

# 股指期货首次破冰 期权体系进一步丰富

——期权新品种上市报告系列之一

2019 年 11 月 11 日

## 摘要：

宏观及金融研究团队

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号  
宝安大厦 7、8、10 楼  
邮编：200122  
电话：021 5058 8811  
传真：021 5058 8822  
网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

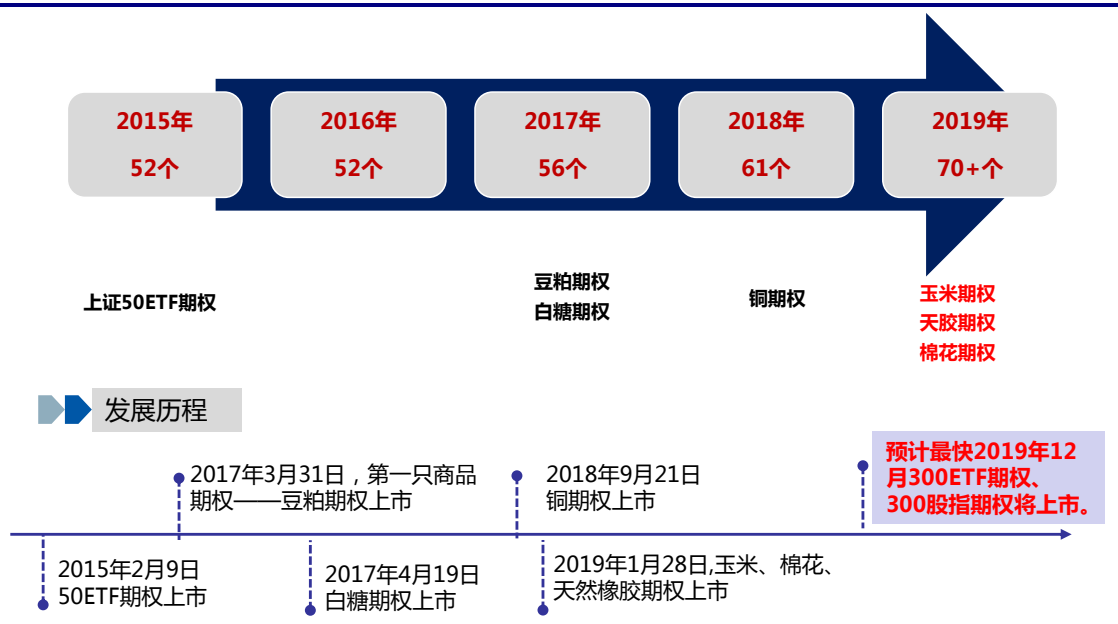
- 2019 年 11 月 8 日，经国务院同意，证监会正式启动扩大股票股指期货期权试点工作，将按程序批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货期权。归纳起来就是一个沪深 300、两类期权（股指和 ETF）、三种合约（深、沪、中金所）。
- 2015 年我国上市了第一个金融期权 50ETF 期权，此次上市的沪深 300ETF 期权可以看成是一个延续，而中金所的股指期货期权是另一个新的开始。
- 在全球场内市场，期权与期货各占半壁江山。从 2017 年全球数据来看，如果将权益类期权跟商品类期权相比，那么权益类的 34% 比重远远高于商品类的 1% 比重；如果将权益类期权跟权益类的期货相比，期权的比重是期货的 2 倍多；在权益类期权内部相比较，股指期货期权比重又是 ETF 期权的 2 倍左右。
- 我国期权市场发展至今，整体呈现以下四个特征：1) 策略容量小；2) 期权品种较少；3) 市场普及率不高，流动性不足；4) 投资者门槛高。
- 我们认为股指期货交易未来会成为主要对冲工具：1) **现金交割的便利性**：结算时只需对盈亏部分采用现金结算。2) **股指期货合约价值是 300ETF 期权合约价值的 10 倍**：按照目前的价格水平，沪深 300 股指期货合约价值约 40 万，远大于 300ETF 期权约 4 万的合约价值。3) **行权价格间距更小，选择更灵活**：对于 300ETF 期权，能够挂出总共 9 个行权价格的期权，而对于沪深 300 股指当月和下两个月期权合约能够上下挂出约 8 个行权价格，整体上能够挂出约 16 个行权价格。4) **可选择的合约月份更多，可提供更长期的套保期限**：相对于 300ETF 期权，沪深 300 股指期货期权能够提供下下月合约以及第三个季度合约。

## 一、我国金融期权产品体系进一步丰富

截至 2019 年 10 月份，我国已先后上市了 7 个期权品种。自 2015 年推出第一个期权产品，4 年多来仅再推出了 6 个期权品种。

2019 年 11 月 8 日，经国务院同意，证监会正式启动扩大股票股指期权试点工作，将按程序批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期权。归纳起来就是一个沪深 300、两类期权（股指和 ETF）、三种合约（深、沪、中金所）。预计最快 12 月沪深两市的 300ETF 期权以及沪深 300 股指期权将正式上市交易。

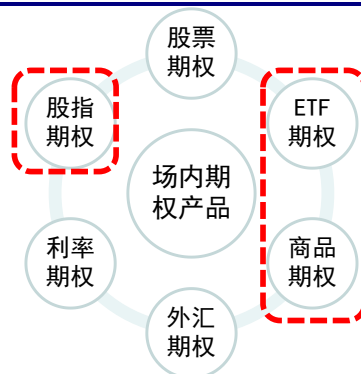
图 1：我国期权市场发展历程



资料来源：申万期货研究所

随着这次新期权品种的推出，我国已经先后有了 ETF 期权、商品期权和股指期权，但全球的期权种类远不及于此，相比较下，我国仍缺少例如股票期权、利率期权、外汇期权等品种。

图 2：我国仍有股票期权、利率期权、外汇期权等场内期权未上市



资料来源：申万期货研究所

在全球场内市场，期权与期货各占半壁江山。从 2017 年全球数据来看，如果将权益类期权跟商品类期权相比，那么权益类的 34% 比重远远高于商品类的 1% 比重；如果将权益类期权跟权益类的期货相比，期权的比重是期货的 2 倍多；在权益类期权内部相比较，股指期权比重又是 ETF 期权的 2 倍左右。

表 1：2017 年海外期权市场结构

| 产品类别 | 细分产品类别 | 2017   |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|
|      |        | 期权     | 占场内衍生品比重 (%) | 期货     | 占场内衍生品比重 (%) |
| 权益类  | 个股     | 3,484  | 14%          | 1,138  | 5%           |
|      | 股指     | 3,368  | 13%          | 2,383  | 9%           |
|      | ETF    | 1,795  | 7%           | 2      | 0%           |
| 利率类  | 短期利率   | 520    | 2%           | 1,566  | 6%           |
|      | 长期利率   | 263    | 1%           | 1,612  | 6%           |
| 外汇类  | 外汇类    | 814    | 3%           | 1,949  | 8%           |
| 商品类  | 商品类    | 261    | 1%           | 5,624  | 22%          |
| 其他类  | 其他类    | 197    | 1%           | 236    | 1%           |
| 合计   |        | 10,702 | 42%          | 14,510 | 57%          |

资料来源：CME，申万期货研究所

我国期权市场发展至今，整体呈现以下四个特征。

1) **策略容量小**。2018 年，50ETF 期权日均合约成交额为 7.40 亿元（按权利金算），期现成交比以及成交持仓比与成熟期权市场相比，绝对市场规模和相较于现货的相对市场规模均尚小。

2) **期权品种较少**。全球有上千种不同类型地期权品种，但我国目前仅上市了 7 种，供投资者风险管理的工具比较有限。

3) **市场普及率不高，流动性不足**。我国投资者对期权认知依然较少，参与度不高；同时大机构基本以套保为主，对流动性贡献不够大，而成熟市场 90% 期权交易都是来自于投机性交易。

4) **投资者门槛高**。开通期权对金融资产有较高要求，通常是 50 万起，而按照国际经验，满足保证金要求，就可以进行衍生品交易。

## 二、股指期货破冰并有望成为主要对冲工具

2015 年我国上市了第一个金融期权 50ETF 期权，此次上市的沪深 300ETF 期权可以看成是一个延续，而中金所的股指期货是另一个新的开始，在海外，股指期货品种数量是 ETF 期权品种数量的 2 倍左右。

对于上交所和深交所上市的 300ETF 期权，唯一的不同点在于对应的标的不同。上交所 300ETF 期权对应的标的是华泰柏瑞 300ETF，代码为 510300.SH，目前基金规模大约在 345 亿元左右，而深交所 300ETF 期权对应的标的是嘉实 300ETF，代码是 159919.SZ，目前基金规模大约在 226 亿元左右。

我们认为股指期货交易未来会成为主要对冲工具：1) **现金交割的便利性**。结算时只需对盈亏部分采用现金结算而不需要用大量资金去行使期权，另外对于不想接现货的客户不需要临近到期前对价内期权平仓。2) **股指期货合约价值是 300ETF 期权合约价值的 10 倍**。按照目前的价格水平，沪深 300 股指期货合约价值约 40 万，远大于 300ETF 期权约 4 万的合约价值，套期保值更加方便，套保效率也更高。3) **行权价格间距更小，选择更灵活**。对于 300ETF 期权，以标的昨天收盘价，能够挂出总共 9 个行权价格的期权，而对于沪深 300 股指期货合约，行权价格要覆盖沪深 300 指数前收盘价上下浮动 10% 对应的价格范围，按照当前接近 4000 点计算，上下大概浮动 400 点，而对于当月和下两月期权合约行权价格间距是 50 点，即能够上下挂出约 8 个行权价格，整体上能够挂出约 16 个行权价格。4) **可选择的合约月份更多，可提供更长期的套保期限**。相对于 300ETF 期权，沪深 300 股指期货能够提供下下月合约以及第三个季度合约。

表 2：300ETF 期权和沪深 300 股指期货对比

|        | 300ETF 期权  | 沪深 300 股指期货                              |
|--------|--|--|
| 标的     | 上交所：华泰柏瑞 300ETF ( 510300.SH )<br>深交所：嘉实 300ETF ( 159919.SZ ) | 沪深 300 指数 ( 000300.SH )                  |
| 合约乘数   | *10000   | *100                                     |
| 最小报价单位 | 0.0001 元   | 0.2 点                                    |
| 合约月份   | 当月、下月、下季月、隔季月 ( 共 4 个月份 )                                    | 当月、下两个月、随后的三个季月 ( 共 6 个月份 )              |
| 到期日    | 到期月份的第四个星期三  | 到期月份的第三个星期五 ( 与股指期货一致 )                  |
| 行权价格   | 以标的昨日收盘价为基准，按行权价格间距挂出 4 个实值、1 个平值、4 个虚值期权                    | 行权价格覆盖沪深 300 指数前一个交易日收盘价上下浮动 10% 对应的价格范围 |
| 行权方式   | 欧式   | 欧式                                       |
| 履约方式   | 实物交割   | 现金交割                                     |

资料来源：申万期货研究所

申银万国期货宏观及金融研究团队

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。