

场内股指期权研究：精品发展、扩容在即



核心观点

- **股指期权产品是场内衍生品的核心品种，我国股指期权场内场外协同发展。** 股指期权是以股票指数为行权品种的期权合约，场内期权合约中，股票指数占比最高，达到 50%左右；场外期权以利率类为主，权益类占比仅 1.2%。全球期权合约交易保持增长，2018 年增速达到 27%。我国股指期权业务稳健发展，1) **场内方面**，上证 50ETF 期权是目前我国唯一一只场内股指期权，19 年 3 月末持仓量达到 201 万张；且产品流动性良好，2017 年以来月度换手率抬升至 10 以上。2) **场外方面**，2019 年 2 月末场外股指期权名义本金规模 1476 亿元，是存量规模较场内期权高出一倍，主要受益于其条款设置更加灵活，但流动性较弱。同时，受产品重资产特性与一级交易商制度影响，场外期权市场集中度高，前五大券商市占率在 80%以上。
- **上证 50ETF 期权概况：合约设置标准，投资者类型丰富，做市商发挥重要作用。** 1) 50ETF 期权由上交所于 2015 年 2 月推出，挂钩华夏上证 50ETF (510050.OF)，有认购期权和认沽期权两种，每张期权合约对应 10000 份标的基金份额，交易模式有竞价交易和做市两种。2) 在投资者方面，由于期权产品的高风险、高门槛特征，个人参与的热度略低，机构投资者是期权定价的主要决定方，2018 年机构与个人投资者交易占比分别为 61%、39%。3) 做市商：2018 年的成交量中，做市商之间、做市商与投资者、以及投资者之间的交易比例分别为 13%、49%、37%；其中 60%以上的交易都离不开做市商的参与，后者在提供流动性和合理定价方面发挥了积极作用。
- **场内期权未来展望：品种扩张，市场定价有效性提升。** 2018 年 11 月，据中证报报道，沪深 300ETF 期权和深 100ETF 期权等 ETF 期权新品种一直在积极筹备之中，部分品种已准备就绪，或近期推出。在金融供给侧改革的大环境下，我们判断后续场内期权市场规模有望得到丰富，有利于提升 A 股市场定价的有效性，也提高市场对于专业机构投资者的吸引力。

投资建议与投资标的

- **股票期权扩容对于券商的影响体现在两个方面：经纪与投资，中性预测下可增厚 18 年收入 1.2%。** 其中，经纪收入比较稳定，假定场内股指期权交易量翻倍，每张期权佣金 4 元（剔除做市商交易），则能够带来 19.7 亿元的增量收入，对应 2018 年收入可以增厚 0.74%；对投资业务的影响，包括做市收益与量化投资收益，中性假设下分别带来 3.5 亿元和 8.7 亿元增量收入，分别增厚 18 年收入 0.13%和 0.33%。
- 我们判断，未来场内股指期权产品扩容的趋势确定性较高，券商一方面受益于期权经纪与做市投资收益，推荐中信证券(600030，增持)、华泰证券(601688，增持)、招商证券(600999，增持)；另一方面间接受益于市场活跃度提升带来的 Beta 业绩，建议关注中国银河(601881，未评级)、国泰君安(601211，增持)、海通证券(600837，增持)。

风险提示

- 系统性风险对券商估值的压制；场内 ETF 期权品种推出节奏存在不确定性。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

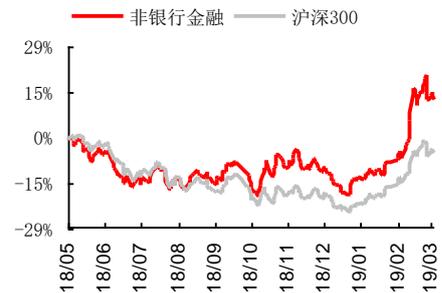
行业

非银行金融

报告发布日期

2019 年 05 月 10 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzippei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

相关报告

券商 18 年报&19 一季报综述：市场上行 2019-05-10
推动业绩反转，政策动态聚焦科创板券商 4 月业绩：同比+33%，环比-52%， 2019-05-09
板块短期表现聚焦 Beta 效应券商 19Q1 业绩前瞻及全年业绩测算：关 2019-04-15
注确定性的增长机会

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、 海内外股指期货市场情况.....	4
1.1 全球市场概况：股指期货是场内衍生品的核心品种	4
1.2 我国情况：场内场外协同发展	5
1.2.1 场外股指期货规模更大	5
1.2.1 场内股指期货标准化程度与交易活跃度更高	6
二、 场内期权：详析 50ETF 期权	8
2.1 基本结构及交易模式	8
2.2 投资者、经纪商与做市商情况	9
2.2.1 个人与机构投资者四六开	9
2.2.2 经纪业务集中度略高于股票交易	11
2.2.3 做市商发挥重要作用	12
2.3 交易目的：增强收益占比最高，方向性交易占比持续下滑	12
2.4 未来展望：品种扩张，市场定价有效性提升	13
三、 场外股指期货：产品设计更加灵活	14
3.1 品类更多，流动性偏弱	14
3.2 市场集中度高：CR5 达到 80%	15
四、 对券商的影响：经纪收入与量化投资	16
五、 投资建议：龙头券商与高 Beta 券商	17
六、 风险因素	18

图表目录

图 1：2016 年以来全球期权合约交易规模持续提升（亿份）	4
图 2：亚洲市场在场内期货期权规模中占比约三分之一（亿份）	4
图 3：股指期权是全球场内期权合约中占比最高的一个类型（亿份）	5
图 4：场内期权中权益类占比达到 82%（2018）	5
图 5：场外衍生品以利率类为主，权益类占比仅 1.2%（2018H1）	5
图 6：每月新增场外期权结构，股指期权占比约一半	6
图 7：每月新增场外期权的绝对值情况（亿元）	6
图 8：上证 50ETF 期权持仓量持续增长	7
图 9：上证 50ETF 期权换手率震荡提升	7
图 10：个人与机构投资者交易比例四六开	11
图 11：个人投资者更偏好买入开仓	11
图 12：2018 年做市商参与的交易量占比达到 39%	12
图 13：2018 年仅有 37% 的交易是在非做市商之间完成的	12
图 14：上证 50ETF 期权的交易目的结构	13
图 15：场外期权 CR5 在 80% 左右	15
图 16：2018 年上市券商经纪业务收入占总收入比例	17
图 17：2018 年上市券商“权益类自营及其衍生品/净资本”情况	17
表 1：上证 50ETF 期权合约条款	8
表 2：50ETF 股票期权经纪商集中度略高于 A 股股票交易	11
表 3：上证 50ETF 期权主做市商评价情况（2019 年 2 月 21 日至 2019 年 3 月 20 日）	12
表 4：部分指数的成分股筛选标准及跟踪的指数基金规模	14
表 5：场外期权一二级交易商名单	15
表 6：假定不同的场内 ETF 期权交易规模增速和每张期权交易佣金额情况下，对 2018 年收入的影响比例	16

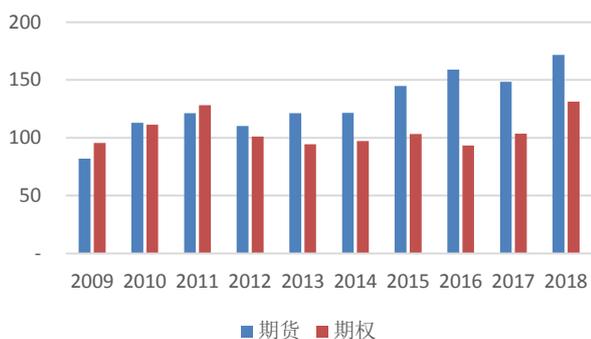
一、 海内外股指期货期权市场情况

1.1 全球市场概况：股指期货期权是场内衍生品的核心品种

股指期货期权是以股票指数为行权品种的期权合约，在全球衍生品市场中占有重要地位，尤其是场内衍生品的重要品种。

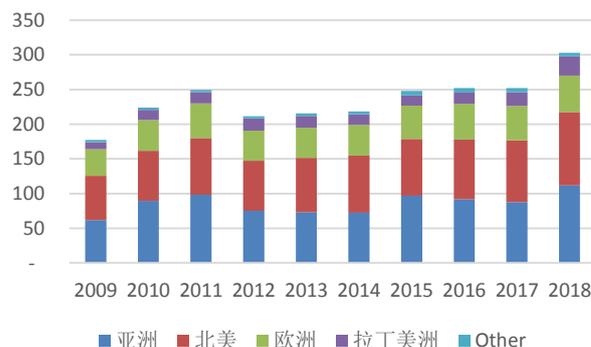
- 1) 场内期权合约在 2018 年增长较快。根据美国期货业协会数据，2009-2018 年，场内期货期权合约交易数量从 177 亿份提升至 303 亿份，年化增速 6.1%；其中，2018 年增速达到 20.2%，期权合约交易在 2018 年增速尤快，达到 27%。
- 2) 亚洲市场在场内期货期权市场中占比约三分之一。根据美国期货业协会数据，亚洲与北美洲在场内期货期权中的规模比例相当，均在三分之一左右，其中 2018 年亚洲和拉丁美洲增速最快，分别达到 27%和 41%。
- 3) 在场内期权合约中，股票指数占比最高，在 50%左右。场内期权合约以挂钩权益类标的为主，2018 年，全球场内期权挂钩股指与个股的比例分别为 50%、32%，而挂钩货币与利率的产品占比仅为 8%和 6%。
- 4) 与场内期权结构相反，场外期权以利率类为主，权益类占比仅 1.2%。根据国际清算银行数据，截 2018 年中期，场外衍生品名义存量规模中，利率类达到 481 万亿美元，权益类达到 7 万亿美元，分别占比 81%和 1.2%。

图 1：2016 年以来全球期权合约交易规模持续提升（亿份）

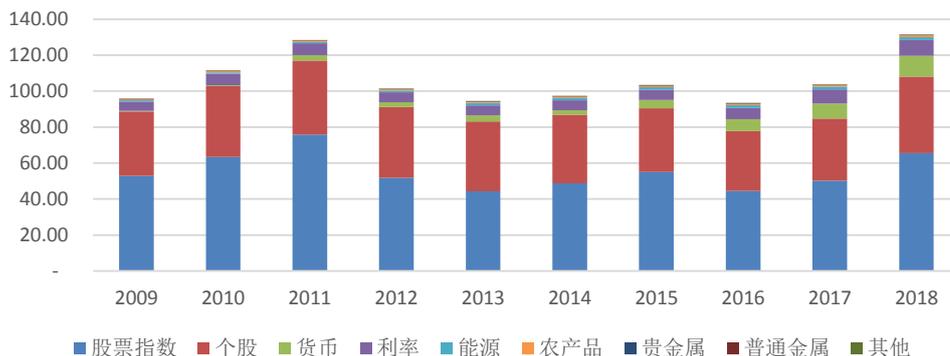


数据来源：FIA，东方证券研究所

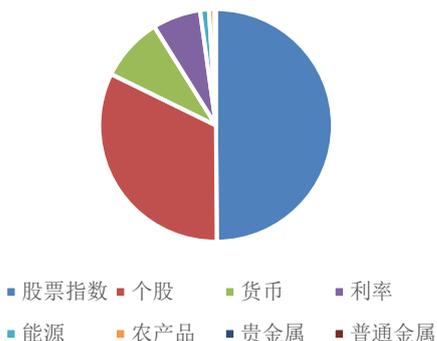
图 2：亚洲市场在场内期货期权规模中占比约三分之一（亿份）



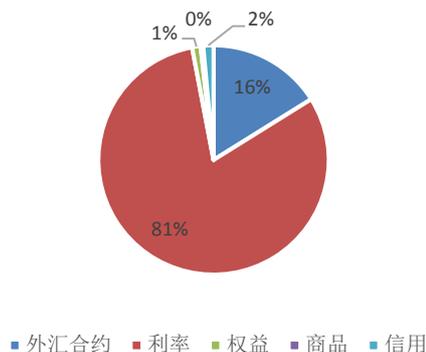
数据来源：FIA，东方证券研究所

图 3：股指期货是全球场内期权合约中占比最高的一个类型（亿份）


数据来源：FIA，东方证券研究所

图 4：场内期权中权益类占比达到 82%（2018）


数据来源：FIA，东方证券研究所

图 5：场外衍生品以利率类为主，权益类占比仅 1.2%（2018H1）


数据来源：BIS，东方证券研究所

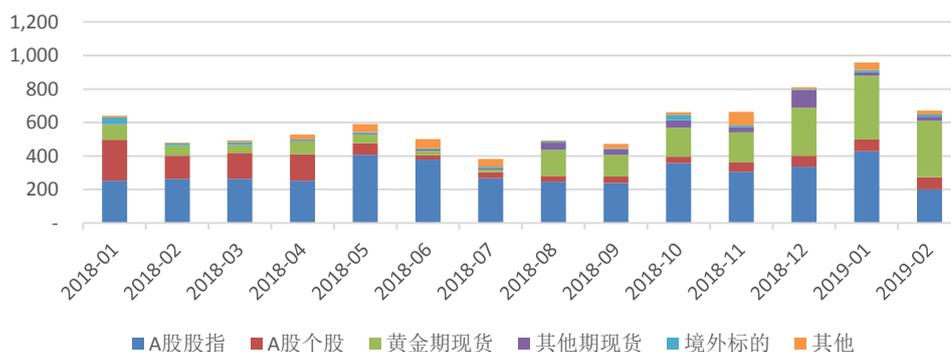
1.2 我国情况：场内场外协同发展

1.2.1 场外股指期货期权规模更大

场外股指期货期权名义本金规模大于场内。我国股指期货期权在场内场外均有产品交易。截止 2019 年 2 月末，根据证券业协会数据，场外期权未了结名义本金 2894 亿元，其中股指类占比 51%，对应 1476 亿元。而同期场内 50ETF 期权持仓量 224 万张，以每张 2.75 元*10000，则对应 616 亿元的名义本金。场内股指期货期权名义本金仅为场外不到一半的规模。2018 年以来，场外股指期货期权每月新增名义本金规模在 300 亿元左右，占整体场外期权的一半。具体来看，场外期权产品条款设置更加灵活，能够满足投资者多样化需求，是其规模更大的核心原因。

图 6：每月新增场外期权结构，股指期货占比约一半


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

图 7：每月新增场外期权的绝对值情况（亿元）


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

1.2.1 场内股指期货期权标准化程度与交易活跃度更高

2015 年 1 月，证监会发布《股票期权交易试点管理办法》，上交所发布《上海证券交易所股票期权试点交易规则》，规定中明确“期权合约，是指本所统一制定的、规定买方可以在将来特定时间以特定价格买入或者卖出约定股票或者跟踪股票指数的交易型开放式指数基金等标的物的标准化合约”。

其后，2015 年 2 月 9 日，上证 50ETF 期权正式上市交易，挂钩华夏上证 50 交易型开放式指数证券投资基金，对数据进行梳理，可以看到这一产品的发展趋势呈现三大特点：

- 1) 成交规模与持仓规模持续增长。期权以张为单位，一张期权对应 10000 份华夏 50ETF 合约。2015 年末，这一期权持仓量 43 万张，而 19 年 3 月末达到 201 万张；期权交易规模增长更快，2015 年 12 月，月度交易 456 万张，19 年 3 月交易规模达到 5476 万张。

- 2) 认沽/认购比例保持稳定。自这一股指期权推出以来，“认沽/认购”比例保持在 80%左右，且从未超越 100%。
- 3) 期权交易换手率振荡抬升。我们以“月成交量/月持仓量均值”来测算期权合约的月换手率，可以看到交易活跃度持续提升，2017 年之前，换手率在 5-10 波动，2017 年以后，换手率抬升至 10 以上，2019 年 3 月达到 26。

图 8：上证 50ETF 期权持仓量持续增长


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：上证 50ETF 期权换手率震荡提升


数据来源：Wind，东方证券研究所

二、场内期权：详析 50ETF 期权

2.1 基本结构及交易模式

上证 50ETF 期权由上海证券交易所推出，产品基本要素如下：

- 50ETF 期权挂钩华夏上证 50ETF (510050.OF)，有认购期权和认沽期权两种，每张期权合约对应 10000 份标的基金份额。假定基金份额价格 3.0 元，则一张期权合约对应的名义资产价值 30000 元。
- 合约共有四个到期日：当月、下月及随后两个季月，均为当月的第四个星期三。
- 根据挂钩标的市价与行权价格间距要求，设置 9 个行权价格，随着市价波动，总行权价格可能会增加。
- 期权的卖出方需要缴纳一定的保证金。
- 期权合约的具体类型、到期月份、行权价格，均由交易所来确定。
- 若挂钩标的价格波动，导致已挂牌合约中的虚值合约或者实值合约数量不足时，交易所根据行权价格间距，依序加挂新的合约。

50ETF 期权合约的交易模式有竞价交易和做市两种。

- 竞价交易的规则与 A 股类似，交易时间为周一至周五的 9:15 至 9:25、9:30 至 11:30、13:00 至 15:00。其中，9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，14:57-15:00 为收盘集合竞价时间，其余时段为连续竞价时间。
- 做市交易方面，期权做市商为挂牌交易的期权合约提供双边持续报价、双边回应报价等服务，并享有交易费用减免、激励等权利。其中，期权做市商包括主做市商与一般做市商两种，前者需要向投资者提供双边持续报价，后者只需要对投资者徐奴家提供双边回应报价。其中，主做市商是保障期权交易性的重要力量。

表 1：上证 50ETF 期权合约条款

合约标的	上证 50 交易型开放式指数证券投资基金（“50ETF”）
合约类型	认购期权和认沽期权
合约单位	10000 份
合约到期月份	当月、下月及随后两个季月
行权价格	9 个（1 个平值合约、4 个虚值合约、4 个实值合约）
行权价格间距	3 元或以下为 0.05 元，3 元至 5 元（含）为 0.1 元，5 元至 10 元（含）为 0.25 元，10 元至 20 元（含）为 0.5 元，20 元至 50 元（含）为 1 元，50 元至 100 元（含）为 2.5 元，100 元以上为 5 元
行权方式	到期日行权（欧式）
交割方式	实物交割（业务规则另有规定的除外）
到期日	到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）

行权日	同合约到期日，行权指令提交时间为 9:15-9:25，9:30-11:30，13:00-15:30
交收日	行权日次一交易日
交易时间	上午 9:15-9:25，9:30-11:30 (9:15-9:25 为开盘集合竞价时间) 下午 13:00-15:00 (14:57-15:00 为收盘集合竞价时间)
委托类型	普通限价委托、市价剩余转限价委托、市价剩余撤销委托、全额即时限价委托、全额即时市价委托以及业务规则规定的其他委托类型
买卖类型	买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、备兑开仓、备兑平仓以及业务规则规定的其他买卖类型
最小报价单位	0.0001 元
申报单位	1 张或其整数倍
涨跌幅限制	认购期权最大涨幅 = $\max\{\text{合约标的前收盘价} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{合约标的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$
	认购期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$
	认沽期权最大涨幅 = $\max\{\text{行权价格} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的前收盘价}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$
	认沽期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$
熔断机制	连续竞价期间，期权合约盘中交易价格较最近参考价格涨跌幅度达到或者超过 50%且价格涨跌绝对值达到或者超过 5 个最小报价单位时，期权合约进入 3 分钟的集合竞价交易阶段
开仓保证金最低标准	认购期权义务仓开仓保证金 = $[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的前收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{合约标的前收盘价})] \times \text{合约单位}$
	认沽期权义务仓开仓保证金 = $\text{Min}[\text{合约前结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的前收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价格}), \text{行权价格}] \times \text{合约单位}$
维持保证金最低标准	认购期权义务仓维持保证金 = $[\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{合约标的收盘价})] \times \text{合约单位}$
	认沽期权义务仓维持保证金 = $\text{Min}[\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价格}), \text{行权价格}] \times \text{合约单位}$

数据来源：上交所，东方证券研究所

2.2 投资者、经纪商与做市商情况

2.2.1 个人与机构投资者四六开

根据《股票期权试点投资者适当性管理指引》，个人投资者与机构投资者均可以参与到场内股票期权的投资交易，根据投资者特质，主要分为三类，并分别设置不同的准入门槛：

1) 个人投资者，需要符合以下要求：

- 申请开户前 20 个交易日，日均托管在其委托的期权经营机构的证券市值与资金账户可用余额（不含通过融资融券交易融入的证券和资金），合计不低于人民币 50 万元；

- 指定交易在证券公司 6 个月以上并具备融资融券业务参与资格或者金融期货交易经历；或者在期货公司开户 6 个月以上并具有金融期货交易经历；
- 具备期权基础知识，通过本所认可的相关测试；具有本所认可的期权模拟交易经历；具有相应的风险承受能力；无严重不良诚信记录和法律、法规、规章及本所业务规则禁止或者限制从事期权交易的情形。

个人投资者分级管理：根据知识测试情况，对个人投资者分为一级、二级、三级三个类别，其中，一级投资者仅限于持有现货的同时进行备兑开仓和保险策略开仓，二级投资者还可以进行买入开仓，三级投资者的交易权限不受制。目前来看，三级投资者占比最高。

2) 普通机构投资者，需要符合以下要求：

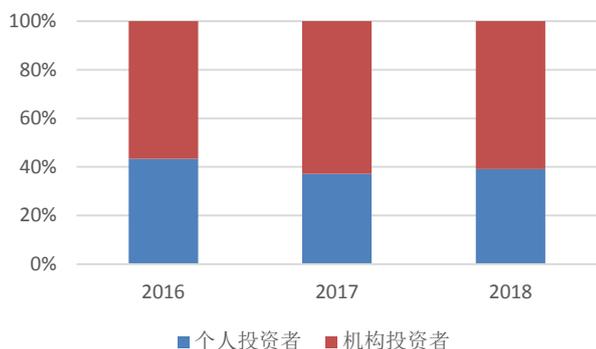
- 申请开户前 20 个交易日日均托管在其委托的期权经营机构的证券市值与资金账户可用余额（不含通过融资融券交易融入的证券和资金），合计不低于人民币 100 万元；
- 净资产不低于人民币 100 万元；
- 相关业务人员具备期权基础知识，通过本所认可的相关测试；相关业务人员具有本所认可的期权模拟交易经历；无严重不良诚信记录和法律、法规、规章及本所业务规则禁止或者限制从事期权交易的情形。

3) 专业机构投资者：不对其进行综合评估：

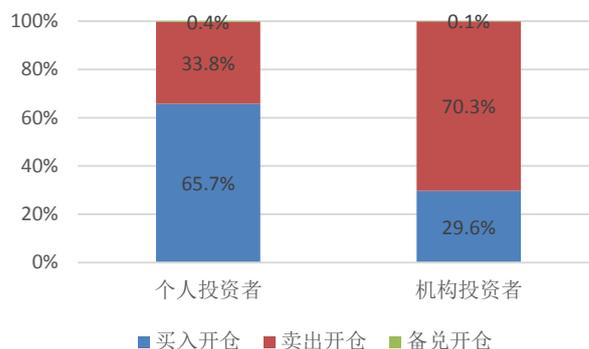
- 商业银行、期权经营机构、保险机构、信托公司、基金管理公司、财务公司、合格境外机构投资者等专业机构及其分支机构；
- 证券投资基金、社保基金、养老基金、企业年金、信托计划、资产管理计划、银行及保险理财产品，以及由第一项所列专业机构担任管理人的其他基金或者委托投资资产。

整体来看，机构投资者交易占比略高于个人投资者，2018 年机构与个人投资者交易占比分别为 61%、39%。可见由于期权产品的高风险、高门槛特征，个人参与的热度略低，机构投资者还是期权定价的主要决定方。

从投资风格来看，个人投资者偏好认购期权，偏好买入开仓。2018 年，全年认购期权交易量占总交易的比例为 54%，而个人投资者认购期权交易量占其总交易量比例为 56%。从期权的买卖方向来看，个人投资者偏好买入开仓，2018 年买入开仓占到了其全部开仓交易的 66%，而机构投资者形成了鲜明对比，其卖出开仓占到了所有开仓交易的 70.24%。

图 10：个人与机构投资者交易比例四六开


数据来源：上交所，东方证券研究所

图 11：个人投资者更偏好买入开仓


数据来源：上交所，东方证券研究所

2.2.2 经纪业务集中度略高于股票交易

截止 2018 年底，共有 86 家证券公司和 24 家期货公司取得了上交所股票期权交易参与人资格，且券商的客户基础与网点分布都较期货公司实力更为雄厚，相应经纪业务市占率更高；2018 年前十名 50ETF 期权经纪商中，有四名来自期货公司；且前五名的累计市占率（缩写为“CR15”，下同）为 60.4%，而股票交易方面的 CR15 为 56.2%，可见场内股票期权的业务集中度高于行业整体水平。

值得关注的是，无论是场内股票期权还是股票交易，华泰证券都稳居券商第一位，足以反映公司优异的客户基础与客户投资活跃度。

表 2：50ETF 股票期权经纪商集中度略高于 A 股股票交易

	50ETF 期权经纪商	市占率(2018)		A 股股票经纪商	市占率(2017)
1	鲁证期货	7.20%	1	华泰证券	7.78%
2	华泰证券	7.12%	2	国泰君安	5.83%
3	华宝证券	7.00%	3	中信证券	5.57%
4	银河期货	4.70%	4	海通证券	4.73%
5	中信证券	4.57%	5	中国银河	4.53%
6	南华期货	4.33%	6	广发证券	4.29%
7	广发证券	3.90%	7	申万宏源	4.12%
8	光大期货	3.83%	8	招商证券	3.94%
9	银河证券	3.15%	9	国信证券	3.09%
10	招商证券	2.89%	10	中信建投	2.99%
11	国泰君安	2.85%	11	光大证券	2.34%
12	国信证券	2.59%	12	长江证券	2.01%
13	兴证期货	2.18%	13	方正证券	1.94%
14	安信证券	2.09%	14	东方证券	1.54%

15	中信建投	1.97%	15	兴业证券	1.47%
	总计	60.37%		总计	56.17%

数据来源：上交所，东方证券研究所

2.2.3 做市商发挥重要作用

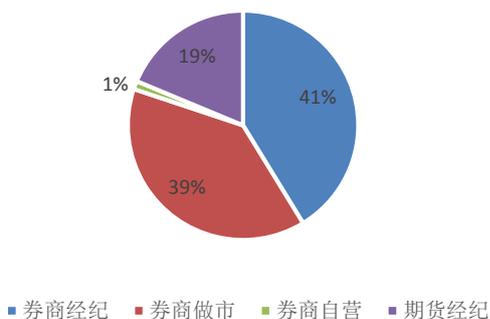
做市商在提供流动性、稳定价格方面，扮演了重要作用。截止 2018 年末，上证 50ETF 期权共有 13 家做市商，包括 10 家主做市商和 3 家一级做市商。2018 年场内 50ETF 期权的成交量中（双边统计），有 39% 来自做市商；而全年成交在做市商之间、做市商与投资者、以及投资者之间的交易比例分别为 13%、49%、37%。整体可以看到，60% 以上的交易都离不开做市商的参与，2018 年做市商日均持仓 63.45 万张，占全市场的 18%。做市商在提供流动性和保障合理定价方面发挥了重要的积极作用。

表 3：上证 50ETF 期权主做市商评价情况（2019 年 2 月 21 日至 2019 年 3 月 20 日）

级别	券商名单
AA	广发证券、华泰证券、招商证券、中泰证券、中信证券
A	东方证券、光大证券、国泰君安、国信证券、海通证券

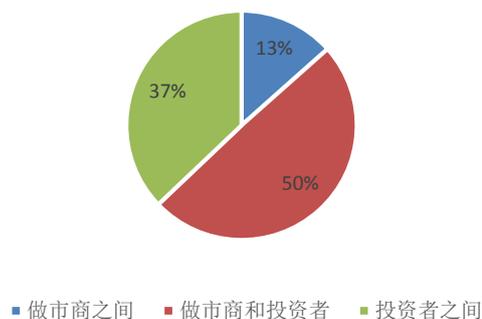
数据来源：上交所，东方证券研究所

图 12：2018 年做市商参与的交易量占比达到 39%



数据来源：上交所，东方证券研究所

图 13：2018 年仅有 37% 的交易是在非做市商之间完成的



数据来源：上交所，东方证券研究所

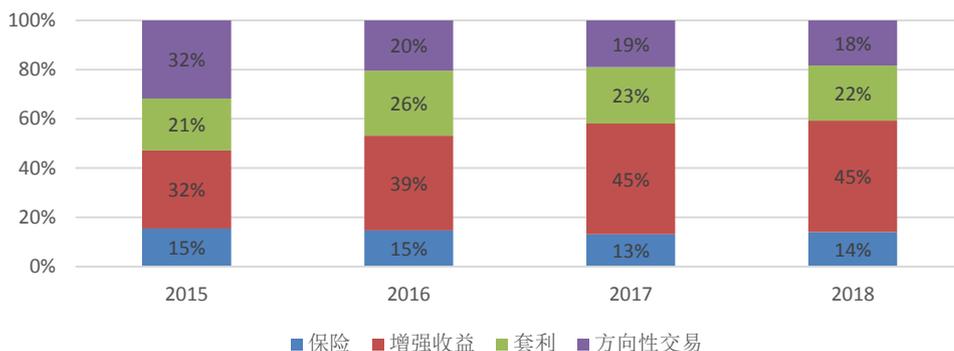
2.3 交易目的：增强收益占比最高，方向性交易占比持续下滑

投资者可以利用期权进行多种类型的投资设计，根据目的不同，大致分为四类：保险类、增强收益类、套利类、方向性交易类。2015 年 50ETF 期权产品推出之后，以增强收益为目的的交易占

比始终最高，2018 年达到 45%；方向性交易占比持续下滑，从 2015 年的 32%，降至 2018 年的 18%。由此窥见，投资者对待金融衍生品的态度更加审慎专业，这四类交易目的的基本情况如下：

- 1) **保险**：保险功能是期权市场最重要的功能之一，能够帮助投资者规避未来市场出现不利变化时可能带来的损失。典型案例为持有现货的情况下，买入认沽期权，可以在一定程度上规避因股价下跌而带来的损失。
- 2) **增强收益**：在市场波动小、趋势不明显的行情下，投资者可以通过卖出期权获得权利金收入，从而增厚收益。典型案例如备兑开仓策略，在持有现货的情况下，卖出认购期权，可以获得一定的额外收益。
- 3) **套利**：期权套利主要是基于期权平价公式，通过构建认购与认沽期权组合，来获得无风险收益；而期权套利的存在，也直接推动收窄不合理价格空间，从而最终消除套利机会。
- 4) **方向性交易**：主要为投资者基于对市场的涨跌方向判断，进行期权投资，并在单边行情基础上获得收益。典型案例如，投资者判断未来一个月上证 50 能够上涨，因此买入 50ETF 看涨期权，若后续市场上行，则可以选择行权获得收益。

图 14：上证 50ETF 期权的交易目的结构



数据来源：上交所，东方证券研究所

2.4 未来展望：品种扩张，市场定价有效性提升

新的 ETF 期权品种箭在弦上。2018 年 11 月，据中证报报道，沪深 300ETF 期权和深 100ETF 期权等 ETF 期权新品种一直在积极筹备之中，部分品种已准备就绪，或近期推出。目前来看，50ETF 期权交易活跃，满足了投资者的部分风险管理与投资需求，但这一产品对应标的较少、且均为大盘股，相应的功能有限，亟待推出更多的 ETF 期权产品来提高市场的活跃度。

我们判断后续场内期权市场规模有望持续提升，投资者也有望获得更加全面有效的投资工具：

- 1) **市场规模提升。**首先推出中证 50ETF 期权的原因，很大程度是考虑到了投资稳健性的需求；而目前市场使用最为广泛的指数是沪深 300，对标沪深 300 的被动指数基金与指数增强基金规模超过了 1400 亿元，约为上证 50 的两倍；深证 100 指数对标的基金规模偏小，约为 300 亿元。整体来看，沪深 300 与深 100 指数成分股仍然是以蓝筹大票为主，波动性可控。

- 2) **品种扩充有利于投资者。**上证 50 的跟踪标的较少，后续若能推出更多品种，投资者的风险管理、投资工具有望得到有效扩充。

场内股指期货的丰富，有利于提升 A 股市场定价的有效性，也提高市场对于专业机构投资者的吸引力。资产价格由买卖双方决定，衍生品的丰富也意味着股票价格的博弈更加充分有效，市场定价更加公允。一个流动性充足、定价有效、交易工具丰富的市场，能够吸引更多的专业机构资金进入，从而进一步提升 A 股市场对上市资源的吸引力，提升我国资本市场的整体实力。尤其是在当前金融供给侧改革的大环境下，一个更加有效的资本市场，也意味着拥有更加综合强劲的服务实体经济的能力。

表 4：部分指数的成分股筛选标准及跟踪的指数基金规模

	筛选标准	规模（亿元）
上证 50	根据总市值、成交金额对股票进行综合排名，取排名前 50 位的股票组成样本。	727.3
沪深 300	根据日均总市值、日均流通市值、日均流通股份数、日均成交金额和日均成交股份数五个指标，加权平均选取排名在前 300 位的股票。	1439.13
深证 100	在深交所上市计算入围个股平均流通市值占市场比重和平均成交金额占市场比重，加权平均后选取排名在前 100 名的股票。	297.65
中证 500	扣除沪深 300 指数样本股后，剔除最近一年日均成交金额由高到低排名后 20% 的股票；之后将剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 500 名的股票样本股。	725.5

数据来源：Wind，网络公开资料，东方证券研究所

三、 场外股指期货：产品设计更加灵活

3.1 品类更多，流动性偏弱

场外期权通常是投资者与券商营业部之间进行一对一协商定价而来，优点在于挂钩标的、期限、行权价等多个因素的设计更加灵活，劣势在于缺乏二级交易市场，整体流动性偏弱。

1) 场外股指期货的设置更加灵活

与场内股指期货相比，场外期权产品的条款设置更加灵活，体现在这几个方面：

- 挂钩标的：场内目前只有 50ETF 期权，场外指数期权挂钩标的的范围较广，目前以沪深 300、中证 500、上证 50 为主，也可以根据投资者需求构建挂钩其他指数标的的产品。
- 在到期时间与执行价格方面，场内目前只有三个到期时间，执行价也是按照市价与价格间距进行设置，而场外期权可以根据投资者需求定制化设置行权时间与价格，灵活性较高。

2) 场外期权流动性偏弱

如前所述，场内股指期货的换手率很高，2019 年 3 月的月换手率达到 25.8 倍，整体市场在买卖需求与做市商的推动下，流动性维持在高位。而场外期权的合规规格比较定制化，也缺乏统一的

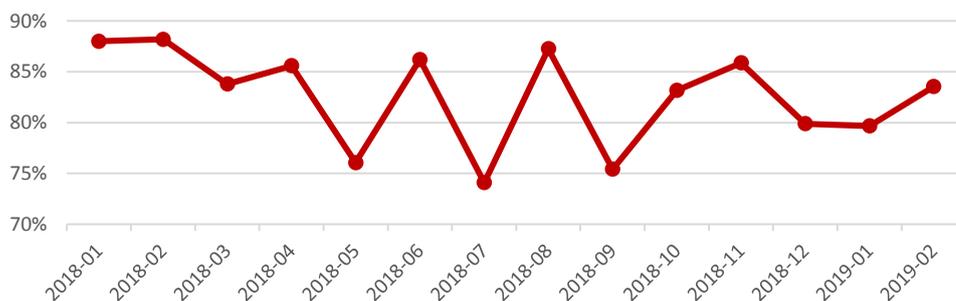
做市商机制，流通率较低。较高的流动性可以保障定价更加合理，也为投资者提供了更加多元的投资功能。

3.2 市场集中度高：CR5 达到 80%

场外期权市场保持较高的市场集中度，前五大券商市占率在 80% 以上。根据证券业协会数据，19 年 2 月单月，场外期权新增业务中，前五大券商占比达到 84%。期权业务市场集中度高的原因，主要在于两点：

- 1) **从政策方面看，一级交易商制度推进提升了集中度。**2018 年 5 月 30 日，证券业协会下发了《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，将证券公司分为一级交易商和二级交易商，其中二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。一级交易商目前仅有 7 家，均为实力靠前的龙头券商，虽然一级交易商的优势主要体现在个股期权产品上，但这也有利于其积蓄客户，夯实在其他产品方面的集中度。
- 2) **从产品特征层面看，场外期权的重资本特性决定了行业集中度会维持高位。**券商卖出场外期权，需要使用自有资金进行风险对冲，大券商的资金实力更强，能够保障这一业务的顺利开展；同时，业务规模越大，相应的对冲成本越低，对客户的期权费报价也越低，在市场竞争中能够保持并扩张优势，立于不败之地。

图 15：场外期权 CR5 在 80% 左右



数据来源：证券业协会，东方证券研究所

表 5：场外期权一二级交易商名单

交易商级别	包含券商
一级交易商	广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券
二级交易商	财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源、浙商证券、中国银河、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券、东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券、安信证券、东莞证券、天风证券

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

四、对券商的影响：经纪收入与量化投资

股票期权扩容对于券商的影响体现在两个方面：经纪与投资。

- 1) **经纪收入比较稳定。**目前，券商或期货公司为客户提供 50ETF 期权的交易服务，每张期权收费 1-10 元不等；考虑到未来期权品种扩充、量化投资需求提高，假定场内股指期货期权交易量翻倍，每张期权佣金 4 元（剔除做市商交易），则能够带来 19.7 亿元的增量收入，对应 2018 年收入可以增厚 0.74%。

表 6：假定不同的场内 ETF 期权交易规模增速和每张期权交易佣金额情况下，期权经纪收入对 2018 年收入的影响比例

		每张佣金额							
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
交易规模增速	20%	0.11%	0.22%	0.33%	0.44%	0.55%	0.66%	0.78%	0.89%
	40%	0.13%	0.26%	0.39%	0.52%	0.65%	0.78%	0.90%	1.03%
	60%	0.15%	0.30%	0.44%	0.59%	0.74%	0.89%	1.03%	1.18%
	80%	0.17%	0.33%	0.50%	0.66%	0.83%	1.00%	1.16%	1.33%
	100%	0.18%	0.37%	0.55%	0.74%	0.92%	1.11%	1.29%	1.48%
	120%	0.20%	0.41%	0.61%	0.81%	1.01%	1.22%	1.42%	1.62%
	140%	0.22%	0.44%	0.66%	0.89%	1.11%	1.33%	1.55%	1.77%
	160%	0.24%	0.48%	0.72%	0.96%	1.20%	1.44%	1.68%	1.92%
	180%	0.26%	0.52%	0.78%	1.03%	1.29%	1.55%	1.81%	2.07%
	200%	0.28%	0.55%	0.83%	1.11%	1.38%	1.66%	1.94%	2.21%

数据来源：上交所，网络信息，东方证券研究所

2) 对投资业务的影响，包括做市收益与量化投资收益。

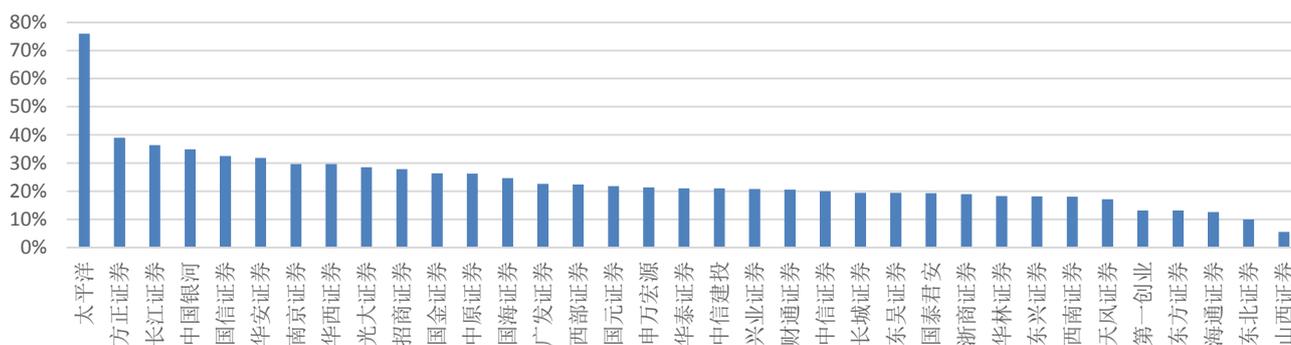
- 做市收益：根据上交所数据，2018 年末做市商持仓场内 50ETF 期权月 35 万张，假定每张 0.5 元，自有资金收益率 20%，则对应投资收益 3.5 亿元，对 2018 年行业收入增厚仅 0.13%。
 - 量化投资收益：2018 年末，券商持有股票投资市值 1738 亿元，假定场内 ETF 期权的推出能够增厚股票投资收益率 0.5%，则对应 8.7 亿元增量收入，对 2018 年行业收入增厚 0.33%。
- 3) 在上述影响之外，场内股指期货期权的扩充，有望吸引更多的量化策略交易、高频交易资金进入 A 股，进而提高股市的流动性与估值水平。券商作为一个高 Beta 业务板块，其经纪、自营等业务都会直接受益于市场热度上行。

五、 投资建议：龙头券商与高 Beta 券商

我们判断，未来场内股指期货期权产品扩容的趋势确定性较高，券商一方面受益于期权经纪与做市投资收益，另一方面间接受益于市场活跃度提升带来的 Beta 业绩，我们对投资标的的挑选也基于这两条主线：

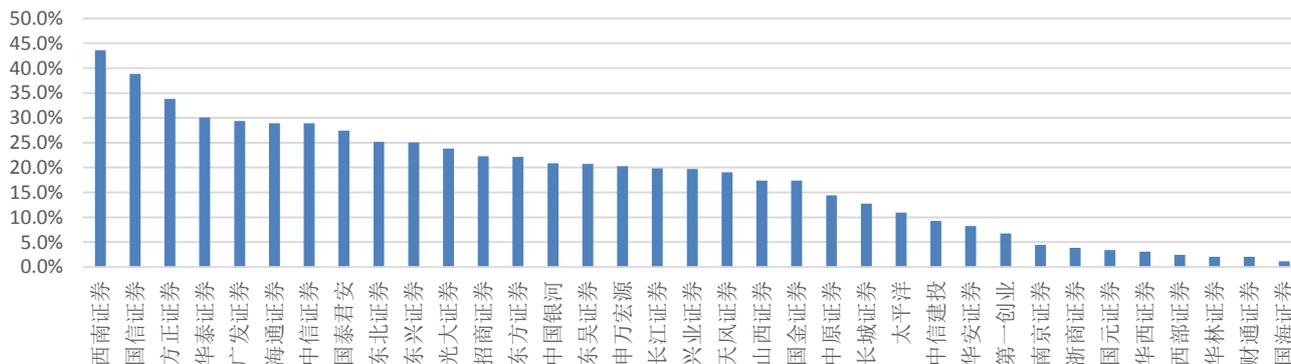
- 如前所述，券商及其期货子公司可以为投资者提供场内股指期货期权的经纪服务，并相应获取佣金收入。未来投资者专业化程度提升、以及更多的场内股指期货期权品种推出，有望抬升其交易量，带来更多的佣金收入。综合考虑场内股指期货期权经纪业务市占率与主做市商名单，推荐中信证券、华泰证券、招商证券；
- 场内期权的推出及不断丰富，有望吸引更多机构资金，从而提升市场的交易投资活跃度，进而对券商的高 Beta 业务（经纪、自营等）带来正面影响。根据上市券商的高 Beta 业务弹性情况，并综合参考公司基本面，建议关注中国银河、国泰君安、海通证券。

图 16：2018 年上市券商经纪业务收入占总收入比例



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：2018 年上市券商“权益类自营及其衍生品/净资本”情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

六、 风险因素

- 系统性风险对券商估值的压制。
- 场内 ETF 期权品种推出节奏存在不确定性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

