

# 金融期权未来发展趋势分析

## ——期权新品种上市报告系列之二

2019 年 11 月 14 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

- **对于金融期权**，当前 3 个 ETF 期权品种，1 个股指期权品种是远远不够的。首先，我国的指数类别较多，常用的上证综指、中证 500，当前这些都没有相应股指期权，借鉴海外经验，未来这些指数对应的期权都有可能推出。其次，从国际经验来看，美国市场的 500 多只 ETF 和近 3000 只个股都是股票期权标的，其聚集效应和对现货股票市场的促进作用十分显著。
- **随着期权品种的丰富**，投资者可以运用的策略越来越丰富，衍生品交易量有望加速增加。一方面，现有投资者可以复制上证 50ETF 期权到沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期权，增加策略地分散度；另一方面也可以开发 50ETF 期权、300ETF 期权、沪深 300 股指期权之间的套利机会，市场策略容量和稳定度预计有较大提高。
- **期权上市会对股指期货成交量造成一定分流**，分流部分投资者的对冲以及投资需求，但整体上影响有限。期权如期货一样也可以用来实现风险对冲，和期货相比的优越性在于可以继续享受标的物价格波动带来的收益，用来更加灵活的调整投资组合的风险暴露程度，缓和波幅市场产生的极端结果的影响。不足之处是有时间成本，并需要不断调整期权合约数量。
- **随着我国衍生品市场的不断发展**，未来将由传统股票市场投资转变成现货市场和衍生品市场相结合的投资方式，再加上金融科技的发展，量化对冲的时代逐渐到来，可以说不会运用衍生品的基金未来将不能跑赢市场。
- **外资、公募、对冲基金将会成为主要的市场主体**。国际化的趋势已经比较明显，外资将不断流入，并增加对期货、期权风险对冲需求。从国际经验来看，股指期货和股指期权在风险管理中扮演了不同的角色，推出股指期权有助于保险、社保、养老基金等长期资金以配置的方式进入股市。随着我国金融业不断开放，释放市场活力，未来专业能力较强的大型私募对冲基金将会产生，也会成为市场主体之一。

## 一、期权品种有望不断增加

对于金融期权，当前 3 个 ETF 期权品种，1 个股指期权品种是远远不够的。首先，我国的指数类别较多，常用的上证综指、中证 500，当前这些都没有相应股指期权，借鉴海外经验，未来这些指数对应的期权都有可能推出。其次，从国际经验来看，美国市场的 500 多只 ETF 和近 3000 只个股都是股票期权标的，其聚集效应和对现货股票市场的促进作用十分显著。

对于商品期权，预计原油，PTA、甲醇、菜油、菜粕、动力煤、铁矿石、玉米淀粉、豆油、聚丙烯、棕榈油期权等也将陆续推出。

同时，未来也有可能推出股指期货期权。按照国际经验，期货期权也是各类性质期权中的主要方式，因为期货期权为标的的期权能够和期货完全对应，进一步免去升贴水、分红等影响。当前大多数量化机构除了会构建现货+期货以及现货+期权的投资组合外，还可以直接构建期货+期权的投资组合，让投资更加灵活。

**金融期货市场交易结构将逐渐发生转变。**我国场内衍生品市场发展的相对成熟，但与国际市场相比，成熟度和丰富度依然有差距。海外期货拥有几千个上市交易的合约品种。全球场内衍生品总成交量中，金融衍生品占比达到接近 80%，商品衍生品占比仅有 20%左右。而我国目前衍生品 70 个，成交结构正相反。未来，随着金融品种不断上新，金融期货将重回市场主要选择的交易工具。

**期权品种的丰富可以更好地满足投资者风险管理需求。**上证 50ETF 期权主要用来规避 50ETF 对应的成分股风险，金融行业权重较高，对股票市场覆盖面有限，无法满足投资者多样化的风险管理要求。沪深 300 指数由 A 股中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只龙头企业组成，以 8%的股票只数占据了 A 股约 60% 的总市值，成分股基本覆盖了我国证券市场主要行业，综合反映沪深 A 股市场的整体表现，更有利于满足投资者的风险管理需求。

**随着期权品种的丰富，投资者可以运用的策略越来越丰富，衍生品交易量有望加速增加。**一方面，现有投资者可以复制上证 50ETF 期权到沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期权，增加策略地分散度；另一方面也可以开发 50ETF 期权、300ETF 期权、沪深 300 股指期权之间的套利机会，市场策略容量和稳定度预计有较大提高。

## 二、量化对冲时代的到来

期权上市会对股指期货成交量造成一定分流，分流出部分投资者的对冲以及投资需求，但整体上影响有限。期权如期货一样也可以用来实现风险对冲，和期货相比的优越性在于可以继续享受标的物价格波动带来的收益，用来更加灵活的调整投资组合的风险暴露程度，缓和波幅市场产生的极端结果的影响。不足之处是有时间成本，并需要不断调整期权合约数量。

相比于股票的主要用来看空，期货的主要用来看涨和看空，通过使用不同行使价、不同到期日、不同方向的期权能够灵活表达投资者对市场走势的看法，甚至不知道未来什么方向也能获利。

表 1：期权和期货的不同点

	期权	期货
<b>权利和义务</b>	卖方只承担履约的义务； 买方享受权利无义务	买卖双方权利与义务对等
<b>权利金</b>	买方支付给卖方	无
<b>保证金制度</b>	卖方需要缴纳保证金，买方无需缴纳保证金	买卖双方都需缴纳保证金
<b>风险特征</b>	买方与卖方都有一定风险，而且双方风险不对等	买卖双方风险是对等的
<b>上市合约的数量</b>	每个合约月份有多个合约	每个合约月份只有一个合约

资料来源：申万期货研究所

随着我国衍生品市场的不断发展，未来将由传统股票市场投资转变成现货市场和衍生品市场相结合的投资方式，再加上金融科技的发展，量化对冲的时代逐渐到来，可以说不会运用衍生品的基金未来将不能跑赢市场。

在 2004 年，规模最大的投资机构都是主观策略，而到了 2018 年，规模最大的投资机构主要都采用了量化策略。

**外资、公募、对冲基金将会成为主要的市场主体。**国际化的趋势已经比较明显，外资将不断流入，并增加对期货、期权风险对冲需求。2019 年以来我们先后取消了 QFII/RQFII 投资额度，取消了外资对金融机构持股比例限制，未来将有更多的海外资金进入。目前外资持有 A 股的占比仅为 2.85%，借鉴中国台湾、韩国的经验，外资持股比例能够达到 30%，空间依然很大。从国际经验来看，股指期货和股指期权在风险管理中扮演了不同的角色，推出股指期权有助于保险、社保、养老基金等长期资金以配置的方式进入股市。随着我国金融业不断开放，释放市场活力，未来专业能力较强的大型私募对冲基金将会产生，也会成为市场主体之一。

表 2：2004 年和 2018 年全球前十大投资机构

2004				2018			
排名	公司	资产规模 (亿美元)	主要 策略	排名	公司	资产规模 (亿美元)	主要 策略
1	Caxton	115	主观	1	桥水	1328	量化
2	高雷资产	110	主观	2	AQR	837	量化
3	花旗	99	主观	3	英仕曼	591	量化
4	法拉龙资本	99	主观	4	文艺复兴	570	量化
5	Citadel	95	主观	5	Two Sigma	388	量化
6	Angelo Gondon	90	主观	6	千禧年	353	量化
7	Vega	85	主观	7	Elliott	350	主观
8	Andor	83	主观	8	马歇尔 伟世	348	量化
9	索罗斯	83	主观	9	戴维森凯普纳资本	314	主观
10	桥水	81	量化	10	Baupost	310	主观

资料来源：私募排排网，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。