

港美股备兑策略ETF全景图

解码备兑认购期权ETF的产品创新与配置价值

行业研究 · 海外市场专题

证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

证券分析师：徐祯霆

010-88005494

xuzhenting@guosen.com.cn

S0980522060001

■ 产品定位与机制特征

备兑认购期权ETF通过“持有标的+卖出认购期权”的组合，实现了以权利金收入对冲部分下行风险并增强现金流的目标。在下跌、震荡或弱趋势市场中，策略可有效平滑收益曲线并降低波动率，但在单边牛市中上行潜力受限，往往跑输基准指数。这类产品更适合作为防御型配置工具，而非进攻型收益来源。

■ 美股与香港备兑ETF市场发展态势

美股已形成超过1700亿美元的备兑ETF生态，代表性产品如JEP1、JEPQ凭借灵活的主动管理和高分派优势吸引了大量资金流入。相比之下，香港市场虽起步较晚，但发展迅速，2024年以来恒指、恒生国指、恒生科技等多只备兑ETF相继推出，规模增长和资金流入显著，而且香港上市产品的税务优势使其对本地及离岸资金均具吸引力，显示出监管支持和市场认可度的双重提升。

■ 风险收益特征与配置价值

港股备兑策略展现出显著的风险控制优势，如恒指备兑期权指数波动率较基准下降约35%，近五年最大回撤收窄逾16个百分点，在市场下跌和横盘震荡期间跑赢恒指，但代价是收益能力明显减弱，近五年风险调整后收益不及基准。综合来看，该策略在熊市和震荡市中可发挥减震阀作用，适合追求稳健和现金流的投资者；而在趋势性牛市中，应更多依赖底层指数或成长性资产来获取超额收益。

■ 投资启示与产品创新

在高波动、弱趋势的港股市场，单纯的被动备兑策略并非最优，积极的衍生品组合或动态行权价调整更能平衡收益与风险。从资产配置角度，应将备兑ETF定位为防御型工具而非核心收益来源，择时上适用于震荡市与估值高位阶段。未来产品创新方向在于主动化与差异化设计，包括行权价灵活选择、覆盖比例调整以及个股筛选等，以更好适应复杂环境并满足多元化投资需求。

■ 风险提示：收益受限风险、波动率依赖风险、下行风险不可完全对冲、执行与流动性风险、指数编制调整风险。

- | | | | |
|--------|-----------|--------|--------|
| [01] | 何为备兑认购期权？ | [04] | 历史表现复盘 |
| [02] | 产品发展趋势 | [05] | 风险收益特征 |
| [03] | 产品运作机制 | [06] | 投资策略 |



国信证券
GUOSEN SECURITIES

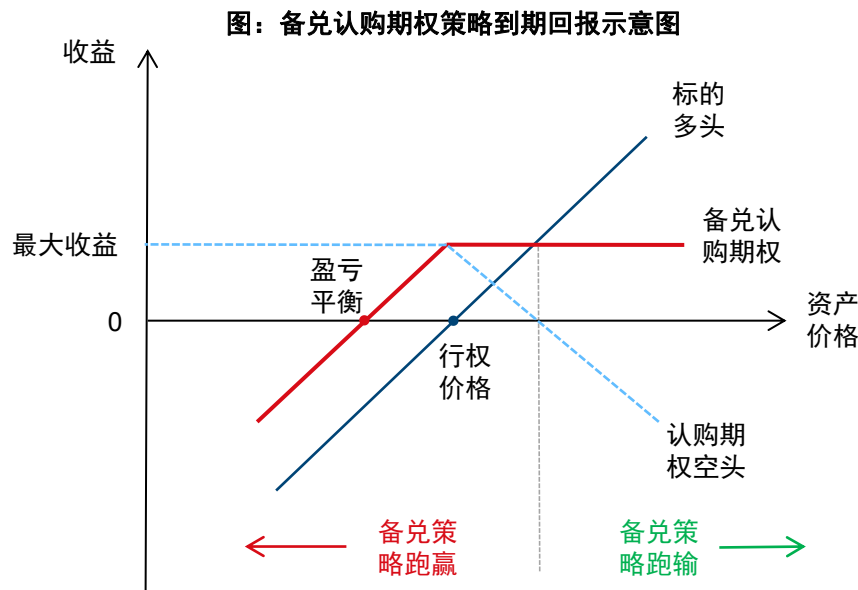
一、何为备兑认购期权？

■ 备兑认购期权

备兑认购期权（Covered Call）是一种结合股票多头和认购期权空头的投资策略。投资者首先持有标的资产（如股票或ETF），同时卖出相同数量、相同到期日的认购期权。该策略的目标是通过收取权利金获得额外收益，以提升资产的整体回报率。

- 该策略的特点是：当标的资产价格上涨超过期权行权价时，投资者的收益被封顶；当价格下跌时，投资者仍需承担持有标的资产的损失，但权利金收入能够部分对冲下跌损失，而且在市场波动性增加的时期，权利金往往会提高。因此，备兑认购策略通常适合在震荡或温和上涨的市场环境下使用，广泛应用于增强收益和降低波动率的策略产品中。

下图展示了备兑认购期权策略与单纯持有股票在不同标的的价格下的到期盈亏情况对比：



数据来源：国信证券经济研究所绘制



国信证券
GUOSEN SECURITIES

二、产品发展趋势

- 美股市场已经形成了一个成熟且规模巨大的备兑认购期权ETF生态体系。特别是在过去三年，随着利率高企以及投资者对稳定分派的需求增加，资金持续大幅流入相关产品，备兑类ETF的总规模已超过1700亿美元量级，成为ETF市场发展的热点赛道之一。
- 市场中主要存在两类策略路径：一类是被动买写型，即严格按照标的指数权重持仓，并定期卖出相应指数期权以获取权利金；另一类是主动备兑覆盖型，由基金经理在持仓选择、期权执行价格与到期结构上进行灵活调整，力图在限制风险的同时维持较具吸引力的现金分派率。
- 在代表性产品方面，JEPI（摩根大通 Equity Premium Income ETF）和JEPQ（摩根大通Nasdaq Equity Premium Income ETF）通过主动管理与期权覆盖组合，在短短3年内吸引了超过700亿美元资产，成为了全美最受欢迎的两只主动型ETF；QYLD（Global X Nasdaq 100 Covered Call ETF）与XYLD（Global X S&P 500 Covered Call ETF）则作为两只发行更早的被动买写产品，分别覆盖纳斯达克100与标普500指数，凭借高分派率和规则透明也获得了大量资金流入。

表：美国市场前10大规模备兑期权策略ETF

代码	ETF名称	发行商	资产规模（亿美元）	费率	近3月回报	分类
JEPI	JPMorgan Equity Premium Income ETF	JPMorgan Chase	412	0.35%	3.40%	宽基指数
JEPQ	JPMorgan NASDAQ Equity Premium Income ETF	JPMorgan Chase	298	0.35%	9.00%	宽基指数
QYLD	Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF	Mirae Asset	81.6	0.61%	4.80%	宽基指数
DIV0	Amplify CWP Enhanced Dividend Income ETF	Amplify Investments	50.6	0.56%	5.80%	宽基指数
MSTY	YieldMax MSTR Option Income Strategy ETF	Toroso Investments	46.3	0.99%	-9.70%	个股
QQQI	NEOS Nasdaq 100 High Income ETF	Neos Investments	44.3	0.68%	8.30%	宽基指数
KNG	FT Vest S&P 500 Dividend Aristocrats Target Income ETF	First Trust	38	0.75%	3.80%	宽基指数
XYLD	Global X S&P 500 Covered Call ETF	Mirae Asset	31	0.60%	3.80%	宽基指数
NVDY	YieldMax NVDA Option Income Strategy ETF	Toroso Investments	17.9	1.27%	17.20%	个股
BALT	Innovator Defined Wealth Shield ETF	Innovator	16.6	0.69%	2.10%	宽基指数

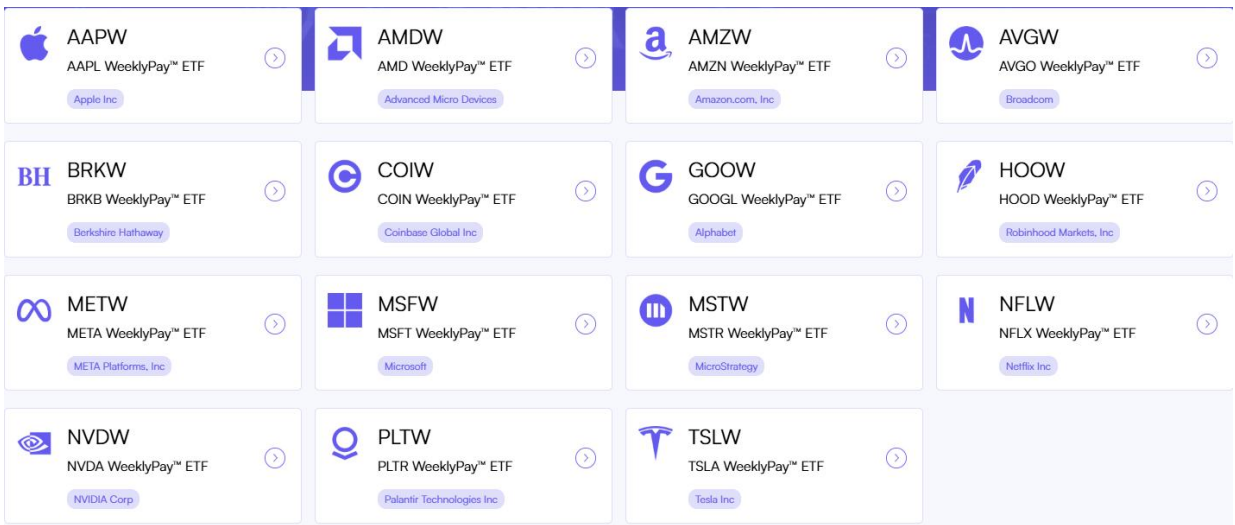
数据来源：ETF.com，彭博，国信证券经济研究所整理

- 随着投资者需求的分化以及竞争加剧，华尔街大行与头部ETF厂商不断推出新品，以期在备兑策略的基础上形成差异化。
- 1. 在底层标的的选择上，除了传统的标普500、纳斯达克100等大盘宽基，越来越多产品开始挂钩行业、主题、风格指数，例如科技、能源、公用事业，高股息与价值风格，从而满足投资者在获取期权金收益的同时实现特定行业或风格敞口。
- 2. 在策略执行机制上，市场逐渐出现更细分的设计，包括月度与周度的期权卖出频率差异、固定行权价与动态调整的组合，以及采用个股期权而非纯粹指数期权的形式。这些改良旨在兼顾更灵活的现金流与对市场波动的适应性。
- 3. 在费用结构与主动/被动管理模式上，产品也在拉开差距。被动型产品以透明规则和较低费率吸引成本敏感型投资者；而主动型产品则通过基金经理的灵活操作试图提升风险调整后回报，即便费率相对更高，仍受到大量资金追捧。
- 4. 近年来还出现了跨主题融合的趋势：例如把备兑策略叠加在成长股、科技股，甚至单一大型科技龙头（如苹果、特斯拉）之上；也有部分ETF结合地域维度，推出覆盖新兴市场或特定国家股指的备兑产品。这类“备兑+主题”的结合进一步扩大了策略的适用场景，为投资者提供了既能获取权利金收益、又能表达市场观点的工具。

表：备兑策略产品创新类别

产品类别	代表产品	产品特点
个股备兑+杠杆策略	REX NVII、COII、TSII 等	部分组合杠杆，拆分持仓：一半卖权收息，一半参与上涨。
个股+定期派息	MAGY; WeeklyPay 系列	针对热门科技股，每周派息，强化现金流与成长结合。
加密货币+备兑	Global X BCCC/Grayscale ETCO	每周卖权覆盖比特币合成敞口，实现收益与波动管理平衡。
主题/行业+备兑	Global X MLP/Energy; 标普质量指数	将备兑策略与行业、主题、风格结合。

数据来源：ETFGI,Rex,Roundhil, 国信证券经济研究所整理
图：Roundhill WeeklyPay系列产品



数据来源：ETFGI,Rex,Roundhil, 国信证券经济研究所整理

- 香港的备兑ETF发展起步虽稍晚，但扩张速度较快。2019年6月，恒生指数公司首次推出恒生指数备兑认购期权指数和恒生中国企业指数备兑认购期权指数。在利率高企与市场波动并存的环境下，香港投资者对“稳定现金流”与“高分派收益”的偏好愈加明显，资产管理公司也顺势推出多只备兑认购期权ETF，以满足散户及机构在收益替代上的需求。2024年，港交所迎来了首批多只此类产品上市（跟踪恒指/恒生科技/国指相关的备兑ETF，均由未来资产发行管理，其中恒生国指备兑认购期权指数ETF规模已超过70亿港元，过去1年规模增加20倍）。离岸投资者也表现出兴趣，认为这类ETF既能提供港股敞口，又能在震荡市中锁定较高收益。为帮助市场理解并扩大投资者教育，港交所专门发布了备兑认购期权ETF的介绍材料和投资者教育手册，详细解释了该类产品的运作机制、分派特点以及潜在风险。这也显示了监管层面对该类创新型产品的支持，也为后续更多同类ETF的推出奠定了认知基础。
- 对香港投资者而言，本地ETF具显著税务优势，其股息收入无需缴税，而投资美国同类ETF股息则须缴30%预扣税，尽管可透过特定程序申请部分退税，但流程通常繁琐复杂。两地资本利得均免税，因此香港ETF的税后股息收益更高。

表：香港市场现有备兑期权策略ETF

ETF代码	ETF 名称	上市日期	跟踪标的	币种 / 交易柜台	分派频率与说明	资产规模 (亿港元)
3419.HK	Global X HSI Components Covered Call Active ETF (3419)	2024-02-29	恒生指数	港元计价	主动备兑策略+月度分派	3.0
3416.HK	Global X HSCEI Components Covered Call Active ETF (3416)	2024-02-29	恒生中国企业指数	港元计价	主动备兑策略+月度分派	71.2
3417.HK	Global X Hang Seng TECH Components Covered Call Active ETF (3417)	2025-03-13	恒生科技指数	港元计价	主动备兑策略+月度分派	5.9
3415.HK/9415.HK	Global X S&P 500 Covered Call Active ETF (3415 / 9415)	2025-08-29	标普500 指数	港元及美元双柜台	主动备兑策略+月度分派	0.5

数据来源：Wind，港交所，国信证券经济研究所整理

典型产品对比：JEPQ vs QYLD

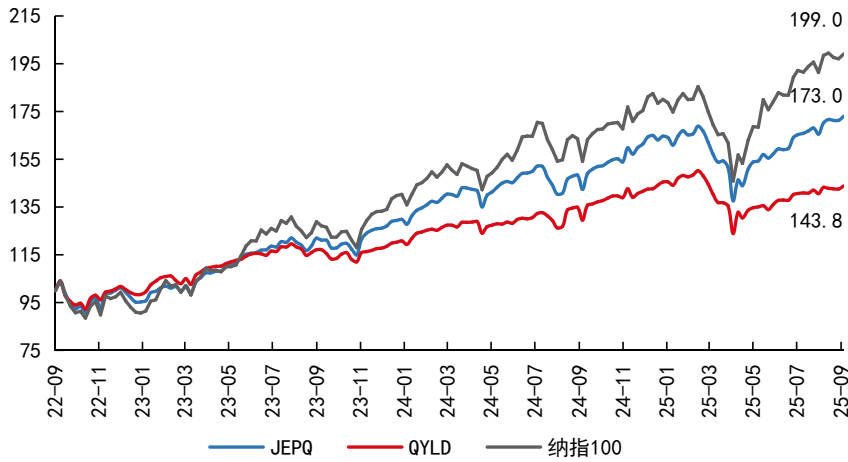
- JEPQ（JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF）和QYLD（Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF）都是采用备兑认购期权策略且基准为纳指100指数的ETF产品，旨在通过卖出期权获取收益，但它们在投资策略、风险收益特征、费用结构和历史表现等方面存在显著差异。
- 投资策略与期权管理
 - JEPQ：由摩根大通进行主动管理，主要投资于纳斯达克100指数成分股，**并对最多20%的股票卖出平值或稍微价外的认购期权**。这种策略在保留指数大部分上涨空间的同时，获取部分期权权利金收入，适合在震荡或温和上涨市场中寻求稳定现金流的投资者。
 - QYLD：由Global X管理，采用被动策略，对纳斯达克100指数的成分股卖出平值认购期权。这种策略最大化了期权溢价收入，但在市场上涨时，基金的资本增值受限，适合追求高收益且能接受有限资本增值的投资者。
- JEPQ发行时间更晚，规模增长却更快的原因：
 - ✓ 费用优势：0.35%的低费率，成本效益显著优于竞品。
 - ✓ 策略灵活：部分期权覆盖，保留上涨空间，适应低波动市场。
 - ✓ 绩效突出：3年总回报73%，低波动下表现超同类。
 - ✓ 现金流与增长平衡：满足既需稳定现金流（11.24%的TTM股息率）又希望参与科技股增长的投资者需求。

表：JEPQ对比QYLD

产品	JEPQ	QYLD
管理人	摩根大通	Global X
发行时间	2022/5/3	2013/12/11
AUM	298.6 亿美元	81.5 亿美元
策略	主动管理，部分OTM 期权覆盖	被动管理，全ATM期权覆盖
费用比率	0.35%	0.60%
年初至今回报	6.72%	-0.25%

数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

图：JEPQ对比QYLD回报表现



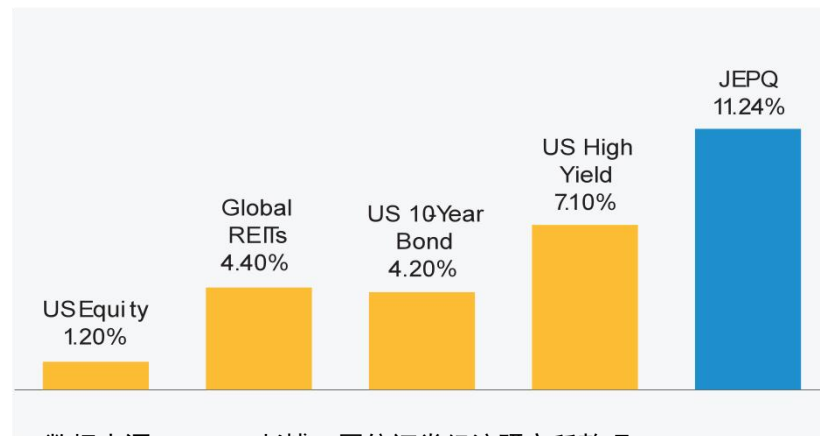
数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

典型产品对比：JEPQ vs QYLD

- JEPQ (JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF) 和QYLD (Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF) 都是采用备兑认购期权策略的ETF，旨在通过卖出期权获取收益，但它们在投资策略、风险收益特征、费用结构和历史表现等方面存在显著差异。
- 投资策略与期权管理
 - JEPQ：由摩根大通进行主动管理，主要投资于纳斯达克100指数成分股，**并对最多20%的股票卖出平值或稍微价外的认购期权**。这种策略在保留指数大部分上涨空间的同时，获取部分期权权利金收入，适合在震荡或温和上涨市场中寻求稳定现金流的投资者。
 - QYLD：由Global X管理，采用被动策略，对纳斯达克100指数的成分股卖出平值认购期权。这种策略最大化了期权溢价收入，但在市场上涨时，基金的资本增值受限，适合追求高收益且能接受有限资本增值的投资者。
- JEPQ发行时间更晚，规模增长却更快的原因：
 - ✓ 费用优势：0.35%的低费率，成本效益显著优于竞品。
 - ✓ 策略灵活：部分期权覆盖，保留上涨空间，适应低波动市场。
 - ✓ 绩效突出：3年总回报73%，低波动下表现超同类。
 - ✓ 现金流与增长平衡：满足既需稳定现金流（11.24%的TTM股息率）又希望参与科技股增长的投资者需求。

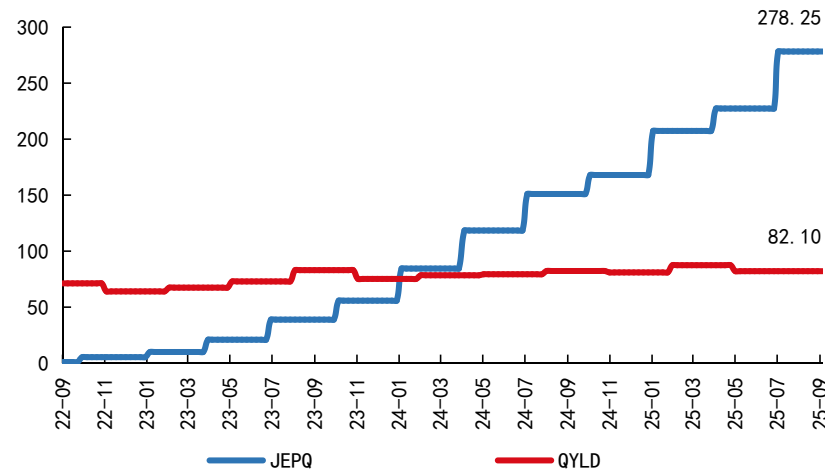
图：JEPQ股息率对比其他资产类别

Attractive yield vs. other asset classes



数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

图：JEPQ对比QYLD规模变化（亿美元，截至2025Q2）



数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理



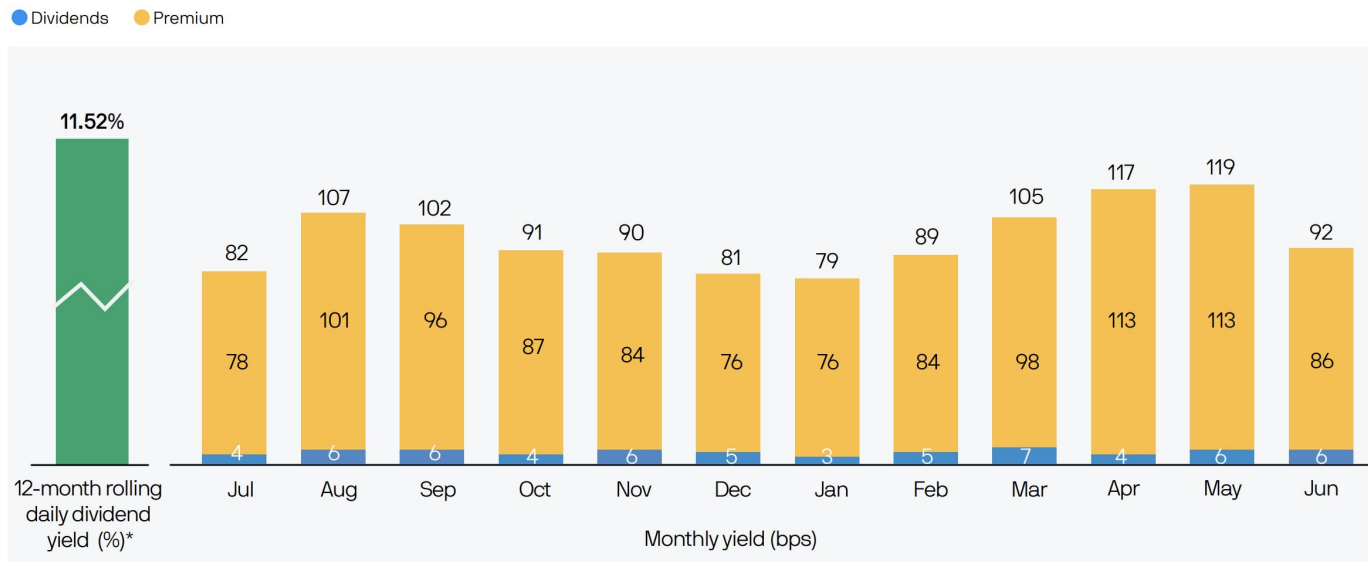
国信证券
GUOSEN SECURITIES

三、产品运作机制

产品运作机制：将市场波动转化为稳定收入

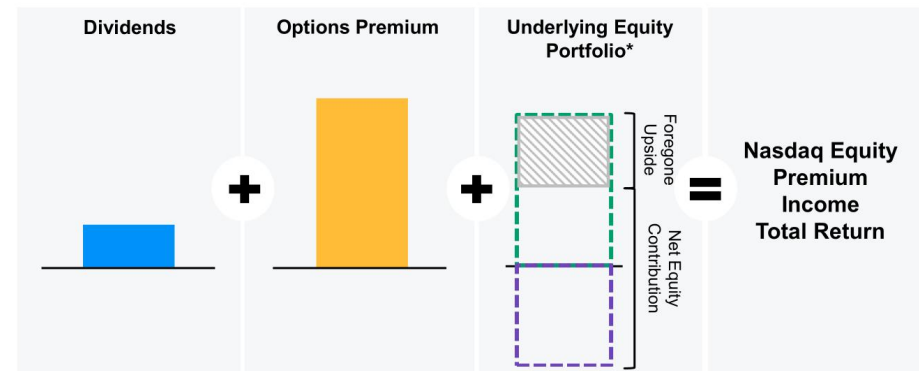
- 以JEPQ为例，JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF（JEPQ）是一种结合股票投资与期权策略的主动管理型ETF，旨在提供稳定收入并降低市场波动风险。其核心策略和运作机制如下：
- 底层股票组合：数据驱动的纳斯达克100指数投资，但采用主动选股策略，利用J. P. Morgan的专有数据模型，结合基本面分析，构建优化的股票组合，而非完全被动复制。
- 期权覆盖策略：对最多20%资产使用期权，每周卖出纳斯达克100指数（NDX）一个月后到期的虚值看涨期权，赚取权利金，转化为月度分红，牺牲部分上涨潜力，换取下行保护，平滑整体收益波动率。

图：JEPQ近12个月分红率和构成（截至2025Q2）



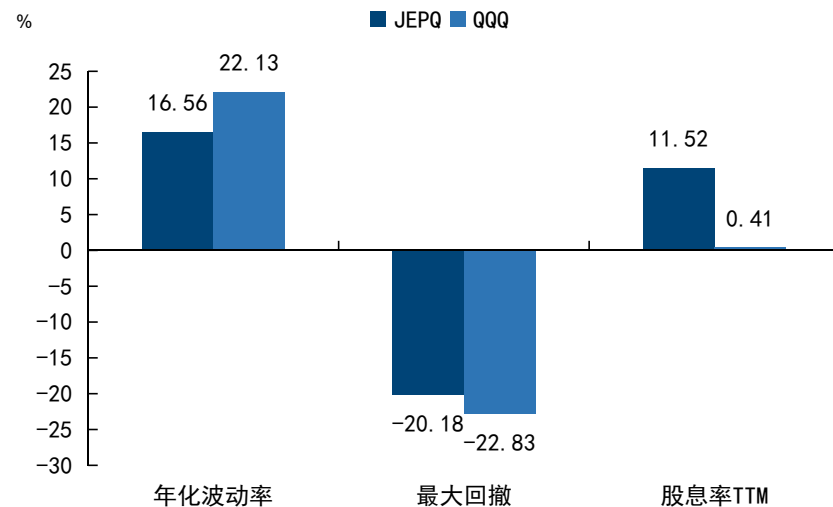
数据来源：JP Morgan Asset Management, Wind, 国信证券经济研究所整理

图：JEPQ产品收益构成



数据来源：JP Morgan Asset Management, Wind, 国信证券经济研究所整理

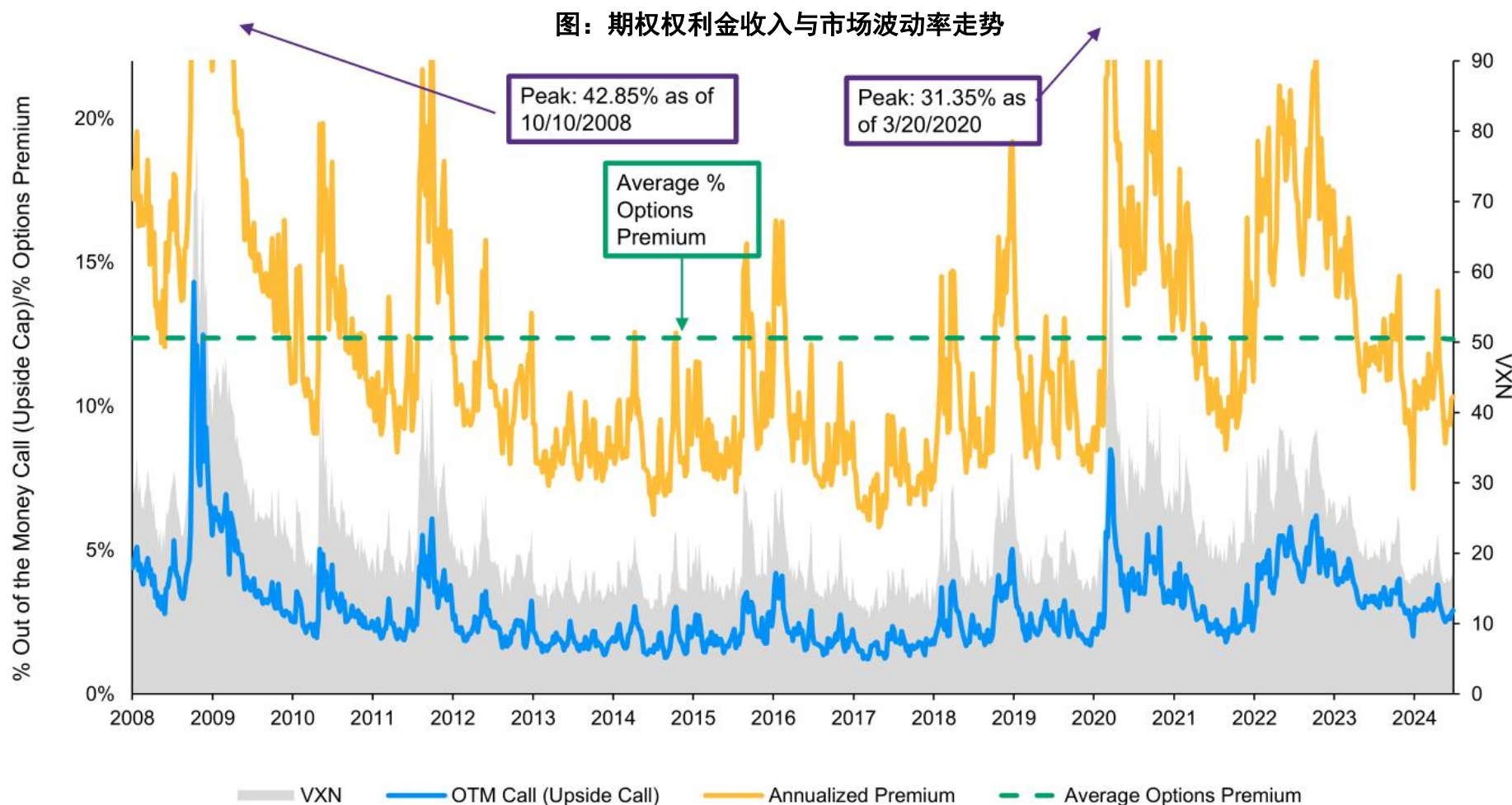
图：JEPQ对比纳指100ETF



数据来源：JP Morgan Asset Management, Wind, 国信证券经济研究所整理

产品运作机制：将市场波动转化为稳定收入

- 期权权利金收入与市场波动率高度正相关，波动率越高，期权卖方能获得的收入就越高。在市场恐慌时，投资者为了获得更高的权利金收入，愿意卖出执行价离市价更近的期权（即蓝线降低，上行潜力收窄），从而更早地封顶自己的盈利上限。



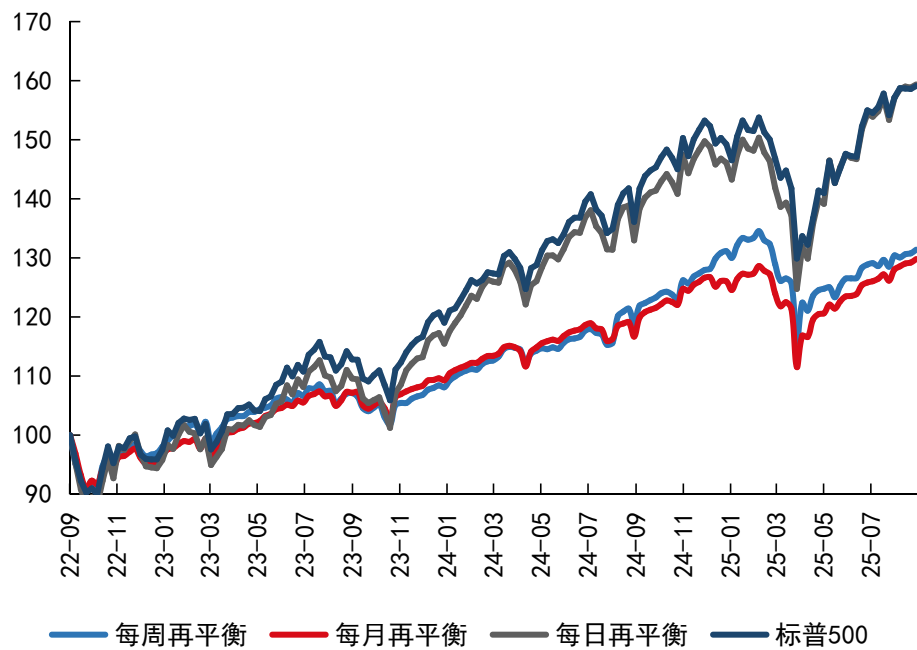
数据来源：JP Morgan Asset Management, CB0E, 彭博, 国信证券经济研究所整理

■ 对于备兑认购期权策略而言，频率较高的投资组合再平衡可以带来与基准指数更强的相关性。每月再平衡的备兑认购期权与基准指数的偏差最大，因为月频的灵活性较低，在上涨行情中更容易成为价内期权。以CBOE标普500 Buy Write Monthly Index (BXM) 为例，今年7月19日到8月15日的看涨期权的卖出行权价为6295，而在这20个交易日中，只有1个交易日看涨期权处于价外或低于行权价格，这意味着95%的交易日上涨空间都受限。

特性/再平衡频率	每月再平衡	每日再平衡	每周再平衡
代表型指数	BXM	SP500DCG	BXMW
滚动规则	每月一次 在期权到期日卖出下月期权	每日一次 每日卖出次日到期的期权	每周滚动1/4 每周有25%的头寸到期并展期
策略逻辑	经典策略，每月获得一次时间价值衰减收益。	极致策略，每日收割时间价值衰减（Theta Decay），追求极高的期权权利金收入。	折中策略，通过分散到期日降低单一到期日的影响，平衡收入与上行潜力。
收益特征	中等收入 中等上行限制 中等下行保护	理论上最高收入 极度严格的上行限制 最强的下行保护	中等偏上收入 适度的上行潜力 良好的下行保护
风险特征	每月面临一次“赌结果”的压力，如果指数在到期日大幅高于行权价，会错过涨幅。	每日调整，几乎完全放弃了上行潜力，但能持续获得高额权利金，对交易成本更敏感。	风险暴露在时间上更为分散，平滑收益曲线。每周都有机会以新的行权价重新开始。

数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

图：备兑认购期权策略表现随再平衡频率出现分化



数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

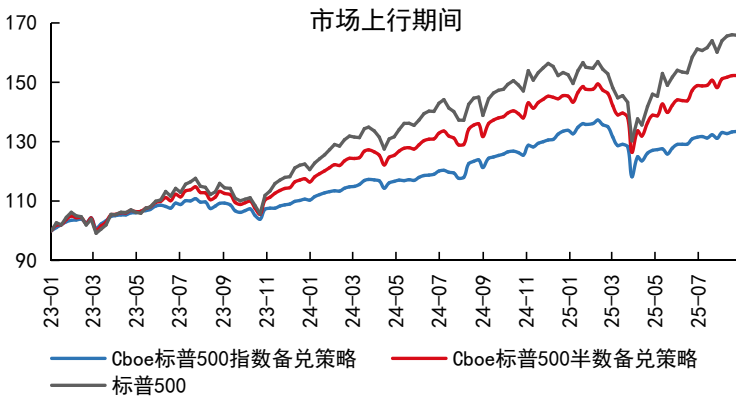
- 与全备兑认购期权策略相比，半备兑认购意味着卖出认购期权的名义价值是基准指数多头头寸名义价值的一半，其保留了更大的市场上行参与度而权利金收益较低，而在市场下行期间的保护也较低。

表：不同备兑比例的影响

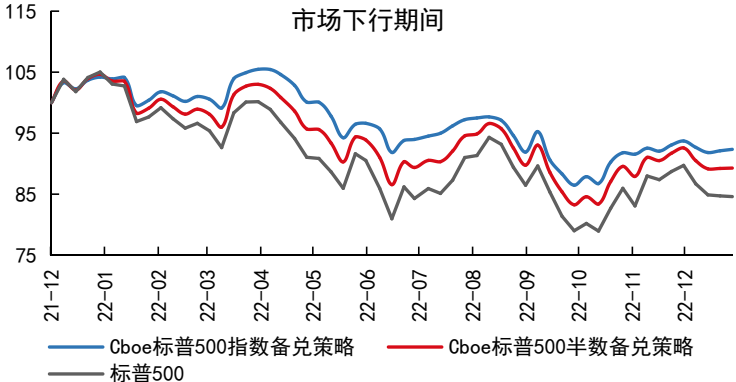
特性	全备兑策略	半备兑策略	说明
策略目标	最大化权利金收入提供更大的下行保护	在收益增强与上行参与度之间平衡	全备兑策略通过卖出更多期权，追求更高的权利金收入。半备兑版本牺牲一部分收入，以换取更多上涨潜力。
上行参与度	低较，上涨时收益严格封顶于行权价	中等，能参与约一半的上涨行情	这是最核心的区别，当市场上涨时，全备兑的收益被100%的期权空头限制，而半备兑版本只有50%的头寸被覆盖，另外50%的股票头寸可以自由上涨。
下行保护	强，权利金收入能大幅缓冲下跌损失	中等，权利金提供的缓冲较弱	全备兑卖出更多期权，因此获得了更多的权利金收入。在市场下跌时，这笔权利金可以抵消更多的亏损。
收益来源	主要依赖权利金收入	权利金收入 + 资本利得	全备兑更像一个收入型策略，表现依赖于持续获得权利金。半备兑版本则同时依赖收入和标的指数的上涨。
波动性	较低，收益曲线更平滑	较高，介于全备兑和基准标的资产之间	卖出期权相当于做空波动率。全备兑做空波动率的程度更大，因此其组合的波动性和beta更低。
市场适用性	最佳：震荡或温和下跌市场 最差：强劲牛市	最佳：震荡或温和上涨市场 尚可：强劲牛市（虽跑输但能参与）	在牛市中，全备兑会大幅跑输基准，而半备兑版本虽然也会跑输（因为一半头寸被覆盖），但能捕获部分上涨收益，表现会相对较好。

数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

图：不同备兑比例下的认购期权策略表现



数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理



数据来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

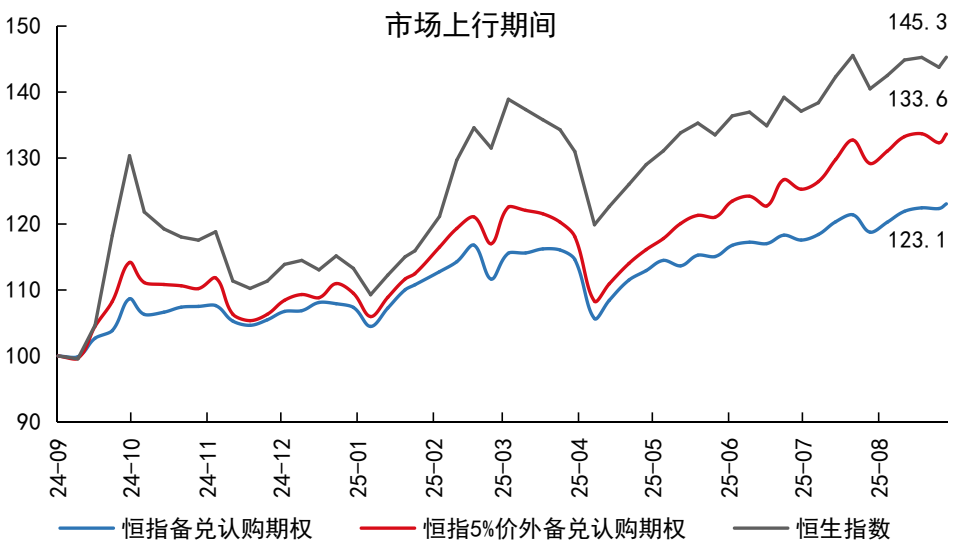
- 备兑期权的总收益来自两部分：①标的资产的价格变化：股票本身的涨跌。②卖出期权获得的权利金：这是立即获得的现金收入，为投资组合提供下行缓冲和额外收益。
- 平值（ATM）和虚值（OTM）期权的核心区别就在于对这两部分收益的权衡，追求高当前收入、最大化现金流的投资者应选择平值期权。目标是获取最高的权利金收益，适合作为核心收入策略。追求增长与收入平衡的投资者应选择虚值期权（例如5%-10%价外），目标是牺牲一部分当前权利金收入，降低被行权可能性，以保留一定的资本增值潜力。
- 对于后市的判断也影响对于期权类型的选择：对后市的看法越悲观或越认为会横盘，越应该选择平值甚至是价内期权。而对后市的看法越乐观 -> 越应该选择更虚值的OTM（甚至不卖期权）。

表：不同行权价选择的影响

特性	平值期权 (ATM)	价外期权 (OTM)	说明
权利金收入	高	低	ATM期权内在价值为0，全部是时间价值，且时间价值最高。OTM期权也只有时间价值，内在价值为0，价外程度越深，权利金越少。
上行潜力	低（几乎为0）	高	ATM期权在开仓瞬间就已几乎耗尽上行空间。OTM期权保留了行权价以下的所有上涨空间。
下行保护	强	弱	高额的权利金意味着股价下跌时，亏损更少甚至可能盈利。权利金少，缓冲也小。
被行权概率	高	低	ATM期权有很高概率在到期时被行权，导致股票被卖出。OTM期权更可能到期作废，投资者继续持有股票。认购期权空头获得权利金。

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不同行权价选择的备兑认购期权策略表现

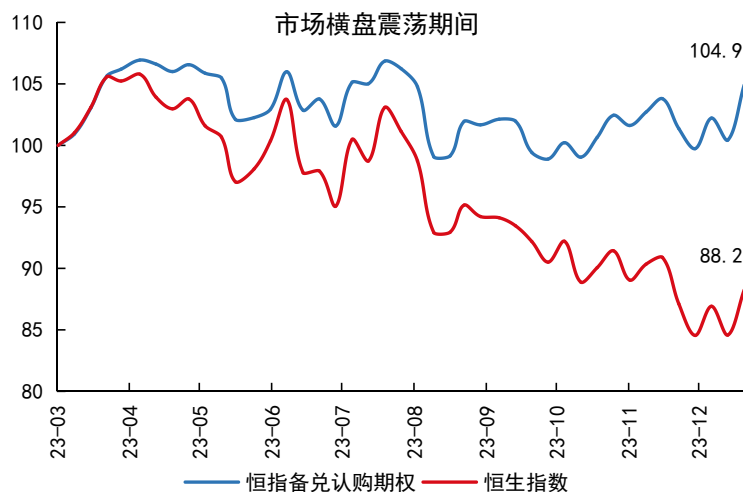


数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

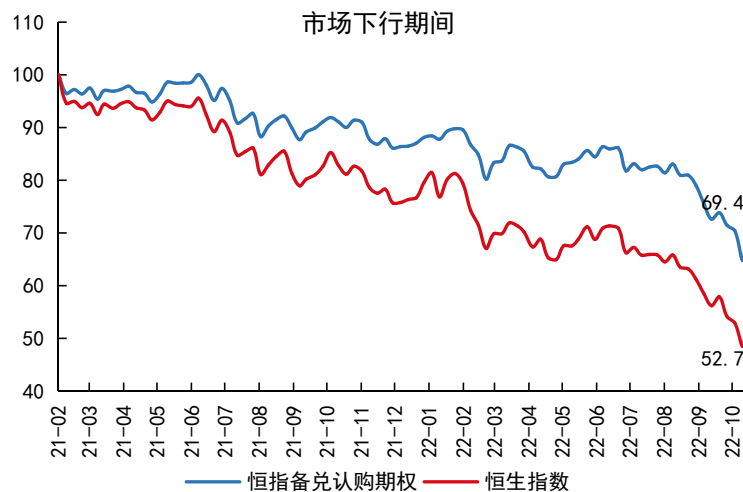
备兑认购期权策略是一种用潜在的上行收益换取即时现金流和下行保护的策略，其相对于基准的表现取决于市场走势，以恒生指数与恒指备兑认购期权指数为例：

- 市场震荡/横盘：备兑认购期权策略表现优异，跑赢恒生指数基准，如2023年3月-2023年12月。
- 市场下行：提供缓冲，跌幅小于恒生指数基准，如2020年2月-2020年5月，2021年2月-2022年10月。
- 市场强势上升：备兑认购期权策略表现落后，牺牲大部分上行收益，如2022年10月-2023年1月，2024年9月至今。

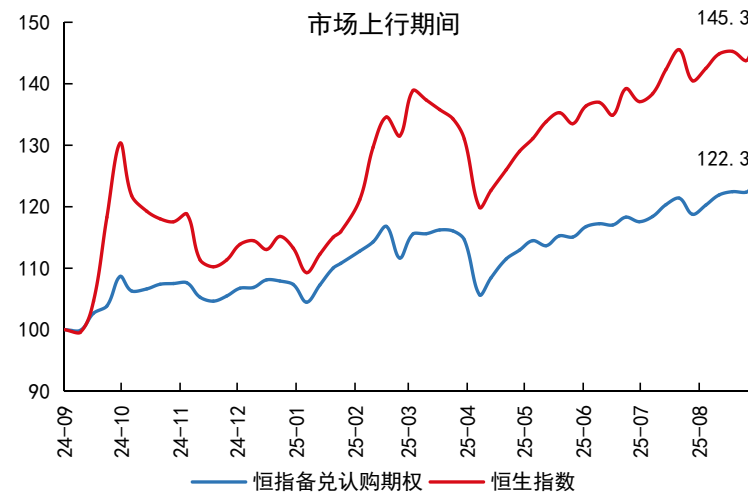
图：不同市场走势下恒生指数备兑认购期权策略表现



数据来源：Global X, Wind, 国信证券经济研究所整理



数据来源：Global X, Wind, 国信证券经济研究所整理



数据来源：Global X, Wind, 国信证券经济研究所整理

- 01 增强收益：通过卖出股票或指数的看涨期权，收取权利金，提高整体收益率。对波动不大的市场尤其有效，可在市场横盘时产生额外现金流。
- 02 下行风险缓冲：权利金收入可以部分抵消股价下跌带来的损失，相当于小幅的风险缓冲，对于不希望承担全额下跌风险的投资者更友好。
- 03 适合稳定收益型投资者：ETF底层标的多为蓝筹或大盘指数（如标普500、纳指、恒生指数），组合波动相对可控。
- 04 操作简便与流动性：投资者无需自己选择行权价或到期日，ETF管理人会统一操作。
- 05 季度或月度分红可观：由于权利金收入定期兑现，备兑ETF通常分红率高于对应标的指数ETF。

- 01 上行收益受限：卖出看涨期权意味着如果标的价格大幅上涨，ETF收益被锁定在期权执行价格，加上收取的权利金，在牛市中表现可能落后于普通指数ETF。
- 02 期权操作成本：虽然ETF投资者不直接操作，但基金管理人仍有交易成本（期权买卖费、管理费）。高频再平衡或波动性调整策略可能增加费率。
- 03 波动率依赖：权利金收入与市场波动性正相关，波动性低时收益有限。
- 04 税务处理可能复杂：对于跨境投资者，期权相关收入可能产生不同税务处理，影响净收益。
- 05 策略执行差异：不同ETF可能选择不同的再平衡周期、覆盖比例和行权价，导致历史表现差异较大。投资者需要关注ETF具体规则，不能直接等同于标的指数收益。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

四、历史表现复盘

- 从2019年6月恒生备兑期权策略指数发布以来，港股经历了震荡、单边上涨、单边下跌、震荡上涨等多种市场环境。虽然策略在牛市跑输，但在熊市少亏的优势巨大。从一个完整的牛熊周期（2019-2024）来看，备兑期权策略的累计收益跑赢恒生指数基准，且波动和回撤小得多，提供了更优的持有体验。
- 分阶段来看，备兑策略相对优势主要体现在市场自高位大幅下跌和后续的磨底阶段，比如2021年初-2022年末，2023年初-2024年初，其优势主要来源于下跌过程中期权权利金提供持续缓冲，有效抵消了部分本金损失，而且市场暴跌通常伴随波动率急剧飙升（恐慌指数VHSI上升），期权权利金变得更为丰厚，为期权卖方提供了更高收入。
- 而在市场强势上涨期，卖出看涨期权意味着在市场大涨时，收益将被行权价限制，无法充分享受牛市的超额涨幅。
- 因此，我们建议投资者应在市场估值较高、波动加剧、下行风险凸显时，增加此类策略的配置，将其作为组合的减震阀。

图：港股备兑期权策略指数走势与超额收益



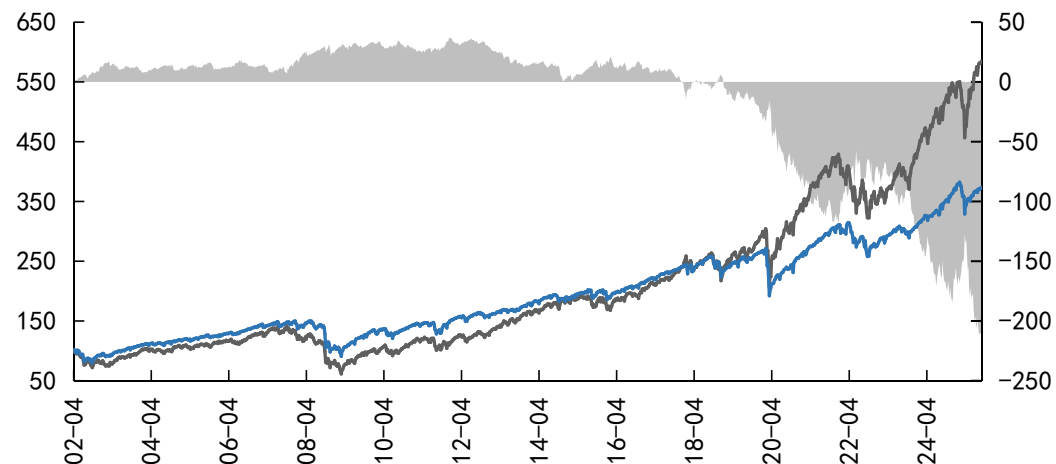
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 美股备兑认购期权策略指数的发展历程悠久，从2002年CBOE发布指数以来，标普500指数2%价外备兑策略通过平衡收益与风险，在多数时间内创造了显著的超额收益；而平值备兑策略因过度牺牲上行潜力以换取权利金收入，导致其长期表现大幅跑输基准指数，这表明行权价的选择（价外程度）影响了策略的最终表现。

这两种策略的核心区别在于卖出的看涨期权行权价不同，这导致了三方面的巨大差异：

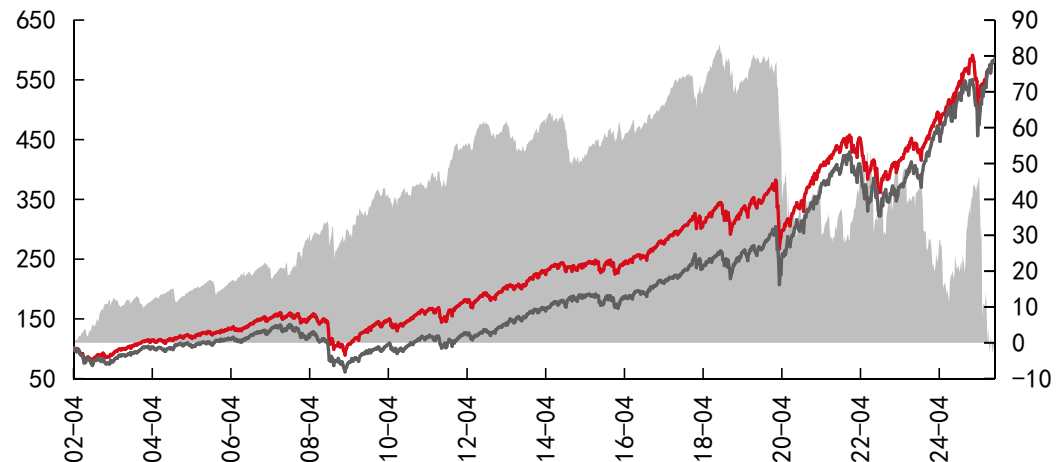
1. **上行潜力**：ATM策略是卖出平值期权，一旦股市上涨，期权立即变为价内，收益被严格封顶。在美股长期牛市中，这相当于“自断双臂”，完全无法享受市场最主要的涨幅。OTM策略是卖出价外期权，保留了每个月标普500上涨时最初2%的涨幅，之后收益才被封顶。在温和上涨的月份，它既能赚取股价上涨的收益，又能获得权利金，实现了“现金流与成长性双击”。
2. **权利金收入**：ATM策略虽然获得的当期现金流最高，但这是以牺牲上行潜力为代价的。在牛市中，其损失的上行收益远高于收到的权利金。2%OTM策略虽然权利金收入少于ATM策略，但依然可观。它用一部分权利金收入换取了宝贵的上行参与度。
3. **复利效应**：ATM策略由于上行封顶，其净值增长主要依赖权利金。在牛市中，这部分收入再投资到上涨的股票中时，效率相对较低。2%OTM策略由于其净值更高，权利金收入是在一个更大的标的资产基础上获得的。这产生了积极的复合效应，更高的净值下卖出期权获得更多权利金，再投资产生的净值更高。这种“复利雪球”效应也是其超额收益持续扩大的重要原因。

图：美股备兑期权策略指数走势与超额收益



ATM备兑策略超额收益(右轴) — 标普500 — 标普500指数备兑认购期权

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理



2%价外备兑策略超额收益(右轴) — 标普500 2%价外备兑认购期权 — 标普500

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理



国信证券
GUOSEN SECURITIES

五、风险收益特征

- 绝对收益维度：QQQ领跑，作为纯权益ETF，近3年年化回报达25.19%，在近3年的科技股牛市环境中表现突出。JEPQ表现亮眼：作为备兑期权策略产品，其近3年年化回报达19.49%，显著超越其他期权策略产品（QYLD/XYLD仅1.6%-1.8%），甚至与标普500指数ETF（SPY）的19.25%持平，彰显其“权益资产+期权覆盖”策略的有效性。
- 风险调整后收益维度：Sortino比率指标上QYLD（0.39）与XYLD（0.25）领先，表明其单位下行风险带来的超额回报更高，风控效率优异。Calmar比率方面QQQ（0.88）与JEPQ（0.76）位居前列，反映其承受单位回撤所获得的回报更高，组合韧性更强。
- QYLD的最大回撤与JEPQ（-20.18%）几乎处于同一水平，但其长期总回报（近3年年化12.55%）却远低于JEPQ（19.49%）。这表明QYLD的策略效率比较低：它虽然通过卖出期权获得了权利金，但100%的期权备兑比例使其几乎完全牺牲了上行潜力，却未能换来显著优于其他备兑策略的下行保护。

表：美股备兑认购期权代表性ETF风险收益指标对比

证券代码	证券简称	基金成立日	Beta (vs纳指 100)	Beta (vs标普 500)	Calmar	Sortino	近1年回报	近3年回报 (年化)	近5年最大回撤	近3年年化波动率
JEPQ.O	JPMorgan纳斯达克股票溢价收益ETF	2022-05-03	0.72	0.90	0.76	0.18	20.06	19.68	-20.18	15.40
QYLD.O	Global X纳斯达克100覆盖期权ETF	2013-12-11	0.55	0.66	0.64	0.39	5.39	12.55	-19.34	23.82
QQQ.O	Invesco QQQ纳指100ETF	1999-03-10	1.00	1.21	0.88	0.20	28.99	25.46	-35.12	20.82
JEPI.P	JPMorgan股票溢价收入ETF	2020-05-20	0.40	0.60	0.64	0.13	6.10	9.88	-13.82	10.30
XYLD.P	Global X标普500覆盖策略ETF	2013-06-24	0.17	0.23	0.56	0.25	4.82	9.63	-13.48	16.50
SPY.P	SPDR标普500指数ETF	1993-01-22	0.74	1.00	0.84	0.18	19.85	19.39	-24.50	15.86

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：JEPQ因成立时间所限，近5年最大回撤仅统计自成立日以来区间。

- 从风险指标看，备兑期权策略展现出显著优势，恒指备兑期权指数年化波动率仅15%-16%，较恒生指数（23%-25%）降低35%左右；恒指备兑期权最大回撤-36.05%，较恒生指数（-52.75%）收窄16.7%。两只备兑期权指数Beta均在0.55左右，显示其系统性风险暴露显著低于基准，防御特征明显。
- 风险控制的代价是收益能力削弱，恒指备兑期权近3年年化回报3.96%，远低于恒生指数的10.41%。恒指备兑期权的Sortino比率仅0.04，低于恒生指数的0.09，显示单位下行风险带来的回报较低；Calmar比率方面恒指备兑期权为0.19，低于恒生指数的0.31，表明承受单位回撤获得的回报较少。备兑期权策略的风险调整后收益反而更差，说明为降低风险付出了过高代价。
- 综合来看，备兑期权策略在港股市场展现出显著的风险控制优势，但收益增强效果有限。恒指备兑认购期权指数成功将恒指的波动率和最大回撤显著降低，但其代价是收益能力的大幅削弱，近5年年化收益为负（-0.49%）。这表明在波动性较高的港股市场中，单纯的备兑期权策略虽能提供下行保护，但难以创造正向绝对收益。

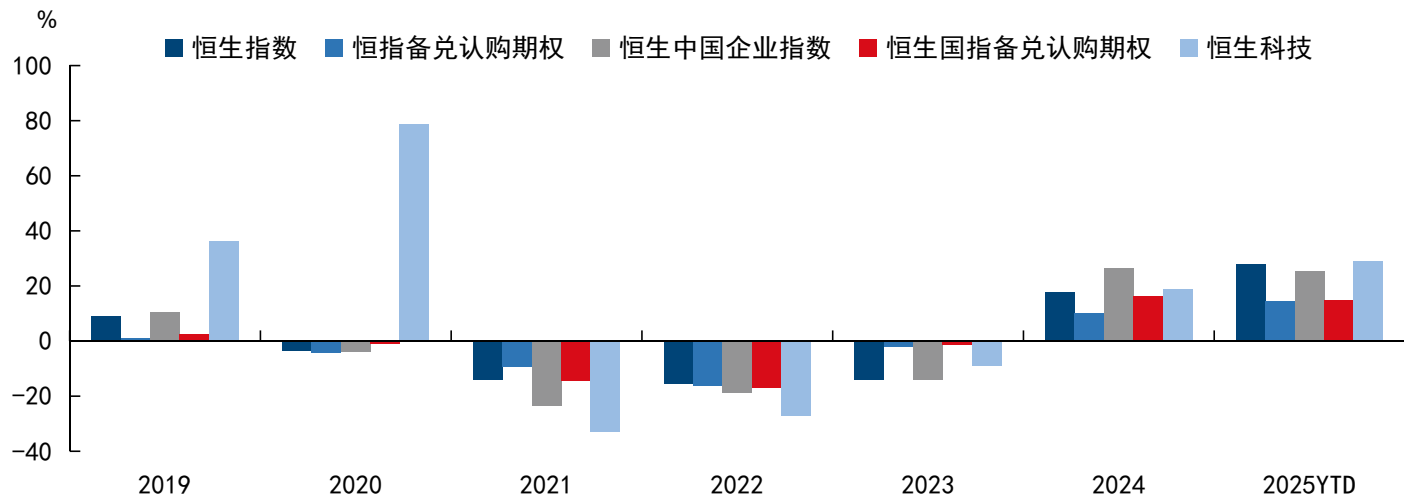
表：港股备兑认购期权策略指数风险调整收益指标对比

证券代码	证券简称	指数发布日	Beta (vs 恒生指数)	Calmar	Sortino	近1年回报	近3年回报 (年化)	近5年回报 (年化)	近5年最大回撤	近3年年化波动率	近5年年化波动率
HSICC.HI	恒指备兑认购期权	2019-06-24	0.52	0.19	0.04	23.85	3.96	-0.49	-36.05	16.01	15.20
HSI.HI	恒生指数	1969-11-24	1.00	0.31	0.09	46.95	10.41	0.84	-52.75	25.12	23.28
HSCEI.HI	恒生中国企业指数	1994-08-08	1.07	0.34	0.10	49.40	11.88	-1.35	-59.61	26.99	25.81
HSCECC.HI	恒生国指备兑认购期权	2019-06-24	0.57	0.30	0.06	29.16	6.29	-0.49	-40.62	17.40	17.03
HSTECH.HI	恒生科技	2020-07-27	1.41	0.35	0.10	64.97	12.75	-4.49	-74.40	37.46	36.53

➤ 港股备兑期权策略在牛熊市场中的双面性：

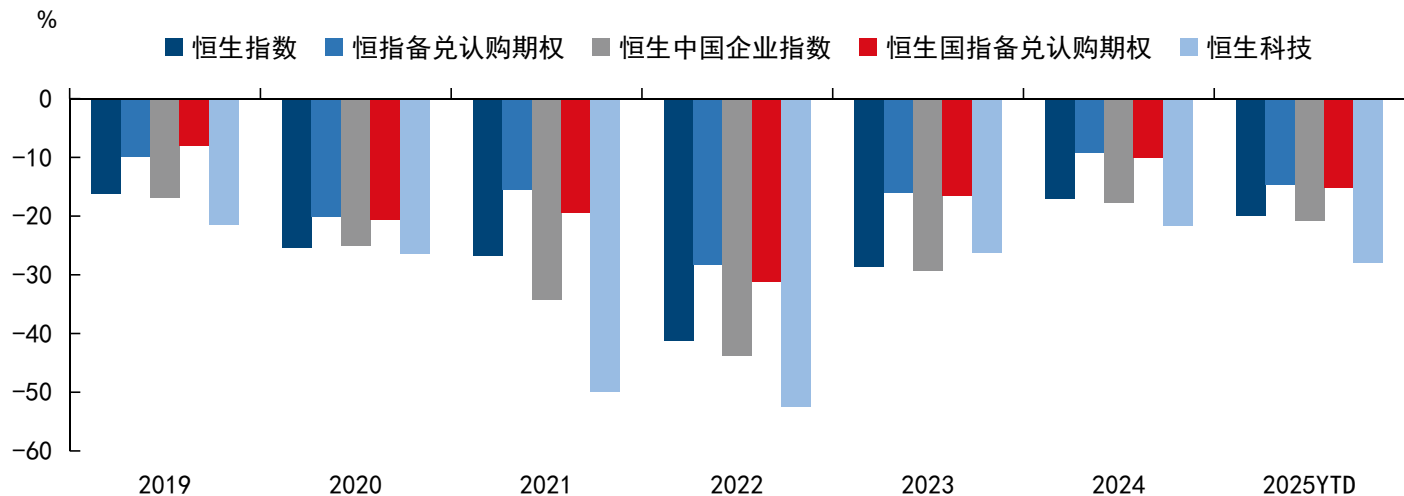
- 在牛市行情中（如2020年）备兑期权策略显著跑输高beta的科技指数，恒生科技指数涨幅近80%，呈现极强的进攻性，备兑期权策略涨幅显著落后，因其期权空头头寸限制了上行收益，在单边牛市中，备兑期权策略是明显的输家。
- 但在熊市行情中（如2021-2022年）展现出显著的下行保护优势，市场整体下跌，恒生指数和国企指数跌幅较大，备兑期权策略跌幅相对较小，因权利金收入提供了下行缓冲。
- 收益曲线明显平滑化，年度间波动小于基准指数，其核心特征是在牺牲最大上涨潜力的同时，换取可观的下行风险控制，适合作为震荡市和熊市中的防御型配置工具。

图：港股备兑期权策略指数历年涨跌幅



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：港股备兑期权策略指数历年最大回撤



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理



国信证券
GUOSEN SECURITIES

六、投资策略

■ 投资备兑策略ETF的投资者群体通常具有特定的风险偏好和投资目标，他们寻求的是一种与传统股票或债券投资不同的收益模式。这类投资者主要分为以下几类：

➤ 追求稳定收益的投资者

这类投资者是备兑策略ETF的主要群体。他们通常不追求高风险高回报，而是希望从投资中获得稳定的现金流。保守型投资者常常对市场波动感到不安，希望在承担一定股票市场风险的同时，能通过期权金来降低投资组合的波动性和增强抗跌性。他们愿意牺牲牛市中的部分上涨潜力，来换取熊市或震荡市中的保护。

➤ 替代传统高股息投资的投资者

备兑策略ETF可以看作是传统的高股息投资的一种补充或替代。传统的股息股票收益率可能有限，而备兑策略ETF通过卖出期权产生的收入，可以显著提高总收益率。备兑策略ETF的收入来源是期权金，这与股票分红或债券利息不同。这为投资者提供了一种收入来源多元化的方式，在某些市场环境下，期权金收入可能比股息更稳定。

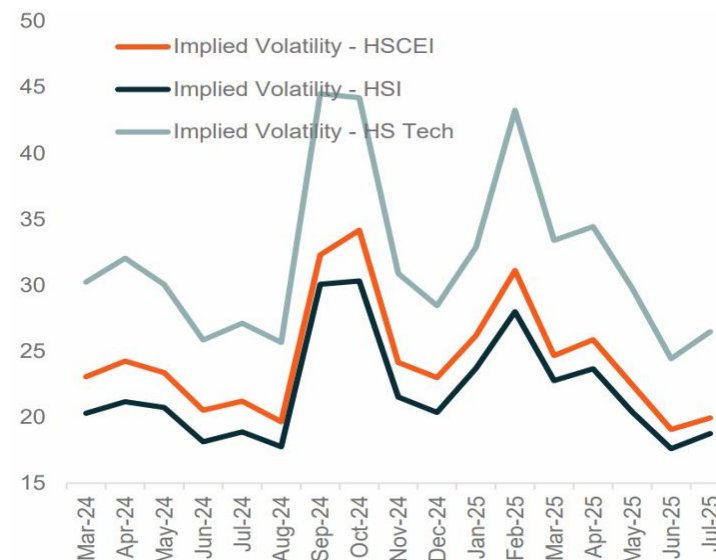
➤ 希望简化期权交易的投资者

备兑策略原本是一种复杂的期权交易，需要专业的知识和持续的管理。很多个人投资者对期权交易望而却步，因为其涉及复杂的策略、行权风险和时间管理。备兑策略ETF将这种复杂的策略打包成一个简单的基金产品，让普通投资者能够以较低的成本和门槛参与其中。备兑策略ETF由专业的基金经理团队管理，自动执行期权买卖，投资者只需像购买普通ETF一样买入即可，无需亲自操作，非常适合希望被动投资的群体。

■ 港股市场

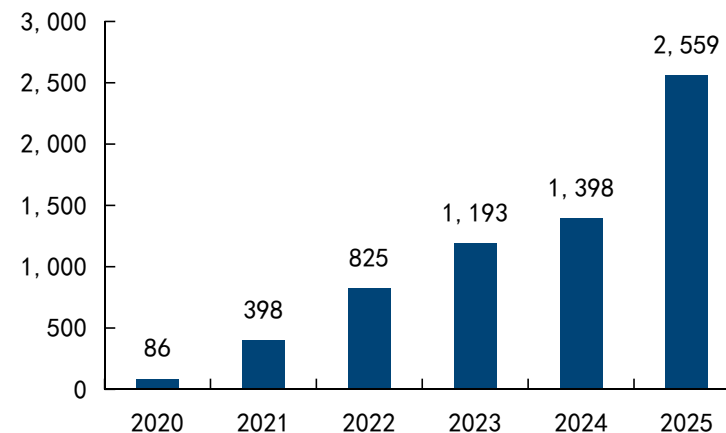
- 恒生科技指数因其独特的板块构成和高波动性，与备兑认购期权策略结合能产生更强的投资吸引力。
- 1. 高波动性带来更高期权金收益：备兑认购期权策略的核心收益来源之一是期权金，而期权金的丰厚程度与标的资产的波动率正相关。恒生科技指数成分股主要是科技公司，其天然的高波动特性为卖出认购期权提供了获取更高权利金的机会。数据显示，Global X恒生科技备兑认购期权主动型ETF (3417.HK) 在今年7月期权金达3.07%，高于同期恒指备兑ETF (2.08%) 和国指备兑ETF (2.05%) 的水平。
- 2. 契合市场关注焦点与增长潜力：科技板块是当前市场关注的主题投资热点。恒生科技指数覆盖了在港上市的30家主要科技公司，截至2025年9月10日，该指数在过去一年录得了72%的升幅，被动追踪其相关产品的资产管理总值也达到了2500亿元，同比增长83%，这表明该指数具有较高的市场认可度和增长潜力。
- 3. 满足投资者“既看好又怕波动”的需求：许多投资者看好科技股长期前景，但畏惧其短期剧烈波动。恒生科技备兑期权策略ETF恰好为这类投资者提供了一个平衡方案：在持有科技股的同时，通过卖出认购期权获取权利金，增强收益并对冲部分下行风险。

图：港股指数隐含波动率对比



数据来源：Wind，彭博，未来资产，国信证券经济研究所整理

图：恒生科技指数挂钩基金规模（亿元）



数据来源：Wind，彭博，未来资产，国信证券经济研究所整理 29

- 策略选择：在类似港股这样的高波动、弱趋势市场中，单纯的备兑期权策略可能并非最优解，其收益增强主要依赖波动率水平与市场环境，在港股市场更为积极和灵活的衍生品组合策略或许更具适应性。例如，带保护的看跌期权策略（collar strategy）能够在保留一定上行空间的同时，强化下行保护；而动态调整行权价和覆盖比例的备兑策略，则可在不同波动和趋势阶段优化风险收益比，从而更契合港股复杂的市场情况。
- 资产配置视角：备兑期权指数可作为防御型工具，用于降低港股组合的整体波动和最大回撤，而非作为核心收益来源。投资者需调整收益预期，将其视为一种波动率收益获取与下行保护的工​​具。
- 择时思路：当市场预期整体处于震荡或弱趋势格局，指数上行空间有限但波动率维持在相对高位时，配置备兑ETF有助于通过权利金收入“收割波动”，在不显著牺牲组合流动性的前提下，增强收益并降低整体回撤。若市场处于趋势性上行阶段，特别是流动性充裕、风险偏好提升、估值修复空间打开时，直接配置底层指数或优质个股将更有效地捕捉市场上涨弹性。
- 产品设计启示：从产品创新视角看，港股市场若仅推出被动复制指数的备兑策略ETF，其业绩表现可能受制于市场弱势格局，难以满足投资者的多元化需求。因此，主动管理型备兑策略更具发展潜力。通过在行权价选择、覆盖比例调整、标的个股筛选等方面引入灵活度，不仅可以提升风险管理效果，还能在不同市场环境下更好地平衡收益与防御功能。这类差异化的产品设计，或将成为未来港股衍生品ETF发展的重要方向。

- 收益受限风险：备兑策略在市场上涨行情中表现可能显著落后于标的指数。
- 波动率依赖风险：期权权利金收入依赖于市场波动率水平，若波动率下行，增强效果有限。
- 下行风险不可完全对冲：权利金收入只能部分缓冲跌幅，无法避免市场系统性下行带来的损失。
- 执行与流动性风险：期权合约的行权价选择、流动性不足及成本偏高，可能导致策略实际表现与预期偏离。
- 指数编制调整风险：指数的样本股、加权方式及调仓规则会定期调整，若发生重大变更，可能影响指数跟踪效果和历史表现的持续性。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032