

2025 年 5 月期权市场报告——50ETF 和 300ETF 期权加 权隐波降至历史 10%分位以下



摘要

◆ 5 月，场内期权日均成交规模、持仓规模均下降。

2025 年 5 月，场内期权日均成交量 1127.3 万张、较前月下降 8.7%，日均持仓量 1624.9 万张、较前月下降 1.6%。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 45.0%、2.6%和 52.4%，持仓量占比分别为 47.7%、2.9%和 49.4%。

总计 63 个期权标的中包含 12 个金融期权标的（9 个 ETF 和 3 个股指），51 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 27 个，前五名分别为沪 500ETF、创业板 ETF、50ETF、沪 300ETF、科创 50ETF；日均权利金成交额超过 1 亿元的品种共有 17 个，前五名分别为中金所 1000 股指、沪金、沪 500ETF、沪 300ETF、创业板 ETF。

ETF 期权日均成交量连续 4 个月环比下降，日均持仓量基本持平。ETF 期权日均成交量 507.9 万张，较前月下降 13.2%；ETF 期权日均持仓量 775.3 万张，较前月微升 0.1%。股指期权日均成交量较前月下降 18.2%至 29.2 万张，日均持仓量较前月下降 5.7%至 46.7 万张。

商品期货期权方面，5 月 51 个品种全月日均成交量较前月下降 3.8%至 590.2 万张，日均持仓量较前月下降 3.0%至 802.9 万张。

◆ 金融期权标的上涨居多，商品期权标的下跌居多。

标的表现方面，5 月上半月市场持续上涨，上证指数月中重回 3400 点，下半月市场震荡有所回落，金融标的全月上涨居多，其中创业板 ETF 表现较好，全月累计上涨 2.7%。上证指数、深圳成指和创业板指分别上涨 2.1%、1.4%和 2.3%，香港恒生指数全月上涨 5.3%，中证 1000 和国证 2000 分别上涨 1.3%和 2.4%。

从估值情况来看，主要金融指数估值上升居多。截至月末，科创 50、中证 500、中证 1000 指数估值水平较高，均处于过去四年 90%分位以上；创业板指和深证 100 指数估值水平较低，处于过去四年内 30%分位左右。

商品期货期权标的方面，按中信商品指数（收益率指数）计算，14 个收涨，氧化铝、PTA、对二甲苯涨幅较大；36 个收跌，硅、纯碱、玻璃跌幅较大。

◆ 50ETF 和 300ETF 期权加权隐波降至历史 10%分位以下。

5 月，金融期权隐含波动率持续下降，截至月末所有金融期权加权隐波均降至历史 50%分位以下，50ETF 和 300ETF 期权加权隐含波动率降至历史 10%分位以下。金融期权方面，以成交最活跃的上交所 500ETF 期权为例，上半月标的价格持续上涨，月中开始震荡回落，最终全月累计上涨 1.2%，期权加权隐含波动率在月初快速下降后持续维持低位，历史波动率也降至历史较低水平。500ETF 期权 Skew 在月中标的价格较高时由正转负，随后标的震荡下跌，期权 Skew 也由负转正并持续维持正值，最终月末升至 8.6%，表明市场情绪在月末维持偏谨慎。

商品期货期权方面，以沪金、原油、沪银、氧化铝四个期权成交额稍大的品种为例。沪金价格月初小幅上涨后持续下跌至月中，下半月有所回升，最终全月累计下跌 1.8%，期权隐含波动率与标的的历史波动率均全月持续下降，期权隐含波动率由月初的 31.7%降至 18.2%；原油价格上半月小幅上涨，随后持续震荡下跌，最终全月累计下跌 3.3%，期权隐含波动率快速下降，由月初的 61.8%降至 37.1%；沪银价格上半月震荡下跌，下半月有所回升，最终全月累计微跌 0.5%，期权隐含波动率和标的的历史波动率均在月初快速下降后维持较低水平；氧化铝月初开始快速上涨，累计涨幅高达 18.9%，月末有所回落最终全月累计上涨 8.5%，期权隐含波动率由月初的 23.6%升至 25.8%。

目录

场内期权市场规模：日均成交、持仓规模均下降.....	1
金融期权：金融期权日均成交量连续 4 个月环比下降	2
商品期货期权：沪金期权成交活跃，日均权利金成交额再超 10 亿	7
标的表现：金融标的上涨居多，商品标的下跌居多	9
金融标的：创业板 ETF 收益表现较好，金融标的历史波动率均快速下降	9
商品期货标的：标的下跌居多，氧化铝、合成橡胶波动率较高	13
期权定价：50ETF 和 300ETF 期权加权隐波降至历史 10%分位以下.....	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）	4
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	5
图 7：沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比	5
图 8：深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比	5
图 9：300 股指期货期权认购成交量、持仓量占比.....	5
图 10：1000 股指期货期权认购成交量、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	6
图 13：创业板 ETF 期权认购成交量、持仓量占比	6
图 14：深证 100 ETF 期权认购成交量、持仓量占比.....	6
图 15：50 股指期货期权认购成交量、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 18：2021-2025，商品期货期权日均成交量（万张）	7
图 19：2021-2025，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 21：5 月，各指数收益率及波动率对比	9
图 22：5 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 4 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: 5 月, 沪金期货收益率指数和波动率走势	14
图 35: 5 月, 原油期货收益率指数和波动率走势	14
图 36: 5 月, 沪银期货收益率指数和波动率走势	14
图 37: 5 月, 氧化铝期货收益率指数和波动率走势	14
图 38: 5 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: 5 月, 500ETF、HV、IV 走势	17
图 40: 5 月, 500ETF 与期权 Skew 走势	17
图 41: 上市至今 500ETF 价格、20 日历史波动率、期权隐含波动率变化情况	18
图 42: 5 月, 沪金、HV、IV 走势	18
图 43: 5 月, 原油、HV、IV 走势	18
图 44: 5 月, 沪银、HV、IV 走势	19
图 45: 5 月, 氧化铝、HV、IV 走势	19

表格目录

表 1: 2025 年 5 月, 场内期权品种规模对比	1
表 2: 5 月 ETF 期权日均成交量、成交额、持仓量及变化情况统计	3
表 3: 5 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: 5 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 5 月至 2025 年 5 月	11
表 7: 5 月, 51 个商品期货期权标的数据统计 (按收益率指数计算)	13
表 8: 5 月, 62 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: 上市至今 500ETF 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：日均成交、持仓规模均下降

2025 年 5 月，场内期权日均成交量 1127.3 万张、较前月下降 8.7%，日均持仓量 1624.9 万张、较前月下降 1.6%。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 45.0%、2.6%和 52.4%，持仓量占比分别为 47.7%、2.9%和 49.4%。

总计 63 个期权标的中包含 12 个金融期权标的（9 个 ETF 和 3 个股指），51 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 27 个，前五名分别为沪 500ETF、创业板 ETF、50ETF、沪 300ETF、科创 50ETF；日均权利金成交额超过 1 亿元的品种共有 17 个，前五名分别为中金所 1000 股指、沪金、沪 500ETF、沪 300ETF、创业板 ETF。

表 1：2025 年 5 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	84.5	4.0	117.2
	深 300ETF	11.5	0.5	22.7
	50ETF	99.4	3.3	136.0
	沪 500ETF	118.6	10.2	123.6
	深 500ETF	13.4	0.5	32.3
	创业板 ETF	105.0	3.8	128.4
	深证 100ETF	6.1	0.2	9.8
	科创 50ETF	53.8	1.2	158.2
	科创 50ETF 易方达	15.7	0.3	47.0
	股票 ETF 类合计	507.9	23.8	775.3
股指类	300 股指	7.1	3.2	16.6
	1000 股指	19.3	15.7	24.1
	50 股指	2.8	0.8	6.0
	股指类合计	29.2	19.7	46.7
商品期货类	沪金	21.5	13.1	18.7
	玉米	8.6	0.1	34.6
	郑棉	11.3	0.6	35.5
	沪铜	8.5	1.6	9.0
	铁矿石	22.1	1.6	45.2
	豆粕	24.4	0.9	84.6
	甲醇	13.3	0.3	15.9
	液化气	4.3	0.1	3.2
	菜粕	9.9	0.3	23.3
	橡胶	2.1	0.5	5.8
	白糖	6.6	0.2	21.8
	PTA	51.8	1.0	33.0
	PVC	15.0	0.2	14.7
	聚丙烯	3.1	0.0	5.9
	塑料	2.0	0.0	3.7
	动煤	0.0	0.0	0.0
	沪锌	5.3	0.4	4.6
	沪铝	6.4	0.4	9.3
	棕榈油	19.6	1.1	21.1
	原油	7.5	3.1	4.5
	花生	1.8	0.1	3.4

菜籽油	4.1	0.3	10.4
黄大豆一号	4.8	0.1	11.1
黄大豆二号	4.0	0.1	5.2
豆油	3.9	0.3	15.5
工业硅	21.4	0.8	19.4
螺纹钢	9.5	0.4	29.2
沪银	26.8	2.3	29.8
苯乙烯	44.0	0.9	16.4
乙二醇	7.2	0.2	5.6
碳酸锂	14.6	0.9	23.5
丁二烯橡胶	8.3	0.3	3.7
对二甲苯	6.5	0.1	1.9
烧碱	15.0	0.9	10.0
短纤	4.3	0.1	3.9
纯碱	37.5	1.1	63.0
锰硅	14.6	0.4	17.3
硅铁	7.0	0.2	7.5
尿素	2.6	0.1	5.6
苹果	0.8	0.1	3.2
红枣	0.5	0.0	2.7
玻璃	36.6	0.9	62.2
玉米淀粉	2.0	0.0	6.2
鸡蛋	4.6	0.1	9.1
生猪	0.5	0.1	3.1
氧化铝	37.5	2.3	18.8
沪镍	4.5	0.2	3.1
沪铅	0.8	0.0	0.8
沪锡	3.4	0.3	2.3
原木	0.8	0.1	3.9
多晶硅	17.0	1.4	10.7
商品期货类合计	590.2	40.4	802.9
全部合计	1127.3	83.9	1624.9

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

金融期权：金融期权日均成交量连续 4 个月环比下降

ETF 期权日均成交量连续 4 个月环比下降，日均持仓量基本持平。成交量方面，ETF 期权日均成交量 507.9 万张，较前月下降 13.2%。持仓量方面，ETF 期权日均持仓量 775.3 万张，较前月微升 0.1%。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。

市场参与者方面，4 月末上交所 ETF 期权投资者账户总数达 698390 户，较上月增长 4102 户。（该数据为滞后数据）；5 月末深交所 ETF 期权投资者账户总数达 381132 户 383915 户，较上月增长 2783 户。

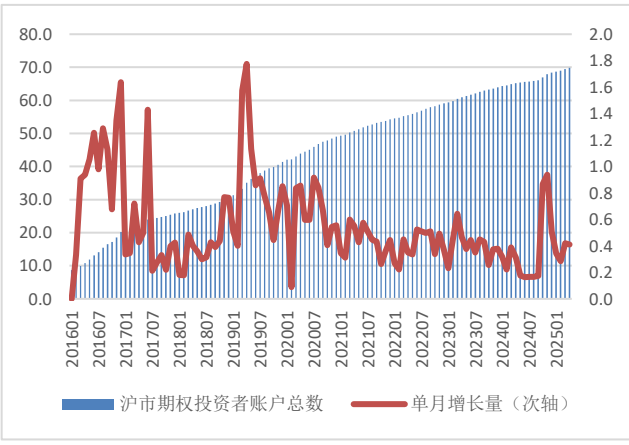
5 月，股指期货日均成交量较前月下降 18.2%至 29.2 万张，日均持仓量较前月下降 5.7%至 46.7 万张。

表 2: 5 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 (万张)	较前月变化 百分比	日均成交额 (亿元)	较前月变化 百分比	日均持仓量 (万张)	较前月变化 百分比
沪 300ETF 期权	84.5	-13.4%	4.0	-32.6%	117.2	-5.0%
深 300ETF 期权	11.5	-17.4%	0.5	-39.0%	22.7	-12.8%
50ETF 期权	99.4	-3.2%	3.3	-25.1%	136.0	-2.4%
沪 500ETF 期权	118.6	-2.6%	10.2	-18.5%	123.6	14.3%
深 500ETF 期权	13.4	-20.7%	0.5	-36.8%	32.3	4.1%
创业板 ETF 期权	105.0	-7.5%	3.8	-30.7%	128.4	4.1%
深证 100ETF 期权	6.1	15.2%	0.2	-26.2%	9.8	-7.5%
科创 50ETF 期权	53.8	-39.2%	1.2	-52.9%	158.2	-4.0%
科创 50ETF 易方达期权	15.7	-37.0%	0.3	-48.7%	47.0	-0.6%

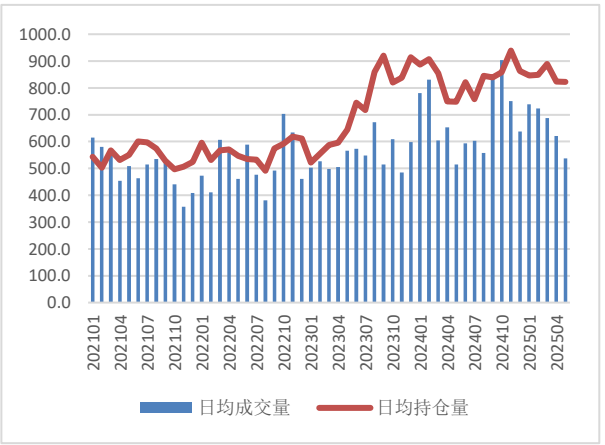
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 1: 沪市期权投资者账户总数 (单位: 万户)



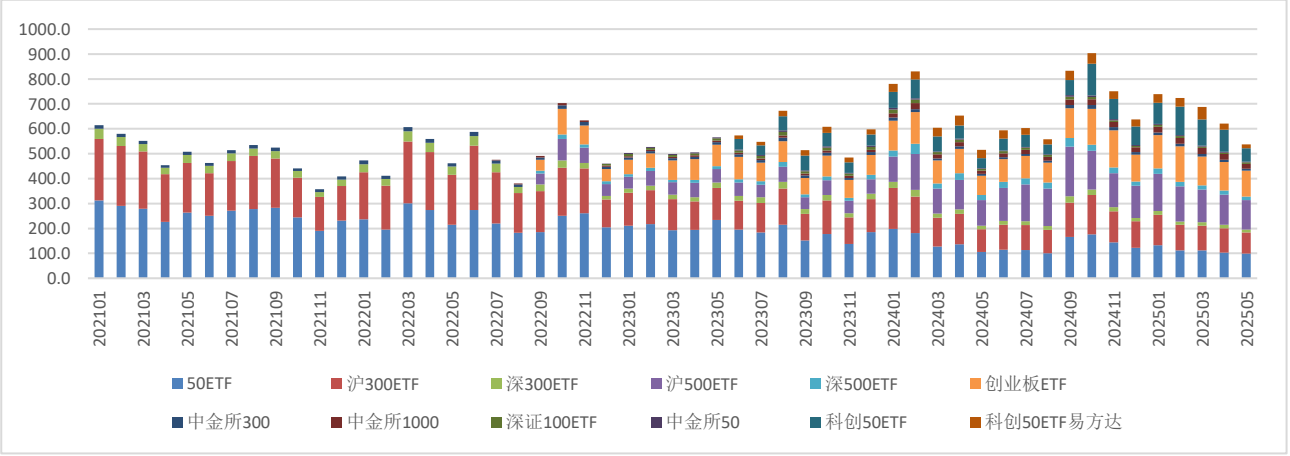
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 2: 金融期权分月份日均成交量及持仓量走势 (万张)



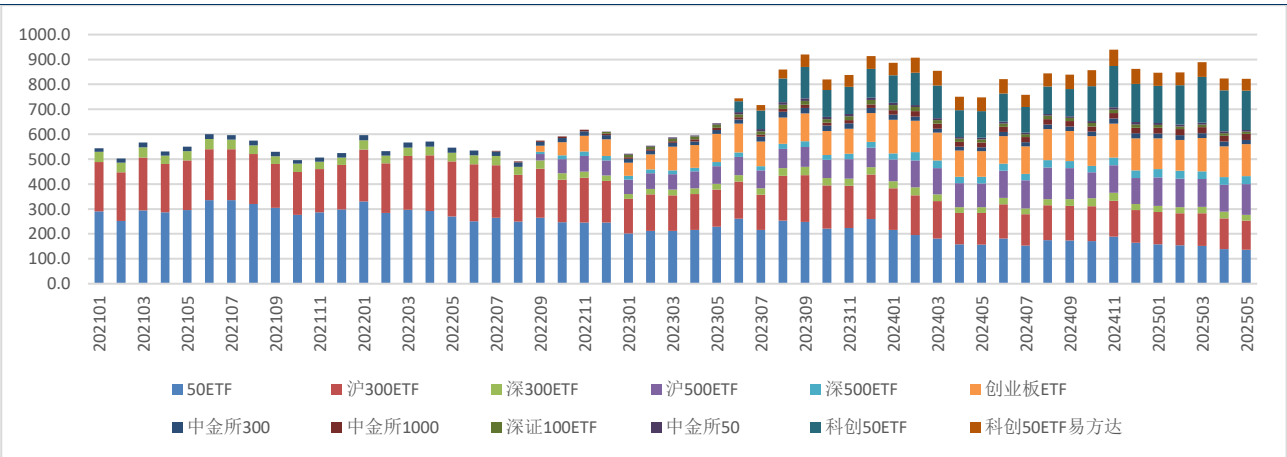
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

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

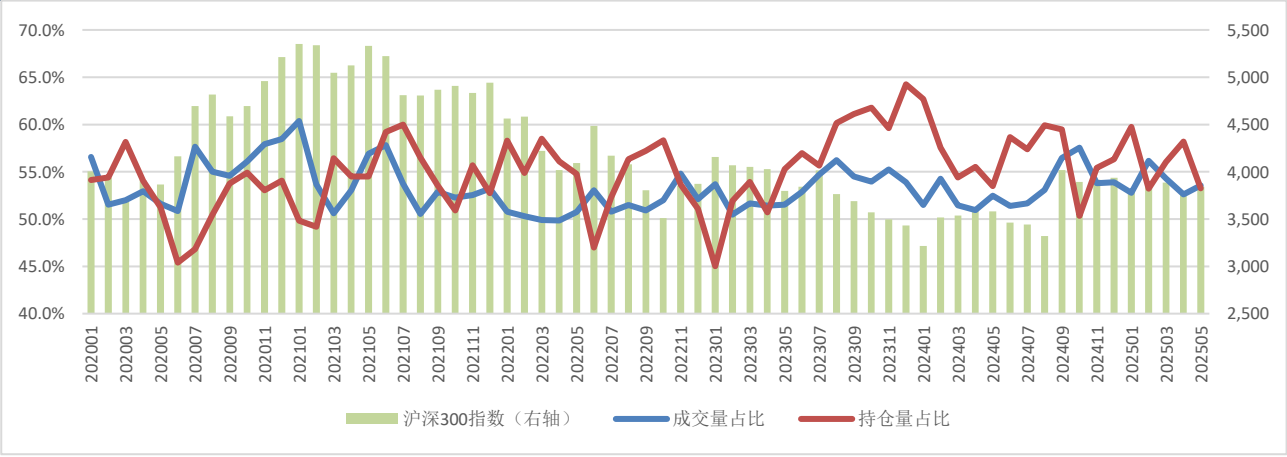
分认购和认沽来看，5 月认购期权活跃度整体高于认沽期权，认购期权成交量占比为 53.6%、持仓量占比为 53.2%。12 个金融期权的认购期权成交量、持仓量占比详细情况见表 3。

表 3：5 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	51.8%	52.0%
深 300ETF 期权	52.1%	52.8%
50ETF 期权	51.8%	48.6%
沪 500ETF 期权	53.3%	49.7%
深 500ETF 期权	50.0%	52.1%
创业板 ETF 期权	54.2%	54.1%
深证 100ETF 期权	53.4%	52.0%
科创 50ETF 期权	58.1%	58.6%
科创 50ETF 易方达期权	54.1%	56.8%
300 股指期权	60.9%	58.8%
1000 股指期权	54.4%	54.3%
50 股指期权	62.7%	60.1%

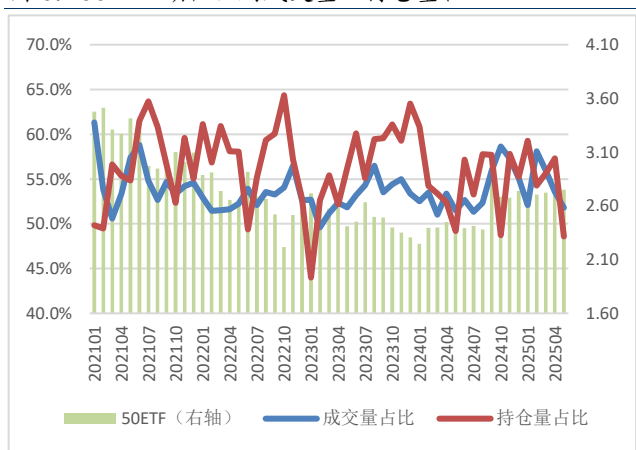
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 5：金融期权认购成交量、持仓量占比



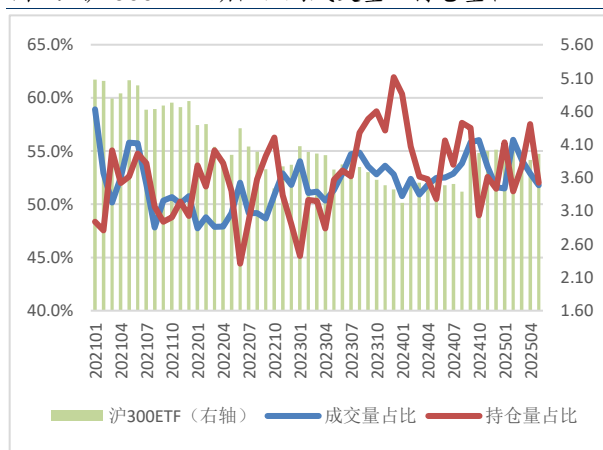
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 6: 50ETF 期权认购成交量、持仓量占比



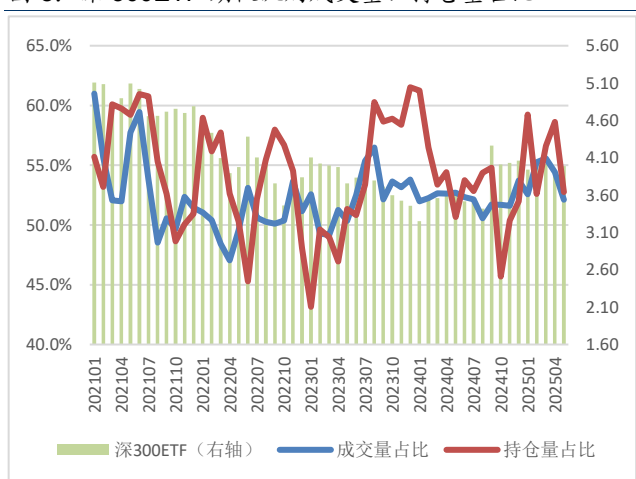
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 7: 沪 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



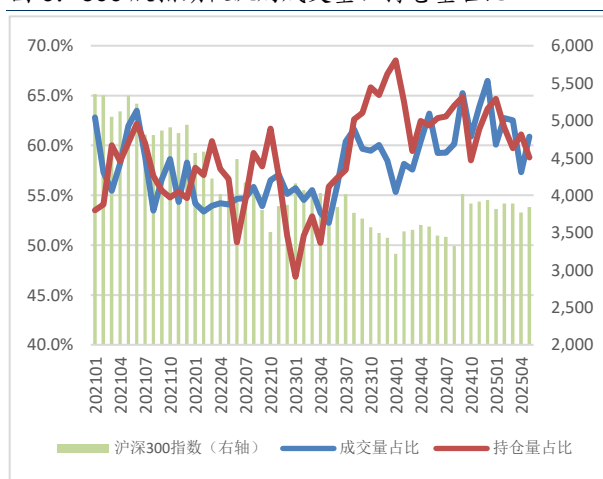
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 8: 深 300ETF 期权认购成交量、持仓量占比



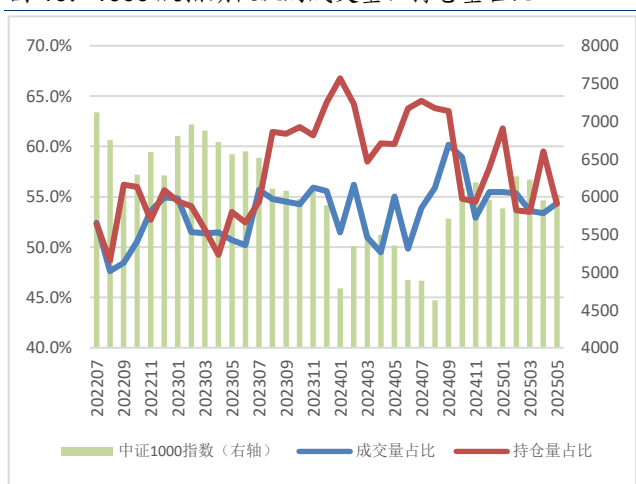
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 9: 300 股指期权认购成交量、持仓量占比



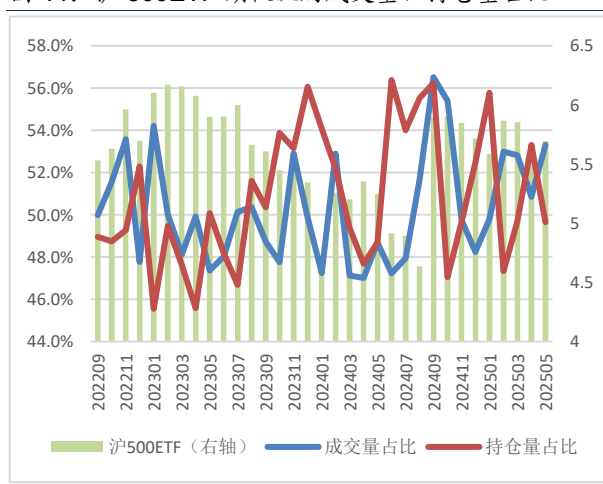
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 10: 1000 股指期权认购成交量、持仓量占比



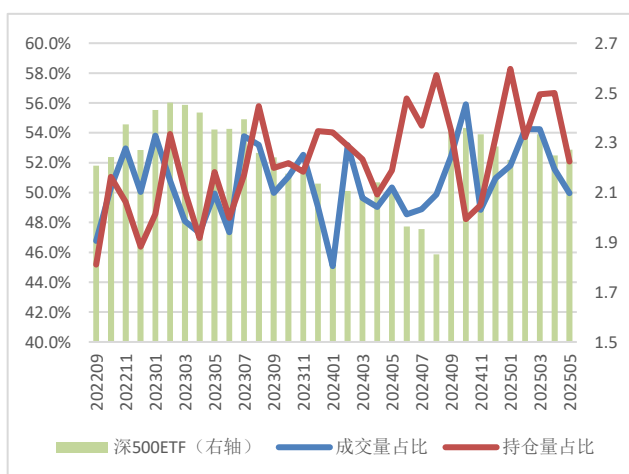
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 11: 沪 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比



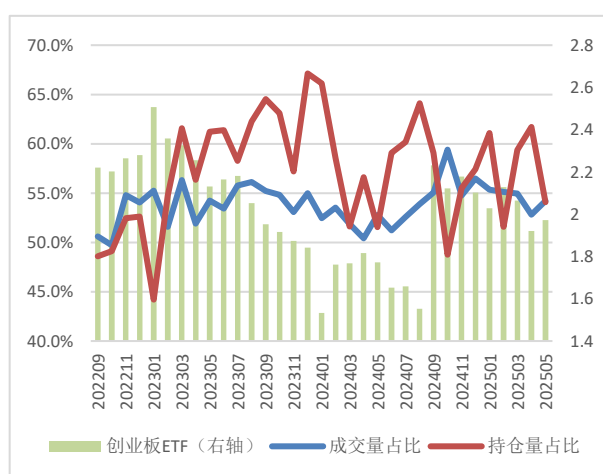
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 12: 深 500ETF 期权认购成交量、持仓量占比



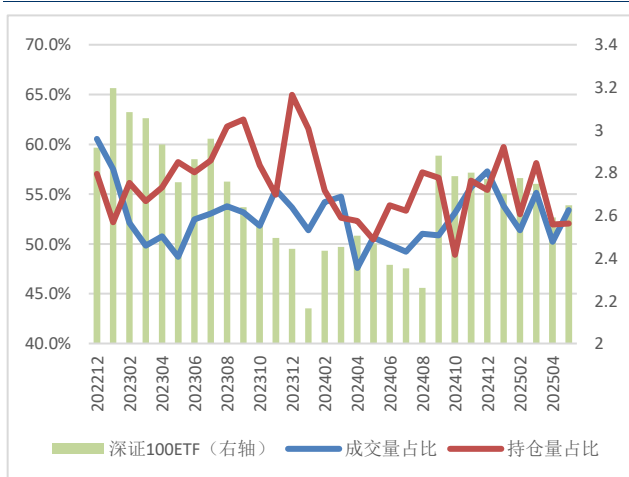
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 13: 创业板 ETF 期权认购成交量、持仓量占比



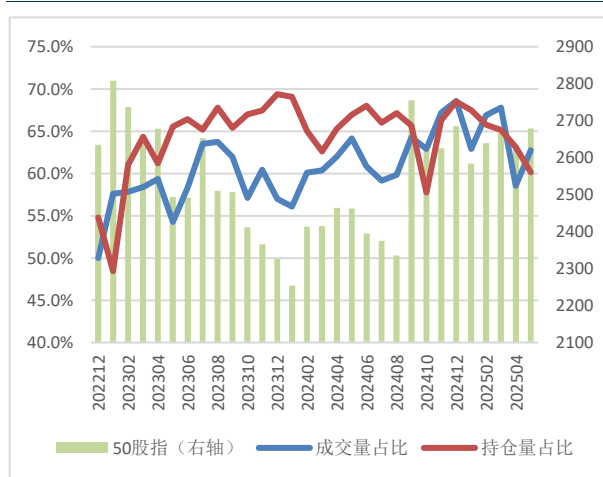
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 14: 深证 100 ETF 期权认购成交量、持仓量占比



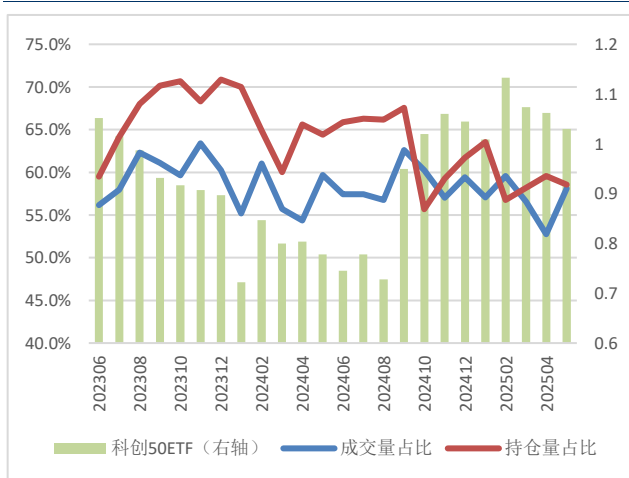
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 15: 50 股指期货期权认购成交量、持仓量占比



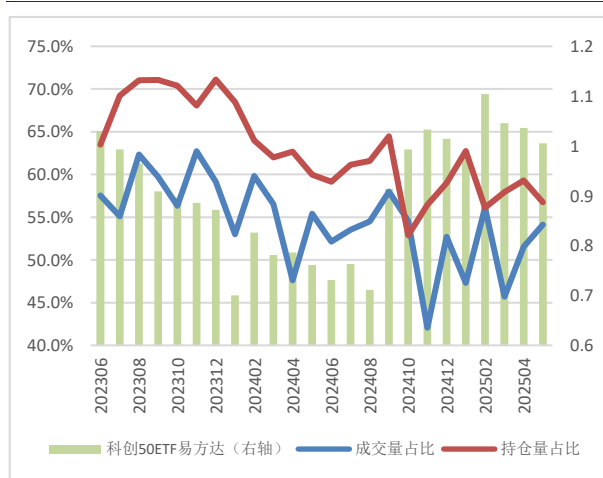
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

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



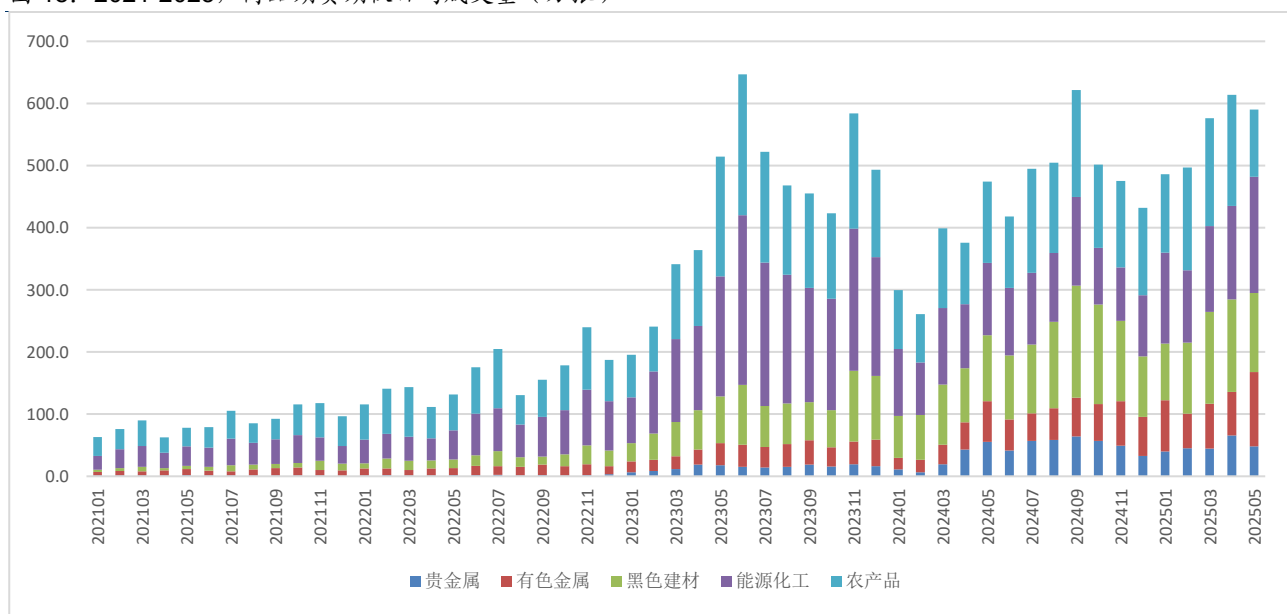
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

商品期货期权：沪金期权成交活跃，日均权利金成交额再超 10 亿

商品期货期权方面，5 月 51 个品种全月日均成交量较前月下降 3.8% 至 590.2 万张，日均持仓量较前月下降 3.0% 至 802.9 万张。

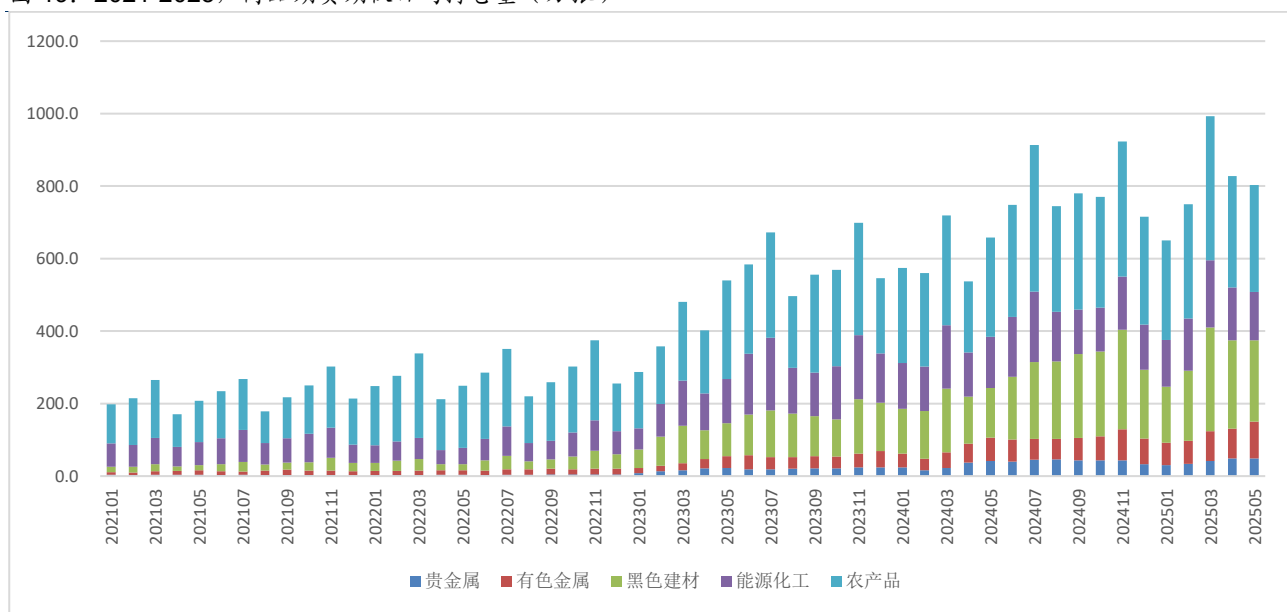
按照贵金属（沪金、沪银）、有色金属（沪铜、沪锌、沪铝、工业硅、碳酸锂、氧化铝、铅、镍、锡）、黑色建材（铁矿石、螺纹钢、锰铁、硅铁、纯碱、玻璃）、能源化工（甲醇、液化气、橡胶、PTA、PVC、聚丙烯、塑料、动力煤、原油、苯乙烯、乙二醇、丁二烯橡胶、对二甲苯、烧碱、短纤、尿素）、农产品（玉米、郑棉、豆粕、菜粕、白糖、花生、菜籽油、黄大豆一号、黄大豆二号、豆油、棕榈油、苹果、红枣、玉米淀粉、鸡蛋、生猪、原木）分类图示如下。

图 18：2021-2025，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 19：2021-2025，商品期货期权日均持仓量（万张）

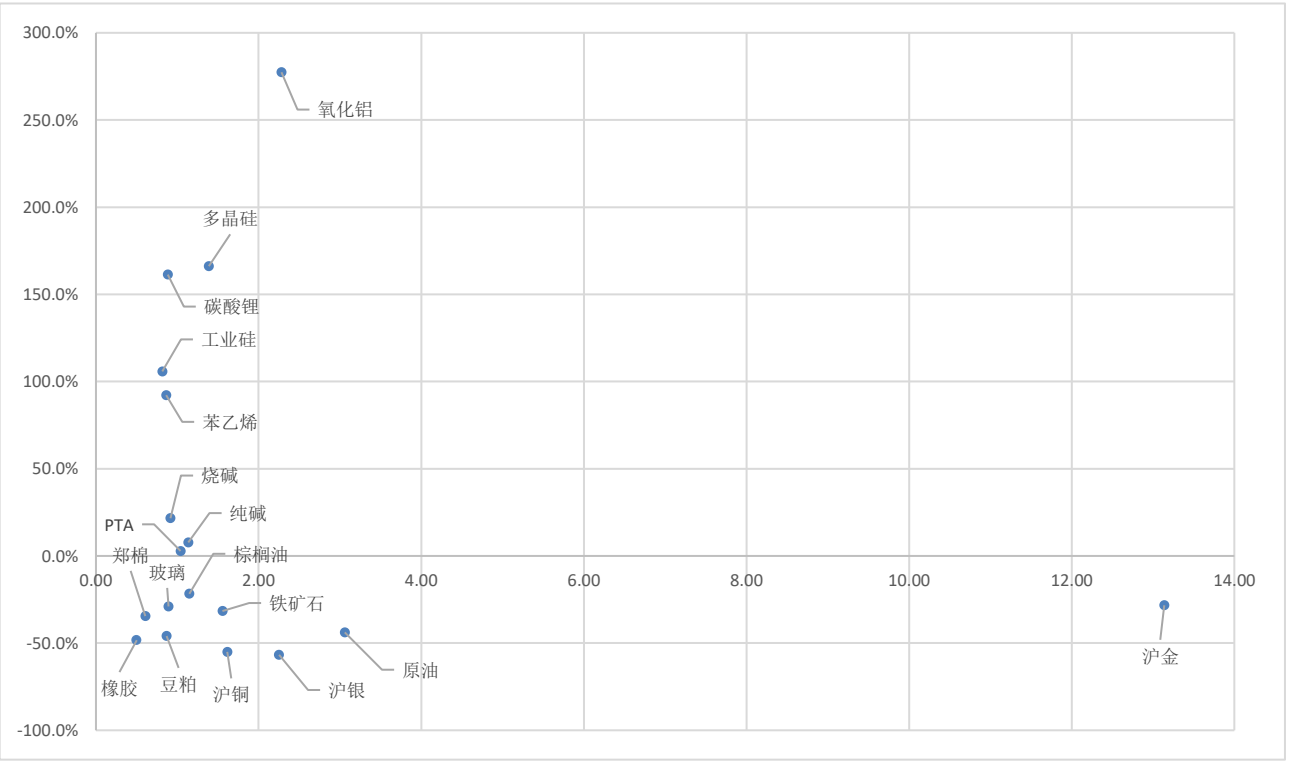


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

分品种来看日均成交量和持仓量。成交量方面，5 月 PTA 期货期权日均成交量最高，为 51.8 万张，多晶硅期货期权较上月增速最快，为 386.0%；持仓量方面，豆粕期货日均持仓量最高，为 84.6 万张；苹果期货期权增速最快，为 183.8%。

权利金成交额及增速方面，5 月 51 个品种总日均成交额 40.4 亿元，较上月下降 25.3%。其中，氧化铝权利金成交额 2.28 亿元，增速最大，较上月增长 277.4%。沪金的规模最大，单月日均权利金成交额达到 13.1 亿元，连续两月日均权利金成交额超过 10 亿。下图为日均成交额大于 5000 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：金融标的上涨居多，商品标的下跌居多

金融标的：创业板 ETF 收益表现较好，金融标的历史波动率均快速下降

图 21：5 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

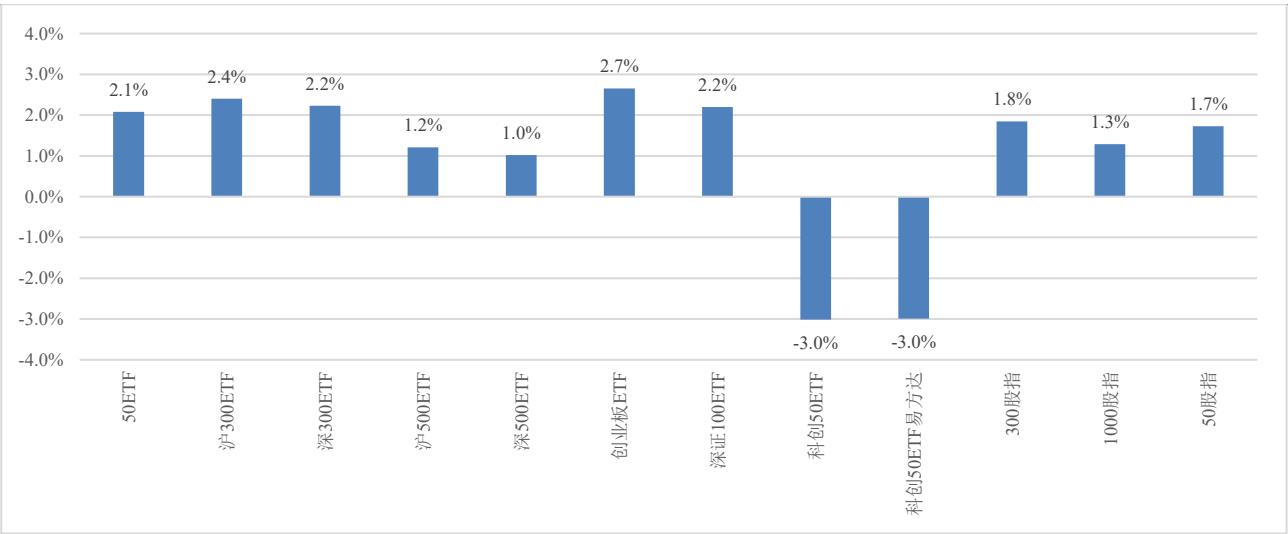
表 4：主要指数及 ETF 期权标的的单月收益情况

	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤
恒生指数	5.3%	21.1%	3.23	-2.4%
国证 2000	2.4%	18.4%	1.68	-2.8%
创业板指	2.3%	18.6%	1.64	-4.7%
上证指数	2.1%	8.8%	3.04	-1.9%
沪深 300	1.8%	10.2%	2.33	-2.7%
上证 50	1.7%	9.9%	2.25	-2.7%
深证成指	1.4%	14.2%	1.32	-3.4%
中证 1000	1.3%	16.9%	1.03	-3.0%
中小 100	1.2%	13.8%	1.17	-3.0%
中证 500	0.7%	13.2%	0.72	-2.8%
创业板 ETF	2.7%	19.0%	1.83	-4.6%
沪 300ETF	2.4%	9.8%	3.13	-2.5%
深 300ETF	2.2%	10.0%	2.86	-2.6%
深证 100ETF	2.2%	13.8%	2.06	-3.0%
50ETF	2.1%	9.7%	2.73	-2.5%
沪 500ETF	1.2%	12.5%	1.27	-2.6%
深 500ETF	1.0%	12.5%	1.08	-2.6%
科创 50ETF 易方达	-3.0%	13.7%	-2.75	-5.4%
科创 50ETF	-3.0%	14.0%	-2.71	-5.4%

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 期权标的涨跌幅及波动率如上图表所示。

图 22：5 月，金融期权标的涨跌情况



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

标的表现方面，5 月上半月市场持续上涨，上证指数月中重回 3400 点，下半月市场震荡有所回落，金融标的全月上涨居多，其中创业板 ETF 表现较好，全月累计上涨 2.5%。上证指数、深圳成指和创业板指分别上涨 2.1%、1.4%和 2.3%，香港恒生指数全月上涨 5.3%，中证 1000 和国证 2000 分别上涨 1.3%和 2.4%，12 个金融期权标的涨跌情况如图 22。

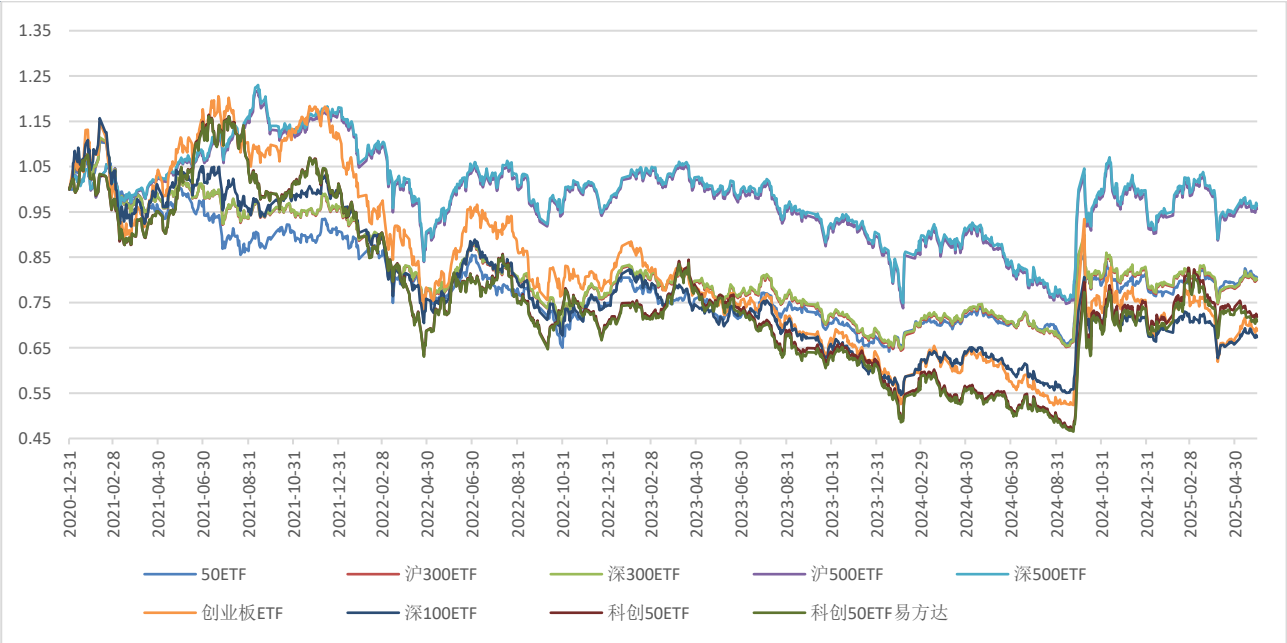
行业表现方面，按 30 个中信一级行业指数来计算，30 个行业指数中，25 个行业指数上涨，综合、综合金融、医药涨幅较大，5 个行业指数下跌，其中电子跌幅较大。

表 5: 5 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
综合	9.2%	21.3%	5.6	-3.3%	农林牧渔	2.5%	12.2%	2.7	-2.6%
综合金融	7.1%	39.3%	2.4	-9.0%	电力设备及新能源	2.5%	17.8%	1.8	-4.5%
医药	6.6%	13.5%	6.6	-1.3%	建材	2.3%	10.1%	3.0	-2.2%
国防军工	6.6%	30.4%	2.8	-6.5%	基础化工	2.1%	15.2%	1.8	-2.4%
银行	6.2%	13.1%	6.2	-1.7%	传媒	2.1%	21.6%	1.3	-2.9%
通信	5.5%	22.0%	3.2	-3.5%	机械	2.0%	20.1%	1.3	-4.3%
交通运输	5.4%	12.9%	5.5	-1.7%	石油石化	1.9%	8.9%	2.7	-1.8%
轻工制造	4.9%	14.5%	4.3	-2.1%	汽车	1.9%	18.9%	1.3	-4.3%
商贸零售	4.7%	15.8%	3.8	-3.2%	有色金属	1.5%	16.6%	1.2	-3.4%
家电	3.6%	11.0%	4.2	-1.9%	钢铁	0.4%	11.3%	0.5	-3.0%
煤炭	3.6%	12.9%	3.6	-2.5%	食品饮料	-0.1%	10.6%	-0.1	-3.7%
电力及公用事业	3.4%	8.9%	5.0	-1.7%	房地产	-0.3%	14.5%	-0.2	-3.6%
纺织服装	3.2%	14.1%	3.0	-3.3%	计算机	-0.9%	27.6%	-0.3	-6.4%
非银行金融	3.0%	20.3%	1.9	-4.7%	消费者服务	-1.8%	13.9%	-1.5	-3.3%
建筑	2.9%	11.9%	3.2	-2.3%	电子	-2.6%	20.5%	-1.5	-5.4%

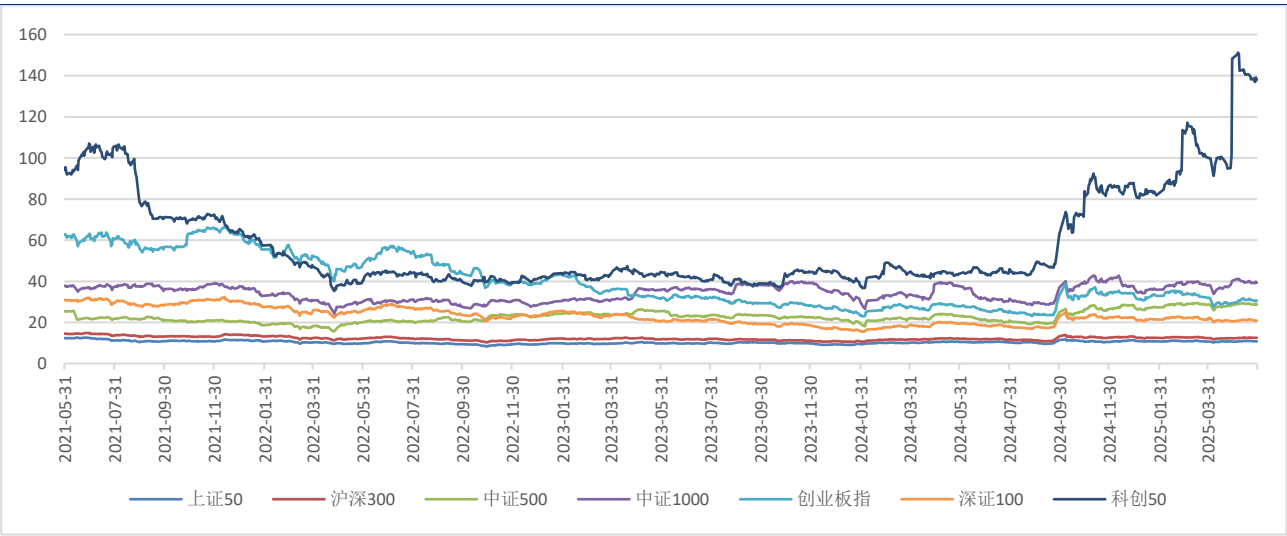
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

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 4 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

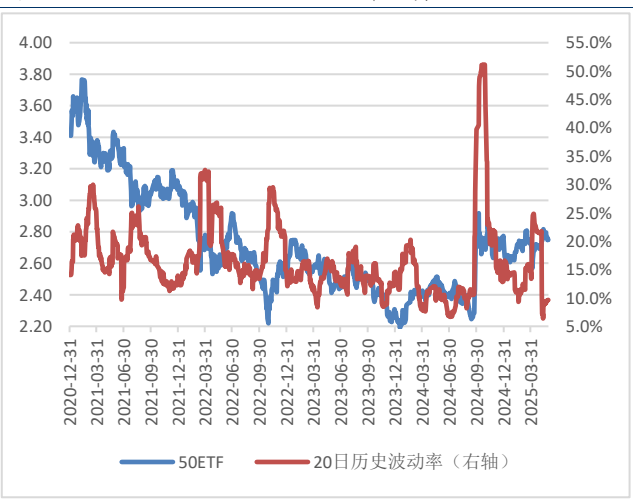
表 6：相关指数当前估值分位情况，2021 年 5 月至 2025 年 5 月

	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	12.67	14.86	29.51	42.86	66.58	32.31	151.23
中位数	10.25	12.08	22.31	35.20	34.63	22.39	44.51
最小值	8.32	10.31	15.59	24.20	22.88	15.46	35.26
上月末值	10.64	12.21	28.41	40.17	29.41	20.47	148.32
当前值	10.85	12.46	28.79	39.36	30.44	20.81	137.98
当前分位数	76.39%	64.95%	96.19%	92.47%	29.48%	31.86%	98.25%

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

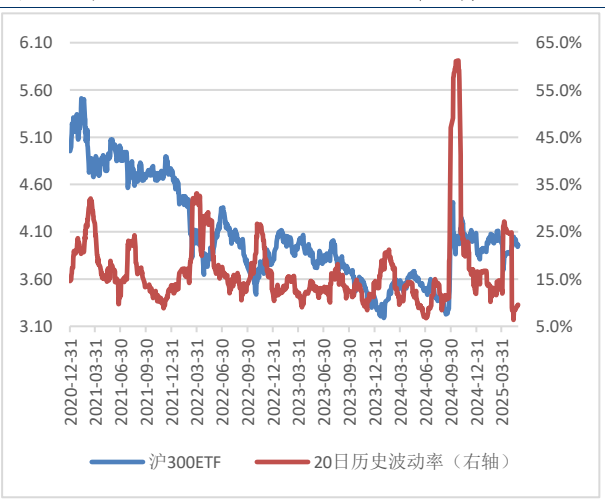
5 月，从估值情况来看，主要金融指数估值上升居多。截至月末，科创 50、中证 500、中证 1000 指数估值水平较高，均处于过去四年 90%分位以上；创业板指和深证 100 指数估值水平较低，处于过去四年内 30%分位左右。

图 25：50ETF 与 20 日历史波动率走势



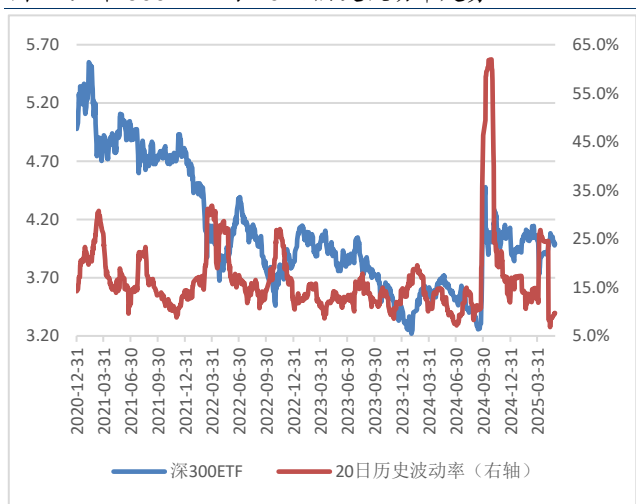
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 26：沪 300ETF 与 20 日历史波动率走势



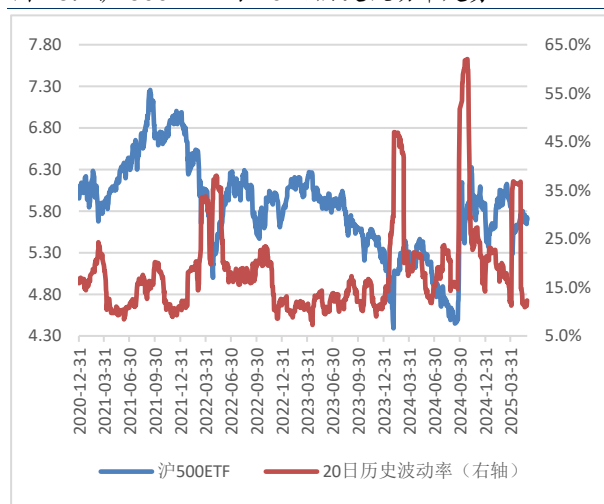
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 27: 深 300ETF 与 20 日历史波动率走势



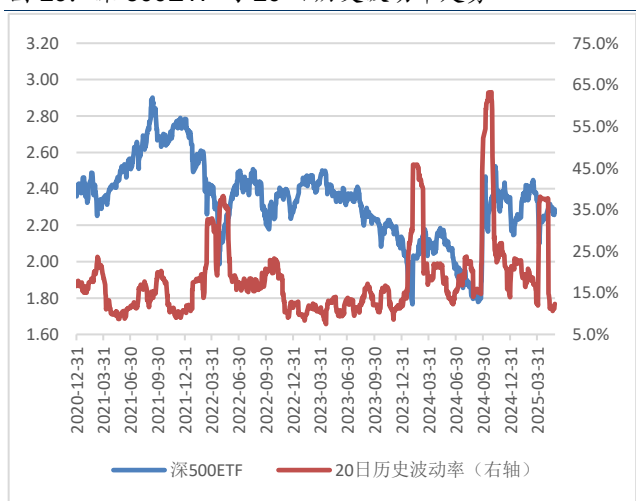
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 28: 沪 500ETF 与 20 日历史波动率走势



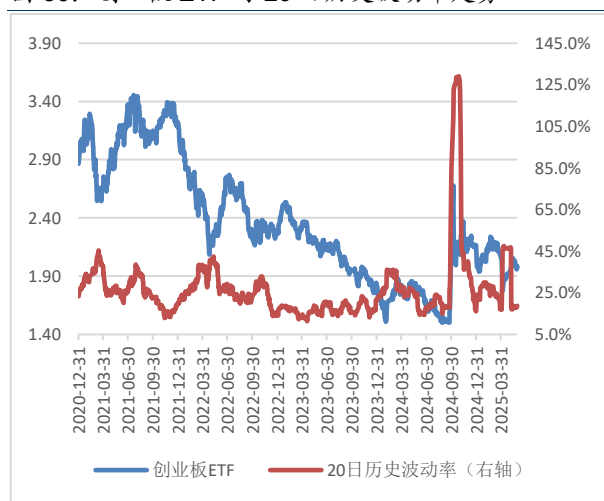
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 29: 深 500ETF 与 20 日历史波动率走势



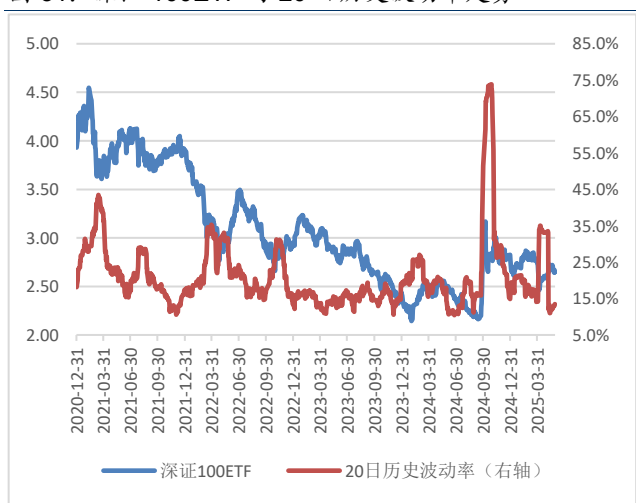
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 30: 创业板 ETF 与 20 日历史波动率走势



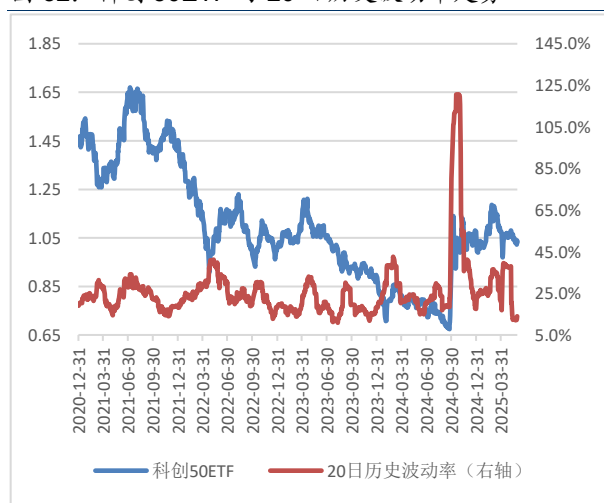
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 31: 深证 100ETF 与 20 日历史波动率走势



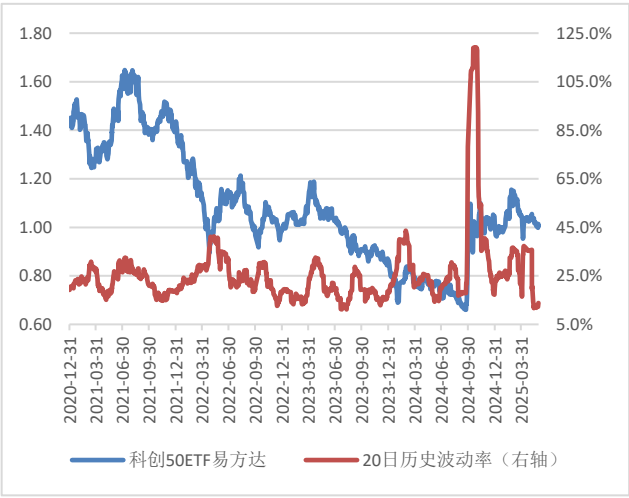
资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

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，所有 ETF 期权标的波动率均大幅下降。截至 5 月底，50ETF 和 300ETF 历史波动率均降至 9.6%，500ETF 历史波动率降至 12.3% 左右，创业板 ETF 历史波动率降至 18.8%，科创 50ETF 历史波动率降至 13.8% 左右。

商品期货标的：标的下跌居多，氧化铝、合成橡胶波动率较高

商品期货期权标的方面，按中信商品指数（收益率指数）计算 5 月表现如表 7 所示。14 个收涨，氧化铝、PTA、对二甲苯涨幅较大；36 个收跌，硅、纯碱、玻璃跌幅较大。

表 7：5 月，51 个商品期货期权标的的数据统计（按收益率指数计算）

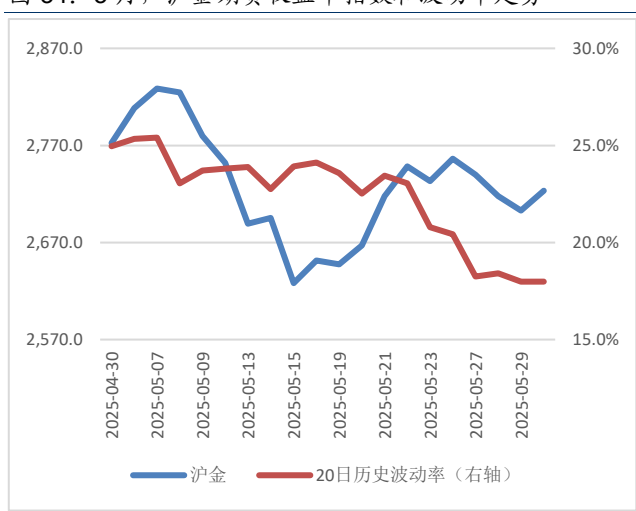
	收益率	波动率	夏普比例	最大回撤	振幅		收益率	波动率	夏普比例	最大回撤	振幅
氧化铝	8.5%	42.8%	2.63	-8.7%	21.3%	塑料	-1.8%	12.7%	-1.72	-4.8%	5.0%
PTA	6.7%	19.9%	4.34	-3.3%	11.3%	玉米淀粉	-1.8%	6.2%	-3.71	-3.8%	3.8%
对二甲苯	6.2%	26.7%	3.00	-4.3%	12.2%	白糖	-2.0%	6.3%	-4.23	-2.3%	2.3%
短纤	4.5%	18.6%	3.11	-3.6%	8.8%	生猪	-2.2%	9.3%	-2.98	-3.6%	3.6%
苯乙烯	4.1%	29.1%	1.86	-7.2%	11.7%	沪镍	-2.4%	11.3%	-2.73	-4.9%	4.9%
花生	4.0%	13.5%	3.82	-1.6%	6.2%	聚丙烯	-2.5%	9.3%	-3.51	-4.0%	4.1%
乙二醇	3.9%	17.7%	2.83	-3.5%	8.6%	甲醇	-2.6%	15.7%	-2.01	-5.9%	6.1%
郑棉	3.9%	9.6%	5.32	-1.6%	5.4%	原木	-3.0%	16.2%	-2.28	-6.1%	6.2%
菜粕	2.7%	11.6%	2.94	-2.9%	5.4%	原油	-3.3%	24.8%	-1.59	-5.5%	6.5%
菜籽油	1.1%	7.8%	1.85	-1.6%	2.0%	苹果	-3.4%	12.3%	-3.51	-5.6%	5.6%
豆粕	0.7%	7.4%	1.24	-1.4%	3.0%	PVC	-3.4%	14.5%	-2.99	-5.7%	5.9%
沪铝	0.7%	9.5%	0.94	-2.0%	4.0%	沪锡	-3.5%	12.1%	-3.67	-5.3%	5.5%
沪铜	0.7%	5.8%	1.47	-1.0%	1.2%	多晶硅	-3.5%	26.2%	-1.57	-8.1%	8.6%
烧碱	0.1%	24.0%	0.18	-4.9%	5.2%	锰硅	-4.1%	20.2%	-2.54	-7.6%	8.0%
动力煤	0.0%	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	鸡蛋	-4.3%	13.1%	-4.28	-4.8%	4.8%
棕榈油	-0.1%	12.2%	-0.07	-1.6%	3.4%	螺纹钢	-4.3%	11.0%	-5.23	-5.0%	5.0%
沪锌	-0.1%	8.4%	-0.14	-1.6%	2.2%	红枣	-4.3%	11.9%	-4.80	-5.6%	5.7%
铁矿石	-0.1%	16.3%	-0.03	-5.0%	5.5%	尿素	-4.5%	11.4%	-5.34	-6.5%	6.6%

合成橡胶	-0.2%	30.7%	0.08	-11.4%	12.6%	硅铁	-6.2%	17.7%	-4.59	-7.5%	7.8%
黄大豆 2 号	-0.3%	7.3%	-0.54	-1.2%	1.8%	橡胶	-7.0%	18.7%	-5.02	-10.2%	10.4%
沪银	-0.5%	10.3%	-0.51	-2.6%	2.9%	液化气	-7.2%	20.1%	-4.81	-8.3%	8.3%
玉米	-1.1%	5.2%	-2.68	-2.5%	2.5%	碳酸锂	-9.3%	27.6%	-4.49	-9.8%	9.8%
沪铅	-1.4%	7.2%	-2.46	-2.2%	2.3%	玻璃	-9.6%	18.5%	-7.55	-8.9%	8.9%
黄大豆 1 号	-1.5%	8.9%	-2.11	-2.8%	2.8%	纯碱	-11.3%	25.7%	-6.16	-10.9%	11.0%
豆油	-1.7%	8.4%	-2.63	-2.7%	2.8%	硅	-16.8%	28.7%	-9.18	-16.2%	16.4%
沪金	-1.8%	18.4%	-1.13	-7.1%	7.1%						

资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

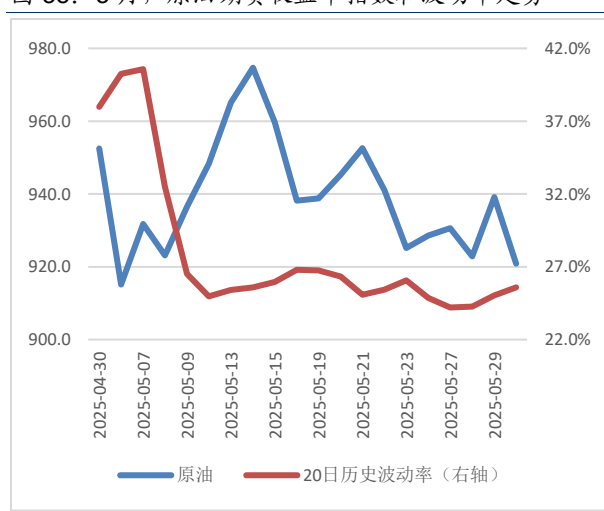
下图为沪金、原油、沪银、氧化铝四个期权成交额稍大的品种，在 5 月的价格和波动率走势。

图 34：5 月，沪金期货收益率指数和波动率走势



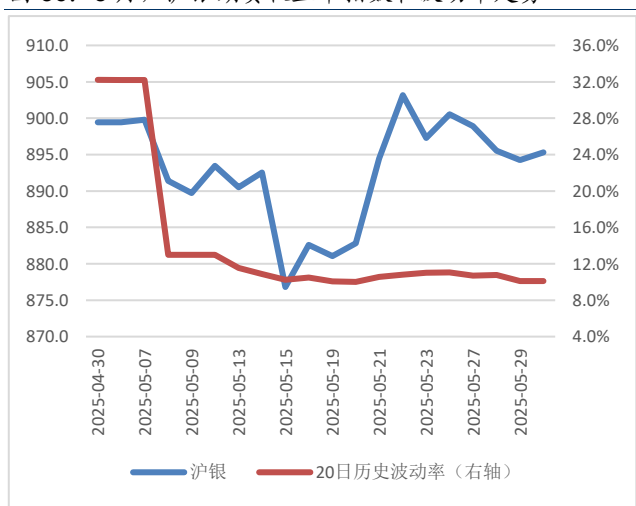
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 35：5 月，原油期货收益率指数和波动率走势



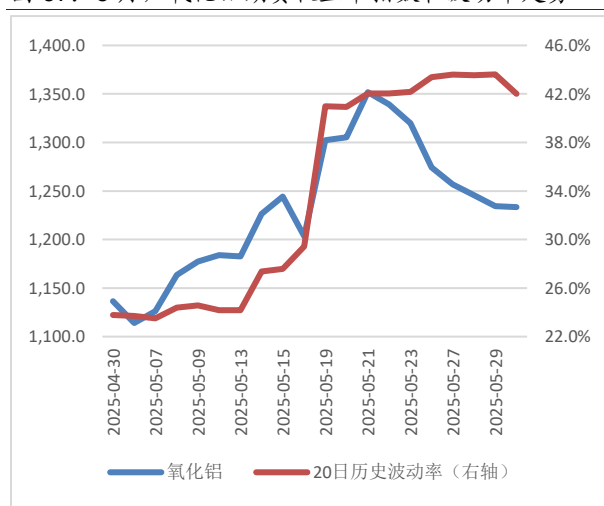
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 36：5 月，沪银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 37：5 月，氧化铝期货收益率指数和波动率走势

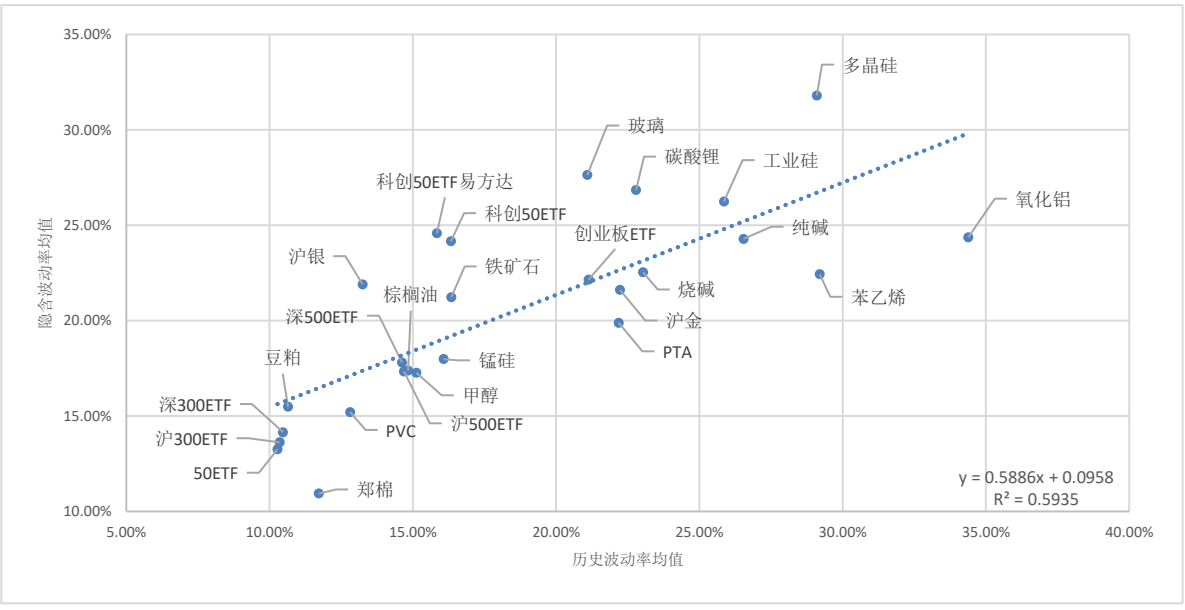


资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

期权定价：50ETF 和 300ETF 期权加权隐波降至历史 10%分位以下

5 月，日均成交量 10 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，创业板 ETF 的历史波动率较大、期权隐含波动率也处于较高水平，50ETF、300ETF 波动较小、期权隐含波动率较低；商品期货期权中氧化铝等品种波动较大、期权隐含波动率也较高，豆粕等品种波动较小、期权隐含波动率也较低。

图 38：5 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 60 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。

5 月，上半月上证指数持续修复，月中重新站上 3400 点，下半月有所回落，金融期权隐含波动率持续下降，截至月末所有金融期权加权隐波均降至历史 50%分位以下，50ETF 和 300ETF 期权加权隐含波动率降至历史 10%分位以下。本月金融期权的隐含波动率最大值减最小值差在 62 个品种中处于中低水平，科创 50ETF 期权和创业板 ETF 期权的隐含波动率相对较高。商品期权中，原油商品期货期权的隐含波动率明显高于其他商品期权品种，白糖和玉米淀粉商品期货期权隐含波动率较低。

表 8：5 月，62 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%
多晶硅	31.8%	29.1%	30.7%	32.8%	40.8%	32.8%	31.7%	30.3%	25.8%	15.0%	2.5%
苯乙烯	22.4%	29.2%	32.1%	21.8%	29.9%	23.5%	21.5%	21.1%	15.9%	14.0%	2.5%
原油	32.3%	27.5%	61.8%	37.1%	37.1%	33.9%	32.9%	31.6%	26.2%	10.9%	2.4%
工业硅	26.2%	25.9%	26.6%	29.9%	31.9%	28.2%	26.1%	23.9%	22.7%	9.2%	4.3%
氧化铝	24.4%	34.4%	23.6%	25.8%	28.9%	26.9%	24.8%	21.8%	20.1%	8.8%	5.1%
丁二烯橡胶	26.7%	30.2%	34.6%	27.2%	31.0%	28.0%	27.2%	25.9%	22.6%	8.4%	2.1%
硅铁	18.1%	15.5%	20.4%	21.7%	22.6%	19.9%	17.5%	16.9%	14.7%	7.9%	3.0%

短纤	19.0%	21.0%	31.8%	20.2%	24.5%	20.6%	18.2%	17.6%	16.7%	7.8%	3.0%
沪锡	18.7%	13.7%	27.2%	22.7%	22.7%	20.2%	19.1%	18.2%	15.1%	7.6%	2.0%
沪金	21.6%	22.2%	31.7%	18.2%	25.3%	22.9%	21.3%	20.9%	18.0%	7.2%	2.0%
黄大豆 1 号	12.6%	12.2%	17.4%	9.8%	17.0%	13.2%	12.2%	11.4%	9.8%	7.2%	1.8%
沪镍	18.7%	12.0%	22.5%	18.0%	21.4%	19.9%	19.1%	18.0%	14.6%	6.8%	2.0%
碳酸锂	26.8%	22.8%	25.9%	28.3%	30.2%	28.4%	27.6%	25.1%	23.8%	6.5%	3.3%
液化气	19.0%	17.6%	25.4%	20.5%	22.6%	20.4%	18.4%	17.8%	16.2%	6.4%	2.6%
科创 50ETF 易方达	24.6%	15.8%	29.5%	22.6%	27.6%	26.5%	24.2%	23.4%	22.1%	5.5%	3.0%
沪银	21.9%	13.2%	34.4%	19.2%	24.5%	22.7%	22.1%	21.3%	19.2%	5.3%	1.5%
尿素	21.7%	29.3%	26.5%	23.0%	24.9%	22.2%	21.8%	20.5%	19.7%	5.2%	1.7%
橡胶	19.8%	15.8%	23.1%	23.0%	23.0%	20.7%	19.3%	19.2%	18.0%	5.1%	1.5%
沪铝	10.3%	10.1%	13.6%	10.6%	13.2%	10.6%	10.1%	9.7%	8.8%	4.4%	0.9%
铁矿石	21.2%	16.3%	23.8%	19.8%	23.9%	22.2%	20.9%	20.3%	19.6%	4.3%	1.9%
锰硅	18.0%	16.1%	18.3%	19.1%	21.2%	18.6%	17.7%	17.3%	17.0%	4.3%	1.2%
鸡蛋	18.8%	13.2%	25.2%	21.3%	21.3%	19.7%	18.9%	17.9%	17.0%	4.3%	1.8%
沪铜	14.1%	9.6%	23.2%	12.9%	16.2%	15.4%	14.2%	13.0%	12.0%	4.2%	2.3%
苹果	18.5%	13.5%	20.0%	16.5%	20.2%	19.4%	18.9%	17.7%	16.1%	4.2%	1.7%
乙二醇	13.9%	19.5%	17.2%	14.0%	16.5%	14.3%	13.7%	13.2%	12.5%	4.0%	1.1%
科创 50ETF	24.2%	16.3%	28.7%	23.1%	26.3%	24.8%	23.9%	23.3%	22.3%	4.0%	1.5%
郑棉	10.9%	11.7%	15.3%	9.8%	13.4%	12.1%	10.8%	9.9%	9.6%	3.9%	2.2%
创业板 ETF	22.2%	21.1%	26.4%	21.9%	24.0%	23.0%	22.0%	21.6%	20.6%	3.4%	1.4%
玻璃	27.6%	21.1%	30.6%	29.7%	29.7%	28.2%	27.6%	27.1%	26.3%	3.4%	1.1%
豆粕	15.5%	10.6%	16.8%	13.8%	16.8%	15.8%	15.7%	15.1%	13.8%	2.9%	0.8%
纯碱	24.3%	26.5%	23.6%	25.6%	25.7%	25.3%	24.4%	23.7%	22.8%	2.9%	1.6%
50 股指	14.6%	10.2%	18.1%	15.6%	16.2%	15.6%	14.6%	14.0%	13.3%	2.9%	1.5%
1000 股指	20.8%	19.7%	25.7%	19.9%	22.5%	21.2%	20.9%	20.2%	19.6%	2.9%	1.0%
沪锌	14.4%	10.5%	18.9%	13.8%	15.7%	15.0%	14.7%	13.8%	12.9%	2.8%	1.2%
50ETF	13.2%	10.3%	15.6%	13.1%	15.1%	13.5%	13.1%	12.8%	12.4%	2.7%	0.7%
沪铅	11.8%	8.4%	13.9%	12.6%	13.2%	12.6%	11.6%	11.4%	10.6%	2.7%	1.1%
沪 500ETF	17.3%	14.7%	21.4%	17.2%	18.8%	18.0%	17.2%	16.7%	16.2%	2.7%	1.3%
深 500ETF	17.8%	14.6%	20.5%	18.0%	19.2%	18.4%	17.7%	17.3%	16.6%	2.6%	1.2%
PTA	19.9%	22.2%	24.4%	20.0%	21.3%	20.7%	19.8%	19.2%	18.8%	2.6%	1.5%
深 300ETF	14.2%	10.5%	16.0%	13.8%	15.7%	14.7%	13.9%	13.8%	13.2%	2.5%	0.9%
红枣	17.2%	11.7%	19.5%	16.8%	18.7%	17.5%	17.3%	16.8%	16.3%	2.5%	0.8%
PVC	15.2%	12.8%	15.8%	15.9%	16.5%	15.3%	15.1%	15.0%	14.3%	2.3%	0.3%
黄大豆 2 号	15.4%	10.6%	16.5%	14.0%	16.2%	15.8%	15.5%	15.5%	14.0%	2.2%	0.4%
菜粕	21.7%	17.1%	23.5%	21.1%	22.7%	22.4%	22.0%	21.1%	20.5%	2.2%	1.3%
深证 100ETF	16.7%	14.6%	20.0%	16.3%	17.8%	17.0%	16.7%	16.3%	15.7%	2.2%	0.8%
沪 300ETF	13.6%	10.4%	16.8%	13.6%	14.9%	14.0%	13.6%	13.3%	12.7%	2.2%	0.7%
玉米淀粉	8.8%	7.3%	10.7%	8.4%	10.0%	9.0%	8.7%	8.4%	7.8%	2.1%	0.6%

对二甲苯	21.8%	28.2%	25.7%	22.7%	22.7%	22.4%	22.1%	21.3%	20.7%	2.0%	1.1%
原木	17.1%	15.9%	17.6%	18.0%	18.1%	17.8%	17.0%	16.7%	16.2%	1.9%	1.1%
300 股指	14.6%	10.6%	18.0%	14.4%	15.6%	15.2%	14.5%	14.2%	13.8%	1.8%	1.0%
玉米	10.1%	6.4%	12.3%	9.8%	11.2%	10.4%	10.1%	9.7%	9.5%	1.8%	0.7%
生猪	13.7%	11.5%	14.2%	13.0%	14.4%	14.1%	13.8%	13.5%	12.7%	1.7%	0.6%
甲醇	17.3%	15.1%	18.9%	18.0%	18.0%	17.7%	17.3%	17.1%	16.4%	1.7%	0.6%
螺纹钢	14.1%	10.9%	15.4%	14.6%	14.9%	14.6%	14.1%	13.8%	13.3%	1.7%	0.7%
白糖	8.8%	8.0%	11.3%	8.2%	9.7%	9.3%	8.7%	8.6%	8.1%	1.6%	0.7%
烧碱	22.5%	23.0%	23.0%	22.2%	23.6%	22.8%	22.5%	22.2%	22.1%	1.6%	0.6%
塑料	11.3%	11.9%	12.4%	11.9%	12.0%	11.9%	11.2%	11.0%	10.5%	1.5%	0.9%
菜籽油	15.1%	9.9%	16.1%	14.7%	15.9%	15.6%	15.0%	14.8%	14.4%	1.5%	0.8%
花生	11.4%	12.7%	11.7%	11.7%	12.3%	11.5%	11.3%	11.2%	10.9%	1.4%	0.3%
豆油	12.9%	9.9%	13.9%	12.6%	13.6%	13.4%	12.7%	12.6%	12.2%	1.4%	0.8%
聚丙烯	8.8%	8.7%	10.1%	8.5%	9.7%	9.0%	8.7%	8.6%	8.4%	1.3%	0.4%
棕榈油	17.4%	14.8%	18.2%	16.8%	18.1%	17.5%	17.4%	17.2%	16.8%	1.3%	0.3%

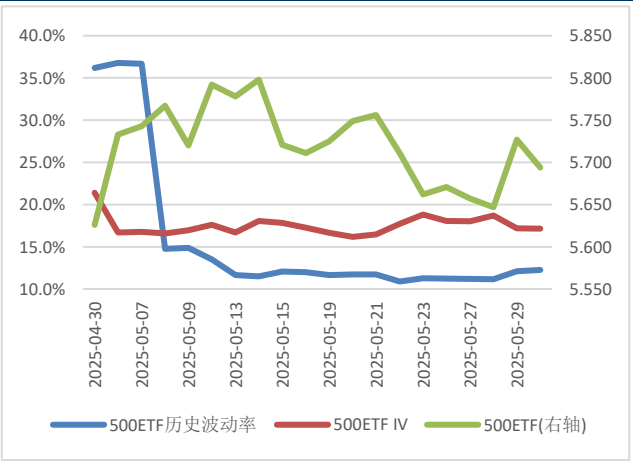
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部，Wind

(注：动力煤期权自 2022 年 4 月调整手续费后，交易活跃度大幅下降，几乎无成交，因此暂未统计。)

分品种来看，金融期权方面，以成交最活跃的上交所 500ETF 期权为例，上半月标的的价格持续上涨，月中开始震荡回落，最终全月累计上涨 1.2%，期权加权隐含波动率（图 39 中红线）在月初快速下降后持续维持低位，历史波动率也降至历史较低水平。

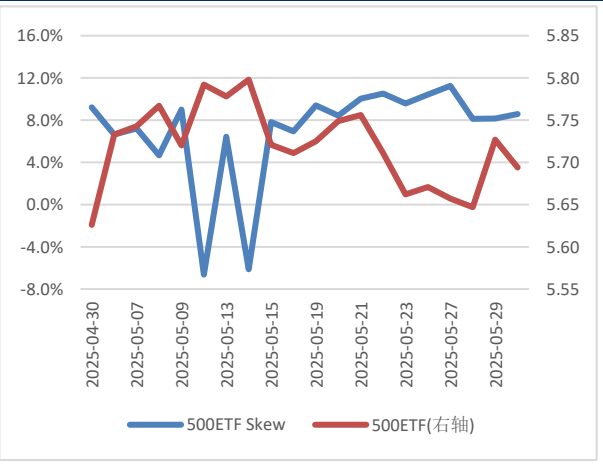
从 Skew 角度来看隐含波动率曲面变化。我们按(虚值认沽隐含波动率-虚值认购隐含波动率)/平值隐含波动率的方式来计算 Skew，其中虚值均按 Delta 绝对值 0.25 进行选取。Skew 越高，说明虚值认沽相对越贵，市场情绪越谨慎；Skew 越低，则说明虚值认购相对越贵，市场情绪越乐观。5 月，500ETF 期权 Skew 在月中标的的价格较高时由正转负，随后标的的震荡下跌，期权 Skew 也由负转正并持续维持正值，最终月末升至 8.6%，表明市场情绪在月末维持偏谨慎。

图 39：5 月，500ETF、HV、IV 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 40：5 月，500ETF 与期权 Skew 走势



资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

以 500ETF 为例，本月期权标的的价格波动减小，期权加权隐含波动率和标的历史波动率均下降，期权加权隐含波动率由月初的 21.4% 降至 17.2%，当前处于历史 39% 分位。标的 20 日历史波动率大幅下降，由月初的 36.2% 降至 12.3%，当前处于历史 29% 分位，属于历史较低水平。

图 41：上市至今 500ETF 价格、20 日历史波动率、期权隐含波动率变化情况



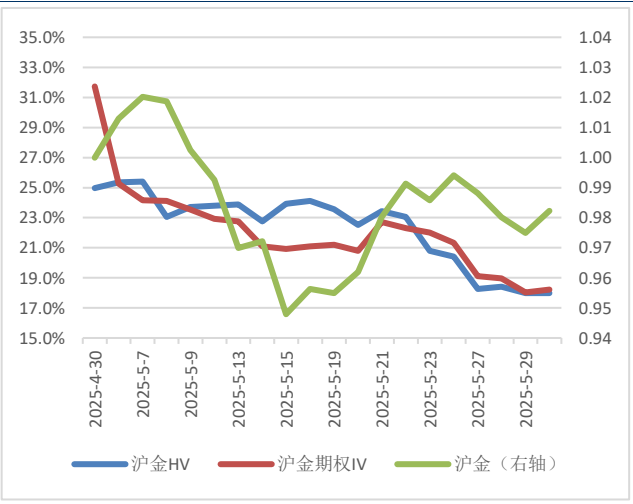
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

表 9：上市至今 500ETF 20 日历史波动率、期权隐含波动率分位点情况

	HV	IV
最大值	62.0%	60.2%
75%分位数	21.4%	21.6%
中位数	15.8%	18.2%
25%分位数	12.0%	15.7%
最小值	7.2%	12.2%
当前值	12.3%	17.2%
当前分位数	28.9%	39.0%

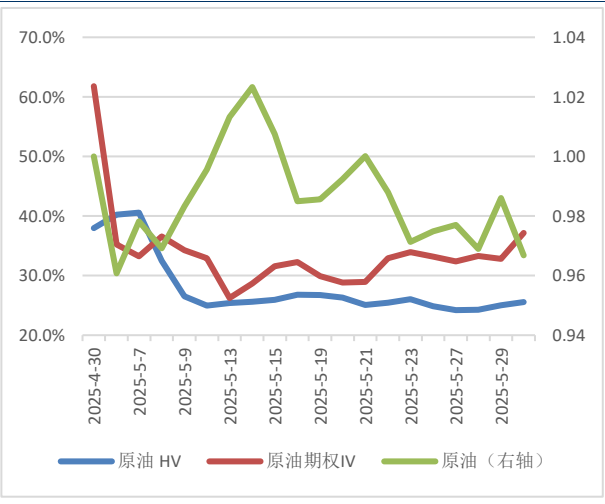
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 42：5 月，沪金、HV、IV 走势



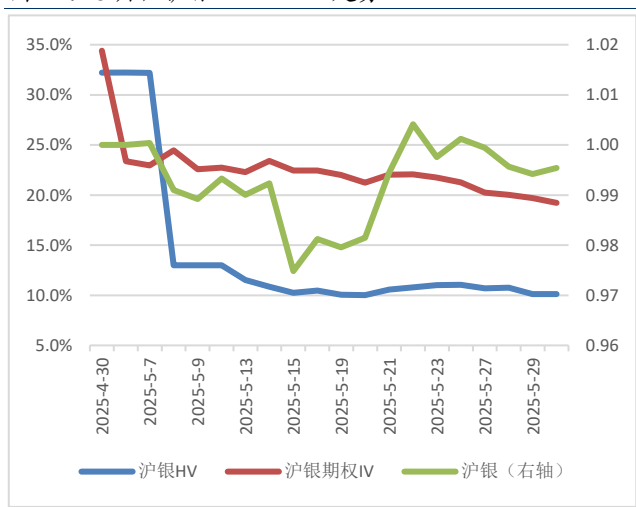
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 43：5 月，原油、HV、IV 走势



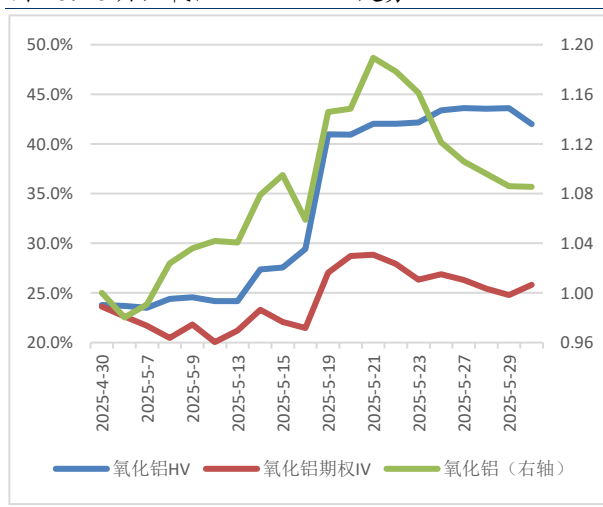
资料来源：中信证券衍生品经纪业务部

图 44: 5 月, 沪银、HV、IV 走势



资料来源: 中信证券衍生品经纪业务部

图 45: 5 月, 氧化铝、HV、IV 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, 以沪金、原油、沪银、氧化铝四个期权成交额稍大的品种为例, 其各自的 IV、HV 及价格走势如上四图所示。沪金价格月初小幅上涨后持续下跌至月中, 下半月有所回升, 最终全月累计下跌 1.8%, 期权隐含波动率与标的历史波动率均全月持续下降, 期权隐含波动率由月初的 31.7% 降至 18.2%; 原油价格上半月小幅上涨, 随后持续震荡下跌, 最终全月累计下跌 3.3%, 期权隐含波动率快速下降, 由月初的 61.8% 降至 37.1%; 沪银价格上半月震荡下跌, 下半月有所回升, 最终全月累计微跌 0.5%, 期权隐含波动率和标的历史波动率均在月初快速下降后维持较低水平; 氧化铝月初开始快速上涨, 累计涨幅最高达 18.9%, 月末有所回落最终全月累计上涨 8.5%, 期权隐含波动率由月初的 23.6% 升至 25.8%。

免责声明

本资料仅为中信证券财富管理委员会提供给投资者作参考之用，所含信息均来源于公开资料，不属于本公司研究部发布的研究报告范畴，不构成对投资者的任何投资建议，投资者不应当以该资料取代其独立判断或仅依据该资料做出投资决策。

投资者自愿参与期权业务，须在参与前详细阅读交易相关的各项材料，包括但不限于《股票期权经纪合同》、《风险揭示书》、《投资者须知》以及其他必要的业务资料，充分了解并知悉交易的各项风险，包括但不限于交易风险、结算风险、行权风险、法律风险、合规风险以及不可抗力等其他风险，并在必要时就上述风险寻求专业咨询。

本资料版权属于中信证券，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。