

# 2024 年 2 月期权市场报告——长假效应如期体现，金融期权隐波变动范围进一步扩大



李雪飞

邮件: xfli@citics.com

S1010618120009

赵宇

邮件: zhaoy@citics.com

S1010614070001

## 相关研究

1. 2023 上半年期权市场及策略表现回顾
2. 中证 500ETF 期权、创业板 ETF 期权上市首月的定价与期权组合表现回顾
3. 2023 年 12 月期权市场报告——ETF 期权隐波普遍上升，月末曲面 Skew 由正转负
4. 期权做多的方法、影响因素和适用场景
5. 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
6. 另类策略与结构化产品系列之三：雪球产品解析
7. 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
8. 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
9. 2023 年 11 月期权市场报告——标的震荡下跌，ETF 期权隐波、成交量下降
10. 2023 年 10 月期权市场报告——金融期权隐波长假后快速下降，月末隐波均处于历史 30%分位以下
11. 2023 年 9 月期权市场报告——创业板 ETF 和科创 50ETF 月内跌幅较大，创业板指估值跌至近三年 1%分位以下
12. 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
13. 2023 年 8 月期权市场报告——金融期权隐波快速上升，华夏科创 50ETF 期权单日成交量突破百万张

## 摘要

- ◆ **2 月，金融期权单月日均成交量、持仓量均创历史新高。**1) 2024 年 2 月，场内期权日均成交量 1089.9 万张、较前月上升 1.2%，日均持仓量 1546.6 万张、较前月上升 2.2%。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 72.4%、3.8%和 23.8%，持仓量占比分别为 59.4%、3.0%和 37.6%，ETF 期权规模占主导地位。2) 总计 52 个期权标的中包含 12 个金融期权标的（9 个 ETF 和 3 个股指），40 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 19 个；日均权利金成交额超过 1 亿元的品种共有 13 个。3) 金融期权方面，ETF 期权单月日均成交量、持仓量均创历史新高。ETF 期权日均成交量 789.1 万张，较前月变化 6.1%，ETF 期权日均持仓量 918.3 万张，较前月变化 4.6%；中金所股指期权单月日均成交量创新高，日均成交量较前月变化 14.1%至 36.2 万张；日均持仓量较前月变化-5.5%至 49.5 万张。4) 商品期货期权方面，40 个品种全月日均成交量较前月变化-12.8%至 259.4 万张，日均持仓量较前月变化-0.7%至 581.4 万张。
- ◆ **金融期权标的快速上涨，历史波动率创近期新高。**1) 2 月，A 股市场主要指数普遍大幅上涨，上证指数、深证指数和创业板指数分别上涨 8.1%、13.6%和 14.9%，香港恒生指数上涨 6.6%。2) 从估值情况来看，所有指数估值均上涨。截至月末，科创 50 指数估值水平升至过去三年内 65%分位左右，上证 50、中证 500、中证 1000 指数估值水平均升至过去三年内 40%—50%分位，沪深 300 指数估值水平升至过去三年内 23%分位。3) 商品期货期权标的方面，按中信商品指数（收益率指数）计算，其中有 22 个收涨，碳酸锂、合成橡胶、苹果涨幅较大；17 个收跌，铁矿石、纯碱、沪锌跌幅较大。
- ◆ **长假效应如期体现，金融期权隐波变动范围进一步扩大。**1) 金融期权方面，以上交所 50ETF 期权为例，2 月标的价格全月累计上涨 6.6%，隐含波动率全月累计从 22.2%降至 18.0%，期权 Skew 随着标的上涨持续下降，全月累计由上月末的 7.4%下降至-3.2%，表明市场情绪由谨慎转向偏乐观。2) 春节长假前后期权市场的长假效应明显，即长假前隐含波动率上升、长假后隐含波动率回落的特征。期权市场的长假效应也会带来一些波动率交易机会，如果投资者想要布局长假前后的波动率交易机会，可以考虑的方法是在节前买入跨式组合，布局隐含波动率升高，在节后卖出跨式组合，布局隐含波动率下降。这种做法对于投资者交易水平和判断有较高的要求，需要根据市场情况及时调整持仓。3) 商品期货期权方面，以铁矿石、原油、纯碱、碳酸锂四个期权成交额稍大的品种为例。铁矿石价格全月快速下跌，隐含波动率由月初的 27.9%微升至 30.1%；原油价格春节前下跌，春节后快速上涨后震荡，隐含波动率由月初的 32.4%下降至 27.2%；纯碱价格全月持续震荡下跌，隐含波动率与标的价格呈现出较强的正相关性，最终由月初的 42%下降至 34.6%；碳酸锂价格上半月震荡微跌，下半月快速上涨，历史波动率和隐含波动率均与标的价格呈现出较强的正相关性。

## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 场内期权市场规模：金融期权单月日均成交量、持仓量均创历史新高 .....         | 1  |
| 金融期权：ETF 期权单月日均成交量再创历史新高 .....               | 2  |
| 商品期货期权：日均成交量持续下降，创近一年单月新低 .....              | 7  |
| 标的表现：金融标的快速上涨，商品标的收益分化 .....                 | 9  |
| 金融标的：500ETF、创业板 ETF 等涨幅超 10%，历史波动率普遍升高 ..... | 9  |
| 商品期货标的：标的收益分化，碳酸锂波动率超 50% .....              | 13 |
| 期权定价：长假效应如期体现，金融期权隐波变动范围进一步扩大 .....          | 15 |

## 插图目录

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 1：沪市期权投资者账户总数（单位：万户） .....                        | 3  |
| 图 2：金融期权分月份日均成交量及持仓量走势（万张） .....                    | 3  |
| 图 3：金融期权分品种各月日均成交量走势（万张） .....                      | 3  |
| 图 4：金融期权分品种各月日均持仓量走势（万张） .....                      | 3  |
| 图 5：金融期权认购成交量、持仓量占比 .....                           | 4  |
| 图 6：50ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                       | 4  |
| 图 7：沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                    | 4  |
| 图 8：深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                    | 5  |
| 图 9：300 股指期权认购成交量、持仓量占比 .....                       | 5  |
| 图 10：1000 股指期权认购成交量、持仓量占比 .....                     | 5  |
| 图 11：沪 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                   | 5  |
| 图 12：深 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                   | 5  |
| 图 13：创业板 ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                    | 5  |
| 图 14：深证 100 ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                 | 6  |
| 图 15：50 股指期权认购成交量、持仓量占比 .....                       | 6  |
| 图 16：科创 50 ETF 期权认购成交量、持仓量占比 .....                  | 6  |
| 图 17：科创 50 ETF 易方达期权认购成交量、持仓量占比 .....               | 6  |
| 图 18：2020-2024，商品期货期权日均成交量（万张） .....                | 7  |
| 图 19：2020-2024，商品期货期权日均持仓量（万张） .....                | 7  |
| 图 20：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） ..... | 8  |
| 图 21：2 月，各指数收益率及波动率对比 .....                         | 9  |
| 图 22：2 月，金融期权标的涨跌情况 .....                           | 9  |
| 图 23：9 只 ETF 期权标的，2021 至今走势（归一化后） .....             | 10 |
| 图 24：过去 3 年指数 TTM-PE 变化情况 .....                     | 11 |
| 图 25：50ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                      | 11 |
| 图 26：沪 300ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                   | 11 |
| 图 27：深 300ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                   | 12 |
| 图 28：沪 500ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                   | 12 |
| 图 29：深 500ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                   | 12 |
| 图 30：创业板 ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                    | 12 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 31: 深证 100ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                 | 12 |
| 图 32: 科创 50ETF 与 20 日历史波动率走势 .....                  | 12 |
| 图 33: 科创 50ETF 易方达与 20 日历史波动率走势 .....               | 13 |
| 图 34: 2 月, 铁矿石期货收益率指数和波动率走势 .....                   | 14 |
| 图 35: 2 月, 原油期货收益率指数和波动率走势 .....                    | 14 |
| 图 36: 2 月, 纯碱期货收益率指数和波动率走势 .....                    | 14 |
| 图 37: 2 月, 碳酸锂期货收益率指数和波动率走势 .....                   | 14 |
| 图 38: 2 月, 主要期权标的 20 日历史波动率均值和隐含波动率均值对比 .....       | 15 |
| 图 39: 春节长假前后 ETF 期权加权隐含波动率变化情况 .....                | 17 |
| 图 40: 2 月, 50ETF、HV、IV 走势 .....                     | 18 |
| 图 41: 2 月, 50ETF 与期权 Skew 走势 .....                  | 18 |
| 图 42: 2015 年至今 50ETF 价格、20 日历史波动率、期权隐含波动率变化情况 ..... | 18 |
| 图 43: 2 月, 铁矿石、HV、IV 走势 .....                       | 19 |
| 图 44: 2 月, 原油、HV、IV 走势 .....                        | 19 |
| 图 45: 2 月, 纯碱、HV、IV 走势 .....                        | 19 |
| 图 46: 2 月, 碳酸锂、HV、IV 走势 .....                       | 19 |

## 表格目录

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 2024 年 2 月, 场内期权品种规模对比 .....                         | 1  |
| 表 2: 2 月 ETF 期权日均成交量、成交额、持仓量及变化情况统计 .....                 | 2  |
| 表 3: 2 月金融认购期权成交量、持仓量占比 .....                             | 4  |
| 表 4: 主要指数及 ETF 期权标的单月收益情况 .....                           | 9  |
| 表 5: 2 月, 中信各行业指数收益率及波动率对比 .....                          | 10 |
| 表 6: 相关指数当前估值分位情况, 2021 年 2 月至 2024 年 2 月 .....           | 11 |
| 表 7: 2 月, 40 个商品期货期权标的数据统计 (按收益率指数计算) .....               | 13 |
| 表 8: 2 月, 51 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 .....    | 15 |
| 表 9: 2015 年至今、2020 年至今 50ETF 20 日历史波动率、期权隐含波动率分位点情况 ..... | 18 |

## 场内期权市场规模：金融期权单月日均成交量、持仓量均创历史新高

2024 年 2 月，场内期权日均成交量 1089.9 万张、较前月上升 1.2%，日均持仓量 1546.6 万张、较前月上升 2.2%。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 72.4%、3.8%和 23.8%，持仓量占比分别为 59.4%、3.0%和 37.6%。

总计 52 个期权标的中包含 12 个金融期权标的（9 个 ETF 和 3 个股指），40 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 19 个，前五名分别为 50ETF、沪 300ETF、沪 500ETF、创业板 ETF、科创 50ETF；日均权利金成交额超过 1 亿元品种共有 13 个，前五名分别为中金所 1000 股指、沪 500ETF、沪 300ETF、50ETF、中金所 300 股指。

表 1：2024 年 2 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     | 146.6     | 8.5           | 166.8     |
|          | 深 300ETF     | 26.5      | 1.5           | 35.5      |
|          | 50ETF        | 181.5     | 7.6           | 206.9     |
|          | 沪 500ETF     | 144.5     | 14.5          | 114.8     |
|          | 深 500ETF     | 40.8      | 4.6           | 38.4      |
|          | 创业板 ETF      | 126.9     | 5.3           | 137.9     |
|          | 深 100ETF     | 14.3      | 0.7           | 19.9      |
|          | 科创 50ETF     | 75.0      | 1.9           | 134.9     |
|          | 科创 50ETF 易方达 | 33.2      | 0.8           | 63.3      |
|          | 股票 ETF 类合计   | 789.1     | 45.4          | 918.3     |
| 股指类      | 300 股指       | 12.2      | 6.4           | 17.0      |
|          | 1000 股指      | 23.3      | 25.3          | 22.1      |
|          | 50 股指        | 5.8       | 2.0           | 7.8       |
|          | 股指类合计        | 41.3      | 33.7          | 46.8      |
| 商品期货类    | 黄金           | 1.5       | 0.4           | 6.0       |
|          | 玉米           | 6.4       | 0.1           | 35.3      |
|          | 郑棉           | 11.1      | 0.7           | 45.0      |
|          | 铜            | 4.1       | 0.5           | 6.2       |
|          | 铁矿石          | 36.4      | 4.7           | 47.6      |
|          | 豆粕           | 18.9      | 0.6           | 84.0      |
|          | 甲醇           | 22.6      | 0.6           | 25.9      |
|          | 液化气          | 6.1       | 0.2           | 5.5       |
|          | 菜粕           | 8.0       | 0.2           | 22.2      |
|          | 橡胶           | 2.7       | 0.4           | 6.8       |
|          | 白糖           | 8.5       | 0.3           | 28.1      |
|          | PTA          | 23.9      | 0.4           | 35.0      |
|          | PVC          | 3.1       | 0.1           | 13.8      |
|          | 聚丙烯          | 0.5       | 0.0           | 2.2       |
|          | 塑料           | 0.5       | 0.0           | 2.6       |
|          | 动煤           | 0.0       | 0.0           | 0.0       |
|          | 沪锌           | 3.5       | 0.2           | 3.3       |
|          | 沪铝           | 5.1       | 0.2           | 6.7       |
|          | 棕榈油          | 8.4       | 0.4           | 13.3      |
|          | 原油           | 5.2       | 2.9           | 2.7       |
|          | 花生           | 4.7       | 0.1           | 8.3       |

|         |        |      |        |
|---------|--------|------|--------|
| 菜籽油     | 3.4    | 0.2  | 8.0    |
| 黄大豆一号   | 1.6    | 0.0  | 4.8    |
| 黄大豆二号   | 2.4    | 0.0  | 3.4    |
| 豆油      | 3.6    | 0.2  | 13.9   |
| 工业硅     | 1.8    | 0.1  | 3.8    |
| 螺纹钢     | 16.9   | 0.4  | 48.9   |
| 白银      | 5.0    | 0.3  | 10.2   |
| 苯乙烯     | 11.6   | 0.2  | 7.7    |
| 乙二醇     | 2.6    | 0.1  | 9.3    |
| 碳酸锂     | 5.8    | 0.9  | 13.0   |
| 丁二烯橡胶   | 1.9    | 0.1  | 2.4    |
| 对二甲苯    | 0.9    | 0.0  | 4.9    |
| 烧碱      | 0.7    | 0.1  | 4.2    |
| 短纤      | 0.3    | 0.0  | 1.1    |
| 纯碱      | 18.1   | 1.0  | 36.8   |
| 锰硅      | 0.2    | 0.0  | 1.2    |
| 硅铁      | 0.3    | 0.0  | 2.0    |
| 尿素      | 1.1    | 0.1  | 3.7    |
| 苹果      | 0.4    | 0.0  | 1.5    |
| 商品期货类合计 | 259.4  | 16.7 | 581.4  |
| 全部合计    | 1089.9 | 95.8 | 1546.6 |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

## 金融期权：ETF 期权单月日均成交量再创历史新高

ETF 期权单月日均成交量、持仓量均创历史新高。成交量方面，ETF 期权日均成交量 789.1 万张，较前月变化 6.1%。持仓量方面，ETF 期权日均持仓量 918.3 万张，较前月变化 4.6%。9 种 ETF 期权的日均成交量、成交额、持仓量及较前月的变化情况见表 2。

表 2：2 月 ETF 期权日均成交量、成交额、持仓量及变化情况统计

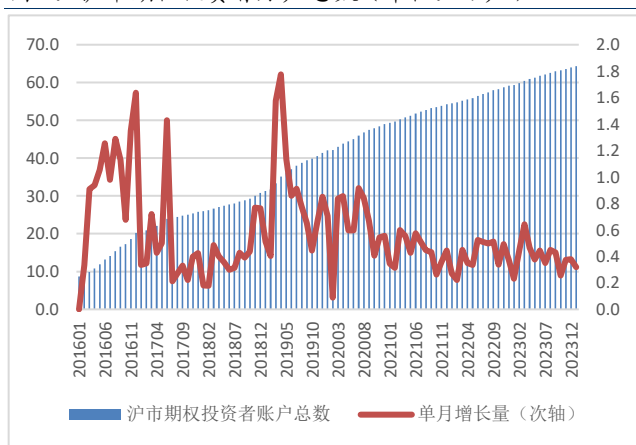
|                | 日均成交量<br>(万张) | 较前月变化<br>百分比 | 日均成交额<br>(亿元) | 较前月变化<br>百分比 | 日均持仓量<br>(万张) | 较前月变化<br>百分比 |
|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 沪 300ETF 期权    | 146.6         | -10.9%       | 8.5           | -2.4%        | 166.8         | -3.0%        |
| 深 300ETF 期权    | 26.5          | 8.2%         | 1.5           | 19.7%        | 35.5          | 13.7%        |
| 50ETF 期权       | 181.5         | -8.1%        | 7.6           | 3.5%         | 206.9         | -7.5%        |
| 沪 500ETF 期权    | 144.5         | 42.4%        | 14.5          | 62.6%        | 114.8         | 28.0%        |
| 深 500ETF 期权    | 40.8          | 63.8%        | 4.6           | 90.2%        | 38.4          | 33.4%        |
| 创业板 ETF 期权     | 126.9         | 6.4%         | 5.3           | 13.6%        | 137.9         | -4.9%        |
| 深证 100ETF 期权   | 14.3          | -8.3%        | 0.7           | -7.0%        | 19.9          | -10.1%       |
| 科创 50ETF 期权    | 75.0          | 17.3%        | 1.9           | 13.3%        | 134.9         | 19.0%        |
| 科创 50ETF 易方达期权 | 33.2          | 3.8%         | 0.8           | 4.8%         | 63.3          | 20.6%        |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

市场参与者方面，1 月末上交所 ETF 期权投资者账户总数达 643012 户，较上月增长 3180 户。（该数据为滞后数据。深交所未披露相关数据）

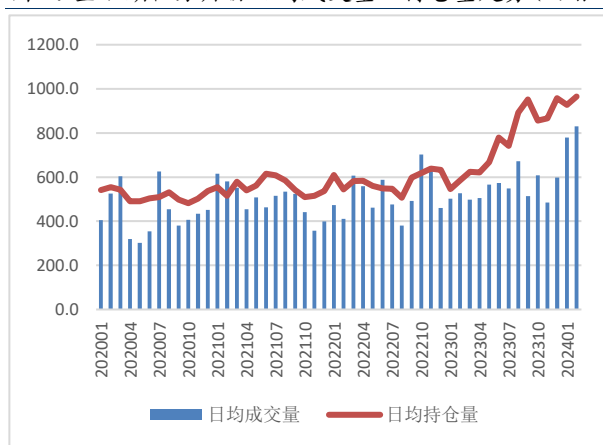
2 月，中金所股指期货期权单月日均成交量继续创新高，较前月变化 14.1%至 36.2 万张；日均持仓量较前月变化-5.5%至 49.5 万张。

图 1: 沪市期权投资者账户总数 (单位: 万户)



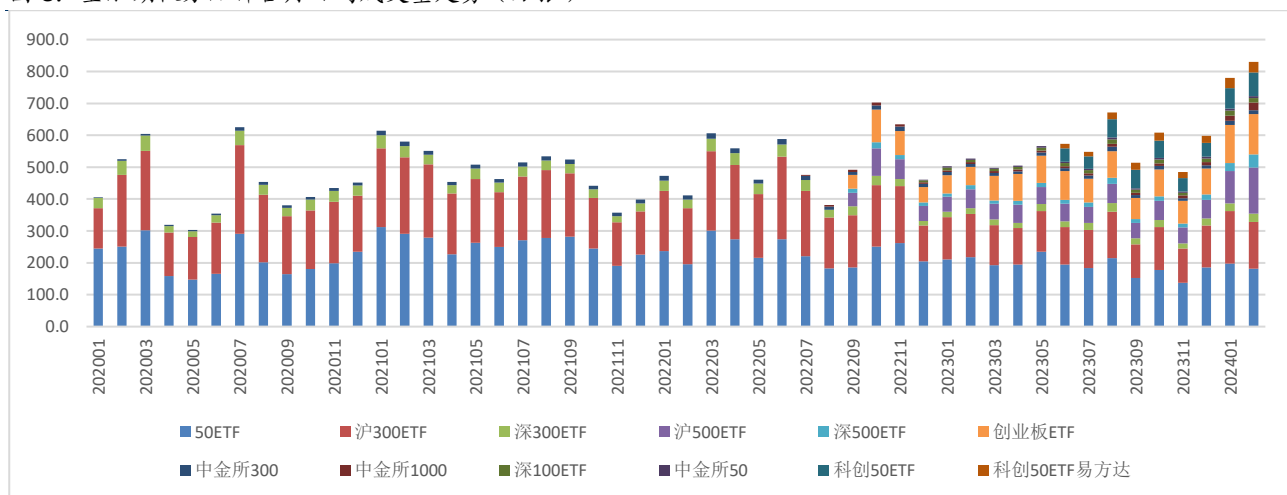
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 2: 金融期权分月份日均成交量及持仓量走势 (万张)



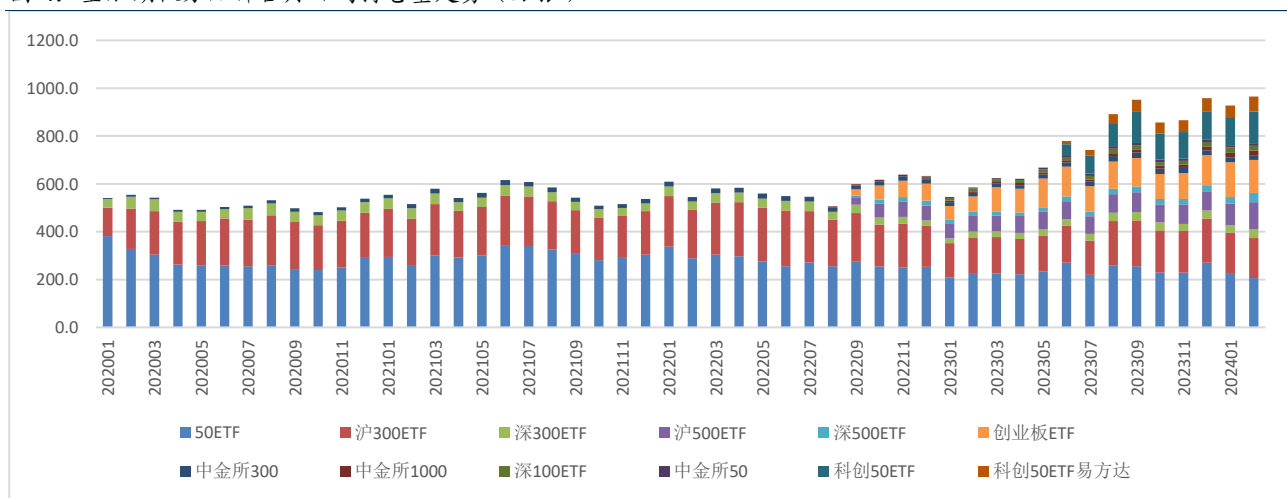
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

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

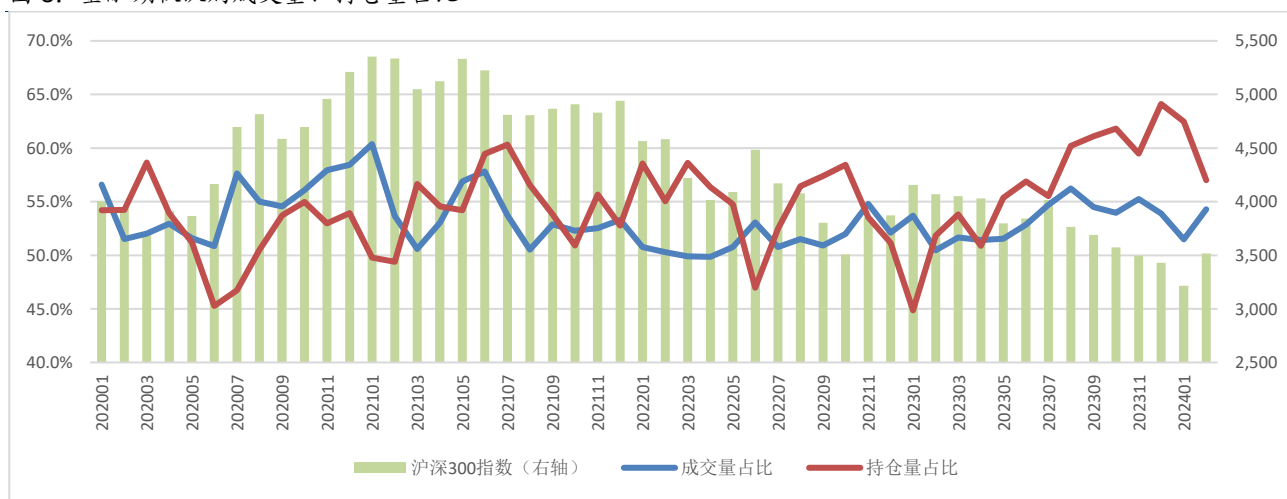
分认购和认沽来看，2月认购期权活跃度整体略高于认沽期权，认购期权成交量占比为54.3%、持仓量占比为57.0%。12个金融期权的认购期权成交量、持仓量占比详细情况见表3。

表 3：2 月金融认购期权成交量、持仓量占比

|                | 认购成交量占比 | 认购持仓量占比 |
|----------------|---------|---------|
| 沪 300ETF 期权    | 50.8%   | 60.4%   |
| 深 300ETF 期权    | 52.0%   | 60.2%   |
| 50ETF 期权       | 52.5%   | 60.8%   |
| 沪 500ETF 期权    | 47.2%   | 54.2%   |
| 深 500ETF 期权    | 45.1%   | 53.7%   |
| 创业板 ETF 期权     | 52.4%   | 65.2%   |
| 深证 100ETF 期权   | 51.4%   | 60.6%   |
| 科创 50ETF 期权    | 55.2%   | 70.0%   |
| 科创 50ETF 易方达期权 | 53.0%   | 68.5%   |
| 300 股指期权       | 55.3%   | 68.5%   |
| 1000 股指期权      | 51.4%   | 66.7%   |
| 50 股指期权        | 56.1%   | 69.1%   |

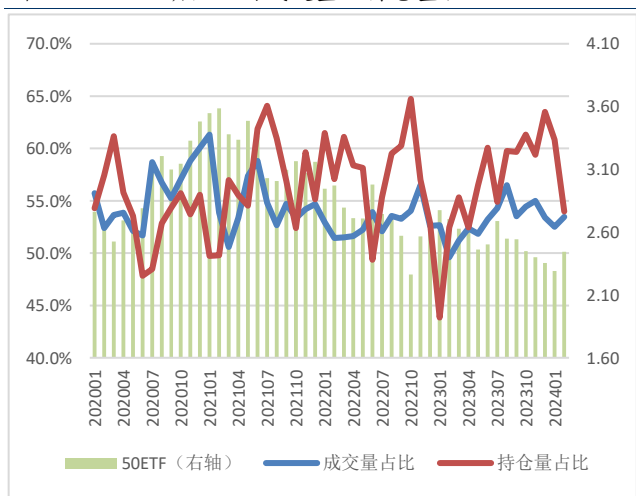
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 5：金融期权认购成交量、持仓量占比



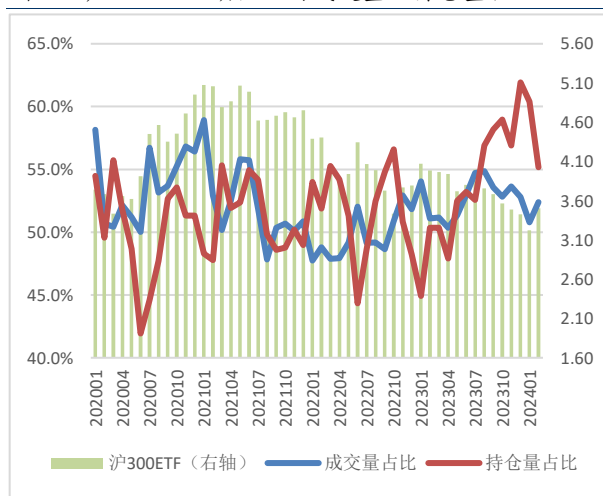
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 6：50ETF 期权认购成交量、持仓量占比



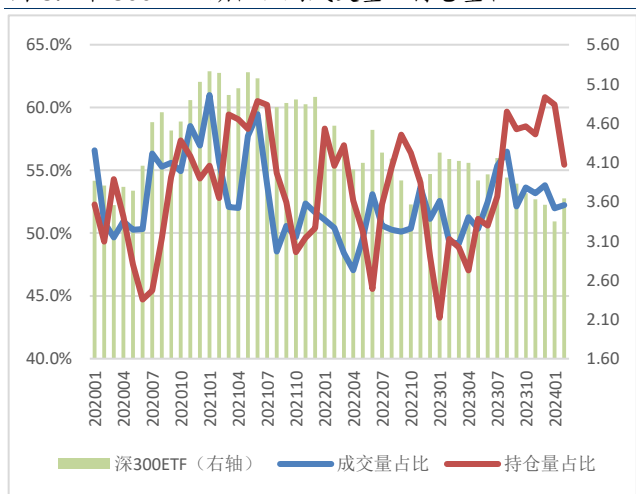
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 7：沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



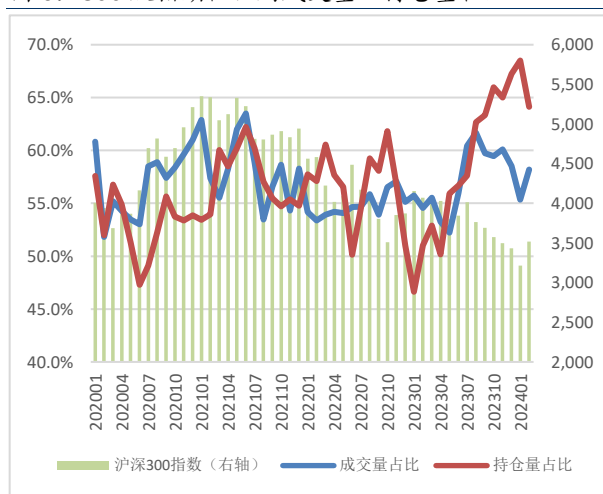
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 8：深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



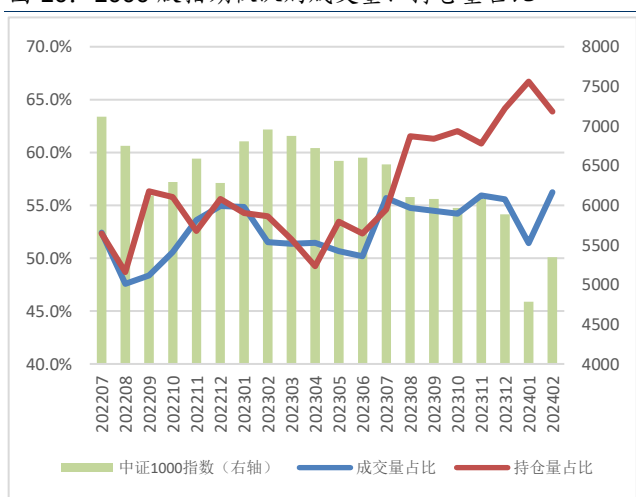
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 9：300 股指期权认购成交量、持仓量占比



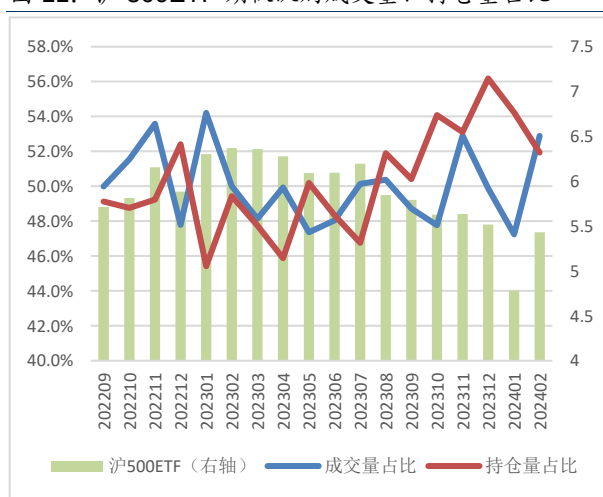
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 10：1000 股指期权认购成交量、持仓量占比



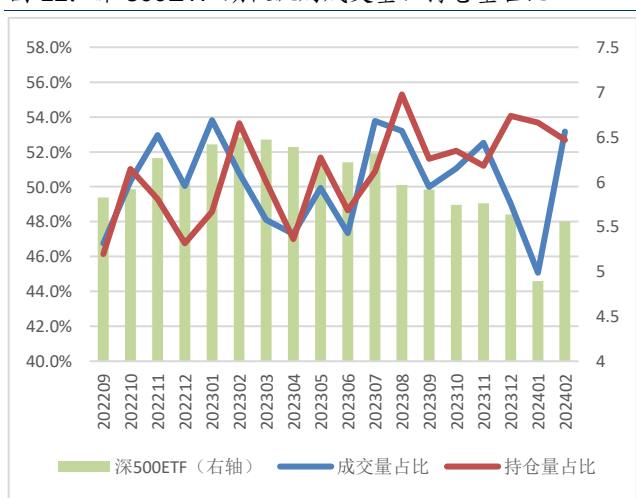
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 11：沪 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比



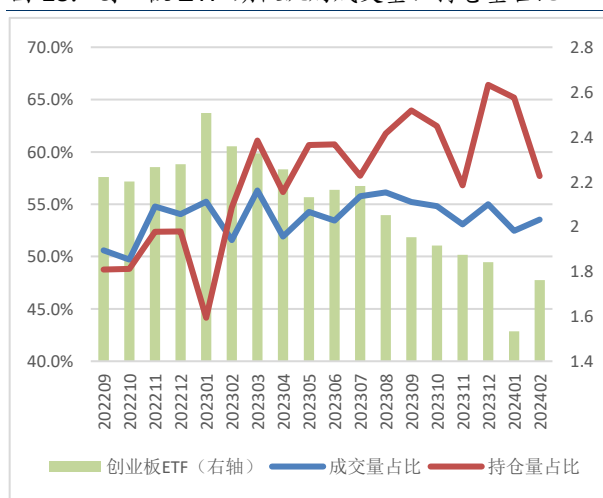
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 12：深 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比



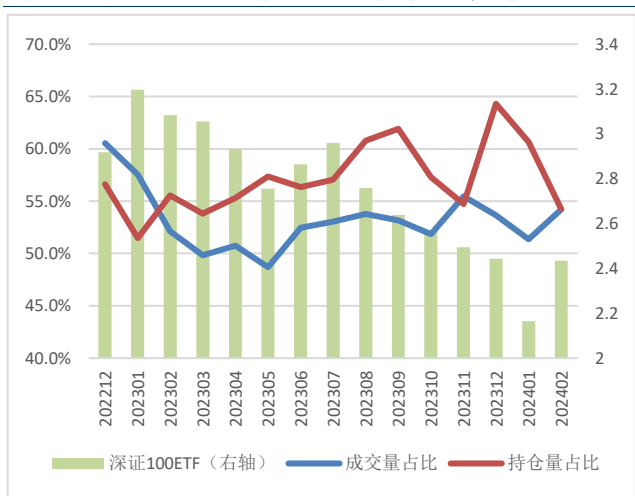
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 13：创业板 ETF 期权认购成交量、持仓量占比



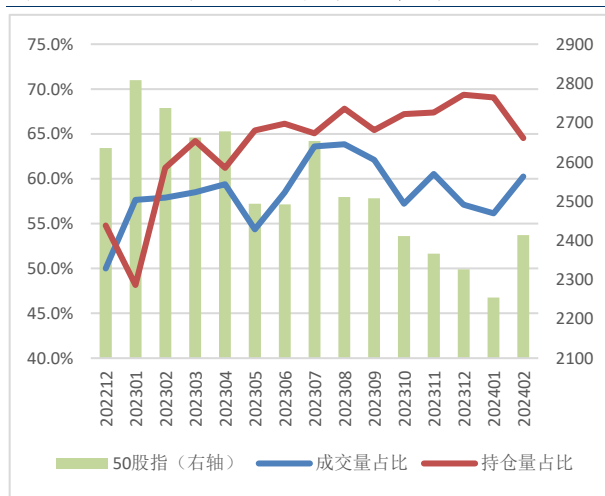
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 14: 深证 100 ETF 期权认购成交量、持仓量占比



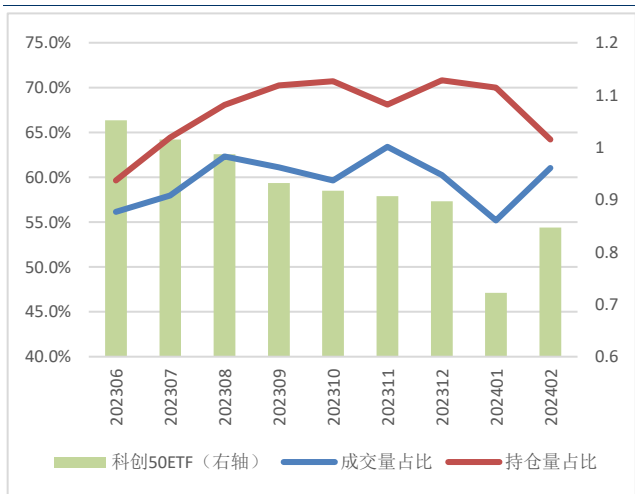
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 15: 50 股指期权认购成交量、持仓量占比



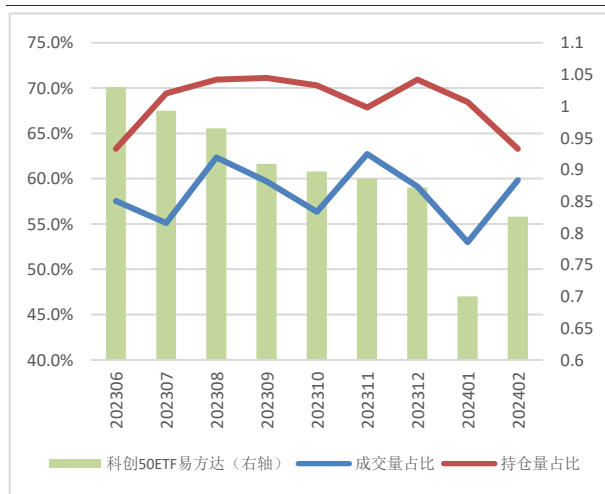
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 16: 科创 50 ETF 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 17: 科创 50 ETF 易方达期权认购成交量、持仓量占比



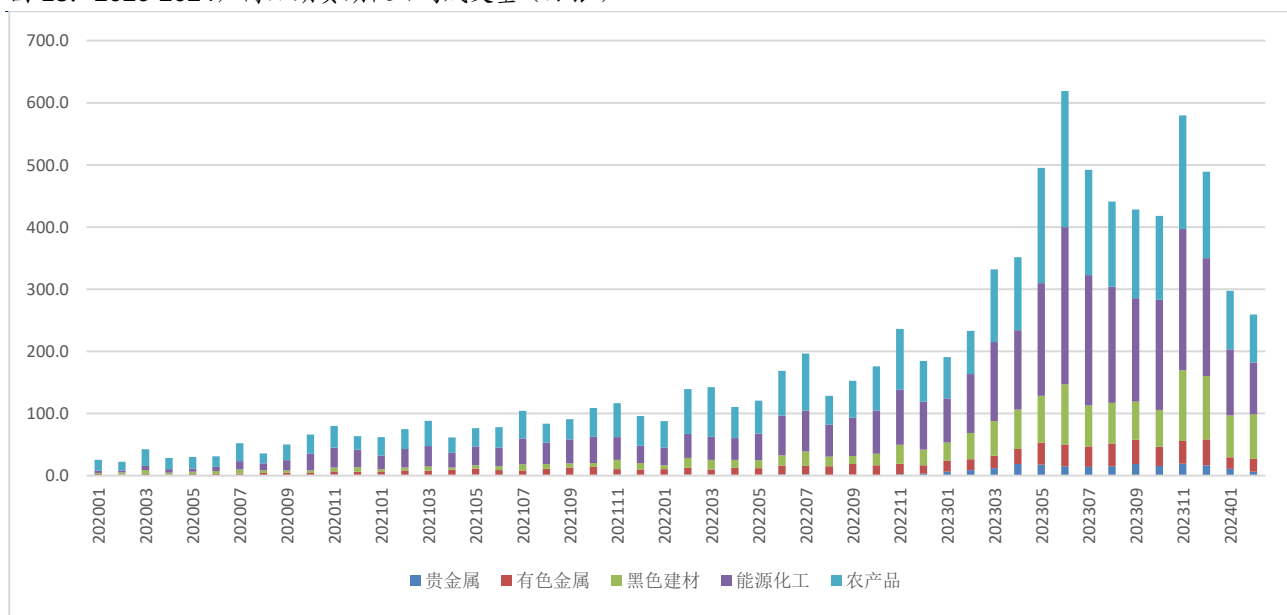
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

## 商品期货期权：日均成交量持续下降，创近一年单月新低

商品期货期权方面，2月40个品种全月日均成交量较前月变化-12.8%至259.4万张，日均持仓量较前月变化-0.7%至581.4万张。

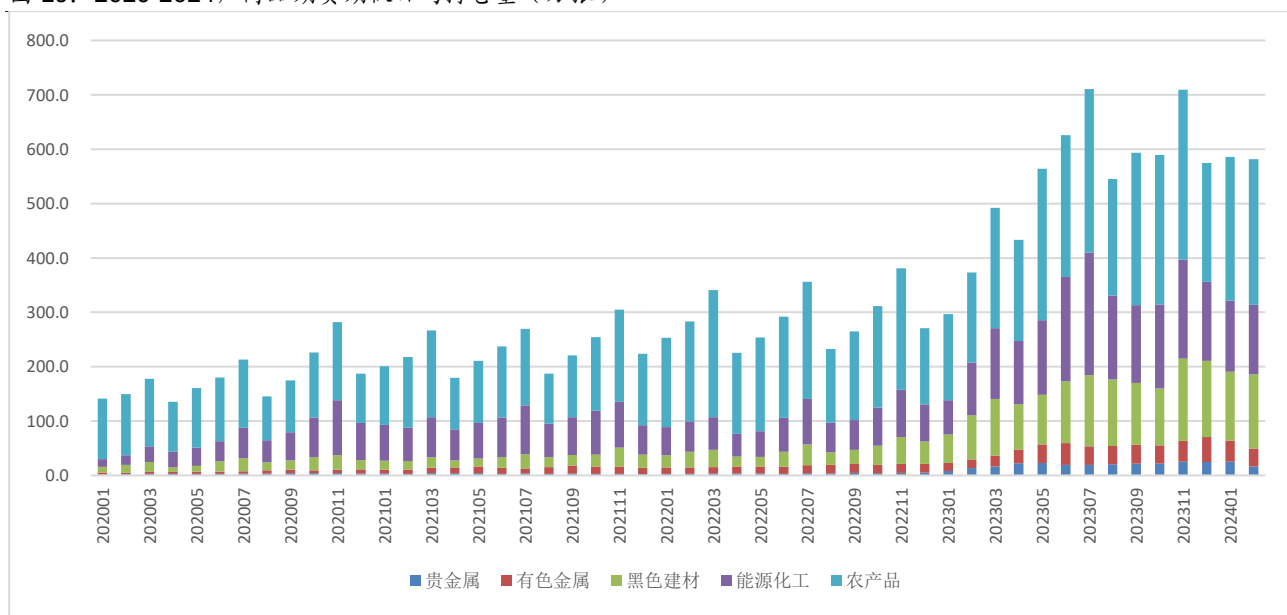
按照贵金属（沪金、白银）、有色金属（铜、沪锌、沪铝、工业硅、碳酸锂）、黑色建材（铁矿石、螺纹钢、锰铁、硅铁、纯碱）、能源化工（甲醇、液化气、橡胶、PTA、PVC、聚丙烯、塑料、动力煤、原油、苯乙烯、乙二醇、合成橡胶、对二甲苯、烧碱、短纤、尿素）、农产品（玉米、郑棉、豆粕、菜粕、白糖、花生、菜籽油、黄大豆一号、黄大豆二号、豆油、棕榈油、苹果）分类图示如下。

图 18：2020-2024，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 19：2020-2024，商品期货期权日均持仓量（万张）

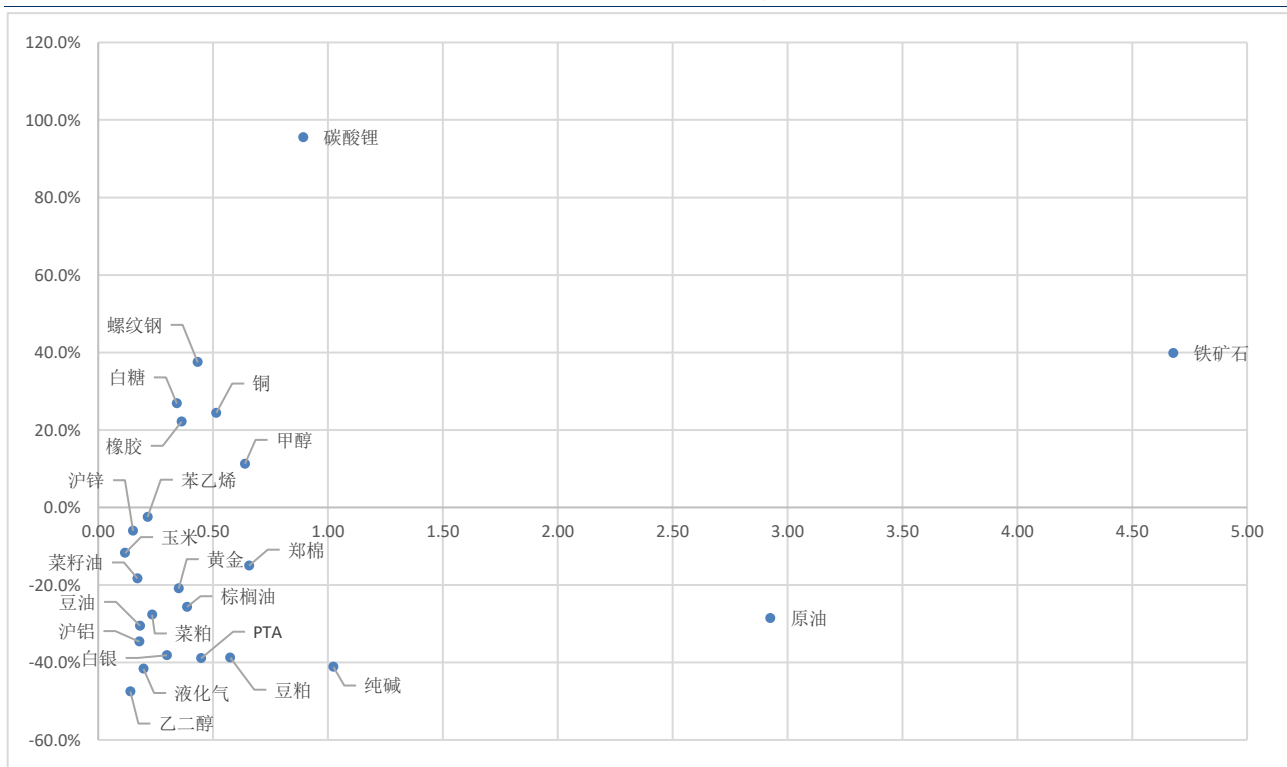


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

分品种来看日均成交量和持仓量。成交量方面，2月铁矿石期货期权日均成交量最高，为36.4万张；PVC期货期权较上月增速最快，为80.9%；持仓量方面，豆粕期权日均持仓量最高，为84.0万张；PVC期货期权增速最快，为47.1%。

权利金成交额及增速方面，2月40个品种总日均成交额16.7亿元，较上月下降8.7%。其中，铁矿石的规模最大；碳酸锂的增幅最大，下图为日均成交额大于1000万的商品期货期权日均权利金成交额及增速情况。

图 20：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）

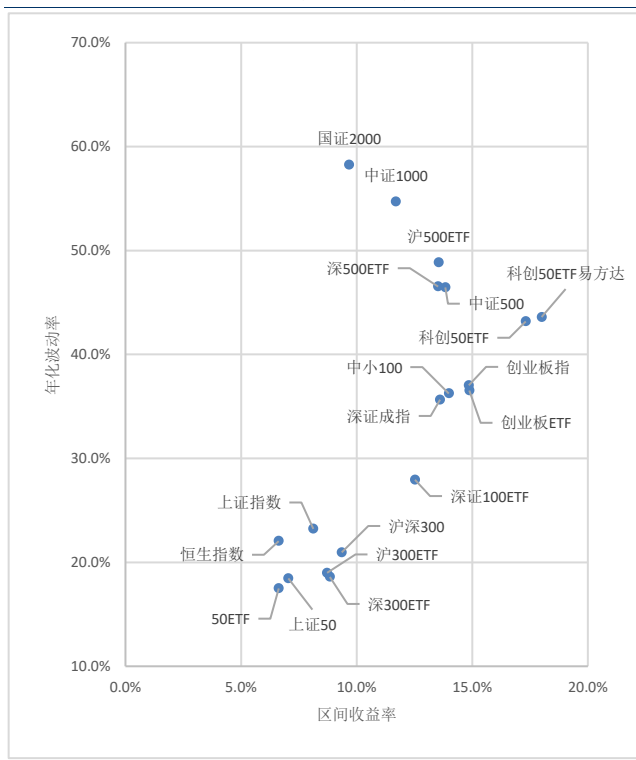


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

## 标的表现：金融标的快速上涨，商品标的收益分化

### 金融标的：500ETF、创业板ETF等涨幅超10%，历史波动率普遍升高

图 21：2 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

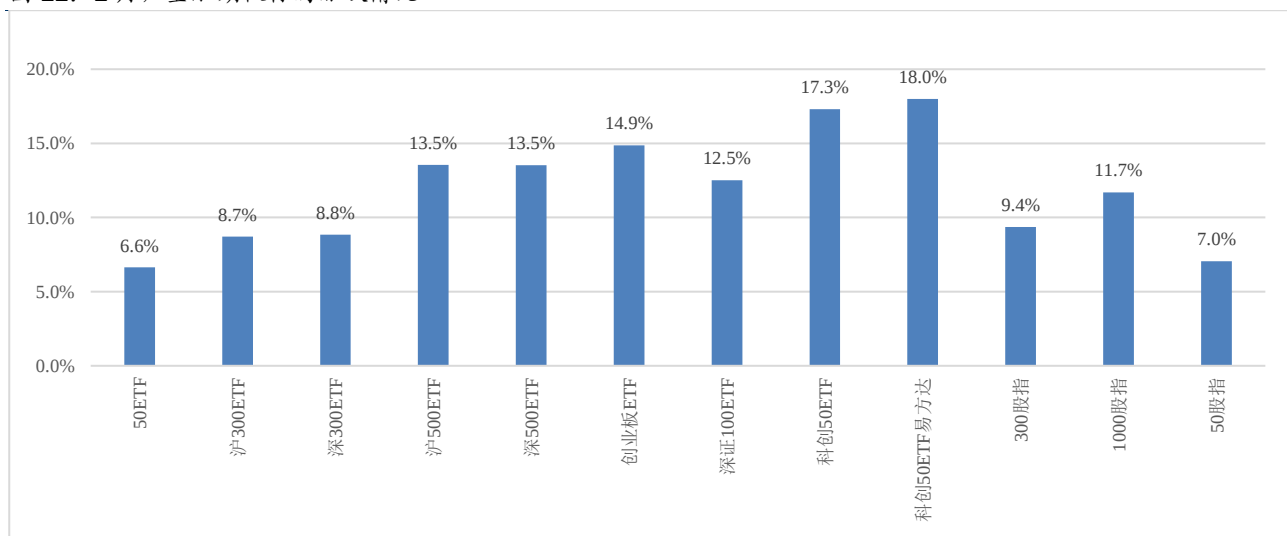
表 4：主要指数及 ETF 期权标的的单月收益情况

|              | 收益率   | 波动率   | 夏普比例 | 最大回撤   |
|--------------|-------|-------|------|--------|
| 创业板指         | 14.9% | 37.0% | 6.60 | -2.5%  |
| 中小 100       | 14.0% | 36.2% | 6.34 | -3.6%  |
| 中证 500       | 13.8% | 46.5% | 4.83 | -5.0%  |
| 深证成指         | 13.6% | 35.6% | 6.27 | -3.3%  |
| 中证 1000      | 11.7% | 54.7% | 3.53 | -10.3% |
| 国证 2000      | 9.7%  | 58.2% | 2.82 | -12.1% |
| 沪深 300       | 9.4%  | 21.0% | 7.62 | -1.3%  |
| 上证指数         | 8.1%  | 23.2% | 5.78 | -3.1%  |
| 上证 50        | 7.0%  | 18.5% | 6.39 | -2.0%  |
| 恒生指数         | 6.6%  | 22.0% | 4.92 | -1.7%  |
| 科创 50ETF 易方达 | 18.0% | 43.6% | 6.76 | -3.2%  |
| 科创 50ETF     | 17.3% | 43.2% | 6.56 | -3.3%  |
| 创业板 ETF      | 14.9% | 36.5% | 6.72 | -2.6%  |
| 沪 500ETF     | 13.5% | 48.9% | 4.50 | -5.2%  |
| 深 500ETF     | 13.5% | 46.5% | 4.72 | -4.8%  |
| 深证 100ETF    | 12.5% | 27.9% | 7.57 | -1.9%  |
| 深 300ETF     | 8.8%  | 18.6% | 8.27 | -1.1%  |
| 沪 300ETF     | 8.7%  | 19.0% | 7.92 | -1.1%  |
| 50ETF        | 6.6%  | 17.5% | 6.35 | -1.7%  |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

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 9 个 ETF 期权标的的涨跌幅及波动率如上图表所示。

图 22：2 月，金融期权标的的涨跌情况



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

标的表现方面，2月，A股市场主要指数普遍大幅上涨，上证指数、深证指数和创业板指数分别上涨8.1%、13.6%和14.9%，香港恒生指数上涨6.6%。12个金融期权标的涨跌情况如图22。

行业表现方面，按30个中信一级行业指数来计算，29个行业指数上涨，其中计算机、通信、电子涨幅较大；只有综合指数微跌。

表 5：2月，中信各行业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   |         | 收益率   | 波动率   | 夏普比例 | 最大回撤   |
|----------|-------|-------|------|--------|---------|-------|-------|------|--------|
| 计算机      | 19.1% | 65.6% | 4.7  | -10.7% | 煤炭      | 7.5%  | 31.7% | 3.8  | -4.0%  |
| 通信       | 18.2% | 53.1% | 5.5  | -5.6%  | 钢铁      | 6.8%  | 28.4% | 3.9  | -5.3%  |
| 电子       | 16.1% | 52.1% | 5.0  | -7.2%  | 非银行金融   | 6.3%  | 27.5% | 3.7  | -3.8%  |
| 汽车       | 14.6% | 46.4% | 5.1  | -6.6%  | 石油石化    | 5.9%  | 25.6% | 3.8  | -4.3%  |
| 传媒       | 14.3% | 59.9% | 3.9  | -10.3% | 轻工制造    | 5.7%  | 45.7% | 2.2  | -10.6% |
| 国防军工     | 12.8% | 51.4% | 4.1  | -8.9%  | 农林牧渔    | 5.7%  | 22.8% | 4.0  | -3.5%  |
| 机械       | 12.2% | 49.2% | 4.1  | -8.8%  | 交通运输    | 4.7%  | 21.1% | 3.6  | -3.5%  |
| 医药       | 10.6% | 39.0% | 4.4  | -5.1%  | 建材      | 4.4%  | 32.7% | 2.3  | -7.0%  |
| 电力设备及新能源 | 10.1% | 37.3% | 4.4  | -6.0%  | 银行      | 4.3%  | 18.9% | 3.7  | -2.7%  |
| 有色金属     | 10.0% | 35.2% | 4.6  | -6.1%  | 商贸零售    | 2.7%  | 39.7% | 1.3  | -9.7%  |
| 基础化工     | 9.9%  | 43.5% | 3.7  | -8.6%  | 电力及公用事业 | 2.6%  | 21.7% | 2.0  | -5.2%  |
| 家电       | 9.5%  | 20.3% | 8.1  | -1.8%  | 房地产     | 2.5%  | 41.0% | 1.2  | -9.2%  |
| 综合金融     | 9.3%  | 49.7% | 3.1  | -12.8% | 纺织服装    | 2.1%  | 38.0% | 1.0  | -8.6%  |
| 食品饮料     | 8.5%  | 24.1% | 5.8  | -2.1%  | 建筑      | 1.6%  | 33.0% | 0.9  | -9.3%  |
| 消费者服务    | 8.3%  | 38.1% | 3.6  | -7.8%  | 综合      | -0.8% | 51.9% | 0.0  | -14.5% |

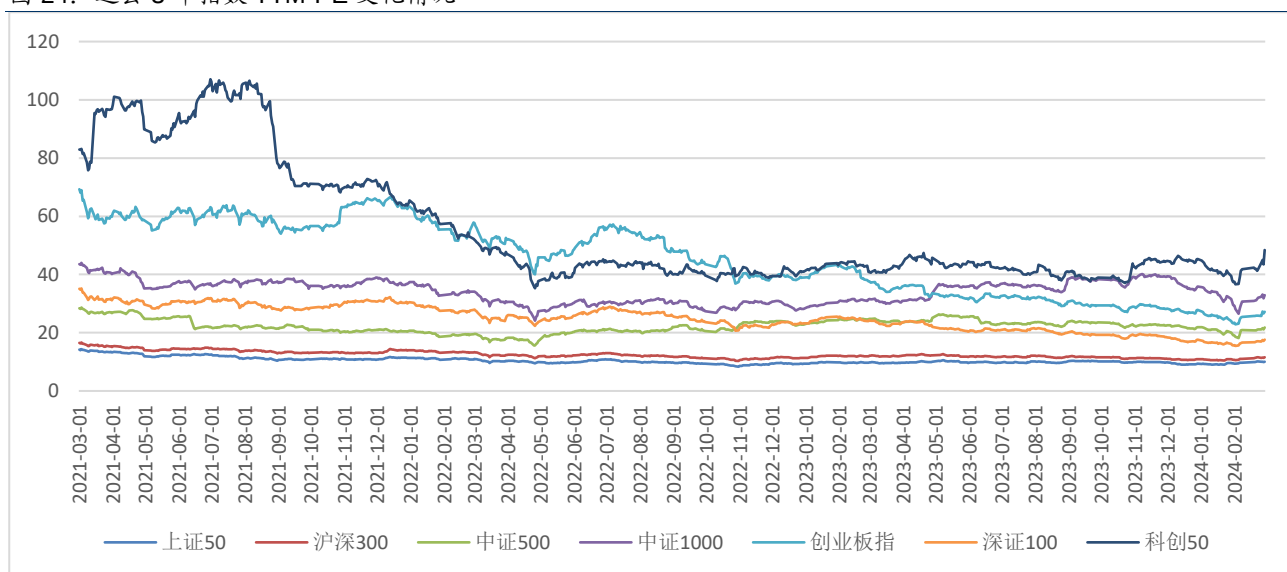
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 23：9只ETF期权标的，2021至今走势（归一化后）



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 24：过去 3 年指数 TTM-PE 变化情况



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

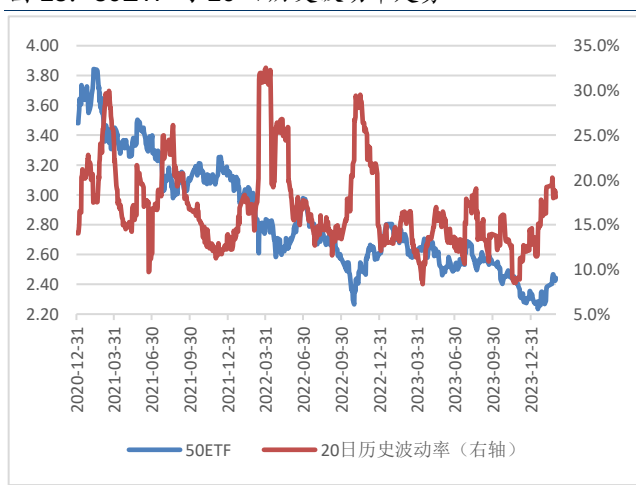
表 6：相关指数当前估值分位情况，2021 年 2 月至 2024 年 2 月

|       | 上证 50  | 沪深 300 | 中证 500 | 中证 1000 | 创业板指  | 深证 100 | 科创 50  |
|-------|--------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|
| 最大值   | 14.36  | 16.65  | 28.66  | 44.00   | 69.27 | 35.21  | 107.07 |
| 中位数   | 10.05  | 12.10  | 22.22  | 35.19   | 46.45 | 24.96  | 43.95  |
| 最小值   | 8.32   | 10.31  | 15.60  | 24.14   | 22.88 | 15.46  | 35.26  |
| 1 月末值 | 9.44   | 10.71  | 19.19  | 29.44   | 23.21 | 15.65  | 37.43  |
| 当前值   | 10.04  | 11.55  | 21.75  | 32.89   | 27.18 | 17.59  | 48.45  |
| 当前分位数 | 49.38% | 22.77% | 43.76% | 42.11%  | 6.04% | 7.00%  | 64.75% |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

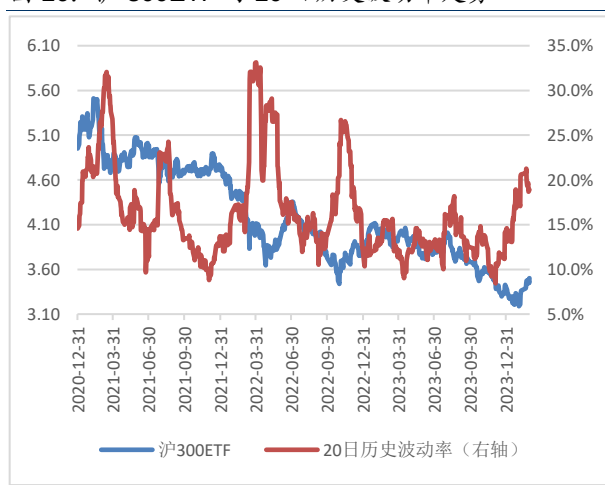
2 月，从估值情况来看，所有指数估值均上涨。截至月末，科创 50 指数估值水平升至过去三年内 65%分位左右，上证 50、中证 500、中证 1000 指数估值水平平均升至过去三年内 40%—50%分位，沪深 300 指数估值水平升至过去三年内 23%分位，创业板指和深证 100 指数估值水平升至过去三年内 5%—10%分位。

图 25：50ETF 与 20 日历史波动率走势



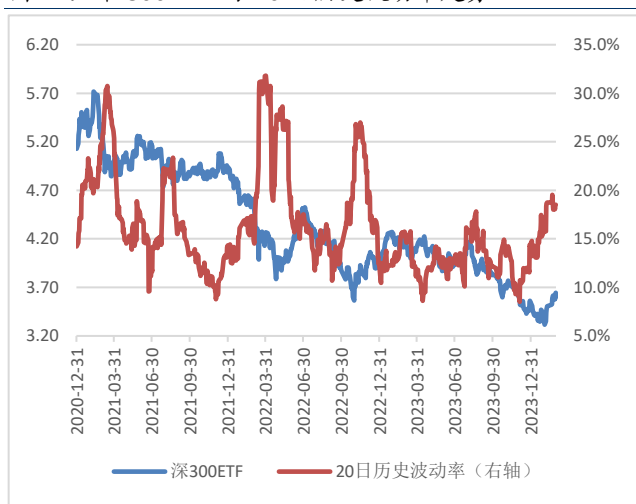
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 26：沪 300ETF 与 20 日历史波动率走势



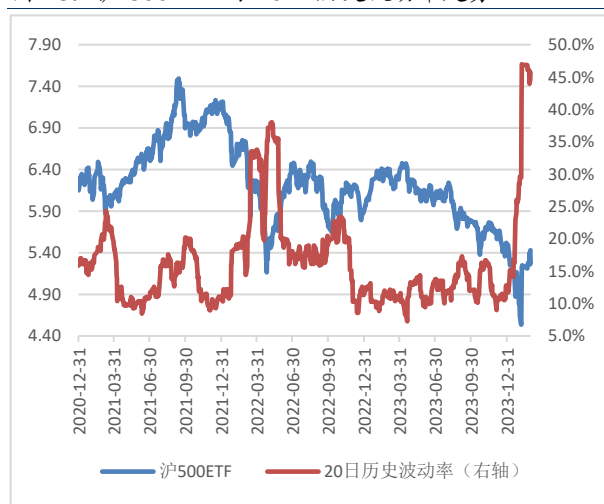
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 27: 深 300ETF 与 20 日历史波动率走势



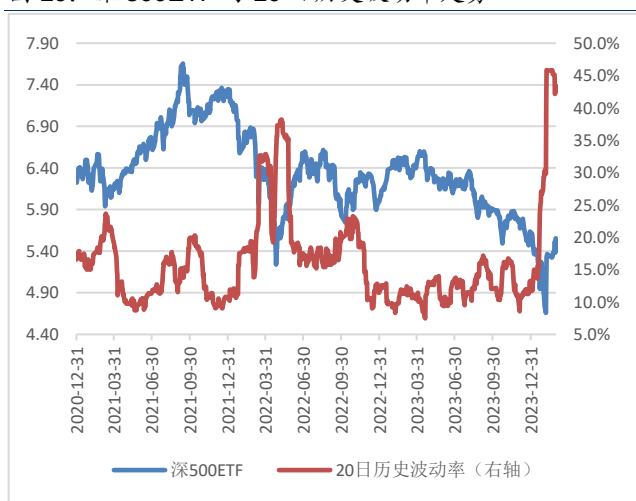
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 28: 沪 500ETF 与 20 日历史波动率走势



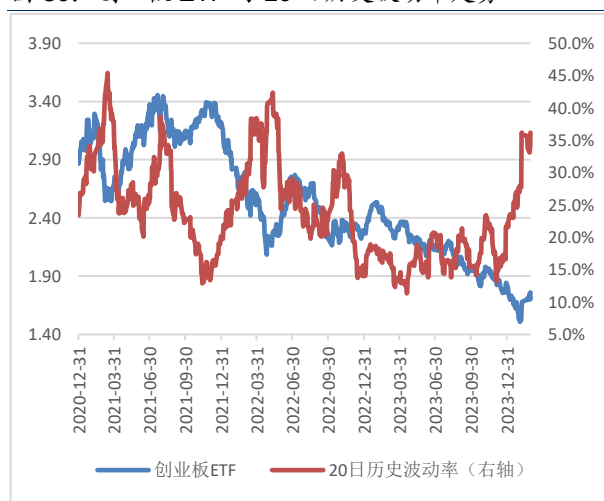
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 29: 深 500ETF 与 20 日历史波动率走势



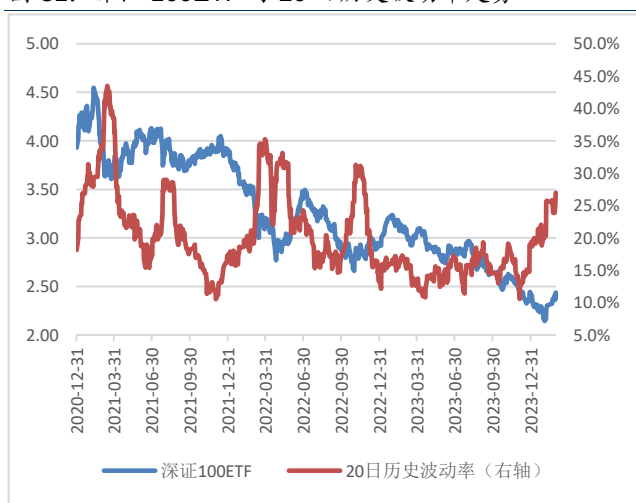
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 30: 创业板 ETF 与 20 日历史波动率走势



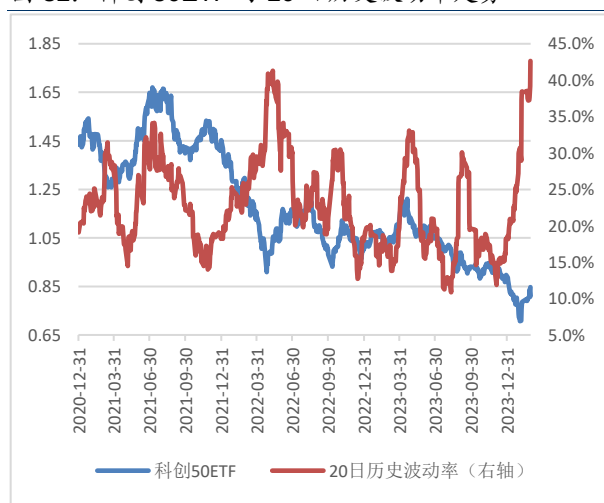
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 31: 深证 100ETF 与 20 日历史波动率走势



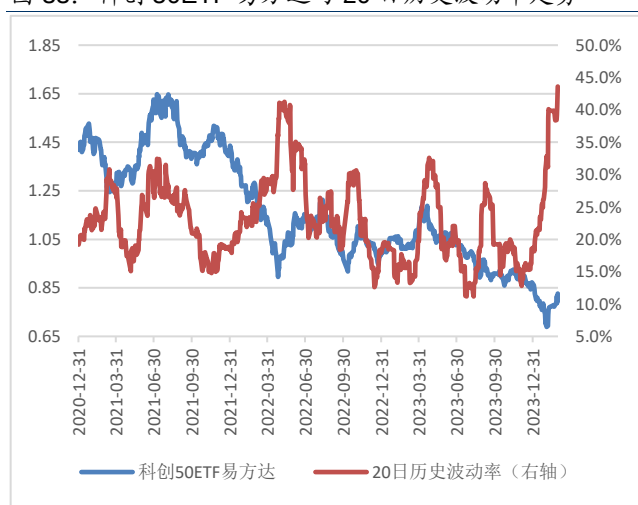
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 32: 科创 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 33: 科创 50ETF 易方达与 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

从标的波动率变化情况来看，2月随着ETF期权标的价格快速上涨，ETF期权标的20日历史波动率持续上升。截至2月底，沪深50ETF和科创50ETF历史波动率创2020年以来新高，均升至40%以上；创业板ETF历史波动率升至36%；深证100ETF历史波动率升至27%；50ETF和沪深300ETF历史波动率小幅上升，均处于15%—20%之间。

## 商品期货标的：标的收益分化，碳酸锂波动率超50%

商品期货期权标的方面，按中信商品指数（收益率指数）计算2月表现如表7所示。其中有22个收涨，碳酸锂、合成橡胶、苹果涨幅较大；17个收跌，铁矿石、纯碱、沪锌跌幅较大。

表 7: 2 月，40 个商品期货期权标的的数据统计（按收益率指数计算）

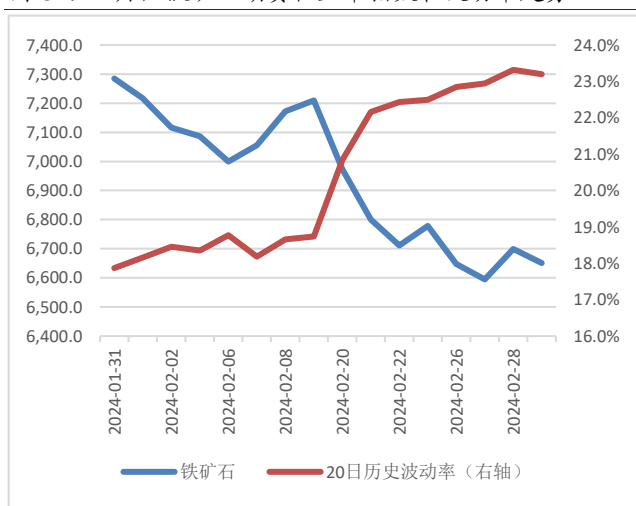
|       | 收益率   | 波动率   | 夏普比例 | 最大回撤  | 振幅    |       | 收益率   | 波动率   | 夏普比例  | 最大回撤  | 振幅   |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 碳酸锂   | 20.2% | 55.0% | 5.93 | -7.6% | 26.5% | 对二甲苯  | 0.2%  | 10.9% | 0.35  | -1.2% | 2.5% |
| 合成橡胶  | 5.5%  | 20.2% | 4.44 | -1.8% | 9.1%  | 沪金    | 0.0%  | 3.9%  | 0.22  | -0.8% | 0.8% |
| 苹果    | 4.7%  | 13.1% | 5.97 | -0.9% | 6.3%  | 动力煤   | 0.0%  | 0.0%  | 0.00  | 0.0%  | 0.0% |
| 花生    | 4.4%  | 17.6% | 4.04 | -1.2% | 6.2%  | 塑料    | -0.1% | 8.3%  | -0.21 | -1.1% | 2.0% |
| 棕榈油   | 3.6%  | 11.9% | 5.05 | -1.2% | 5.6%  | 硅     | -0.3% | 11.7% | -0.40 | -2.5% | 2.6% |
| 原油    | 3.4%  | 26.1% | 2.17 | -4.1% | 8.2%  | 锰硅    | -0.4% | 7.5%  | -0.83 | -0.9% | 1.9% |
| 玉米    | 3.1%  | 8.2%  | 6.34 | -0.8% | 3.2%  | PTA   | -0.7% | 10.7% | -0.93 | -1.6% | 2.4% |
| 苯乙烯   | 2.9%  | 18.4% | 2.58 | -2.6% | 6.8%  | 沪铜    | -0.8% | 7.3%  | -1.70 | -2.2% | 2.2% |
| 橡胶    | 2.8%  | 14.4% | 3.11 | -1.4% | 5.4%  | 沪铝    | -0.8% | 7.4%  | -1.72 | -1.5% | 1.5% |
| 菜籽油   | 2.2%  | 7.7%  | 4.82 | -0.9% | 2.5%  | 菜粕    | -1.0% | 11.5% | -1.39 | -3.2% | 3.2% |
| 甲醇    | 2.1%  | 15.6% | 2.23 | -1.6% | 4.7%  | 烧碱    | -1.3% | 15.1% | -1.27 | -3.0% | 3.3% |
| PVC   | 1.8%  | 8.9%  | 3.34 | -1.2% | 2.3%  | 沪银    | -1.6% | 12.3% | -1.97 | -2.4% | 2.6% |
| 黄大豆2号 | 1.4%  | 13.2% | 1.77 | -3.2% | 3.3%  | 短纤    | -2.4% | 11.5% | -3.40 | -2.6% | 2.6% |
| 硅铁    | 1.4%  | 8.5%  | 2.58 | -0.6% | 3.0%  | 螺纹钢   | -2.6% | 9.4%  | -4.48 | -2.8% | 2.8% |
| 豆油    | 1.2%  | 8.9%  | 2.25 | -1.4% | 2.9%  | 乙二醇   | -2.6% | 14.1% | -2.92 | -3.0% | 3.0% |
| 豆粕    | 1.2%  | 10.8% | 1.76 | -1.9% | 2.0%  | 白糖    | -2.8% | 10.5% | -4.40 | -4.8% | 4.9% |
| 液化气   | 1.1%  | 12.4% | 1.44 | -1.9% | 2.6%  | 黄大豆1号 | -3.4% | 11.0% | -5.21 | -4.4% | 4.4% |

|     |      |       |      |       |      |     |       |       |       |        |       |
|-----|------|-------|------|-------|------|-----|-------|-------|-------|--------|-------|
| 郑棉  | 1.0% | 9.4%  | 1.67 | -1.1% | 2.3% | 沪锌  | -3.5% | 10.0% | -5.93 | -3.5%  | 3.5%  |
| 聚丙烯 | 0.4% | 9.3%  | 0.65 | -1.5% | 2.4% | 纯碱  | -8.3% | 31.6% | -4.34 | -10.5% | 10.8% |
| 尿素  | 0.3% | 16.7% | 0.35 | -4.0% | 4.2% | 铁矿石 | -8.7% | 23.9% | -6.36 | -8.6%  | 8.6%  |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

下图为铁矿石、原油、纯碱、碳酸锂四个期权成交额稍大的品种，在2月的价格和波动率走势。

图 34：2 月，铁矿石期货收益率指数和波动率走势



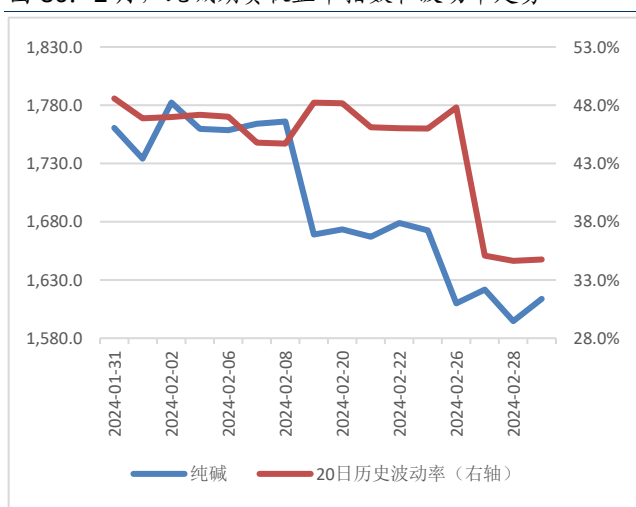
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 35：2 月，原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 36：2 月，纯碱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 37：2 月，碳酸锂期货收益率指数和波动率走势

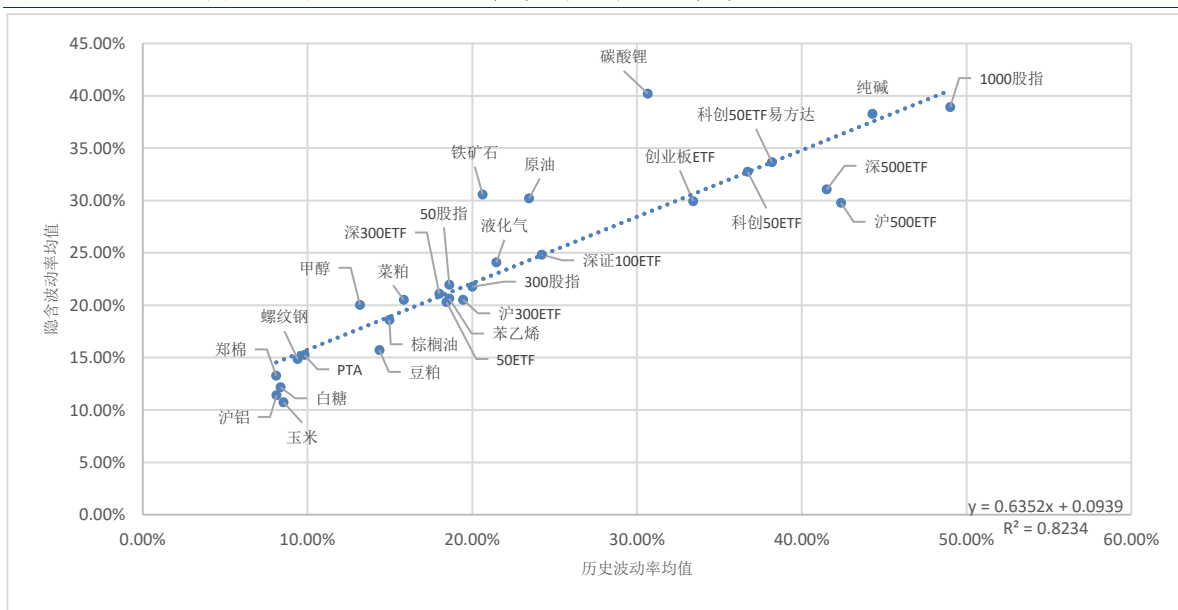


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

## 期权定价：长假效应如期体现，金融期权隐波变动范围进一步扩大

2月，日均成交量5万张以上的期权标的20日历史波动率（HV）均值和隐含波动率（IV）均值对比如下。金融期权中，中金所1000股指、沪深500ETF、科创50ETF的历史波动率较大、期权隐含波动率较高，50ETF、300ETF波动较小，期权隐含波动率较低；商品期货期权中纯碱、碳酸锂等品种波动较大、期权隐含波动率也较高，沪铝、玉米、白糖等品种波动较小、期权隐含波动率也较低。

图 38：2月，主要期权标的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

表8中我们统计了51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1亿以上的品种在表中标灰。

2月，沪深500ETF期权、创业板ETF期权、深证100ETF期权、科创50ETF期权隐含波动率月初再创历史新高。纯碱、碳酸锂期权的隐含波动率达到40%以上，明显高于其他商品期权品种。1000股指、沪深500ETF、科创50ETF期权等金融期权的隐含波动率变化范围在51个品种中处于最高水平，表明本月金融期权波动率交易的机会较多。

表 8：2月，51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<br>均值 | HV<br>均值 | 上月末<br>IV | 本月末<br>IV | IV<br>最大 | IV75%<br>分位点 | IV中<br>位数 | IV25%<br>分位点 | IV<br>最小 | IV最大-<br>IV最小 | IV75%-<br>IV25% |
|--------------|----------|----------|-----------|-----------|----------|--------------|-----------|--------------|----------|---------------|-----------------|
| 1000 股指      | 38.9%    | 49.0%    | 40.9%     | 34.9%     | 60.4%    | 44.2%        | 37.4%     | 33.1%        | 30.1%    | 30.4%         | 11.2%           |
| 沪 500ETF     | 29.8%    | 42.4%    | 31.6%     | 29.6%     | 43.2%    | 33.2%        | 29.6%     | 25.8%        | 24.3%    | 18.9%         | 7.4%            |
| 深 500ETF     | 31.0%    | 41.5%    | 31.6%     | 28.7%     | 43.6%    | 35.1%        | 30.5%     | 26.6%        | 25.0%    | 18.6%         | 8.5%            |
| 科创 50ETF     | 32.8%    | 36.7%    | 36.6%     | 33.6%     | 42.8%    | 37.3%        | 33.6%     | 27.7%        | 26.8%    | 16.0%         | 9.6%            |
| 科创 50ETF 易方达 | 33.7%    | 38.2%    | 35.2%     | 35.6%     | 42.9%    | 37.4%        | 32.3%     | 29.7%        | 27.2%    | 15.7%         | 7.8%            |
| 创业板 ETF      | 29.9%    | 33.4%    | 32.6%     | 29.4%     | 40.4%    | 32.9%        | 28.7%     | 26.2%        | 25.5%    | 14.9%         | 6.7%            |
| 300 股指       | 21.8%    | 20.0%    | 24.5%     | 19.6%     | 29.9%    | 24.7%        | 19.6%     | 19.1%        | 17.6%    | 12.3%         | 5.6%            |

|           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 深证 100ETF | 24.8% | 24.2% | 26.4% | 24.1% | 32.5% | 27.9% | 24.1% | 21.9% | 20.8% | 11.6% | 6.0% |
| 液化气       | 24.1% | 21.5% | 32.6% | 21.9% | 31.8% | 25.9% | 23.9% | 22.4% | 21.1% | 10.7% | 3.5% |
| 原油        | 30.2% | 23.4% | 32.4% | 27.2% | 37.3% | 33.9% | 27.5% | 27.3% | 26.9% | 10.4% | 6.6% |
| 沪 300ETF  | 20.5% | 19.4% | 22.9% | 18.1% | 27.3% | 23.0% | 18.9% | 18.4% | 17.2% | 10.2% | 4.6% |
| 50 股指     | 22.0% | 18.6% | 24.4% | 19.4% | 28.3% | 24.9% | 20.0% | 19.5% | 18.1% | 10.2% | 5.4% |
| 深 300ETF  | 21.1% | 18.0% | 22.9% | 19.6% | 27.1% | 23.5% | 19.6% | 19.3% | 18.2% | 8.9%  | 4.2% |
| 碳酸锂       | 40.2% | 30.7% | 43.4% | 45.9% | 45.9% | 40.6% | 39.8% | 39.6% | 37.3% | 8.6%  | 0.9% |
| 纯碱        | 38.3% | 44.3% | 42.0% | 34.6% | 42.3% | 41.8% | 38.5% | 36.6% | 33.7% | 8.5%  | 5.2% |
| 50ETF     | 20.3% | 18.4% | 22.2% | 18.0% | 25.4% | 21.8% | 19.1% | 18.5% | 17.1% | 8.3%  | 3.3% |
| 丁二烯橡胶     | 22.8% | 19.3% | 23.3% | 20.5% | 27.7% | 24.4% | 22.8% | 21.2% | 19.9% | 7.7%  | 3.3% |
| 沪锌        | 13.7% | 11.7% | 13.8% | 11.4% | 17.9% | 16.3% | 13.3% | 11.7% | 11.1% | 6.8%  | 4.6% |
| 尿素        | 27.4% | 21.1% | 30.7% | 24.9% | 30.9% | 29.6% | 27.1% | 25.0% | 24.3% | 6.6%  | 4.6% |
| 烧碱        | 23.9% | 16.6% | 26.9% | 21.0% | 27.4% | 26.4% | 23.2% | 21.8% | 21.0% | 6.5%  | 4.6% |
| 菜粕        | 20.5% | 15.8% | 21.9% | 17.8% | 23.6% | 22.4% | 20.7% | 18.3% | 17.8% | 5.8%  | 4.2% |
| 沪铜        | 9.8%  | 6.9%  | 10.5% | 7.9%  | 12.7% | 11.8% | 9.1%  | 8.5%  | 7.7%  | 4.9%  | 3.3% |
| 铁矿石       | 30.6% | 20.6% | 27.9% | 30.1% | 33.5% | 31.2% | 30.4% | 30.1% | 28.7% | 4.8%  | 1.2% |
| 对二甲苯      | 16.8% | 11.7% | 19.1% | 14.9% | 19.3% | 18.6% | 16.3% | 15.4% | 14.6% | 4.7%  | 3.2% |
| 短纤        | 11.5% | 10.1% | 12.2% | 10.1% | 13.9% | 13.2% | 10.9% | 10.2% | 9.6%  | 4.4%  | 3.0% |
| 硅铁        | 15.0% | 9.9%  | 15.3% | 13.3% | 17.4% | 16.0% | 14.7% | 13.8% | 13.2% | 4.3%  | 2.2% |
| 橡胶        | 19.4% | 13.6% | 20.6% | 17.3% | 21.3% | 21.0% | 19.7% | 17.9% | 17.3% | 4.1%  | 3.0% |
| 豆油        | 15.6% | 13.7% | 17.1% | 13.9% | 17.9% | 17.3% | 14.8% | 14.3% | 13.9% | 4.0%  | 3.0% |
| 沪铝        | 11.4% | 8.1%  | 11.8% | 9.8%  | 13.7% | 13.3% | 10.3% | 9.9%  | 9.6%  | 4.0%  | 3.4% |
| 棕榈油       | 18.6% | 15.0% | 19.2% | 17.6% | 21.0% | 20.4% | 17.6% | 17.2% | 17.0% | 4.0%  | 3.1% |
| 乙二醇       | 18.5% | 13.8% | 20.9% | 16.2% | 20.1% | 19.9% | 18.6% | 17.7% | 16.2% | 3.9%  | 2.3% |
| 苹果        | 18.9% | 12.4% | 19.7% | 18.5% | 21.1% | 20.3% | 18.8% | 18.1% | 17.2% | 3.9%  | 2.2% |
| 甲醇        | 20.0% | 13.2% | 22.7% | 19.3% | 22.5% | 21.4% | 19.3% | 19.0% | 18.8% | 3.7%  | 2.4% |
| 工业硅       | 13.8% | 12.2% | 15.1% | 13.9% | 15.2% | 14.4% | 13.9% | 13.7% | 11.5% | 3.7%  | 0.8% |
| 黄大豆 2 号   | 15.2% | 21.1% | 17.9% | 15.2% | 17.4% | 16.4% | 15.0% | 14.5% | 13.8% | 3.6%  | 1.9% |
| PTA       | 15.2% | 9.8%  | 17.8% | 14.3% | 17.4% | 16.4% | 14.6% | 14.2% | 13.8% | 3.6%  | 2.2% |
| 黄大豆 1 号   | 10.6% | 11.3% | 10.5% | 11.4% | 12.1% | 11.4% | 11.0% | 10.2% | 8.6%  | 3.5%  | 1.2% |
| 锰硅        | 12.7% | 8.0%  | 12.3% | 11.4% | 14.5% | 13.8% | 12.5% | 11.9% | 11.2% | 3.3%  | 1.9% |
| 菜籽油       | 17.9% | 13.1% | 19.1% | 16.6% | 19.7% | 19.3% | 17.2% | 16.9% | 16.4% | 3.3%  | 2.5% |
| 豆粕        | 15.7% | 14.4% | 16.9% | 14.6% | 17.7% | 17.2% | 15.0% | 14.6% | 14.4% | 3.3%  | 2.6% |
| 苯乙烯       | 20.6% | 18.6% | 21.1% | 19.3% | 22.4% | 21.2% | 20.7% | 19.7% | 19.1% | 3.3%  | 1.5% |
| PVC       | 15.7% | 10.1% | 18.0% | 15.0% | 17.6% | 16.8% | 15.3% | 15.0% | 14.4% | 3.1%  | 1.8% |
| 玉米        | 10.7% | 8.5%  | 12.2% | 9.4%  | 12.5% | 11.3% | 10.8% | 10.5% | 9.3%  | 3.1%  | 0.7% |
| 沪金        | 8.5%  | 4.3%  | 8.9%  | 7.7%  | 10.1% | 9.4%  | 8.0%  | 7.7%  | 7.3%  | 2.8%  | 1.7% |
| 郑棉        | 13.3% | 8.1%  | 14.4% | 12.7% | 14.6% | 14.2% | 13.0% | 12.6% | 11.9% | 2.8%  | 1.6% |
| 聚丙烯       | 12.2% | 8.7%  | 13.2% | 11.4% | 13.6% | 13.4% | 11.8% | 11.6% | 11.0% | 2.6%  | 1.8% |
| 花生        | 14.4% | 13.2% | 16.0% | 13.6% | 15.6% | 15.1% | 14.4% | 13.8% | 13.1% | 2.6%  | 1.3% |

|     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 沪银  | 16.1% | 11.7% | 16.8% | 14.8% | 17.3% | 17.1% | 15.9% | 15.2% | 14.8% | 2.5% | 1.9% |
| 塑料  | 12.3% | 8.0%  | 13.2% | 11.8% | 13.6% | 13.1% | 12.0% | 11.8% | 11.3% | 2.3% | 1.3% |
| 白糖  | 12.2% | 8.4%  | 12.6% | 11.3% | 12.7% | 12.6% | 12.2% | 12.0% | 11.3% | 1.4% | 0.6% |
| 螺纹钢 | 14.9% | 9.4%  | 14.5% | 14.3% | 15.5% | 15.2% | 14.8% | 14.5% | 14.3% | 1.2% | 0.6% |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，Wind

2月，春节长假前后期权市场的长假效应明显，即长假前隐含波动率上升、长假后隐含波动率回落的特征。下图展示了春节长假前后ETF期权加权隐含波动率的变化情况，横坐标轴0点表示春节前的最后一个交易日，1表示春节后的第一个交易日。可以看出所有ETF期权的加权隐含波动率在春节后都有非常明显的下降，长假效应比较明显。期权市场的长假效应也会带来一些波动率交易机会，如果投资者想要布局国庆、春节等长假前后的波动率交易机会，可以考虑的方法是在节前买入跨式组合，布局隐含波动率升高，在节后卖出跨式组合，布局隐含波动率下降。这种做法对于投资者交易水平和判断有较高的要求，需要根据市场情况及时调整持仓，例如本次长假效应中ETF期权加权隐含波动率的最高点出现在春节前的倒数第四个交易日，而非节前最后一个交易日，投资者如果在节前买入跨式组合，需要在隐波出现下降趋势后及时平仓，否则会导致获利大幅回吐。

图 39：春节长假前后 ETF 期权加权隐含波动率变化情况

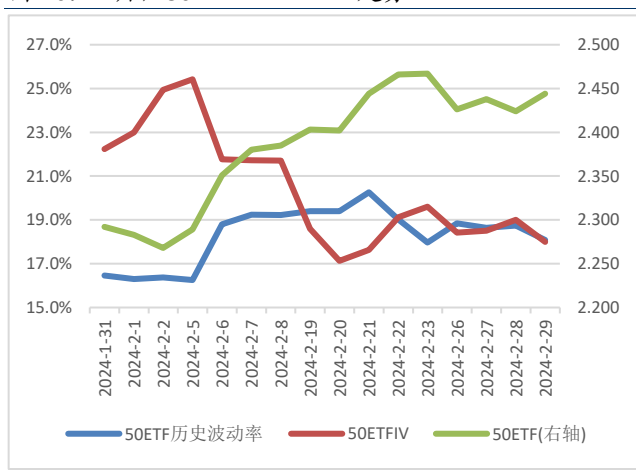


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，Wind

分品种来看，金融期权方面，以上交所 50ETF 期权为例，2 月标的价格全月累计上涨 6.6%，隐含波动率（图 40 中红线）先升后降，长假效应如期体现，最终全月累计从 22.2% 降至 18.0%，标的历史波动率从 16.5% 上升至 18.1%。

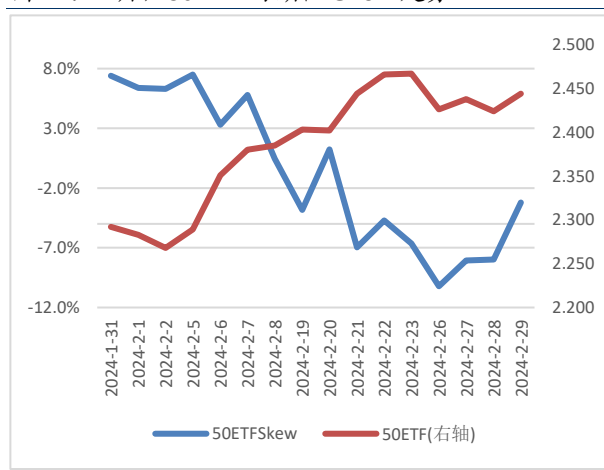
从 Skew 角度来看隐含波动率曲面变化。我们按(虚值认沽隐含波动率-虚值认购隐含波动率)/平值隐含波动率的方式来计算 Skew，其中虚值均按 Delta 绝对值 0.25 进行选取。Skew 越高，说明虚值认沽相对越贵，市场情绪越谨慎；Skew 越低，则说明虚值认购相对越贵，市场情绪越乐观。2 月，50ETF 期权 Skew 随着标的上涨持续下降，全月累计由上月末的 7.4% 下降至 -3.2%，表明市场情绪由谨慎转向偏乐观。

图 40: 2 月, 50ETF、HV、IV 走势



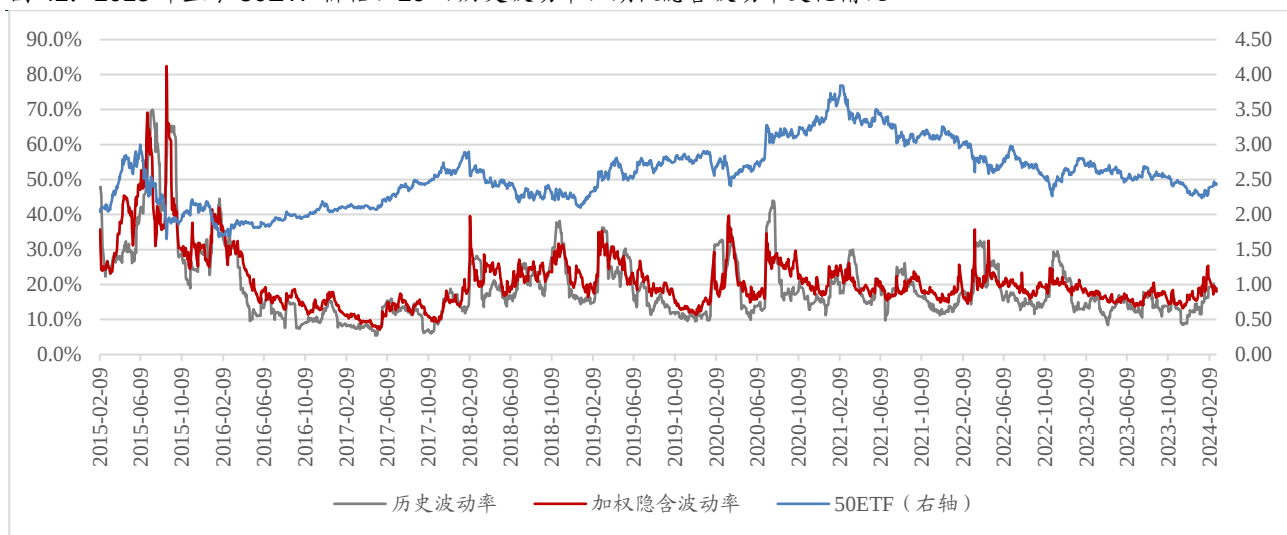
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 41: 2 月, 50ETF 与期权 Skew 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 42: 2015 年至今 50ETF 价格、20 日历史波动率、期权隐含波动率变化情况



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

以 50ETF 为例，当前期权加权隐含波动率处于 2015 年至今 42.3%分位，处于 2020 年至今 43.8%分位；标的 20 日历史波动率有所上升，处于 2020 年至今 66.2%分位。

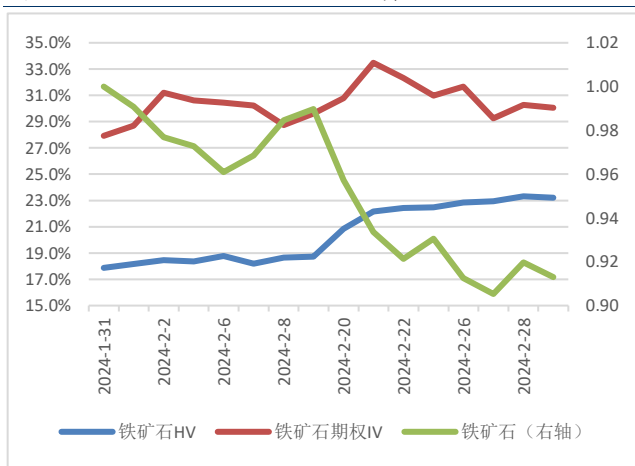
表 9: 2015 年至今、2020 年至今 50ETF 20 日历史波动率、期权隐含波动率分位点情况

|        | 2015 年至今 HV | 2015 年至今 IV | 2020 年至今 HV | 2020 年至今 IV |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 最大值    | 70.0%       | 82.5%       | 44.0%       | 39.7%       |
| 75%分位数 | 24.2%       | 23.9%       | 20.3%       | 21.0%       |
| 中位数    | 16.3%       | 18.9%       | 16.1%       | 18.4%       |
| 25%分位数 | 13.0%       | 16.0%       | 13.6%       | 16.9%       |
| 最小值    | 5.4%        | 7.1%        | 8.3%        | 13.3%       |
| 当前值    | 18.1%       | 18.0%       | 18.1%       | 18.0%       |
| 当前分位数  | 60.2%       | 42.3%       | 66.2%       | 43.8%       |

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

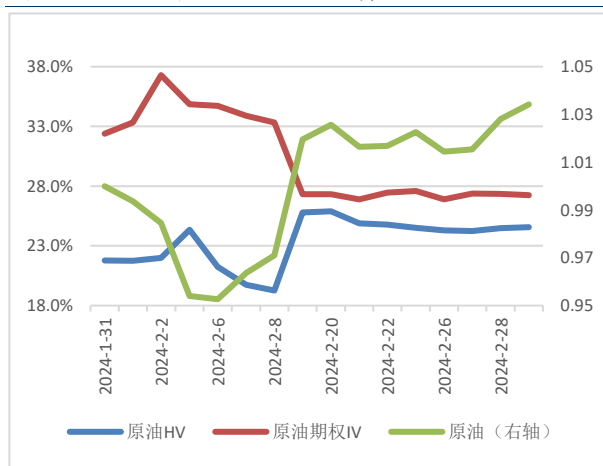
商品期货期权方面，以铁矿石、原油、纯碱、碳酸锂四个期权成交额稍大的品种为例，其各自的 IV、HV 及价格走势如下四图所示。铁矿石价格全月快速下跌，隐含波动率由月初的 27.9% 微升至 30.1%；原油价格春节前下跌，春节后快速上涨后震荡，隐含波动率由月初的 32.4% 下降至 27.2%；纯碱价格全月持续震荡下跌，隐含波动率与标的价格呈现出较强的正相关性，最终由月初的 42% 下降至 34.6%；碳酸锂价格上半月震荡微跌，下半月快速上涨，历史波动率和隐含波动率均与标的价格呈现出较强的正相关性。

图 43: 2 月，铁矿石、HV、IV 走势



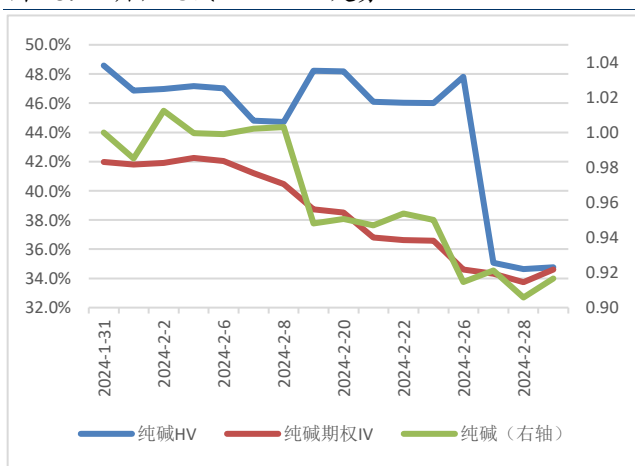
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 44: 2 月，原油、HV、IV 走势



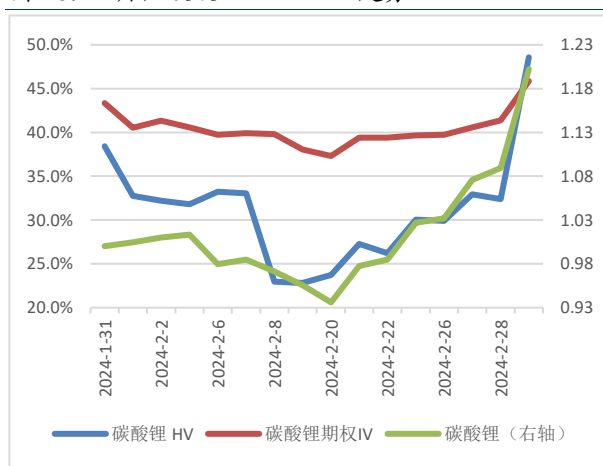
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 45: 2 月，纯碱、HV、IV 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 46: 2 月，碳酸锂、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发送、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 2024 版权所有。保留一切权利。**