

中信证券研究部



王兆宇
首席量化策略
分析师
S1010514080008



赵文荣
首席量化与配置
分析师
S1010512070002



马普凡
量化策略分析师
S1010520030001



张依文
量化策略分析师
S1010517080004



顾晟曦
组合配置分析师
S1010517110001

核心观点

香港市场是 A 股联通世界的重要窗口，其衍生品市场对于指导投资、指导 A 股市场衍生品市场建设有重要意义。本篇报告从交易品种、交易制度、市场规模及流动性、以及衍生品对市场情绪的反映等方面分析香港衍生品市场。

■ 投资聚焦：（1）香港衍生品市场自 20 世纪 80 年代中期建立以来，经过 30 余年的发展，已经成为亚洲最活跃的衍生品市场之一，在国际金融市场上也有着举足轻重的地位。（2）香港衍生品市场的主要特点有：衍生品种类丰富，可以满足多种风险管理需求；参与者类别多元化，市场风险受全球定价；交易机制健全，定价合理有效。（3）未来 A 股与全球市场的联动性将进一步加大。香港作为 A 股联通世界的一个重要窗口，其衍生品市场对于指导投资、以及指导 A 股衍生品市场建设都具有重要的意义。

■ 香港衍生品市场交易机制健全，交易品种丰富，市场规模、流动性迅速发展。（1）香港交易所交易品种包括证券产品与衍生产品，其中结构性证券产品与衍生产品均属衍生品范畴。（2）香港衍生品市场交易品种丰富，市场规模和流动性迅速发展。截至 2019 年，香港衍生品市场年度总成交量已达 2.63 亿张合约，年末未平仓合约数量总计达 970 万张。（3）全球化定价，外地机构投资者成交占比达 26%；分参与目的看，成交以交易型、风险对冲型为主。（4）交易机制健全，定价合理有效。完善的交易机制既提升了交易效率，又起到了稳定市场的作用。

■ 股指类衍生品：市场高速增长，恒指、H 指衍生品最受青睐。（1）按标的的划分，香港交易所股指类衍生品分为恒指、H 指、行业指数、中国指数、地区指数五类。（2）恒指、H 指作为香港市场最重要的两个指数，其衍生品规模、流动性远高于其他指数。2019 年，恒指、H 指衍生品日均成交额合计占股指类衍生品日均成交额超 97%。（3）股指类衍生品的相关指标能一定程度上表征市场情绪和风险，如基差、隐含波动率。

■ 股票类衍生品与结构性衍生品：（1）股票期权规模及流动性目前高于股票期货。2019 年，股票期权的年末未平仓合约名义价值及日均成交额分别为 1.6 千亿、1.2 百亿港元；而股票期货的年末未平仓合约名义价值及日均成交额分别仅为 11.1 亿、1.3 亿港元。（2）**衍生权证与牛熊证：品种丰富，交易便捷，是香港衍生品市场的特色交易品种。**2019Q4，衍生权证季度成交额达 3590 亿港元，占香港主板总成交额的 7.5%；牛熊证的成交额达 4230 亿港元，占香港主板总成交额的 8.9%。

■ 外汇、利率及商品衍生品：（1）外汇衍生品：美元兑人民币期货及期权最受青睐。近年，人民币汇率的双向波动使得投资者对美元兑人民币期货及期权的需求量大增，其市场规模及流动性远高于其他外汇类衍生品。（2）**利率衍生品市场规模及流动性极低。**（3）**商品衍生品：黄金期货规模及流动性较高。**2019 年，黄金期货日均成交额达 4.1 亿港元，年末未平仓合约名义价值达 4.4 亿港元。

目录

投资聚焦	1
香港衍生品市场综述	1
香港交易所交易品种构成——证券产品+衍生品种	1
香港衍生品市场 2003 年以来规模、流动性迅速发展	2
参与者类别多元化，外地机构投资者占比较高	3
香港衍生品市场交易制度	4
股票指数类衍生品	7
市场高速增长，恒指、H 指衍生品最受青睐	7
恒生指数、H 股指数期货	8
恒生指数、H 股指数期权	10
恒指、H 指股息点指数期货与波幅指数期货	12
股票衍生品及结构化证券产品	14
股票期货与股票期权：股票期权规模及流动性高于股票期货	14
衍生权证与牛熊证：品种丰富交易便捷，是香港衍生品市场的特色产品	15
外汇、利率及商品衍生品	18
外汇衍生品：美元兑人民币期货及期权最受青睐	18
利率衍生品：市场规模及流动性极低	19
商品衍生品：黄金期货规模及流动性相对较高	19

插图目录

图 1: 香港交易所产品主要架构	2
图 2: 香港衍生品市场（不含牛熊证、衍生权证）历史年度成交量与年末未平仓合约数量	2
图 3: 香港衍生品市场 2019 年成交量分布	3
图 4: 香港衍生品市场 2019 年年末未平仓合约数分布	3
图 5: 201807 至 201906 衍生品市场投资者类别分布	4
图 6: 201807 至 201906 衍生品市场投资者参与目的分布	4
图 7: 市场波动调节机制过程图解	7
图 8: 香港股票指数类衍生品交易品种基本架构	7
图 9: 股指类衍生品历史年度日均成交量及日均成交额	8
图 10: 股指类衍生品历史年末未平仓合约数量及名义价值	8
图 11: 股指类衍生品年末未平仓合约名义价值类别分布	8
图 12: 股指类衍生品历史日均成交额按类别分布	8
图 13: 恒指、H 指期货（含 Mini 合约）日均成交额	9
图 14: 恒指、H 指期货（含 Mini 合约）年末未平仓合约名义价值	9
图 15: 2010-2018 年恒生指数与当月连续合约基差	10
图 16: 2010-2018 年恒生国企指数与当月连续合约基差	10
图 17: 恒指、H 指期权（含 Mini 合约）日均成交额	11
图 18: 恒指、H 指期权（含 Mini 合约）年末未平仓合约名义价值	11
图 19: 恒指波幅指数与恒生指数	12
图 20: 恒指股息点指数（HSIDPI.HI）历史走势	12
图 21: 恒指波幅指数（VHSI.HI）历史走势	13
图 22: 恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货历史日均成交额	13
图 23: 恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货历史年末未平仓合约名义价值	13
图 24: 股票期货与期权历史日均成交额	14
图 25: 股票期货与期权历史年末未平仓合约名义价值	14
图 26: 香港衍生权证历史市场规模及成交额	15
图 27: 香港牛熊证历史市场规模及成交额	16
图 28: 牛证的强制收回机制与剩余价值示意图	17
图 29: 美元兑人民币期货市场规模及流动性情况	18

表格目录

表 1: 香港衍生品市场主要交易制度汇总	4
表 2: 香港衍生品市场主要买卖盘类别及性质	5
表 3: 香港衍生品市场开市前议价机制时间安排	5
表 4: 错价交易触发条件比例（偏离基准价格范围）	6
表 5: 申报错价交易的处理程序	6
表 6: 恒生指数、H 股指数期货（含 Mini 合约）合约要素	9
表 7: 恒生指数、H 股指数期权合约（含 Mini 合约）要素	11
表 8: 恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货合约要素	13
表 9: 股票期货与股票期权合约要素	14
表 10: 腾讯瑞银八九购 D（12504）合约要素	15

表 11：腾讯瑞银八十牛 W(62806)合约要素	17
表 12：股票期权、衍生权证、牛熊证异同比较	17
表 13：2019 年外汇类衍生品市场规模及流动性情况	18
表 14：美元兑人民币（香港）期货及期权合约要素	19
表 15：2010-2019 年利率类衍生品日均成交量及未平仓合约数情况	19
表 16：商品衍生品 2019 年市场规模及流动性情况	20
表 17：黄金期货与铁矿石期货合约要素	20

■ 投资聚焦

香港衍生品市场自 20 世纪 80 年代中期建立以来，经过 30 余年的发展，已经成为亚洲最活跃的衍生品市场之一，并且在全球衍生品市场中也有着举足轻重的地位。金融衍生品是香港交易所最重要的交易品种之一，目前已与香港证券类产品形成显著的协同效应。近年来，香港衍生品产品数量、规模、流动性等方面均有较大幅度的提升，不断刷新历史记录，在香港交易所的收入来源中扮演着越来越重要的角色。未来，金融衍生品市场也将成为香港交易所实施全球化战略的核心竞争力。总体上看，香港衍生品市场有以下几个特点：

第一，衍生品种类丰富，可以满足多种风险管理需求。香港衍生品市场涵盖了股指、个股、外汇、商品、利率等多种类别的衍生品。自 2003 年以后市场规模和流动性显著提升，2019 年，香港衍生品市场年度总成交量已达 2.63 亿张合约，年末未平仓合约数量总计达 970 万张。总体上可满足较大体量、较复杂的风险对冲需求。

第二，参与者类别多元化，市场风险受全球定价。2018 年 7 月至 2019 年 6 月期间，香港衍生品市场中外地投资者成交量占总成交量的比例达到 30%，是一个全球参与的市场，其价格包含了全球投资者的预期和风险偏好。

第三，交易机制健全，定价合理有效。香港市场对于现货和衍生品都具有完善的多空交易机制，并且有成熟的做市商群体为市场提供流动性，这保证了衍生品与现货间、衍生品与衍生品之间价格更加稳定有效。并且设置了错价处理程序、市场波动率调节机制、收市后交易制度等，既提升了交易效率，又起到了稳定市场的作用。

对于内地投资者来说，我国大陆资本市场已全面加速对外开放的进程，**未来 A 股市场将不再是一个孤立的市场，其与全球市场的联动性将进一步加大。**虽然当下大部分 A 股投资者进行跨境衍生品交易的限制仍然较多，但随着市场的进一步开放，这些限制将逐步减少，而且香港又是 A 股联通世界的一个重要窗口，因此其衍生品市场对于指导投资、以及指导 A 股衍生品市场建设都具有重要的意义。

本文，我们将从交易品种、交易制度、市场规模及流动性、以及衍生品对于市场情绪的反映等方面详细分析香港的金融衍生产品市场，来为读者提供直观的认识和第一手的基础资料。

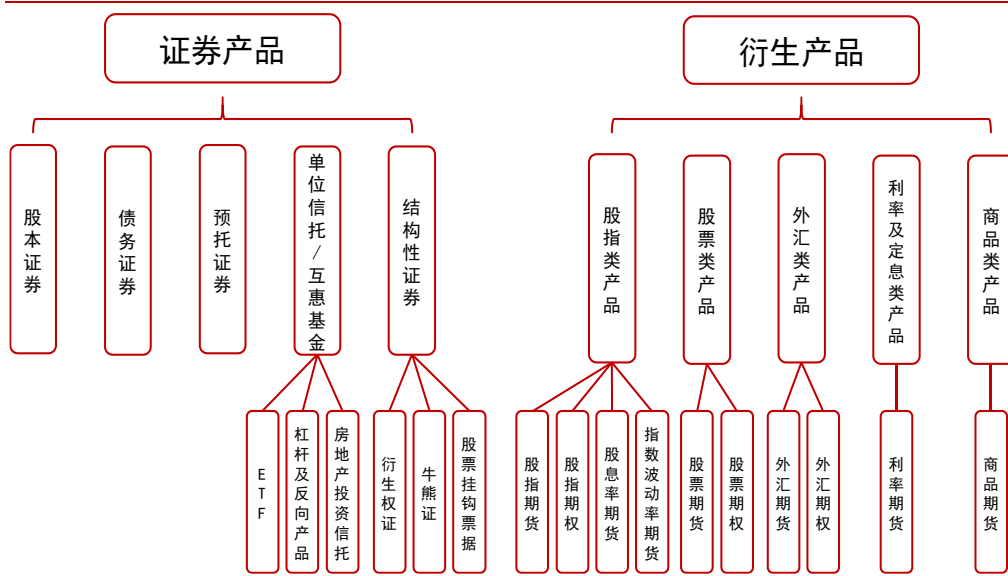
■ 香港衍生品市场综述

香港交易所交易品种构成——证券产品+衍生品种

香港市场是一个开放的全球性金融市场，相较于内地市场，其产品类型更加多样、交易手段更加丰富，对金融创新的限制也远低于中国内地。根据香港交易所对其自身交易标的的划分标准，其交易产品主要分为证券类产品、衍生品产品两大类。其中，证券类产品除了涵盖股票、债券等传统资产以外，还包括交易所交易产品（ETP，包括交易所交易基

金--ETF、杠杆及反向金融产品--L&I）、结构性证券产品（包括衍生权证、牛熊证）等创新型产品。衍生品按标的类别可分为股指类衍生品、股票类衍生品、外汇类衍生品、利率类衍生品及商品类衍生品。下图展示了香港交易所金融产品的主要架构。其中归属于证券产品类别的结构性证券也属于我们一般意义上的衍生品，因此本文也将其涵盖在内。

图 1：香港交易所产品主要架构

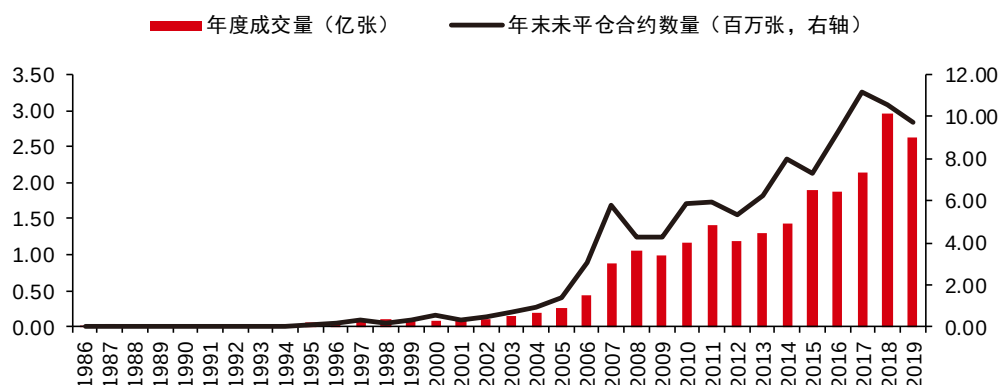


资料来源：香港交易所，中信证券研究部

香港衍生品市场 2003 年以来规模、流动性迅速发展

香港衍生品市场在 2003 年以前的市场规模总体较小，流动性也较低。自 2003 年起，其市场规模和流动性显著提升，年度成交量与年末未平仓合约数量自 2003 年年均增速分别达 19.6%、17.5%。2019 年，香港衍生品市场年度总成交量已达 2.63 亿张合约，年末未平仓合约数量总计达 970 万张。

图 2：香港衍生品市场（不含牛熊证、衍生权证）历史年度成交量与年末未平仓合约数量

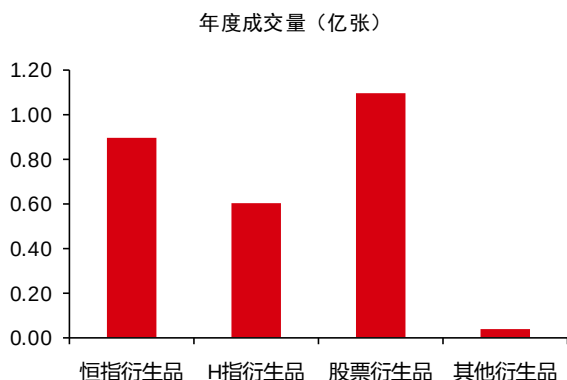


资料来源：香港交易所，中信证券研究部

在衍生品（不含牛熊证、衍生权证）市场细分品种上，不同品种间市场规模及流动性

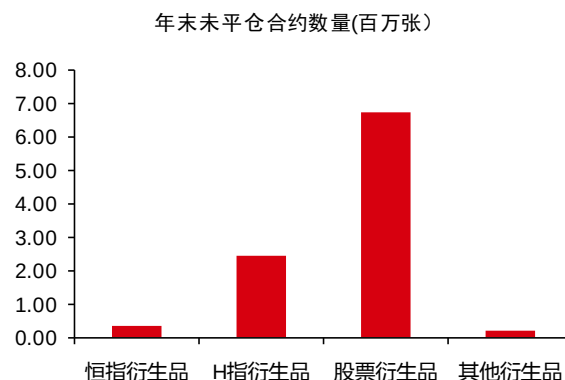
相差较大，股票衍生品、恒指衍生品、H 指衍生品¹市场规模及流动性均较高。2019 年，恒指衍生品、H 指衍生品、股票衍生品的年度成交量分别为 0.89 亿、0.6 亿、1.1 亿张合约，合计占比 98.6%；恒指衍生品、H 指衍生品、股票衍生品的年末未平仓合约数量分别为 36 万、243 万、673 万张合约，合计占比 98.2%。

图 3：香港衍生品市场 2019 年成交量分布



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

图 4：香港衍生品市场 2019 年年末未平仓合约数分布



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

此外，香港结构性证券产品交投也极为活跃。2019Q4，衍生权证市值达 614 亿港元，季度累计总成交额高达 3590 亿港元，占主板成交额的 7.5%；牛熊证市值达 863 亿港元，季度累计总成交额高达 4230 亿港元，占主板成交额的 8.9%。结构性证券产品在香港市场中扮演着越来越重要的角色。

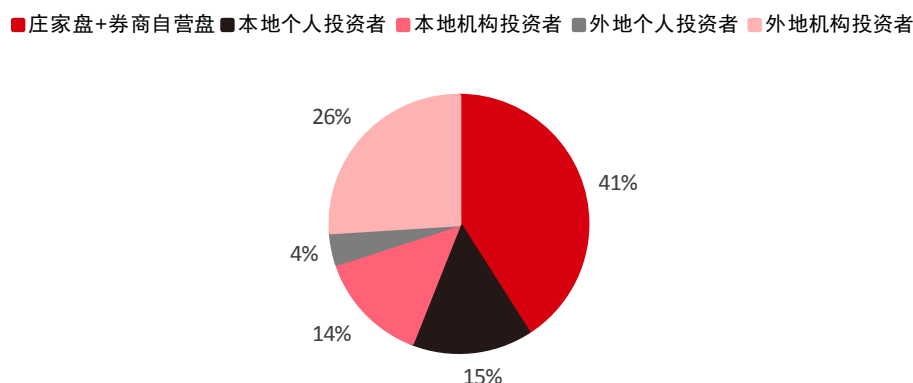
参与者类别多元化，外地机构投资者占比较高

与交易品种多元化相伴随的，是香港衍生品市场参与者的多元性和全球性。香港衍生品市场投资者主要可以分为三类：一是庄家盘，又称流动性提供者，即通常意义下的做市商；二是交易所参与者的公司盘，即券商自营盘；三是一般投资者，他们需要通过券商的经纪业务作为渠道才能参与衍生品交易。香港交易所是会员制的交易所，各券商必须经过香港证监会批准成为受管制的持牌法团，并在香港交易所登记成为交易所参与者后才能从事经纪业务，庄家盘及交易所参与者的公司盘均属于交易所参与者。

香港交易所最新报告《衍生产品市场交易研究调查报告 2018/2019》数据显示：2018 年 7 月至 2019 年 6 月期间，庄家盘与券商自营盘的成交量占比为 41%；其余的成交中，外地机构投资者占比 26%，本地机构投资者占比 14%。

¹ 股票衍生品包含股票期货及期权，恒指衍生品包含恒指期货及期权（含 Mini 合约），H 指衍生品包含恒指期货及期权（含 Mini 合约）。

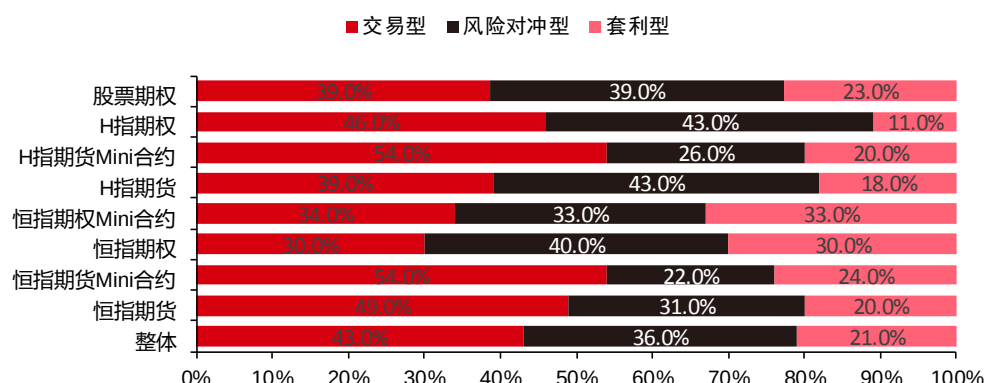
图 5：201807 至 201906 衍生品市场投资者类别分布



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

从参与目的来看：2018 年 7 月至 2019 年 6 月期间，交易型（43%）、风险对冲型（36%）的成交量占比相对较高。恒指、H 指衍生品中，Mini 合约中风险对冲型占比低于正常合约，而交易型占比高于正常合约。

图 6：201807 至 201906 衍生品市场投资者参与目的分布



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

香港衍生品市场交易制度

我们整理了香港衍生品市场主要的交易制度如下表所示：

表 1：香港衍生品市场主要交易制度汇总

项目	说明
交易机制	通过 HKATS（衍生品市场电子交易系统），买卖盘会及时按照价格及时间优先的次序进行配对。
错价交易处理	当成交价格偏离基准价格达到一定比例（不同衍生产品错价触发比例有所差异）时，交易所参与者可向交易所申报该交易为错价交易，并取消该交易。
组合策略交易	投资者可以构造自选组合（仅限于港交所认可的策略组合，如蝶式价差组合、盒式价差组合等），并按组合净值进行交易。
市场波动调节	当当前成交价格相比 5 分钟前最后一次成交价格的变动超过一定比例时，市场进入短暂的冷静期，并允许投资者在冷静期内能够在指定的较小价格范围内继续进行交易，其冷静期后则恢复正常交易

项目	说明
开市前议价	由上一个交易时段保留下来的限价盘及开市前盘口（包括竞价盘、限价盘、不动盘）通过集合竞价的方式共同拟定开市价格

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

交易机制

香港衍生品市场通过 HKATS（衍生品市场电子交易系统），按价格优先、时间优先的方式对限价买卖盘进行撮合，价格优先于时间。其中买卖盘必须是存于中央订单簿内的活跃盘，不动盘不能由 HKATS 进行撮合。香港衍生品市场中常见的买卖盘类别如下表所示：

表 2：香港衍生品市场主要买卖盘类别及性质

类别	性质
竞价盘	竞价盘指没有指定价格的市价盘，只适用于开市前议价时段，用于拟定开市价（COP），未能成交的竞价盘在开市时将转化为开市价限价盘。
限价盘	限价盘为指定价格的买卖盘。如果市场价格比投资者指定价格更优，这类买卖盘将会被自动撮合；任何未得到执行的限价盘，将存于中央订单簿中等待系统撮合。
活跃盘	存于中央订单簿内的买卖盘，可以由 HKATS 自动撮合。
不动盘	存于交易所参与者订单簿内的买卖盘，不会与市场上的买卖盘进行配对，除非交易所参与者将不动盘激活为活跃盘，并将该指令上传至中央订单簿。

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

组合策略交易

香港衍生品市场投资者可以选择某一种衍生品的最多四个合约构造组合策略，并按照组合净值进行交易。该机制适用的衍生品包括恒生指数期货及期权、小型恒生指数期货及期权、恒生中国企业指数期货及期权、小型恒生国企指数期货及期权和股票期权；可选的组合策略大部分为期权组合策略，包括日历价差、垂直价差、梯式价差、蝶式价差组合等。

开市前议价机制

开市前议价机制目前只适用于恒生指数及 H 股指数相关的期货交易，其时段具体可分为早市前议价时段（上午 8 点 45 分至上午 9 点 15 分）和午市前议价时段（下午 12 点 30 分至下午 1 点整）。每个议价时段又分为开市前时段、开市前分配时段与开市时分配时段三个阶段。使用上一个交易时段保留下来的限价盘及开市前议价时段的买卖盘共同拟定开市价格（COP），开盘价格的总体确定原则为最大化成交量原则。

表 3：香港衍生品市场开市前议价机制时间安排

交易时段	时间	规则
开市前时段	上午：8:45-9:11；中午：12:30-12:56	1) 接受竞价盘、限价盘及不动盘；2) 可以更改及取消买卖盘
开市前分配时段	上午：9:11-9:13；中午：12:56-12:58	1) 只接受竞价盘及不动盘；2) 不得更改或取消买卖盘，也不可激活不动盘
开市时分配时段	上午：9:13-9:15；中午：12:58-13:00	1) 不接受输入、更改或取消活跃竞价盘或限价盘；2) 只可以输入不动盘

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

错价交易处理机制

“错价”交易指的是偏离基准价格达到一定比例的交易。其中，基准价格为错价交易

执行之前 5 分钟内最后的成交价，错价交易触发条件比例（偏离基准价格比例）如下表所示。根据香港交易所的错价交易处理程序要求，错价交易必须经由交易所参与者在规定时间内进行申报，随后交易所对错价交易申报进行公示。如错价交易中各参与方对该笔交易为“错价”交易没有异议，则交易自动取消，否则香港交易所的专家组将对该交易是否被取消做出最终判定。当交易确认为错价交易后，错价交易申请的发起方需为每笔错价交易支付 3000 元港币费用。

表 4：错价交易触发条件比例（偏离基准价格范围）

合约	错价交易触发比例（偏离基准价格范围）
股票指数期货	3%，6%
股息期货	15%
恒指波幅指数期货	20%
股票期货	5%
伦敦金属期货	3%
黄金期货	3%
铁矿石期货	4%
股票指数期权	10%-20%
人民币期货	1%
金砖市场指数期货	5%
人民币期权	10%

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

表 5：申报错价交易的处理程序

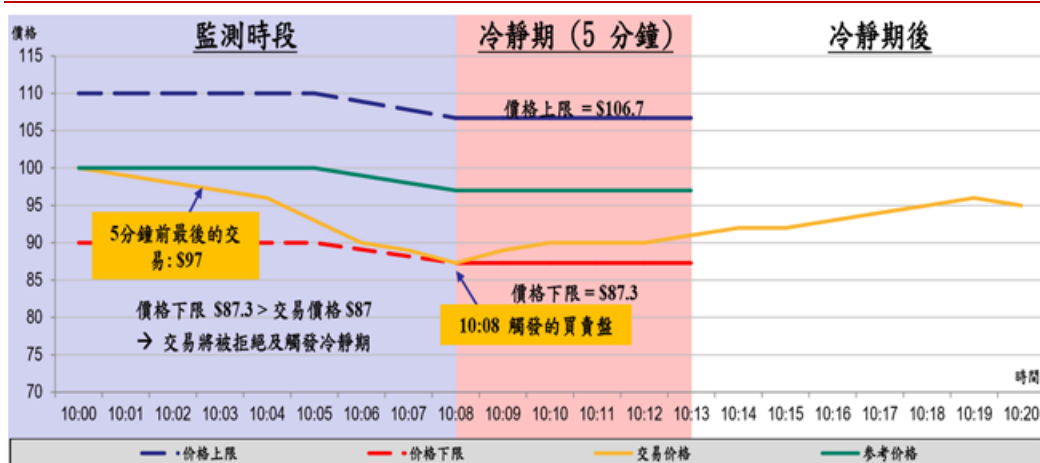
步骤	细则
申报	单一期货或期权的交易，必须在成交后 10 分钟以内申报错价交易；如涉及衍生品组合的综合交易，可以放宽至 30 分钟以内进行申报
错价申报公示	香港交易所收到错价交易申报后立即在衍生品交易市场内发布有关信息，并提醒投资者该交易可能会被注销
处理	如交易双方同意有关交易是错价交易，该交易会被立即注销；若交易双方不同意注销交易，香港交易所应立即召集内部相关小组进行复核，决定交易是否进行注销，该决定对交易双方均有约束效力
费用	错价交易的申请者需为每宗错价交易支付 3000 港元费用

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

市场波动调节机制

在香港衍生品市场中，当当前成交价格相比 5 分钟前最后一次成交价格的变动幅度超过 $\pm 5\%$ 时，市场进入 5 分钟的冷静期，并允许投资者在冷静期内可以在指定的较小价格范围内继续进行交易，其冷静期后则恢复正常交易。对于没有涨跌幅限制的香港市场，该机制能够对市场的过度波动起到一定的缓冲作用。相较于 A 股市场的涨跌停板限制与曾经推出的熔断机制而言，该调节机制的限制较为宽松，对市场的干预较低。目前该机制适用的衍生产品包括恒生指数、H 股指数期货（含 Mini 合约）。此外，该机制也适用于恒生指数及恒生国企指数的成分股，主要区别在于触发条件点变为 $\pm 10\%$ 。

图 7：市场波动调节机制过程图解



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

股票指数类衍生品

市场高速增长，恒指、H 指衍生品最受青睐

香港市场的股指类衍生产品按照标的划分，可以分为恒生指数、H 股指数、行业指数、中国指数和地区指数衍生品 5 个类别。其中恒生指数、H 股指数作为香港市场中最为重要的两个指数，其衍生品种类更加丰富，既包括股指期货、股指期权，同时也包含股息期货与波动率指数期货。而其他指数由于影响力远低于恒生指数与 H 股指数，大部分只有股指期货单一形式的衍生品。

图 8：香港股票指数类衍生品交易品种基本架构

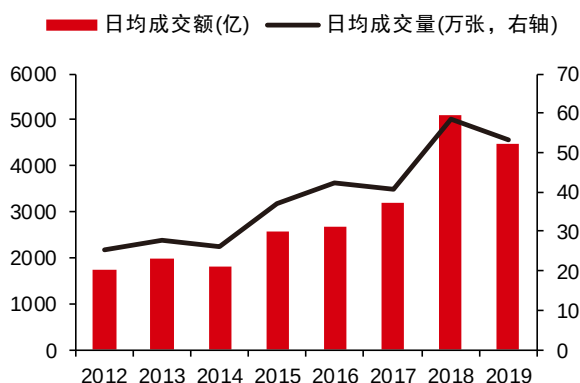


资料来源：香港交易所，中信证券研究部

近年来，股指类衍生品的市场规模及流动性总体仍呈上升趋势。2012 年至 2019 年期间，股指类衍生品日均成交额、日均成交量年化增长率分别达 14.3%、11.3%，年末未平

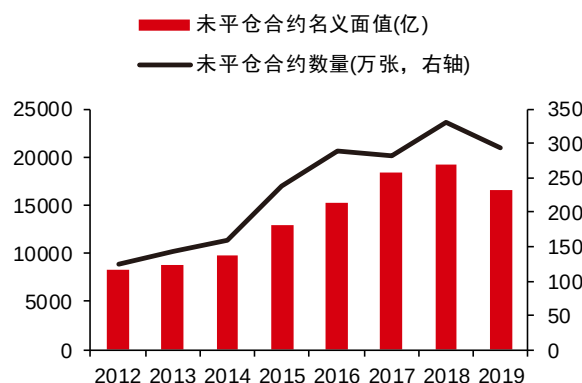
仓合约数量及未平仓合约名义价值年化增长率分别达到 13.1%、10.5%。2019 年，股指类衍生品年度日均成交额及年末未平仓合约名义价值分别达 4.47 千亿港元、1.67 万亿港元；日均成交量及年末未平仓合约数量分别达到 53 万张、294 万张。

图 9：股指类衍生品历史年度日均成交量及日均成交额



资料来源：Wind，中信证券研究部

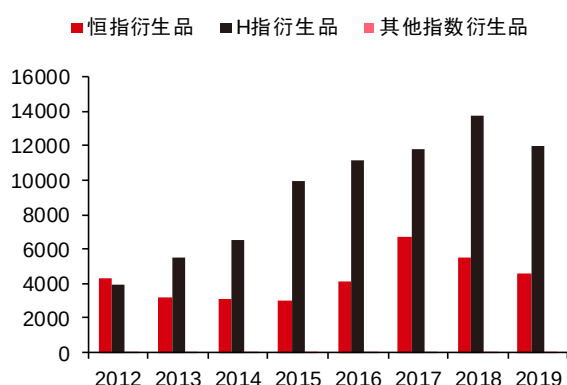
图 10：股指类衍生品历史年末未平仓合约数量及名义价值



资料来源：Wind，中信证券研究部

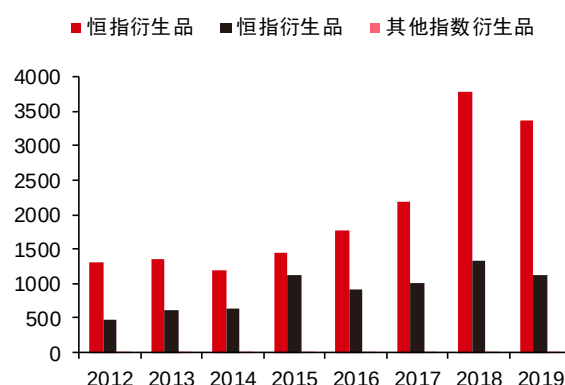
市场规模及流动性分布方面，恒指、H 指衍生品最受青睐。流动性方面，2019 年股指类衍生品日均成交额约为 4.5 千亿港元，恒指、H 指衍生品（期货、期权及其 Mini 合约）日均成交额分别为 3.3 千亿、1.1 千亿港元，占比合计 97.8%；市场规模方面，2019 年股指类衍生品年末未平仓合约名义价值约为 1.7 万亿港元，恒指、H 指衍生品（期货、期权及其 Mini 合约）年末未平仓合约名义价值分别为 4.5 千亿、1.2 万亿港元，占比合计 97.1%。

图 11：股指类衍生品年末未平仓合约名义价值类别分布



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

图 12：股指类衍生品历史日均成交额按类别分布



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

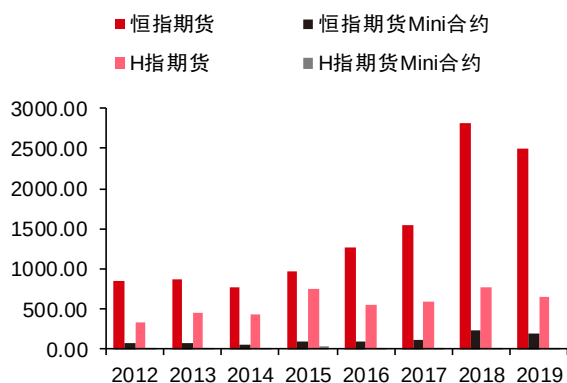
恒生指数、H 股指数期货

恒生指数、H 股指数期货（含 Mini 合约）一览

恒生指数、H 股指数期货除了具有常规规模的合约以外，还有其 Mini 合约，旨在为需要小幅对冲的投资者提供风险管理工具。恒生指数期货与 H 股指数期货的 Mini 合约由于个人投资者参与较多，成交额和未平仓合约名义价值要小于常规合约。2019 年，恒指期

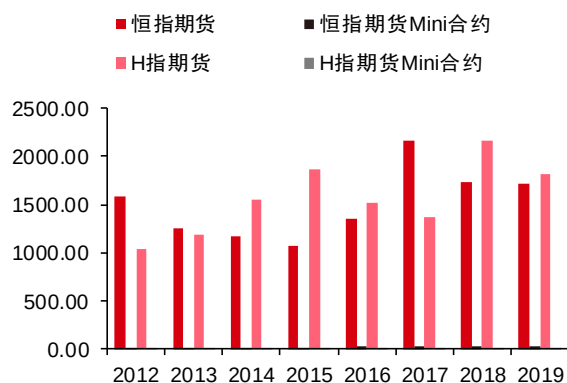
货、恒指期货 Mini 合约、H 指期货、H 指期货 Mini 合约的年末未平仓合约价值分别为 1.7 千亿、30 亿、1.8 千亿、4.7 亿港元；恒指期货、恒指期货 Mini 合约、H 指期货、H 指期货 Mini 合约的日均成交额分别为 2.5 千亿、1.9 百亿、6.5 百亿、12.3 亿港元。

图 13: 恒指、H 指期货（含 Mini 合约）日均成交额



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单位: 亿港元

图 14: 恒指、H 指期货（含 Mini 合约）年末未平仓合约名义价值



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单位: 亿港元

从合约条款来看，恒指、H 指期货常规合约与 Mini 合约的主要差别在于合约乘数与交易费用的不同。Mini 合约的合约乘数为 10，而常规合约的合约乘数为 50，即 Mini 合约名义价值约为常规合约的 1/5；Mini 合约交易费用也略高于常规合约。

表 6: 恒生指数、H 股指数期货（含 Mini 合约）合约要素

	恒生指数期货	H 股指数期货	恒生指数期货（Mini）	H 股指数期货（Mini）
相关指数	恒生指数	恒生中国企业指数	恒生指数	恒生中国企业指数
HKATS 代码	HSI	HHI	MHI	MCH
合约乘数	每指数点港币\$50		每指数点港币\$10	
20180703 合约名义价值（万港元）	141.59	53.5	28.31	10.7
最低价格波幅	一个指数点			
合约月份	当月、下月、之后两个季月（3、6、9、12 月）、以及之后 5 个 12 月合约		当月、下月以及之后两个季月（3、6、9、12 月）	
开市前时段	上午 8 时 45 分至上午 9 时 15 分；中午 12 时 30 分至下午 1 时			
交易时间	上午 9 时 15 分至中午 12 时，下午 1 时正至下午 4 时 30 分及下午 5 时 15 分至凌晨 1 时（到期合约月份在最后交易日收市时间为下午 4 时）			
最后交易日	到期月份倒数第二个交易日			
最后结算价	最后结算价为最后交易日当天下列时间所报指数点的平均数，下调至最接近的整数指数点：1）联交所持续交易时段开始后的 5 分钟起至交易所收盘时间前五分钟止每隔五分钟所报点数 2）联交所收市时所报指数点数			
费用	交易所费用 10 港元； 证监会费用 0.54 港元； 佣金商议	交易所费用：3.5 港元； 证监会费用 0.54 港元； 佣金商议	交易所费用 3.50 港元； 证监会费用 0.1 港元； 佣金商议	交易所费用 2 港元； 证监会费用 0.1 港元； 佣金商议

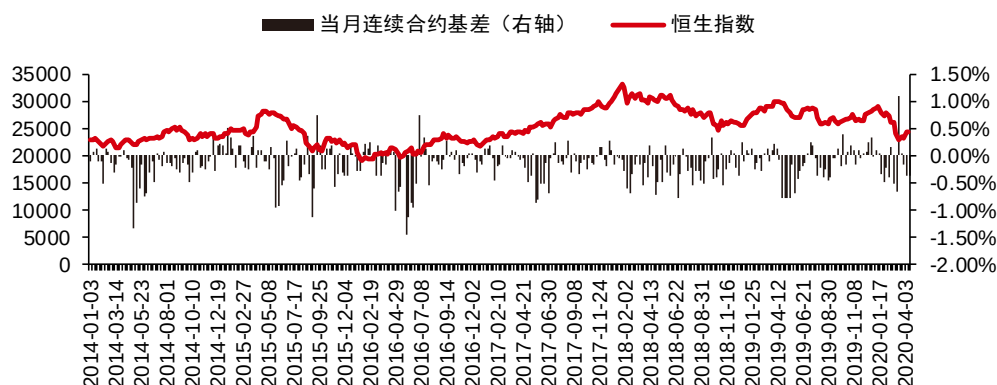
资料来源: 香港交易所, 中信证券研究部

完善的多空交易机制下，基差波动更加平稳

基差是股指期货表征市场情绪和风险的重要指标。以下两图分别展示了恒指、H 指期货当月连续合约的基差走势。可以看出，由于香港市场是一个多空机制更加完善的市場，

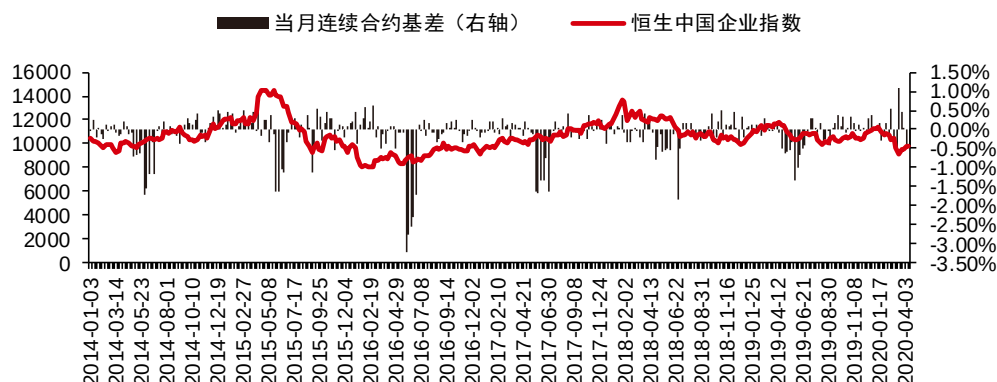
特别是在期指出现不合理的深度贴水时，可以触发反向套利交易，因此两个股指期货的基差波动范围小于 A 股股指期货。此外，香港市场中蓝筹分红较多且较为稳定，导致股指期货每年 5 月份前后会出现规律性的贴水。

图 15：2010-2018 年恒生指数与当月连续合约基差



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：2010-2018 年恒生国企指数与当月连续合约基差



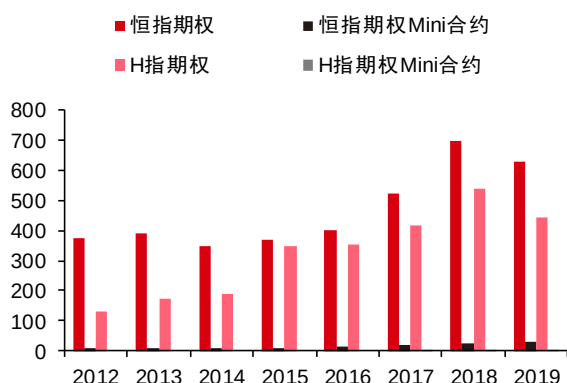
资料来源：Wind，中信证券研究部

恒生指数、H 股指数期权

恒生指数、H 股指数期权（含 Mini 合约）一览

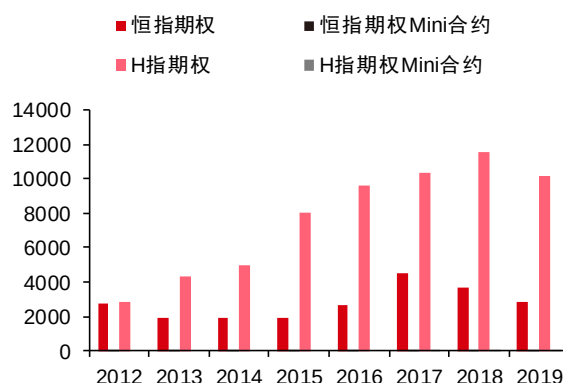
恒生指数期权与 H 股指数期权的 Mini 合约由于个人投资者参与较多，日均成交额和未平仓合约名义价值要小于常规合约。2019 年，恒指期权、恒指期权 Mini 合约、H 指期权、H 指期权 Mini 合约的年末未平仓合约价值分别为 2.8 千亿、49 亿、1.0 万亿、14 亿港元；恒指期权、恒指期权 Mini 合约、H 指期权、H 指期权 Mini 合约的日均成交额分别为 632 亿、30 亿、444 亿、2 亿港元。

图 17: 恒指、H 指数期权（含 Mini 合约）日均成交额



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单位: 亿港元

图 18: 恒指、H 指数期权（含 Mini 合约）年末未平仓合约名义价值



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单位: 亿港元

香港指数期权均为现金交割的欧式期权。恒指、H 指 Mini 期权合约与常规期权合约之间的主要差异仍然体现在交易费用及合约乘数上: (1) Mini 合约交易费用比常规合约更高; (2) Mini 合约的合约乘数为常规合约的合约乘数的 1/5。

表 7: 恒生指数、H 股指数期权合约（含 Mini 合约）要素

	恒生指数期权	H 股指数期权	恒生指数期权（Mini）	H 股指数期权（Mini）
相关指数	恒生指数	恒生中国企业指数	恒生指数	恒生中国企业指数
HKATS 代码	HSI	HHI	MHI	MCH
合约乘数	每个指数点港币\$50		每个指数点港币\$10	
最低价格波幅	一个指数点			
合约月份	当月、下三个月、之后三个季月（3、6、9、12 月）、再之后 3 个 6 月及 12 月及再之后 3 个 12 月合约		当月，下月及之后两个季月（3、6、9、12 月）	
行使方式	欧式			
期权报价方式	以完整指数点报价			
行使价间距	短期期权（当月、下三个月）：指数点 20000 以上为 200；指数点 5000-20000 为 100；指数点低于 5000 为 50；长期期权（短期期权后 3 个季月、之后 3 个 6 月、再之后三个 12 月）：指数点 20000 以上为 400；指数点 5000-20000 为 200；指数点低于 5000 为 100		指数点 20000 以上为 200；指数点 5000-20000 为 100；指数点低于 5000 为 50；	
交易时间	上午 9 时 15 分至中午 12 时，下午 1 时正至下午 4 时 30 分及下午 5 时 15 分至凌晨 1 时（到期合约月份在最后交易日收市时间为下午 4 时			
合约到期日	到期月份倒数第二个交易日			
最后结算价	计算到期日当天下列时间所报指数点的平均数，下调至最接近的整数指数点：（1）联交所持续交易时段开始后的 5 分钟起至交易所收市时间前五分钟每隔五分钟所报点数；（2）联交所收市时所报点数			
费用	交易所费用 10 港元；证监会费用 0.54 港元；佣金商议	交易所费用 3.5 港元；证监会费用 0.54 港元；佣金商议	交易所费用 2 港元；证监会费用 0.1 港元；佣金商议	交易所费用 1 港元；证监会费用 0.54 港元；佣金商议

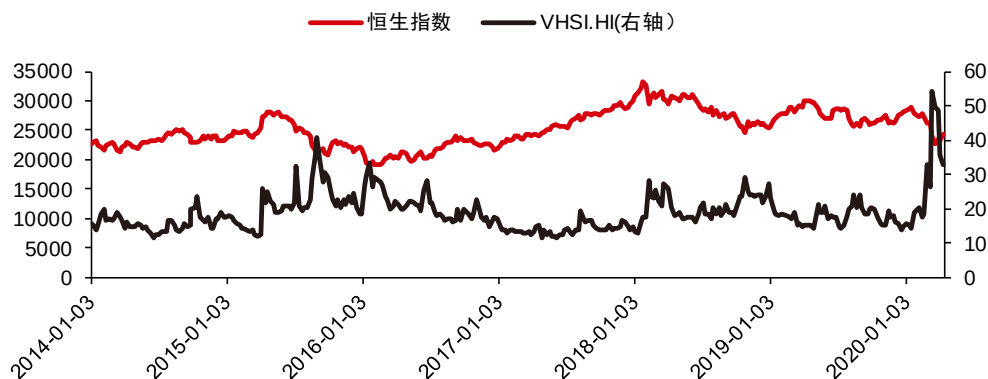
资料来源: 香港交易所, 中信证券研究部

隐含波动率可充分表征市场情绪

恒指波幅指数（代码：VHSI.HI）是香港市场核心波动率指数，该指数由标的指数的虚值认沽和认购期权价格计算，反映市场对恒生指数未来 30 天波动率的预期。由下图可见，常态下恒指波幅指数维持在 20 附近，这也基本是恒生指数的长期波动率水平；2015

年、2020 年 2 月以来市场大幅下调过程中，恒指波幅指数最高达到 40 以上，预示市场情绪大幅恶化。总体上看，恒指波幅指数反映的情绪与实际市场环境相符。

图 19：恒指波幅指数与恒生指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

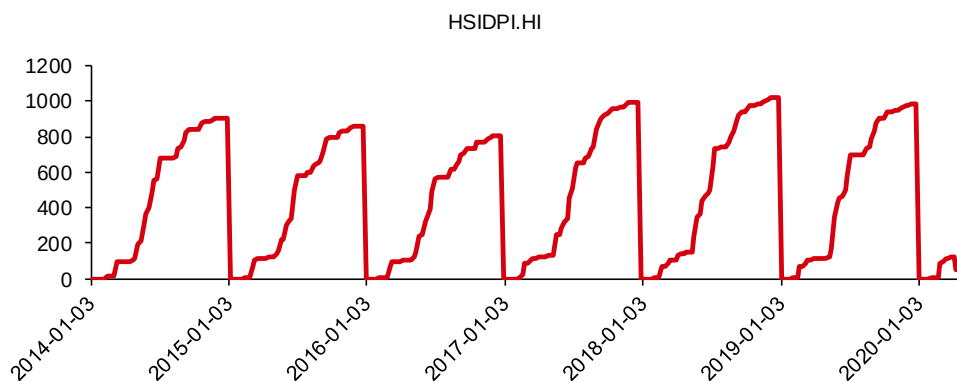
恒指、H 指股息点指数期货与波幅指数期货

恒指、H 指股息点指数期货是以恒指、H 指股息点指数为标的的期货产品，恒指波幅期货是以恒指波幅指数为标的的期货产品。恒指（H 指）股息点指数被用于度量标的指数所有成分股每年的现金股息。该指数值于每年倒数第二个交易日清零，在其后的一年内（直至下一次指数清零日）指数计算方法如下：

$$\text{当日股息点指数} = \text{上日股息点指数} + \text{当日股息点}$$

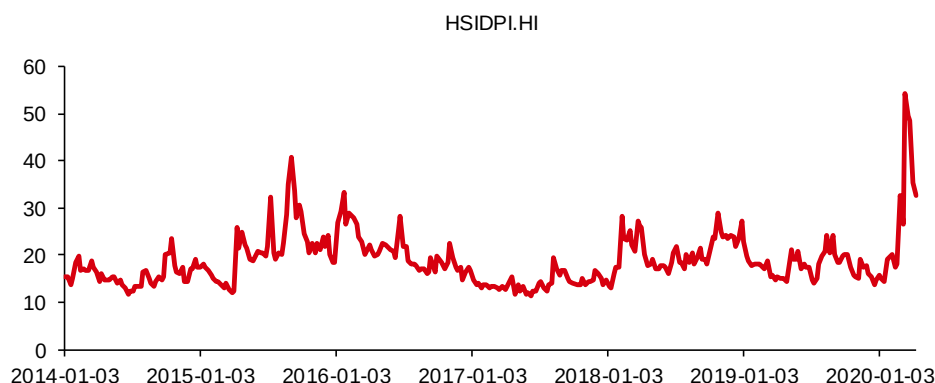
$$\text{当日股息点} = \text{当日成分股总现金股息} * \text{当日标的指数值} / \text{当日标的指数市值}$$

图 20：恒指股息点指数（HSIDPI.HI）历史走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

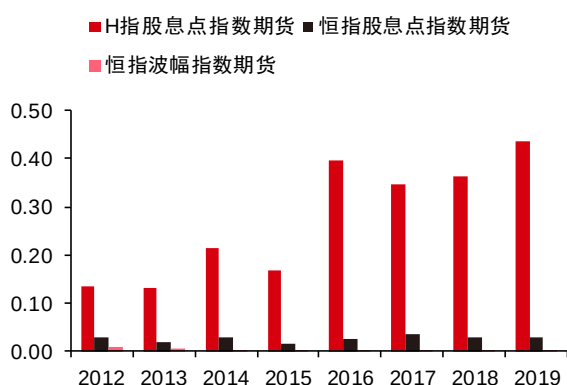
图 21：恒指波幅指数（VHSI.HI）历史走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

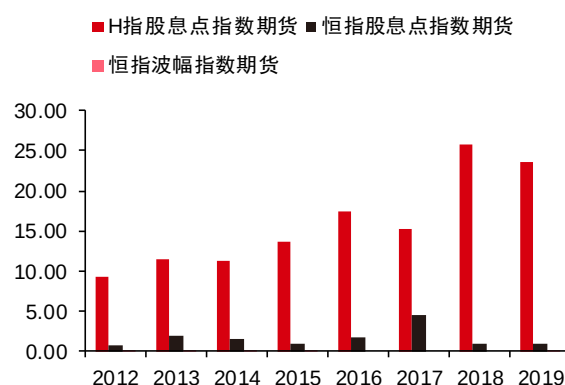
从市场规模与流动性来看，H 指股息点指数期货市场规模及流动性增速较快，当前水平也较高。2019 年，H 指股息点指数期货日均成交额、年末未平仓合约名义价值分别达 0.44 亿港元、23.68 亿港元，远高于同期恒指股息点指数期货与恒指波幅指数期货。

图 22：恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货历史日均成交额



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

图 23：恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货历史年末未平仓合约名义价值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

合约条款方面，股息点指数和波幅指数本身的差异导致了两者的期货在结算价的确定方式是不同的。恒指、H 指股息点指数期货使用相关指数最后交易日的收盘价，而恒指波幅指数期货使用最后交易日中最后 30 分钟恒指波幅指数的均价。

表 8：恒指、H 指股息点指数期货及恒指波幅指数期货合约要素

	恒指股息点指数期货	恒生国企股息点指数期货	恒指波幅指数期货
相关指数	恒指股息点指数	恒生国企股息点指数	恒指波幅指数
HKATS 代码	DHS	DHH	VHS
合约乘数	每指数点 50 港元		每指数点 5000 港元
合约月份	最近五个 12 月份		最近三个月
最低价格波幅	0.01 个指数点		0.05 个指数点
交易时间	上午 9 时 15 分至中午 12 时及下午 1 时至 4 时 30 分		
最后交易日	到期月份倒数第二个交易日		下个月倒数第二个交易日前 30 天

	恒指股息点指数期货	恒生国企股息点指数期货	恒指波幅指数期货
最后结算价	采用相关指数最后交易日收盘价		在最后交易日下午 3 时 30 分至 4 时的恒指波幅指数的平均价格
费用	交易所费用 3 港元；证监会费用及投资者赔偿费用不定时收取	交易所费用 1.5 港元；证监会费用及投资者赔偿费用不定时收取	交易所费用 10 港元；证监会费用 0.54 港元；佣金商议

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

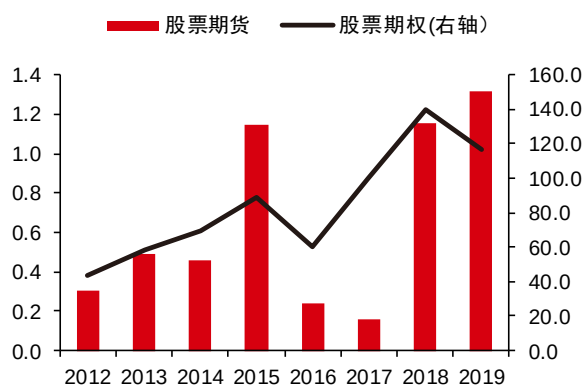
股票衍生品及结构化证券产品

股票期货与股票期权：股票期权规模及流动性高于股票期货

股票期货与期权是香港衍生品市场中数量最多的衍生品，其标的以蓝筹股为主，且大部分股票期货、期权都有做市商（庄家）提供流动性。

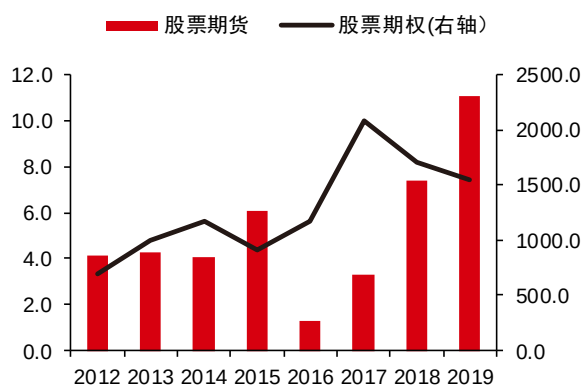
股票期权的市场规模及流动性远高于股票期货。2019 年，股票期权的年末未平仓合约名义价值及日均成交额分别为 1.6 千亿、1.2 百亿港元；而股票期货的年末未平仓合约名义价值及日均成交额分别仅为 11.1 亿、1.3 亿港元

图 24：股票期货与期权历史日均成交额



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

图 25：股票期货与期权历史年末未平仓合约名义价值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿港元

合约条款方面，港交所股票期权以实物交割的美式期权为主，而股票期货则是以现金结算为主。股票期货最后结算日为到期月份最后一个交易日，而股票期权最后结算日为到期月份倒数第二个交易日。

表 9：股票期货与股票期权合约要素

	股票期货	股票期权
合约乘数	1-50 手股票	大部分为 1 手股票，小部分为 2-50 手股票
合约类别	多/空	认沽及认购
最低价格波幅	0.01 港元	
合约月份	当月、后两个月及之后两个季月（3、6、9、12 月）	当月、随后三个月及之后三个季月（3、6、9、12 月）
交易时间	上午 9:30-中午 12 时及下午 1:00-4:00	
最后交易日	到期月份倒数第二个交易日	

	股票期货	股票期权
最后结算日	到期月份最后一个交易日	到期月份倒数第二个交易日
最后结算价	相关股票最后交易日当天的联交所报的正式收市价	-
结算方法	现金结算	美式，实物结算
费用	交易所费用 0.5-3 港元不等；证监会费用 0.1 港元；佣金商议	交易所费用 0.5-3 港元不等；佣金商议

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

衍生权证与牛熊证：品种丰富交易便捷，是香港衍生品市场的特色产品

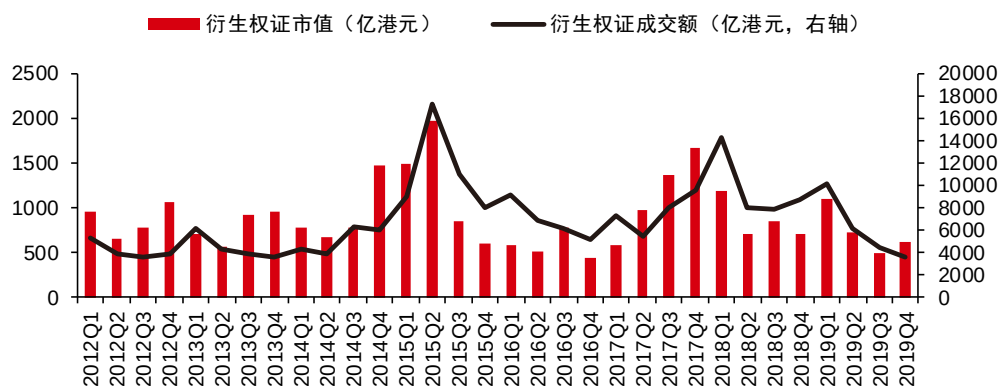
衍生权证市场概况及合约要素

由于衍生权证与期权性质相似，期权市场的存在在一定程度上会制约衍生权证的发展，而在香港市场中，衍生权证远比期权市场更发达，交易量占市场交易量比重远超国际水平，截至 2019 年 4 季度，衍生权证季度成交额达 3590 亿港元，占香港主板总成交额的 7.5%，总市值达 614 亿港元。权证在香港市场受欢迎的原因有：

(1) 衍生权证市场经过多年的发展，标的品种极其丰富，既包括个股，也包括香港股指、道琼斯股指、商品期货。

(2) 衍生权证交易便捷，投资者只需开立普通证券账户即可进行衍生权证的交易；而交易期权的手续更复杂，需要另外开立保证金账户。

图 26：香港衍生权证历史市场规模及成交额



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

衍生权证赋予合约持有人在一定期限内按照合约约定价格向发行人购入或卖出标的资产的权利，结算方式主要为欧式现金结算。以腾讯瑞银八九购 D（12504）认购期权合约为例，其合约条款与认购期权相似，不一样的是，衍生权证由投行、券商等第三方机构发行。

表 10：腾讯瑞银八九购 D（12504）合约要素

流通量提供者经济编号	9697
发行额	300000000 份权证
形式	欧式现金结算

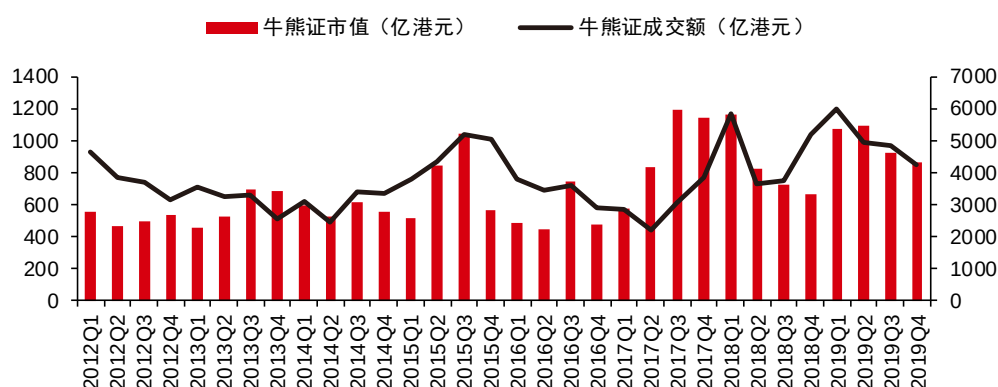
流通量提供者经济编号	9697
类别	认购
公司	腾讯控股有限公司
股份	公司现有已发行普通股
买卖单位	10000 份权证
每份权证发行价	0.347 港元
到期时每个买卖单位应付结算金额（如有）	权利*（平均价-行使价）*一个买卖单位/每份权利权证数目
行使价	431.080 港元
平均价	每个估值日的每股收市价的算术平均值
权利	1 股股份
每份权利权证数目	100 份权证
到期日	2018 年 9 月 17 日
结算日	（1）到期日；（2）由合约细则规定的日期
隐含波动率	44.00%

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

牛熊证市场概况及合约要素

另一类比较活跃的结构化证券产品是牛熊证，牛熊证同样具有期权性质。2019 年 Q4，牛熊证的成交额达 4230 亿港元，占香港主板总成交额的 8.9%，总市值达 863 亿港元。

图 27：香港牛熊证历史市场规模及成交额



资料来源：香港交易所，中信证券研究部

牛熊证允许其持有人在一定期限内，以某个指定价格，向发行人购入（或出售）一定数量的标的产品。因此牛熊证具有期权属性，但牛熊证又有着与期权不同的强制收回机制，当标的价格触及收回价格时，发行人会收回牛熊证并终止其买卖。

以腾讯瑞银八十牛 W（62806）牛证合约为例，合约条款中已规定收回价和行权价，牛证的强制收回机制如下图所示（熊证类似且相反）：对于牛证来说，收回价一定大于或等于行权价，收回价格等于行权价的为 N 类牛证，收回价格大于行权价的为 R 类牛证。在合约存续期内，如果股价在到期前下跌至收回价以下，则立即触发强制收回条款，投资者只能获得剩余价值。对于 N 类牛证，剩余价值为 0；对于 R 类牛证，剩余价值为观察期²内

² 观察期为牛熊证被强制收回时至下一个交易时段结束。

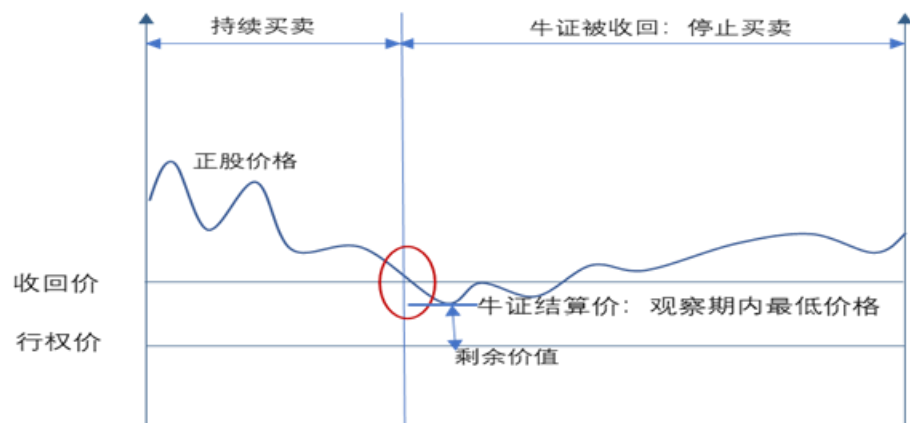
最低价格与行权价格之差。

表 11：腾讯瑞银八十牛 W(62806)合约要素

流通量提供者经济编号	9696
发行额	30000000 份牛熊证
形式/类型	欧式现金结算 R 类
类别	牛证
公司	腾讯控股有限公司
股份	公司已发行普通股
买卖单位	10000 份牛熊证
行使价	377.58 港元
收回价	380.38 港元
到期时每个买卖单位应付的现金结算金额	权利*（平均价-行使价）*一个买卖单位/每份权利牛熊证数目
收市价	标的股份于估值日的正式收市价
权利	1 股股份
每份权利牛熊证数目	100 份牛熊证
估值日	到期日前一个交易日

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：牛证的强制收回机制与剩余价值示意图



资料来源：Wind，中信证券研究部

期权、衍生权证及牛熊证区别

期权、衍生权证、牛熊证三者区别如下表所示：（1）发行主体方面，股票期权市场中不存在发行人，期权合约是由多空双方签订的，其合约条款往往是标准化的；而衍生权证、牛熊证则是由投行券商等第三方机构发行，条款更为灵活。（2）交易机制方面，投资者可以卖空股票期权，但无法卖空衍生权证和牛熊证。（3）行权及结算方式方面，股票期权通常为美式实物结算，而衍生权证与牛熊证为欧式现金结算。（4）合约条款方面，牛熊证合约中包含强制收回条款，而股票期权与衍生权证没有。

表 12：股票期权、衍生权证、牛熊证异同比较

	股票期权	衍生权证	牛熊证
发行主体	-	投行券商等第三方机构	投行券商等第三方机构
合约条款	标准化	个性化	个性化

	股票期权	衍生权证	牛熊证
流动性	一般	好	好
卖空机制	可卖空	不可卖空	不可卖空
行权方式	美式	欧式	欧式
结算方式	实物	现金	现金
强制收回机制	无	无	有

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

■ 外汇、利率及商品衍生品

外汇衍生品：美元兑人民币期货及期权最受青睐

香港交易所目前挂牌的外汇衍生品有美元、欧元、日元、澳元、印度卢比兑人民币期货，人民币兑美元期货，印度卢比兑美元期货，以及美元兑人民币期权。除美元兑人民币期货，其余合约均于 2016 年以后推出。

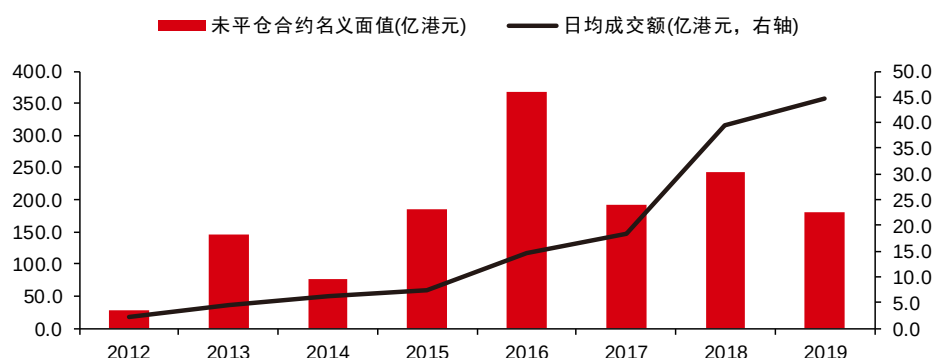
外汇衍生品中，美元兑人民币期货、美元兑人民币期权市场规模及流动性相对较高。2019 年，美元兑人民币期货、美元兑人民币期权的日均成交额分别为 44.6 亿、0.5 亿港元；美元兑人民币期货、美元兑人民币期权的年末未平仓合约名义价值分别为 181.4 亿、12.8 亿港元。

表 13：2019 年外汇类衍生品市场规模及流动性情况

	未平仓合约名义面值(亿港元)	未平仓合约数量(万张)	日均成交额(亿港元)	日均成交量(万张)
HKEX 美元兑人民币(香港)期货	181.35	2.32	44.60	0.57
美元兑人民币期权	12.79	0.16	0.49	0.01
HKEX 欧元兑人民币(香港)期货	0.48	0.01	0.26	0.01
HKEX 人民币(香港)兑美元期货	3.42	0.10	0.16	0.00
HKEX 澳元兑人民币(香港)期货	0.51	0.01	0.15	0.00
HKEX 日圆兑人民币(香港)期货	0.82	0.02	0.08	0.00
HKEX 印度卢比兑人民币(香港)期货	0.00	0.00	0.00	0.00
HKEX 印度卢比兑美元期货	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：美元兑人民币期货市场规模及流动性情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

合约条款方面，美元兑人民币期货、期权有如下特点：（1）结算方式上，美元兑人民币期货、期权均为实物结算，美元兑人民币期权为欧式期权。（2）交易时间上，美元兑人民币期货交易时间包含下午 5:15 至次日凌晨 1:00 的收市后交易时段，而美元兑人民币期权目前只能在日间交易时段进行交易。（3）结算价格上，美元兑人民币期货、期权结算价格为到期日上午公布的美元兑人民币即期汇率。

表 14：美元兑人民币（香港）期货及期权合约要素

合约	美元兑人民币（香港）期货	美元兑人民币（香港）期权
交易代码	CUS	CUS
合约月份	当月、下三个月及之后六个季月（3、6、9、12 月）	当月、下三个月及之后的四个季月（3、6、9、12 月）
合约金额	100000 美元	
最低波幅	以四个小数位报价（0.0001 元人民币）	
交易时间	上午 8:30 至下午 4 时 30 分，下午 5:15 分至次日凌晨 1:00	上午 9 时至下午 4 时 30 分
最后结算日	到期月份第三个星期三	到期月份第三个星期三
结算价	到期日上午公布的美元兑人民币（香港）即期汇率	
结算方式	实物	欧式，实物
费用	人民币 8 元	人民币 8 元

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

利率衍生品：市场规模及流动性极低

1997 年亚洲货币市场的动荡使得香港利率波动增大，为满足投资者对冲利率风险的需求，港交所于 1998 年推出利率期货。香港利率衍生品目前包含一个月港元利率期货与三个月港元利率期货两个品种，近年来这两种期货合约市场规模及流动性极低。2019 年，一个月港元利率期货、三个月港元利率期货的日均成交量分别仅为 0.4 张、0.7 张合约。

表 15：2010-2019 年利率类衍生品日均成交量及未平仓合约数情况（单位：合约张数）

三个月港元利率期货		一个月港元利率期货	
未平仓合约数	日均成交量	未平仓合约数	日均成交量
2010	0.0	4.3	0.0
2011	0.0	1.7	0.0
2012	0.0	0.6	0.0
2013	1.0	0.0	0.0
2014	5.0	0.1	0.0
2015	0.0	0.4	0.0
2016	40.0	0.2	0.0
2017	470.0	2.3	0.0
2018	272.0	2.4	0.0
2019	60.0	0.7	0.0

资料来源：Wind，中信证券研究部

商品衍生品：黄金期货规模及流动性相对较高

香港交易所商品衍生品主要包括黄金期货、铁矿石期货及伦敦小型金属期货三大类。黄金期货规模及流动性相对较高。2019 年，黄金期货日均成交额达 4.1 亿港元，年末未平

仓合约名义价值达 4.4 亿港元；铁矿石期货市场规模及流动性次之，日均成交额为 0.17 亿港元，年末未平仓合约名义价值为 1.17 亿港元；而伦敦小型金属期货规模及流动性最低。

表 16：商品衍生品 2019 年市场规模及流动性情况

	未平仓合约名义面值(亿港元)	未平仓合约数量(万张)	日均成交额(亿港元)	日均成交量(万张)
黄金期货	4.3592	0.1137	4.0514	0.1135
铁矿石期货	1.1679	0.1685	0.1742	0.0227
伦敦金属小型期货	0.7034	0.0353	0.1474	0.0086

资料来源：Wind，中信证券研究部

合约条款方面：（1）合约单位上，与香港地区一般采用英制单位的习惯不同，港交所的商品期货合约采用了公制单位，黄金期货合约计价单位为克，铁矿石期货的计价单位为吨，这更加贴近内地投资者的习惯。（2）交易时间：黄金期货与铁矿石期货均可在收市后交易时段（下午 5:15 至次日凌晨 1:00）交易。（3）结算方式：黄金期货结算方式为实物结算，而铁矿石期货的结算方式为现金结算。

表 17：黄金期货与铁矿石期货合约要素

合约	黄金期货	铁矿石期货
合约单位	1 千克	100 吨
交易货币	人民币/美元	美元
合约月份	当月及后续 11 个月	当月及后续 23 个历月
交易时间	上午 8:30-下午 4:30 及下午 5 时 15 分至次日凌晨 1 时	上午 9:00-下午 4:30 及下午 5 时 15 分至次日凌晨 1 时
最低波幅	每克 0.05 元人民币/每克 0.01 美元	每吨 0.01 美元
结算方式	实物	现金
结算货币	人民币/美元	美元
最终结算价	最后交易日最后 30 分钟所有到期月份合约按成交量加权平均的价格	合约月份公布的所有 TSI CFR 中国铁矿石 62% 铁粉指数的算术平均值，并四舍五入至小数后两位数字
最低交收单位	1 千克	-

资料来源：香港交易所，中信证券研究部

相关研究

- 期权系列专题研究--市场参数变动对欧式期权杠杆率和保证金的影响 (2020-04-13)
- 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展 (2020-02-12)
- 市场热点量化解析系列第 24 期—沪深 300 系列期权上市首周运行盘点 (2019-12-30)
- 市场热点量化解析系列第 23 期--沪深 300 期权上市相关规则与热点问题梳理 (2019-12-24)
- 市场热点量化解析系列第 22 期—期权扩容的市场影响及相关情况分析 (2019-11-10)
- 指数研究与指数化投资系列—期权策略指数编制方案与应用分析 (2019-05-31)
- 海外衍生品市场专题报告—解析香港衍生品市场 (2018-08-28)

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。

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

其他声明

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”。

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 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. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；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：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2020 版权所有。保留一切权利。