

## 一种新型投资与风险管理工具——股票收益互换

孙晓琳 ☎: (86) 83571420

(86) 15101055812

✉: sunxiaolin@chinastock.com.cn

2013年3月15日，中国证券业协会发布《中国证券市场金融衍生品交易主协议》及补充协议、《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》和《证券公司金融衍生品柜台交易风险管理指引》，规范了证券公司金融衍生品交易的统一监管框架。有实力的券商开始对场外交易业务快马加鞭，力求抢占先机、全方位布局、建立多层次的场外市场交易。

股票收益互换就是场外金融衍生品交易市场中一项代表性的业务。股票收益互换交易以股票为标的物，股票的市场化程度较高，相对债券有着更客观的市场定价机制，为证券公司开展此项业务提供了便利条件。至此，已有几家券商通过监管机构的批准、获得了该业务的试点资格。中国银河证券是其中之一，目前，银河证券的股票收益互换业务——“金杠杆”，已经和一些资质优良的客户签署了收益互换协议展开交易，投资者可以通过支付固定费用获得挂钩股票/股指的杠杆收益。

### 1. 股票收益互换交易的介绍

#### (1) 股票收益互换的概念

所谓“股票收益互换”，是指交易双方签订互换协议，约定在未来某一期限内，甲方向乙方支付以一定名义本金为基础的与某种股票/股票指数挂钩的收益，而乙方则向甲方支付基于同等名义本金的固定或浮动的利息，或与另一种股票/股票指数挂钩的收益。

## (2) 国内目前开展的情况

目前国内券商开展的股票收益互换属于柜台市场产品，一般是针对特定股票/股票指数的收益与固定利息进行现金流互换，券商与客户签订协议后，券商向客户支付以一定名义本金为基础的与指定股票/股票指数挂钩的收益，而客户则向券商支付固定利息，从券商处获得杠杆收益。股票收益互换可以无固定交易期限，按照实际使用日期计算。

在实际操作中，当股票/股票指数收益率为正时，客户获得股票/股指收益率支付固定利息；反之，当股票/股票指数收益率为负时，客户除支付固定利息外，还需支付股票/股票指数损益。股票互换交易的双方还可以规定股票/股票指数收益的上下限，对于支付特定利息的投资方，如果股票/股票指数的收益率高于上限，则投资者获得上限收益；反之，当股票/股票指数的收益率为负且低于下限，除利息外，投资者承担不超过下限的损失。

与其他互换业务类似，股票收益互换交易的名义本金不进行交换，名义本金只是交易双方用来计算股票/股指收益或利息的基数。该互换交易目前只面向一般法人、金融机构等机构客户开放，个人投资者尚无法参与。

据了解，目前股票收益互换潜在客户主要有四种：第一，专业二级市场投资机构；第二，专业从事大宗交易的金融中介机构，目前是参与此类业务的主力，利用股票互换业务放大承接业务的规模和效益；第三，通过该业务向证券公司购买 A 股挂钩的衍生工具的金融机构；第四，一般的企业客户。

股票收益互换可以帮助投资经理将投资组合的固定收益或浮动收益转换为股票或股指收益，实现其投资股票市场的目的；也可以反向操作，为其持有的股票类资产套期保值，实现其风险管理的目的。

## 2. 股票收益互换交易的原理与形式

股票收益互换的基本原理是交易者可以在并不持有某种股票/股指的前提下，以另一种资产的收益从互换对手处换得该种股票/股指的回报，免除了实际股票/股指资产的购买，节省了投资成本。这遵循一般金融互换的原则，即用交易者在一个市场上的金融优势与交易对手在另一个市场上的金融优势交换。

目前国内资本市场上的股票收益互换，最基本的形式是挂钩某一只股票或某一股票指数的

收益与一个相同货币为基础的固定收益的相互支付，如下图所示。

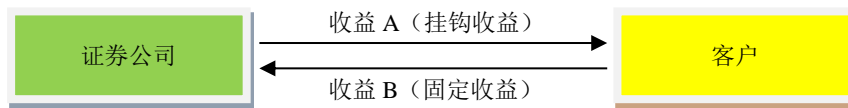


图1 现阶段国内股票收益互换业务的一般形式

股票互换的协议中通常对以下一些要素做出明确：期限、名义本金币种及数额、股票/股指收益支付方（一般为券商）、固定收益支付方（一般为客户）、股票/股指品种、固定收益基础资产、支付频率等。

### 3. 股票收益互换交易的特点

股票收益互换作为金融互换的一种特殊形式，具有以下特点：

(1) 股票收益互换是一种衍生金融工具的表外业务。它的交易为投资者带来收入降低风险，但不会影响资产负债表内的其他业务，也不会引起资产或负债的变化。

(2) 股票收益互换是场外交易，它可以针对投资者特定需求，经交易双方谈判后灵活制定交易方案、灵活设计交易要素，具有私密性，交易效率较高，但前期谈判过程较复杂。

(3) 股票收益的互换，是交易双方基于某种金融资产收益的现金流的交换，其中至少有一方的金融资产挂钩股票或股票指数收益，即股票收益互换中至少有一方支付基于某种股票或股票指数收益率的现金流，而不需要进行股票实物交割。

(4) 股票收益互换中，杠杆比例较灵活，投资者交纳一定比例的保证金就可以展开杠杆投资交易。因此，股票收益互换具有信用交易的特点，但客户违约风险也较大。

### 4. 股票收益互换交易的意义

股票收益互换是股票衍生金融工具进一步发展的产物，也是过去二十年来金融市场上最重要的创新之一。虽然目前我国股票收益互换开闸不久，规模尚不及利率互换和货币互换，交易规模也不及股指期货，但它的独特优势正随着资本市场的创新越来越凸显。我国发展股票收益互换交易具有以下意义：

首先，促进我国资本市场的完善：目前场内交易市场已有较快发展，而以股票为标的资产

的场外市场发展相对滞后，仅有个别与股票、股指挂钩的结构性理财产品。股票收益互换交易的创新将丰富证券市场的交易机制，其个性化、定制化的特性将有效补充标准化的场内市场。

其次，拓展投资渠道：在一般的股票收益互换中，持有固定收入证券的一方与持有股票/股票指数资产的另一方互相交换基础资产收益的现金流。双方都不再受到自己所处的市场位置的限制也无需转换持有的资产，而获得另一个市场上的回报，这提高了资金使用的效率也降低了交易费用，并免除了卖出资产所引起的资本利得税。投资者通过杠杆效应制定多元化交易策略，根据个性化的需求构造符合特定偏好的产品结构，如结构性存款、股票挂钩票据等。

最后，管理风险：一般的股票收益互换中，股权者将股票/股票指数的回报换取固定利率的回报，规避了股票/股指价格波动的风险，锁定了投资的收益。特别是当投资者预计股票/股指价格在长期内将下跌，但又不想放弃股票/股指资产的持有权，进行股票/股指收益对固定利率的互换，可以获得稳定的固定收益。当股票/股指收益的变动幅度为负时，投资者还可获得交易对手所支付的股票/股指的亏损额。当然，当股票/股指价格的升值幅度大于固定利率，投资者也将遭受一定的损失。股权持有者也可以通过单一股票与股票指数的互换，将单支股票的风险转化为股票组合的风险，从而分散风险而避免持有多种股票。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 83571420, 15101055812

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>