

乾坤待定，热度与波动并存

---2025 年期权行情展望

张雪慧

投资咨询从业资格号：Z0015363

Zhangxuehui022447@gtjas.com

张银

投资咨询从业资格号：Z0018397

Zhangyin023941@gtjas.com

报告导读：

目前已上市金融期权与商品期权品种总数达 62 个，年度新增 10 个商品期权品种。2024 年上半年金融期权市场交投火热，成交持仓规模都大幅增长，投机度上升。年内成交持仓 PCR 均突破 1，市场具有看涨信心。金融期权波动率年内两次大幅拉升，尤其是国庆期间隐波随市场上行急剧拉升，为国内期权上市以来第二大波动变化；各品种偏度极端值比例都上升，大部分品种期限结构倒挂占比增加，不同板块期权品种跨市场波动率差异明显扩大。对于明年的金融期权的隐含波动率走势，我们认为可能市场会延续当前市场的中高波动性，未来较短一段时间内隐波可能会继续下行或中位震荡。

商品期权成交量在 2024 年春节后反弹并持续上升。持仓量受交易风格调整的影响较小，仍然周期性震荡增仓。从 2024 年商品期权各品种成交量占比来看，纯碱、白银和 PTA 的交易量靠前，成交额排名靠前的三位是白银、铁矿石和原油。商品期权波动率在 2024 年明显先升高后回落，上半年跟随期货价格正相关震荡上升，下半年在国庆节前后剧烈波动。

投资展望：金融期权市场交易热度高，波动率交易机会多，可关注备兑、基差套利、固收+、期权 CTA 等方向；关注国债期权上市进度。商品期权市场短期期权合约新规则即将出炉，各大交易所也在积极筹备新品种期权的上市工作。

目录

1. 金融期权市场概况	3
1.1 金融期权市场交投火热	3
1.2 成交持仓 PCR 均突破 1，市场具有看涨信心	5
1.3 金融市场波动率四季度冲高，为上市以来第二大波动变化	6
1.4 除中证 1000 外，其他品种偏度极端值比例都上升	8
1.5 超半数品种期权期限结构倒挂占比增加，科创 50ETF 期权倒挂天数占比超 50%	9
1.6 不同板块期权品种跨市场波动率差异明显扩大	10
2. 商品期权市场概况	12
2.1 商品期权交易量调整后冲高，年度新增 10 个商品期权品种	12
2.2 商品期权波动率分析	15
3. 金融期权常用策略跟踪与备兑策略指数发布	17
3.1 沪深 300 股指期权策略表现回顾	17
3.2 上证 50ETF 期权策略	18
3.3 中证 1000 股指期权策略	19
3.4 国泰君安沪深 300 备兑策略指数 WIND 上架与编制方法	20
4. 期权市场交易机会复盘	22
4.1 通过期权合成期货基差对股指期货基差的预示作用进行基差套利	22
4.2 商品期权交易机会复盘	23
4.2.1 双买期权策略的胜率提高	23
4.2.2 风险逆转策略的布局机会	24
4.2.3 卖出期权的获利空间增厚，风控要求也提高	25
5. 投资展望	26
5.1 金融期权投资展望：市场交易热度高，波动率交易机会多	27
5.2 商品期权投资展望：新合约新规则即将出炉	27

(正文)

1. 金融期权市场概况

1.1 金融期权市场交投火热

2024 年金融期权市场未上市新品种，截止到 2024 年 11 月 26 日，场内金融类期权品种数量共计 12 个，其中上交所 5 个，深交所 4 个，中金所 3 个。上交所上市的期权品种有上证 50ETF 期权（510050.SH），华泰柏瑞 300ETF 期权（510300.SH），南方中证 500ETF 期权（510500.SH），科创 50ETF 期权（588000.SH）和科创板 50ETF 期权（588080.SH）；深交所上市的品种有嘉实 300ETF 期权（159919.SZ），嘉实中证 500ETF 期权（159922.SZ），创业板 ETF 期权（159915.SZ），深证 100ETF 期权（159901.SZ）；中金所上市的期权品种有沪深 300 股指期货期权（000300.SH），中证 1000 股指期货期权（000852.SH）和上证 50 股指期货期权（000016.SH）。各期权近两年的日均成交量、日均持仓量与日均成交额变化如图所示。

图 1：2024 年金融期权市场日均成交量、日均持仓量和日均成交额都相较 2023 年大幅上升（万张/亿元）

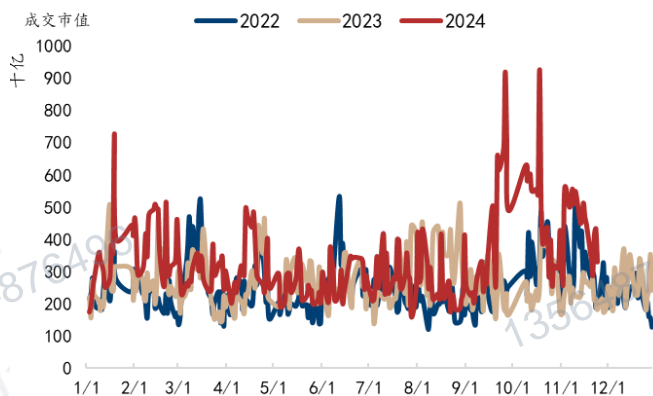
期权品种	2023 年度			2024 年度（截至 11.26）			变化		
	成交量	持仓量	成交额	成交量	持仓量	成交额	成交量	持仓量	成交额
上证 50ETF 期权（510050.SH）	190.96	230.23	7.30	140.84	177.61	5.73	-26.25%	-22.85%	-21.44%
华泰柏瑞 300ETF 期权（510300.SH）	124.69	158.77	6.64	122.08	141.25	6.92	-2.09%	-11.04%	4.22%
嘉实 300ETF 期权（159919.SZ）	19.83	25.98	1.03	18.98	27.00	1.05	-4.30%	3.91%	1.46%
沪深 300 股指期货期权（000300.SH）	10.00	18.19	4.81	10.32	17.58	5.83	3.18%	-3.35%	21.12%
南方中证 500ETF 期权（510500.SH）	54.13	71.60	3.91	134.47	107.54	11.41	148.41%	50.18%	191.89%
嘉实中证 500ETF 期权（159922.SZ）	13.28	18.45	1.04	25.98	28.36	2.30	95.63%	53.75%	120.40%
中证 1000 股指期货期权（000852.SH）	7.24	10.21	4.91	17.87	20.36	16.26	146.73%	99.53%	231.40%
创业板 ETF 期权（159915.SZ）	76.29	97.35	2.98	106.20	118.43	4.79	39.22%	21.65%	60.86%
上证 50 股指期货期权（000016.SH）	4.50	7.60	1.40	4.24	7.32	1.53	-5.89%	-3.76%	9.42%
深证 100ETF 期权（159901.SZ）	9.56	13.05	0.40	9.68	14.42	0.42	1.28%	10.53%	4.34%
科创 50ETF 期权（588000.SH）	48.00	96.48	1.19	62.02	120.00	1.94	29.22%	24.37%	62.95%
科创板 50ETF 期权（588080.SH）	19.53	37.88	0.45	32.93	56.83	0.89	68.61%	50.00%	99.51%
合计	550.11	730.27	35.38	685.61	836.68	59.08	24.63%	14.57%	66.97%

注：2023 年上市不满整年的品种，日均算法为单品种总量/实际存续天数；全市场日均算法为全市场总量/全年交易日。

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

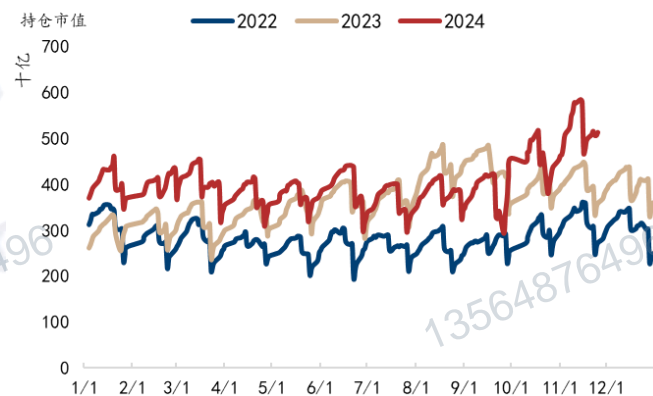
2024 年金融期权市场日均成交量、日均持仓量和日均成交额都相较 2023 年大幅上升。金融期权市场 2024 年日均成交量 685.61 万张，相较于 2023 年上升了 24.63%；日均持仓量 836.68 万张，相较于 2023 年上升了 14.57%；日均成交额 59.08 亿元，相较于 2023 年上升了 66.7%。市场交易在四季度最为火热，全市场 2024 年成交量、持仓量、成交额峰值分别为 1740.99 万张（2024 年 10 月 18 日）、1048.12 万张（2024 年 11 月 26 日）和 307.38 亿元（2024 年 9 月 30 日）。分品种来看，南方中证 500ETF 期权和中证 1000 股指期货期权的成交持仓规模在环比变化上增长最为显著。

图 2：全市场成交市值环比增长



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

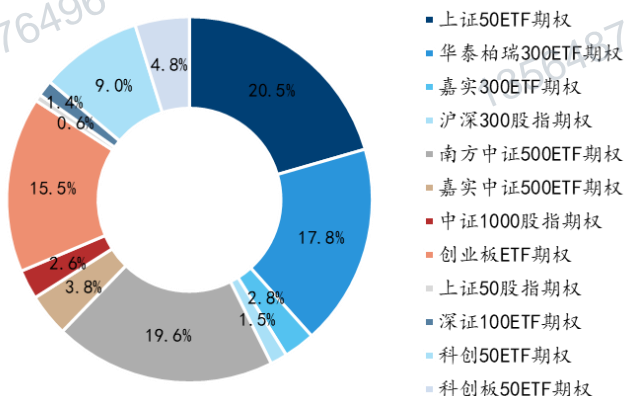
图 3：全市场持仓市值环比增长



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

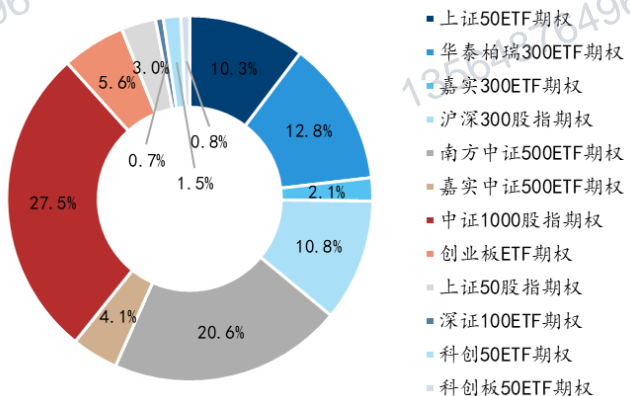
2024 年金融期权市场成交市值规模和持仓市值规模都大幅增长，且在四季度增长明显。日均成交市值规模 3408.15 亿元，日均持仓市值规模 4023.13 亿元，相较于 2023 年分别增长了 28.65%和 8.72%。2024 年成交市值和持仓市值的峰值分别为 9278.68 亿元（2024 年 10 月 18 日）和 5842.31 亿元（2024 年 11 月 13 日）。

图 4：各品种成交量占比，上证 50ETF 期权、南方中证 500ETF 期权占据主要份额



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5：各品种成交市值占比，中证 1000 股指期权占比最大

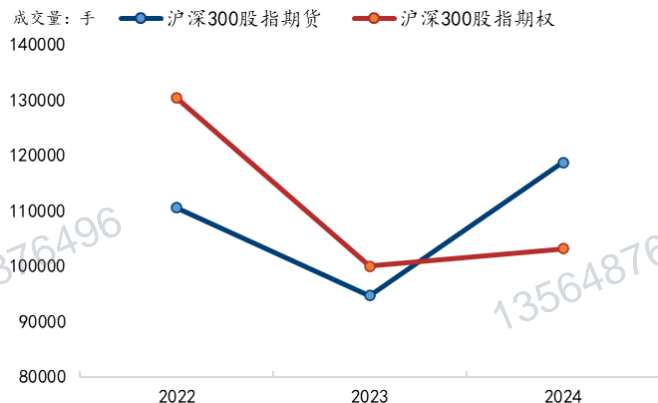


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

从各品种成交量占比来看，上证 50ETF 期权、南方中证 500ETF 期权占据主要份额。其中，南方中证 500ETF 期权成交量占比相较 2023 年明显上升，从 7.9%上升至 19.6%；上证 50ETF 期权成交量占比虽然最大，但相较 2023 年有所下降，从 27.9%下降到 20.5%；华泰柏瑞 300ETF 期权成交量占比依旧维持 18%左右；创业板 ETF 期权成交量占比相较 2023 年也有小幅增加，从 11.1%上升到 15.5%。嘉实 300ETF 期权、嘉实中证 500ETF 期权、沪深 300 股指期权、中证 1000 股指期权、上证 50 股指期权、深证 100ETF 期权、科创板 50ETF 期权这些品种在成交量占比上较小，均不足 5%。

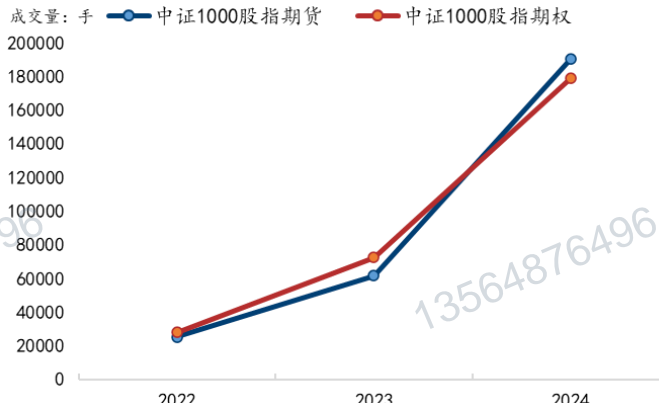
从各品种成交市值占比来看，中证 1000 股指期权为目前股票期权市场上日均成交市值占比最大的品种，占比为 27.5%，单品种日均成交市值规模达 938.8 元。中证 1000 股指期权虽然成交量并不高，但由于股指期权与 ETF 期权单张期权对应的面值相差近 10 倍，因此中证 1000 股指期权的成交市值非常大。其次为南方中证 500ETF 期权，成交市值占比为 20.6%。

图 6：沪深 300 股指期货成交量被股指期货反超



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

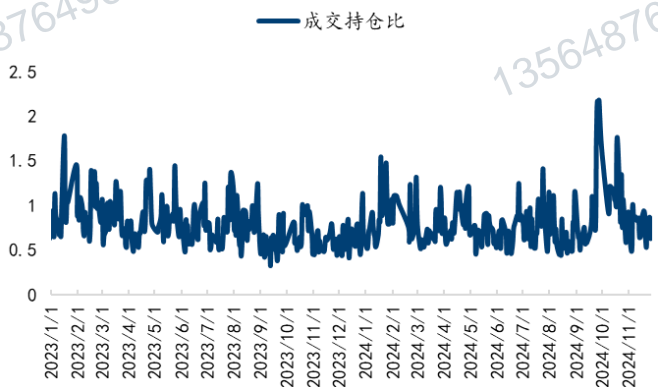
图 7：中证 1000 股指期权成交量被股指期货反超



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

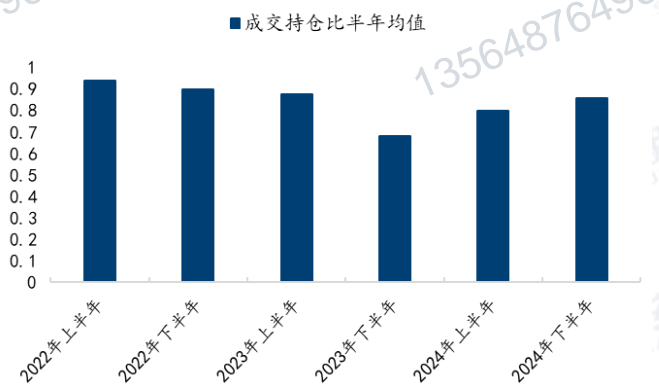
股指期权与股指期货市场成交量相比，沪深 300 和中证 1000 在 2022 年与 2023 年都是股指期权交易量更大，但在 2024 年期权成交量被股指期货反超；上证 50 的股指期权成交量一直低于股指期货。股指期权的规模与股指期货的规模呈现出同步增减的规律，但由于期货与期权的合约乘数不同，实际的市场规模依然是股指期货远大于股指期权。

图 8：金融期权市场成交持仓比在四季度明显升高



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：金融期权市场成交持仓比半年度变化反弹上升



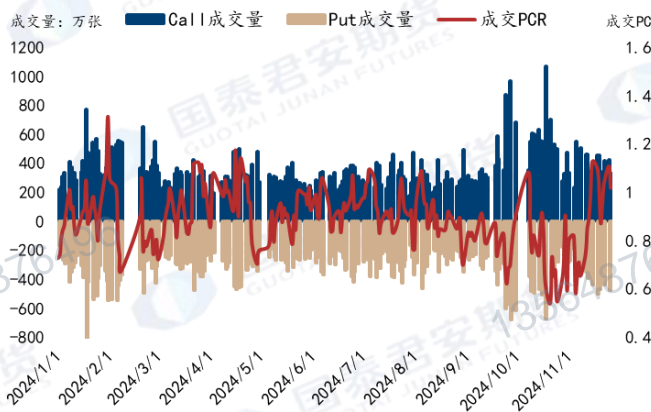
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2024 年金融期权市场投机度持续反弹上升，但仍不及 2022 年。从金融期权成交持仓比观察市场投机度，波动中枢在半年度的观测频率上反弹上行，从 2022 年上半年的 0.94 持续下跌至 2023 年下半年的 0.68，意味着前两年金融期权市场的交易频率下降，投机度持续降低，而在 2024 年成交持仓比反弹持续上升至 0.86，金融期权市场的交易频率上升，投机度上升。成交持仓比的峰值出现在 2024 年 9 月 25 日，为 2.17，当日市场投机度较高。

1.2 成交持仓 PCR 均突破 1，市场具有看涨信心

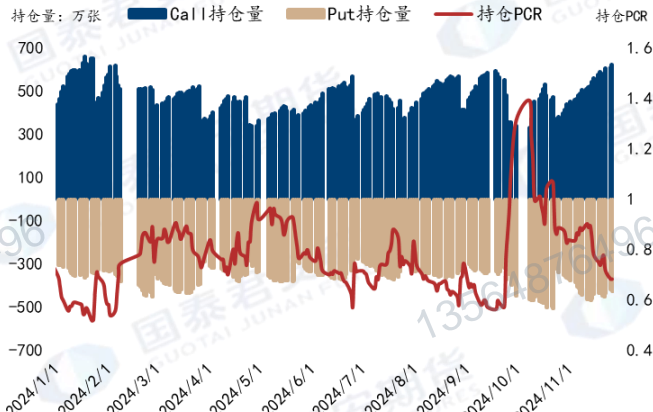
我们通过对全部金融期权品种的成交量和持仓量进行加总来获得全市场的 PCR 指标，反映整个金融期权市场投资者的看涨看跌偏好，计算公式为：成交量 PCR = Σ 看跌期权成交量/ Σ 看涨期权成交量，持仓量 PCR = Σ 看跌期权持仓量/ Σ 看涨期权持仓量。

图 10：看涨看跌成交均放大，成交 PCR 震荡



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

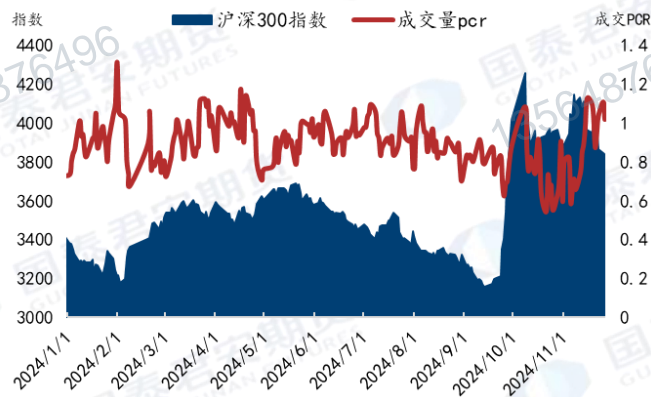
图 11：持仓 PCR 在 9 月末大幅上升



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

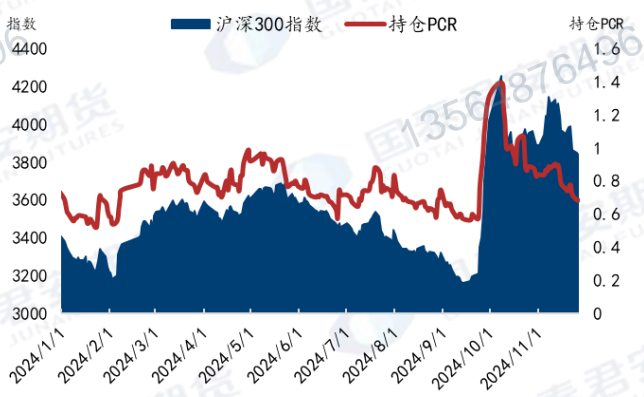
金融期权看涨期权和看跌期权成交持仓交易情况来看，2024 年成交 PCR 与持仓 PCR 整体呈现震荡向下走势，且长时间仍然处于 1 以下，表明市场依旧是更偏好成交和持有看涨期权。在 9 月末两者都有相对大幅度的抬升，主要是市场上行带来的看跌期权成交和持仓增速快于看涨期权。

图 12：全市场成交 PCR 与沪深 300 指数走势弱负相关



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 13：全市场持仓 PCR 与沪深 300 指数走势强正相关



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

在持仓 PCR 上，大部分时间持仓 PCR 都能与市场行情走势保持明显正相关关系，2024 年二者相关系数为 0.75。2024 年全年随着市场走强，持仓 PCR 也随之快速拉升，尤其是在国庆前后市场大幅抬升的行情里，持仓 PCR 也从 0.6 快速上升至 1.4，可能大量看跌期权持仓在市场上行过程中被套，或投资者认为市场存在较支撑，看跌期权卖持仓增加；除此之外，在 2 月至 5 月区间内持仓 PCR 随行情震荡上行而同步上行，5 月上行到接近于 1 的位置，此时看涨看跌的交易与持仓数量相对均衡，市场情绪平稳。

成交 PCR 与市场走势在 2024 年的相关系数为 -0.21，呈现弱负相关，在 6 月至 9 月份区间内成交 PCR 基本随市场同步震荡走弱。在国庆假期后短暂偏离规律，我们猜测可能由于市场过热，波动率大幅上升，并结合跳空及升水溢价等原因，期权价格脱离正常水平，看涨期权及看跌期权在当日都出现萎缩，且看涨期权成交量减少更多，因此出现成交 PCR 上行情况。

因此，在 2024 年上涨行情中，多空双方的博弈并让期权的成交和持仓 PCR 都突破 1，期权市场投资者在部分时段对市场有着较强的看涨信心。

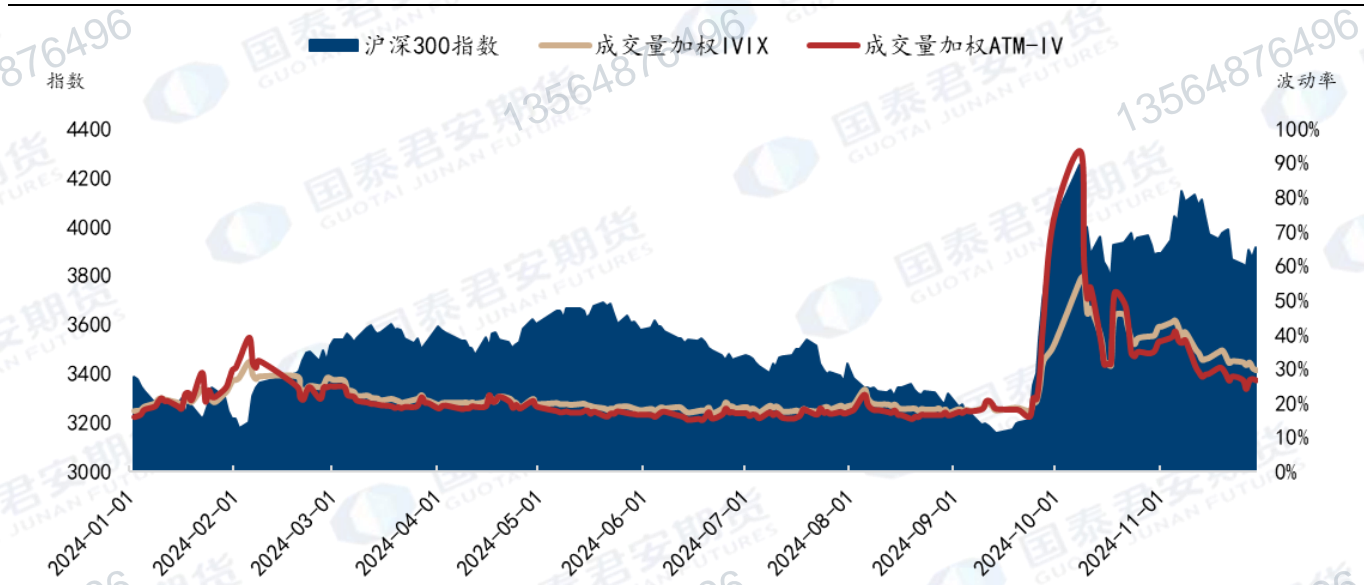
1.3 金融市场波动率四季度冲高，为上市以来第二大波动变化

我们参照《上证 50ETF 波动率指数编制方案》中上证 50ETF 波动率指数的计算方法分别计算了全部金融期

权品种的波动率指数 IVIX，并且根据各品种每天的成交量进行加权平均得到金融期权加权波动率指数，并采用沪深 300 指数作为代表指数来观察波动率指数与股指走势的相关关系。

截至 2024 年 11 月 29 日（若未特别声明，以下图文数据截止日期均为 2024 年 11 月 29 日），金融期权波动率年内两次大幅拉升，尤其是国庆期间隐波随市场上行急剧拉升，为国内期权上市以来第二大波动变化。

图 14：金融期权市场成交量加权波动率指数、加权平值隐波在四季度飙升，与沪深 300 指数走势正相关



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

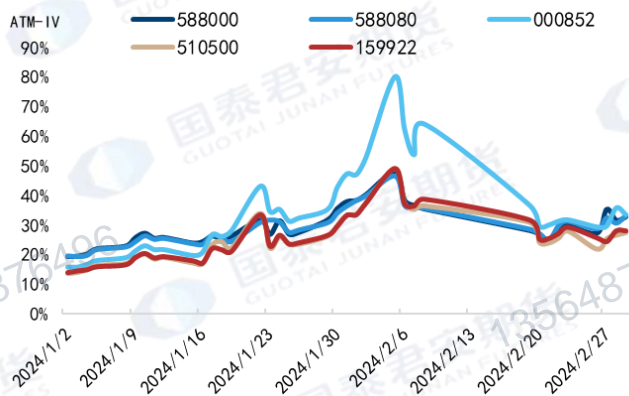
一季度：本季度随着市场跌入底部，隐波大幅抬升至高位，后随着市场反弹逐步回落至中位水平。该阶段隐波变动规律较为明显，加权 ATM-IV 与沪深 300 指数相关系数为 -43.74%。在本季度初市场震荡下行的过程中，期权的隐含波动率基本与行情呈现负相关关系，且经过市场几轮较大跌幅后，隐波也有明显的抬升。这轮上升的主要原因在于中小票的 ETF 和股指快速下跌，标的本身的波动上升，带动了期权隐含波动率的上涨，如南方中证 500ETF、中证 1000 指数，其标的本身的 20 天历史波动率从 20% 以下上涨至 40% 以上，期权波动率定价的参考基准在上涨；另一个上升原因是当时正逢春节长假临近，潜在的假期不确定性加重了投资者的恐慌情绪，使得隐波溢价也有所上升，南方中证 500ETF 期权和中证 1000 股指期权的隐波溢价在 2 月 5 日分别达到了 21% 和 41%。在二月与三月，隐波随市场反弹而快速回落，中证 1000 股指期权、中证 500ETF 期权、科创 50ETF 期权的隐波仍处于较高分位，在 75 分位偏下方震荡，其他品种基本回落至中位数附近震荡。

二季度：市场反弹震荡上涨，波动率逐步回落至低位，恐慌情绪下降。该阶段隐波都未有明显趋势行情，维持相对平稳的低位区间震荡，加权 ATM-IV 与沪深 300 指数相关系数为 -16.22%。

三季度：市场在季度末强势上涨，隐波同步急剧拉升，此波动变化幅度为国内期权上市以来第二大波动变化，仅次于 2015 年的波动。三季度前半段隐波延续二季度走势，维持相对平稳的低位区间震荡，偶有随市场持续走弱隐波有小幅上升。九月末随着市场跳空上行，部分股指期货合约涨停，市场恐慌情绪上升，加权 ATM-IV 从 9 月 23 日 16.03% 上升至 9 月 30 日 73.45%。加权 ATM-IV 与沪深 300 指数相关系数转为正相关，为 64.48%。

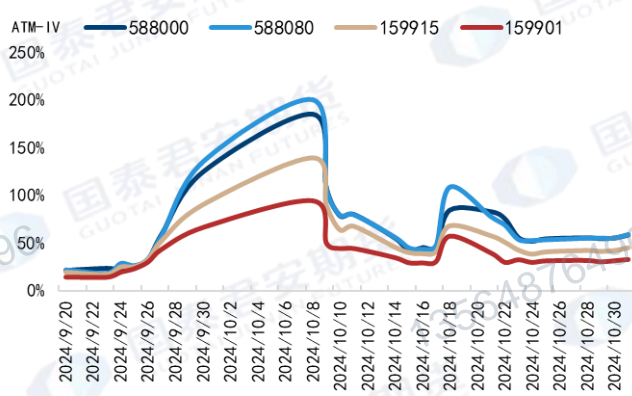
四季度：季度初，波动率达到顶峰回落，后快速下行，期间有小幅反弹。加权 ATM-IV 在 10 月 8 日达到年内最高点 93.51%，后快速回落。在此轮冲高行情中，科创、创业板等品种波动变化幅度更大。10 月 19 日有第二波小反弹，加权 ATM-IV 从前一交易日的 31.45% 增加到 51.97%，此次反弹由于在隐波高位回落进程中突现，波动率空头在逐步建仓后略有影响。加权 ATM-IV 与沪深 300 指数相关系数维持正相关，为 39.87%。

图 15：2 月波动中证 1000、中证 500、科创板领涨



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

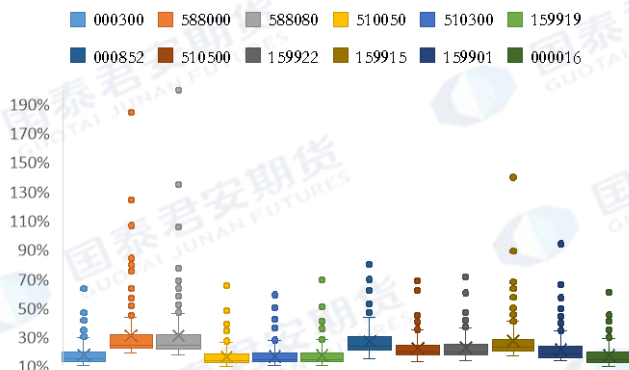
图 16：10 月波动科创板、创业板领涨



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

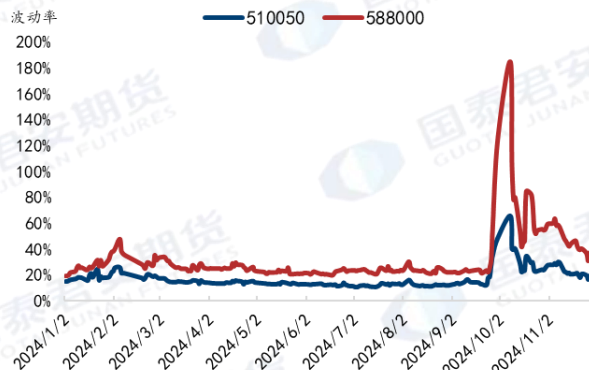
从各品种对比来看，由于股票各板块走势分化，且年度内波动多次放大，挂钩 50 指数与 300 指数的期权品种隐波与其他挂钩中小盘指数的期权品种明显拉开差距，处于相对较低分布水平。2024 年的波动率中位数约为 15%。科创 50ETF 期权与中证 1000 股指期权、创业板 ETF 期权的波动率相对偏高，波动率中位数约为 25%，其次是中证 500ETF 期权与深证 100ETF 期权，波动率中位数在 20% 左右。从差异比较大的两个品种上证 50ETF 与科创 50ETF 期权隐含波动率走势来看，两者的波动率变化趋势相对一致，但是波动幅度有所不同，使得两者的隐波差值在每次市场波动整体放大时也增大，随市场整体波动回落时，二者差值逐步缩窄并趋于稳定。

图 17：2024 年各品种主力平值隐含波动率分布极端值增加



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 18：沪深 300 与中证 1000 股指期权隐波差值在波动上升时扩大



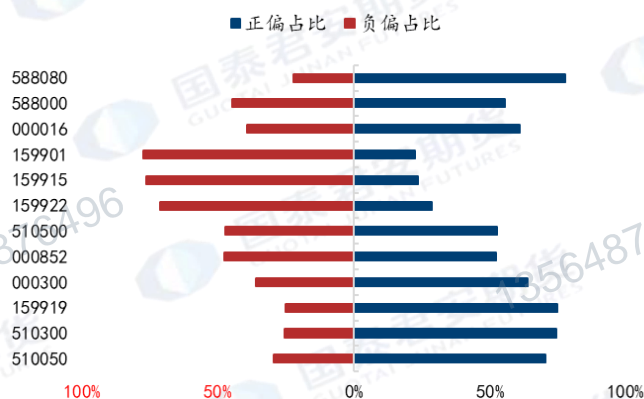
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

对于明年的金融期权的隐含波动率走势，我们认为可能市场会延续当前市场的中高波动性，市场分歧可能较大，政策消息频出，持续地刺激使得明年波动率依然存在较高的上升风险，尤其是在春节、国庆等长假前后须特别关注市场情绪，谨慎进行做空波动率类操作。当前隐波处于回落区间，震荡下行至中分位，仍有回落空间，根据隐含波动群聚特性，未来较短一段时间内隐波可能会继续下行或中位震荡。

1.4 除中证 1000 外，其他品种偏度极端值比例都上升

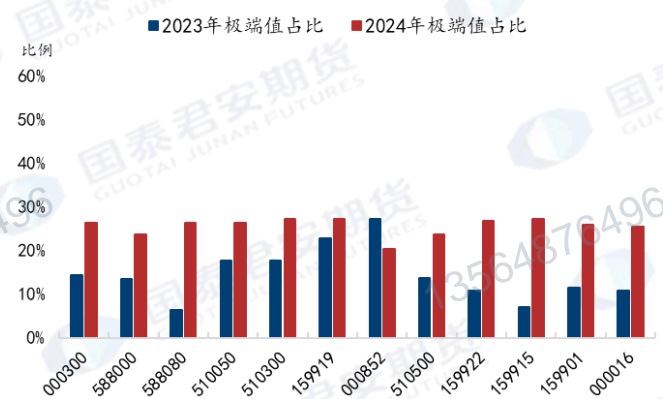
偏度值是通过计算虚值看跌期权和虚值看涨期权的差值得到的，可以量化隐含波动率曲线的倾斜程度，判断看涨期权和看跌期权之间的隐含波动率高低，从而推测市场情绪。偏度值的计算方式为 $\Delta = 0.25$ 看涨期权隐波与 $\Delta = -0.25$ 看跌期权隐波的差值除以平值隐含波动率。

图 19:2024 年金融期权主力合约正偏与负偏天数占比，大部分品种正偏结构占比较高



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 20: 偏度值 90 分位以上或 10 分位以下的极端值占比，除中证 1000 外，其他品种偏度极端值比例都上升



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

从主力波动率偏度结构分布来看，整体市场的偏度结构发生改变，大部分品种 2024 年正偏结构占比较高，而今年上半年时还是以负偏为主。各品种反映出的情绪差异也较大，但总体朝正偏增加。

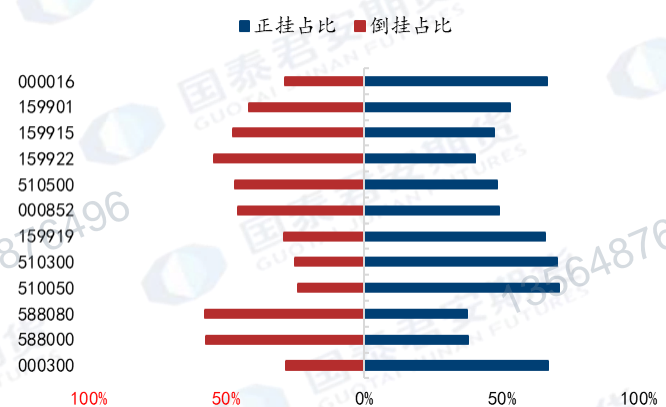
2024 年上半年各品种负偏结构占比较高，尤其是中证 1000 股指期货和两个中证 500ETF 期权，上半年负偏天数占比超过 90%，主要由于上半年中小盘大幅下跌，带动偏度转负，反映出这两个板块市场的投资者在上半年时还比较悲观；但到下半年，我们发现中证 1000 股指期货和南方中证 500ETF 期权这两个品种的正负偏占比已经接近 1:1，主要是受到十月份标的 ETF 的大幅上涨，期权市场投资者的情绪极大改善。上证 50ETF 期权、两个沪深 300ETF 期权、科创板 50ETF 期权正偏结构占比较高，都超过 70%，反映出这几个板块市场的投资者乐观存续时间最长。嘉实中证 500ETF、创业板 ETF 与深 100ETF 这几个品种的期权负偏占比更高，正偏天数比例不到 30%，反映出这三个板块市场的投资者比较悲观，且情绪存续更久。

从极端值占比变化来看，除中证 1000 股指期货外，其他品种的偏度极端值比例都有增加，相较于去年，2024 年市场情绪更为激烈。我们统计了偏度值在 90 分位以上或 10 分位以下天数来计算极端值占比，有 9 个品种的极端值天数占比都超过了 25%，尤其是沪深 300ETF 与创业板 ETF 期权极端值天数都达到了 60 天（占比 27.3%）。在偏度统计回归套利策略中，极端值分布更多，能够进行交易的次数也越多，因此今年的行情较为有利于期权偏度套利等曲面套利类的策略。

1.5 超半数品种期权期限结构倒挂占比增加，科创 50ETF 期权倒挂天数占比超 50%

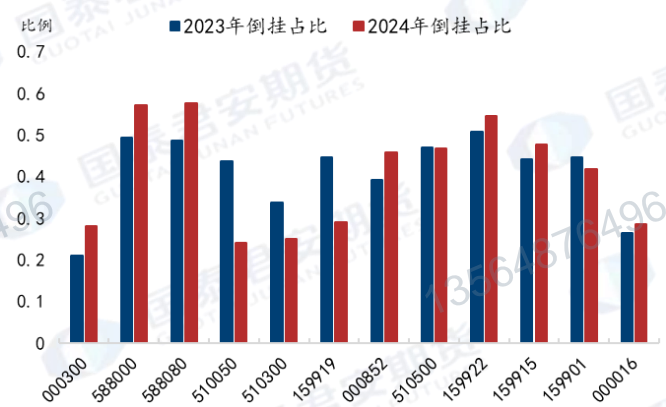
一般来说，期权各月份的隐含波动率呈现出近低远高的特征，即距离到期时间越长，期权的隐含波动率会越高，次月近月差值一般维持在正值。当遇到行情波动较大时，近月隐含波动率上升速度高于远月，期限结构会呈现倒挂。

图 21：2024 年科创 50ETF 期权、嘉实中证 500ETF 期权期限结构倒挂天数占比超 50%



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 22：超半数品种倒挂结构天数占比较去年增加



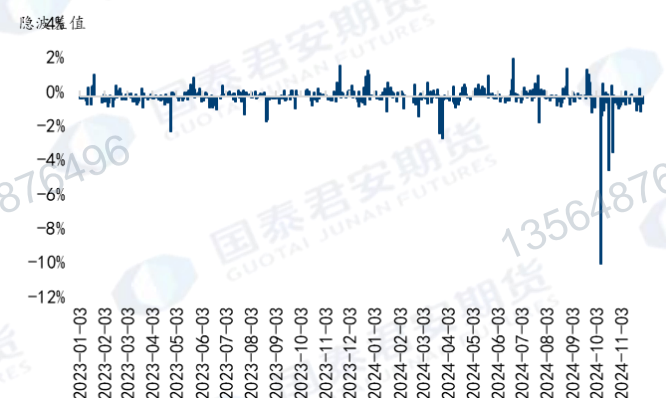
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2024 年市场受到股票市场波动加剧的影响，近月合约波动率对市场行情变化更为敏感，一些品种的近月隐含波动率高位震荡，导致近月隐波长时间高于次月隐波，波动率期限结构呈现倒挂状态。其中，科创 50ETF 期权与嘉实中证 500ETF 期权 2024 年的隐波期限倒挂结构天数多于正挂结构天数。相较于 2023 年，超半数品种的倒挂天数占比增加，包括上证 50 股指期权、沪深 300 股指期权、中证 1000 股指期权、两个科创 50ETF 期权、嘉实中证 500ETF 期权与创业板 ETF 期权。

1.6 不同板块期权品种跨市场波动率差异明显扩大

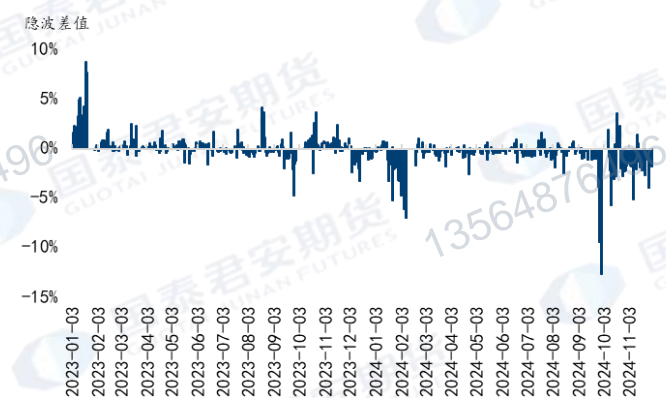
目前在市交易的 12 个金融期权品种，挂钩沪深 300 指数的期权在上交所、深交所、中金所这三家交易所同时交易，分别是华泰柏瑞 300ETF 期权和沪深 300 股指期权以及嘉实 300ETF 期权；同时挂钩上证 50 指数的期权有华夏上证 50ETF 期权和上证 50 股指期权；同时挂钩中证 500 指数的有南方中证 500ETF 期权和嘉实中证 500ETF 期权，同时挂钩科创 50 的有科创 50ETF 期权与科创板 50ETF 期权。上述挂钩同一指数，但标的略有不同，且在不同交易所上市交易的期权合约之间有着较高的相关性。

图 23：嘉实沪深 300ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权隐波差值回归特性较强



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

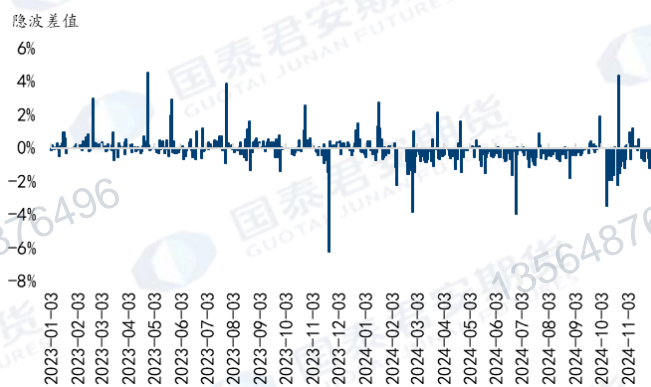
图 24：上证 50ETF 期权与上证 50 股指期权隐波差值回归特性较强



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

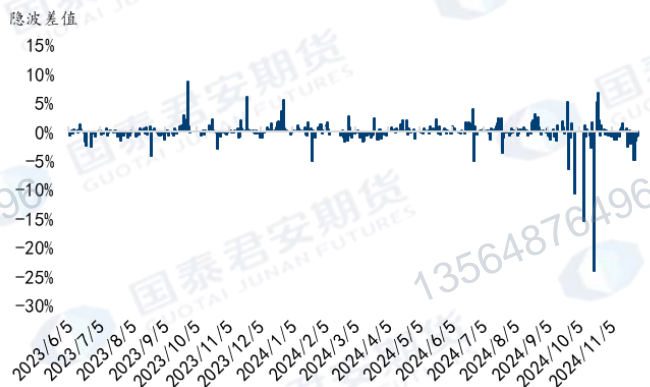
我们选取四组挂钩相同品种指数的期权组合观察隐波差值变化，可以观察到挂钩同指数的期权隐波差值在 2024 年依然保持比较强的回归特性，且差值中位数绝对值都在 1% 附近，证明同板块不同期权之间隐波差异较小，但是相较去年差值有所扩大。其中，嘉实沪深 300ETF 期权与华泰柏瑞 300ETF 期权隐波差值中位数为 -0.30%，上证 50ETF 期权与上证 50 股指期权隐波差值中位数为 -0.51%，南方 500ETF 期权与嘉实 500ETF 期权隐波差值中位数为 -0.38%，科创 50ETF 期权与科创板 50ETF 期权隐波差值中位数为 0.1%。

图 25: 南方中证 500ETF 期权与嘉实中证 500ETF 期权隐波差值回归特性较强



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

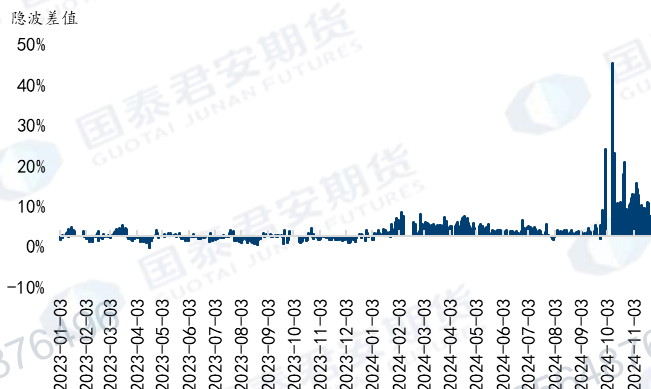
图 26: 科创 50ETF 期权与科创板 50ETF 期权隐波差值回归特性较强



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

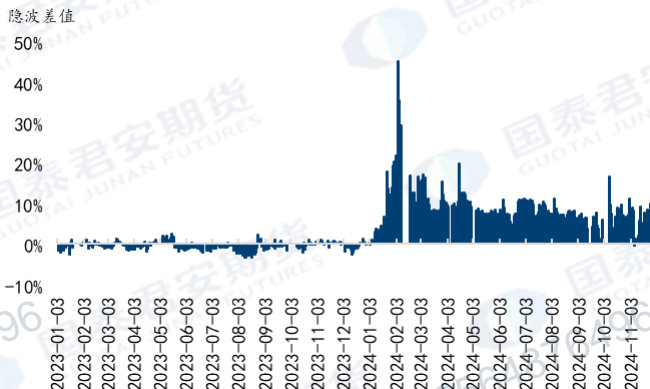
挂钩不同指数的期权隐波差值在 2024 年扩大较为明显, 部分品种之间差值扩大后维持稳定, 还有一些品种之间差值扩大后并不稳定。可能受到 2024 年各板块价格走势分化的原因, 中小票相关品种的期权隐波处于高位震荡, 与其他品种之间的差值扩大。如中证 1000 股指期权, 其相较于南方中证 500ETF 期权与沪深 300 股指期权来说, 隐波长期区域高位, 差值也相较于 2023 年扩大比较明显; 中证 1000 股指期权与沪深 300 股指期权的隐波差值在扩大后, 从今年二季度以来相对保持稳定, 两者差值中位数为 8.68% (去年为 0.01%); 中证 1000 与南方中证 500ETF 期权的差值从去年的额 -0.5% 扩大到今年的 -4.47%, 但两者的差值并不特别稳定。创业板 ETF 期权与深 100ETF 期权的隐波差值也发生明显扩大, 从 2.22% 扩大到 4.83%, 两者差值也未维持稳定, 在四季度又有明显扩大后收窄的趋势。

图 27: 创业板 ETF 期权与深 100ETF 期权隐波差值扩大且不稳定



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

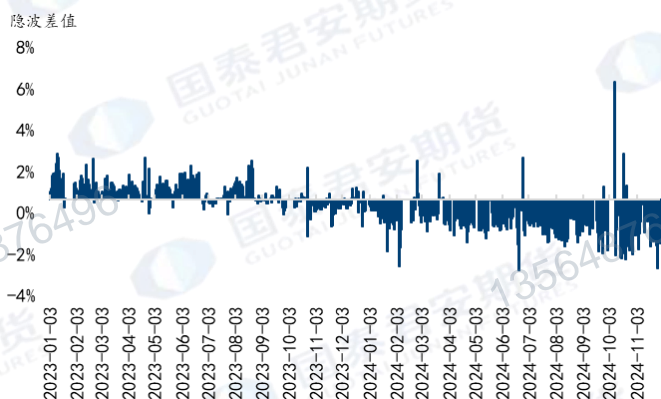
图 28: 中证 1000 股指期权与沪深 300 股指期权隐波差值扩大后维持稳定



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

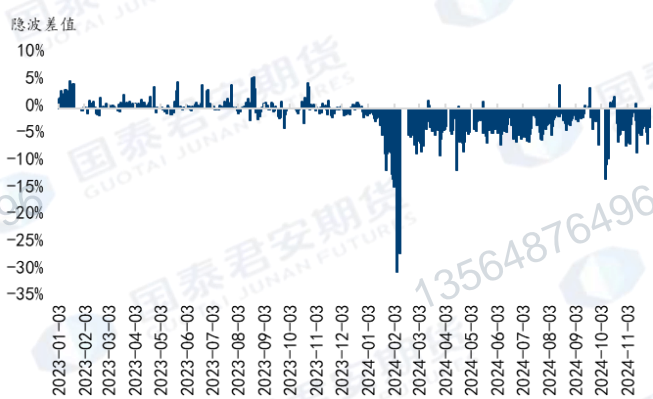
挂钩大盘股的两个指数上证 50ETF 期权与嘉实沪深 300ETF 期权, 二者隐波差值依然维持较小范围, 并相较于 2023 年略有缩小, 从 0.94% 缩小为 -0.55%, 但是两者的差值中位数由正转负, 2023 年 50ETF 期权隐波较高, 而 2024 年嘉实沪深 300ETF 期权较高。上述的差值明显扩大与差值方向改变, 都可能导致跨市场统计回归套利失效, 因此要注意市场大幅波动时不同市场波动率差异发生改变对策略的影响。

图 29：上证 50ETF 期权与嘉实沪深 300ETF 期权隐波差值由正转负



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 30：南方中证 500ETF 期权与中证 1000 股指期货期权隐波差值扩大但不稳定



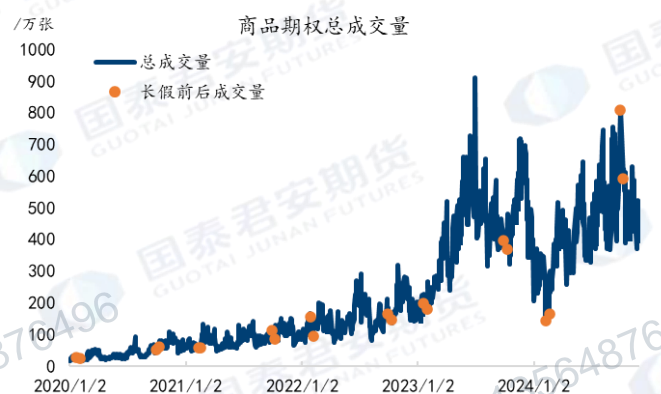
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2. 商品期权市场概况

2.1 商品期权交易量调整后冲高，年度新增 10 个商品期权品种

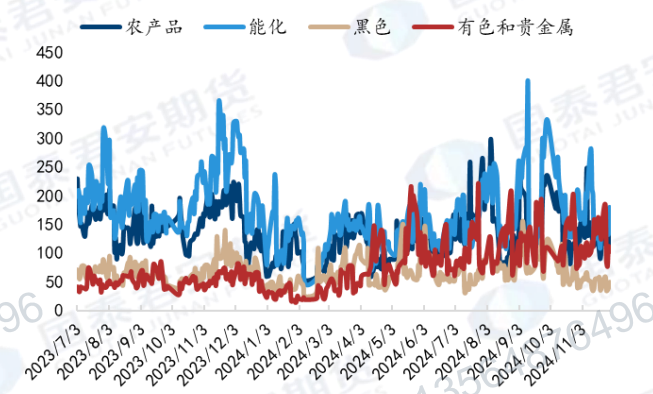
商品期权成交量在 2024 年春节后反弹并持续上升。2023 年 12 月份开始，商品期权交易量高位回落，全板块的商品期权交易量均回落，并在春节长假前后达到年度最低点，总交易量最大回撤接近 80%，其中能化板块的 PTA 和甲醇的期权交易量从高位下降幅度领先，同期期货的交易量也明显下降。春节后各板块期权交易量逐渐回升，其中有色贵金属板块表现抢眼，尤其是白银期权结合金融属性和工业属性，交易量随着行情波动放大，一度列为所有商品期权中交易量首位。下半年，能化板块增加高波动的期权新品种玻璃期权，整个板块的期权总成交量回归高位。

图 31：商品期权成交量调整后冲高



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

图 32：商品期权各板块成交量排名轮转

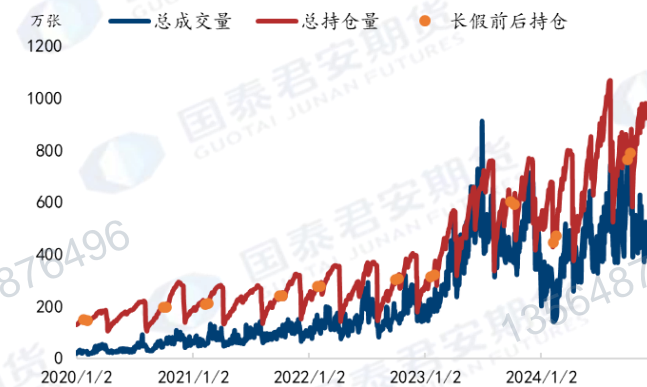


资料来源：米筐、国泰君安期货研究

持仓量受交易风格调整的影响较小，仍然周期性震荡增仓。持仓量仍然按照重要品种主力合约到期时间的分布，逐渐平仓并重新开始累仓，因此持仓量的季节性波动属性明显。对比 2023 年低点，在 2024 年春节前夕期权成交量明显下降，而同期的持仓量相对于 2023 年的低点并没有出现大幅的下跌。说明偏好持有期权头寸的投资者并没有明显降低规模，更多的是换手率较高的投资者进行交易调整。

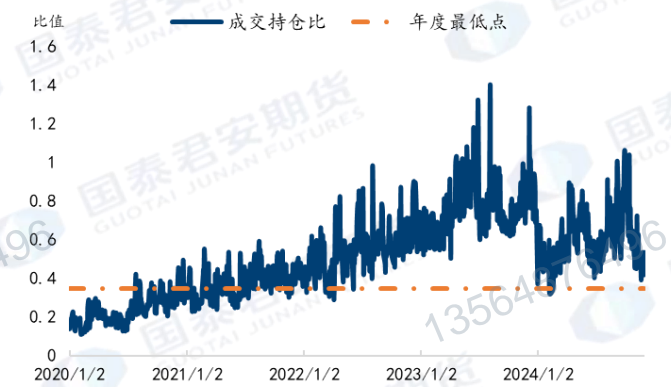
我们标注出过去五年的春节和国庆节长假前后交易日的成交量变化和持仓量变化，看到之前的商品期权成交量在长假附近大多处于阶段性低点，持仓量大多维持在正常的增仓趋势中。但 2024 年国庆节出现明显变化，节前商品期权成交量和持仓量均上涨至阶段性高位。

图 33：商品期权成交持仓量走势有所不同



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

图 34：商品期权成交持仓比回落至 2023 年以前水平

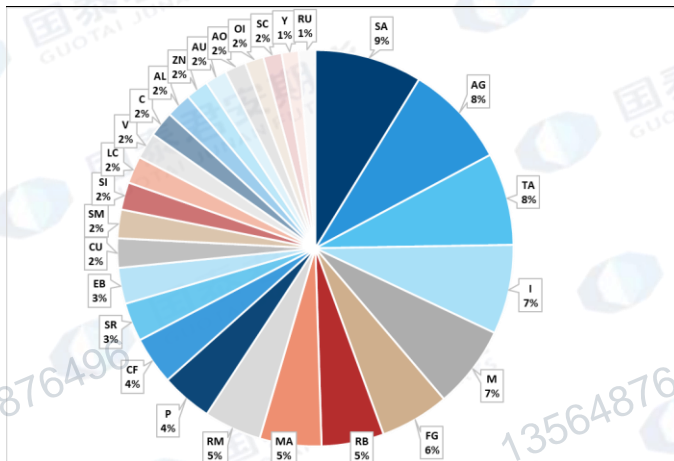


资料来源：米筐、国泰君安期货研究

我们以成交量与持仓量比值衡量市场投机度，观察到 2024 年上半年商品期权市场投机度下降，一度降到 2023 年以前水平，但在下半年宏观波动增加的市场环境下，成交持仓比上升至 1 以上。该比值在国庆节后两周才开始回落，充分体现出国庆前后通过商品期权进行方向性博弈的投机情绪。该数值现在已经回落到正常的 0.35 附近。

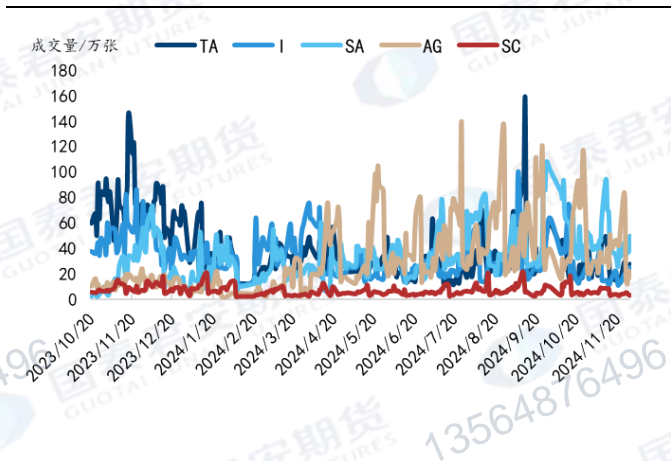
从 2024 年商品期权各品种成交量占比来看，纯碱、白银和 PTA 的交易量靠前，由于面值不同，成交额排名靠前的三位是白银、铁矿石和原油。无论是从交易量和波动率还是从容纳资金量的角度来看，白银期权在 2024 年的表现都很抢眼。纯碱期权自上市（2023 年 10 月 20 日）以来，交易量快速上升，超过前期交易量领先的 PTA 和铁矿石期权。原油期权的面值较大，在整个商品期权日均成交量上占比仅 1.37%，但能达到 9.45% 的成交额占比，2024 年度一直保持较为平稳的交易量。

图 35：商品期权品种日均成交量占比



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

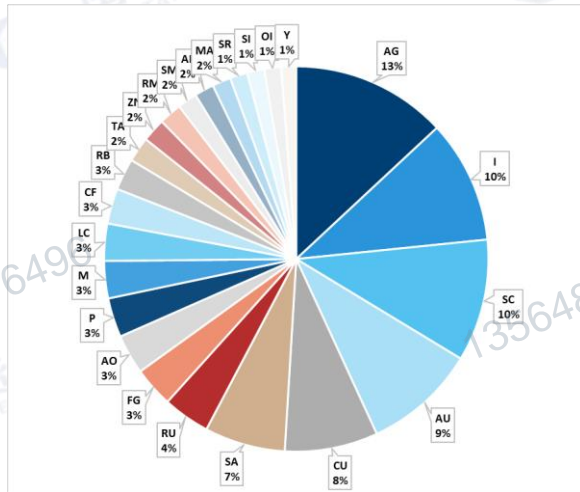
图 36：主要品种成交量变化



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

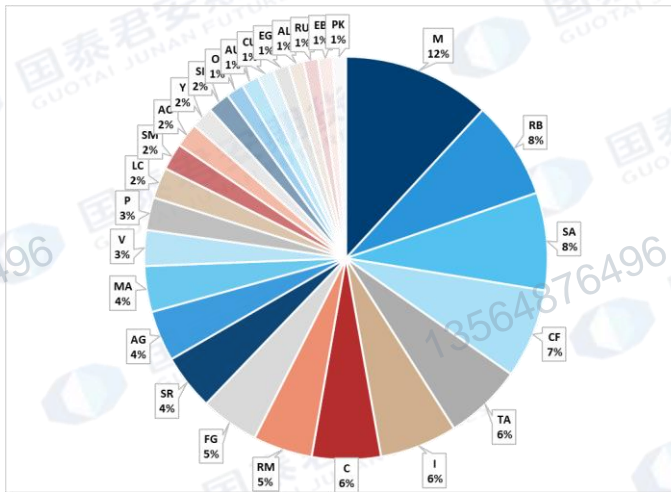
从持仓量占比来看，豆粕和螺纹钢以及纯碱的期权持仓量领先，其中豆粕作为国内最早上市的商品期权品种，其参与者结构相对较为稳定，且波动率溢价相对较低，适合偏稳健型的交易或者套保群体，持仓周期也相对较久。

图 37：商品期权品种日均成交额占比



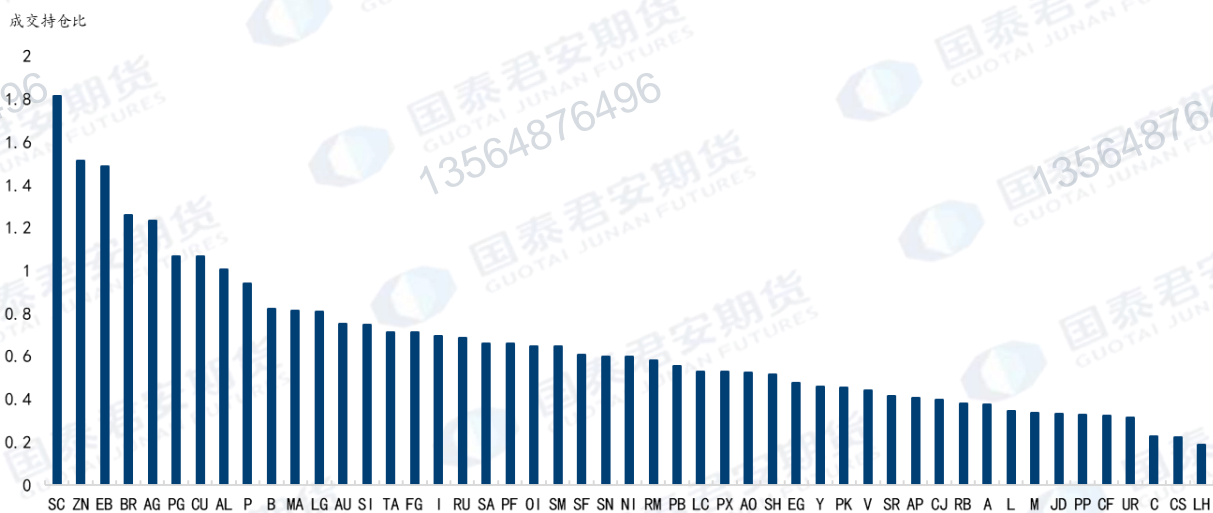
资料来源：米筐、国泰君安期货研究

图 38：商品期权品种日均持仓量占比



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

图 39：各品种年度成交持仓比



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

2024 年商品期权整体投机度同比下降，但仍然有高波动品种的成交持仓比在 2024 年明显放大，如白银和上半年的锰硅等。

2024 年自 6 月 21 日玻璃红枣期权开始上市交易，后陆续上市十个期权新品种，分别是鸡蛋、生猪、玉米淀粉、沪铅、沪锡、沪镍、氧化铝以及原木期权。其中只有原木期权和期货同步上新，其他九个品种均为已有期货品种补充期权合约的方式上市。目前商品期权品种数共计 50 个，与商品期货的占比达到 68.5%。新品种中玻璃期权和氧化铝期权的关注度较高。另外广期所已经发布多晶硅期货和期权的合约征求意见稿，相关新能源企业的关注度较高。

图 40：商品期权全品种 2024 年交易数据展示

	2024年日均 成交量 (张)	同比		2024年日均 持仓量 (张)	同比		2024年日均 成交额 (元)	同比
SA	365603	41.1%	M	834695	57.7%	AG	421628641	346.1%
AG	351707	216.8%	RB	556228	32.1%	I	332312567	-23.9%
TA	314452	-55.8%	SA	552027	93.8%	SC	330797461	-10.9%
I	304287	-24.4%	CF	506574	42.5%	AU	305288416	130.8%
M	281018	16.3%	TA	439931	-22.8%	CU	252822824	71.4%
FG	235484	-	I	437920	-25.9%	SA	218811431	2.8%
RB	212193	-11.9%	C	388867	0.7%	RU	127553884	45.9%
MA	210405	-53.9%	RM	335150	117.8%	FG	108928027	-
RM	195569	53.0%	FG	330476	-	AO	107533587	-
P	174563	-12.6%	SR	315512	-24.3%	P	106198472	-11.3%
CF	163379	-7.3%	AG	285383	113.3%	M	100810251	-1.8%
SR	131118	-28.3%	MA	258964	-31.7%	LC	100759842	36.3%
EB	122530	-24.5%	V	202586	63.3%	CF	95268778	-36.3%
CU	99800	17.2%	P	185378	18.9%	RB	85841205	-13.1%
SM	97608	2266.0%	LC	174633	147.1%	TA	67683310	-56.6%
SI	93443	443.7%	SM	151268	1226.7%	ZN	63575353	-2.1%
LC	92192	168.3%	AO	137217	-	RM	61750399	31.6%
V	89201	6.2%	Y	125190	0.3%	SM	53222302	4489.0%
C	87451	-39.2%	SI	125110	182.0%	AL	52630108	-1.7%
AL	85767	-16.6%	OI	98710	10.1%	MA	50590305	-54.1%
ZN	76754	-14.5%	AU	98419	52.0%	SR	47112124	-51.4%
AU	74108	91.4%	CU	93512	8.6%	SI	46470359	245.4%
AO	72041	-	EG	89396	18.3%	OI	45704947	-17.0%
OI	64060	-23.6%	AL	85268	-15.5%	Y	40550638	-28.5%
SC	62747	6.4%	RU	82481	-13.0%	EB	27358526	-40.3%
Y	57384	-27.8%	EB	82418	25.2%	BR	23362664	-46.7%
RU	56654	13.6%	PK	74496	-11.7%	V	22071369	-11.2%
BR	43082	-13.6%	A	56473	-8.2%	LG	19927462	-
EG	42679	-31.3%	ZN	50645	9.6%	EG	16491055	-37.9%
PG	34272	-51.9%	AP	47142	177.3%	PG	15964097	-59.3%
PK	33841	-39.2%	UR	46181	13.9%	NI	14900381	-
B	28622	-62.2%	SF	45286	78.5%	C	14158074	-57.5%
SF	27547	174.2%	CS	42148	-	LH	12945892	-
PF	24871	189.4%	CJ	40326	-	SN	11020478	-
A	21160	-54.0%	PX	37984	129.6%	SH	10515149	-21.6%
PX	20015	294.4%	PF	37710	95.3%	AP	10422970	72.8%
AP	19061	68.8%	L	37638	14.0%	PK	10060873	-54.8%
SH	17161	194.7%	JD	36486	-	SF	9915812	294.7%
CJ	16060	-	B	34891	9.4%	UR	8391748	-48.1%
UR	14534	-50.8%	SC	34538	-2.1%	B	8375487	-59.2%
L	12987	-67.5%	PP	34236	-22.0%	CJ	8338571	-
JD	12068	-	BR	34167	-45.4%	JD	6394553	-
PP	11251	-70.2%	SH	33404	124.1%	A	5380955	-57.2%
NI	9850	-	PG	32099	-20.4%	PF	4497269	132.6%
CS	9388	-	LH	17281	-	PX	4136892	-28.1%
LG	6093	-	NI	16475	-	PB	3650266	-
PB	4830	-	PB	8714	-	L	3319129	-69.1%
SN	4548	-	SN	7579	-	PP	2609042	-76.5%
LH	3228	-	LG	7523	-	CS	2583509	-
ZC	0	-	ZC	0	-	ZC	361	-
合计	4588663	-1.4%	合计	7786731	31.9%	合计	3500637814	16.0%

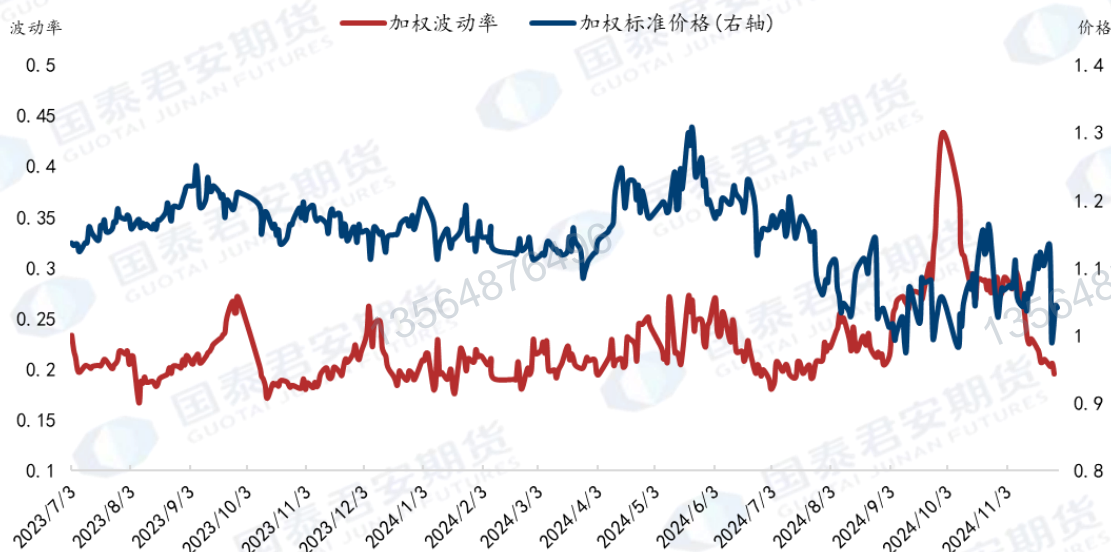
资料来源：国泰君安期货研究

2.2 商品期权波动率分析

按照成交量加权合成商品期权市场隐含波动率指数和以 2020 年初为价格基准的商品期权加权标的价格指数，观察商品期权市场整体波动情况：

请务必阅读正文之后的免责条款部分

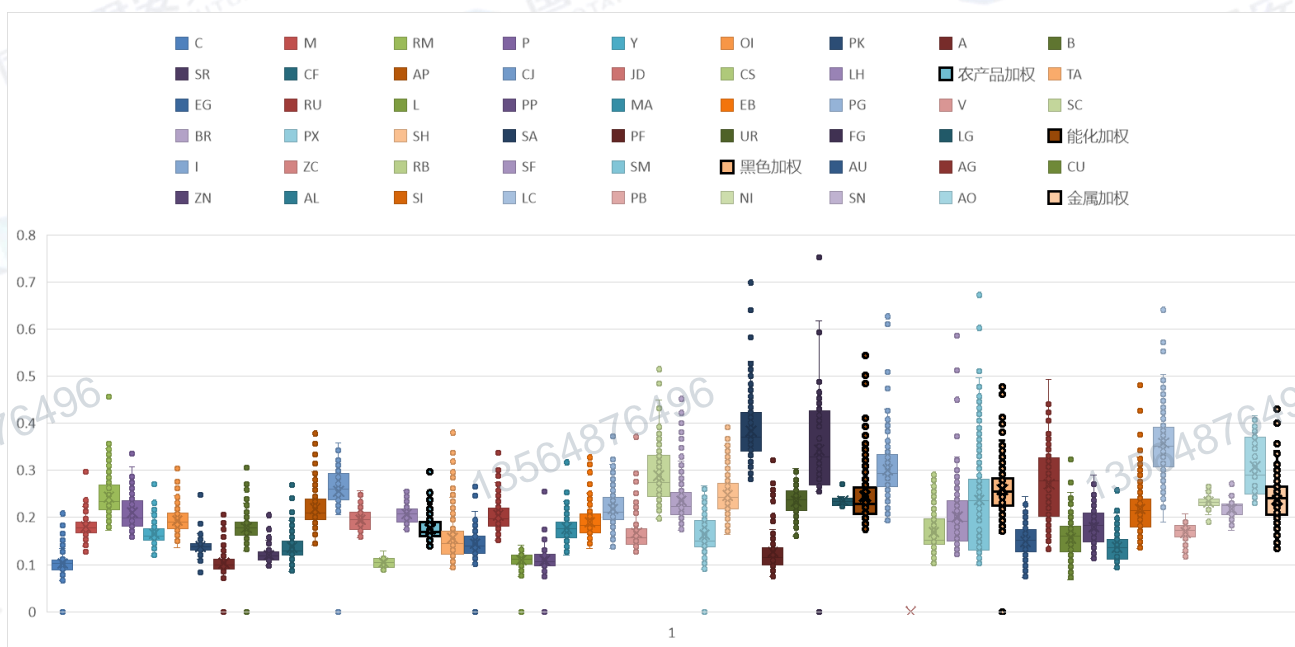
图 41：期权成交量加权标的的价格指数与加权隐含波动率指数



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

商品期权波动率在 2024 年明显先升高后回落，上半年跟随期货价格正相关震荡上升，下半年在国庆节后剧烈波动。上半年主要受到有色和贵金属板块与黑色板块轮流影响，尤其是四月份白银期货价格和期权交易量同步放大，五月份锰硅期权出现相似行情，导致加权价格指数上涨，波动率有所拉升。但是由于能化板块的品种较多，且波动率相对较大，全品种的波动率与能化板块的相关性更高，而金属板块波动率在 2024 年与能化板块有一定负相关性，因此金属板块波动率对整体波动率指数的影响相对较小。

图 42：单个品种隐含波动率分布情况



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

从各品种 2024 年隐含波动率的分布来看，纯碱期权的隐含波动率中位线最高，接近 0.4，但玻璃期权的隐含波动率最高点超过纯碱期权，玻璃的波动率震荡区间较长时间处于 0.27 至 0.42，跨度较大，最高曾触及 0.75。锰硅和碳酸锂在上半年的期权隐含波动率也很抢眼，最高点分别触及 0.68 和 0.65。白银期权在 2024 年表现出较大的波动，但是相对于能化和黑色板块略微平稳，震荡区间大概在 0.2 至 0.32 一线，最高触及

0.5 附近。整体而言，能化板块的波动持续为较高水平，黑色板块在 2024 年表现更为领先，金属板块紧跟其后，农产品板块依旧相对最为平稳。

图 43：部分品种波动率的相关性

	RM	P	A	CJ	JD	CS	TA	L	SC	PX	SH	SA	SF	AU	AG	CU	ZN
Y		0.740073															
OI	0.740644																
JD			0.854786														
CS		0.760275	0.889603	0.793193	0.838462												
LH			0.883971		0.907073	0.854311											
PP							0.788239										
SC							0.760312										
PX							0.828935		0.805998								
PF							0.918749		0.778193								
FG							0.778814		0.806304	0.748556	0.741022	0.743623					
SM													0.782589				
AG														0.788538			
CU														0.756098	0.782287		
ZN														0.76363	0.783385	0.772697	
AL																0.750206	0.787991

资料来源：米筐、国泰君安期货研究

对不同板块内各品种期权隐含波动率相关性进行筛选，大约有 30 组相关性超过 75%。其中农产品板块和金属板块的相关性较高，新品种中鸡蛋和生猪的波动相关性最高，成熟品种中的菜油和菜粕的波动相关性较高。能化板块中短纤和 PTA 以及对二甲苯的波动率相关性较高，黑色板块中的锰硅与硅铁期权 2024 年的波动高相关，金属板块中的金银铜锌的波动率表现较为一致。

3. 金融期权常用策略跟踪与备兑策略指数发布

期权市场常用的策略组合可以分为三大类，分别为标的多头替代类和对冲类以及波动率交易类。具有代表性的多头替代类期权策略有牛市看涨价差策略，以有限成本的买权组合跟踪标的的价格走势，以及长期卖出看跌期权策略，累积看跌期权的权利金变动收益跟踪标的的价格走势，但需要承担与标的多头同等的价格下跌风险；常见的对冲类期权策略有保护性看跌策略和备兑策略以及两者结合的领口策略，分别是通过买入平值看跌期权和卖出虚值看涨期权以及同时买入看跌期权并卖出虚值看涨期权的套保组合对标的多头的价格下跌风险进行对冲保护，降低价格下行带来的亏损；而波动率交易类的期权策略通常是通过跨式组合或宽跨式组合的买卖交易实现的，对平值跨式组合进行多空交易是最常见的波动率多空交易方式，而宽跨式策略的行权价选择则有多种不同的方式，我们选择量化出具有支撑压力作用的最大持仓价位进行卖出宽跨式策略的监测。

以下策略分别基于沪深 300 股指、沪深 300 股指期货主力合约(IF.CFE)和沪深 300 股指期权，50ETF 和 50ETF 期权，以及中证 1000 股指、中证 1000 股指期货主力合约(IM.CFE)和中证 1000 股指期权，对基准（沪深 300 股指期货主力合约、50ETF 或中证 1000 股指期货主力合约）用备兑开仓、卖出看跌、保护性看跌、领口、跨式统计套利、卖跨式、卖出最大持仓位宽跨式、牛市看涨价差这八个市场常用策略进行回溯跟踪，策略详细构建档位、换仓与手续费设置请参考金融期权策略周报。

3.1 沪深 300 股指期权策略表现回顾

图 44：期权策略在沪深 300 股指期货市场上的表现

策略类型_IF.CFE	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	17.48%	12.56%	22.37%
备兑	4.29%	6.03%	6.92%
卖看跌	3.83%	9.23%	9.37%
保护性看跌	6.85%	6.23%	10.87%
领口	1.61%	3.21%	3.59%
跨式统计套利	1.04%	1.62%	2.42%
卖跨式	2.33%	2.68%	3.66%
卖出最大持仓位宽跨式	-1.56%	4.31%	3.48%
牛市看涨价差	1.99%	1.95%	3.03%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

注释 1：其中累计收益为自 2024 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2024 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

2024 年 1 月初至今，基准表现最佳，保留股指期货多头收益空间的保护性看跌策略领先期权策略。回测结果显示，基准录得 17.48% 收益。期权策略中保护性看跌策略最佳，主要是保留了指数的上涨空间，超过备兑收益和卖看跌策略，以及波动率交易策略。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 12.56%，备兑策略的最大回撤为 6.03%，保护性看跌策略的最大回撤为 6.23%，领口策略的最大回撤为 3.21%，这三个期权套保策略均能有效降低基准的回撤。

从三个期权波动率交易策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 1.04% 和 2.33% 以及 -1.56% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，在波动率重心下移的行情中，卖跨式策略相对卖出最大持仓位宽跨式策略有更大的 Theta 值，能获得更高收益。

从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略收益弱于基准，为 1.99%，但在最大回撤上降低了 10.61%。因为牛市价差策略能规避尾部风险，在下跌行情中降低亏损。

3.2 上证 50ETF 期权策略

图 45：期权策略在上证 50ETF 期权市场上的表现

策略类型_510050	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	17.97%	10.71%	19.66%
备兑	6.57%	5.49%	7.15%
卖看跌	11.55%	5.36%	9.19%
保护性看跌	8.2%	5.75%	10.4%
领口	3.86%	3.81%	4.75%
跨式统计套利	0.53%	3.82%	3.53%
卖跨式	0.54%	4.17%	3.85%
卖出最大持仓位宽跨式	-2.03%	3.72%	3.13%
牛市看涨价差	-0.94%	3.77%	3.89%

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

注释 1：其中累计收益为自 2024 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2024 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

2024 年 1 月初至今，基准策略表现最佳。回测结果显示，基准策略录得 17.97% 收益，期权策略中卖看跌策略表现最佳，虽然没有基准涨幅大，但是能够长期累计时间价值收益，并且有机会获得波动率回调的收益，因此领先期权策略。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 10.71%，备兑策略的最大回撤为 5.49%，保护性看跌策略的最大回撤为 5.75%，领口策略的最大回撤为 3.81%，这三个期权套保策略均起到降低回撤的作用。

从三个期权统计套利策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 0.53% 和 0.54% 以及 -2.03% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，卖出最大持仓位宽跨式策略在 50ETF 期权上表现相对卖跨式策略较好，最大回撤也相对较小。

从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略整体收益弱于基准，为 -0.94%，最大回撤相对基准降低了 6.94%，原因是牛市价差策略能规避尾部风险，在下跌行情中降低亏损。

3.3 中证 1000 股指期权策略

图 46：期权策略在中证 1000 股指期货市场上的表现

策略类型_IM.CFE	累计收益	最大回撤	收益波动率
基准	17.24%	27.88%	35.66%
备兑	0.56%	13.41%	12.72%
卖看跌	-4.02%	23.99%	22.88%
保护性看跌	5.81%	8.99%	12.11%
领口	-1.5%	4.98%	3.51%
跨式统计套利	-7.72%	8.82%	4.66%
卖跨式	-6.85%	8.59%	6.28%
卖出最大持仓位宽跨式	1.59%	3.95%	4.41%
牛市看涨价差	1.83%	2.07%	2.65%

资料来源：wind、国泰君安期货研究

注释 1：其中累计收益为自 2024 年 1 月 1 日至今的表现；

注释 2：每个策略中的每份仓位本金均为 2024 年 1 月 1 日与基准等市值的金额，即所有策略都不加杠杆，也不考虑组合保证金。

2024 年 1 月至今，标的行情震荡下跌，波动率震荡上涨，波动率与标的价格呈现正相关，基准表现最佳，录得 17.24% 收益，保护性看跌策略保留基准收益，同时也承受较大回撤，但相对卖看跌较低回撤。

从三个期权套保策略——备兑、保护性看跌、领口策略的最大回撤数据来看，基准的最大回撤为 27.88%，备兑策略的最大回撤为 13.41%，保护性看跌策略的最大回撤为 8.99%，领口策略的最大回撤为 4.98%，这三个期权套保策略均能有效降低基准的回撤。

从三个期权波动率交易策略来看，跨式统计套利和卖跨式策略以及卖出最大持仓位宽跨式策略由于在隐含波动率的群聚性维度额外增加了阈值限制，有效降低了策略的回撤，在累计收益上分别录得 -7.72% 和 -6.85% 以及 1.59% 的收益。

对比两个做空波动率的策略，中证 1000 股指期货的卖出宽跨式策略和卖出最大持仓位宽跨式策略均获得的正收益，但卖跨式策略的收益效果相对更好，说明该品种的卖权策略安全性较高。

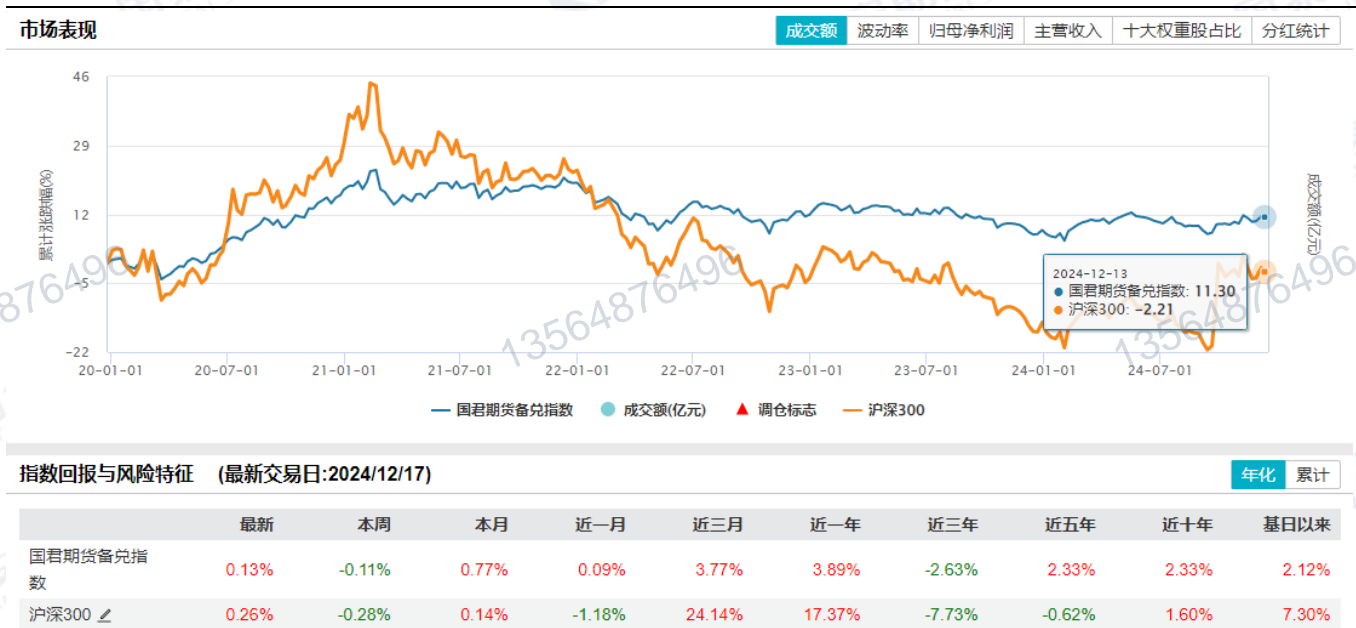
从期权趋势策略上来看，牛市看涨价差策略收益弱于基准，为 1.83%，但在最大回撤上相对降低了 25.81%。因为牛市价差策略能规避尾部风险，上涨收益和下跌亏损都有限，在年初至今的收益波动最小。

3.4 国泰君安沪深 300 备兑策略指数 Wind 上架与编制方法

备兑策略是海外机构对冲策略中最热门的结构之一，目的是增强收益。参照 2023 年上交所期权交易统计，增强收益类交易占有所有类型交易的半数以上，但目前国内目前暂无可参考的相关指数，无可参照的基准。

因此，我们 2024 年底在 Wind 上架了挂钩沪深 300 指数的期权备兑策略指数，代码为 GTJAH300.WI。该指数国内市场上第一个反映沪深 300 期权策略收益表现的指数，可以为投资者提供新的分析工具，用于更及时地跟踪及导出期权策略的表现，并且能够吸引公募、私募等专业机构关注到这类期权对冲策略上。

图 47：国泰君安期货沪深 300 备兑指数市场表现与基准对比



资料来源：国泰君安期货研究

期权备兑策略（Covered Call）是一种通过持有标的并卖出相应数量的看涨期权来获得额外收入的策略。沪深 300 股指期货期权备兑策略投资者在持有沪深 300 股指期货多头的基础上，卖出沪深 300 股指看涨期权，收取期权费。如果到期时指数价格未超过行使价，期权将失效，投资者保留期货多单并赚取期权费；如果标的价格超过行使价，投资者需按行使价进行现金交割，同时股指期货多单也进行现金交割，则仍能获得期权费和指数增值至行权价部分的收益。该策略适用于预期指数价格不会大幅上涨，但希望通过期权费增加收益的投资者。其风险在于若股价大幅上涨，投资者的收益将受限于期权行使价，无法享受更大的股价涨幅。国君期货备兑指数则是反应该策略在无杠杆条件下的净值表现。

指数编制方法

1. 样本空间：选择沪深 300 股指期货近月合约多头作为底仓，再从沪深 300 股指期货近月合约选择满足条件的看涨期权。
2. 选样方法：买入 1 份沪深 300 股指期货主力合约的同时，卖出 3 份 4% 虚值最近一档行权价的近月看涨期权，约虚值 3 档，期权到期前一天换成下月股指期货和下月 4% 虚值最近一档行权价的看涨期权。
3. 成分权重规则：股指期货多单和看涨期权空单的仓位比例为 1: 3，名义市值比例为 1:1。

指数净值计算公式

图 48：国泰君安期货沪深 300 备兑指数净值计算公式

$$\text{国泰君安沪深 300 备兑策略指数} = \frac{\text{沪深 300 股指期货多头累积盈亏} + \text{卖出看涨期权累积盈亏} - \text{手续费与滑点}}{\text{期货初始名义本金} \times 2}$$

资料来源：国泰君安期货研究

1. 沪深 300 股指期货多头累积盈亏：从 2019 年 1223 日开始，按照收盘价买入主力沪深 300 股指期货，逐日按照收盘价计算盈亏，即期货收盘价-期货昨收价，并进行累加；

2. 卖出看涨期权累积盈亏：从 2019 年 12 月 23 日开始，按照开仓日指数价格选择虚值 4% 最接近的行权价

的近月看涨期权卖出，逐日按照收盘价计算盈亏，即期权昨收价-期权收盘价，并累加；

3. 手续费与滑点：期权开平仓的时候手续费加滑点设置为 35 元/手，期货开平仓的手续费为 0.23%；

4. 期货初始名义本金：建仓初期期货的市值。

样本维护规则

1. 定期调整：每月期权近月合约到期前一天换仓。调整时间为当月第三个星期五的前一个交易日。

2. 临时调整：特殊情况下对指数仓位进行临时调整，当期期权持仓合约流动性很差时，调整为附近行权价流动性更好的合约。

如何使用备兑指数

1. 直接对比无杠杆的备兑指数和 IF 收益率变化，了解备兑策略在一段行情中的超额表现；

2. 观察：备兑指数收益率*2-IF 收益率，了解卖出看涨期权在一段行情中的收益效果。

4. 期权市场交易机会复盘

4.1 通过期权合成期货基差对股指期货基差的预示作用进行基差套利

合成期货策略是指利用期权头寸复制出来的和标的资产相同的期货头寸。投资者可以通过买入一个看涨期权，同时卖出相同行权价的一个看跌期权构建出与标的资产相同的一个头寸，这个头寸就叫做合成期货，其风险收益特征与标的资产基本一致。

每个月份股指期货都能找到与之相同到期日期的期权合成期货，并可以对比两者之间的价格差异，若差值可覆盖交易成本，则存在套利机会。以股指期货的月份为基准，我们发现期货基差与期权合成期货基差走势高度一致，且相关性都超过了 0.9。

通过对期权合成期货和股指期货基差的差值对比分析，发现期权合成期货基差大部分时间都高于期货基差，且越远月份越稳定。因此，一些中性产品在选择做空对冲时，尤其是在季月和下季合约的对冲上，选择期权在费用上可能比期货更有利。

由于期权共挂出 6 个期限的合约，分别为当月，次月，下月，当季，次季，下季，比股指期货多两个月份，因此多出的 2 个月份信息能够为预测股指期货基差走势提供帮助。我们通过对期权合成期货基差的形态分析预测股指期货，预测设定为：期权合成基差连续季月处于倒 V 形态的时候，期货下季基差下行；期权合成基差连续季月处于正 V 形态，期货下季基差上行。

沪深 300：通过对 2020 年 1 月 20 日-2024 年 12 月 9 日这个区间内共计 1184 个交易日进行预测，预测符合设定的次数为 835（占比 70.5%），其中预测结果中做多基差的为 965 天，做空基差的为 219 天。通过预测结果我们进行对期货季月合约的多空交易进行策略实现，采用期货近月对冲，（不考虑交易费用和滑点），年化回报率为 2.68%，在沪深 300 期权上市一年半内预测效果较差，2021 年 4 月后年化回报率上升为 4.40%。

中证 1000：通过对 2022 年 7 月 22 日-2024 年 12 月 9 日这个区间内共计 578 个交易日进行预测，预测符合设定的次数为 507（占比 79.6%），其中预测结果中做多基差的为 460 天，做空基差的为 118 天。通过预测结果我们进行对期货季月合约的多空交易进行策略实现，采用期货近月对冲，（不考虑交易费用和滑点），年化回报率为 6.95%。

图 49：沪深 300 股指期货基差套利交易



资料来源：国泰君安期货研究

图 50：中证 1000 股指期货基差套利交易



资料来源：国泰君安期货研究

在实际应用层面：1. 中性产品可考虑在期权基差贴水幅度小于期货时，选择用期权合成期货代替股指期货对冲；2. 可根据期权基差反应的未來信息和曲线平滑度，来预测股指期货基差的短期变化并进行近远期现结构套利交易。

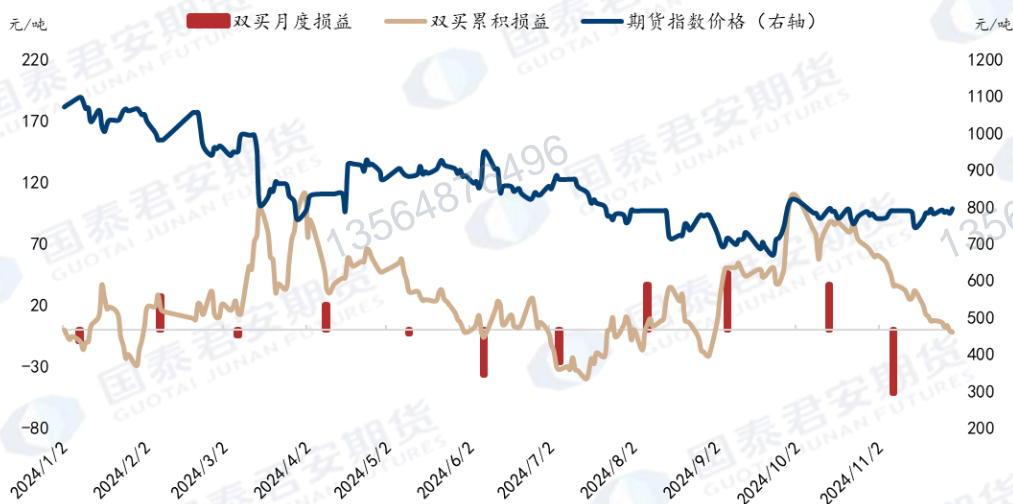
风险提示：1. 注意期权流动性不足造成的交易价差风险；2. 注意期权合成期货在实际下单时的缺腿风险；3. 注意期权合成期货与股指期货基差关系发生改变导致的策略失效。

4.2 商品期权交易机会复盘

4.2.1 双买期权策略的胜率提高

由于很多商品期货的波动性相对金融类资产较大，在商品期权上做买入型交易，胜率相对较高一些。我们按照月度平均振幅进行排序，截至 2024 年 11 月底，排名前五的分别为纯碱、玻璃、碳酸锂和铁矿、锰硅。从中选择波动率和合约面值均相对适中的铁矿石期权，进行双买回测，自 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 29 日的月度持仓胜率为 5/11，对应月份的标的指数价格位移均超过 9%，11 个月度累计持仓的总收益为零值附近偏负。

图 51：铁矿石期权双买策略在 2024 年表现



资料来源：米筐、国泰君安期货研究

上图的回测数据展示的是无择时且无止盈止损的双买铁矿石近月期权策略表现，即在期初根据近月期货价格买入平值看涨期权和平值看跌期权，等期权到期后换为下一个月的平值看涨期权和平值看跌期权。通过收益

曲线可以看到，2024年春节前和三月份以及下半年的三季度均有较好的正收益。也可以看到，在行情大幅位移之后，双买期权策略的收益快速上涨，此时一般伴随着波动率的放大，抵消一部分时间衰减带来的影响，若不及时平仓止盈，则会在行情稳定或者反转时出现大幅回撤，如三四月份。

双买期权需要支付的权利金成本较高，比较适合于波动率较低的震荡行情中，寻找价格突破带来波动放大的交易机会，一般对于标的波动有预期，而对于标的方向没有预期。

4.2.2 风险逆转策略的布局机会

若对于价格方向有一定预期，但可能不是最好的建仓位置时，一般会采用期权的风险逆转策略来进行布局，如反转行情的捕捉。我们以上半年经典反转的锰硅为例，来回测风险逆转策略的表现。自2024年4月份澳矿因气旋受损，并宣布长期中断锰矿石出口后，锰硅价格大幅拉涨，直至5月中旬有所回调，当时供给分歧较大。假设在价格回调时开始尝试布局反转行情，卖出行权价为前方高点位置的看涨期权，买入平值附近看跌期权，建仓信息如下：

图 52：风险逆转策略建仓信息

20240520	合约代码	交易方向	价格
期货	SM409	卖出对比	8700
看涨期权	SM409-C-9200	卖出	430
看跌期权	SM409-P-8200	买入	330
期权合计成本			-100

资料来源：国泰君安期货研究

图 53：最大回撤数据

20240530	合约代码	价格	盈亏
期货	SM409	9700	-1000
看涨期权	SM409-C-9200	960	-530
看跌期权	SM409-P-8200	200	-130
期权合计盈亏			-660

资料来源：国泰君安期货研究

图 54：反转行情开始时表现

20240603	合约代码	价格	盈亏
期货	SM409	8650	50
看涨期权	SM409-C-9200	370	30
看跌期权	SM409-P-8200	510	180
期权合计盈亏			210

资料来源：国泰君安期货研究

图 55：策略止盈表现

20240613	合约代码	价格	盈亏
期货	SM409	7910	790
看涨期权	SM409-C-9200	170	230
看跌期权	SM409-P-8200	700	370
期权合计盈亏			600

资料来源：国泰君安期货研究

通过复盘风险逆转策略在不同时间点的表现，可以看到，当期货价格处于上涨方向中，买入看跌期权花费的权利金成本低于卖出看涨期权的权利金收益，导致期权建仓成本为负值。在期货出现最大回撤 1000 元/吨时，期权最大回撤为 660 元/吨，体现出风险逆转策略的小幅缓冲作用。

当行情开始反转，回到开仓点位附近时，看涨期权和看跌期权的溢价偏度发生反转，看跌期权价格相对看涨期权明显更贵，此时期权风险逆转策略赚取的收益包含隐含波动率偏度变化和时间价值衰减以及小幅的价格方向性收益，总收益相对期货空头更多。

由于持有买入看跌期权头寸，尽管期货价格下跌会带来正收益，但是持仓时间越久，看跌期权的时间价值衰减也会整体持仓形成威胁，因此需要在行情实现向下突破后及时平仓期权头寸，不宜持有太久，若后续转为缓慢下跌，可换仓为做空期货。因此在 2024 年 6 月 13 日一根大阴线之后平仓全部期权头寸，赚取收益共计 600 元/吨，相对期货空头的 790 元/吨的收益，实现了 76% 的盈利空间。

图 56：复盘风险逆转策略的历史时机



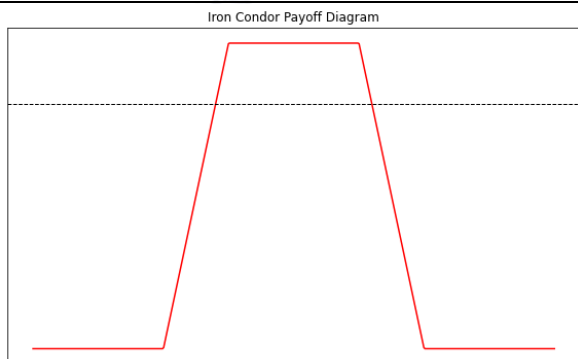
资料来源：国泰君安期货研究

4.2.3 卖出期权的获利空间增厚，风控要求也提高

2024 年的行情波动明显放大，多个品种有机会在波动率高位做出右侧的波动率空头策略，但同时卖出期权的风险也相对较大，需要做好风险管理，可以通过监控期权持仓的希腊字母做好风控。

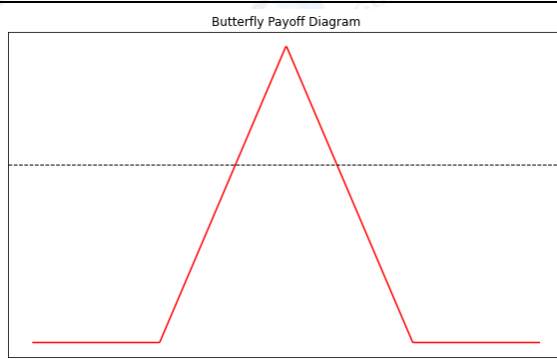
一般来说，我们在构建波动率空头测量时，没有方向性判断支持的话，建议通过组合的方式构建双边的价差策略，通常也称作铁鹰式结构或者蝶式结构：

图 57：铁鹰式期权到期损益图



资料来源：国泰君安期货研究

图 58：蝶式期权到期损益结构



资料来源：国泰君安期货研究

对于波动较大的品种，可以考虑构建铁鹰式期权结构，通过卖出虚值看涨期权和虚值看跌期权，赚取波动率下跌和时间流逝的收益，由于波动率较高，卖出虚值期权赚取的收益也还可观。另外还可以买入更虚值的看涨期权和看跌期权，对于尾部风险进行提前管控。

而对于波动率不高的品种，卖出虚值期权合约能够赚取的权利金收益有限，因此可考虑卖出平值看涨期权和平值看跌期权并买入虚值看涨期权和虚值看跌期权，构建成蝶式期权策略。能够实现有限风险的同时，赚取可观收益。

以 2024 年波动关注度较高的白银期权为例，波动率多次跟随价格上行后回落。假设在行情企稳开始震荡时，卖出双边期权做空波动率，需要在建仓时做好希腊字母敞口控制，并了解行情变动时各敞口对于持仓盈亏的影响。

图 59：白银期权隐含波动率和标的价格走势



资料来源：国泰君安期货研究

假设在 4 月 17 日看到行情有所震荡，波动率开始下降时卖出虚值看涨期权和虚值看跌期权，同时适当进行尾部保护。建仓时需要进行的风险检查和压力测试如下：

图 60：波动率空头策略建仓时的资金和风险敞口

		开仓日	20240417	到期日	20240527	剩余交易日	25	标的价格	7370
合约名称	类型	数量	保证金	期权价值	Delta	Gamma	Vega	Theta	
AG2406C8200	卖购	1手 (15kg)	6627	110	0.2192	0.0003	7.0118	-5.4443	
AG2406P7000	卖沽	1手 (15kg)	10922	130	-0.2738	0.0005	7.9004	-4.8508	
AG2406P6000	买沽	1手 (15kg)	0	10	-0.0274	0.0001	1.498	-1.0148	
总持仓	双卖	1组	17549	3450	0.0272	-0.0007	-13.414	9.2803	

资料来源：国泰君安期货研究

根据持仓的风险敞口和各资产的价格，以及不同行情压力下持仓损失大约满足以下公式：压力下损失 = $\Delta \times \text{标的期货价格压力下不利变动} + 0.5 \times \Gamma \times \text{标的期货价格压力下不利变动} \times \text{标的期货价格压力下不利变动} + \text{Vega} \times \text{波动率压力下不利变动}$ 。再结合期货行情变动引起的波动率变动假设，便可以提前做好压力测试，如下：

图 61：结合波动率假设和目标时间的模拟情景进行压力测试

		模拟日期	20240506	经历交易日	10	Theta损益	1392.05
期货压力价格	涨跌幅	波动率涨跌	Delta损益	Gamma损益	Vega损益	总损益	总保证金
8500	+15%	+0.12	461.04	-6703.725	-2415	-7265	31000
8100	+10%	+0.08	297.84	-2797.725	-1610	-2718	24000
7740	+5%	+0.03	150.96	-718.725	-604	221	20000
7370	0	-0.05	0	0	1006	2398	15500
7000	-5%	-0.03	-150.96	-718.725	604	1126	16000
6600	-10%	+0.02	-314.16	-3112.725	-402	-2437	23500
6250	-15%	+0.05	-456.96	-6585.6	-1006	-6657	29500

资料来源：国泰君安期货研究

根据目标日期的模拟压力测试，可以提前做好资金准备，并在承受范围线附近做好止损预警。举个例子，假设期初构建该策略的总资金为 3 万元，能够接受的亏损为 20%，那么根据模拟情景下的保证金变动和损益变动，可以估计止损线大约在标的期货价格涨至 8300 附近或者跌至 6400 附近。

5. 投资展望

目前已上市金融期权与商品期权品种总数达 62 个，其中金融期权 12 个，商品期权 50 个，年度新增 10 个商品期权品种。2024 年金融期权市场交投火热，成交持仓规模都大幅增长，投机度上升。年内成交持仓 PCR 均突破 1，市场具有看涨信心。金融期权波动率年内两次大幅拉升，尤其是国庆期间隐波随市场上行急剧拉升，为国内期权上市以来第二大波动变化；各品种偏度极端值比例都上升，大部分品种期限结构倒挂占比增加，不同板块期权品种跨市场波动率差异明显扩大。对于明年的金融期权的隐含波动率走势，我们认为可能市场会延续当前市场的中高波动性，未来较短一段时间内隐波可能会继续下行或中位震荡。

商品期权成交量在 2024 年春节后反弹并持续上升。持仓量受交易风格调整的影响较小，仍然周期性震荡增仓。从 2024 年商品期权各品种成交量占比来看，纯碱、白银和 PTA 的交易量靠前，成交额排名靠前的三位是白银、铁矿石和原油。商品期权波动率在 2024 年明显先升高后回落，上半年跟随期货价格正相关震荡上升，下半年在国庆节前后剧烈波动。

5.1 金融期权投资展望：市场交易热度高，波动率交易机会多

权益市场今年以来走势较强，沪深 300 股指期货、中证 1000 股指期货和上证 50ETF 期权的各类策略均不及基准，保护性看跌策略和卖看跌策略表现在期权常用策略表现中相对更优。保护性看跌策略保留基准收益，同时也承受较大回撤，但相对卖看跌较低回撤；卖看跌策略累计时间价值收益，并且有机会获得波动率回调的收益。

展望未来可以关注的交易机会，若未来呈现慢牛中高波市场环境，可参照我们推出的期权备兑策略指数构建组合长期跟踪权益市场并获得权利金收益增强；也可以探寻现货、期货、期权之间的关系，寻找价格套利或者基差套利的一些机会；市场波动上升时，曲面套利与波动率套利类机会增多，可择机入场。除外，特定的机构可关注行业应用的动态，例如银行理财子固收+期权结构化产品应用，私募的波动率预测、期权 CTA 与机器学习等。

新品种展望上，中金所已于今年进行了国债期权仿真交易，涉及到开展 2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期国债期权，国债期货波动率较低，权利金占比在面值的 1% 以内。国债期权具备结构优势、价格优势和时间优势，可以满足多样化策略构建，减少国债投资风险，增强收益。国债期权上市后，投资者可考虑应用到套期保值、方向交易和投资组合调整上。

5.2 商品期权投资展望：新合约新规则即将出炉

展望 2025 年，首先是期待郑州商品交易所将在 2025 年 3 月 3 日上市白糖系列期权合约，该系列期权合约算是国内首例短期商品期权。与常规期权不同的是，系列期权在标的期货合约交割月份前四个月第一个交易日挂牌，而常规期权则先挂出标的期货合约中的连续两个近月，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到 5000 手（单边）之后的第二个交易日挂牌。另外，系列期权合约的最后交易日是标的期货合约交割月份前两个月第 15 个日历日之前（含该日）的倒数第 3 个交易日，而常规期权合约的最后交易日是标的期货合约交割月份前一个月第 15 个日历日之前（含该日）的倒数第 3 个交易日。所以在 2025 年 3 月 3 日将会同时有白糖期货 2507 的常规期权和系列期权合约在市进行交易，剩余到期时间分别是 3 个半月和 2 个半月，可满足不同贸易时间长度的实体企业进行风险管理。

另外，各大交易所也在积极筹备新品种期权的上市工作，不仅覆盖现有期货品种，也在新增期货合约的同时计划相关期权合约的上市。随着期权品种和合约类型的增加，我们将能看到整个期权市场的资金和参与者逐渐增加。期权市场的交易集中度可能进一步打开，更多如 2024 年的锰硅期权和白银期权，在期货市场提供交易机会时，期权工具的特色功能大放异彩。不管是提供更安全的交易策略还是增加多维度的交易机会，商品期权工具都将在 2025 年继续被看到，但同时也会筛选出更专业和谨慎的交易群体。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。