



2024 年 4 月 3 日

## 场内期权在固收+产品中的运用

张雪慧

投资咨询从业资格号：Z0015363

[Zhangxuehui022447@gtjas.com](mailto:Zhangxuehui022447@gtjas.com)

张银

投资咨询从业资格号：Z0018397

[Zhangyin023941@gtjas.com](mailto:Zhangyin023941@gtjas.com)

### 报告导读：

固收+期权产品指的是配置一定固收打底资产，同时用固定收益的一部分购买期权的产品。

与其他固收+产品相比，固收+期权能够适用于更多的市场情景。目前市场主要采用的是场外期权，基于多样化的期权结构，可适配不同的市场情景，无论是高波动市场与低波动市场，还是牛市、熊市与震荡市，均能匹配不同的期权结构。固收+期权的策略优势主要有：1 挂钩标的丰富；2 收益空间大，亏损有限；3 资金占用低。

截止 2024 年 2 月 6 日，已推出“固收+期权”产品的理财子公司有 15 家，固收+期权产品的发行数量共计 388 只，在这些产品中，对有公开规模数据的 10 家理财公司发行的 168 只产品进行统计，理财子公司发行的固收+期权公募产品初始募集规模合计为 587.14 亿元。对比固收+期权产品与市场上其他产品近一年净值增长率，固收+期权产品收益表现较好，超过其他同类产品的同期表现。

固收+期权产品的三大基本要素：生息资产、期权结构、挂钩标的。其中热门的期权结构包括二元看涨结构、看涨价差结构、单向鲨鱼鳍结构和看涨期权；期权合约的挂钩标的主要集中在指数尤其是股票指数上。

场内期权目前可选品种多样，有 12 种金融期权和 40 种商品期权。场内期权可完全复制场外固收+期权中的嵌套买入单腿期权和垂直价差类结构，但是障碍类结构如鲨鱼鳍、自动赎回等无法完美复制。其中，场内股指期货具备现金交割优势，更适合构建单腿策略；场内 ETF 期权具备组合保证金优势，更有利于构建价差策略。

运用场内期权构建固收+产品的优势主要有：1. 相同要素情况下，场内期权构建成本比场外期权更低，如香草期权等结构；2. 相同成本下，场内能做到的期权结构比场外期权更优，例如能做到更有利的执行价或者更长期限的期权；3. 市场上行情况下，场内期权获得的收益比场外更多。

运用场内期权构建固收+产品的弊端主要有：1. 用场内期权构建涉及到自主交易，操作比直接购买场外结构复杂；2. 场内期权都是标准化合约，无法定制行权价格与到期日；3. 场内期权规模有限，可能存在流动性风险，可能无法满足大规模的产品需求；

## 目录

1. 固收+期权简介 .....	3
1.1 固收+期权产品特点与适用情景 .....	3
1.2 固收+期权产品构建 OBPI 配置策略 .....	3
1.3 固收+期权的策略优势 .....	3
2. 参与群体与市场现有的固收+期权产品 .....	4
2.1 固收+期权产品参与群体 .....	4
2.2 现有的固收+期权产品发行数量与规模 .....	4
2.3 现有固收+期权产品表现与其他产品对比 .....	5
3. 固收+期权产品结构介绍 .....	5
3.1 固收+期权产品挂钩的期权结构类型与介绍 .....	6
3.1.1 二元看涨自动敲出 .....	6
3.1.2 看涨价差 .....	7
3.1.3 单向鲨鱼鳍 .....	7
3.1.4 看涨期权 .....	7
3.2 挂钩标的 .....	8
3.3 案例产品结构介绍及收益场景 .....	8
4. 场内期权在固收+中的应用 .....	9
4.1 可采用场内期权代替的结构 .....	9
4.2 场内期权的购买成本 .....	10
4.3 股指期权现金交割优势——更适合构建单腿策略 .....	10
4.4 场内 ETF 期权组合保证金优势——构建价差策略更为有利 .....	11
5. 运用场内期权构建固收+产品的优势与弊端 .....	12



(正文)

## 1. 固收+期权简介

固收+期权产品指的是配置一定固收打底资产，同时用固定收益的一部分购买期权的产品。其中固收部分投资于债券类资产，争取获取相对权益市场波动更小的基础收益，起到压舱石的作用；“+期权”中期权的标的可以挂钩股票、债券、商品、指数等标中的一种或多种，争取在特定市场环境下获取较好的收益效果的同时能够控制风险。

### 1.1 固收+期权产品特点与适用情景

与其他固收+产品相比，固收+期权能够适用于更多的市场情景。公募和险资比较常用的是“+可转债”与“+权益”，银行理财子与信托比较常用的是“+权益”和“+期权”。从这几个策略的适用性来看，“+权益”策略主要适用于高波动性市场，且在融券的限制下，更适用于高波动牛市，不适用于震荡市；“+可转债”策略相较于前者更加稳健，同样适用于高波动牛市，不适用于震荡市；“+期权”策略应用更为灵活，目前市场主要采用的是场外期权，基于多样化的期权结构，可适配不同的市场情景，无论是高波动市场与低波动市场，还是牛市、熊市与震荡市，均能匹配不同的期权结构。但是，由于期权市场发展起步较晚、规模较小，策略可能存在流动性风险与对手方风险等，策略容量容易受限。

表 1：固收+类产品的区别

固收+种类	优势	劣势
+权益	适用于高波动牛市，收益高	不适用于震荡市，融券限制
+可转债	适用于高波动牛市，更稳健	不适用于震荡市
+期权	适用于多种市场	期权市场发展晚，容量受限

资料来源：国泰君安期货研究

### 1.2 固收+期权产品构建 OBPI 配置策略

OBPI (option based portfolio insurance) 是基于期权的保本策略的简称。

OBPI 策略配置方法：假设有初始投资资金 100 万，可分为如下两个部分进行配置，一部分 97.09 万元用于投资年利率为 3% 的固定收益产品作为底仓，预期可获得 2.91 万元的利息，并用不高于预期利息的 2.91 万元用于投资一年后到期的期权，相当于预支未来固定收益的利息用于购买期权增强收益。该投资者组合在到期时会有两种情景：

1. 一年后，若期权亏损，该配置收益为本金为 97.09 万，利息 2.91 万，总计为 100 万，能够做到保本；
2. 一年后，若期权盈利，该配置收益为本金 97.09 万，利息 2.91 万，期权收益 N 万（取决于期权结构与市场走势），能够达到 100+N 的收益，从而达到固收+的效果。

### 1.3 固收+期权的策略优势

1. 挂钩标的丰富。期权结构可挂钩股票指数、券商编制指数、贵金属、大宗商品等，且期权结构可根据不同投资需求设计。
2. 收益空间大，亏损有限。挂钩标的资产价格朝有利方向变动时，产品组合可获得较大收益；挂钩标的资产价格朝不利方向变动时，产品组合的亏损有限，最大损失为付出的权利金。
3. 资金占用低。期权交易仅买方需要支付少量权利金，卖方也只需要缴纳少量保证金，资金使用效率

高。

## 2. 参与群体与市场现有的固收+期权产品

### 2.1 固收+期权产品参与群体

发行固收+期权理财产品涉及衍生品合约买卖，根据监管要求，银行及理财子公司直接从事非套期保值类衍生品交易需要获得普通类衍生产品交易业务资格，获得基础类衍生产品交易业务资格只能从事套期保值的衍生品交易。

目前在 32 家已开业的理财公司中，根据国家金融监督管理总局的公示，具备普通类衍生产品交易业务资格的银行理财子公司有 16 家，分别为建信理财、苏银理财、汇华理财、宁银理财、农银理财、法巴农银理财、高盛工银理财、施罗德交银理财、贝莱德建信理财、兴银理财、中邮理财、招银理财、光大理财、中银理财、交银理财、工银理财，具备基础类衍生产品交易业务资格的银行理财子公司有 1 家，为北银理财。

表 2：具备普通类/基础类衍生产品交易业务资格的理财子公司与公司性质

衍生品交易资格	理财公司	理财子公司性质
普通类	建信理财	国有行理财公司
	农银理财	
	中银理财	
	交银理财	
	工银理财	
	中邮理财	
	招银理财	股份行理财公司
	光大理财	
	兴银理财	
	法巴农银理财	合资理财公司
	高盛工银理财	
	施罗德交银理财	
	贝莱德建信理财	
	汇华理财	
	宁银理财	城商行理财公司
	苏银理财	
基础类	北银理财	

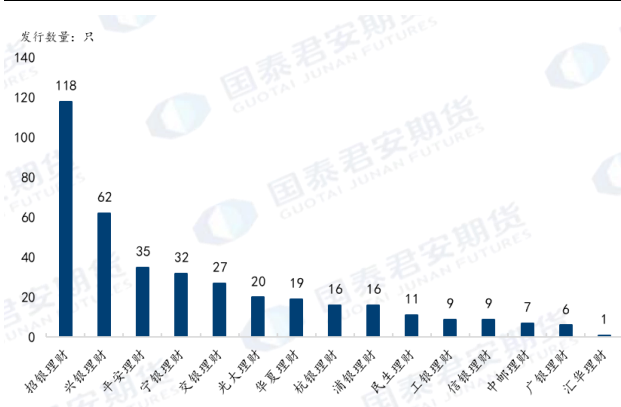
资料来源：国家金融监督管理总局网、国泰君安期货研究

### 2.2 现有的固收+期权产品发行数量与规模

截止 2024 年 2 月 6 日，已推出固收+期权产品的理财子公司有 15 家，固收+期权产品的发行数量共计 388 只（合并产品登记编码计算）。其中，招银理财、兴银理财和平安理财固收+期权产品发行数量最多，依次累计发行数量为 118 只、62 只和 35 只。在这些产品中，对有公开规模数据的 10 家理财公司发行的 168 只产品进行统计，理财子公司发行的固收+期权公募产品初始募集规模合计为 587.14 亿元。其中，招银理财和兴银理财的募集规模远超其他理财公司，分别为 288.14 亿元和 206.58 亿元。

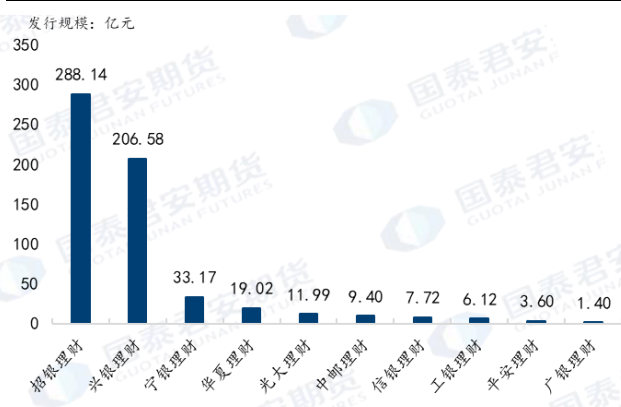


图 1：固收+期权产品发行数量



资料来源：南财理财通，国泰君安期货研究

图 2：固收+期权产品初始募集规模

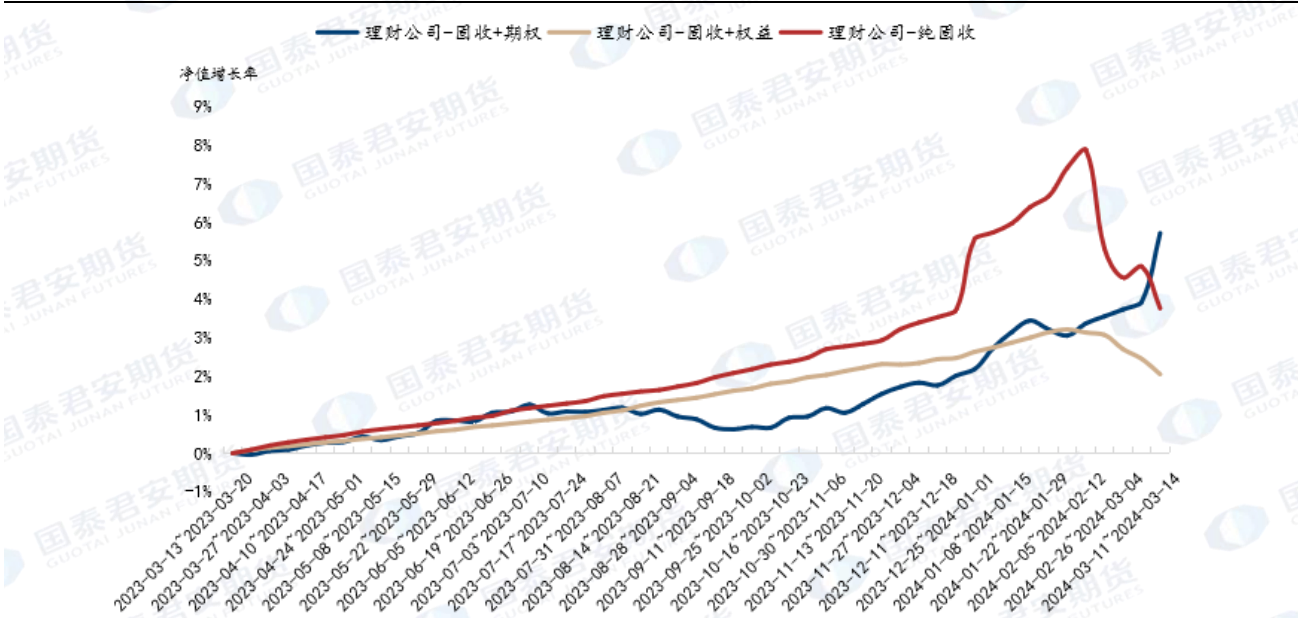


资料来源：南财理财通，国泰君安期货研究

### 2.3 现有固收+期权产品表现与其他产品对比

对比固收+期权产品与市场上其他产品近一年净值增长率，固收+期权产品收益表现较好，超过其他同类产品的同期表现。其中，固收+期权产品近一年净值增长率为 5.71%，固收+权益产品近一年净值增长率为 2.05%，纯固收产品近一年净值增长率为 3.76%。固收+权益产品在 2023 年净值增长率相对其他产品保持较为稳定增长状态，但是在 2024 年由于受到权益市场大幅下跌的影响，收益增长率开始大幅下降；纯固收产品的净值增长率波动比较大，主要在 2023 年 11 月至 2024 年 4 月这段时间，收益增长率快速上行后又快速回落；固收+期权产品的净值增长率近一年在三类产品中最高，达到了 5.71%，主要是在 2024 年 3 月份增长明显加速，可能跟期权挂钩的资产本身对应的市场环境改善有很大关系，但是在 2023 年 8 月-2023 年 10 月，固收+期权产品的净值增长率持续下降，没有跑赢固收+权益产品和纯固收产品。

图 3：固收+期权产品与其他产品收益对比



注：固收+产品数据仅对外公布银行理财公司数据情况，产品数据不代表全行业

资料来源：南财理财通，国泰君安期货研究

## 3. 固收+期权产品结构介绍

固收+期权产品的三大基本要素：生息资产、期权结构、挂钩标的。

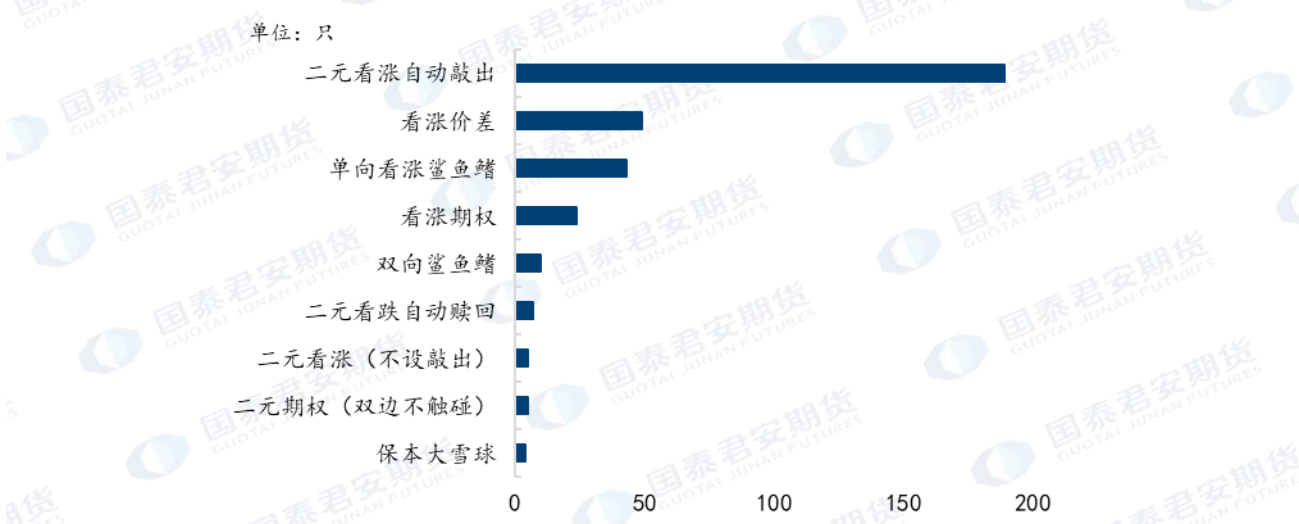
其资产配置公式为【 $P \cdot \text{生息资产} + (1-P) \cdot \text{挂钩标的资产的期权合约}$ 】。（ $P$ 表示生息资产在投资组合中的百分比）。

其中，生息资产包括标准化及非标债务工具，例如国债、央票、同业存单、债券回购等，风险和收益主要受到利率、久期和信用评级的影响。期权结构包括香草期权、鲨鱼鳍期权、二元期权、价差期权、自动赎回类结构等；期权合约的挂钩标的包括指数、利率、汇率、股票、信用、基金等。

### 3.1 固收+期权产品挂钩的期权结构类型与介绍

从结构上来看，固收+期权产品挂钩的期权结构主要有二元期权、鲨鱼鳍、牛市看涨价差、看涨期权等。截至 2023 年三季度末，在理财公司累计发行的固收+期权产品中，保本型策略占比 97.25%，其中，二元看涨自动敲出的发行量在保本型策略结构中最热门，发行数量为 189 只，其它发行数量较多的产品依次为看涨价差 49 只、单向看涨鲨鱼鳍 43 只和看涨期权 24 只。

图 4：截至到 2023 年三季度末理财公司不同保本型策略固收+期权产品累计发行数量



资料来源：南理财财通、国泰君安期货研究

固收+期权产品中，期权策略的作用主要是表达产品管理人对标的市场的预期。例如认为市场后市价格波动会放大，管理人可能会选择一些偏买入期权的策略用于做多波动率，如鲨鱼鳍、二元期权、价差期权；如果投资人偏好比较稳健，想借助期权时间价值衰减特性达到策略收益增强的效果，或认为市场价格波动会趋于平稳，看空后市波动率，则可以选择自动赎回类结构期权，如雪球、凤凰等奇异期权结构；如果有比较确定的市场价格走势预期，可以选择一些方向型的期权策略，例如看大涨或大跌，可以选择买入单腿期权进行进攻型布局；看市场涨不上去或跌不动，则可以选择价差类期权策略进行保守型布局。

#### 3.1.1 二元看涨自动敲出

**结构介绍：**二元期权区别于普通欧式期权，在到期时如果满足约定的行权要求，则可以获得固定的回报。自动敲出结构指当期期权合约关联资产的收盘价在任一观察日大于或等于合约执行价时，期权合约便自动敲出终止，同时该合约取得较高一档收益。

**适用情景：**“二元看涨自动敲出”追求的是固定收益，其适用于标的资产反弹或小幅上涨的行情，采用“二元看涨自动敲出”结构，收益取得较为直观，若标的指数在观察日微涨，产品便能兑付给客户较高一档的收益，否则便获得较低一档的收益。

市场现有挂钩二元看涨自动敲出结构的产品：例如招银理财招睿自动触发系列、宁银理财皎月灵活稳



利挂钩型系列和皎月灵活管理挂钩型系列、兴银理财兴动多策略系列、工银理财鑫悦自动触发系列、光大理财阳光青睿跃系列等。

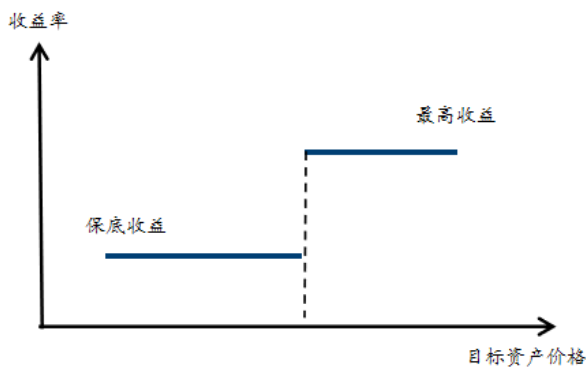
### 3.1.2 看涨价差

结构介绍：持有看涨价差后，在观察期内目标资产价格不超过平台设定的价格区间，则投资者可以获得一定比例的标的资产涨幅收益；在观察期内目标资产价格曾经超过了价格区间，那么投资者则可获得封顶收益。

适用情景：适用于预期挂钩标的有上涨趋势，但是上涨幅度有限的投资者。

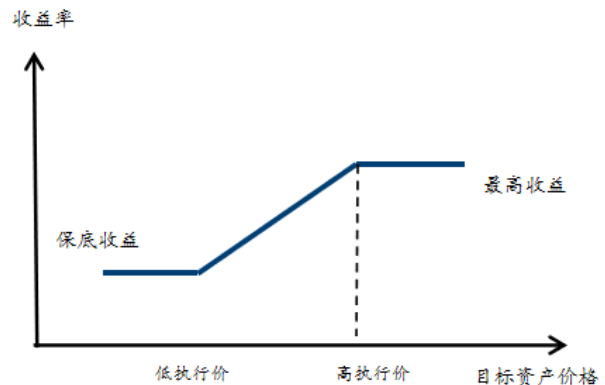
市场现有挂钩看涨价差的产品：例如招银理财招睿全球资产动量系列和招睿中证 500 看涨价差策略系列、平安理财鑫享全球大类资产趋势系列、宁银理财皎月全球配置挂钩型系列等。

图 5：嵌套二元看涨期权结构的理财产品收益



资料来源：国泰君安期货研究

图 6：嵌套看涨价差期权结构的理财产品收益



资料来源：国泰君安期货研究

### 3.1.3 单向鲨鱼鳍

结构介绍：在观察期内目标资产价格不超过平台设定的价格区间，则投资者可以获得较高的年化收益；在观察期内目标资产价格曾经超过了价格区间，那么投资者则可获得保底收益。

适用情景：同价差看涨浮动收益凭证，适用于预期挂钩标的有上涨趋势，但是上涨幅度有限的投资者。

市场现有挂钩单向鲨鱼鳍的产品：招银理财招睿焦点联动系列和招睿鲨鱼鳍策略系列、平安理财新安鑫系列、工银理财恒睿睿益私银尊享系列等。

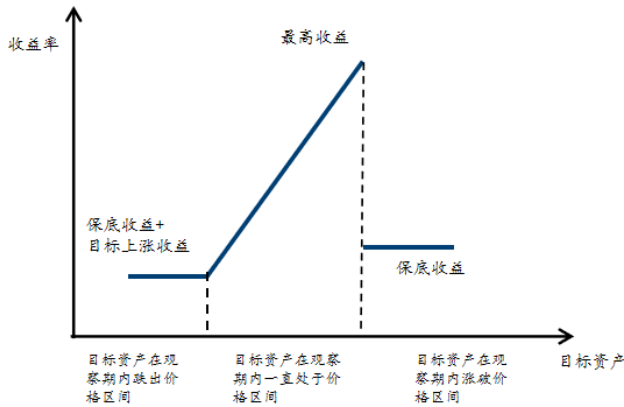
### 3.1.4 看涨期权

结构介绍：普通欧式看涨期权在到期时，如果满足行权条件，则可以获得行权价与标的资产差价的回报。

适用情景：适用于预期挂钩标的有大幅上涨趋势。

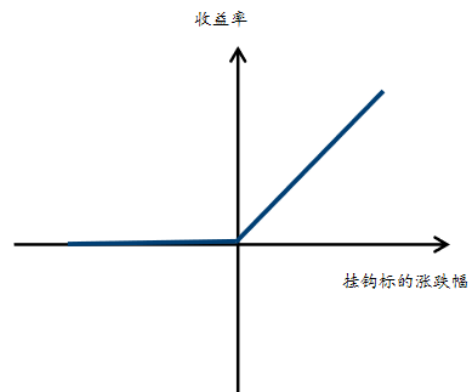
市场现有挂钩看涨期权产品：平安理财悦享燃系列和悦享尊系列、中邮理财鸿锦封闭式系列、广银理财幸福联动系列等。

图 7：嵌套看涨鲨鱼鳍期权结构的理财产品收益



资料来源：国泰君安期货研究

图 8：嵌套看涨期权结构的理财产品收益

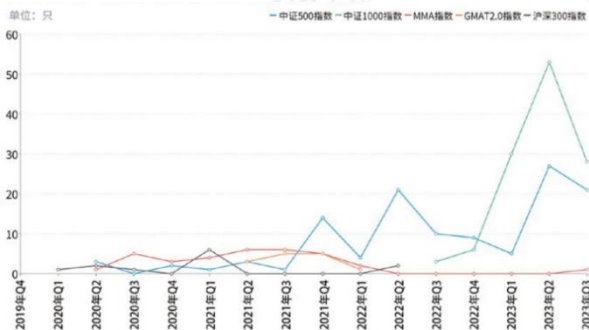


资料来源：国泰君安期货研究

### 3.2 挂钩标的

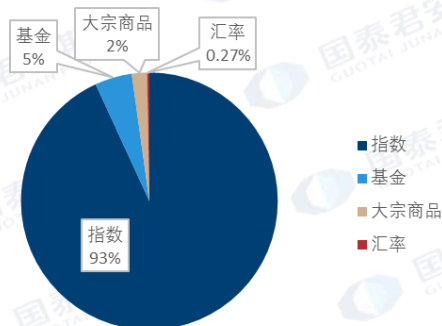
理财公司结构性产品的挂钩标的主要为指数，占比 93.13%，其它的还有基金、大宗商品和汇率，分别占比为 4.67%和 1.92%和 0.27%（数据截至 2023 年三季度末）。其中，挂钩指数的产品主要挂钩的是股票指数，占比为 74.93%，就股票指数而言，目前理财公司固收+期权产品所挂钩的指数中，中证 500、中证 1000 相对比较热门。

图 9：固收+期权产品累计挂钩量前五的指数季度发行走势



资料来源：南财理财通、国泰君安期货研究

图 10：理财公司结构性产品的挂钩标的



资料来源：南财理财通、国泰君安期货研究

### 3.3 案例产品结构介绍及收益场景

以招银理财发行的“焦点联动稳进中证 1000 看涨”产品为例，其内嵌看涨自动触发结构的期权，挂钩中证 1000 指数，该产品定位为 R2 中低风险。该产品的生息资产、场外期权、挂钩标的如下：

1. 生息资产部分：主要投资摊余成本法债券、存款等低波动资产，夯实产品底仓。

生息资产的作用为生产固定现金流，在覆盖期权费成本的同时，为结构性产品提供固定收益来源。通常，机构配置的生息资产以债券等固定收益资产为主。按照机构配置债券的习惯，一般在债券到期收益率见顶时入场，或者在右侧入场。

2. 场外期权部分：看涨自动触发结构

用固收类资产部分收益购买挂钩标的看涨自动敲出期权，增加产品收益弹性，产品第 X 个月开始每月



观察，任一观察日挂钩标的收盘价高于或等于期初价格的 100%，期权敲出，产品继续运作到期，则预估获得较高的业绩比较基准，年化 2.96%-5%。

期权部分可以增加产品收益向上弹性，仅承担有限市场风险，不参与市场下跌。

### 3. 挂钩标的：中证 1000 指数 (000852.SH)

在对期权挂钩标的的选择上，管理人通常选择接受度较高、定价原理清晰的资产。

以焦点联动稳进系列挂钩中证 1000 指数的看涨自动触发结构为例，期限为 12 个月，从第 3 个月开始每月观察是否触发分红，假设产品起息时的中证 1000 指数收盘价为 6000，该产品的收益场景有 2 种：

(1) 若在观察日，中证 1000 指数大于等于 6000，则将获得分红收益，剩余期限内按照已经配置好的固收类投资持有到期并力争获得固收收益，预估将获得较高业绩比较基准。

(2) 若未触发分红，则产品到期预估将获得较低业绩比较基准。

以 95%投资于固定收益类资产，5%投资于挂钩中证 1000 指数的自动触发期权为例，业绩比较基准参考期权模型估值，考虑产品期限、标的波动率、产品费用、税费等因素，并结合产品投资策略进行测算，该理财产品业绩比较基准分档如下：

(1) 若在第  $i$  个观察日发生触发事件( $i=1$  至 10)，本理财计划所投资的期权提前结束并获得相应收益，但本理财计划将继续运作存续，直至理财计划到期。此时业绩比较基准为年化 2.9696-5.00%；

(2) 若在任意一个观察日( $i=1$  至 10)均未发生触发事件，则业绩比较基准为年化 0.01%；

## 4. 场内期权在固收+中的应用

场内期权目前可选品种多样，有 12 种金融期权和 40 种商品期权。金融期权包括上证 50 股指期货、沪深 300 股指期货、中证 1000 股指期货、上证 50ETF 期权、华泰柏瑞 300ETF 期权、南方 500ETF 期权、华夏科创 50ETF、易方达科创 50ETF、嘉实 300ETF 期权、嘉实 500ETF 期权、创业板 ETF 期权、深证 100ETF 期权。商品期权包括玉米、甲醇、豆粕、LPG、菜粕、PVC、棕榈油、原油、豆油、铁矿石、菜油、动力煤、花生、螺纹钢、豆一、黄金、豆二、白银、白糖、铜、棉花、锌、乙二醇、铝、苯乙烯、工业硅、PTA、碳酸锂、PX、苹果、烧碱、硅铁、橡胶、锰硅、BR 橡胶、尿素、聚乙烯、纯碱、聚丙烯、短纤。

其中，例如中证 1000 股指期货、南方 500ETF 期权、嘉实 500ETF 期权、黄金期权、原油期权等，都可以作为固收+期权产品可选择的品种范围。

### 4.1 可采用场内期权代替的结构

目前，场内挂钩指数与 ETF 的期权都为欧式期权结构，挂钩商品期货的期权都为美式期权结构，因此可完全复制场外固收+期权中的嵌套买入单腿期权和垂直价差类的结构，但是障碍类结构如鲨鱼鳍、自动赎回等无法完美复制。

单腿策略为普通欧式期权在到期时，如果满足行权条件，则可以获得行权价与标的资产差价的回报，可以通过买入看涨期权或者买入看跌期权构建单腿策略。牛市看涨价差策略主要用更优惠的权利金支出来捕捉上涨行情收益，也是在上涨行情中应用比较多的策略，是单腿策略的“进化版”。构建方法是在买入一个低行权价的稍贵的看涨期权的同时，卖出其他条件相同，行权价更高更便宜的看涨期权。熊市看跌价

差与牛市看涨价差类似，也是用较低的权利金支出，用于捕捉行情下跌收益。构建方法是在买入一个高行权价的稍贵的看跌期权的同时，卖出其他条件相同，行权价更低更便宜的看跌期权。除此之外，还可考虑双买结构，即同时买入看涨期权与看跌期权，可达到类似于双向鲨鱼鳍结构的效果。

## 4.2 场内期权的购买成本

在场内期权品种以及合约的选择上，可以选择市场接受度较高、定价原理清晰的资产，并根据固定收益选择符合成本要求的期权合约。例如，如果产品固定收益约 3%，在考虑保本的情况下，合约设计应选用年化成本低于 3% 的期权合约，如表 3 红色标注所示。

对于当前波动率较高的品种，距离到期期限越长，虚值程度越深的合约才能满足成本控制的要求，例如中证 500ETF 期权、中证 1000 股指期权；对于波动率相对较低的品种，如上证 50ETF 与沪深 300ETF 期权，其期权价格也较低，因此可以选择到期限更短，虚值程度更浅的合约。

表 3：购买场内看涨期权的年化成本（5 日均值，数据截至 2024 年 4 月 2 日）

中证1000股指期权											
月份\行权价	虚5	虚4	虚3	虚2	虚1	平值	实1	实2	实3	实4	实5
当月	3.33%	5.99%	10.44%	17.23%	27.06%	40.97%	58.55%	80.65%	106.12%	131.95%	153.94%
次月	4.88%	6.90%	9.61%	13.14%	17.73%	23.56%	30.33%	39.11%	47.54%	57.98%	63.90%
下月	4.97%	6.65%	8.37%	10.50%	13.28%	16.53%	20.17%	24.81%	28.45%	34.34%	35.88%
当季	2.31%	3.22%	4.29%	5.85%	7.78%	10.31%	13.53%	16.78%	20.23%	22.37%	25.30%
次季	2.24%	2.84%	3.57%	4.60%	5.99%	7.73%	9.68%	11.90%	13.93%	15.47%	16.73%
下季	2.36%	2.79%	3.46%	4.34%	5.34%	6.47%	7.89%	9.47%	10.88%	12.05%	12.97%
上证50ETF期权											
月份\行权价	虚5	虚4	虚3	虚2	虚1	平值	实1	实2	实3	实4	实5
当月	0.62%	1.12%	2.21%	5.04%	11.92%	24.35%	43.81%	68.21%	95.56%	124.47%	153.66%
次月	0.77%	1.74%	3.26%	6.07%	10.70%	17.79%	27.92%	40.33%	54.78%	69.99%	128.48%
当季	2.29%	3.33%	5.01%	7.28%	10.44%	14.57%	19.35%	25.20%	31.47%	38.67%	46.47%
次季	3.54%	4.55%	5.76%	7.22%	9.03%	11.13%	13.42%	16.01%	19.04%	22.56%	25.99%
华泰柏瑞300ETF期权											
月份\行权价	虚5	虚4	虚3	虚2	虚1	平值	实1	实2	实3	实4	实5
当月	0.30%	0.44%	0.93%	2.55%	8.03%	22.45%	49.40%	84.69%	125.04%	164.93%	206.45%
次月	0.30%	0.77%	1.62%	3.63%	8.41%	17.51%	31.79%	49.85%	71.14%	94.76%	127.77%
当季	1.24%	1.86%	3.14%	5.33%	8.82%	14.02%	20.97%	29.47%	39.14%	49.48%	60.18%
次季	2.25%	2.97%	4.17%	5.81%	7.95%	10.62%	13.95%	17.71%	22.18%	27.05%	31.85%
南方500ETF期权											
月份\行权价	虚5	虚4	虚3	虚2	虚1	平值	实1	实2	实3	实4	实5
当月	0.24%	0.33%	0.80%	2.73%	10.82%	35.64%	82.88%	122.52%	147.96%	172.94%	228.84%
次月	0.17%	0.51%	1.30%	3.66%	10.12%	24.75%	49.27%	67.81%	81.18%	95.57%	100.04%
当季	0.48%	1.02%	2.28%	4.83%	9.67%	17.73%	29.52%	38.54%	44.51%	51.07%	58.97%
次季	1.12%	1.72%	2.87%	4.80%	7.57%	11.56%	17.01%	20.63%	21.65%	27.83%	29.56%
嘉实500ETF期权											
年化成本（5日均值）	虚5	虚4	虚3	虚2	虚1	平值	实1	实2	实3	实4	实5
当月	0.20%	0.35%	0.90%	3.24%	12.89%	39.77%	86.66%	139.43%	164.22%	195.56%	232.06%
次月	0.27%	0.55%	1.49%	4.41%	12.06%	28.14%	52.70%	77.04%	93.23%	92.40%	103.28%
当季	0.60%	1.25%	2.63%	5.51%	10.60%	18.95%	30.11%	42.22%	47.47%	55.93%	65.12%
次季	1.23%	2.04%	3.31%	5.25%	8.14%	12.37%	17.28%	20.84%	24.90%	27.67%	31.96%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 4.3 股指期权现金交割优势——更适合构建单腿策略

股指期权现金交割的优势，更适合构建单腿策略，便于容纳更大资金量的产品且更便于行权交割操作。若采用中证 1000 股指期权配置固收+期权产品，采用买入单腿期权策略，固收预期收益率预设为 3%。假设产品规模为 1 亿，其中，固收部分投入占总资产的 97%，期权部分投入低于总资产的 3%

（2.90%）。产品保底收益为 0.01%。根据产品设计，期权端使用资金 2.88%，若期权全部亏损，产品保底收益为 0.02%。期权端一年后盈利为 4.36%，+固收部分 2.91%，产品最终收益达 7.27%。

具体实施策略为每季度购买半年期期权，收益如下：



表 4：采用中证 1000 股指期货配置固收+期权产品收益

对冲指数	可用资金	期权进场时间	指数价格	期权合约	虚值程度	期权进场价格	期权数量	期权资金占用	期权成本	出场时间	期权出场价格	涨跌幅	盈亏	收益增强
中证 1000	1455000	2023/3/1	7002.7711	MO2309-P-7000.CFE	平值	476	30	1.428%	1428000	2023/9/1	900	89%	1272000	1.27%
中证 1000	1455000	2023/9/1	6107.1996	MO2403-P-6000.CFE	虚值一档	210.6	69	1.453%	1453140	2024/3/1	657.8	212%	3085680	3.09%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

#### 4.4 场内 ETF 期权组合保证金优势—构建价差策略更为有利

除了购买单腿期权策略以外，还可以通过价差期权减少购买期权的成本。在标的资产选择上，同样可以选择市场接受度较高、定价原理清晰的资产，并根据固定收益选择符合成本要求的期权合约。价差期权与单腿策略相比，能大幅减少期权费支出，提高对标的资产上涨的参与度，增加可选择的结构范围。

表 5：价差期权年化成本（最新交易日，数据截至 2024 年 4 月 2 日）

中证1000股指期货					
月份\行权价	虚5-虚4	虚4-虚3	虚3-虚2	虚2-虚1	虚1-平值
当月	2.56%	5.12%	7.69%	12.11%	17.16%
次月	2.11%	2.82%	3.99%	4.90%	6.10%
下月	1.47%	1.91%	1.78%	3.50%	3.45%
当季	0.77%	1.07%	1.44%	1.85%	2.30%
次季	0.51%	0.75%	0.75%	1.38%	1.41%
下季	2.49%	0.63%	0.70%	0.97%	1.34%
上证50ETF期权					
月份\行权价	虚5-虚4	虚4-虚3	虚3-虚2	虚2-虚1	虚1-平值
当月	0.54%	1.21%	3.63%	9.00%	16.32%
次月	1.09%	2.01%	3.37%	5.23%	7.15%
当季	1.20%	1.89%	2.54%	3.61%	4.50%
次季	1.10%	1.33%	1.50%	2.02%	2.17%
华泰柏瑞300ETF期权					
月份\行权价	虚5-虚4	虚4-虚3	虚3-虚2	虚2-虚1	虚1-平值
当月	0.28%	0.28%	1.02%	3.53%	12.63%
次月	0.57%	0.69%	1.57%	3.90%	7.26%
当季	1.54%	1.06%	1.86%	3.22%	4.87%
次季	2.67%	1.13%	1.50%	2.04%	2.59%
南方500ETF期权					
月份\行权价	虚5-虚4	虚4-虚3	虚3-虚2	虚2-虚1	虚1-平值
当月	0.15%	0.21%	0.79%	5.07%	21.69%
次月	0.29%	0.59%	1.72%	4.93%	11.15%
当季	0.42%	0.96%	2.15%	4.17%	7.32%
次季	1.47%	1.06%	1.72%	2.45%	3.80%
嘉实500ETF期权					
月份\行权价	虚5-虚4	虚4-虚3	虚3-虚2	虚2-虚1	虚1-平值
当月	0.09%	0.39%	2.20%	10.94%	33.87%
次月	0.52%	0.99%	3.04%	7.55%	14.98%
当季	0.70%	1.51%	3.12%	5.58%	9.10%
次季	0.88%	1.29%	2.06%	3.14%	4.39%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

ETF 期权组合的保证金优势对构建价差策略更为有利。根据上交所和深交所股票期权组合保证金优惠规则，认购牛市价差策略组合后不收取保证金，无需担心追保压力。在实际操作中，盘中单腿开仓，再通过交易端申请组合可以实时享受优惠；盘中未申请组合的，结算时交易所不会自动组合。因此我们在实际构建牛市价差的过程中，需要有足够的资金先分别构建买和卖的两条腿，其中卖权还需要考虑到足够的保证金，然后再申请组合后，释放多交的保证金与权利金。中金所股指期货尚未推出期权组合保证金制度，因此存续期内可能需要预留 15%~ 20% 的资金用作策略保证金。



## 5. 运用场内期权构建固收+产品的优势与弊端

固收+期权产品的渐热是多方导向的结果。从监管层面来看，随着资管新规正式落地，理财产品开始进入净值化时代，推动部分银行理财公司主动调整理财产品发行策略，选择固收+期权类理财产品作为一种展业方向。从市场需求层面来看，当前我国居民的财富增值需求依然旺盛，使得收益可观的理财产品对居民仍有较强的吸引力。从经营发展来看，固收+期权产品能够在一定程度上帮助理财公司拓展营收空间。

运用场内期权构建固收+产品的优势主要有：1. 相同要素情况下，场内期权构建成本比场外期权更低，如香草期权等结构；2. 相同成本下，场内能做到的期权结构比场外期权更优，例如能做到更有利的执行价或者更长期限的期权；3. 市场上行情况下，场内期权获得的收益比场外更多。

运用场内期权构建固收+产品的弊端主要有：1. 用场内期权构建涉及到自主交易，操作比直接购买场外结构复杂；2. 场内期权都是标准化合约，无法定制行权价格与到期日；3. 场内期权规模有限，可能存在流动性风险，可能无法满足大规模的产品需求；

## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。