专业性更强，更适合使用具有复杂结构的场外期权，未来非金融机构将会更专注于自己的主营业务，而选择依靠专业的金融机构间接使用场外期权。

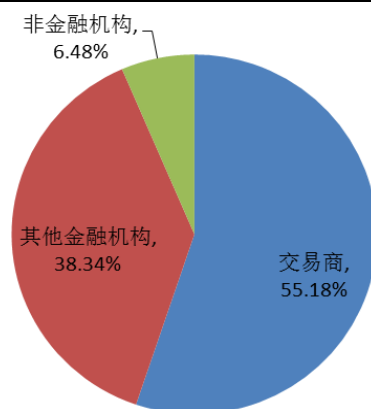
图 12：1998 年至今场外期权参与者结构



资料来源：BIS，渤海证券研究所

图 13：2016 年场外期权参与者结构



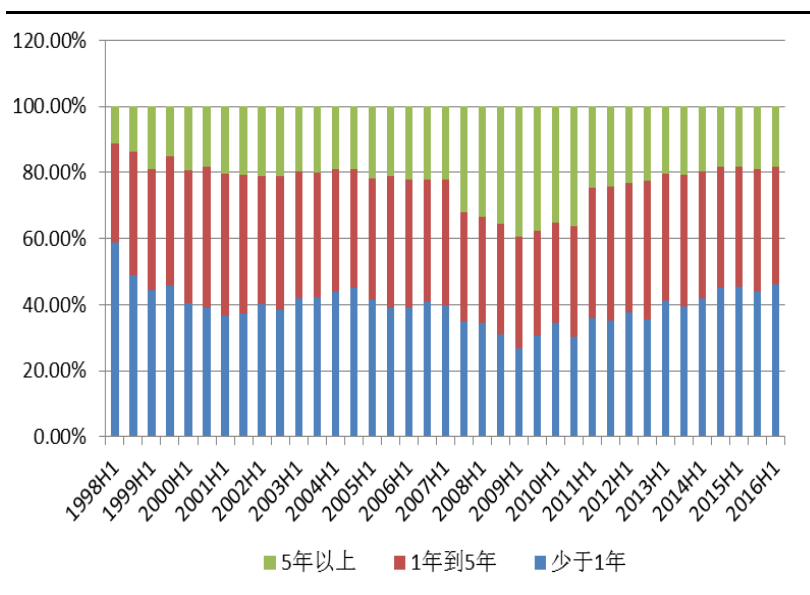


资料来源：BIS，渤海证券研究所

### 3.5 场外期权期限结构

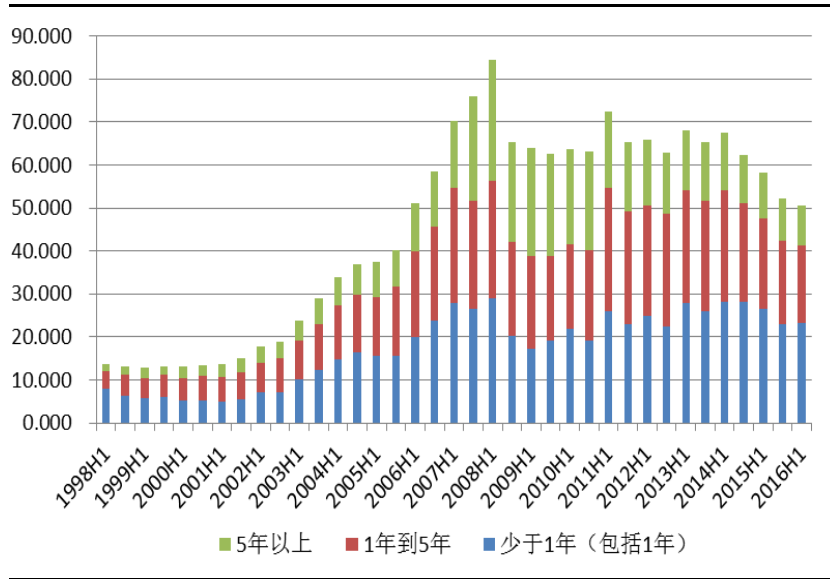
整体来看，场外期权的期限结构主要以短期为主，尤其是早期，少于1年期的产品占比最高，在50%以上，但在2008年至2012年期间，1年到5年期的产品需求增加，超过了1年期产品的占比，在2008年至2010年期间，5年期以上的场外期权产品占比达到峰值，与其他期限品种均衡发展，但近几年5年期以上的场外期权产品规模呈现下降的趋势。区别于其他标的场外期权，利率类场外期权主要以1年到5年期的产品为主。

图 14：场外期权期限结构



资料来源：BIS，渤海证券研究所

图 15: 各期限利率类场外期权名义本金规模

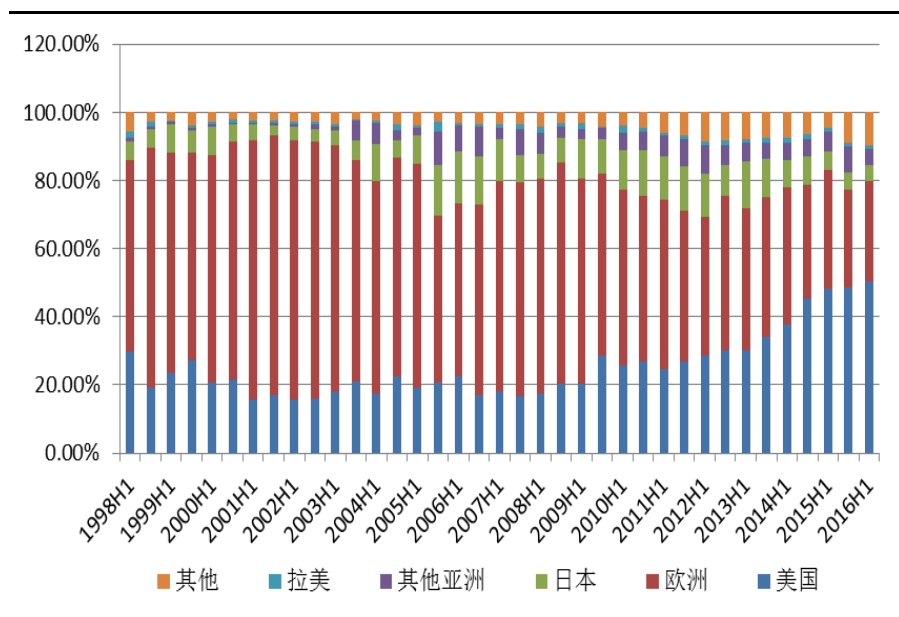


资料来源: BIS, 渤海证券研究所

### 3.6 场外期权地域分布

权益类场外期权地域分布的集中度较高, 始终集中在欧美地区, 占比达 70%以上, 2014 年之前, 欧洲权益类场外期权的规模高于美国, 但美国一直呈现上升的趋势, 2015 年开始反超欧洲, 在 2016 年上半年, 美国权益类场外期权的规模约是欧洲的 2 倍, 较 1998 年的 3350 亿美元的规模翻了 6 倍。

图 16: 权益类场外期权地域分布



资料来源：BIS，渤海证券研究所

## 4.海外场外期权发展对我国的启示

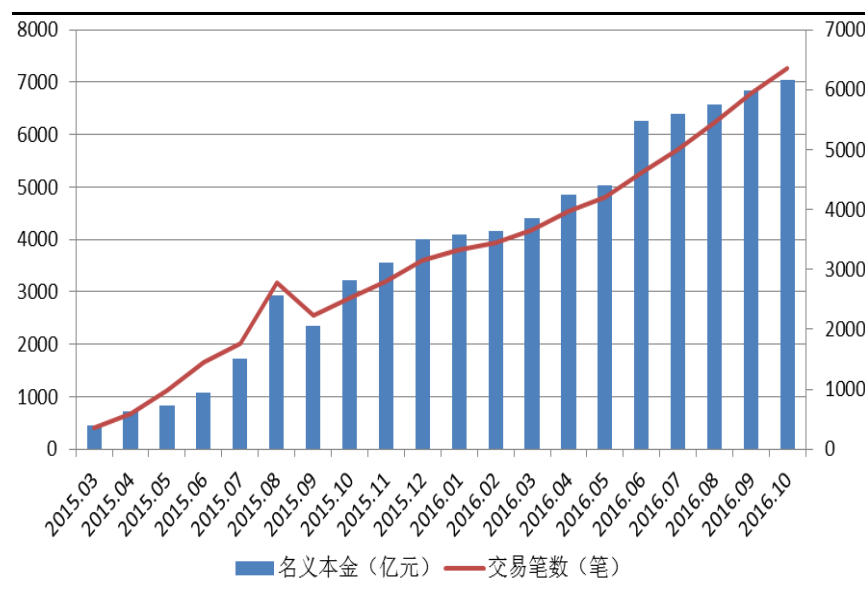
### 4.1 我国券商场外期权发展概况

#### 4.1.1 我国券商场外期权规模

2013年8月19日，我国首只券商的场外期权诞生，去年起券商的场外期权业务得到快速发展，从2015年3月截止到2016年10月，我国累计场外期权交易名义本金为7033.44亿元，累计交易6354笔，与全球场外期权交易规模相比，我国场外期权发展规模还比较小，处于发展的初始阶段。

从变化趋势上看，在全球场外期权规模下降的情况下，我国场外期权的规模始终呈现上升的趋势，但是在2015年9月因为调高股指期货交易保证金、调低日内开仓量等一系列严格管控的措施出台，场外期权规模和交易量有所缩减，同年10月又开始回升，恢复较快，说明我国发展场外期权的势头较好。

图 17：我国场外期权规模

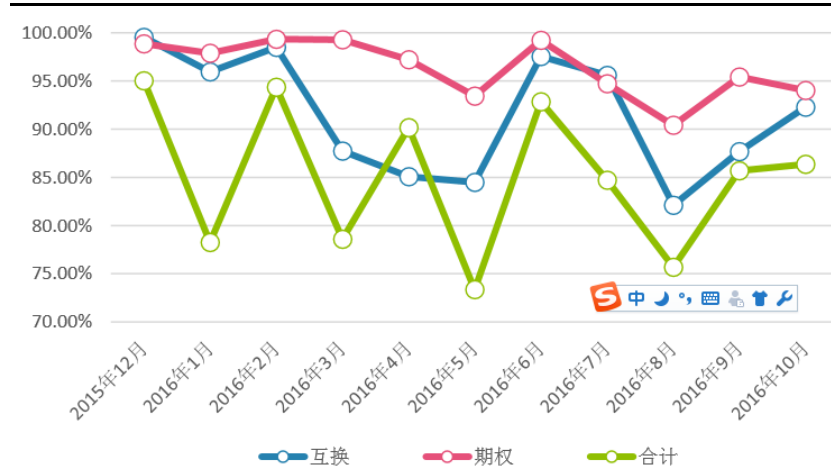


资料来源：中国证券业协会，渤海证券研究所

#### 4.1.2 我国券商场外期权集中度

我国券商发行场外期权的集中度较高，在 90%以上，高于互换的集中度，我国场外期权的发行多是集中在几家规模较大的券商，包括平安证券、中信证券、中信建投、招商证券、国信证券、申万宏源等，场外期权业务的市场化程度较低，存在着信息不对称。

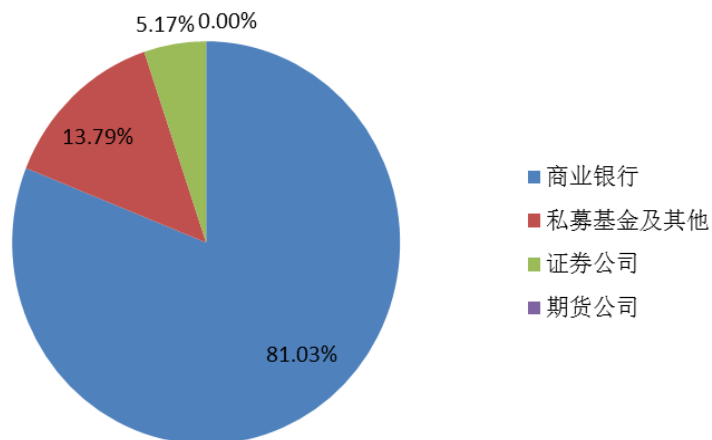
图 18: 我国证券公司新增场外衍生品交易集中度情况



资料来源：中国证券业协会，渤海证券研究所

从场外期权购买方的角度来看集中度，商业银行与私募基金是场外期权的主要交易机构，在 2016 年 10 月新增场外期权交易中，商业银行高达 81.03%，我国券商在开展场外期权业务前会对客户进行适当性分析，作为场外期权的卖方更倾向于选择资金规模较大、信用水平较高的商业银行作为交易对手方，以防止发生严重的信用风险。

图 19: 我国证券公司 2016 年 10 月新增场外期权交易对手情况



资料来源：中国证券业协会，渤海证券研究所

## 4.2 海外场外期权发展优势

### 4.2.1 健全的法律法规

美国针对场外交易有健全的法律制度，是根据市场的变化发展不断优化完善的，1934年的《证券交易法》开始实施时，仅授权 SEC 对场外市场进行规范化建设，必要时建立适当的场外市场规则，1936 年对《证券交易法》进行修正时，细化了场外交易的法则，明确规定了 SEC 的权利和职责。除此以外，场外交易市场成立了独立的自律协会进行自律监管，1939 年在美国证监会注册成立的 NASD 制订了一系列的自律监管法规，推动了场外市场的健康发展。而我国场外市场起步较晚，发展时间短、经验少，关于场外衍生品的法律法规还有待完善，因此应该结合场外交易特点制定详细、适当的法律制度，并随着市场的变化不断调整完善。

### 4.2.2 完善的监管体系

监管体系主要由四部分内容组成：政府监管，自律监管，中介监管和国际监管合作。不同的国家，场外期权发展的动力不同，针对其监管的重点也有所不同，欧美场外衍生品市场的发展主要受市场所推动，所以监管以自律为主，韩国、新加坡等一些新兴经济体的场外衍生品市场的发展主要由政府所引导，所以监管以政府监管为主。

政府监管方面，例如美国的政府监管采用多机构并行管理的模式，主要的监管机构是联邦商品期货交易管理委员会（CFTC）和联邦证券交易委员会（SEC），前者主要负责期货市场的监管，后者主要监管证券市场，商业银行作为场外期权的重要参与者会受到联邦储备委员会（FRB）和货币监理署（OCC）的严格监管。英国在 2008 年金融危机前对场外期权的监管采用单一监管体系，在危机后进行改革，采用“准双峰”制，以英格兰银行为主导，金融政策委员会负责宏观审慎监管，监管金融服务行为的金融行为局与审慎监管局共同负责微观监管，宏观审慎与微观监管机制相互协调与平衡。

自律监管方面，国际掉期交易协会（ISDA）制定的系列协议，包括主协议、信用支持文件、交易定义文件，是现在国际场外衍生品市场交易中的标准化协议，被广泛应用。ISDA 的标准化协议增加了合约的流动性，降低了交易成本。

目前我国场外市场的监管体系仍然是“一行三会”的体系，根据交易的主体分别由银行业、证券业或保险业的监管者负责监管，会存在监管权限冲突和协调困难等问题，我国的自律监管发展起步较晚，不够成熟，2007年银行间市场交易商协会成立，2012年中国证券业协会才开始对场外衍生品进行自律监管。

### 4.2.3 集中清算制度

目前场外衍生品中进行集中清算的产品多是集中在利率类，为了降低场外市场的系统性风险，需要加大集中清算的比例，建立中央交易对手方。充当交易中的买方和卖方，保证交易的顺利执行。美国、英国、欧盟拥有多个中央交易对手方，而中国目前只有上海清算所，可以清算的衍生品类别也只包含利率、外汇和商品类，权益类和信用类的衍生品不包含在内。

### 4.2.4 电子化交易平台

电子化交易平台在推动集中清算、扩大市场参与范围与交易规模、降低参与者成本以及促进场内外均衡发展等方面具有优势。CME于2002年推出的Clear Port场外衍生品清算平台通过中央清算所与欧洲清算所对各个类别的场外衍生品进行清算，并通过场内交易的优势，将场内外产品结合构造组合，降低组合保证金的占用。目前我国大部分券商的场外交易都是通过报价系统来实现，今后还需要继续完善报价系统，充分发挥其优势发展成为中央交易对手方。

### 4.2.5 做市商机制

场外期权交易集中于欧美地区，欧美市场拥有以做市商为主导的投资者结构，做市商为整个市场提供了流动性，由于做市商往往具有较强的资金实力，具备较高的信用水平、风险控制能力以及专业知识水平，能够根据投资者的需求设计出多样化的产品，降低市场的波动风险，减少市场的投机情绪，使市场运行更加理性化，考虑到场外期权本身是一项复杂的产品，相比于场内期权风险更高，因此更加需要理性的机构投资者来维护市场的稳定。我国券商应不断提升自己的专业水平、资金实力以及风险管理水平，创新场外期权的业务模式，丰富场外期权的产品类型，发展场外期权的做市商机制，促进场外期权市场的发展。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**重要声明：** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 渤海证券股份有限公司研究所

## 副所长 (金融行业研究&amp;研究所主持工作)

张继袖  
+86 22 2845 1845

## 副所长

谢富华  
+86 22 2845 1985

## 汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
张冬明  
+86 22 2845 1857

## 计算机行业研究小组

王洪磊  
+86 22 2845 1975  
朱晟君  
+86 22 2386 1673

## 环保行业研究小组

林徐明  
+86 10 6878 4238  
刘蕾  
+86 10 6878 4250

## 电力设备与新能源行业研究

伊晓奕  
+86 22 2845 1632

## 医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)  
+86 10 6878 4237  
王斌  
+86 22 2386 1355  
赵波  
+86 10 6878 4256

## 通信&amp;电子行业研究小组

徐勇  
+86 10 6878 4235  
高峰  
+86 10 6878 4251  
宋敬祎  
杨青海  
+86 10 6878 4239

## 家用电器行业研究

安伟娜  
+86 22 2845 1131

## 传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2386 1319

## 机械行业研究

李骥  
+86 10 6878 4263

## 新材料行业研究

张敬华  
+86 10 6878 4257

## 食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

## 休闲服务行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

## 证券行业研究

任宪功 (部门经理)  
+86 10 6878 4237  
洪程程  
+86 10 6878 4260

## 金融工程研究&amp;部门经理

崔健  
+86 22 2845 1618

## 权益类量化研究

潘炳红  
+86 22 2845 1684  
李莘泰

## 衍生品类研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
李元玮

## CTA策略研究

郝惊  
+86 22 2386 1600

## 基金研究

刘洋  
+86 22 2386 1563

## 债券研究

王琛皞  
+86 22 2845 1802

## 流动性、战略研究&amp;部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

## 策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
杜乃璇  
+86 22 2845 1945

## 博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究  
+86 22 2845 1605  
朱林宁 量化·套期保值模型研究

## 综合质控&amp;部门经理

郭靖  
+86 22 2845 1879

## 机构销售·投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995

## 行政综合

白骐玮  
+86 22 2845 1659



## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)