

股票期权新时代

方正中期研究院 牛秋乐、冯世佃

2019年11月8日,在证监会新闻发布会上,证监会新闻发言人常德鹏宣布,证监会正式启动扩大股票股指期权试点工作,按程序批准上交所和深交所上市沪深300ETF期权,中金所上市沪深300股指期权。

随后上交所公告称,经中国证监会同意,上交所拟于2019年12月上市交易沪深300ETF期权合约(标的为华泰柏瑞沪深300ETF,代码510300),以更好满足投资者风险管理的需求,充分发挥ETF期权经济功能,推动期现联动健康发展。与此同时,深交所表示,将在中国证监会的指导下,全面启动股票期权试点工作,确保平稳推出沪深300ETF期权(标的为嘉实沪深300ETF,代码159919)。中金所亦表示,为进一步加强资本市场基础制度建设,经中国证监会原则同意,中金所拟于近期开展沪深300股指期权上市交易。

上证50ETF期权及300ETF期权合约

	上证50ETF期权	沪深300ETF期权(仿真)
标的	华夏上证50ETF(510050.SH)	华泰柏瑞沪深300ETF(510300.SH)
合约乘数	10000	10000
最小报价单位	0.0001元	0.0001元
合约月份	当月、下月及最近的两个季月,共4个月份。	当月、下月及最近的两个季月,共4个月份。
到期日	合约到期月份的第四个星期三(遇法定节假日顺延)	合约到期月份的第四个星期三(遇法定节假日顺延)
行权价格	以标的昨日收盘价位基准, 按行权价格间距挂出4实值、1平值、4虚值期权	以标的昨日收盘价位基准, 按行权价格间距挂出4实值、1平值、4虚值期权
行权方式	欧式期权	欧式期权
履约方式	实物交割	实物交割

数据来源: WIND, 方正中期研究院

深证 300ETF 期权及沪深 300 股指期权合约

	沪深300ETF期权（仿真）	沪深300股指期权（仿真）
标的	嘉实沪深300ETF(159919.SZ)	沪深300股指(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、下月及最近的两个季月，共4个月份。	当月、下两个近月和随后的两个季月(季月为三、六、九、十二月循环)共5个月份的合约
到期日	合约到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）	合约到期月份的第三个星期五,遇国家法定假日顺延
行权价格	以标的昨日收盘价位基准， 按行权价格间距挂出4实值、1平值、4虚值期权	行权价格覆盖沪深300指数前一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围
行权方式	欧式期权	欧式期权
履约方式	实物交割	现金交割

数据来源：WIND, 方正中期研究院

沪深 300 指数与上证 50 指数对比

上证 50ETF 期权 2015 年 2 月 9 日在上海交易所上市，是我国发行的第一只 ETF 期权。在运行的四年多时间里，整体运行平稳，市场规模不断扩大，成交持仓稳步提升，尤其在今年迎来爆发性的增长，很好的发挥了期权在风险管理中灵活的优越性。

首先值得注意的是这次上市的 3 个品种期权，有两个 300ETF 期权，它们标的分别是在上交所上市的华泰柏瑞沪深 300ETF 以及深交所上市的嘉实沪深 300ETF, 这两个标的 ETF 均是追踪沪深 300 指数。另外一个沪深 300 股指期权，标的是沪深 300 股指，其追踪的指数也是沪深 300 指数。下面我们先看下上证 50 指数与沪深 300 指数的比较。

上证 50 指数是由上海证券市场规模最大、流动性最好、最具代表性的 50 只股票编制而成，反映上海证券市场最具影响力的一批龙头公司的股票价格表现。

沪深 300 指数则由沪深两市规模最大、流动性最好、最具代表性的 300 只股票编制而成，综合反映中国 A 股市场上市股票价格的整体表现。两者均是大盘蓝筹股。其中沪深 300 指数的成分股包含上证 50 指数成分股。

上证 50 十大成分股

证券代码	证券名称	权重	自由流通市值(亿元)	行业
601318.SH	中国平安	16.79%	8801.03	金融
600519.SH	贵州茅台	10.43%	5417.85	日常消费
600036.SH	招商银行	6.44%	4686.59	金融
600276.SH	恒瑞医药	4.95%	2441.45	医疗保健
601166.SH	兴业银行	4.79%	2975.47	金融
600887.SH	伊利股份	3.11%	1626.82	日常消费
600030.SH	中信证券	3.01%	1752.12	金融
601328.SH	交通银行	2.71%	1364.18	金融
600016.SH	民生银行	2.69%	2119.28	金融
600000.SH	浦发银行	2.58%	1928.83	金融

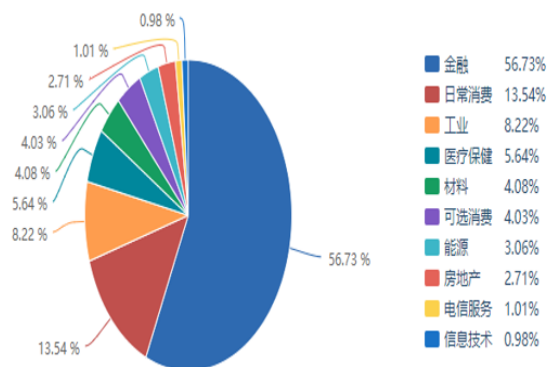
沪深 300 十大成分股

证券代码	证券名称	权重	自由流通市值(亿元)	行业
601318.SH	中国平安	7.59%	8801.03	金融
600519.SH	贵州茅台	4.64%	5417.85	日常消费
600036.SH	招商银行	2.94%	4686.59	金融
000651.SZ	格力电器	2.39%	2759.17	可选消费
600276.SH	恒瑞医药	2.23%	2441.45	医疗保健
000333.SZ	美的集团	2.23%	2719.39	可选消费
601166.SH	兴业银行	2.20%	2975.47	金融
000858.SZ	五粮液	2.02%	2244.15	日常消费
600887.SH	伊利股份	1.40%	1626.82	日常消费
600030.SH	中信证券	1.36%	1752.12	金融

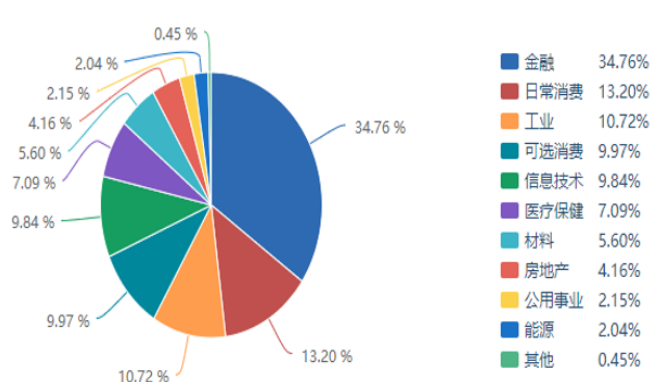
数据来源：WIND, 方正中期研究院

数据来源：WIND, 方正中期研究院

从十大成分股来看，中国平安、贵州茅台以及招商银行在两大指数成分股占比中均位列前 3 名，并且两大指数前十大成分股中有 7 只股票完全一致。但是由于上证 50 指数成分股较少，因此其权重也更为集中。



上证50指数行业分布



沪深300指数行业分布

数据来源：WIND, 方正中期研究院

从行业分布来看，金融、日常消费、工业在两大指数中占比位列前三，其中金融在上证 50 指数权重甚至达到 56.73%。而沪深 300 指数各个行业权重占比则更为分散。

上证 50 指数、沪深 300 指数以及 ETF 收益率

	上证50指数	50ETF	沪深300指数	上交所300ETF	深交所300ETF
2015	-6.23%	-5.33%	5.58%	6.84%	5.97%
2016	-5.53%	-3.26%	-11.28%	-9.71%	-8.71%
2017	25.08%	27.28%	21.78%	23.37%	23.42%
2018	-19.83%	-18.40%	-25.31%	-24.16%	-24.18%
2019	31.37%	33.86%	31.97%	34.36%	34.42%

数据来源：WIND, 方正中期研究院

从上表中可以看到，ETF 并没有完美的跟踪标的走势。并且即使跟踪同一指数，不同的 ETF 也会有一定的差异的。事实上，在极端行情下，两者行情差异甚至会十分的巨大。

ETF 收益率差值最大前 10 交易日

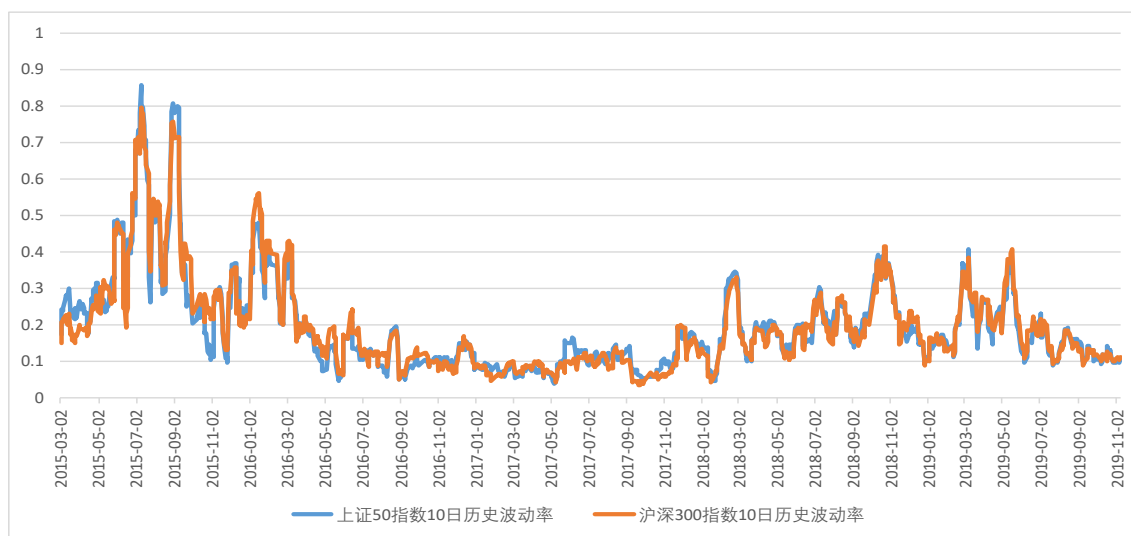
	上交所300ETF	深交所300ETF	收益率差值
2015-07-06	2.70%	8.63%	-5.92%
2015-07-07	-4.40%	-10.00%	5.60%
2015-08-21	-4.98%	-0.08%	-4.90%
2016-01-08	-2.18%	1.27%	-3.45%
2016-01-07	-2.74%	-6.10%	3.36%
2015-08-26	2.82%	-0.41%	3.22%
2015-06-29	-3.77%	-0.57%	-3.21%
2015-07-14	-1.89%	-4.96%	3.07%
2015-06-26	-7.45%	-9.93%	2.47%
2015-08-27	6.19%	3.79%	2.41%

数据来源：WIND, 方正中期研究院

我们将两个 300ETF 收益率差值最大的 10 个交易日列出，如从上表所示。可以看到在 2015 年股灾时期，同样是跟踪沪深 300 指数的两只 ETF 收益率发生剧烈的波动，两者差值十分显著。显然，当以这两只 ETF 为标的的期权上市之后，若市场发生剧烈波动，在这两个期权市场中必然存在套利的可能。

最后我们看下，上证 50 指数和沪深 300 指数的历史波动率和波动率锥的情况。

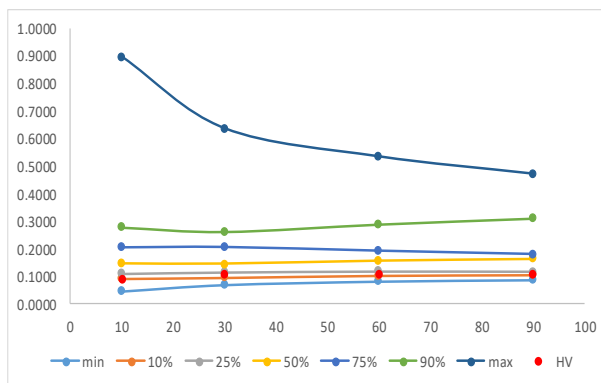
上证 50 指数、沪深 300 指数 10 日历史波动率



数据来源：WIND, 方正中期研究院

上证 50 指数历史波动率锥

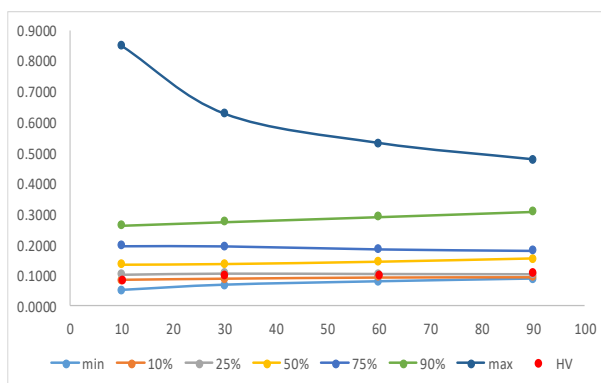
上证 50 指数历史波动率分位点



数据来源：WIND, 方正中期研究院
沪深 300 指数历史波动率锥

	10	30	60	90
最小值	4.70%	6.98%	8.22%	8.73%
10%分位点	9.12%	9.53%	10.33%	10.60%
25%分位点	10.91%	11.43%	11.77%	11.72%
50%分位点	14.57%	14.48%	15.72%	16.45%
75%分位点	20.51%	20.65%	19.24%	17.99%
90%分位点	27.76%	26.18%	28.89%	31.07%
最大值	89.54%	63.68%	53.52%	47.27%

数据来源：WIND, 方正中期研究院
沪深 300 指数历史波动率分位点



数据来源：WIND, 方正中期研究院

	10	30	60	90
最小值	5.08%	6.80%	7.93%	8.83%
10%分位点	8.51%	8.95%	9.40%	9.50%
25%分位点	10.30%	10.69%	10.57%	10.48%
50%分位点	13.56%	13.75%	14.43%	15.38%
75%分位点	19.69%	19.62%	18.54%	18.01%
90%分位点	26.23%	27.43%	29.14%	30.90%
最大值	85.05%	62.84%	53.25%	47.89%

数据来源：WIND, 方正中期研究院

从历史波动率来看，上证 50 指数和沪深 300 指数 (2015–2019) 10 日历史波动率走势大致相同。上证 50 指数 10 日、30 日、60 日、90 日的历史波动率中位数依次为 14.57%、14.48%、15.72%、16.45%。而沪深 300 指数 10 日、30 日、60 日、90 日的历史波动率中位数依次为 13.56%、13.75%、14.43%、15.38%。总的来看，沪深 300 波动率略小于上证 50 指数波动率。

新上市 3 个品种期权的意义

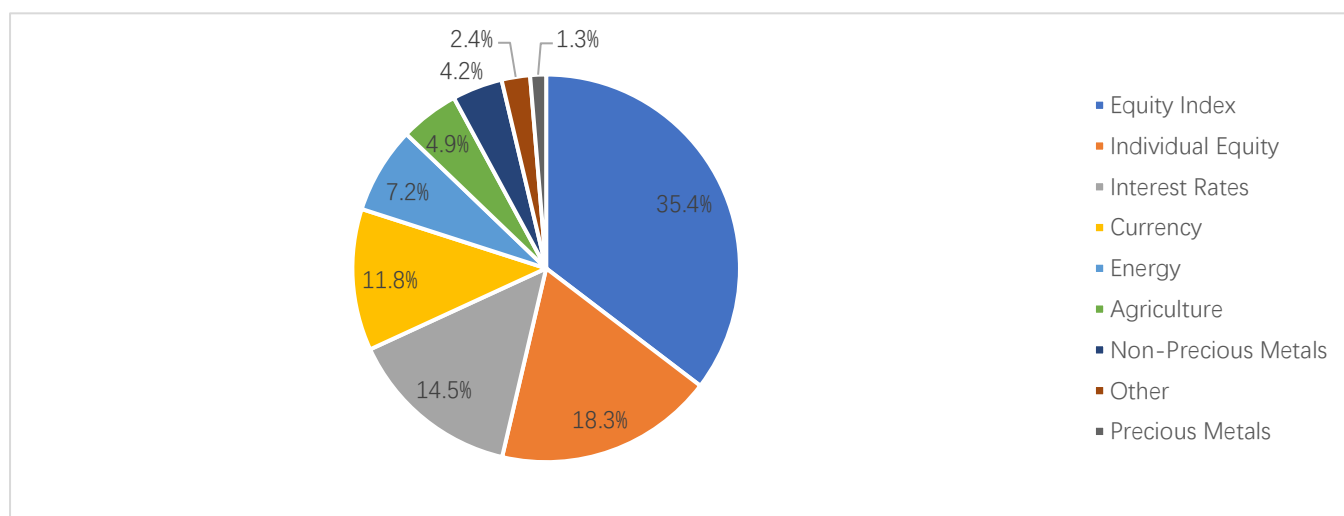
期货与期权均是风险管理的工具，但二者也存在的不少的差异。首先，期货买卖双方权利对等，而期权买方拥有权利，卖方则有履行的义务。其次，期货盈亏是线性的，而期权由于其固有属性，其盈利是非线性的。再者，期货与标的之间价格相互作用，标的价格会影响期货价格，反过来，期货价格对标的价格也有指引作用，而期权价格（权利金）对标的的作用较小。由于上述差异的存在，使得期权在风险管理中的应用更为灵活。

另外，此次证监会推出沪深 300ETF 期权和沪深 300 股指期权，可以填补股票期权单一的空白，市场对此期盼已久。在此之前，当前我国的股票期权仅有 50ETF 期权，其标的为 50ETF，跟踪上证 50 指数，而其仅代表上交所中体量最大和活跃度最高的 50 只大盘股票，远远不能满足市

场的需求。而沪深 300 指数则涵盖沪深两市中规模最大、流动性最好的 300 只股票，范围较上证 50 指数有所扩大。

放眼于全球衍生品市场，2019 年上半年全球权益类指数的期货以及期权成交量占比达到 35.4%，个股的期货和期权成交量占比达到 18.3%，占了全球衍生品市场成交量的半壁江山。而我国目前股指期货才 3 个品种，股票期权仅仅只有一个，加上即将要上市的 3 个品种，也就 4 个股票期权品种。这与国际成熟的衍生品市场存在较大的差距，我们仍有巨大的发展潜力与进步空间。

按类别划分的全球期货和期权交易量



数据来源：FIA, 方正中期研究院

可以期待，随着此次证监会批准沪深 300ETF 期权和沪深 300 股指期权上市。未来代表中小盘的 500 以及创业板的股票期权也有望推出。这将进一步提高市场的活跃度，满足不同投资者风险管理的需求，我国期权市场也将进一步得到深化。

最后，值得一提的是，沪深 300ETF 期权采用实物交割，与上证 50ETF 期权相同。而沪深 300 股指期权采用现金交割。从上证 50ETF 期权中我们可以吸取经验，每当临近交割日，有不少期权的时间价值为负。这主要是当期权进入交割流程后，认购期权的买方需要准备足够的现金以满足交割要求，而这需要一大笔资金。例如，投资者持有 100 张 50ETF 购 11 月 3.0 合约，那么该投资者需要在交割日准备 $100 \times 10000 \times 3 = 300$ 万，显然短期之内筹集这么多资金还是存在不小难度的。但是，若直接平仓，赚取平仓与开仓之间的价差，则不需要筹集这 300 万，从而提高资金的使用效率。这也是为什么临近到期日，不少期权往往折价较为严重，使得合约到期后，仍出现时间价值为负的现象。而采用现金交割则可以避免上述问题。因此，同时上市沪深 300ETF 期权和沪深 300 股指期权将满足各类投资者不同的投资和风险管理的需求。

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

行情预测说明:

涨：当周收盘价>上周收盘价；

跌：当周收盘价<上周收盘价；

震荡：（当周收盘价-上周收盘价）/上周收盘价的绝对值在 0.5%以内；

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
