

研究通讯

股指期货系列专题报告六：

全球衍生品市场投资者结构

广发期货发展研究中心

电话：020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

从全球衍生品市场来看，权益类期权的成交量基本上都稳定在权益类期货成交量的2-3倍。全球期权市场以北美和亚太地区为主，个股期权成交主要集中在北美地区，股指期货主要集中在亚太地区。

从亚太衍生品市场来看，印度和韩国市场是主力，印度期权市场发展迅猛，以个人投资者为主；韩国市场 KOSPI 200 指数期权成交量于2011年显著下跌，海外投资者比例逐年上升，2019年达到53.13%。台湾、日本和香港市场投资者结构稳定，台湾期权市场机构投资者和个人投资者比例约为50:50；日本期权市场以海外投资者为主，占比高达80%；香港衍生品市场以做市商为主，同时发现机构投资者更多地参与指数期权的投资，而香港本地投资者更多地参与股票期权的投资。

从北美衍生品市场来看，2006年美国期权市场中机构投资者（含做市商）超越个人投资者，成为市场主力，2019年机构投资者（含做市商）与个人投资者比例为57:43。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息



胡岸

期货从业资格：F0299429
投资咨询资格：Z0011267
电话：020-88818001
邮箱：huan@gf.com.cn



陈俊州

期货从业资格：F3039003
投资咨询资格：Z0014862
电话：020-88818017
邮箱：chenjunzhou@gf.com.cn



吴施志

期货从业资格：F3038261
投资咨询资格：Z0014992
电话：020-88818031
邮箱：wushizhi@gf.com.cn

沪深300指数



相关报告

- 2019.11.11 《股指期货系列专题一：标的指数及相关产品对比》
- 2019.11.20 《股票股指期货系列专题二：组合保证金》
- 2019.12.16 《股票股指期货系列专题三：股指期货和ETF期权合约对比》
- 2019.12.13 《股票股指期货系列专题四：沪深300期权上市首日交易策略》
- 2019.12.31 《股票股指期货系列专题五：全球权益类期权市场发展概况》

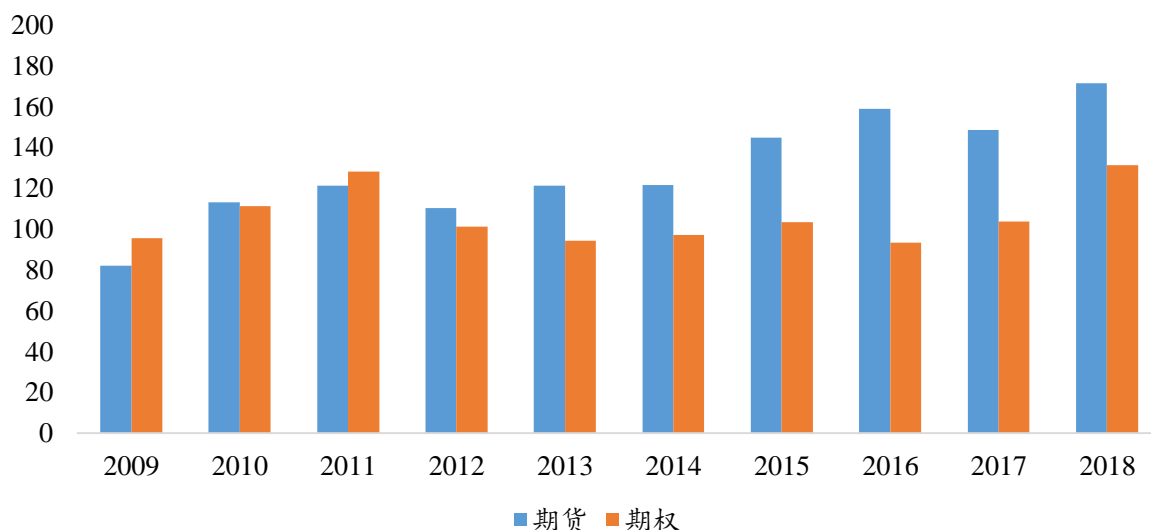
目录

一、全球衍生品市场发展现状	1
二、亚太市场衍生品投资者结构	3
2.1 韩国	3
2.2 台湾市场	4
2.3 印度市场	6
2.4 日本市场	7
2.5 香港市场	9
三、美国市场衍生品投资者结构	11
四、总结	12
免责声明	13

一、全球衍生品市场发展现状

从全球衍生品市场来看，2009 年至 2018 年年期间，期货成交量呈现上涨趋势，而期权成交量呈波动状态，总体而言，期货成交量高于期权成交量。期权成交量于 2009 和 2011 年超越了期货成交量，这得益于亚太地区期权市场的发展。2018 年，期货成交量达到约 170 亿，是期权成交量的 1.3 倍。

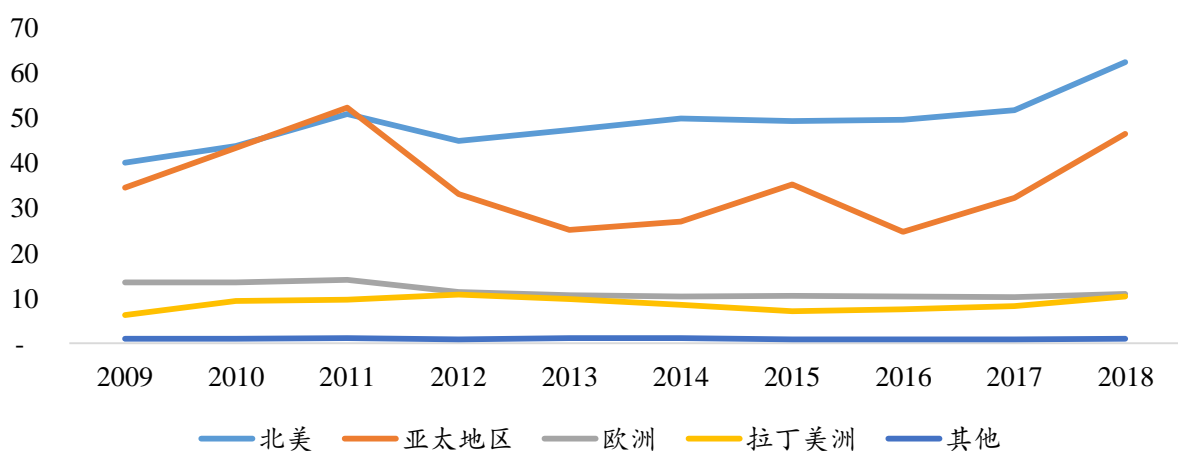
图 1：2009-2018 年全球期货期权成交量（亿张）



数据来源：FIA 广发期货发展研究中心

分市场来看，2018 年美国市场的期权成交量全球最高，占全球期权市场的 47.52%；亚太市场次之，占比 35.36%；两者总计占比 82.88%。2011 年由于韩国市场的快速发展，亚太地区成交量超越北美地区，达到 52 亿张。2012 年由于韩国市场的交易量下降，亚太地区的成交量回落至 33 亿张。近两年，北美和亚太地区的成交量均有所上升。欧洲市场和拉丁美洲市场成交量无大幅波动，都约为 10 亿张，2018 年占比分别为 8.38%和 7.97%。

图 2：2009-2018 年全球各地区期权成交量（亿张）

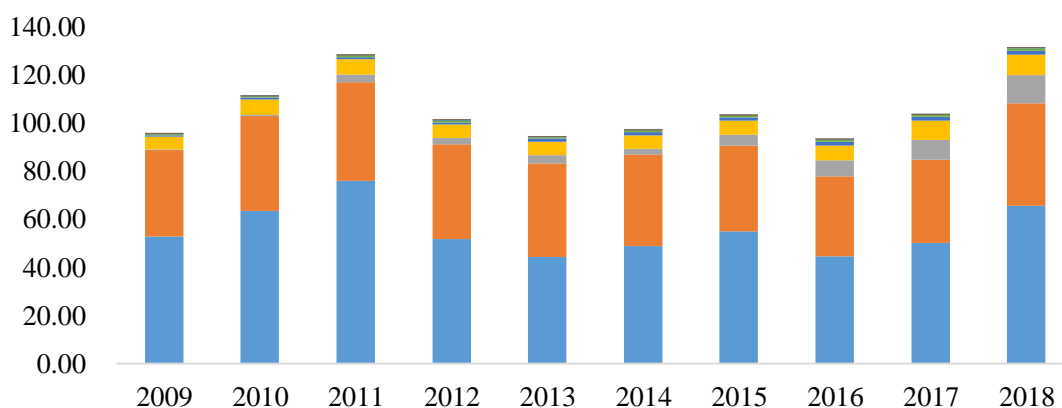


数据来源：FIA 广发期货发展研究中心

分品种来看，根据 FIA 的分类方式，期权可以分为权益指数期权、个股期权和外汇期权等。近 10 年来权益指数期权成交量最大，2018 年权益指数期权成交量达到 65.52 亿，占比达到 49.9%，其次是个股期权，成交量达到 42.51 亿，占比达到 32.37%，第三是外汇期权，成交量为 11.66 亿，占比达到 8.88%。

根据 WFE 的数据，2018 年个股期权的成交主要集中在北美地区，占比 83%，股指期货主要集中在亚太地区，占比 73%。

图 3：2009-2018 年全球各类期权成交量（亿张）



■ 权益指数 ■ 个股 ■ 外汇 ■ 利率 ■ 能源 ■ 农产品 ■ 贵金属 ■ 非贵金属 ■ 其他

数据来源：FIA 广发期货发展研究中心

图 4：2018 年个股期权成交量分地区占比

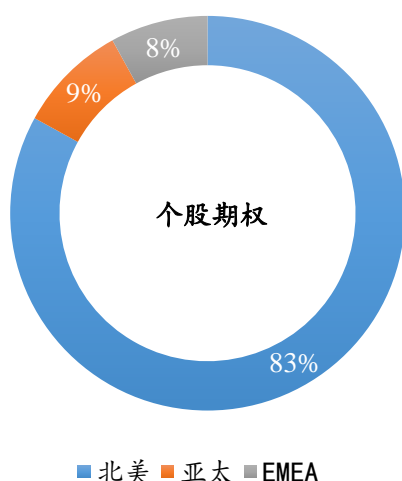
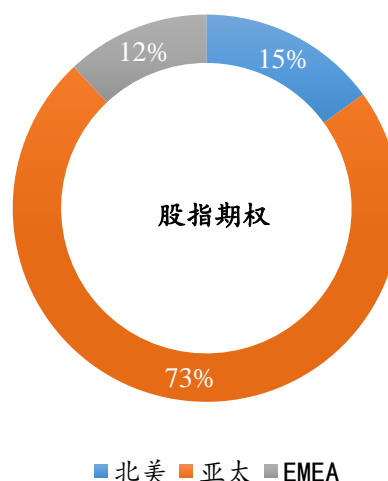


图 5：2018 年股指期货成交量分地区占比



数据来源：WFE 广发期货发展研究中心

二、亚太市场衍生品投资者结构

2.1 韩国

(一) 市场概况

1996年5月，韩国股票交易所(KSE)推出了KOSPI200指数期货合约，次年7月推出KOSPI200指数期权，这是韩国期权市场的核心交易产品。2002年1月，KSE发行股票期权，6年后，单一股票期货上市。可见，韩国衍生品市场经历了“股指期货-股指期权-股票期权-股票期货”的路径。

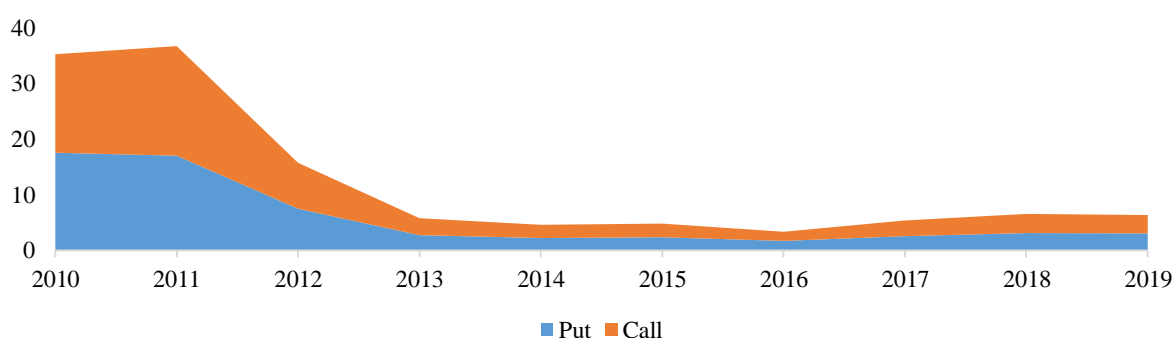
KOSPI200指数期权的成交量在全球各类期权交易中居前列。2019年上半年的全球期货期权市场成交量排名中，KOSPI 200指数期权位列第五。2011年KOSPI200指数期权的成交量突破36亿，但随后连续两年经历了断崖式下跌，跌至5.8亿，其原因是韩国金融服务委员会提出要防止过热的投机性投资，KRX应其要求收紧了相关政策，如将合约乘数由10万韩元提升至50万韩元，这导致总体成交量下降。2019年KOSPI200指数期权回升至6.4亿。

表 1：2019 上半年全球市场成交量排名前五的股指衍生品（张）

排名	合约	成交量
1	Bank Nifty 指数期权, National Stock Exchange of India	1,374,395,855
2	Bovespa 迷你指数期货, B3	727,681,749
3	CNX Nifty 指数期权, National Stock Exchange of India	465,082,896
4	SPDR S&P 500 ETF 期权 *	339,021,531
5	Kospi 200 指数期权, Korea Exchange	336,866,868

数据来源: WFE 广发期货发展研究中心

图 6：2010-2019 年 KOSPI200 指数期权成交量（亿张）



数据来源: KRX 广发期货发展研究中心

(二) 投资者结构

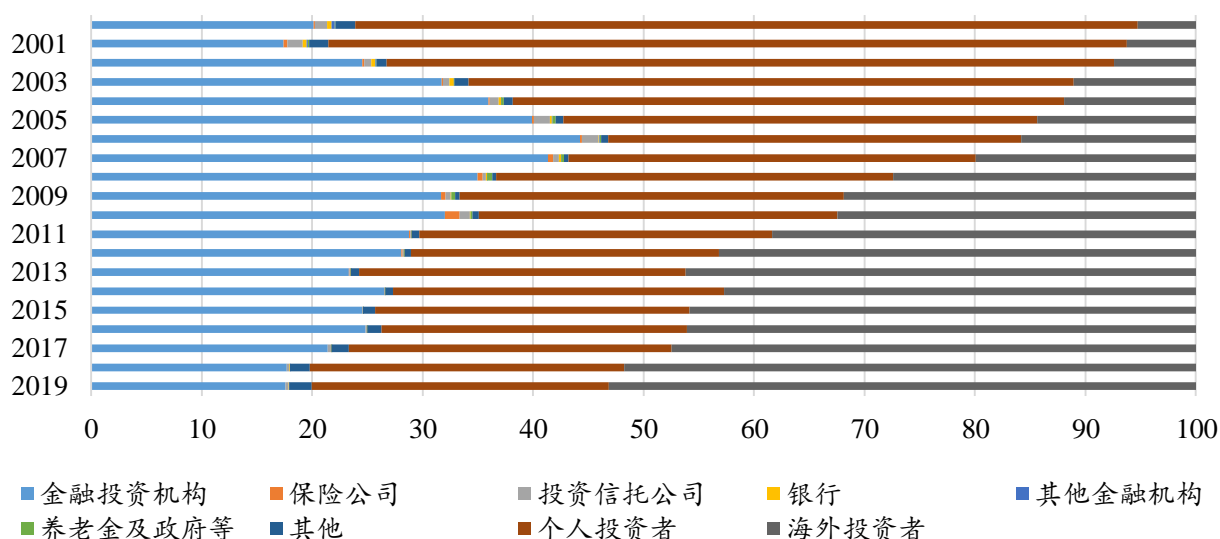
韩国期权市场的投资者可主要分为三类：机构投资者、个人投资者与外国投资者。机构投资者包括证券公司、保险公司、信托基金、银行和养老金及政府等。相比于欧美市场，韩国期权市场的鲜明特征是个人的投资者是主要参与者。2000年个人投资者占比高达70.83%，是市场的绝对主力。随着外资开放以及合约乘数的提升，个人投资者的比例逐步下降，海外投资者比例显著上升。2011年，海外投资者占比超越个人投资者，成为了市场上最大的投资者。2019年个人投资者比例降至26.91%，海外投资者比例由2000年的5.27%上升到53.13%，占比增长约十倍。

韩国期权市场的投资者结构发生显著变换的原因有以下几点：首先，在期权市场发展初期，较低的交易门槛和费用吸引了大量的个人投资者进场。2000年1月，韩国证券交易所将KOSPI200股指期货交易投资者交易门槛资金从3000万韩元降至1000万韩元，同年又进一步降至500万韩元。同时，KOSPI200期权的合约乘数较小，在2012年3月前，KOSPI200指数期权的合约乘数为10万韩元，假设权利金为0.01点，购买一手KOSPI200期权合约的期权价格为1000韩元，约为6元人民币。

2012年3月，KRX将KOSPI200指数期权的合约乘数调整为50万韩元。2014年，韩国金融服务委员会（FSC）提出要让韩国期货期权市场对专业投资者更具吸引力，同时不鼓励“鲁莽”的散户投资者。同年12月，基本存款额提升为3000万韩元。交易门槛和费用的提升导致个人投资者的比例逐步减少。

其次，韩国各大证券公司提供更加便捷的“家庭交易系统”（HTS），使得期权交易在个人投资者中普及。1998年7月，外国投资者可以参与韩国衍生品交易，国际资本进入韩国衍生品市场，随着外资的开放，海外投资者比例逐年增长。

图 7：2000-2019 年 韩国期权市场投资者结构 (%)



数据来源: KRX 广发期货发展研究中心

2.2 台湾市场

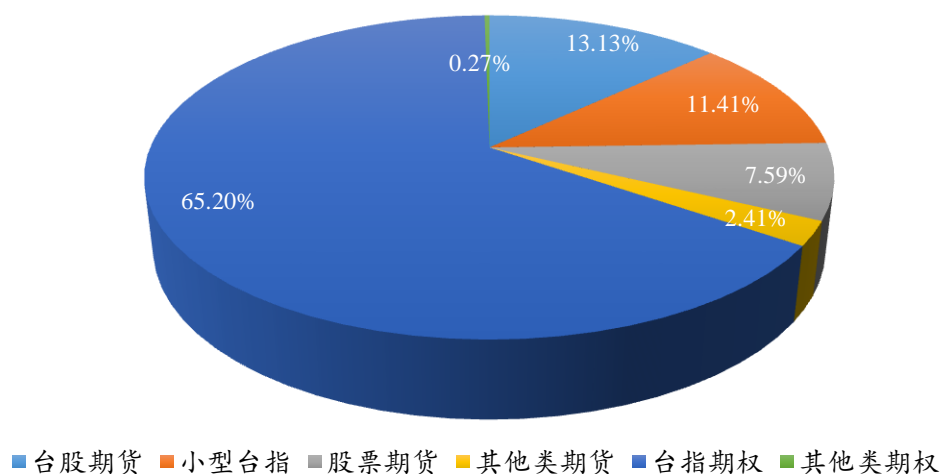
（一）市场概况

1998年7月，台湾期货交易所推出台股期货，之后陆续推出小型台指期货等股指期货合约。2001年台湾衍生品市场从期货合约扩展至期权合约，12月推出台指期权，采取做市商制度提供市场流动性。2003年1月推出了台湾第一项非指数型商品：股票期权。可见，台湾衍生品的市场经历了“股票期货-股指期货-股指期权-股票期权”的路径。相比韩国市场是先完善股指衍生品，再发展股票衍生品，台湾市场则是先完善期货产品，再完善期权合约。

台指期权的交易量由2001年的5000多手增长为2019年的1.70亿手，而且2019年台指期权是同年台股期货交易量的5倍，台指期权发展迅猛。根据WFE的统计，台指期权在2019上半年的成交量达到8200万张，居全球股指衍生品

合约成交量的第十二名。根据下图可知，2019年台指期权的成交量占台湾期货交易所所有产品成交量的65.20%，是台湾期货交易所最主要的产品。

图 8：2019 年台湾衍生品市场成交量占比统计

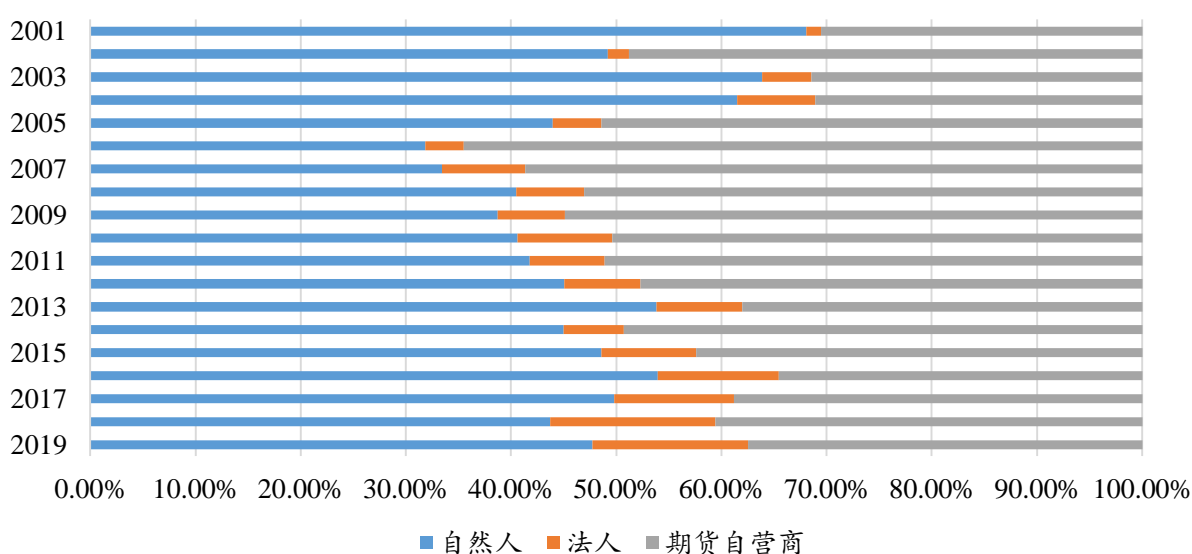


数据来源: TAIFEX 广发期货发展研究中心

（二）投资者结构

台湾期权市场的投资者可分为自然人、法人和期货自营商。其中，法人包括证券自营、证券投资信托、外资及陆资、期货经纪及信托基金和其他机构投资者。从数量上看，台湾期权市场以自然人和期货自营商为主。通过下图可以发现2001年自然人占比高达68.05%，之后有下降的趋势，到了2019年自然人占比48.23%。期货自营商占比则由30.52%升至39.35%，二者总计市场占比约为九成。此外，法人占比由2001年1.43%逐步提升至2019年的12.42%。

图 9：2001-2019 年 台湾期权市场投资者结构



注：以每年12月为该年数据基准

数据来源: TAIFEX 广发期货发展研究中心

对比台湾期货和期权市场，如下图，可知期权市场的投资者结构更加均衡。就期货市场而言，在台湾期货市场发展的前几年，个人投资者占比高达90%以上，经过了20年的发展，期货市场投资者结构趋于稳定，个人投资者比例下降，机构投资者比例上升，2019年两者比例达到50:50。就期权市场而言，在其发展的前四年，个人投资者比重较高，2005年，机构投资者超越个人投资者成为主要力量。2013年，期权市场趋于稳定，进入二者相互制约状态。

台湾期权市场学习了韩国期权市场的发展经验，在发展初期调动个人投资者的积极性来扩大市场规模。个人投资者与机构投资者的比例从2001年的68:32变化为2019年的48:52，机构投资者的力量壮大。随着台湾期权市场的发展，投资者结构日益均衡和稳定。

图 10：台湾期货市场个人与机构投资者比较

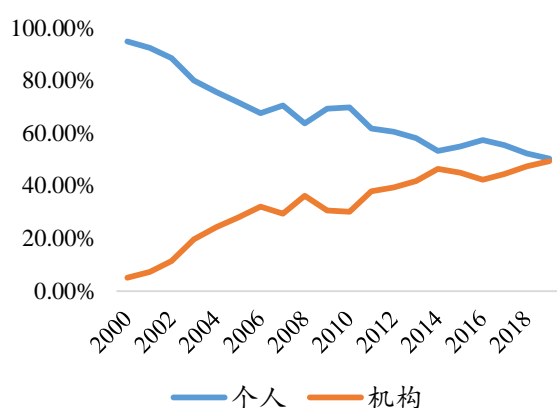
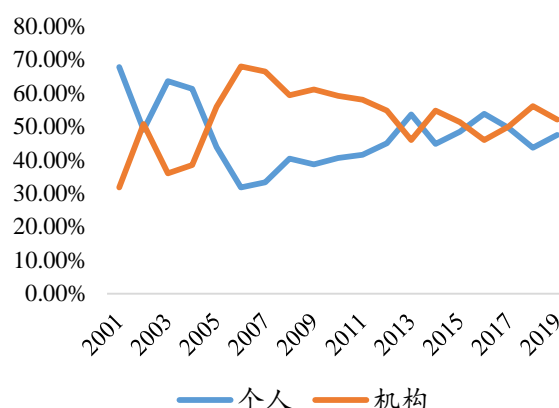


图 11：台湾期权市场个人与机构投资者比较



注：图中“个人”指自然人，“机构”包括期货自营商、证券自营、证券投资信托、外资及陆资、期货经理及信托基金、其他机构投资者。

数据来源: TAIFEX 广发期货发展研究中心

2.3 印度市场

(一) 市场概括

根据WFE数据，2018年全球股指期货期权交易最活跃的是印度市场，印度国家证券交易所（NSE）的股指期货交易量超越22亿，位列世界第一。NSE在2000年6月推出以S&P CNX NIFTY为标的的股指期货，2001年6月推出相同标的的股指期货，同年7月推出股票期权，11月推出股票期货。可见，印度衍生品的发展路径和韩国是一致的，都是“股指期货-股指期货-股票期权-股票期货”的发展路线。虽然印度衍生品市场发展较晚，但发展速度十分之快。

2019上半年的全球期货期权市场成交量排名中，Bank Nifty指数期权居首位，成交量达到13.74亿，相比2018上半年增长了138.2%。2018年，Bank Nifty指数期权成交量达到15.87亿。这使得NSE在全球股指期货期权市场中占比高达51%，相比2016年，短短两年时间其市场占比增长14%，足以见得印度期权市场的发展有多么迅猛。

图 12: 2016 年全球股指期权市场
各交易所成交量占比

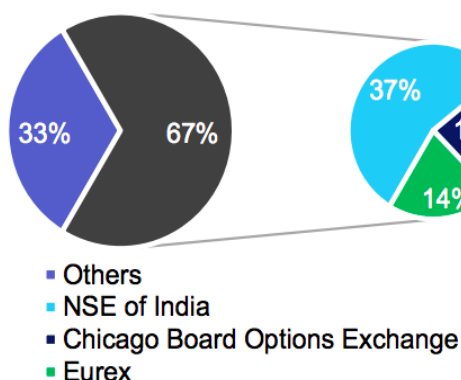
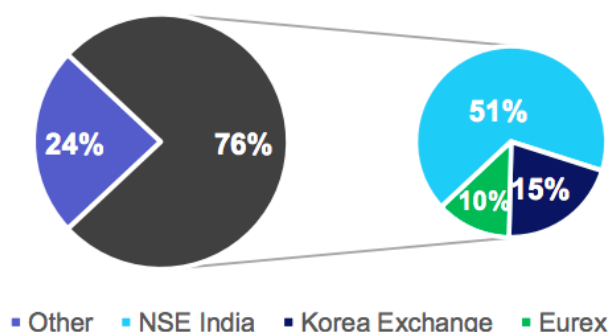


图 13: 2018 年全球股指期权市场
各交易所成交量占比

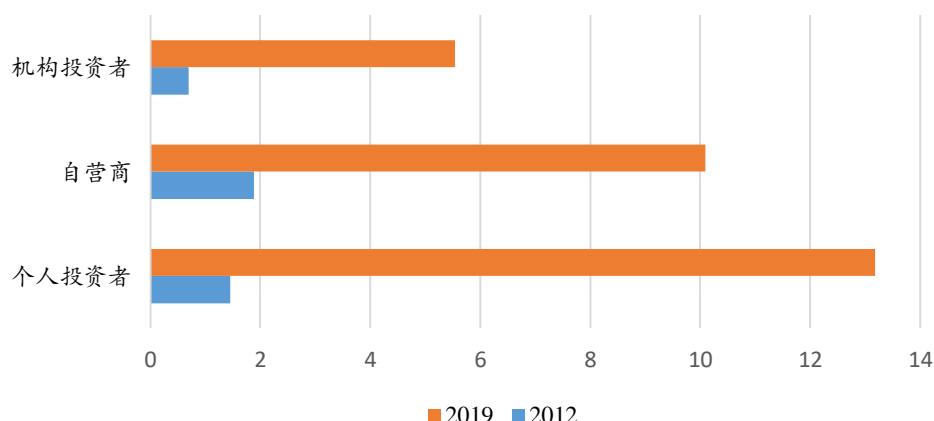


数据来源: WFE 广发期货发展研究中心

(二) 投资者结构

2012年初自营商是印度期权市场的主力, 占比47%; 其次为个人投资者, 占比36%; 机构投资者占比17%。经过八年的发展, 2019年末个人投资者占比上升至46%, 成为市场主力; 其次自营商占比为35%; 机构投资者占比略有上升, 占比19%。对比2012年初和2019年末印度期权市场投资者的占比, 个人投资者的成交量增长约八倍, 机构投资者增长约七倍, 自营商增长约四倍。

图 14: 2012 年和 2019 年印度期权市场各投资者成交量对比 (百万张)



注: 2012年以2012年1月2日成交量为基准, 2019年以2019年12月31日成交量为基准。

数据来源: NSE 广发期货发展研究中心

2.4 日本市场

(一) 市场概括

1987年6月大阪证券交易所(OSE)推出以50种股票打包组成的股票期货。1988年9月OSE推出Nikkei 225股指期货, 有趣的是, 新加坡交易所(SGX)在1986年已经抢先推出该合约。1989年6月12日大阪证券交易所推出Nikkei 225 股指期货, 这是亚洲最早的指数期权合约, 该期权基于日本主要的股票

指数：日经平均指数，日经平均指数在各种金融工具中被用作基准。同年10月20日，东京证券交易所推出TOPIX股指期货合约。1997年7月股票期权推出。2006年7月，Nikkei 225 迷你股指期货推出，该合约单位是Nikkei 225 股指期货的十分之一，由于其合约价值较小，流动性灵活，深受投资者的欢迎。日本衍生品市场经历了“股票期货-股指期货-股指期权-股票期权”的路径，发展路径与台湾地区的发展路径一致。

2019年，Nikkei 225 股指期权的成交量达到2900万张，占日本期权市场的91%，是日本期权市场最主要和重要的产品。但是在整个日本衍生品市场中，Nikkei 225 股指期权仅占比9%，占比最大的产品是Nikkei 225 股指迷你期货。

图 15：2019 年日本衍生品市场成交量占比统计

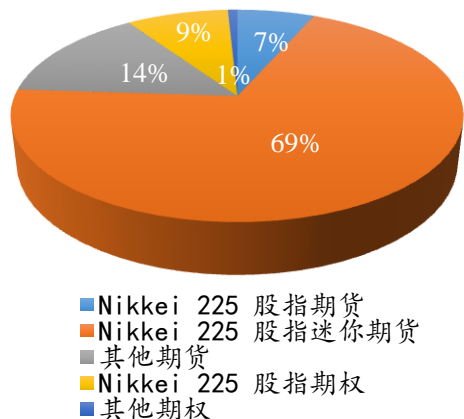
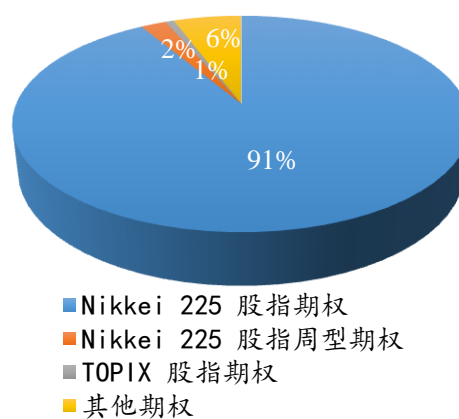


图 16：2019 年日本期权市场成交量占比统计



数据来源:JPX 广发期货发展研究中心

（二）投资者结构

日本期权市场投资者结构保持稳定，对比2011年和2019年的数据，没有较大变化，2019年海外投资者占比高达81%，其次是个人投资者占比为12%，而机构投资者的占比仅为7%。

图 17：2011 年日本期权市场投资者结构

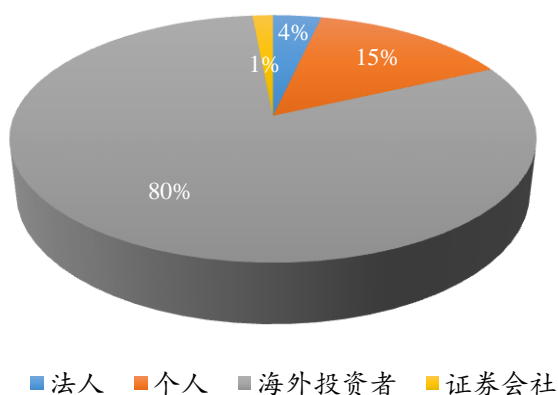
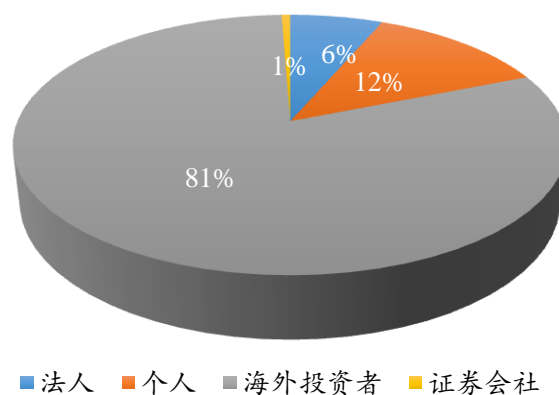


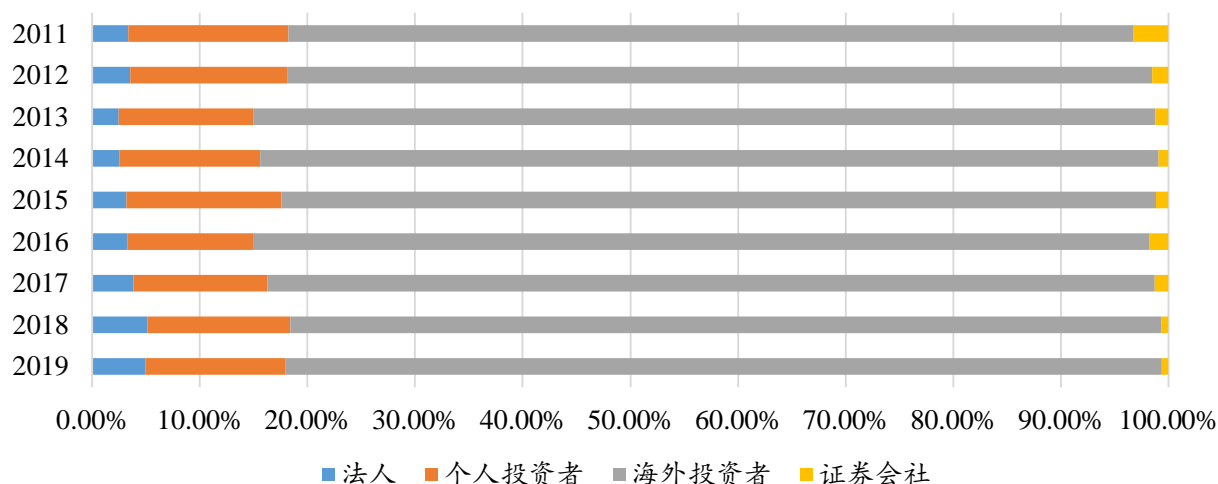
图 18：2019 年日本期权市场投资者结构



数据来源:JPX 广发期货发展研究中心

Nikkei 225 股指期货投资者可分为法人、个人投资者、海外投资者以及证券会社。根据下图，海外投资者一直是Nikkei225股指期货的主要投资者，其占比由2011年的78.57%增长到2019年的81.45%，在初始占比很高的情况下依然小有涨幅。其次为个人投资者，其占比在11%和15%之间波动。法人的占比由2011年的3.34%缓慢增长为2019年的4.96%。而机构投资者（包括法人和证券会社）的占比在5%左右浮动，总体而言，Nikkei 225 股指期货的投资者结构较为稳定。

图 19：2011-2019 年 Nikkei 225 股指期货投资者结构



数据来源:JPX 广发期货发展研究中心

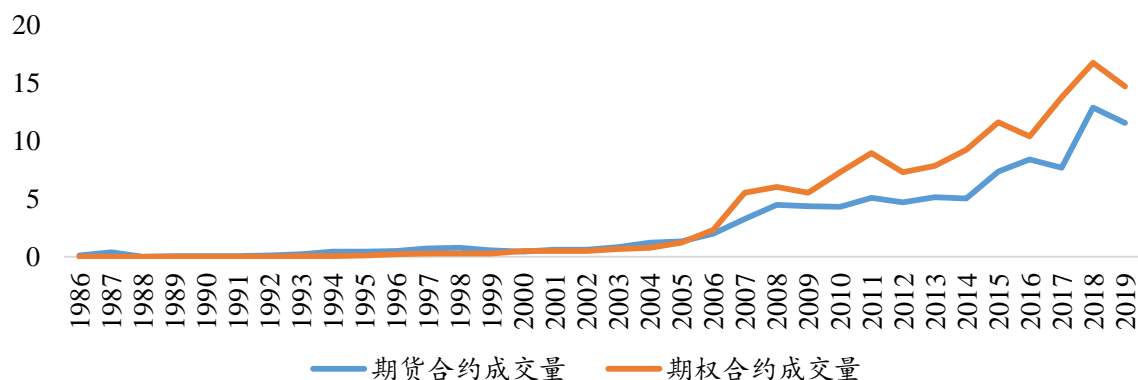
2.5 香港市场

（一）市场概括

1986年5月，香港期货交易所推出其旗舰产品-恒生指数期货，随着恒生指数期货的成功，1993年3月恒生指数期权合约推出，1995年3月股票期货合约上市，1995年9月股票期权上市。可见香港衍生品市场经过了“股指期货-股指期货-股票期货-股票期权”的发展路径。

2006年香港市场的期货合约和期权合约成交量猛增，增长率分别为47.87%和90.60%，该年期权合约的成交量超越期货合约。

图 20：1986-2019 年香港市场期货和期权成交量（千万）

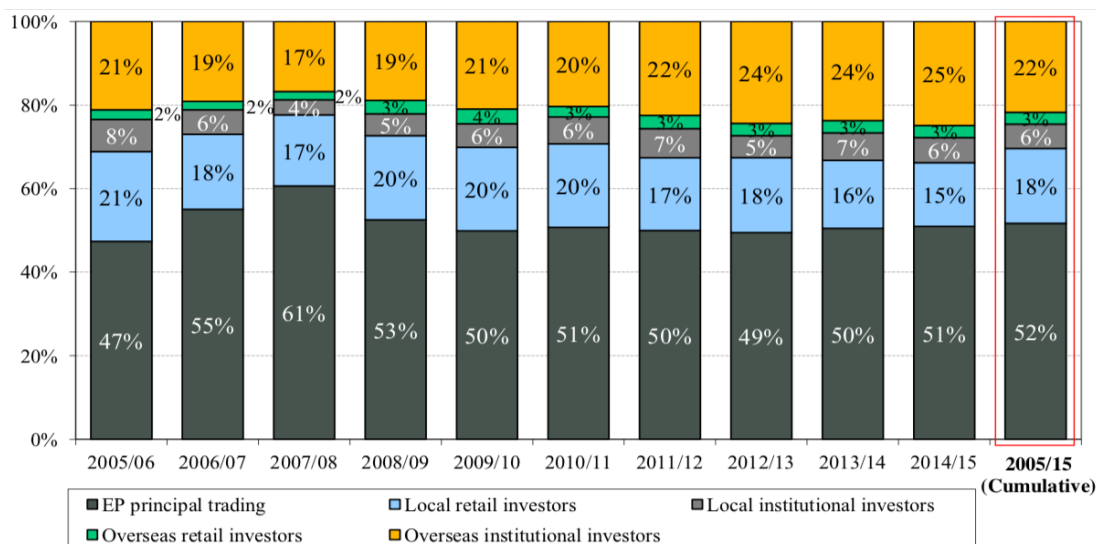


数据来源: HKEX 广发期货发展研究中心

(二) 投资者结构

2005年至2015年期间，香港衍生品市场投资者结构稳定。由这十年累计数据可知，做市商与自营商为主要投资者，占比为52%；其次是海外机构投资者，占比22%；排第三的是香港本地个人投资者，占比为18%。做市商与自营商、机构投资者和个人投资者的比例约为5:3:2。

图 21：2005-2015 年香港衍生品市场投资者结构



注：EP principal trading指交易所参与者市商交易，包括做市商交易与自营商交易

由于四舍五入，相加不一定为100%

数据来源：HKEX 广发期货发展研究中心

比较2014/15年香港地区指数期权和股票期权的投资者结构可以发现，在指数期权中，机构投资者成交量高于个人投资者，比例约为2:1；而在股票期权中，个人投资者成交量高于机构投资者，比例为17:12。除此之外，在指数期权中，本地投资者和海外投资者的比例为21:23；而在股票期权中，本地投资者和海外投资者的比例为20:9。总的来说，机构投资者更多地参与指数期权的投资，而香港本地投资者更多地参与股票期权的投资。

图 22：2014/15 年香港指数期权投资者结构

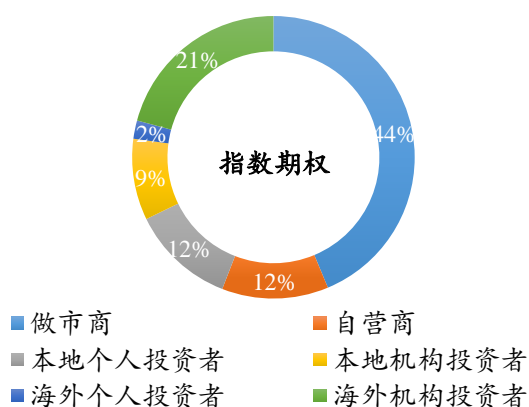
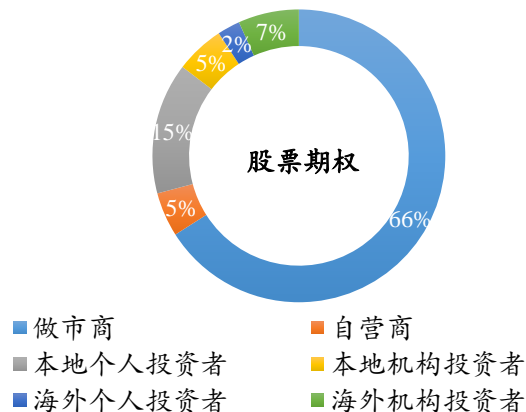


图 23：2014/15 年香港股票期权投资者结构



数据来源：HKEX 广发期货发展研究中心

三、美国市场衍生品投资者结构

（一）市场概括

芝加哥期权交易所（CBOE）于1973年成立，是第一个交易上市期权的机构。1973年4月推出了16个标准化股票看涨期权合约，1977年推出股票认沽期权合约，1983年推出标普100和标普500股指期货。1989年推出利率期权，1992年推出区域及国际指数期权，2003年推出VIX指数期货。美国期权市场发展较早，期权种类丰富。

（二）投资者结构

通过下图可知，90年代末个人投资者在期权市场中占比高达80%，早在1985年CBOE就引入了零售自动执行系统（RAES）来促进小客户订单的电子执行。2006年机构投资者（含做市商）市场占比超越个人投资者。2010年到2014年期间，美国期权市场投资者结构稳定，其中做市商、机构投资者和个人投资者的比例为5:3:2。

图 24：美国期权市场个人与机构投资者比较

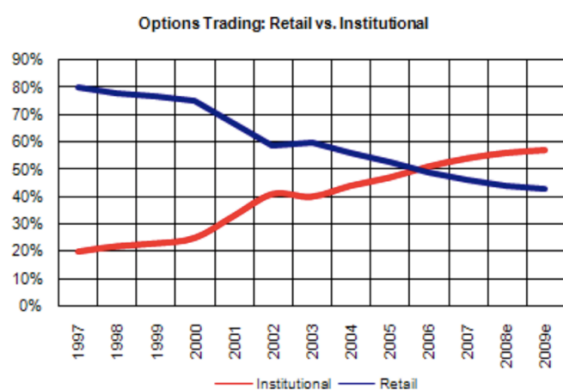
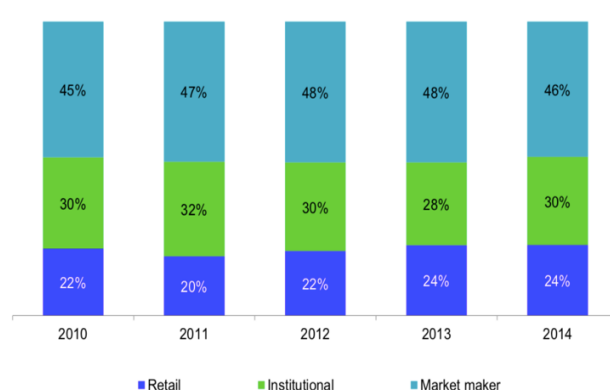


图 25：2010-2014 年美国期权市场投资者结构



数据来源：Aite Group TABB Group OCC 广发期货发展研究中心

到了2019年，机构投资者比例下降至12%，而个人投资者比例上升至43%，做市商稳定在45%。指数期权市场中机构投资者相对更多，占比21%；而个股期权市场中个人投资者相对更多，占比高达46%。总体而言，美国期权市场交易量最大的是做市商，为市场提供了流动性。

图 26：2019 年美国各期权市场投资者结构

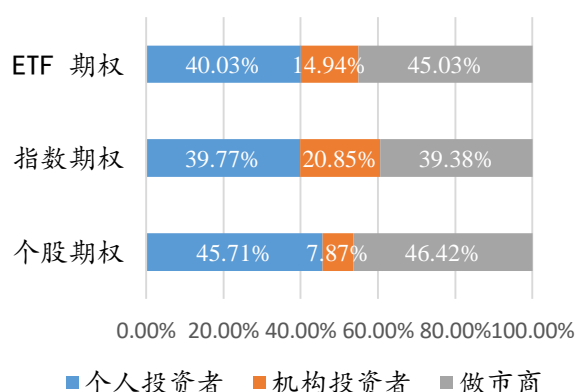
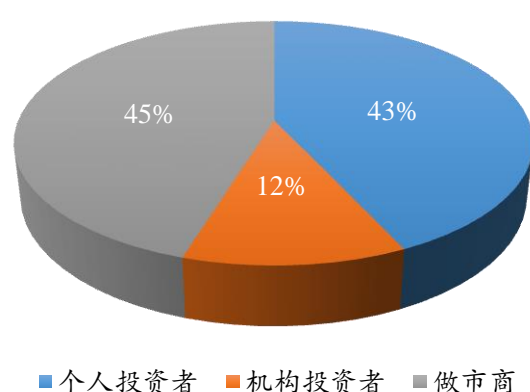


图 27：2019 年美国期权市场投资者结构



数据来源：OCC 广发期货发展研究中心

四、总结

从全球衍生品市场来看，权益类期权的成交量基本上都稳定在权益类期货成交量的 2-3 倍。全球期权市场以北美和亚太地区为主，个股期权成交主要集中在北美地区，股指期权主要集中在亚太地区。

从亚太衍生品市场来看，印度和韩国市场是主力，印度期权市场发展迅猛，以个人投资者为主；韩国市场 KOSPI 200 指数期权成交量于 2011 年显著下跌，海外投资者比例逐年上升，2019 年达到 53.13%。台湾、日本和香港市场投资者结构稳定，台湾期权市场机构投资者和个人投资者比例约为 50:50；日本期权市场以海外投资者为主，占比高达 80%；香港衍生品市场以做市商为主，同时发现机构投资者更多地参与指数期权的投资，而香港本地投资者更多地参与股票期权的投资。

从北美衍生品市场来看，2006 年美国期权市场中机构投资者（含做市商）超越个人投资者，成为市场主力，2019 年机构投资者（含做市商）与个人投资者比例为 57:43。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620