



作者：宏观金融组 冯世佃

执业编号：F0268914(从业) Z0002616(投资咨询)；F3049858(从业) Z0015710(投资咨询)

联系方式：010-68578820/fengshidian@foundersc.com

成文时间：2023年6月15日星期四

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

商品期权：拾级而上，向阳而生

——2022 年期权市场回顾与 2023 年展望

方正中期期货研究院 冯世佃

目录

摘要	1
第一部分 2022 年我国期权市场发展现状	2
第二部分 2022 年期权市场成交情况	10
一、金融期权市场成交情况	11
二、商品期权市场成交情况	13
三、全球衍生品市场成交情况	17
第三部分 商品期权交易策略	21
第四部分 总结与展望	36

摘要

2022 年期权品种上市速度再次加快，上市了 9 个期权品种。当前我国期权品种已经达到 33 个品种，包括两个股指期权、六个 ETF 期权以及 25 个商品期货期权，全面覆盖金融、农产品、能源、化工、黑色、有色、贵金属等板块。预计 2023 年会有更多的 ETF、商品、指数等期权品种的上市。

近两年商品市场波动明显加大，企业和投资者风险对冲的意愿和内在需求也在不断提升，期权作为精细化的风险管理工具，受到广大企业和投资者的青睐，市场规模稳步放大。**从国内市场来看**，截至 2022 年 11 月底，国内股票股指期权市场 1-11 月总成交量累计达到 116134 万张，同比基本持平，略增 2.9%；累计成交额达到 9307 亿元，同比减少 13.7%；11 月底总持仓量达到 592 多万张，同比增长 18.6%。在商品市场方面，商品期权市场 2022 年 1-11 月总成交量累计达到 34402 万张，同比增长约 76.1%；累计成交额达到 3404 亿，同比增加约 39.7%；11 月底总持仓量到 389 多万张，同比增加 23.2%左右。**从全球衍生品市场来看**，2022 年全球衍生品市场仍延续增长态势。截至 2022 年 10 月底，期货与期权成交量基本与去年全年相同，其中期权成交量增长尤为显著，成交量达到 432.64 亿，相较于去年全年仍出现大幅增长。目前期货成交量占衍生品成交总量的 36%，期权成交量占衍生品成交总量的 64%。**时隔十年之后，期权成交量市场占比连续两年超越期货**。分地区来看，2022 年亚太地区衍生品成交量份额仍为最大，占比达到 59%以上，相较于 2021 年占比进一步扩大。北美、拉丁美洲和欧洲则分列 2-4 位。若分标的来看，截至 2022 年 10 月，全球权益类的期货和期权（包括指数和个股）成交量占比达到 73%以上，占了全球衍生品市场成交量的七成以上。货币类衍生品和利率类衍生品分列二三位，占比分别为 9%和 6%。

在策略方面，展望 2023 年，**对于投机客户，在方向上**，可关注波动较大且流动性较好的能源化工、黑色、油脂等期权品种，比如原油、PTA、甲醇、铁矿石、棕榈油等。在波动率上，可把握相关品种的 Gamma 和 Vega 机会。比如原油、棕榈油、LPG、铁矿石等期权。**在时间维度上**，一是把握中长期做空 Gamma 机会，赚取 Theta 收益，可关注波动较小的农产品，比如玉米、白糖。二是对于大方向较为明确的品种，则可单边卖出期权。**对于企业客户而言**，我们则更多推荐防御性策略为主，上半年以库存保值为主，比如保护性套保策略以及领口策略。下半年则选择以卖出看跌期权为主，择机买入看涨或牛市价差为辅的合成多头策略。

第一部分 2022 年我国期权市场发展现状

经过 7 年多的发展，目前我国期权市场发展良好，市场规模和成熟度也在不断提升。2022 年品种上市速度再次加快，上市了 9 个期权品种。当前我国期权品种已经达到 33 个品种，包括两个股指期权、六个 ETF 期权以及 25 个商品期货期权，全面覆盖金融、农产品、能源、化工、黑色、有色、贵金属等板块。近两年商品市场波动明显加大，企业和投资者风险对冲的意愿和内在需求也在不断提升，期权凭借其独有非线性优势，广受企业和投资者的青睐，成为投资和风险对冲管理工具的“新星”。此外，期权品种持续创新，不仅提供了丰富的风险管理工具，同时便利了企业和投资者构建多样化交易策略，满足资产配置类、套利类、方向性、波动性等不同类型的交易需求。随着我国金融改革的深入，期权市场进一步扩容必将加快，未来将有更多的 ETF、指数、商品乃至个股都将有机会迎接相对应的期权品种的上市。这也使得我国场内期权品种进一步丰富，不仅能推动相关产业风险管理及贸易模式的升级，同时也为我国资本市场开放、增强我国在国际大宗商品市场上的定价权和话语权打下坚实的基础。

	上市交易所	期权品种	上市时间
场内期权品种	上交所	50ETF期权	2015年2月9日
		沪300ETF期权	2019年12月23日
		沪500ETF期权	2022年9月19日
	深交所	深300ETF期权	2019年12月23日
		深500ETF期权	2022年9月19日
		创业板ETF期权	2022年9月19日
	中金所	沪深300股指期货期权	2019年12月23日
		中证1000股指期货期权	2022年7月22日
	大商所	豆粕期权	2017年3月31日
		玉米期权	2019年1月28日
		铁矿石期权	2019年12月9日
		LPG期权	2020年3月31日
		聚丙烯期权	2020年7月6日
		塑料期权	2020年7月6日
		PVC期权	2020年7月6日
		棕榈油期权	2021年6月18日
		豆一期权	2022年8月8日
		豆二期权	2022年8月8日
		豆油期权	2022年8月8日
	郑商所	白糖期权	2017年4月19日
		棉花期权	2019年1月28日
		PTA期权	2019年12月16日
		甲醇期权	2019年12月16日
		菜籽粕期权	2020年1月16日
		动力煤期权	2020年7月3日
		花生期权	2022年8月26日
	上期所&上期能源	菜油期权	2022年8月26日
		铜期权	2018年9月21日
		橡胶期权	2019年1月28日
		黄金期权	2019年12月20日
		铝期权	2020年8月10日
		锌期权	2020年8月10日
		原油期权	2021年6月21日

表 1-1：我国已上市期权品种

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

当前金融期权数量增加至 8 个品种，商品期权数目为 25 个，但无论在成交规模上，还是在持仓规模上，目前金融期权还是占据绝对优势，但差距正缓慢减少。截至 2022 年 11 月底，国内股票股指期货期权市场 1-11 月总成交量累计达到 116134 万张，同比基本持平，略增 2.9%；累计成交额达到 9307 亿元，同比减少 13.7%；11 月底总持仓量达到 592 多万张，同比增长 18.6%。在商品市场方面，商品期权市场 2022 年 1-11 月总成交量累计达到 34402 万张，同比增长约 76.1%；累计成交额达到 3404 亿，同比增加约 39.7%；11 月底总持仓量到 389 多万张，同比增加 23.2%左右。

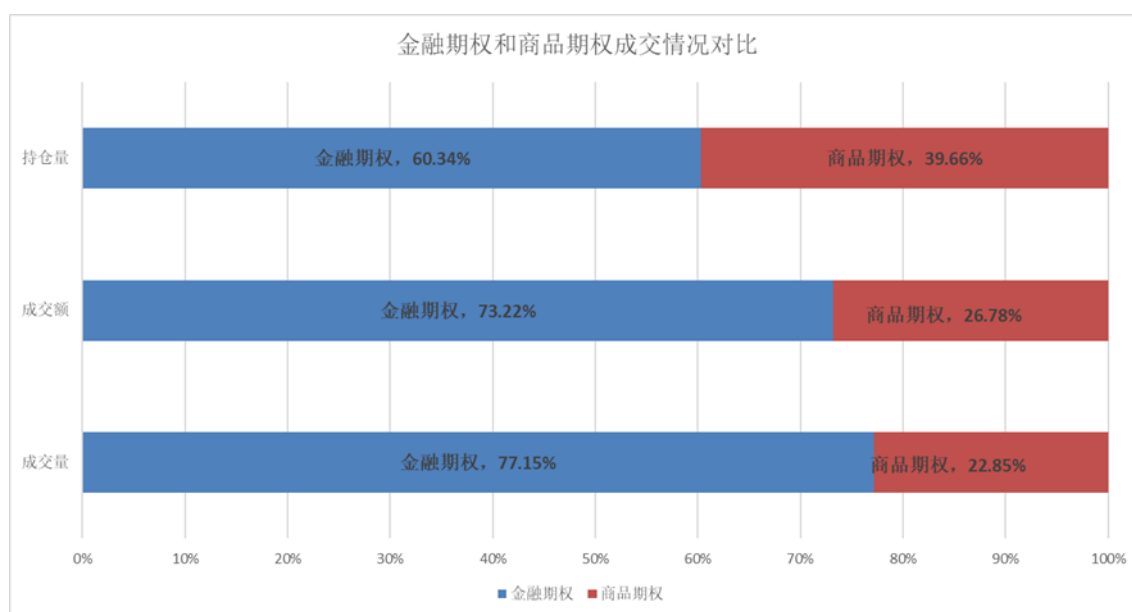


图 1-2：2022 年我国金融和商品期权交投对比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

我们认为金融期权和商品期权目前在规模上有如此大的差别主要有以下两点原因：1、相对于大宗商品市场，投资者在平时生活中接触股票、ETF 等权益类产品的机会更多，这也使得金融期权受众面更广。另外，我国上市的第一个期权品种也就是金融期权，从而使得人们更愿意交易金融期权。2、金融期权经过 7 年多的发展，投资者众多，现在市场交投非常活跃，市场流动性充足，大资金也逐渐参与到这个市场中来，从而形成一个正向循环，整体规模愈发庞大。而对于大多数商品期权，发展年限较短，大部分都是近两年才上市，虽然有做市商提供流动性，但其标的受众面本来就低，参与交易的机构、企业以及个人投资者有限，这也使得其规模较小。

但可以看到，从 2017 年第一个商品期权——豆粕期权上市以来。随着近两年商品期权的扩容，期权基础知识普及度的扩大，企业和投资者参与度的提升。商品期权市场份额占比也逐年递升。若未来所有活跃的商品期货都上期权，那么商品期权市场份额或将迈上新的台阶。

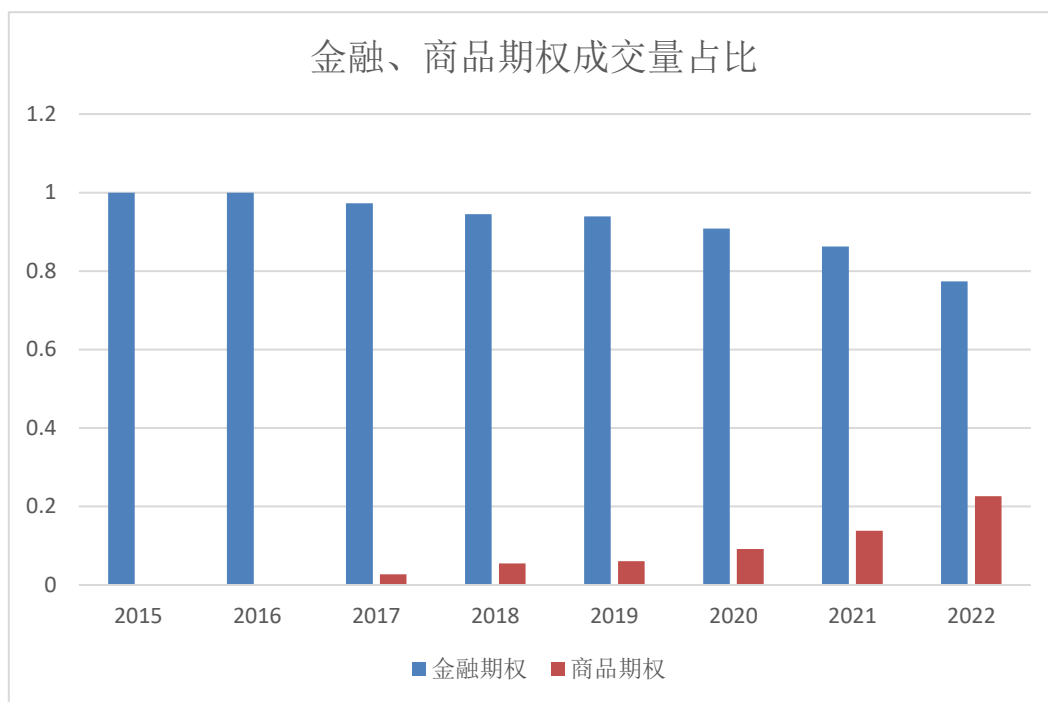


图 1-3：我国金融和商品期权成交量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

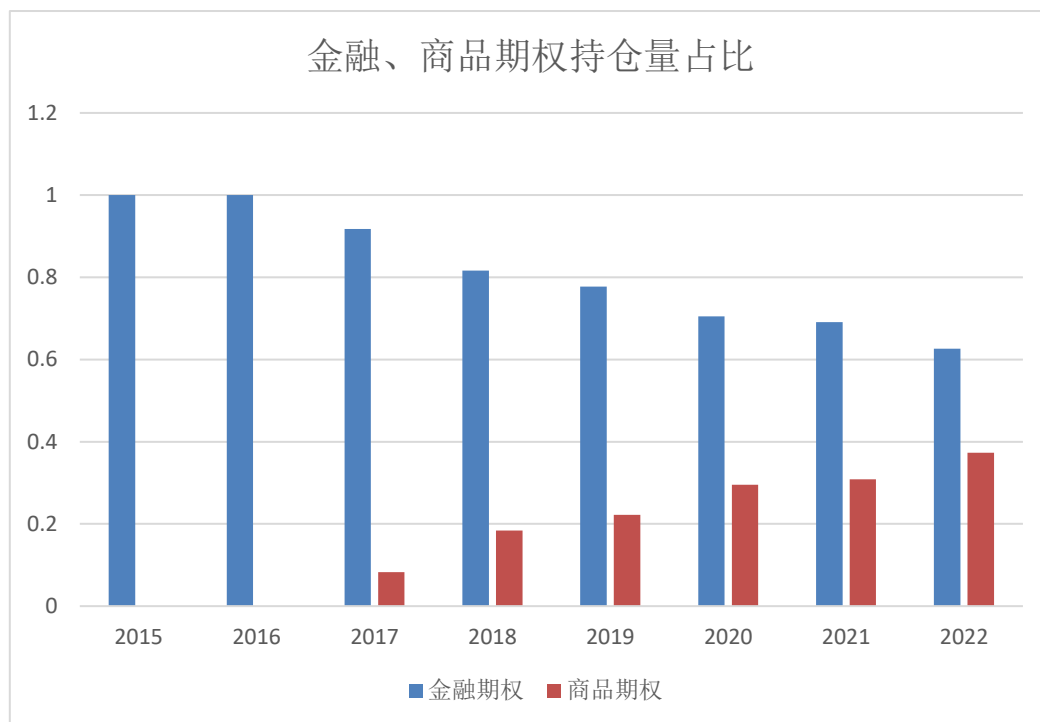


图 1-4：我国金融和商品期权持仓量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

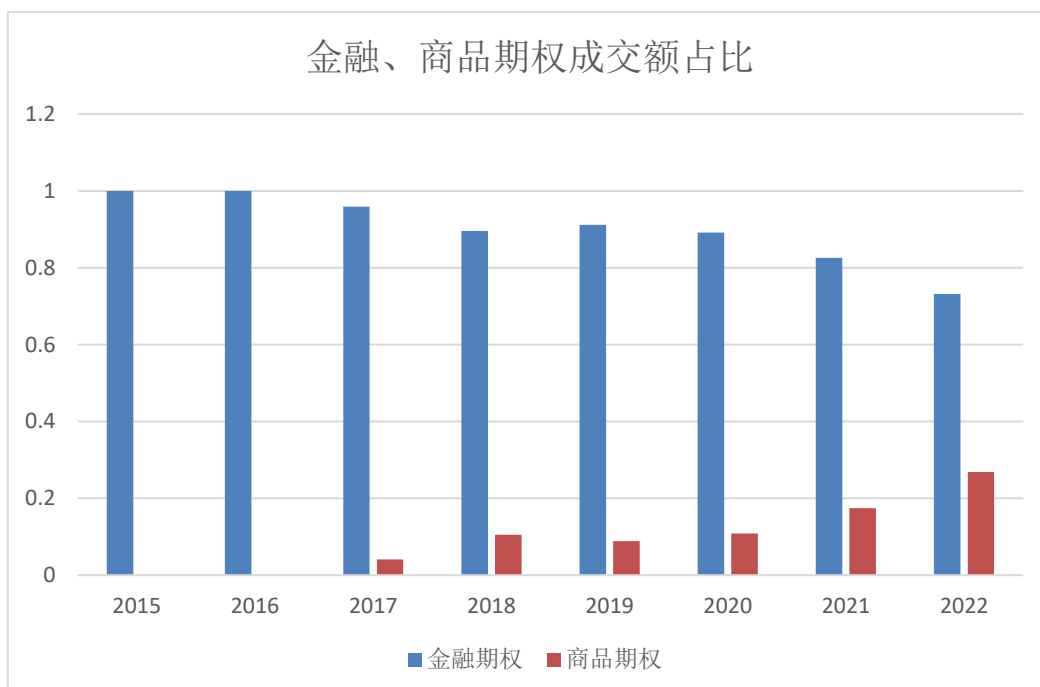


图 1-5：我国金融和商品期权成交额占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

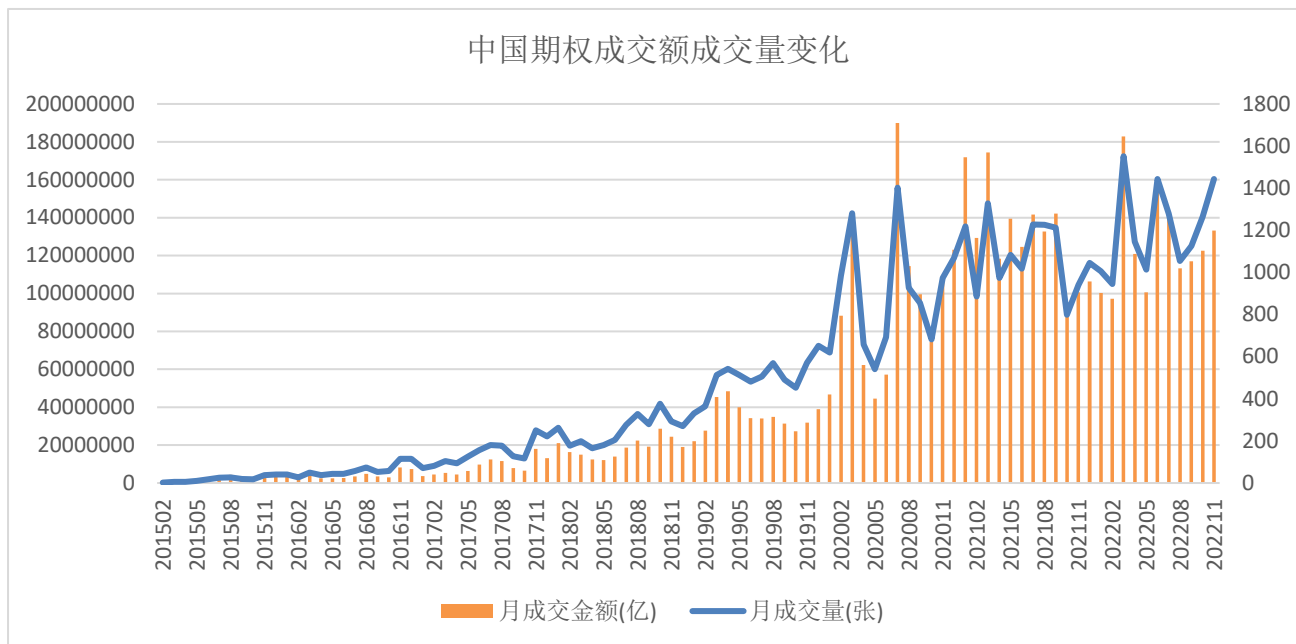


图 1-6：我国期权市场成交额成交量变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



图 1-7：各商品期权成交量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

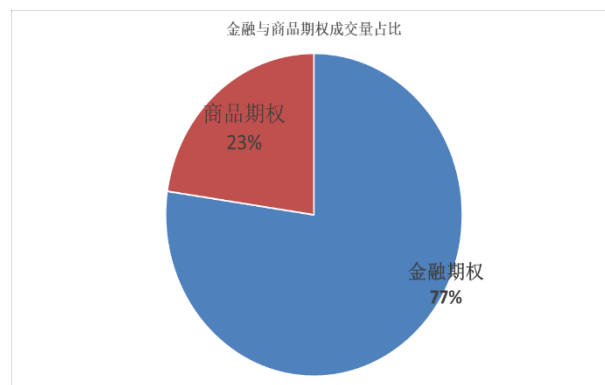


图 1-8：金融与商品期权成交量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

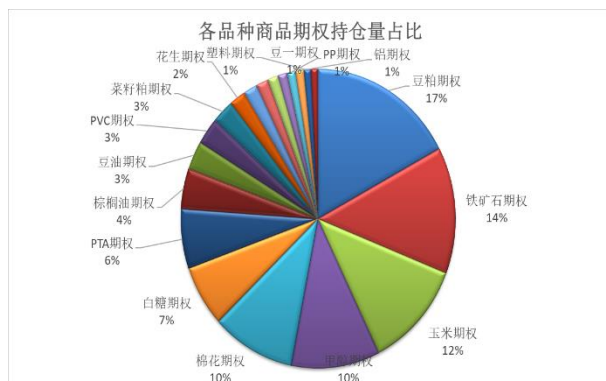


图 1-9：各商品期权持仓量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

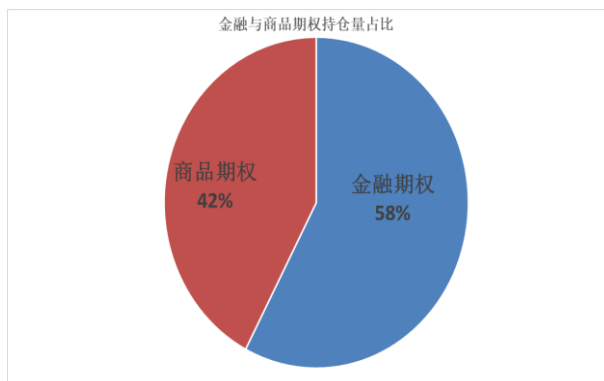


图 1-10：金融与商品期权持仓量占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

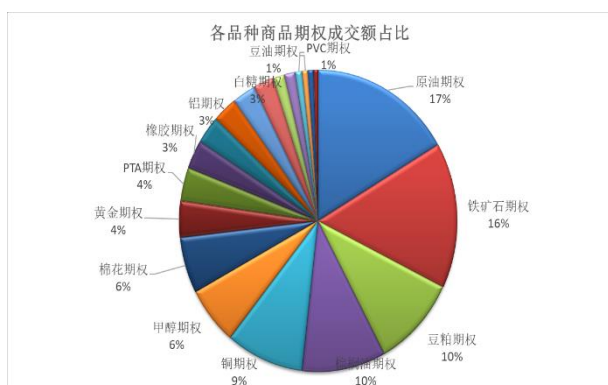


图 1-11：各商品期权成交额占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

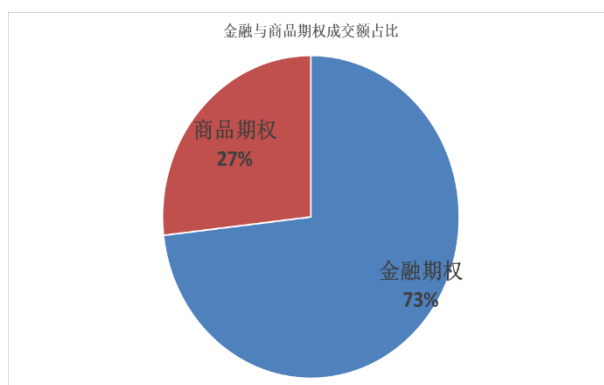


图 1-12：金融与商品期权成交额占比

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

在波动率方面，2022 年大宗商品上半年波动仍十分剧烈，下半年在商品大跌之后逐步趋缓，回归正常波动区间。虽然商品期权标的众多，大小不一，但各个品种隐波走势基本趋同。从板块来看，2022 年商品期权能源化工、黑色、油脂等期权品种波动较大，农产品板块波动则相对较小。展望 2023 年，宏观市场不确定性仍在，海外衰退预期较大，商品市场或再起波澜，期权隐波也将再度走强。

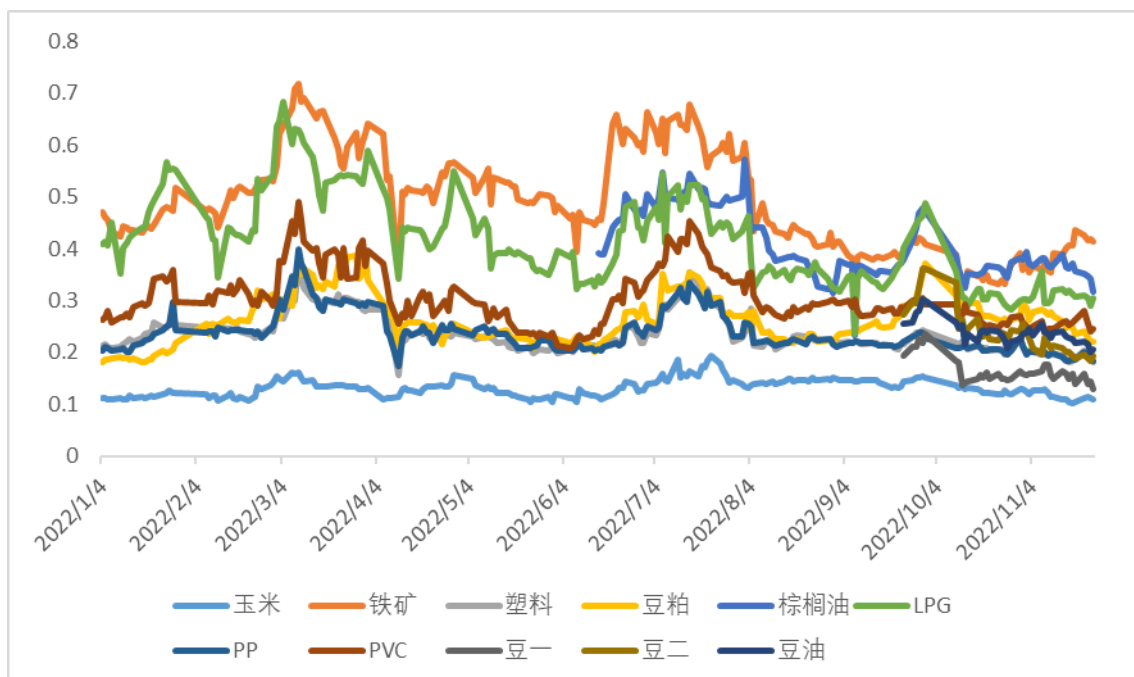


图 1-13：大商所期权品种隐波情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

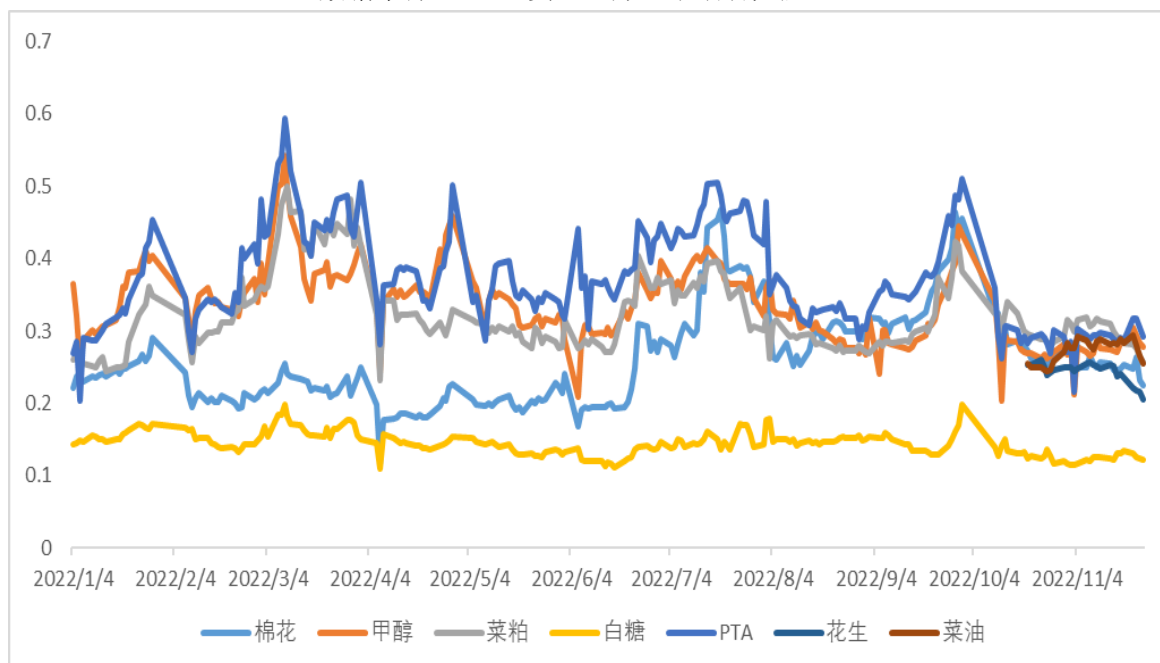


图 1-14：郑商所期权品种隐波情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

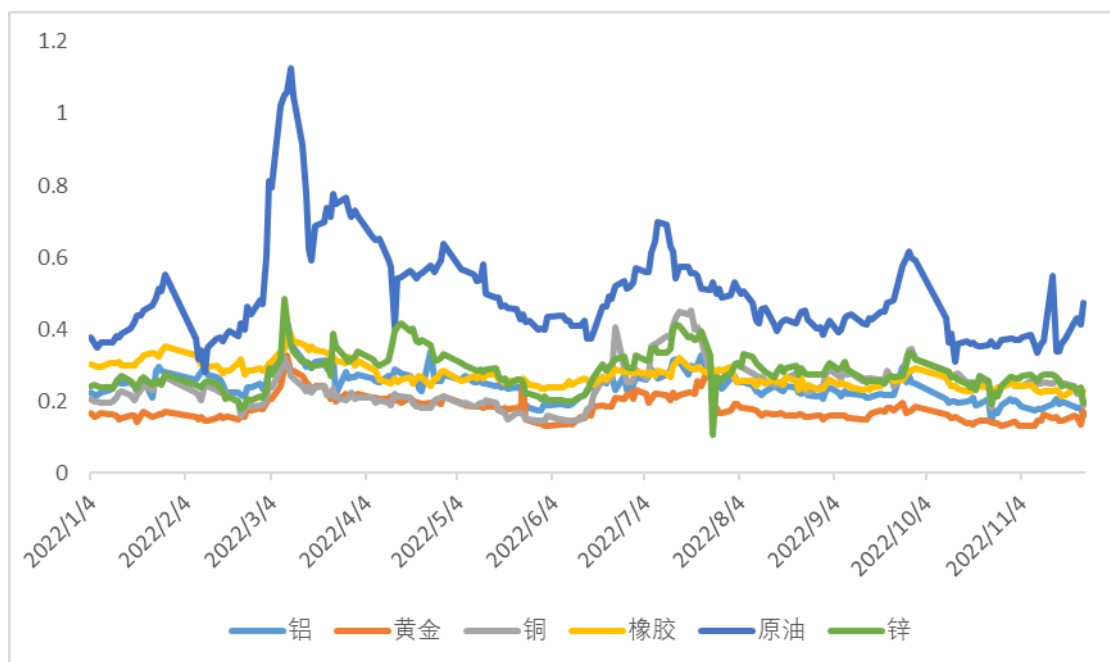


图 1-15：上期所期权品种隐波情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

除了加大推动新品种期权上市之外，近两年各大商品交易所也对期权合约进行修订，或推出配套优惠政策，使投资者交易更加灵活自主，资金使用效率进一步提升。譬如，此前郑商所、大商所已经在备兑策略、卖出跨式以及宽跨式策略上均有保证金优惠。后来大商所在原有策略组合基础上，新增了四项期权组合保证金政策。这些期权组合保证金政策的推出使得投资资金使用效率提升，增加期权市场流动性。预计未来各大交易所或推出全市场组合保证金优惠，进一步提升全市场的资金使用效率。此外，去年 11 月 8 日，郑商所推出“拆备兑组合参与自动对冲”，使得投资者交易灵活度进一步上升。上期所对铜、黄金期权合约进行了修订。预计 2022 年年底郑商所也将对合约内容进行修订。总的来说，随着我国期权市场的进一步成熟化，可以预见在不远的将来，各大交易所均会加大对期权交易的优惠力度，提高投资者的积极性。

组合策略类型	策略说明	保证金收取	X值
卖出期权期货组合	卖出看涨期权，同时买入对应期货合约；	期权权利金+期货保证金	-
	卖出看跌期权，同时卖出对应期货合约。		
跨式	卖出同一系列的相同执行价格的看涨期权和看跌期权。	$\max(\text{看涨期权保证金}, \text{看跌期权保证金}) + \text{另一方权利金}$	-
宽跨式	卖出同一系列低执行价格的看跌期权和高执行价格的看涨期权。	$\max(\text{看涨期权保证金}, \text{看跌期权保证金}) + \text{另一方权利金}$	-
期权对锁	在同一期权品种同一系列同一合约上建立数量相等、方向相反的头寸。	$X \times \text{卖期权保证金}$	0.2
买入垂直价差	买进低执行价格的看涨期权，同时卖出相同期货合约的高执行价格的看涨期权；	$X \times \text{卖期权保证金}$	0.2
	买进高执行价格的看跌期权，同时卖出相同期货合约的低执行价格的看跌期权。		
卖出垂直价差	卖出低执行价格的看涨期权，同时买进相同期货合约的高执行价格的看涨期权；	$\min(\text{执行价格之差}, \text{空头期权保证金})$	-
	卖出高执行价格的看跌期权，同时买进相同期货合约的低执行价格的看跌期权。		
买入期权期货组合	买入看涨期权，同时卖出对应期货合约；	$X \times \text{期货保证金}$	0.8
	买入看跌期权，同时买入对应期货合约。		

表 1-16：大商所期权组合保证金

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

第二部分 2022 年期权市场成交情况

近两年商品市场波动明显加大，大宗商品超级“过山车”行情，使得企业和投资者风险对冲的意愿和内在需求不断提升。期权凭借其独有的魅力，广受企业和投资者的青睐，成为投资和风险对冲管理工具的“新星”，越来越多的机构、企业以及个人投资者开始使用期权工具进行规避风险，市场规模和投资者普及度也在迅速增长。截至 2022 年 11 月底，国内股票股指期货期权市场 1-11 月总成交量累计达到 116134 万张，同比基本持平，略增 2.9%；累计成交额达到 9307 亿元，同比减少 13.7%；11 月底总持仓量达到 592 多万张，同比增长 18.6%。在商品市场方面，商品期权市场 2022 年 1-11 月总成交量累计达到 34402 万张，同比增长约 76.1%；累计成交额达到 3404 亿，同比增加约 39.7%；11 月底总持仓量到 389 多万张，同比增加 23.2%左右。

请务必阅读最后重要事项

一、金融期权市场成交情况

2022 年我国金融期权上市了 4 个品种，包括两个中证 500ETF 期权，一个中证 1000 股指期货期权，还有一个创业板 ETF 期权，未来还将上市深 100ETF 期权。目前共有 8 个金融期权品种，基本覆盖权重蓝筹、中小票，为不同市场、不同板块和不同特征的股票匹配相应的风险对冲工具。近两年随着市场成熟度提升，金融期权交投规模呈迅猛增长态势。年初受疫情和俄乌战争影响，市场低迷，期权作为衍生品的利器，较好地满足了机构和投资者的对冲需求，股票期权成交量较去年基本持平，整体仍维持在高位。截至 2022 年 11 月底，国内股票股指期货期权市场 1-11 月总成交量累计达到 116134 万张，同比基本持平，略增 2.9%；累计成交额达到 9307 亿元，同比减少 13.7%；11 月底总持仓量达到 592 多万张，同比增长 18.6%。

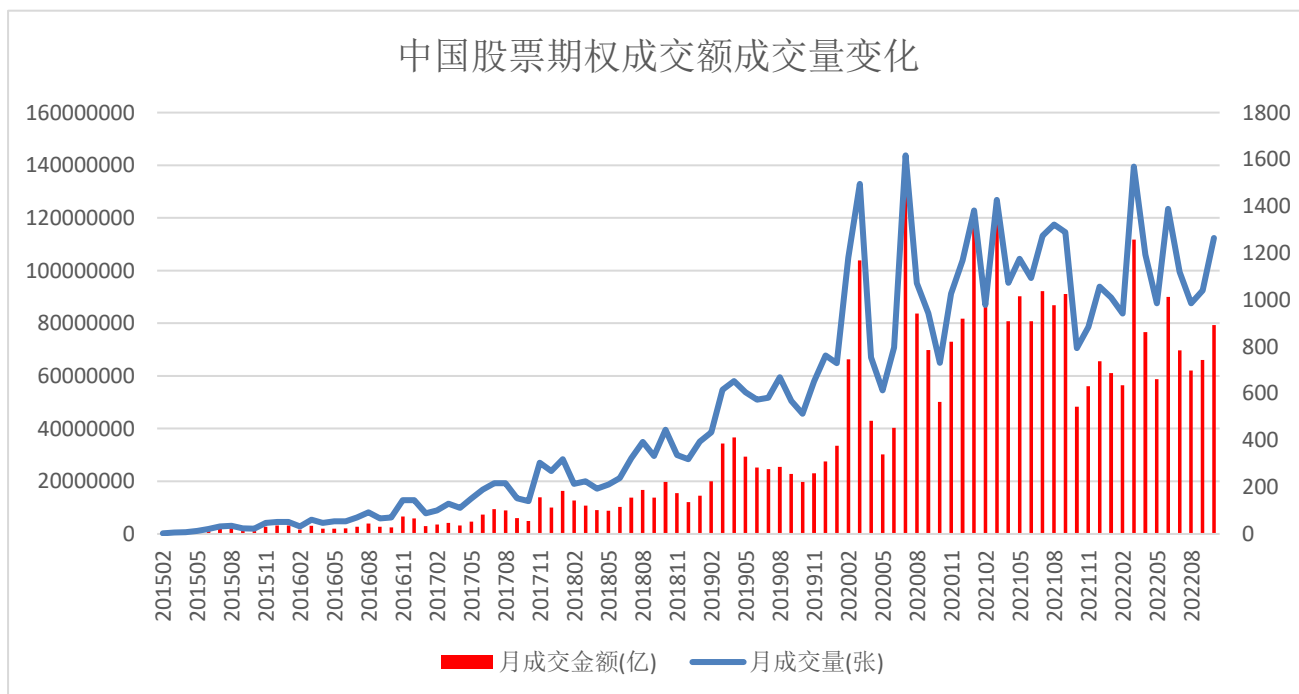


图 2-1：我国股票期权成交额成交量变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

	成交量	占比	持仓量	占比	成交额	占比
50ETF期权	529348467	45.58%	2355159	39.76%	2634.872	28.31%
沪300ETF期权	449963504	38.75%	1715065	28.96%	3247	34.89%
深300ETF期权	70578745	6.08%	219185	3.70%	459.7591	4.94%
沪深300股指期货	29677053	2.56%	170271	2.87%	1945.841	20.91%
中证1000股指期货	5577313	0.48%	65042	1.10%	487.6189	5.24%
沪500ETF期权	31729301	2.73%	593947	10.03%	269.6987	2.90%
深500ETF期权	7078403	0.61%	169554	2.86%	65.99439	0.71%
创业板ETF期权	37386400	3.22%	634674	10.72%	196.2411	2.11%
汇总	1161339186	1	5922897	1	9307.025	1

表 2-2：2022 年 1-11 月股票期权成交情况及排序（单位：张，亿元）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

（一）成交量

2022 年 1-11 月我国股票股指期货市场总成交量累计达到 116134 万张，同比基本持平，略增 2.9%。其中 50ETF 期权仍是投资者最为喜爱的交易品种，占整个市场总成交比例 46%。沪 300ETF 期权成交量占比也有 39%。

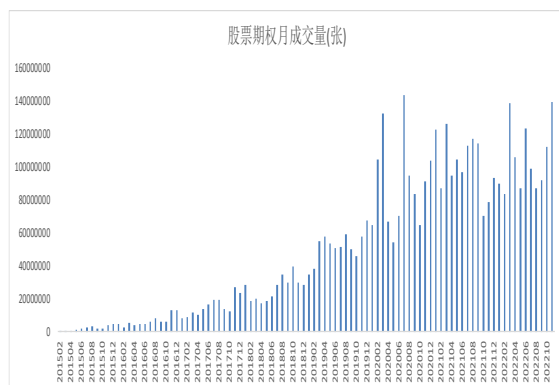


图 2-3：我国股票期权成交量情况

资料来源：WIND、方正中期研究院

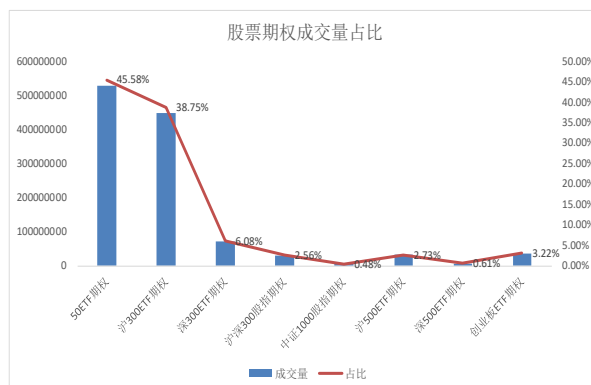


图 2-4：我国股票期权成交量占比情况

资料来源：WIND、方正中期研究院

（二）成交额

2022 年 1-11 月我国股票期权累计成交额达到 9307 亿元，同比减少 13.7%。

从成交额占比来看，50ETF 期权成交额占比为 28%，沪 300ETF 期权占比就达到 35%，深 300ETF 期权和沪深 300 股指期货则分别占 5%和 21%。此外，中证 1000 股指期货占比也达到 5%。

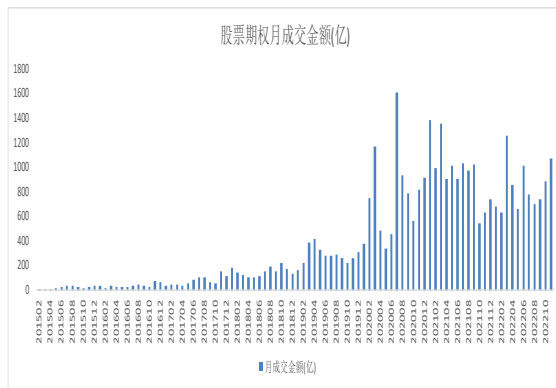


图 2-5: 我国股票期权成交额情况
资料来源: WIND、方正中期研究院
(三) 持仓量

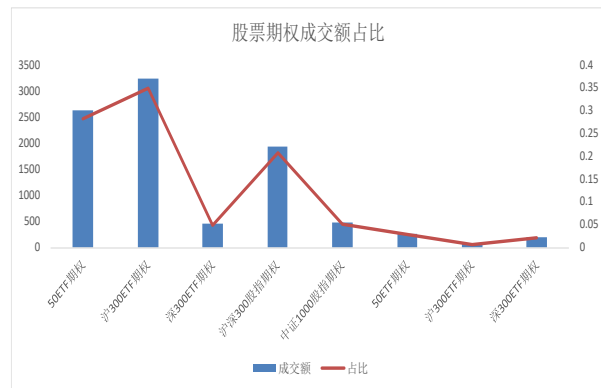


图 2-6: 我国股票期权成交额占比情况
资料来源: WIND、方正中期研究院

2022 年 11 月底总持仓量达到 592 多万张，同比增长 18.6%。

从持仓量占比来看，沪 50ETF 期权持仓量占比仍最高，达到 40%，沪 300ETF 期权持仓量占比有 29%，沪 500ETF 期权和创业板 ETF 期权则紧随其后，均约占 10%。

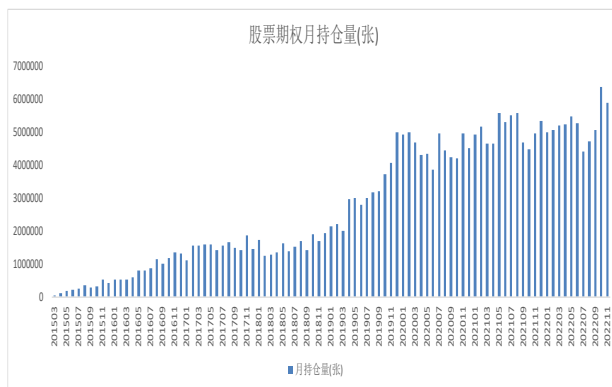


图 2-7: 我国股票期权持仓量情况
资料来源: WIND、方正中期研究院

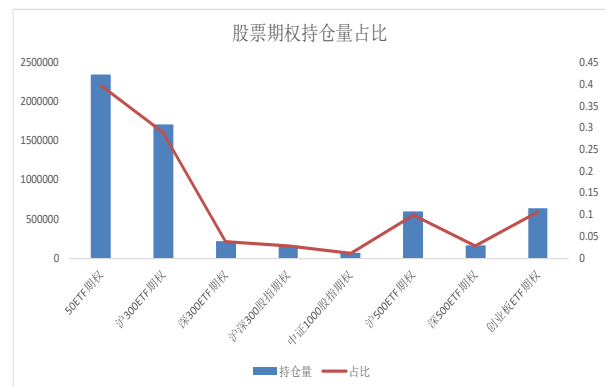


图 2-8: 我国股票期权持仓量占比情况
资料来源: WIND、方正中期研究院

二、商品期权市场成交情况

2022 年我国商品期权上市了 5 个品种，包括大商所的豆系三品种期权以及郑商所的菜油和花生期权。目前我国商品期权市场共有 25 个品种，已覆盖农产品、能源、化工、黑色、有色、贵金属等板块。整体市场发展良好，市场规模稳步快速提升，但与金融期权市场相比，仍有一定差距。随着未来商品成熟度提升以及上市品种进一步增加，商品市场占比有望延续增长。据 WIND 数据显示，2022 年 1-11 月商品期权请务必阅读最后重要事项

市场总成交量累计达到 34402 万张，同比增长约 76.1%；累计成交额达到 3404 亿，同比增加约 39.7%；11 月底总持仓量到 389 多万张，同比增加 23.2%左右。

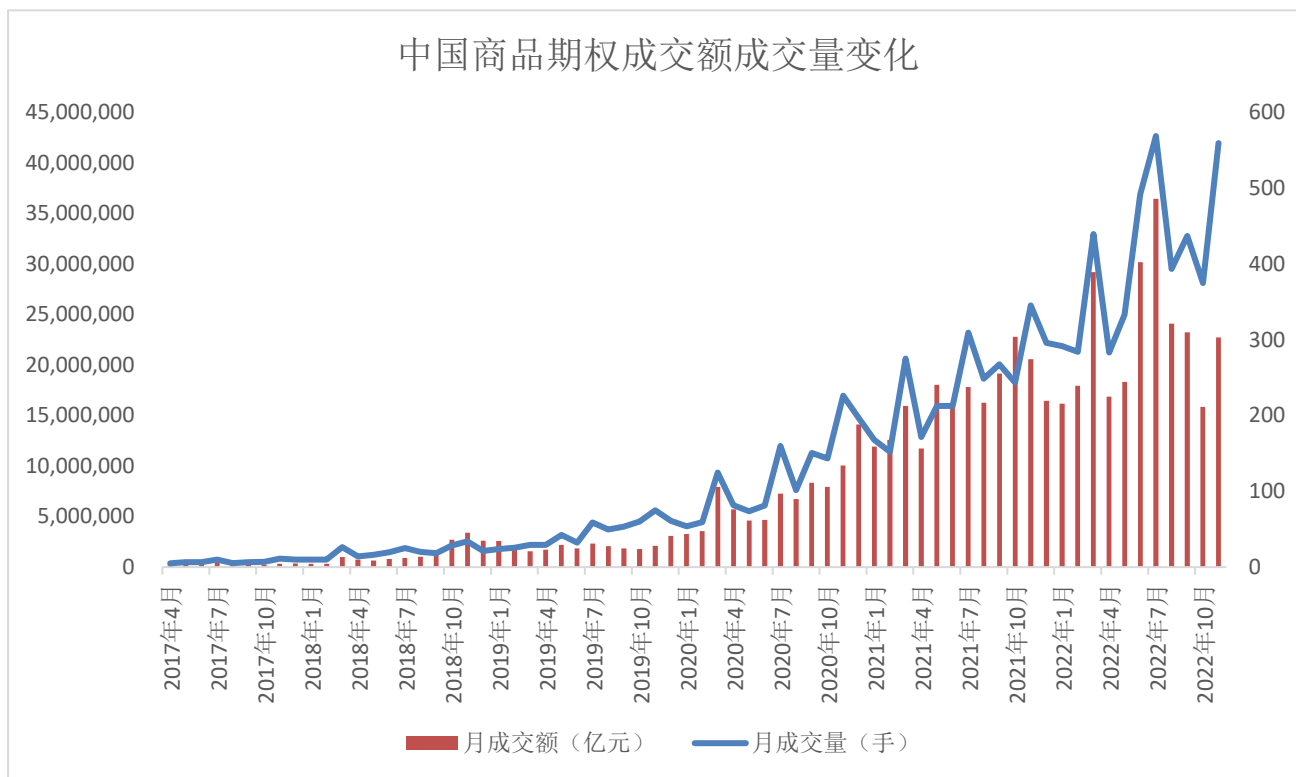


图 2-9：我国商品期权成交额成交量变化

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

	成交量	占比		成交额	占比		持仓量	占比
PTA期权	59,042,619	17.16%	原油期货	561	16.49%	豆粕期权	651,154	16.72%
豆粕期权	50,321,574	14.63%	铁矿石期权	528	15.52%	铁矿石期权	526,034	13.51%
铁矿石期权	36,876,665	10.72%	豆粕期权	331	9.71%	玉米期权	422,922	10.86%
甲醇期权	34,416,091	10.00%	棕榈油期权	326	9.57%	甲醇期权	401,318	10.31%
玉米期权	28,601,111	8.31%	铜期权	304	8.94%	棉花期权	358,693	9.21%
棕榈油期权	24,066,239	7.00%	甲醇期权	213	6.26%	PTA期权	268,406	6.89%
白糖期权	18,461,379	5.37%	棉花期权	201	5.90%	白糖期权	252,954	6.50%
棉花期权	15,548,479	4.52%	黄金期权	131	3.84%	棕榈油期权	157,324	4.04%
铜期权	10,945,293	3.18%	PTA期权	122	3.57%	PVC期权	119,142	3.06%
铝期权	10,309,985	3.00%	橡胶期权	104	3.05%	豆油期权	102,444	2.63%
锌期权	7,460,763	2.17%	铝期权	100	2.94%	菜籽粕期权	99,943	2.57%
菜籽粕期权	7,132,476	2.07%	白糖期权	96	2.82%	花生期权	66,823	1.72%
PVC期权	5,542,568	1.61%	锌期权	91	2.67%	橡胶期权	58,986	1.51%
原油期货	5,542,200	1.61%	玉米期权	80	2.36%	铝期权	53,039	1.36%
橡胶期权	4,846,659	1.41%	菜籽粕期权	44	1.30%	豆一期权	52,979	1.36%
LPG期权	4,768,263	1.39%	LPG期权	43	1.27%	菜油期权	52,274	1.34%
塑料期权	4,630,469	1.35%	PVC期权	27	0.81%	铜期权	49,956	1.28%
黄金期权	3,741,937	1.09%	豆油期权	23	0.69%	原油期货	37,537	0.96%
PP期权	3,370,043	0.98%	塑料期权	22	0.65%	PP期权	35,959	0.92%
豆油期权	2,427,561	0.71%	菜油期权	18	0.54%	LPG期权	31,903	0.82%
菜油期权	2,091,713	0.61%	PP期权	16	0.47%	塑料期权	29,117	0.75%
花生期权	1,836,482	0.53%	花生期权	10	0.30%	黄金期权	27,055	0.69%
豆一期权	1,205,579	0.35%	豆一期权	4	0.12%	锌期权	21,918	0.56%
豆二期权	715,587	0.21%	动力煤期权	4	0.11%	豆二期权	15,679	0.40%
动力煤期权	122,100	0.04%	豆二期权	3	0.08%	动力煤期权	2	0.00%
汇总	344,023,835	1	汇总	3,404	1	汇总	3,893,561	1

表 2-10：2022 年 1-11 月商品期权成交情况及排序（单位：手，亿元）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

（一）成交量

2022 年 1-11 月商品期权市场总成交量累计达到 34402 万张，同比增长约 76.1%。

2022 年 1-11 月商品期权成交量同比放大主要是我国期权品种上市速度加快，新品种带来的期权成交量增速加快。另外商品市场的巨大波动，也使期权市场活跃度显著上升。

从各个品种来看，PTA 期权成交量 5904 万手，占比达到 17%，位列第一。豆粕、铁矿分列二三位，成交量分别为 5032 万和 3688 万。

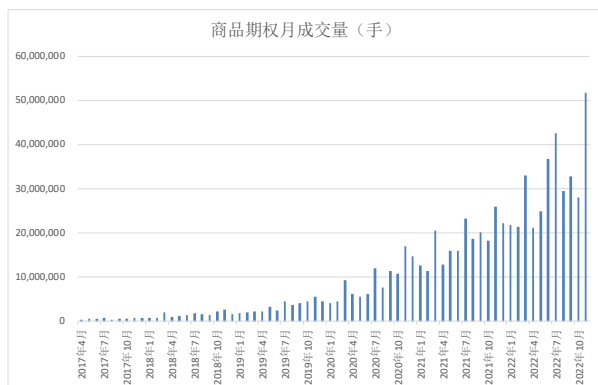


图 2-11: 我国股票期权成交量情况

资料来源: WIND、方正中期研究院

(二) 成交额

2022 年 1-11 月我国商品期权累计成交额达到 3404 亿，同比增加约 39.7%。

从各个品种来看，原油期权成交额 561 亿，占比达到 16.5%，位列第一。铁矿、豆粕分列二三位，成交额分别为 528 亿和 331 亿。

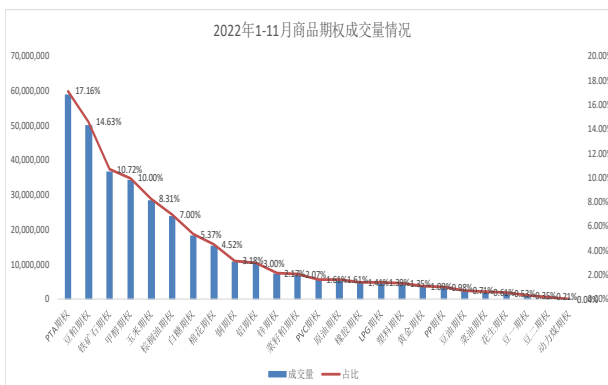


图 2-12: 我国股票期权成交量占比情况

资料来源: WIND、方正中期研究院

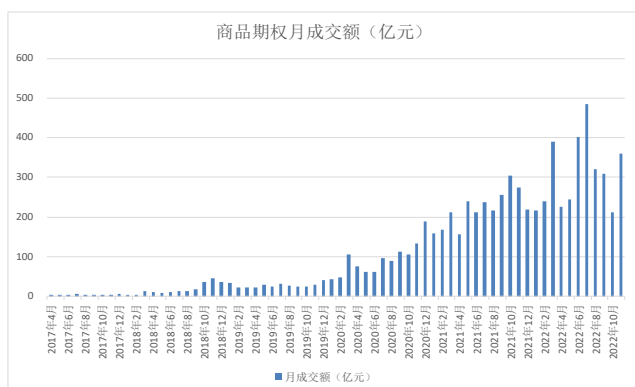


图 2-13: 我国股票期权成交额情况

资料来源: WIND、方正中期研究院

(三) 持仓量

2022 年 11 月底总持仓量到 389 多万张，同比增加 23.2%左右。

从各个品种来看，豆粕期权持仓量 65 万，占比达到 17%，位列第一。铁矿石、玉米期权分列二三位，持仓量分别为 53 万和 42 万。

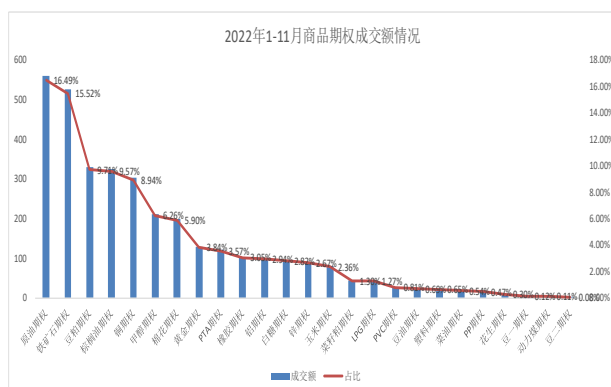


图 2-14: 我国股票期权成交额占比情况

资料来源: WIND、方正中期研究院

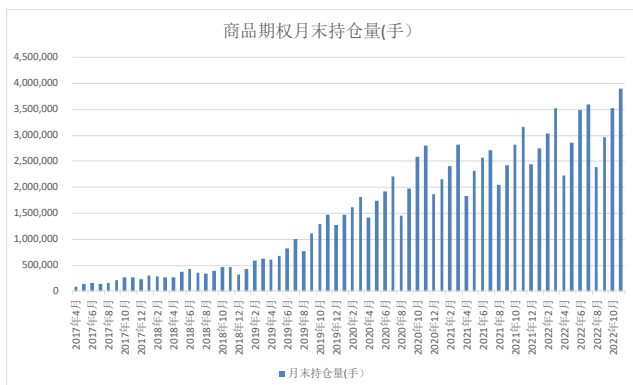


图 2-15: 我国股票期权成交量情况
资料来源: WIND、方正中期研究院

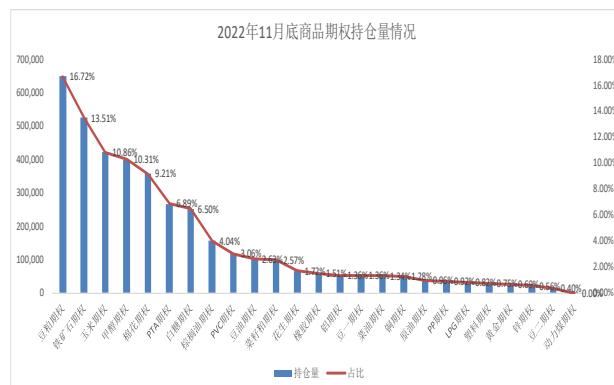


图 2-16: 我国股票期权成交量占比情况
资料来源: WIND、方正中期研究院

三、全球衍生品市场成交情况

2022 年全球衍生品市场仍延续增长态势。截至 2022 年 10 月底，期货与期权成交量基本与去年全年相同，其中期权成交量增长尤为显著，成交量达到 432.64 亿，相较于去年全年仍出现大幅增长。目前期货成交量占衍生品成交总量的 36%，期权成交量占衍生品成交总量的 64%。时隔十年之后，期权成交量市场占比连续两年超越期货。

	Futures	Options	总计(右)
2010	112.98	111.21	224.19
2011	121.22	128.24	249.46
2012	110.10	101.18	211.28
2013	121.36	94.31	215.67
2014	121.41	97.12	218.53
2015	144.78	103.23	248.01
2016	158.92	93.28	252.20
2017	148.45	103.56	252.02
2018	171.77	131.32	303.09
2019	192.58	152.34	344.92
2020	255.46	212.22	467.67
2021	292.35	333.09	625.44
Oct-22	241.26	432.64	673.90

表 2-17: 全球衍生品市场成交情况
数据来源: FIA、方正中期研究院整理

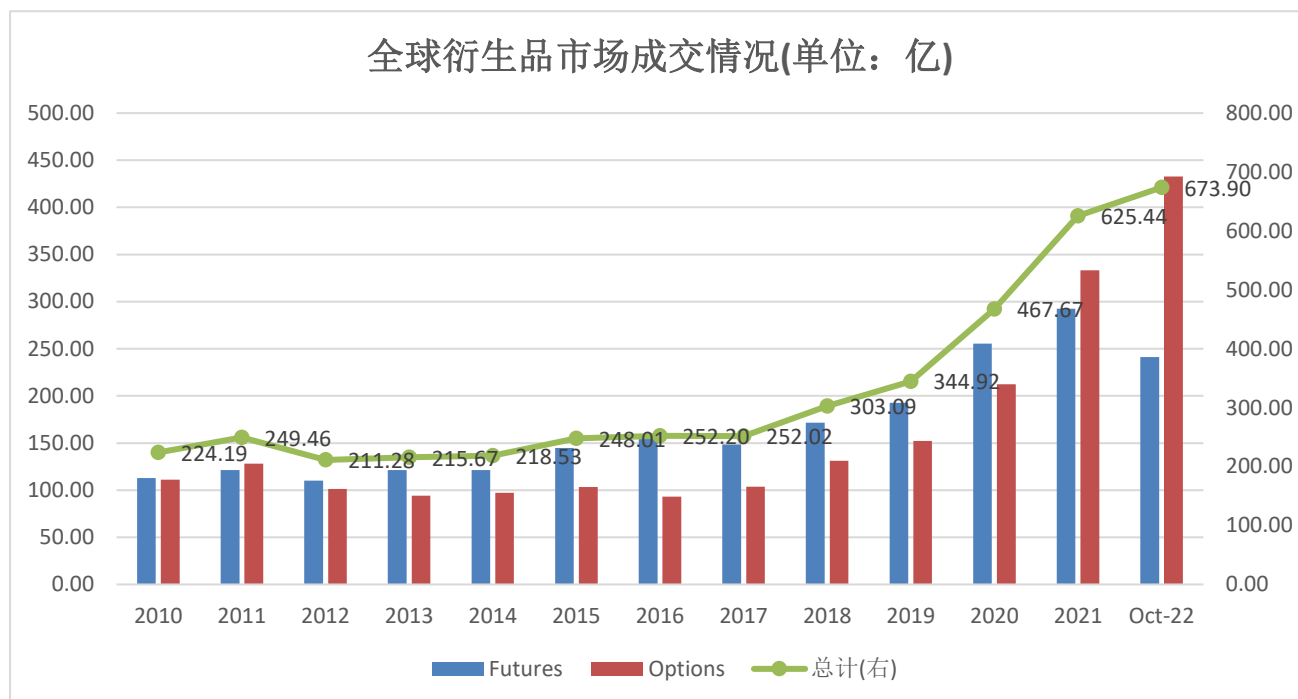


图 2-18: 全球衍生品市场成交情况

数据来源: FIA、方正中期研究院整理

分地区来看, 2022 年亚太地区衍生品成交量份额仍为最大, 占比达到 59%以上, 相较于 2021 年占比进一步扩大。北美、拉丁美洲和欧洲则分列 2-4 位。从增长幅度来看, 2022 年仍是亚洲地区的增长最快, 2022 年前 10 个月, 相比于去年全年, 增长已经达到 30%以上。北美、欧洲、拉丁美洲目前仍落后于 2021 年全年成交量, 其中欧洲地区落后幅度最大。

	Asia	North America	Europe	Latin America	Other	总计(右)
2010	89.91	71.70	44.16	15.19	3.23	224.19
2011	98.26	81.85	49.82	16.03	3.50	249.46
2012	75.26	72.04	43.50	17.31	3.17	211.28
2013	73.02	78.32	43.73	16.83	3.77	215.67
2014	72.57	82.16	44.30	15.17	4.33	218.53
2015	96.97	81.99	47.96	14.51	6.58	248.01
2016	91.81	85.90	51.80	16.15	6.54	252.20
2017	88.12	88.86	49.36	19.72	5.95	252.02
2018	112.20	105.59	52.65	27.77	4.89	303.09
2019	145.03	102.65	50.34	40.99	5.91	344.92
2020	201.47	128.47	56.01	64.33	17.40	467.67
2021	305.50	153.82	54.52	88.94	23.07	625.85
Oct-22	399.21	140.17	41.07	69.23	24.21	673.90

表 2-19: 按地区划分的全球期货和期权交易量(单位: 亿)

数据来源: FIA、方正中期研究院整理

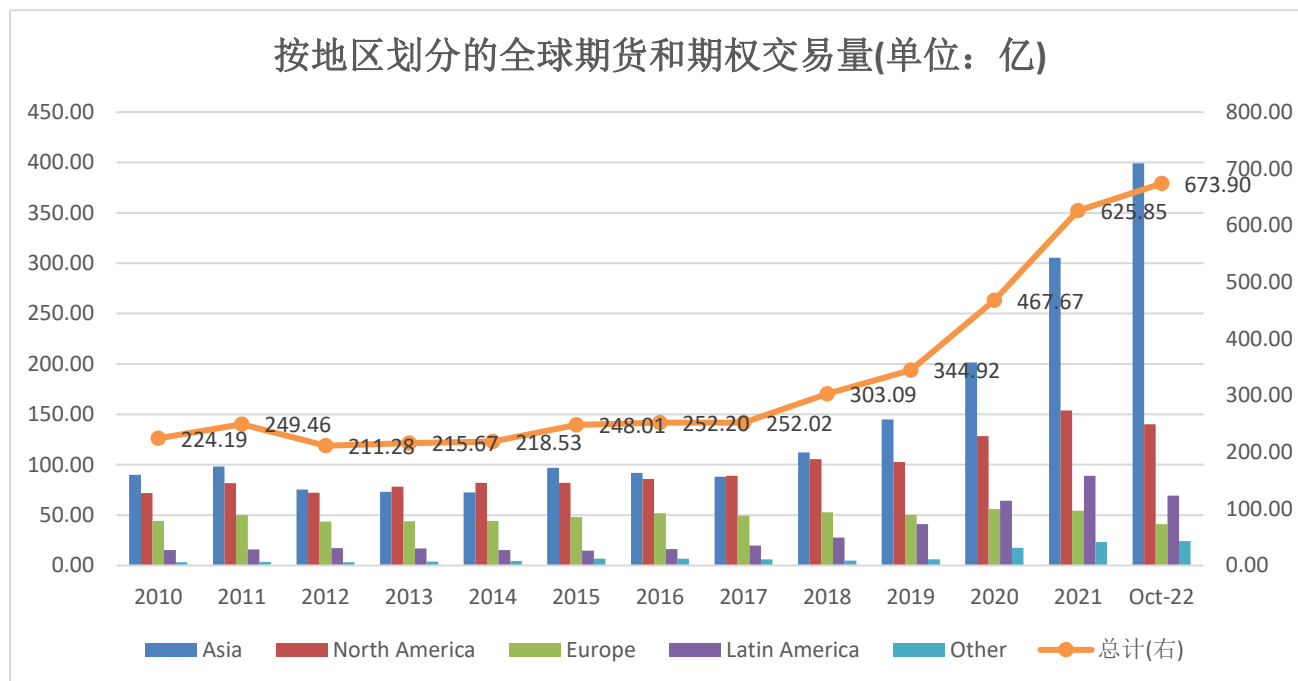


图 2-20：按地区划分的全球期货和期权交易量(单位：亿)

数据来源：FIA、方正中期研究院整理

若按标的进行划分，截至 2022 年 10 月，全球权益类的期货和期权（包括指数和个股）成交量占比达到 73%以上，占了全球衍生品市场成交量的七成以上。货币类衍生品和利率类衍生品分列二三位，占比分别为 9%和 6%。从增长幅度来看，依旧是权益类衍生品位列第一，目前成交量已超 2021 年全年。除了货币类衍生品以外，其他品种衍生品仍小于去年全年成交量，其中金属类和能源类衍生品跌幅较大。

	Equity	Interest Rates	Currency	Energy	Agriculture	Metals	Other	Grand Total
2010	136.43	30.92	25.26	7.17	13.07	8.19	3.14	224.18
2011	154.13	33.49	31.48	8.07	9.98	7.77	4.55	249.47
2012	123.78	27.84	24.35	9.24	12.53	8.73	4.81	211.28
2013	115.86	32.95	25.05	13.02	12.16	10.80	5.83	215.67
2014	120.63	32.59	21.30	11.52	14.21	12.43	5.99	218.67
2015	130.75	32.48	27.97	14.04	16.40	15.98	10.67	248.29
2016	114.52	34.79	30.78	22.10	19.32	21.89	8.97	252.37
2017	119.91	38.84	29.84	21.67	13.06	20.20	8.67	252.19
2018	155.03	44.64	39.27	22.34	14.88	18.16	9.00	303.32
2019	183.39	39.36	45.56	25.43	17.69	19.42	14.18	345.03
2020	283.79	41.15	45.12	31.51	25.71	23.99	16.88	468.15
2021	416.43	45.77	55.42	27.11	28.20	27.66	25.26	625.85
Oct-22	492.86	43.04	61.94	17.04	19.47	17.59	21.95	673.90

表 2-21：按标的划分的全球期货和期权交易量(单位：亿)

数据来源：FIA、方正中期研究院整理

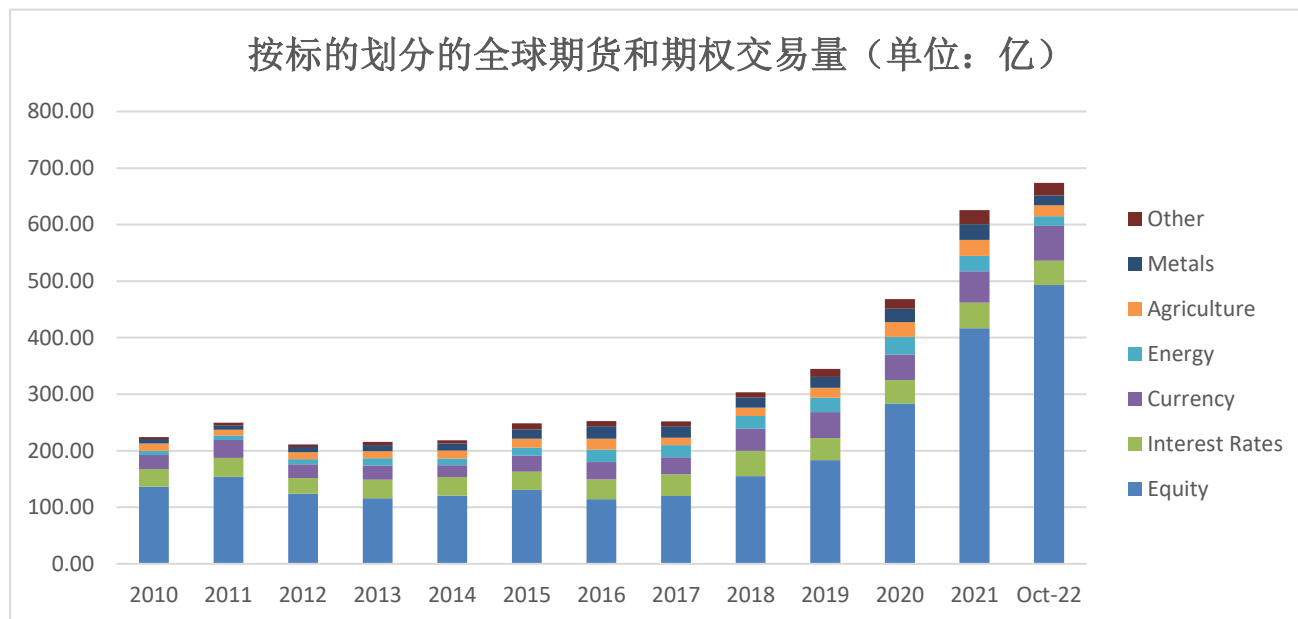


图 2-22: 按标的划分的全球期货和期权交易量(单位: 亿)

数据来源: FIA、方正中期研究院整理

总的来说,目前我国衍生品市场较海外市场仍存一定差距,尤其是在品种方面,未来发展空间巨大。虽然我国商品期货起步较早,目前几大商品交易所成交也能在全球排上名次。截至 10 月底,2022 年郑商所和大商所成交量分列全球第五和第六位,上期所排名第十。但整体与海外一流的衍生品市场仍存较大差距。且我国期权市场起步较晚,目前仍处于婴幼儿阶段,国民对期货与期权认识、理解欠佳,甚至存在不少误解。随着我国金融市场开放进一步扩大,未来期货品种也将进一步丰富,而重点商品期货品种都将有机会上期权品种。

Exchange	Future	option	YTD	YTD%change
National Stock Exchange of India	13.56	284.08	297.65	128.60%
B3	46.54	20.38	66.91	-8.60%
Chicago Mercantile Exchange	22.36	5.31	27.67	38.20%
Borsa Istanbul	22.21	0.07	22.29	52.70%
Zhengzhou Commodity Exchange	17.73	1.15	18.89	-12.80%
Dalian Commodity Exchange	16.95	1.42	18.37	-4.20%
Korea Exchange	10.09	7.03	17.12	-11.00%
Eurex	11.01	5.55	16.56	17.00%
Chicago Board of Trade	13.72	2.72	16.43	11.00%
Shanghai Futures Exchange	14.31	0.33	14.64	-25.70%

图 2-23: 全球期货期权成交量前 10 交易所(单位: 亿)

数据来源: FIA、方正中期研究院整理

第三部分 商品期权交易策略

期权凭借其交易的灵活性及非线性特征广受投资者的喜爱。对于广大投资者来说，最新接触的必然是期权的单腿策略。比如预期大涨，就买入看涨期权；预期大跌就买入看跌期权；在压力位则卖出看涨期权；在支撑位则卖出看跌期权。但在现实交易中，我们往往会遇到一个问题，就是总感觉买期权权利金太贵，卖期权时则总害怕黑天鹅事件的发生。下面我们主要介绍一些常用的组合策略及其在交易中的一些注意事项，能让投资者更好管控自身的风险、平滑收益，让资产得到更加稳健的增长。

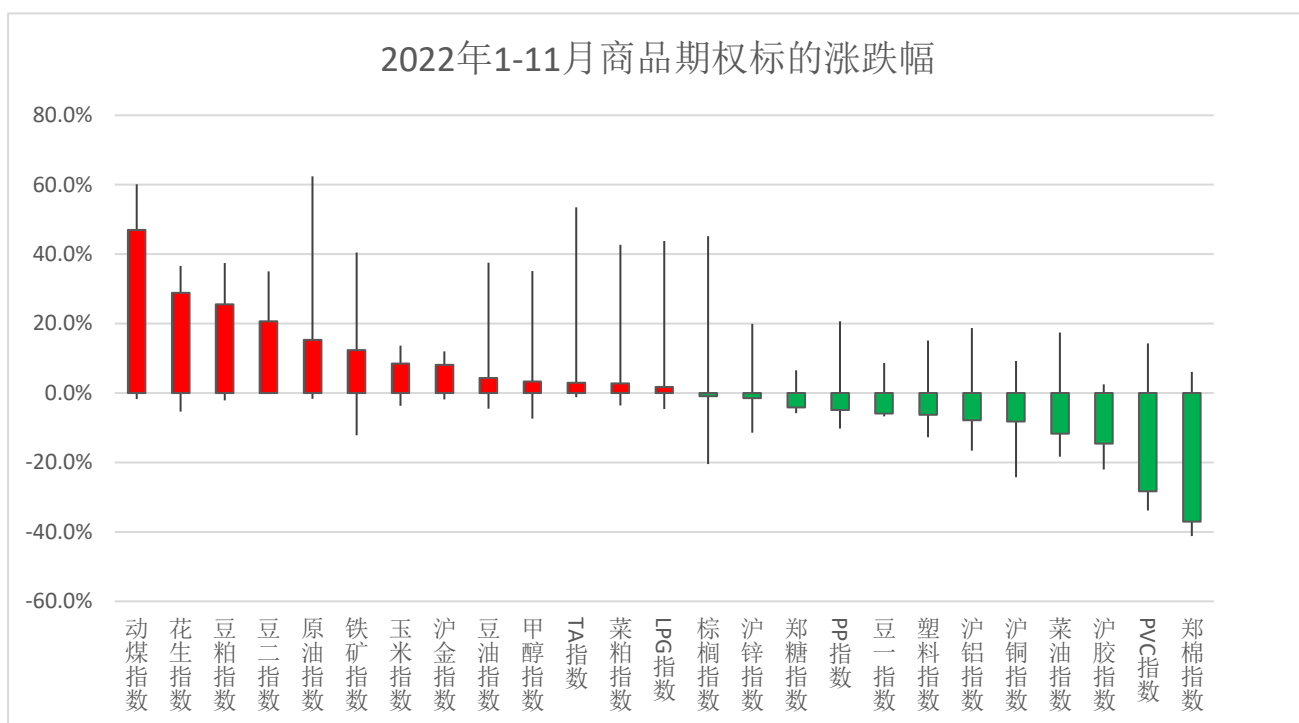


图 3-1：2022 年 1-11 月商品期权标的涨跌幅

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

一、方向性价差策略

买入牛市价差策略

买入牛市价差策略是指买入一份低执行价的看涨期权，同时卖出一份相同到期日高执行价的看涨期权。该策略一般用于预期未来市场温和看涨。若单边买入看涨，不仅权利金昂贵，除了 Theta 风险之外，

还会面临 Vega 风险，有可能会出现买对方向但仍亏钱的尴尬境地。此时买入牛市价差就可以对冲部分的 Theta 和 Vega 风险，享受标的上涨的收益，同时也降低了单边买入期权的成本。

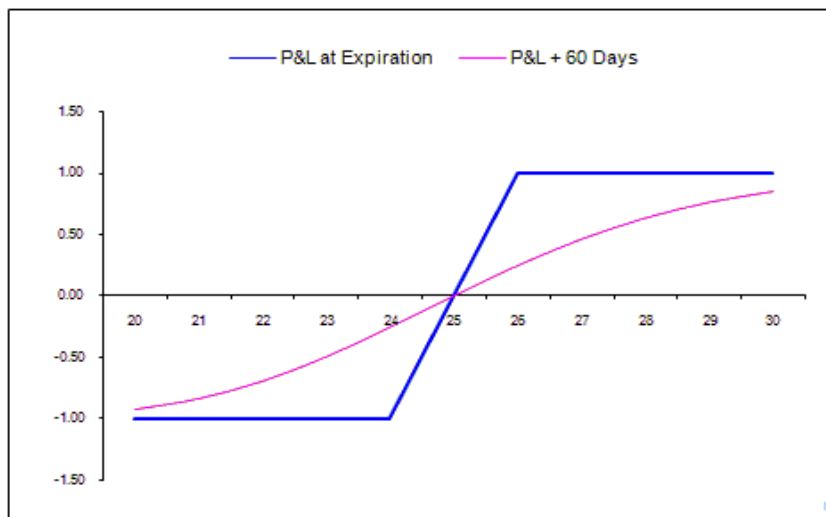


图 3-2：买入牛市价差损益情况
数据来源：方正中期研究院整理

最大风险	净权利金（收取的权利金-支出的权利金）
最大收益	（高执行价格-低执行价格）-最大风险
损益平衡点	低执行价格+净权利金
履约后头寸	看涨期权多头转换为标的物多头，看涨期权空头转换为标的物空头

表 3-3：牛市价差风险损益表
数据来源：方正中期研究院整理

2022 年 7 月中旬，铜价在经历一波大跌后，有投资者预计期货合约会迎来一波反弹，以 2500 元/吨买入一份铜期货看涨期权 CU2209C55000，同时以 1200 元/吨卖出一份虚值看涨期权 CU2209C58000，两个期权的存续期都将近 1 个月。



图 3-4：铜期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

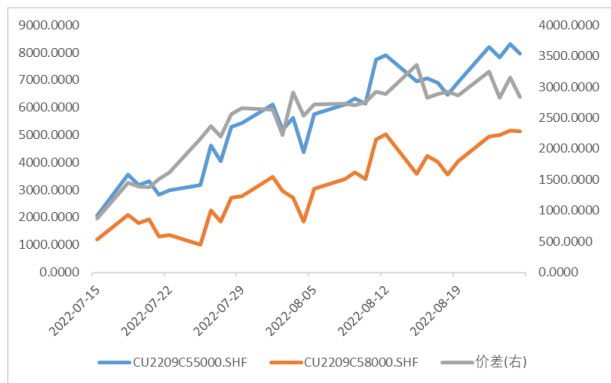


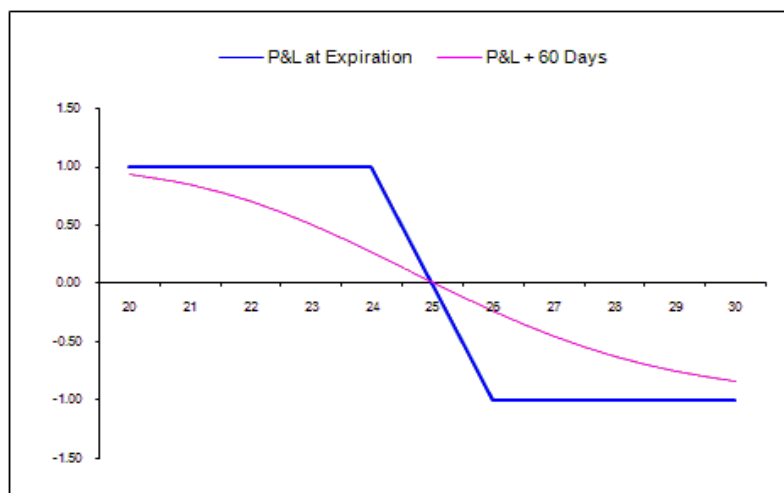
图 3-5：铜期权牛市价差损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，在 7 月底铜期货合约价格就反弹至 58000 价格之上，但此时最大收益还未达到 3000 元/吨。若在到期日，期货价格仍在 58000 以上，投资者才能获取全部收益。此时投资者可提前平仓止盈。另外，还可以看到，由于这段时间铜价上涨较为迅猛，相较于买入单腿策略，牛市价差收益要低不少。所以该种策略适合于对于想捕捉期货合约温和上涨，而又不想承担太多的下行风险的投资者。

买入熊市价差策略

熊市看跌策略是指买入一份高执行价的看跌期权，同时卖出一份相同到期日低执行价的看跌期权。与买入牛市价差策略相反，该策略一般适用于预期未来市场温和下跌，同样地，若单边买入看跌会面临 Theta 和 Vega 风险，此时买入熊市价差就是一个不错的选择，同时也降低了单边买入看跌期权的成本。



请务必阅读最后重要事项

图 3-6：买入熊市价差损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

最大风险	净权利金
最大收益	(高执行价格-低执行价格)-净权利金
损益平衡点	高执行价格-最大风险
履约后头寸	看跌期权多头转换为标的物空头，看跌期权空头转换为标的物多头

表 3-7：熊市价差风险损益表

数据来源：方正中期研究院整理

2022 年 6 月初，铝加工企业预计未来铝价或发生较大波动，为了给库存保值，以 280 元/吨买入一份铝期货看跌期权 AL2208P20000，同时以 50 元/吨卖出一份虚值看跌期权 AL2208P18500，两个期权的存续期都将近 1 个月。



图 3-8：铝期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

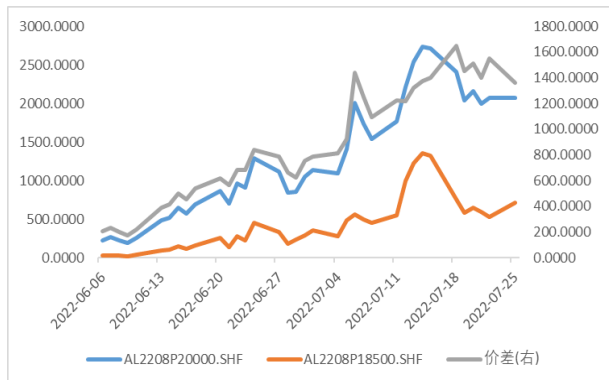


图 3-9：铝期权熊市价差损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，在 7 月初铝期货合约价格就下跌至 18500 价格之下，但此时最大收益还未达到 230 元/吨。若在到期日，期货价格仍在 18500 以下，投资者才能获取全部收益。此时投资者可提前平仓止盈。另外，还可以看到，由于这段时间铝价下跌幅度较大，相较于买入单腿看跌期权，熊市价差收益要低不少。所以该种策略适合于对于想捕捉标的价格温和下跌，而又不想承担太多的上行风险的投资者。

请务必阅读最后重要事项

卖出熊市价差策略

卖出熊市价差策略是指卖出一份执行价的看跌期权，同时买入一份相同到期日更低执行价的看跌期权。该策略一般用于预期未来市场下方支撑力度强劲，不会出现大幅下跌的情况。相比单边卖出看跌，虽然收取的权利金减少，但发生黑天鹅事件时，也避免了巨大的损失，能较好的防范尾部风险。

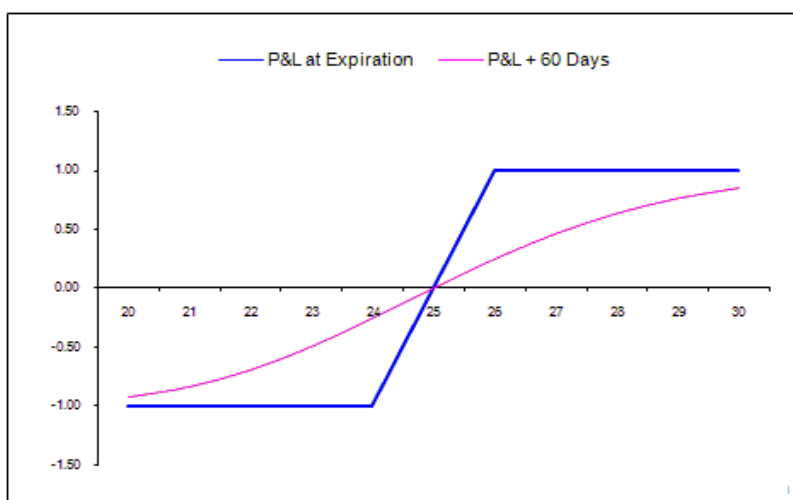


图 3-10：卖出熊市价差损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

最大风险	$(\text{高执行价格} - \text{低执行价格}) - \text{最大收益}$
最大收益	净权利金
损益平衡点	高执行价格 - 最大收益
履约后头寸	看跌期权多头转换为标的物空头，看跌期权空头转换为标的物多头

表 3-11：卖出熊市价差风险损益表

数据来源：方正中期研究院整理

2022 年以来，黄金价格维持弱势震荡，7 月初受美国通胀数据影响，黄金大幅下挫，但下方支撑力度仍十分强劲，因此有投资者预计当前位置或是阶段性底部，于是以 2.8 元/克卖出一份黄金期货看跌期权 AU2208P372，后面又以 0.9 元/克买入一份虚值看跌期权 AU2208P364，两个期权的存续期都将近 20 天。



图 3-12：黄金期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

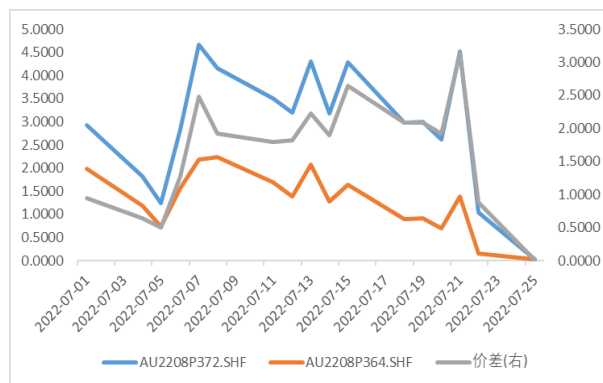


图 3-13：黄金期权卖出熊市价差损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，在 7 月初黄金期货合约价格再跌破 372 以后，仍继续下行，但未跌破 364。若在到期日，期货价格仍在 372 以下，投资者才会亏损。若到期日黄金跌到 364 以下，达到最大亏损。另外，还可以看到，由于这段时间黄金下跌，但下方支撑力度较大，在到期日之前又反弹至 372 以上，最终仍获取了收益。所以该种策略适合于底部支撑力度较为强劲，而又不想承担太多的下行风险的投资者。

卖出牛市价差策略

卖出牛市价差策略是指卖出一份执行价较低的看涨期权，同时买入一份相同到期日更高执行价的看涨期权。该策略一般用于预期未来市场上压力较大，不会出现大幅上涨的情况。与牛市看跌期权类似，相比单边卖出看涨，虽然收取的权利金减少，但发生黑天鹅事件时，也避免了巨大的损失，能较好的防范尾部风险。

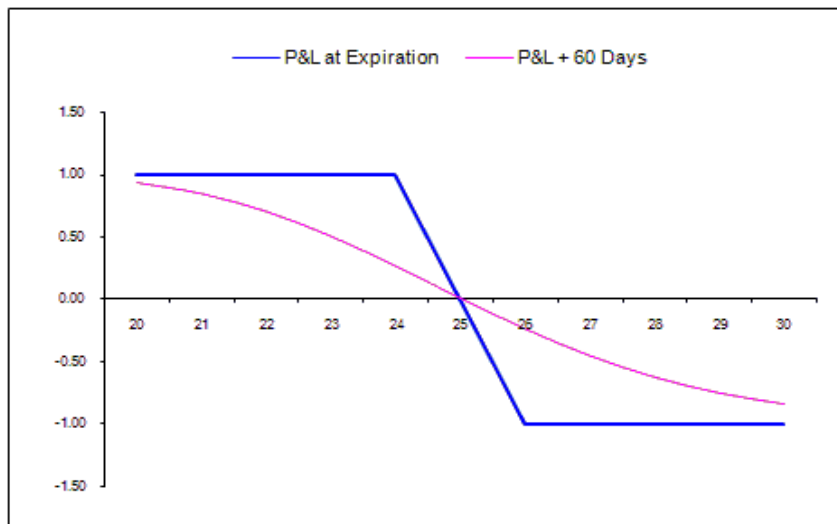


图 3-14: 卖出牛市价差损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

最大风险	(高执行价格-低执行价格)-最大收益
最大收益	净权利金
损益平衡点	低执行价格+最大收益
履约后头寸	看涨期权多头转换为标的物多头，看涨期权空头转换为标的物空头

表 3-15: 卖出牛市价差风险损益表

数据来源：方正中期研究院整理

2022 年 8 月初，PTA 经过一轮大幅下挫后，迎来阶段性反弹。但有投资者预计 6000 上方压力较大，遂以 300 元/吨卖出一份 PTA 期货看涨期权 TA2301C6000，后面又以 200 元/吨买入一份虚值看涨期权 TA2301C6400，净收入权利金 100 元/吨，两个期权的存续期都将近 3 个月。



图 3-16: PTA 期货主连日 K 线图

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

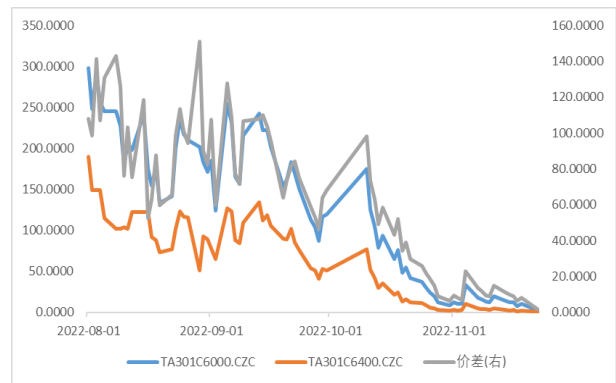


图 3-17: PTA 期权卖出牛市价差损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到, 在 8 月初 PTA 期货合约价格反弹至 6000 附近后, 上涨乏力, 后面开始横盘震荡。期权权利金也逐渐减少。事实上, 只有当到期日, 期货价格涨到 6100 以上, 投资者才会亏损。若到期日 PTA 涨到 6400 以上, 亏损达到最大。所以该种策略适合于上方压力较为强劲, 而又不想承担太多的上行风险的投资者。

在上面的四个价差策略中, 我们可以看到买入牛市价差策略与卖出熊市价差策略收益曲线相同, 买入熊市价差策略与卖出牛市价差策略收益曲线相同。但在使用策略时的内在逻辑却完全不同。事实上, 我们可以把上述的四个价差策略看成是单腿策略的延伸。作为买方时, 由于权利金较贵, 我们可以卖出虚值期权降低成本, 从而有了买入牛市价差和买入熊市价差两个策略。作为卖方时, 若是单腿策略, 我们卖出的是压力位的看涨期权以及支撑位的看跌期权, 但我们仍害怕黑天鹅尾部事件的发生, 因此可以买入虚值期权作为保护。虽然收取权利金减少, 但发生黑天鹅事件时, 也避免了巨大的损失, 能较好的防范尾部风险。这也就构成卖出牛市价差以及卖出熊市价差策略。总的来说, 价差策略需要较好的择时能力, 对标的走势判断较为准确时, 才能获取更多的收益, 不建议一直持有, 若方向判断错误, 要及时进行止损。此外, 虽然构建价差策略时, 相较于单腿策略已经降低了成本, 但仍需要对仓位进行控制。若持续持有高仓位, 此时与持有单腿策略无异, 若方向判断错误, 仍将出现大幅回撤。

二、波动率策略

买入跨式策略

买入跨式策略是指买入一份看跌期权，同时买入一份具有相同到期日、相同执行价的看涨期权。该策略适用于预期未来市场将发生大幅波动，但不确定方向，这时就可以使用跨式策略来捕捉市场的巨幅波动。类似地，也可买入宽跨式策略来捕捉市场波动的收益。相较于买入跨式策略，买入宽跨式策略的成本更低，但是需要市场更大的波幅才能赚取收益。

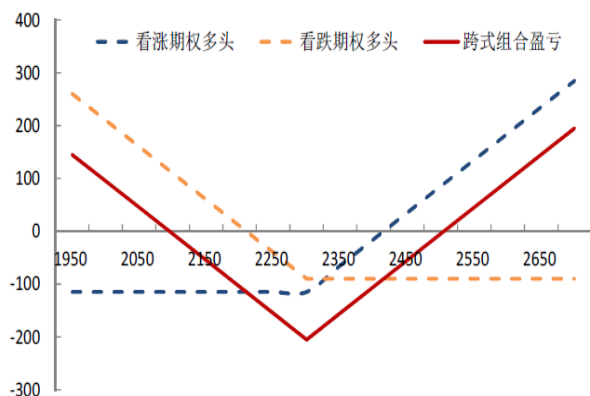


图 3-18: 买入跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

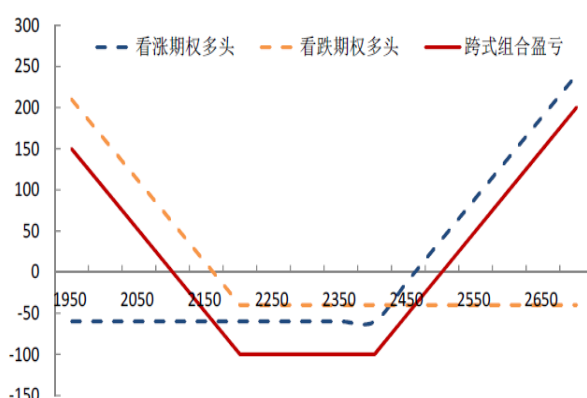


图 3-19: 买入宽跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

此外，还需要说明的是，跨式策略是用于捕捉市场瞬时的巨幅波动，由于是买入看涨和看跌期权，会面临 Theta 和 Vega 风险，不适合投资者一直持有，要及时的止盈止损。

最大风险	所支付的全部权利金。随着时间的耗损，对头寸不利
最大收益	价格上涨，收益增加，收益=标的物价格-执行价格-权利金 价格下跌，收益也增加，收益=执行价格-标的物价格-权利金
损益平衡点	高平衡点=执行价格+总权利金；低平衡点=执行价格-总权利金
履约后头寸	两类期权不可能同时履约。上涨有利于执行看涨期权获得期货多头头寸， 下跌有利于看跌期权获得期货空头头寸

表 3-20: 买入跨式风险损益表

数据来源：方正中期研究院整理

2022 年 2 月 24 日俄乌战争爆发，油价大幅波动，原油期货隐波波动率一度升至 100% 以上。若在当时买入跨式或宽跨式策略则收益颇丰。以 30 元/桶买入一份 SC 期货看涨期权 SC2204C630，后面又以 24 元/桶买入一份看跌期权 SC2204P630，净支出权利金 54 元，两个期权的存续期还剩半个多月。



图 3-21：原油期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

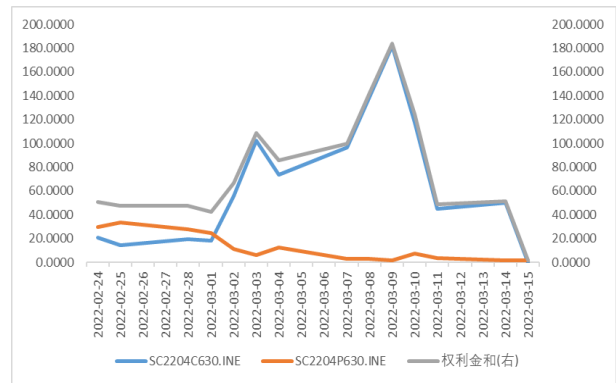


图 3-22：原油期货买入跨式损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，俄乌战争爆发后，原油价格发生巨幅波动。看涨期权价格最高涨至 180 以上，看跌期权价格几乎跌至 0 附近。看涨期权一端赚取的收益大于最初付出的权利金，从而能够获利。所以该策略适合于捕捉市场的巨幅波动。但还需注意到，随着日期临近，原油也发生大幅回撤，若将期权合约一直持有至到期日，则会发生亏损。因此，对于买入跨式或宽跨式策略的投资者，若对市场判断错误，或盈利出现大幅回撤，一定要及时止损或止盈离场，不建议一直持有。

卖出宽跨式策略

卖出宽跨式策略是指卖出一份低执行价的看跌期权，同时卖出一份具有相同到期日、高执行价的看涨期权。与买入跨式策略相反，卖出宽跨式策略适用于预期市场不会发生大幅波动，会在某一区间内震荡，希望能赚取 Theta 的收益。若当前期权隐波处于高位，随着市场盘整，期权隐波大概率将回落，这时还可以赚取 Vega 收益。另外，需要说明的是，卖出跨式或宽跨式是收益有限，风险无限的策略，因此，该策略可以不止盈，一直持有赚取 Theta 收益。但是若标的价格突破震荡区间，这时一定要注意止损。

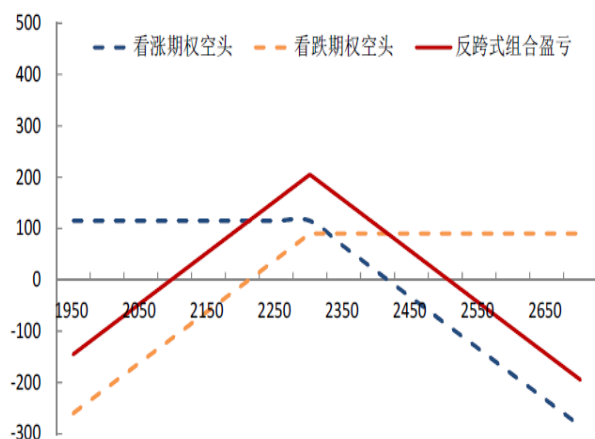


图 3-23: 卖出跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

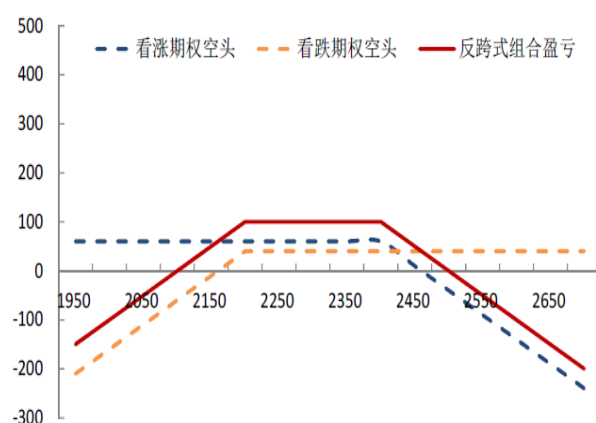


图 3-24: 卖出宽跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

最大风险	<p>如果价格上涨超过高平衡点，期权买方有权执行看涨期权，</p> <p>卖方损失=执行价格-标的物价格+权利金</p> <p>如果价格下跌超过低平衡点，期权买方有权执行看跌期权，</p> <p>卖方损失=标的物价格-执行价格+权利金</p>
最大收益	所收取的全部权利金
损益平衡点	高平衡点=看涨期权执行价格+总权利金；低平衡点=看跌期权执行价格-总权利金
履约后头寸	如果价格上涨，则履约后为标的物空头头寸；如果价格下跌，则履约后为标的物多头头寸

表 3-25: 卖出宽跨式风险损益表

数据来源: 方正中期研究院整理

2022 年 8 月中下旬，随着糖价一波大幅下挫后，有投资者预计未来或在 5400-5600 区间之内震荡。以 150 元/吨卖出一份白糖期货看涨期权 SR301C5600，后面又以 75 元/吨卖出一份看跌期权 SR301P5400，净收入权利金 225 元，两个期权的存续期还剩 3 个多月。



图 3-26：白糖期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

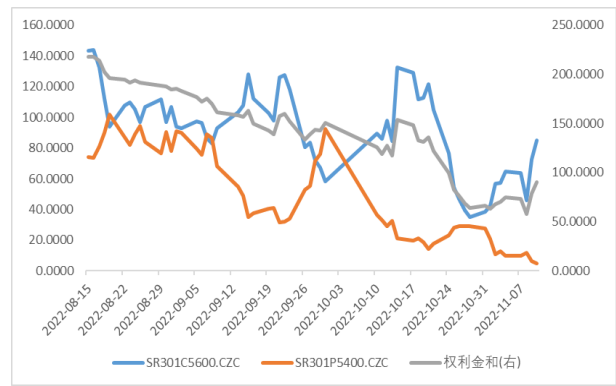


图 3-27：白糖期权卖出宽跨式损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，由于白糖一直在 5400-5600 区间之内震荡，期权的权利金不断随时间流逝。所以该策略适合于震荡行情。但还需注意到，在大部分时间卖出跨式策略都是盈利的，若符合投资者预计，则可以不止盈，但是若标的价格突破震荡区间，此时一定要注意止损。

从上面可以看到，卖出宽跨式策略在大部分时间内是盈利的，而当损益曲线发现突变时，往往是伴随着大幅回撤，这与买入跨式策略恰恰相反。这主要是由期权的性质决定，当标的波动较大时，买入跨式策略在 Delta 和 Gamma 上获取较大收益，此时也往往伴随的期权隐波的上涨，投资者也能获取 Vega 的收益，从而加速利润上行；而当标的横盘震荡，卖出宽跨式策略主要通过赚取 Theta 获取收益。而我们知道 Theta 损耗是一个逐步递增的过程，随着到期日的临近，Theta 才逐步增强，因此卖出宽跨式策略虽然在绝大部分时间一直在盈利的，但其收益较为缓慢。此外，买入跨式和宽跨式策略对择时能力同样要求较高，需要市场大幅波动才能获取盈利，若对市场判断错误，或盈利出现大幅回撤，此时要及时止损或止盈离场，不建议一直持有。而对于卖出宽跨式策略，与之相反，在大部分时间内可以一直持有，即可以不止盈，但是若标的价格突破震荡区间，此时一定要注意止损。

最后，值得一提的是，我们还可以把上一部分价差策略思想放到跨式策略之中。由于买入跨式或宽跨式成本昂贵，因此我们可以卖出虚值的期权来降低成本。此时，跨式及宽跨式策略就演变成蝶式及鹰式策略。类似地，卖出跨式和宽跨式时，可买入虚值期权做保护，发生黑天鹅事件时，能避免了巨大的损失，较好的防范尾部风险。

三、标的+期权组合策略

备兑策略

备兑策略是指投资者在已经拥有标的、或者买入标的的同时，卖出相应数量的看涨期权。该策略适用于长期看好标的走势，但最近不温不火，有时有点小涨，有时干脆一动不动，没有达到投资者的预期价位。或者投资者愿意在预期价位卖出，这时标的还未达到预期价位，投资者想降低持仓成本，以应对未来的不确定性。

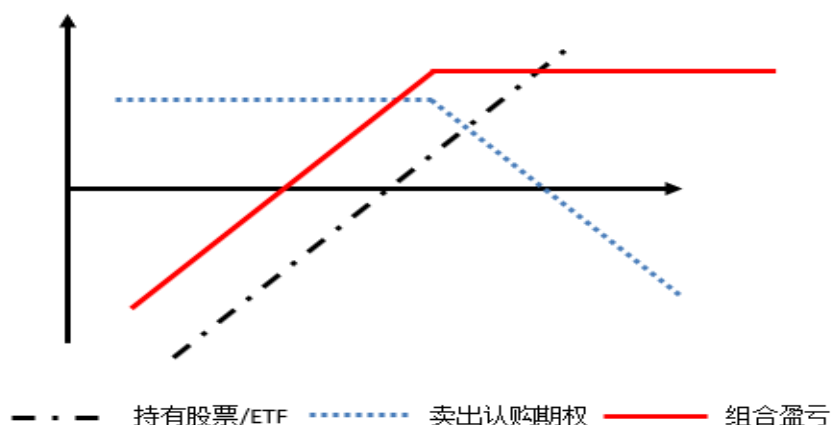


图 3-28：备兑策略损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

2022 年 9 月初，甲醇市场低迷，某一贸易商为了降低成本提高销售收入。在持有现货的基础上，卖出看涨期权构建备兑策略。当时选择合约为 MA301C2800，权利金为 95 元/吨，期权的存续期还剩 2 个多月。



图 3-29：甲醇期货主连日 K 线图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

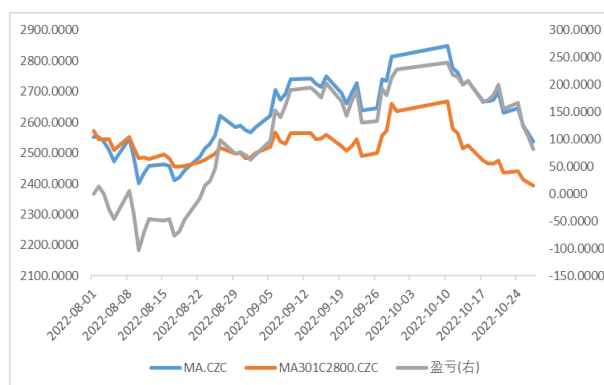


图 3-30：甲醇期权备兑策略损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，甲醇的价格一度上涨突破 2800，虽然在期权头寸上有所亏损，但标的收益大于期权头寸的亏损，使得整体盈亏曲线仍是上行。随着 10 月中旬甲醇高位回落，期权权利金快速下跌。但标的亏损大于期权的盈利，因此整体盈亏曲线也是下行。所以该策略适合于震荡行情。或小幅上涨行情，若标的出现大幅回撤，权利金无法抵补标的下跌的损失。

保险策略

期权保险策略，也称保护性买入看跌策略，是指投资者在已经拥有标的、或者买入标的的同时，买入相应数量的看跌期权。该策略适用于长期看好标的，但是又害怕市场出现黑天鹅事件，于是买入看跌期权进行保护。该策略优点是可以有效地防止市场黑天鹅事件对策略净值的冲击，减小策略回撤，使策略在下跌市也能有不错的表现。不过，在处于上涨行情中，买入看跌期权将承受权利金的损失，使得策略成本上升。事实上，通过期权合成，我们还可以发现保险策略的到期收益曲线与买入看涨期权相似，因此，我们也可以从看涨期权角度加深理解保险策略。

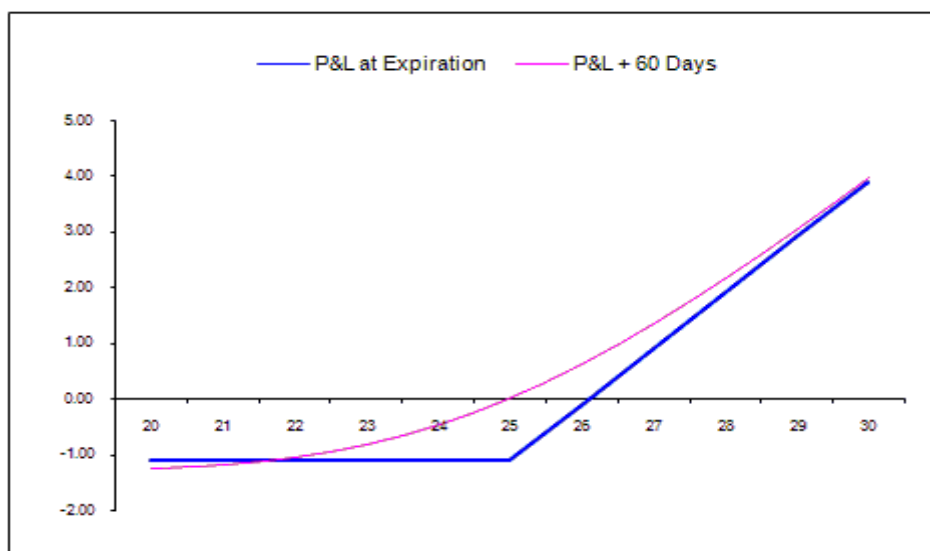


图 3-31：保险策略到期损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

2022年6月初，某棉花贸易商根据自身购销情况及市场判断，担心未来棉花价格可能下跌，并且该企业库存较大，担心价格下跌造成损失。为对冲价格大幅下跌带来的损失，并保留价格上涨的盈利机会，该生产企业买入CF209P18000合约进行保值，合约价格为100元/吨，期权的存续期还剩2个多月。



图 3-32：棉花期货主连日 K 线图

数据来源：方正中期研究院整理

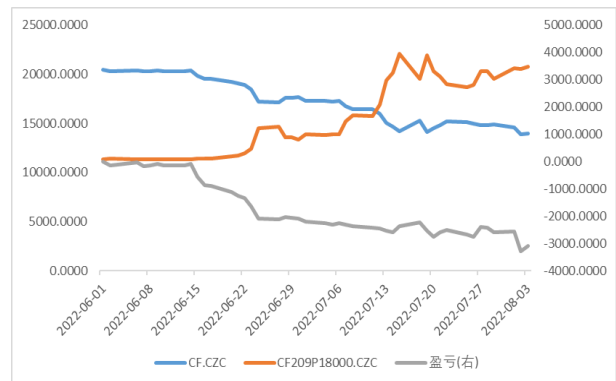


图 3-33：棉花期权保护性策略损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

从上面的曲线中可以看到，由于棉花在6月中旬开启大跌模式，看跌期权的权利金大幅上涨，虽然仍未弥补标的的下跌，但棉花最大亏损截断了，避免进一步的大幅亏损，在一定程度上达到了保值的目的。保险策略最大优势是保值的同时拥有增值的可能。如果价格朝着有利的方向变动，那么现货、期货头寸会出现盈利，现货朝着有利方向变动的幅度越大，则盈利也越大。这种策略的弊端是需要付出权利金作为保值成本。

总的来说，使用备兑策略和保险策略的前提条件是看好标的未来走势。如果标的暂时表现不佳，横盘震荡较久，备兑策略能增厚利润，但若标的短期内出现大幅上涨，则利润封顶；当标的出现黑天鹅事件，保险策略能够提供缓冲，减小策略回撤，但由于是买入看跌期权，需要付出权利金，因此其成本也相对较高。从这也可以看到，备兑和保护性策略也需要择时，而不能“无脑”持有。事实上，期权作为一个精细化管理工具，无论是哪一种期权策略均对择时能力有一定要求，没有无脑躺赢的策略。投资者需要根据行情的走势判断以及自身风险承受能力，选择相应的策略。

第四部分 总结与展望

2022 年全球衍生品市场仍延续增长态势，其中期权交投增长尤为显著，2022 年前 10 月成交量已超 2021 年全年。国内方面，近几年市场波动明显加大，在高波动行情下，企业和投资者对风险管理的需求显著上升，期权凭借其独有非线性的优势，成为投资和风险对冲管理工具的“新星”，市场规模稳步增长。而随着 2022 年 9 个期权品种的上市，当前我国期权品种已经达到 33 个品种，全面覆盖金融、农产品、能源、化工、黑色、有色、贵金属等板块。随着我国金融市场开放进一步扩大，未来期货品种也将进一步丰富，而成交量活跃的商品期货品种都将有机会上市期权品种。

展望 2023 年，我们认为，未来大宗商品价格趋势依然较弱，或仍将低位震荡为主，且不排除出现新低点，尤其工业品受面临全球经济衰退这一基本面压力。预计 2023 年上半年美联储货币政策将从缓慢紧缩逐步转向暂停紧缩甚至宽松，尤其二季度可能是政策预期变化的主要时期，届时大宗商品价格将受到阶段支持。同时国内经济的持续复苏有助于内需为主的商品需求的改善，尤其是黑色金属、有色金属以及能化下游品种。综合来看，多重宏观因素叠加下市场整体偏弱，但黑色强于有色强于能源的潜在逻辑基础不变。重点仍需关注美联储货币政策节奏、全球经济衰退风险以及国内需求、出口表现。

操作上，对于投机客户，我们分别从方向性策略、波动率策略、时间性策略三个维度给出操作建议。在方向性策略方面，可买入单腿策略或构建价差策略，但一定要注意控制好仓位，每次建仓所用资金占总资金不超过 5%，利用好期权“以小博大”的功能，把握赔率机会。重点关注波动较大且流动性较好的能源化工、黑色、油脂等期权品种，比如原油、PTA、甲醇、铁矿石、棕榈油等。在波动率策略方面，宏观市场不确定性仍在，海外衰退预期较大，商品市场或再起波澜，期权隐波也将再度走强，可把握相关品种的 Gamma 和 Vega 机会。比如，原油、棕榈油、LPG、铁矿石等期权。在时间维度方面，一是把握中长期做空 Gamma 机会，赚取 Theta 收益，可关注波动较小的农产品，比如玉米、白糖。二是对于大方向较为明确的品种，则可单边卖出期权。比如上半年卖出黑色和有色以及能化下游的相关品种的看涨期权。黄金、橡胶则可单边卖出看跌期权。

对于企业客户而言，我们则更多推荐防御性的操作策略，把握 2023 年上半年反弹做空的库存保值时机，下游的企业客户可选择保护性套保策略。对于上游的企业客户，则可逐步卖出看涨期权和买入看跌期权的领口策略进行套保。比如铜、铝等有色品种。而随着 2023 年下半年国内经济持续复苏，商品价格有望迎来阶段性反弹，此时下游企业则要把把握买保机会，提前锁定成本。期权上则可选择以卖出看跌期权为主，择机买入看涨或牛市价差为辅的合成多头策略。

请务必阅读最后重要事项

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

请务必阅读最后重要事项

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。