

海外股指系列（四）：港股权证介绍及其择时应用

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

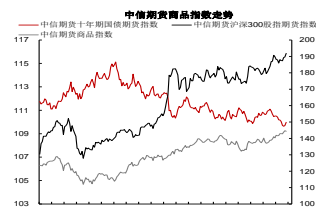
本报告旨在介绍港股权证基础知识，并尝试验证其交易信息对个股、指数的择时效果。

摘要：

港股权证交易情况：香港是全球最大的权证交易市场。**衍生权证和牛熊证的成交持仓比约在4~5左右，具有一定投机属性。**投资者倾向利用衍生权证博弈个股涨跌，其中**资讯科技股的权证交投情绪热烈，成交额、成交持仓比远高于其他行业**；而牛熊证多被用于博弈指数涨跌。

权证的价值特征：1) **时间价值：**由于牛熊证均为实值权证，并设有敲出回收机制（价值归零），因此在其他条件相同的状况下，牛熊证的权证价值变化以内价值为主，**到期前牛熊证的时间损耗远小于衍生权证**；2) **引申波幅：****相同条件下，衍生权证的引申波幅（即隐含波动率）略高于场内期权**，并且在虚值状态下两者的差异会逐渐明显，这可能是由于跨品种套利机会、权证市场缺少主动卖权的力量所导致；3) **对冲值：**由于引申波幅的差异，**相同条件下权证的对冲值（即 delta）高于场内期权，两者差异在虚值状态下较为明显。**故投资者可以选择虚值权证博弈个股涨跌，获取更高收益，但同理需承担发生更多亏损的可能。

权证交易数据可否用于个股/指数择时：报告基于 2021~2024 年权证交易数据，证明**街货量 PCR、成交额 PCR/成交量 PCR、街货量占比三个指标均可用于个股择时，但指数层面仅“街货量占比”相对有效。**1) **街货量 PCR：**指标与标的资产之间呈正相关，当个股街货量 PCR 三日均值上升时在次日开盘买入（反之空仓），**年化超额中位数 6.2%，样本股胜率 69.3%**，但指标对指数择时效果有限；2) **成交额 PCR/成交量 PCR：**指标与标的之间呈负相关，当个股成交额 PCR/成交量 PCR 三日均值下降时，次日开盘买个股（反之空仓），**年化超额中位数 7.7%、样本股内胜率 66.7%**，其中对投机属性较强的科技、非必需性消费类个股表现优异，但对指数择时效果同样有限；3) **街货量占比：**认购权证街货量占比与标的呈正相关，认沽为负相关，利用相同方法对指数、个股进行择时，证明（认沽-认购）街货量占比对恒生指数、恒生科技指数择时有效，**年化超额收益分别为 9.6%、11.58%**；该指标在个股层面表现同样优异，通过回溯恒生指数 20 支权重股的表现，发现**共有 18 支个股可以获得超额，中位数 28.9%**。



权益及期权策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135952
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、 权证的基础概念与市场情况	4
(一) 权证的基础概念	4
1. 权证 VS. 期权和期货	4
2. 场内权证的主要发行方	5
3. 权证的行权日和行权方式	5
4. 权证标的类型以及名称结构	5
5. 换股比率	6
6. 权证打和点与溢价	7
(二) 香港市场衍生权证和牛熊证的交易情况	7
1. 市场情况: 交易活跃, 具备投机属性	7
2. 交易情况: 衍生权证侧重个股博弈, 牛熊证偏向指数博弈	7
3. 行业差异: 市场更倾向博弈稀缺属性的科技股	8
二、 权证的价值属性	9
(一) 时间价值与内在价值	9
(二) 引申波幅	10
(三) 对冲值	12
三、 权证交易数据能否用于个股/指数择时?	12
(一) 街货量 PCR VS. 持仓量 PCR	12
(二) 成交额 PCR/成交量 PCR	15
(三) 指数择时的替代方案——权证街货量占比	18
(四) 总结	20
免责声明	21

图目录

图表 1:	期权与权证对比	4
图表 2:	权证发行机构	5
图表 3:	2024 年 3 月香港衍生权证期限分布	5
图表 4:	衍生权证、牛熊证月末街货市值 (亿元)	6
图表 5:	衍生权证、牛熊证月末街货市值 (亿元)	7
图表 6:	衍生权证、牛熊证日均成交额 (亿元)	7
图表 7:	衍生权证、牛熊证月末街货市值 (亿元)	8
图表 8:	2023~2024 年个股衍生权证行业分布	9
图表 9:	个股衍生权证成交额行业分布	9
图表 10:	衍生权证和牛熊证产品数量 (单位: 百万元)	9
图表 11:	MT、AL、TX 占个股衍生权证交易额比重	9
图表 12:	衍生权证成交持仓比中位数 (恒生一级行业)	9

图表 13:	TX 摩通四三购 A 的时间价值损耗	10
图表 14:	某 T 法兴四三牛 F 认购权证	10
图表 15:	某 TX 摩通四三购 A 权证 VS. 个股期权隐波	11
图表 16:	2023 年 12 月 29 日某 TX 权证隐波微笑结构	11
图表 17:	某 AL 权证引申波幅与权证价格	11
图表 18:	某 AL 成交量加权引申波幅与正股价格	11
图表 19:	某 AL 认购权证街货量占比	12
图表 20:	某 AL 认沽权证街货量占比	12
图表 21:	某 TX 摩通四三购 A 权证 VS. 个股期权 Delta	12
图表 22:	认购、认沽权证街货量（单位：亿份）	13
图表 23:	某 TX 权证认购、认沽街货量（单位：亿份）	13
图表 24:	某 TX 衍生权证街货量 PCR	14
图表 25:	某 TX 股期权持仓量 PCR	14
图表 26:	街货量 PCR 择时收益效果	14
图表 27:	恒生指数-街货量 PCR 择时/恒生指数	15
图表 28:	恒生科技-街货量 PCR 择时/恒生科技	15
图表 29:	某 AL 股权证成交额 PCR/成交量 PCR	15
图表 30:	恒生指数成交额 PCR/成交量 PCR	15
图表 31:	个股成交额 PCR/成交量 PCR 择时年化超额收益	16
图表 32:	个股成交额 PCR/成交量 PCR 择时年化超额收益	16
图表 33:	恒生指数（衍生权证）-择时	17
图表 34:	恒生科技指数（衍生权证）-择时	17
图表 35:	恒生指数（牛熊证）-择时	17
图表 36:	恒生科技指数（牛熊证）-择时	17
图表 37:	恒生指数-融合成交额 PCR/成交量 PCR-择时	18
图表 38:	恒生科技-融合成交额 PCR/成交量 PCR-择时	18
图表 39:	恒生指数——加权认购街货量占比	19
图表 40:	恒生指数——加权认沽街货量占比	19
图表 41:	恒生指数——街货量占比择时	19
图表 42:	恒生科技指数——街货量占比择时	19
图表 43:	街货量占比与个股股价的相关性	20
图表 44:	个股（认沽-认购）街货量占比择时	20

一、 权证的基础概念与市场情况

（一） 权证的基础概念

1. 权证 VS. 期权和期货

权证属于结构化的衍生品，它赋予投资者以约好的价格（行权价）、在特定的日期（到期日）买入或卖出标的资产的权利，标的资产可以是股票、指数等。在产品形式上，场内结构化产品在离香港联交所上市交易，主要品种包括股本权证、衍生权证（备兑权证）、牛熊证和界内证四种类型。其中衍生权证和牛熊证在港股市场是主要产品，而界内证和股本权证的产品种类和交易数量较少。

四种权证的收益结构和特性各不相同。**1) 股本权证：**主要由公司发行、主要用于集资和调整公司股价的用途。不同于其他权证和衍生品，当股本权证被行权后，上市公司需要发行或回收股本来兑付款项，因此权证在被行权之后会对股东权益产生稀释效果。**2) 衍生权证：**包含认购期权和认沽期权，收益结构都类似于期权，在发行之初多处于虚值或平值状态（甚至不乏深度虚值）。股本权证和衍生权证仅发行方和结算方式不同，收益结构都近似于期权。**3) 牛熊证：**发行之初全部处于实值状态，是一种 Δ 接近于 ± 1 的障碍期权（并带有敲出条款），其收益结构更接近于期货。**4) 界内证：**在联交所交易量较少，其收益结构等同于一张蝶式期权，若标的资产价格在上下敲出界内波动，则到期行权时可获得高额票息，反之敲出后只能最低票息，界内证的杠杆水平和亏损界限低于其他权证。

权证可以满足不同投资者的博弈，若投资者积极看好市场，则可以买入认购权证（或牛证），对赌个股上涨的机会；同理若投资者认为股价将维持窄幅波动，则可以使用界内证获得类似于“固收+”的收益结构。但不同于其他衍生品，**权证只能以买入形式单向交易，投资者不能直接卖空权证去构建备兑或价差策略。**

图表 1： 期权与权证对比

	期权	权证
发行主体	无发行人	通常由上市公司、投资银行（或证券公司）或大股东等第三方作为发行人
持仓类型	投资者可以作为期权的买方，也可以是卖方	投资者只能作为权证的买方，发行主体为卖方
合约特点	标准化合约，条款由交易所统一制定	非标准化合约，合约条款由发行方决定
合约供给	无上限	受发行人意愿、资金能力以及标的的流通性等因素限制，流通性差的权证无法上市交易
做市商制度	有	高度依靠做市商制度
产品分类	认购期权、认沽期权	股本权证、衍生权证、牛熊证、界内证
行权影响	不影响上市公司实际流通股本	若股本权证被行权，会影响公司实际流通股的股本数

资料来源：HKEX 中信期货研究所

2. 场内权证的主要发行方

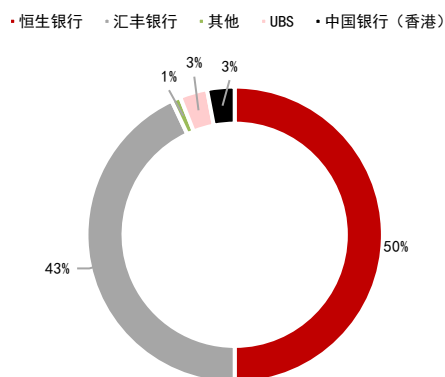
联交所为规避大股东利用公司内幕消息获得非法利益，在《上市规则指引》中明确规定：“衍生权证标的证券上市发行人的控股股东或拥有实际管理权人士所直接或间接发行的衍生权证不得上市”，因而场内的权证主要由投资银行和商业银行发行。

根据 SRP 数据披露，**香港结构化产品发行方呈头部集中态势**，其中恒生银行和汇丰银行的发行规模占比分别为 50%、43%，其余的主要发行方包括瑞士银行、法巴证券、摩根大通等（如图表 2 所示）。该类做市商可以通过发行权证来完成价格发现，同时也可以通过卖出权证来对冲手中的头寸。投资者方面，主要包括做市商、金融机构、高频交易者、零售个人投资者。

3. 权证的行权日和行权方式

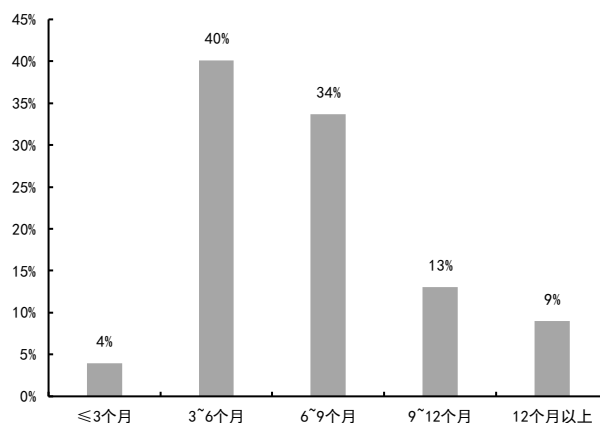
按照行权日划分，权证可以分为欧式权证和美式权证。与期权一致，欧式的股本权证、衍生权证和牛熊证都只能在到期日当天行权，**联交所上市的所有权证都属于欧式权证**。而按照合约期限划分，约有 45% 的港股衍生权证合约期限在 6~9 个月内，久期比场内期权的主力合约更长。在结算方式上，香港市场的衍生权证和牛熊证均采用现金结算的方式，做市商无需交割标的资产完成兑付，而股本权证需要发行方采用股票结算，因而不存在逼仓风险。

图表 2： 权证发行机构



资料来源：SRP 中信期货研究所

图表 3： 2024 年 3 月香港衍生权证期限分布



资料来源：HKEX 中信期货研究所

4. 权证标的类型以及名称结构

香港权证标的一共有三种类型，包括个股型、组合型和指数型，其中个股型权证发行规模和交易体量最大，**港交所对权证发行同样存在市值限制**。权证标的通常为单一上市个股（包括港股、美股，如苹果、谷歌在港股亦有权证），其中标的证券的流通市值不得低于 40 亿港元；组合型权证的标的为四种以上的个股组合，或相同行业的股票组合，资产池中的单一证券流通市值不得低于 10 亿港元并要求在市场上有一定流动性，港交所以资产池为标的的权证在联交所

交易甚少。指数型权证的标的通常是全球主流跟踪指数，例如标普 500、日经 225、恒生指数和恒生科技指数等。

权证的名称大致可以分解为“标的简称+发行商+到期年份+到期月份+方向+条款字符”。以指数权证为例，例如由法巴证券发行的、在 2016 年 10 月 30 日到期的恒生指数牛证，其条款内容标识为 A，名称即为“恒指法巴六十牛 A”，若月份为十一月、十二月，则对应的月份代号分别用“甲”、“乙”替代。以恒生指数为例，图表 4 列举了部分权证信息。

图表 4： 衍生权证、牛熊证月末街货市值（亿元）

权证名称	发行日	权证性质	行权方式	发行机构	行使价	单位	换股比率	到期日
恒指瑞银四三沽 B	2024-03-05	认沽权证	欧式	瑞士银行	18000	点	6400	2024-03-27
恒指瑞银四十沽 C	2024-03-04	认沽权证	欧式	瑞士银行	16318	点	8600	2024-10-30
恒指汇丰四乙沽 A	2024-03-04	认沽权证	欧式	汇丰银行	14726	点	6000	2024-12-30
恒指汇丰四甲沽 A	2024-03-04	认沽权证	欧式	汇丰银行	15721	点	7700	2024-11-28
恒指瑞银四甲沽 A	2024-03-01	认沽权证	欧式	瑞士银行	15721	点	7700	2024-11-28
恒指法兴四三沽 B	2024-02-29	认沽权证	欧式	法兴银行	17910	点	6400	2024-03-27
恒指瑞银四十沽 B	2024-02-26	认沽权证	欧式	瑞士银行	15124	点	6100	2024-10-30

资料来源：HKEX 中信期货研究所

5. 换股比率

换股比率是指换取 1 股正股所需要的权证数，在其他条件相同的情况下，换股比率越小的权证价格会更高。例如一只换股比率为 10 兑 1 的个股认购权证，在到期日时每 10 份权证可换取购买 1 股正股的权利。若其他条件完全相同，换股比率 10 兑 1 的个股认购权证价格应为 100 兑 1 权证的 10 倍。

权证发行时，换股比率的大小与正股的价格以及股价波动都有一定的正相关性，正股价格越高、发行方设置的换股比率越大，大致分布情况如下：

- 1) **行权价≤50 港元**：换股比率通常在 1~10 以内，部分具有稀缺属性的个股如科技股、新能源汽车股，正股价格波动较高，换股比率可能会设定为 50；
- 2) **50<行权价≤100 港元**：个股换股比率通常设置为 10、50 或 100，股价波动较高的个股权证换股比率通常设置为 50 或 100；
- 3) **100 港元>行权价≥500 港元**：换股比率通常设置为 50~100 甚至更高，例如某 TX 平值的衍生权证，由于股价波动较高，衍生权证中约有 90%的换股比率为 100；
- 4) **行权价>500 港元**：换股比率会设置为 100、500 甚至更高，例如恒生指数的衍生权证换股比率通常在 5000~8000 左右，而恒生科技通常在 1000~2000 左右，即每一份权证对应标的指数约为 2~3 点。

6. 权证打和点与溢价

打和点是指买入权证后，到期行权时盈亏平衡的点，其中：

1) 认购权证的打和点=行权价+权证价格*换股比率；

2) 认沽权证的打和点=行权价-权证价格*换股比率。

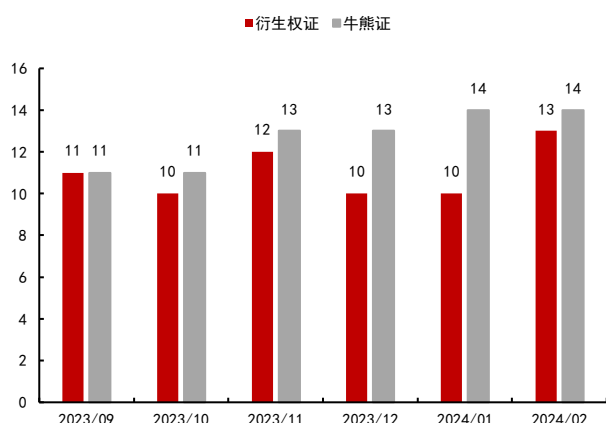
例如某 T 股的行权价为 375 港元，换股比率为 100 兑 1，而认购权证价格假设为 0.075 港元，则该权证的打和点=375+0.075*100=382.5 港元（即盈亏平衡点）。同理权证溢价即为正股股价升至（跌至）认购权证（认沽权证）打和点时所需变动的百分比。例如在上述案例中，若正股当前股价为 350 港元，则对应认购权证的溢价为 9.29%。

（二）香港市场衍生权证和牛熊证的交易情况

1. 市场情况：交易活跃，具备投机属性

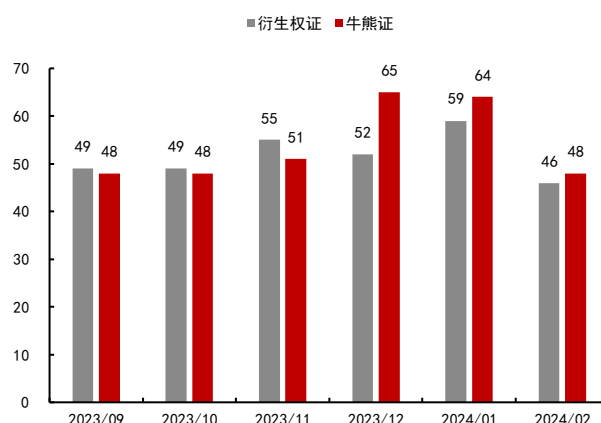
根据联交所 2022 年 5 月披露，衍生权证和牛熊证在联交所的成交额达到 593 亿港元，其中衍生权证的交易占比高达 99%，香港成为了全球最大的权证交易市场，并且由于市场流动性更活跃、交易品种更丰富，交易规模甚至超过场内期权。权证的日均成交额约占港股全市场总成交额的 10%~12%，其中衍生权证和牛熊证平均每日成交额、街货市值分别约在 50~60 亿元、10~14 亿元左右，两者大抵相当，**成交持仓比约在 4~5 左右，具有一定投机属性。**

图表 5： 衍生权证、牛熊证月末街货市值（亿元）



资料来源：HKEX 中信期货研究所

图表 6： 衍生权证、牛熊证日均成交额（亿元）



资料来源：HKEX 中信期货研究所

2. 交易情况：衍生权证侧重个股博弈，牛熊证偏向指数博弈

从图表 7 的上市产品数量分布可以发现，衍生权证倾向挂钩个股（品种占同类 84.1%）。从交易数据上也可以发现，**投资者更倾向使用个股衍生权证博弈个股涨跌**（成交额占衍生权证的 57%），其成交额是个股牛熊证的 6 倍；而牛熊

证更被用作类期货的工具，集中用来交易指数方向（成交额占牛熊证的 90.5%）。

图表 7： 衍生权证、牛熊证月末街货市值（亿元）

相关资产	平均每日成交额（百万元）	占比	街货市值（百万元）	占比	上市产品数量	占比
本地股票	2659.3	57.0%	1022.2	76.2%	4487	84.1%
本地指数	1881.9	40.3%	234.7	17.5%	236	4.4%
美国股票	0.3	0.0%	0.8	0.1%	14	0.3%
美国指数	65.1	1.4%	38.8	2.9%	263	4.9%
其他地区股票	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他地区指数	18.1	0.4%	4.9	0.4%	68	1.3%
其他	40.9	0.9%	40.2	3.0%	266	5.0%
总数	4580.8	100.0%	1288.6	100.0%	4955	100.0%
相关资产	平均每日成交额（百万元）	占比	街货市值（百万元）	占比	上市产品数量	占比
本地股票	415.7	8.6%	399.1	28.3%	1716	44.8%
本地指数	4377.9	90.5%	990.1	70.2%	1969	51.4%
其他	45.3	0.9%	21.2	1.5%	147	3.8%
总数	4838.8	100%	1410.3	100%	3832	100%

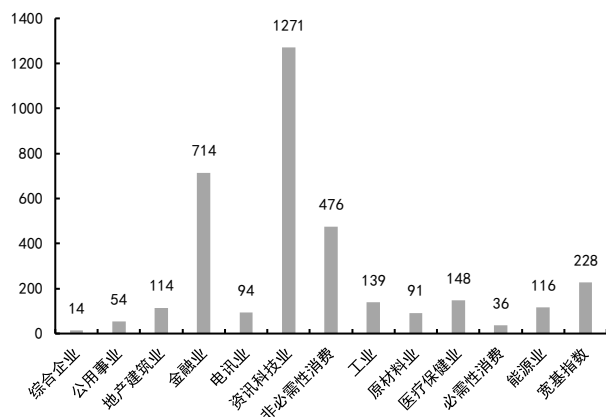
资料来源：HKEX 中信期货研究所

3. 行业差异：市场更倾向博弈稀缺属性的科技股

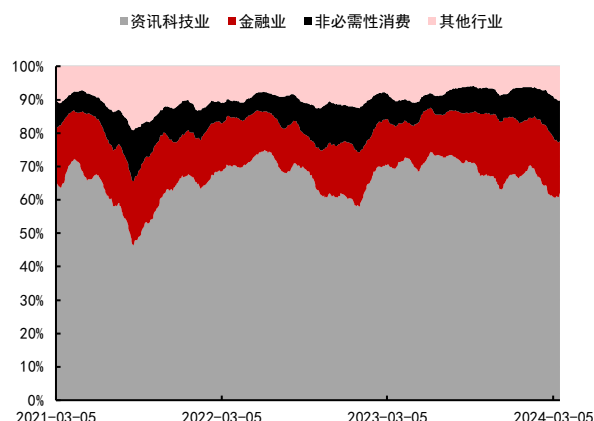
具有稀缺属性的个股，其衍生权证产品种类更丰富、交易更活跃。首先在产品发售层面，如图表 8 以个股衍生权证为例，统计 2023 年发售的衍生权证行业分布，挂钩资讯科技业个股的衍生权证数量多达 1271 种，占全市场的 37%。其次图表 9 展示了交易层面，个股衍生权证中**资讯科技类的成交额占比达到 60% 以上**，其次是金融业（仅占 15%左右）、非必需性消费（仅占 10%左右）。而在个股层面，**衍生权证的博弈范围非常集中**，图表 10~11 分别统计了 2021~2024 年 TX、MT、AL 个股衍生权证在同类成交额以及占比，可以发现三支科技股平均占个股衍生权证总交易额的 45%~55%，这意味着场内剩余约 300 支股票的权证，分摊了剩余 45%的交易额。

在交易活跃度层面也可以看出行业间的明显差异，统计每支个股过去 250 个交易日衍生权证成交持仓比，并按照恒生一级行业，计算每个行业内所有股票权证的成交持仓比的中位数。在图表 12 中可以发现，**资讯科技业的成交持仓比中位数约为 1.27，活跃度远高于其他行业**，这与近几年外资集中交易科技股的行为相呼应。

图表 8： 2023~2024 年个股衍生品权证行业分布



图表 9： 个股衍生品权证成交额行业分布



资料来源：HKEX 中信期货研究所

资料来源：iFinD 中信期货研究所

图表 10： 衍生品权证和牛熊证产品数量（单位：百万元）

TOP5 衍生品权证资产	认购权证日均成交额	认沽权证日均成交额	衍生品权证日均成交额	占该标的成交额比重
某 TX 股	453.80	190.50	644.30	12%
某 MT 股	298.70	122.60	421.30	15%
某 AL 股	199.60	97.40	297.00	9%
某 TC 股	176.40	80.20	256.60	26%
某 BY 股	111.80	41.60	153.40	10%
TOP5 牛熊证	认购权证日均成交额	认沽权证日均成交额	衍生品权证日均成交额	占标的成交额比重
某 MT 股	58.30	50.80	109.00	4%
某 TX 股	43.80	27.70	71.40	1%
某 AL 股	30.90	11.20	42.20	1%
某 BY 股	12.30	17.50	29.80	2%
某 TC 股	11.70	8.80	20.50	2%

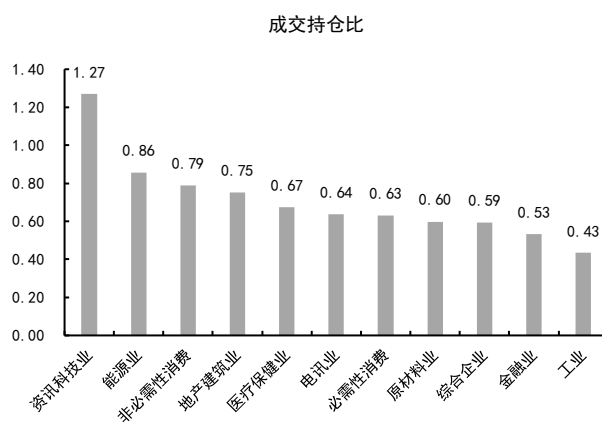
资料来源：HKEX 中信期货研究所

图表 11： MT、AL、TX 占个股衍生品权证交易额比重



资料来源：iFinD 中信期货研究所

图表 12： 衍生品权证成交持仓比中位数（恒生一级行业）



资料来源：iFinD 中信期货研究所

二、 权证的价值属性

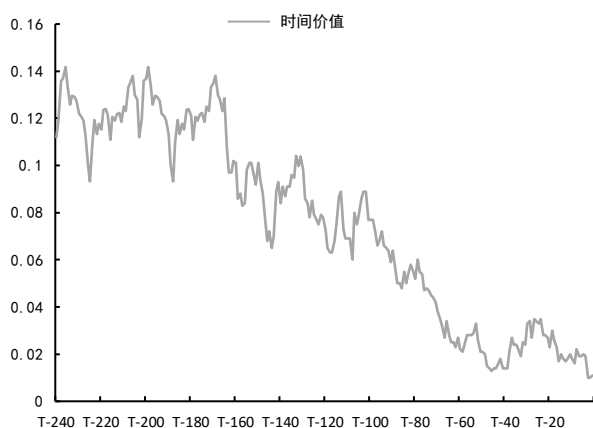
（一）时间价值与内在价值

权证的时间价值与内在价值和期权对等，对于一张认购权证，若权证的市场价格<行权价格，则为价外权证（即虚值），其内在价值为零；反之则为价内权证（即实值）。随着到期日临近，时间价值会逐渐衰减，并在临近到期前加速。

在其他条件相同的状况下，衍生权证的时间价值损耗会远大于牛熊证。以虚值10%的某T摩通四三购A权证为例，该价外权证随着到期日临近该权证的theta损耗会加速，并在到期日临近前加速衰减为0，累计损耗约为0.12。而相比之下，图表14中我们对比了一支到期时间、行权价格等几乎相同的牛证，可以发现其时间价值的累计损耗仅为0.003左右，损耗量仅为前者的2.5%。

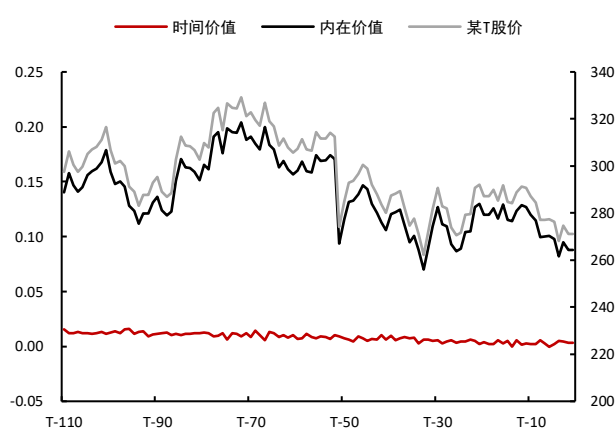
造成两者差异的原因在于，市场中所有的牛熊证都是实值权证，并设有敲出机制，因此当标的资产发生波动时，其主要损耗权证的内在价值，并且当权证跌破行权价（即敲出线）时，权证会直接被回收，此时所有价值直接归零。而衍生权证可以赋予投资者在到期日前反复博弈的机会，因而时间价值对其的价值影响更显著。

图表 13：TX 摩通四三购 A 的时间价值损耗



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：某T法兴四三牛F认购权证



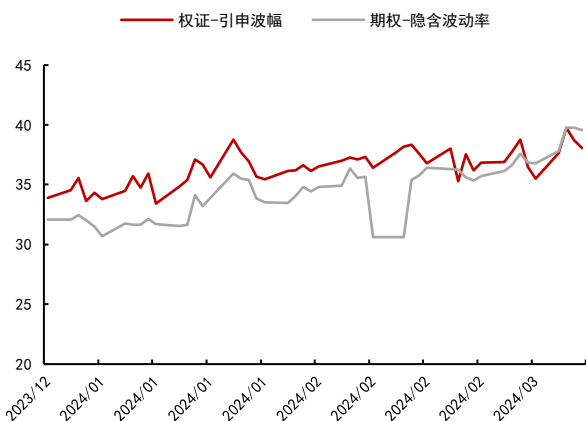
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）引申波幅

引申波幅是把权证市场价格代入定价模型（如 BSM 模型）之后反推所得的波动率数值，与期权中的隐含波动率概念相对等。对衍生权证而言，**相同条件下个股被行权的概率越大、权证价格越贵、引申波幅越高**。但对比期权的隐含波动率，权证的引申波幅可能存在差异。观察相同到期日、相同行权价的 TX 认购权证和个股期权的引申波幅以及隐含波动率，我们会发现在其他条件接近相同的状态下：1）**时序上，权证的引申波幅会高于个股期权的隐波**（如图表 15 所示）；2）截面上，**权证的引申波幅会略高于同等价位期权的隐含波动率，该差异在深虚状态会较为显著**（如图表 16 所示）。两者之间的差异可能原因有两个：1）若权证价格低于同条件的期权，则投资者可以买入权证、卖出期权实现套利；但对于权证的发行商来说，可以通过买

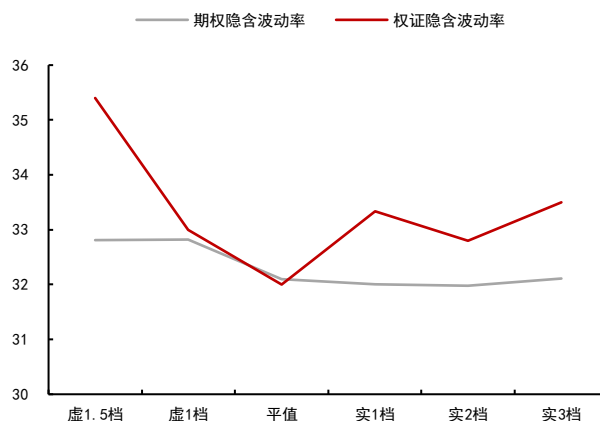
入相同行权条件的期权，并发行更高价格、但行权条件相同的权证完成该操作；2）在上涨或下跌过程中，投资者可以在期权市场执行卖跨、牛熊价差、备兑等卖权策略，卖权有主动供给能力，而在权证市场缺少该行为，故导致隐波更高。

图表 15：某 TX 摩通四三购 A 权证 VS. 个股期权隐波



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：2023 年 12 月 29 日某 TX 权证隐波微笑结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

在与标的资产的价格关系上，股价波动与引伸波幅之间存在一定正相关性。图表 17~18 分别展示了单张权证的引伸波幅、以及按成交量加权的引伸波幅与标的资产价格的关系，可以发现两者之间有一定正相关性。这是因为当标的资产价格不断下跌时，投资者会积极买入虚值认购权证进行抄底；同理在资产价格上涨时抛出认购权证，而虚值看涨的引伸波幅较低，从而带动引伸波幅同步下降，这从认购、认沽权证的街货量占比中可以印证（下文图表 23 也可供佐证）。同理当标的资产价格上涨时，投资者会开始购入引伸波幅更高的虚值认沽权证进行看跌保护，导致引伸波幅与标的资产价格之间呈同向波动。

图表 17：某 AL 权证引伸波幅与权证价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：某 AL 成交量加权引伸波幅与正股价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：某 AL 认购权证街货量占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：某 AL 认沽权证街货量占比

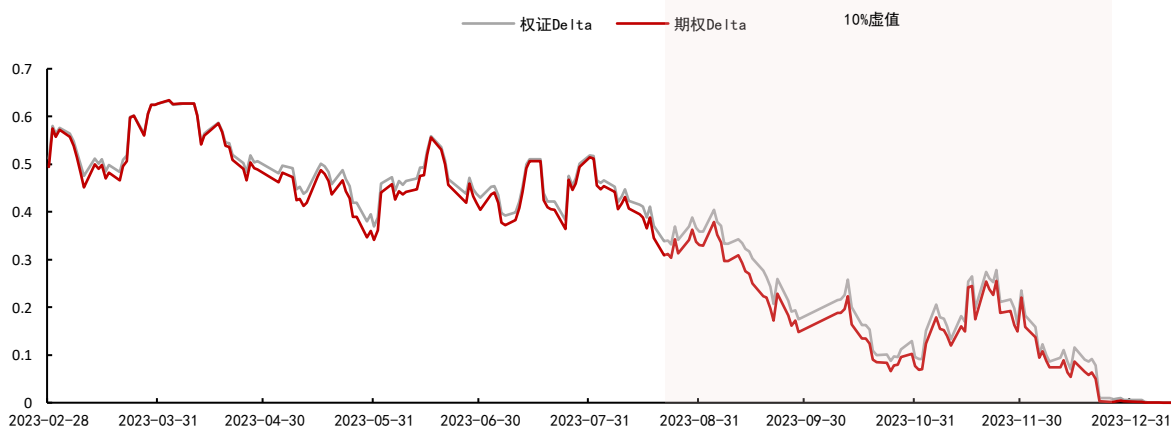


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）对冲值

对冲值反映当标的资产价格变动 1 元（或 1 点）时，权证价格的变动幅度，其概念对等于期权的 Delta。由于相同条件下，权证的引申波幅略高于期权，这可能导致权证的对冲值（delta）高于期权的 delta 值。图表 21 以行权价为 356.7 的某 T 摩通四三购 A 权证以及行权价为 355、2024 年 3 月到期的个股期权为例。利用 BSM 模型分别计算两者的 delta 值，会发现在 2 月~7 月区间两者均处于平值或实值状态，delta 差异并不明显；但在 8 月后进入 10% 的虚值的状态，衍生权证的对冲值会稳定高于同等条件的期权。基于此差异，若投资者对后市看涨，则可以通过买入浅虚认购权证，来博弈更高的收益；但若方向判断错误，可能需要比期权支付更多的亏损。

图表 21：某 TX 摩通四三购 A 权证 VS. 个股期权 Delta



资料来源：Wind 中信期货研究所

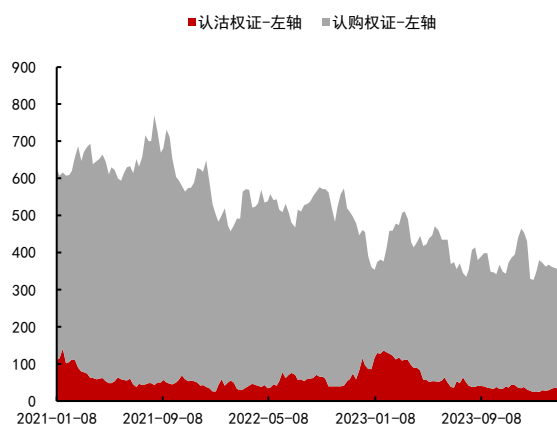
三、 权证交易数据能否用于个股/指数择时？

（一）街货量 PCR VS. 持仓量 PCR

街货量是指在当日收市后，除发行人以外的市场参与者所累积持有的权证份数，即是市场当日收盘后投资者持有权证的数量（等同于期权所指的持仓量）。

从权证街货量的结构和变化趋势看，该指标与期权的持仓量 PCR 指标趋势相同，但逻辑略有不同。首先从市场结构看，图表 22~23 分别展示了全市场以及某 T 股的认沽权证和认购权证的街货量，可以发现**认购权证街货量规模会远超认沽权证，指标变化更容易受认购权证的边际影响**。其次从趋势上可以看出，当市场下跌时，认购权证的街货量会大幅上升，而市场上涨时认购权证街货量断崖式下降，映射出投资者高抛低吸的交易逻辑。而认沽权证一侧虽然与市场涨跌同步，折射出投资者高位保护的防守心态，但街货量规模整体相对较小，对市场的涨跌变化不敏感。例如在 2021~2022 年熊市中，某 TX 股的认购权证的街货量增长近 120 亿份，并在 2022 年末指数反弹时认购权证的街货量大幅下降。在逻辑上，**街货量 PCR 可能更容易受认购权证诱导，更反映权证买方抄底的情绪**。

图表 22：认购、认沽权证街货量（单位：亿份）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：某 TX 权证认购、认沽街货量（单位：亿份）



资料来源：Wind 中信期货研究所

衍生权证的街货量 PCR 在指标应用上与期权持仓量 PCR 相似，观察某 TX 个股的街货量 PCR 与个股期权持仓量 PCR，其中考虑到两者数量级的差异，我们将认沽、认购的街货量同时取对数，两者滚动 60 日的相关性保持在 0.3~0.6 左右，21~22 年两者与指数均保持同步共振，相关性较高，或反映在剧烈波动的环境中，投资者积极使用权证进行方向博弈；而在 2023 年后某 TX 股保持箱型震荡，指标对股价的反映不明显。

图表 24：某 TX 衍生权证街货量 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：某 TX 股期权持仓量 PCR

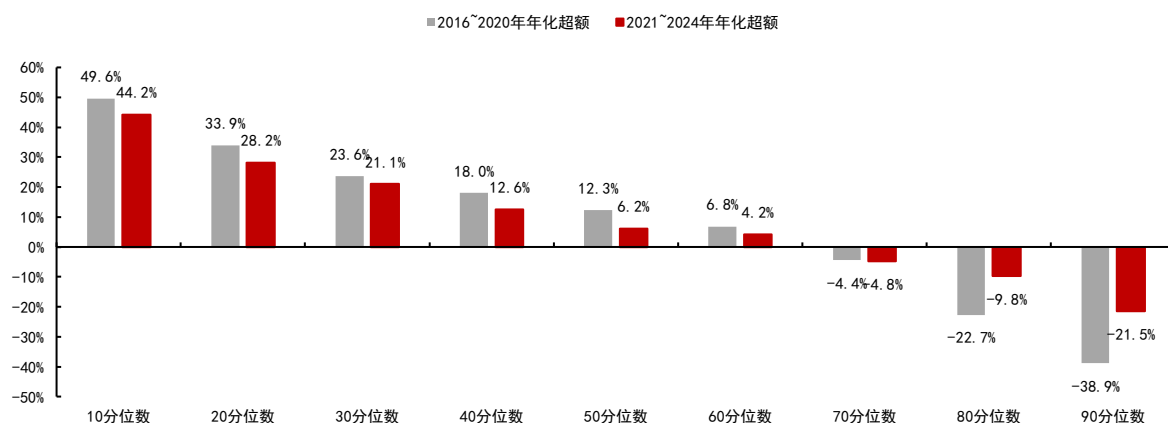


资料来源：Wind 中信期货研究所

在择时的有效性上，我们尝试进行检验。大致操作方法如下：计算个股（以及指数）权证的街货量 PCR，若当日收盘时街货量 PCR 三日均值>六日均值，则在次日开盘时买入标的资产，反之则空仓；操作中假设每次交易摩擦为 0.05%。

首先在个股层面，回溯 2016~2020 以及 2021~2024 年两段时间的择时效果，样本截面的年化超额收益中位数分别为 12.3%、6.2%，其中分别有 64.7%、69.3% 的个股样本可以获得正超额，证明该指标对个股的择时效果确实有效并且稳定。其次在对指数的应用效果上，恒生指数、恒生科技指数的年化超额分别为-0.03%、3.2%，效果相对有限。

图表 26：街货量 PCR 择时收益效果



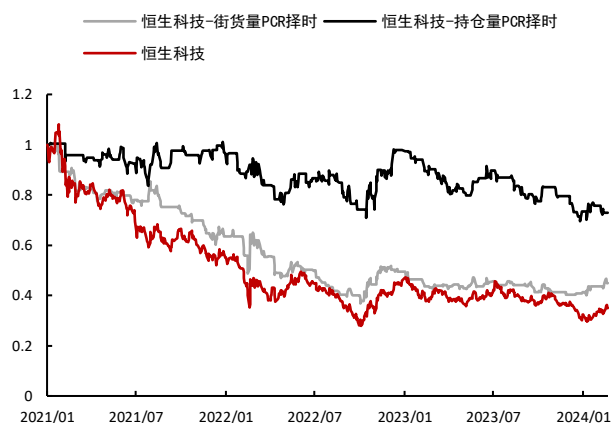
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：恒生指数-街货量 PCR 择时/恒生指数



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表 28：恒生科技-街货量 PCR 择时/恒生科技

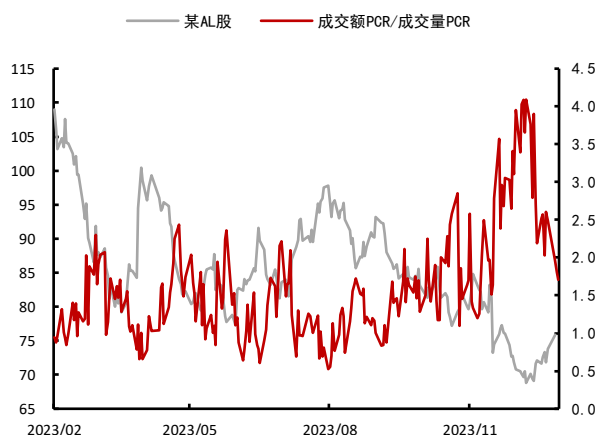


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

(二) 成交额 PCR/成交量 PCR

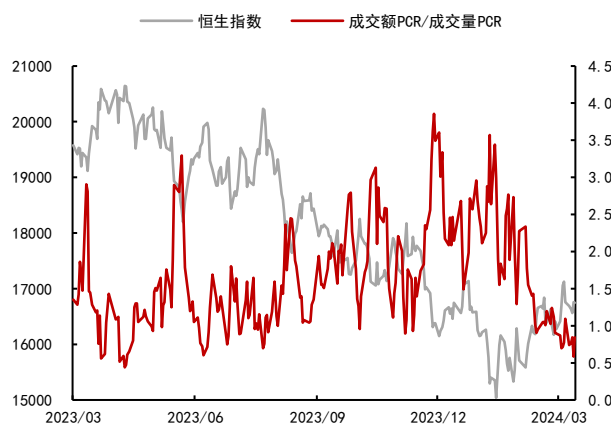
成交额 PCR/成交量 PCR 表征买方的交易情绪，当市场一致预期未来行情上涨时，投资者会积极布局虚值看涨期权进行抄底，带动指标上升；同理当市场一致预期未来下跌可能性加大时，投资者会减少认购期权的购买量，从而带动指标下降。图表 29、30 分别以某 AL 股恒生指数权证为例，其成交额 PCR/成交量 PCR 与标的指数的相关性为-0.57，有一定的表征作用。

图表 29：某 AL 股权证成交额 PCR/成交量 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：恒生指数成交额 PCR/成交量 PCR



资料来源：Wind 中信期货研究所

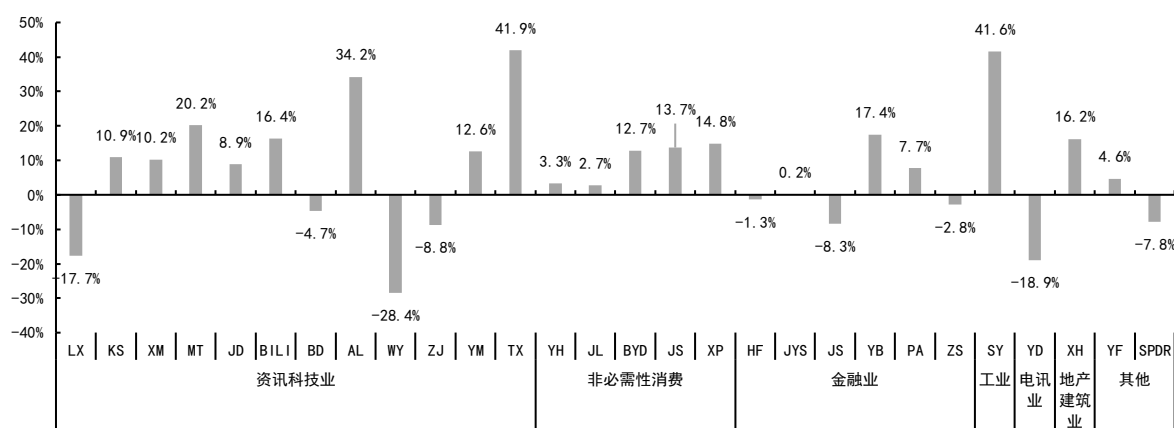
在择时效果上，我们同理分别检验指标对个股以及指数的择时效果，但考虑到部分权证的交易并不活跃，因此我们需要对数据做适当清洗，大致操作方法如下：

- 1) 统计每支个股、每日所有认购、认沽权证的成交额和成交量，并计算两者的比值；
- 2) 筛选出 2021~2024 年成交额 PCR/成交量 PCR 数据完整度在 95%以上的个股；

3)) 计算个股(或指数)成交额 PCR/成交量 PCR 指标三日均值,若三日均值<六日均值,则在次日开盘时做多个股(或指数),反之空仓;假设单次开仓(或平仓)的交易摩擦为万分之五,回溯 2021~2024 年 3 月择时前后的超额收益。

从图表 27 展示的个股样本来看,年化超额中位数 7.7%、样本股内胜率 66.7%,并且具备稀缺属性、投机性较重的资讯科技业、非必需性消费个股普遍拥有较好的超额收益和胜率,两个行业 16 支个股中共有 75%跑出正的超额收益,年化超额中位数为 10.5%;但反观传统行业如金融等个股,超额收益的显著性并没有那么可观。

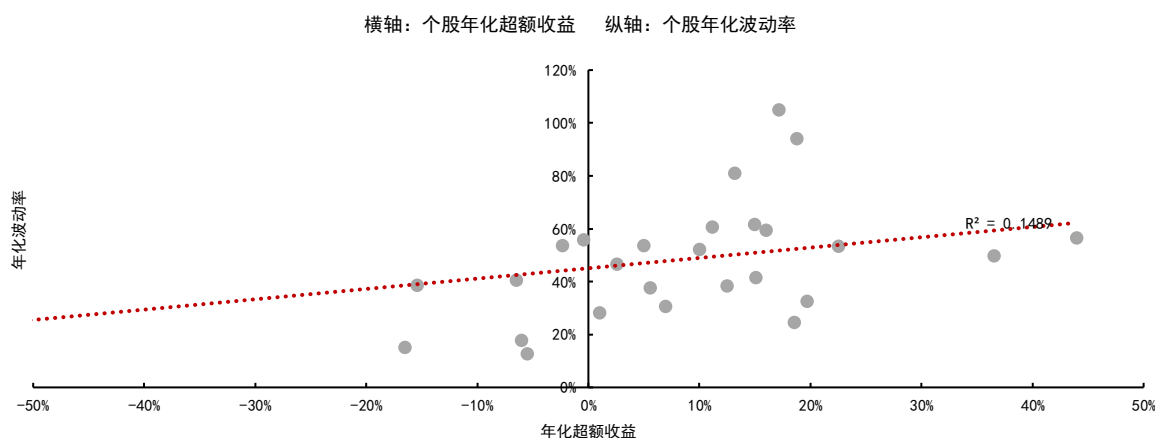
图表 31: 个股成交额 PCR/成交量 PCR 择时年化超额收益



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

我们推测该指标的有效性可能与个股波动有关,即股价波动越强、投资者用权证博弈的积极性越高,成交额 PCR/成交量 PCR 的有效性越好。为了验证该推测,我们在图表 32 中对比了个股年化超额收益与股价年化波动之间的相关性,两者相关性约为 0.39,可证实两者存在一定关联。

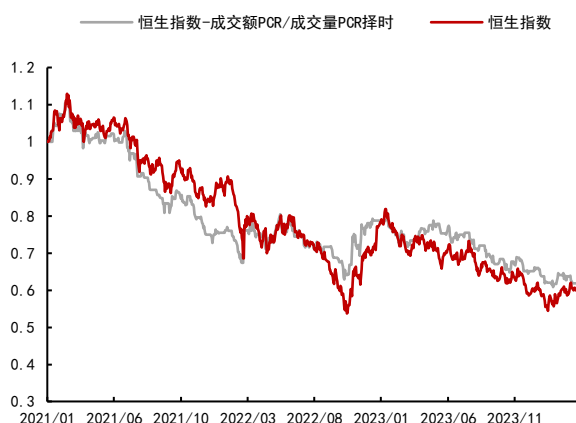
图表 32: 个股成交额 PCR/成交量 PCR 择时年化超额收益



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

指数层面，使用成交额 PCR/成交量 PCR 对指数效果有限。图表 31~32 展示了衍生权证对恒生指数、恒生科技指数的择时效果（方法相同），年化超额收益分别为 0.6%、4.94%，有效性并不好。考虑到资金也会使用牛熊证博弈指数，我们同样尝试使用牛熊证的成交额 PCR/成交量 PCR 数据进行回测，同样超额收益分别为-0.5%、-0.3%，该指标对指数的择时效果并不好。导致策略效果不好的原因我们推测与指数波动有关，2021~2024 年多数情况下恒生指数、恒生科技指数的年化波动率在 15%~22% 左右，低波的状态可能抑制该指标在指数上的择时效果。

图表 33：恒生指数（衍生权证）-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 35：恒生指数（牛熊证）-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 34：恒生科技指数（衍生权证）-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：恒生科技指数（牛熊证）-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

既然指数的交易数据不能用于趋势研判，那么能否用 MAT 等权重股的数据进行替代呢？我们尝试将三支个股的成交额、成交量数据作为整体，计算出代表三支个股的成交额 PCR/成交量 PCR 指标（直接求和时，指标默认三支个股的权重比为 1:0.8:0.6，可以与指数中三支个股的权重关系大致对应），并采用相同方法对两个指数进行择时，指标年化超额收益分别为 5.65%、3.87%，在 2021 年有一定成效，但之后长期效果不佳。

图表 37：恒生指数-融合成交额 PCR/成交量 PCR-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：恒生科技-融合成交额 PCR/成交量 PCR-择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

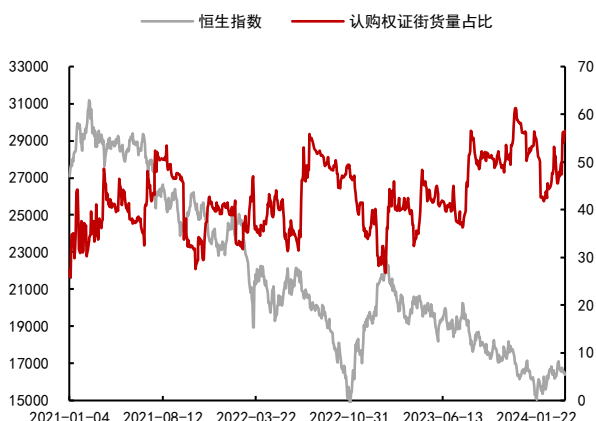
（三）指数择时的替代方案——权证街货量占比

基于上文图表 23 可知，当市场下跌时，投资者会积极买入认购权证进行抄底，在权证短期供给固定的状态下，或推动认购街货量占比上升，那么类似信号能否用于判断指数涨跌？为了验证该推测，我们尝试利用该指标对恒生指数、恒生科技指数进行择时回溯，方法如下：

- 1) 统计恒生指数、恒生科技指数每个认购权证、认沽权证的街货量占比，并统计对应的街货量以及换股比率；
- 2) 将每张权证的街货量除以换股比率进行修正，并按照修正后的街货量对每张权证的街货量占比进行加权求和，获得加权后的认购街货量占比、认沽街货量占比；
- 3) 若认购街货量占比三日均值>六日均值，则保持空仓，反之在次日开盘时做多恒生指数（认沽街货量占比相反）。同时，我们计算认沽街货量占比-认购街货量占比的差值作为一个融合正向指标，采用相似方法进行测试。

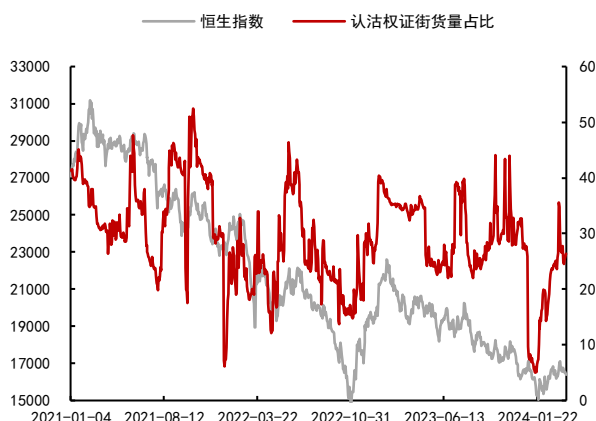
图表 39~40 以恒生指数为例，分别展示了认购、认沽街货量占比的状态。从曲线趋势中可以发现，**认购权证的街货量占比与指数负相关，相关性约为-0.49**，与认购权证街货量的变化趋势一致，反映投资者高抛低吸的行为；而**认沽权证的街货量占比与指数同步，相关性为 0.51**，同样映射投资者高位保护的心态。

图表 39：恒生指数——加权认购街货量占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

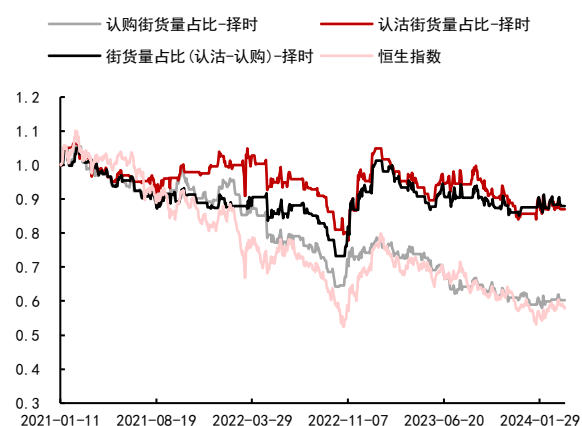
图表 40：恒生指数——加权认沽街货量占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

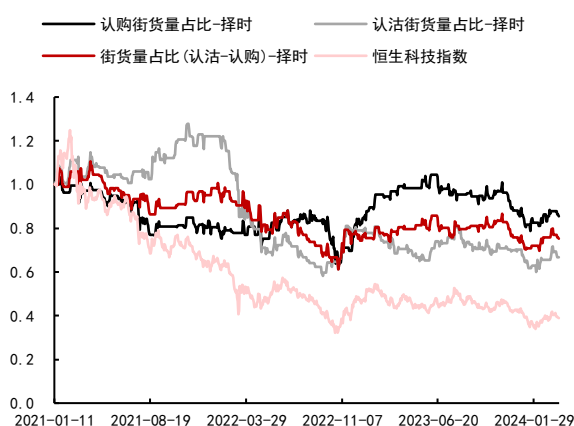
指标的择时结果如图表 39~40 所示，可以发现街货量占比（认沽-认购）对恒生指数、恒生科技指数都有一定效果，2021~2024 年年化超额收益分别为 9.6%、11.58%。相比街货量 PCR、成交额 PCR/成交量 PCR，该指标或许可以用于辅助判断指数的趋势。

图表 41：恒生指数——街货量占比择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

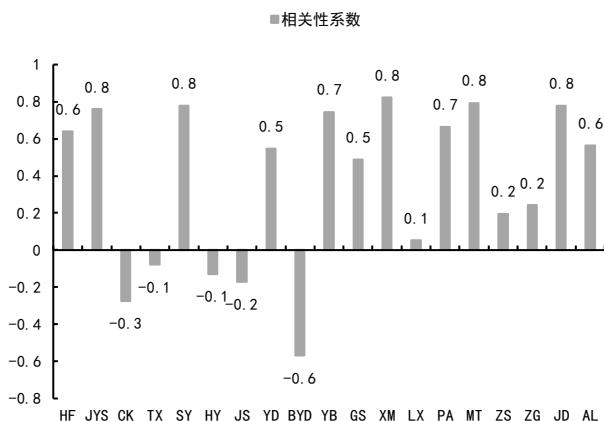
图表 42：恒生科技指数——街货量占比择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

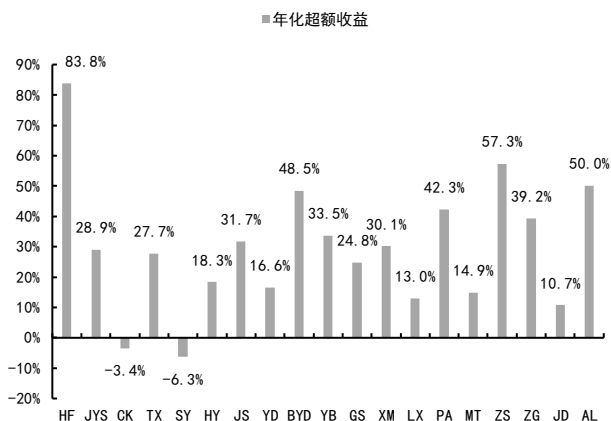
该指标在个股层面同样适用。在图表 44 中，我们基于个股的街货量占比的指标（同样为认沽-认购），对恒生指数的前 20 支权重股进行回溯。从 2021~2024 年的历史表现来看，共有 18 支个股获得正的年化超额收益，中位数 28.9%，其中具有稀缺属性的金融、非必需性消费和科技股超额收益都较为显著，可以证明该指标对个股的择时也有一定借鉴意义。

图表 43：街货量占比与个股股价的相关性



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 44：个股（认沽-认购）街货量占比择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）总结

报告基于衍生权证的交易数据，跟踪街货量 PCR、成交额 PCR/成交量 PCR、（认沽-认购）街货量占比三个指标对标的资产的择时效果，并对 2021~2024 年择时的业绩表现进行回溯。从相关性和择时前后的超额收益两个维度，证明**三个指标对判断个股的涨跌有一定借鉴作用，其中针对稀缺属性较强、交易活跃的个股效果较优。**指数层面，街货量 PCR 和成交额 PCR/成交量 PCR 被证明无法用于指数择时，但（认沽-认购）街货量占比依然有效，可以用于辅助判断指数短期的趋势。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。