

【ITF-期权】波动率走高下的期权交易机会

摘要

沪深 300 股指期权：一季度整体上看，A 股在 2022 年一季度整体处于单边下跌的行情。从隐含波动率上看，隐含波动率依旧由实际波动率驱动。一季度有两次隐含波动率快速的拉升，两次均对应指数快速的下跌。当前当月平值隐波基本位于 20%水平，较去年全年相比，处于较高的水平。年初做多波动率取得较好的收益。进入二季度，随着俄乌局势谈判逐步取进展，一季度最大的利空因素有望逐步落地。国内方面，稳增长持续发力，我们认为沪深 300 指数在 2 季度将进入逐步的筑底与反弹的阶段。期权策略推荐上，以备兑看涨策略为主，并逢高做空波动率。

商品期权：一季度商品市场多数上涨，其中原油、铁矿、菜粕、LPG、豆粕等涨幅居前。整体看一季度商品市场波动仍十分剧烈，波动率不断走高，部分品种波动率到达历史高位。主要原因在于标的价格受到地缘政治、国内政策、疫情反复等因素的影响快速拉升，隐含波动率在实际波动率的驱动下脉冲式上涨。展望第二季度，宏观层面全球需求已经出现回落，2022 年商品需求将进一步走弱，供应链也将在中长期逐步得到改善，叠加美联储逐步收紧政策，金融环境不再宽松，大宗商品的中长期走势并不乐观。但在碳达峰、碳中和目标下，部分商品产能或持续受限，以及国内稳增长持续发力下，部分大宗商品或仍存在一些结构性机会。期权策略推荐上，在方向具有较强确定性的品种上，采取价差策略，在波动率较高的品种上可以择机做空波动率，但需注意卖方风险。部分品种波动率较低，位于历史低位，可择机做多波动率。

国贸期货 · 投资咨询部

白素娜

联系方式：0592-5897833

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码



期市有风险，入市需谨慎

一、中金所沪深 300 股指期权

（一）一季度沪深 300 行情回顾

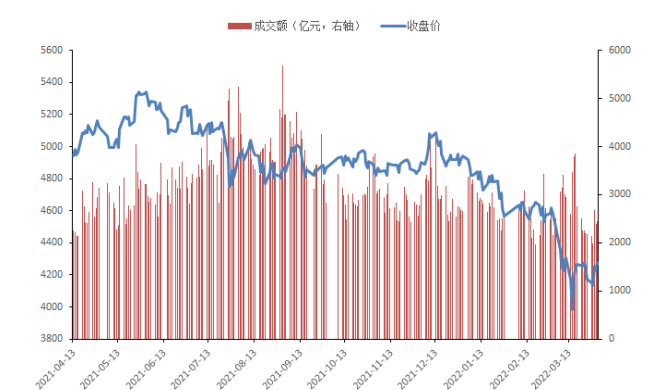
1.1 沪深 300 行情回顾

整体上看，A 股在 2022 年一季度整体处于单边下跌的行情。沪深 300 从年初 4940.37 点，最低于 3 月 16 日下探至 3942.86 点，一季度最大跌幅为 20.19%。

基本面上看，宏观层面的主线逻辑有三个：一是，俄乌局势不断升级，西方持续加大对俄制裁，导致全球供应链中断风险加大。二是，迫于美国通胀压力不断加大，美联储逐步转向鹰派，加息预期持续升温，年内加息预期达到 7 次。三是，面对三重压力（需求收缩、供给冲击和预期转弱），国内稳增长政策不断发力，财政、货币一齐上阵，稳预期、稳增长。然而，俄乌局势的突然恶化具有黑天鹅的属性，俄乌走向军事冲突+西方史无前例的制裁大超市场预期。因此，一季度市场焦点在俄乌局势上，进而冲淡了美联储加息和国内稳增长的影响。

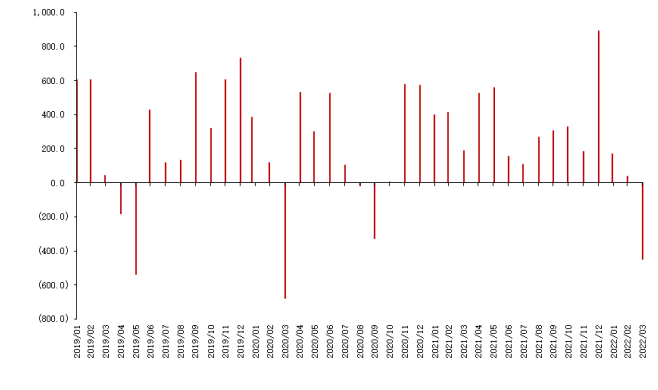
资金面上看，一季度北向资金净流入-243.29 亿元，去年同期净流入 998.92 亿元，外资资金流出明显加速。公募基金发行方面，基金发行速度有所放缓。按基金成立日计算，一季度公募基金发行总规模 2738.29 亿元，其中，股票型基金为 219.08 亿元，混合型基金为 1344.04 亿元。去年一季度基金发行总规模 10680.38 亿元，股票型基金 1485.11 亿元，混合型基金 7816.68 亿元，发行明显遇冷。加之快速下跌带动部分权益类私募产品被动清盘，导致一季度 A 股资金面相对紧张。

图表 1：沪深 300 一季度行情



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 2：北向资金月度净流入（亿元）



数据来源：wind，国贸期货研究院

1.2 沪深 300 股指期权成交回顾

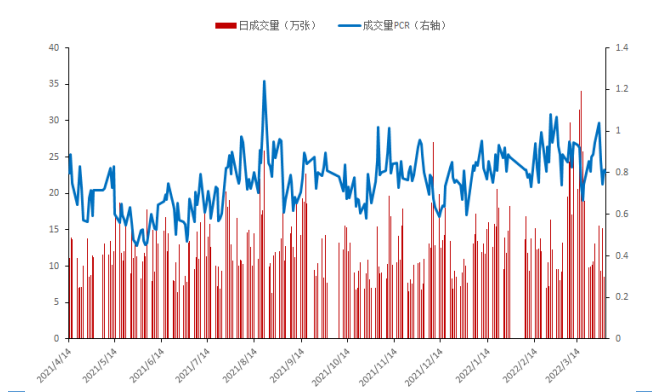
中金所沪深 300 期权在一季度日均成交量 14.88 万张，日均持仓量 19.85 万张。去年一季度日均成交量 13.30 万张，16.87 万张，日成交量与持仓量较去年同期有所增长。

PCR 值通常用于衡量市场的情绪及预测未来行情的走向。日成交量 PCR 通常来说会与标的价格呈

现明显的负相关关系。主要因为，期权成交量因为包含了很多的日内交易、平均持仓期较短，包含的投机者较多，衡量的是买方的情绪。当这部分人情绪高涨一致看好后市时，通常会买入看涨期权，导致成交量 PCR 降低。同理当他们情绪极度悲观，通常会买入看跌期权，导致成交量 PCR 推高。持仓量 PCR 常来说会与标的价格呈现明显的正相关关系。主要原因是，期权的卖方需要大量的保证金以及严格的风控，因此期权的卖方主要是风险承受能力更强的机构。当市场情绪偏多时，这类机构敢于持有更多的看跌期权（空单），认为市场后面不会大跌，因此持仓量 PCR 值较高。而当市场情绪偏空时，这类机构敢于持有更多的看涨期权（空单），认为市场不会大幅上涨，因此持仓量 PCR 值较低。

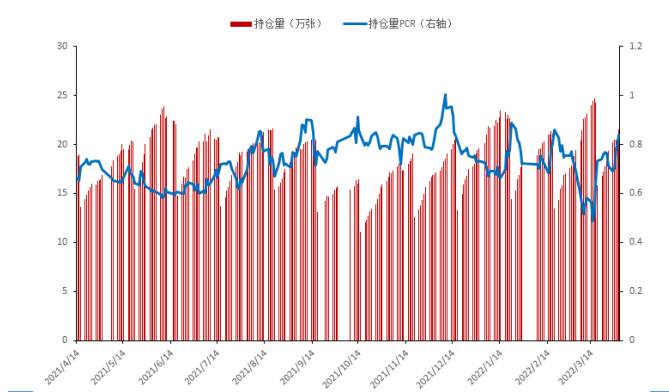
截至 3 月 31 日，日成交量 PCR 值为 0.81，处于历史 70%分位水平。持仓量 PCR 值为 0.79，处于历史 70%分位水平。处于相对合理的波动范围之间。

图表 3：沪深 300 期权日成交量



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 4：沪深 300 期权持仓量



数据来源：wind，国贸期货研究院

图表 5：沪深 300 期权 PCR 值分位表（2022 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日）

成交量 PCR 分位数	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	最大值
成交量 PCR 对应值	0.57	0.64	0.68	0.73	0.76	0.79	0.82	0.86	0.93	1.24
持仓量 PCR 分位数	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	最大值
持仓量 PCR 对应值	0.62	0.66	0.69	0.72	0.74	0.77	0.79	0.83	0.87	1.00

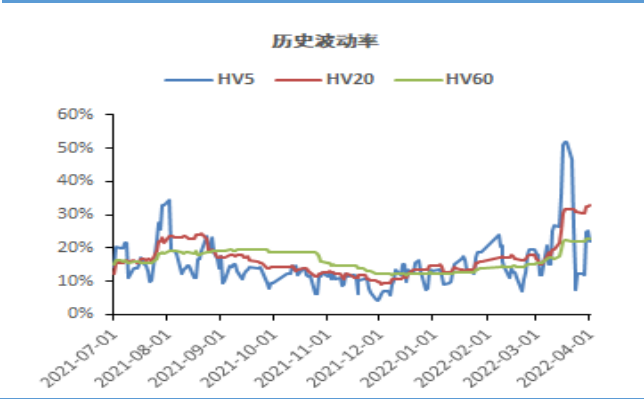
1.3 波动率分析

历史波动率上看，一季度波动率较 2021 年年末有所增加，历史波动率中枢抬升明显，主要为 1 月末至 2 月初以及 3 月上旬指数快速下跌导致实际波动率快速上升。从历史波动率锥上看，当前沪深 300 指数历史波动率处于中位偏高的水平。

从隐含波动率上看，隐含波动率依旧由实际波动率驱动。一季度有两次隐含波动率快速的拉升，两次均对应指数快速的下跌。当前当月平值隐波基本位于 20%水平，较去年全年相比，处于较高的水

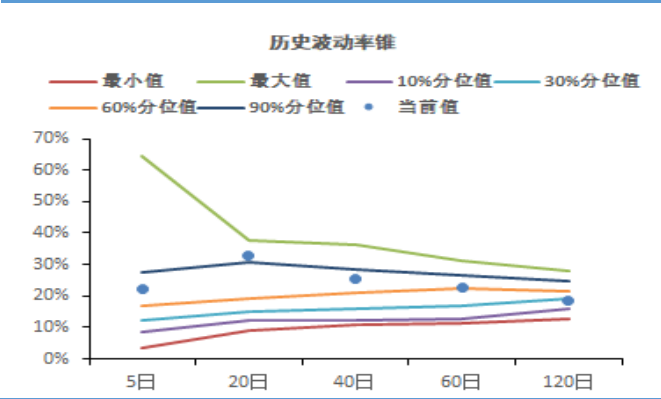
平。

图表 6：沪深 300 历史波动率



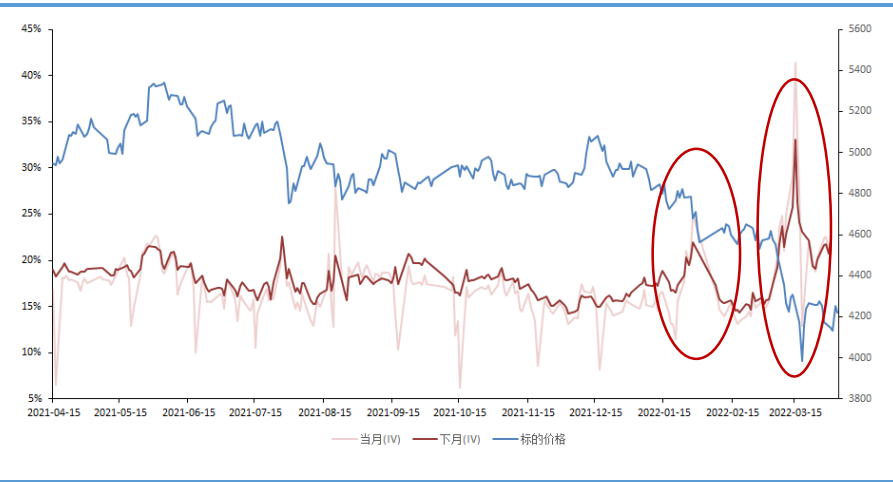
数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 7：沪深 300 历史波动率锥



数据来源：wind，国贸期货研究院

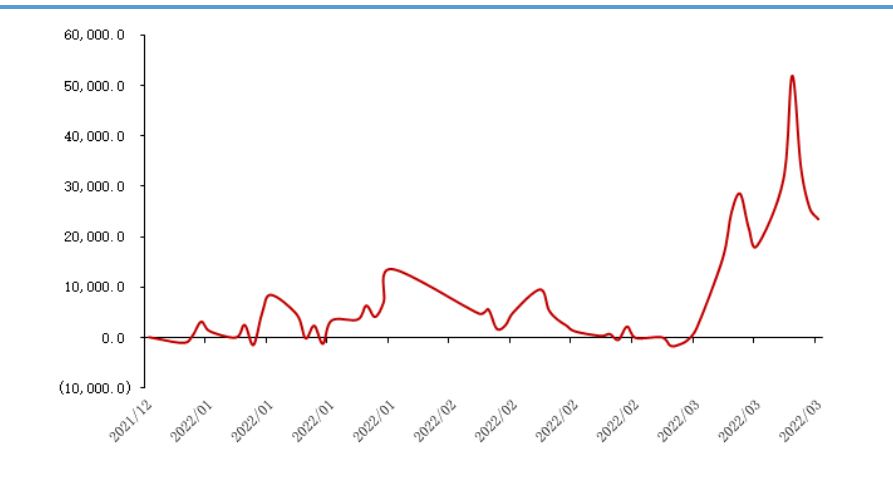
图表 8：隐含波动率走势



数据来源：Wind，国贸期货研究院

1.4 年初策略回顾

图表 9：买入跨式策略收益曲线



数据来源：Wind，国贸期货研究院

年初我们基于两点原因：（1）历史波动率由于指数的成分股大幅变动，未来真实波动率有望提升。（2）隐含波动率收敛至历史低位，过去一年隐含波动率由实际波动率驱动，未来在实际波动上涨时，隐含波动率会迎来脉冲式的爆发，并因此建议做多波动率。我们以跨式组合为例，买入距离当前价格最近的期权组合（各 1 手），到期移仓，年初至今的收益率线如图表 9 所示。

（二）二季度期权投资策略推荐

2.1 备兑看涨策略

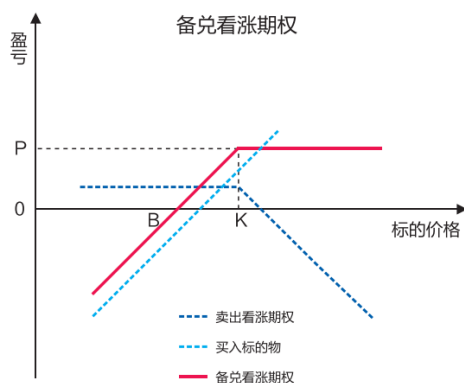
从基本面上看,随着俄乌局势谈判逐步取进展,一季度最大的利空因素有望逐步落地。国内方面,稳增长持续发力,从 2008 年和 2015 年的历史经验来看,维稳政策将带来阶段性反弹,但底部的确认要等强势的经济、金融数据多重企稳才能开启反转。以 2018 年为例,10 月金融委会议后 1 个月内,上证综指、创业板指止跌回升,分别上涨 4.0%、9.1%,而后一个月震荡回落,直到 2019 年初降准、社融开门红、经济数据超预期的多重数据验证之下,市场开启大幅反弹之路,1-3 月上证综指,创业板指分别大涨 24%、35.4%。因此我们认为沪深 300 指数在 2 季度将进入逐步的筑底与反弹的阶段。

当前隐含波动率处于中位偏高的水平,因此可以考虑备兑看涨策略,即持有 IF 多头,并卖出虚 5%-10%的看涨期权,在指数低位盘整时获取增强收益。

2.2 逢高做空波动率

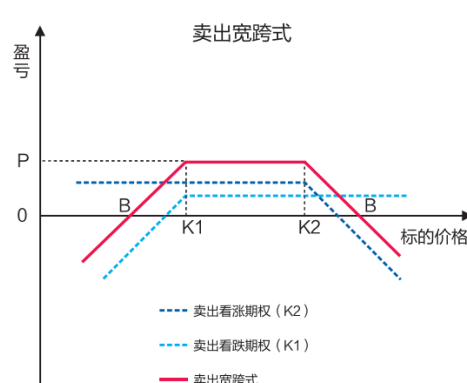
由于隐含波动率由实际波动率驱动,因此通常也会出现明显的脉冲式上涨与均值回归的特性,目前波动率指数已处于年度中枢以上,历史均值附近,做空波动率策略相对前期有了更好的收益风险比,当隐含波动率相对较高时(短期高于 25%),短线上,可以适当卖出宽跨式,做空波动率。

图表 10：备兑看涨期权到期收益图



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 11：卖出宽跨式期权到期收益图



数据来源：wind，国贸期货研究院

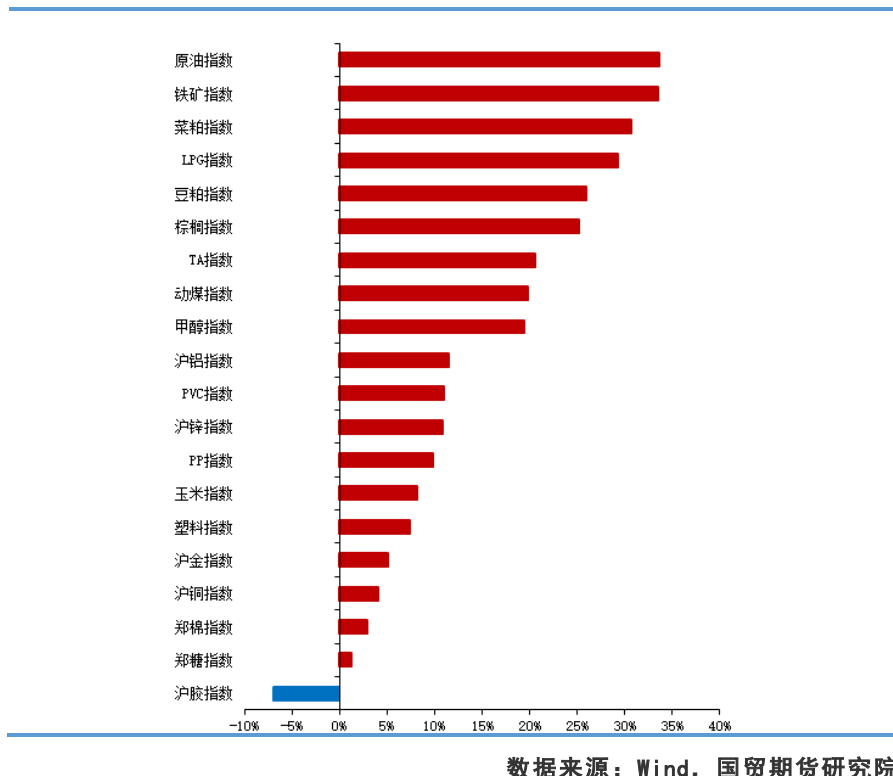
二、商品期权

（一）一季度商品市场概览

1.1 商品市场行情回顾

目前我国的商品期权品种已达到 20 种，涵盖有色，黑色，贵金属，能源，化工，农产品。一季度商品市场多数上涨，其中原油、铁矿、菜粕、LPG、豆粕等涨幅居前。原因主要有：（1）一季度俄乌局势不断升级，导致全球供应链中断，能源、金属、农产品供给短缺的担忧持续加大；（2）国内稳增长持续发力，基建加码+地产松动，黑色系的涨幅明显；（3）3 月疫情全国多点爆发，经济下行压力仍较大，稳增长仍是今年经济重要内容。预计未来货币政策将进一步宽松，仍有降准、降息的可能。在这三重原因影响下，大宗商品大面积上涨，仅橡胶出现下跌。

图表 12：一季度 Wind 商品指数涨跌幅



1.2 商品期权行情回顾

我们主要回顾了商品期权中成交额最大的前 6 个品种，分别为铁矿石、棕榈油、豆粕、原油、沪铜、甲醇，数据截至日期为 2022 年 3 月 31 日。

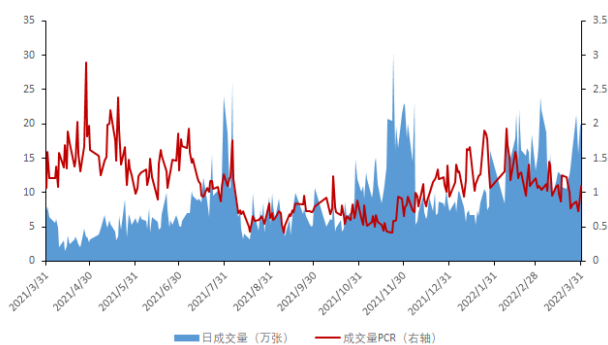
1.2.1 铁矿石

铁矿石 2022 年一季度日均成交量 13.10 万张，而 2021 年同期日均成交量 5.20 万张，增长明显。日均持仓量 20.13 万张，去年同期为 17.40 万张。期权成交活跃，流动性进一步提高。成交量 PCR 约为 1.10，持仓量 PCR 约为 1.60。

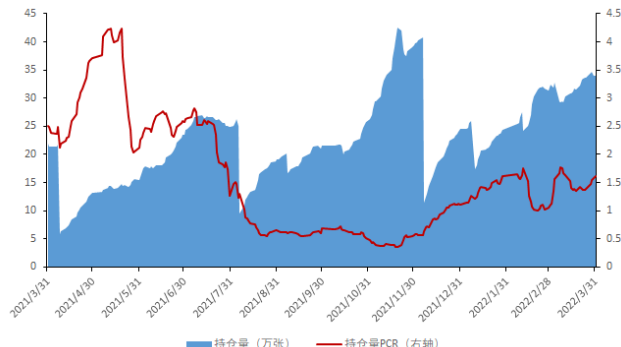
数据来源：Wind，国贸期货研究院

数据来源：wind，国贸期货研究院

图表 13：铁矿石期权日成交量

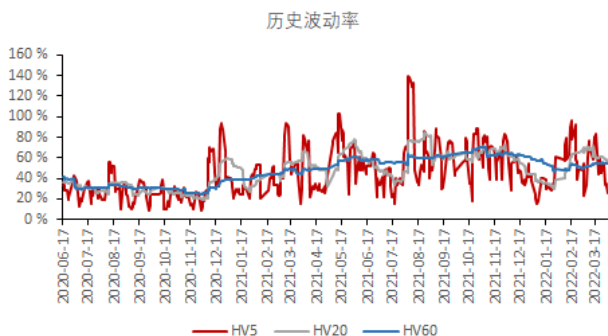


图表 14：铁矿石期权持仓量



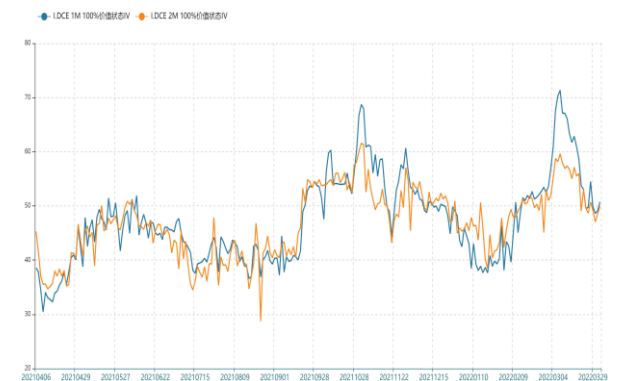
一季度铁矿石历史波动率较去年年末整体有所下移，但依旧处于较高的水平。隐含波动率受实际波动率驱动，在 3 月份抬升较为明显。当前平值隐波在 55%左右，处于中等偏高的水平。

图表 15：铁矿石历史波动率



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 16：铁矿石平值 IV

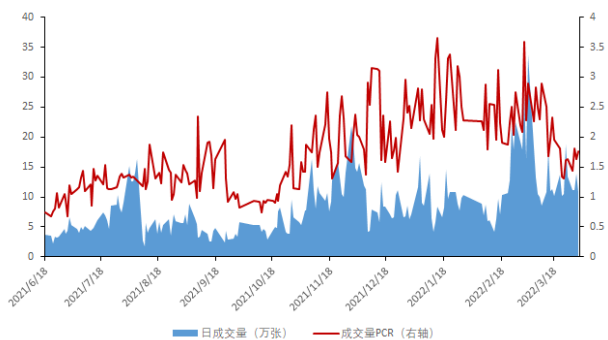


数据来源：wind，国贸期货研究院

1.2.2 棕榈油

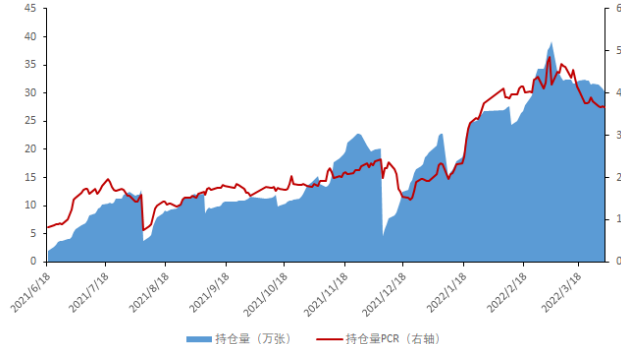
棕榈油期权于去年 6 月份正式上市，受到今年一季度棕榈油期货价格的快速上涨，棕榈油期权成交量与持仓量均较大，一季度日均成交量 11.90 万张，日均持仓量 28.03 万张。棕榈油成交量 PCR 值为 1.77，持仓量 PCR 为 3.68，处于较高水平。

图表 17：棕榈油期权日成交量



数据来源：Wind，国贸期货研究院

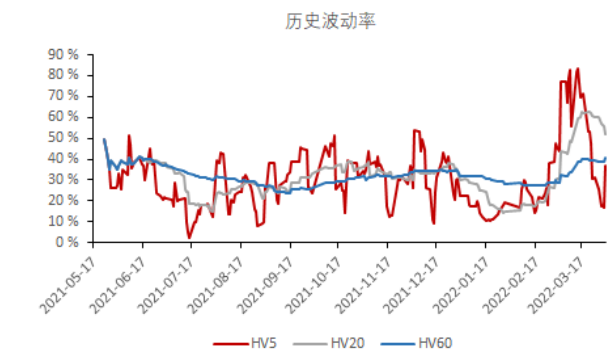
图表 18：棕榈油期权持仓量



数据来源：wind，国贸期货研究院

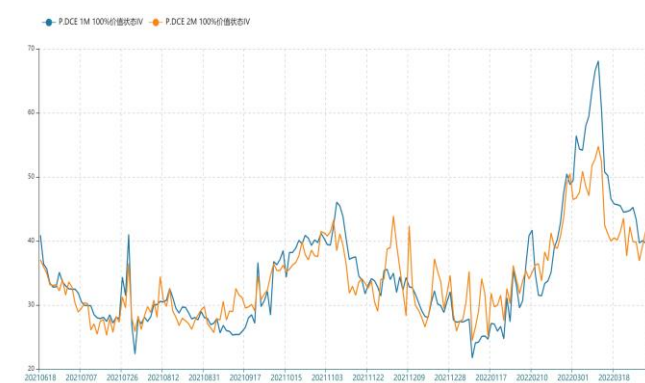
从棕榈油实际波动率上看，受到短期价格快速上涨，波动率中枢抬升明显。隐含波动率于 3 月 11 日达到峰值，当月平值隐波达到 68%，而后快速回落，当前 2207 平值隐波约为 40%左右，依旧处于较高水平。

图表 19：棕榈油历史波动率



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 20：棕榈油平值 IV

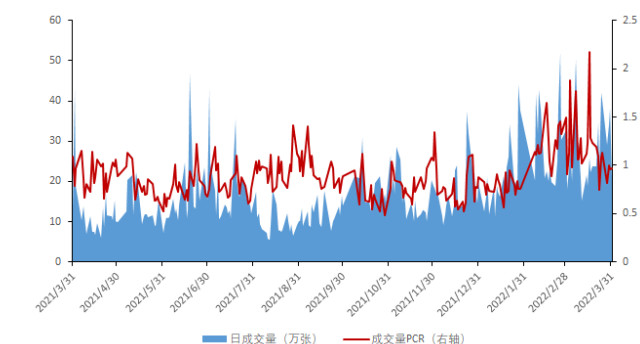


数据来源：wind，国贸期货研究院

1.2.3 豆粕

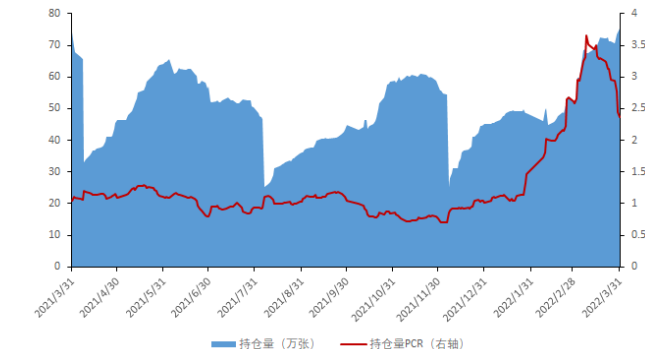
豆粕期权 2022 年一季度日均成交量 26.18 万张，而 2021 年同期日均成交量 17.96 万张，日均持仓量 56.16 万张，去年同期为 61.33 万张。期权日均持仓量均有所下降。成交量 PCR 约为 0.97，持仓量 PCR 约为 2.37。

图表 21：豆粕期权日成交量



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 22：豆粕期权持仓量



数据来源：wind，国贸期货研究院

豆粕一季度实际波动率抬升明显，隐含波动率在价格快速拉升后，从 2 月份开始从低位快速上涨，而后维持较高水平。当前 2207 平值隐含波动率为 27%左右，仍旧处于较高水平。

图表 23：豆粕历史波动率

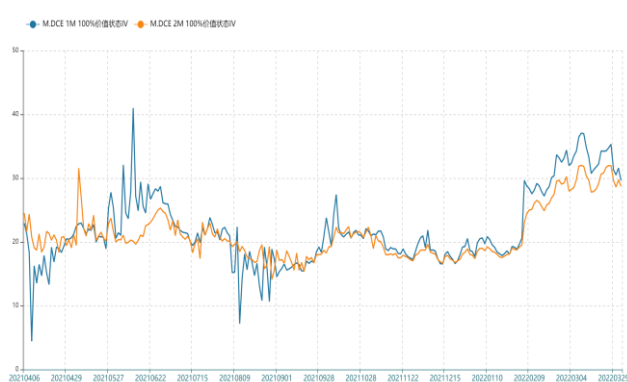
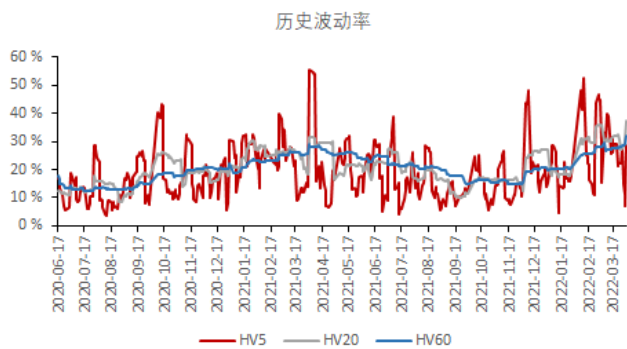
数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 24：豆粕平值 IV

数据来源：wind，国贸期货研究院

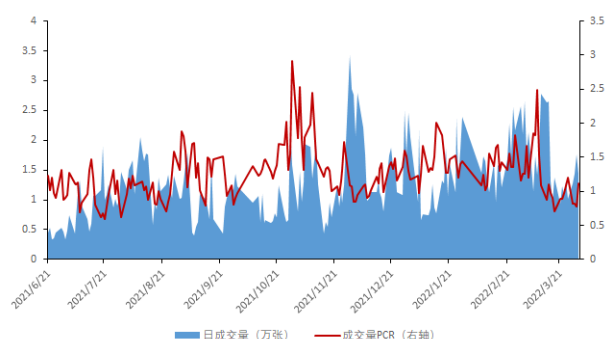
1.2.4 原油

原油期权于去年 6 月份正式上市，受到今年一季度原油期货价格的快速上涨，原油期权成交量与



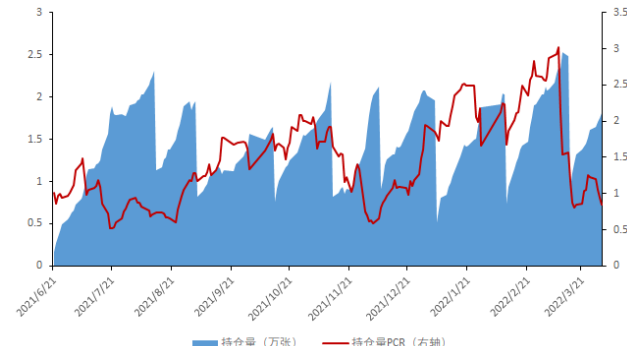
持仓量均较大，一季度日均成交量 1.56 万张，日均持仓量也为 1.56 万张。棕榈油成交量 PCR 值为 1.11，持仓量 PCR 为 0.84，均处于较低水平。

图表 25：原油期权日成交量



数据来源：Wind，国贸期货研究院

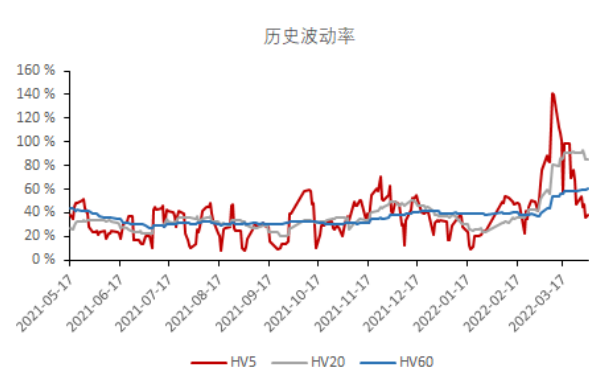
图表 26：原油期权持仓量



数据来源：wind，国贸期货研究院

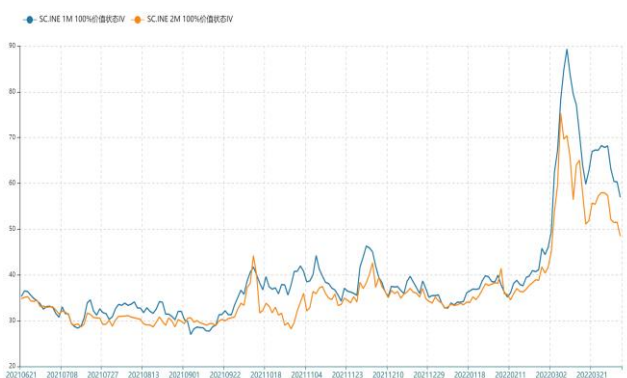
随着原油价格快速上涨，实际波动率也快速上涨，当前仍处于高波动的行情之下。隐含波动率在 3 月上旬受到实际波动率的驱动快速拉升，而后快速回落。当前 2206 平值隐波约为 53%，仍旧处于较高水平。

图表 27：原油历史波动率



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 28：原油平值 IV



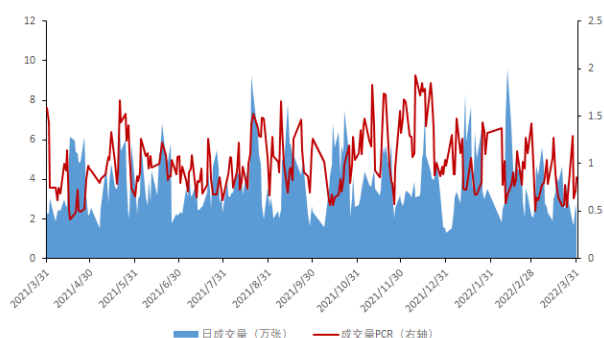
数据来源：wind，国贸期货研究院

1.2.5 沪铜

沪铜期权 2022 年一季度日均成交量 3.88 万张，而 2021 年同期日均成交量 3.07 万张，有所增

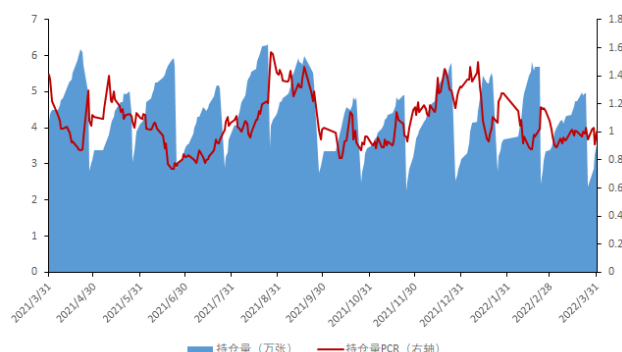
长。日均持仓量 4.25 万张，去年同期为 4.10 万张。成交量 PCR 约为 0.86，持仓量 PCR 约为 1.00，均处于较低值。

图表 29：沪铜期权日成交量



数据来源：Wind，国贸期货研究院

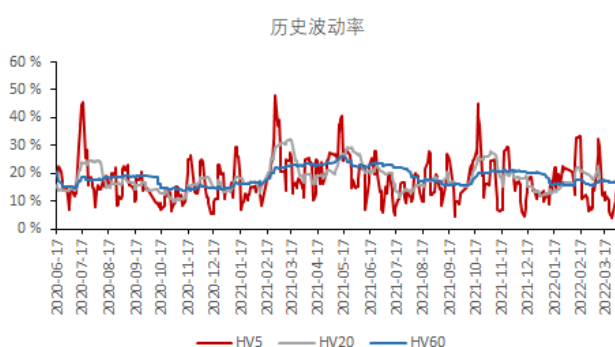
图表 30：沪铜期权持仓量



数据来源：wind，国贸期货研究院

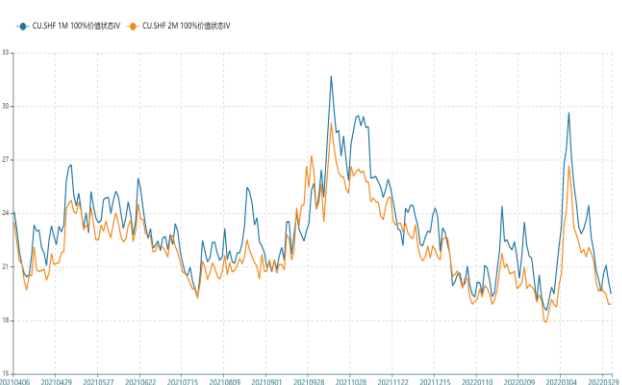
实际波动率上看，沪铜在一季度基本处于历史均值位置，但短周期上，波动率有脉冲式上涨。隐含波动率经历两次快速上涨，一次在 1 月下旬，一次在 3 月上旬。当前 2205 平值隐波在 16% 左右，处于较低值。

图表 31：沪铜历史波动率



数据来源：Wind，国贸期货研究院

图表 32：沪铜平值 IV



数据来源：wind，国贸期货研究院

1.2.6 甲醇

甲醇期权 2022 年一季度日均成交量 12.09 万张，而 2021 年同期日均成交量 7.05 万张，增长明显。日均持仓量 12.94 万张，去年同期为 13.03 万张，有所减少。成交量 PCR 约为 1.03，持仓量 PCR 约为 0.76。

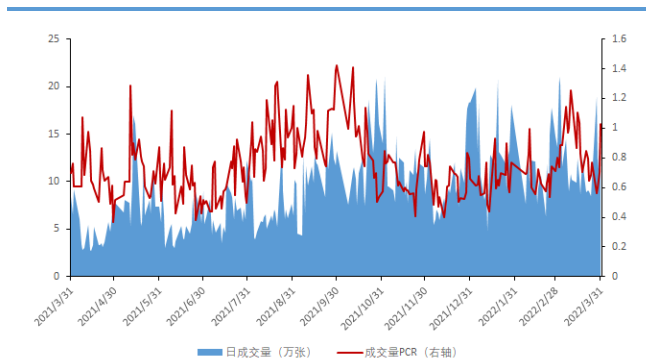
图表 33：甲醇期权日成交量

数据来源：Wind，国贸期货研究院

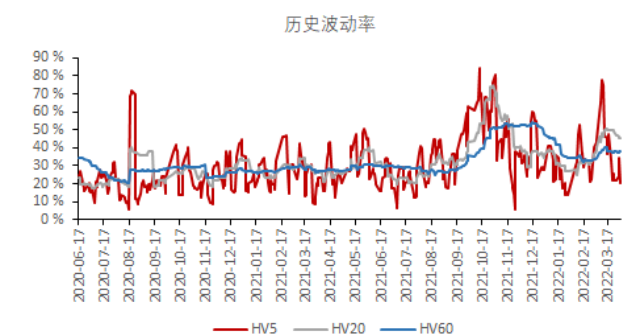
图表 34：甲醇期权持仓量

数据来源：wind，国贸期货研究院

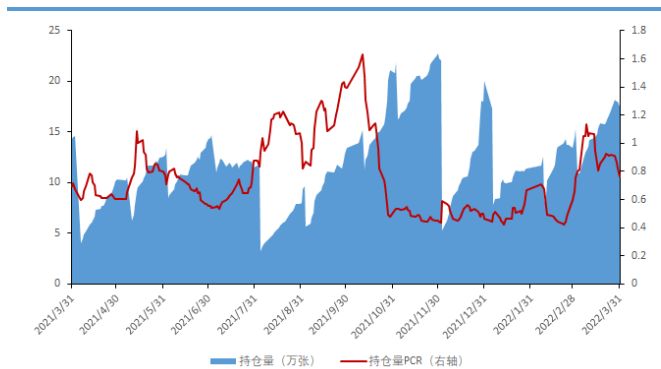
一季度甲醇实际波动率有所抬升。隐含波动率方面，在 3 月上旬冲高，1M 平值隐波到达 50%，当前值为 28% 左右，回落明显。具体看 2207 平值隐波 30% 左右，处于中位水平。



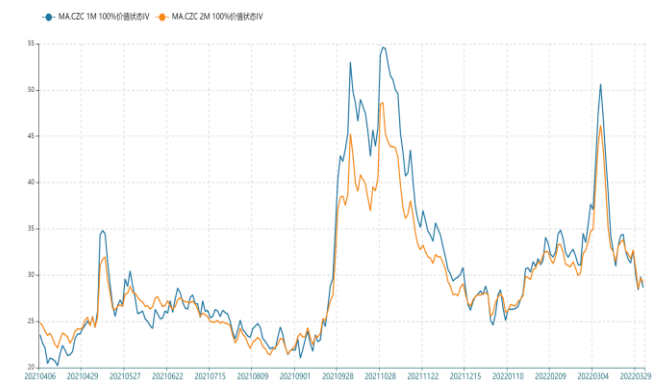
图表 35：甲醇历史波动率



数据来源：Wind，国贸期货研究院



图表 36：甲醇平值 IV



数据来源：wind，国贸期货研究院

（二）二季度期权投资策略推荐

整体看一季度商品市场波动仍十分剧烈，波动率不断走高，部分品种波动率到达历史高位。主要原因在于标的价格受到地缘政治、国内政策、疫情反复等因素的影响快速拉升，隐含波动率在实际波动率的驱动下脉冲式上涨。

展望第二季度，宏观层面全球需求已经出现回落，2022 年商品需求将进一步走弱，供应链也将在中长期逐步得到改善，叠加美联储逐步收紧政策，金融环境不再宽松，大宗商品的中长期走势并不乐观。但在碳达峰、碳中和目标下，部分商品产能或持续受限，以及国内稳增长持续发力下，部分大宗商品或仍存在一些结构性机会。基于此我们推荐以下策略：

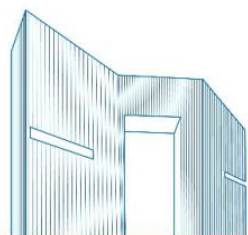
图表 37：商品期权投资策略

品种	策略名称	推荐逻辑
铁矿石	备兑看涨	当前隐含波动率处于中位偏高水平,预计二季度价格以震荡偏强为主,可以持有多单并卖出虚值看涨期权,增强收益。

橡胶	看涨期权多头	当前橡胶隐含波动率位于历史较低位水平。橡胶一季度价格大幅下跌,当前已进入估值低位,后市看涨为主,可以直接买入看涨期权。
PTA	卖出宽跨式	受到原油价格影响,一季度 PTA 期权的波动率维持高位,虽然 3 月中下旬隐波有所回落,但仍位于较高水平,可以择机卖出宽跨式。
原油	卖出宽跨式	当前原油价格进入高震荡的区间,综合来看,多空分歧加剧以后,预计原油价格将维持高位宽幅振荡整理的走势。当前隐含波动率处于较高水平。可择机卖出深度虚值看涨、看跌期权。
甲醇	买入跨式	甲醇当前隐波回落明显,目前处于较低位置,可择机做多波动率。
豆粕	熊市价差	豆粕当前隐含波动率处于高位,豆粕未来随着国内大豆到港增加,豆粕供应增加,而需求持续性疲弱,国内粕类预计将跟随美豆继续下探。可买入熊市价差组合,降低期权费用。
沪铜	卖出宽跨式	当前期权隐波位于中位水平,预计沪铜二季度仍以窄幅区间震荡为主,可以择机卖出宽跨式。
棕榈油	卖出宽跨式	2207 平值 IV 为 40%左右,较前期有所回落,但目前期权隐波仍处于较高值,预计未来棕榈油以区间震荡为主,可以择机卖出宽跨式。
白糖	买入跨式	白糖预计白糖二季度以震荡偏多为主,预计后市波动有所增强。而当前隐含波动率处于历史低位水平,2207 平值隐波约为 13%左右,2209 平值隐波在 13%以下,可以择机买入跨式。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料,国贸期货力求准确可靠,但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议,也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要,投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况,据此投资,责任自负。本报告仅向特定客户推送,未经国贸期货授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权,我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

