



2021 年期权策略下半年展望

多空僵持，如何破局？

摘要

春节前，受经济复苏乐观预期影响，股市有所上涨，金融期权隐含波动率走高。春节后股市连续大幅回调，金融期权隐含波动率下降。进入二季度后，上证 50、沪深 300 均维持宽幅震荡走势，金融期权隐含波动率整体维持小幅波动态势。目前，南华 50ETF 波动率指数是 23.09，南华沪深 300 波动率指数是 22.62，均低于历史均值水平。今年一季度，商品期货走势波动加剧，多数商品期权隐含波动率上升。农产品期权、有色期权以及能化期权隐含波动大幅上涨。进入二季度后，商品期权的隐含波动率涨跌互现。二季度农产品多空僵持，期权隐含波动率有所下降；能化期权隐含波动率涨跌互现，PVC、PP 和 L 期权隐含波动率下降，PTA、甲醇期权受原油波动的影响，隐含波动率较一季度有所上涨；金属期权隐含波动率略有下降。

金融期权方面，二季度末，经济增长和货币宽松均出现拐头现象，利空股市；同时，疫情隐忧未散，宏观政策仍倾向于稳经济，利多股市。整体来看，后期股市多空交织，方向不明，但不确定性仍较大。目前，期权隐含波动率低于历史均值，并创年内新低。后期随着突发事件的影响，波动率会呈现出阶段性走高的现象，所以我们建议投资者可以在一些重大会议召开前或重大经济数据发布前，构建做多波动率策略。

商品期权方面，目前玉米外盘缺乏利多支撑，国内玉米供需双弱，但整体谷物供应过剩，下游利润环比转差，玉米价格在三季度很难出现大幅上涨的局面，预期三季度玉米价格维持弱势震荡，建议投资者构建玉米看涨期权熊市价差策略。美联储态度转鹰，市场对于美联储退出宽松流动性的预期增加，较高铜价抑制需求，三季度铜下游进入淡季，铜供给逐步释放，基本面转弱，预期三季度铜价震荡下跌，建议构建看跌期权熊市价差策略。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

周小舒

zhouxiaoshu@nawaa.com

投资咨询证:Z0014889

王茜

wq@nawaa.com

投资咨询证: Z0016168

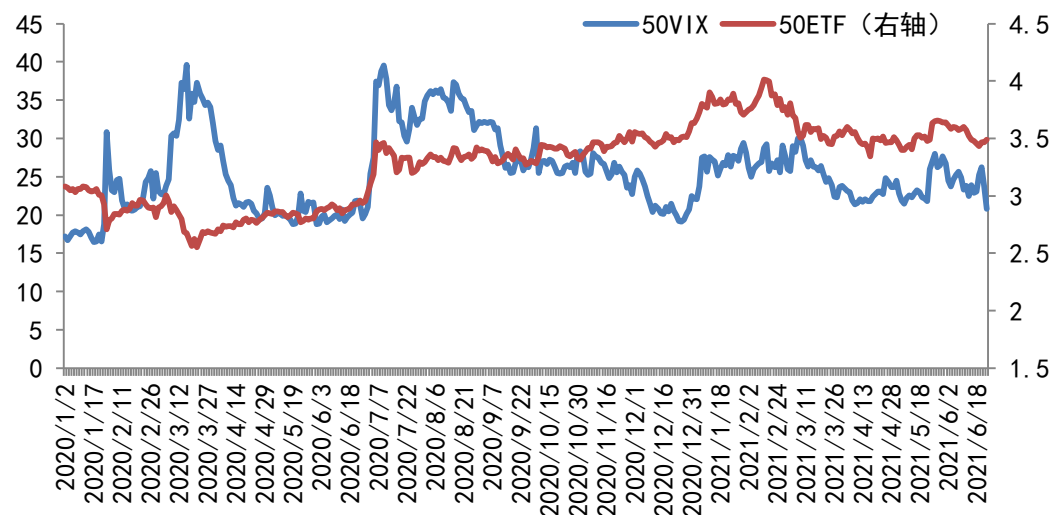
第 1 章	多空僵持下的期权策略	3
1.1.	金融期权做多波动率策略	3
1.2.	玉米看涨期权熊市价差策略	4
1.3.	铜看跌期权熊市价差策略	5
第 2 章	上半年期权策略表现稳健	6
2.1.	50ETF 期权认购牛市价差策略	6
2.2.	金融期权卖出蝶式组合策略	8
2.3.	豆粕期权看涨牛市价差策略	9
2.4.	卖出甲醇虚值看涨期权策略	11
2.5.	塑料看跌期权牛市价差策略	13
2.6.	铜期权看跌牛市价差策略	14
2.7.	铝期权多头策略	16
2.8.	黄金期权策略	17
2.9.	棉花期权多头策略	18
第 3 章	金融类期权波动率继续走低	20
3.1.	50ETF 市场运行情况	20
3.1.1.	50ETF 交易情况	20
3.1.2.	50ETF 波动率情况	21
3.2.	沪深 300 股指期权市场运行情况	23
3.2.1.	沪深 300 股指期权交易情况	23
3.2.2.	沪深 300 股指期权波动率情况	25
3.3.	300ETF 期权市场运行情况	27
3.3.1.	上交所 300ETF 期权交易情况	27
3.3.2.	上交所 300ETF 期权波动率情况	29
3.3.3.	深交所 300ETF 期权交易情况	30
3.3.4.	深交所 300ETF 期权波动率情况	32
第 4 章	商品类期权波动率涨跌互现	35
4.1.	期权市场运行情况	35
4.2.	波动率情况	36
	免责声明	38

第1章 多空僵持下的期权策略

1.1. 金融期权做多波动率策略

二季度，市场多空博弈激烈，股市整体维持高位宽幅震荡走势。二季度末，经济增长和货币宽松均出现拐头现象，利空股市。同时，疫情隐忧未散，宏观政策仍倾向于稳经济，利多股市。整体来看，后期股市多空交织，方向不明，但不确定性仍较大。目前，期权隐含波动率低于历史均值，并创年内新低，预期后期 ETF 基金价格波动加剧。

图 1.1.1：南华 50ETF 期权波动率指数

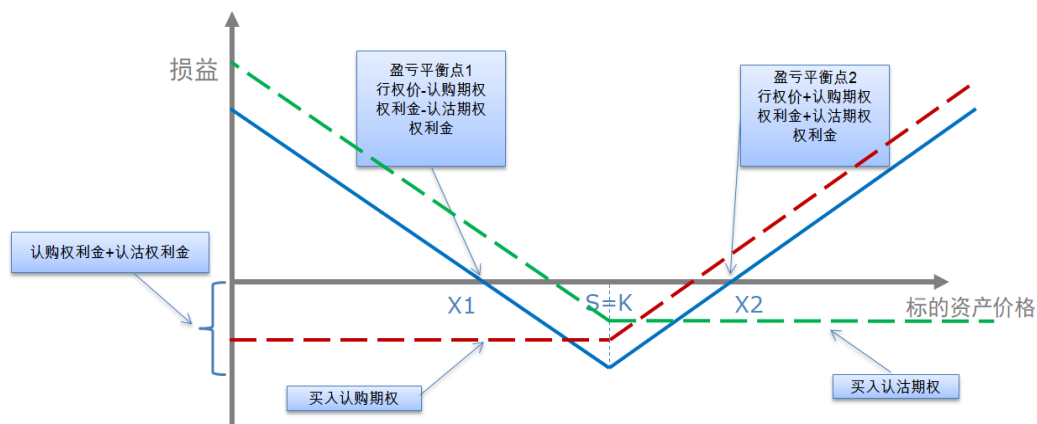


资料来源：南华研究

截至 2021 年 6 月 24 日，50ETF 波动率指数目前历史均值下方，波动率指数位于 20——21 之间，波指均值为 25.57，说明当前期权定价较低。在低波动率的行情下，投资者在构建期权策略时，更应选择买权策略。

投资者可以构建买入期权跨式组合，获得波动率上涨带来的收益。买入期权跨式组合是指，同时买入相同数量、相同行权价、相同到期日的认购期权和认沽期权。这个交易策略适合预期后市行情波动大，但对涨跌走势又把握不定，行情可能大涨或者大跌。在其他条件不变的情况下，当波动率上升时，期权权利金也会上涨。我们构建买入跨式组合后，当标的价格不变，波动率大幅上涨，策略大概率会获得收益，此时投资者可以平仓获利；当标的大幅上涨或大幅下跌时，且涨过或跌破盈亏平衡点，此时投资者可以获得行权收益。但是该策略是买权策略，损失时间价值，所以不宜长期持有该策略。

图 1.1.2：做多波动率策略到期损益图

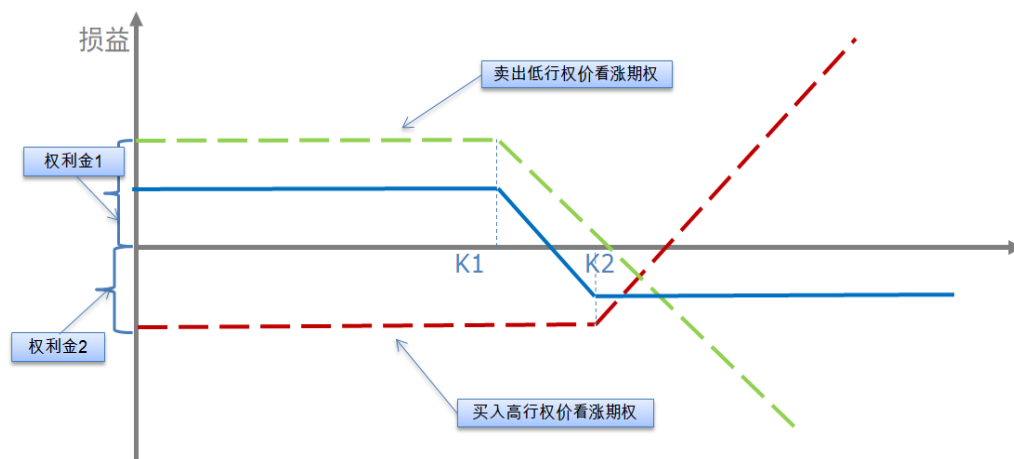


资料来源：南华研究

1.2. 玉米看涨期权熊市价差策略

目前玉米外盘缺乏利多支撑，国内玉米供需双弱，但整体谷物供应过剩，玉米下游利润环比转差，生猪养殖出现亏损，深加工大面积亏损。玉米对其他谷物存在较大升水，极易被替代。玉米价格在三季度很难出现大幅上涨的局面，预期三季度玉米价格维持弱势震荡。建议 7 月初构建玉米看涨期权熊市价差策略。

图 1.2.1：看涨期权熊市价差到期损益图



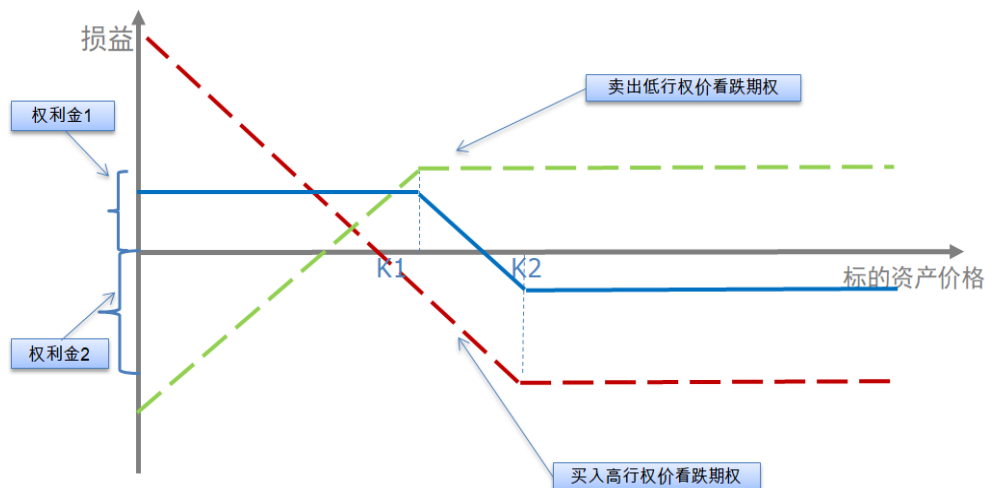
资料来源：南华研究

下半年玉米市场不确定性较高，裸卖期权面临风险较高，需要在上方做好风险保护头寸，看涨期权熊市价差策略的构建方式是：卖出行权价较低的看涨期权（一般卖平值或浅虚值期权），获得期权权利金收入，买入行权价比较高的看涨期权（一般卖先虚值期权或深虚值期权），避免价格大幅上涨发生巨额亏损。策略是收取权利金的价差策略，主要赚取期权时间价值，只要标的涨过盈亏平衡点，策略会亏损，该策略是一个相对保守的策略。

1.3. 铜看跌期权熊市价差策略

美联储态度转鹰，市场对于美联储退出宽松流动性的预期增加，国内经济边际增长减弱。较高的铜价抑制需求，三季度铜需求进入淡季，铜供给逐步释放，国内库存去化速度远低于往年水平，供需偏紧的格局有望缓解。整体来看，铜基本面转弱，预期三季度铜价震荡下跌，建议构建看跌期权熊市价差策略。

图 1.3.1：看跌期权熊市价差到期损益图



资料来源：南华研究

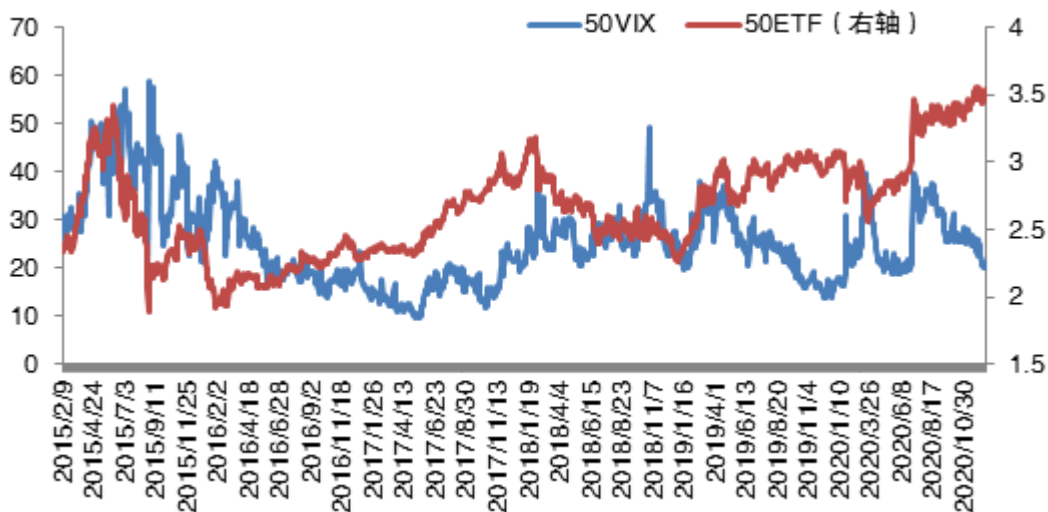
看跌期权熊市价差策略的构建方式是：买入行权价较高的看跌期权（一般买平值或浅虚值期权），卖出行权价比较低的看跌期权（一般卖浅虚值期权或深虚值期权）。该策略是支付权利金的策略，适用于慢熊行情，需要铜价继续下跌，策略才会获得收益。该策略最大亏损是构建策略时，支付的权利金，即高行权价看跌期权权利金与跌行权价看跌期权权利金之差。策略最大收益有限，为行权价间距与支付权利金之差。

第2章 上半年期权策略表现稳健

2.1. 50ETF 期权认购牛市价差策略

2020 年 12 月 50ETF 基本面情况：各国继续加大经济刺激政策，疫苗加快上市步伐，全球经济有望迎来复苏。国内经济复苏势头良好，但社融增速出现见顶迹象，货币政策由宽松转为中性，对股市产生了较大的压力。整体来看，由于经济复苏预期增强和外资逐渐增加 A 股配置，股市有望继续震荡上行，但明年货币政策将正常化，股市增速不及今年 6、7 月份。

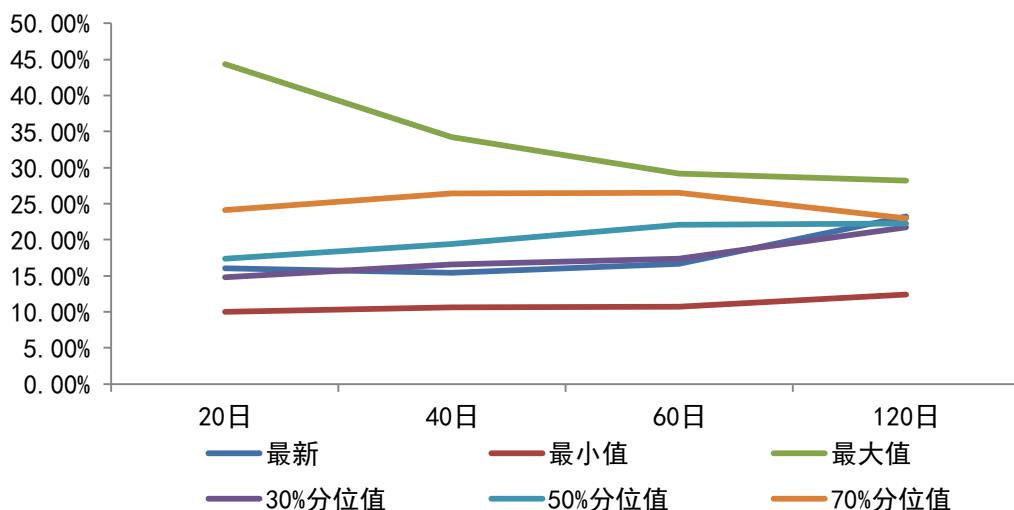
图 2.1.1：南华 50ETF 期权波动率指数



资料来源：南华研究

50ETF 波动率指数处于历史低位，波动率指数位于 20%——21%之间，波指均值为 25.65，说明期权定价较低。50ETF 期权隐含波动率目前位于 15%——16%之间，根据波动率锥显示，波动率位于历史 30 分位值和 40 分位值之间，在低波动率的行情下，投资者在构建期权策略时，更应选择买权策略。

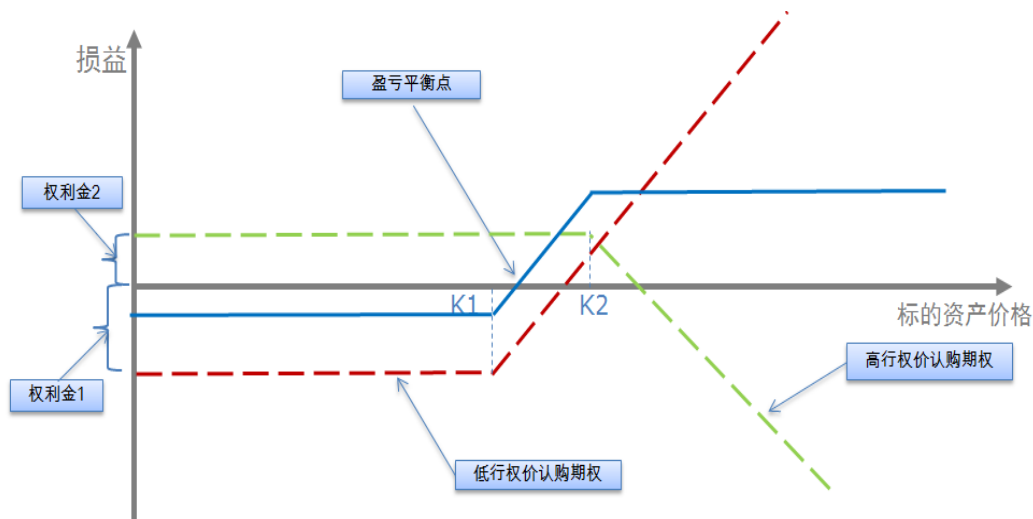
图 2.1.2：50ETF 波动率锥



资料来源：南华研究

投资者可以构建 50ETF 期权认购牛市价差策略，即买入一张较低行权价的认购期权，卖出一张相同到期日、较高行权价的认购期权。该策略是支付权利金的策略，适用于波动率较低的慢牛行情。该策略最大亏损是构建策略时，支付的权利金，即低行权价认购期权权利金与高行权价认购期权权利金之差。策略最大收益有限，为行权价间距与支付权利金之差。构建策略后，需要 50ETF 上涨，才能获得收益，所以建仓时机选择较为重要，建议逢低构建该策略。平值和浅虚值的认购期权流动性好，杠杆高，建议选择平值、浅虚值期权构建该策略。

图 2.1.3：认购牛市价差策略到期损益图

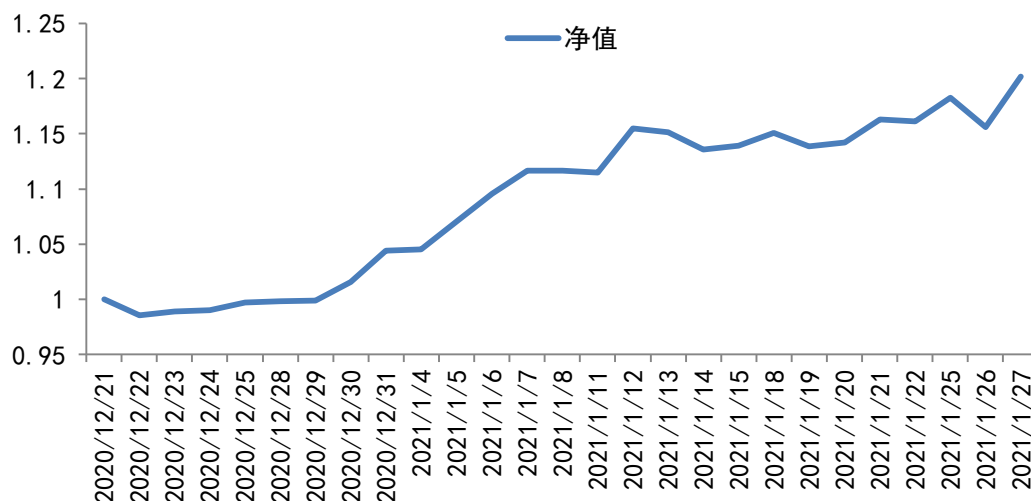


资料来源：南华研究

2020 年 12 月 21 日，我们建立认购期权牛市价差策略，买入 50ETF 购 1 月 3600 期权合约，卖出相同数量的 50ETF 购 1 月 3700 期权合约，资金占用不超过总资金的 5%。2021 年 1 月 6 日，50ETF 价格涨到 3.726，高于策略卖出的认购期权的行权价，为了保障策略的盈利能力，将策略头寸调整为买

入 50ETF 购 1 月 3700 期权合约，卖出相同数量的 50ETF 购 1 月 3800 期权合约并将策略持有至期权到期。策略共持有 29 个交易日，总收益 20.18%，最大回撤率 2.64%。下图为策略净值曲线：

图 2.1.4：50ETF 认购期权牛市价差策略净值图：



资料来源：南华研究

2.2. 金融期权卖出蝶式组合策略

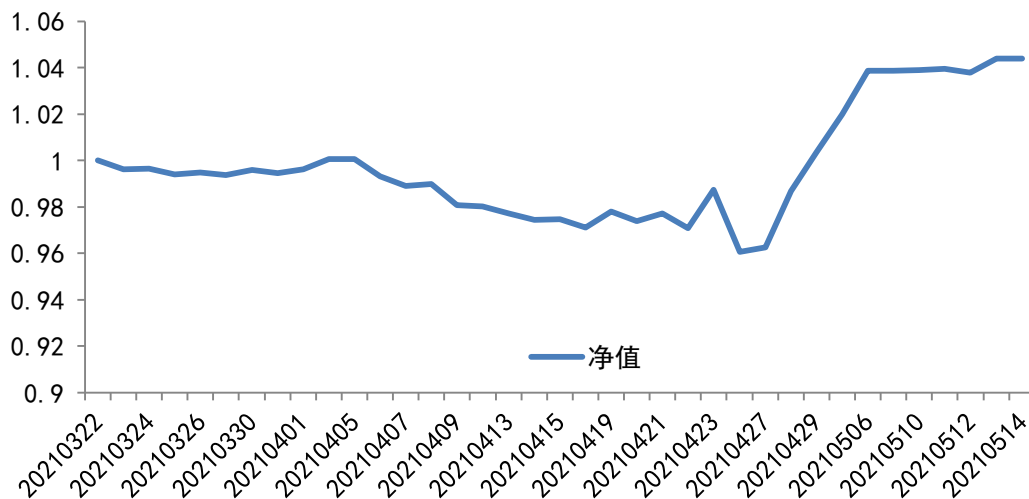
目前，全球经济复苏预期和宽松的货币财政政策在一定程度上支撑股票价格，但我国货币政策逐渐常态化，地产调控加码给股票价格上行带来一定的压力。欧洲许多国家新冠疫情再次反弹，一些国家或重新实施封城等防疫措施。疫情的发展、国际贸易形势等因素将加剧股票价格波动。目前，期权隐含波动率低于历史均值，预期后期 ETF 基金价格波动加剧。

2021 年 3 月 22 日，构建 300ETF 卖出蝶式策略，并于 4 月 29 日、5 月 10 日进行移仓操作，具体期权交易如下表所示：

日期	期权交易			
20210322	买开 300ETF 购 4 月 5000	买开 300ETF 沽 4 月 5000	卖开 300ETF 购 4 月 5250	卖开 300ETF 沽 4 月 4800
20210428	卖平 300ETF 购 4 月 5000	卖平 300ETF 沽 4 月 5000	买平 300ETF 购 4 月 5250	买平 300ETF 沽 4 月 4800
20210429	买开 300ETF 购 5 月 5000	买开 300ETF 沽 5 月 5000	卖开 300ETF 购 5 月 5250	卖开 300ETF 沽 5 月 4800
20210507	卖平 300ETF 购 5 月 5000	卖平 300ETF 沽 5 月 5000	买平 300ETF 购 5 月 5250	买平 300ETF 沽 5 月 4800
20210510	买开 50ETF 购 5 月 3400	买开 50ETF 沽 5 月 3400	卖开 50ETF 购 5 月 3500	卖开 50ETF 沽 5 月 3300
20210514	卖平 50ETF 购 5 月 3400	卖平 50ETF 沽 5 月 3400	买平 50ETF 购 5 月 3500	买平 50ETF 沽 5 月 3300

策略一直持有至 5 月 14 日，共持有 37 个交易日，策略收益率是 4.4%，最大回撤率是 2.68%，下图为策略净值曲线：

图 2.2.1：卖出蝶式策略净值曲线

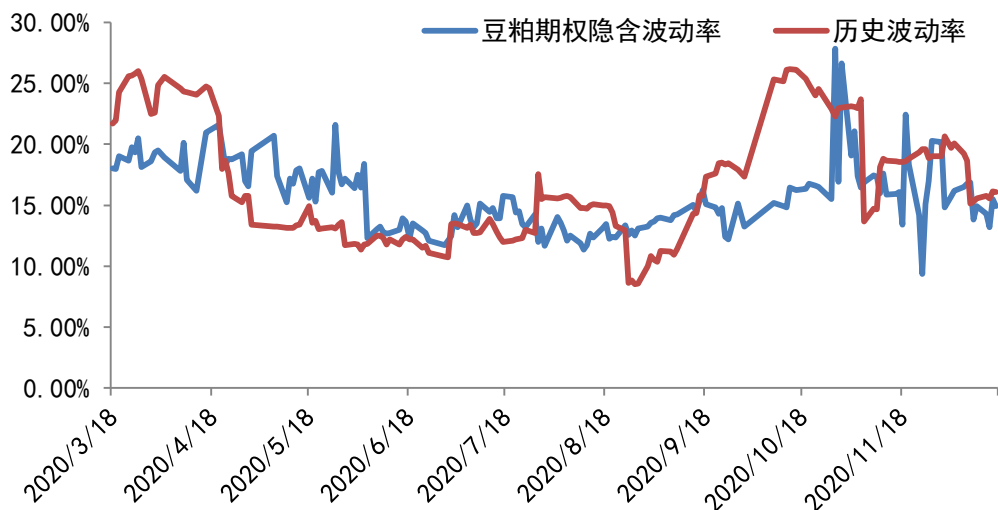


资料来源：南华研究

2.3. 豆粕期权看涨牛市价差策略

2020 年 12 月豆粕基本面情况：美豆供需仍然维持偏紧的局面，拉尼娜发生概率较高，或影响南美大豆产量，大豆供给端不确定性加剧。国内生猪持续恢复，10 月份能繁殖母猪存栏环比增长 3.1%，同比增长 31.5%，预期明年饲料需求继续增长，当前美豆库存处于低位，在供需偏紧的背景下，预期豆粕中期仍维持上涨态势。

图 2.3.1：豆粕期权波动率

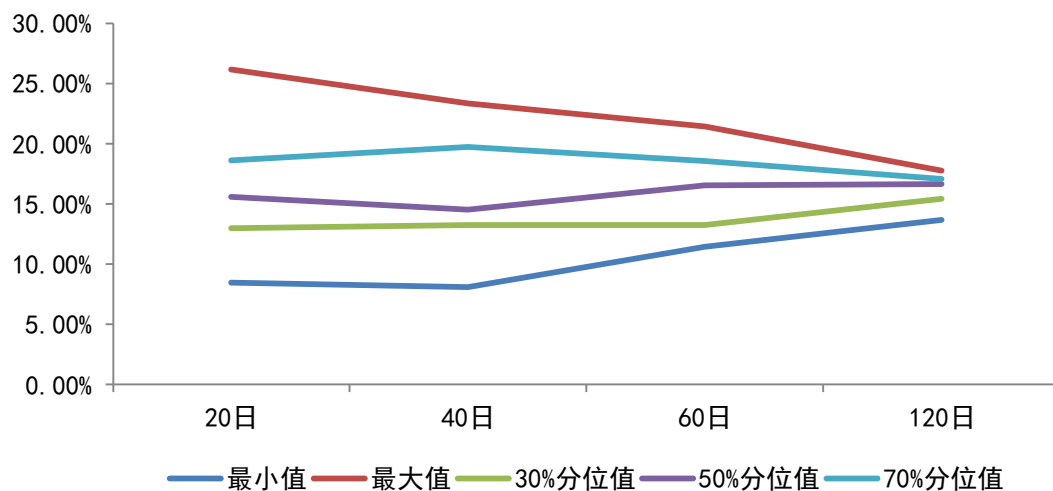


资料来源：南华研究

豆粕期权隐含波动率低于 15%，根据豆粕波动率锥，当前隐含波动率略低于历史中位值 15.57%，

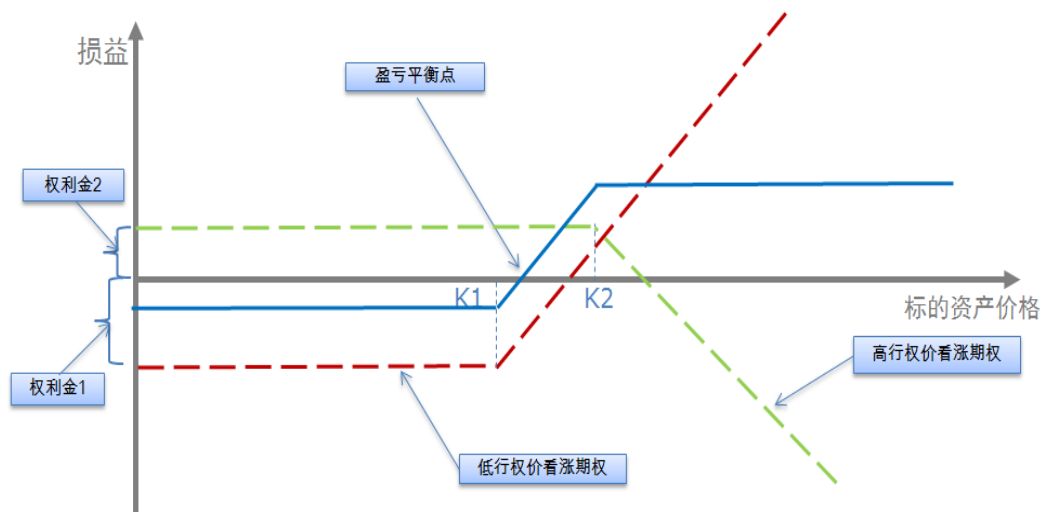
说明期权定价偏低，构建买权策略更为划算，建议投资者逢低，构建看涨牛市价差策略。

图 2.3.2：豆粕波动率锥



资料来源：南华研究

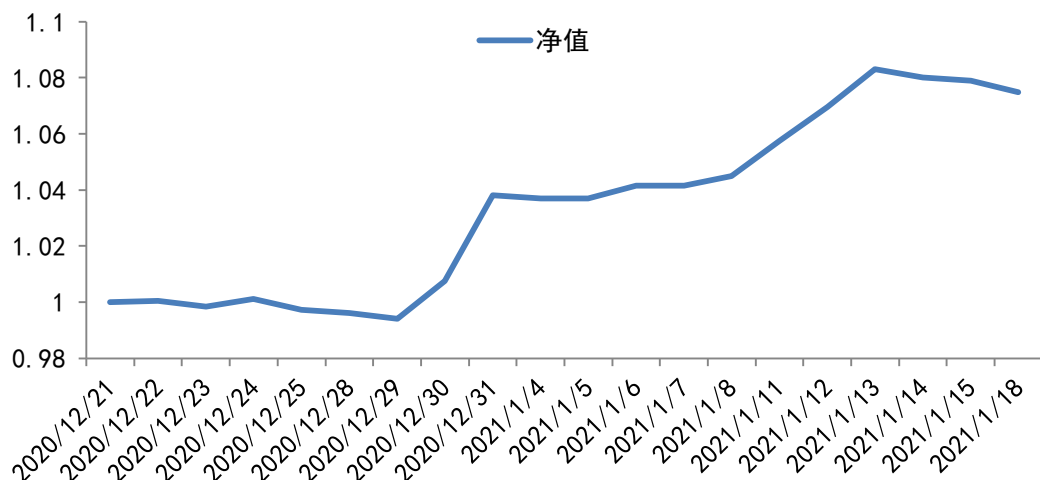
图 2.3.3：看涨牛市价差策略到期损益图



资料来源：南华研究

2020 年 12 月 21 日，我们建立看涨期权牛市价差策略，买入 M2105C3300 期权合约，卖出相同数量的 M2105C3400 期权合约，资金占用不超过总资金的 5%。2020 年 12 月 31 日，M2105 价格涨到 3479，高于策略卖出的看涨期权的行权价，为了保障策略的盈利能力，将策略头寸调整为买入 M2105C3500 期权合约，卖出相同数量的 M2105C3600 期权合约；2021 年 1 月 11 日，M2105 价格涨到 3619，将策略头寸调整为买入 M2105C3600 期权合约，卖出相同数量的 M2105C3700 期权合约；2021 年 1 月 13 日，M2105 价格涨到 3775，将策略头寸调整为买入 M2105C3700 期权合约，卖出相同数量的 M2105C3800 期权合约。随后豆粕连续回调，策略平仓止盈。策略共持有 20 个交易日，总收益 7.47%，最大回撤率 0.38%。下图为策略净值曲线：

图 2.3.4：豆粕看涨期权牛市价差策略净值图：

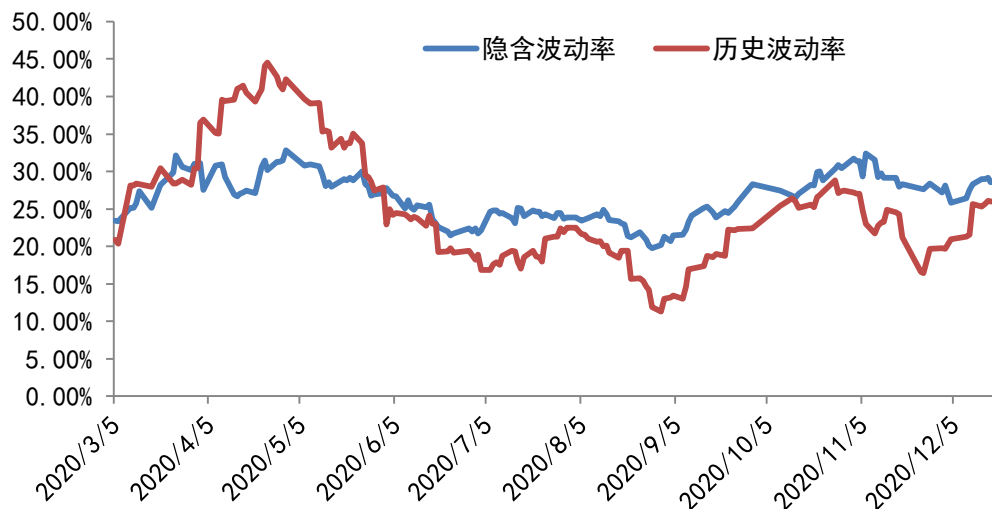


资料来源：南华研究

2.4. 卖出甲醇虚值看涨期权策略

2020 年 12 月甲醇基本面情况：短期利多已经反映到了价格中，整体来看明年上半年上游产能投放确定性高于下游需求端，05 合约整体可以摆脱各种供给端炒作及燃料需求的干扰，明年整体来看供需宽松，预期甲醇承压运行。

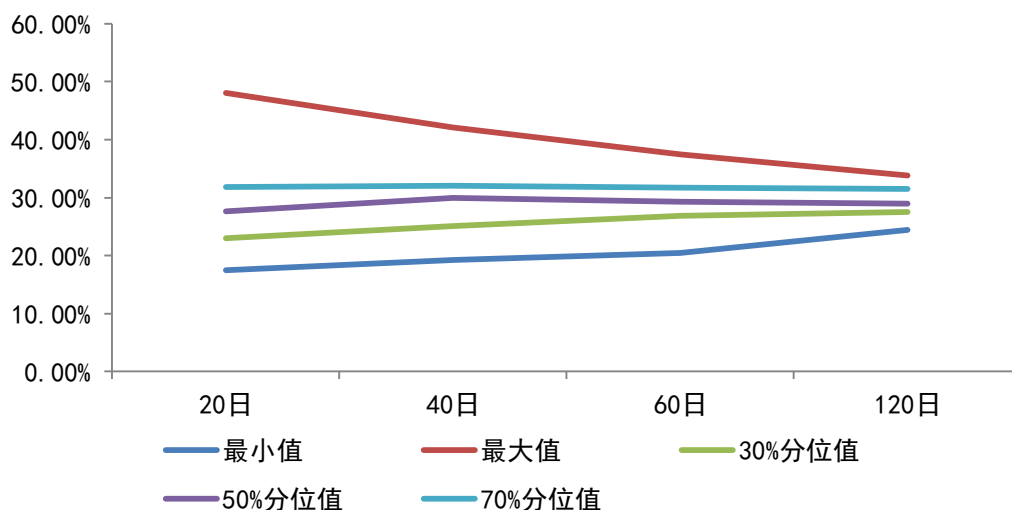
图 2.4.1：甲醇期权波动率情况



资料来源：南华研究

目前，甲醇期权隐含波动率位于 28% 附近，略高于历史中位值 27.6%，期权定价略高。在甲醇 05 长期承压的情况下，可以采用卖出虚值看涨期权，获得期权权利金收益。近期甲醇仍维持上涨态势，我们从月 K 线图可以看出，短期甲醇仍较为强势，但上方阻力点较为明显，明年基本面走弱，预期很难突破 2800，可以卖出行权价接近或高于 2800 的看涨期权。

图 2.4.2: 甲醇波动率锥



资料来源：南华研究

图 2.4.3: 甲醇 05 合约月 K 线图

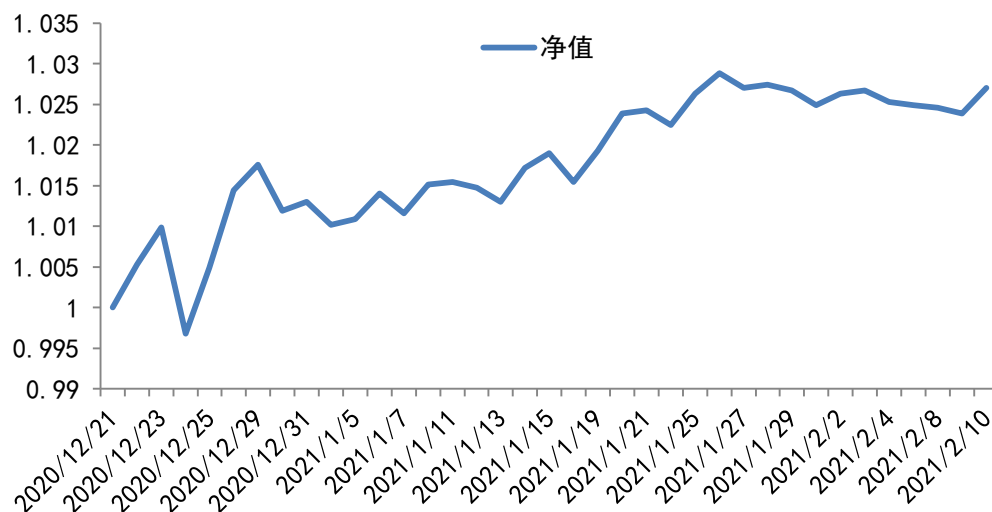


资料来源：南华研究

建议投资者可以选择甲醇高位筑顶，回调阶段，卖出看涨期权，同时需注意，卖权面临风险较大，投资者在构建该策略后，应做好风控，一旦甲醇成功突破 2800，立即平仓止损。

2020 年 12 月 21 日，我们建立卖出甲醇虚值看涨期权策略，卖出 MA105C2800 期权合约，卖权保证金占用不超过总资金的 10%。2021 年 2 月 10 日，策略平仓止盈。策略共持有 37 个交易日，总收益 2.71%，最大回撤率 1.3%。下图为策略净值曲线：

图 2.4.4：卖出甲醇虚值看涨期权策略净值图：



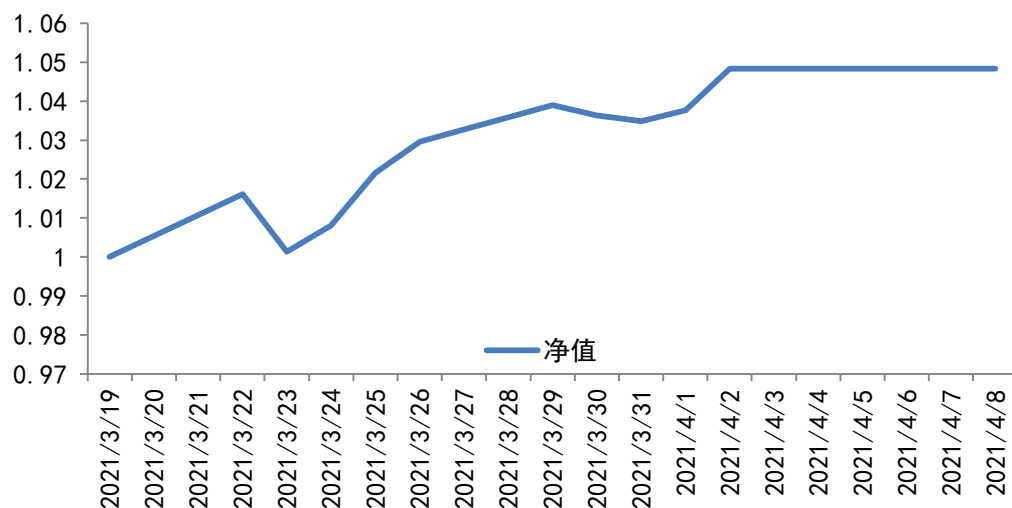
资料来源：南华研究

2.5. 塑料看跌期权牛市价差策略

塑料短期虽然受利润传导不畅，库存去化缓慢影响出现一定回落，但就二季度初期来看，前期外盘强势带来的净进口压力较小在四月份仍会延续，且下游即将进入旺季，随着下游利润修复，原料库存进一步消化，需求端对于行情仍有驱动，四月大概率供需偏紧，预期四月塑料价格较难下跌。建议三月末构建塑料看跌期权牛市价差策略。

二季度市场不确定性较高，裸卖期权面临风险较高，需要在下方做好风险保护头寸。3月19日，构建看跌期权牛市价差策略，买入一手 L2105-P-8000，卖出一手 L2105-P-7800，策略资金占用 1861 元/组，策略持有至 4月8日，5月塑料期权到期，由于两个期权均是虚值期权，所以无需对头寸进行处理。策略共持有 14 个交易日，收益率是 4.83%，最大回撤率是 1.48%。下图为策略净值曲线：

图 2.5.1：塑料看跌期权牛市价差策略净值图：

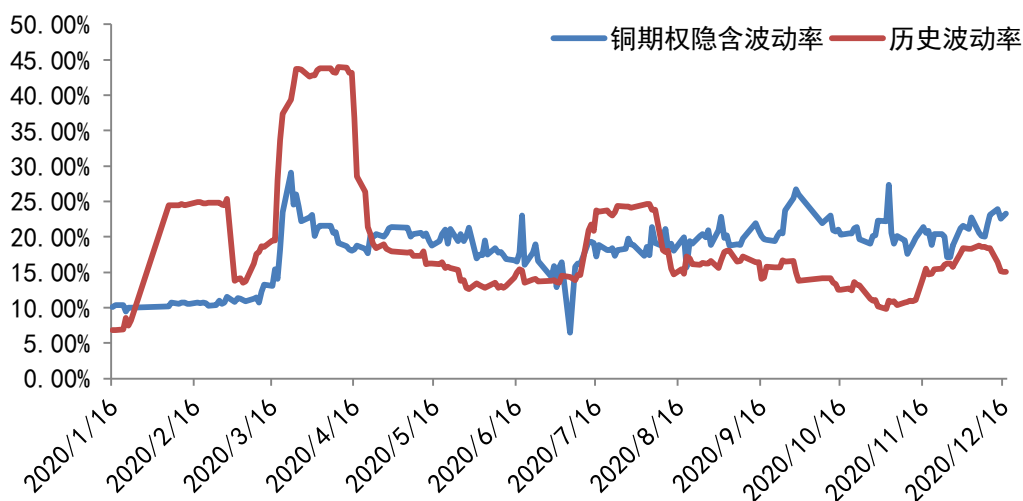


资料来源：南华研究

2.6. 铜期权看跌牛市价差策略

2020 年 12 月铜基本面情况：展望 2021 年，全球超宽松流动性保持，疫苗进展超预期，全球主要经济体将进入全面恢复期，IMF 预测 2021 年全球 GDP 增长将达到 5.2%，二、三季度增长最为强劲。预计中国 2021 年固定资产投资增速可望达 7.5-8%。地产、基建仍然是拉动经济增长的主要动力。当前铜库存处于低位，预期铜价中期仍维持震荡上涨的态势。

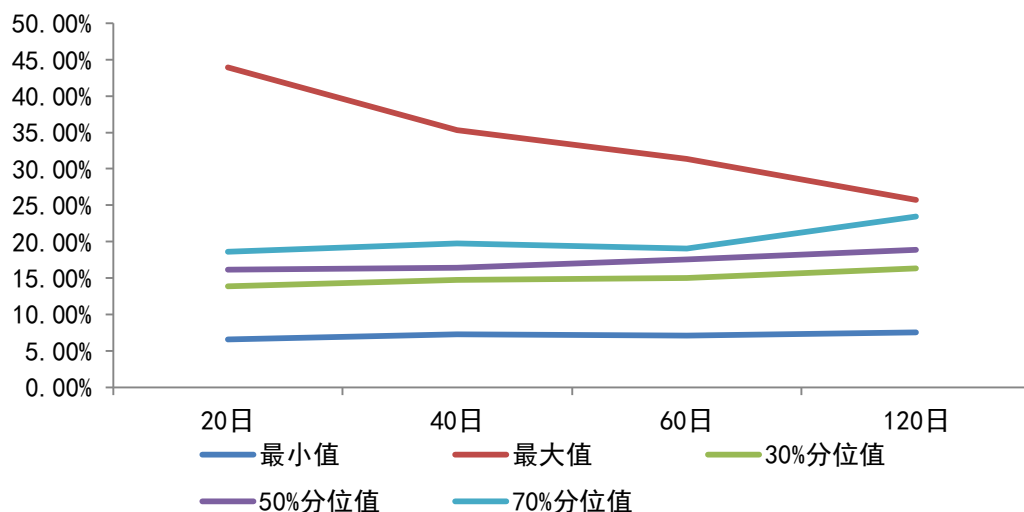
图 2.6.1：铜期权波动率情况



资料来源：南华研究

目前，铜期权隐含波动率位于 23% 左右，根据铜波动率锥，可以看出，波动率目前位于较高水平，期权定价偏高。在标的未来继续上涨，波动率偏高的行情下，建议投资者构建看跌牛市价差策略。

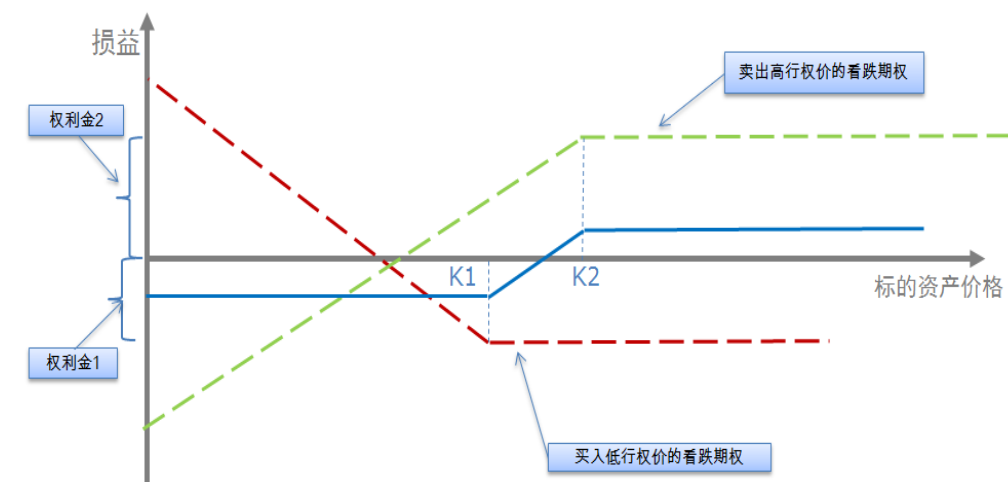
图 2.6.2：铜波动率锥



资料来源：南华研究

铜期权看跌牛市价差策略，是指卖出一手较高行权价的看跌期权，同时买入一手较低行权价的看跌期权，该策略收益有限，风险有限。最大收益为构建策略时收取的期权权利金，即为较高行权价看跌期权权利金与较低行权价看跌期权权利金之差；最大亏损为两个期权行权价差与收取权利金之差。当铜价不下跌时，该策略就可以获得收益，但收益较低，所以在实际交易中，看跌期权的行权价应根据标的价格的变化进行调整，当铜价上涨时，上移策略看跌期权的行权价，以保证策略的盈利性。

图 2.6.3：看跌牛市价差策略到期损益图



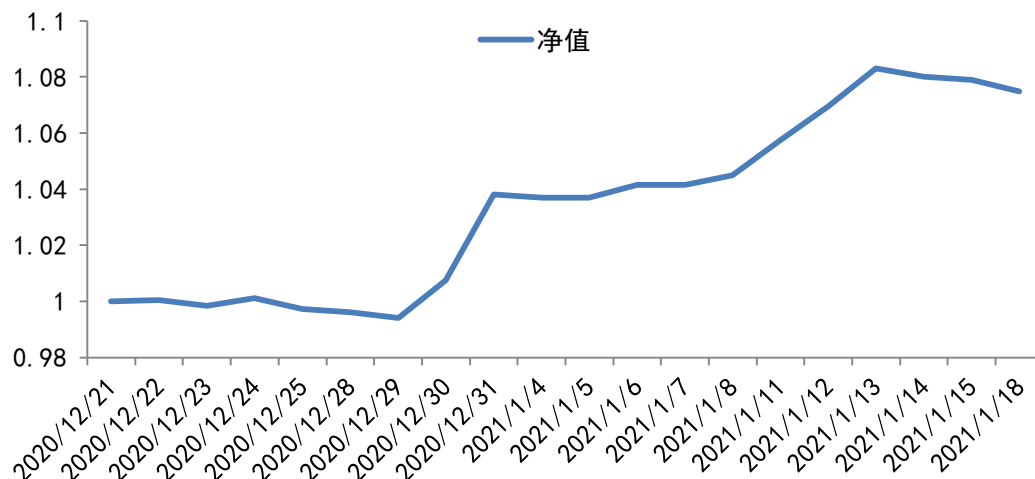
资料来源：南华研究

2020 年 12 月 21 日，我们建立看跌期权牛市价差策略，卖出 CU2102P56000 期权合约，同时买入相同数量的 CU2102P54000 期权合约，策略资金占用不超过总资金的 30%。2021 年 1 月 18 日，2 月铜期权临近到期，我们移仓换月，卖出 CU2103P56000 期权合约，同时买入相同数量的 CU2103P54000 期权合约。2021 年 2 月 18 日，3 月铜期权临近到期，我们移仓换月，卖出 CU2104P56000 期权合约，同

时买入相同数量的 CU2104P54000 期权合约。策略共持有 59 个交易日,总收益 2.76%,最大回撤率 1.28%。

下图为策略净值曲线:

图 2.6.4: 铜看跌期权牛市价差策略净值图:



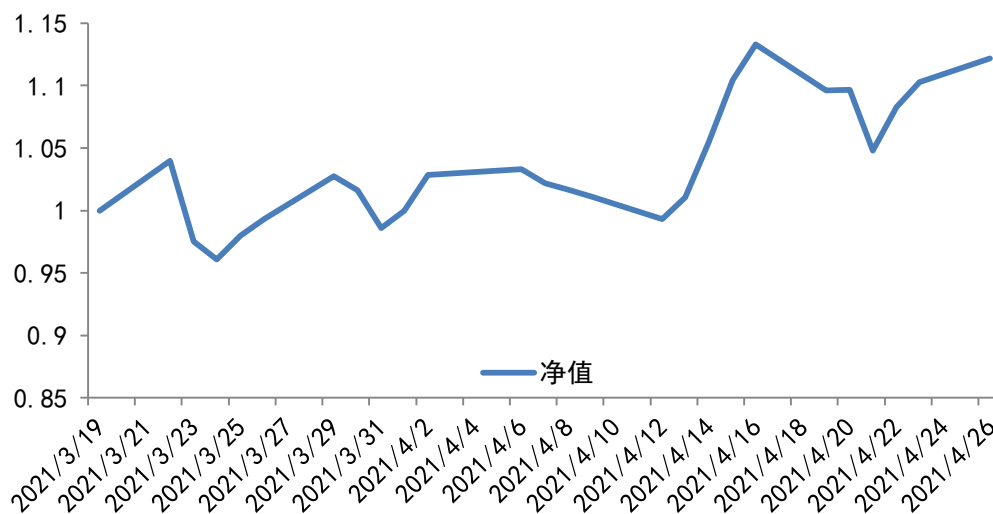
资料来源: 南华研究

2.7. 铝期权多头策略

目前, 铝市情绪稳定, 价格窄幅震荡运行。站在目前的时点, 我们维持铝价中期向上的判断不变。后期密切关注抛储的消息。目前铝价下来之后, 下游加工企业利润得到修复, 预计采购意愿增强, 铝锭库存首现拐点, 后续关注去库速度。同时关注抛储的进一步消息以及可能出现的碳中和政策下带来的减产的消息。建议投资者构建看涨期权牛市价差策略, 同时卖出深度虚值看跌期权。

3 月 19 日, 构建铝看涨期权牛市价差策略, 买入一手 AL2105C18000 期权合约, 卖出一手 AL2105C19000 期权合约, 卖出一手 AL2105P16000 期权合约, 策略资金占用共 10004 元/组。策略持有至 4 月 26 日, 铝期权到期, 由于买入的期权是实值期权, 进行卖出平仓操作, 卖出的两个期权是虚值期权, 无需处理这两个期权头寸。策略共持有 26 个交易日, 收益率是 12.2%, 最大回撤率是 6.5%。下图为策略净值曲线:

图 2.7.1：铝期权多头策略净值图：



资料来源：南华研究

2.8. 黄金期权策略

4月初，美国疫情平稳，公布的经济数据中多数较好，美股屡创新高，鲍威尔表态仍偏宽松引发加息预期降温，但美联储部分官员表态偏鹰派，关注救助计划引起的乐观情绪的持续性。美股乐观情绪以及美联储加息预期很难升温或继续利多金银。国内股市回调，近期将要公布的数据很多，预计国内经济将要回调，股市或将承压震荡，人民币或有贬值压力，小幅利多国内金银。欧洲疫情有反弹迹象，各个国家差异较大，其中英国疫情控制较好股市表现较好，未来继续关注疫情的发展。欧洲市场对金银市场的影响相对较小。黄金的基本面偏多，预期黄金短期内走势震荡偏强。

1、看跌期权牛市价差策略

4月15日，构建看跌期权牛市价差策略，买入一手AU2106P360期权合约，卖出一手AU2106P364期权合约。一组策略净收取权利金1480元，总资金占用37115元。5月25日，黄金期权到期，由于两个期权均为虚值期权，无需对头寸进行处理。策略持有26个交易日，收益率3.99%，最大回撤率0.59%。策略净值曲线如下图所示：

图 2.8.1：黄金看跌期权牛市价差策略净值图：

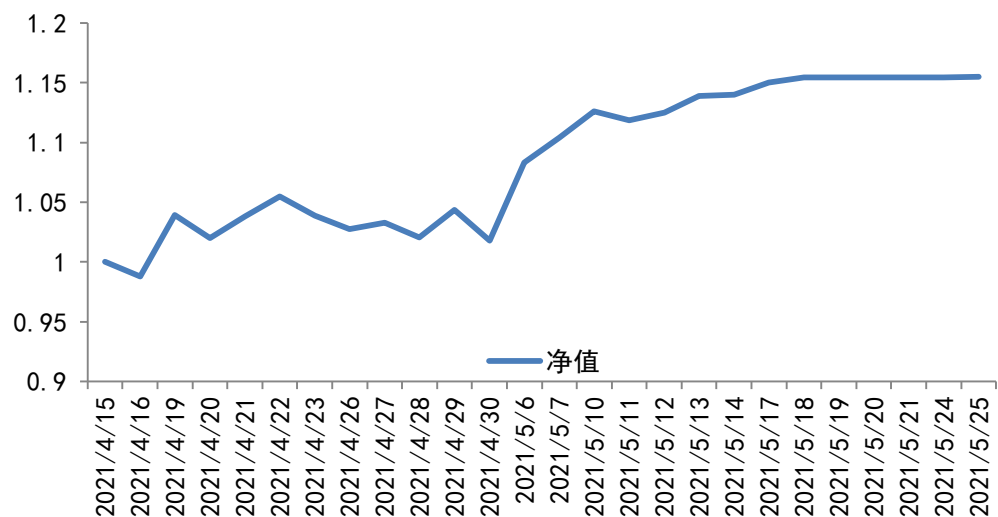


资料来源：南华研究

2、 卖出看跌期权策略

4 月 15 日，构建卖出看跌期权策略，卖出一手 AU2106P364 期权合约，需缴纳保证金 33415 元。5 月 25 日，黄金期权到期，由于卖出的期权是虚值期权，无需处理头寸。策略供持有 26 个交易日，收益率 15.5%，最大回撤率 2.57%。策略净值曲线如下图所示：

图 2.8.2：黄金卖出看跌期权策略净值图：

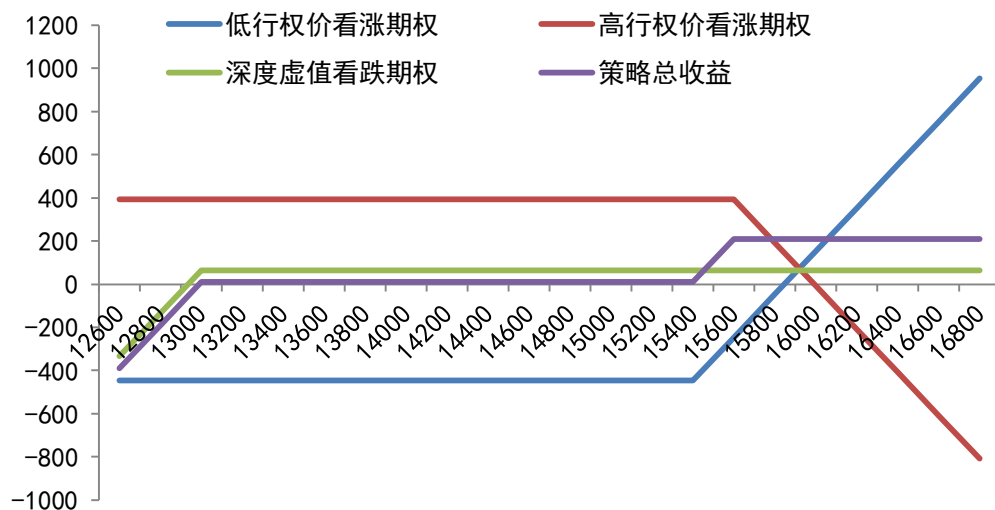


资料来源：南华研究

2.9. 棉花期权多头策略

2021 年 1 月棉花基本面情况：由于需求预期改善和成本支撑，棉花下方支撑明显，但随着春节临近，下游纺企陆续放假，对于皮棉需求有所减小，工商业库存同比仍处于高位，棉花供应充足限制价格上方空间。随着基本面预期向好，棉花中长期向上的内在动力增强。

图 2.9.1：棉花期权多头策略收益

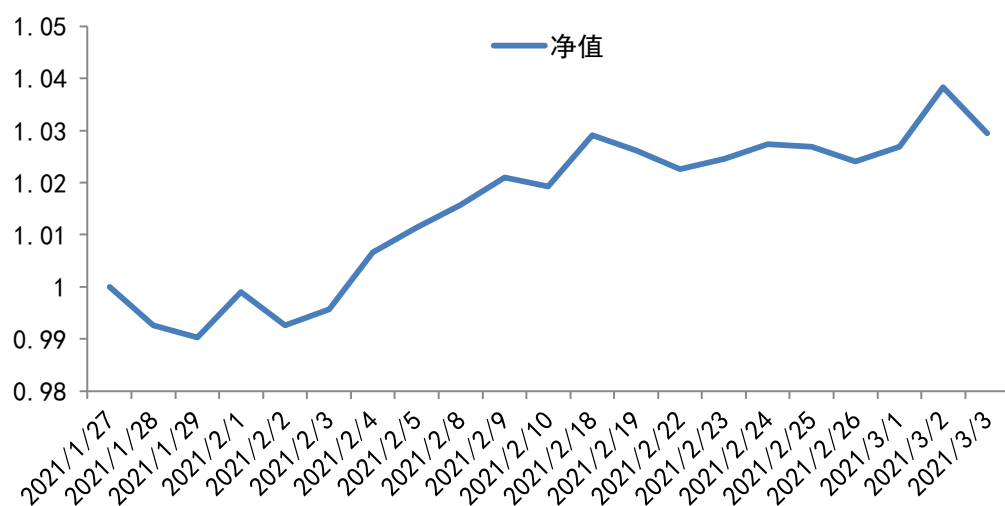


资料来源：南华研究

我们判断棉花基本面偏好，构建牛市价差策略，同时为了降低策略的成本，我们卖出深度虚值的看跌期权，获得权利金收入。若棉花价格上涨，策略可以获得收益；当棉花价格横盘震荡或小幅下跌，策略不发生亏损；若棉花价格跌破 13000，策略产生亏损。我们判断棉花价格短期跌破 13000 的概率较小，所以选择行权价接近或低于 13000 的看跌期权进行出售。

2021 年 1 月 27 日，买入 CF105C15400 期权合约，卖出相同数量的 CF105C15600 期权合约，卖出相同数量 CF105P13000 期权合约。策略资金占用不超过总资金的 50%。2021 年 3 月 3 日，棉花出现连续回调，我们对策略进行平仓止盈。策略共持有 21 个交易日，总收益 2.95%，最大回撤率 0.88%。下图为策略净值图：

图 2.9.2：棉花期权多头策略净值图：



资料来源：南华研究

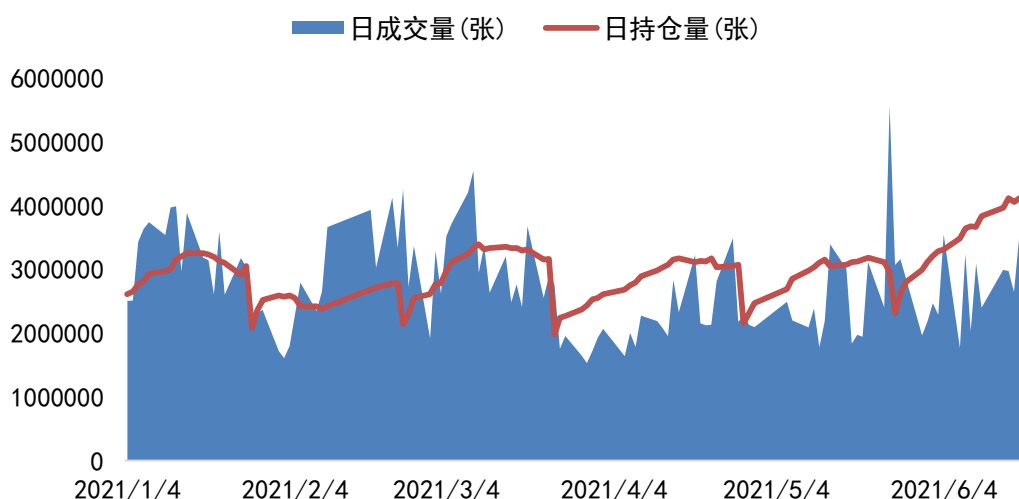
第3章 金融类期权波动率继续走低

3.1. 50ETF 市场运行情况

3.1.1. 50ETF 交易情况

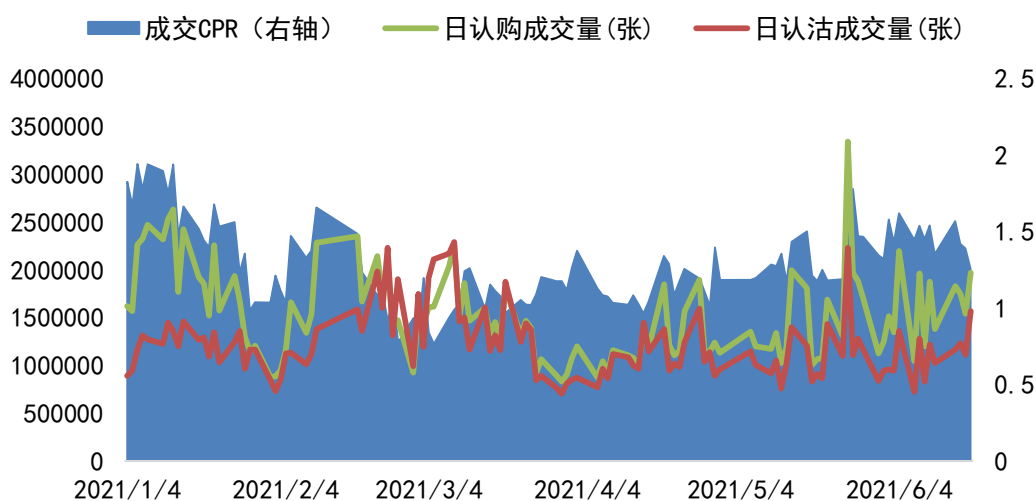
截止到 2021 年 6 月 18 日，50ETF 期权今年上半年累计总成交 3.00 亿张，总持仓 411.61 万张，日均成交 272.95 万张，日成交量处于波动状态，日最高成交量为 556.90 万张，日最低成交量为 152.67 万张，日均持仓 295.12 万张。总成交额 2,018.50 亿元，日均成交额 18.35 亿元，日最高成交额 36.12 亿元，日最低成交额 10.13 亿元。

图 3.1.1：2021 年 1 月 1 日到 6 月 18 日成交持仓量情况



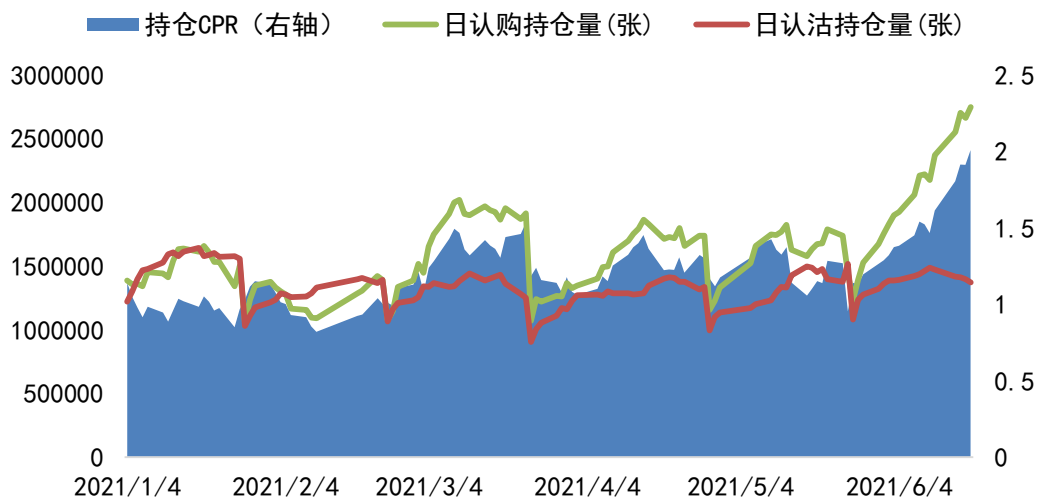
资料来源：WIND，南华研究

图 3.1.2：2021 年 1 月 1 日到 6 月 18 日成交与成交 CPR



资料来源：WIND，南华研究

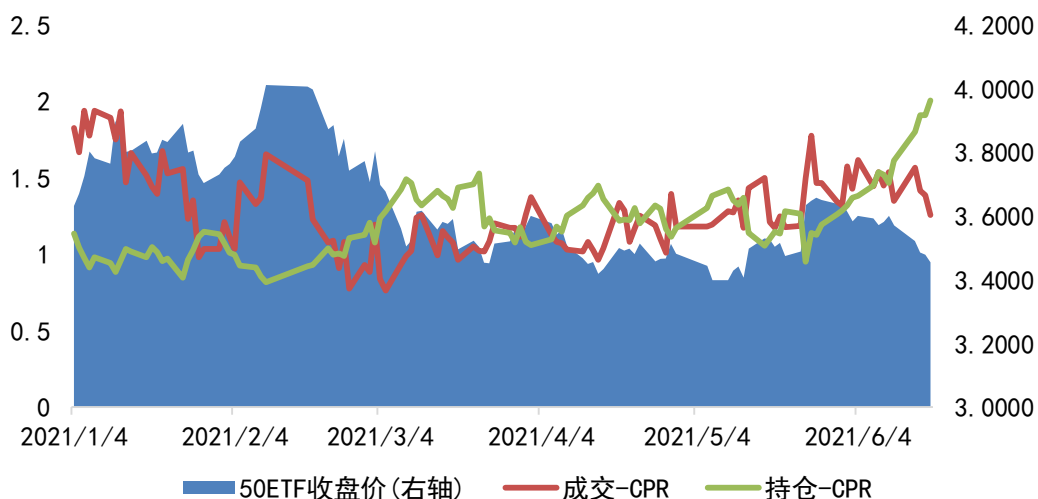
图 3.1.3: 2021 年 1 月 1 日到 6 月 18 日持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.28, 看涨期权的成交量较看跌更为活跃, 今年 CPR 成交比最大值 1.94, 最小值 0.76; 今年持仓 CPR 均值为 1.21, 最大值 2.01, 最小值 0.82, 符合整体行情上涨的趋势, 但是市场观点偏向中性, 不过分看涨。持仓 CPR 与 50ETF 收盘价大致上成反比, 当 50ETF 价格上涨时, 持仓 CPR 下跌; 当 50ETF 价格下跌时, 持仓 CPR 上涨。

图 3.1.4: 50ETF 收盘价与成交、持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

3.1.2. 50ETF 波动率情况

今年 50ETF 期权隐含波动率与 50ETF 基金 20 日历史波动率总体上较为接近, 但在今年 3-4 月份出现短期分化。从波动率走势上看, 今年一月份开始, 市场走出一波上涨行情, 隐含波动率居于高位。随后行情处于震荡, 波动率趋稳, 隐历差缩小。三月初开始, 随着市场开始下跌, 隐含波动率随之下跌, 隐历差走负。至四月份, 隐含波动率一直维持阴跌走势, 而历史波动率回调缓慢, 因此, 隐历差

一直维持负值。等到四月末开始，随着市场走出震荡走势，标的似乎出现见底企稳的态势，隐含波动率波动变小，历史波动率也回调至低位，隐历差又回归到零附近，至今，隐含波动率与 20 日历史波动率总体上较为接近。

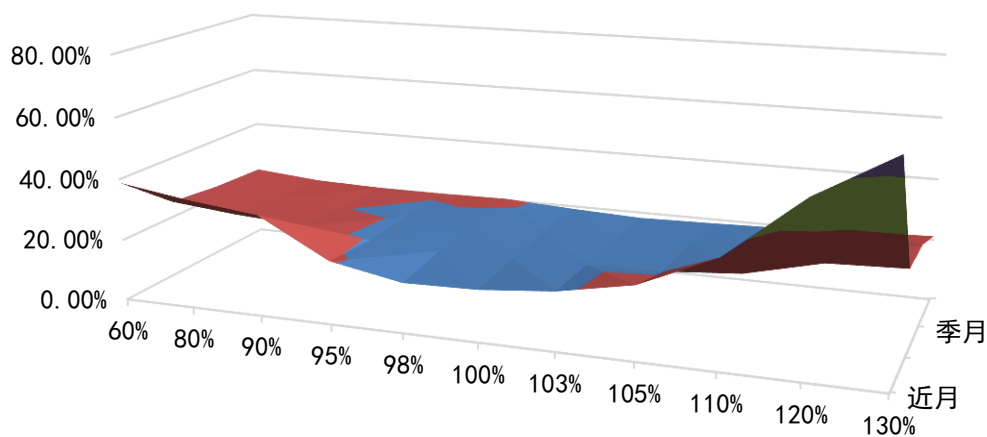
50ETF 期权波动率偏度呈现微笑状态，虚值期权的隐含波动率明显高于平值期权的隐含波动率。从波动率期限结构可以观察到，6 月 18 日，远月期权合约的隐含波动率最大，近月期权隐含波动率最小，这也符合期权定价的一般规律。另外，相较于 4 月份和 5 月份来说，期权的期限曲线更为平坦，这说明市场对于远月的波动预期有所下降。

图 3.1.5：2021 年 50ETF 期权波动率情况



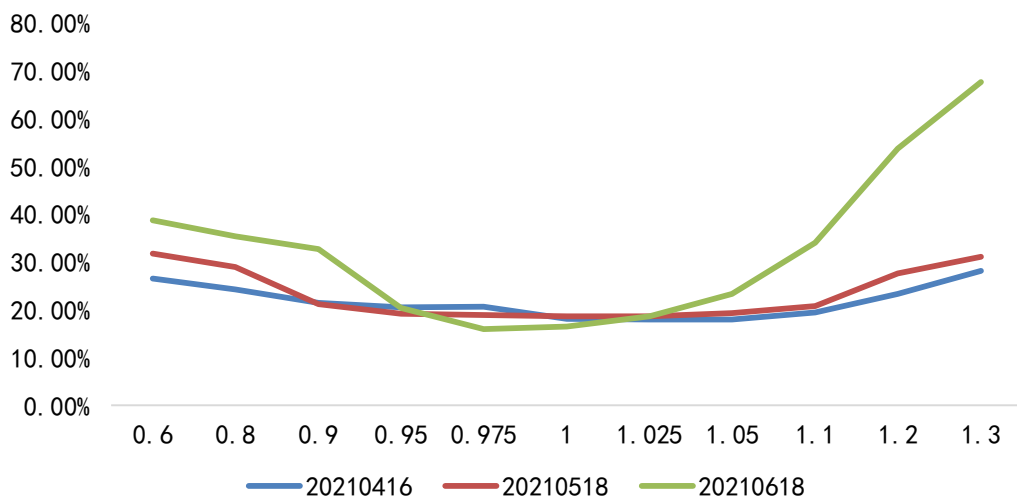
资料来源：WIND，南华研究

图 3.1.6：50ETF 期权波动率曲面



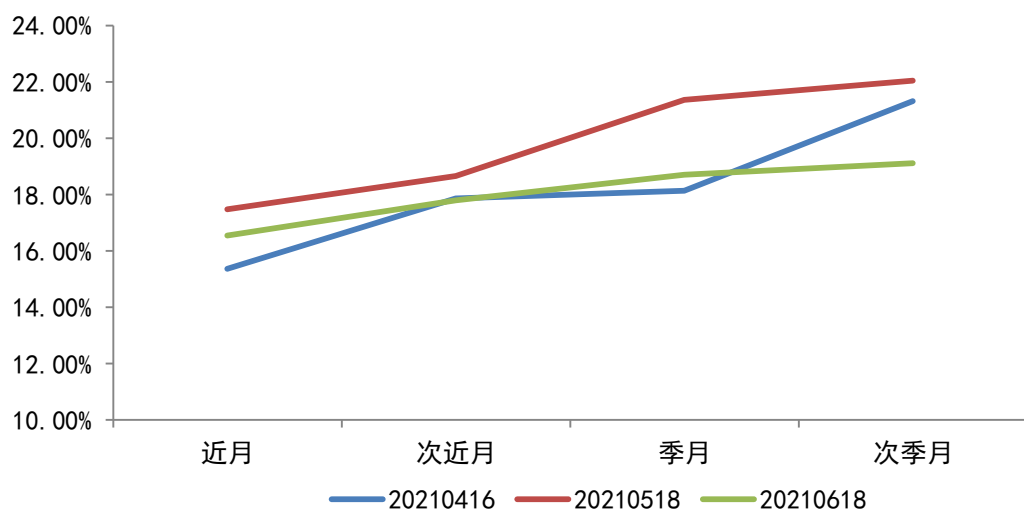
资料来源：WIND，南华研究

图 3.1.7: 50ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.1.8: 50ETF 波动率期限结构



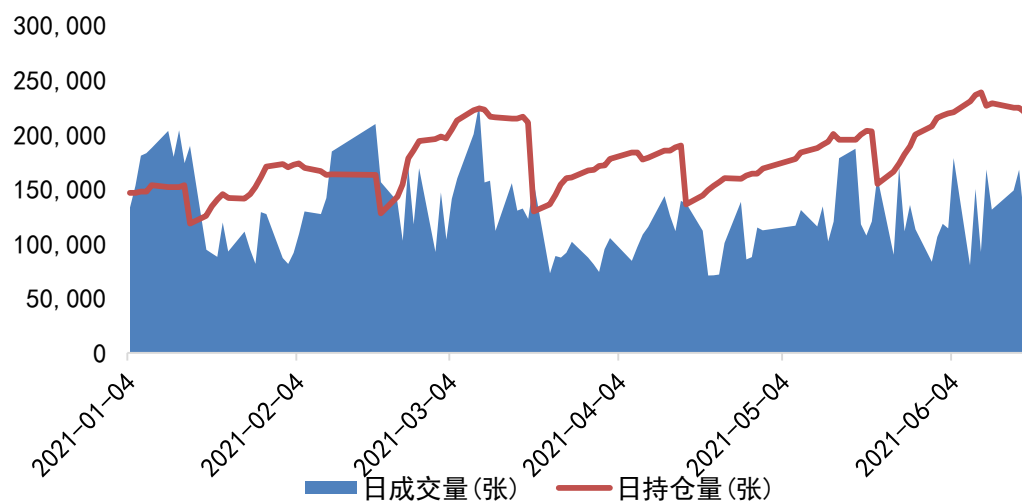
资料来源: WIND, 南华研究

3.2. 沪深 300 股指期权市场运行情况

3.2.1. 沪深 300 股指期权交易情况

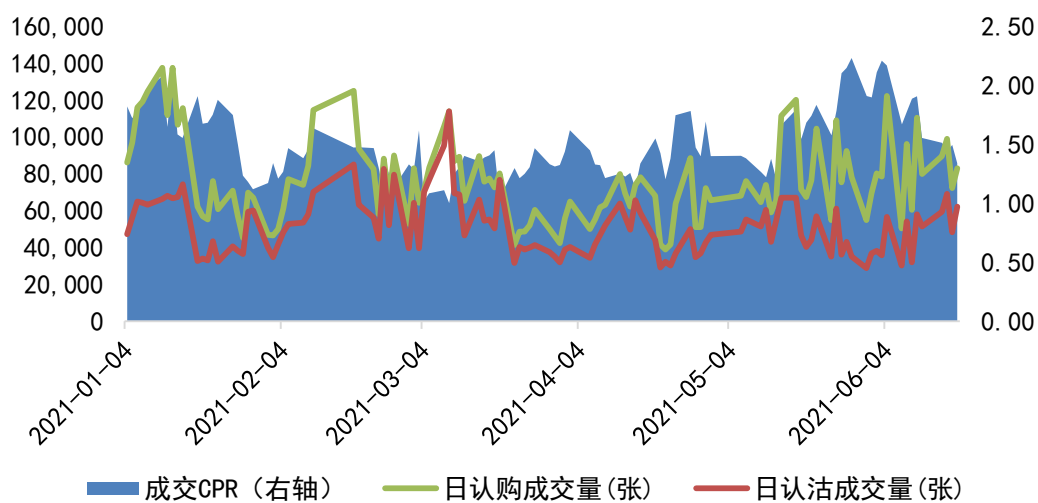
截止到 2021 年 6 月 18 日, 沪深 300 股指期权今年累计总成交 1,395.69 万张, 总持仓 14.75 万张, 日均成交 12.69 万张, 日成交量处于波动状态, 日最高成交量为 22.75 万手, 日最低成交量为 7.09 万手, 日均持仓 17.80 万手。日均成交额 12.08 亿元, 日最高成交额 24.65 亿元, 日最低成交额 5.54 亿元。

图 3.2.1：成交持仓量情况



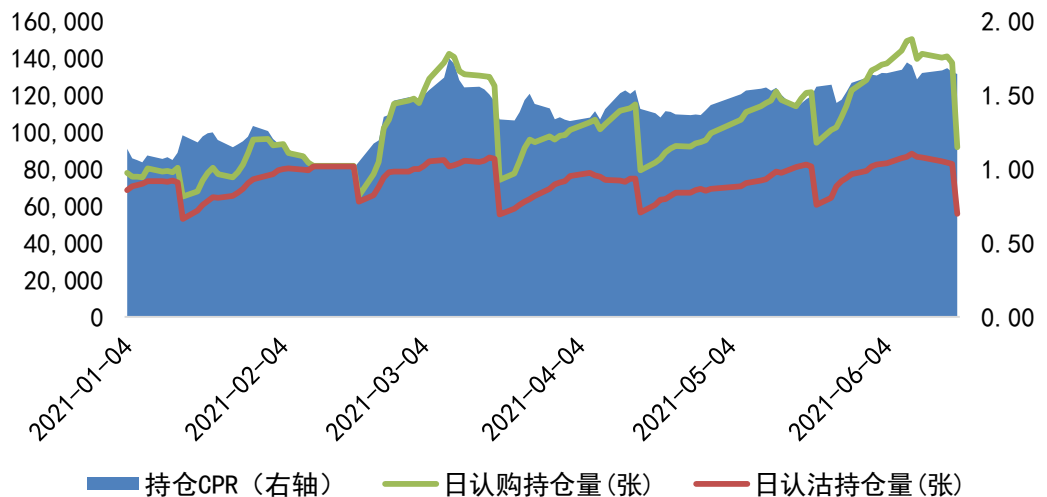
资料来源：WIND，南华研究

图 3.2.2：成交与成交 CPR



资料来源：WIND，南华研究

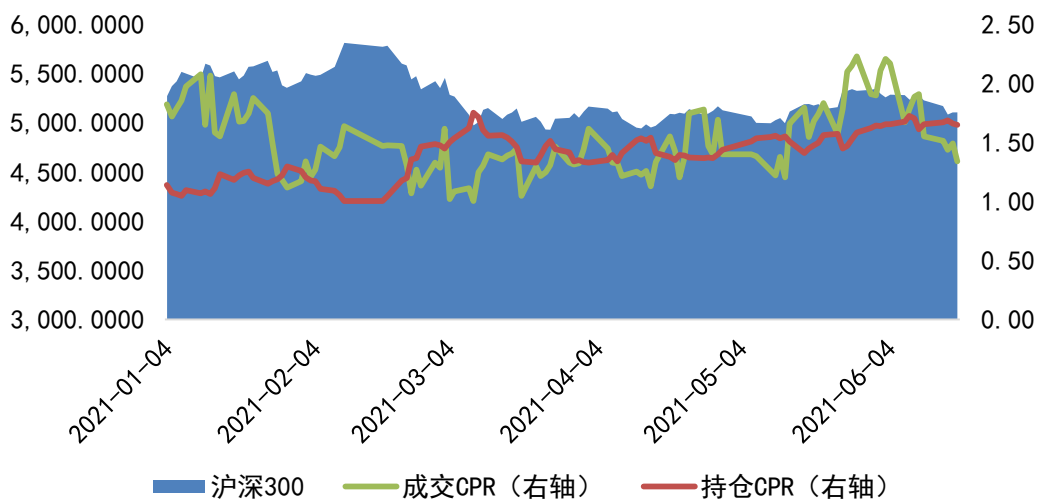
图 3.2.3: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

2021 年 1 月 1 日至 6 月 18 日成交 CPR 均值为 1.51, 今年 CPR 成交比最大值 2.23, 最小值 1.00; 今年持仓 CPR 均值为 1.39, 最大值 1.75, 最小值 1.00。

图 3.2.4: 沪深 300 股指收盘价与成交、持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

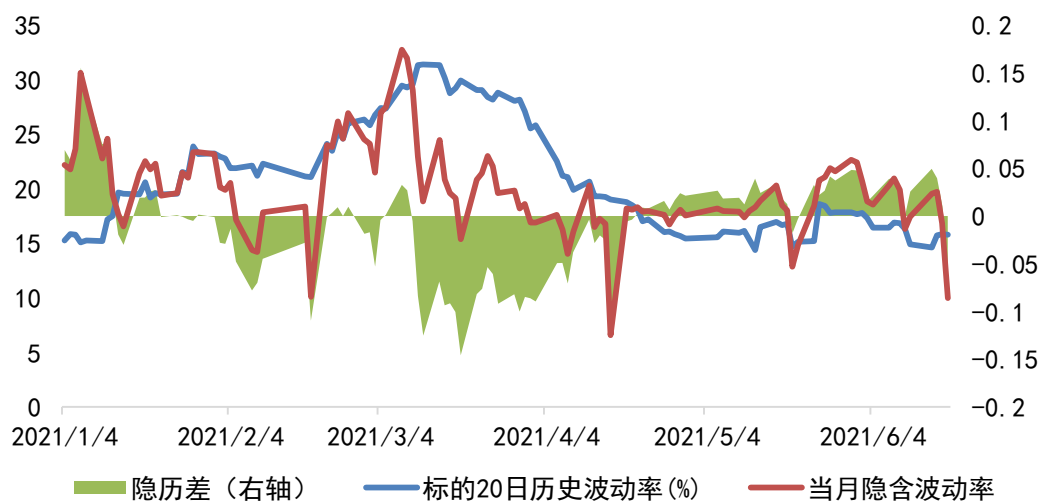
3.2.2. 沪深 300 股指期权波动率情况

今年沪深 300 股指期权隐含波动率与沪深 300 股指 20 日历史波动率自二月中旬开始出现分化, 近月平值期权隐含波动率开始出现回调走低, 三月开始, 20 日历史波动率回调震荡, 而期权隐含波动率逐渐走低, 隐历差为负, 绝对差距扩大。至四月份开始, 随着历史波动率下降至低位, 与隐含波动率靠拢, 隐历差逐渐趋于零附近震荡。至今, 期权的波动率一直处于窄幅震荡走势。

沪深 300 股指期权波动率偏度在五月呈现更为单边偏斜的状态, 在四月和六月偏斜程度减轻。虚值期权的隐含波动率高于平值期权的隐含波动率。从波动率期限结构可以观察到, 5 月时期权合约的

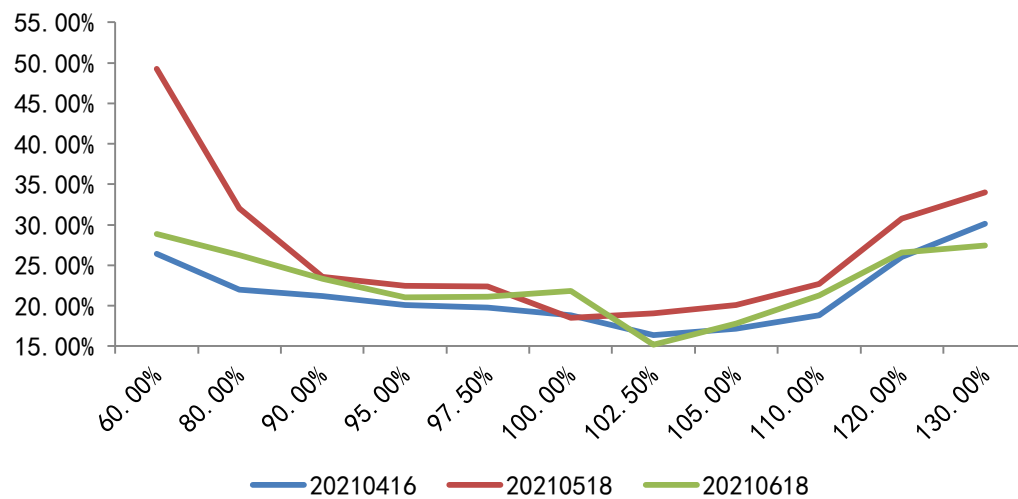
隐含波动率最大，整条期限波动率线位于 4 月份和 6 月份同值上方。

图 3.2.5：2021 年上半年沪深 300 股指期权波动率情况



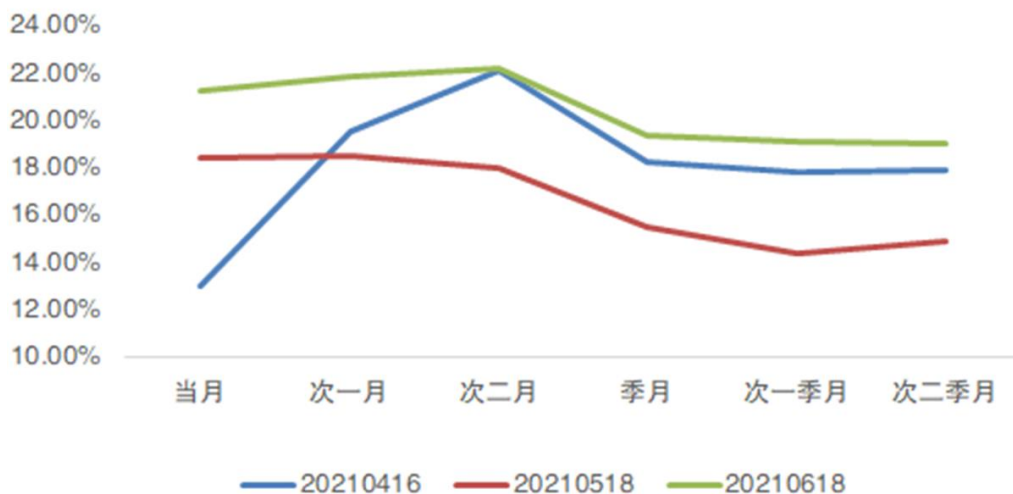
资料来源：WIND，南华研究

图 3.2.6：沪深 300 股指期权波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 3.2.7：沪深 300 股指期权波动率期限结构



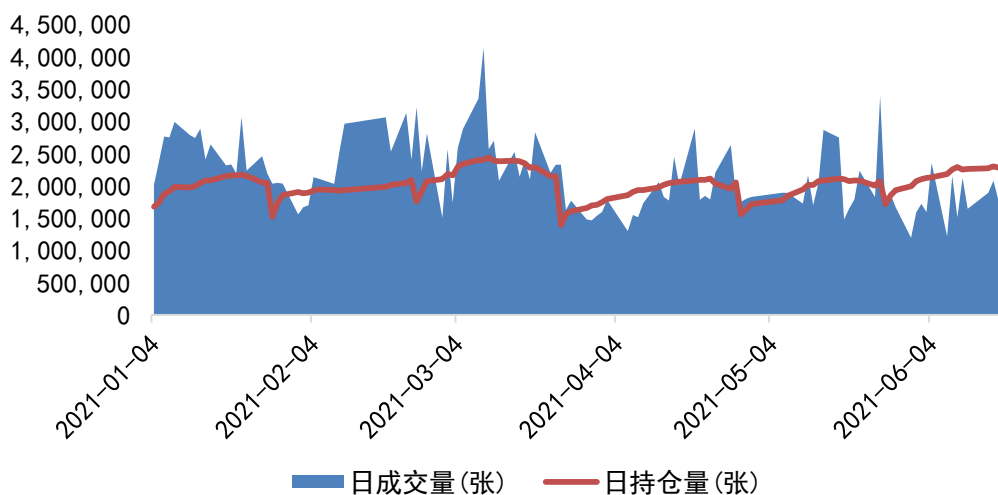
资料来源：WIND，南华研究

3.3. 300ETF 期权市场运行情况

3.3.1. 上交所 300ETF 期权交易情况

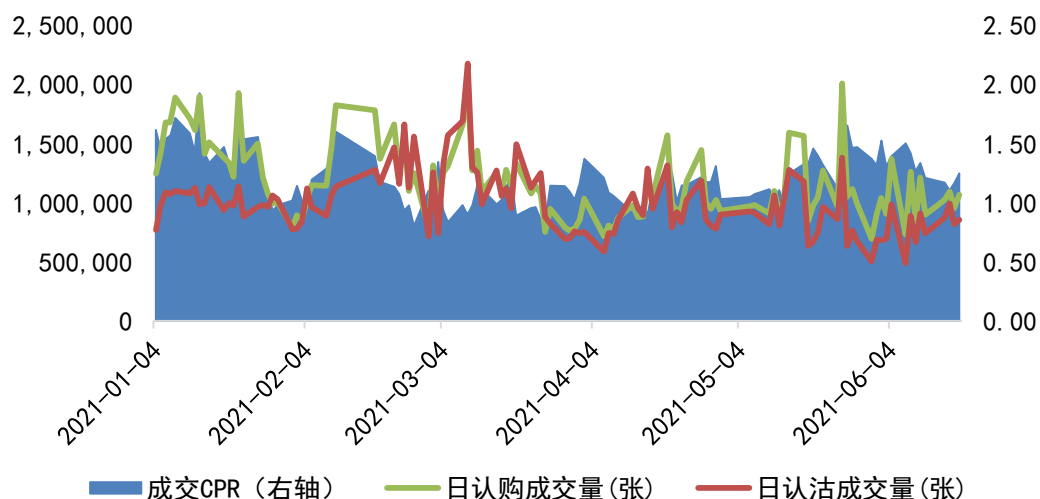
截止到 2021 年 6 月 18 日，上交所 300ETF 期权今年累计总成交 2.38 亿张，总持仓 228.79 万张，日均成交 216.16 万张，日均成交量较去年同期有显著提升。日最高成交量为 414.14 万张，日最低成交量为 119.77 万张，日均持仓 202.59 万张。日均成交额 22.13 亿元，日最高成交额 46.89 亿元，日最低成交额 11.32 亿元。

图 3.3.1：成交持仓量情况



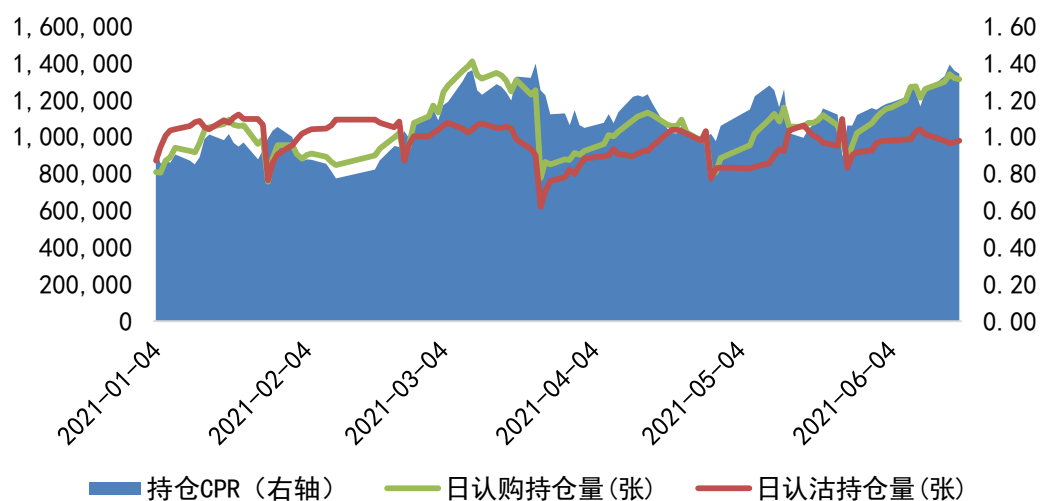
资料来源：WIND，南华研究

图 3.3.2: 成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

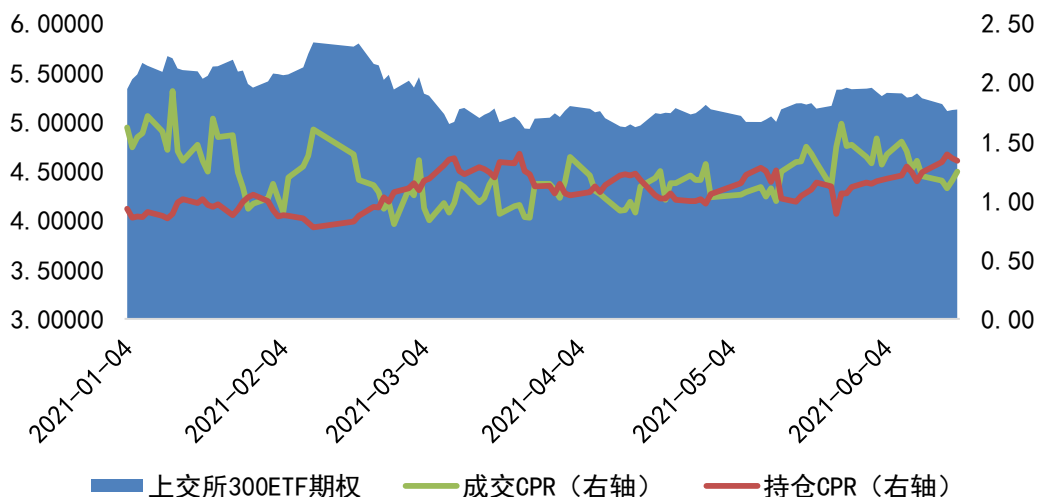
图 3.3.3: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.21, 今年 CPR 成交比最大值 1.93, 最小值 0.80; 今年持仓 CPR 均值为 1.09, 最大值 1.40, 最小值 0.77。

图 3.3.4：上交所 300ETF 收盘价与成交、持仓 CPR

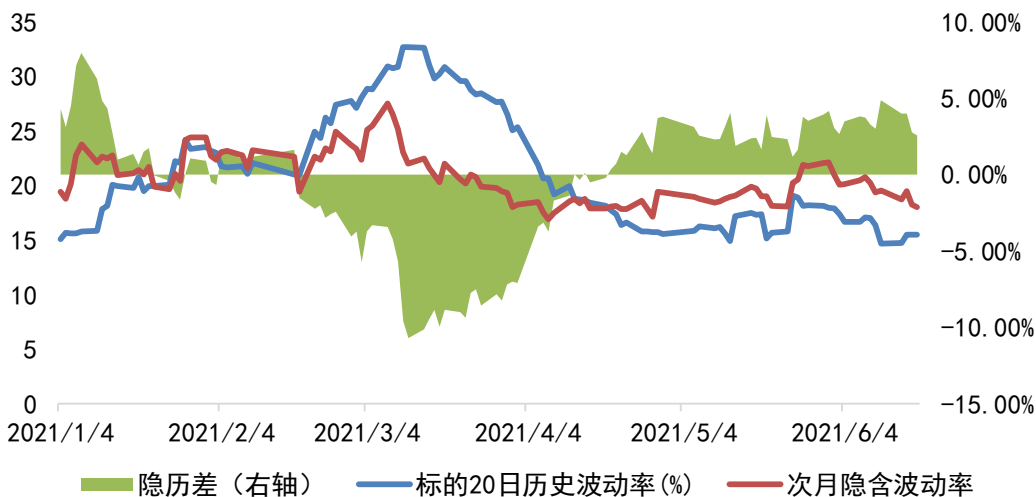


资料来源：WIND，南华研究

3.3.2. 上交所 300ETF 期权波动率情况

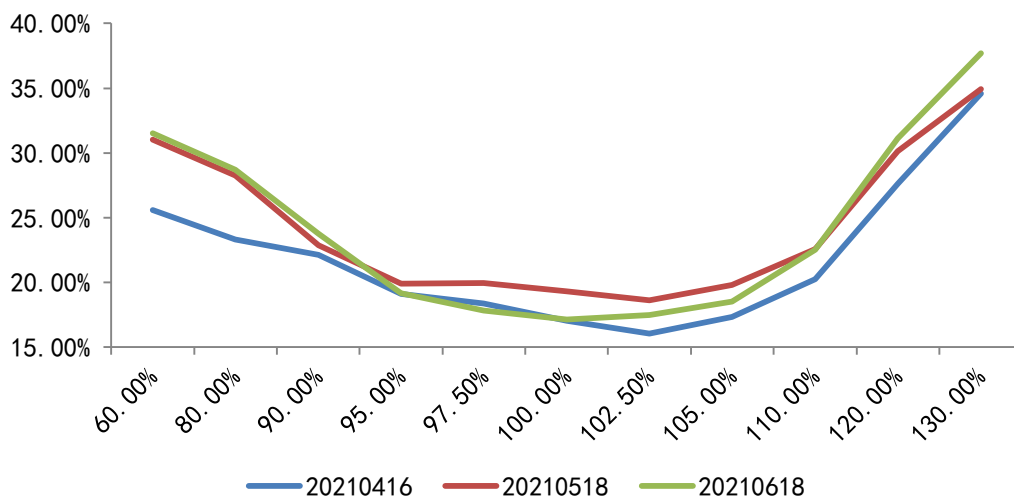
今年上交所 300ETF 期权隐含波动率与上面沪深 300 股指期权的波动率走势类似，自 2 月底 3 月初冲高后，逐渐回落至今，近月隐含波动率和标的 20 日历史波动率一直处于低位，表明短期内期权投资者认为市场的波动在逐渐降低。从波动率走势上看，标的 3 月份隐含波动率走低，直接导致隐历差走负，随着标的隐含波动率的企稳，四月初开始，隐历差逐渐走正。

图 3.3.5：上交所 300ETF 期权波动率情况



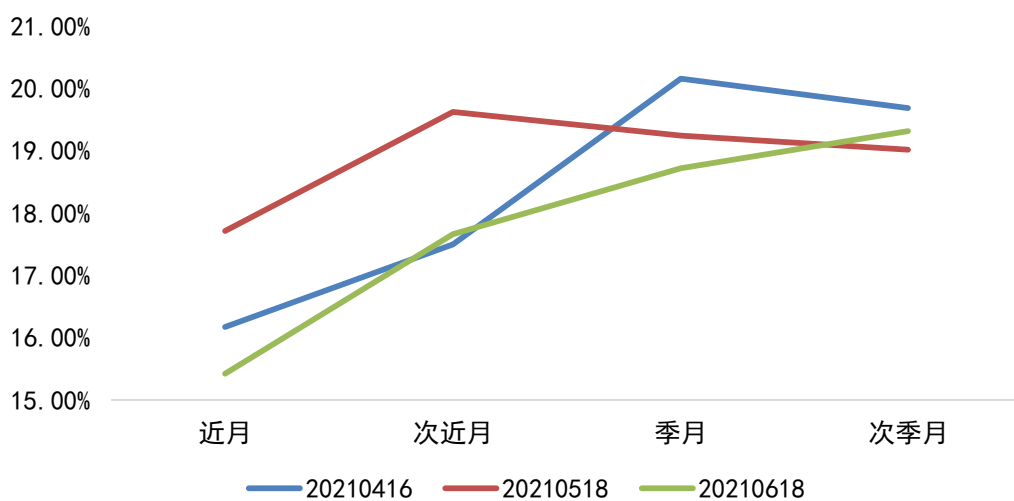
资料来源：WIND，南华研究

图 3.3.6: 上交所 300ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.7: 上交所 300ETF 期权波动率期限

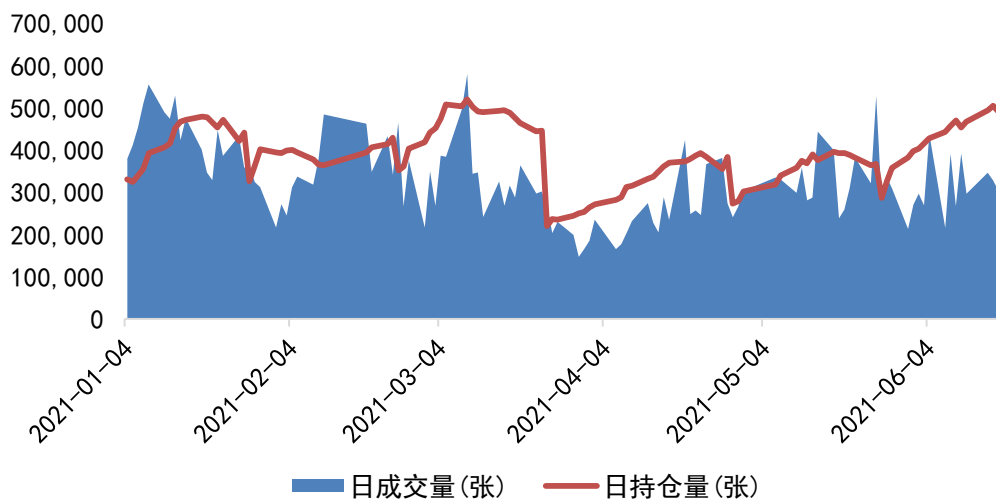


资料来源: WIND, 南华研究

3.3.3. 深交所 300ETF 期权交易情况

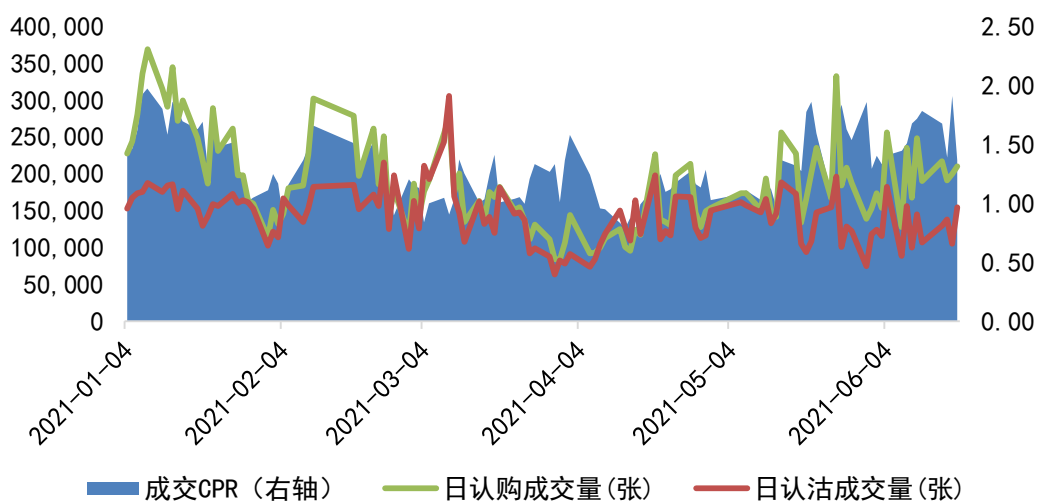
截止到 2021 年 6 月 18 日, 深交所 300ETF 期权今年累计总成交 3,618.04 万张, 总持仓 48.85 万张, 日均成交 32.89 万张, 日最高成交量为 57.98 万张, 日最低成交量为 14.72 万张, 日均持仓 39.20 万张。日均成交额 3.14 亿元, 日最高成交额 6.92 亿元, 日最低成交额 1.51 亿元。

图 3.3.8：成交持仓量情况



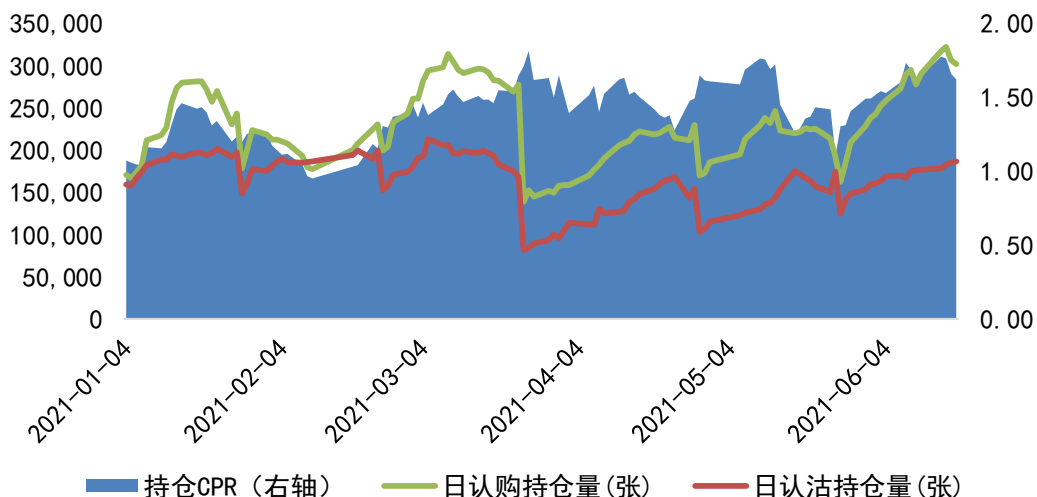
资料来源：WIND，南华研究

图 3.3.9：成交与成交 CPR



资料来源：WIND，南华研究

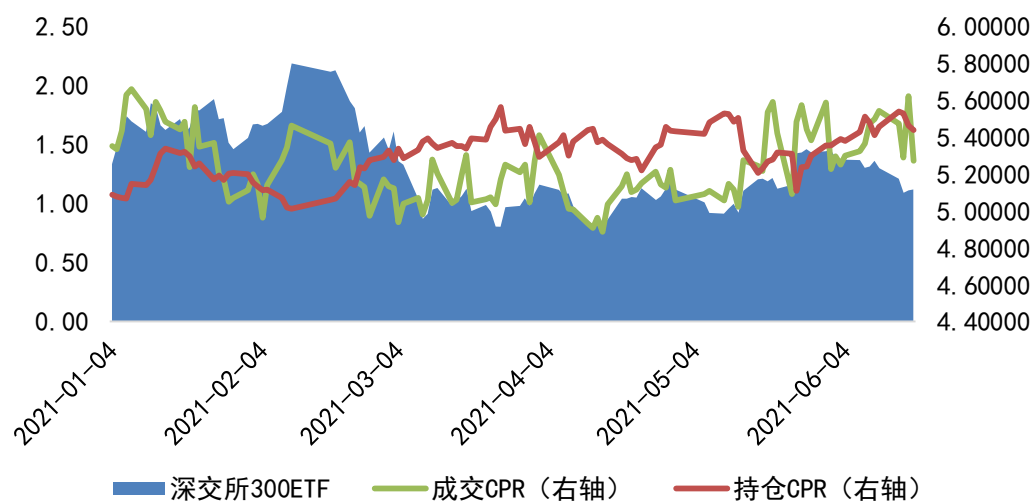
图 3.3.10: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.31, 今年 CPR 成交比最大值 1.97, 最小值 0.76; 今年持仓 CPR 均值为 1.42, 最大值 1.81, 最小值 0.95。

图 3.3.11: 深交所 300ETF 收盘价与成交、持仓 CPR

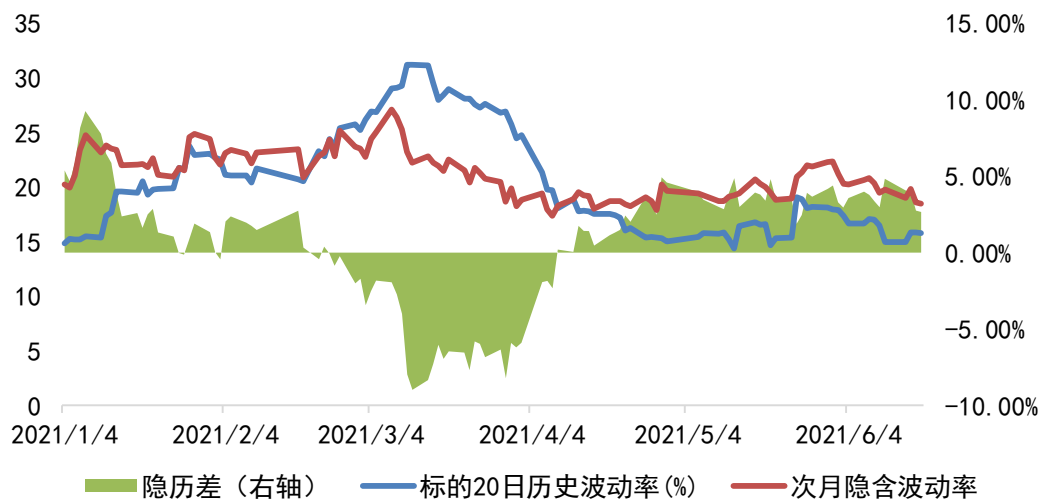


资料来源: WIND, 南华研究

3.3.4. 深交所 300ETF 期权波动率情况

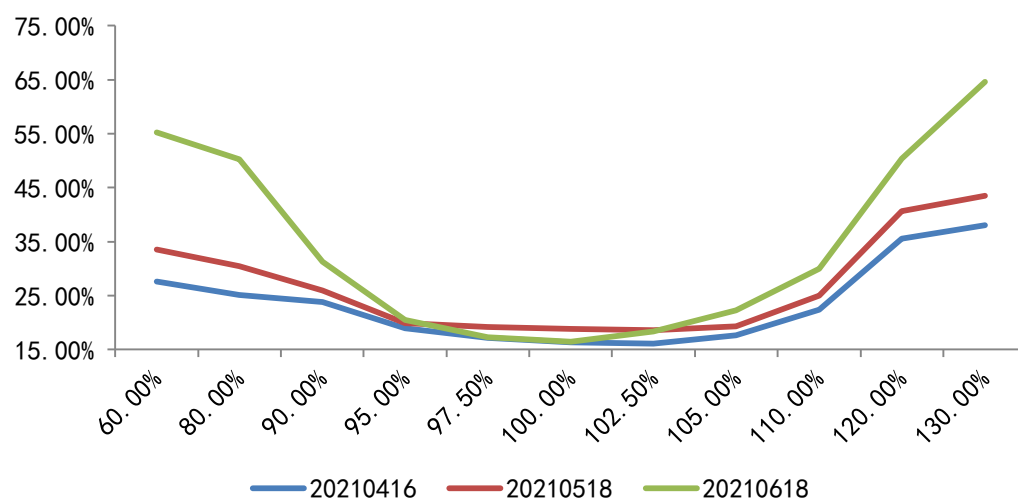
今年深交所 300ETF 期权隐含波动率自进入二季度以来, 大致处于低位震荡的状态, 隐历差为正, 但波动不大。从期权的偏度角度看, 6 月期权呈现更偏的微笑形态, 市场倾向于博弈大涨或者大跌, 导致虚值看跌和虚值看涨期权波动率被拉升。从期限结构上看, 除了 5 月份时投资者对于远月波动率预期下降之外, 4 月和 6 月, 期权的期限结构都呈现出近低远高的形态, 符合一般的规律。

图 3.3.12: 深交所 300ETF 期权波动率情况



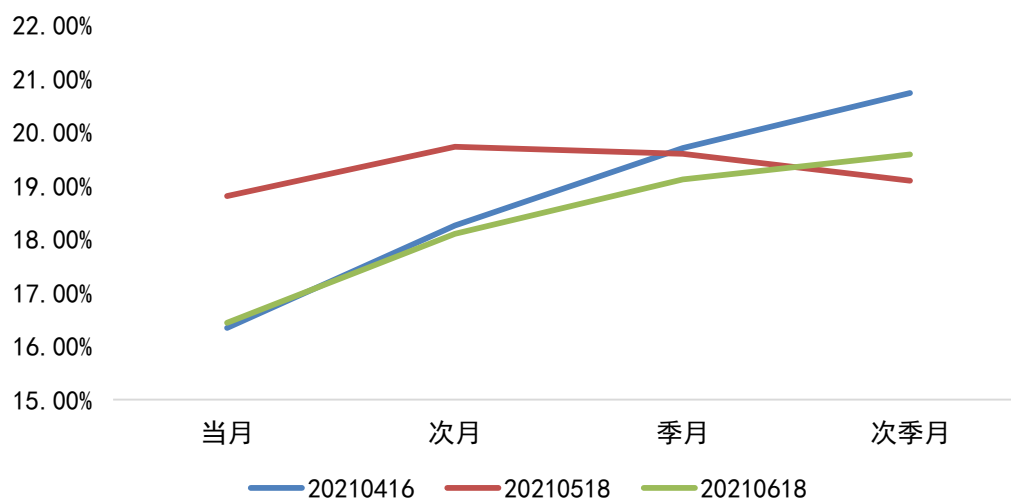
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.13: 深交所 300ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.14：深交所 300ETF 期权波动率期限



资料来源：WIND，南华研究

第4章 商品类期权波动率涨跌互现

4.1. 期权市场运行情况

表 4.1：2021 年上半年商品期权成交持仓汇总（截至 2021/6/18，单位：万张）

	总成交量	日均成交量	总持仓量	日均持仓量	单日最高成交量	单日最低成交量
豆粕	1752.11	15.93	62.44	57.49	53.18	6.05
玉米	676.92	6.15	29.27	28.62	18.03	1.98
铁矿石	550.69	5.01	19.49	15.91	11.96	1.52
PVC	159.89	1.45	5.20	4.42	4.68	0.41
塑料	115.08	1.05	6.31	3.69	2.67	0.21
聚丙烯	180.81	1.64	5.32	3.59	4.02	0.43
LPG	109.01	0.99	1.84	1.87	4.38	0.21
白糖	450.15	4.09	18.65	15.48	15.65	1.72
棉花	324.62	2.95	14.27	13.46	10.50	1.05
PTA	1022.00	9.29	25.99	25.38	26.98	3.78
甲醇	732.04	6.65	11.72	11.36	18.33	2.74
菜籽粕	266.50	2.42	4.72	5.90	6.83	0.51
动力煤	526.18	4.78	7.60	7.92	12.71	1.69
铜	378.48	3.44	5.71	4.36	7.16	1.08
锌	180.77	1.64	2.51	1.60	4.61	0.48
铝	254.10	2.31	5.12	3.72	5.73	0.73

橡胶	227.12	2.06	7.01	5.29	5.42	0.82
黄金	160.51	1.46	3.21	3.66	3.21	0.60

资料来源：WIND，南华研究

今年上半年，多数商品呈现高位震荡态势，振幅较往年加大，但总体来看商品并无单边行情。在多空僵持的情况下，二季度，部分商品期权的流动性较一季度有所下滑，在震荡行情下，市场投资者参与期权交易的热情有所下降。去年新上市的期权，成交量较一季度进一步增加。

4.2. 波动率情况

表 4.2：各品种波动率情况（2021/6/18）

品种	隐含波动率%	20 日历史波动率%	历史位置
豆粕	22.23	24.88	60%~70%
玉米	14.3	16.19	20%~30%
铁矿石	45.1	57.05	70%~80%
PVC	23.42	23.27	40%~50%
塑料	20.68	18	60%~70%
聚丙烯	20.39	17.69	60%~70%
LPG	35.51	28.18	60%~70%
白糖	14.88	14.05	50%~60%
棉花	19.87	16.68	40%~50%
PTA	30.76	27.03	70%~80%
甲醇	29.57	28.82	80%~90%
菜籽粕	24.53	29.16	50%~60%
铜	23.9	23.28	>90%
锌	22.58	21.64	>90%
铝	24.02	23.58	70%~80%

橡胶	24.42	22.14	10%~20%
黄金	15.12	14.19	30%~40%

资料来源：WIND，南华研究

今年一季度，商品期货走势波动加剧，多数商品期权隐含波动率上升。农产品期权、有色期权以及能化期权隐含波动大幅上涨。进入二季度后，多数商品进入高位震荡行情，多数商品历史波动率出现下降。商品期权的隐含波动率涨跌互现。农产品期权隐含波动率下降，二季度农产品多空僵持，期权隐含波动率有所下降；能化期权隐含波动率涨跌互现，PVC、PP 和 L 期权隐含波动率下降，PTA、甲醇期权受原油波动的影响，隐含波动率较一季度有所上涨。金属期权隐含波动率略有下降。目前，多数商品期权隐含波动率回归到正常区间，玉米、橡胶期权隐含波动率处于偏低水平，铜、锌、甲醇期权隐含波动率仍处于高位。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点