

全球期权市场发展情况浅析

报告摘要:

➤ 海外期权市场情况

1) 全球期权市场近两年增长迅速，市场以北美及亚太为主

2019年上半年全球期权成交量同比2018年增长13.34%。分地区来看，2018年北美及亚太地区的期权成交量占绝大多数，合计占全球期权成交量的82.88%。

2) 股票期权成交量占比最大，股指以亚太为主，个股以北美为大

从期权种类成交量来看，2018年股票期权的成交量为108.03亿张，占所有期权成交量的82.27%。从股票期权地区成交量分布差异较大，其中亚太地区的股指期权成交量最大，占所有股指期权成交量的比重为48.61%。北美地区的个股期权成交量最大，占所有个股期权成交量的比重为87.25%。

➤ 美国期权市场情况

美国是所有种类期权的发源地，也是全球最大的期权市场，由于竞争激烈，因此，美国期权市场呈现出产品丰富、创新频繁的发展态势。从期权种类成交量来看，个股期权占比41.54%，ETF期权占比31.39%，股指期权占10.24%，利率期权占比10.29%。其中机构投资者（包括做市商）应用最为广泛的期权是ETF期权和股指期权。

虽然美国市场股指期权与利率期权的成交量占比仅为10.24%和10.29%，但由于股指期权与利率期权的合约面值远大于个股和ETF期权，所以股指期权的累计成交面值占到所有期权品种的24.22%和68.63%。

投资咨询业务资格:

证监许可【2012】669号

金融期货组:

研究员:

张革

021-60812988

zhangge@citicsf.com

从业资格号 F3004355

投资咨询资格号 Z0010982

肖璋瑜

0755-82723054

xiaozhangyu@citicsf.com

从业资格号 F3034888

投资咨询资格号 Z0014561

一、海外期权市场介绍

（一）期权的发展史

期权交易萌芽于公元前 1200 年，并在 17 世纪初，郁金香狂热时期得到了投资者的广泛使用，但是由于当时的郁金香市场缺乏管理，期权买方没有任何履约的保障，许多投资者在市场崩溃之际受到了重创。受郁金香泡沫的影响，1872 年著名金融学家罗素·塞奇在美国开创了场外期权交易后，美国期权市场发展缓慢，直至芝加哥期货交易所(CBOT)推出一种名为销售或采购担保的产品（本质是一种隔夜期权），期权市场才逐步活跃。1932 年 CBOT 市场发生"小麦大跌案"，导致美国在 1936 年的商品交易法案中禁止所有商品有关的场内和场外期权交易，期权发展步伐再次慢了下来。

1973 年，在芝加哥期货交易所(CBOT)的组织下，芝加哥期权交易所(CBOE)成立。这标志着期权交易正式进入统一化、标准化、规范化的全面发展阶段。为了避免重蹈郁金香事件的覆辙，芝加哥期权交易所增设了一个专门结算机构，极大地降低了期权买方的履约风险。在美国期权市场的带动下，世界各国相继开始筹备自己的期权交易市场。就在世界各地发展金融期权市场之际，美国芝加哥期货交易所、芝加哥商业交易所、纽约商业交易所则将期权交易引入到了农产品、能源期货中，极大地推动了商品期权的发展。

随着美国、英国、日本、加拿大、新加坡、荷兰、德国、澳大利亚以及中国香港等地相继建立起期权交易市场，期权交易也从最初股票一个品种扩展到了目前包括大宗商品、金融证券、外汇以及黄金白银在内的近 100 个品种。世界期权交易市场正在逐步走向繁荣。

图 1：全球期权发展历程



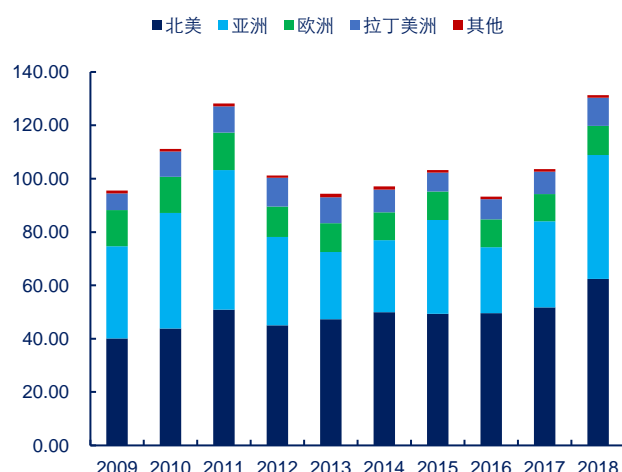
（二）全球期权交易现状

1.2.1 全球期权市场近两年增长迅速，市场以北美及亚太为主

经过近几十年的快速发展，目前全球期权市场规模已逐渐趋于稳定。根据 FIA 的数据显示，目前全球已有 50 多家交易所上市了期权产品，2009 年-2018 年，全球期权市场年度成交量均维持在 100 亿张左右，持仓量维持在 5 亿张左右。

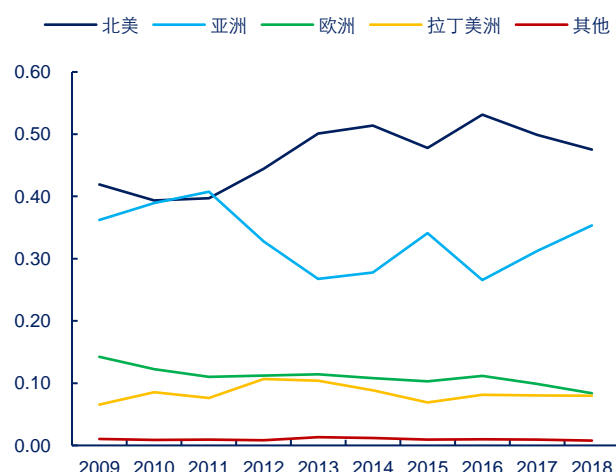
虽然在 2011 年之后，期权市场成交量有所萎缩，但近两年期权市场活跃度再度提升，成交量逐年增加，其中 2018 年全球期权成交量为 131.31 亿张，同比 2017 年增长 26.80%，达到历史新高的位置，2019 年上半年全球期权成交量为 72.64 亿张，同比 2018 年增长 13.34%。全球期权持仓量相对较稳定，2009 年-2018 年均在 5-6 亿张左右。

图 2：全球期权分地区成交量（亿张）



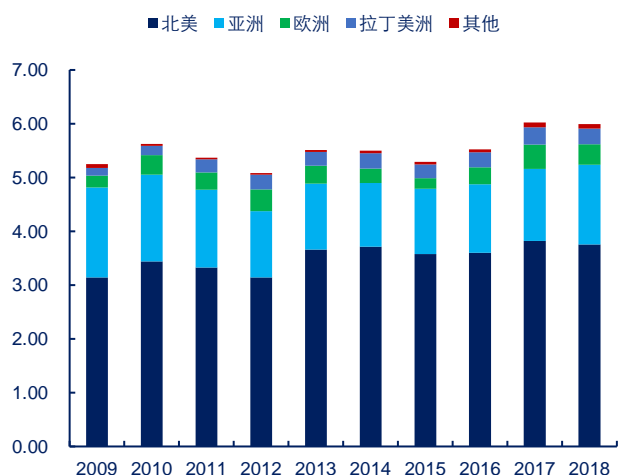
数据来源：FIA 中信期货研究部

图 3：全球期权分地区成交量占比



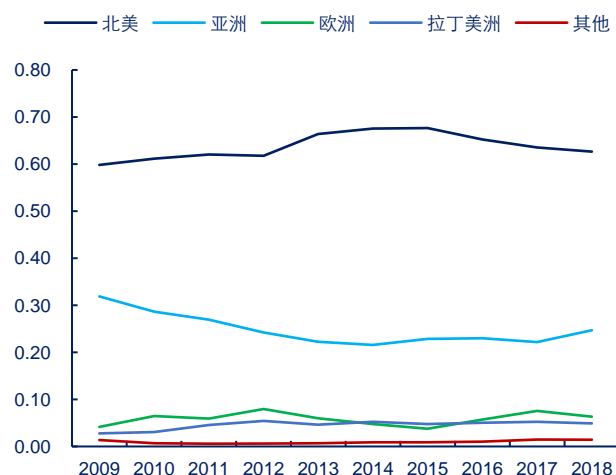
数据来源：FIA 中信期货研究部

图 4：全球期权分地区持仓量（亿张）



数据来源：FIA 中信期货研究部

图 5：全球期权分地区持仓量占比

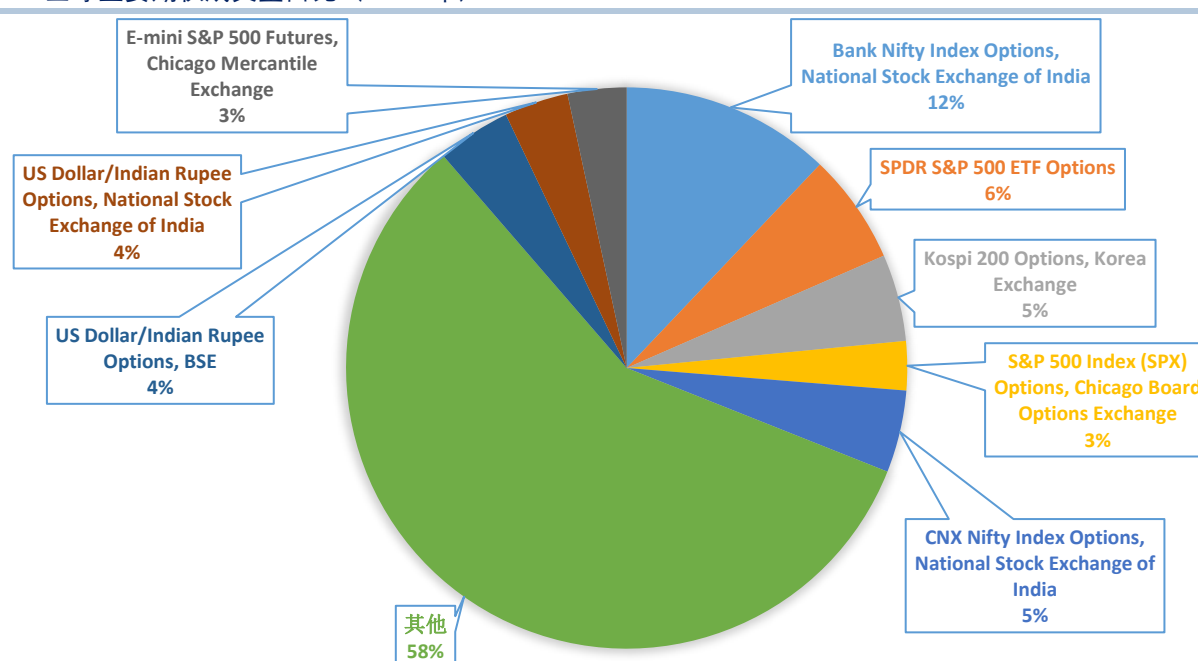


数据来源：FIA 中信期货研究部

分地区来看，2018 年北美及亚太地区的期权成交量占绝大多数，合计占全球期权成交量的 82.88%。其中，北美地区期权成交量占比最高，达到 47.52%，其次是亚洲占比 35.36%，欧洲占比 8.38%，其他地区期权成交量相对较少。持仓量方面，北美地区占全球期权总持仓的 62.62%，亚太地区占比 24.72%，亚太地区在期权持仓量方面相比北美地区差距还较大。

美国市场由于期权发展历史较悠久，期权品种较丰富，所以一直是全球最大的期权市场。亚太地区由于本世纪初印度及韩国市场的快速发展，也在全球期权市场中占据重要的地位，2011 年时亚太地区的期权成交量甚至超过北美地区，成为全球期权交易最活跃的地区。同时从占比的变化情况来看，近两年亚太地区的成交量占比逐年提升，北美地区的成交量占比持续下降，亚太地区的期权交易活跃度正逐渐回升。

图 6：全球主要期权成交量占比（2018 年）



数据来源：FIA 中信期货研究部

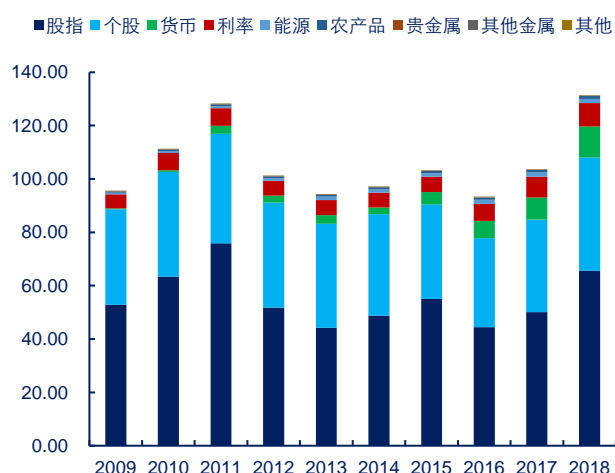
从全球主要单期权的成交量占比来看，期权成交量分布的头部效应较明显，2018 年前四大期权的成交量就已经占到了全球期权总成交量的 28%左右。

其中，全球单个期权成交量最大的为印度国民证券交易所的 Bank Nifty 指数期权，成交量为 15.87 亿张占比 12%，其次是芝加哥期权交易所的 S&P 500 ETF 期权，成交量为 8.35 亿张占比 6%，韩国交易所的 Kospi 200 期权成交量为 6.58 亿张，占比 5%，印度国民证券交易所的 CNX Nifty 指数期权成交量为 6.22 亿张，占比 5%。

1.2.2 股票期权成交量占比最大，股指以亚太为主，个股以北美为大

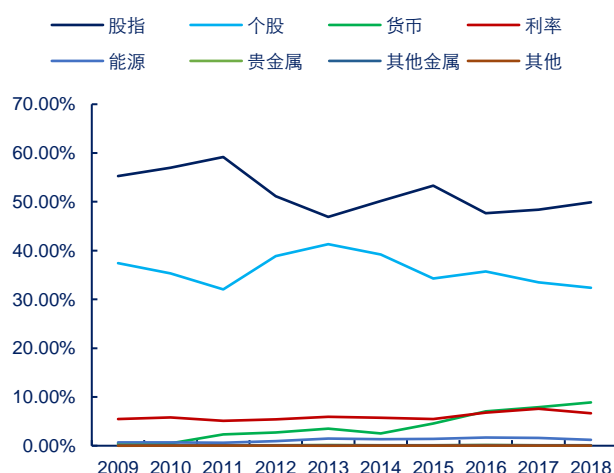
从期权分种类成交量来看，2018 年股票期权的成交量为 108.03 亿张，占到了所有期权成交量的 82.27%。其中，股指期货成交量为 65.52 亿张，占比 49.90%，个股期权成交量为 42.51 亿张，占比 32.37%。从全球期权分种类成交量占比情况来看，股指及个股期权占全球期权的比例较稳定，合计基本都维持在 80%左右。

图 7：全球期权分种类成交量（亿张）



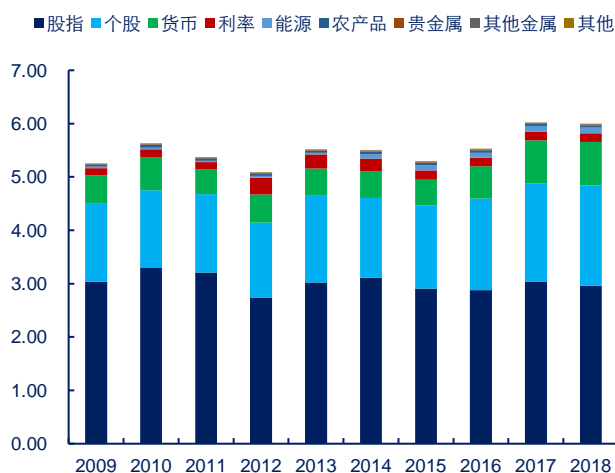
数据来源：FIA 中信期货研究部

图 8：全球期权分种类成交量占比



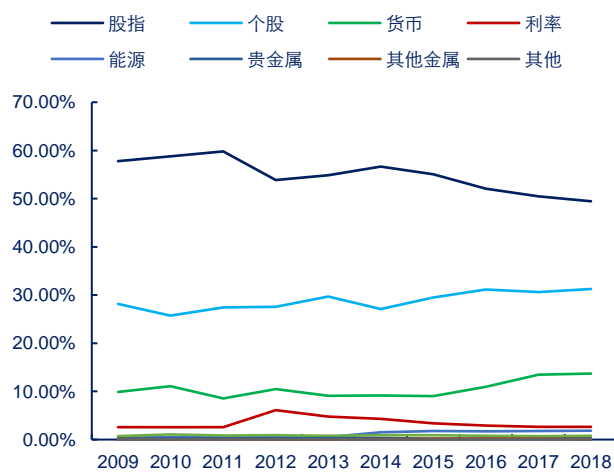
数据来源：FIA 中信期货研究部

图 9：全球期权分种类持仓量（亿张）



数据来源：FIA 中信期货研究部

图 10：全球期权分种类持仓量占比



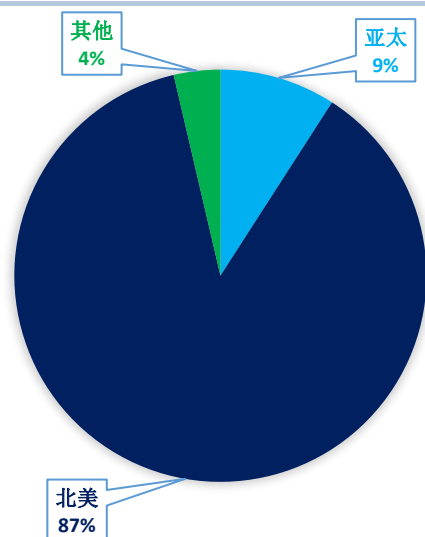
数据来源：FIA 中信期货研究部

从期权分种类持仓量来看，2018 年股票期权的持仓量为 4.84 亿张，占到了所有期权成交量的 80.69%。其中，股指期货持仓量为 2.96 亿张，占比 49.45%，个股期权持仓量为 1.87 亿张，占比 31.25%。从全球期权分种类持仓量占比情况来看，股指及个股期权占全球期权的比例较稳定，合计基本都维持在 80%左右。

从股票期权分地区的成交量分布可以看到，不同地区的差异较大，其中亚太地区的股指期货成交量最大，达到 31.85 亿张，占有股指期货成交量的比重为

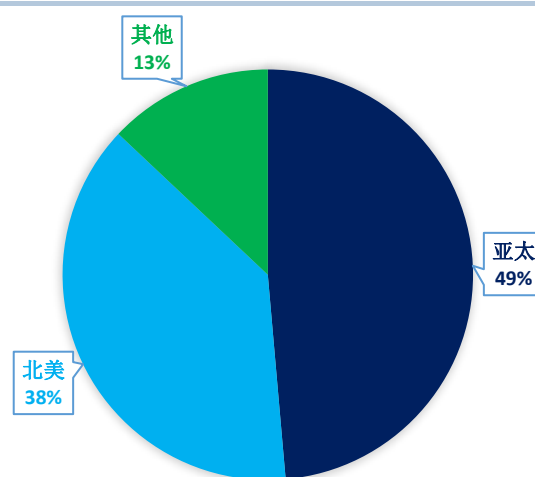
48.61%。北美地区的个股期权成交量最大，达到 37.09 亿张，占有个股期权成交量的比重为 87.25%。

图 11：全球个股期权成交量分地区占比



数据来源：WFE 中信期货研究部

图 12：全球股指期权成交量分地区占比



数据来源：WFE 中信期货研究部

二、美国期权市场现状及未来发展

美国是目前所有种类期权的发源地，股指期货、个股期权、ETF 期权、利率期权、外汇期权等均诞生于美国。由于美国期权市场发展成熟，证券交易所、期货交易所和期权交易所间形成了激烈的竞争，因此，美国期权市场呈现出产品丰富、创新频繁的发展状态。同时，美国也是目前全球最大期权交易市场，个股期权交易量占全球的 60% 市场，ETF 期权交易量占全球 99%。根据 FIA 的统计，2019 年上半年全球交易量最大的 20 种期权产品中，有 12 个是在美国交易所交易的。

表 1：2019 上半年全球交易量最大的前 20 股票期权

排名	名称	2019 上半年成交量	交易场所在地
1	Bank Nifty Index Options, National Stock Exchange of India	1374395855	印度
2	CNX Nifty Index Options, National Stock Exchange of India	465082896	印度
3	SPDR S&P 500 ETF Options	339021531	美国
4	Kospi 200 Options, Korea Exchange	336866868	韩国
5	S&P 500 Index (SPX) Options, Chicago Board Options Exchange	156547371	美国
6	Euro Stoxx 50 Index Options, Eurex	134697356	德国
7	Powershares QQQ ETF Options	91510872	美国
8	Taiex (TXO) Options, Taiwan Futures Exchange	82442674	中国台湾
9	CBOE Volatility Index (VIX) Options, Chicago Board Options Exchange	64783216	美国
10	iShares MSCI Emerging Markets ETF Options	52582416	美国
11	iShares Russell 2000 ETF Options	42691821	美国
12	Euro Stoxx Banks Options, Eurex	30925258	德国
13	E-mini S&P 500 Options, Chicago Mercantile Exchange	29615129	美国
14	iShares China Large-Cap ETF Options	26290623	美国

15	iPath S&P 500 VIX Short Term ETN Options	25301443	美国
16	iShares MSCI Brazil ETF Options	24260983	美国
17	iShares MSCI EAFE ETF Options	22299382	美国
18	Kospi 200 Options, Eurex	19314439	德国
19	Financial Select Sector SPDR ETF Options	18444862	美国
20	Nikkei 225 Options, Japan Exchange Group	14408106	日本

数据来源：FIA 中信期货研究部

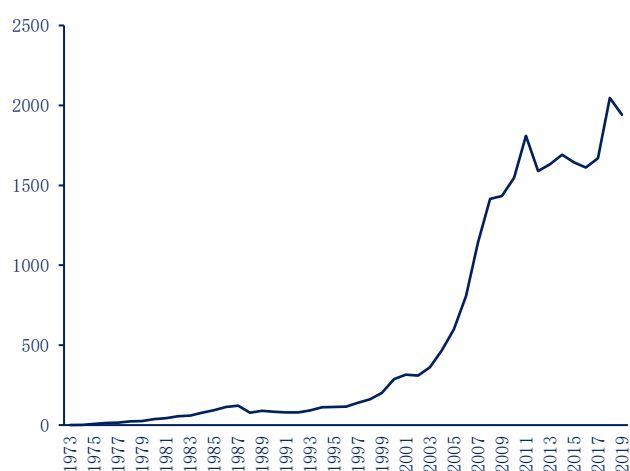
（一）美国期权市场总体发展情况

1973 年 4 月 26 日，芝加哥期权交易所(CBOE)推出了基于 16 种股票的标准化合约看涨期权合约，标志着期权交易时代的开始。仅一个月后，该期权日交易量已经超过了场外交易市场。随后，为满足不同投资者需求，CBOE 相继推出多种期权。1977 年，CBOE 推出了个股认沽期权，1983 年推出了市场指数期权，1990 年推出了长期期权（LEAPS），1992 年推出区域及国际股指期货期权，2005 年推出了期限为一周的短期期权（Weekly Option）等。随着 CBOE 的成功，其他交易所也陆续推出了期权产品。

2.1.1 美国期权市场规模大、成交量逐年增长

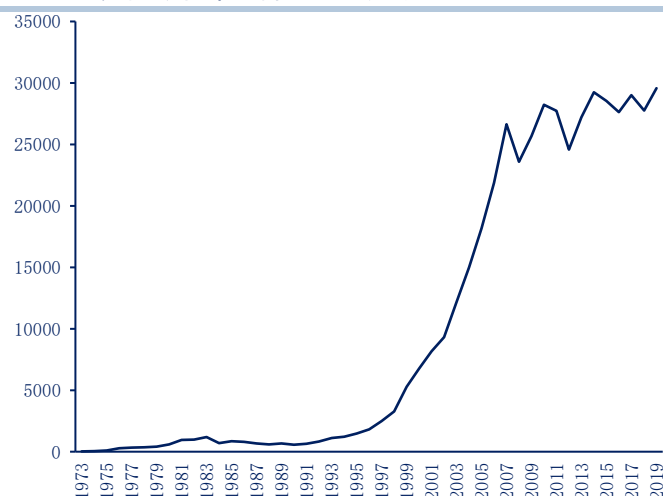
美国的期权市场是全球最大的个股期权市场和 ETF 期权市场，ETF 期权的交易量占到了全球的 99%以上，个股期权交易量占据了 60%以上的市场。从美国期权市场日交易量来看，美国期权市场的日均交易量由 1973 年 6470 张增长到了 2019 年的 1942 万张，年复合增长率为 18.57%。从持仓量来看，美国期权市场的持仓量从 1973 年的 24 万张增长到 2019 年的 29569 万张，年复合增长率 16.32%

图 13：美国期权市场日均成交量（万张）



数据来源：OCC 中信期货研究部

图 14：美国期权市场持仓量（万张）



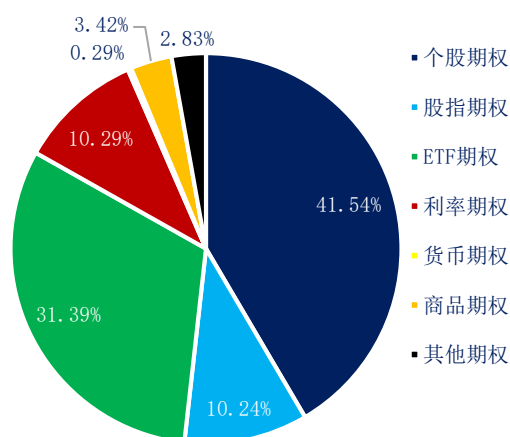
数据来源：OCC 中信期货研究部

2.1.2 美国期权产品种类丰富

美国期权市场期权种类丰富，美国 2500 多只股票和 60 余种股票指数，均有

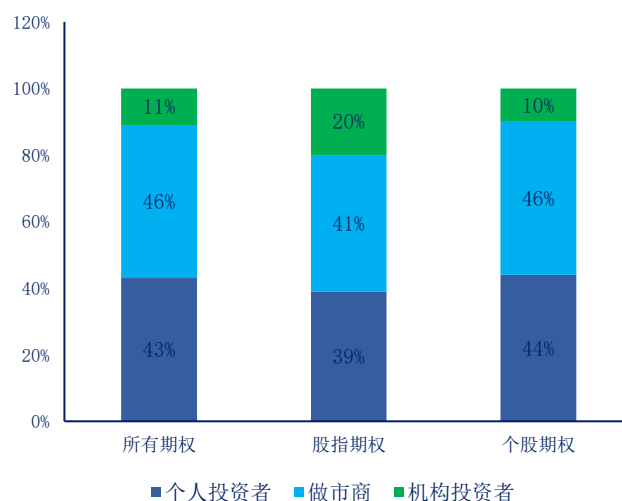
期权交易。目前，仅在 CBOE 挂牌交易的个股期权就有 1896 种、ETF 期权 96 种、指数期权 28 种和利率期权 4 种。根据标的物的不同，主要可分为个股期权、ETF 期权、股指期权、商品期权等。从其占比来看，前四名的分别是：个股期权占比 41.54%、ETF 期权占比 31.39%，股指期权占 10.24%，利率期权占比 10.29%。

图 15：美国主要期权种类成交量占比



数据来源：WFE 中信期货研究部

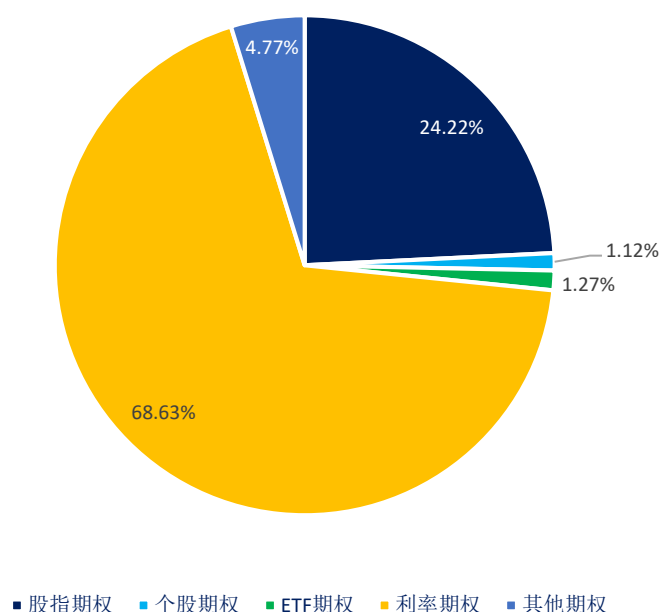
图 16：美国期权市场投资者结构



数据来源：OCC 中信期货研究部

虽然美国市场股指期权与利率期权的成交量占比仅为 10.24%和 10.29%，但由于股指期权与利率期权的合约面值远大于个股和 ETF 期权，所以股指期权的累计成交面值占到所有期权品种的 24.22%和 68.63%。

图 17：美国主要期权种类成交面值占比



数据来源：WFE 中信期货研究部

2.1.3 美国期权市场以机构投资者为主，做市商提供了流动性

投资者结构方面，目前美国期权市场的参与者主要有：交易所、期权清算公司（OCC）、期权做市商、机构投资者、个人投资者及市场监管机构。美国期权市场总体是以机构投资者（含做市商）为主，约占市场的 57%，个人投资者占 43%。其中交易量最大的是做市商，占比 46%，做市商为整个市场提供了很好的流动性。分类来看，股指期货市场中，机构投资者相对更多，占比 20%；而个股期权市场中，个人投资者占比相对有所上升，占比 44%。

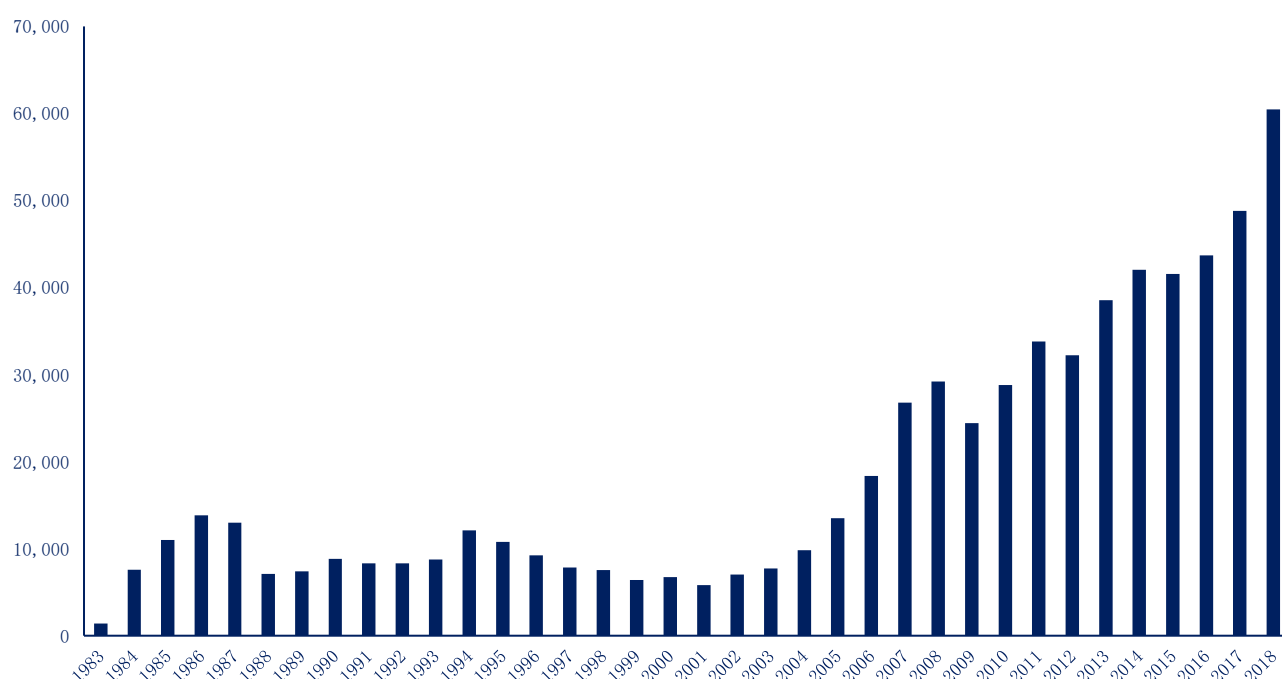
（二）美国股指期货市场发展情况

2.2.1 美国股指期货发展历程及规模

股指期货是以股票指数为标的物的期权。美国期权市场发展初期，所有期货或期权必须实物交割，1981 年，随着国际货币市场推出的三个月欧洲美元期货合约首次采用现金交割制度，以股票指数为标的股指期货和期权产品开始发展。

1983 年 3 月，芝加哥期权交易所（CBOE）推出了全球第一只股指期货产品标普 100 指数期权，同年 7 月，CBOE 又推出了标普 500 指数期权。此后，全球其他交易所相继推出了股票指数期权，与此同时股票指数期权的品种也不断增多。目前美国股指期货市场规模约占美国期权市场的 10%左右，美国股指期货交易量逐年增加，从 1983 年的 1402 万张增长到 2018 年的 60477 万张，年增长率为 11.36%。

图 18：美国股指期货成交量（万张）



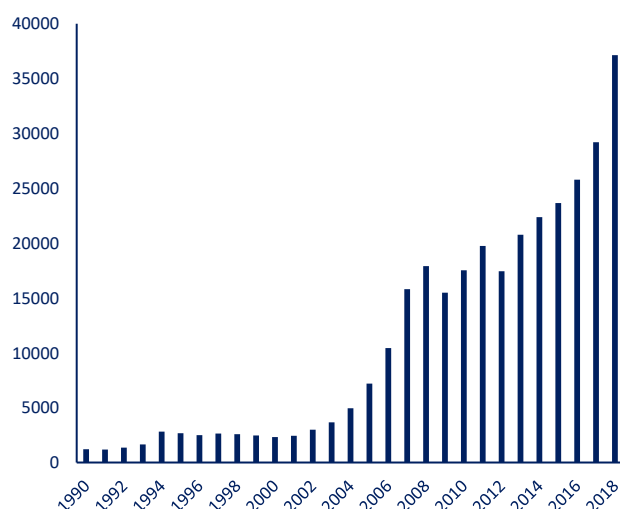
数据来源：WFE CBOE 中信期货研究部

2.2.2 美国股指期货种类丰富

美国所有交易所内大约有 60 多种股票指数开设了相应的期权交易，在所有股指期货产品中，以标普 500 股指期货，罗素 2000 股指期货、道琼斯工业平均股指期货应用最为广泛。

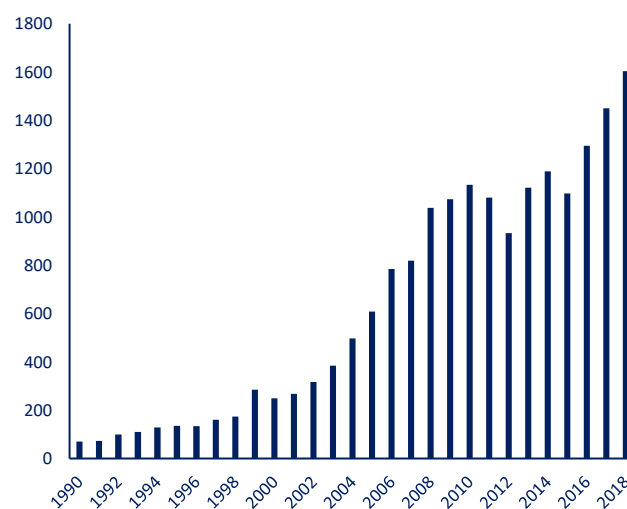
1983 年,CBOE 推出了标普 500 期权（SPX），标普 500 指数由美国 500 家上市公司股票按其市值构成，相比于其他指数，其涵盖领域更广、风险分散效果更好。目前，标普 500 指数期权是全球成交量最活跃的欧式期权合约之一，在全球指数期权占有重要地位。

图 19：SPX 期权成交量（万张）



数据来源：CBOE FIA 中信期货研究部

图 20：SPX 期权持仓量（万张）

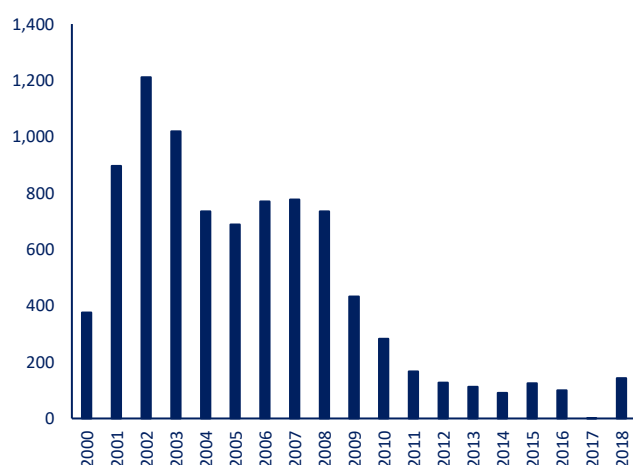


数据来源：CBOE FIA 中信期货研究部

截至 2019 年 9 月，SPX 期权日均交易量超过 128 万份，最大未平仓合约超过 2000 万份。目前市场上以标普 500 作为标的的股指期货有三类：第一类是传统标普 500 股指期货（SPX）；第二类是根据结算日及结算时间不同而开发的非传统标普 500 期权，包括季度标普 500 期权等；第三类是根据规模不同而推出的 SPX 期权，如规模是名义规模 1/10 的迷你 SPX 期权。

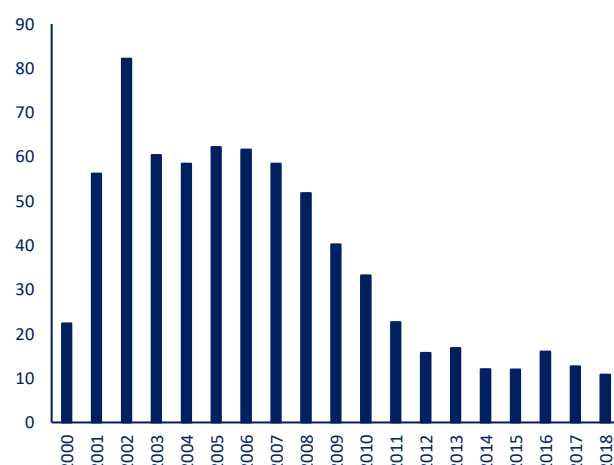
道琼斯工业指数期权(DJX)于 1997 推出，其标的为道琼斯工业平均指数，道琼斯工业指数是 30 种在纽约证交所和纳斯达克上市的市值最大，流动性最好的股票的价格加权指数。道琼斯工业指数期权为欧式期权，有 3 个近月合约，以及季度合约。DJX 期权在 1997 年上市第一天就创下 24700 张合约，是 CBOE 成立以来最成功的新上市产品，在三个月时间里，DJX 的成交合约已达到 17.5 万张合约。

图 21: DJX 期权成交量（万张）



数据来源: CBOE FIA 中信期货研究部

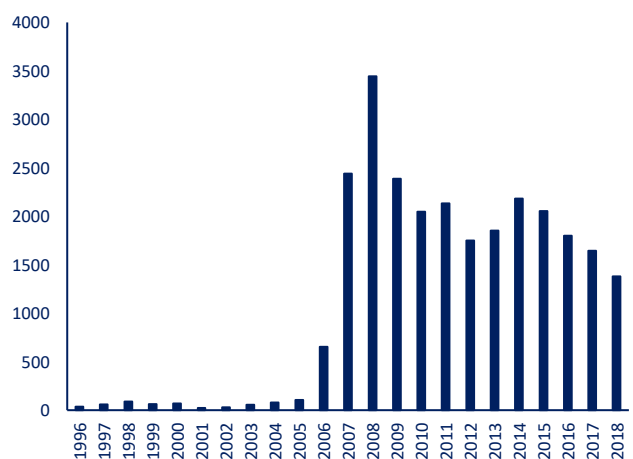
图 22: DJX 期权持仓量（万张）



数据来源: Bloomberg 中信期货研究部

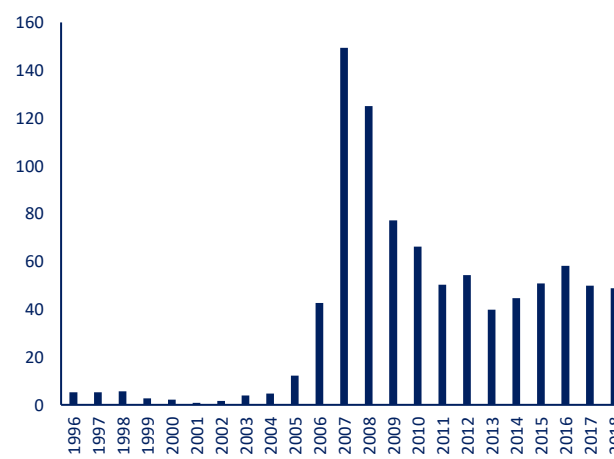
1992 年 CBOE 推出了罗素（Russell）2000 指数期权（RUT），其标的是罗素 2000 指数，罗素 2000 指数系由 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 前三千家大型上市公司中，资本额较小的两千家所组成，因此该指数是衡量在美国交易的中小盘普通股的整体表现时最广泛引用的市场指数。RUT 指数期权是一种欧式期权，有三个近月合约，季度合约。

图 23: RUT 期权成交量（万张）



数据来源: Bloomberg 中信期货研究部

图 24: RUT 期权持仓量（万张）



数据来源: CBOE FIA Bloomberg 中信期货研究部

2.2.3 美国股指期货市场机制

美国股指期货的交易时为工作日 8:30-15:15，最后交易日为到期日的前一个工作日，到期时间根据合约的不同有所不同，大部合约均为每月第三个星期五。相比国内股指期货，其合约月份及行权价格更为丰富，通常合约月份包含多个近月合约及季度合约。行权价格除了包括上市初的平值、虚值、实值合约外，随着标的指数的波动还会陆续产生新的行权价格合约。

股指期货均采用现金交割形式并采取保证金制度，具体保证金规则为：无备兑

的看涨、看跌期权 (uncovered call/put)，保证金=100%期权收益+15%总合约价值，如果是虚值期权，在基础保证金上可减去虚值金额，但需满足最低要求，即对于看涨期权卖方，保证金 $\geq 100\%$ 期权收益+10%总合约价值，对于看跌期权卖方，保证金 $\geq 100\%$ 期权收益+10%总行权价值。

2.2.4 美国股指期货期权策略丰富，应用广泛

美国各大交易所基于股指期货期权已开发了多种策略来满足不同投资者在风险管理及投资套利方面的需求。常见策略包括备兑卖出认购期权 (Covered Call)、保护性看跌期权 (Protective Put)、卖出认沽期权 (Short Put)、领口策略 (Collar)、铁鹰式策略 (Iron Condor)、蝴蝶期权 (butterfly Option)、风险逆转策略 (Risk Reversal) 等。目前，这些策略已被投资者中应用广泛，运用这些期权的主要目的包括波动率套利、风险管理、降低回报波动、Delta-Gamma 对冲套利等。

（三）美国 ETF 期权发展情况

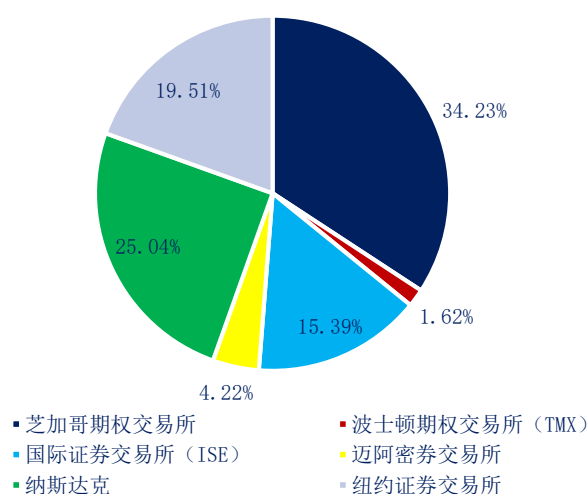
ETF 期权是基于 ETF (Exchange Traded Funds) 标准化的看涨或看跌而产生的期权产品。作为标的物的 ETF 需要用一篮子股票进行申购、赎回，因此，ETF 期权本质是一篮子期权。

20 世纪 90 年代后期，随着 ETF 期货市场的发展，用于 ETF 风险管理的 ETF 期权产品也应运而生，在美国市场取得了较快的发展。1986 年 11 月 16 日，AMEX 推出全球首个 ETF 期权—标普 500ETF 期权，随后在全球市场相继出现不同的 ETF 期权产品。ETF 期权的出现不但完善了市场产品结构，健全了市场机制，也为投资者提供了更多的风险管理、价格发现以及套利的工具。

2.3.1 美国 ETF 期权市场规模大，增长迅速

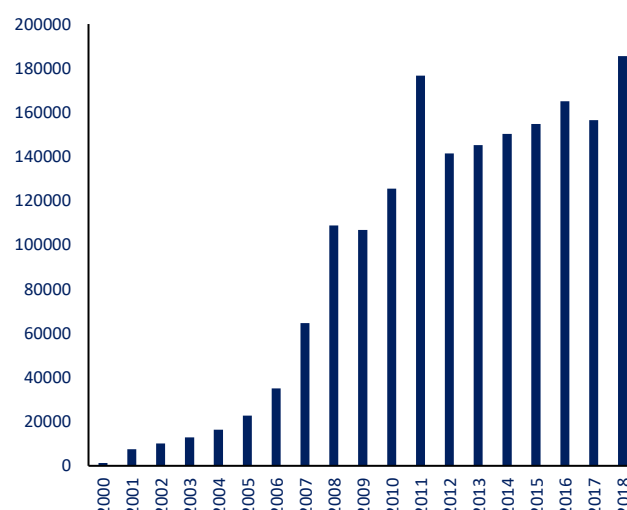
美国作为 ETF 期权的发源地，是目前 ETF 期权交易的主要市场，占全球 ETF 期权市场交易量的 99%。其中芝加哥期权交易所是 ETF 期权最主要的交易场所，交易量占比 34%，其次为纳斯达克和纽约证券交易所，分别占 25%、20%。ETF 期权虽然推出的时间较晚，但近年来成交量增长率很高，美国 ETF 期权从 2000 年的 1328 万张增长到 2018 年的 185457 万张，年复合增长率达到 33.71%。

图 25：美国 ETF 期权交易所成交量占比



数据来源：OCC COBE 中信期货研究部

图 26：美国 ETF 期权成交量（万张）



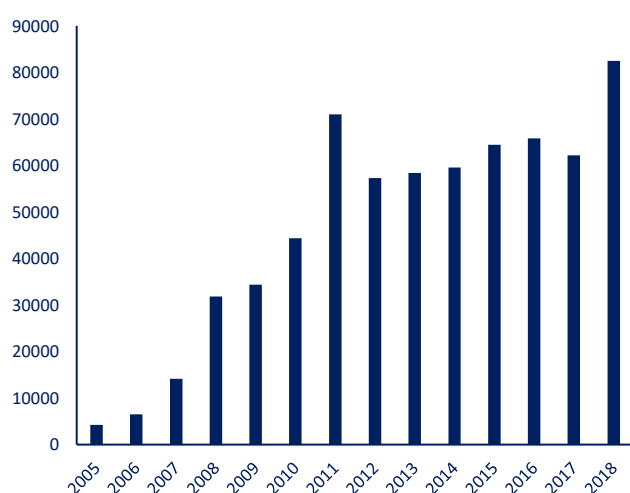
数据来源：OCC COBE 中信期货研究部

2.3.2 美国 ETF 期权主要产品

据美国期货业协会统计，成交最活跃的 4 个 ETF 期权分别是标普 500ETF 期权、iShares 罗素 2000ETF 期权、纳斯达克 100ETF 期权和 MSCI 新兴市场 ETF 期权。

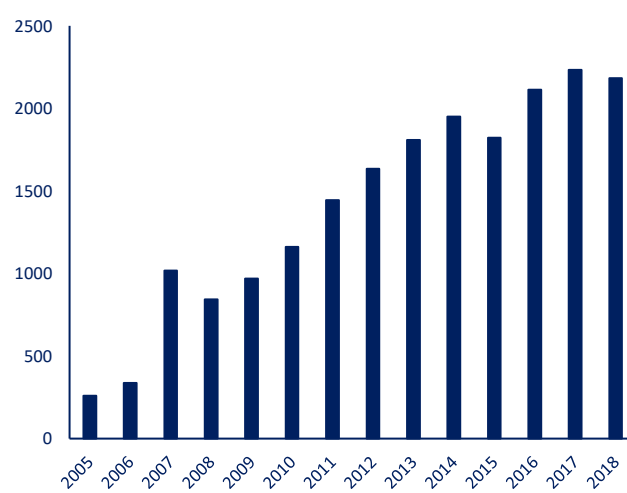
标普 500ETF 的期权(SPY)在 CBOE 上市交易。按照 CBOE 的规定，一张 SPY 的认购期权和认沽期权对应 100 份 SPY 的 ETF。例如，如果 SPY 的 ETF 价格是 300 美元，那么 1 张 SPY 期权对应的标的物为 30,000 美元。该期权为美式期权，买方可以提前行权，且在行权时为实物交割。

图 27：标普 500 ETF 期权成交量（万张）



数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

图 28：标普 500 ETF 期权持仓量（万张）

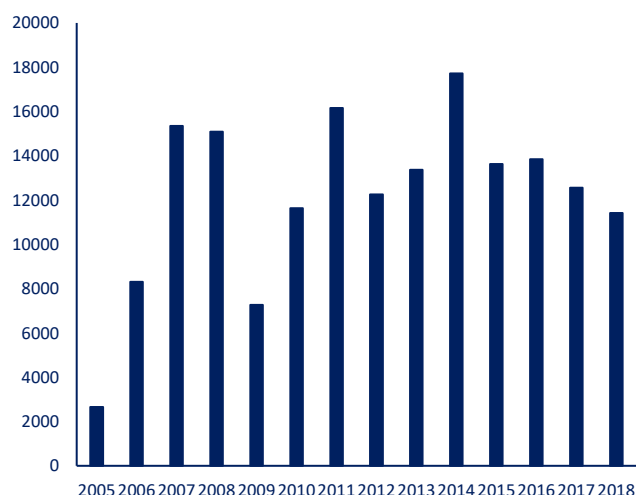


数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

罗素 2000ETF 跟踪以罗素 2000 指数为代表的美国股票市场小盘股的价格和收益表现。该基金通常将至少 90% 的资产投资于罗素 2000 指数中的证券或者其

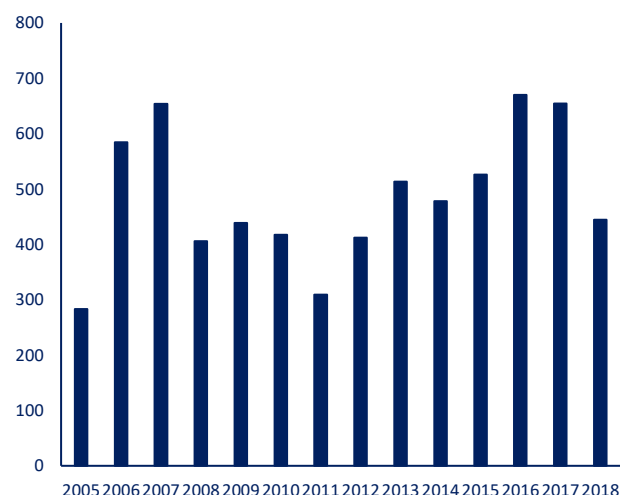
存托凭证，并将剩余资产投资于某些期货、期权和掉期合约、现金和现金等价物，以及不包括在的指数中但有助于跟踪指数的证券。

图 29：罗素 2000 ETF 期权成交量（万张）



数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

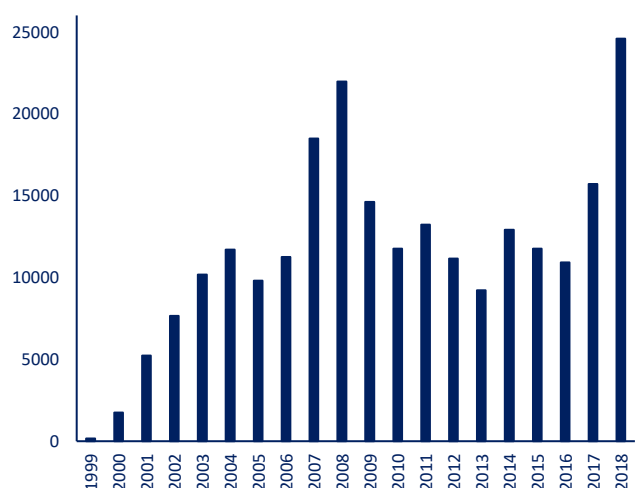
图 30：罗素 2000 ETF 期权持仓量（万张）



数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

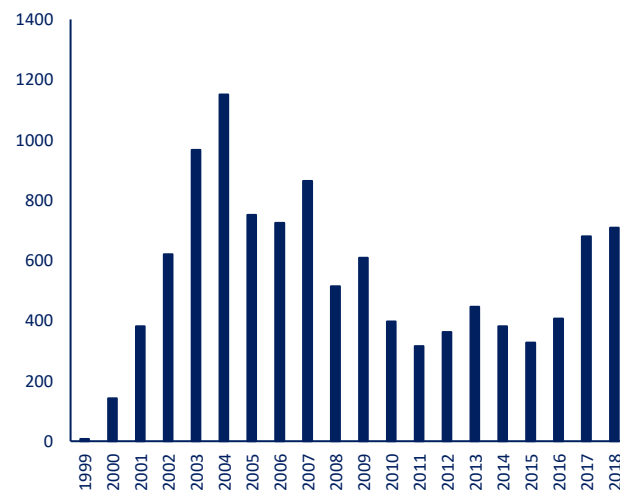
QQQ 纳斯达克 100ETF 是一只基于 Nasdaq-100 Index 的 ETF 期权。在大多数情况下，该基金由指数中的所有股票组成。该指数包括 100 家以市值为基础在纳斯达克股票市场上市的国内和国际最大的非金融公司。基金和指数每季度重新平衡，每年重新调整。

图 31：QQQ 纳斯达克 100ETF 期权成交量（万张）



数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

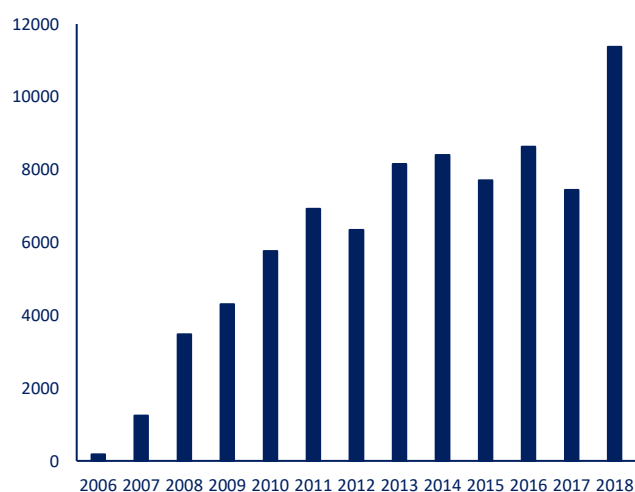
图 32：QQQ 纳斯达克 100ETF 期权持仓量（万张）



数据来源：Bloomberg 中信期货研究部

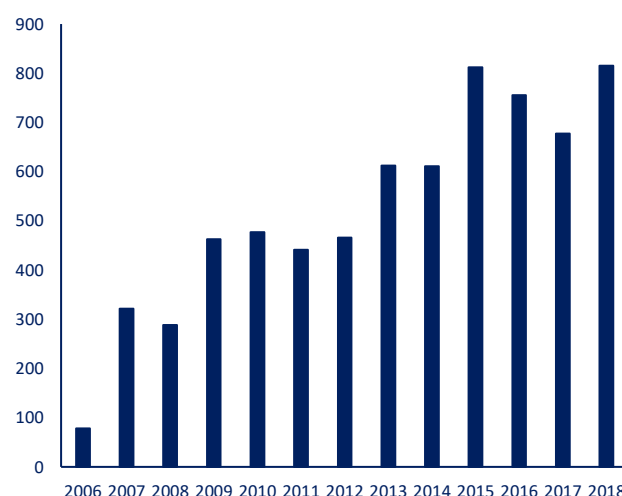
MSCI 新兴市场 ETF 是一只成立于 2003 年 4 月的基金，它跟踪以摩根士丹利资本国际新兴市场指数(MSCI Emerging Markets Index)为代表的在新兴市场公开交易的证券的价格和收益率表现。该指数试图衡量全球新兴市场的股票表现。

图 33: MSCI 新兴市场 ETF 期权成交量（万张）



数据来源: Bloomberg 中信期货研究部

图 34: MSCI 新兴市场 ETF 期权持仓量（万张）



数据来源: Bloomberg 中信期货研究部

2.3.3 美国 ETF 期权市场机制

ETF 期权市场机制和股指期货大部分相同，主要有以下几点区别：1) 合约价值较小；2) ETF 期权为美式期权，可以提前行权；3) ETF 期权交割方式为实物交割；4) ETF 期权通常有仓位限制，如 SPY 期权的限制为单边 75000 合约；5) ETF 期权可在多个交易所都可交易，股指期货通常只在一家交易所交易。

具体的保证金制度与股指期货类似：无担保的看跌与看涨期权的卖方必须维持 100% 的期权收益加上 15% 或 20% 的合约总体价值再减去其中虚值期权的价值，最低保证金为 100% 的期权收益加上合约总价值的 10%。

2.3.4 美国 ETF 期权与股指期货发展相关性高

虽然美国 ETF 期权出现晚于股指期货，但 ETF 期权和股指期货的成交量高度相关。一般，核心股指会有多个 ETF 跟踪，而每只 ETF 都有相应的期权合约产品。从美国 ETF 期权的发展历史来看，ETF 期权和股指期货共同经历了一段快速发展繁荣时期。

根据高盛的研究，美国共同基金持有的权益类期权中，ETF 期权占总名义金额的 36%，股指期货占 42%；其用于对冲风险目的配置的权益类期权中，ETF 期权占总名义金额的 57%，股指期货占 40%，因此，近年来美国机构投资者更倾向于用 ETF 期权进行风险管理。

目前海外机构投资者应用 ETF 期权主要有以下策略：1) 方向性策略，即建立在对市场未来走向正确判断前提下的策略，如牛市价差、熊市价差等。2) 波动性策略，即依靠市场波动变化获得收益，如跨式、宽跨式以及蝶式策略等。3) 避险性策略，即利用期权对所持有的现货进行风险对冲保护，如保护性对冲策略等。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>