

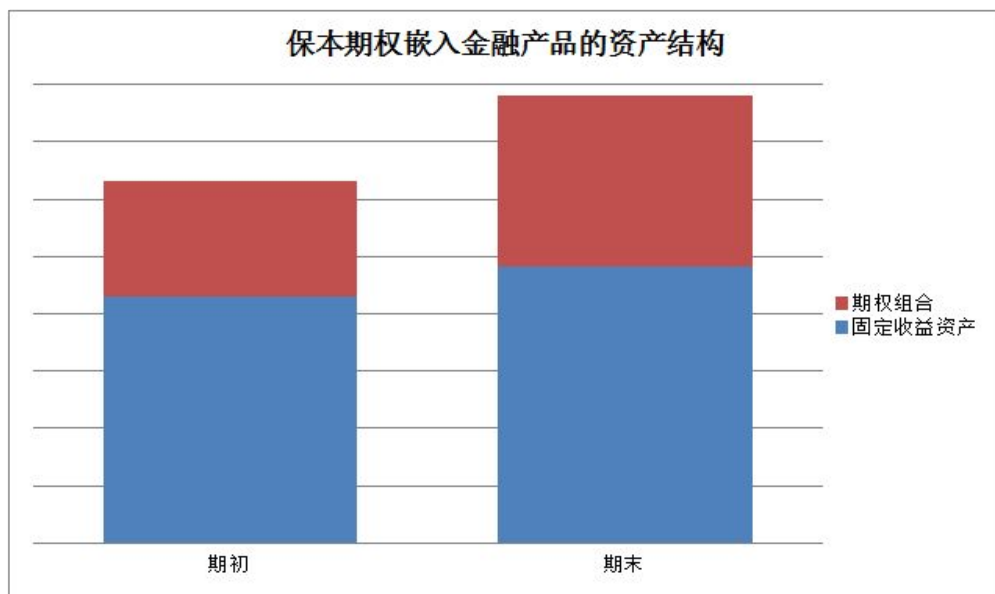
# 金融机构可用好期权进行业务拓展

长江期货 李富 严辰旸

我国金融机构对期权的利用中，结构性产品占据了绝大多数，其中，又以保本（或不完全保本）结构性产品为大多数，这符合阶段性的市场需求。结构性金融产品（Structured Financial Product）指将固定收益证券的特征和衍生品特征相结合的一类金融产品。结构性产品运用了金融工程中的结构方法，将一系列金融资产和和衍生品相结合，确保风险可控和资金收益。一般而言，构造一项结构性产品可以参考三个主要要素：

- 1、挂钩标的。结构性金融产品挂钩的标的物一般有外汇、利率、股票和股票指数、大宗商品及其指数、信用或一系列资产组合。
- 2、固定收益证券。银行存款、债券、保险单或共同基金等。
- 3、金融衍生品。期权（最为常见）、远期、互换等。

简单地说，保本结构性金融产品可以理解为固定收益证券和金融衍生品的组合。其中，又以期权类结构产品在各类金融机构中的运用最为广泛，如结构性存款、期权类理财产品、基金等。



也正是由于期权金融产品的组合特点，使金融机构在利用期权类金融产品时具有风险可控和形式多样化的特点。由于保本比率在期初已经确定，大部分投资于固定收益资产的资本金可以享受无风险利率或近乎无风险的收益，而投入期权市场的资本金则可以利用期权的高杠杆获取收益。另一方面，从形式上看，金融机构可以选择完全本金保证和不完全本金保证以适应不同风险偏好的投资者，也可以选择不同的期权组合来适应对市场走向的不同预期。

因此，这一类金融产品的设计具有复杂的特点，期权组合多样，条款设计上也有充分的浮动空间，因而期权类金融产品受到了各类金融机构的青睐。

虽然保本结构性产品的形式和组合不一而同，但一般而言，从是否保本的角度进行分类，可分为保本产品与不保本产品。对保本产品来说，其主要结构是以债券保底，期权参与收益。在保本结构性产品中，典型代表是保本票据，其主要结构是固定收益资产和期权组合的形式，其中看涨型保本票据为固定收益资产加看涨期权多头；看跌型保本票据为固定收益资产加看跌型期权多头。通过将主要头寸购买固定收益资产保证本金安全，剩余头寸投入风险较高的期权等衍生品工具，以期获取额外收益。其中，额外回报的分配比率在产品发行之初便会在发行机构与投资者之间进行约定。为了调节杠杆比率，根据保本比率的不同，投入到衍生品工具的比率也有所不同。风险资产，也就是期权，投资额度取决于“风险乘数×（集合计划资产总值－保本底限）”的金额。风险乘数的灵活调整决定了此类产品最终收益率的高低。当最低保险额度一定，风险乘数越大，则风险资产投资比例越大。如风险资产表现越好，则组合保险策略收益率也越大。

根据挂钩标的物的不同，期权类金融产品也可分为：利率挂钩型、股票（股指）挂钩型、汇率挂钩型、信用挂钩型、商品挂钩型或其他品种，如奇异期权等。

1986年美国所罗门兄弟公司发行了最早的期权嵌入的结构型产品：S&P500指数联动产品，这是一个付息的低利率债券和S&P500看涨欧式期权的组合。根据彭博社的统计，目前此类产品的市场规模达11.4亿美金。而我国最早的结构型理财产品是以外汇结构性存款出现的。目前，在我国的金融机构中，期权类结构型产品主要有三种主要形式形式：银行理财产品，基金类资管产品和券商类资管产品等。其中，银行产品主要分为保本浮动收益和非保本浮动收益等产品；基金类产品又分为基金一对多产品和专项计划产品。

在目前公开发售的理财产品中，投资经理的策略目标是战胜基准并获取较好的收益相对排名，因而偏好采取相对简单的投资策略，较少采用动态对冲策略。常用的期权组合包括：做空看涨期权策略，即持有股票组合的同时通过做空看涨期权达到避险增值的目的；做多认沽期权策略，即在预期市场下跌幅度较大，同时不希望措施组合上涨的收益时采取的策略；做空牛市价差期权，也即做空一个低行权价的认购期权同时做多一个期限相同的高行权价的认购期权，在市场下跌时受到保护。

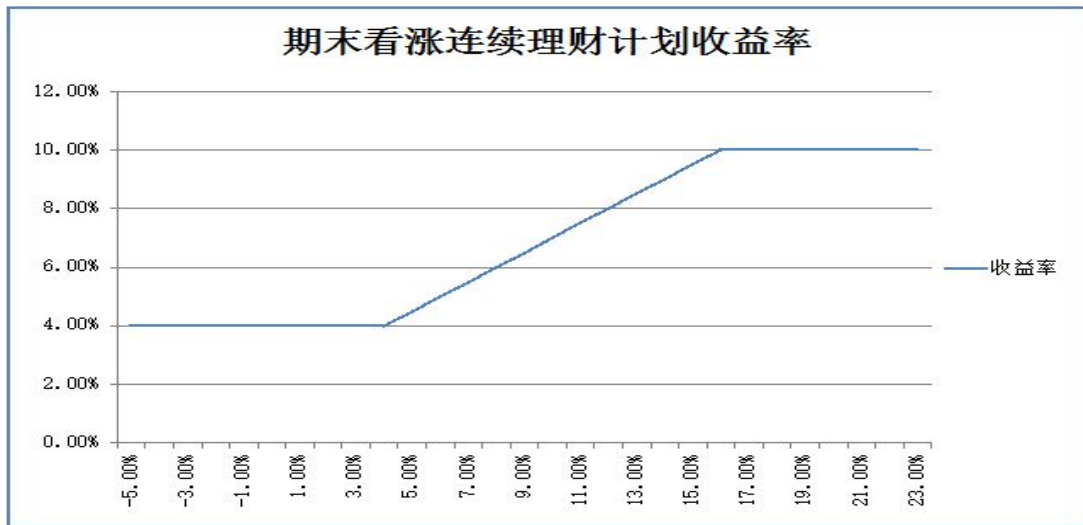
下面试举一例市面上销售的保本期权嵌入结构产品。

招商银行焦点联动系列之股票表现联动（广汽集团601238）期末看涨连续型理财计划，这一理财计划的期限为113天，认购起点五万元，销售费率0.5%（年），标的股票为广汽集

团。它的收益率确定如下：

年化理财收益率	固定收益率+浮动收益率
固定收益率（年化）	4%
浮动收益率（年化）	系数*min（12%，max(0, R-4%)）
R	期末股价/期初股价-1
系数	0.5

根据上述确定方法，我们可以画出这一理财计划的收益率曲线：



从未来发展趋势来看，这一类保本期权嵌入型结构产品对储蓄的替代效用较大。随着居民收入的提高和理财意识的加强，将会有越来越多的投资者选择用保本型期权结构产品替代定期存款。因而可以有效的将我国居民存款余额引入理财市场，有着广泛的发展前景和市场空间。

其次，从金融机构利用期权工具的方法上来看，目前国内金融机构利用期权进行产品设计的方法都比较单一，大都是 CPPI 策略或 TIPP 策略。国内金融机构在利用期权方面也将会进行更多有益的探索，学习国外先进经验，设计各类动态对冲机制，丰富期权策略，为市场提供风险收益特征更加鲜明的产品。

最后，随着我国衍生品市场和相应监管体系的不断完善，期权在金融机构中的运用空间也将更加广泛。随着场外衍生品市场逐渐放开管制，市场交易逐渐活跃，交易量日渐扩大。流动性的提高给金融机构灵活运用期权进行金融工程设计提供了更多操作空间，也使得金融机构可以为投资者提供更加多样化的金融产品。而从场内市场的发展来看，股指期货和个股期权也都推出在望。未来的场内股指期货一方面可以直接成为投资标的，另一方面也可以成为对冲工具，这都将有效促进结构化产品市场的发展。