

深证 100ETF 期权上市前瞻

2022 年 12 月 1 日 星期四

兴证期货·研发中心

内容提要

为丰富多层次资本市场产品体系，证监会启动深证 100ETF 期权上市工作。深证 100ETF 跟踪的深证 100 指数具有鲜明的“科技创新+蓝筹”复合风格。指数权重股比较集中，换手率与波动率居于沪深 300 与创业板指之间；指数回报统计分布呈“尖峰肥尾”特征，小涨小跌与极端暴跌频次比标准正态分布下的频次更高，后市随着深证 100ETF 期权的推出，可以有效实现“创新+蓝筹”风格成分股的对冲与收益增强。除了使用四大基础策略，以及由四大基础策略派生出各式各样的组合策略之外（如牛熊价差、日历价差、对角价差、买卖跨式/宽跨式、蝶式鹰式、比例价差等组合）。还可以根据深证 100ETF 与中证 500ETF、创业板 ETF 等品种之间的风格差异、波动率差异配置跨品种套利策略。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

报告目录

1. 深证 100 指数概况.....	3
(1) 行业及成分股分布.....	3
(2) 估值对比.....	4
(3) 换手率.....	5
(4) 相关系数.....	6
2. 深证 100ETF 波动特征.....	6
(1) 深证 100ETF 波动率.....	6
(2) 深证 100 回报统计分布“尖峰肥尾”.....	8
3. 深证 100ETF 期权投资策略.....	8
4. 总结.....	9

图表目录

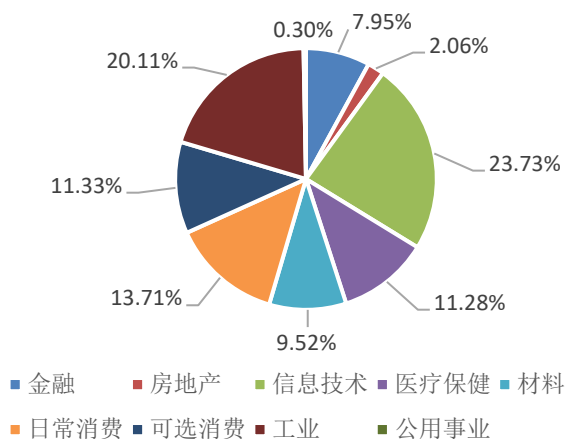
图表 1 深证 100 行业权重.....	3
图表 2 深证 100 前十权重股.....	3
图表 3 深证 100 市值分布.....	4
图表 4 中证 1000 市值分布.....	4
图表 5 指数市盈率走势对比.....	4
图表 6 指数市盈率分位点对比 (%).....	5
图表 7 指数换手率对比.....	5
图表 8 相关系数.....	6
图表 9 深证 100ETF 波动率走势.....	7
图表 10 深证 100ETF 历史波动率统计.....	7
图表 11 历史波差 (HV20).....	7
图表 12 跨品种波差统计.....	8
图表 13 深证 100 日度回报统计分布.....	8

1. 深证 100 指数概况

(1) 行业及成分股分布

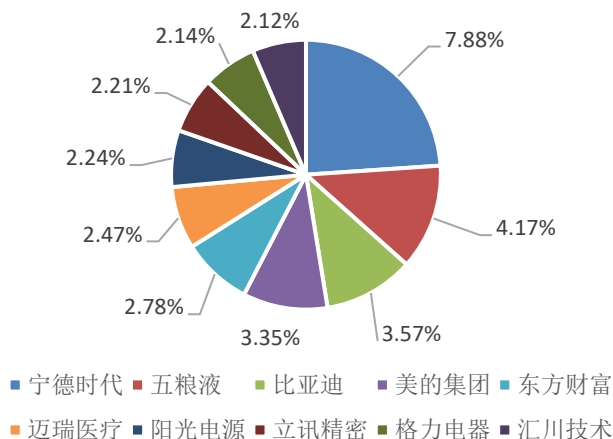
深证 100ETF 跟踪深证 100 指数，指数成分股分布在 9 个行业，信息技术、工业、日常消费行业权重占比前三，行业权重分别为 23.73%、20.11%、13.71%。权重股方面，前十大权重股共计占比 32.93%，宁德时代、五粮液、比亚迪三只个股占据前三权重。深证 100 指数被称为“创新蓝筹”，与中证 500、中证 1000 指数成分不一样，后者成分中的创新股多以中小盘成长股为主，而深证 100 指数成分股中，创新科技股以大中盘蓝筹股为主。对比图表 3 与图表 4 可以看出，深证 100 指数成分股中，超过 1000 亿元市值的公司达到 41 家，占比 41%；中证 1000 指数中低于 200 亿市值的个股为 895 家，占比 89.5%。

图表 1 深证 100 行业权重



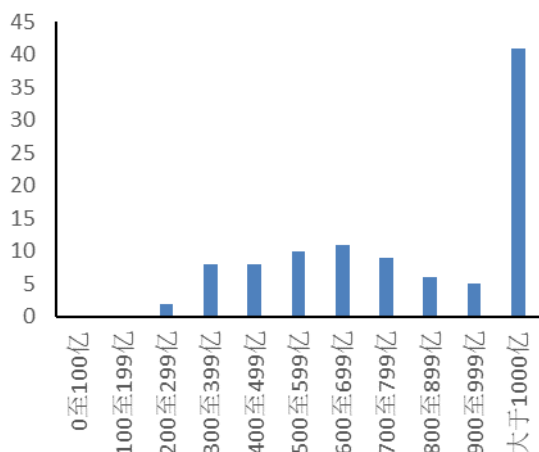
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 2 深证 100 前十权重股

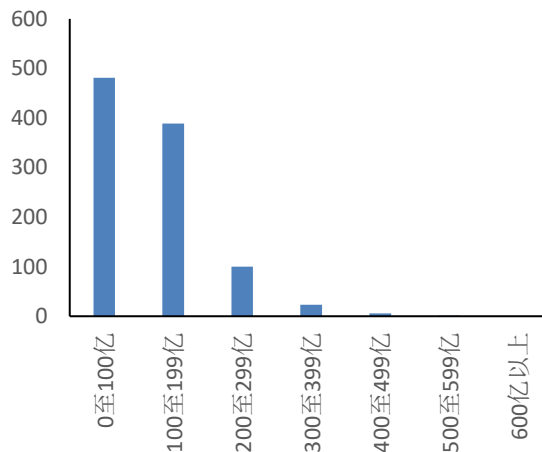


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3 深证 100 市值分布



图表 4 中证 1000 市值分布

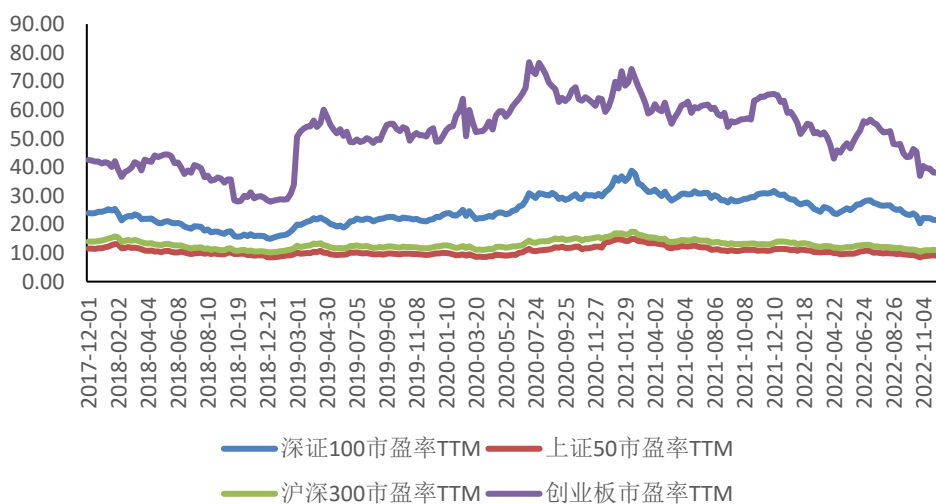


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

(2) 估值对比

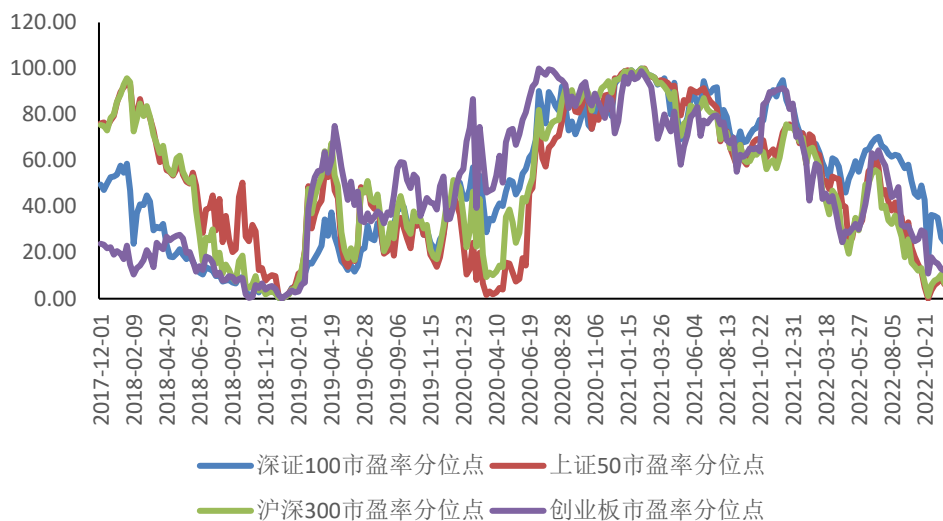
从指数估值角度来看,截止 2022 年 11 月底,深证 100、上证 50、沪深 300、创业板值的市盈率分别为 21.48、9.06、10.97、38.01,在近五年的时间窗口中,市盈率所处的分位数为 24.61%、6.25%、6.64%、12.11%。纵向比较下,几个主要宽基指数均处在估值洼地位置,后市增长潜力较大;横向对比几个品种,上证 50 指数的估值底部特征最为明显,地产、金融、消费为主的大蓝筹股经过长达一年半多的调整周期,估值泡沫得到充分消化,近期在地产刺激政策利好与防疫政策优化的助推下,后市增长驱动力强。作为“创新蓝筹”代表的深证 100 指数,兼具大盘蓝筹股风格与成长创新风格,其估值逻辑也同理接近上证 50、沪深 300 与中小创板块。

图表 5 指数市盈率走势对比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 6 指数市盈率分位点对比 (%)

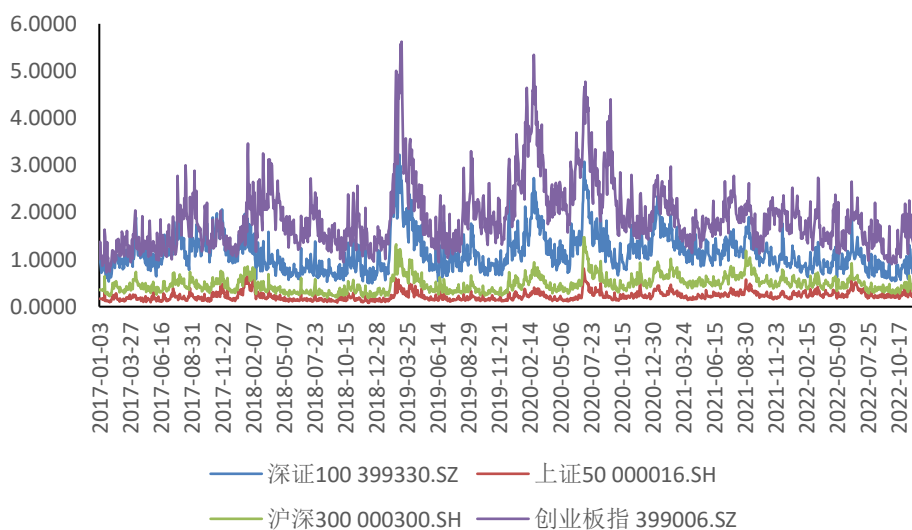


数据来源：Wind，兴证期货研发部

(3) 换手率

深证 100 指数以创新蓝筹股为主，在下图中，2017 年以来，深证 100、上证 50、沪深 300、创业板指的换手率均值分别为 1.14%、0.23%、0.48%、1.89%。在两市放量行情中，中小盘股成交异常活跃，换手率飙升，创业板值换手率飙升，相比之下，上证 50 指数偏稳健，深证 100 指数换手率介于上证 50 与创业板指数之间。

图表 7 指数换手率对比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

(4) 相关系数

根据 2017 年 1 月至 2022 年 11 月区间的样本数据测算，中证 1000 指数与深证 100 指数相关系数仅为 0.412，呈偏弱正相关性；深 100 指数与沪深 300、创业板指的相关系数分别为 0.975、0.962，强正相关性。从相关系数角度来看，深证 100 满足“创新+蓝筹”的特点，随着后市深证 100ETF 期权推出，沪深交易所将出现首个兼具“创新+蓝筹”特点的 ETF 期权品种，便于投资者开展这类风格股票的对冲或组合策略需求。

图表 8 相关系数

	深证 100	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	创业板指
深证 100	1	0.885	0.975	0.747	0.412	0.962
上证 50	0.885	1	0.958	0.514	0.16	0.743
沪深 300	0.975	0.958	1	0.711	0.373	0.891
中证 500	0.747	0.514	0.711	1	0.898	0.81
中证 1000	0.412	0.16	0.373	0.898	1	0.534
创业板指	0.962	0.743	0.891	0.81	0.534	1

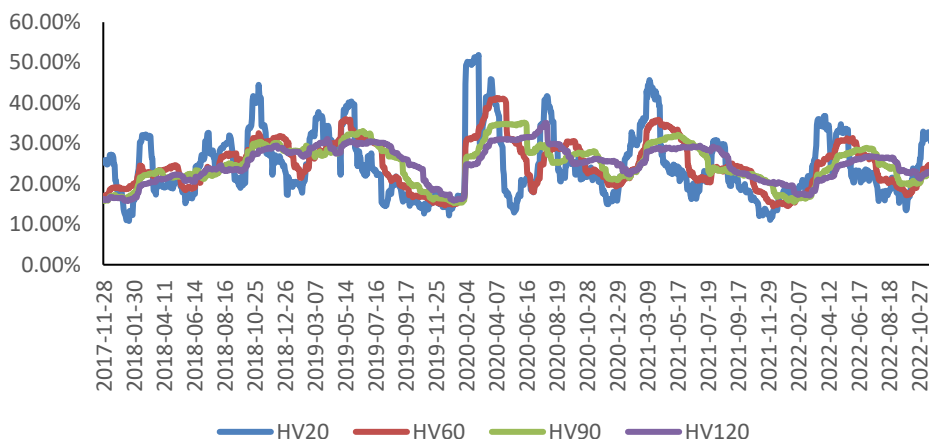
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 深证 100ETF 波动特征

(1) 深证 100ETF 波动率

深证 100 指数大中盘创新蓝筹股为主，深证 100ETF 历史波动率总体上低于创业板 ETF，高于沪深 300ETF。根据 2017 年至今的数据样本统计可以发现，深证 100ETF 的 20 日、60 日、90 日、120 日周期的历史波动率中位数分别为 22.33%、23.87%、24.84%、25.45%。在跨品种波差统计中，深证 100ETF 与沪深 300ETF 的波差普遍为正数，均值与中位数分别为 4.24%、4.2%；深证 100ETF 与创业板 ETF 的波差普遍为负数，均值与中位数分别为 -3.71%、-3.70%。品种之间的波差随着行情变化而上下浮动，符合均值回归的特征，即波差偏离至极大值或者极小值时，存在着跨品种的波动率套利机会。

图表 9 深证 100ETF 波动率走势



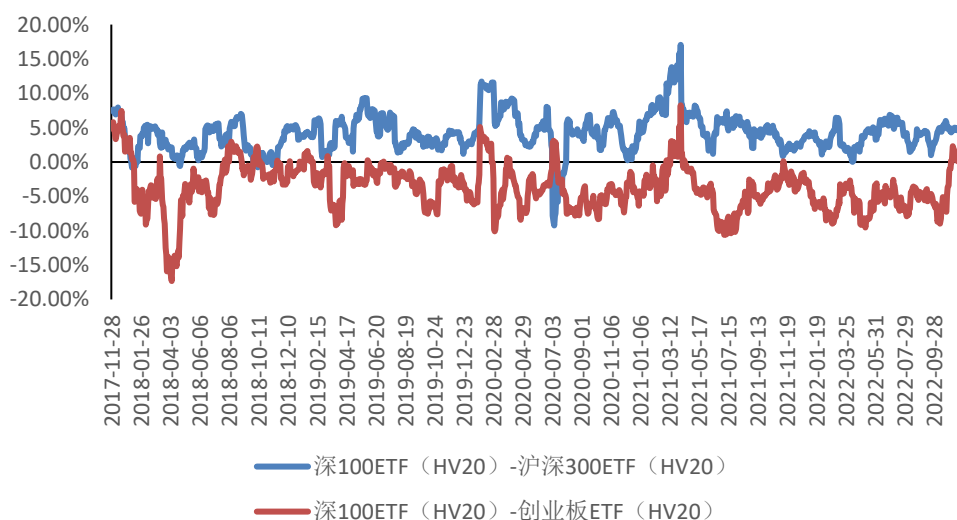
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 10 深证 100ETF 历史波动率统计

	HV20	HV60	HV90	HV120
中位数	22.33%	23.87%	24.84%	25.45%
均值	24.33%	24.73%	24.91%	24.98%
最大值	51.89%	41.25%	35.17%	35.11%
最小值	10.82%	14.45%	15.22%	15.79%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 11 历史波差 (HV20)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 12 跨品种波差统计

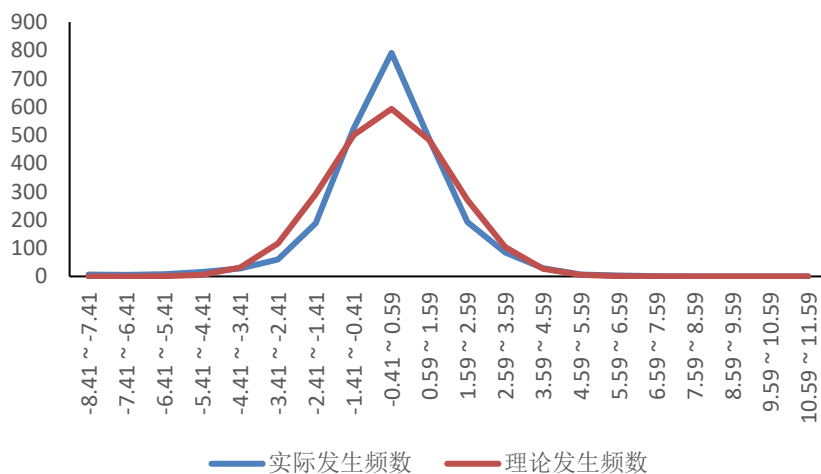
	深 100ETF(HV20)-沪深 300ETF(HV20)	深 100ETF (HV20) -创业板 ETF (HV20)
中位数	4.20%	-3.70%
均值	4.24%	-3.71%
最大值	17.05%	8.25%
最小值	-9.23%	-17.32%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

(2) 深证 100 回报统计分布 “尖峰肥尾”

与大部分宽基股指一样，深证 100 指数日度统计分布也呈现出显著的“尖峰肥尾”特点，肥尾部分偏向极端负值，反映了近十年时间内，深证 100 指数以小涨小跌为主，极端大跌行情比标准正态分布理论频数更多，可以概括为：高频数的小涨小跌叠加高于理论频数的暴跌行情。这种波动特征下，深证 100ETF 期权可以起到对冲极端风险与增强持仓收益的作用。

图表 13 深证 100 日度回报统计分布



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 深证 100ETF 期权投资策略

期权有四大基础策略：买入看涨（认购）、买入看跌（认沽）、卖出看涨、卖出看跌，由四大基础策略派生出各式各样的组合策略，如牛熊价差、日历价差、对角价差、买卖跨式/宽跨式、蝶式鹰式、比例价差等组合。在深证 100ETF 期权推出后，投资者可以根据行情波动、大小风格进一步细化、丰富期权策略，实现以往不能做到的期权策略组合。

（1）“创新+蓝筹”个股对冲策略

当前国内已经有 8 个金融指数类场内期权品种，分别与上证 50 指数、沪市 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数、创业板指数，各自代表着大蓝筹、大盘股、中盘股、小盘股、科技创新类个股。而深证 100 指数“创新蓝筹”特征显著，对于偏好操作该指数一篮子成分股的投资者，未来可以运用深证 100ETF 期权对冲个股风险以及增强个股持仓收益。

从前文关于深证 100 的统计分布中看出，由于指数以均值的的小涨小跌行情为主，叠加高于理论频数的暴跌行情。在常态化的小涨小跌行情中，单纯的持股收益不明显，容易陷入阴跌行情被久套，针对这种行情，可以复制期权备兑策略，即卖出深证 100ETF 虚值看涨期权，收取权利金增强持股收益。在久盘低波行情末端，面临着方向选择时，可以为持有的小盘股买入看跌期权作保险。后市如果大跌，看跌期权保护股票仓位；后市如果选择向上，仅仅付出小额权利金成本。

（2）风格套利策略

近几年两市结构性行情占主导，齐步大涨的行情屈指可数。当出现创新蓝筹股走强及中小盘股走弱的行情时，可以同时配置深证 100ETF 期权正 Delta 仓位与中证 500ETF 期权负 Delta 头寸；反之，如果出现大盘股走强，小盘股走弱的情况可同时配置深证 100ETF 期权负 Delta 仓位与中证 500ETF 期权正 Delta 仓位。在风格强弱不一的情况下，可以寻找风格套利机会。

（3）波动率策略

常用的做多波动率策略为买入跨式、买入宽跨式，常用的做空波动率策略为卖出跨式、卖出宽跨式。深证 100ETF 的波动介于沪深 300ETF 与创业板 ETF 之间，增加了期权波动率策略的收益空间。除了深证 100ETF 期权自身的波动率套利策略外，还可以结合沪深 300ETF、创业板 ETF 波差之间的变化，配置跨品种波差交易策略。在图表 11 与图表 12 中，深证 100ETF 与沪深 300ETF 的波差均值与中位数分别为 4.24%、4.2%；深证 100ETF 与创业板 ETF 的波差均值与中位数分别为-3.71%、-3.70%。品种之间的波差随着行情变化而上下浮动，符合均值回归的特征，即波差偏离至极大值或者极小值时，存在着跨品种的波动率套利机会。

4. 总结

深证 100ETF 期权将成为大陆市场新的指数类期权品种，其对应的深证 100 指数具有鲜明的“科技创新+蓝筹”复合风格，与此前上证 50 指数、沪深 300 指数、创业板指数等单调风格不一样。深证 100 指数权重股比较集中，换手率居于沪深 300 与创业板指之间，波动率方面，大部分行情下，深证 100 指数波动率数值高于沪深 300 与上证 50，低于创业板指数的波动率。

近十年指数回报统计分布呈“尖峰肥尾”特征，小涨小跌与极端暴跌频次比标准正态分布下的频次更高，后市随着深证 100ETF 期权的推出，可以有效实现“创新+蓝筹”风格成分股的对冲与收益增强。除了使用四大基础策略，以及由四大基础策略派生出各式各样的组合策略之外（如牛熊价差、日历价差、对角价差、买卖跨式/宽跨式、蝶式鹰式、比例价差等组合）。还可以根据指数之间的风格差异、波动率差异配置跨品种套利策略。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。