

2023年9月27日

活跃资本市场背景下衍生品期权业务发展前景分析

中国衍生品体系专题报告

投资策略

专题策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：岳佳杰
SAC 执业证书编号：
S0340518110001
电话：0769-22118627
邮箱：yuejiajie@dgzq.com.cn

- 在推动资本市场高质量发展、加大开放力度、不断接轨国际资本市场大背景下，国内衍生品业务迎来持续快速发展阶段，无论是股指期货、还是股票期权等市场规模都显著提升。而在政治局提出活跃资本市场的背景下，衍生品期权市场将从流动性、波动性和风险可控性多个方面对市场产生积极正面的影响。
- 场内股票期权以及股指期货将是社保、保险等长期资金进行风险对冲的主要风控工具。自2018年以来MSCI提升A股权重后为A股市场带来上千亿元的增量资金。但另一方面，国际资本以及国内的越来越多的成熟大机构，包括社保基金、保险资管、银行理财等，都需要国内市场提供多样的风险对冲和衍生品工具，那么场内股票期权产品将是股指期货后风险对冲领域未来的主要发展方向。
- 美国衍生品市场规模与其养老金和海外投资的投资规模同步增长。参考美国90年代后开始，科技企业大量上市，养老金、保险资金等规模极其巨大的保守资金开始进入股市，并随着金融全球化这些资金开始对海外进行投资，过去20年美国对外直接投资规模增长了近5倍，养老金金融投资的规模增长了1.5倍，但之后出现的互联网泡沫，地缘政治动荡、汇率波动、原材料波动等不确定性因素，让这些巨量的保守资金迫切引入衍生品进行风险对冲，因此过去20年美国的机构持有的衍生品名义本金规模也同步增长了3-4倍，达到200-250万亿美元。
- 金融类场内衍生品占全球场内衍生品市场份额高达89%。其中2022年期权类衍生品占全球场内衍生品市场份额高达64%，而期货类衍生品相应占比份额仅为24.95%；由此可见未来国内期权衍生品的市场份额相对期货衍生品而言，有很大的提升空间！
- 国内沪深300指数的衍生品成交量仅为世界排名第一的金融类衍生品成交量的0.177%，未来赶超空间巨大。2022年全球金融类场内衍生品成交量排名情况，可以发现排名全球前20的都是印度、美国、巴西三个国家交易所的金融期权产品。排名第一的是印度国民证券交易所的Bank Nifty指数期权，成交量高达17779.73百万手；而同期国内领先的沪深300股指期货的成交量为31.55百万手，仅为前者的0.177%。
- 国内商品类衍生品成交量自2009年以来一直排名世界第一。且占国内衍生品总成交量的97.75%，而金融类衍生品成交量只占2.5%。符合“衍生品要更好地服务实体经济”的政策需求。
- 风险提示：国内对于金融类衍生品的政策方向的变化，或导致金融类衍生品如股票期权的发展未来未能跟海外金融类衍生品的发展路径和规模变化同步。

目 录

一、衍生品期权业务国内发展回顾	3
1、国内衍生品期权业务发展历程	3
(1) 股票期权业务发展时间线	3
(2) 当前场内股票期权合约种类现状	3
2、国内股票期权发展现状	4
(1) 国内场内 ETF 股票期权成交持仓情况	4
(2) 场外股票期权业务发展现状	5
二、中国衍生品业务发展重要性和机遇	8
1、股票期权在风险管理中的重要性	8
2、股票期权在证券行业中的发展机遇	8
三、中国衍生品市场发展前景展望	10
1、衍生品是活跃资本市场和长期资金入市的助推剂	10
2、对标海外衍生品市场的发展空间	10
四、总结	13
五、风险提示	14

插图目录

图 1：国内股票期权业务发展时间线	3
图 2：ETF 股票期权合约品种持仓量变化	4
图 3：2023 年上半年各股票期权成交额对比	5
图 4：2019-2021 年场外衍生品业务年累计新增名义本金规模	6
图 5：7 月证券公司新开展场外期权合约交易对手情况（按名义金额）	7
图 6：2021 年场外业务收入前 10 名券商收入总和与其余券商收入对比	7
图 7：美国对外直接投资规模	9
图 8：美国养老金的金融投资规模	9
图 9：美国机构持有衍生品名义本金规模	10

表格目录

表 1：当前过国内场内股票期权种类	4
表 2：2023 年上半年各 ETF 股票期权成交持仓汇总	5
表 3：7 月场外衍生品存续交易情况	6
表 4：2022 年全球场内金融类期货与期权成交量	11
表 5：各国 2022 年场内衍生品成交量排名情况	11
表 6：各国 2022 年场内商品衍生品成交量排名情况	11
表 7：全球金融类场内衍生品合约 2022 年成交量排名情况	12
表 8：国内主要指数期货与期权 2022 年成交量排名情况	13

在推动资本市场高质量发展、加大开放力度、不断接轨国际资本市场大背景下，国内衍生品业务迎来持续快速发展阶段，无论是股指期货、还是股票期权等市场规模都显著提升。而在政治局提出活跃资本市场的背景下，未来衍生品期权市场如何演变，我们拟回顾衍生品期权业务发展的现状，并提出活跃资本市场带来衍生品期权的机遇分析，最后结合接轨国际资本市场大背景下，展望衍生品期权业务的发展前景。

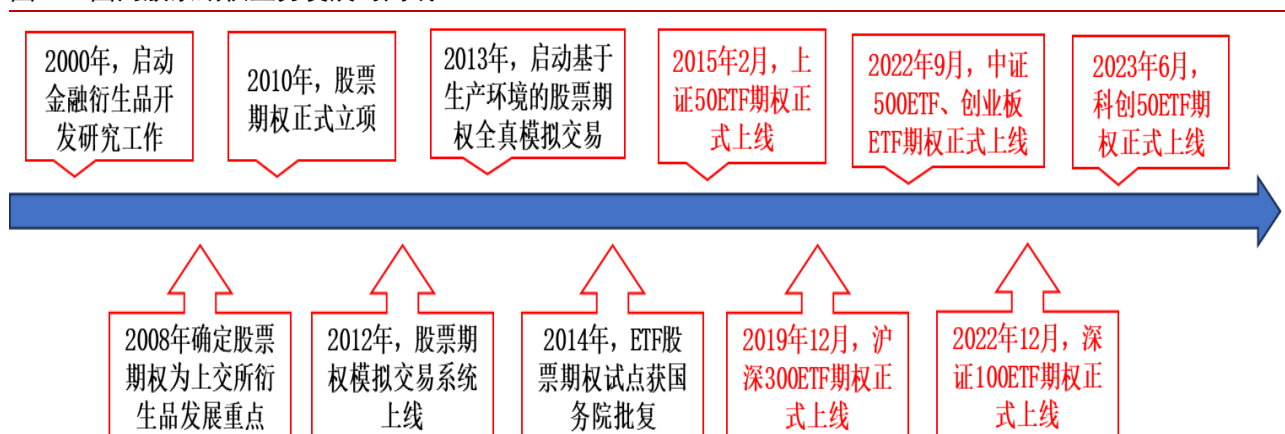
一、衍生品期权业务国内发展回顾

1、国内衍生品期权业务发展历程

(1) 股票期权业务发展时间线

由图 1 可以清晰看到股票期权业务发展时间线，具体来看，2000 年启动金融衍生品开发研究工作；2008 年确定股票期权为上海证券交易所衍生品发展重点；2010 年股票期权开发正式立项，七家证券公司联合参与开发工作；2012 年 6 月，股票期权模拟交易系统上线，部分证券公司参与上线工作；2013 年 12 月，启动基于生产环境的股票期权全真模拟交易；2014 年 9 月，ETF 股票期权试点获国务院批复；2015 年 2 月 9 日，上海证券交易所上证 50ETF 期权正式上线；时隔五年后，2019 年 12 月 23 日，沪深 300ETF 期权正式上线；2022 年 9 月，密集上线中证 500ETF 期权、创业板 ETF 期权；2022 年 12 月，上线深证 100ETF 期权；2023 年 6 月 5 日，科创 50ETF 期权正式上线。

图 1：国内股票期权业务发展时间线



资料来源：各部门官网，东莞证券研究所

(2) 当前场内股票期权合约种类现状

截止目前，上海证券交易所一共运行 5 个品种的 ETF 期权，分别是上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权、科创 50ETF 期权、科创板 50ETF 期权。深圳证券交易所一共运行 4 个品种的 ETF 期权，分别是深证 100ETF 期权、创业板 ETF 期权、沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权。目前上海和深圳两大证券交易所的 ETF 股票期权已经全部覆盖市场主要宽基指数标的，为市场上的机构投资者、散户投资者、海外投资者都提供了各自所需的期权合约品种。

表 1：当前过国内场内股票期权种类

上海证券交易所	深圳证券交易所	中国金融期货交易所
上证 50ETF 期权	深证 100ETF 期权	上证 50 指数期权
沪深 300ETF 期权	创业板 ETF 期权	沪深 300 指数期权
中证 500ETF 期权	沪深 300ETF 期权	中证 1000 指数期权
科创 50ETF 期权	中证 500ETF 期权	
科创板 50ETF 期权		

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

2、国内股票期权发展现状

（1）国内场内 ETF 股票期权成交持仓情况

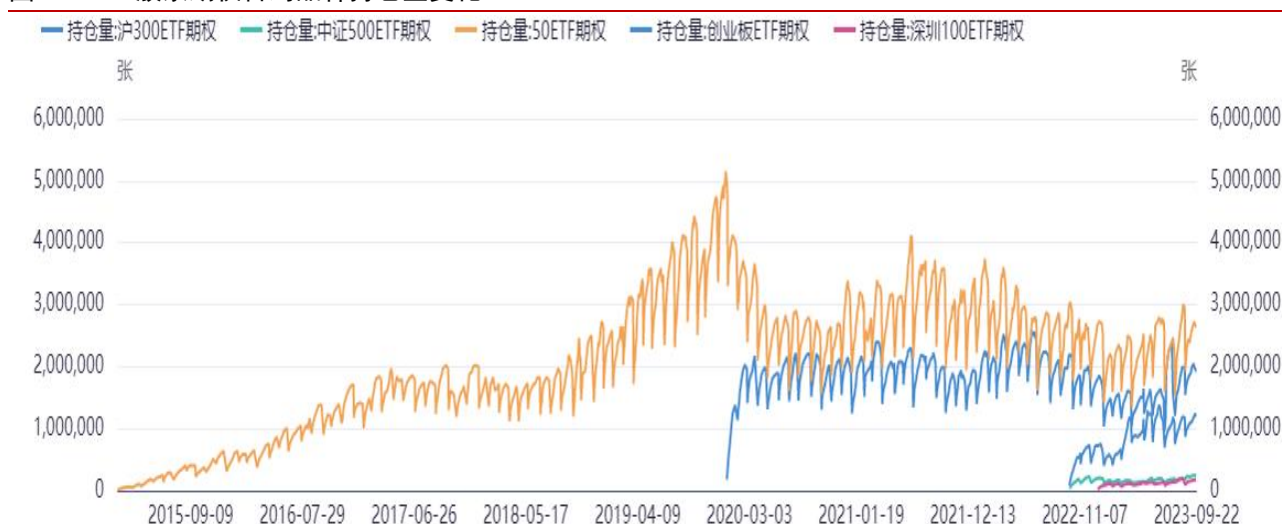
下图 2 显示的是 ETF 股票期权各合约品种从上市运行之日起至今的持仓量变化。我们从图中也可以看到至少 3 个现象：

第一，上证 50ETF 期权的持仓量一直都是遥遥领先，并未有其他品种超越。

第二，持仓量排名前三的 ETF 股票期权品种是上证 50ETF 期权、创业板 ETF 期权、沪深 300ETF 期权。这里值得注意的是，2023 年二季度开始，创业板 ETF 期权持仓量才反超过沪深 300ETF 期权持仓量并至今一直保持这种反超状态。这种反超现象的背后一方面说明标的创业板指的波动或潜在盈利空间比沪深 300 指数大；另一方面说明散户群体对当前国内 ETF 股票期权持仓量影响依然较大，因为机构一般会用宽基指数标的如沪深 300、中证 500 挂钩的 ETF 期权来做对冲。

第三，中证 500ETF 期权和深证 100ETF 期权的持仓量从上市之日起持仓量一直非常低迷，不仅持仓量没有增长趋势，而且相对另外三种主流 ETF 期权持仓量相差甚远。

图 2：ETF 股票期权合约品种持仓量变化



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

表 2 显示的是 2023 年上半年各 ETF 股票期权成交量、持仓量、成交额及其占比汇总情况。其中上证 50ETF 期权仍是交易量最大的品种，占整个市场总成交比例的 39%。上交所与深交所的 300ETF 期权合计成交量占比 27.23%。创业板 ETF 期权成交量占比 14%。上交所与深交所的中证 500ETF 期权合计成交量占比 12.34%。

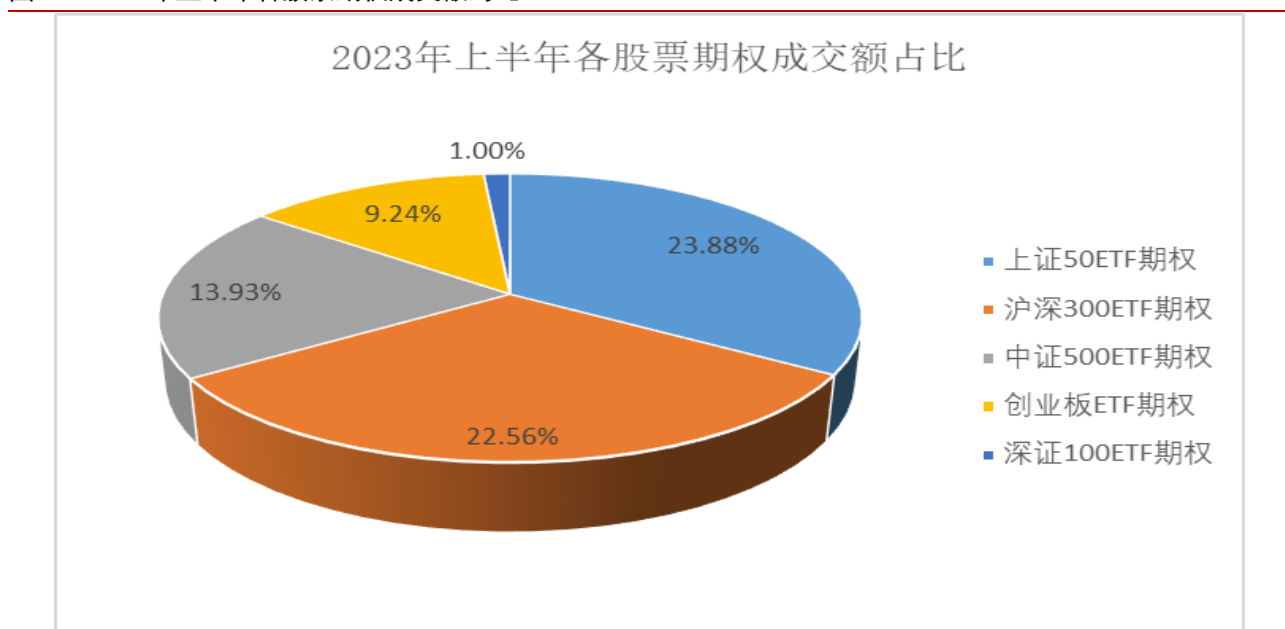
表 2：2023 年上半年各 ETF 股票期权成交持仓汇总

股票期权品种	成交量 (张)	占比	持仓量 (张)	占比	成交额 (亿 元)	占比
上证 50ETF 期权	244366939	39.24%	1955171	30.63%	961.97	23.88%
沪深 300ETF 期权	169561749	27.23%	1445299	22.64%	908.7	22.56%
中证 500ETF 期权	76831335	12.34%	840999	13.18%	561	13.93%
创业板 ETF 期权	89776860	14.42%	895150	14.02%	372.08	9.24%
深证 100ETF 期权	9723669	1.56%	111496	1.75%	40.28	1.00%

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

图 3 显示的是上半年各 ETF 股票期权成交额占比饼状图。可以看出上证 50ETF 期权成交额占比最大，为 23.88%；紧随其后的沪深 300ETF 期权，成交额占比 22.56%；值得注意的是深证 100ETF 期权成交额占比最小，仅有 1%。

图 3：2023 年上半年各股票期权成交额对比



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

（2）场外股票期权业务发展现状

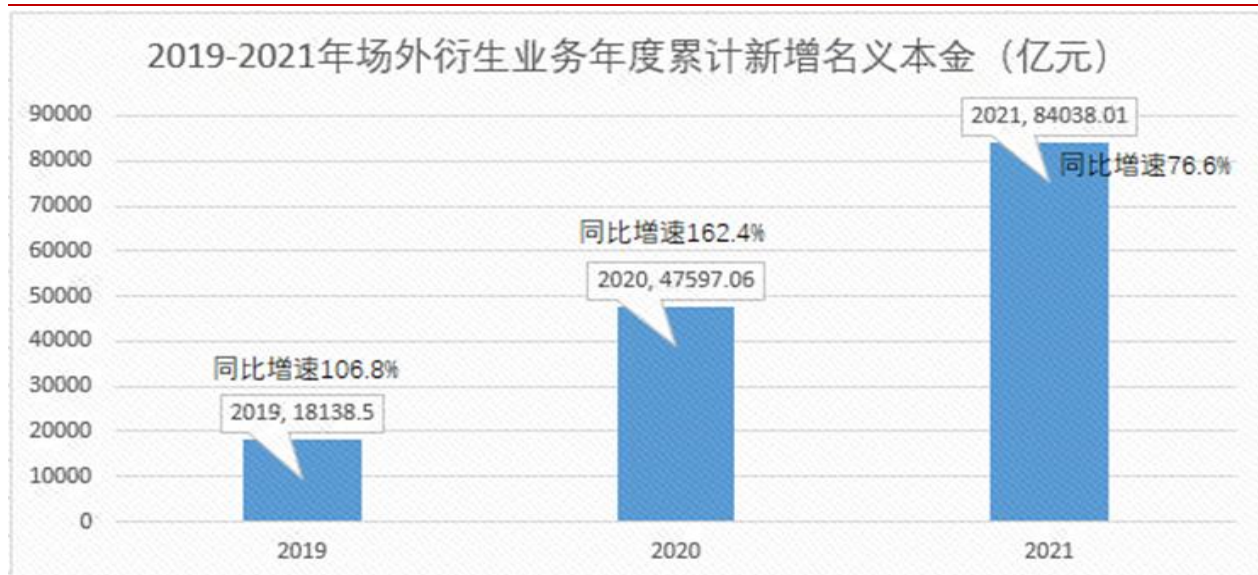
通过中国证券业协会最新公布的 7 月份场外业务开展数据可知，截止 2023 年 7 月底，券商场外衍生品存量名义本金达 2.31 万亿元，环比增长 6%。

这里面需要特别说明的是，场外期权的名义本金并不是客户真实购买期权支付的期权费，期权费用是等于该名义本金乘以期权费率，由于不同类型和不同券商发行的期权产品费率不同，所以通常统计期权产品规模使用的是名义本金。假设期权费率为

4%（通常费率在 1%-10%之间），因此上面提到的整个市场场外衍生品存续规模 2 万多亿元（名义本金）实际对应的所有券商的场外期权费收入仅为 800 多亿元。

根据中国证券业协会公布的数据（其中 2022 年全年的场外业务数据协会都没有公布），如图 4 所示，2019 年至 2021 年证券行业场外期权业务连续三年高速增长，全年累计新增名义本金分别为 18138.5 亿元、47597.06 亿元和 84038.01 亿元，同比增速分别为 106.8%、162.4%和 76.6%。2021 年场外衍生品存续规模突破 2 万亿元，年末达到 20167.17 亿元，同比增长 57.8%。

图 4：2019-2021 年场外衍生品业务年度累计新增名义本金规模



资料来源：东莞证券研究所，中证协

如下表 3 所示，对于整个场外期权业务构成而言，股指类和个股类场外期权占比高达 67.94%，过去几年股指类衍生品业务不断稳步增长，单看股指类场外期权的名义规模也已达到 8048.95 亿元，单独占比高达 57.81%。

表 3：7 月场外衍生品存续交易情况

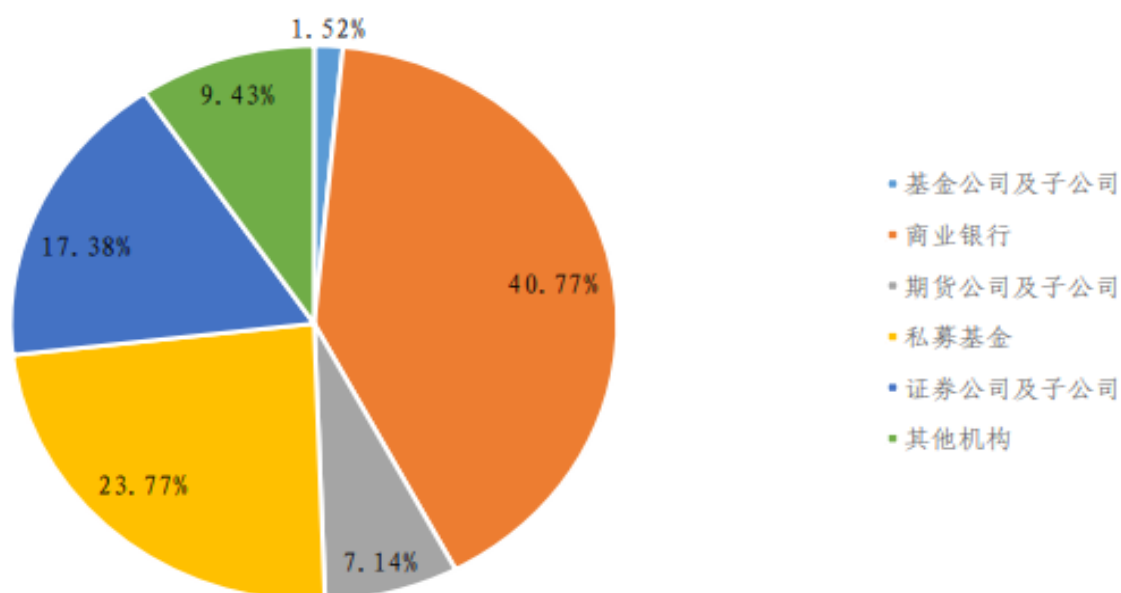
单位：亿元

标的类型	存续交易业务类型			
	场外期权		收益互换	
	名义本金规模	占比（%）	名义本金规模	占比（%）
股指类	8,048.95	57.81	1,812.71	19.84
个股类	1,410.80	10.13	2,873.84	31.46
商品类	2,095.98	15.05	120.22	1.32
其他类	2,367.33	17.00	4,329.55	47.39
合计	13,923.07	100.00	9,136.33	100.00

资料来源：东莞证券研究所，中证协

下图 5 显示的是中国证券业协会最新公布的证券公司新开展场外期权合约的交易对手情况（按名义金额算），我们可以明显看到目前 7 月份证券公司开展的场外期权合约的最大交易对手方为商业银行，名义交易金额占比高达 40.77%，其次是私募基金，名义交易金额占比高达 23.77%。

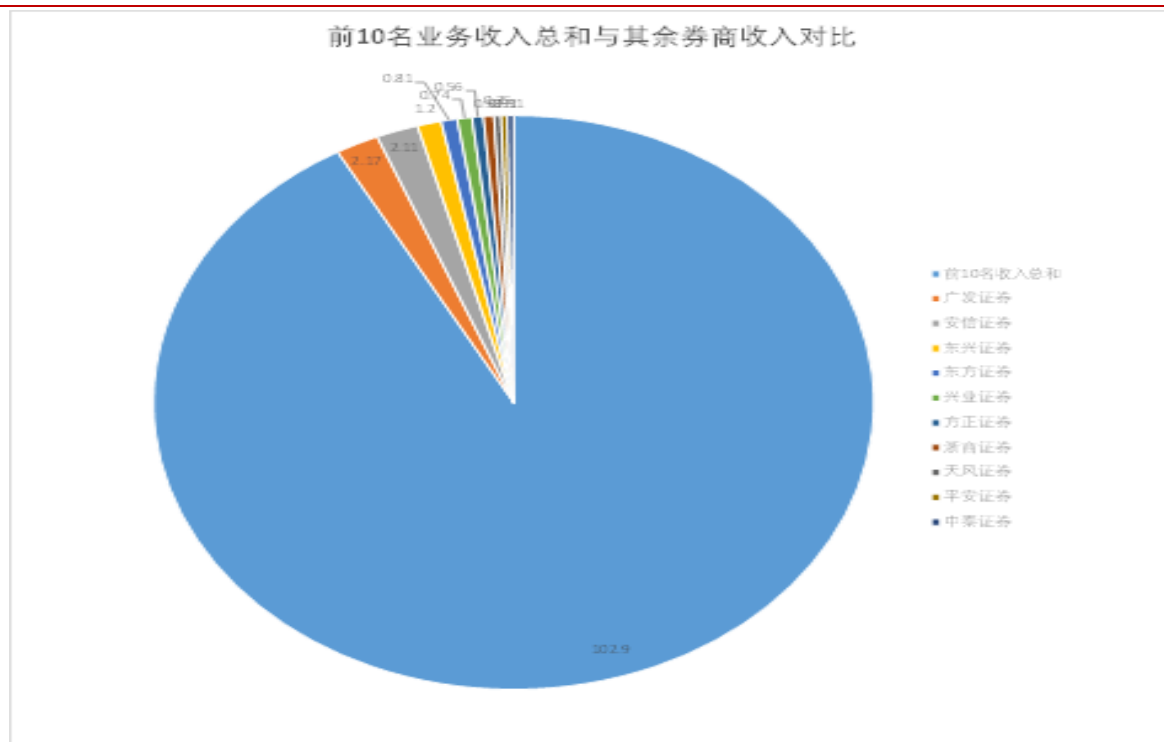
图 5：7 月证券公司新开展场外期权合约交易对手情况（按名义金额）



资料来源：东莞证券研究所，中证协

由图 6 所示，根据中国证券业协会公布的 2021 年国内场外期权业务的数据，全市场场外期权业务的总收入中，头部前 10 名证券公司占了 91.88% 的收入份额，其余的证券公司场外期权业务的总收入仅占全市场的 8%。说明当前国内场外期权业务具有明显的头部化特征。

图 6：2021 年场外业务收入前 10 名券商收入总和与其余券商收入对比



资料来源：东莞证券研究所，中证协

二、中国衍生品业务发展重要性和机遇

1、股票期权在风险管理中的重要性

2023 年上半年美联储持续加息，全球经济增长乏力，海外衰退预期较大，国内经济则处于弱复苏阶段，整体宏观环境较为复杂。国内股市整体低迷，大宗商品大面积下跌，期权凭借非线性特性较好地实现对冲保值以及平滑利润的功能，成交、持仓规模实现了稳步增长，在国内证券投资业务中的重要性越来越大。

结合当下监管层提出的推动资本市场高质量发展、加大开放力度、不断接轨国际资本市场，活跃资本市场，国内衍生品业务势必会迎来持续快速发展阶段。

2、股票期权在证券行业中的发展机遇

从 2017 年以来，国际资本对 A 股的投资比重不断增加，2018 年 MSCI（美国明晟指数公司）表示未来将 MSCI 中国 A 股大盘指数的纳入因子从 5%提高至自由流通调整后市值的 20%，MSCI 提升 A 股权重后为 A 股市场带来上千亿元的增量资金。但另一方面，国际资本以及国内的越来越多的成熟大机构，包括社保基金、保险资管、银行理财等，都需要国内市场提供多样的风险对冲和衍生品工具，那么场内股票期权产品将是风险对冲领域未来的主要发展方向。

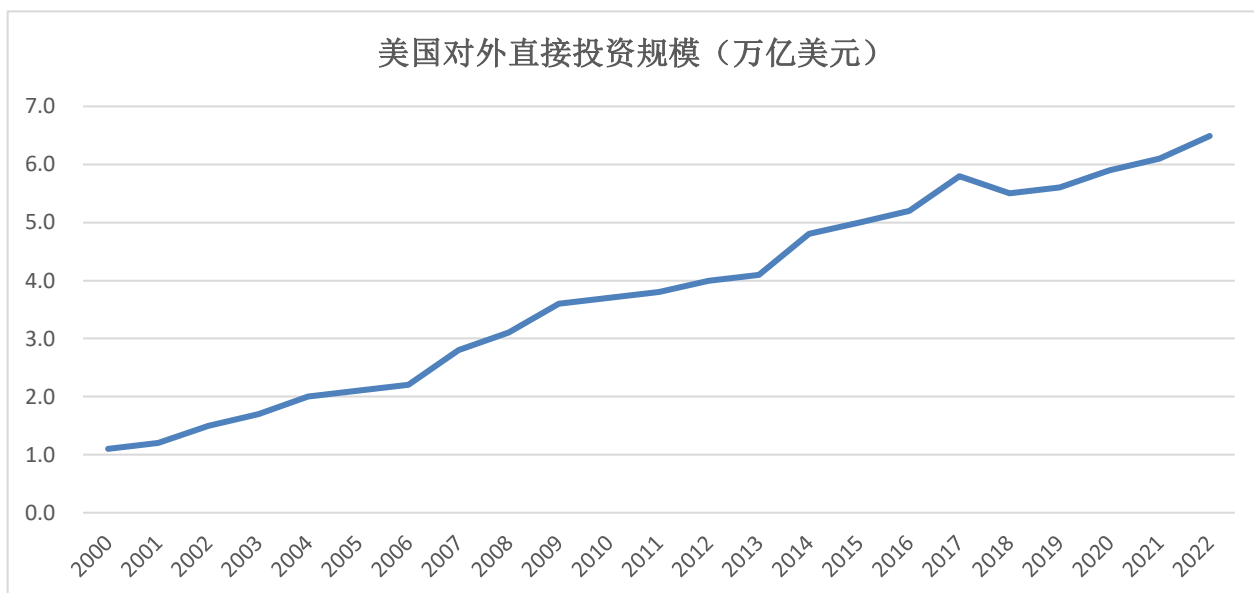
下面我们通过介绍美国的衍生品市场的需求与发展机遇，来指引出国内证券行业业务中股票期权的机遇。

第一，在 90 年代随着美国宏观经济和股票市场的发展迅速，美国的融资结构从间接融资向直接融资过渡，对于投资者来说，股市的投资风险大于间接融资的风险，投资者急需风险对冲和风险管理的工具，衍生品行业因此迎来很大的发展机遇。

第二，在 90 年代掀起的计算机革命，科技企业大量上市融资，股市一片繁荣，大量养老金、保险资金等规模极其巨大的保守资金随着股市的繁荣也不断增加股票投资比例，但是 2000 年的互联网泡沫，导致大量保守资金的亏损；大在此背景下，养老金、保险资金等大规模且保守的资金在投资股市前（如图 8 所示，美国养老金金融投资规模在过去 20 年持续上涨），急需大量风险对冲工具进行风险锁定，所以如图 9 所示，过去 20 年美国机构持有的衍生品名义金额规模明显随着养老金等机构资金规模的增长而同步增长。

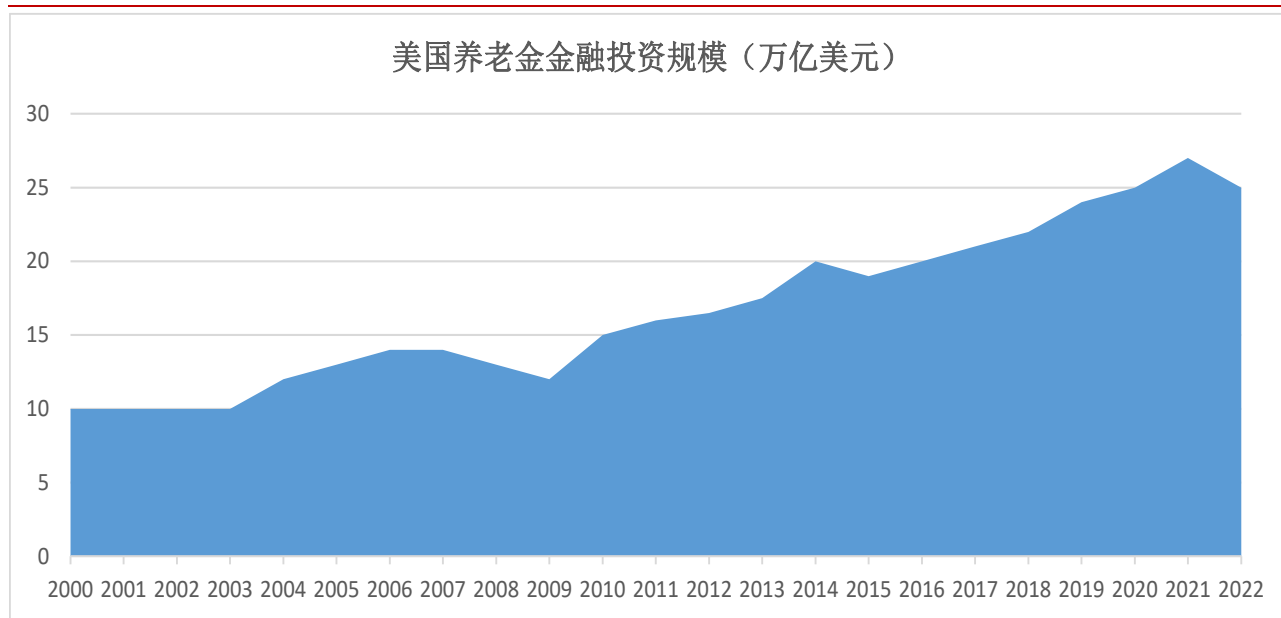
第三，伴随着金融全球化的浪潮，美国经济的迅速发展，大量国际资金流入美国，同时美国本土的大量资金又以投资的方式大量流出去投资各类海外资产，从而使得美国本土的投资机构数量不断增加，其管理规模也不断攀升。但对国外各类资产的投资，需要规避国际利率、汇率、原材料价格波动、地缘政治等不确定性因素，从而对利用各类衍生品进行风险对冲的需求不断增加。如图 7 所示，美国对外直接投资的规模在过去 20 年持续增长，2022 年规模高达 6.49 万亿美元；跟美国养老金类似，这些机构所配置的衍生品名义本金金额也同步水涨船高。

图 7：美国对外直接投资规模



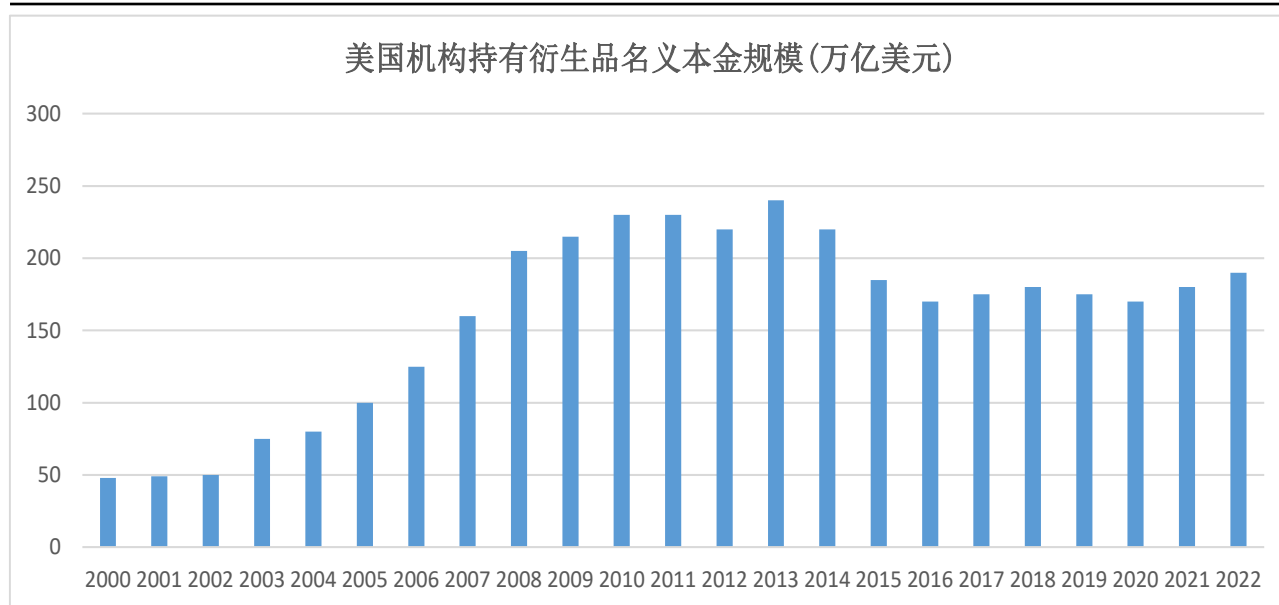
资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

图 8：美国养老金的金融投资规模



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

图 9：美国机构持有衍生品名义本金规模



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

三、中国衍生品市场发展前景展望

1、衍生品是活跃资本市场和长期资金入市的助推剂

在成熟的金融市场里，衍生品是不可或缺的重要配置工具，衍生品的推广使用可以提高金融市场的深度和广度，提高资产配置效率。具体来讲，期权、期货衍生品能够帮助企业和投资者进行规避风险，对资产进行套期保值；普通的公募基金和银行理财的指数型投资产品也可以嵌入期权衍生品来增厚收益。

当前困扰国内长期资金入市的其中一个问题就是，缺乏合适的投资品种和风险对冲工具。因为资本市场的繁荣是有一定周期性的，虽然这个周期规律在各种人为调控下会增加些许不确定性，而影响股价估值提升的核心因素一个是经济周期，另一个是货币政策导致的流动性变化，当这两个要素变化时，股价自然会发生波动，这时需要在资产端提供多样的衍生品进行风险对冲，海外成熟市场的长期资金通常广泛加入衍生品的运用。

另外，衍生品的方向交易也可以有助于提高标的价格盘中波动幅度，吸引短线风格资金入市，而短线投机资金的入市又会进一步改善市场的赚钱效应，使市场整体的风险偏好提高，也有助于吸引散户资金入场，最终有助于达成活跃资本市场的目的。

2、对标海外衍生品市场的发展空间

根据美国期货业协会（FIA）最新公布的 2022 年全球场内衍生品交易数据，我们对全球不同国家地区金融类衍生品的成交持仓情况进行对比参考，在一定程度上可以得出，如果对比海外成熟市场的交易数据，未来国内衍生品市场交易的增长空间能有多大。

首先，我们从表 4 可以看出，2022 年全球金融类场内衍生品占全球场内衍生品的市场份额高达 89%，其中期权类衍生品占全球场内衍生品市场份额高达 64%，期

货类衍生品相应占比份额仅为 24.95%；这个数据告诉我们期权类衍生品在全球衍生品市场中的重要性，未来国内期权衍生品的市场份额或许也有希望反超越期货衍生品的份额。

表 4：2022 年全球场内金融类期货与期权成交量

分类	2022 年成交量（亿手）	2021 年成交量（亿手）	同比增减	占 2022 年场内衍生品市场份额
期货	209.21	191.78	9.09%	24.95%
期权	537.74	328.14	63.88%	64.13%
金融类合计	746.95	519.92	43.67%	89.08%

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

表 5 说明 2022 年场内衍生品成交量排名，可以看到中国大陆排名在世界第 4 名，成交量 67.68 亿手，排名非常靠前，但从绝对值来讲，成交量仅为排名第一的印度的 16.9%，排名第二美国的成交量的 40.6%，还有很大的差距。

表 5：各国 2022 年场内衍生品成交量排名情况

2022 年排名	2021 年排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	1	印度	399.68	109.62%	47.67%
2	2	美国	166.57	9.36%	19.87%
3	3	巴西	83.14	-5.05%	9.92%
4	4	中国大陆	67.68	-9.93%	8.07%
5	7	土耳其	27.27	31.03%	3.25%

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

表 6 是为了进一步解释表 5 中的排名，虽然场内衍生品成交量中国仅排名世界第 4，但场内商品衍生品成交量中国在 2022 年排名世界第一，事实上，中国自 2009 年以来，在商品类衍生品（如螺纹钢期货、铁矿石期货、豆粕期货、棕榈油期货、白银期货、铝期货等）成交量方面，一直处于世界第一的宝座。单从表 6 可以看出，2022 年中国商品衍生品的成交量为 66.16 亿手，占中国去年所有类型的衍生品（包括商品类、股票权益类等衍生品）总成交量的 97.75%！商品衍生品成交量排名第二的美国，12.95 亿手，仅为中国的 19.57%。从场内商品衍生品成交量独占鳌头的数据可以反映和印证，我国提出的“衍生品要更好地服务实体经济”的政策方向与战略要求。

表 6：各国 2022 年场内商品衍生品成交量排名情况

2022 年排名	2021 年排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	1	中国大陆	66.16	-10.5%	72.29%
2	2	美国	12.95	-1.70%	14.15%
3	4	英国	5.99	-15.31%	6.54%
4	5	印度	2.25	19.01%	2.45%
5	3	俄罗斯	1.61	-77.60%	1.76%

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

表 7 是 2022 年全球金融类场内衍生品成交量排名情况，可以发现排名全球前 20 的都是印度、美国、巴西三个国家交易所的金融期权。排名第一的是印度国民证券交易所的 Bank Nifty 指数期权，成交量高达 17779.73 百万手；而表 8 中显示的 2022 年中国的沪深 300 股指期货成交量 31.55 百万手（表 8 只列出中金所的股指期货品种，没有列上海证券交易所和深圳证券交易所的 ETF 股票期权的原因是，后者采用的成交量单位是张，而国际通用的单位是手数，无法直接对比），仅为全球金融衍生品成交量排名第一的 0.177%，由此可以推断，未来中国的金融类衍生品（股指期货、股票期权）的发展空间仍然非常巨大。

表 7：全球金融类场内衍生品合约 2022 年成交量排名情况

2022 年排名	合约	交易所	成交量（百万手）	同比增减
1	Bank Nifty 指数期权	印度国民证券交易所（NSE）	17779.73	108.27%
2	CNX Nifty 指数期权	印度国民证券交易所（NSE）	13672.84	148.7%
3	巴西 Ibovespa 迷你指数期货	巴西圣保罗证券期货交易所（B3）	4095.01	-11.41%
4	美元兑印度卢比期权	印度国民证券交易所（NSE）	3080.87	111.3%
5	印度 Nifty 金融服务指数期权	印度国民证券交易所（NSE）	1118.46	15472.35%
6	美元兑印度卢比期货	印度国民证券交易所（NSE）	1063.2	60.07%
7	迷你美元期货	巴西圣保罗证券期货交易所（B3）	863.26	4.63%
8	隔夜同业拆借利率期货	巴西圣保罗证券期货交易所（B3）	656.64	0.36%
9	美元兑俄罗斯卢布期货	莫斯科交易所（MOEX）	587.17	-25.32%
10	美元兑印度卢比期货	印度孟买证券交易所（BSE）	559.57	61.04%
11	标普 500 指数期权	芝加哥期权交易所集团（CBOE）	558.42	62.00%
12	标普 Sensex 指数期权	印度孟买证券交易所（BSE）	526.19	-14.37%
13	韩国 Kospi200 指数期权	印度孟买证券交易所（BSE）	523.03	-2.3%
14	标普 500 指数电子迷你期货	芝加哥商业交易集团（CME）	503.95	24.85%
15	10 期国债期货	芝加哥商业交易集团（CME）	462.6	-1.52%
16	3 月 SOFR 利率期货	芝加哥商业交易集团（CME）	418.85	1127.75%
17	欧洲美元期货	芝加哥商业交易集团（CME）	394.59	-35.36%

18	纳斯达克 100 指数微型 电子迷你期货	芝加哥商业交易集团 (CME)	364.95	52.62%
19	标普 500 指数微型电子 迷你期货	芝加哥商业交易集团 (CME)	343.97	57.35%
20	美元兑印度卢比期权	印度孟买证券交易所 (BSE)	326.86	-23.38%

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

表 8：国内主要指数期货与期权 2022 年成交量排名情况

排名	合约	交易所	成交量（百万手）
1	沪深 300 股指期货	中国金融期货交易所 (CFFE)	31.55
2	沪深 300 指数期权	中国金融期货交易所 (CFFE)	26.75
3	中证 500 股指期货	中国金融期货交易所 (CFFE)	26.22
4	上证 50 股指期货	中国金融期货交易所 (CFFE)	15.41

资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFind

四、总结

目前上海和深圳两大证券交易所的 ETF 股票期权已经全部覆盖市场主要宽基指数标的，为市场上的机构投资者、散户投资者、海外投资者都提供了各自所需的期权合约品种。其中上证 50ETF 期权的持仓量从 2015 年上市至今一直都是遥遥领先，并未有其他品种超越过，成交额上半年达到 961.97 亿元，占总成交额的 23.88%，继续稳居第一，排名第二的是沪深 300ETF 期权。而场外期权业务方面，截止 7 月底，券商场外衍生品存量名义本金达 2.31 万亿元，环比增长 6%。单股指类场外期权的名义规模已达到 8048.95 亿元，单独占比高达 57.81%。场外期权合约的最大交易对手方为商业银行，名义交易金额占比高达 40.77%，其次是私募基金，名义交易金额占比高达 23.77%。2021 年国内场外期权业务的数据，全市场场外期权业务的总收入中，头部前 10 名证券公司占了 91.88% 的收入份额，其余的证券公司场外期权业务的总收入仅占全市场的 8%。说明当前国内场外期权业务具有明显的头部化特征。

从 2017 年以来，国际资本对 A 股的投资比重不断增加，2018 年 MSCI（美国明晟指数公司）表示未来将 MSCI 中国 A 股大盘指数的纳入因子从 5% 提高至自由流通调整后市值的 20%，MSCI 提升 A 股权重后为 A 股市场带来上千亿元的增量资金。但另一方面，国际资本以及国内的越来越多的成熟大机构，包括社保基金、保险资管、银行理财等，都需要国内市场提供多样的风险对冲和衍生品工具，那么场内股票期权产品将是风险对冲领域未来的主要发展方向。

参考美国 90 年代后开始，科技企业大量上市，养老金、保险资金等规模极其巨大的保守资金开始进入股市，并随着金融全球化这些资金开始对海外进行投资，过去 20 年美国对外直接投资规模增长了近 5 倍，养老金金融投资的规模增长了 1.5 倍，但之后出现的互联网泡沫，地缘政治动荡、汇率波动、原材料波动等不确定性因素，让这些巨量的保守资金迫切引入衍生品进行风险对冲，因此过去 20 年美国的机构持有的衍生品名义本金规模也同步增长了 3-4 倍，达到 200-250 万亿美元。

衍生品的方向交易也可以有助于提高标的价格盘中波动幅度，吸引短线风格资金入市，而短线投机资金的入市又会进一步改善市场的赚钱效应，使市场整体的风险偏好提高，也有助于吸引散户资金入场，最终有助于达成活跃资本市场的目的。

2022 年全球金融类场内衍生品占全球场内衍生品的市场份额高达 89%，其中期权类衍生品占全球场内衍生品市场份额高达 64%，期货类衍生品相应占比份额仅为 24.95%；这个数据告诉我们期权类衍生品在全球衍生品市场中的重要性，未来国内期权衍生品的市场份额或许也有希望反超越期货衍生品的份额。

2022 年场内衍生品成交量排名，可以看到中国大陆排名在世界第 4 名，成交量 67.68 亿手，排名非常靠前，但从绝对值来讲，成交量仅为排名第一的印度的 16.9%，排名第二美国的成交量的 40.6%，还有很大的差距。

2022 年中国商品衍生品的成交量为 66.16 亿手，占中国去年所有类型的衍生品（包括商品类、股票权益类等衍生品）总成交量的 97.75%！商品衍生品成交量排名第二的美国，12.95 亿手，仅为中国的 19.57%。从场内商品衍生品成交量独占鳌头的数据可以反映和印证，我国提出的“衍生品要更好地服务实体经济”的政策方向与战略要求。

2022 年全球金融类场内衍生品成交量排名情况，可以发现排名全球前 20 的都是印度、美国、巴西三个国家交易所的金融期权。排名第一的是印度国民证券交易所的 Bank Nifty 指数期权，成交量高达 17779.73 百万手；而表 8 中显示的 2022 年中国的沪深 300 股指期货成交量 31.55 百万手，仅为全球金融衍生品成交量排名第一的 0.177%，由此可以推断，未来中国的金融类衍生品（股指期货、股票期权）的发展空间仍然非常巨大。

五、风险提示

- （1）期权属于高杠杆高风险投资品种，涨跌波动远高于股票。
- （2）期权合约有到期日，需要时刻注意到期平仓等事宜，否则有归零或被行权风险。
- （3）国内对金融类衍生品的政策方向的变化，也可能导致未来未能跟海外金融类衍生品的发展路径和规模变化相同。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn