

2022年1月期权市场报告

李雪飞

电话: 010-60833779

邮件: xfli@citics.com

S1010618120009

赵宇

电话: 010-60833732

邮件: zhaoy@citics.com

S1010614070001

相关研究

1. 2021年期权市场及策略表现回顾
2. 另类策略与结构化产品系列之四: 巧用衍生工具, 增强组合绩效
3. 另类策略与结构化产品系列之三: 雪球产品解析
4. 另类策略与结构化产品系列之二: 结构化产品概况及投资特征
5. 另类策略与结构化产品系列之一: 风险角度构建转债组合及灵活对冲方法
6. 2021年9月期权市场报告——十一将近, 注意期权的“长假效应”
7. 2021年8月期权市场报告——低隐波区间的历史特征与策略表现
8. 2021年7月期权市场报告——轮动策略继续扩大优势
9. 基于波动率的期权对冲策略——股指期货对冲的优质替代方案
10. 2021年4月期权市场报告——认沽期权在“定投”中的应用
11. 期权系列专题研究——解码期权对冲: 以守为攻, 穿越牛熊
12. 2021年3月期权市场报告——长假效应再现
13. 2021年1月期权市场报告——2020年各类期权策略表现回顾

摘要

- ◆ **1月, 场内期权市场总成交、持仓规模继续上升。** 1) 2022年1月, 场内期权日均成交量558.2万张、较前月上升12.9%, 场内期权日均持仓量861.9万张、较前月上升13.4%。ETF期权、股指期权、商品期货期权在场内期权中的成交量占比分别为82.1%、2.6%和15.3%, 持仓量占比分别为68.3%、2.4%和29.3%, ETF期权规模占主导地位。2) 总计24个期权标的中包含4个金融期权标的、20个商品期货期权标的。其中日均成交量超过10万张的品种共有7个, 从大到小分别为50ETF、沪300ETF、深300ETF、豆粕、中金所300股指、PTA、玉米; 日均权利金成交额超过5000万元的品种共有9个, 从大到小分别为沪300ETF、50ETF、中金所300股指、深300ETF、铁矿石、棕榈油、豆粕、原油、铜。3) 金融期权方面, ETF期权日均成交量458.1万张、较前月上升18.6%, 日均持仓量588.8万张, 较前月上升13.5%; 中金所沪深300股指期权日均成交量较前月变化20.0%至14.6万张; 日均持仓量较前月变化11.9%至20.4万张。4) 商品期货期权方面, 20个品种全月日均成交量较前月变化-10.7%至85.5万张, 连续第二个月下降; 日均持仓量较前月变化13.0%至252.7万张。
- ◆ **金融标的表现欠佳, 商品标的普涨。** 1) 1月A股市场各主要指数普跌。中证1000、国证2000等小市值指数跌幅超过10%, 50等大盘指数跌幅在7%左右。恒生指数表现较好, 全月上涨1.7%。按30个中信一级行业指数来计算, 银行是唯一一个收益为正的板块, 房地产、交通运输、建筑等损失较小。国防军工、医药、传媒、电子等行业板块领跌。50ETF、沪300ETF、深300ETF、沪深300指数四个金融期权标的的全月累计收益分别为-6.8%、-7.6%、-7.6%和-7.6%。波动率方面, 目前期权标的在内的大部分指数和品种波动率在15%~18%, 1月市场快速下跌导致波动率出现了明显上升, 但放到更长的周期中来观察, 当前的实际波动率仍处于历史中低水平。2) 商品期货期权标的方面, 按中信商品指数(收益率指数)计算20个标的1月表现, 20个品种中有17个收涨, 铁矿石、动力煤、棕榈油、甲醇、PTA涨幅超过10%; 沪金、白糖、橡胶等三个品种收跌。
- ◆ **临近长假, 隐含波动率普遍上升。** 1) 1月, 受临近长假影响, 除铁矿石外的23个品种期权隐含波动率均出现了上涨。50ETF、沪300ETF、深300ETF、中金所股指期权等几个金融期权的波动率表现较为一致, 隐含波动率(IV)变化范围在24个品种中处于中上水平。商品期货期权中动力煤、液化气等品种波动较大、IV也较高, 玉米、沪金、白糖等品种波动较小、IV也较低。2) 金融期权IV在1月和标的呈负相关关系, 月末IV受标的加速创近期新低及临近春节长假等两个因素的共同影响出现了一波加速上升。最终以全月最高值收尾并处于过去一年的峰值水平。3) 商品期货期权IV和品种自身的实际波动率总体来看正相关, 但不同品种之间的IV也具备一定的联动特征。

目录

场内期权市场规模状况——成交、持仓规模继续上升	1
金融期权：日均持仓量接近历史高点.....	2
商品期货期权：总日均成交量连续两月下降，铁矿石降幅较大.....	4
标的表现：金融标的表现欠佳，商品标的普涨	5
金融标的：主要指数普跌，实际波动率有所上升.....	5
商品期货标的：20个标的品种中17个收涨.....	7
期权定价：临近长假，隐含波动率普遍上升	8

插图目录

图 1：沪市期权投资者账户总数（单位：万户）.....	2
图 2：金融期权分月份日均成交量及持仓量走势（万张）.....	2
图 3：金融期权分品种各月日均成交量走势（万张）.....	2
图 4：金融期权分品种各月日均持仓量走势（万张）.....	2
图 5：金融期权认购成交量、持仓量占比.....	3
图 6：50ETF 期权认购成交量、持仓量占比.....	3
图 7：沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比.....	3
图 8：深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比.....	3
图 9：300 股指期货期权认购成交量、持仓量占比.....	3
图 10：2019-2022，商品期货期权日均成交量（万张）.....	4
图 11：2019-2022，商品期货期权日均持仓量（万张）.....	4
图 12：商品期货期权日均权利金成交额及增速（横轴日均成交额，单位亿元；纵轴为较上月增速）.....	4
图 13：1 月，各指数收益率及波动率对比.....	5
图 14：1 月，各指数收益率及波动率对比.....	5
图 15：50ETF、300ETF，2021 至今走势.....	6
图 16：50ETF、300ETF，2021 至今走势.....	6
图 17：2021 年至今，50ETF 与 20 日历史波动率走势.....	6
图 18：2021 年至今，300ETF 与 20 日历史波动率走势.....	6
图 19：1 月，铁矿石期货收益率指数和波动率走势.....	7
图 20：1 月，棕榈油期货收益率指数和波动率走势.....	7
图 21：1 月，豆粕期货收益率指数和波动率走势.....	7
图 22：1 月，沪铜期货收益率指数和波动率走势.....	7
图 23：1 月，24 个期权标的 20 日历史波动率均值和隐含波动率均值对比.....	8
图 24：1 月，50ETF、HV、IV 走势.....	9
图 25：1 月，50ETF 与期权 Skew 走势.....	9
图 26：1 月，铁矿石、HV、IV 走势.....	10
图 27：1 月，棕榈油、HV、IV 走势.....	10
图 28：1 月，豆粕、HV、IV 走势.....	10
图 29：1 月，铜、HV、IV 走势.....	10

表格目录

表 1: 2022 年 1 月, 场内期权品种规模对比	1
表 2: 1 月, 中信各行业指数收益率及波动率对比	5
表 3: 1 月, 20 个商品期货期权标的数据统计 (按收益率指数计算)	7
表 4: 1 月, 24 个期权标的品种的隐含波动率分位点, 以及各品种隐含波动率高低分位点差值	8

场内期权市场规模状况——成交、持仓规模继续上升

2022年1月，场内期权日均成交量558.2万张、较前月上升12.9%，场内期权日均持仓量861.9万张、较前月上升13.4%。ETF期权、股指期权、商品期货期权在场内期权中的成交量占比分别为82.1%、2.6%和15.3%，持仓量占比分别为68.3%、2.4%和29.3%，ETF期权规模占主导地位。

总计24个期权标的中包含4个金融期权标的（3个ETF和1个股指），20个商品期货期权标的。其中日均成交量超过10万张的品种共有7个，从大到小分别为50ETF、沪300ETF、深300ETF、豆粕、中金所300股指、PTA、玉米；日均权利金成交额超过5000万元的品种共有9个，从大到小分别为沪300ETF、50ETF、中金所300股指、深300ETF、铁矿石、棕榈油、豆粕、原油、铜。

表1：2022年1月，场内期权品种规模对比

	标的	日均成交量（万张）	日均成交额（权利金，亿元）	日均持仓量（万张）
股票ETF类	沪300ETF	188.4	13.3	211.3
	深300ETF	32.7	2.1	40.6
	50ETF	237.0	11.6	337.0
	股票ETF类合计	458.1	26.9	588.8
股指类	300股指	14.6	8.1	20.4
商品期货类	黄金	1.2	0.5	2.9
	玉米	10.0	0.3	55.6
	郑棉	2.3	0.3	15.5
	铜	3.6	0.7	4.4
	铁矿石	6.2	1.2	22.7
	豆粕	15.8	0.9	47.9
	甲醇	9.0	0.4	12.0
	液化气	1.2	0.1	1.5
	菜粕	2.0	0.1	6.1
	橡胶	1.0	0.4	4.5
	白糖	4.6	0.2	16.8
	PTA	11.4	0.4	22.4
	PVC	1.2	0.1	4.1
	聚丙烯	1.6	0.1	2.6
	聚乙烯	1.2	0.1	2.1
	动力煤	0.1	0.1	1.3
	沪锌	1.8	0.2	2.5
	沪铝	3.4	0.4	4.6
	棕榈油	6.9	1.0	21.9
	原油	1.0	0.7	1.4
	商品期货类合计	85.5	8.4	252.7
	全部合计	558.2	43.5	861.9

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

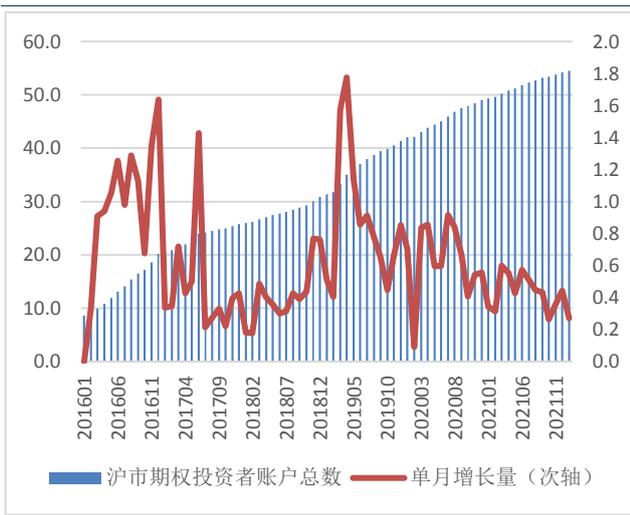
金融期权：日均持仓量接近历史高点

ETF 期权日均成交量、持仓量上升。成交量方面，ETF 期权日均成交量 458.1 万张、较前月上升 18.6%，其中 50ETF 期权、沪 300ETF 期权、深 300ETF 期权日均成交量分别为 237.0 万张、188.4 万张、32.7 万张，较前月分别变化 4.8%、39.1%和 32.5%。持仓量方面，ETF 期权日均持仓量 588.8 万张，较前月变化 13.5%，其中 50ETF 期权、沪 300ETF 期权、深 300ETF 期权日均持仓量分别为 337.0 万张、211.3 万张和 40.6 万张，较前月分别变化 10.6%、16.8%和 22.6%。

中金所沪深 300 股指期货期权日均成交量较前月变化 20.0%至 14.6 万张；日均持仓量较前月变化 11.9%至 20.4 万张。

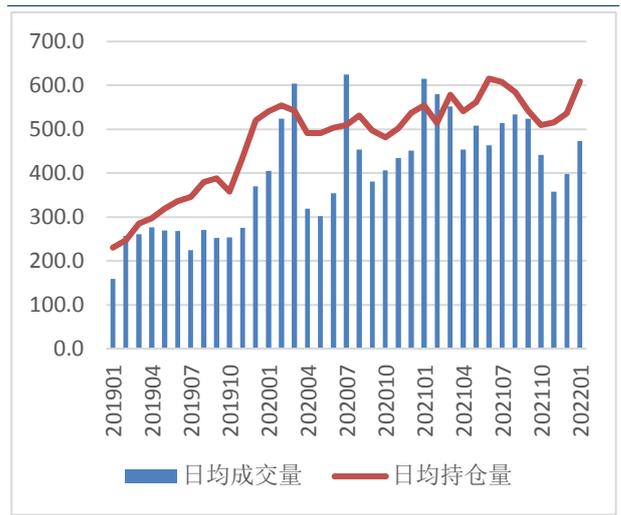
市场参与者方面，上交所 ETF 期权投资者账户总数达 545344 户，较上月增长 2713 户。（深交所未披露相关数据）

图 1：沪市期权投资者账户总数（单位：万户）



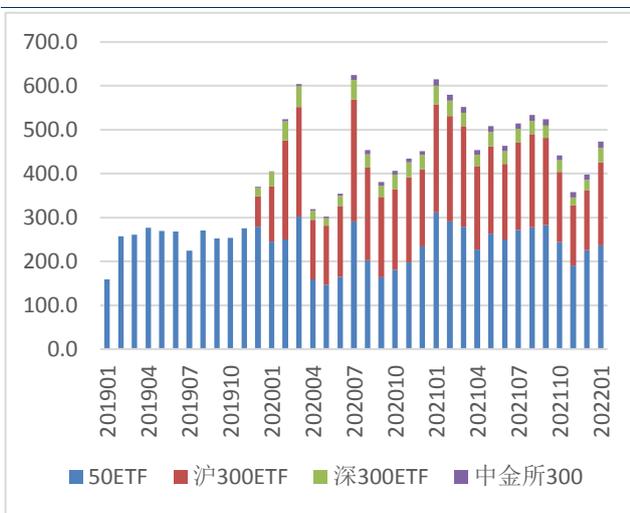
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 2：金融期权分月份日均成交量及持仓量走势（万张）



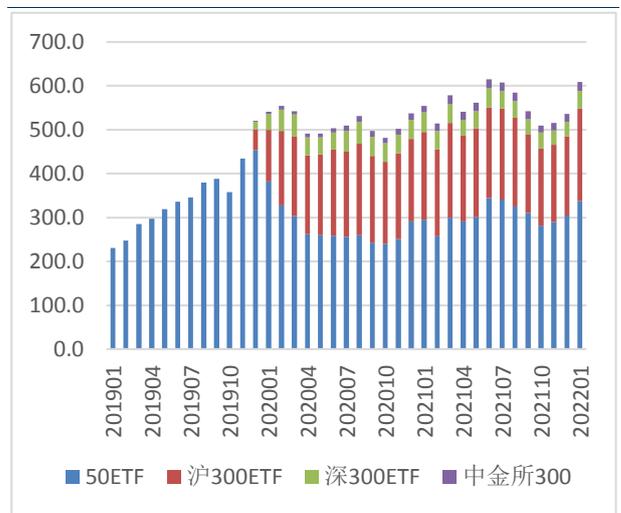
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 3：金融期权分品种各月日均成交量走势（万张）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

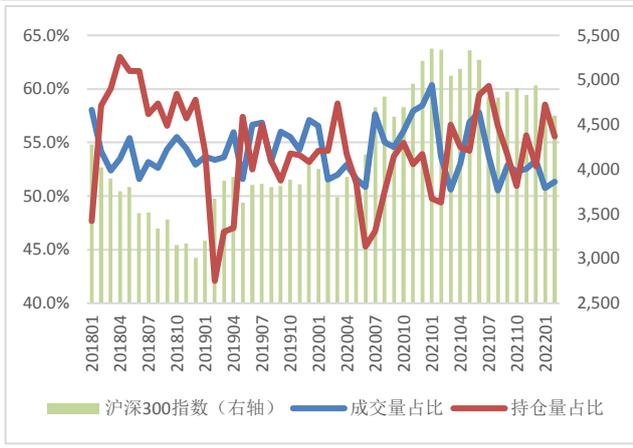
图 4：金融期权分品种各月日均持仓量走势（万张）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

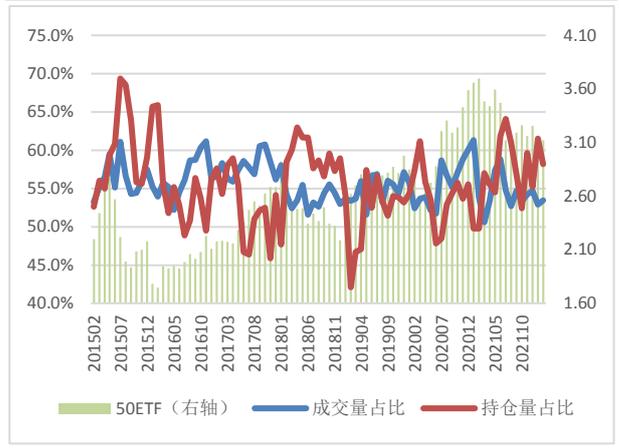
分认购和认沽来看，2月认购期权活跃度整体高于认沽期权，认购期权成交量占比为51.4%、持仓量占比为55.6%。50ETF、沪300ETF期权、深300ETF期权、300股指期权认购期权成交量占比分别为53.5%、48.9%、50.9%、55.5%，持仓量占比分别为58.2%、51.8%、55.0%、57.9%。

图 5: 金融期权认购成交量、持仓量占比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 6: 50ETF 期权认购成交量、持仓量占比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 7: 沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 8: 深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 9: 300 股指期权认购成交量、持仓量占比

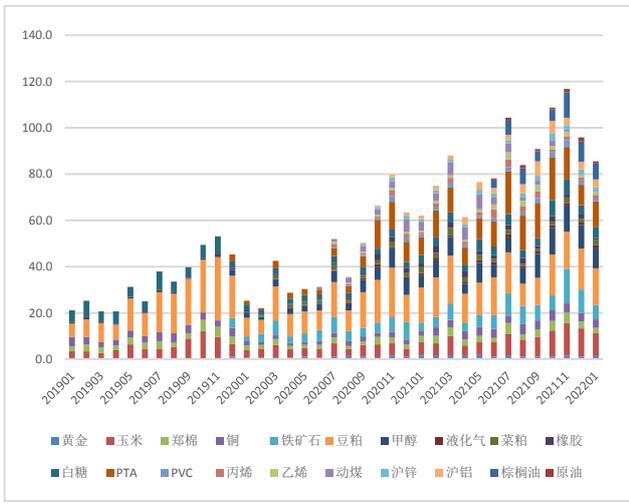


资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

商品期货期权：总日均成交量连续两月下降，铁矿石降幅较大

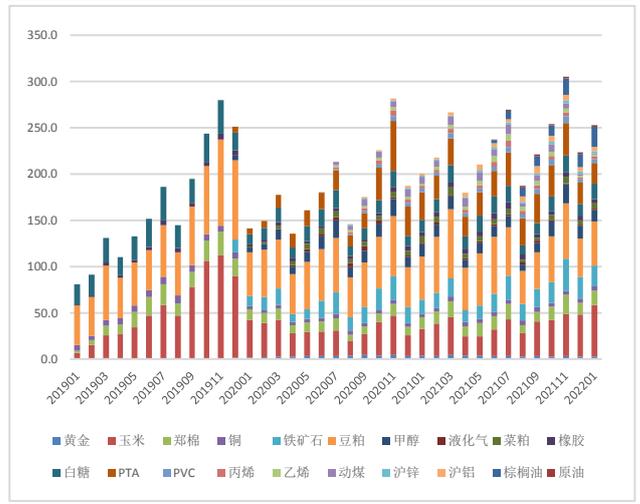
商品期货期权方面，20 个品种全月日均成交量较前月变化-10.7%至 85.5 万张，连续第二个月下降；日均持仓量较前月变化 13.0%至 252.7 万张。

图 10：2019-2022，商品期货期权日均成交量（万张）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 11：2019-2022，商品期货期权日均持仓量（万张）

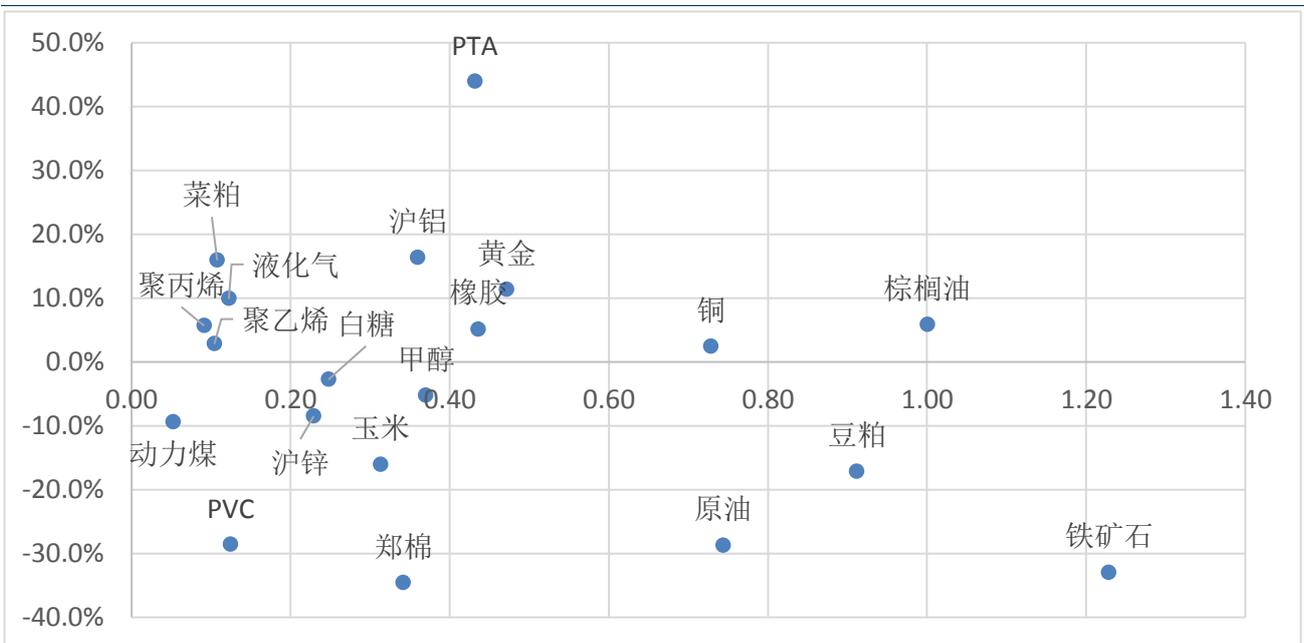


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

分品种来看日均成交量和持仓量。成交量方面，1 月豆粕期权日均成交量最高，达 16 万张；PTA 期权较上月增速最快，达 28.8%。持仓量方面，玉米期权日均持仓量最高，达 56 万张；棕榈油期权增速最快，达 50.2%。

权利金成交额及增速方面，商品期货期权整体规模较小，20 个品种总日均成交额 8.4 亿元，仅为金融期权的 24%。甚至仅为 50ETF 期权单品种的 73%，300ETF 期权单品种的 63%。铁矿石是商品期货期权中权利金成交额最高的品种，但规模较上月有所下降；棕榈油、豆粕、原油、铜的日均权利金成交额也在 6000 万以上。

图 12：商品期货期权日均权利金成交额及增速（横轴日均成交额，单位亿元；纵轴为较上月增速）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

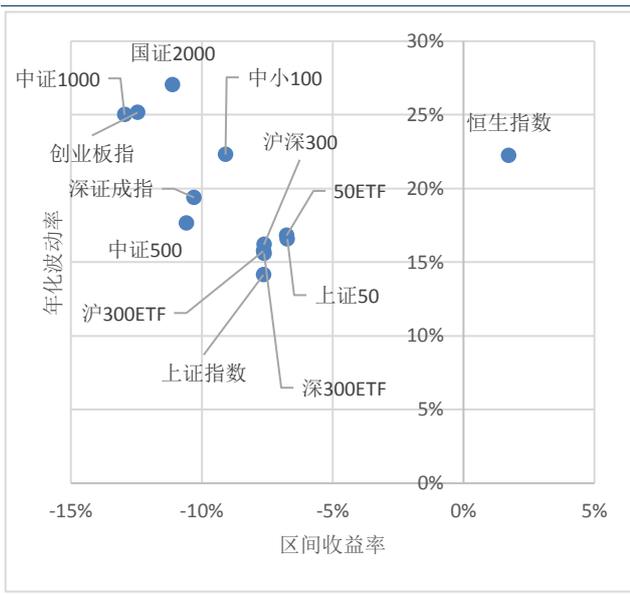
标的表现：金融标的表现欠佳，商品标的普涨

金融标的：主要指数普跌，实际波动率有所上升

标的表现方面，1月A股市场各主要指数普跌。中证1000、国证2000等小市值指数跌幅超过10%，50等大盘指数跌幅在7%左右。恒生指数表现较好，全月上涨1.7%。50ETF、沪300ETF、深300ETF、沪深300指数全月累计收益分别为-6.8%、-7.6%、-7.6%和-7.6%。

波动率方面，期权标的在内的大部分指数和品种年波动率在15%~18%，中小100、中证1000、国证2000等在25%左右。上证综指、深证成指、中小100、创业板指、恒生指数等10个指数及50ETF、沪300ETF、深300ETF等3个ETF期权标的的涨跌幅及波动率如下图表所示。

图 13: 1月，各指数收益率及波动率对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 14: 1月，各指数收益率及波动率对比

	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤
上证指数	-7.6%	14.1%	-7.15	-7.6%
深证成指	-10.3%	19.4%	-7.08	-10.3%
中小100	-9.1%	22.3%	-5.37	-9.2%
创业板指	-12.5%	25.2%	-6.65	-12.5%
恒生指数	1.7%	22.3%	1.04	-5.7%
上证50	-6.7%	16.6%	-5.31	-6.7%
沪深300	-7.6%	16.2%	-6.20	-7.6%
中证500	-10.6%	17.6%	-8.03	-10.6%
中证1000	-12.9%	25.0%	-6.98	-13.1%
国证2000	-11.1%	27.0%	-5.46	-12.5%
50ETF	-6.8%	16.8%	-5.25	-6.8%
沪300ETF	-7.6%	15.8%	-6.40	-7.6%
深300ETF	-7.6%	15.6%	-6.44	-7.6%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

行业表现方面，按30个中信一级行业指数来计算，银行是唯一一个收益为正的行业板块，房地产、交通运输、建筑等损失较小。国防军工、医药、传媒、电子等行业板块领跌。

表 2: 1月，中信各行业指数收益率及波动率对比

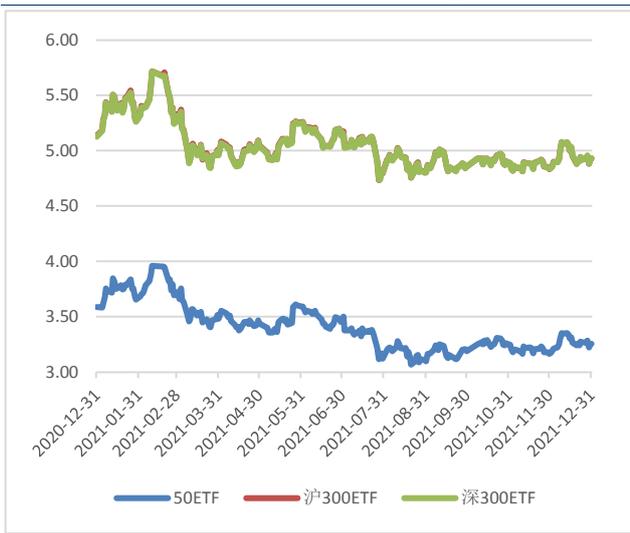
行业	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤	行业	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤
银行	2.5%	18.7%	1.762	-3.8%	综合	-9.1%	24.6%	-4.859	-12.0%
房地产	-2.0%	23.8%	-0.985	-7.2%	轻工制造	-9.4%	22.2%	-5.576	-11.5%
交通运输	-2.6%	14.5%	-2.212	-5.4%	计算机	-9.5%	33.9%	-3.613	-11.1%
建筑	-3.0%	29.3%	-1.176	-7.0%	通信	-9.8%	27.4%	-4.694	-11.3%
煤炭	-4.0%	29.6%	-1.638	-8.4%	食品饮料	-10.5%	21.6%	-6.483	-10.5%
农林牧渔	-4.4%	36.6%	-1.413	-11.6%	基础化工	-10.6%	23.0%	-6.100	-10.6%
消费者服务	-4.5%	27.8%	-1.996	-7.2%	电力及公用事业	-11.0%	17.4%	-8.494	-11.0%
家电	-4.7%	24.3%	-2.410	-8.7%	有色金属	-11.1%	25.8%	-5.736	-11.1%
石油石化	-4.8%	21.5%	-2.850	-8.6%	电力设备及新能源	-11.5%	31.2%	-4.856	-11.5%
非银行金融	-5.5%	20.3%	-3.488	-6.0%	汽车	-11.5%	26.6%	-5.761	-11.5%

纺织服装	-6.4%	24.2%	-3.403	-11.5%	机械	-11.6%	22.4%	-6.961	-12.1%
钢铁	-6.7%	23.2%	-3.732	-9.1%	电子	-13.5%	25.7%	-7.059	-13.5%
商贸零售	-6.9%	20.8%	-4.335	-9.9%	传媒	-14.0%	37.7%	-4.919	-18.2%
综合金融	-7.2%	27.1%	-3.412	-9.6%	医药	-15.2%	22.7%	-9.210	-15.2%
建材	-7.7%	26.5%	-3.741	-9.4%	国防军工	-18.4%	27.9%	-9.163	-18.8%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

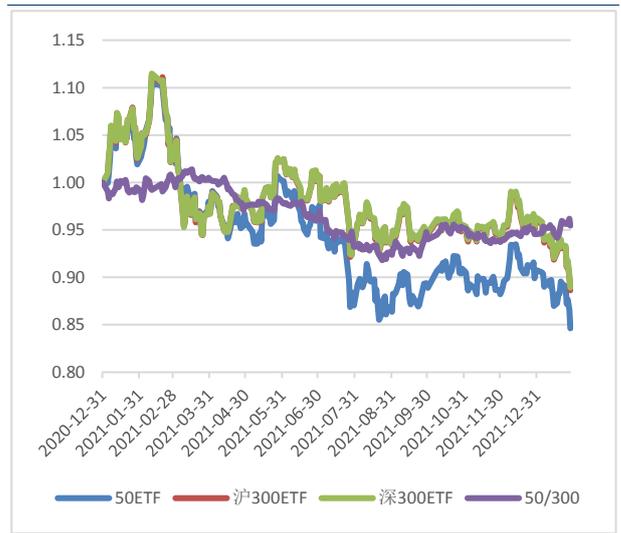
从价格走势和波动率变化来看 ETF 期权标的。1 月，期权标的快速下跌导致波动率出现了明显上升，但放到更长的周期中来观察，当前的实际波动率仍处于历史中低水平。

图 15: 50ETF、300ETF，2021 至今走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 16: 50ETF、300ETF，2021 至今走势



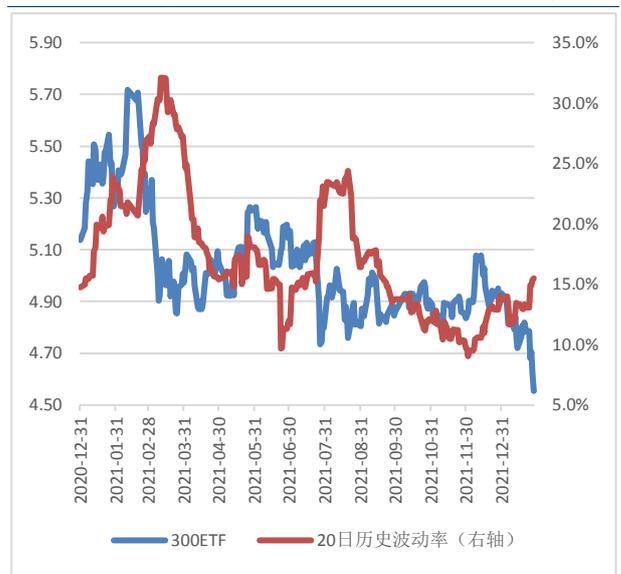
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部。注：上图中初值归 1

图 17: 2021 年至今，50ETF 与 20 日历史波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 18: 2021 年至今，300ETF 与 20 日历史波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

商品期货标的：20个标的品种中17个收涨

商品期货期权标的方面，按中信商品指数（收益率指数）计算20个标的1月表现如下表所示。20个品种中有17个收涨，铁矿石、动力煤、棕榈油、甲醇、PTA涨幅超过10%；沪金、白糖、橡胶等三个品种收跌。

图中为铁矿石、棕榈油、豆粕、铜等四个期权成交额稍大的品种，在1月的价格和波动率走势。

表3：1月，20个商品期货期权标的的数据统计（按收益率指数计算）

	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤	振幅		收益率	波动率	夏普比例	最大回撤	振幅
铁矿石	18.3%	29.7%	8.22	-4.6%	17.4%	塑料	5.5%	16.4%	4.30	-2.4%	6.0%
动力煤	16.5%	41.4%	5.05	-3.5%	17.0%	PVC	5.2%	17.1%	3.87	-3.3%	6.8%
棕榈油	16.4%	19.9%	12.47	-1.8%	13.8%	郑棉	5.0%	9.4%	7.22	-0.8%	5.4%
甲醇	14.7%	25.7%	7.60	-2.9%	12.0%	沪锌	4.1%	16.0%	3.29	-1.9%	4.7%
PTA	10.6%	20.7%	6.76	-2.8%	9.9%	玉米	3.6%	7.2%	6.66	-1.0%	3.5%
原油	9.9%	19.5%	6.72	-3.0%	11.3%	液化气	3.1%	35.8%	1.23	-9.7%	10.1%
菜粕	8.9%	21.0%	5.48	-4.0%	9.7%	沪铜	0.4%	14.8%	0.41	-3.0%	3.7%
沪铝	5.8%	16.7%	4.50	-2.7%	6.9%	沪金	-1.1%	8.9%	-1.59	-2.1%	2.3%
聚丙烯	5.6%	15.3%	4.74	-2.0%	5.5%	白糖	-1.2%	8.0%	-1.92	-2.9%	2.9%
豆粕	5.5%	16.2%	4.37	-3.7%	6.6%	橡胶	-5.0%	13.9%	-4.72	-6.7%	6.9%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图19：1月，铁矿石期货收益率指数和波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图20：1月，棕榈油期货收益率指数和波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图21：1月，豆粕期货收益率指数和波动率走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图22：1月，沪铜期货收益率指数和波动率走势

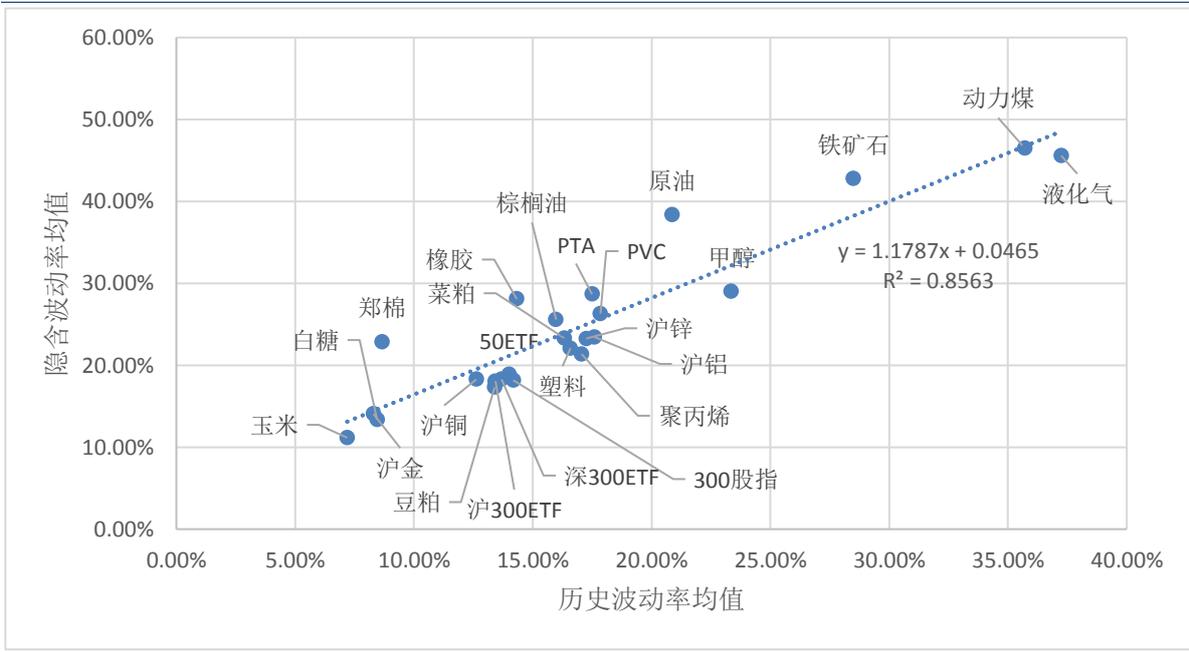


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

期权定价：临近长假，隐含波动率普遍上升

1月，24个期权标的的20日历史波动率（HV）均值和隐含波动率（IV）均值对比如下。金融期权的实际波动率、隐含波动率较为集中；商品期货期权中动力煤、液化气等品种波动较大、期权隐含波动率也较高，玉米、沪金、白糖等品种波动较小、期权隐含波动率也较低。从隐含波动率相对实际波动率的溢价情况来看，隐含波动率平均值普遍高于实际波动率平均值，商品期货期权的溢价程度较金融期权更高（下图中，商品类大部分在趋势线之上，金融类均在趋势线之下）。

图 23：1月，24个期权标的的20日历史波动率均值和隐含波动率均值对比



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部。Wind

下表中我们统计了24个期权标的品种的历史波动率、隐含波动率均值，隐含波动率变化情况，隐含波动率分位点，各品种隐含波动率高低分位点之间的差值，以及各品种隐含波动率最大最小值之间的差值。隐含波动差值可以理解为该月期权估值的变动范围，一定程度上也体现了期权波动率交易的机会大小。日均权利金成交额6000万以上的品种在表中标灰。

1月，受临近长假影响，除铁矿石外的全部品种期权隐含波动率均出现了上涨。50ETF、沪300ETF、深300ETF、中金所股指期货等几个金融期权的隐含波动率变化范围在24个品种中处于中上水平。

表 4：1月，24个期权标的品种的隐含波动率分位点，以及各品种隐含波动率高低分位点差值

	IV 均值	HV 均值	上月末 IV	本月末 IV	IV 最大	IV75% 分位点	IV中 位数	IV25% 分位点	IV 最小	IV最大- IV最小↓	IV75%-IV25%
液化气	45.6%	37.6%	35.8%	53.9%	54.6%	50.5%	44.5%	41.3%	37.6%	17.0%	9.2%
原油	38.4%	22.7%	34.1%	45.8%	46.6%	43.3%	35.9%	33.9%	32.7%	13.9%	9.4%
动力煤	46.5%	35.4%	46.4%	52.2%	52.2%	47.5%	46.4%	45.5%	40.9%	11.4%	2.0%
沪铝	23.5%	18.5%	21.8%	26.9%	28.6%	26.9%	22.4%	21.2%	19.1%	9.5%	5.7%
PTA	28.7%	19.2%	26.0%	34.2%	34.2%	30.7%	28.0%	26.7%	25.6%	8.6%	4.0%
沪300ETF	18.1%	13.5%	15.8%	24.2%	24.2%	18.3%	17.3%	16.8%	15.7%	8.5%	1.5%
50ETF	18.9%	14.0%	17.2%	25.6%	25.6%	19.5%	18.0%	17.7%	17.1%	8.5%	1.8%

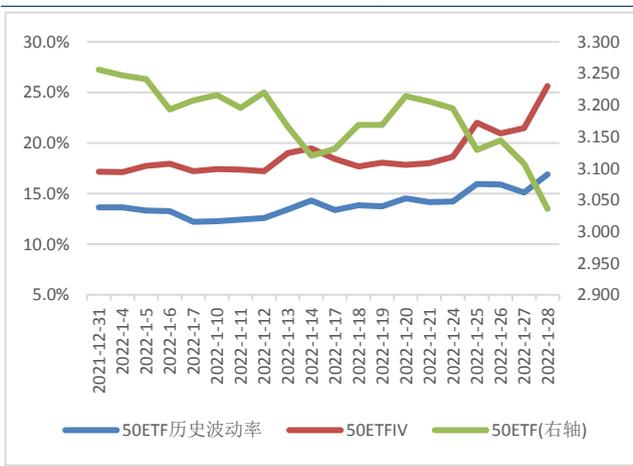
沪锌	23.3%	17.2%	23.3%	25.8%	26.7%	25.3%	23.2%	21.7%	18.7%	8.0%	3.6%
深 300ETF	18.3%	13.8%	16.3%	23.8%	23.8%	18.6%	17.6%	17.1%	16.1%	7.7%	1.5%
300 股指	18.2%	14.2%	16.3%	23.2%	23.2%	19.1%	17.4%	17.0%	16.2%	7.0%	2.1%
甲醇	29.0%	23.3%	29.2%	33.0%	33.0%	30.8%	28.1%	27.5%	26.5%	6.5%	3.3%
沪铜	18.3%	12.4%	16.9%	20.4%	21.6%	20.4%	18.1%	16.4%	15.5%	6.1%	4.0%
菜粕	23.3%	16.4%	21.2%	27.4%	27.4%	24.5%	22.6%	22.2%	21.9%	5.5%	2.3%
铁矿石	42.8%	28.8%	46.0%	44.2%	45.4%	43.8%	42.9%	41.8%	41.0%	4.4%	2.0%
棕榈油	25.6%	18.7%	25.4%	28.5%	28.5%	26.9%	24.9%	24.8%	24.2%	4.3%	2.2%
塑料	22.1%	16.5%	21.2%	24.2%	24.2%	23.1%	22.1%	21.1%	20.2%	4.0%	2.0%
聚丙烯	21.4%	17.1%	20.3%	23.5%	23.5%	22.3%	21.0%	20.2%	19.7%	3.9%	2.1%
橡胶	28.1%	14.1%	29.5%	30.5%	30.5%	28.4%	27.9%	27.8%	26.8%	3.6%	0.7%
豆粕	17.3%	13.3%	16.6%	19.4%	19.4%	18.0%	17.0%	16.7%	16.5%	2.9%	1.2%
PVC	26.3%	17.7%	25.6%	27.4%	27.4%	27.1%	26.7%	25.6%	24.8%	2.6%	1.5%
沪金	14.1%	8.1%	13.7%	15.3%	15.3%	14.6%	13.8%	13.5%	13.0%	2.4%	1.1%
郑棉	22.8%	10.4%	22.3%	22.9%	23.5%	23.3%	22.8%	22.6%	21.7%	1.8%	0.7%
玉米	11.2%	7.1%	11.2%	11.4%	11.8%	11.4%	11.2%	11.0%	10.7%	1.1%	0.4%
白糖	13.4%	8.3%	13.2%	13.2%	13.8%	13.6%	13.4%	13.2%	12.9%	0.9%	0.4%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，Wind

分品种来看，金融期权方面，以上交所 50ETF 期权（300 期权差别不大）为例，1 月隐含波动率（下图中红线）始终保持高于历史波动率（下图中蓝线）。在标的持续走低的过程中，IV 和标的呈现负相关关系，即 IV 在标的下跌的过程中上升，在标的反弹的过程中回落。至月末，IV 受标的加速创近期新低以及临近春节长假等两个共同因素的影响出现了一波加速上升。最终 IV 全月从 17.2% 上升至 25.6%，以全月最高值收尾。25.6% 的隐含波动率已处于过去一年的 0.41% 分位点的峰值水平，事实上，2021 年以来仅 2021.3.8 一个交易日的 50ETF 期权收盘隐含波动率高于 25.6%。

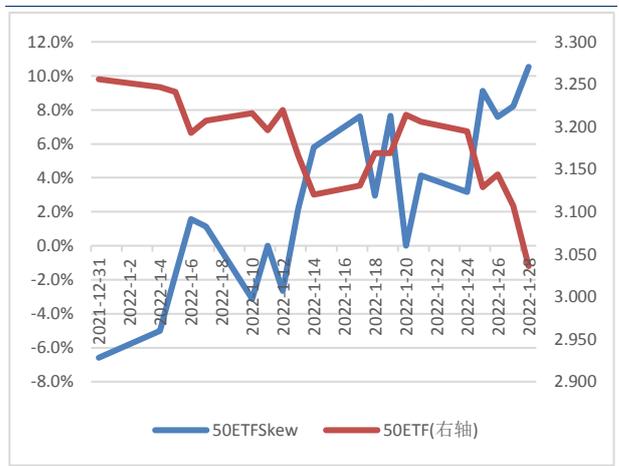
从 Skew 角度来看隐含波动率曲面变化。我们按(虚值认沽隐含波动率-虚值认购隐含波动率)/平值隐含波动率的方式来计算 Skew，其中虚值均按 Delta 绝对值 0.25 进行选取。Skew 越高，说明虚值认沽相对越贵，市场情绪越谨慎；Skew 越低，则说明虚值认购相对越贵，市场情绪越乐观。1 月，50ETF 期权 Skew 和标的呈负相关关系，在 50ETF 全月下跌的走势中，由负转正并以最高值收尾，体现了市场情绪在下跌中愈发谨慎。

图 24：1 月，50ETF、HV、IV 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

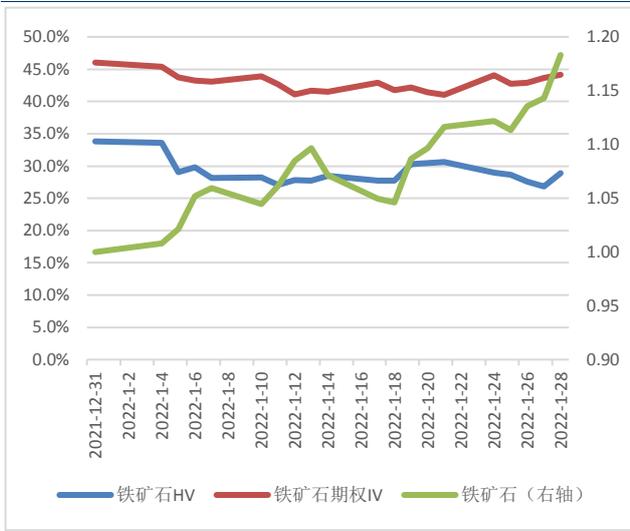
图 25：1 月，50ETF 与期权 Skew 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

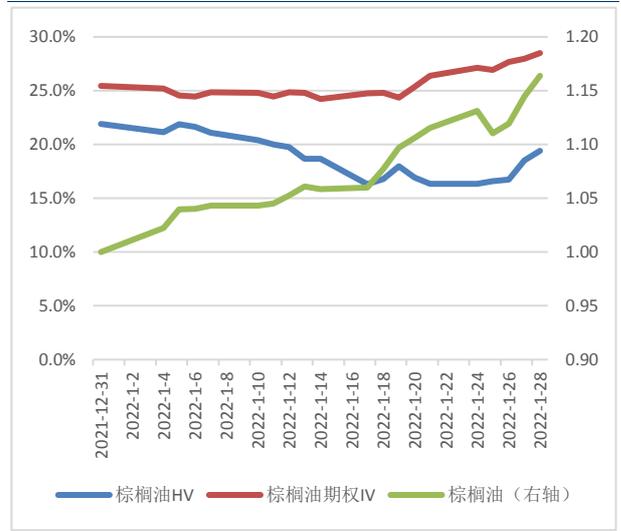
商品期货期权方面，以铁矿石、棕榈油、豆粕、铜等四个期权成交额稍大的品种为例，其各自的 IV、HV 及价格走势如下四图所示。可以看到，商品期货期权 IV 一方面具备其个性化特征，即 IV 和品种自身的 HV 总体来看是正相关的；另一方面，不同品种之间也具备联动特征，例如图示中的四个品种普遍在 1 月 18 日、19 日之后出现了一波隐含波动率上行，棕榈油甚至出现了实际波动率走低、隐含波动率上升的情况。

图 26: 1 月，铁矿石、HV、IV 走势



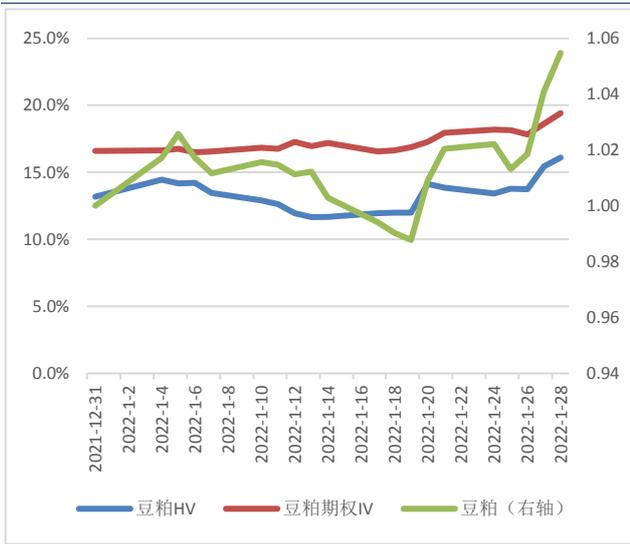
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 27: 1 月，棕榈油、HV、IV 走势



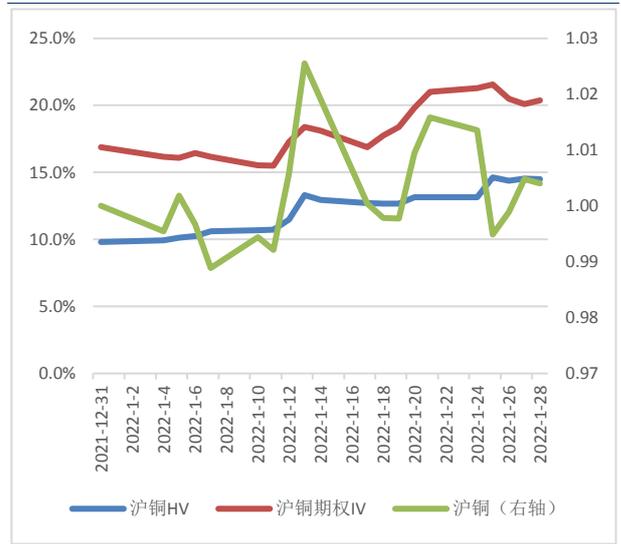
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 28: 1 月，豆粕、HV、IV 走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 29: 1 月，铜、HV、IV 走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

免责声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券，未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人本人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只能提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售，购买或认购证券、基金或其他金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告只供一般参考之用，并未在任何司法管辖区交付登记，其内容亦未经任何司法管辖区的任何监管机构审核。本报告所载资料不构成：（1）具有约束力的法律协议；（2）法律、监管、税务、会计或其他建议；（3）买卖任何基金份额或与中信证券管理或建议的投资组合挂钩或其所包含的任何证券、商品、金融票据或衍生品的要约、推荐或招揽；或（4）订立任何其他交易的要约。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。