

## 2022 年期权策略四季度展望

# 山雨欲来风满楼

### 摘要

下半年我们重点推荐投资者构建卖出金融期权蝶式组合策略、卖出白糖看涨期权策略和铜看涨期权熊市价差策略。我们建议投资者增配卖出策略产品和期权套利策略产品，减配买入策略产品。

期权投资策略方面：美联储激进加息，海外经济衰退预期增强，国际金融市场风险偏好下降。地缘冲突和疫情反复仍加剧市场波动。国内经济韧性仍存，四季度政策发力，经济进入弱修复阶段，权重指数估值已经到了历史低位，支撑股指价格。预期四季度权重指数价格波动加剧，建议构建卖出金融期权蝶式组合策略；四季度随着泰国、印度陆续开榨，原糖供应压力加剧，原糖价格受到压制，预计国际原糖震荡偏弱。国内食糖去库压力较大，郑糖或继续走弱，但下行空间有限，建议构建卖出白糖看涨期权策略；美联储激进加息，美元指数持续走高，压制有色金属价格，四季度铜价预期震荡偏弱。铜期权隐含波动率明显高于历史波动率，且高于历史 80%分位值，说明铜期权定价偏高，建议构建铜看涨期权熊市价差策略。

期权策略配置方面：股市下半年不确定性仍存，受欧美加息、地缘政治冲突、疫情影响，四季度股指价格预期维持高波动态势。但当前权重股指经过前期下跌，估值已经处于历史低位，下方空间有限。随着三季度股市持续下跌，金融期权隐含波动率不断走高，当前处于历史偏高水平，同时隐含波动率明显高于历史波动率，金融期权定价偏高。隐历差处于历史高位，并且波动率曲面存在的套利机会较多。我们认为可以增配卖出策略产品和期权套利策略产品，减配买入策略产品。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

周小舒

zhouxiaoshu@nawaa.com

投资咨询证:Z0014889

第 1 章	2022 年四季度期权策略推荐 .....	3
1.1.	卖出金融期权蝶式组合策略 .....	3
1.2.	卖出白糖看涨期权策略 .....	5
1.3.	铜看涨期权熊市价差策略 .....	6
1.4.	四季度期权策略配置展望 .....	7
第 2 章	2022 年三季度期权策略表现回顾 .....	8
2.1.	卖出 50ETF 虚值认沽期权策略 .....	8
2.2.	白糖看涨期权熊市价差策略 .....	9
2.3.	甲醇牛市价差期权策略 .....	10
2.4.	前三季度期权产品表现回顾 .....	11
第 3 章	金融类期权波动率偏高 .....	13
3.1.	50ETF 市场运行情况 .....	13
3.1.1.	50ETF 交易情况 .....	13
3.1.2.	50ETF 波动率情况 .....	14
3.2.	沪深 300 股指期权市场运行情况 .....	16
3.2.1.	沪深 300 股指期权交易情况 .....	16
3.2.2.	沪深 300 股指期权波动率情况 .....	18
3.3.	300ETF 期权市场运行情况 .....	20
3.3.1.	上交所 300ETF 期权交易情况 .....	20
3.3.2.	上交所 300ETF 期权波动率情况 .....	22
3.3.3.	深交所 300ETF 期权交易情况 .....	23
3.3.4.	深交所 300ETF 期权波动率情况 .....	25
3.4.	中证 1000 股指期权运行情况 .....	27
3.4.1.	中证 1000 股指期权交易情况 .....	27
3.4.2.	中证 1000 股指期权波动率情况 .....	29
第 4 章	多数商品期权波动率下降 .....	31
4.1.	期权市场运行情况 .....	31
4.2.	波动率情况 .....	32
免责申明	.....	34

## 第1章 2022 年四季度期权策略推荐

表 1.1：四季度期权策略建议

期权投资策略建议		
标的	行情判断	策略
50ETF	波动加剧	卖出金融期权蝶式组合策略
白糖	震荡偏弱	卖出白糖看涨期权策略
铜	上方承压	看涨期权熊市价差策略
期权策略配置建议		
期权策略	建议	
卖权策略	增配	
买权策略	减配	
套利策略	增配	

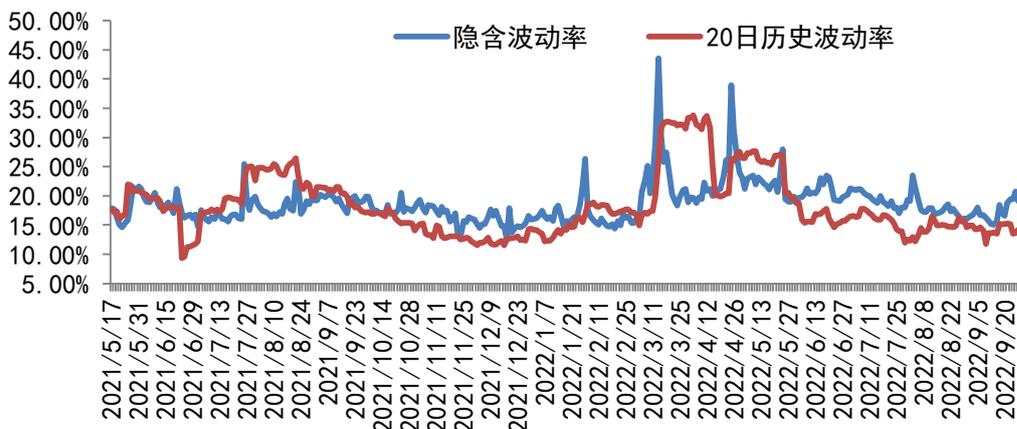
资料来源：南华研究

### 1.1. 卖出金融期权蝶式组合策略

受美联储激进加息预期增强，美元指数大幅上升，北向资金加速外流，利空国内股市，短期市场不确定性增加。海外经济衰退预期增强，国际金融市场风险偏好下降。地缘冲突和疫情反复仍加剧市场波动。国内经济韧性仍存，四季度政策发力，经济进入弱修复阶段，权重指数估值已经到了历史低位，支撑股指价格。预期四季度权重指数价格波动加剧。

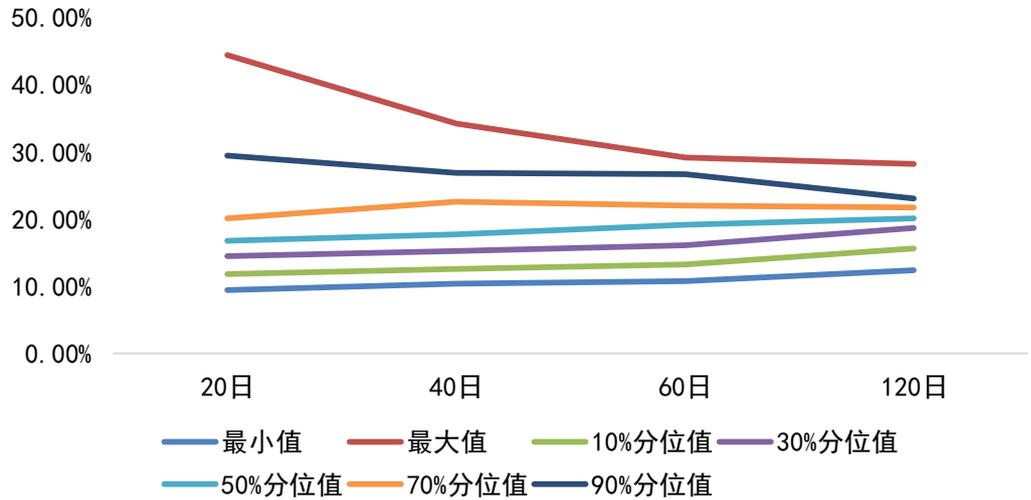
近期，金融期权隐含波动率大幅上涨，且明显高于历史波动率。截至 9 月 29 日，50ETF 期权隐含波动率是 20.05%，处于历史 70%分位值附近。期权定价偏高，对买权不利，此时可以利用卖出期权降低成本。

图 1.1.1：南华 50ETF 期权波动率



资料来源：南华研究

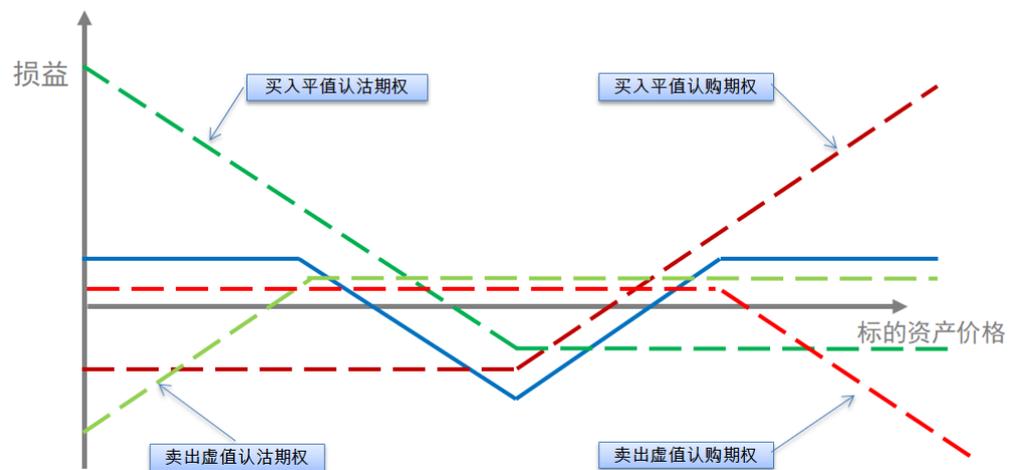
图 1.1.2: 南华 50ETF 波动率锥



资料来源: 南华研究

投资者可以继续持有 ETF 期权卖出蝶式组合策略。投资者既可以获得 ETF 基金价格上涨或下跌带来的收益, 又可以获得隐含波动率上涨带来的收益。卖出蝶式期权组合的做法是: 买入平值认购期权和认沽期权, 卖出虚值认购期权和认沽期权。明年股市不确定性较大, 价格上涨、下跌难以判断, 采用双买策略较为合适。与买入跨式组合策略相比, 卖出蝶式组合策略卖出了虚值期权, 收取权利金, 降低策略的建仓成本, 可持有时间更长。卖出蝶式组合策略的胜率高于买入跨式组合。卖出蝶式组合策略最大收益有限, 当标的大幅上涨或大幅下跌时, 该策略收益不如买入跨式组合策略。卖出蝶式组合策略的到期损益图如下所示:

图 1.1.3: 卖出蝶式组合策略到期损益图



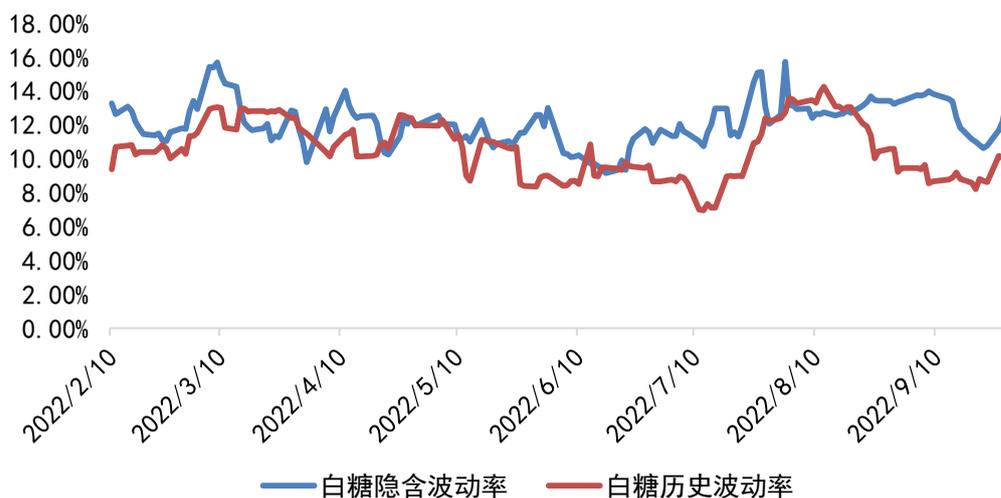
资料来源: 南华研究

## 1.2. 卖出白糖看涨期权策略

白糖基本面情况：四季度，在国际原油价格下降和巴西国内燃料税下调的影响下，巴西糖醇比升至高点。随着泰国、印度陆续开榨，原糖供应压力加剧，原糖价格受到压制，预计国际原糖震荡偏弱。国内食糖去库压力较大，郑糖或继续走弱，但下行空间有限。

截至9月28日，白糖主力期权隐含波动率是13.4%，历史波动率是9.91%，隐含波动率明显高于历史波动率，期权定价偏高，此时更适合构建卖权策略。下图为白糖期权波动率走势图：

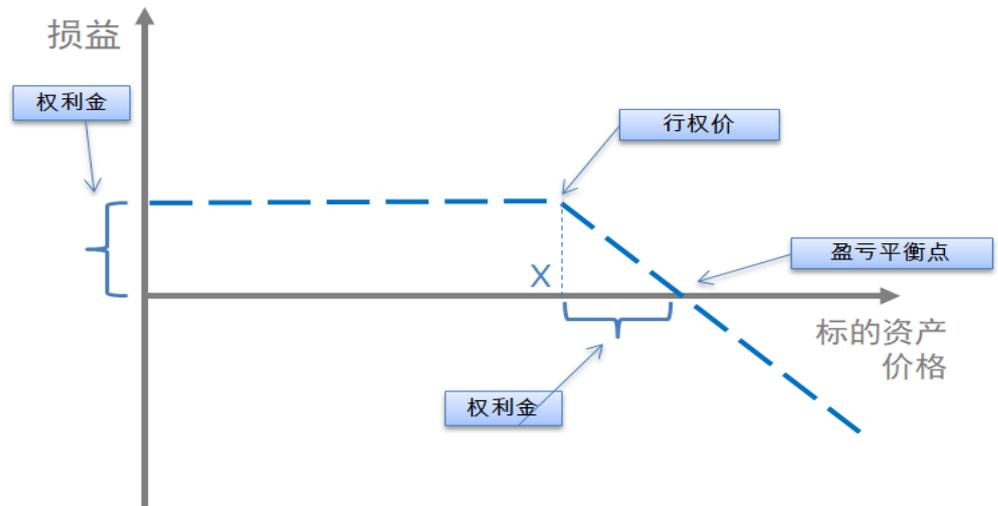
图 1.2.1：白糖期权波动率情况



资料来源：南华研究

结合白糖基本面和期权波动率情况，我们建议投资者构建卖出白糖看涨期权策略。卖出看涨期权策略赚取期权时间价值，只要白糖价格不上涨，策略就可以获得收益。为了降低风险，建议投资者卖出虚值期权。由于策略面临的风险较高，建议投资者做好风险控制。卖出看涨期权策略到期损益情况如下图所示：

图 1.2.2: 卖出看涨期权策略到期损益图

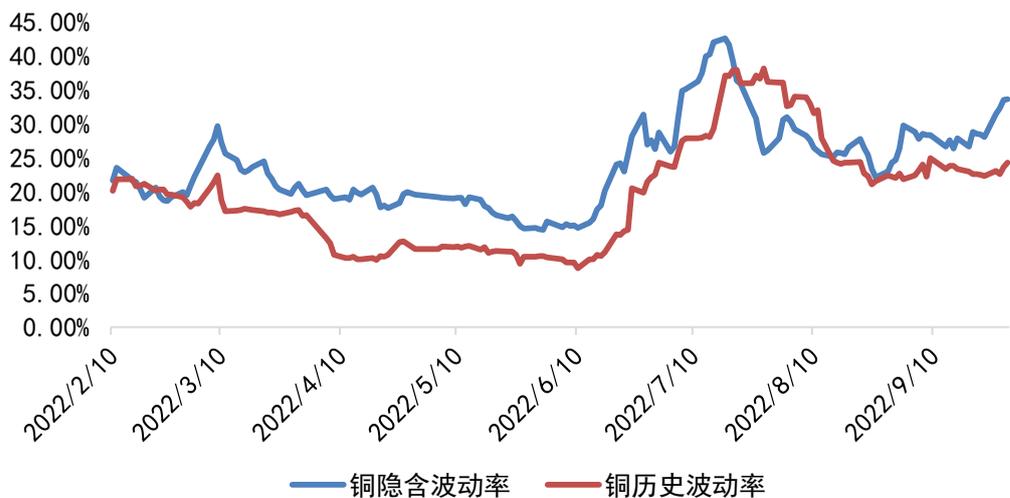


资料来源：南华研究

### 1.3. 铜看涨期权熊市价差策略

铜基本面：美联储激进加息，美元指数持续走高，压制有色金属价格。中国、印度等地铜矿产量增速较快，铜供应量有所增加；海外经济衰退预期增强，铜需求预期回落。四季度铜价预期震荡偏弱。截至 9 月 29 日，铜期权隐含波动率是 33.58%，历史波动率是 24.28%，隐含波动率明显高于历史波动率，且高于历史 80%分位值，说明铜期权定价偏高，此时适合构建卖权策略。

图 1.3.1: 铜期权波动率情况

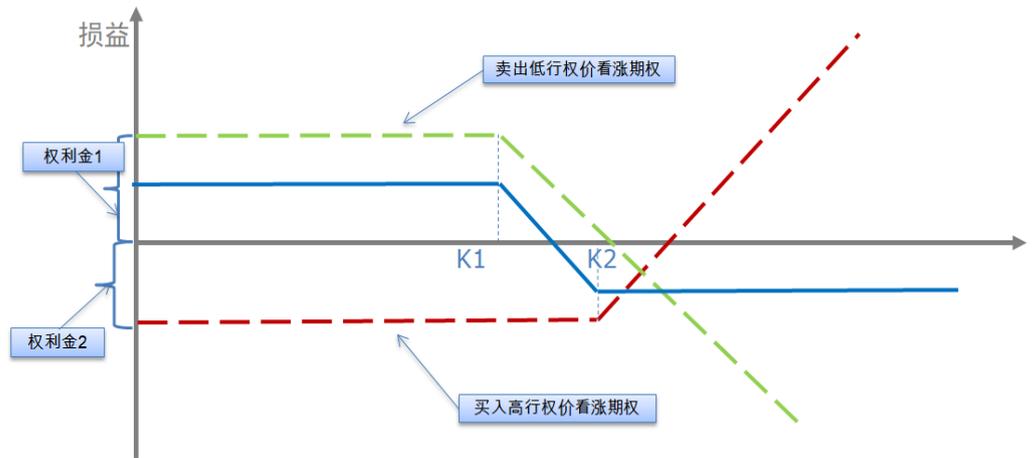


资料来源：南华研究

结合铜基本面和期权波动率情况，我们建议投资者构建白糖看涨期权熊市价差策略。下半年，金属市场不确定性仍较高，裸卖期权面临风险较高，需要在上方做好风险保护头寸，看涨期权熊市价差策略的构建方式是：卖出行权价较低的看涨期权（一般卖平值或浅虚值期权），获得期权权利金收入，

买入行权价比较高的看涨期权（一般卖浅虚值期权或深虚值期权），避免价格大幅下跌发生巨额亏损。策略是收取权利金的价差策略，主要赚取期权时间价值，只要标的跌破盈亏平衡点，策略会亏损，该策略是一个相对保守的策略。看涨期权熊市价差策略到期损益情况如下图所示：

图 1.3.2：看涨期权熊市价差策略损益图



资料来源：南华研究

## 1.4. 四季度期权策略配置展望

对于四季度的期权策略配置，我们认为可以增配卖权策略产品和期权套利策略产品，减配买权策略产品。

**股市基本面：**股市下半年不确定性仍存，受欧美加息、地缘政治冲突、疫情影响，四季度股指价格预期维持高波动态势。但当前权重股指经过前期下跌，估值已经处于历史低位，下方空间有限。

**期权波动率：**随着三季度股市持续下跌，金融期权隐含波动率开始走高，当前处于历史偏高水平，同时隐含波动率明显高于历史波动率，金融期权定价偏高。隐历差处于历史高位，同时波动率曲面存在的套利机会较多。

我们建议增配卖权策略产品。当前金融期权定价较高，卖出期权获得的权利金收入较为可观。隐历差处于历史高位，delta 中性对冲成本相对偏低。市场基本面偏弱，同时权重股指估值偏低，市场短期难以走出单边行情，卖权策略的期望收益较高，策略对冲成本和风险均较低。

我们建议增配期权套利策略产品。目前存在隐含波动率和历史波动率套利机会，以及较多的波动率曲面套利机会。套利策略受标的价格方向性变化影响较小，在风险事件频发的市场下，套利策略稳健性更强。四季度创业板指数、中证 1000 和中证 500 指数会受到更强烈的负面冲击，而上证 50 和沪深 300 受到的负面冲击会相对有限，此行情较为适合跨品种波动率套利策略。

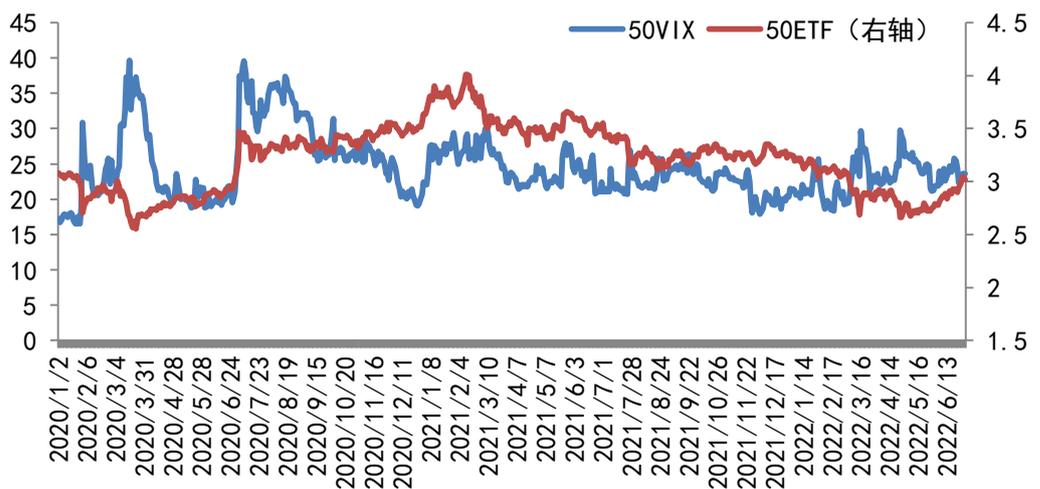
我们建议减配买权策略。买权策略产生时间价值损失，当期期权隐含波动率偏高时，策略产生的时间损失更多。四季度市场多空僵持，买权策略很难获得收益。当前股指估值处于较低水平，大幅下跌的概率较低，所以买权风险管理策略胜率较低，所以我们建议减配买权策略产品，尤其是买权风险管理策略产品。

## 第2章 2022 年三季度期权策略表现回顾

### 2.1. 卖出 50ETF 虚值认沽期权策略

50ETF 基本面情况：经过今年 3、4 月份大幅下跌，上证 50 估值已处于历史偏低水平，从估值角度来看已经处于长期布局的理想区间。5、6 月份国内复工复产稳步推进，经济预期逐渐转好。央行货币政策宽松、基建投资持续发力，下半年经济增速有望稳定在合理区间内，股指价格将获得有力支撑。但受通货膨胀影响，欧美激进加息预期增强，国际金融市场风险增加，我们对于 50ETF 下半年走势持谨慎乐观态度。截至 6 月 28 日，当前南华 50ETF 期权波动率指数是 23.62，位于历史中位值（23.79）附近，近月期权隐含波动率 20.19%，历史波动率是 16.13%，波动率位于历史 60%——70%分位值之间，期权定价偏高，此时更适合构建卖权策略。

图 2.1.1：南华 50ETF 波动率指数

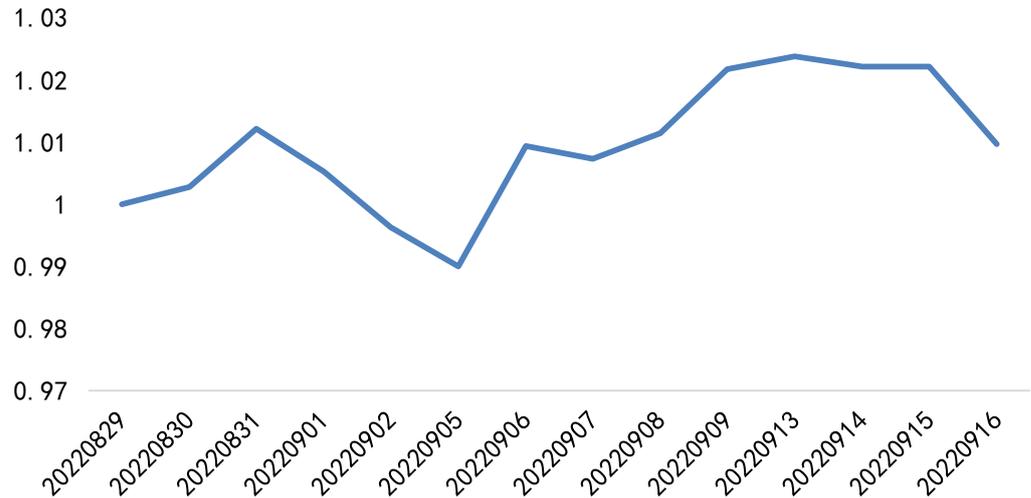


资料来源：南华研究

8 月 24 日，国务院常务会议部署稳经济一揽子政策的 19 项接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度、核准开工一批基础设施等项目、支持中央发电企业等发行 2000 亿元债券，针对房地产领域，中央层面也推出了政策性银行专项借款等工具。预计房地产和宏观经济基本面将伴随着政策的落地逐步改善，市场预期也将渐进修正。近月期权隐含波动率持续下降，市场预期股指短期走势平稳。当前，市场多空僵持，预期股指维持区间震荡走势。

8 月 26 日，选择建仓，卖出 50ETF 沽 9 月 2600 期权合约，保证金占用 2900 元/张。策略持有至 9 月 16 日，平仓止盈。策略共持有 13 个交易日，收益率 0.97%，最大回撤率 1.59%。卖出 50ETF 认沽期权策略净值如下图所示。

图 2.1.2: 卖出 50ETF 认沽期权策略净值图



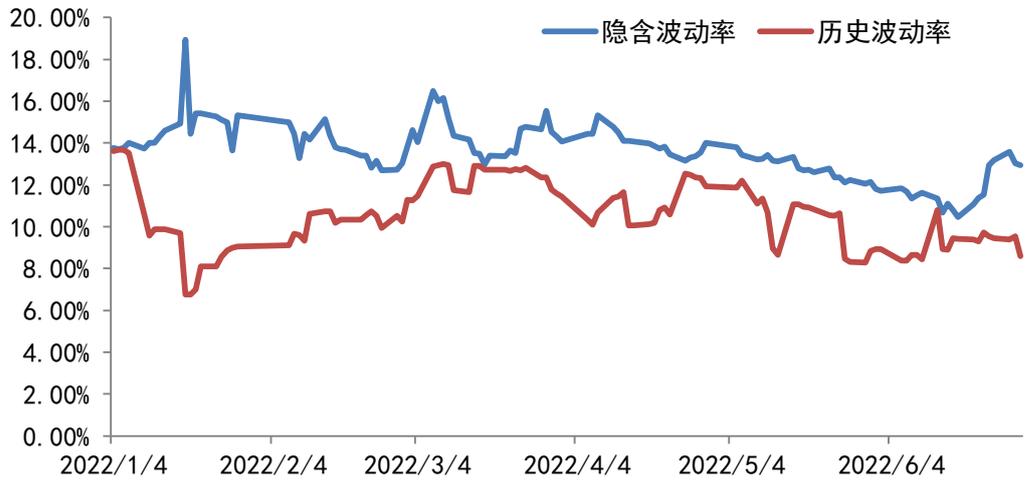
资料来源：南华研究

## 2.2. 白糖看涨期权熊市价差策略

白糖基本面情况，国际糖业组织（ISO）对全球 2021/22 年度糖供求平衡预估从 2 月份的短缺 192 万吨，修正为过剩 23.7 万吨。ISO 将全球糖产量预估较 2 月份报告上调 351 万吨，目前预估总产量 1.7402 亿吨，消费预估 1.7378 亿吨。2022/23 年度（10 月-9 月）过剩规模或进一步扩大至 277 万吨，产量预增至 1.7737 亿吨，消费预计 1.746 亿吨。主因是印度和泰国连续两年丰产，而巴西在 2022 年也预计产量增加。下半年，中国食糖供应较为充足，国内新榨季销售疲弱，白糖基本面偏弱。受宏观情绪影响，糖价未来上涨难度较大。

由于二季度末，商品市场整体波动加剧，商品期权隐含波动率整体上升，白糖期权隐含波动率较前期低点上涨 2.36%，截至 6 月 28 日，白糖主力期权隐含波动率是 13.04%，历史波动率是 9.54%，隐含波动率明显高于历史波动率，期权定价偏高，此时更适合构建卖权策略。下图为白糖期权波动率走势图：

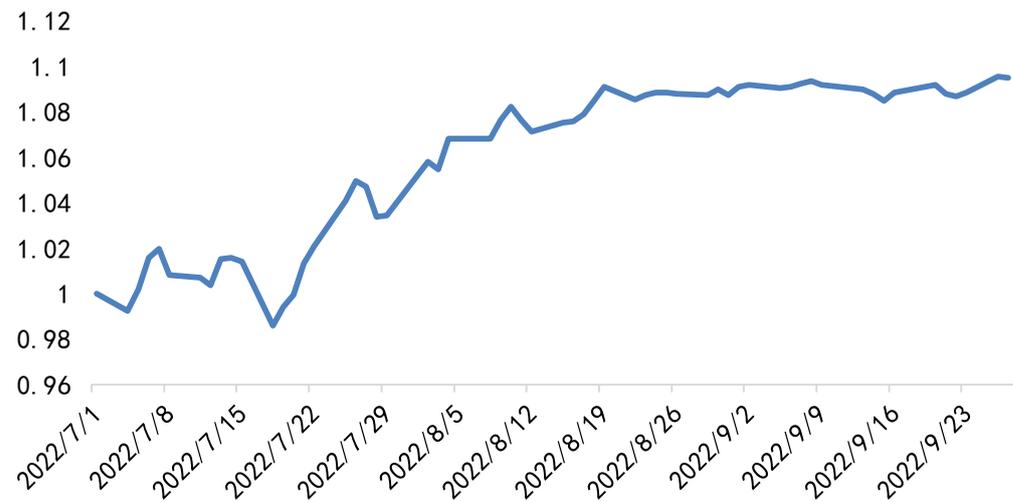
图 2.2.1: 白糖期权波动率情况



资料来源: 南华研究

7月1日, 白糖期货价格 5805 元/吨, 我们建立看涨期权熊市价差策略, 卖出 SR301C5900, 买入相同数量的 SR301C6100, 一组策略成本 7842 元。策略持有至 9 月 26 日, 共持有 61 个交易日, 收益率 9.5%, 最大回撤率 3.38%。白糖看涨期权熊市价差策略净值情况如下图所示。

图 2.2.2: 白糖看涨期权熊市价差策略净值图



资料来源: 南华研究

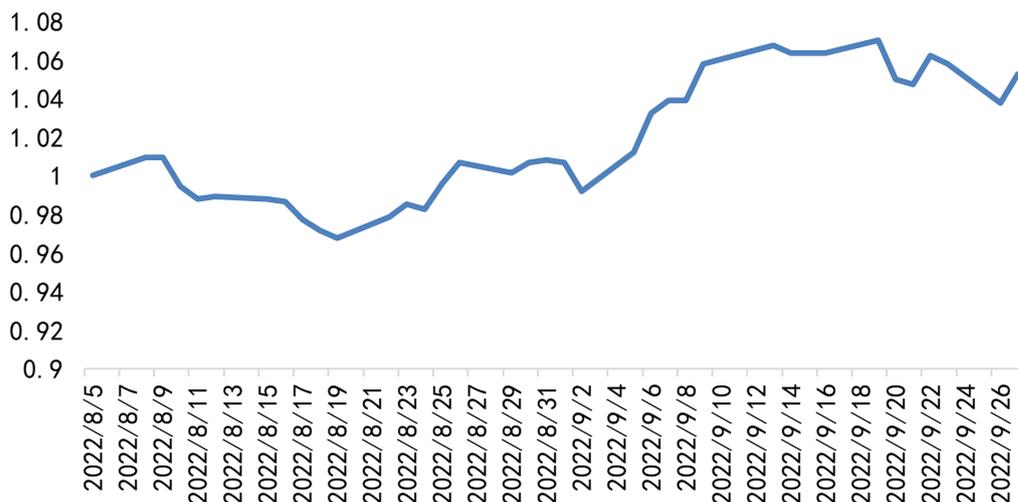
### 2.3. 甲醇牛市价差期权策略

目前甲醇的基本面来看, 首先, 从宏观层面来看, 伴随着美联储加息缩表的推进, 全球交易衰退逻辑, 导致甲醇价格已经跌到较低位置。其次, 成本端来看, 煤炭价格仍有支撑。煤炭库存较低, 7-8 月电厂高日耗下, 煤炭未来进一步下跌很困难, 近端即将企稳。最重要的是整体甲醇工厂的到厂煤价格几乎没有变化。目前来看甲醇盘面对标仓单锚定港口, 太仓基本平水与河南, 而同时河南装置大幅

亏损闹停车，因此，甲醇目前的估值是非常低的。就目前甲醇盘面而言可以获得成本端和自身利润的双重抬升。综上观点来看，我们认为可以构建甲醇多头策略。同时，考虑到目前全球大宗商品价格承压的宏观因素。因此，我们推荐构建两端敞口封闭的牛市价差策略。

8月5日，甲醇主力期货价格 2472 元/吨，我们建立甲醇牛市价差策略，买入 MA301C2600 期权合约，卖出相同数量 MA301C2700 期权合约。策略持有至 9 月 27 日，共 36 个交易日。策略收益率为 5.26%，最大回撤率是 4.18%。甲醇看涨牛市价差策略净值如下图所示。

图 2.3.1：甲醇看涨牛市价差策略净值图



资料来源：南华研究

## 2.4. 前三季度期权产品表现回顾

表 2.4.1：期权产品表现情况（截至 9 月 23 日）

期权产品	主策略类型	今年以来收益	今年以来最大回撤率	近一年收益
君信荣耀一号	时间价值	3.23%	-2.29%	6.44%
小黑妞满天星一号	时间价值+套利	3.13%	-2.95%	7.44%
湘楚稳健一号	时间价值（金融+商品）	1.45%	-6.92%	4.42%
鼎森汇临期权量化 1 号	时间价值	1.4%	-8.25%	9.91%
中量投期权启航 1 号 B	时间价值	9.07%	-6.26%	11.96%
中孚权健 1 号	时间价值（商品）	10.01%	-2.1%	14.1%
汇融期权 3 号	时间价值（商品）	6.71%	-2.41%	4.39%
铠甲（估算）	尾部风险对冲	16.68%	-5.68%	12.96%
跃威稳进一号	套利	21.16%	-2.79%	25.58%

<b>悬铃 C 号</b>	套利	3.88%	-3.5%	8.5%
<b>百奕传家三号</b>	套利	4.11%	-3.81%	7.03%

资料来源：南华研究、私募排排网

今年前三季度，卖出期权赚取时间价值策略收益低于去年，主要原因是前三季度，市场波动较去年明显增加。股市整体下行，并且 3 月、4 月、7 月市场出现三波快速下跌行情，金融期权隐含波动率快速上升，卖权策略同时面临方向性风险和波动率损失。今年，金融期权隐含波动率整体水平低于前几年，时间价值收益偏低。综合来看，卖出金融期权策略整体表现低于往年水平。部分商品期权隐含波动率明显高于历史波动率，卖出商品期权策略收益高于金融期权策略，但是由于突发事件影响，尤其是俄乌冲突以及美联储激进加息，2 月和 6 月商品价格波动加剧，卖出商品期权策略面临风险较高，综合来看，卖出商品期权策略收益和回撤均有所增加。

期权风险管理策略表现亮眼，今年股市整体处于熊市行情，出现三波单边快速下跌行情，上证 50 和沪深 300 表现整体偏弱，波动率阶段性走高，买入看跌期权策略获得方向性收益和波动率收益。风险管理策略的表现优于去年。

期权套利产品前三季度表现稳健。套利策略受标的价格方向变化的影响较小，上证 50 和沪深 300 行情较大，日内波动率变化较为明显，隐历差处于高位，同时波动率曲面套利机会较多，套利策略收益较为稳健，且明显高于卖权策略。套利策略风险敞口较小，回撤明显低于买权策略。

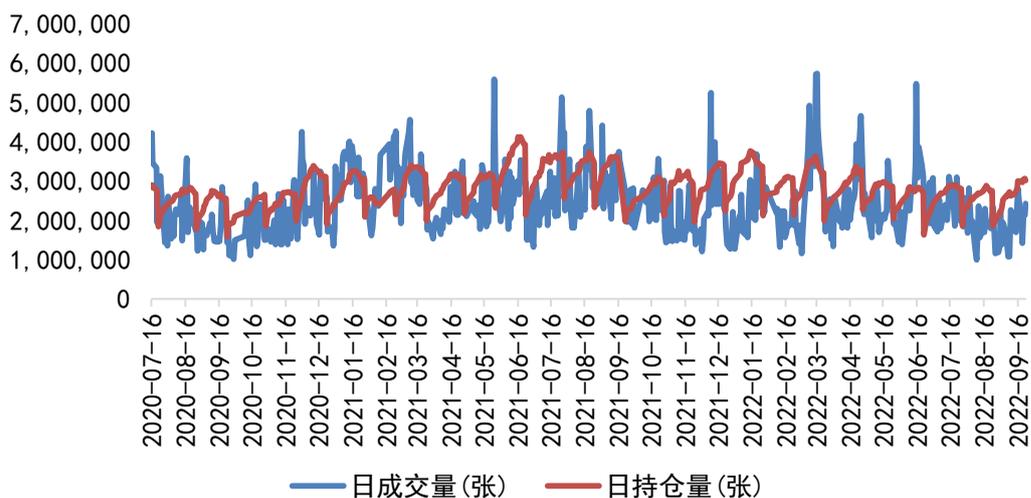
## 第3章 金融类期权波动率偏高

### 3.1. 50ETF 市场运行情况

#### 3.1.1. 50ETF 交易情况

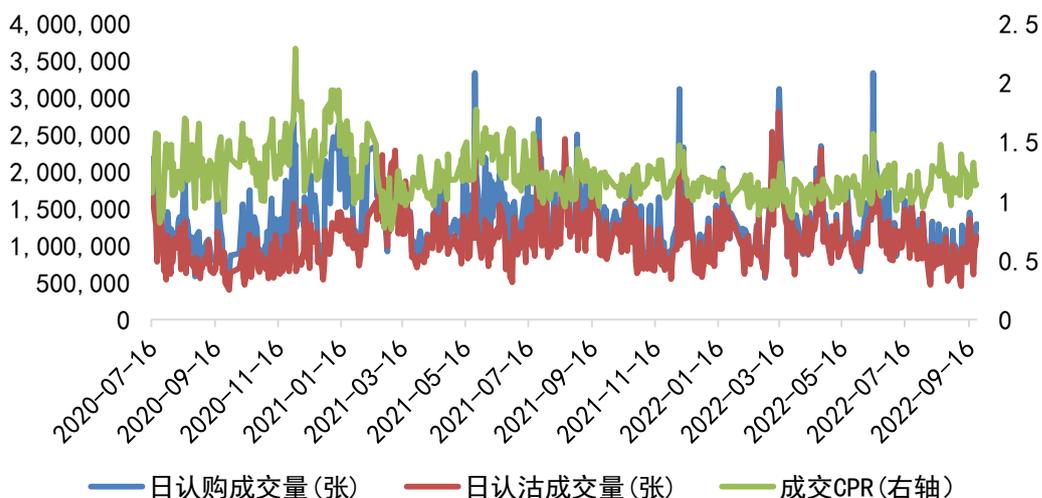
截止到 2022 年 9 月 23 日，50ETF 期权今年全年累计总成交 4.14 亿张，总持仓 300.39 万张，日均成交 233.64 万张，日成交量处于波动状态，日最高成交量为 572.73 万张，日最低成交量为 98.40 万张，日均持仓 278.69 万张。总成交额 2087.81 亿元，日均成交额 11.80 亿元，日最高成交额 44.34 亿元，日最低成交额 4.60 亿元。

图 3.1.1: 2022 年 1 月 1 日到 9 月 23 日成交持仓量情况



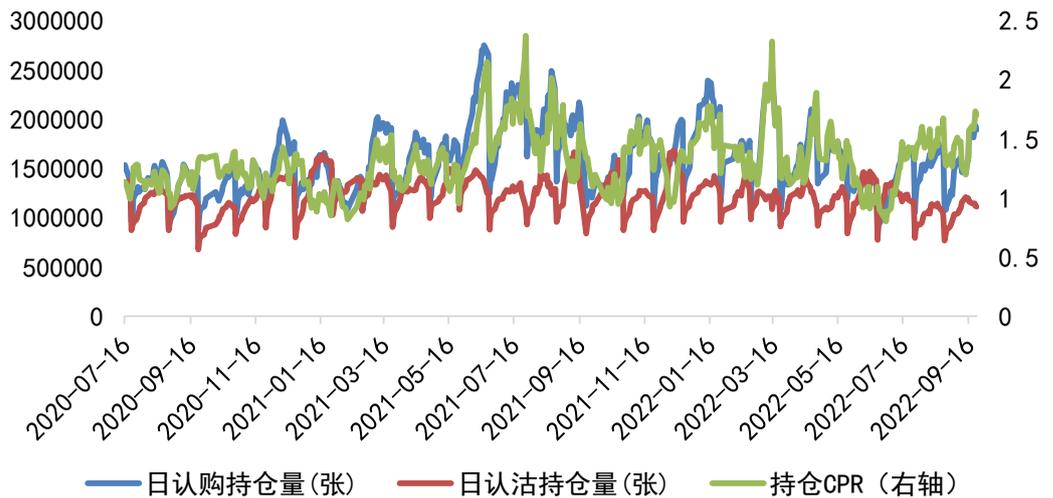
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.1.2: 2022 年 1 月 1 日到 9 月 23 日成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

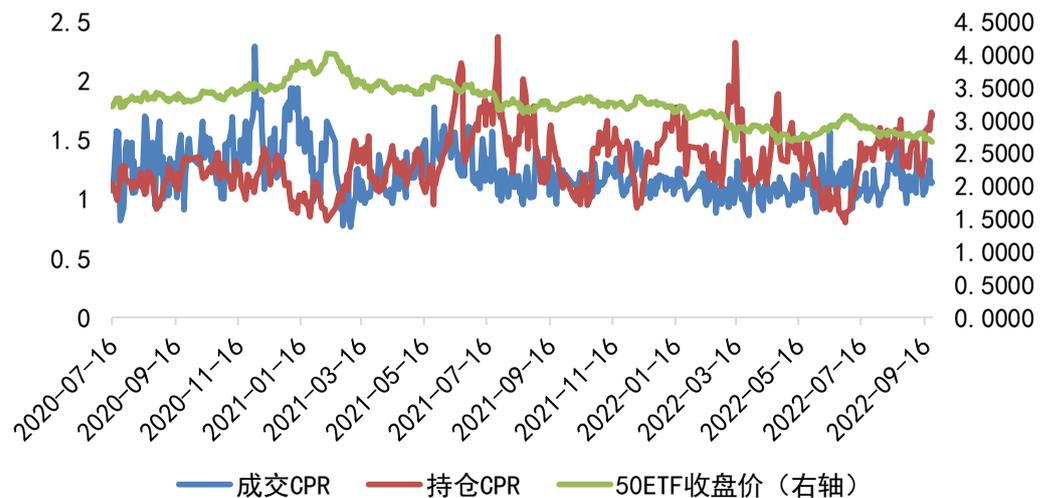
图 3.1.3: 2022 年 1 月 1 日到 9 月 23 日持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.11，看涨期权与看跌期权成交状况今年较为均衡。今年 CPR 成交比最大值 1.57，最小值 0.86。今年持仓 CPR 均值为 1.37，最大值 2.32，最小值 0.8。三季度持仓 CPR 较上半年均值有所下降，表明三季度看空情绪上升。持仓 CPR 与 50ETF 收盘价大致上成反比，当 50ETF 价格上涨时，持仓 CPR 下跌；当 50ETF 价格下跌时，持仓 CPR 上涨。

图 3.1.4: 50ETF 收盘价与成交、持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

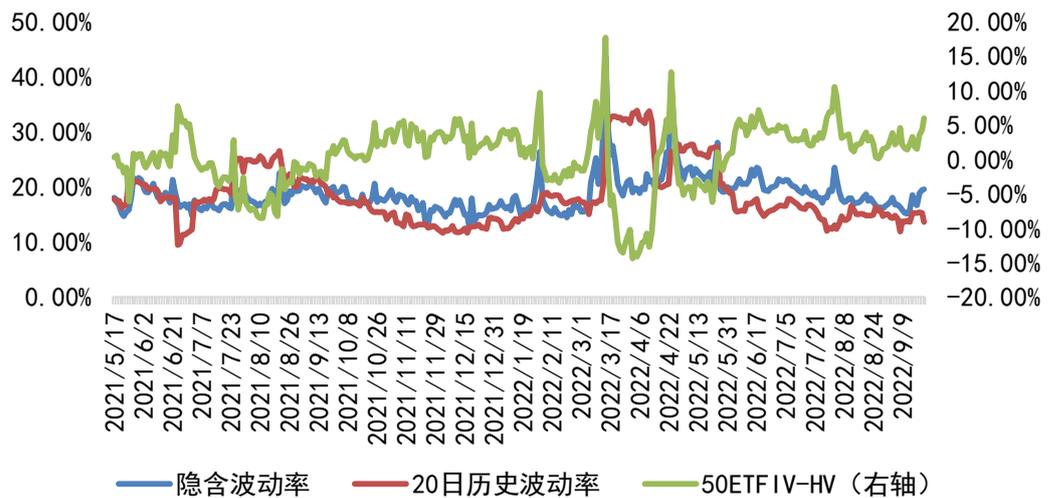
### 3.1.2. 50ETF 波动率情况

今年前三季度来看，隐含波动率有三次明显的急速上涨，分别是在三月份、四月份和七月份，但随后迅速反弹回暖。从一月开始至三月初，波动率维持平稳，但进入三月以后，随着股指意外地大幅下跌，整个市场恐慌性上升，导致期权的隐含波动率飙升至最高 30%，但 3 月 16 号后，随着市场信心的重新稳定，隐波高位回落。此后隐含波动率继续维持平稳。进入四月份以后，伴随着上海疫情对于

全市场造成的干扰和影响，指数暴跌，带动隐含波动率上升。4月27日上海解封以后，波动率又恢复平均水平。7月份，美联储激进加息对全球金融市场带来重大利空，我国股市终止上涨，重回跌势，并且上证50逼近前期低位。期权隐含波动率再次大幅上升，并且与历史波动率的差值进一步扩大。这表明市场的风险偏好有所下降。

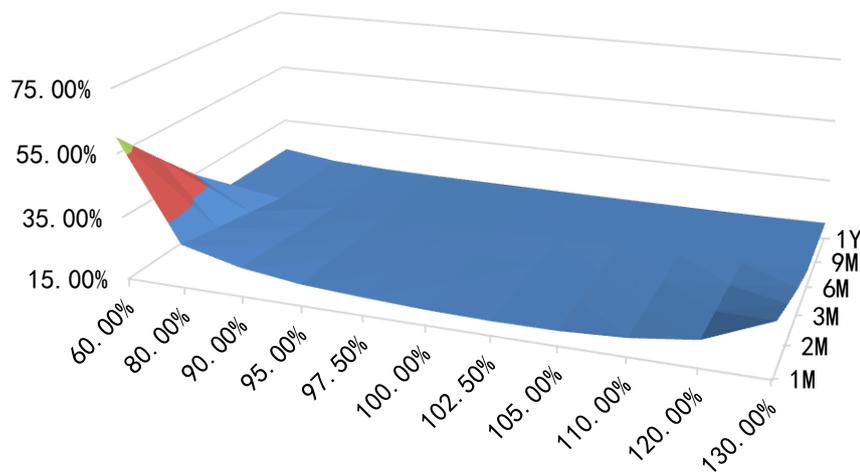
50ETF 期权波动率偏度呈现微笑偏斜状态，虚值看跌期权的隐含波动率较高，表明市场对于看跌期权的定价仍然偏贵。相比于7、8月份，9月波动率偏度变得平坦，平值期权隐含波动率上升，深度虚值期权隐含波动率下降，这表明市场参与者认为短期仍有较高的不确定性，受基本面和估值影响，很难出现大幅上涨或下跌行情。从期权的期限结构中可以看出，9月份近月期权隐含波动率有所上涨，且接近远月期权，表明市场参与者认为短期标的走势波动加剧。

图 3.1.5: 50ETF 期权波动率情况



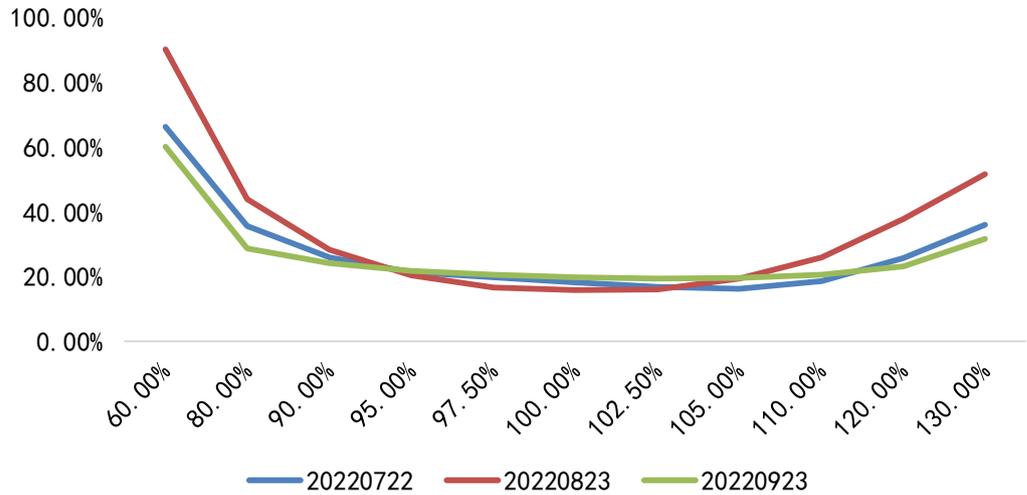
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.1.6: 50ETF 期权波动率曲面



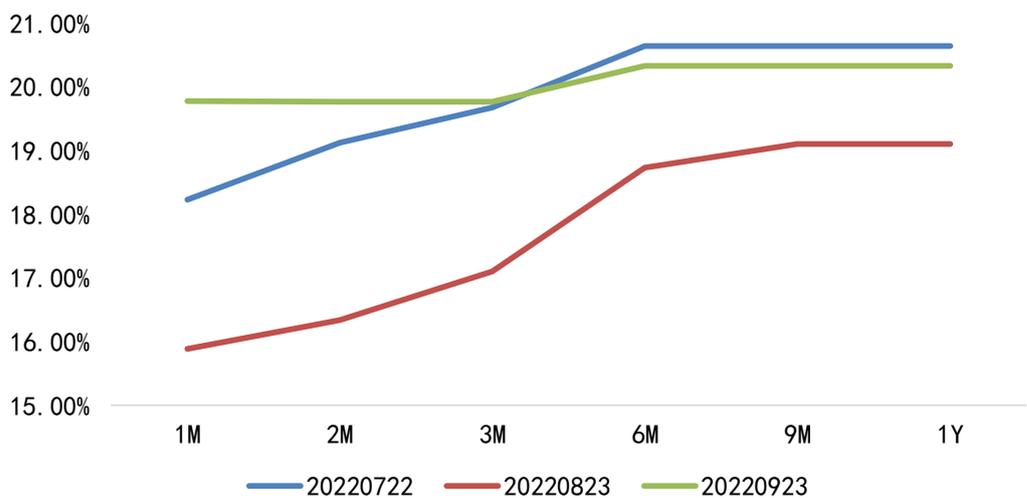
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.1.7: 50ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.1.8: 50ETF 波动率期限结构



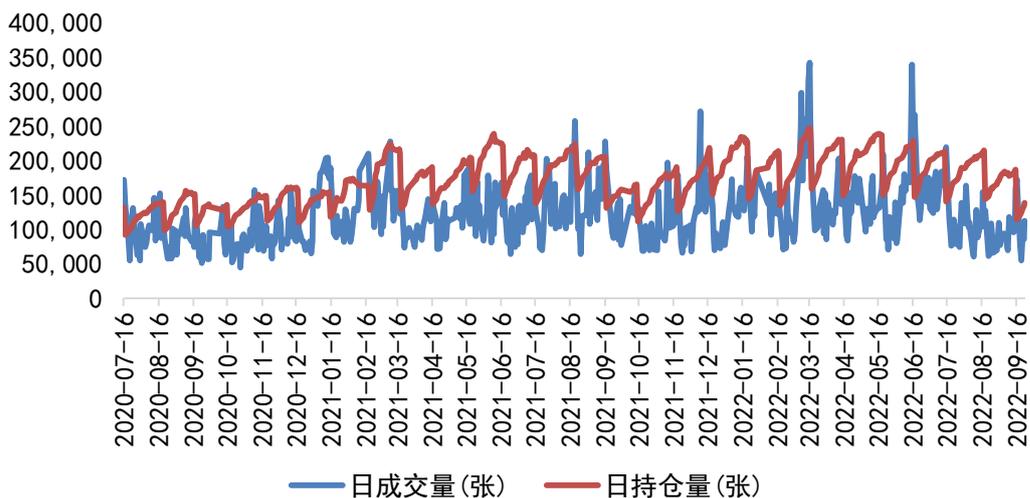
资料来源: WIND, 南华研究

## 3.2. 沪深 300 股指期权市场运行情况

### 3.2.1. 沪深 300 股指期权交易情况

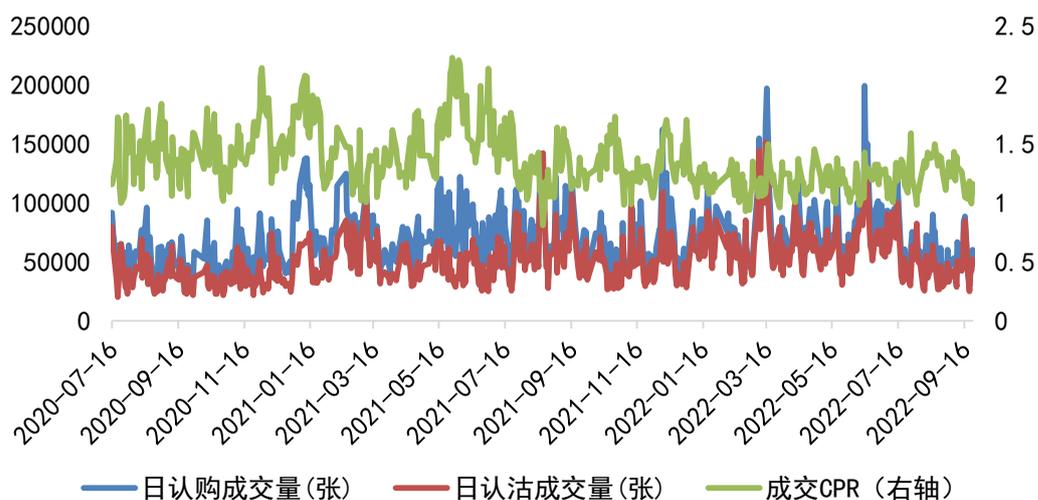
截止到 2022 年 9 月 23 日, 沪深 300 股指期权今年累计总成交 2391.04 万张, 总持仓 13.79 万张, 日均成交 13.51 万张, 日成交量处于波动状态, 日最高成交量为 34.13 万手, 日最低成交量为 5.43 万手, 日均持仓 19.28 万手。日均成交额 9.05 亿元, 日最高成交额 29.96 亿元, 日最低成交额 3.09 亿元。

图 3.2.1: 成交持仓量情况



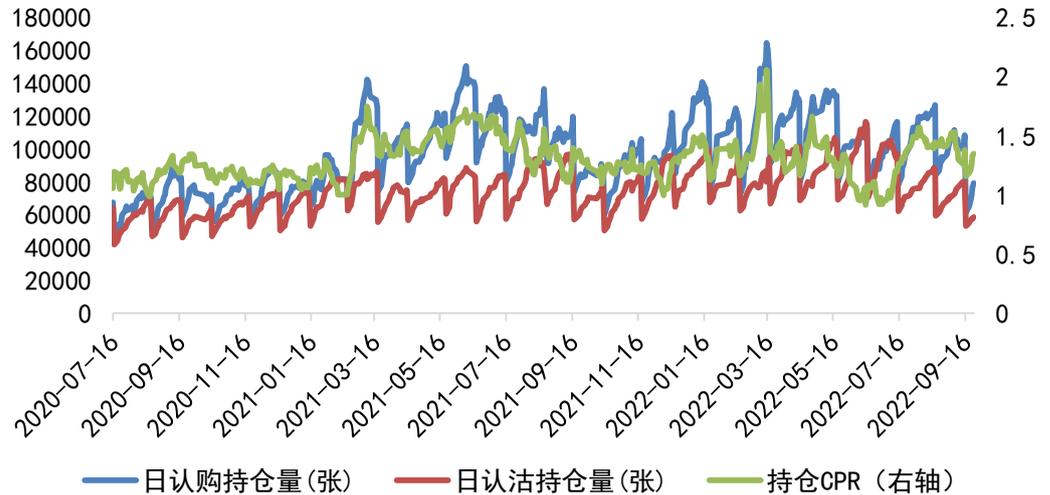
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.2.2: 成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

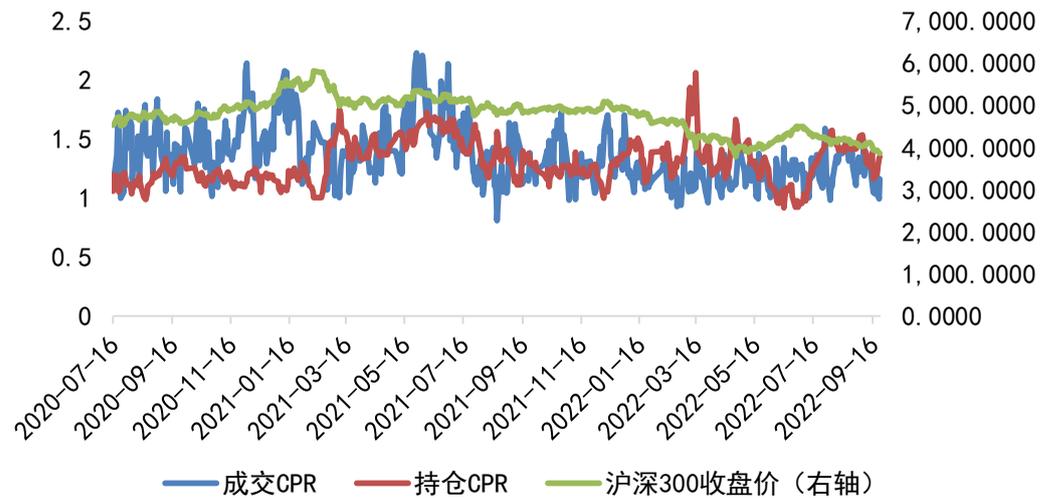
图 3.2.3: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

2022 年 1 月 1 日至 9 月 23 日成交 CPR 均值为 1.20, 今年 CPR 成交比最大值 1.59, 最小值 0.92; 今年持仓 CPR 均值为 1.33, 最大值 2.06, 最小值 0.92。

图 3.2.4: 沪深 300 股指收盘价与成交、持仓 CPR

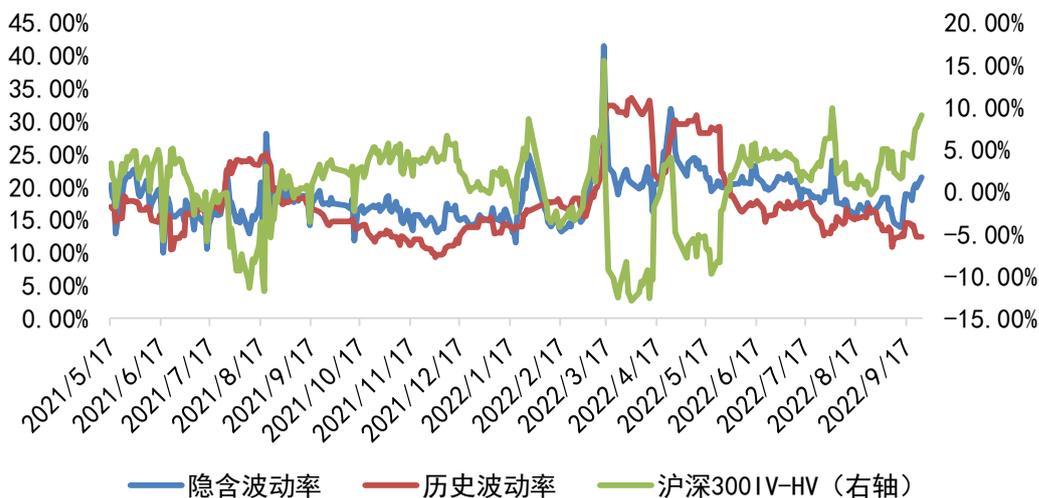


资料来源: WIND, 南华研究

### 3.2.2. 沪深 300 股指期权波动率情况

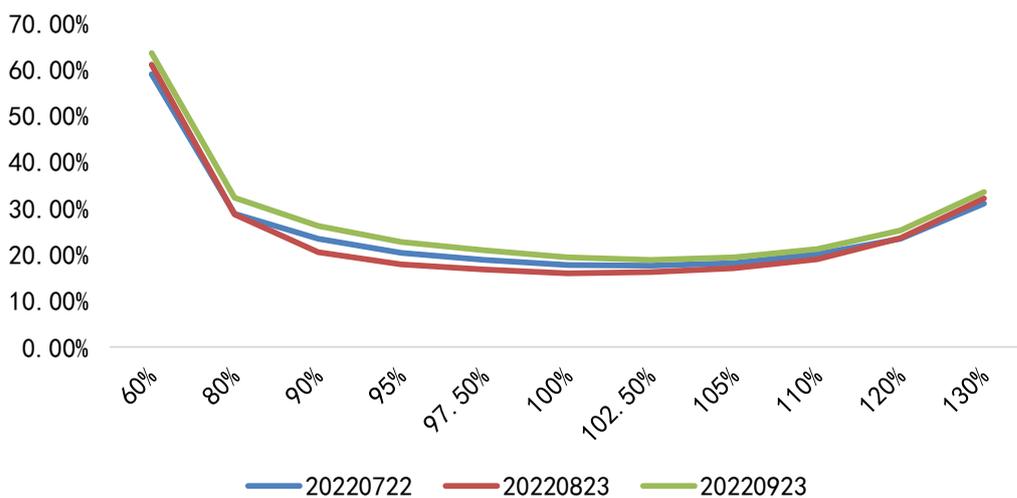
今年上半年沪深 300 股指期权隐含波动率及历史波动率与上面提到的 50ETF 也较为一致，波动率走势的两次主要冲高，来自于 7 月份和 9 月份的市场两次下跌，进入三季度后，历史波动率持续下降，隐历差重回历史高位。9 月沪深 300 股指期权波动率偏度较 7 月和 8 月整体上移，近月期权较 8 月涨幅明显。沪深 300 股指期权波动率显示市场参与者预期股市波动将有所加剧。

图 3.2.5: 沪深 300 股指期权波动率情况



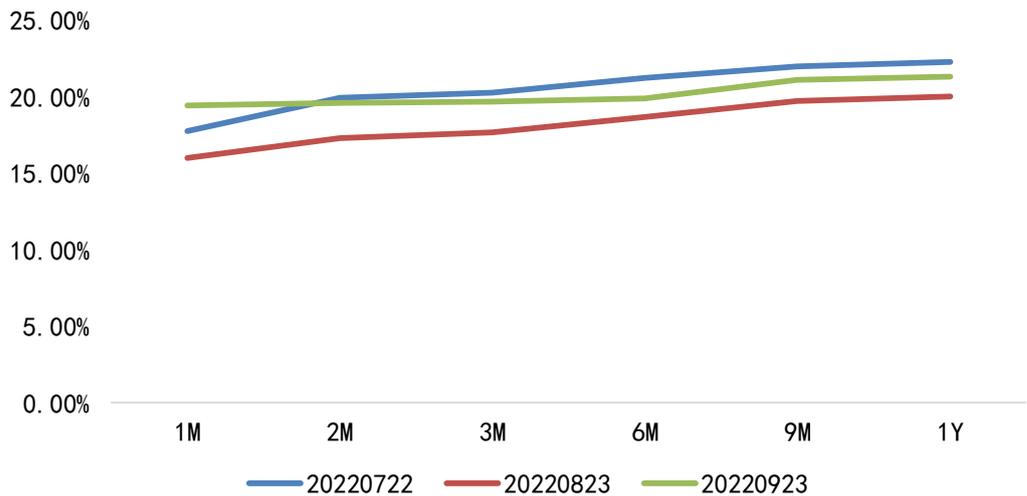
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.2.6: 沪深 300 股指期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.2.7: 沪深 300 股指期权波动率期限结构



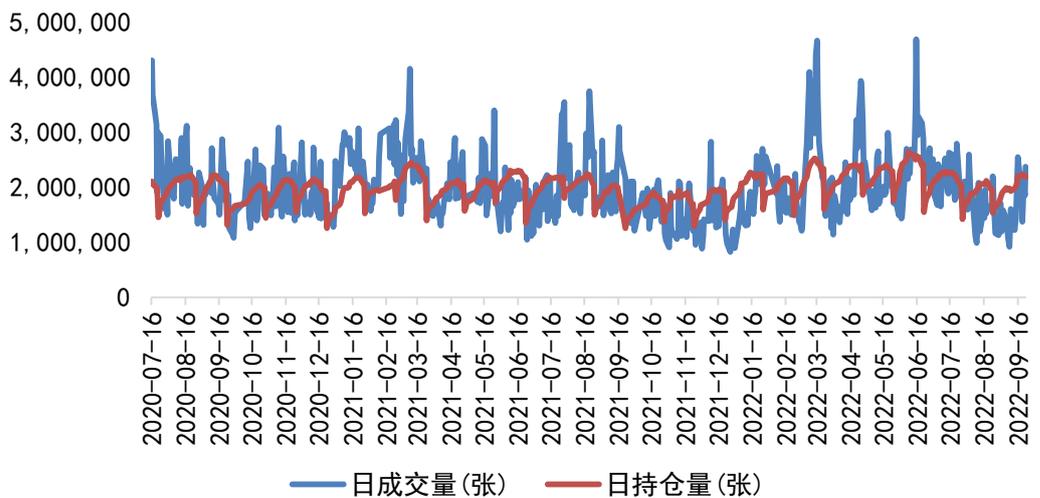
资料来源: WIND, 南华研究

### 3.3. 300ETF 期权市场运行情况

#### 3.3.1. 上交所 300ETF 期权交易情况

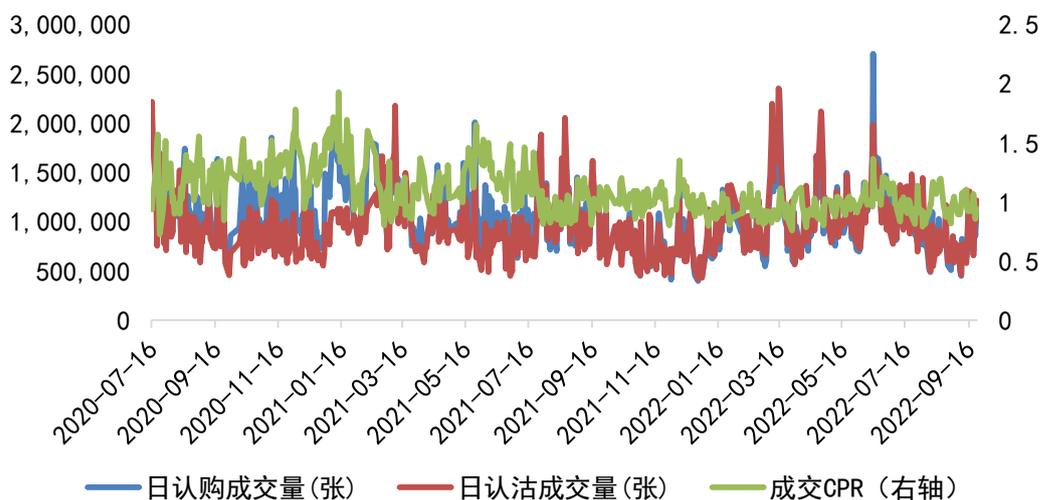
截止到 2022 年 9 月 23 日, 上交所 300ETF 期权今年累计总成交 3.63 亿张, 总持仓 218.24 万张, 日均成交 205.33 万张, 三季度交易量有所下降。日最高成交量为 468.28 万张, 日最低成交量为 91.34 万张, 日均持仓 211.22 万张。日均成交额 15.11 亿元, 日最高成交额 49.41 亿元, 日最低成交额 5.59 亿元。

图 3.3.1: 成交持仓量情况



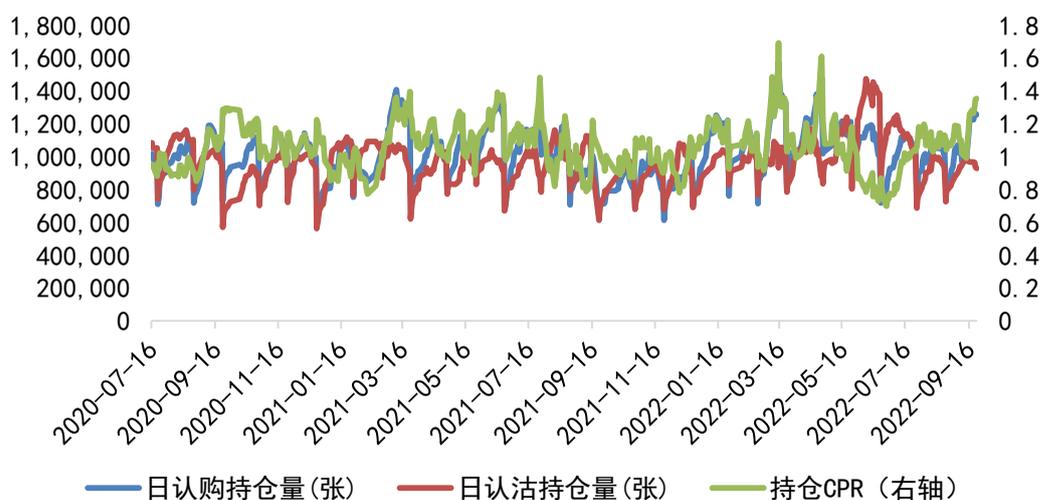
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.2: 成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

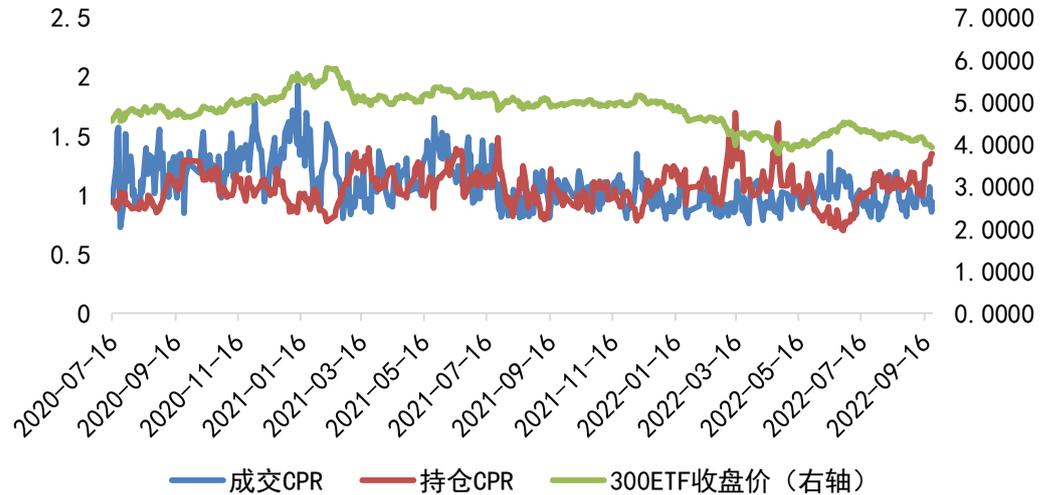
图 3.3.3: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 0.96, 今年 CPR 成交比最大值 1.37, 最小值 0.76; 今年持仓 CPR 均值为 1.08, 最大值 1.69, 最小值 0.70。

图 3.3.4: 上交所 300ETF 收盘价与成交、持仓 CPR

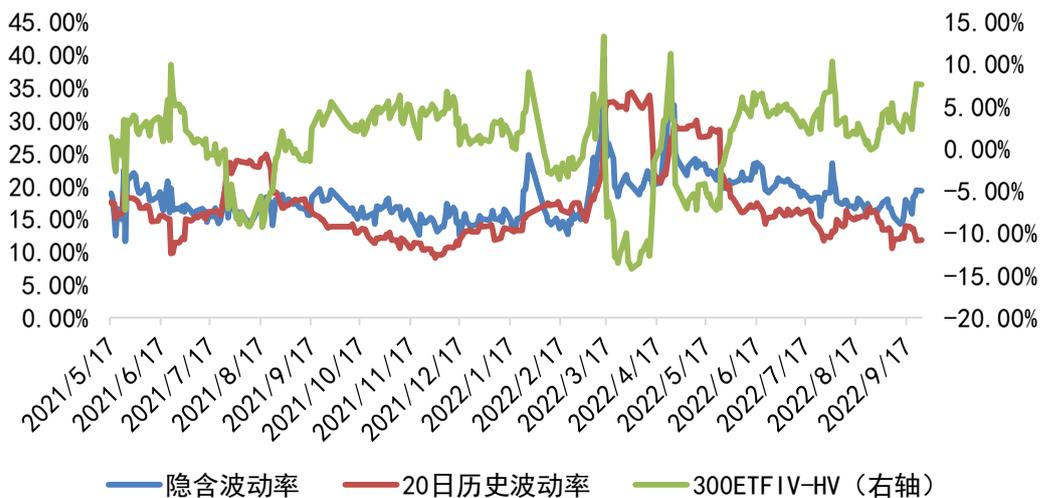


资料来源: WIND, 南华研究

### 3.3.2. 上交所 300ETF 期权波动率情况

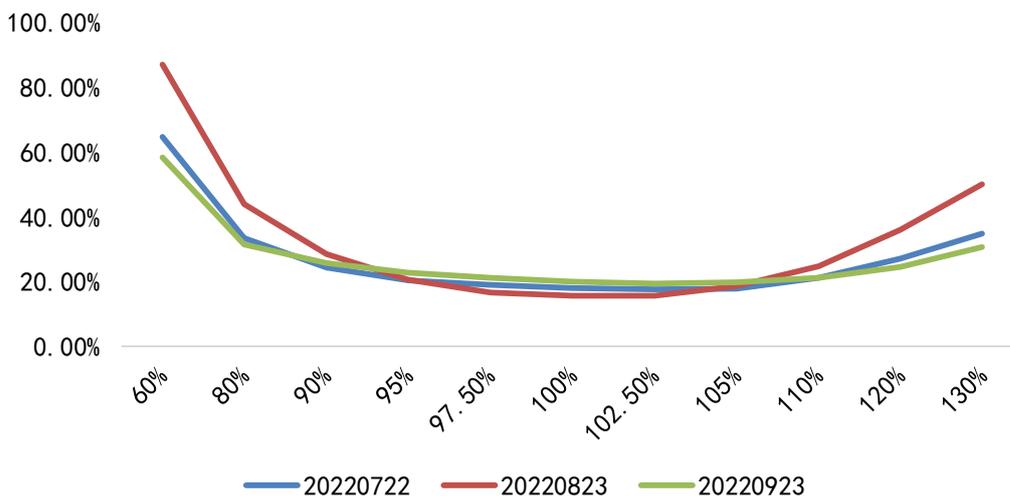
300ETF 与 50ETF 价格走势相关性较高, 相关系数高于 0.9, 所以两者的波动率走势大致相同。三季度历史波动率整体处于下降的态势, 隐含波动率受突发事件的影响, 呈现总体下降、阶段性走高的形态。9 月下旬大盘股走势较弱, 且跌至前低, 市场避险情绪上升, 期权隐含波动率不断走高。但 300ETF 价格波动下降, 历史波动率不断走低。隐含波动率和历史波动率走势分化, 且隐历差涨至历史高位, 表明市场参与者情绪仍较为谨慎。

图 3.3.5: 上交所 300ETF 期权波动率情况



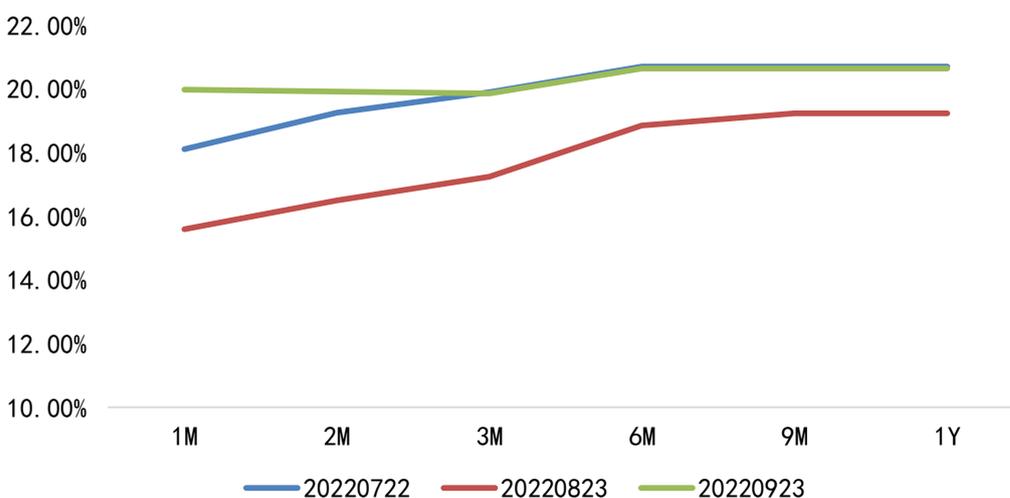
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.6: 上交所 300ETF 期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.7: 上交所 300ETF 期权波动率期限

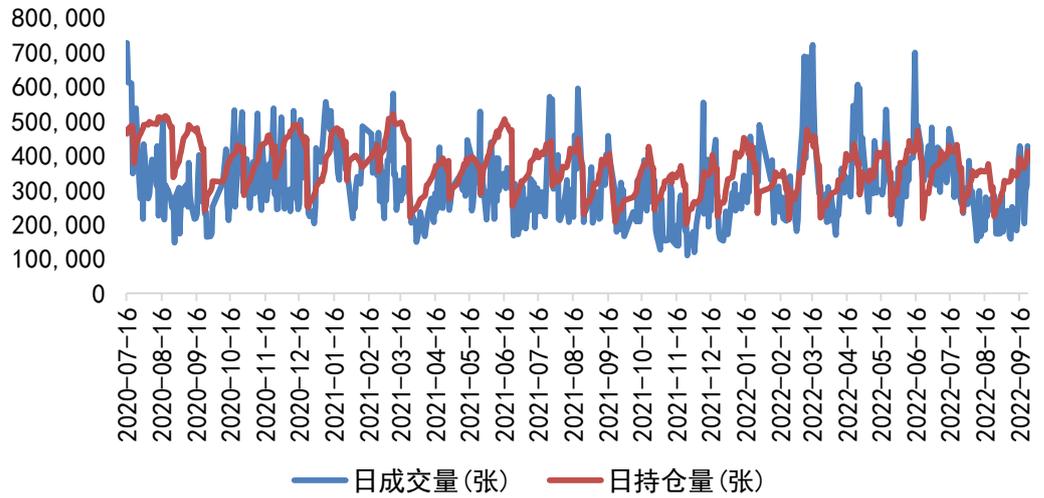


资料来源: WIND, 南华研究

### 3.3.3. 深交所 300ETF 期权交易情况

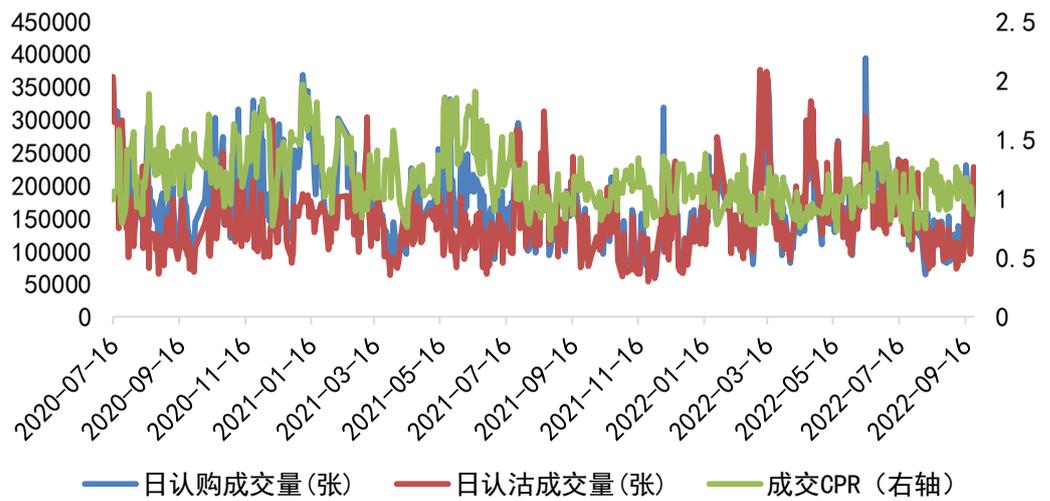
截止到 2022 年 9 月 23 日, 深交所 300ETF 期权今年累计总成交 5826.24 万张, 总持仓 41.23 万张, 日均成交 32.92 万张, 日最高成交量为 72.06 万张, 发生在 2022 年 3 月 16 日。日最低成交量为 15.16 万张, 日均持仓 34.98 万张。日均成交额 2.16 亿元, 日最高成交额 7.23 亿元, 日最低成交额 0.92 亿元。

图 3.3.8: 成交持仓量情况



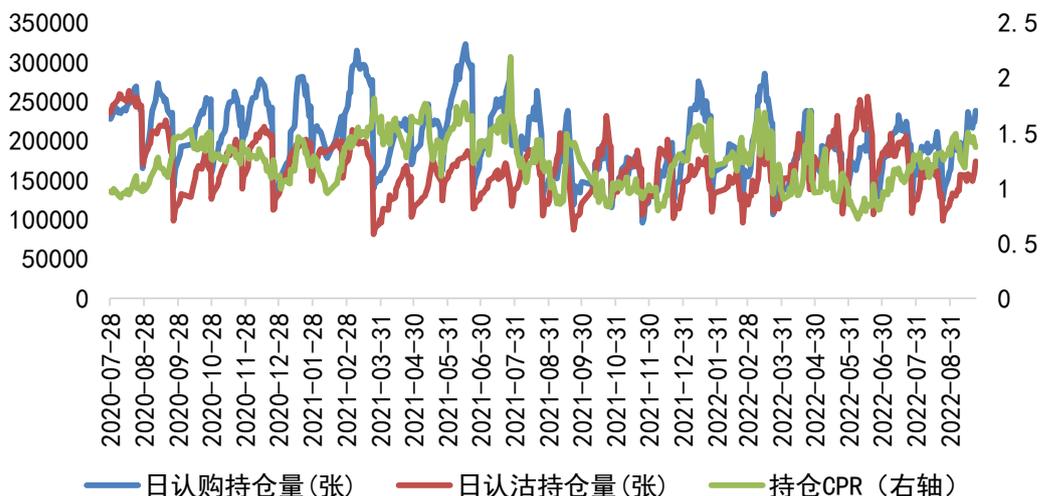
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.3.9: 成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

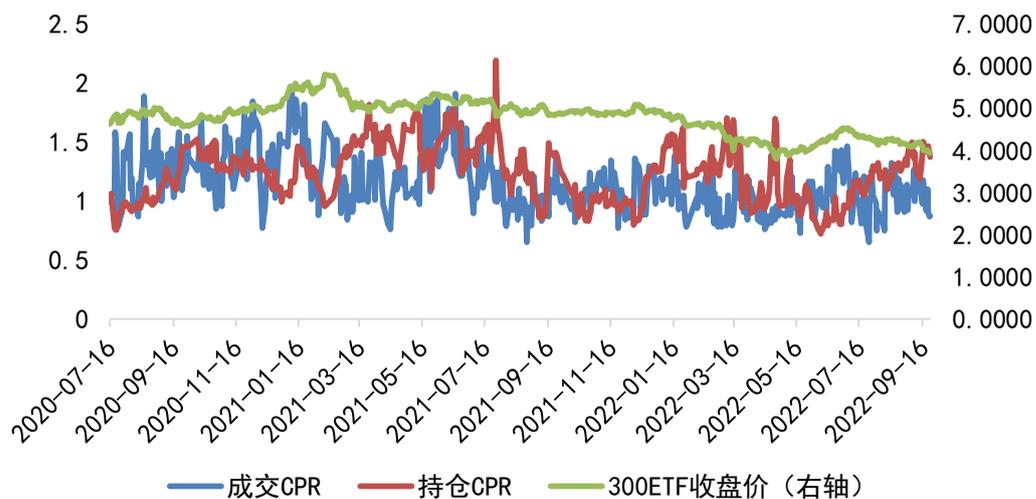
图 3.3.10: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

今年年初至今成交 CPR 均值为 1.02, 今年上半年 CPR 成交比最大值 1.46, 最小值 0.65; 今年上半年持仓 CPR 均值为 1.19, 最大值 1.7, 最小值 0.72。

图 3.3.11: 深交所 300ETF 收盘价与成交、持仓 CPR

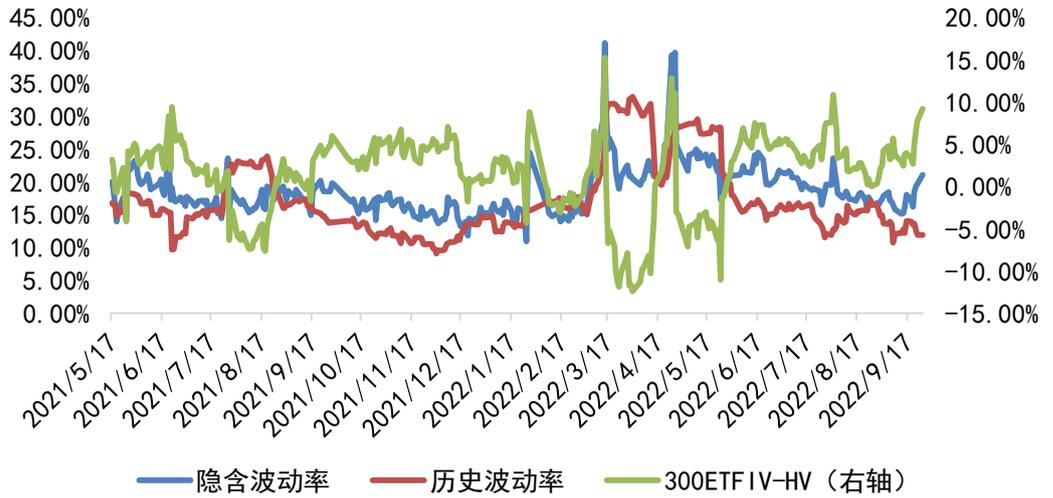


资料来源: WIND, 南华研究

### 3.3.4. 深交所 300ETF 期权波动率情况

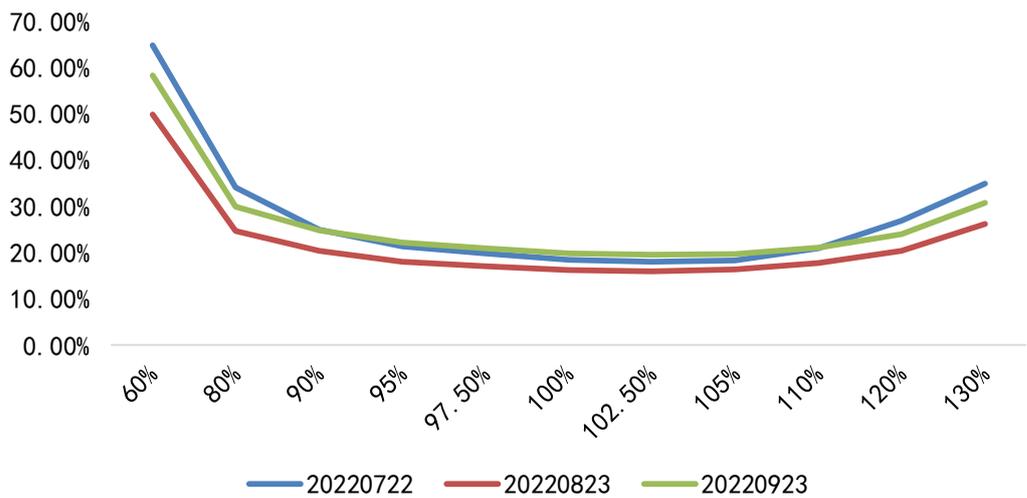
深交所 300ETF 期权隐含波动率走势与上交所 300ETF 类似, 上半年呈现上涨的态势, 三季度波动率整体下降, 期权隐含波动率受事件影响, 阶段性上涨, 隐历差重回历史高位。与 50ETF 期权波动率一样, 300ETF 平值和近月期权隐含波动率上升, 深度虚值隐含波动率下降。

图 3.3.12：深交所 300ETF 期权波动率情况



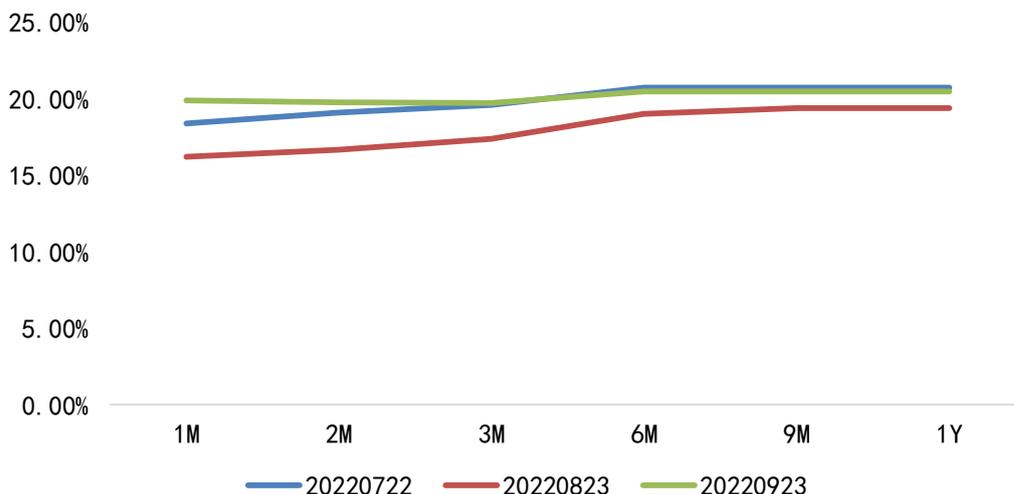
资料来源：WIND，南华研究

图 3.3.13：深交所 300ETF 期权波动率偏度



资料来源：WIND，南华研究

图 3.3.14: 深交所 300ETF 期权波动率期限



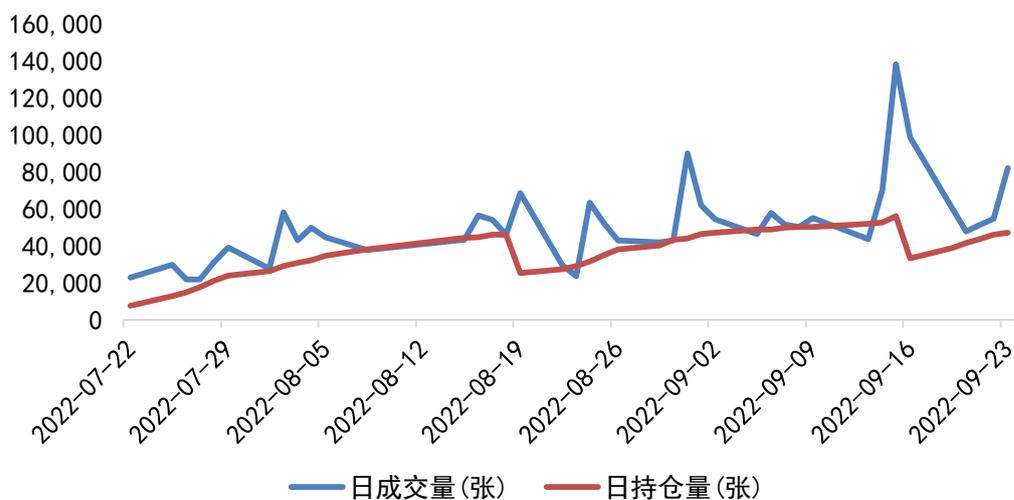
资料来源: WIND, 南华研究

### 3.4. 中证 1000 股指期权运行情况

#### 3.4.1. 中证 1000 股指期权交易情况

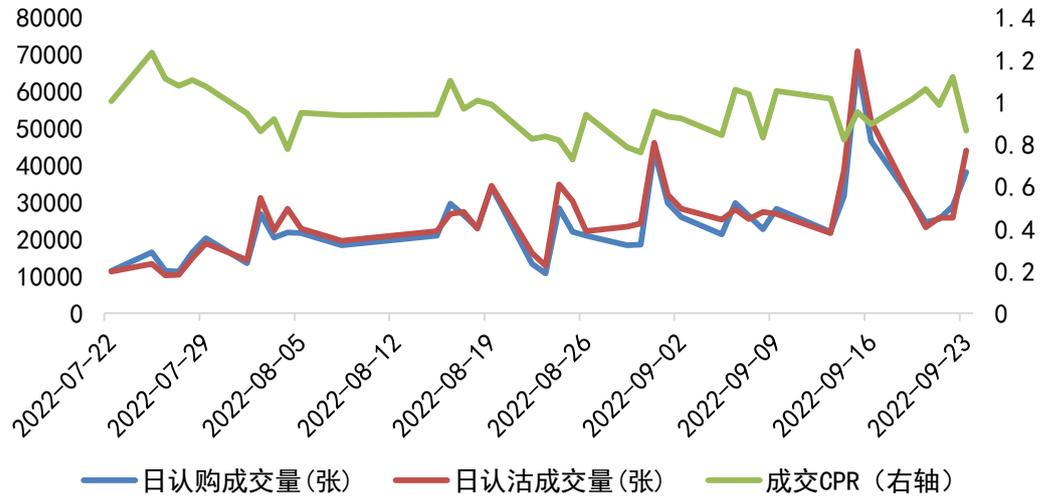
自 2022 年 7 月 22 日上市后, 中证 1000 股指期权运行平稳。截止到 2022 年 9 月 23 日, 中证 1000 股指期权累计总成交 211.01 万张, 总持仓 4.72 万张, 日均成交 5.15 万张, 日成交量处于波动状态, 日最高成交量为 13.83 万手, 日最低成交量为 2.18 万手, 日均持仓 3.76 万手。日均成交额 4.74 亿元, 日最高成交额 10.30 亿元, 日最低成交额 2.27 亿元。

图 3.4.1: 成交持仓量情况



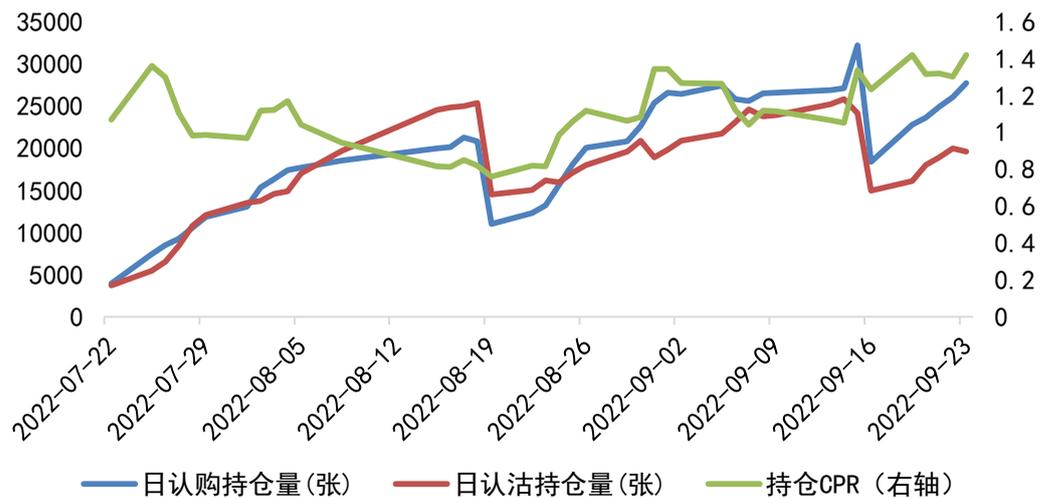
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.4.2: 成交与成交 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

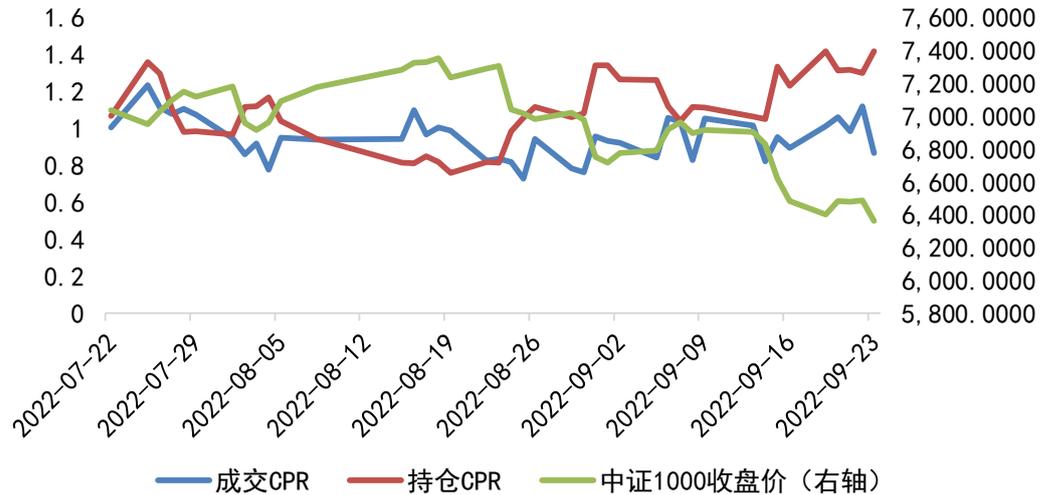
图 3.4.3: 持仓与持仓 CPR



资料来源: WIND, 南华研究

2022 年 7 月 22 日至 9 月 23 日成交 CPR 均值为 0.95, 今年 CPR 成交比最大值 1.23, 最小值 0.73; 今年持仓 CPR 均值为 1.10, 最大值 1.42, 最小值 0.76。

图 3.4.4: 中证 1000 股指收盘价与成交、持仓 CPR

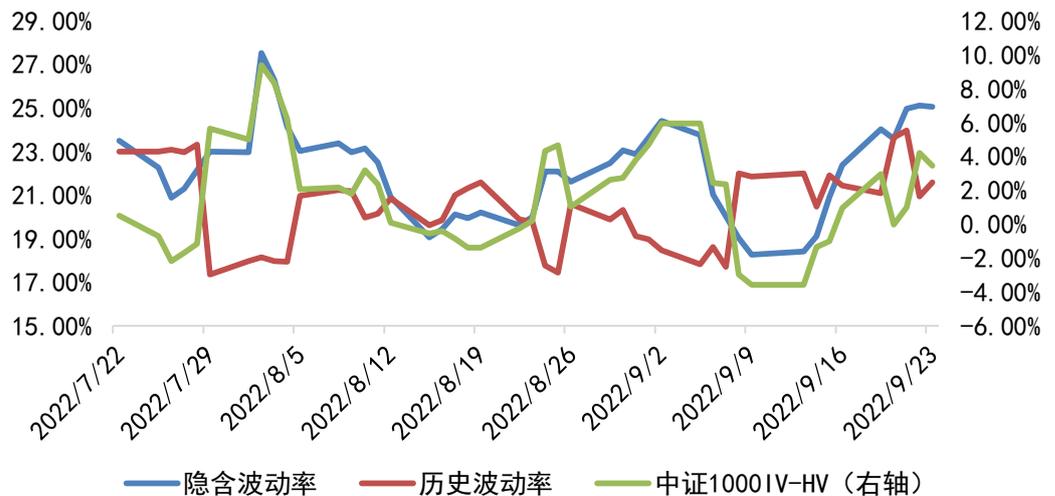


资料来源: WIND, 南华研究

### 3.4.2. 中证 1000 股指期权波动率情况

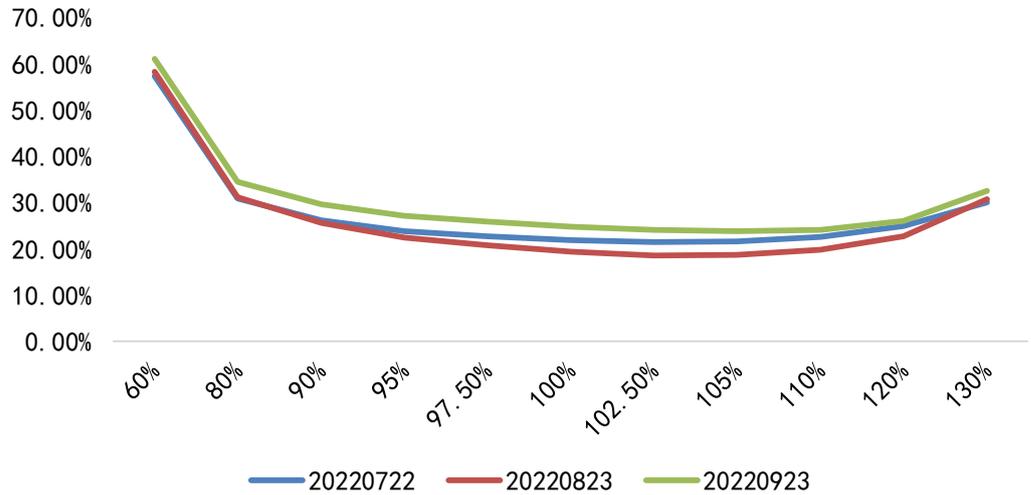
中证 1000 股指期权上市后, 隐含波动率与历史波动率较为接近, 期权定价合理。8 月下旬, 中证 1000 股指出现快速下跌, 期权隐含波动率呈现上升态势, 隐历差上升, 表明市场参与者预期未来标的的走势波动加剧。随着 9 月下旬, 市场连续下行, 期权隐波再次上升, 与历史波动率的差增加。波动率偏度呈现整体上移态势, 近月期权隐波涨幅明显, 且与远月期权较为接近, 表明市场参与者预期短期中证 1000 走势不确定性较高。

图 3.4.5: 中证 1000 股指期权波动率情况



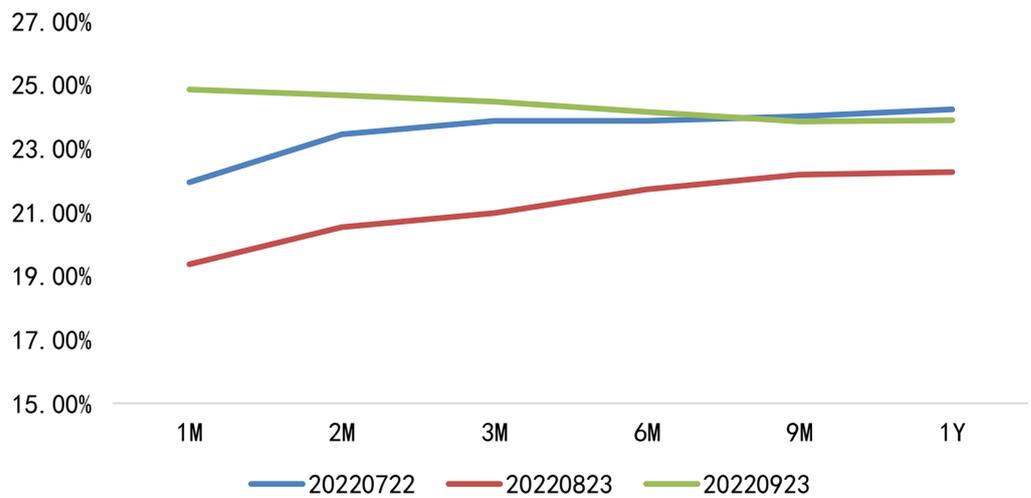
资料来源: WIND, 南华研究

图 3.4.6: 中证 1000 股指期权波动率偏度



资料来源: WIND, 南华研究

图 3.4.7: 中证 1000 股指期权波动率期限结构



资料来源: WIND, 南华研究

## 第4章 多数商品期权波动率下降

### 4.1. 期权市场运行情况

表 4.1：2022 年前三季度商品期权成交持仓汇总（截至 2022/9/23，单位：万张）

	总成交量	日均成交量	总持仓量	日均持仓量	单日最高成交量	单日最低成交量
豆粕	4055.46	22.91	60.48	56.09	91.84	4.58
玉米	2432.72	13.74	31.00	53.47	36.80	3.59
铁矿石	2686.94	15.18	26.81	25.50	37.12	5.31
PVC	385.31	2.18	4.32	4.87	5.69	0.11
塑料	387.25	2.19	2.17	2.78	8.56	0.19
聚丙烯	273.73	1.55	1.78	2.63	13.02	0.09
LPG	371.40	2.10	1.99	1.83	7.13	0.24
白糖	1475.49	8.34	21.02	21.20	23.02	2.82
棉花	1069.43	6.04	28.05	19.08	17.21	1.35
PTA	4330.14	24.46	26.34	20.79	68.96	6.38
甲醇	2285.62	12.91	14.11	12.03	24.33	4.84
菜籽粕	504.68	2.85	6.33	7.06	8.70	0.49
铜	828.88	4.68	8.66	5.24	10.32	0.85
锌	559.96	3.16	5.20	2.85	8.30	0.80
铝	821.68	4.64	7.19	5.11	10.39	0.97
橡胶	392.58	2.22	6.08	6.78	6.38	0.78

黄金	301.23	1.70	5.88	3.51	4.03	0.41
原油	427.27	2.41	2.41	2.02	6.60	0.66

资料来源：WIND，南华研究

三季度，商品期权流动性较上半年有所上升。6月下旬到7月中旬，商品市场整体大幅回调，投资者利用期权投资和套期保值的数量增加，商品期权成交量和持仓量小幅增长。金属、能化价格不确定性上升，交易、持仓整体增长；农产品价格走势分化，棉花价格波动加剧，棉花期权交易量和持仓量涨幅明显，玉米等商品价格波动下降，其期权交易量和持仓量小幅下降。

## 4.2. 波动率情况

表 4.2：各品种波动率情况（2022/9/23）

品种	隐含波动率%	20 日历史波动率%	历史位置
豆粕	25	22.3	50%~60%
玉米	13.83	11.56	60%~70%
铁矿石	36.74	35.57	<10%
PVC	27.43	27.14	30%~40%
塑料	21.01	15.43	40%~50%
聚丙烯	21.39	16.01	40%~50%
LPG	33.54	24.57	20%~30%
白糖	12.25	8.58	50%~60%
棉花	33	27.04	70%~80%
PTA	34.73	38.12	40%~50%
甲醇	30.22	24.78	30%~40%
菜籽粕	32.62	28.16	60%~70%
铜	26.01	22.15	80%~90%
锌	28.18	23.84	60%~70%
铝	22.97	19.06	40%~50%

<b>橡胶</b>	26.02	16.79	70%~80%
<b>黄金</b>	15.65	8.63	80%~90%
<b>原油</b>	39.89	47.88	30%~40%

资料来源：WIND，南华研究

6 月末，受美联储激进加息影响，商品市场价格大幅下降，市场参与者对于期权的买入热情增加，隐含波动率涨至历史高位。同时商品价格的波动加剧，导致历史波动率快速走高。9 月末，市场对于利空因素消耗充分，价格波动较年中下降明显。9 月末，商品期权隐含波动率和历史波动率较 6 月末大幅下降。多数商品期权隐含波动率高于历史波动率，农产品、金属期权隐含波动率处于历史偏高水平；能化期权隐含波动率处于历史偏低水平。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点