



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获





商品期权：活跃度进一步提升

成文日期：2022 年 7 月 1 日

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格

皖证监函字【2013】280 号

李红霞 期权分析师

从业资格号：F0311151

投资咨询资格号：Z0011794

摘要

1. 在后疫情背景下，2022 年上半年，国内和国际宏观环境存在一些不确定因素，商品机会增多，商品期权活跃度进一步提升。文章中罗列了商品期权成交持仓量排名，商品期权成交集中度较去年年底有所提升，以棕榈油、豆粕、玉米、棉花代表的农产品板块活跃度处于优势，豆粕期权稳居全市场成交量第一，玉米期权是 2022 年上半年持仓量最高的商品期权，铁矿石期权是成交额最大的商品期权。棉花期权较去年同期相比在成交量、持仓量和成交额均出现大幅增长。

2. 文中将目前 20 个商品期权品种分成农产品、有色金属、能化，黑色四个板块进行分析，发现 2022 年商品期权市场各板块中隐含波动率走势分化，各板块内波动较为一致。黑色板块铁矿石期权波动率较高，均值为 48.28%，能化板块中原油期权波动率均值为 48.04%，LPG 期权波动率均值为 43.84%。农产品板块除棕榈油期权隐波均值为 37.02%，玉米期权、白糖期权隐波低位运行，有色金属中沪金期权、沪铜期权等波动率均在低位运行。

3. 目前国内商品期权的隐含波动率均从高位回落，能化板块中以原油期权为代表，在美联储货币政策推进下，俄乌冲突未消化和欧洲冬季是否会出现能源慌等因素或将推动原油期权出现新一轮升波行情，能化板块的期权品种也将受益。农产品板块之间轮动效应明显，玉米期权或将打破上半年常态化低位走势，随着玉米种植期和新粮上市，后期隐波下降空间有限。

风险提示：新冠疫情、俄乌冲突、欧洲能源慌

一、商品期权成交持仓情况

（一）商品期权成交情况一览

在后疫情背景下，2022 年上半年，国内和国际宏观环境存在一些不确定因素，商品机会增多，商品期权成交量和持仓量均增速较快。以俄乌冲突为代表的地缘政治风险一直扰动大宗商品，以原油为源头的化工品、农产品等品种板块通胀压力逐步显现；LME 交易所和青山事件带来有色金属急速拉涨，但从二季度开始美联储开启加息政策，有色金属等品种承压下行；国内黑色板块在夏季停工减产的压力下，均出现大幅走跌。

2022 年上半年，国内商品期权暂未正式推出新的期权品种，维持商品期权 20 个。郑商所向全市场征求花生、菜油期权意见稿，有消息称大商所将要上豆一、豆二、豆油期权，这样子豆类上下游产业链有望成为全市场中第一个覆盖全产业链的期权。

商品期权活跃度进一步提升。2022 年上半年，国内商品期权成交量合计约为 160,663,708 手，同比增长 88.62%；持仓量合计为 316,862,999 手，同比增长 30.38%；成交额合计约为 17,355,245.14 万元，同比增长 60.35%。在 2021 全年成交量实现同比增长翻倍的情况下，当前市场成交和成交额等数据同比增长较快，期权市场处于不断发展状态中。

（二）商品期权成交持仓量排名

商品期权在 2022 年上半年呈现工农产品齐增状态，截止到 6 月 30 日，具体情况如下表 1 所示。

成交量排名：豆粕期权>PTA 期权>玉米期权>铁矿石期权>甲醇期权。跟 2021 年全年相比，豆粕期权仍为全市场成交量第一的商品期权品种，成交量第二和第三名仍分别为 PTA 期权、玉米期权。铁矿石期权活跃度增加，由之前的成交量第五提高至第四，甲醇成交量有所下降，排名第五。

前五大品种成交量/商品期权成交量约为 61.66%，商品期权成交集中度较去年年底 59.13%有所提升。

持仓量排名：玉米期权>豆粕期权>铁矿石期权>白糖期权>棕榈油期权。跟 2021 年全年相比，玉米期权持仓量超过豆粕期权，玉米期权成为 2022 年上半年持仓量最高的商品期权；铁矿石期权持仓量从原先第四名提高至第三名，白糖期权持仓量从原先第五名提高至第四名，棕榈油期权持仓量自去年 6 月份上市后，目前已成功运

行一年时间,得益于上半年上涨行情,棕榈油期权量持仓量在商品期权中排名第五名。

前五大品种持仓量/商品期权持仓量约为 66.41%,以偏爱持仓的机构投资者交易较为集中。

成交额排名:铁矿石期权>原油期权>棕榈油期权>豆粕期权>沪铜期权。跟2021 年全年相比,铁矿石期权成交额稳居第一,原油期权和棕榈油期权分别排名第二和第三。豆粕期权由原先第三名退居第四名,沪铜期权由原先的第二名变为第五名。

整体来看,投资者如果需要活跃度较高的品种,建议关注商品期权中豆粕期权、玉米期权、PTA 期权、铁矿石期权、甲醇期权。机构投资者倾向持有期权,建议关注豆粕期权、玉米期权、铁矿石期权、白糖期权、棕榈油期权。个人客户倾向权利金便宜实惠的期权,选择铁矿石期权、原油期权、棕榈油期权、豆粕期权、沪铜期权等品种可能存在一定的压力。

图 1: 商品期权成交持仓一览(截止 2022 年 6 月 30 日)

交易所	品种	2022 年		
		成交量	持仓量	成交额(万元)
大商所	豆粕期权	27023673	64935742	1894416.13
	玉米期权	17929630	68830234	488449.28
	铁矿石期权	16243682	28406641	2771262.84
	LPG 期权	2354930	1964069	242516.2
	PP 期权	2044709	3133735	108453.95
	L 期权	2874474	3181281	153978.32
	PVC 期权	2323132	5310106	154484.33
	棕榈油期权	12869146	23532822	2084486.32
上期所	沪铜期权	4714382	5131100	1189281.31
	橡胶期权	2323040	7548305	584967.04
	黄金期权	1944199	3669470	789445.81
	沪锌期权	3255261	3081349	421975.89
	沪铝期权	5205701	5863253	561361.92
国际能源	原油期权	2382677	1932729	2554653.37
郑商所	白糖期权	9806765	24730098	541501.9
	棉花期权	5773908	20010966	809589.44
	PTA 期权	23770023	21784577	1077456.5
	甲醇期权	14110238	13845489	610383.84
	菜籽粕期权	3590644	9221912	278007.08
	动力煤期权	123494	749121	38573.67

数据来源：徽商期货研究所 Wind

（三）商品期权成交同比增长情况

在 2022 年上半年商品期权成交和持仓量跟去年同比增长比较明显的背景下，下面我们将各个指标中表现不错的品种分别分析。

由于棕榈油期权和原油期权在 2021 年 6 月份才上市，得益于今年上半年原油在地缘政治、宏观等因素影响，棕榈油受主产国出口政策经常改变影响，两个品种快速成为市场成熟期权品种，成交量、持仓量、成交额同比增长均远超 30 多倍。当然这种对比仅是因为交易日期不匹配，本文又用今年上半年数据跟 2021 年下半年数据进行对比，发现，两个品种成交量、持仓量、成交额翻一倍，原油期权成交额增长为 153.0064%。

受交易所保证金、手续费等制度调整影响，动力煤期权成交量为去年同期的 2.26%，持仓量为去年同期的 7.99%，成交额为去年同期的 4.45%。

成交量：棉花期权成交量同比增长 800.98%，铁矿石期权同比增幅在 169.80%，玉米增幅为 144.81%。

持仓量：棉花期权同比增长 375.52%，玉米期权同比增长 101.48%，沪锌期权同比增长 62.88%。

成交额：棉花期权成交量同比增长 854.90%，菜籽粕期权同比增长 109.43%。

整体看，以棕榈油期权、豆粕期权、玉米期权、棉花期权代表的农产品板块活跃度处于优势，棉花期权在 2022 年成为是商品期权明星之秀，在成交量、持仓量和成交额上增幅明显。

图 2：品种成交持仓同比增长率

交易所	品种	成交量同比增长	持仓量同比增长	成交额同比增长
大商所	豆粕期权	0.4256	-0.0439	0.2521
	玉米期权	1.4481	1.0148	0.9160
	铁矿石期权	1.6980	0.4759	0.4191
	LPG 期权	0.9656	-0.1332	0.8215
	PP 期权	-0.0970	-0.2890	-0.4536
	L 期权	1.0527	-0.3047	0.0444
	PVC 期权	0.3050	0.0017	-0.1617
	棕榈油期权	38.5517	73.8221	32.1293
上期所	沪铜期权	0.1551	0.0081	-0.2315
	橡胶期权	-0.0333	0.1852	-0.4821
	黄金期权	0.1542	-0.1420	0.0659
	沪锌期权	0.6687	0.6288	0.6991
	沪铝期权	0.9175	0.3630	0.8538
国际能源	原油期权	67.4697	54.9271	59.2091
郑商所	白糖期权	1.0627	0.3385	0.6418
	棉花期权	8.0098	3.7552	8.5490
	PTA 期权	1.0551	-0.2837	0.8968
	甲醇期权	0.7948	0.0234	0.5927
	菜籽粕期权	0.3032	0.3415	1.0943
	动力煤期权	-0.9774	-0.9201	-0.9555

数据来源：徽商期货研究所 Wind

（四）商品期权/期货占比

商品期权的成交量受标的活跃度影响明显，对于标的期货成交活跃的品种期权品种也较为活跃，所以可以从成交量占比看出目前商品期权的流动性仍明显弱于期货，但持仓占比显示，2022 年上半年时间里，大部分已有期权和期货的商品，其期权持仓量大于期货持仓量，尤其在棕榈油、棉花、白糖、玉米、原油、豆粕、铁矿石等品种上表现明显，或显示目前成熟的机构投资者或已看到期权持仓的收益明显。

图 3：商品期权/期货占比

交易所	品种	成交量占比	持仓量占比	成交额占比
大商所	豆粕期权	0.1539	4.8320	0.2762%
	玉米期权	0.2542	6.5059	0.2414%
	铁矿石期权	0.1663	4.4112	0.3555%
	LPG 期权	0.0985	3.1622	0.0895%
	PP 期权	0.0240	0.8167	0.0293%
	L 期权	0.0424	0.8874	0.0511%
	PVC 期权	0.0201	1.2191	0.0308%
	棕榈油期权	0.1187	6.6053	0.1775%
上期所	沪铜期权	0.2497	2.5611	0.1771%
	橡胶期权	0.0600	3.8743	0.1110%
	黄金期权	0.0960	2.8089	0.0990%
	沪锌期权	0.1017	2.3854	0.1021%
	沪铝期权	0.0968	2.2680	0.0973%
国际能源	原油期权	0.0846	5.0672	0.1374%
郑商所	白糖期权	0.2172	6.5669	0.2045%
	棉花期权	0.1700	6.5839	0.2316%
	PTA 期权	0.0989	1.7001	0.1449%
	甲醇期权	0.0858	1.4307	0.1314%
	菜籽粕期权	0.0555	2.6124	0.1252%
	动力煤期权	0.2580	15.0984	1.0344%

数据来源：徽商期货研究所 Wind

二、商品板块内波动较为一致，下半年隐波走势值得期待

（一）板块波动率分化

我们将目前商品期权品种共成分四个板块进行分析，分别是农产品、黑色、金属、化工板块，尝试找出相关板块之间的联系。

农产品板块期权品种有：玉米期权、豆粕期权、菜粕期权、棕榈油期权、白糖期权、棉花期权；

黑色板块有：铁矿石期权，动力煤前期全；

化工板块有：PTA 期权、原油期权、甲醇期权、聚丙烯期权、塑料期权、PVC 期

权、LPG 期权、橡胶期权；

金属板块：沪金期权、沪铜期权、沪铝期权、沪锌期权。

上半年，黑色板块中铁矿石期权波动率较高，均值为 48.28%，能化板块中原油期货波动率均值为 48.04%，LPG 期权波动率均值为 43.84%。农产品板块除棕榈油期权隐波均值为 37.02%，玉米期权、白糖期权隐波低位运行，有色金属中沪金期权、沪铜期权等波动率均在低位运行。

图 4：隐含波动率统计数据（单位：%）

	均值	标准差	最小值	25%分位数	50%分位数	75%分位数	最大值
沪金	15.67	2.87	11.51	13.84	15.07	17.11	30.59
沪铝	23.33	3.68	15.3	21.2	23.18	25.76	36.03
沪铜	16.75	3.91	11.11	14.48	16.1	18.37	31.94
沪锌	24.68	5.55	15.41	20.94	24.23	27.33	54.91
动力煤	39.72	14.32	26.61	26.61	43.88	49.91	78.39
铁矿石	48.28	5.60	41.03	43.9	47.17	49.59	64
PTA	34.52	6.53	25.57	30.56	32.68	36.15	59.59
橡胶	23.53	3.36	18.38	20.48	22.98	27.05	30.45
塑料	22.48	3.16	16.66	20.15	21.91	24.07	36.65
聚丙烯	22.53	3.56	18.53	19.96	21.94	23.51	38.74
甲醇	31.69	4.44	26.45	28.74	30.75	32.84	51.41
LPG	43.84	7.56	31.34	38.48	42.74	49.46	63.74
PVC	25.57	3.52	19.56	23.06	25.78	27.29	37.53
原油	48.04	15.03	23.31	35.5	44.64	53.29	106.56
玉米	11.58	1.24	8.27	10.69	11.36	12.32	14.81
豆粕	23.33	5.09	16.5	20.1	21.74	24.65	37.17
菜粕	29.65	5.26	21.89	26.37	28.77	31.23	46.19
棕榈油	37.02	8.16	24.23	32.26	36.67	41.93	61.64
白糖	12.16	1.46	9.27	11.13	12.14	13.18	16.97
棉花	18.99	3.27	11.05	16.87	18.32	20.25	33.77

数据来源：徽商期货研究所 Wind

（二）板块波动率特点

农产品板块期权品种整体隐含波动在低位运行，但棕榈油期权隐含波动率从最低值为 8.16% 上涨至最大值为 61.64%。豆粕期权隐含波动率也创上市新高至 37.17%。玉米、棉花、白糖等品种较去年呈现波动率重心下移的态势。农产品板块轮动明显，上半年大部分品种隐含波动率呈现升波后下降的过程：在 2 份底到 3 月初俄乌冲突，

带来乌克兰农产品出口受阻，全球农产品紧缺情绪激起，农产品板块隐含波动率逐步走高，后在战争消息消退后，4月中旬板块隐含波动率降低。在6月下旬，美联储加息压制通胀，也带来农产品的价格回落，整体板块中以棉花期权为代表，隐含波动率呈现明显逐步走高后下降的态势，目前处于低位中等偏低位运行。

图 5：农产品板块隐含波动率

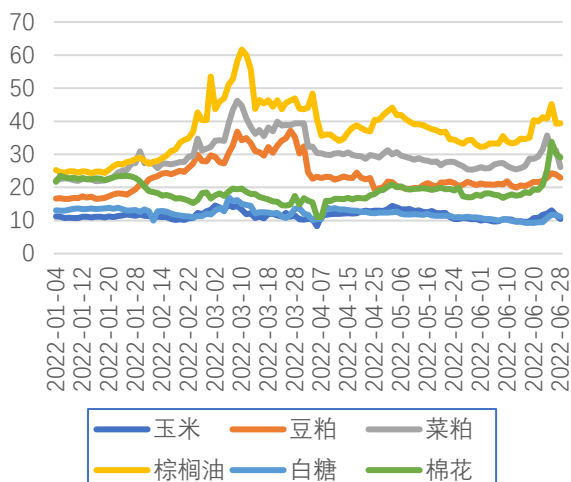


图 6：黑色板块隐含波动率



数据来源：徽商期货研究所 Wind

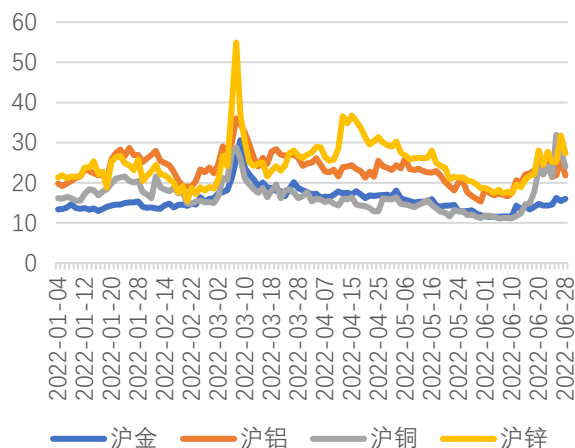
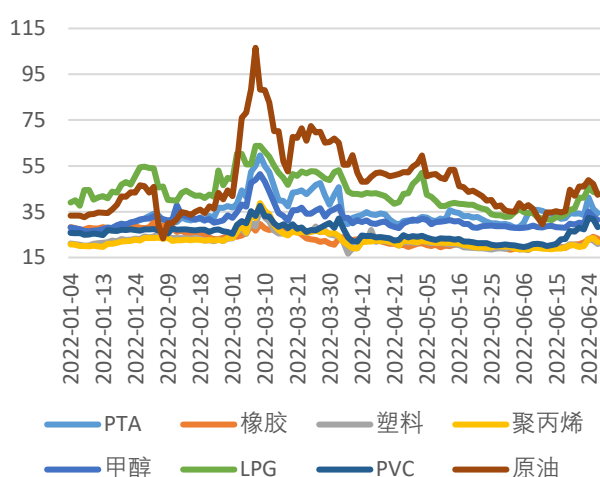
黑色板块中动力煤在 2205 合约摘牌后，受流动性不足等因素影响，带来隐波低位，市场交投情绪减弱。铁矿石隐波仍维持在高位运行的状态，但在 3 月份由于国内疫情导致物流不畅、库存低位等影响，隐波拉高至 60%，随后情绪逐步减弱。国内钢厂因原材料价格上涨，成品利润低位停工减产带来原材料需求减弱，叠加美联储加息带动，铁矿石期权隐波又再次升至 60%附近，目前铁矿石期权隐波降至均值附近。

能化板块中原油期权受地缘政治扰动呈现高波动状态，在 3 月初出现超过 100% 的隐波。能化板块其他品种的隐波呈现跟原油期权有一定相关性，隐波上涨和大跌较为同步。在 6 月份时，由于美联储加息政策和原油供应端松动，原油出现一波急速回落行情，能化板块整体隐波又再度提升。

在俄乌冲突和美联储加息相互影响中，有色金属波动加大。沪锌期权更是出现了伦锌逼仓事件的交割风险，在 4 月份走出了独立性升波又下跌的行情。

图 7：能化板块隐含波动率

图 8：有色金属板块隐含波动率



数据来源：徽商期货研究所 Wind

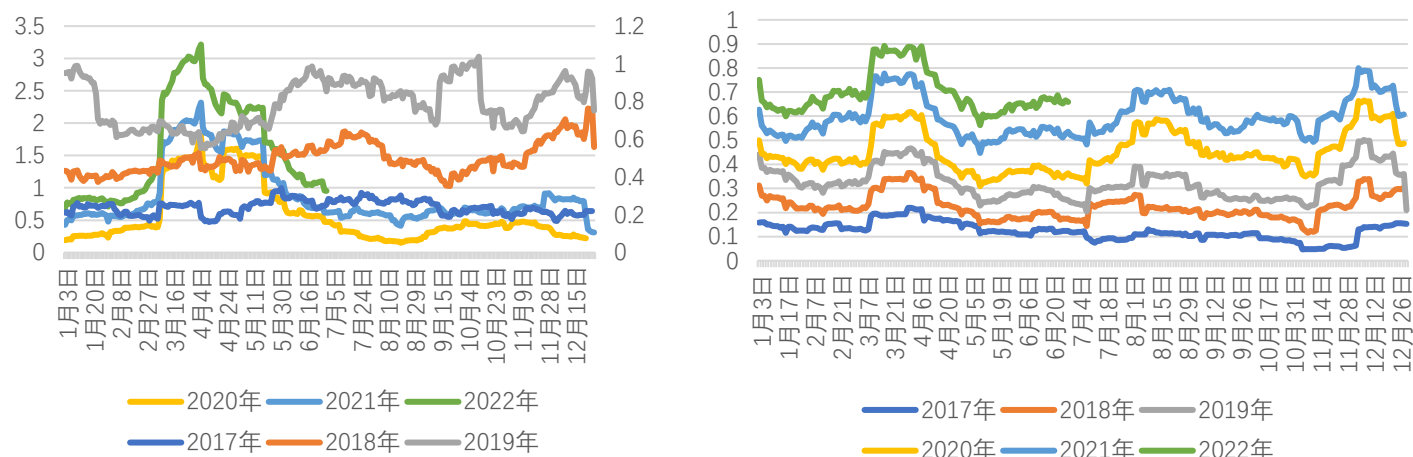
（三）板块波动率预测

对于下半年国内商品期权隐波走势的预测，我们尝试从三个方向进行综合分析，一是从统计角度看，目前国内商品期权的隐含波动率均从高位回落，农产品中以玉米为代表的品种，有望打破常态化低位走势，后期隐波下降空间有限。二是品种历史波动率规律来看，分析下半年是否有季节性机会；三是从板块影响驱动因素分析，尝试给出各个板块的关注焦点。

在能化板块，以ICE交易所中的布油过去五年的20日历史波动率做分析。从图9中可以看出，在2017年、2020年、2021年下半年，布油低位运行，市场扰动因素较少；在2018年和2019年下半年三季度末和四季度下旬出现了升波行情。一方面，在2018年下半年和在2019年底，美债收益率大幅走低，另一方面，当时的美国总统特朗普对伊朗重新开始制裁，带来原油行情的波动，即美联储的政策和地缘政治驱使原油走势波动明显。在当前国际宏观环境下，美联储开启加息进程、俄乌战争未结束，跟2018年和2019年相比扰动因素是同题材。并且在下半年欧洲冬季能源慌是否能解决也将会影响原油走势的影响，预期在下半年原油有望出现升波行情，进而能化板块出现新一轮行情。

图9：过去五年布油历史波动率（20日）

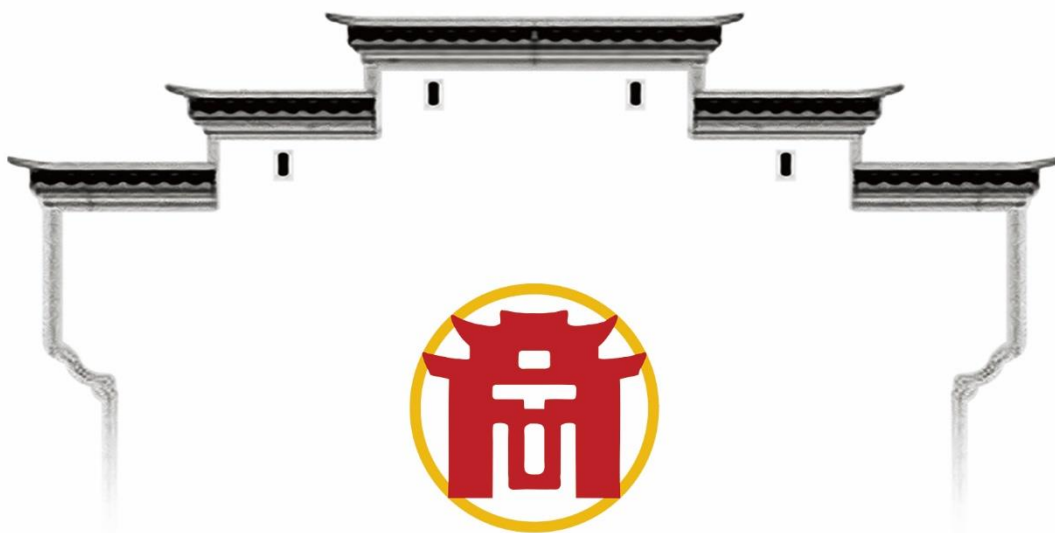
图10：过去五年连玉米历史波动率（20日）



数据来源：徽商期货研究所 Wind

农产品板块在上半年较为活跃，下半年中我们认为棕榈油仍有机会，但玉米品种或值得关注。大商所玉米过去五年历史走势显示了，玉米走势呈现季节性行情。下半年三季度玉米种植期的炒作和四季度新粮上市等炒作因素将会推动玉米价格波动，预期将有望改变玉米低位波动的格局。

【免责声明】本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061
电话：0551-62865913 传真：0551-62865899
网址：www.hsqh.net
全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信