

权证真空期，市场期待备兑权证的推出

—创新动态展望

创新动态展望研究报告

发布时间：2011年9月21日

投资要点：

1、目前中国证券市场暂时成为了真空期，从海外权证市场的发展经验看，备兑权证是我国权证市场未来的发展方向。相对于股本权证，备兑权证灵活性更好，可以满足广大投资者不同层次、不同收益偏好和风险承受能力投资者的需求。备兑权证的推出将活跃证券市场，促进市场成交量扩大，而做市商和持续发售机制使得权证市场估值更为合理，有利于权证市场价格发现和避险功能，长远看有利于降低市场波动风险，推动证券市场持续发展。

2、对备兑权证发行人的监管主要以净资本为核心，明确发行人资格门槛，从国际经验看，备兑权证的发行主体是证券公司等金融机构，一般信誉好，实力强。备兑权证实施做市商制度，可以为权证产品交易提供流动性支持，做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本，并实现一定的利润。控制备兑权证风险一般采取 delta 值动态避险，一旦避险操作不当，将使发行人面临履约困难。

3、备兑权证业务是证券公司新的盈利增长点，2007 年创设权证为券商提供了丰厚的利润。备兑权证发行有利于券商的业务范围扩大，增加盈利空间，是证券公司新盈利增长点，增加包括承销业务、经纪业务、自营业务的收入来源。

4、随着股指期货合约的推出和融资融券业务的常规化，而由券商发行的备兑权证可能有所突破。业界呼吁 A 股市场备兑权证的推出，在目前权证真空期，估计备兑权证在不远的将来在证监会的统一安排下在沪深交易所推出。由于在股改期间创设权证获利丰厚，国内大型券商对于备兑权证的态度比较积极，有大型券商在产品的设计、人才储备、风险控制方面都已经准备到位。估计蓝筹股及组合、ETF 等是开发备兑权证的理想标的物，而券商发行备兑权证关键在于设计权证发行条款，才有利于销售，需要相应配套产品进行风险对冲。大力发展包括金融期货、期权在内的金融衍生品市场是促进我国证券市场向深度和广度发展的必然要求，由券商发行的备兑权证将是未来权证市场发展的大方向，也符合国际潮流，市场各方迫切期望监管层尽快推出备兑权证，以丰富衍生投资品种。

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaox@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

权证真空期，市场期待备兑权证的推出
——创新动态展望

一、引言

8月11日，沪深两市最后一只权证“长虹 CWB1(580027)”结束了交易，长虹权证的退出，标志着伴随股权分置改革和分离债而产生的权证产品完成了历史使命。目前中国证券市场暂时成为了权证的真空期，未来备兑权证、股票期权等可能是中国证券市场的衍生交易品种，值得期待，本报告试图对中国发行备兑权证的条件和可能性进行了剖析，期望管理层尽快推出备兑权证，以丰富中国证券市场的投资品种，进而促进中国证券市场的持续发展。

认股权证是指发行人承诺在一定期限内，以某个指定的价格向持有人出售(或购入)一定数量的证券，而持有人有权利但无义务在有效期内行使认股(或出售证券)权利，其中，认股权证又分为股本权证和备兑权证。备兑权证是目前国际认股权证市场的主流，备兑即用于权证行权的证券是市场上已存在的，具体讲，备兑权证是指由标的证券发行人之外的第三方如声誉较好、有发行资格的证券公司或其他金融机构发行的一种权证，约定购买权证的投资者在一定期限后，可以按某一价格购买公司证券（或一篮子证券），到期执行认股时，发行人可以向权证投资者交付证券，或按市场股价与认股权证的差价向投资者支付现金。当然，其标的资产可以为个股、一篮子股票、指数等。由于备兑权证是由持有该相关资产的第三者发行，并非由相关企业发行，一般发行商拥有个股、债券、指数等相关资产或拥有支配该资产的权利。

备兑权证和股本权证的区别在于发行者不一样，股本权证是上市公司发行，而备兑权证是由第三方如券商、商业银行等金融机构发行；股本权证一般是上市公司在发行债券、优先股股票时发行，而备兑权证没有发行时间限制，随时可以发售；股本权证持有者只能认购发行权证的上市公司的股票，到期行权稀释股本，而备兑权证持有者可认购一组股票，基于一个公司的股票，会有多个发行者发行备兑权证，但其兑换条件不大一样。股本权证是以持有者认购股票兑现，而备兑权证兑现，可能是发行者按约定条件向持有者出售规定的股票，也可能以现金向持有者支付股票认购价和当前市场价之间的差价。

二、海外证券市场备兑权证的发展经验借鉴

1、备兑权证市场的发展历史

从海外权证市场的发展经验看，备兑权证是我国权证市场未来的发展方向。在国际认股权证市场中，备兑认股权证市场占绝对主导地位。2000年，备兑认股权证市场的前四名分别为德国、瑞士、意大利和香港。2002年，香港市场共有权证数量414只，备兑权证则有347只，备兑权证数量占市场权证总量的83%，而目前香港权证市场99%以上都是备兑权证。中国香港、台湾地区主要是备兑权证模式，而美国是以股票期权为主要模式，大概有股票期权3000多个。相对于股本权证，备兑权证灵活性更好，金融机构可以发行各种标的证券不同、存续期限不同的权证，从而丰富权证市场，以满足不同层次、不同收益偏好和风险承受能力投资者的多样化投资需求。

香港权证市场已有近三十年的历史，期初也是以股本权证为主，主要是为了企业融资的需要，1988年出现由券商发行的备兑权证，由于条款比较灵活，标的物包括股票、指数、基金、货币等形式，受到投资者喜爱。1997年开始，衍生备兑权证的数量开始上升，而股本权证的发行量、成交金额在逐渐下降。2001年香港交易所放宽了《上市规则》中有关备兑权证的规定，引入做市商制度，更多发行商积极参与权证市场，投资者参与性也提高，从此，香港权证市场迎来了大发展时期。2005年香港权证交易额同比增长了66%，约占香港市场整体成交总额比重19%。按照成交金额计算，2005年香港权证市场约74%的成交集中于四大发行商。目前香港权证数量超过2000只，且单以成交金额计，香港已成为最大的权证市场。香港交易所2010年年报统计表明，香港全年衍生产品市场(包含权证、牛熊证、期权、期货等)的收入达到10.45亿港元，占13.8%；备兑权证年成交额达到108.1亿港元，占平均每日成交额的15.7%。

在香港市场约有二十多家备兑权证发行商，有一定的资格要求，包括发行商的净资产必须达到20亿港元或以上，发行商须具备A级以上评级等。权证市场在香港主要受到香港联交所、期交所和结算所组成的香港交易所的监管，采取自律型监管模式。对于标的证券发行在外的市值不少于10亿元，且发行人已发行股本总额中必须至少有25%由公众人士持有。如多家券商发行同一标的权证，则权证总数不超

过总股本的 20% 和在外流通股份数的 30%。当然，也对发行权证的最低市值、做市商制度、权证行使价或行使期的变更等规定都十分明确。

2、海外市场对备兑权证的监管经验

对备兑权证发行人的监管主要以净资产为核心，明确券商发行人资格门槛，以提高发行人控制风险的能力。如纽约证交所限定发行人的有形资产须超过 2.5 亿美元。备兑认股权证的发行主体是证券公司、银行等金融机构，这些机构一般信誉好，实力强，有的市场要求发行人有信用评级，有的则需要有其他机构担保。不同发行人竞争比较激烈，在备兑权证的流动性、发行价格、营销等方面有竞争，由此将使得一些缺乏竞争力的发行人退出市场，在香港市场真正能够发行备兑权证的也不过十几家投资银行。

做市商在权证市场中所发挥的作用是能以较接近理论价值的价格为权证定价，即报出合适的买、卖价，使得权证价格比较理性。另一方面为权证产品的交易提供流动性支持，做市商通过不断买卖来维持市场的流动性，并借助于买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。可见，做市商制度具有活跃市场、稳定市场的功能，依靠有序、竞争性的报价驱动机制，保障证券交易的效率。纽约证交所要求流通在外权证超过 100 万单位，权证持有人至少 400 人，存续期 1 年以上，市值超过 400 万美元。此外，持续性的发行人信息披露要求，若资产降至门槛时，务必要求发行人增加履约担保。

3、海外市场控制备兑权证风险模式

发行备兑权证面临一定的风险，若发行人发行认购权证后，股价上涨，则在到期结算时，发行人需向权证持有人给付股票或支付股价与行使价差额的现金。在发行备兑权证时，发行人拥有足够的股票，则到期时发行人是可以履行结算义务的，风险比较小。海外有的市场要求备兑权证的发行人在发行备兑权证时须拥有同一等值的股票或备兑权证的相关资产，并将这些资产抵押给独立受托人，但这种要求增加了发行人发行备兑权证的成本。若发行人发行备兑权证时，并不拥有相应的标的资产，权证发行人对所发权证一般采用 Δ 值动态避险，即每天根据股价历史波动，测算风险系数，估计权证行权的概率来调整其头寸，由于印花税等交易费用的原因，发行人并非每个交易日都做足对冲，一般采取定期或亏损一定比例后再进行资产调整，但难免会产生避险误差。如果权证发行人避险操作不当，将使发行人面临履约困难。

三、备兑权证的发展对证券公司和证券市场的效应

1、备兑权证业务是证券公司新的盈利增长点

中国台湾地区券商盈利的四分之一源于权证，以前我国证券市场上流通的权证有两种，一种是上市公司为了进行融资而发行的分离债股本权证，另一种是在股改过程中产生的股改权证。2007 年挂牌交易的 A 股权证年交易金额高达 7.78 万亿元，2006 年至 2007 年，有超过 30 只权证参与市场交易，且被市场追捧，为了平抑风险，证监会允许券商创设权证，增加权证的市场供应。创设权证为券商提供了丰厚的利润，根据统计，2007 年共有 26 家券商对 15 个权证进行创设和注销，其中创设获利前 10 名券商为：中信证券 66.76 亿元，招商证券 18.82 亿元，光大证券 17.61 亿元，广发证券 17.44 亿元，国泰君安 14.85 亿元，海通证券 14.73 亿元，东方证券 12.15 亿元，国信证券 11.88 亿元，华泰证券 10.74 亿元，申银万国 10.48 亿元。

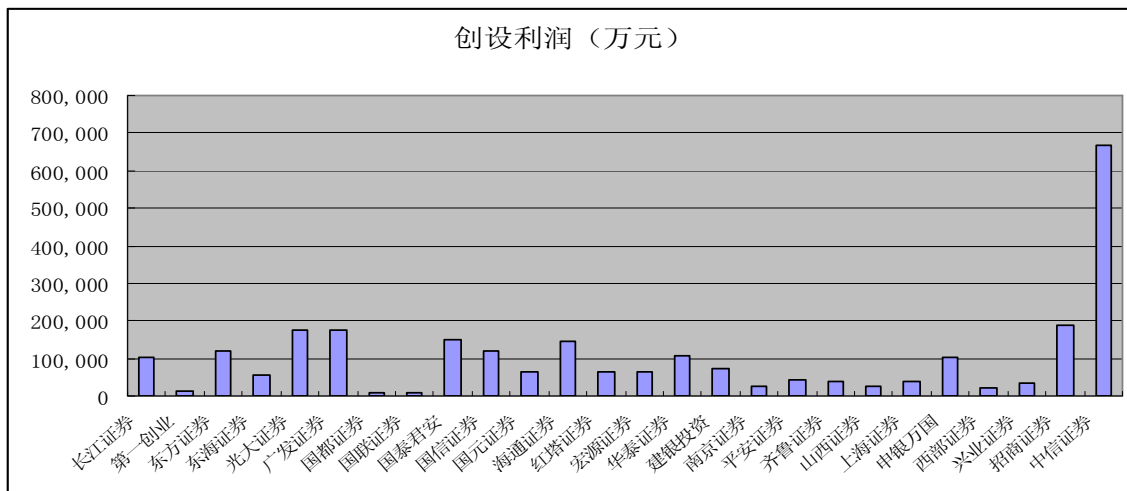
表1 2007年券商创设权证利润统计（亿元）

长江证券	10.21	宏源证券	6.29
第一创业	1.34	华泰证券	10.74
东方证券	12.15	建银投资	7.30
东海证券	5.37	南京证券	2.70
光大证券	17.61	平安证券	4.42
广发证券	17.44	齐鲁证券	4.04
国都证券	0.78	山西证券	2.42
国联证券	0.79	上海证券	3.65
国泰君安	14.85	申银万国	10.48
国信证券	11.88	西部证券	2.19
国元证券	6.42	兴业证券	3.48

海通证券	14.73	招商证券	18.82
红塔证券	6.21	中信证券	66.76

资料来源：根据WIND统计和东北证券

图1 2007年券商创设利润比较图



资料来源：根据WIND统计和东北证券

2007年创新类券商对九个认沽权证进行了创设或注销，对认沽权证的创设和注销全部获利，南航JTP1是除招行CMP1以外2007年下半年唯一可创设的认沽权证，券商对南航JTP1进行了大量创设。其中创设南航JTP1数量和利润前10名的证券公司见表2。

表2 创设南航 JTP1 数量和利润前 10 名券商统计

创设南航 JTP1 数量前 10 名券商				创设南航 JTP1 盈利前 10 名券商		
余额排名	创设人	创设余额 (亿份)	公告日期	利润排名	创设人	利润 (万元)
1	中信证券	31.7	20071210	1	中信证券	554,220.00
2	广发证券	6.29	20070921	2	招商证券	125,520.00
3	海通证券	6.2	20071123	3	广发证券	119,860.00
4	光大证券	5.86	20071218	4	光大证券	118,117.00
5	申银万国	5.6	20070912	5	国信证券	112,854.00
6	国信证券	5.51	20070829	6	海通证券	108,130.00
7	招商证券	5.37	20070920	7	申银万国	101,380.00
8	东方证券	5.15	20070829	8	东方证券	100,000.00
9	宏源证券	3.71	20071127	9	国泰君安	78,830.00
10	长江证券	3.62	20070917	10	长江证券	71,012.00

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

截至2007年底，南航JTP1的创设余额为109.52亿份，创设南航JTP1给券商创造的利润约为200亿元左右，占券商创设权证利润的79%。以中信证券为例，中信证券创设权证的全部利润为66.76亿，仅创设南航一个权证的利润就为55.4亿，占中信创设利润的85%。可见，券商创设权证为其带来了可观的利润。

备兑权证的发行有利于券商的业务范围扩大，增加盈利空间，是证券公司新的盈利增长点，特别是增加包括承销业务收入、经纪业务收入、自营业务收入的新业务收入来源。券商通过发行备兑衍生权证，在获得发行收入的同时，当然也要承受股市波动带来的风险，这有利于提升我国券商的风险管理水平。为了规避风险，发行人一般采用对冲的方法，根据权证价格的变动情况调整股票头寸，这需要有较强的动态

风险管理能力。从长远看，有利于券商提升风险管理技术。

2、备兑权证的推出有利于活跃证券市场

备兑权证发行的标的股范围扩大将大大活跃市场交易，影响市场成交量。如果标的股相对低估，证券公司可以买入以备兑，从而降低多头备兑权证兑换风险，备兑权证的对冲机制将减少投资者风险，使投资者在股票上涨、下跌时都有获利的可能。从对证券市场影响来说，由于备兑权证的做市商机制和持续发售机制使得权证市场的估值更为合理，也限制了权证的非理性炒作，有利于权证市场的价格发现和避险功能。可见备兑权证的推出长远看有利于降低市场波动风险，推动市场的持续活跃和可持续发展，但个股而言，短期可能加剧个股波动幅度，使得风险比较大，这一点投资者要注意。

四、呼吁备兑权证的推出——中国证券市场深化的必然要求

业界呼吁 A 股市场备兑权证的推出，多方消息称，两家交易所就备兑权证的创设规则、产品设计及进入门槛等与多家券商进行了讨论，估计备兑权证在不远的将来在证监会的统一安排下在沪深交易所推出，备兑权证的即将破茧有望使得权证市场重新活跃。

由于在股改期间创设权证获利丰厚，国内大型券商对于备兑权证的态度比较积极，目前，在港的内地中资机构有牌照的窝轮发行商有中银国际和中银香港。在内地，多家证券公司设立了衍生产品部，在产品的设计、人才储备、风险控制方面都已经比较成熟，已准备了 ETF、个股、指数等备兑权证产品，基本具备了备兑权证交易和控制风险的能力，为参与备兑权证的发行做好了充分的准备。备兑权证推出可能还需要一定的时间，但我们估计 1 年内监管部门可能会推出相关征求意见稿，特别是对证券公司等金融机构作为备兑权证发行人的资格条件的规定，但大型券商尤其是 A 类以上的券商可能是最先获得资格的券商。

备兑权证的发行人应为实力雄厚、信誉良好的证券公司，权证标的股为流动性好的蓝筹股或蓝筹股组合，ETF 是开发备兑权证的理想标的物，大盘蓝筹股也可以用作备兑权证的开发，工行、中行等超级大盘股，很可能是首选。估计 50ETF 备兑权证、针对大盘蓝筹股的备兑权证有望率先推出，这将有力活跃蓝筹股市场。香港市场中的权证品种达到数千个，其中有大量的指数权证，针对同一只大盘蓝筹股，往往有数十个甚至上百个不同的权证品种，以满足各种投资者的需求。如香港市场的蓝筹汇丰银行拥有 100 多个备兑权证，中国银行一只股票就有 60 多个权证，工行在香港上市首日，即有多家机构发行了 29 只工行权证，同日，新加坡市场也发行了一定数量的工行权证。一旦备兑权证相关细则出台，大盘蓝筹发行备兑权证势在必行。

标准的备兑权证在权证条款设计、权证发行人避险方式、权证发行人做市义务上都将与以前创设权证有本质的区别。这就需要券商研究权证的设计模式，关键是控制风险，若对权证风险控制不到位，可能会导致发行备兑权证的券商产生巨额亏损。备兑权证条款设计要灵活化，以满足投资者需求，如期限为 4~24 个月，到期可采用现金结算；确定适当的杠杆比率以及发行溢价；实施涨跌停板制度。对于证券公司而言，为使自己发行的备兑权证能够更好销售出去，设计权证发行条款非常关键。如果条款设计不完善，投资者认为发行的备兑权证风险过大，就不愿购买，导致券商付出的成本难以回收，需要有相应配套产品进行风险对冲。

大力发展包括金融期货、期权在内的金融衍生品市场是促进我国证券市场向深度和广度发展的必然要求。随着股指期货合约的推出和融资融券业务的常规化，权证市场仍需要进一步发展和完善，而不是空白，在由分离债而发行的股本权证不再发行的环境下，由券商等金融机构发行的备兑权证将是未来权证市场发展的大方向，也符合国际潮流，迫切期望监管层推出备兑权证。



郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。