



中信证券研究部

核心观点



王兆宇
量化策略首席
分析师
S1010514080008



赵文荣
量化与配置首席
分析师
S1010512070002



赵乃乐
量化策略分析师
S1010521050001



联系人：史周

经证监会批准，沪深两市中证500ETF期权和深市创业板ETF期权于2022年9月19日上市交易，A股场内衍生品市场初步形成对大中小盘宽基指数期货与期权的全覆盖，创业板ETF期权成为境内首个创新成长类股票的风险管理工具。新期权交易规则与原有ETF期权基本一致，创业板ETF期权涨跌幅限制更宽，中证500ETF期权行权价覆盖范围宽于创业板ETF期权。三只ETF期权上市有望多维度影响市场，主要包括标的指数、标的ETF、期权策略、创业板风险管理、期货贴水、场外衍生品市场等方面。

■ 境内ETF期权市场扩容，沪深两市中证500ETF期权与深市创业板ETF期权于2022年9月19日上市交易。2022年9月2日，证监会发布公告宣布启动三只ETF期权的上市工作，9月16日沪深交易所发布三只期权合约交易细则并宣布于9月19日正式挂牌交易。A股场内衍生品市场已初步形成对大中小盘宽基指数期货与期权的全覆盖，同时创业板ETF期权也成为境内首个创新成长类股票的风险管理工具。

■ 中证500ETF期权和创业板ETF期权交易规则：1) 沪深两市中证500ETF期权和深交所创业板ETF期权的交易规则与原有ETF期权基本一致，保证金、持仓限额、开仓限额等要求均无变化。2) 创业板ETF期权的涨跌幅限制更宽松，保持了主板股票与创业板股票涨跌幅限制的差异。3) 两只中证500ETF期权合约面值约6万元，两只沪深300ETF期权合约面值约为4万元，创业板ETF期权合约面值约2.3万元，50ETF期权合约面值约2.7万元。4) 受行权价间距规则影响，中证500ETF期权覆盖ETF上下约16%的价格范围，创业板ETF期权覆盖ETF上下约9%的价格范围。

■ 三只ETF期权上市有望多维度积极影响市场。

(1) 标的指数走势：复盘历史上3次期权上市，推出后20个交易日上证50指数、沪深300指数、中证1000指数分别上涨7.31%、4.20%、3.90%。

(2) 对应指数ETF：期权推出前后相应指数ETF的数量与规模有所提升，ETF期权对标的ETF的影响最大，自沪市300ETF期权推出后至2022Q2，华泰柏瑞沪深300ETF的规模、成交额市占率分别提升9个、11个百分点。

(3) 期权策略：波动率套利、做市等策略规模扩容，获取收益机会增加；中证500指数与创业板指的走势与上证50、沪深300差异较大，跨品种策略将极大丰富；期权组合策略有望打开空间，部分“权益+期权”、“固收+期权”策略在新期权品种上的应用效果更佳。

(4) 创业板风险管理：高波动的创业板指更需期权进行风险管理，在期权合成空头对冲成本合理的情况下，可使用创业板指数增强策略或创业板Smart beta指数和创业板ETF期权捕捉相对收益。

(5) 立体化交易：ETF、ETF期权、股指期货、ETF融券之间存在套利和替代关系，完善的生态促进现货与期货、场内与场外市场健康发展。

(6) 期权市场指标信息：新期权上市后，VIX、skew等指标可反映期权投资者对A股大中小盘、创业板指的预期差异。

(7) 期货贴水：中证500ETF期权的面值较小且沪市ETF期权市场的个人投资者占比、认购期权交易占比、方向性交易占比较高，期权端的做多力量有望向期货端传导，或能一定程度缓解IC贴水。

(8) 场外衍生品：500ETF期权上市为交易商提供波动率风险管理工具，同时场内期权的波动率可为场外衍生品提供定价参考。

■ 风险因素：衍生品政策风险；流动性风险。

目录

中证 500ETF 期权和创业板 ETF 期权交易规则.....	5
三只 ETF 期权上市有望多维度积极影响市场.....	7
标的指数走势：复盘历史 3 次期权上市，对应标的指数共振上行	7
对应指数 ETF：促进 ETF 数量与规模提升，期权标的 ETF 受益最大.....	7
期权策略：传统策略规模扩容，关注跨品种策略与期权组合策略.....	9
创业板风险管理：创业板 ETF 期权是境内创业板首个场内风险管理工具	11
立体化交易：ETF、ETF 期权、股指期货、ETF 融券	13
期权市场指标信息：可反映投资者对 A 股大中小盘、创业板指的预期差异	15
期货贴水：中证 500ETF 期权或能缓解 IC 贴水.....	15
场外衍生品市场：提供波动率风险管理工具，波动率定价具有场内参考值	16
中证 500 指数的基本概况	17
指数定位：反映 A 股中小盘板块综合表现	17
行业分布：权重分散，成长、周期特征突出	19
基本面特征：预期盈利具备发展潜力，估值处于历史低位	19
创业板指数的基本概况.....	21
指数定位：反映 A 股创新成长类股票表现，凸显注册制改革意义	21
市值行业特征：市值分布不均，新兴行业为主.....	22
基本面特征：成长属性突出，盈利预期向好，估值尚在历史较低水平	23
风险因素	25
附录：场内金融衍生工具的推出历程.....	25

插图目录

图 1: A 股场内衍生品市场工具体系	5
图 2: 期权上市前后对应标的指数走势	7
图 3: 期权推出前后各指数 ETF 份额变化	8
图 4: 期权上市对相应指数 ETF 的数量具有促进作用	8
图 5: ETF 期权上市对标的 ETF 规模市占率的影响	9
图 6: ETF 期权上市对标的 ETF 成交额市占率的影响	9
图 7: 沪市期权投资者账户数量及单月增长量	9
图 8: 各个季度期权策略私募产品的备案数	9
图 9: 上证 50、中证 500、创业板指与沪深 300 的相对走势	10
图 10: 上证 50、中证 500、创业板指与沪深 300 的波动率之差	10
图 11: 被动买入 50ETF 认沽期权带来的成本损耗	11
图 12: 基于 300ETF 期权的固收+卖认沽期权策略表现	11
图 13: A 股融券余额市场板块分布	11
图 14: A 股日均融券卖出额市场板块分布	11
图 15: 创业板指与其他宽基指数的短期回撤对比（近 100 个交易日最大回撤）	12
图 16: 长城创业板指数增强基金相较于创业板指的超额收益	12
图 17: 创业板成长动量指数相较于创业板指的超额收益	12
图 18: 50ETF 期权 HTB 与 IH 当月合约基差之差	13
图 19: 300ETF 期权 HTB 与 IF 当月合约基差之差	13
图 20: 50ETF 期权蕴含升贴水与上证 50ETF 份额的关系	13
图 21: 沪市 300ETF 期权蕴含升贴水与沪市 300ETF 份额的关系	13
图 22: 中证 1000ETF 折溢价与中证 1000 股指期货贴水的走势（分钟线，2022/9/5 至 2022/9/7）	14
图 23: 中证 500 期货基差与南方中证 500ETF 份额的关系	14
图 24: 中证 500 期货基差与南方中证 500ETF 融券余量的关系	14
图 25: 上交所期权市场各类型投资者交易占比	16
图 26: 上交所期权市场各交易占比（按交易目的划分）	16
图 27: 证券公司场外衍生品存续规模与新增规模	16
图 28: 各类型场外期权存续规模占比	16
图 29: 可比产品名称含有“雪球”的月度发行数量	17
图 30: 中证 500 的成分股总市值分布	18
图 31: 中证 500 和创业板指的成分股流通市值分布	18
图 32: 主要宽基指数覆盖成分股近两年日均换手率	19
图 33: 主要宽基指数覆盖成分股近两年日均成交额	19
图 34: 中证 500 的行业公司数	19
图 35: 主要宽基指数预期净利润增速	20
图 36: 主要宽基指数预期净利润	20
图 37: 创业板指的成分股总市值分布	22
图 38: 创业板指的成分股流通市值分布	22
图 39: 主要宽基指数覆盖成分股近两年日均换手率	23
图 40: 主要宽基指数覆盖成分股近两年日均成交额	23
图 41: 中证 500 和创业板指的行业公司数	23
图 42: 主要宽基指数预期净利润增速	24

图 43：主要宽基指数预期净利润 24

表格目录

表 1：A 股场内 ETF 期权合约细则 6

表 2：期权推出前后不同区间涨跌幅（T 日价格为上市前一交易日收盘价） 7

表 3：创业板相关 ETF 两融交易情况 11

表 4：A 股场内衍生品的合约面值大小 15

表 5：中证 500 指数编制要素 17

表 6：主要宽基指数市值水平 18

表 7：主要宽基指数各交易所板块数量占比 18

表 8：主要宽基指数财务指标 20

表 9：主要宽基指数估值水平 21

表 10：创业板指编制要素 21

表 11：主要宽基指数市值水平 22

表 12：主要宽基指数财务指标 23

表 13：主要宽基指数估值水平 24

表 14：场内金融衍生工具的推出历程 25

■ 中证 500ETF 期权和创业板 ETF 期权交易规则

2022 年 9 月 2 日，证监会发布公告宣布启动沪市 500ETF 期权、深市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权上市工作，9 月 16 日沪深交易所发布三只期权合约交易细则并宣布于 9 月 19 日正式挂牌交易。待三只新 ETF 期权品种上市后，A 股场内衍生品市场已覆盖上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数的期货与期权合约，同时创业板 ETF 期权是创业板首只场内标准化衍生品。A 股场内衍生品市场已初步形成对大中小盘宽基指数期货与期权的全覆盖，同时创业板 ETF 期权也成为境内首个创新成长类股票的风险管理工具。

图 1：A 股场内衍生品市场工具体系



资料来源：上交所、深交所、中金所，中信证券研究部绘制

沪深交易所中证 500ETF 期权以及深交所创业板 ETF 期权的交易规则与原有的 ETF 期权基本保持一致，保证金、持仓限额、开仓限额等规则均无变化。最大不同在于创业板 ETF 期权的涨跌幅限制更宽松，保持了主板股票与创业板股票涨跌幅限制的差异。

由于标的 ETF 不同，ETF 期权存在以下差异：

(1) 合约面值有一定差异。按 2022 年 9 月 16 日收盘价计算，50ETF 期权、沪市 300ETF 期权、深市 300ETF 期权、沪市 500ETF 期权、深市 500ETF 期权、创业板 ETF 期权的合约面值分别为 2.72 万元、4 万元、4 万元、5.96 万元、6.08 万元、2.30 万元。

(2) 行权价间距不同，中证 500ETF 期权覆盖价格范围更宽，创业板 ETF 期权覆盖价格范围更窄。ETF 期权在 3 元以下的行权价间距为 0.05 元，3 元至 5 元的行权价间距为 0.1 元，5 元至 10 元的行权价间距为 0.25 元。按 2022 年 9 月 16 日价格计算，创业板 ETF 期权平值附近的行权价间距为 0.05 元，4 个虚值和 4 个实值合约可覆盖 ETF 上下约 9% 的价格范围；而中证 500ETF 期权平值附近的行权价间距为 0.25 元，4 个虚值和 4 个实值合约可覆盖 ETF 上下约 16% 的价格范围。

表 1: A 股场内 ETF 期权合约细则

合约名称	上证 50ETF 期权 (上交所)	沪深 300ETF 期 权(上交所)	沪深 300ETF 期 权(深交所)	中证 500ETF 期权 (上交所)	中证 500ETF 期权 (深交所)	创业板 ETF 期权 (深交所)
合约标的	华夏上证 50ETF (510050.SH)	华泰柏瑞沪深 300ETF (510300.SH)	嘉实沪深 300ETF (159919.SZ)	南方中证 500ETF (510500.SH)	嘉实中证 500ETF (159922.SZ)	易方达创业板 ETF(159915.SZ)
上市交易所	上海交易所	上海证券交易所	深圳证券交易所	上海证券交易所	深圳证券交易所	深圳证券交易所
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					
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)					
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					
最小变动价 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 = $\max\{\text{合约标的的前收盘价} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{合约标的的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的的前收盘价}] \times 10\%\}$ 认购期权最大跌幅 = $\text{合约标的的前收盘价} \times 10\%$ 认沽期权最大涨幅 = $\max\{\text{行权价格} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的的前收盘价}), \text{合约标的的前收盘价}] \times 10\%\}$ 认沽期权最大跌幅 = $\text{合约标的的前收盘价} \times 10\%$ (对创业板 ETF 期权而言, 上述公式中的 10% 均为 20%)					
维持保证金 最低标准	认购期权义务仓维持保证金 $= [\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的的收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{合约标的的收盘价})] \times \text{合约单位}$ 认沽期权义务仓维持保证金 $= \text{Min}[\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的的收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价格}), \text{行权价格}] \times \text{合约单位}$					
交易限制	限价申报的单笔申报最大数量为 50 张, 市价申报的单笔申报最大数量为 10 张。					
开仓限额	单日买入开仓限额为 10000 张。					
持仓限额	投资者单个合约品种权利仓持仓限额为 5000 张、总持仓限额为 10000 张。如因做市业务、套保交易等需要提高持仓限额的可向交易所申请。					
组合保证金 制度	特定组合可享受保证金优惠, 包括: 认购牛市价差、认购熊市价差、认沽牛市价差、认沽熊市价差、跨式空头、宽跨式空头。					
交易费用	交易所: 每张合约收取经手费 1.3 元, 暂免收取卖出开仓交易 (含备兑开仓) 经手费和期权业务相关的交易单元流量费。 中国结算: 收取交易结算费每张 0.3 元 (向交易双方收取) 和行权结算费每张 0.6 元 (向行权方收取), 业务试点初期暂免收取卖出开仓 (含备兑开仓) 交易结算费。					

资料来源: 上交所、深交所, 中信证券研究部

■ 三只 ETF 期权上市有望多维度积极影响市场

标的指数走势：复盘历史 3 次期权上市，对应标的指数共振上行

2015 年 2 月 9 日上交所推出境内首只场内 ETF 期权——上证 50ETF 期权，2019 年 12 月 23 日沪深交易所及中金所联合推出 3 只沪深 300 系列期权，2022 年 7 月 22 日中金所上市中证 1000 股指期货期权。

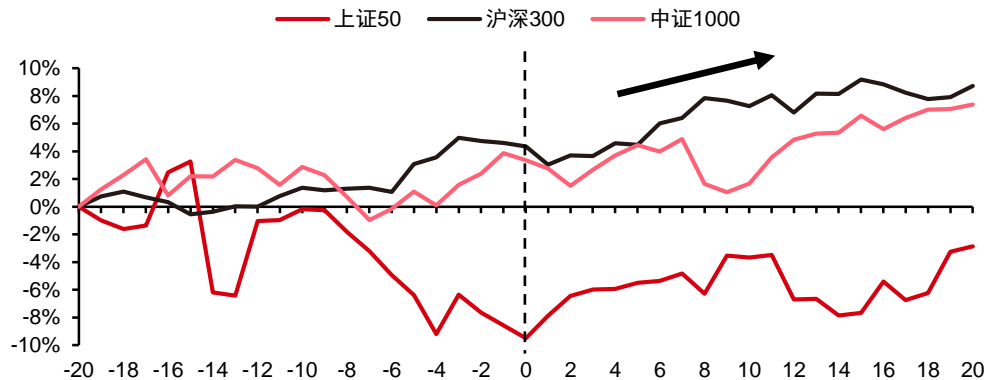
三次期权推出后的 20 个交易日，对应标的指数均处于上涨趋势中。以期权上市前一日收盘价为 T 日价格，自 T 日至 T+20 日，上证 50、沪深 300 和中证 1000 分别上涨了 7.31%、4.20% 和 3.90%。期权推出之前市场表现不一，上证 50 在推出期权前 20 个交易日下跌了 9.49%，而沪深 300 和中证 1000 在期权上市前分别上涨了 4.34% 和 3.36%。从历史经验来看，期权上市对于标的指数有一定的价格支撑作用。

表 2：期权推出前后不同区间涨跌幅（%，T 日价格为上市前一交易日收盘价）

指数	期权上市日期	T-20	T-10	T-5	T-1	T+1	T+5	T+10	T+20
上证 50	2015/2/9	-9.49	-9.33	-3.33	-1.01	1.55	4.40	6.42	7.31
沪深 300	2019/12/23	4.34	2.94	1.24	-0.25	-1.25	0.12	2.79	4.20
中证 1000	2022/7/22	3.36	0.47	2.23	-0.49	-0.58	1.06	-1.63	3.90

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：期权上市前后对应标的指数走势

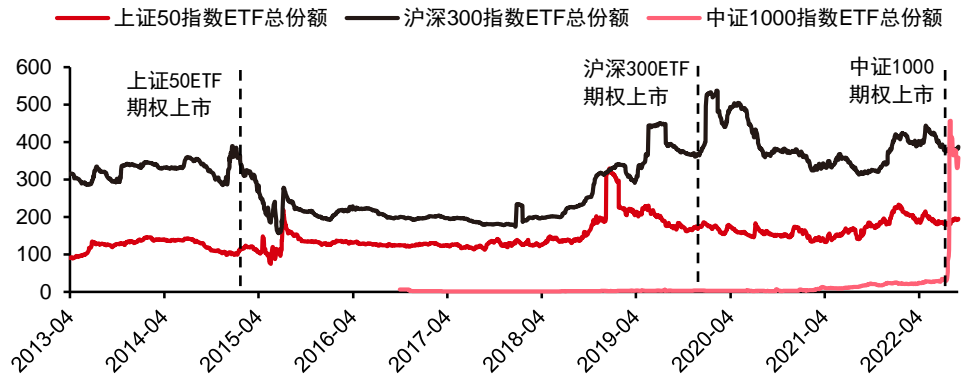


资料来源：Wind，中信证券研究部

对应指数 ETF：促进 ETF 数量与规模提升，期权标的 ETF 受益最大

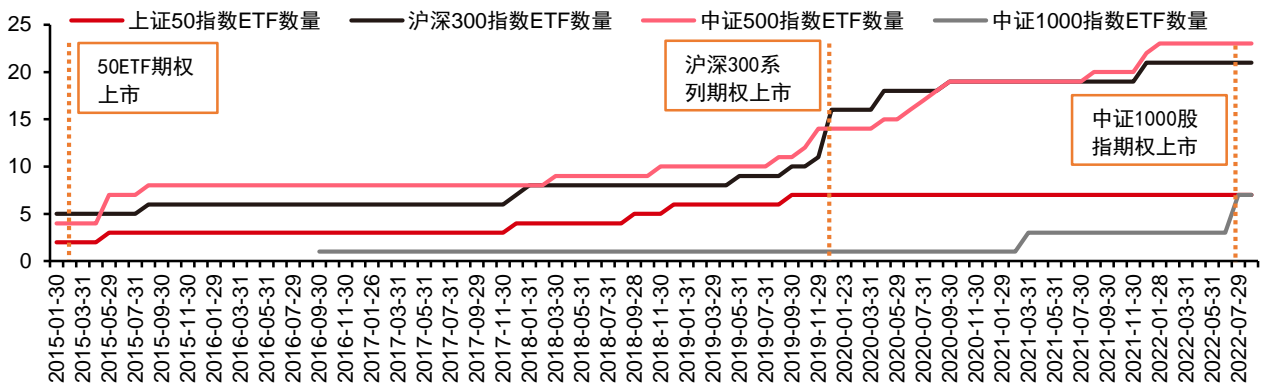
场内期权推出对相应指数 ETF 的数量与规模有提振作用。2015 年 2 月 9 日上证 50ETF 期权、2019 年 12 月 23 日沪深 300 系列期权以及 2022 年 7 月 22 日中证 1000 股指期货期权上市后，未来一段时间对应指数 ETF 的总份额有明显提升。ETF 数量方面，在期权推出前后一段时间，上证 50 指数、沪深 300 指数和中证 1000 指数对应的 ETF 数量均有明显增加。中证 500ETF 和创业板 ETF 的数量已相对较多，ETF 期权上市的正面影响可能更多在于 ETF 份额和成交额的提升。

图 3：期权推出前后各指数 ETF 份额（亿份）变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

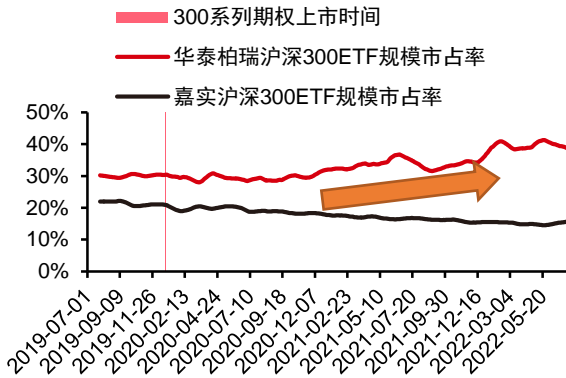
图 4：期权上市对相应指数 ETF 的数量具有促进作用



资料来源：Wind，中信证券研究部

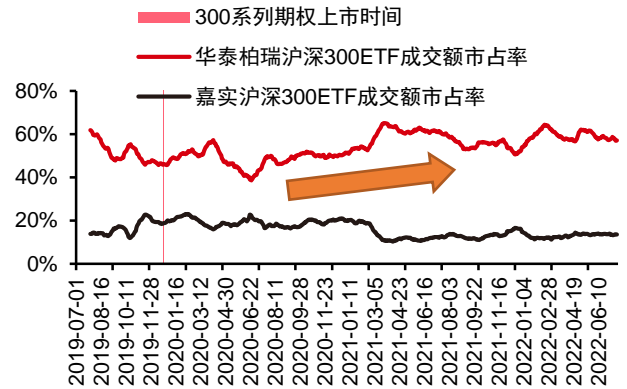
ETF 期权推出对标的 ETF 的正面影响较大，期权流动性越好影响越大。以沪深 300 系列期权上市为例，上交所 300ETF 期权上市后流动性较好，其标的 ETF（华泰柏瑞沪深 300ETF）的规模市占率和成交额市占率在期权上市后有明显的提升，其规模市占率自 2019 年 12 月 23 日的 30.34%（滚动 20 日均值，下同）提升至 2022 年 6 月 30 日的 39.38%，相同时间段其成交额市占率则从 46.22%提升 57.28%。沪深两市 50ETF 期权及创业板 ETF 期权的推出，对相应标的 ETF 的规模和成交额市占率料将有促进作用，影响大小将受到期权流动性的影响。

图 5: ETF 期权上市对标的 ETF 规模市占率的影响



资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 规模市占率为单只 ETF 规模占全部沪深 300ETF 总规模的比例, 成交额市占率为单只 ETF 成交额占全部沪深 300ETF 总成交额的比例; 上图为滚动 20 日均值。

图 6: ETF 期权上市对标的 ETF 成交额市占率的影响

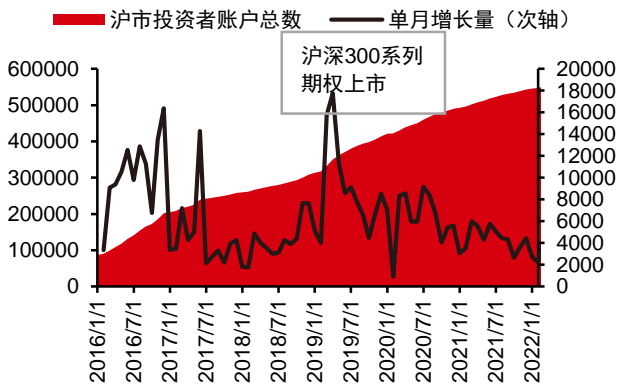


资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 规模市占率为单只 ETF 规模占全部沪深 300ETF 总规模的比例, 成交额市占率为单只 ETF 成交额占全部沪深 300ETF 总成交额的比例; 上图为滚动 20 日均值。

期权策略: 传统策略规模扩容, 关注跨品种策略与期权组合策略

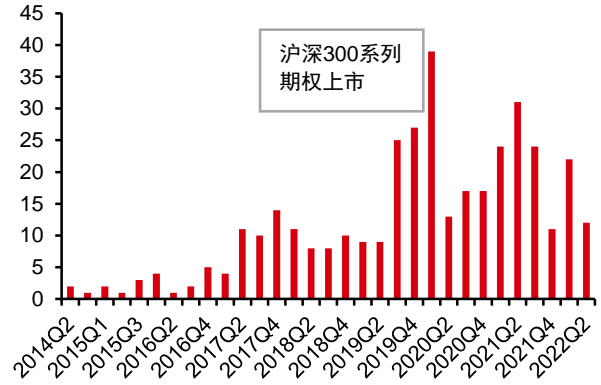
期权新品种上市可吸引更多投资者参与期权市场。2019 年底沪深 300 系列期权上市前后, 上交所期权投资者账户数增加明显, 2019 年平均每月新增期权账户数 0.88 万户, 2020 年和 2021 年分别为 0.64 万户和 0.44 万户。截至 2022 年 5 月 31 日, 沪市期权投资者账户数量达 55.89 万户。另一方面, 从期权策略私募产品备案数来看, 2019Q3、2019Q4、2020Q1 新增备案数分别达到 25、27、39 只, 较此前明显提升一个台阶。

图 7: 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

图 8: 各个季度期权策略私募产品的备案数

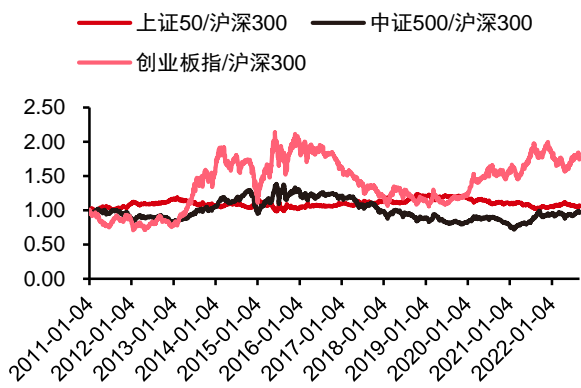


资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中信证券研究部。注: 名称中包含“期权”字样的私募产品被视为期权策略产品。

期权新品种上市给各类期权策略带来新的交易标的, 策略规模扩容、获取收益的机会更多。对波动率套利策略、期权做市策略而言, 策略的规模容量与收益受到期权成交量的影响, 期权新品种上市后, 500ETF 期权和创业板 ETF 期权可以承接原有策略, 增加获取收益的机会、提升策略容量。中证 500 指数与创业板指数的波动率一般大于沪深 300 指数和上证 50 指数, 标的波动率越大, 对波动率套利策略、做市策略的实施越有利。

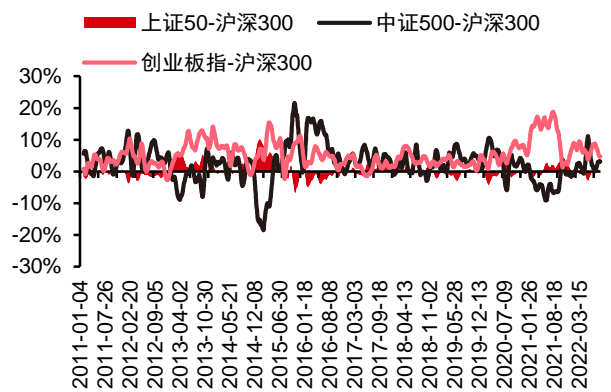
原有沪深 300 期权与上证 50 期权的标的指数走势相近，中证 500 指数与创业板指的走势与上证 50、沪深 300 差异较大，跨品种策略将极大丰富。从指数走势来看，上证 50 指数与沪深 300 指数均代表大盘股且成份股重叠较多，历史上走势极为相近，中证 500 与创业板指由于定位与沪深 300 指数不同因此走势时常出现明显的分化。从指数波动率来看，上证 50 指数的波动率与沪深 300 指数相差较小，二者期权的隐含波动率曲面差异不大，中证 500 指数与创业板指的波动率与沪深 300 相差较大且时有起伏。对跨品种套利和跨品种方向性交易而言，中证 500ETF 期权和创业板 ETF 期权的上市无疑提供了更多策略机会。

图 9：上证 50、中证 500、创业板指与沪深 300 的相对走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

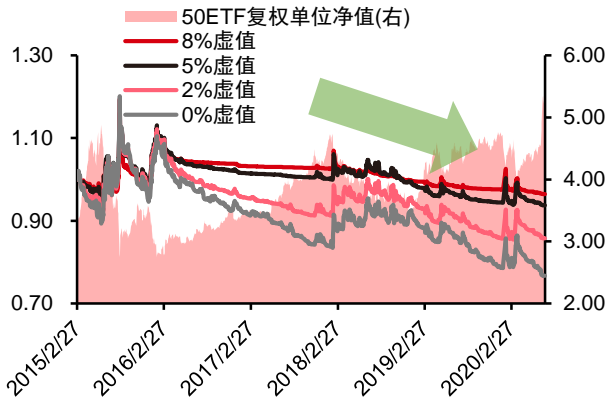
图 10：上证 50、中证 500、创业板指与沪深 300 的波动率之差



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：历史 30 日收益率计算年化波动率，上图展示滚动 20 日均值。

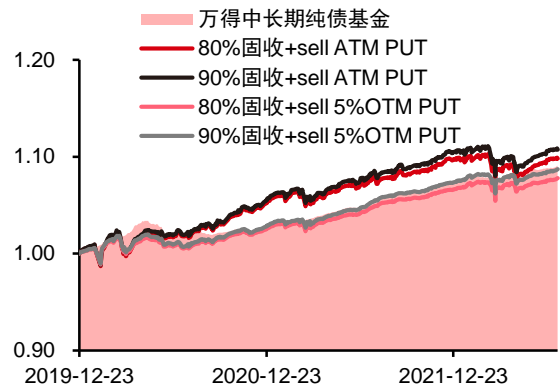
期权组合策略有望打开空间，部分“权益+期权”、“固收+期权”策略在中证 500ETF 期权和创业板 ETF 期权上的应用效果可能更好。（1）对保护性认沽策略（权益资产+买入认沽期权）而言，策略的痛点在于期权费的损失较大，上证 50 增强和沪深 300 增强的超额收益较薄，难以补贴认沽期权费的损失，而中证 500 指数由于成份股权重分散、行业均衡、截面波动较大，其增强策略的超额收益更为丰厚，因此基于中证 500 指数构建的保护性认沽策略可以用权益多头端的超额收益来弥补期权费损失，从而避免在市场震荡或上涨时期期权策略的表现明显弱于标的资产。（2）对备兑策略（权益资产+卖出认购期权）而言，当市场横盘震荡或下跌时，期权费可用于增强收益，中证 500 指数和创业板指数的波动率大于沪深 300 指数，相应期权费更高，在市场上涨动力不足时通过卖出二者的认购期权可以获取更多收益增厚。（3）对 Put Write 策略（固收+卖出认沽期权）而言，500ETF 期权要优于 300ETF 期权和 50ETF 期权，一是因为中证 500 指数的波动率更大、期权费更高，而是因为中证 500 股指期货存在长期贴水，也会导致 500ETF 认沽期权的价格更贵。

图 11: 被动买入 50ETF 认沽期权带来的成本损耗



资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 选择近月合约, 期权面值与总资产相等, 期权到期后换仓。

图 12: 基于 300ETF 期权的固收+卖认沽期权策略表现

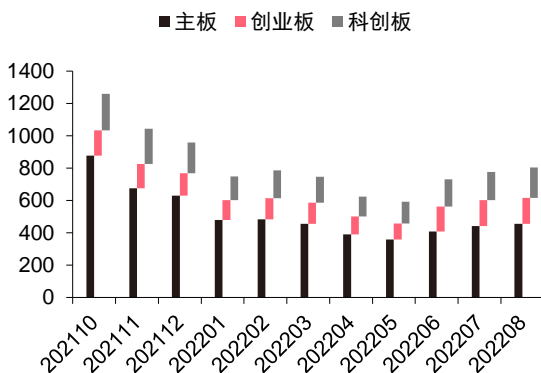


资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 选取近月合约, 期权面值等于总资产的 20%, 到期后换仓。

创业板风险管理: 创业板 ETF 期权是境内创业板首个场内风险管理工具

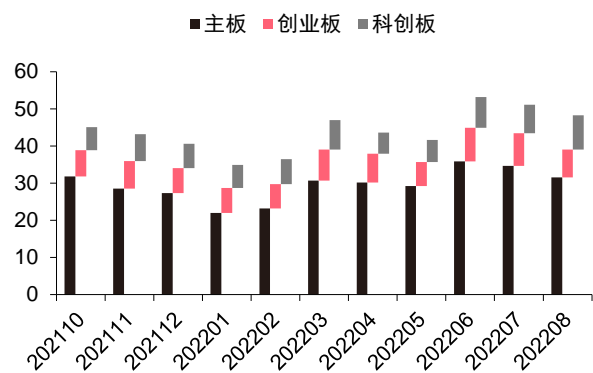
从个股融券交易来看创业板股票存在风险管理需求。2022 年 8 月, 主板、创业板及科创板个股融券交易占比分别为 65.3%、15.7%和 19.0%, 2022 年 8 月末主板、创业板和科创板融券余额占比分别为 56.7%、19.8%和 23.5%。创业板相关 ETF 在 2022 年 8 月合计融券卖出额为 6.79 亿元, 融券余额为 1.59 亿元。

图 13: A 股融券余额市场板块分布 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 数据截至 2022/8/31

图 14: A 股日均融券卖出额市场板块分布 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 数据截至 2022/8/31

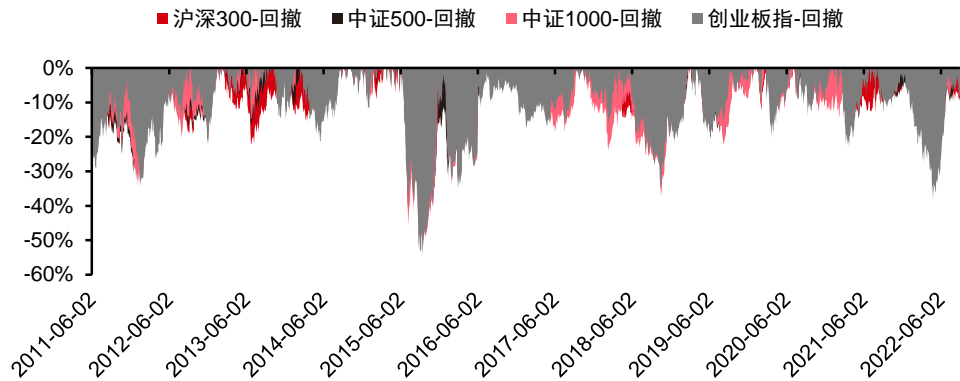
表 3: 创业板相关 ETF 两融交易情况

基金代码	基金简称	指数名称	近一月日均融券余额	近一月融资买入额	近一月日均融券余额	近一月融券卖出额	融券卖出额/ETF 成交额	融券余额/ETF 规模
159915.SZ	易方达创业板 ETF	创业板指数 P	2.03	6.31	0.89	3.06	2.01%	0.60%
159952.SZ	广发创业板 ETF	创业板指数 P	0.19	0.47	0.43	0.17	2.03%	2.41%
159948.SZ	南方创业板 ETF	创业板指数 P	0.03	0.12	0.04	0.00	0.00%	0.18%
159977.SZ	天弘创业板 ETF	创业板指数 P	0.04	0.18	0.00	0.00	0.00%	0.00%
159966.SZ	华夏创业板低波蓝筹 ETF	创业板低波蓝筹	0.04	0.08	0.02	0.00	0.00%	0.32%
159967.SZ	华夏创业板动量成长 ETF	创业板动量成长	0.59	1.57	0.04	0.73	2.18%	0.12%
159949.SZ	华安创业板 50ETF	创业板 50 指数	3.39	11.25	0.18	2.83	1.77%	0.21%

资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 上述统计为 2022 年 8 月数据。

创业板指的波动大于沪深 300 等宽基指数，更需要期权来进行风险管理。创业板的涨跌幅限制为 20%，创业板指的波动明显大于沪深 300、中证 500 等指数，创业板指的短期回撤幅度（近 100 个交易日最大回撤）大于其他宽基指数，在特定时期创业板 ETF 期权的风险管理作用将得到有效发挥。

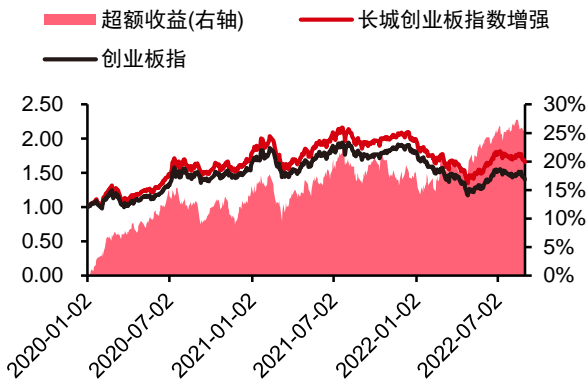
图 15：创业板指与其他宽基指数的短期回撤对比（近 100 个交易日最大回撤）



资料来源：Wind，中信证券研究部

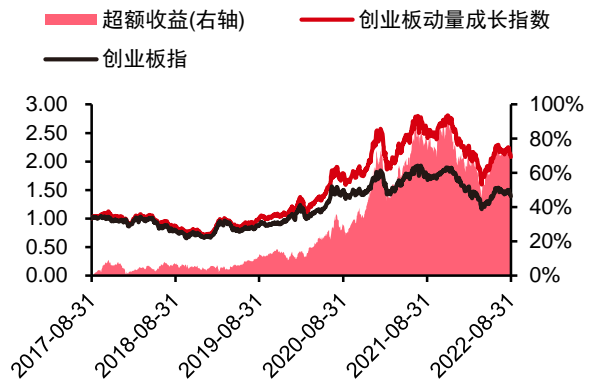
创业板 ETF 期权可合成期货空头，在对冲成本合理的情况下，可用于捕捉相对收益。截至 2022 年 Q2 国内市场共有 6 只创业板指指数增强基金，其中规模最大的是长城创业板指数增强（001879.OF），2022Q2 规模达到 12.73 亿元，2020 年年初至 2022 年 8 月末长城创业板指数增强基金共实现了 25% 的超额收益。创业板动量成长指数（399296.SZ）相较创业板指暴露了更多的动量和成长因子，2017 年 8 月末至 2022 年 8 月末该指数相较创业板指的超额收益达到 69%，分阶段来看当创业板指处于上涨趋势中时，创业板动量成长指数相较创业板指的超额收益十分明显。现货端持有创业板指数增强基金或者创业板 Smart Beta 基金，在创业板 ETF 期权合成空头对冲成本合理的情况下，如超额收益明显则可捕捉相对收益。如果创业板 ETF 期权合成期货存在较大贴水，也可通过期权组合来实现相较创业板指的稳定超额收益。

图 16：长城创业板指数增强基金相较于创业板指的超额收益



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：考察期为 2020 年年初至 2022 年 8 月末。

图 17：创业板成长动量指数相较于创业板指的超额收益

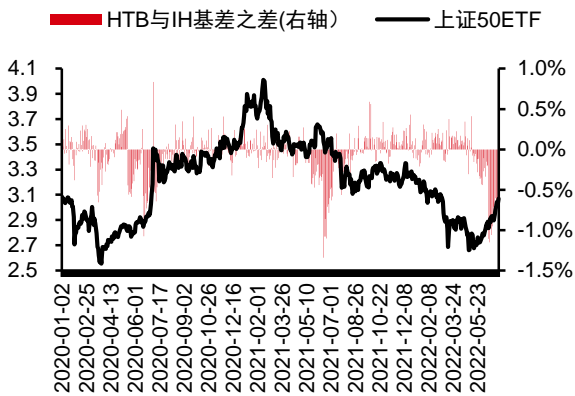


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：考察期为 2017 年 8 月末至 2022 年 8 月末。

立体化交易：ETF、ETF 期权、股指期货、ETF 融券

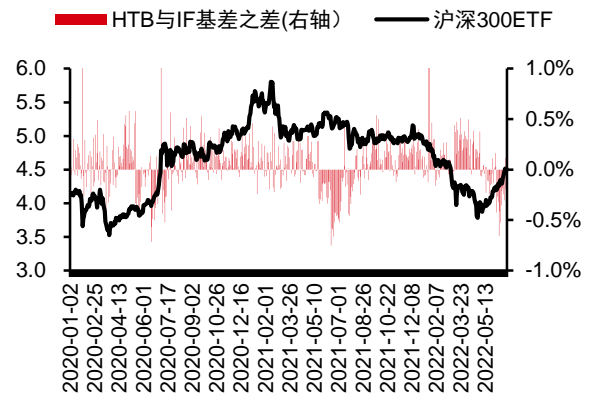
期权和期货之间维持一定的价格关系，套利的存在使得价格偏离迅速收敛。期权的 HTB (Hard-to-Borrow Rate) 反映的是通过期权构建现货空头的成本，将 HTB 与对应月份股指期货主力合约的基差做差，反映的是期权与对应股指期货之间是否存在无风险套利机会。由以下各图可见，对于 50ETF 期权和上证 50 股指期货来说，该序列 2017 年以来大部分时期处于 $\pm 0.5\%$ 之间波动；对于 300ETF 期权和沪深 300 股指期货来说，自 2019 年 12 月沪市 300ETF 期权上市后，该序列也基本保持在 $\pm 0.5\%$ 之间波动。

图 18：50ETF 期权 HTB 与 IH 当月合约基差之差



资料来源：Wind，中信证券研究部

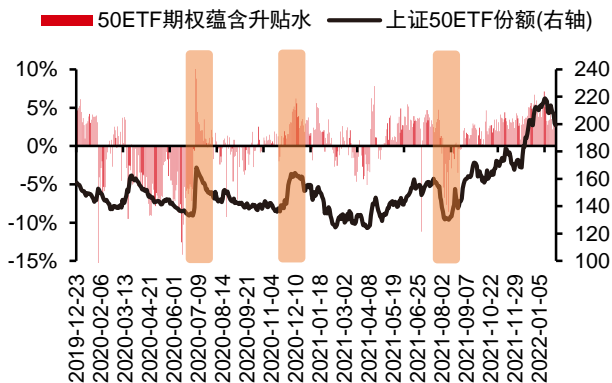
图 19：300ETF 期权 HTB 与 IF 当月合约基差之差



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：以上交所沪深 300ETF 期权计算

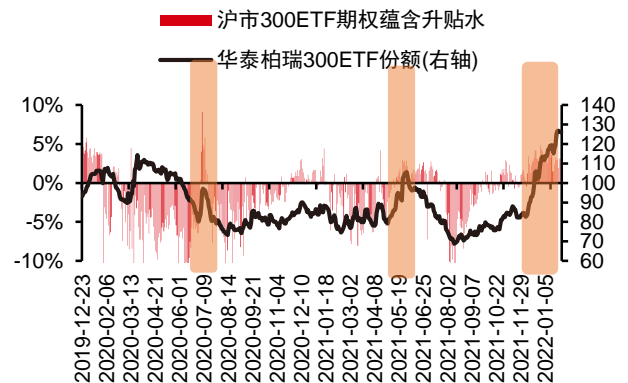
ETF 期权合成期货空头后的升贴水大小将影响 ETF 份额变动。根据上证 50ETF 期权和华泰柏瑞沪深 300ETF 期权的经验来看，利用 ETF 期权合成期货空头后的升贴水大小对标的 ETF 份额的影响较大，当由贴水转向升水时 ETF 份额往往会增加，当贴水幅度扩大时 ETF 份额则会减小。主要驱动原因是 ETF 期权与 ETF 之间的套利行为，当出现升水时可通过买入 ETF 和期权合成空头来实现套利，反之亦然。

图 20：50ETF 期权蕴含升贴水与上证 50ETF 份额的关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

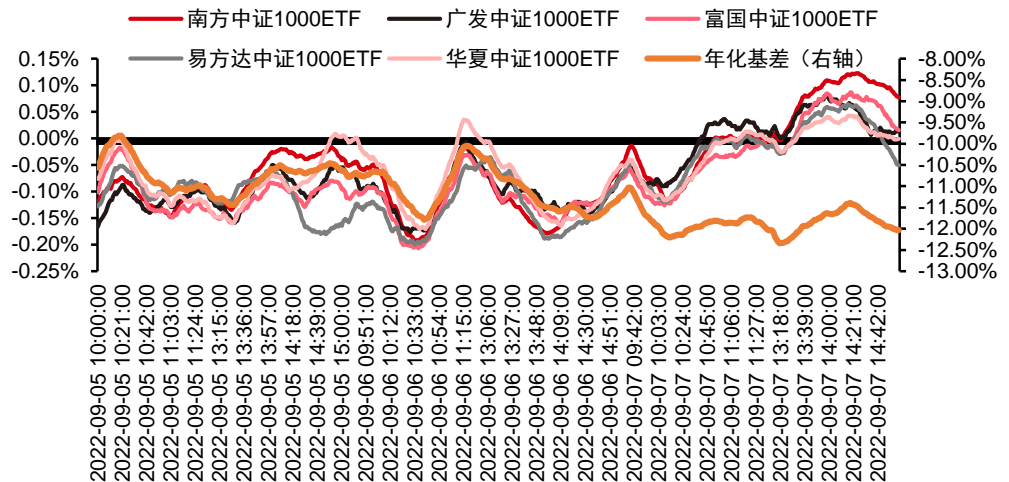
图 21：沪市 300ETF 期权蕴含升贴水与沪市 300ETF 份额的关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

ETF 折溢价率受到期权/期货贴水的影响。以中证 1000ETF 和中证 1000 股指期货为例，ETF 的日内折溢价走势与期货的升贴水走势呈现相同的变化趋势，当期货基差走阔时 ETF 会出现更高的折价率，而期货基差收敛时 ETF 的折价率会有所收敛，主要驱动原因是 ETF 与期货/期权之间的套利行为。由于期货基差没有明确的中枢值，而 ETF 折溢价的中枢值是 0，所以期货基差走势与 ETF 折溢价走势在日间来看可能并不一致，但在日内则会呈现出较为一致的方向性变动。

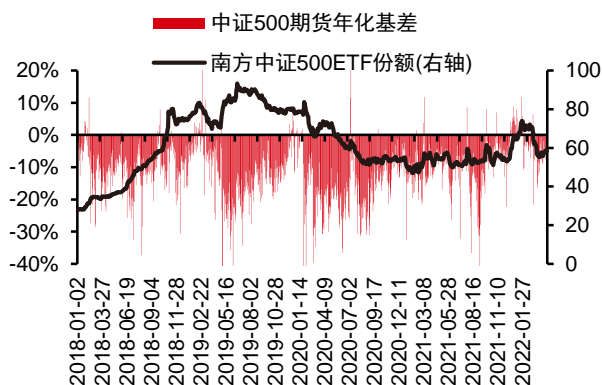
图 22：中证 1000ETF 折溢价与中证 1000 股指期货贴水的走势（分钟线，2022/9/5 至 2022/9/7）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：为可视化，上图展示各指标的 30 分钟移动平均值。

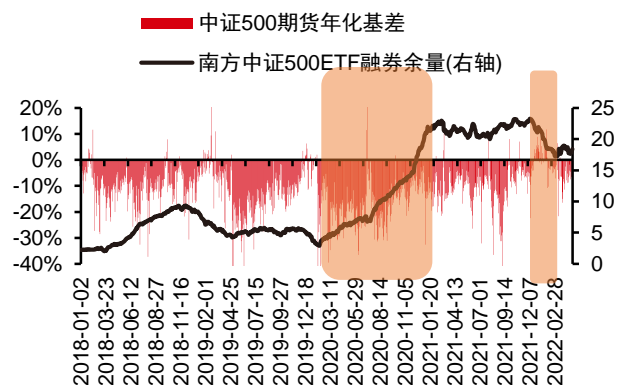
ETF 融券余额与期权/期货的联系同样较为紧密。融券对冲与期货对冲存在替代性，当期货对冲成本较高时对应 ETF 的融券余额将增加，当期货贴水收敛时对应 ETF 的融券余额将降低。当期货贴水显著大于 ETF 融券成本时，也可通过做多期货、融券做空 ETF 来实现套利。

图 23：中证 500 期货基差与南方中证 500ETF 份额的关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：中证 500 期货基差与南方中证 500ETF 融券余额的关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

期权市场指标信息：可反映投资者对 A 股大中小盘、创业板指的预期差异

期权市场的隐含波动率水平及曲线形态蕴含了期权投资者对标的资产的预期。VIX 指标反映的是投资者对标的资产未来一段时间波动率的预期，VIX 越大表明投资者预期波动率越高。认购 skew 和认沽 skew 指标反映投资者对标的资产的预期走势，认购 skew 越高表明投资者对标的看涨预期较强，认沽 skew 越高表明投资者对标的看跌预期较强。

上证 50 指数和沪深 300 指数的相似度较高，相应期权的 VIX 和 skew 等指标走势非常相近。2022 年 7 月中证 1000 股指期货上市，2022 年 9 月中证 500ETF 期权和创业板 ETF 期权上市，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、创业板指的定位不同且走势相差较大，期权市场的指标将反映期权市场投资者对 A 股大中小盘、创业板指的预期差异。

期货贴水：中证 500ETF 期权或能缓解 IC 贴水

中证 500 股指期货长期处于贴水状态，主要因为期货市场的多空力量不均衡，做空股指期货用于对冲的交易占比较大。中证 500ETF 期权的上市能引入做多力量，而期权与期货之间的价格存在传导关系，500ETF 期权或能一定程度缓解 IC 贴水。具体来看主要体现在两个方面：

第一，ETF 期权面值较小，更容易吸引方向性交易者的参与。ETF 期权的合约面值较小，以 2022 年 9 月 16 日收盘价计算，南方中证 500ETF 期权与嘉实中证 500ETF 期权的合约面值分别为 5.96 万元和 6.08 万元，约为中证 500 股指期货合约面值的 1/20。ETF 期权较小的合约面值，更容易吸引方向性交易者参与。

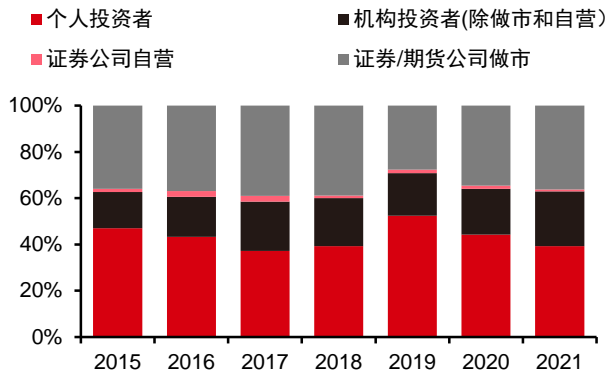
表 4：A 股场内衍生品的合约面值大小

类别	衍生品合约	标的代码	标的价格（2022-09-16）	合约乘数	合约面值（万元）
ETF 期权	50ETF 期权	510050.SH	2.72	10000	2.72
	华泰柏瑞沪深 300ETF 期权	510300.SH	4.00	10000	4.00
	嘉实沪深 300ETF 期权	159919.SZ	4.00	10000	4.00
	南方中证 500ETF 期权	510500.SH	5.96	10000	5.96
	嘉实中证 500ETF 期权	159922.SZ	6.08	10000	6.08
	易方达创业板 ETF 期权	159915.SZ	2.30	10000	2.30
股指期货	沪深 300 股指期货	000300.SH	3932.68	100	39.33
	中证 1000 股指期货	000852.SH	6481.24	100	64.81
股指期货	上证 50 股指期货	000016.SH	2678.03	300	80.34
	沪深 300 股指期货	000300.SH	3932.68	300	117.98
	中证 500 股指期货	000905.SH	5954.50	200	119.09
	中证 1000 股指期货	000852.SH	6481.24	200	129.62

资料来源：上交所、深交所、中金所，中信证券研究部

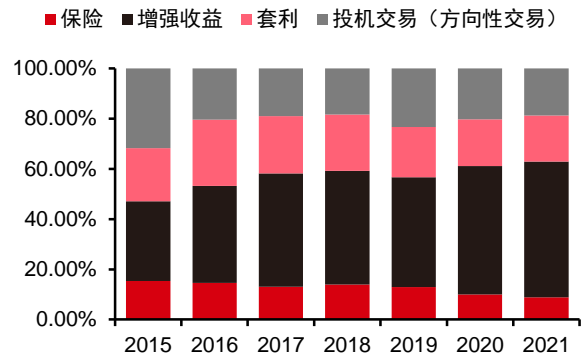
第二，根据上交所发布的股票期权市场发展报告，沪市 ETF 期权市场的个人投资者占比、认购期权交易占比、方向性交易占比较高。根据 2021 年《上海证券交易所股票期权市场发展报告》，个人投资者成交占比为 39.32%，认购期权成交占比为 53.88%，方向性交易占比为 18.71%。

图 25: 上交所期权市场各类型投资者交易占比



资料来源: 上交所, 中信证券研究部

图 26: 上交所期权市场各交易占比 (按交易目的划分)



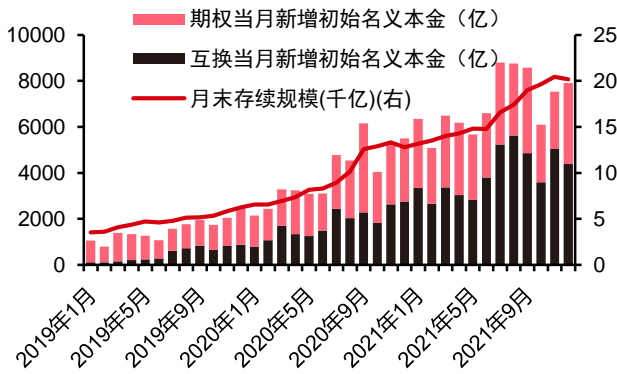
资料来源: 上交所, 中信证券研究部

场外衍生品市场: 提供波动率风险管理工具, 波动率定价具有场内参考值

近年来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, 其中场外期权 9907 亿元, 结构上股指类占比有所提升。基于中国证券业协会发布的证券公司 2021 年度基于柜台与机构客户对手方交易业务收入排名, 排名前 20 的券商 2021 年场外期权业务总收入 112 亿元, 同比增长 59.46%。

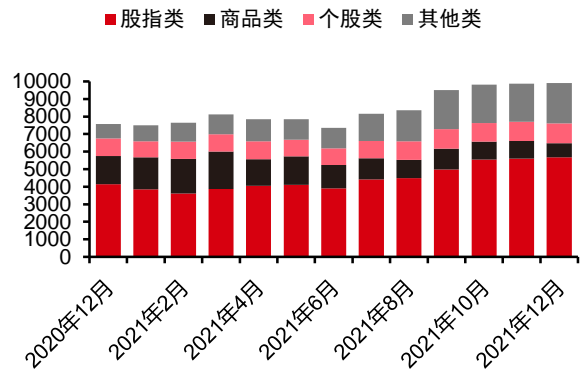
中证 500ETF 期权的上市具有重要意义, 一方面 500ETF 期权可以给交易商提供波动率风险管理工具, 另一方面场内 500ETF 期权的波动率可为场外衍生品提供定价参考。

图 27: 证券公司场外衍生品存续规模与新增规模



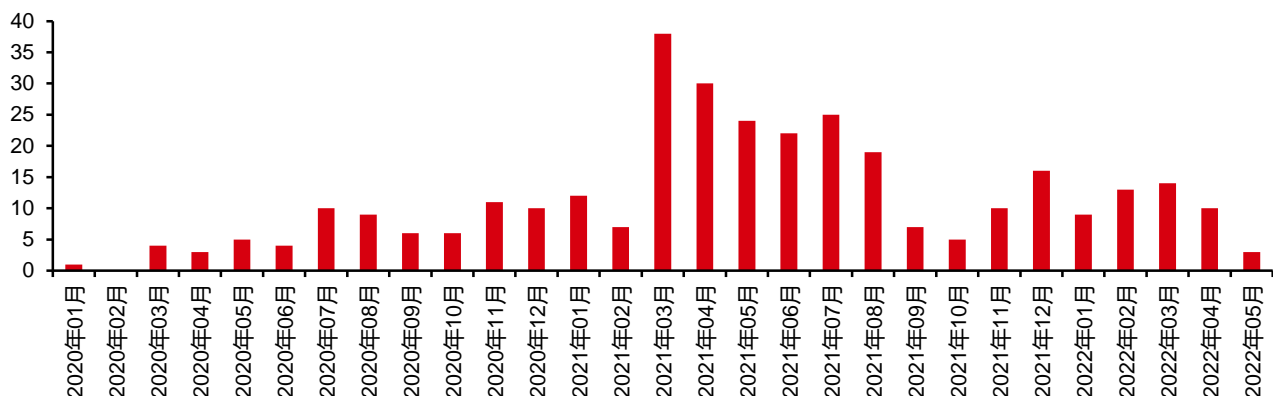
资料来源: 中国证券业协会, 中信证券研究部

图 28: 各类型场外期权存续规模占比



资料来源: 中国证券业协会, 中信证券研究部

图 29: 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。

■ 中证 500 指数的基本概况

指数定位: 反映 A 股中小盘板块综合表现

中证 500 指数由全部 A 股中剔除沪深 300 指数成份股及总市值排名前 300 名的股票后, 总市值排名靠前的 500 只股票组成, 综合反映中国 A 股市场中一批中小市值公司的股票价格表现。

表 5: 中证 500 指数编制要素

指数名称	中证 500 指数
指数代码	000905
发布日期	2007/01/15
基日	2004/12/31
样本股数量	500
加权方式	自由流通市值加权分级靠档
定期调整	每半年调整一次, 时间为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日
指数类型	价格指数
样本空间及选样规则	在中证全指中剔除沪深 300 指数样本以及过去一年日均总市值排名前 300 的证券; 对样本空间内剩余证券按照过去一年日均成交金额由高到低排名, 剔除排名后 20% 的证券; 将剩余证券按照过去一年日均总市值由高到低进行排名, 选取排名前 500 的证券作为指数样本。

资料来源: 中证指数公司, 中信证券研究部

从各大宽基指数覆盖总市值和流通市值的角度看, 中证 500 指数覆盖的市值水平与中证 1000 和深证 100 相近, 略低于上证 50, 总市值占比 13.46%, 流通市值占比为 17.13%。从总市值分布来看, 中证 500 指数主要以 500 亿以下的公司为主, 其中分布在 100-200 亿之间的公司最多, 一共有 209 家, 而在 500 亿以上的仅 16 家。从流通市值分布来看, 仅有 1 家公司流通市值高于 500 亿, 其余均在 500 亿以下。中证 500 指数成份股以中小市值为主, 反映 A 股中小盘板块综合表现。

表 6：主要宽基指数市值水平

证券名称	成分股总市值(亿元)	成分股自由流通市值(亿元)	成分股总市值占全市场比例	成分股自由流通市值占全市场比例
上证 50	182,565.9479	68,914.4349	20.28%	18.77%
上证 180	324,855.8530	113,356.9591	36.09%	30.87%
沪深 300	485,100.9126	191,022.9663	53.90%	52.02%
中证 500	121,134.6912	62,911.6164	13.46%	17.13%
中证 800	606,235.6038	253,934.5826	67.36%	69.15%
中证 1000	119,160.1912	63,735.0065	13.24%	17.36%
深证 100	139,703.6409	73,285.9430	15.52%	19.96%
创业板指	62,091.8053	34,093.0579	6.90%	9.28%
科创 50	24,846.6793	8,554.0671	2.76%	2.33%

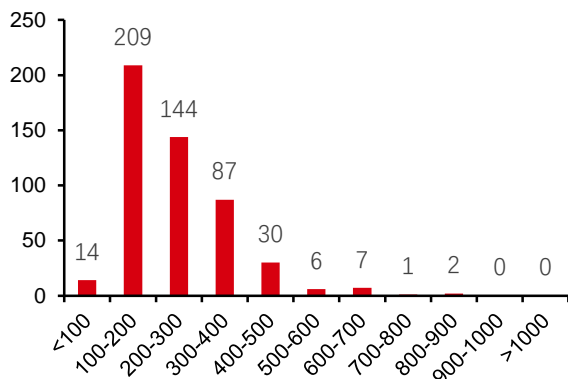
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

表 7：主要宽基指数各交易所板块数量占比

指数名称	主板	中小板	创业板	科创板
上证 50	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
沪深 300	66.67%	16.67%	12.33%	4.33%
中证 1000	46.90%	22.10%	24.30%	6.70%
中证 500	64.53%	22.24%	9.62%	3.61%
中证 800	65.33%	20.15%	10.64%	3.88%
科创 50	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
创业板指	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%

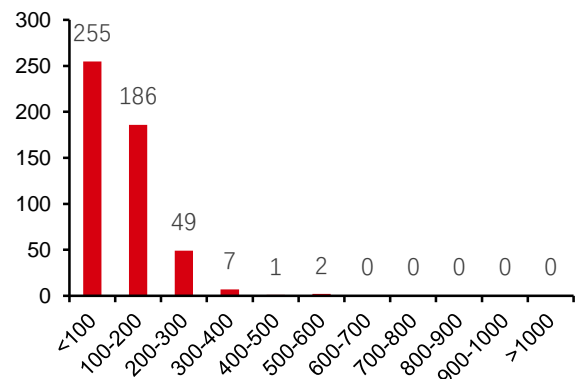
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：中证 500 的成分股总市值（亿元）分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

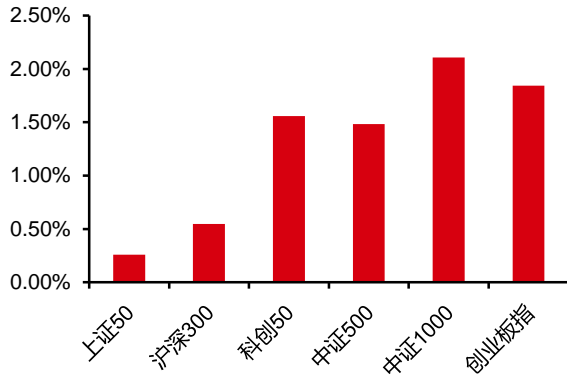
图 31：中证 500 和创业板指的成分股流通市值（亿元）分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

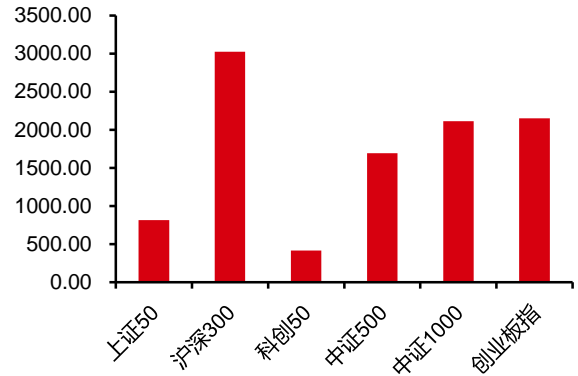
从流动性来看，以近两年日均换手率和日均成交额为考察对象，中证 500 成分股的流动性水平处于主要宽基指数的中游水平，日均换手率与科创板相近，低于中证 1000 和创业板指；日均成交额高于上证 50、科创 50，低于沪深 300、中证 1000 和创业板指。

图 32：主要宽基指数覆盖成分股近两年日均换手率



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

图 33：主要宽基指数覆盖成分股近两年日均成交额（亿元）

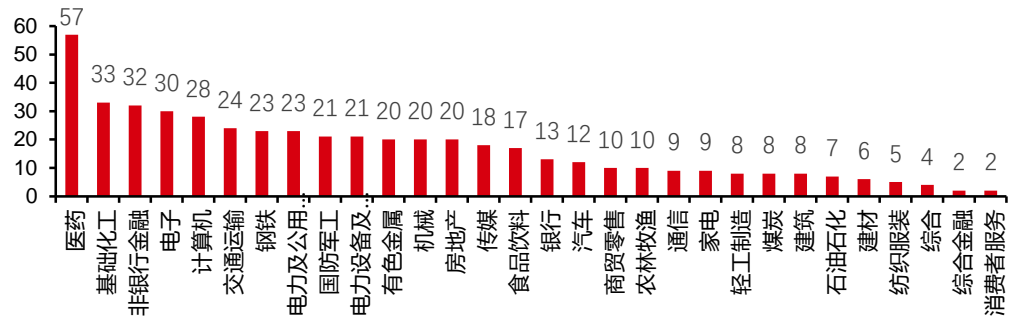


资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

行业分布：权重分散，成长、周期特征突出

在行业分布上，中证 500 指数的成分股覆盖了全部中信一级行业，其中医药行业的公司数最多，其次是基础化工和非银金融，整体来看中证 500 的行业和分布较为分散，成长型行业和周期型行业的占比较大，具备投资价值。

图 34：中证 500 的行业公司数



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

基本面特征：预期盈利具备发展潜力，估值处于历史低位

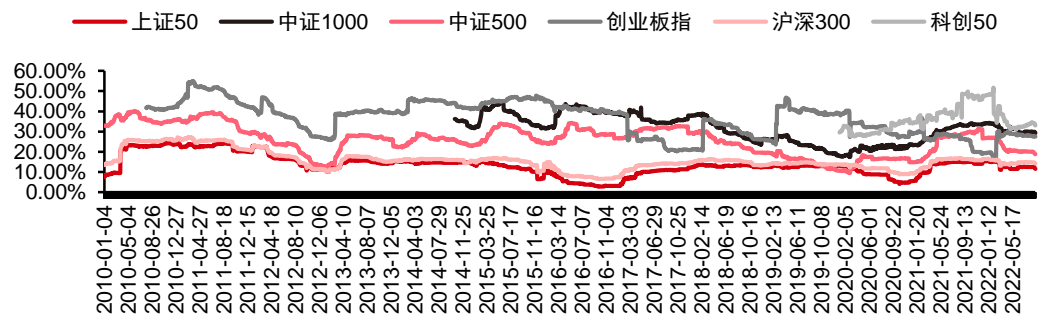
从最新可获得财务数据来看，中证 500 净利润增速为负值，其盈利能力有所下降，但是从一致预期数据来看，中证 500 盈利预期在主要宽基指数中仍处于中偏上水平，盈利能力呈长期趋势性改善，且营收能力仍旧处于较高水平，说明各个机构仍旧看好中证 500 成分股的发展潜力。

表 8：主要宽基指数财务指标（单位：亿元）

	净利润 TTM	净利润 TTM 同比增速	营业收入 TTM	营业收入 TTM 同比增速
上证 50	6156.114	9.85%	51468.79	10.49%
沪深 300	13714.76	5.09%	138222.7	12.98%
科创 50	199.04	34.61%	1587.908	43.88%
中证 1000	2126.734	5.31%	43047.14	16.52%
中证 500	3041.311	-5.68%	64616.46	13.71%
创业板指	685.1102	-9.59%	6468.955	30.84%

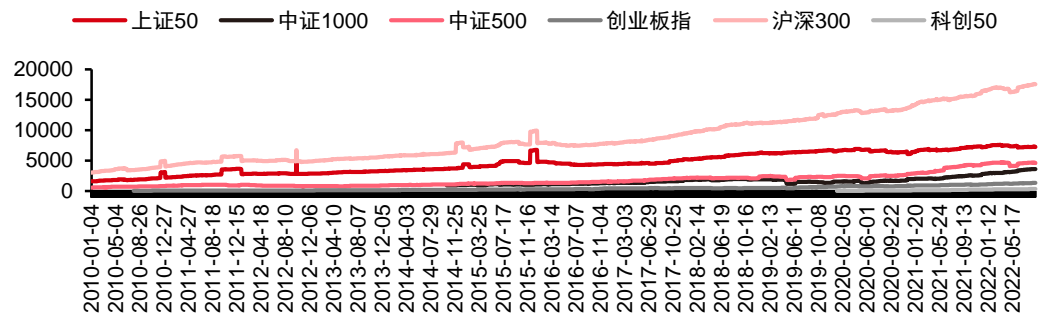
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

图 35：主要宽基指数预期净利润增速



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

图 36：主要宽基指数预期净利润（亿元）



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

从当前估值指标来看，当前中证 500 的市盈率为 21.82，在主要宽基指数中处于中等水平，低于创业板指和中证 1000，历史分位点水平为 16.28%，处于历史地位，具备较高的投资性价比。

表 9：主要宽基指数估值水平

	PE_TTM	PB_MRQ	PS_TTM	PE_TTM 历史分位点
上证 50	9.61	1.25	1.02	37.52%
沪深 300	11.65	1.38	1.19	31.77 %
中证 1000	30.02	2.50	1.47	11.60%
中证 500	21.82	1.69	0.98	16.28%
创业板指	47.92	5.60	4.77	31.09%
中证全指	16.35	1.62	1.24	39.18%

资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 7 月 15 日

■ 创业板指数的基本概况

指数定位：反映 A 股创新成长类股票表现，凸显注册制改革意义

创业板指数是深交所多层次资本市场的核心指数之一，由最具代表性的 100 家创业板上市企业股票组成，反映创业板市场层次的运行情况。创业板指数新兴产业、高新技术企业占比高，成长性突出，兼具价值尺度与投资标的的功能。

2020 年 4 月 27 日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会发布创业板首发注册办法、创业板再融资注册办法等规则的征求意见稿，深交所发布创业板改革并试点注册制配套业务规则征求意见稿，创业板改革大幕正式拉开。

《创业板改革并试点注册制总体实施方案》指出，推进创业板改革并试点注册制，是深化资本市场改革、完善资本市场基础制度、提升资本市场功能的重要安排。要着眼于打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础性制度改革，坚持创业板和其他板块错位发展，找准各自定位，办出各自特色，推动形成各有侧重、相互补充的适度竞争格局。

创业板注册制改革意义可以归纳为三大使命、一条主线和三个统筹。“三大使命”是指：在科创板基础上，扩大注册制试点范围，为其他存量板块推广注册制积累经验；进一步增强资本市场对创新创业企业的包容性，突出不同市场板块的特色；推进基础制度改革，增强资本市场的基础性功能和作用。“一条主线”指：改革实施以信息披露为核心的股票发行注册制，提高透明度真实性，由投资者自主判断投资价值，真正把选择权交给市场。“三个统筹”是指：统筹推进创业板改革与多层次资本市场体系建设，坚持板块错位发展，形成各有侧重、相互补充、适度竞争的格局；统筹推出一揽子改革措施，健全创业板改革的配套制度；统筹增量改革和存量改革，包容存量，稳定存量公司的预期，平稳实施改革。

表 10：创业板指编制要素

指数名称	创业板指数
指数代码	399006
发布日期	2010/05/31
基日	2010/06/01
样本股数量	500
加权方式	自由流通市值加权
定期调整	每半年调整一次，时间为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日
指数类型	价格指数

指数名称	创业板指数
样本空间及选样规则	<p>样本空间为为发布日已纳入深证综合指数计算的全部创业板股票。在创业板指数样本未满足 100 只前，新上市创业板股票，在其上市后第十一个交易日纳入指数计算。当创业板指数样本数量满 100 只后，样本数量锁定不再增加，以后需要对入围的股票进行排序选出样本股。首先，计算入围选样空间股票在最近半年的 A 股日均总市值和 A 股日均成交金额；其次，对入围股票在最近半年的 A 股日均成交金额按从高到低排序，剔除排名后 10% 的股票；然后，对选样空间剩余股票按照最近半年的 A 股日均总市值从高到低排序，选取前 100 名股票构成指数样本股。在排名相似的情况下，优先选取行业代表性强、盈利记录良好的上市公司股票作为样本股。</p>

资料来源：Wind，中信证券研究部

市值行业特征：市值分布不均，新兴行业为主

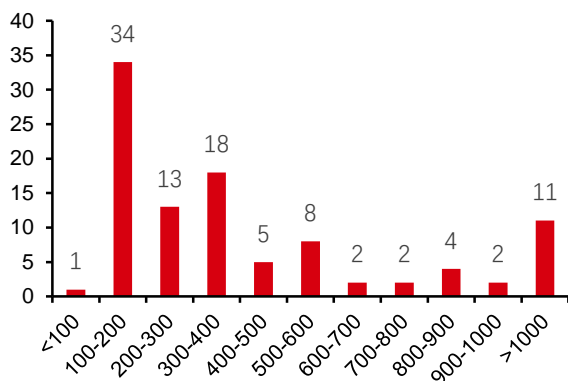
从各大宽基指数覆盖总市值和流通市值的角度看，创业板指的市值水平仅高于科创 50，市值覆盖率较低，具体到从成分股的市值分布，创业板指成分股的市值分布不均，有 11 只成分股市值在 1000 亿以上，但也有 35 只成分股市值小于 200 亿，从数量上看，指数成分股仍以中小盘为主。

表 11：主要宽基指数市值水平

证券名称	成分股总市值(亿元)	成分股自由流通市值(亿元)	成分股总市值占全市场比例	成分股自由流通市值占全市场比例
上证 50	182,565.9479	68,914.4349	20.28%	18.77%
上证 180	324,855.8530	113,356.9591	36.09%	30.87%
沪深 300	485,100.9126	191,022.9663	53.90%	52.02%
中证 500	121,134.6912	62,911.6164	13.46%	17.13%
中证 800	606,235.6038	253,934.5826	67.36%	69.15%
中证 1000	119,160.1912	63,735.0065	13.24%	17.36%
深证 100	139,703.6409	73,285.9430	15.52%	19.96%
创业板指	62,091.8053	34,093.0579	6.90%	9.28%
科创 50	24,846.6793	8,554.0671	2.76%	2.33%

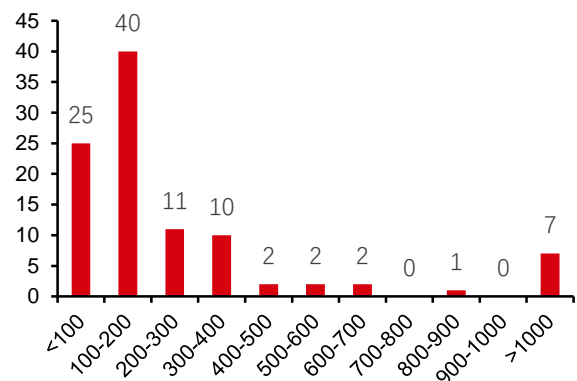
资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

图 37：创业板指的成分股总市值（亿元）分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

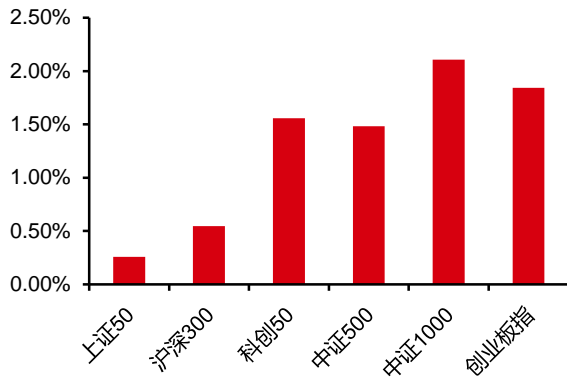
图 38：创业板指的成分股流通市值（亿元）分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

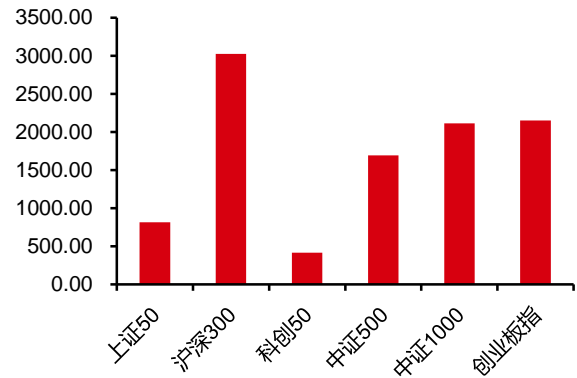
从流动性来看，创业板指的流动性极好，日均换手率仅次于中证 1000，日均成交额也仅小于沪深 300，反映了投资者对创业板股票的交投热情。

图 39：主要宽基指数覆盖成分股近两年日均换手率



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

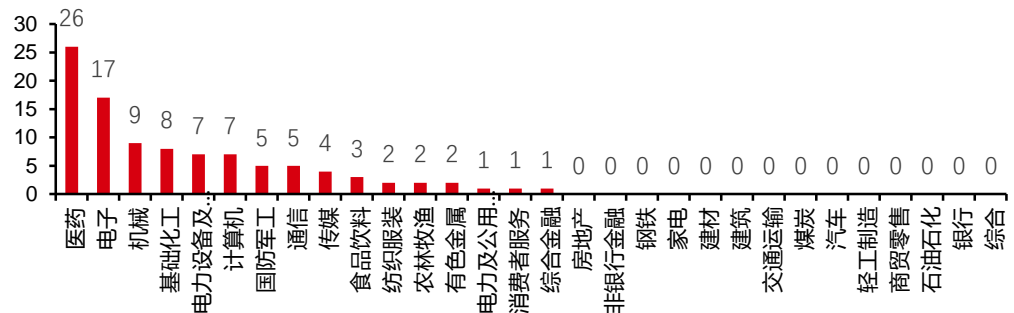
图 40：主要宽基指数覆盖成分股近两年日均成交额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

在行业分布上，创业板指成分股对中信一级行业的覆盖率仅为 53%，主要集中在医药、电子等新兴行业，行业集中度较高。在创业板指数的成分股中，既有行业龙头，又有成长长期公司，在整体上兼顾价值和成长双重属性，同时又反映了新兴产业的发展情况。

图 41：中证 500 和创业板指的行业公司数



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至 2022 年 8 月 31 日

基本面特征：成长属性突出，盈利预期向好，估值尚在历史较低水平

从当前的数据来看，创业板指的营业收入同比增速为 30.84%，仅次于科创 50，凸显了创业板指的成长属性；当前时点下，创业板指的净利润增速虽然为负，但是其一致预期盈利增速仍旧处于高位，体现了机构对其未来发展的乐观预期。

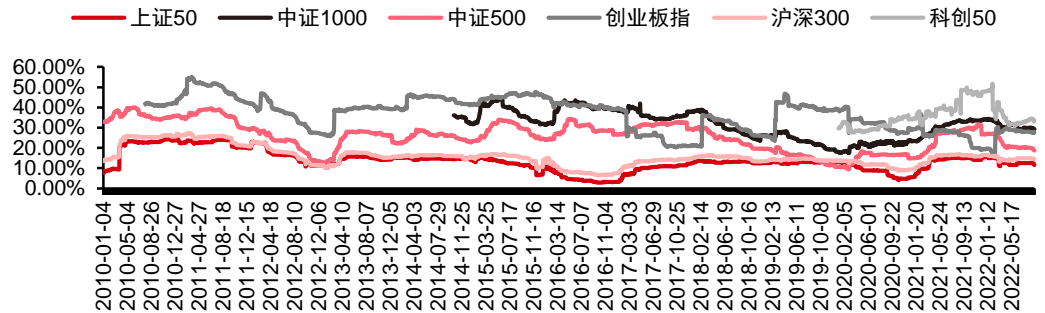
表 12：主要宽基指数财务指标（单位：亿元）

	净利润 TTM	净利润 TTM 同比增速	营业收入 TTM	营业收入 TTM 同比增速
上证 50	6156.114	9.85%	51468.79	10.49%
沪深 300	13714.76	5.09%	138222.7	12.98%
科创 50	199.04	34.61%	1587.908	43.88%
中证 1000	2126.734	5.31%	43047.14	16.52%
中证 500	3041.311	-5.68%	64616.46	13.71%

	净利润 TTM	净利润 TTM 同比增速	营业收入 TTM	营业收入 TTM 同比增速
创业板指	685.1102	-9.59%	6468.955	30.84%

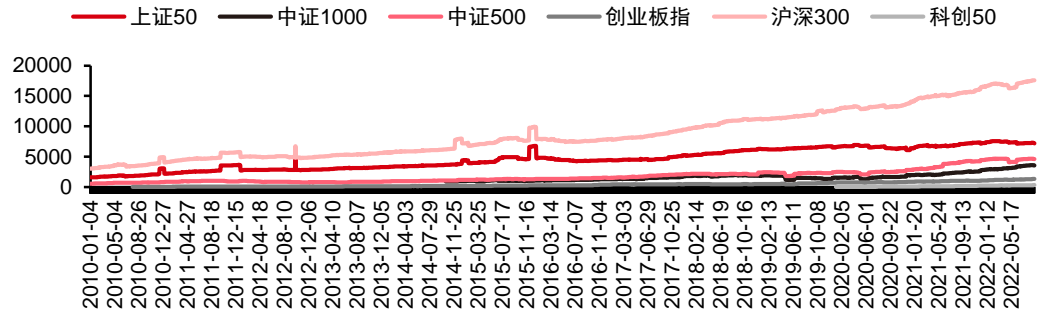
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 截至 2022 年 8 月 31 日

图 42: 主要宽基指数预期净利润增速



资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部, 截至 2022 年 8 月 31 日

图 43: 主要宽基指数预期净利润 (亿元)



资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部, 截至 2022 年 8 月 31 日

截至 2022 年 8 月底, 创业板指的市盈率为 47.92 倍, 高于其他主要宽基指数, 考虑到创业板指的高成长属性, 加上其十年市盈率分位点为 31.09%, 其估值仍旧处于相对合理的水平, 具有一定性价比。

表 13: 主要宽基指数估值水平

	PE_TTM	PB_MRQ	PS_TTM	PE_TTM 历史分位点
上证 50	9.61	1.25	1.02	37.52%
沪深 300	11.65	1.38	1.19	31.77 %
中证 1000	30.02	2.50	1.47	11.60%
中证 500	21.82	1.69	0.98	16.28%
创业板指	47.92	5.60	4.77	31.09%
中证全指	16.35	1.62	1.24	39.18%

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 截至 2022 年 8 月 31 日

■ 风险因素

衍生品政策风险；流动性风险。

■ 附录：场内金融衍生工具的推出历程

表 14：场内金融衍生工具的推出历程

推出时间	衍生品	衍生品对应标的
2010 年 4 月 16 日	沪深 300 股指期货	沪深 300 指数 (000300.SH)
2013 年 9 月 6 日	5 年期国债期货	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债
2015 年 2 月 9 日	上证 50ETF 期权	上交所上证 50ETF (510050.SH)
2015 年 3 月 20 日	10 年期国债期货	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义长期国债
	上证 50 股指期货	上证 50 指数 (000016.SH)
2015 年 4 月 16 日	中证 500 股指期货	中证 500 指数 (000905.SH)
2018 年 8 月 17 日	2 年期国债期货	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债
	沪深 300ETF 期权	上交所沪深 300ETF (510300.SH) 深交所沪深 300ETF (159919.SZ)
2019 年 12 月 23 日	沪深 300 股指期权	沪深 300 指数 (000300.SH)
	中证 1000 股指期货	中证 1000 指数 (000852.SH)
2022 年 7 月 22 日	中证 1000 股指期权	中证 1000 指数 (000852.SH)
	中证 500ETF 期权	上交所中证 500ETF (510500.SH) 深交所中证 500ETF (159922.SZ)
2022 年 9 月 19 日	创业板 ETF 期权	深交所创业板 ETF (159915.SZ)

资料来源：中金所、沪深交易所、中信证券研究部

■ 相关研究

- 市场热点量化解析系列第 52 期—中证 1000 期指期权上市，衍生工具趋于完善
(2022-08-02)
- 2022Q2 股票期权市场盘点与展望——衍生品市场立法通过，中证 1000 期指期权上市在即
(2022-07-19)
- 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 (2022-07-17)
- 2022Q2 股指期货市场盘点与展望——基差贴水走阔，中证 1000 期指期权上市可期
(2022-07-15)
- 2022Q1 股指期货市场盘点与展望——IH 和 IF 对冲成本上升，行情集中度仍然偏低
(2022-04-13)
- 2022Q1 股票期权市场盘点与展望——IV 升至历史中位水平，衣领策略表现占优
(2022-04-25)
- 2021 年股指期货市场年度盘点与展望——运行状态渐入佳境，对冲环境腊去春来
(2022-01-24)
- 股票期权市场 2021 年度盘点与展望——场内期权消化变革，场外业务规范发展
(2022-01-26)
- 2021Q3 股指期货市场盘点与展望——IF 和 IC 期指贴水走阔，行情集中度普遍下降
(2021-10-19)
- 2021Q3 股票期权市场盘点与展望——隐波曲线左偏反映情绪更为谨慎，震荡下跌行情中衣领策略占优
(2021-10-18)
- 2021Q2 股指期货市场盘点与展望——分红季期指贴水走阔，量化对冲环境总体稳定
(2021-07-06)
- 2021Q2 股票期权市场盘点与展望——期现成交比稳步上升，震荡行情下备兑策略表现出色
(2021-07-09)
- 2021Q1 股指期货市场盘点与展望——期指贴水走阔，对冲产品运行环境依然向好
(2021-04-15)
- 2021Q1 股票期权市场盘点与展望——对冲策略表现占优，情绪平稳期权买方成本持续下降
(2021-04-14)
- 股票期权市场 2019 年度盘点——50 期权稳中有进，300 期权促进市场立体化发
(2020-02-12)
- 股指期货市场年度盘点——基差由贴水转升水，量化对冲环境改善
(2020-01-23)

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；韩国市场以科斯达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述任何观点的背书。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载任何观点的背书。

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@clsa.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。