

日前，深交所正式发布与股票期权业务相关的《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等文件，A股将要进入股票期权时代。有分析认为，股票期权可以为机构投资者提供新的投资选择以及规避风险的工具，将更多地强化机构投资者的交易优势。情况是这样吗？

散户投资者地位或更加弱化

曹中铭

12月7日，深交所正式发布与股票期权业务相关的《股票期权试点交易规则》(下称《交易规则》)等10项规则和《股票期权试点证券公司经纪业务指南》(下称《业务指南》)等4项指南，并从当日起开始实施。这或许表明，A股已开始步入股票期权时代。

事实上，早在四年前沪深交易所就为推出股票期权开始做准备。如2015年1月，深交所就开展了股票期权全真业务演练。当年2月9日，上证50ETF期权在上交所上市交易。试点四年多来，市场运行平稳有序，产品功能逐步发挥，在培育市场、培养人才、积累经验等方面为扩大试点打下了基础。

期权是一种权利，期权买方有权在约定时间以约定价格买入或卖出约定数量标的资产。股票期权包括ETF期权与个股期权。通常的交易模式是，期权买方支付权利金，以获取权利;期权卖方收取权利金，承担相应的义务。在沪深交易所挂牌交易的股票期权采用标准化期权合约，合约主要包括合约标的、合约类型、合约单位、合约到期日、行权价格、交割方式等六大要素。股票期权主要可发挥风险管理、多元化交易、降低买入成本，以及增强持仓收益等方面的作用。因此，推出股票期权是非常有必要的。

股票期权时代的来临，是资本市场发展到一定阶段的必然。同样作为风险管理与风险对冲的工具，如果说股指期货是投资者用来规避大盘风险，或从中获取收益的话，那么股票期权将成为投资者规避个股风险，或从个股中获取收益的工具。

不过，与融资融券、股指期货、科创板等一样，股票期权也建立了投资者适当性管理制度，门槛同样为50万元。50万元的高门槛，显然不是一般中小投资者，特别是散户投资者所能达到的高度。更重要的还在于，股票期权将能为市场引入大量长期资金的同时，机构博弈将成为主流。

如今的A股市场，散户投资者有越来越被边缘化的趋势。股指期货、两融业务、科创板以及股票期权等，都设立了50万元的门槛，建立投资者适当性管理制度的目的，其意在防范风险，保护中小投资者，但由于门槛的存在，客观上也导致中小投资

者无法进行风险管理，无法进行风险对冲。从这个角度上讲，这对中小投资者是不公平的。

A股市场需要去散户化吗?至少从目前的情形看，去散户化任重而道远，也不是在短期内就能完成或实现的。既然在短期内无法实现去散户化，如何保护散户的权益，如何不让散户被边缘化才是需要重视的。否则，我们一边高喊保护中小投资者的利益，一边又不断出台措施去散户化，本身就显得非常的矛盾。而且，也会导致保护中小投资者利益变成一句空话。

在A股市场，机构投资者需要风险管理的工具，作为中小投资者，作为散户，同样需要对冲风险的工具。其实，在这方面，作为市场的监管者并非无所作为。比如，股指期货虽然设置了50万元的门槛，但我们也可推出“迷你型”股指期货。而从境外市场的案例看，“迷你型”期指无论是从成交活跃度、成交金额、受关注度等方面，都比相关的期指要强得多。在股指期货实现平稳运行之后，推出“迷你型”期指也应该提上议事日程了。如此，中小投资者的地位才不会越来越弱化。

不该将中小投资者挡在大门之外

皮海洲

倍受市场期待的股票期权终于来了。日前，深交所正式发布与股票期权业务相关的《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等文件，这意味着股票期权正式降临A股市场，A股将进入股票期权时代。

这对于A股市场来说，是具有里程碑性意义的重大事件。虽然对于A股市场来说，股票期权并不是完全陌生的一个概念，但此前A股市场里所提及的股票期权，通常都是与股权激励相对应的，是上市公司股权激励时专用的一个概念或工具。而深交所提到的股票期权，是指买方在交付了期权费后即取得在合约规定的到期日或到期日以前按协议价买入或卖出一定数量相关股票的权利。这种权利是可以在市场上进行买卖交易的，而股权激励所涉及到的股票期权，只是这其中的一种形式罢了。

股票期权的推出之所以意义重大，一来是丰富了市场的投资品种，使投资者除了投资当前的股票之外，还可以对股票的未来权利即期权进行投资。而更重要的是，股票期权相对于股票现货的投资来说是一种避险工具。在没有股票期权的情况下，股票现货交易是一种裸泳，其风险是很大的，而有了股票期权，就相当于给股票现货交易穿上了救生衣。此外，股票期权的推出也是与国际市场接轨的需要，以顺应A股市场对外开放的需求，毕竟外资具有强烈的风险意识，对防范风险的工具有着强烈的需求。

股票期权的推出意义重大，但令人遗憾的是，股票期权又把广大的中小投资者挡在了大门之外。根据深交所的规定，股票期权的投资门槛是50万元，这就意味着A股市场最大多数的中小投资者将无法参与股票期权的交易，也无法用股票期权来避险，中小投资者的股票投资始终处于裸泳状态，这对于中小投资者是非常不公的，也不利于保护广大中小投资者的合法权益。与此相比，机构投资者的优势确实得以体现，中小投资者想不被机构投资者割韭菜都难。

如何保护中小投资者的合法权益，这是目前A股市场需要直面的一个现实问题。而为了保护投资者合法权益，A股市场出台了一项投资者适当性管理制度。对投资者进行适当性管理是很有必要的，但适当性管理制度不应该滥用，不能任何品种的推出都要对投资者进行适当性管理，这样的做法并不是真正的保护投资者，而只是粗暴地将投资者拒绝在门外。这就像游泳，游泳是有风险的，但如果一味地拒绝人们去游泳，那还有会游泳的人了吗？

因此一味地拒绝投资者并不是真正的保护投资者。而要真正保护投资者就要让投资者成熟起来。而要让投资者成熟起来，不是单纯的靠保护或者投资者教育所能够实现的，真正成熟的投资者是在大风大浪里成长起来的，是在熊市的摔跤中成长起来的，是因为投资亏损甚至是大幅度的亏损而成熟起来的。

所以保护中小投资者并不是要将中小投资者拒绝在大门之外。在这方面，投资者适当性管理制度不能滥用。除非像股指期货那样对投资者的资金存在较大的要求，如果资金上的需求不大或不明显，则不应限制中小投资者的参与。

## 机构桃花运

### 黄湘源

对于投资者来说，股票期权其实也不能算是很陌生的了。早在2015年，上交所就已经推出上证50ETF期权。尽管上市初期由于参与交易的投资者较少，并没有给套利党创造很好的套利机会，但截至2018年末，上证50ETF期权投资者账户总数已达到30.78万户，市场的波动很容易使高杠杆的期权价格出现更大的波动。随着交易空间的拓展，对冲作用的恰当运用不仅发挥了较高的资金效率，对投资者所持有的头寸也起到了一定保护作用。这次深交所推出的沪深300ETF期权，与上证50ETF期权既有所同也有所不同。如果说上证50ETF期权的投资标的是“超级大蓝筹指数”，那么，沪深300ETF期权则综合反映了沪深蓝筹股中最具代表性的300只规模大而流通性好的股票。沪深300ETF期权在持仓限额、风控处置、交易指令等七个方面与上证50ETF期权相比也存在一些差别。不过，这些差别总体上来说也只是相对细微的。所以，尽管它对于深市来说是第一个期权产品，但对于游走于沪深两市的投资者来说，不妨也可以说是“熟悉的陌生人”。

值得注意的是，很多媒体在介绍深交所这次所推出的股票期权产品时，都只提到了沪深300ETF期权，并没有注意到相关期权合约标的选择并非只有ETF，而是股票和ETF两者皆可的。正因为如此，投资者对于股票期权不可能因为自己不参与或不主动参与其相关交易而置身事外，股票期权的做空机制也不会因为你手里没有对冲工具而手下留情。在激烈的市场波动中，有人可以通过做对冲而保住自己的头寸甚至大获全胜，而不具备对冲手段的人就只能被动挨打。之所以说股票期权是非同一般的“熟悉的陌生人”，一个很重要的原因也正在于此。

无可否认，股票期权的推出是市场化的题中应有之义。在MSCI等国际知名指数成分股相继扩大对A股重要股票纳入比例的情况下，做空机制的完善也是完善市场功能，更好地吸引包括外资在内的中长期资金入市的必要保障。股票期权的推出虽然并不改变市场的基本面，但风险管理手段的增加对于进一步优化市场运行环境，预警并疏导系统性风险，显然是有很大好处的。包括社保基金、养老金、保险资金、公募基金、私募基金在内的机构投资者等于吃了一颗定心丸，证券、期货等金融机构则更是如虎添翼。这对于他们更好地丰富多元化发展的内容，做大基础产品规模，改善投资策略，拓展创收渠道，也将起到一定的推动作用。在某种意义上，股票期权的推出不啻机构投资者和证券、期货等金融机构的桃花运。

凡事有其利必有其弊。期权交易本身毕竟是带有一定的杠杆系数的，即使对于比较成熟的机构投资者也不等于没有风险，本小力薄的个人投资者就更是如此了。目前，中国股市个人投资者所占比例还很大，无论是股票期权还是股指期货虽然无不规定了一定的入市门槛，但是，即使拥有50万资金，在机构大鳄面前也不过是不堪一击的小儿科，更何况还有被杠杆所加倍放大的极大风险呢！对于更多被拦在门外的散户来说，名为保护的入市门槛实际上等于解除了他们的武装。他们即使不去或不可能去参与股票期权的交易，但是，当股票期权标的股票或者整个股指都遭遇做空的时候，由于缺乏对冲机制的保护，毕竟还是难以避免被割韭菜的宿命。对此，决定政策的人们难道不也应该作更多的反省或者反思吗？