

# 欧洲股指期权市场发展现状的研究

欧洲自 1978 年开始股票期权交易，并于 1984 年开始推出股指期权合约，是全球最早且最重要的股指期权市场之一。欧洲股指期权市场交易活跃，合约品种十分丰富，也是世界最具国际化的股指期权市场。欧洲国家众多，许多国家都推出股指期权产品，而且各个国家或交易所之间经常进行合作和共同经营，加上近年来交易所全球化的兼并活动不断，使得欧洲股指期权市场成为世界最为复杂的市场之一。

欧洲是金融市场融合度最高的地区，交易所之间业务合作频繁。进入 20 世纪 90 年代之后，欧洲的交易所进入一个频繁的并购期，尤其是欧元区建立后市场融合进程加快，大规模的交易所合并活动层出不穷，形成了 EUREX、OMX Nordic、NYSE Liffe 三大跨国衍生品交易所集团。而在股指期权方面，EUREX 更是占据市场的绝对领导地位。

欧洲股指期权市场活跃度非常高，重视与外部市场的合作，经常推出各类新的股指期权产品，合约种类非常丰富，但主要交易仍集中于少数几个合约。近年来，市场做市商的交易占比逐渐下降，自营商和个人投资者的交易占比有所上升，市场参与度不断提高。

欧洲股指期权市场也实行做市商制度。EUREX 根据合约的交易特点，执行一种分级的做市商制度，更有利于促进市场的健康发展。保证金制度方面，EUREX 执行净额计算方法，能够降低交易成本，提高市场的运行效率。

## 十年持续发展，危机下恢复艰难

欧洲最早的股指期权合约是由伦敦国际金融期货交易所于 1984 年推出的英国金融时报 100 指数期权。经过近 30 年的发展，欧洲市场股指期权合约的交易量和合约种类都有巨大的发展。

根据 WFE 的统计，欧洲股指期权合约的交易量从 1998 年到 2008 年一直保持增长势头，并在 2008 年达到历史最高水平。1998 年欧洲股指期权合约交易量仅为 6500 万张，2008 年这一数字已经增长到 6.15 亿张，十年增长接近 9.5 倍。从发展速度来看，这 10 年欧洲股指期权市场发展较为平稳，唯有 1999 年、2007 年和 2008 年市场规模增长速度较快。

1999 年欧洲股指期权交易量同比增长了 126%，这一年法国巴黎证券交易所(SBF)、法国国际期货交易所(MATIF)、法国股票期权交易所(MONEP)合并成立新的巴黎交易所，并实行电子报价撮合制度，这些变化使得法国股指期权合约交易量从 1998 年的 800 万张急速增长到 1999 年的 8300 万张。这直接导致了 1999 年欧洲股指期权市场规模的快速增长。

2007 年和 2008 年欧洲股指期权市场规模的平均增长率超过 40%，这主要是由于 2007 年欧洲期货交易所收购了 ISE，为其带来了多种全电子化交易平台，使得欧洲期货交易所的股指期权合约交易量有了较大增长。2007 年和 2008 年欧洲期货交易所股指期权合约的交易量分别增长了 62%和 46%，而 2008 年欧洲期货交易所股指期权的市场规模占整个欧洲市场的 84%。

2008年后，受金融危机影响，全球范围内股指期货交易量都明显回落，欧洲市场也不例外，经历了连续两年的下跌，2010年欧洲股指期货合约交易量仅为2008年的75%。不过随着次债危机阴霾逐渐散去，2011年欧洲股指期货市场交易量较上一年增长了近25%，市场复苏强劲。然而，就在市场期待持续恢复之时，欧债危机不期而至，欧洲股指期货市场再次受到冲击。截至2012年9月，欧洲股指期货合约交易量为3.77亿张，仅为2011年同期的89%。

### **交易所兼并不断，市场影响力增强**

伦敦国际金融期货交易所、法国期权交易所和德国期货交易所是欧洲最早推出股指期货合约的交易所，也是欧洲早期交易量最大、市场影响力最强的交易所。随着金融市场的融合以及交易所之间业务合作的增多，进入20世纪90年代之后欧洲的交易所进入一个频繁的并购期，尤其是欧元区建立后市场融合进程加快，大规模的交易所合并活动层出不穷。

伦敦国际金融期货交易所成立于1982年，是欧洲建立最早、交易最活跃的金融期货交易所。1992年，伦敦国际金融期货交易所与伦敦期权交易市场合并，改称伦敦国际金融期货期权交易所。1996年伦敦国际金融期货期权交易所收购伦敦商品交易所，成为当时欧洲建立最早、最大及世界排名第三的期货期权交易所。

法国股票期权交易所成立于1988年，随即推出了CAC40股指期货合约。1999年6月，法国巴黎证券交易所、法国国际期货交易所、法国股票期权交易所合并成立新的巴黎交易所，股指期货交易量急速增长。2000年9月，阿姆斯特丹交易所、布鲁塞尔交易所以及法国巴黎交易所合并成立的泛欧交易所(EURONEXT)。2002年初，Euronext又收购了LIFFE，并将其所有的衍生品交易市场合称为Euronext.Liffe。2007年，Euronext又与纽约股票交易所(NYSE)成功合并，并称纽约-泛欧交易所，成为股票和衍生品的全球单一交易市场，其欧洲的衍生品市场并称NYSE Liffe。

德国期货交易所(DTB)成立于1990年，并于当年推出DAX30股指期货合约，该合约也是目前世界重要的股指期货合约之一。DTB成立后迅速成长为欧洲最大的股指期货交易所。瑞士期货期权交易所(SOFFEX)成立于1988年，凭借自身技术和产品创新优势，一直是欧洲重要的期权和期货交易所。为了应对欧元时代的来临，1998年DTB与SOFFEX合并成立欧洲期货交易所(EUREX)。

斯德哥尔摩交易所成立于1985年，并于1986年推出瑞典OMX股指期货。1998年，瑞典证券交易所与斯德哥尔摩期权交易所合并，统称斯德哥尔摩交易所(OM)。2003年，斯德哥尔摩交易所、赫尔辛基交易所以及其他波罗的海国家的交易所合并成立OMX集团。2004年，哥本哈根交易所加入OMX集团。2006年OMX集团整合旗下七家交易所，成为北欧交易所(Nordic Exchange)。2008年美国纳斯达克交易所与OMX公司完成合并，合并后北欧交易所改称NASDAQ OMX Nordic。

除上述交易所外，欧洲传统的股指期货交易所还有西班牙马德里交易所、意大利交易所、奥地利的维也纳交易所、波兰的华沙交易所、挪威的奥斯陆交易所、匈牙利的布达佩斯交易所等。

近年来新兴市场的股指期货交易发展迅速，在欧洲市场最为引人关注的就是俄罗斯市场。俄罗斯交易所(RTS)成立于1995年，并与2001年设立自己的衍生品交易所FORTS，开始进行股票和股指的期货交易。FORTS自2006年推出股指期货合约之后交易量增长迅速，目前俄罗斯交易所已经超过北欧交易所，成为欧洲第三大股指期货交易所。

欧洲的交易所通过兼并，并依托欧元区的优势，推动各国市场的融合，形成了EUREX、NYSE Liffe、NASDAQ OMX Nordic三个具有世界影响力的股指期货交易所。欧洲的股指期货合约交易量接近美国市场的2倍，并且有Euro Stoxx 50股指期货、DAX股指期货和AEX股指期货三个世界前十大最为活跃的股指期货产品。欧洲的交易所无论在运营模式、产品设计还是市场推广方面都成为世界尤其是新兴市场交易所学习的标杆。

### **EUREX 独大，合约交易集中**

欧洲股指期货市场的结构与美国股指期货市场相似。2011年，EUREX的股指期货交易量约占欧洲总交易量的81.4%，与CBOE在美国市场的占比相近；而OMX Nordic、NYSE Liffe和RTS的交易占比总和约为17.2%，与CME集团在美国市场的占比相近。

EUREX、OMX Nordic、NYSE Liffe和RTS之所以能够在股指期货产品方面有如此大的发展，一个重要原因是它们都有自己先进的电子交易平台。从历史数据分析来看，每当新的电子平台的应用都能给交易所带来交易量的快速增长。另一个重要因素是，这些交易所都推出了几个成功的股指期货产品，这些产品往往占据交易所的主要交易量。

欧洲股指期货产品的发展受美国影响较大。美国CBOE于1983年推出股指期货合约，而LIFFE于1984年推出FTSE 100指数期权。然而，与美国市场不同，欧洲市场没有过多的推出小型、长期以及短期等具有创新性的股指期货产品。不过欧洲股指期货市场的国际融合度较高，在国内指数期权产品相对成熟后，许多欧洲交易所都推出了以国外指数为标的的股指期货产品，较为典型的的就是EUREX与韩国交易所合作，挂牌KOSPI 200指数期权产品。

EUREX最重要的股指期货合约为Euro Stoxx 50指数期权和DAX指数期权，2011年Euro Stoxx 50指数期权的交易量接近3.7亿张，DAX指数期权的交易量为6762万张，这两种股指期货都跻身世界十大股指期货之列。这两种股指期货合约的交易量就占到EUREX全部股指期货产品交易量的93.3%，可见这两种股指期货合约直接奠定了EUREX在全球股指期货市场的地位。

NYSE Liffe最重要的股指期货合约为AEX股指期货合约和FTSE 100指数期权合约，2011年这两种合约交易量分别达到2500万张和1744万张。这两种股指期货合约的交易量占到NYSE Liffe股指期货交易总量的83%。

统计数据表明，欧洲各个股指期货交易所中主要的几个股指期货合约的交易量基本占据其总交易量的绝大部分。当然，有些交易所本身只有较少甚至只有一种股指期货合约。但就算从整个欧洲市场来看，主要的股指期货合约依旧占据市场交易量的主要份额。2011年欧洲前六大股指期货合约的交易量占欧洲市场交易总量的91.1%，市场集中度高于美国市场。

### **做市商交易份额下降，市场参与度提高**

欧洲股指期货市场虽然融合度较高，但是仍有多个国家的多个交易所进行股指期货交易。不过 EUREX 的市场份额占比很大，欧洲市场超过 80%的股指期货合约都在 EUREX 内交易。因此，通过分析 EUREX 的市场结构来说明整个欧洲市场的结构是可以接受的。

EUREX 目前共有指数期权产品 71 个，市场交易活跃。EUREX 采用做市商制度，依据结算目的将交易账户分为经纪账户、自营账户和做市商账户，分别对应普通投资者、自营商和做市商。

从 2008 年到 2012 年，EUREX 股指期货交易中，普通投资者的交易占比从 31.5%上升到 34.1%，自营商的交易占比从 8.7%上升到 15%，而做市商的交易占比则从 59.8%下降到 50.9%。可见，EUREX 的投资者结构明显得到改善，市场的流动性更强，影响力更为广泛。值得关注的是，2009 年在受到次债危机冲击的情况下，做市商的交易者占比升为 62.1%，而普通投资者的交易占比则降为 29.3%。这是因为次债危机打击了一般投资者的市场信心，许多投资者退出市场，因此需要做市商来提供足够的流动性。可见，整个市场环境的好坏对市场的交易结构有很大的影响。

### 欧洲股指期货市场主要制度

EUREX 作为欧洲市场最大的股指期货交易所，其股指期货相关的制度也最有代表性。EUREX 的市场制度沿袭了 DTB 和 SOFFEX 的特点和技术，并在收购了 ISE 之后有了更进一步的发展。

#### 交易制度

EUREX 沿用了 DTB 和 SOFFEX 的电子交易平台，是一个全面电子化的交易所。基于这样一个技术特点，EUREX 采用市场竞价和竞争型做市商的混合交易制度。EUREX 通常采用价格优先时间优先的原则进行电子撮合交易，委托单包括市价委托、限价委托和组合式委托单。其中，限价委托的条件委托中全部成交否则取消（FOK）与立刻成交否则取消（IOC）条件式委托只适用于期权合约交易。未加注时间的条件委托，依一般原则都视为当日有效。

EUREX 采用竞争型做市商制度，不过根据其产品市场结构的不同，EUREX 的期权产品实行的做市商制度与其期货产品实行的做市商制度并不相同。EUREX 的期权产品做市商共分为三种类型，分别为规律做市商、永久做市商和高级做市商。规律做市商适用于流动性较少的期权合约，其职责为对所有的执行价格和交割的报价要求进行回应。永久做市商适用于所有期权，需要为其负责的产品进行连续的报价，以确保合约顺畅迅速的交易。高级做市商为打包产品（包括股票期权、指数期权和固定收益期货的期权）报价，报价连续进行，从而保证执行。在打包产品市场中的参与者都可以作为高级做市商，与永久做市商不同的地方在于它的报价不局限于单个期权产品，而是交易所给定的包含多种工具的打包产品。

一般来讲，期权交易中，EUREX 的任何交易会员都可以作为做市商参与做市商程序。所有的交易会员都自动被检查和评估是否它们履行做市商业务，如果有的话，它们可以享受一定的交易费用优惠。

## 风险管理制度

EUREX 建有自己的清算公司 EUREX Clearing AG，其主要职能为在交易过程中将交易的价格自动传到会员的账户中，每日结算后对投资进行评估，决定保证金的数额，决定会员的抵押品的份额以及为交易所的清算公司传送指令。

EUREX 将结算会员分为一般结算会员、直接结算会员和非结算会员三类。一般结算会员可以代表他们的顾客或者其他没有结算执照的参与者进行交易的结算；直接结算会员可以自己以及自己顾客的名义进行交易的结算；而非结算会员不可以进行独立的结算活动，但他们的交易可以通过一般结算会员来进行。

交易所在每天开始交易之前，将对每一个合约进行一次保证金的核算，根据仓位定出保证金的比例要求。每日交易结束后，EUREX Clearing AG 依据期货与期权仓位的每日结算价格，计算各结算会员的仓位损益，依此损益金额办理各结算会员变动保证金款项的收付。

EUREX 的保证金制度很好地考虑了风险管理和成本控制的需要，保证金的决定以所有期权期货合同的净头寸为基础。具有相同或者非常相似标的资产的衍生工具属于同一个风险组，同一组别中保证金的借贷头寸相互冲抵，该过程称为跨市场保证金制度，其促进了市场的流动性。当标的证券的价值相同时，期权、期货合同结合在一块构成一个唯一的保证金组别。如果不同标的物价格的变动方向一致，清算所也可以将很多不同的保证金组别构成一个保证金组。所有具有相同到期日的多空头寸互相冲抵从而得到一个净多/空头寸，然后所有净头寸被相加，视作一个风险总计头寸。

欧洲期货交易所中，对于期权的保证金主要有两种，即权利金保证金和额外保证金。对于权利金立即支付的期权，期权交易的保证金应该覆盖成本，其成本应该是以当天收盘价计算的所有头寸的金额，这就是权利金保证金。对于权利金不是立即的期权，用每日的盈利和损失替代。结算会员的权利金未在当日规定时间内缴足时，最迟应在次一交易日上午 9:45 前将保证金差额以现金方式直接存入清算所开设在结算银行的保证金专户内，否则无法进行交易。

额外保证金是根据结算会员持有仓位可能潜在损失的风险为基础计算每一结算会员所需的保证金，故又称为风险保证金。其计算方法为将结算会员的每一账户所有仓位（包括期货、期权及期权仓位）合并计算，使用期权及期货的价格理论来计算每一账户的仓位在最坏情况下所可能造成的损失，此最坏情况的损失即是所需的保证金。结算会员对交易会员收取的保证金金额，不得低于清算所以对结算会员的要求。

每一结算会员均可设三类账户，即客户账户、自营账户和做市商账户。根据风险基础法，结算会员依据目前市场状况及最坏情况下的市场状况计算保证金。自有账户及做市商账户内的保证金是实行净额方式计算，而客户账户实行总额方式，计算所需的保证金后，再将三个账户所需保证金加总。

来源：期货日报