

PX 期权特征与策略展望

2024 年 7 月 17 日 星期三

兴证期货. 研究咨询部

内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人: 周立朝

邮箱: zhoulc@xzfutures.com

PX 期权上市不足一年, 该品种成交与持仓量整体偏低, 成交 PCR 与持仓 PCR 值历史均值较低, 近期受下跌行情影响, 成交 PCR 值上升, 但成交量维持低位, 空头情绪持续性不足, 短期来看, 仍然维持低波低量的区间震荡格局。波动率方面, 经过长期震荡行情的演绎, PX 历史波动率与期权隐含波动率持续走低, 期权合约权利金便宜, 当前 PX 期权隐含波动率处于上市以来的 10% 分位以下, 做多波动率的优势比较显著: 久盘之后突破概率逐渐增大, 低波低权利金成本。常用的做多波动率策略有买入跨式与买入宽跨式。在合约月份选取方面, 可以关注偏远月买入跨式组合, 远月合约对于隐含波动率变化的影响更加敏感, 远月合约 vega 值更大, 而且合约时间价值衰退速度很慢, 可以在相对充裕的时间内捕捉突破行情。

报告目录

1. PX 价格呈区间震荡形态.....	3
2. PX 期权成交、持仓结构特征.....	3
3. PX 期权波动率分布.....	5
4. 总结.....	6

图表目录

图表 1 PX 价格区间震荡.....	3
图表 2 PX 期权成交量与持仓量（手）.....	4
图表 3 PTA 期权成交 PCR 与持仓 PCR.....	4
图表 4 历史波动率锥.....	5
图表 5 隐含波动率锥.....	5
图表 6 历史波动率走势.....	6
图表 7 隐含波动率走势.....	6

1.PX 价格呈区间震荡形态

PX(对二甲苯)期权上市时间为 2023 年 9 月份,在不足一年的时间内,期间整体处于 8200 元/吨至 9000 元/吨区间内震荡,标的主力期货日均成交手数不足 10 万手,成交活跃度偏低。长期震荡后,市场对于后期突破方向的分歧较大。

图表 1 PX 价格区间震荡



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

2.PX 期权成交、持仓结构特征

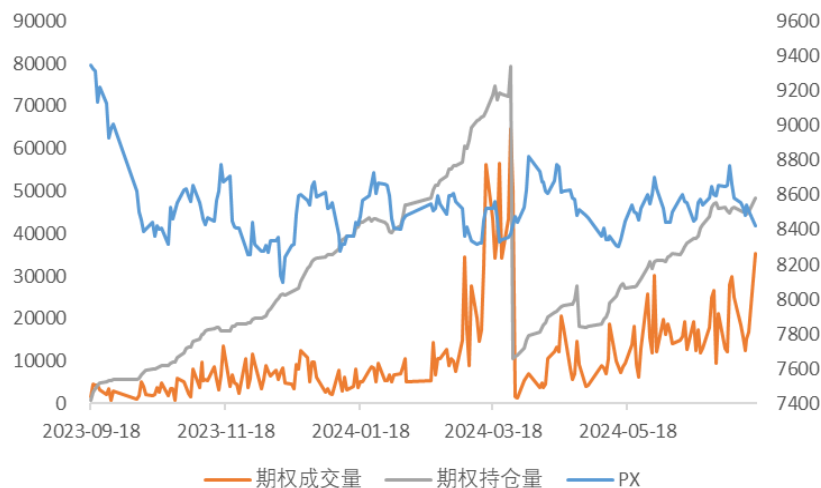
自 PX 期权上市至今,日均成交量为 11275 手,日均持仓量为 31336 手,整体成交量与持仓量低,相比之下,同一时间段 PTA 期权的日均成交量为 449625 手,持仓量为 434297 手。主要原因在于标的期货 PX 的成交量偏低,市场对该品种的交易需求较少。

从期权沽购比率(PCR 值)来看,上市以来,PX 期权成交 PCR 均值为 73.56%、持仓 PCR 均值为 63.48%。同一时间段 PTA 期权成交 PCR 与持仓 PCR 分别为 72.30%、82.12%。两个期权品种沽购比率的均值不高,主要原因在于去年 9 月至今,PTA 与 PX 价格主要以区间震荡为主,波动率持续走低,多空情绪释放空间有限。截止到 7 月 15 日,PX 期权成交 PCR 值收于 91.91%,持仓 PCR 值收于 65.40%。

一般情况下,持仓 PCR 与期权标的价格为正向关系,成交 PCR 与期权标的价格为反向关系。当标的价格上涨时,投资者会偏向于投资看涨期权的虚值合约;当虚值期权转化为实值时,投资者会再买入新的虚值看涨期权,进而推升看涨期权的成交量,但期权的持仓量并未明显改变。另一方面,随着标的价格上涨,看跌期权逐步沦为虚值,投资者逐步套牢。部分持有看跌期权的投资者被动套牢,放弃期权的操作,导致看跌期权的成交量下降,但持仓量上升,且持

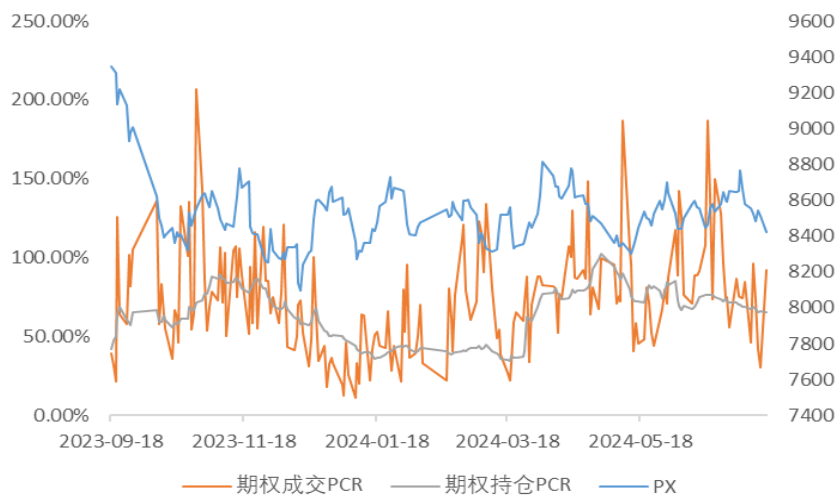
仓量随虚值程度的加深而积累。从 PCR 曲线的运行特征还可以看出，二者服从均值回归特征，这一特征与波动率曲线的特征相同，当出现极低的成交 PCR 值时，需要注意可能出现短空行情刺激成交 PCR 回升，同理，当成交量 PCR 极高时，空头情绪宣泄出清，有望迎来标的价格上涨行情。当前 PX 期权成交 PCR 高于该品种的均值水平，近期 PX 价格震荡下跌，空头情绪有所增加，仍处于价格震荡区间，本轮下跌持续性有待观察。

图表 2 PX 期权成交量与持仓量（手）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3 PX 期权成交 PCR 与持仓 PCR

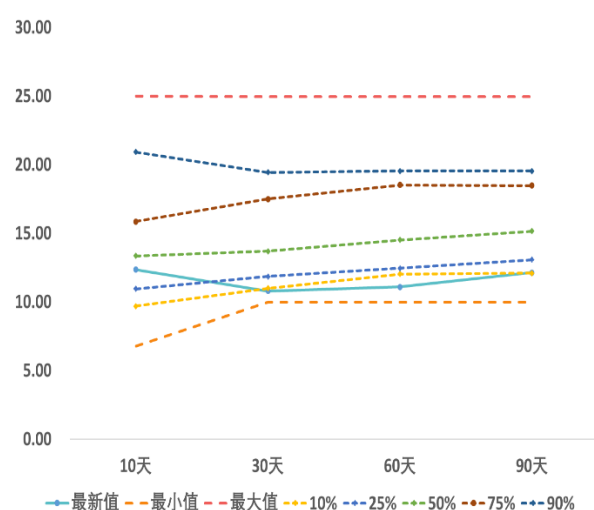


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

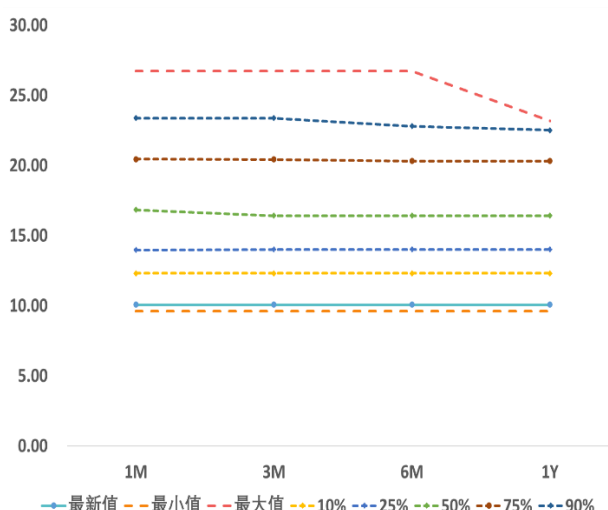
3.PX 期权波动率分布

PX 期权上市以来，波动率处于下降通道，这一点特征与同一时间段的 PTA 相似。PX 历史波动率（HV）与隐含波动率（IV）重心下移。以 10 天、30 天、60 天、90 天周期历史波动率为例，截止到 7 月 16 日收盘，以上周期历史波动率分别为 12.35%、10.80%、11.09%、12.12%，后三个周期的历史波动率普遍低于样本中的 10%分位，处于低波数值区域。隐含波动率方面，基于期限结构的隐波数值，1M 代表临近一个月到期的合约，当前 1M、3M、6M、1Y 期限合约的隐波均接近 9.6%，低于 10%分位，不同月份隐含波动率期限结构的波差微小，远月合约定价相对近月被低估。结合历史波动率锥与隐含波动率锥，当前 PX 处于历史波动率与隐含波动率低波共振的局面。一方面，波动率也服从均值回归特征，后市升波概率与升波空间较大；另一方面，期权隐含波动率极低，权利金定价便宜，期权买方成本低。

图表 4 历史波动率锥

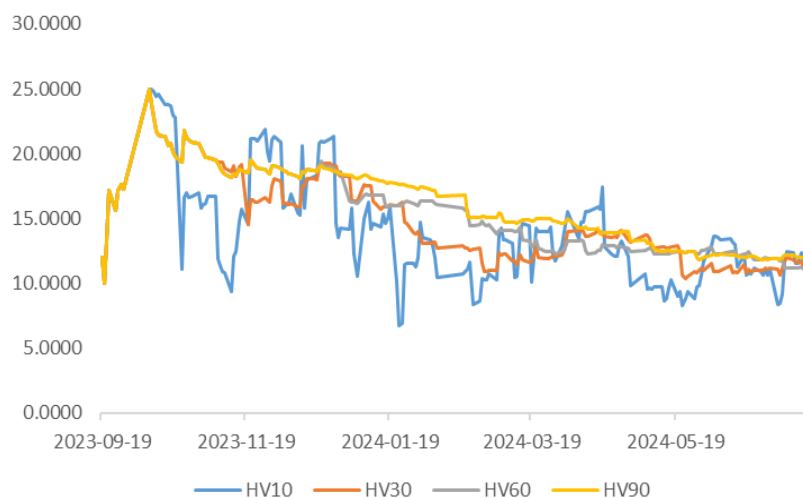


图表 5 隐含波动率锥



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 6 历史波动率走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 7 隐含波动率走势



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

4.总结

PX 期权新上市不足一年，该品种成交与持仓量整体偏低，成交 PCR 与持仓 PCR 值历史均值较低，近期受下跌行情影响，成交 PCR 值上升，但成交量维持低位，空头情绪持续性不足。波动率方面，长期震荡行情的演绎，致使历史波动率与期权隐含波动率持续走低，期权合约权利金便宜，基于以上特征，做多波动率的优势比较显著：久盘之后突破概率逐渐增大，低波低权利金成本。常用的做多波动率策略有买入跨式与买入宽跨式。买入跨式、买入宽跨式组合由买入看涨与买入看跌期权构成（通常称为双买策略），适合大涨大跌的突破式行情，属于经典

的做多波动率策略。但是在波动率下降的震荡行情中，策略容易受到隐波回落以及时间价值磨损的风险。二者到其最大损失为看涨与看跌期权的权利金之和，最大收益理论上无上限。

当前 PX 期权隐含波动率处于上市以来的 10%分位以下，具有低成本的优势。在合约月份选取方面，可以关注偏远月买入跨式组合，远月合约对于隐含波动率变化的影响更加敏感，远月合约 vega 值更大，而且合约时间价值衰退速度很慢，可以在相对充裕的时间内捕捉突破行情。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。