

■权证知识普及教育系列讲座之五

再谈权证创设制度

□上证所投资者教育中心主持

创设制度是指在权证上市交易后，部分有资格的机构可通过申请来增加与原来条款一致的权证的供应量的机制。理论上，权证机制兼具套利和做空机制双重功能，对减少权证市场泡沫、抑制极端供需失衡现象有非常重要的作用；应用于实际，权证创设始于武钢权证。而从那时起，围绕创设制度的争议就一直未曾中断，其中许多纠缠于市场各方的利益之争，而未能着眼于当前权证市场所处的阶段，来全面看待这一问题。本文试图从创设制度实施的背景、作用以及其对市场发展具有的重要意义来和读者进行更深层次的探讨。

一、创设机制的由来

1、供求关系不平衡是导致权证高溢价和价格异常的主要原因

自从2005年8月22日第一只权证宝钢JTB1上市以来，权证市场就吸引了风险偏好投资者的极大关注，交投非常活跃，成交金额巨大。宝钢JTB1上市第一天在集合竞价就被拉至涨停价。第二天，宝钢权证打开涨停，当天成交额达21.15亿，占到两市A股总成交的14%。在叫停多年之后，权证再次“盛装”上路，但其作为股改对价支付的特殊性所导致的相对稀缺，从一开始就为权证日后饱受炒作种下了种子。

T+0的交易特性，以及权证本身的稀缺性，使得权证很快成为市场投机力量的“新宠”，价格也开始脱离正股价格走势而行。上市4个交易日，权证溢价率就从上市之初的25%上升至39%。之后权证价格虽然一度回落，但资金追捧推动权证溢价率不断上升的趋势已经很明显，11月17日宝钢JTB1的溢价率已超过67%。

直到武钢两权证上市，权证供给有所增加后，宝钢JTB1溢价率才开始回落。但在武钢权证上市后的半年时间里，宝钢JTB1溢价率仍一直高于武钢认购10%左右。直到宝钢JTB1到期前不久，其溢价率才被武钢JTB1反超。对于接近正股走势的两只权证而言，武钢JTB1被大量创设，而宝钢JTB1未被创设，创设而产生的权证持续供给无疑是导致溢价率差异的重要原因。

从武钢权证开始，新的股改权证陆续上市。新权证增加了权证供给，但也提高了权证板块的关注度，导致市场对权证更加强烈的需求，推动权证市场更加活跃。2005年12月6日，权证市场总成交金额超过100亿，是两市A股总成交额的1.27倍，权证平均换手率超过100%。到2006年6月1日，权证只数已经达到26只，认购权证换手率仍达89%，认沽达69%，市场平均溢价率也超过30%。从溢价率和换手率的双双高企可以看出，权证备受关注的背后是供给的相对不足。而在居高不下的权证换手率下，价格暴涨暴跌的频繁出现也就成为了必然。

2、权证创设是抑制权证炒作的重要机制

8月26日至10月27日，宝钢JTB1累计下跌62%；10月27日到月底，宝钢JTB1最大涨幅达80%。权证炒作导致的价格暴涨暴跌令市场蕴含了巨大风险，也迫使新的监管措施陆续出台。11月2日，交易所对宝钢JTB1采取了“开市后停牌半小时，以警示风险”的措施，但参与炒作的主力资金继续出击，推动宝钢JTB1股价和成交量连续走高。

其后，上证所对异常交易账户进行调查，并处罚了相关营业部。受此影响，宝钢JTB1在权证上市后首次跌停，但在1天后再次上演巨幅震荡行情。作为股改时出现的附属产品，权证先天供求失衡以及其独特的杠杆性和T+0交易特性注定其必然要受到市场资金的追捧。因此，除监管层的大力监管外，还需要通过市场化的手段来解决。

从武钢权证开始，交易所及时推出了创设机制。2005年11月28日，首批10家券商创设的11.27亿份武钢认沽上市，市场扩容使得该权证开盘即告跌停，其余几只权证也同步走弱，权证溢价率显著下降，监管层对抑制权证过度投机的目的初步达到。虽然之后部分权证品种爆炒的情况仍时常出现，但权证创设的作用已充分体现。

实证检验表明，创设机制降低了异常波动，增强了市场的稳定性，提高了权证的定价效率，是抑制权证炒作的重要机制；此外，创设机制还能有效地降低标的股票的波动率，扩大市场容量，提高市场流动性。

二、创设机制的意义

1、引入创设有助于保护中小投资者和理性投资者的整体利益

在创设机制下，投机资金恶意炒高权证的成本加大。有很多投资者轻率地认为创设机制损害了权证持有人的利益，其实不然。权证的价值不受供给关系影响，是否存在创设机制并不会改变权证的真实价值。权证有最后清算日（即到期日），严重偏离真实价值的状态不可能长期存在，在到期日其价格必然回归内在价值。

创设机制的目的在于抑制过度炒做所导致的暴涨暴跌，在非理性的巨幅波动中，跟风炒作的中小投资者往往易遭受巨大损失。创设机制可以降低价格的非正常波动，当权证价格过高时，创设机制可以有效增加权证供应量，平抑过高的权证价格；定价偏差消除后，创设人可以从二级市场购回权证并注

销。

权证创设机制可以保护理性投资者的整体利益。理性投资者基于对正股的判断，通过权证交易获取杠杆收益，或者是作为风险控制的工具，而非盲目的跟风炒做。严重高估的权证，将增加理性投资者的成本，甚至将理性投资者排除在权证市场之外。例如，当前所有认沽权证均严重高估，希望通过购买认沽权证规避下跌风险的投资者不会进入权证市场；部分价格偏高的认购权证，看好正股的理性投资者，或者只能去买正股，或者需要付出比实际价值高得多的代价去购买认购权证。相对合理的价格，利于保护理性投资者的整体利益，恢复权证市场本来的功能。

2、引入创设是为了补足权证市场缺失的重要一环

在成熟的期权和权证市场中，做市商机制是其中非常重要的部分，如芝加哥商业交易所（CME）、伦敦国际金融期货和期权交易所（LIPFE）、香港交易所（HKEX）均设有做市商制度。做市商的一个主要职能就是平抑市场投机，当市场买卖力量严重失衡时，做市商可以并且有义务加入势单力薄的一方，迅速改变市场供求状况。在此过程中，做市商的报价会受到监管部门的监控，而且由于做市商报价一般以价值估算为基础，因此对于严重偏离其内在价值的过度投机现象，能发挥显著的抑制作用。

与之相应的是，当市场多数投资者作多时，做市商手中筹码有限，因此必须能够进行一定程度的做空交易，以维持交易的持续。创设制度正是补足权证市场这缺失一环的重要措施。

目前权证市场早已建立一级交易商制度，一级交易商扮演的角色与做市商类似，即其有义务对指定权证进行双边报价，维护市场流动性，校正买卖指令不均衡现象，增强市场透明性，抑制价格操纵。但在当前需求极其强烈、流动性过剩的权证市场中，一级交易商的力量相对薄弱。当权证价格相对低估时（如2006年华菱负溢价），交易商可以买入权证，以引导权证价格回归合理价值附近；而当权证价格高估时，相对于炒作力量，交易商的筹码就显得杯水车薪，只能任由权证价格继续暴涨，之后以暴跌的方式回归价值。

而在创设制度下，一方面，创设人有了更大的力量引领价格回归；另一方面，多个创设人之间会有竞争和约束，价格将趋向一致。在权证高估的情况下，如果某一个创设人的卖出报价距其他竞争对手差别太大，则其交易量会受到影响。因此在竞争下，创设人会尽早报出最能反映权证价值和市场情况的报价，从而避免了价格高估程度进一步扩大。

3、引入创设有利于向成熟的权证市场平稳过渡

一般而言，权证主要有以下三个功能：套期保值和风险管理、套利和投机。在以上三个用途中，权证首先是用于第一个用途，即用来套期保值和风险管理，其次是用于套利，最后的用途才是投机。而只有标的和条款合适、市场价格合理的权证才可用来进行套期保值和风险管理，因此判断一个权证市场是否成熟可以以该市场能否提供充分的、具备足够多样性的、价格合理权证为标准。

在境外成熟的权证市场，如香港、德国等地，既有上市公司自身作为再融资手段发行的股本权证，又有券商为满足市场需求发行的备兑权证，其中后者由于其灵活性、多样性已经成为市场主流。

以香港为例，权证数量超过2000只，其中备兑权证的交易额占市场的99%左右。在标的选择上，可供券商发行权证的股票涵盖了银行、地产、电信、石油天然气等多数行业的主要上市公司；在期限上，权证存续期从六个月到1.5年不等；行权价和行权比例的合理设计，使得权证价格在发行时一般不高。灵活的权证发行，与巨大的权证数量，给了香港投资者充分多样的选择，也避免了“全市场紧盯数只权证”的尴尬。而在价格引导方面，香港的做市商机制保证了权证价格不会偏离其内在价值过远，以波动率来衡量，权证隐含波动率相对于历史波动率的比例一般在1.5倍与0.5倍之间，这就确保了投资人总能以较为合理的价格投资权证。

反观内地权证市场，权证数量最多的时候也仅有20多只，仅为香港的百分之一，投资者可供选择的范围很小，单个标的证券对应的权证最多仅为两只。经过2年的牛市行情，多数权证已经处于深度价内或深度价外，也已不适合用于套期保值和风险管理。因此，投机炒作理所当然成为权证市场的主导。

而在内地权证市场开启之初，投资者对权证的理解需要进一步深入，发行人和配套制度均待完善的情况下，仓促推出备兑权证显然并不合适，在这种情况下推出的权证创设制度不能不说是一个合适的过渡性选择。首先，创设制度通过增加供给起到了抑制投机的功效；其次，投资人也通过创设制度逐步了解权证持续发行相对于股票“增发”的不同之处，对权证的理解更加深入；最后，创设也给了内地券商难得的“练兵”机会，增强了其风险控制能力，为未来发行备兑权证做了很好的铺垫。

三、制度缺位之憾——国内外经验与教训

1、国内权证市场经验总结——不对等的博弈

的最终所有者。本期国债于2007年12月13日起终止上市，同时停止新质押式回购对应的质押券的申报，质押券申报和转回代码为“090514”，简称为“0514质押”。

三、本期国债到期兑付由中国证券登记结算有限责任公司上海分公司代理并公告。

四、为保证本期国债兑付工作顺利进行，提高国债兑付效率，各会员单位务必做好本期国债兑付的各项准备工作，以保证投资者按时兑付到本金和利息。

上海证券交易
所
二〇〇七年十二月七日

“宝钢JTB1”已于2006年8月22日到期。作为第一只股改权证，第一只到期的权证，以及一直未被创设过的权证，宝钢权证的交易历程具备充分的“典型性”，来揭示国内权证市场的市场生态。

以日均交易金额把宝钢权证的投资人划分为大户（交易额超过50万元）、中户（交易额在10万到50万之间）、小户（交易额在1万到10万之间）和散户（交易额小于1万），根据上海证券交易所创新实验室在宝钢权证到期后完成的统计报告，大户的平均盈利24.7万，中户平均盈利2.5万元，而小户和散户普遍来看都是亏损的，大户的盈利能力远高于中小散户。收益结果清楚的显示了权证市场上各角色较为悬殊的力量对比，相对于大户，小户和散户是绝对的弱者。

上证所发布的另外一份名为《权证市场交易行为分析》的报告，则进一步揭示了各类账户参与权证市场的交易行为。在6月5日至6月30日的四周内，虽然大户的账户数量仅占总数的2%，但其交易金额占到了权证市场总金额的62%。相比而言，小户贡献的交易量为15%，机构和散户的交易量均不到2.5%。从操作手法来看，80%的大户每周要进行10次以上的交易，充分利用了权证T+0的交易特性，而接近四成的散户一周仅有一次交易。

显然，在权证投资的金钱竞技场，大户已经牢牢占据了博弈的主导权，无论是从资金量、操作手法，还是对市场的影响能力来看，大户都已经处于绝对强势；而力量的严重不对等导致中小散户在权证市场中明显处于跟随地位，当权证价格上涨时只能被动追赶，当价格下跌时则不得不承受损失。

当市场力量已经严重不对等，价格操纵也就成为必然，市场的价格发现功能更是无从谈起。这种情况下，需要能够平衡市场，引导价格回归的力量。而在单边做多市场中，一级交易商“抑跌不抑涨”的先天不足导致其无力担当这样的重任，在这种背景下权证创设机制才不得不被当作“救火队员”被推到前台。而在未来，只有当发行、增发机制逐步完善，市场供给充分，权证市场才能真正健康有序发展。

2、海外权证市场经验借鉴——香港权证“增发”制度之争

在2002年以前，香港权证市场曾对衍生权证发行总额实施限制，要求衍生权证发行总额不得高于已发行标的证券总额的20%或公众持有额的30%。但在实践中，由于对于发行额的限制限制了发行商增发权证的能力，供求失衡常常导致衍生权证出现价格异常，一旦权证出现偏离其理论价值的大幅飙升，就会导致高位买入的投资者遭受较大损失。因此，香港交易所基于广泛的市场咨询于2002年撤销了限额制，允许发行人在售出权证超过发行量的80%后增发权证，以增加市场供给，平衡供求关系。

2005年8月18日恒生指数大跌301.49点，大盘的下跌导致认购证纷纷跳水，使得许多投资者损失惨重。权证制度再次引发香港各界关于香港权证市场发展的大讨论，部分投资者要求管理部门重新审视权证“增发”等制度。因此，香港交易所和证监会就投资者关心的问题出台了咨询报告，以征求市场各方的意见。

针对是否应当恢复对发行人增发行为的限制的问题。部分投资者提出，无限制增发会导致供给过度，使权证价格过低，投资者受损。这一观点初看合理，但并未认识最终决定权证走势的是正股，增发只是促使权证价格回到其内在价值附近。香港证监会和交易所分析了香港权证市场的历史经验后认为，限制增发只会导致更大的价格失衡，最终损害投资者利益。基于此，为降低权证价格出现短期异常的机会，最终采取的措施是通过缩短增发受理时间等措施，来提高增发效率，目前香港交易所对权证增发申请的受理时间为4天。在在这一期间内市场仍可能会出现供低于求的情况，引起价格大幅上升，而在增发的权证上市后价格出现回落。香港交易所和证监会都认为，应当进一步降低发行的限制，减少市场的异动，具体的措施包括：缩短增发申请的处理时间，由原来的4天缩短为2天，使发行人能够更快地完成增发，同时提高现行增发条件20%的上限；为不同发行人发行相同的权证提供便利，促进不同发行人之间的竞争，减少垄断和操纵的可能。

从香港交易所和证监会的建议可以看出，“增发”制度对于维持权证市场的交易定价至关重要，便捷有效的“增发”制度和不同发行人之间的竞争将有助于降低市场非理性波动，促进权证市场的健康发展。目前上证所的权证创设受理时间为1天，更高的创设效率更有效地抑制着权证的过度波动，减少了投资者在不合理的高位被套牢的几率。在此过程中，是否创设与注销、创设与注销的数量都是创设人自主决定的市场行为，而交易所承担的仅仅是业务办理功能，并非审批功能。这样的制度安排也是有利于提高市场效率，保护投资者利益的。

四、创设关键问题详解

1、创设是否会造成权证和正股价格大幅波动？

目前权证创设采用的是全额抵押制度，根据《关于证券公司创设权证有关事项的通知》中的规定，在创设认购权证时，创设人需要在登记结算公司全额抵押用于行权的标的证

券；在创设认沽权证时，创设人需要全额抵押用于行权的现金，直到所创设的权证被注销或到期为止。因此，创设人在卖出权证后，不需要利用正股调整的方式来对冲权证发行风险，也就不会对正股走势造成影响。

而创设主要是针对权证高估所采取的投机抑制措施，当价格超出合理价值较多时通过卖出权证来控制权证价格继续上升，而当价格回到合理价值附近时买回权证并注销，因此权证创设客观上是一个降低权证价格波动的过程，不会导致或放大权证价格的波动。

2、创设权证是否应该有最小存续期限限制？

创设权证不应该有最小存续期限限制，否则，当权证剩余存续期短于最小存续期后，权证不可创设，总流量固定，有可能受到爆炒。价外权证临近到期时绝对价格较低，且涨跌幅度大，如果流量也较低，则非常适合炒作资金的运作。如果设定了权证的最小存续期，炒作资金就会选择在权证剩余期限小于最小存续期时进场，对权证进行炒作。由于不能创设，权证供给量固定，价格在资金的推动下会大幅上涨，吸引更多的中小投资者跟进，使中小投资者面临巨大风险，利益受到损害。如果创设权证没有最小存续期限限制，当炒作资金涌入的时候，新创设的权证可以起到抑制价格暴涨的作用，从而使权证价格维持在理论价值附近。创设机制对炒作资金起到震慑作用，也可以避免中小投资者盲目跟风炒作，维护权证市场正常秩序。

从成熟市场的经验来看，新增设的权证也不应该有最小存续期限限制。以香港为例，港交所证券上市规则第十五A章38条就明确规定，初次上市权证应有最短存续期限限制，但再次发行的权证，不需要满足最小存续期限限制。如果发行商认为有必要再次发行，则要向交易所申请再次发行，交易所批准发行申请后，发行人就可以再次发行条款完全一致的权证，而不受最小存续期限限制。上证所权证管理暂行办法中也是对权证初次上市时的最短存续期限做出规定，而对创设权证的存续期限没有限制。这种规定符合国际惯例，同时也对抑制权证过度炒作起到了明显的作用。

炒作资金热衷于追逐流通量小、绝对价格低、且临近到期的价外权证，在当前的情况下，如果设定创设权证的最短存续期，会使投机资金变本加厉，造成权证价格暴涨暴跌，对我国衍生品市场的健康发展造成不良影响。

3、创设人是否会操纵权证价格？

创设人不会操纵权证价格：首先，券商的内部管理制度从源头上杜绝了价格操纵的可能性；其次，交易所及证券监管机构的监督在外部制度上遏制了价格操纵行为；另外，通过对权证市场交易行的分析也可以看出，不存在创设人操纵权证价格的现象。

权证的创设人都是操作规范、资质良好的券商，有严格的内控制度。权证的创设并非无风险套利，因此对创设人的风险控制水平、经营水平及净资产都有一定要求，所以目前仅有少数优质券商可以创设权证。这些优质券商本身都有良好的内部管理制度和风险控制制度，不可能出现联合操纵权证价格的现象。另外，交易所对交易活跃的账户有紧密的关注，对于部分交易异常的账户实施风险提示或限制交易，相应的证券监管机构也对创设人交易账户进行严格的监督。在券商、交易所、监管机构的共同控制下，不会出现创设人操纵权证价格的现象。操纵价格是一种严重违反证券法的行为，创设人是证券市场的重要参与者，不可能冒着触犯法律的风险违规操作。因此从制度上说，创设人就不可能操纵权证价格。

从交易所公布的权证市场交易数据来看，机构客户所占的交易量比例非常小，绝大部分的交易量来自大个人投资者。机构客户的交易量根本无法达到可以操纵价格的程度，创设人并没有操纵市场价格。权证的创设完全是一种市场行为，当权证价格偏离理论价值较多时，创设人就会创设权证以抑制市场的投机；在权证价格渐趋理性的情况下，创设人会注销创设权证。

4、创设人能否和权证投资人双赢？

创设人和投资人可以实现双赢：创设人通过提供流动性，使市场价格维持在合理范围内，保证交易顺利进行；投资者根据自己的风险头寸，选择合适的权证品种进行风险管理，或结合对后市的判断，进行方向性投资，双方可以实现共赢。

创设可以抑制过度投机，保护理性投资者利益。权证有多种功能：如风险管理、杠杆投资等。但前提是权证的价格应在理论价值附近，这样投资者才能在合理的价格水平买入权证。近期对于认沽权证的过度炒作，是投机资金的推动，导致权证价格严重偏离理论价值。炒作资金的大量涌入导致权证价格暴涨，导致真正的需求者（如避险者）无法进行权证投资。当权证价格偏离理论价值幅度过大的时候，创设人会提供权证流通量，从而促使权证价格回归理论价值。国际上权证市场通常都采用做市商制度，为权证提供流通量。创设制度与做市商制度有类似之处，都可以起到提供流通量，从而抑制过度投机的作用，对投资者提供了一定的保护。

（执笔：钟欣）

关于2005年记账式(十四期)国债终止上市及兑付事项的通知

各会员单位：

根据《财政部关于2005年记账式（十四期）国债发行工作有关事宜的通知》（财库〔2005〕361号）和本所有关规定，2005年记账式（十四期）国债（以下简称“本期国债”）将于2007年12月15日到期。现将有关事项通知如下：

一、本期国债挂牌名称为“05国债（14）”，交易代码为“010514”，为2年期国债，票面年利率为1.75%，于2007年12月15日到期兑付本金和最后一利息。

二、本期国债债权登记日为2007年12月12日，凡于当日交易结束后仍持有本期国债的投资人，为到期兑付金额

的最终所有者。本期国债于2007年12月13日起终止上市，同时停止新质押式回购对应的质押券的申报，质押券申报和转回代码为“090514”，简称为“0514质押”。

三、本期国债到期兑付由中国证券登记结算有限责任公司上海分公司代理并公告。

四、为保证本期国债兑付工作顺利进行，提高国债兑付效率，各会员单位务必做好本期国债兑付的各项准备工作，以保证投资者按时兑付到本金和利息。

上海证券交易
所
二〇〇七年十二月七日

关于支付2001年记账式(十五期)国债2007年利息有关事项的通知

各会员单位：

2001年记账式（十五期）国债（以下简称“本期国债”）将于2007年12月18日支付2007年利息。为做好本期国债的利息支付工作，现将有关事项通知如下：

一、本期国债（证券代码为“100115”，证券简称为“国债0115”），是2001年12月发行的7年期国债，票面利率为3.000%，每年支付1次利息，每百元面值国债本次可获利息3.000元。

二、本所从12月12日起至12月18日停办本期国债的转托管及调帐业务。

三、本期国债付息债权登记日为12月17日，凡于当日收市后持有本期国债的投资者，享有获得本次利息款项的权利。

四、中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司在收到财政部拨付的本期国债利息款项后，将其划入各证券商的清算备付金帐户，并由券商将付息资金及时划入各投资者的资金帐户。

深圳证券交易
所
2007年12月7日