

量化策略专题研究

A股衍生品再扩容，中证1000迎立体化交易时代

赵文荣、王兆宇、赵乃乐、汪洋，联系人：史周

中信证券研究部

2022年7月18日

一、中证1000期权期指上市可期

1.1 中证1000衍生品细则向社会征求，场内权益衍生品体系日趋完善

- 2022年6月22日至28日，中金所就中证1000股指期货和股指期权相关规则向社会征求意见，如顺利推出将填补A股小盘股指数衍生工具的空白。
- 目前内地场内权益衍生品市场已形成多交易所、多标的、多类别的特点。
 - 股指期货：中金所上市的上证50、沪深300、中证500股指期货
 - 股指期权：中金所沪深300股指期权
 - ETF期权：上交所50ETF期权与300ETF期权，深交所300ETF期权

A股场内衍生品市场工具体系



1.2 中证1000股指期货和股指期权合约介绍（征求意见稿）

- 根据征求意见稿，中证1000股指期货合约及交易细则与现行中证500股指期货基本一致，中证1000股指期权合约及交易细则与现行沪深300股指期权基本一致。
- 期货保证金、交易手续费、持仓开仓限额，股指期权的开仓及持仓限额需等待交易所进一步公告。

中证1000股指期货合约介绍（征求意见稿）

合约标的	中证1000指数
合约乘数	每点人民币200元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
交易时间	9:30-11:30, 13:00-15:00
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的±10%
最低交易保证金	合约价值的8%
最后交易日	合约到期月份的第三个星期五，遇国家法定假日顺延
交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	IM
上市交易所	中国金融期货交易所

中证1000股指期权合约介绍（征求意见稿）

合约标的物	中证1000指数
合约乘数	每点人民币100元
合约类型	看涨期权、看跌期权
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
每日价格最大波动限制	上一交易日中证1000指数收盘价的±10%
合约月份	当月、下2个月及随后3个季月
行权价格	行权价格覆盖中证1000指数上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围 <ul style="list-style-type: none"> • 对当月与下2个月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为25点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为50点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为100点；行权价格>10000点时，行权价格间距为200点 • 对随后3个季月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为50点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为100点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为200点；行权价格>10000点时，行权价格间距为400点
行权方式	欧式
交易时间	9:30-11:30, 13:00-15:00
最后交易日	合约到期月份的第三个星期五，遇国家法定假日顺延
到期日	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	看涨期权：M0合约月份-C-行权价格 看跌期权：M0合约月份-P-行权价格
上市交易所	中国金融期货交易所

二、A股衍生品市场发展概况

2.1 宽基指数交易工具总览：各类工具均具有广阔的发展空间

- 2022Q2上证50、沪深300和中证500的被动型基金占其指数自由流通市值比例均略有下降。
- 三大期指的持仓市值占标的指数自由流通市值比例均有所提升。2022Q2末上证50、沪深300和中证500期指占指数覆盖的自由流通市值比例分别为1.41%、1.45%和7.24%，而上季度末分别为1.20%、1.44%和6.98%。
- 上证50和沪深300股票期权的持仓市值占比均有所下降。

A股市场各类金融工具规模与占标的指数自由流通市值的比例

板块名称	自由流通市值（亿元）	流通A股市值（亿元）	被动型基金		股指期货		股票期权	
			规模（亿元）	占指数自由流通市值比例	合约价值（亿元）	占指数自由流通市值比例	合约价值（亿元）	占指数自由流通市值比例
上证50指数成份	71,688	166,183	831	1.16%	1,010	1.41%	715	1.00%
上证180指数成份	116,678	257,441	223	0.19%				
沪深300成份	195,292	395,864	1911	0.98%	2,836	1.45%	1,907	0.98%
中证500成份	60,603	106,475	1119	1.85%	4,385	7.24%		
中证800成份	255,895	502,339	41	0.02%				
深证100指数成份	74,532	123,836	93	0.12%				
创业板指成份	34,131	51,417	328	0.96%				
科创50成份	8,529	10,215	509	5.96%				

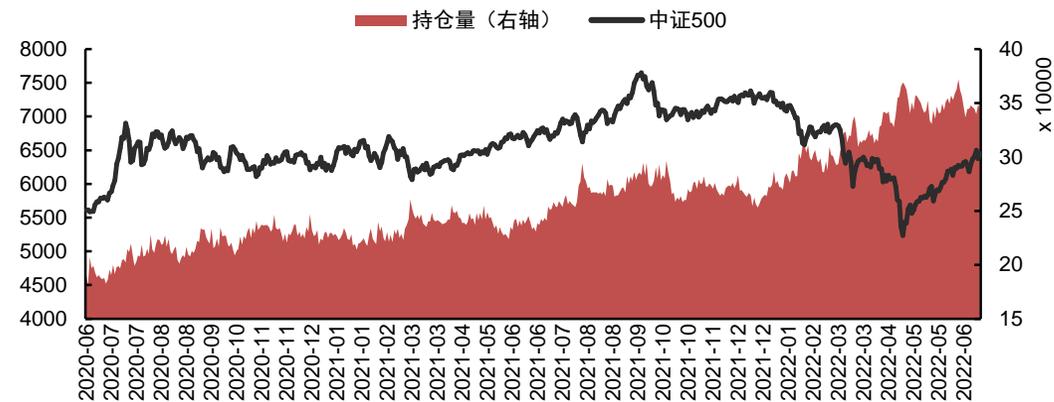
资料来源：Wind，中信证券研究部注：（1）被动型指数工具包括传统指数基金、ETF、增强型指数基金。（2）被动型基金份额数据以截止2022年7月4日披露的最新数据为准，如截止日基金份额未披露，则默认选择此前最近一期的披露数据。（3）股票期权包含ETF期权和股指期货

2.2 以中证500期指类推中证1000期指的特征

■ 以中证500期指为例，中小盘期指具有与大盘期指不同的特征。

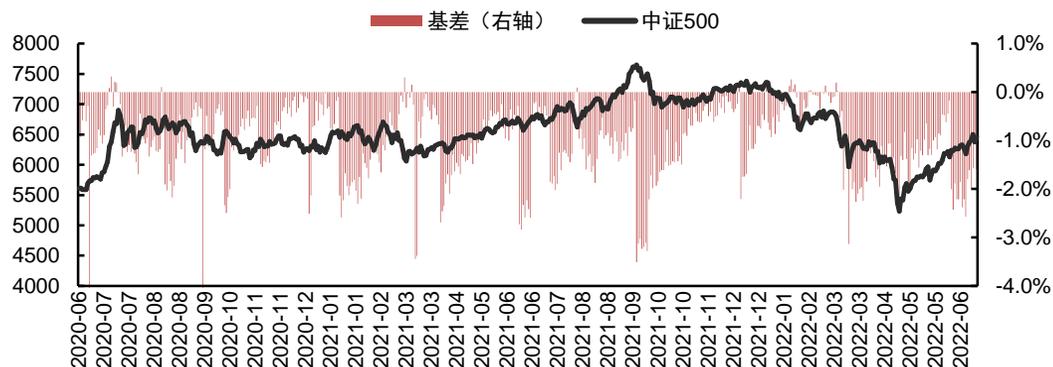
- 持仓量：中证500期指持仓量从2018年后持续走高，其中2022Q2季度环比增长10.2%；
- 基差：中证500期指贴水普遍较深。2022Q2IC主力合约日均基差为-1.42%，同期IH、IF分别为-0.41%、-0.53%。
- 开仓成本：较深的贴水也导致了中证500期指较高的对冲成本。2022Q2上证50、沪深300和中证500期指的日均年化开仓成本分别为-6.54%、-7.54%和-10.95%。

中证500股指期货日频持仓量走势



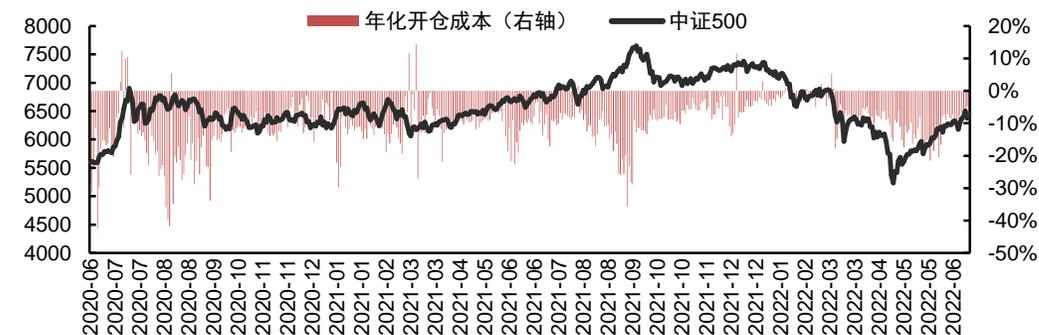
资料来源：Wind，中信证券研究部

中证500股指期货主力合约日频基差



资料来源：Wind，中信证券研究部

中证500期指的年化开仓成本



资料来源：Wind，中信证券研究部

2.3 股票期权市场：期现成交比已超过90%，300股指期货期权成交占比稳步提升

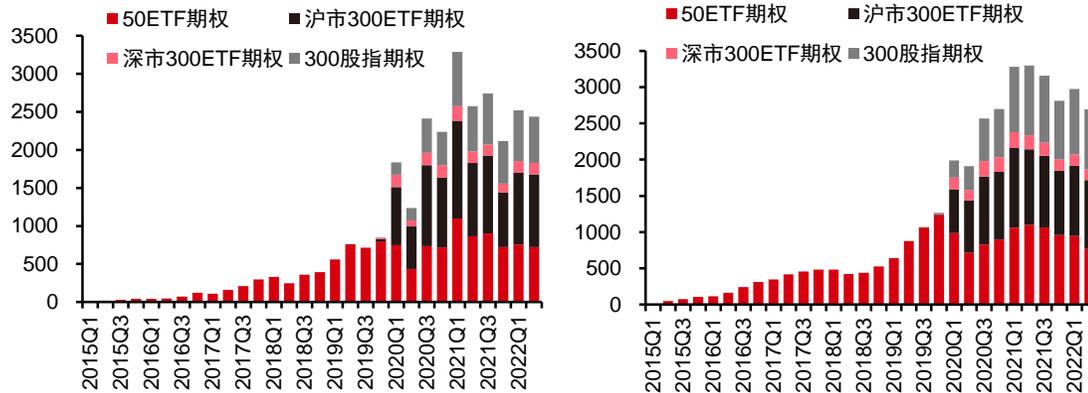
- 2019年底沪深300系列期权上市以来，沪市300ETF期权已成为四类期权中成交面值最大的一类，中金所沪深300股指期货期权的成交与持仓占比稳步提升。
 - 截至2022Q2，50ETF期权、沪市300ETF期权、深市300ETF期权和沪深300股指期货期权的日均成交面值占比分别为29.6%、39.2%、6.2%、25.0%，日均持仓面值占比分别为28.8%、34.9%、5.5%、30.7%。
- 2022Q2，A股场内期权日均成交面值2438亿元，日均持仓面值2695亿元。同期沪深300指数成分股日均成交额为2691亿元，A股场内期权的期现成交比已超过90%。

沪深300指数成交、A股场内期权成交及期现成交比



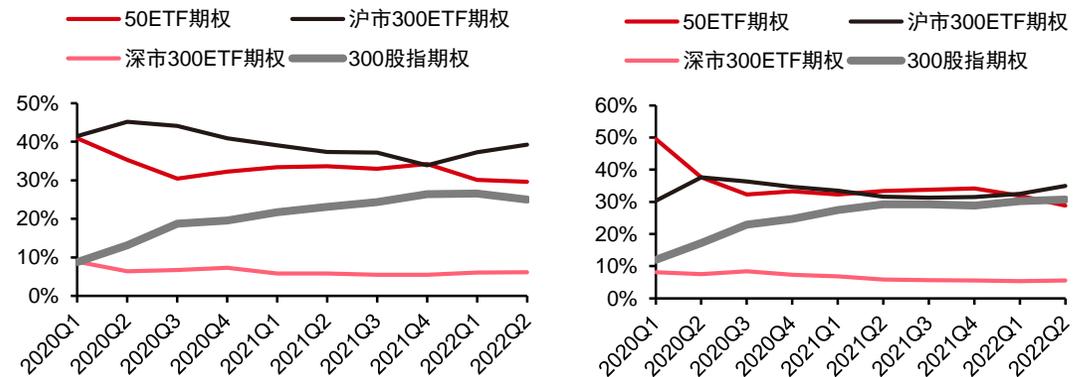
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：左轴单位为亿元；以A股场内期权日均成交面值除以沪深300指数日均成交额作为期现成交比

我国股票期权市场各季度日均成交面值（左）与持仓面值（右）



资料来源：Wind，中信证券研究部。单位：亿元。

四类期权日均成交面值占比（左）与持仓面值占比（右）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2.4 融券市场反映中证1000相关的对冲需求

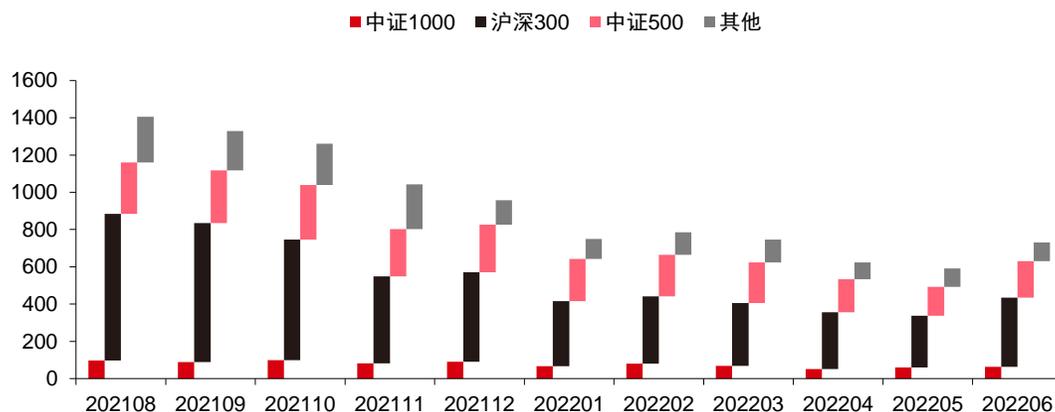
- **个股融券余额**：截至2022年6月末，沪深300、中证500、中证1000和其他个股融券余额占比分别为50.7%、26.8%、8.8%和13.7%。
- **个股融券卖出额**：2022年6月，沪深300、中证500、中证1000及其他个股融券交易占比分别为45.9%、26.5%、12.4%和15.2%。
- **ETF融券**：2022年6月ETF日均融券余额排名前2的指数为中证500和中证1000，中证1000指数相关ETF融券余额占ETF规模的比例达到44.77%。中证1000指数相关ETF的融券卖出额明显偏低，说明融券期限较长，对冲需求持续存在。

2022年6月ETF日均融券余额前十的指数

指数	2022年6月规模 (亿元)	近一月日均融券余额	近一月融券卖出额	融券余额 /ETF规模
中证500指数	603.12	152.79	49.83	25.33%
中证1000指数	26.42	11.83	1.57	44.77%
沪深300指数	1221.94	7.12	16.90	0.58%
MSCI中国A50互联互通人民币指数	263.00	2.81	8.36	1.07%
中证全指证券公司指数	685.55	2.14	8.89	0.31%
上证50指数	550.54	1.47	5.29	0.27%
创业板指数P	264.35	1.34	4.82	0.51%
中证科创创业50指数	231.17	1.06	3.70	0.46%
中证光伏产业指数	194.08	0.84	2.35	0.43%
国证半导体芯片	228.32	0.60	1.77	0.26%

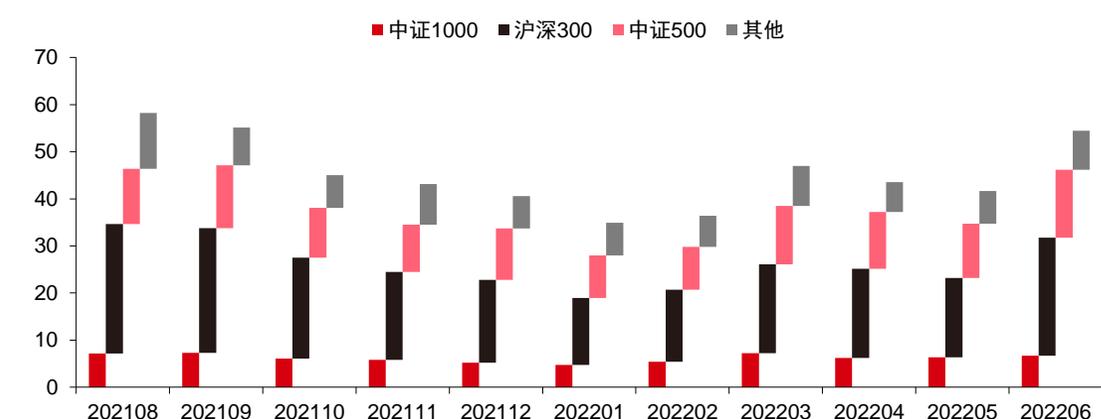
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：数据截至2022/6/30

A股融券余额宽基指数板块分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：数据截至2022/6/30

A股日均融券卖出额宽基指数分布（单位：亿元）



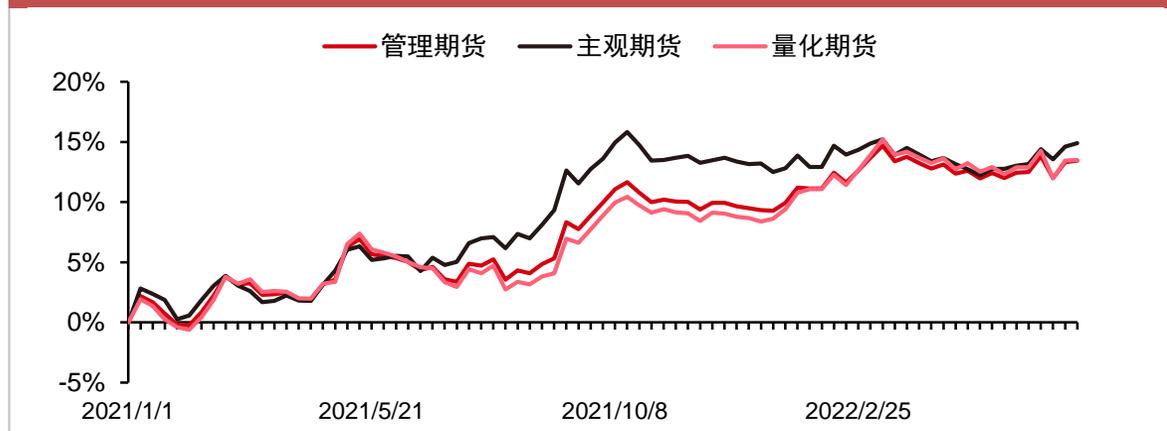
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：数据截至2022/6/30

三、中证1000衍生品上市的影响与机遇

3.1 绝对收益型策略

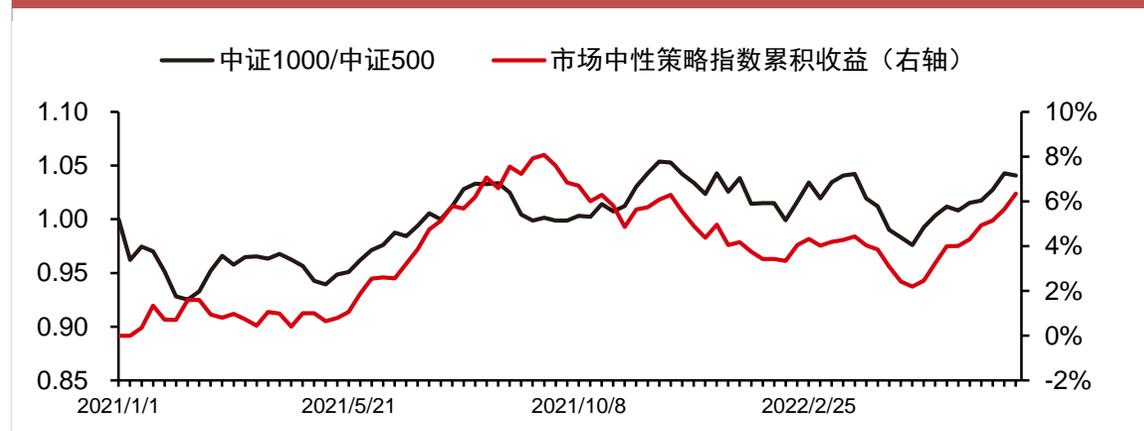
- **管理期货型**：被称为危机Alpha，在标的较高波动时具有显著的收益。中证1000的推出，可以扩充交易标的，具有更多可供把握的交易机会。
- **市场中性**：2021年以来，中证1000/中证500指数的相对走势，和市场中性策略指数的表现高度一致，说明现行很多市场中性产品现货端持有较多中证1000成分股。中证1000期指推出后，可以直接通过对冲中证1000指数的Beta风险来获得绝对收益。

私募管理期货及其细分策略私募产品指数



资料来源：朝阳永续、中信证券研究部

私募市场中性策略指数 vs. 中证1000/中证500相对走势

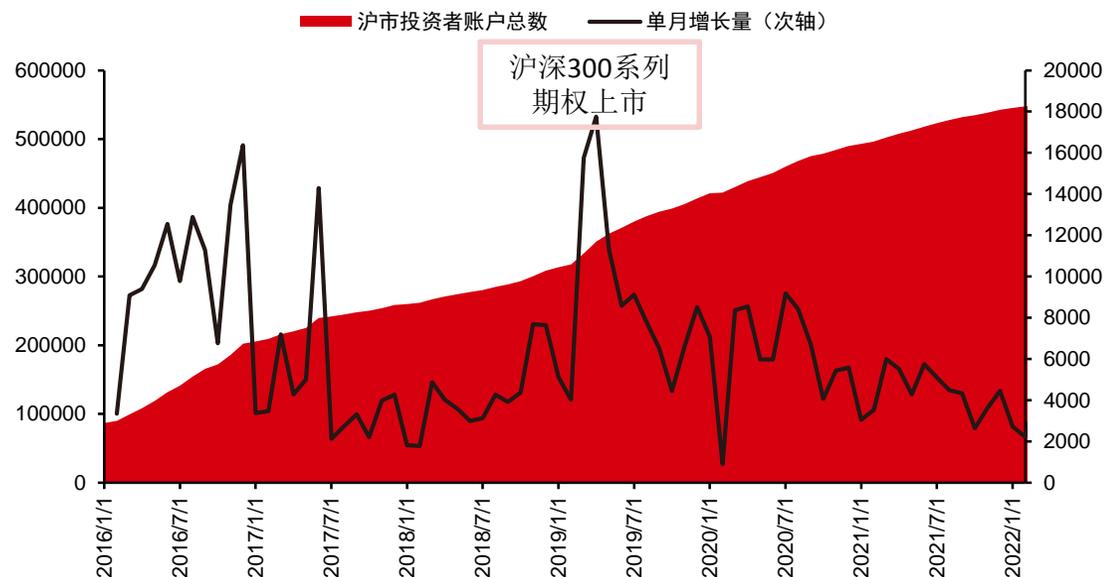


资料来源：朝阳永续、Wind、中信证券研究部

3.2 期权类策略

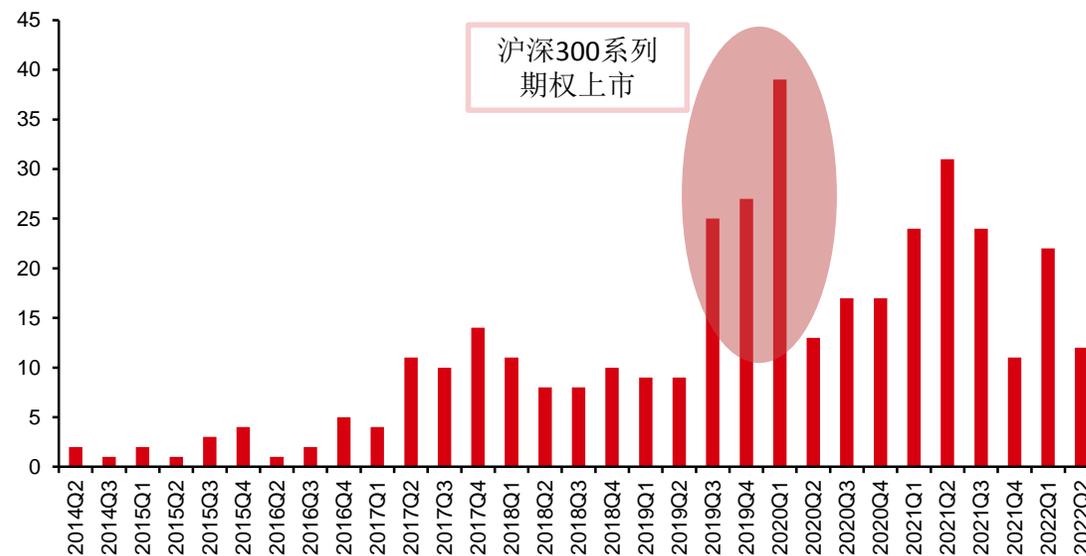
- 新期权品种的推出可以带来更多的市场参与者：以2019年沪深300系列期权推出为例，新品种上市前后，上交所期权账户数量明显提升，期权策略私募产品备案数增加。
- 对于对冲类策略而言，除期货对冲以外，还可以使用期权构建灵活多变的非线性对冲策略。经验来看中证1000指数增强策略的超额收益较强，可以弥补期权费的损失。

沪市期权投资者账户数量及单月增长量



资料来源：上交所，中信证券研究部

各个季度期权策略私募产品的备案数



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部。注：名称中包含“期权”字样的私募产品被视为期权策略产品。

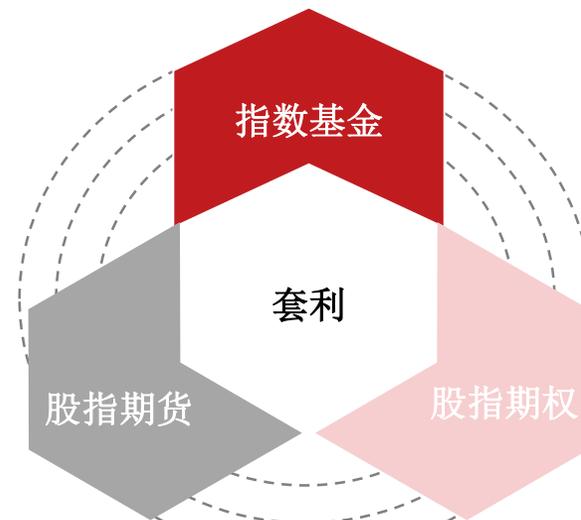
3.3 套利策略和场外衍生品市场

■ 套利策略

- 指数基金（ETF）、期权、期货三者之间维持一定的价格联系，如果三者之间的价格平衡被打破，则可以构建套利策略。
- 套利策略的实施使得现货市场ETF的流动性得以提升。

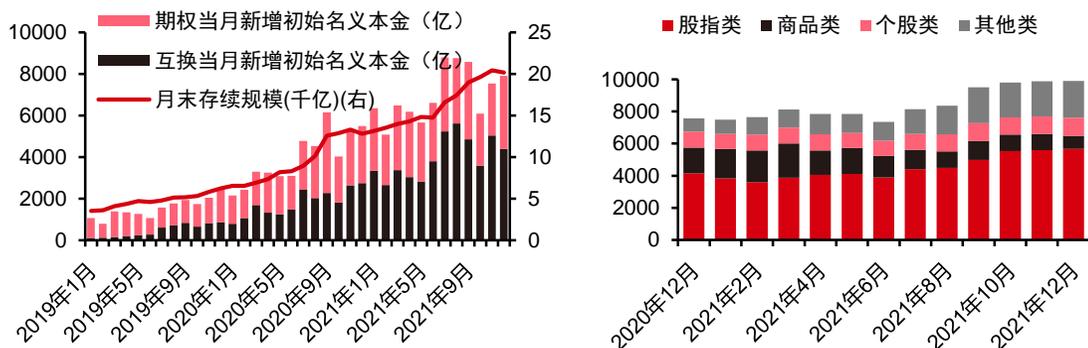
■ 场外衍生品

- 近年来在以雪球产品为代表的场外衍生品市场发展迅速，截至2021年末证券公司场外衍生品存续规模已突破2万亿元，收益凭证存续规模达到4142亿元。
- 中证1000衍生品上市可以助力场外衍生品创新，证券公司可发行挂钩中证1000指数的场外衍生品，同时中证1000股指期货有利于对冲波动率风险。



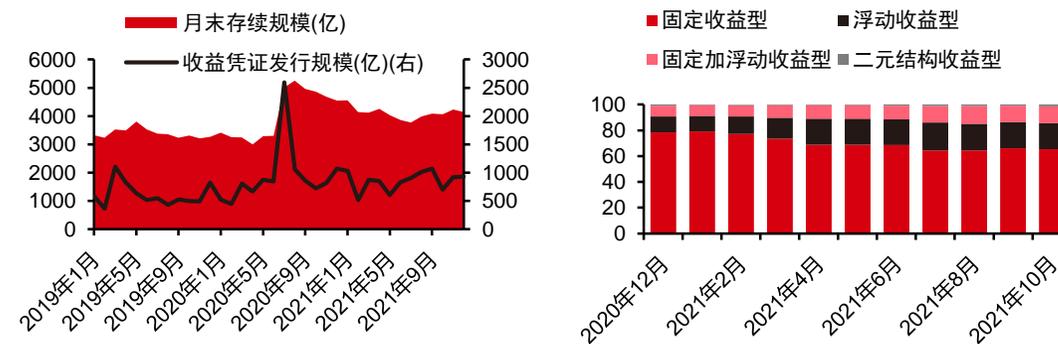
资料来源：中信证券研究部绘制

证券公司场外衍生品规模（左）及各类型场外期权占比（右）



资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部

证券公司收益凭证规模（左）及各收益结构占比（右）



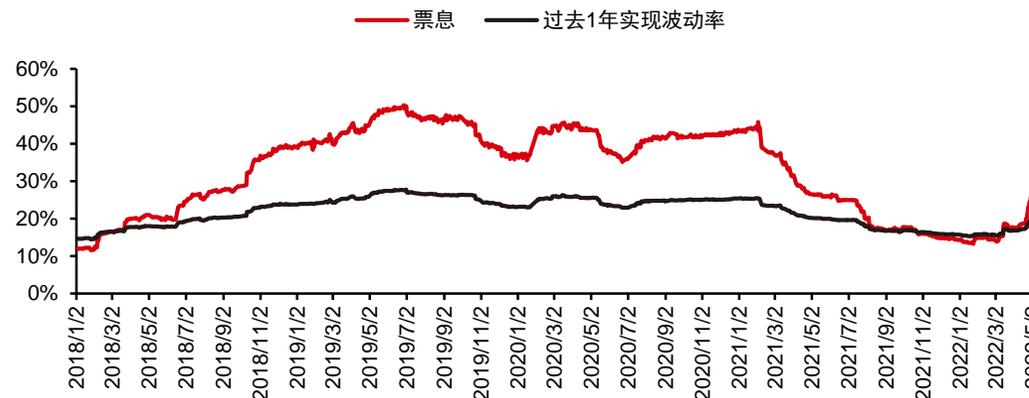
资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部

3.4 雪球产品

■ 挂钩标的对雪球票息的影响

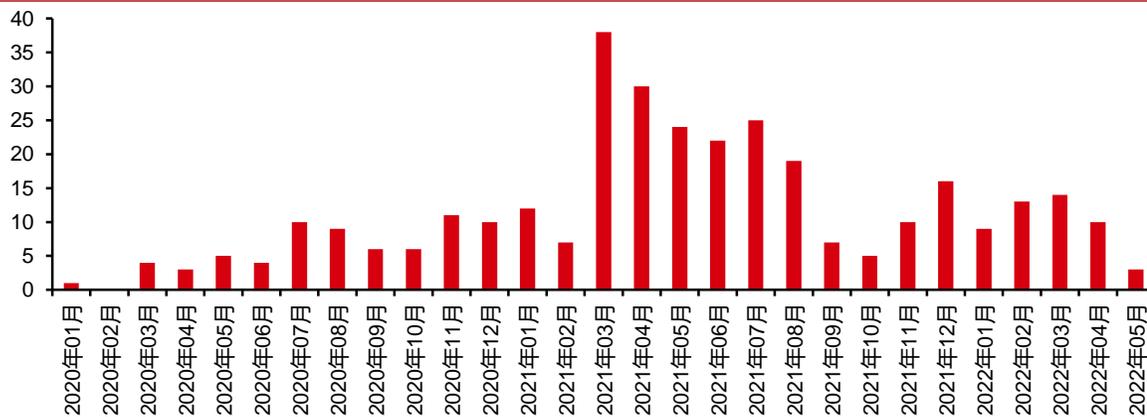
- **波动率维度（影响大）**：挂钩标的波动率越大，雪球票息越高
 - 个股>行业主题指数>宽基指数；**中证1000>中证500>上证50**
- **对冲工具维度**：券商用于对冲的工具是否能带来额外收益
 - 对冲端的资金占用：用股指期货对冲比用现货对冲好
 - 期货贴水幅度：用**中证500期货**比**沪深300期货**好，因为贴水越大对期货多头越有利。
 - 对ETF和个股而言：融券收益

雪球产品票息与波动率的关系（模型计算）



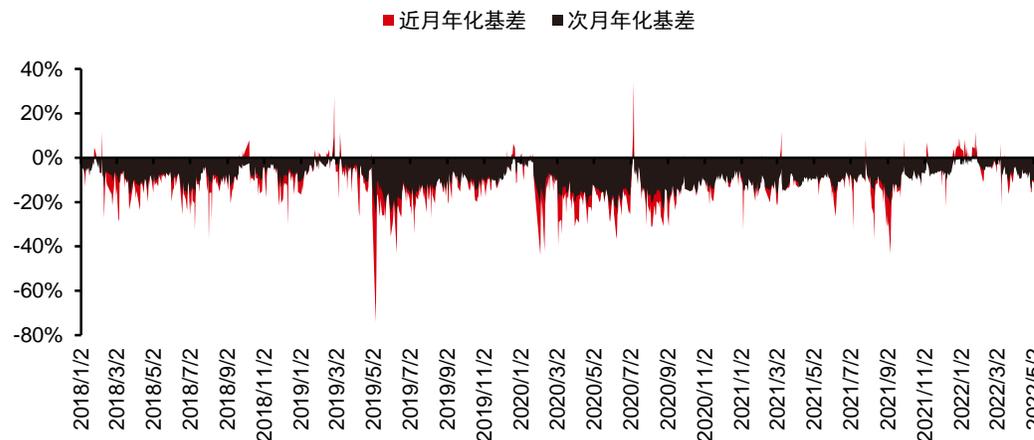
资料来源：Wind，中信证券研究部

可比产品名称含有“雪球”的月度发行数量



资料来源：Wind，中信证券研究部；*数据来自Wind终端券商资管、收益凭证、基金子公司产品、私募产品等。注：2022年5月数据截至2022年5月20日。

雪球产品票息与波动率的关系（模型计算）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 衍生品政策风险；
- 中证1000衍生品推出进度不及预期；
- 中证1000衍生品细则修改。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（量化与配置首席分析师）

执业证书编号：S1010512070002

王兆宇（量化策略首席分析师）

执业证书编号：S1010514080008

赵乃乐（量化策略分析师）

执业证书编号：S1010521050001

汪洋（量化策略分析师）

执业证书编号：S1010521090005

联系人：史周

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。