

## ► 2020 年报 · 期权

# 市场积水成渊，期权朝气蓬勃

倍特期货 · 研究发展中心

2020 年 12 月 25 日

简述：如果把投资世界想成一个平面，一根轴是策略丰富的维度，那么另一根轴就是工具丰富的维度。要在工具的维度上有所突破，就不能仅仅局限于现货和期货。相较于现货资产，期货可以看涨做多也可以看跌做空，但相较于期货，期权不仅可以在趋势市里风生水起，更能在震荡市里绝处逢生。期权“上的了厅堂，下的了厨房”，可以设计低频策略，也可以设计高频策略，可以用来赚取价差，也可以用来套保套利。

### 相关报告：

《改革开放再出发，直挂云帆济沧海》（2018年12月26日）

《“商品+金融”扩容，期权迎来大时代》（2019年12月20日）

### 分析师：唐超

从业资格证号：F3046098

投资咨询号：Z0015929

QQ：525947757

### 要点：

- ◆ 2020年期权市场回顾
- ◆ 期权运行情况
- ◆ 期权市场策略分析及展望
- ◆ 总结

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

# 一、2020 年期权市场回顾

2020 年紧随 2019 年的步伐，商品期权市场进一步得到扩大。2020 年 1 月 16 日菜籽粕期权上市，开启了今年期权市场的大门。紧接着 3 月 31 日液化石油气（LPG）期权在大商所上市交易，6 月 30 日，动力煤期权在郑商所上市交易，7 月 6 日，聚丙烯、聚氯乙烯、线型低密度聚乙烯期权三个化工类期权在大商所正式登台亮相，8 月 10 日，铝、锌期权在上期所上市交易，国内期权市场不断发展壮大，投资者的投资和风险管理工具也变得更加多样化。

## （一）2020 年期权市场事件梳理

### 1、中国证券监督管理委员会

2020 年 3 月 19 日，证监会批准大商所组织开展液化石油气期货及期权交易。

2020 年 6 月 12 日，证监会批准大商所组织开展聚丙烯、聚氯乙烯、线型低密度聚乙烯期权交易、批准郑商所组织开展动力煤期权交易、批准上期所组织开展铝、锌期权交易。

### 2、上海期货交易所

2020 年 5 月 22 日，上期所就铝期权合约和锌期权合约公开征求意见，根据《期货交易管理条例》《期货交易所管理办法》等有关法规和规章，现将《上海期货交易所铝期货期权合约（征求意见稿）》《上海期货交易所锌期货期权合约（征求意见稿）》予以公布。

2020 年 7 月 31 日，上期所就关于铝期权和锌期权上市交易有关事项进行了通知。铝期权和锌期权自 2020 年 8 月 10 日起上市交易；每次最大下单数量为 100 手；铝期权和锌期权均为美式期权；期权合约和期货合约分开限仓，非期货公司会员和客户持有的某月份期权合约所有看涨期权的买持仓量和看跌期权的卖持仓量之和、看跌期权的买持仓量和看涨期权的卖持仓量之和，分别不得超过下表所示的持仓限额。

**表 1: 铝期权限仓数额规定**

标的期货合约挂牌至交割月前第二月		标的期货合约交割月前第一月	
限仓数额（手，单边）		限仓数额（手，单边）	
非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户
10000	10000	3000	3000

数据来源：上期所

**表 2: 锌期权限仓数额规定**

标的期货合约挂牌至交割月前第二月		标的期货合约交割月前第一月	
限仓数额（手，单边）		限仓数额（手，单边）	
非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户
6000	6000	2400	2400

数据来源：上期所

2020年7月31日，经上海期货交易所理事会审议通过，并已报告中国证监会，公告发布铝期权合约和锌期权合约。

2020年8月7日，根据《上海期货交易所期权交易管理办法》等有关规定，现公布铝期权和锌期权合约上市挂牌基准价。

2020年8月10日，铝、锌期权成功上市。上市当天，铝期权成交2665手，持仓2006手，成交额为282.66万元，锌期权成交4793手，持仓2410手，成交额为787.3万元。

### 3、大连商品交易所

2020年3月9日，为了规范期货期权业务，防范市场风险，保护投资者合法权益，充分听取市场意见，保障市场稳定运行和功能有效发挥，大商所根据相关规定，制定了《大连商品交易所液化石油气期货期权合约(征求意见稿)》并公开征求意见。

2020年3月30日大商所推出LPG期货后，31日LPG期权也在大商所交易。LPG期权上市首日市场运行平稳，市场功能初步发挥。LPG期权首日价格不仅体现了对标的价格的跟随，还反映了市场整体偏空的预期，对产业对冲风险提供了可靠选择。上市当日，LPG期权成交量2964手（单边，下同），成交额1972万元，持仓量2093手。其中，看涨期权与看跌期权的成交量分别是1596

手和 1368 手，持仓量分别是 1090 手和 1003 手，期权成交量占标的期货成交量的比重为 3%。

2020 年 6 月 18 日，大商所发布关于推出期权对锁等组合策略保证金优惠的通知。为了进一步提升资金使用效率、降低期权交易成本，大商所将于 2020 年 6 月 24 日结算时起新增期权对锁、买入垂直价差、卖出垂直价差、买入期权期货组合策略保证金优惠。届时，将支持共计 10 个期货及期权组合。

2020 年 6 月 29 日，大商所公布聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）和线型低密度聚乙烯（LLDPE）期权合约，并就上述 3 个期权合约上市交易有关事项作了安排。此前，证监会公布 PP、PVC、LLDPE 期权合约正式挂牌交易时间为 2020 年 7 月 6 日。

2020 年 7 月 6 日，聚丙烯、聚氯乙烯和线型低密度聚乙烯期权在大商所正式挂牌交易，这也是我国首次在同一产业板块同步上市三个期权工具。上市首日三个期权整体运行平稳。

本次三个品种各挂牌上市 10 个系列，共计 1174 个合约，PP、PVC、LLDPE 期权持仓量最大系列均为 2009，成交量分别占各期权当日总成交量的 77%、85%和 79%。从交易规模看，首日三个期权成交量总计 22766 手（单边，下同）、成交额 1663 万元、持仓量 14409 手。其中，PP、PVC、LLDPE 期权成交量分别为 11043 手、2545 手和 9178 手，持仓量分别为 7109 手、1684 手和 5616 手，各期权成交量均占标的期货的 2%左右。从隐含波动率看，开盘后，三个化工品期权主力系列平值附近合约的隐含波动率均位于 20%左右，截至收盘未出现较大波动。

大商所为规范相关业务，经理事会审议通过，并报告中国证监会，对《大连商品交易所风险管理办法》和《大连商品交易所期权交易管理办法》进行了修改。2020 年 9 月 28 日，将规则修正案予以发布，且自发布之日起实施。

#### 4、郑州商品交易所

2020 年 1 月 8 日，郑商所发布关于发布菜籽粕期权合约的公告、关于挂牌菜籽粕期权合约有关事项的公告、关于菜籽粕期权手续费收取标准的通知、关于菜籽粕期货、菜籽粕期权做市商名单的公告。

菜籽粕期权合约自 2020 年 1 月 16 日起挂牌交易，限价指令的每次最大下单数量为 100 手，市价指令的每次最大下单数量为 2 手。非期货公司会员和客户所持有的按单边计算的某月份菜籽粕期权合约投机持仓限额为 20000 手，投机与套利持仓之和不得超过投机持仓限额的 2 倍，做市商持仓限额为 40000 手。

2020 年 5 月 25 日，为进一步做好动力煤期权上市准备工作，郑商所就动力煤期权合约公开征

求市场意见。

2020年6月22日，郑商所发布关于动力煤期权合约的公告、关于挂牌动力煤期权合约有关事项的公告、关于动力煤期权手续费收取标准的通知、关于动力煤期权做市商名单的公告。

动力煤期权合约自2020年6月30日起挂牌交易，限价指令的每次最大下单数量为100手，市价指令的每次最大下单数量为2手。非期货公司会员和客户所持有的按单边计算的某月份动力煤期权合约投机持仓限额为30000手，投机与套利持仓之和不得超过投机持仓限额的2倍，做市商持仓限额为60000手。

2020年7月22日，郑商所发布关于调整动力煤等期货品种交易保证金标准、涨跌停板幅度及部分期货、期权品种手续费收取标准的通知。

2020年9月28日，《郑州商品交易所期权交易管理办法》修订案已经郑州商品交易所第七届理事会第五次会议审议通过，予以发布，自2020年9月29日起施行。

为了便利投资者期权交易，降低期权投资成本，郑商所于2020年9月228日结算后在会员服务系统增加期权对锁仓（包含期权行权及履约后获得的期货对锁仓）对冲平仓有关功能，该功能自9月29日起启用。

## 5、中国金融期货交易所

为进一步发挥期权产品功能，维护市场平稳运行，根据《中国金融期货交易所风险控制管理办法》有关规定，中金所于2020年6月18日，发布了关于调整沪深300股指期货期权交易限额有关事项的通知。通知具体事项如下：

自2020年6月22日起，客户的沪深300股指期货日内开仓交易的最大数量为200手，单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量为100手，单个深度虚值合约日内开仓交易的最大数量为30手。

深度虚值合约是指同一月份合约中，行权价格高于上一交易日合约标的指数收盘价的第十个及以上的看涨期权合约和行权价格低于上一交易日合约标的指数收盘价的第十个及以下的看跌期权合约。日内开仓交易的最大数量是指客户某一交易日某一品种、某一月份合约或某一合约上的买开仓数量与卖开仓数量之和。

套期保值交易、做市交易的开仓数量不受此限制。具有实际控制关系的账户组开仓数量合并计算，其标准与单个客户相同。客户单日在多个合约上达到交易所处理标准的，按照一次认定。

客户第一次出现违反上述规定的情形，交易所将对其采取限制开仓5个交易日的措施，第二次

出现，交易所将对其采取限制开仓 10 个交易日的措施，第三次及以上出现，交易所将对其采取限制开仓 1 个月的措施。情节严重的，按《中国金融期货交易所违规违约处理办法》的有关规定处理。

交易所可以根据市场情况对规定的具体标准、实施时间、相关措施等进行调整。

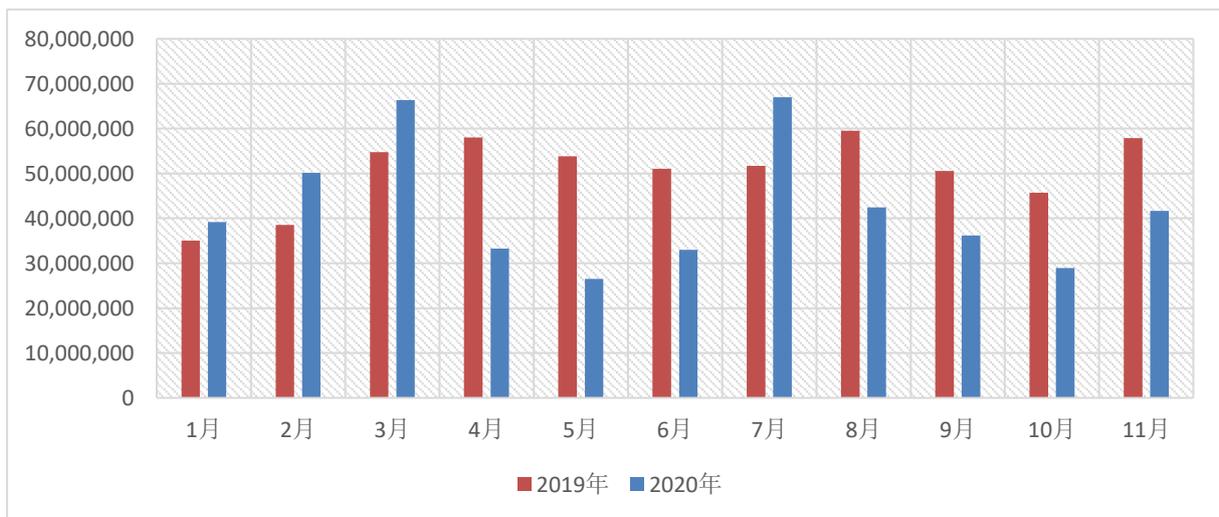
## （二）期权市场回顾

### 1、期权市场运行平稳，扩容与成交并进

#### 1.1 金融期权

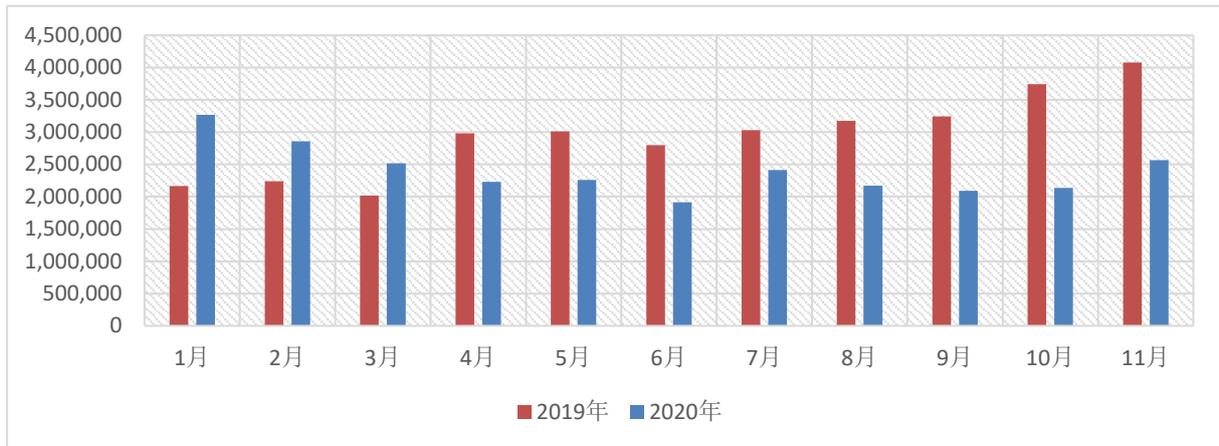
自 2019 年年底，金融期权扩容以来，截止至 11 月末，总体成交和持仓规模呈现平稳上升态势。从图 1 和图 2 中就 50ETF 期权 2019 年与 2020 年成交量和持仓量对比来看，成交量、持仓量较 2019 年稍降，但幅度不大，仍然保持平稳运行。从图 3 和图 4 又可以明显看出，金融期权中成交活跃度主要集中在 50ETF 期权和华泰柏瑞 300ETF 期权，ETF 期权成交量明显高于沪深 300 股指期权；持仓量上 50ETF 期权仍占首位，华泰柏瑞 300ETF 期权持仓量也占有较高分量，嘉实 300ETF 期权持仓则相对较少，市场参与度有待提升。特别需要注意的是，沪深 300 股指期权持仓量不断增加，在股指期权进行了两次交易限额调整后，持仓规模不断创出上市以来新高，从 7 月份开始已经超越 50ETF 期权的持仓量。

图 1：50ETF 期权 19、20 年度成交量对比



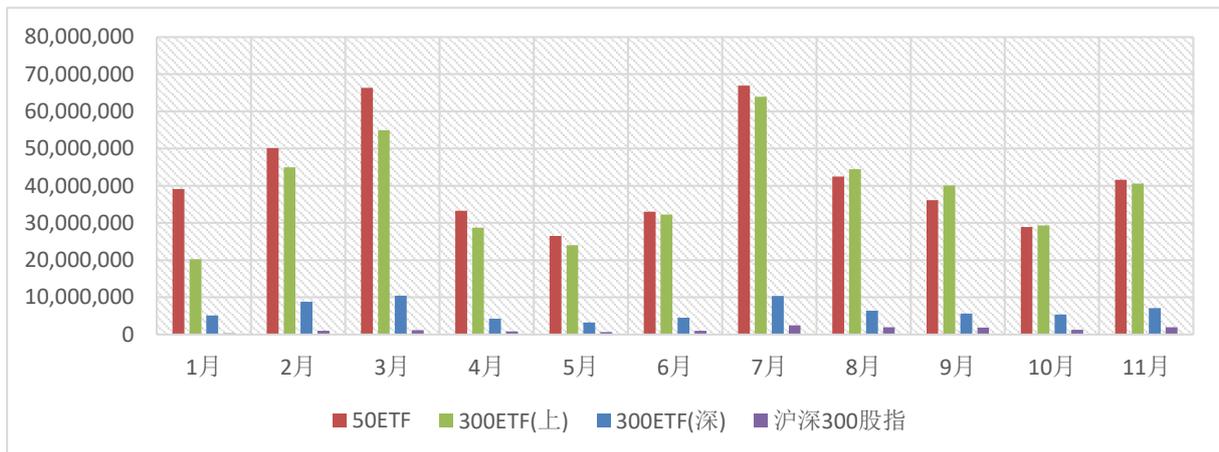
数据来源：证监会，倍特期货

**图 2：50ETF 期权 19、20 年度持仓量对比**



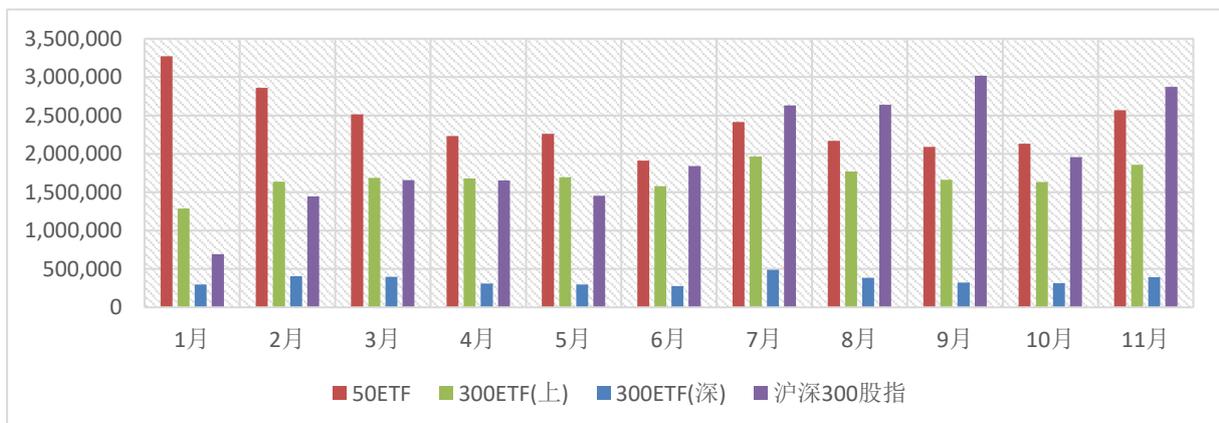
数据来源：证监会，倍特期货

**图 3：2020 年金融期权前 11 月成交情况**



数据来源：证监会，倍特期货

**图 4：2020 年金融期权前 11 月持仓情况**



数据来源：证监会，倍特期货

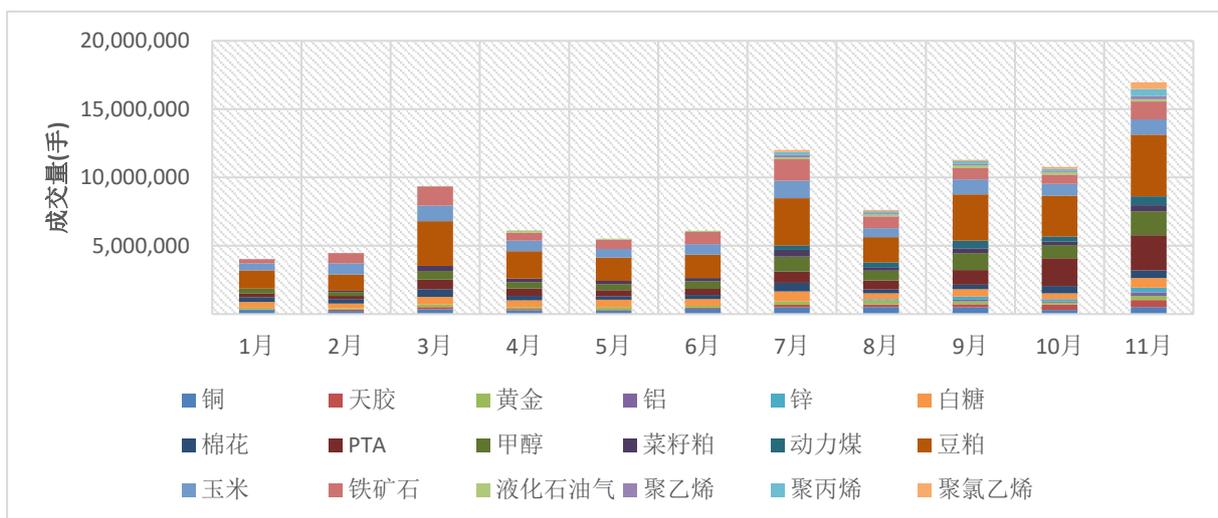
## 1.2 商品期权

商品期权市场方面，新品种正快速陆续上市，品种逐渐丰富，市场也越来越朝气蓬勃。目前场内商品期权已上市 18 个品种，而且主要集中在 19 年和 20 年，19 年共 7 个品种期权上市，20 年又上市 8 个新品种期权，并且覆盖了农产品、能化、黑色、有色、贵金属等多个板块。

商品期权品种的不断增长，将进一步推动相关产业风险管理及贸易模式的再升级，同时，也给广大投资者带来了更多的投资机会。作为一种重要的风险管理工具，商品期权可以实现保险、增强收益和波动率管理等功能，为市场提供丰富的交易策略和灵活的套保工具，在降低市场运行风险、优化投资者参与结构、提高企业资金使用效率、满足精细化和个性化风险管理需求等方面发挥积极作用。例如，LPG 期货及期权作为大商所首个能源品种，它的上市有效拓展大商所服务领域和品种板块，将在助力企业应对价格波动风险、完善贸易定价机制等方面发挥积极作用，对于衍生品市场服务实体经济意义重大。

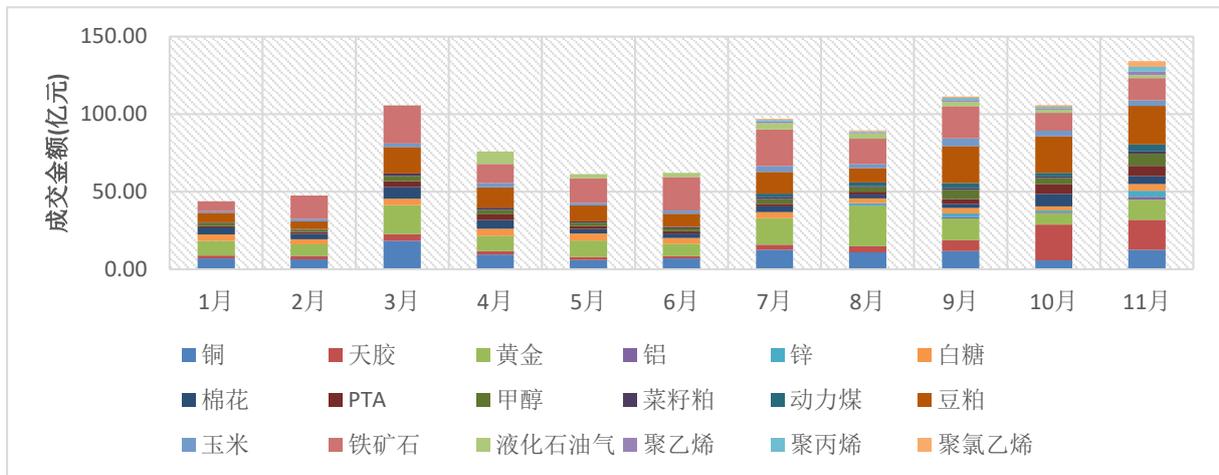
在场内商品期权品种不断丰富的同时，商品期权的成交和规模也在稳步增长。从图 5 和图 6 可以明显看出，随着期权市场和品种的不断发展，商品期权的成交量和成交金额规模都在不断增加。

**图 5：商品期权前 11 月月度成交量统计**



数据来源：证监会，倍特期货

**图 6: 商品期权前 11 月度成交金额统计**

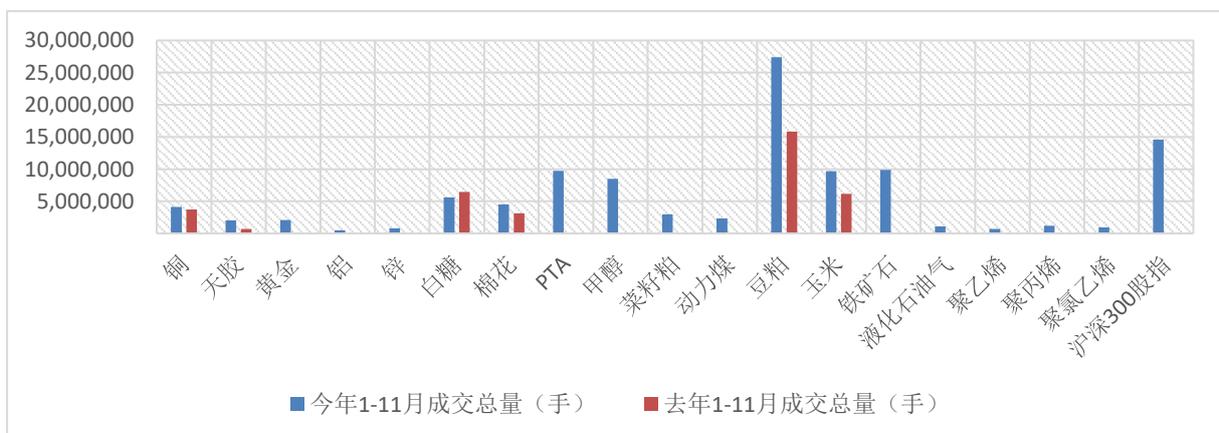


数据来源：证监会，倍特期货

## 2、整个期权市场稳中求进

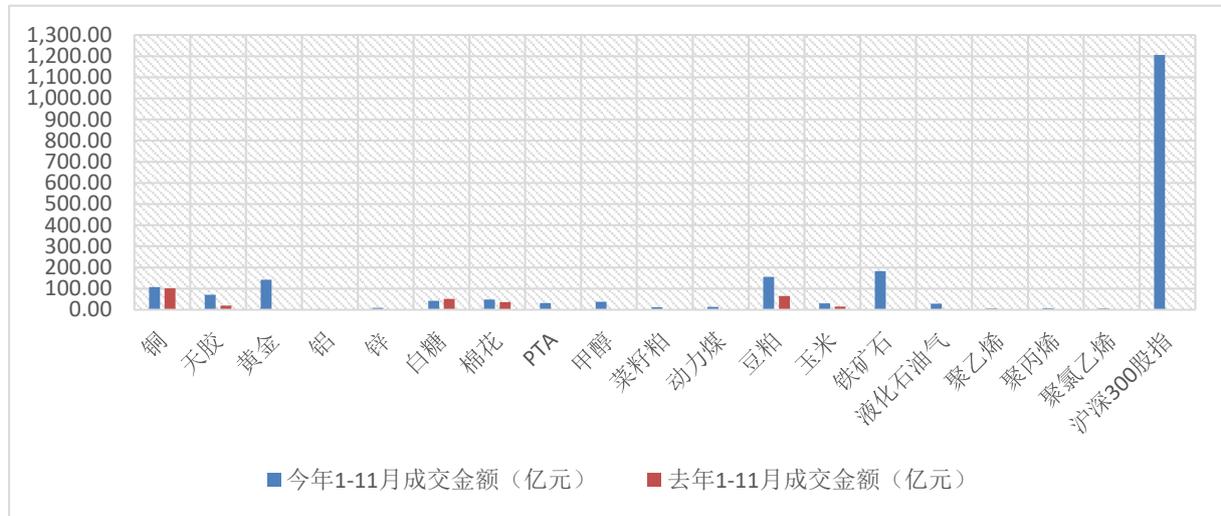
从各期货交易所上市期权品种来看，图 7 和图 8 很好的展示了 19 年和 20 年各期权品种在成交量和成交金额上的对比情况，可以看出，市场整体规模无论在品种和规模上都有大幅提升。表 3 中除白糖之外，铜、天胶、棉花、玉米、豆粕的成交量和成交额均同比均有增幅，其中玉米、豆粕、天胶期权有较大增幅，但成交额在市场中的份额均有大幅减少，究其原因是市场有大量新期权品种上市交易，市场整体规模必然会增大。

**图 7: 期权品种 19、20 年成交量对比统计**



数据来源：证监会，倍特期货

图 8: 期权品种 19、20 年成交金额对比统计



数据来源：证监会，倍特期货

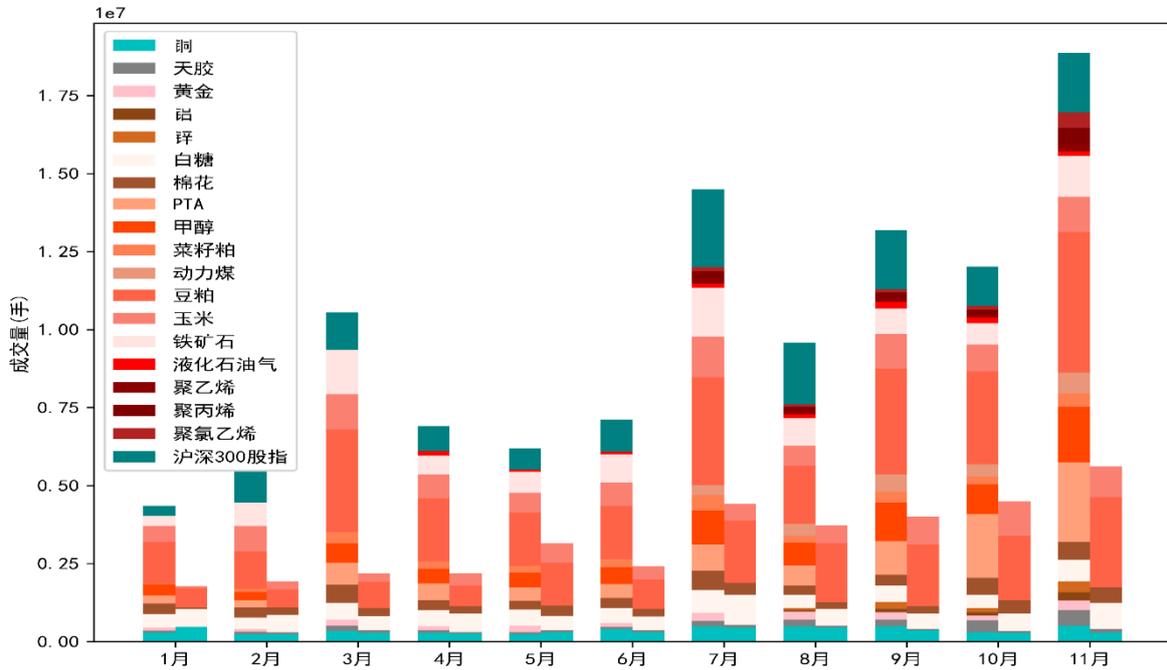
表 3: 19 年 12 月之前上市期权成交量、成交额、成交额所占份额同比增减情况

	铜	天胶	白糖	棉花	豆粕	玉米
成交量同比增减(%)	10.38	188.88	-13.01	45.85	73.28	57.51
成交额同比增减(%)	5.93	255.97	-18.22	33.26	136.99	99.57
成交额所占份额同比增减(%)	-85.67	-51.85	-88.94	-81.97	-67.94	-73

数据来源：证监会，倍特期货

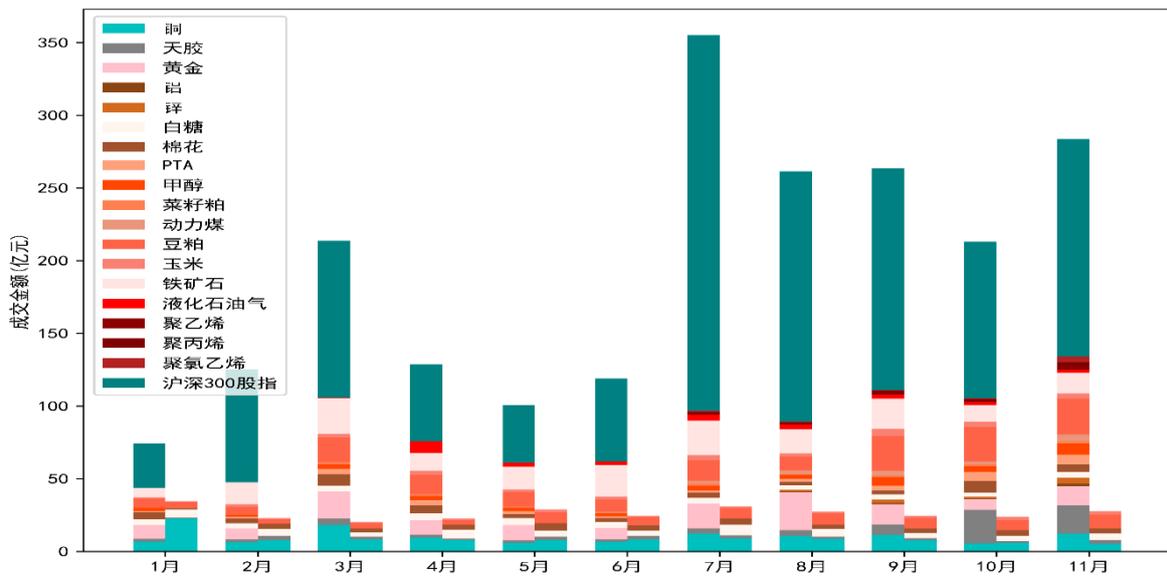
同比前 11 个月的数据，成交量和成交额较 2019 年均有很大的增幅。期货交易所期权品种 2020 年总计成交量达 108767116 手，2019 年为 35970678 手，同比 2019 年增加 202.38%；2020 年总计成交额达 2140.07 亿元，2019 年总计为 289.49 亿元，同比增加 639.26%。究其根源，首先，从上面成交量和成交额的直方图可以看出，期货交易所期权品种由 2019 年 11 月前的 6 个品种增加到 19 个品种，新品种期权成交基本呈现为逐月递增，其中，沪深 300 股指期权上市之后在成交量和成交金额上表现出了强劲的动力，从图 9、图 10 和图 12 可以明显看到，股指期权成交额占了市场一半以上的份额，拥有明显的优势，中金所在整个期货交易所中占比也随之绝对优势；其次，从图 9 和图 10 可以看出，品种增加的同时，市场整体规模也在逐月增加，较去年的增幅巨大，股指期权、铁矿石、豆粕、黄金、铜期权在市场中起到中流砥柱的作用。

图 9：2019 与 2020 年各月份各期权品种成交量统计



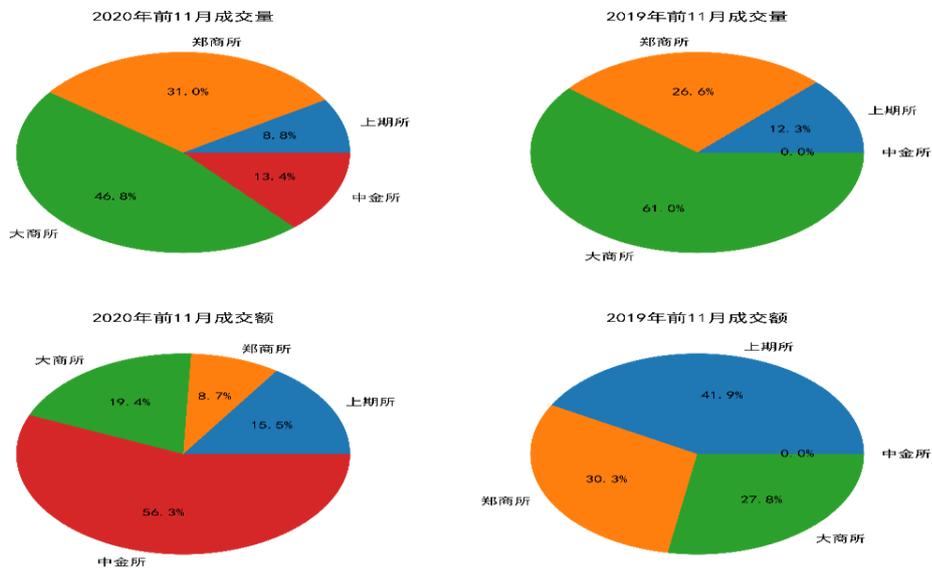
数据来源：证监会，倍特期货

图 10：2019 与 2020 年各月份各期权品种成交额统计



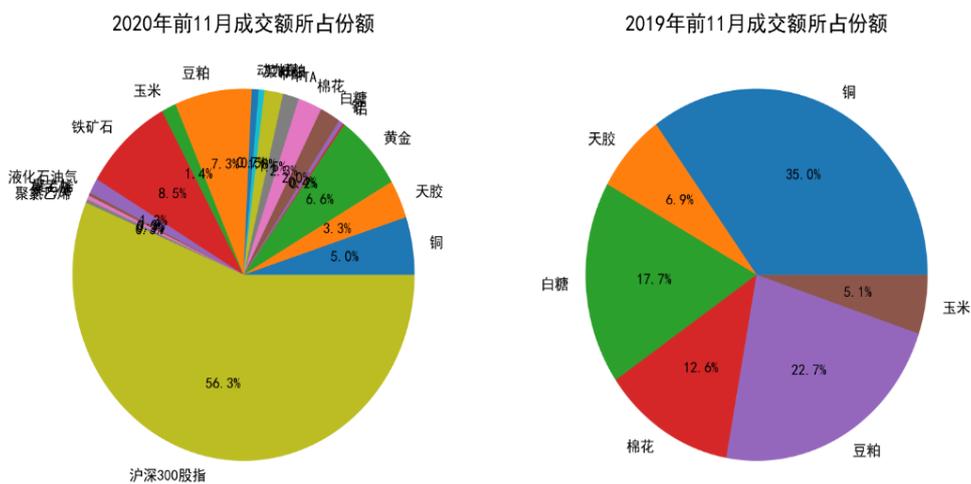
数据来源：证监会，倍特期货

**图 11：2019 与 2020 年各月份各期交易所成交量占比统计**



数据来源：证监会，倍特期货

**图 12：2019 与 2020 年各品种成交额占比统计**

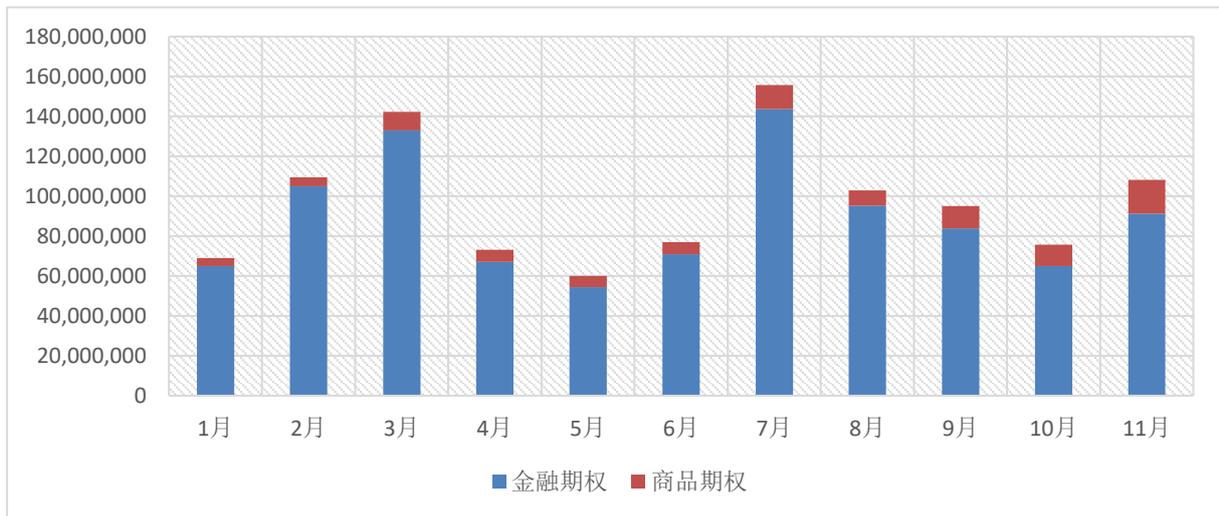


数据来源：证监会，倍特期货

从金融期权和商品期权成交量统计的直方图可以看出，尽管国内外金融市场环境在快速变化，金融期权和商品期权的成交量仍然呈现上涨趋势，说明它们已经日益成为了各类投资者进行资产、

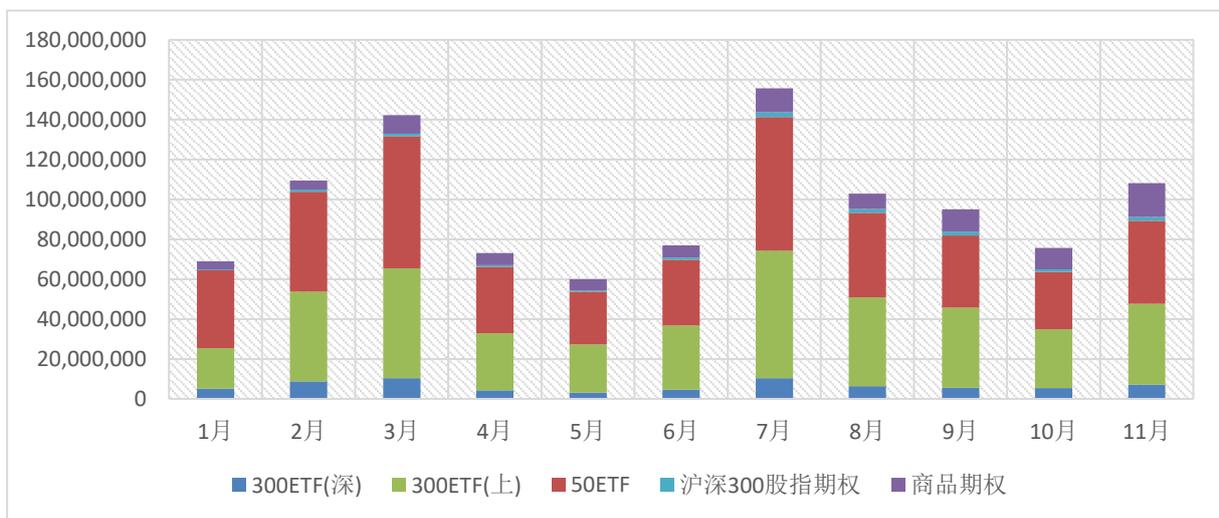
风险管理的重要工具。

**图 13：金融期权和商品期权 2020 年 1-11 月度成交量统计**



数据来源：证监会，上交所，深交所，倍特期货

**图 14：ETF 期权、股指期货、商品期权 2020 年 1-11 月度成交量统计**



数据来源：证监会，上交所，深交所，倍特期货

## 二、期权运行情况

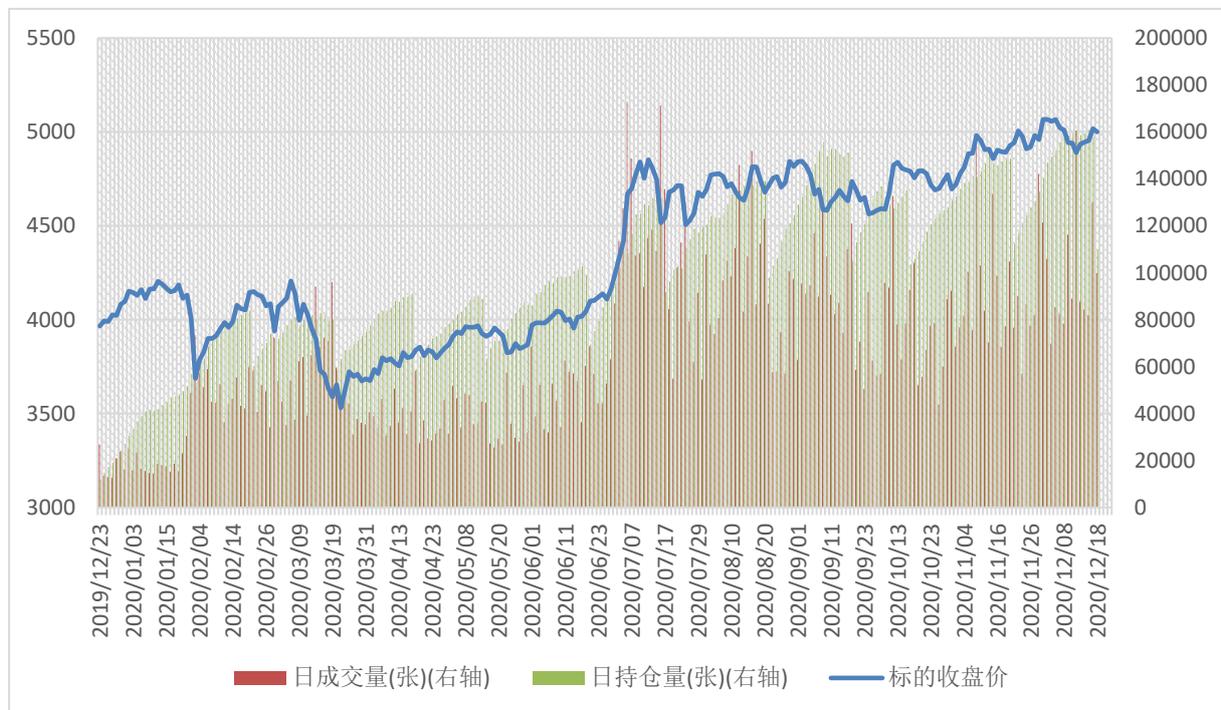
### (一) 沪深 300 股指期权运行情况

#### 1、沪深 300 股指期权成交持仓情况

截止到 2020 年 12 月 28 日，沪深 300 股指期权累计总成交 1596.95 万张，日均成交 6.82 万张，日最高成交量为 17.29 万张，日最低成交量为 1.43 万张，其中认购期权总成交量为 915.32 万张，日认购最高成交量为 10.20 万张，日认购最低成交量为 0.89 万张，认沽期权总成交量为 681.63 万张，日认沽最高成交量为 7.94 万张，日认沽最低成交量为 0.50 万张。

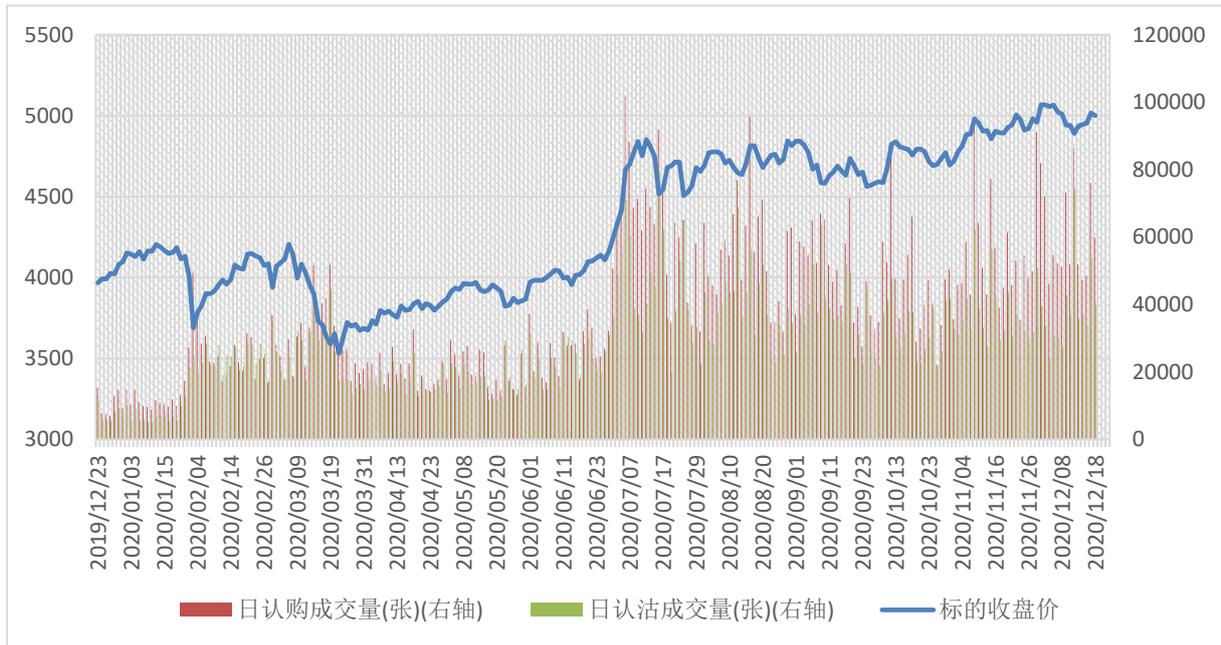
沪深 300 股指期权日均持仓 10.25 万张，日最大持仓 16.08 万张，日最低持仓 3.07 万张，其中认购期权日均持仓为 5.43 万张，日最大认购持仓 8.94 万张，日最低认购持仓 1.65 万张，认沽期权日均持仓为 4.82 万张，日最高认沽持仓 7.72 万张，日最低认沽持仓 1.42 万张。

**图 15：沪深 300 股指期权日成交量和持仓量**



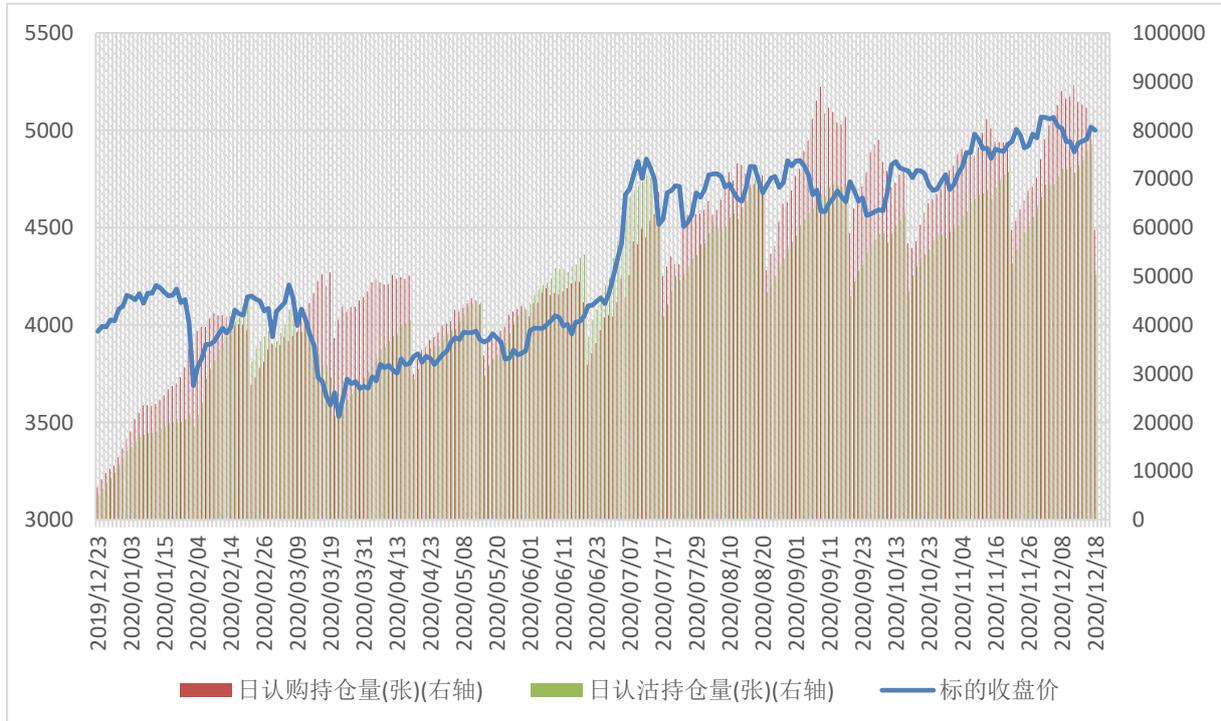
数据来源：Wind，倍特期货

**图 16: 沪深 300 股指期权日认购认沽期权成交量**



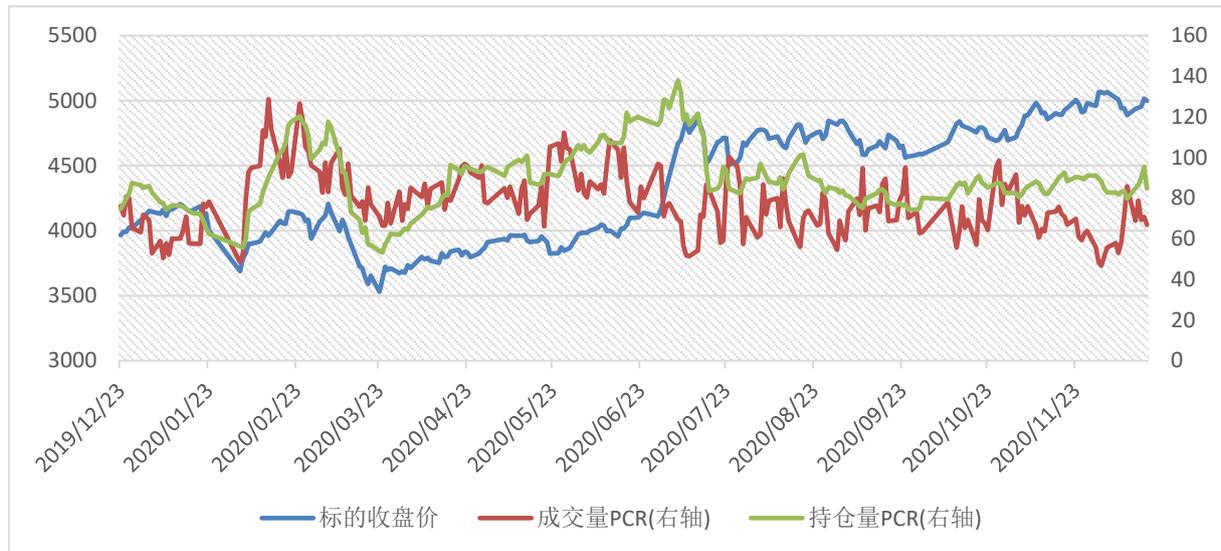
数据来源: Wind, 倍特期货

**图 17: 沪深 300 股指期权日认购认沽期权持仓量**



数据来源: Wind, 倍特期货

图 18: 沪深 300 股指期权成交量和持仓量 PCR



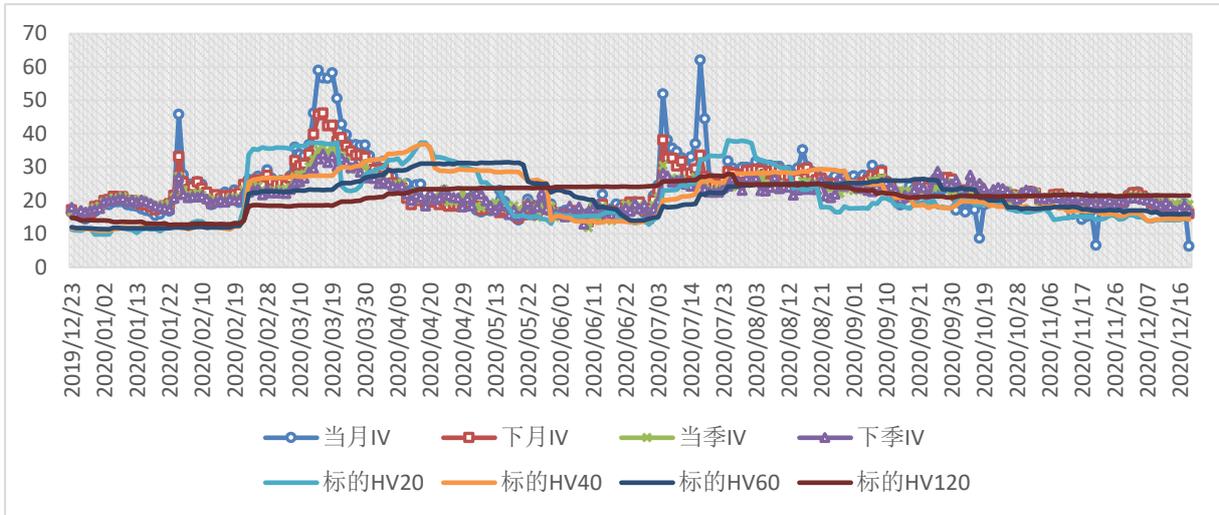
数据来源: Wind, 倍特期货

图 18 展示了沪深 300 指数与 PCR 的关系。从 PCR 角度来看, 沪深 300 股指期权持仓量 PCR 与指数相关性很高, 成交量 PCR 虽然波动很大, 但是整体趋势与指数呈现负相关关系; 成交量 PCR 波动区间为(46,129), 持仓量 PCR 波动区间为(53,138)。可以看出持仓量 PCR 在 50 和 110 附近是非常好趋势指标, 如果行情陷入震荡, 持仓量 PCR 的指导作用就很小。

## 2、沪深 300 股指期权波动率情况

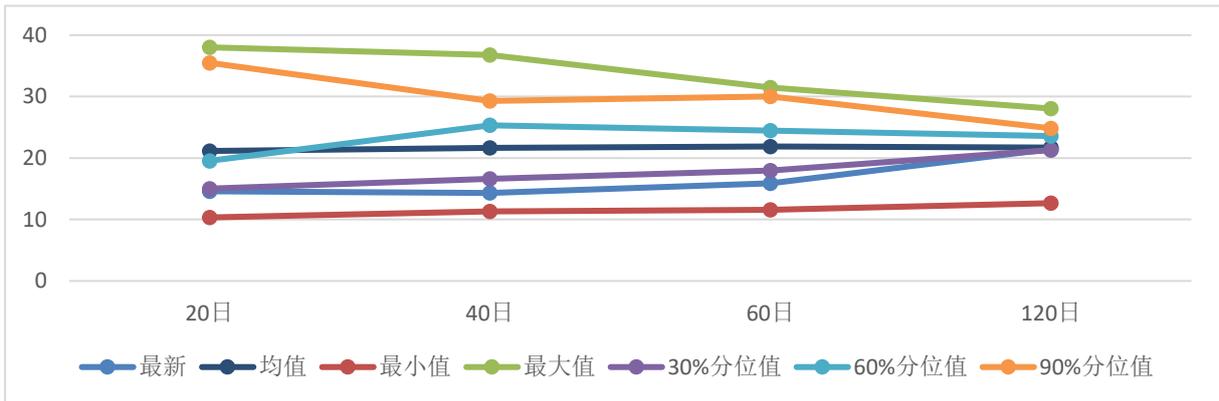
从图 19、20、21 来看, 2020 年沪深 300 股指期权的波动率整体变动呈现出阶段性行情。从上市至 1 月底, 隐含波动率基本处于 10%~25%之间, 整体处于均值附近运行。春节假期期间, 受疫情影响, 全球市场出现不同幅度的下跌, 在此背景下, 2 月 3 日国内市场开盘, 各指数均大幅跳空, 隐含波动率则大幅高开。至 2 月底, 随着市场的逐步回暖, 隐波逐渐走低回归均值附近。在此阶段, 国外疫情处于起步阶段。三月, 在国外疫情全面爆发, 原油市场大幅波动, 以及美元流动性危机的多因素条件影响下, 海外市场出现剧烈波动; 国内市场则在全球恐慌的背景下, 市场连续下探, 隐波则处于高位运行, 并且一度达到 60%附近。六月底之前, 在全球疫情边际影响递减的情况下, 隐波从高位逐步回落至均值水平附近, 卖方可谓是迎来一波大行情。七月, 在 A 股市场波动加剧的情况下, 隐波再次出现急剧上涨, 当月隐波最高甚至冲破前期高点。在这之后隐波开始逐步回落, 回归均值附近, 十月以来隐波进一步回落且出现低于均值的情况。

图 19: 沪深 300 股指期权隐含波动率和历史波动率



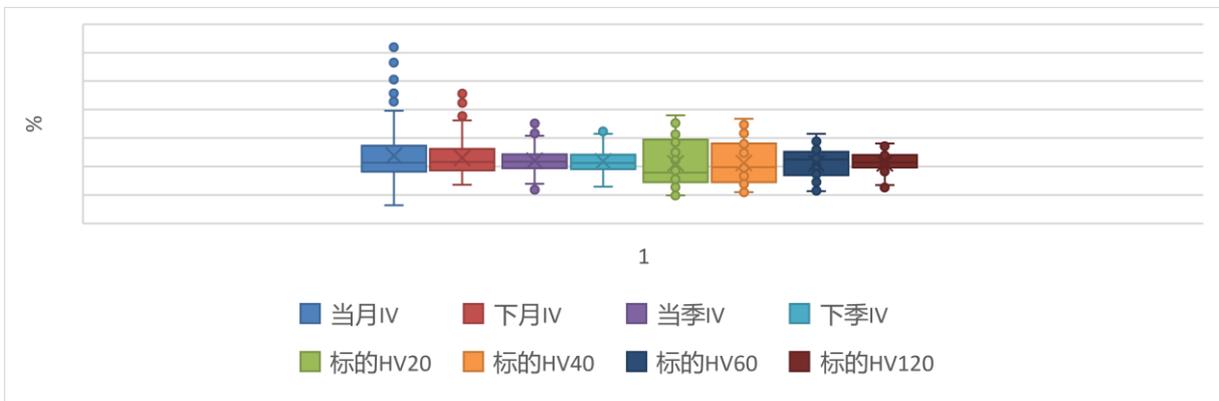
数据来源: Wind, 倍特期货

图 20: 沪深 300 股指期权历史波动率锥



数据来源: Wind, 倍特期货

图 21: 沪深 300 股指期权波动率箱型图



数据来源: Wind, 倍特期货

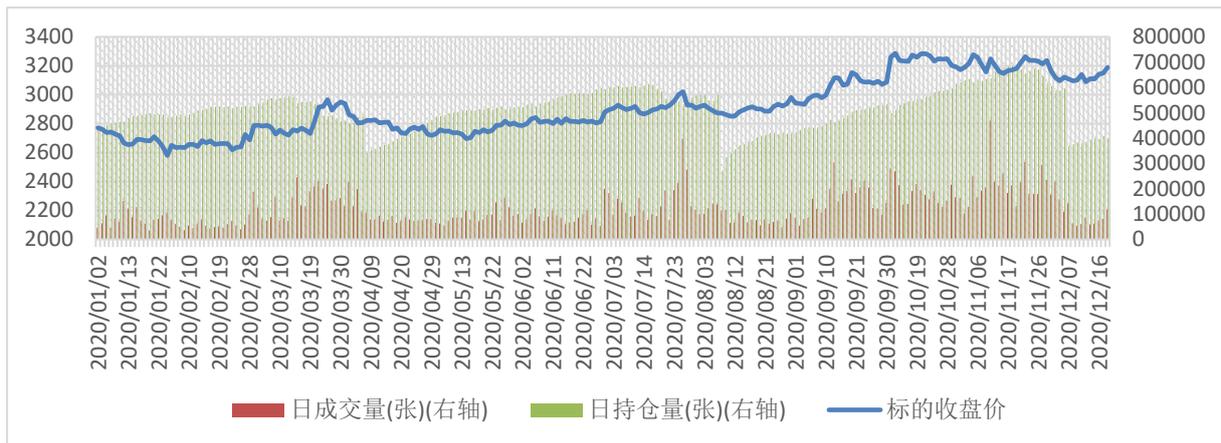
## (二) 豆粕期权运行情况

### 1、豆粕期权成交持仓情况

截止到 2020 年 12 月 28 日，豆粕期权累计总成交 2888.50 万张，日均成交 12.34 万张，日最高成交量为 46.99 万张，日最低成交量为 3.64 万张，其中看涨期权总成交量为 1943.19 万张，日看涨最高成交量为 31.30 万张，日看涨最低成交量为 2.04 万张，看跌期权总成交量为 945.30 万张，日看跌最高成交量为 15.69 万张，日看跌最低成交量为 1.05 万张。

豆粕期权日均持仓 51.36 万张，日最大持仓 68.83 万张，日最低持仓 27.22 万张，其中看涨期权日均持仓为 31.18 万张，日最大看涨持仓 40.51 万张，日最低看涨持仓 14.71 万张，看跌期权日均持仓为 20.18 万张，日最高看跌持仓 31.73 万张，日最低看跌持仓 12.03 万张。

**图 22：豆粕期权日成交量和持仓量**



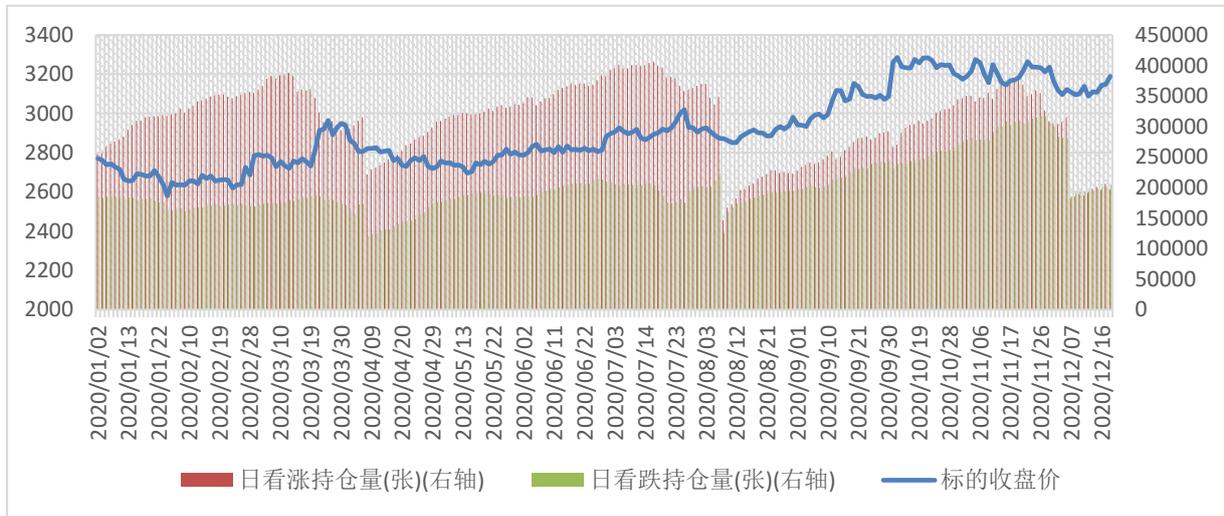
数据来源：Wind，倍特期货

**图 23：豆粕期权日看涨期权和看跌期权成交量**



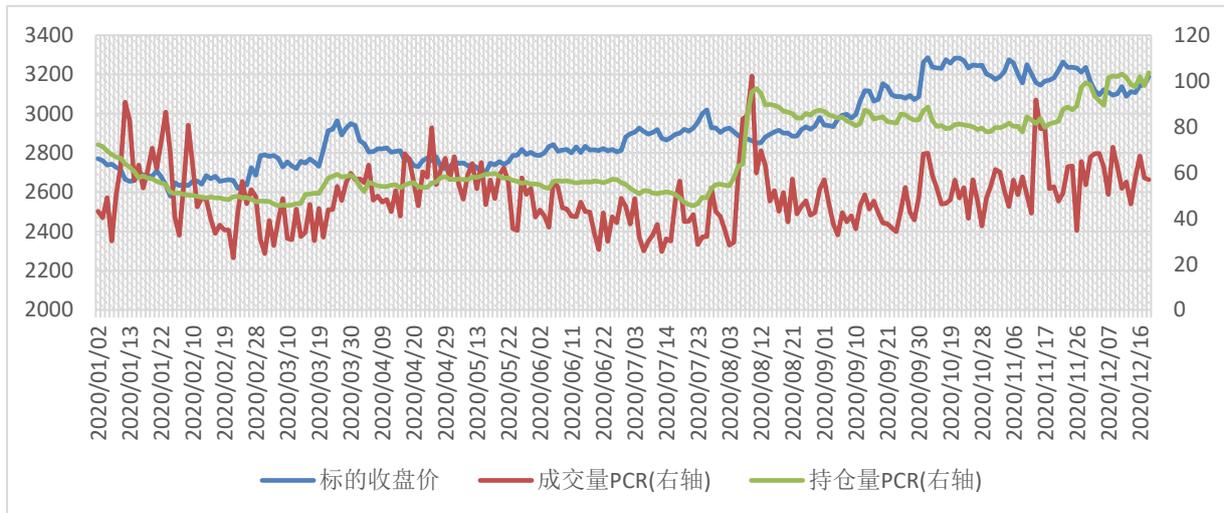
数据来源：Wind，倍特期货

**图 24: 豆粕期权日看涨期权和看跌期权持仓量**



数据来源: Wind, 倍特期货

**图 25: 豆粕期权成交量和持仓量 PCR**



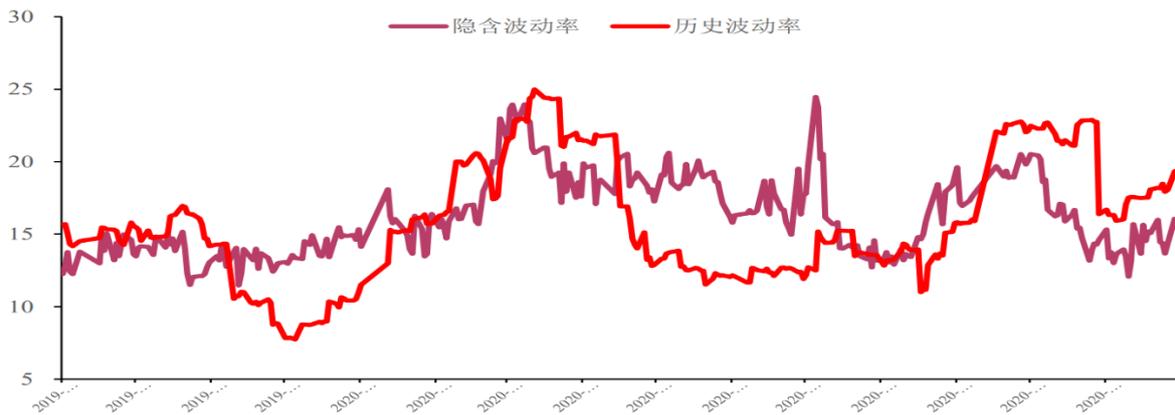
数据来源: Wind, 倍特期货

图 25 表明, 豆粕期权的成交量 PCR 波动区间为(22,103), 持仓量 PCR 波动区间为(45,104)。成交量 PCR 与标的价格整体呈负相关关系, 持仓量 PCR 在 50 附近能起到择时作用, 但由于震荡区间较长, 高点择时作用甚小。

## 2、豆粕期权波动率情况

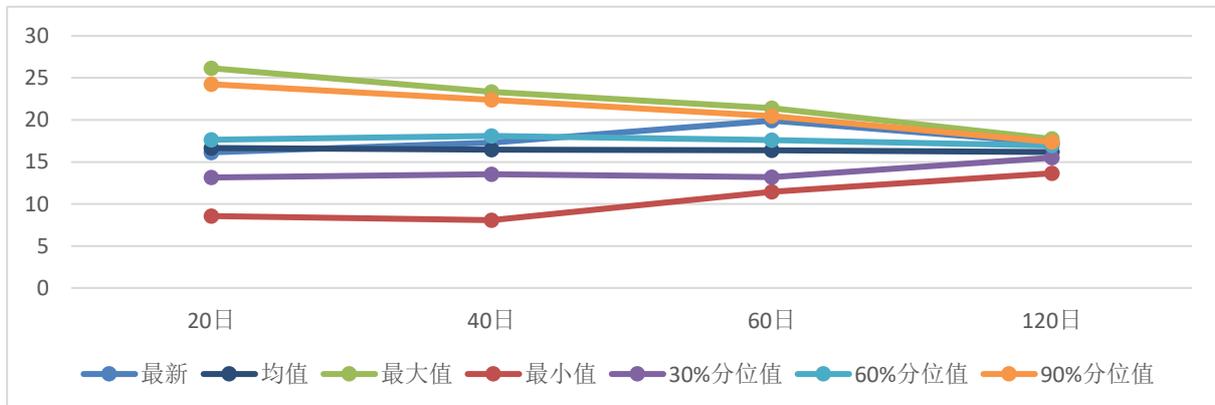
自 2019 年 12 月起，在中国加大美国大豆采购后供给变得充足，价格开始缓慢回落，直至春节期间国内爆发新冠疫情，节后开盘豆粕 05 直接触底年内最低点 2527，随后 2 月疫情爆发导致国内外交通短期都受阻，再加上节后饲料企业补库，豆粕价格自低位开始回升，南美疫情导致巴西和阿根廷港口大豆装运出现问题，2009 合约冲高高点 3011，豆粕期权的隐含波动率在此背景下从 7% 附近触底反弹，一路拉升，突破均值达到年内最高点 25% 左右；9 月之前，豆粕处于震荡行情中，唯一一次突破没有形成有效突破，这期间，期权波动率也从高位一路回落至均值附近；9 月之后，由于巴西干旱导致大豆播种进度滞后，以及美豆销售继续向好，美豆出口持续保持高位，美豆价格再度创出新高，豆粕价格也不断攀升，一度创出年内新高，隐波也跟随行情迎来上涨。

图 26：豆粕期权隐含波动率和历史波动率



数据来源：Wind，倍特期货

图 27：豆粕期权历史波动率锥



数据来源：Wind，倍特期货

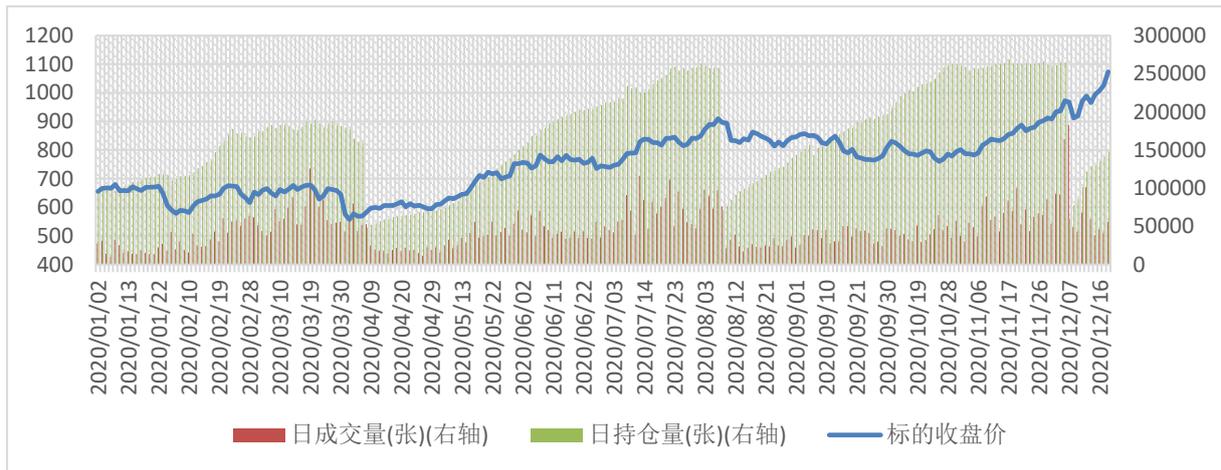
### (三) 铁矿石期权运行情况

#### 1、铁矿石期权成交持仓情况

截止到 2020 年 12 月 28 日，铁矿石期权累计总成交 1098.10 万张，日均成交 4.69 万张，日最高成交量为 18.33 万张，日最低成交量为 1.05 万张，其中看涨期权总成交量为 448.92 万张，日看涨最高成交量为 9.05 万张，日看涨最低成交量为 0.42 万张，看跌期权总成交量为 649.18 万张，日看跌最高成交量为 9.75 万张，日看跌最低成交量为 0.55 万张。

铁矿石期权日均持仓 16.88 万张，日最大持仓 26.86 万张，日最低持仓 4.85 万张，其中看涨期权日均持仓为 5.99 万张，日最大看涨持仓 9.58 万张，日最低看涨持仓 1.80 万张，看跌期权日均持仓为 10.88 万张，日最高看跌持仓 18.63 万张，日最低看跌持仓 2.66 万张。

**图 28：铁矿石期权日成交量和持仓量**



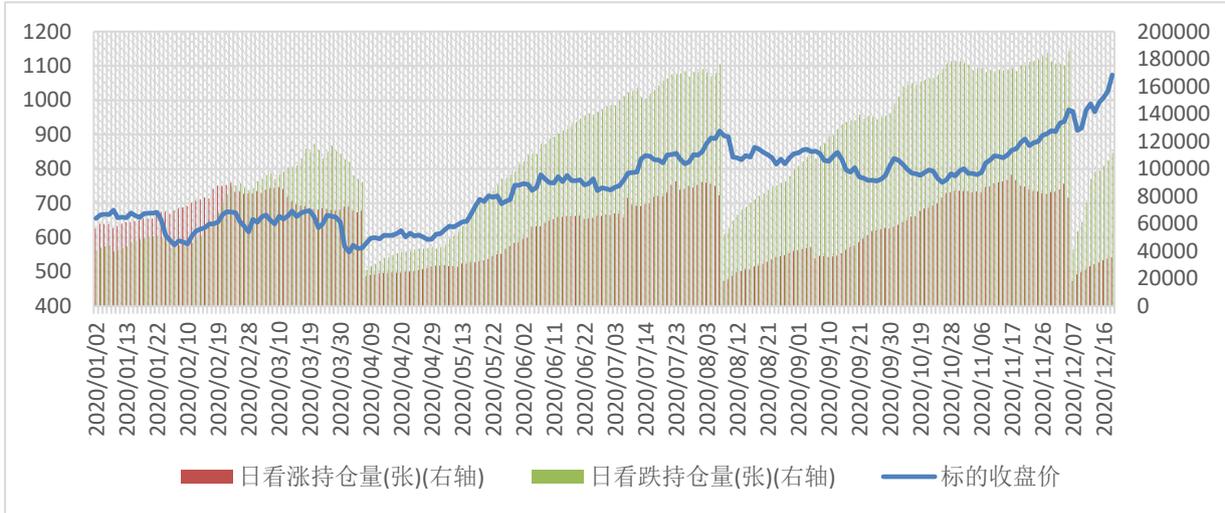
数据来源：Wind，倍特期货

**图 29：铁矿石期权日看涨期权和看跌期权成交量**



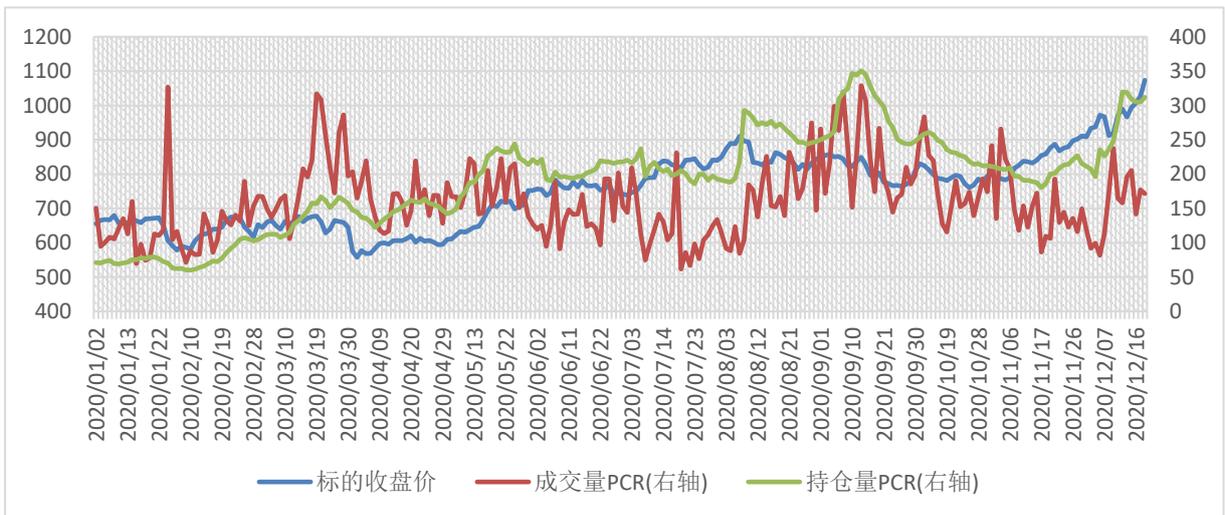
数据来源: Wind, 倍特期货

**图 30: 铁矿石期权日看涨期权和看跌期权持仓量**



数据来源: Wind, 倍特期货

**图 31: 铁矿石期权成交量和持仓量 PCR**



数据来源: Wind, 倍特期货

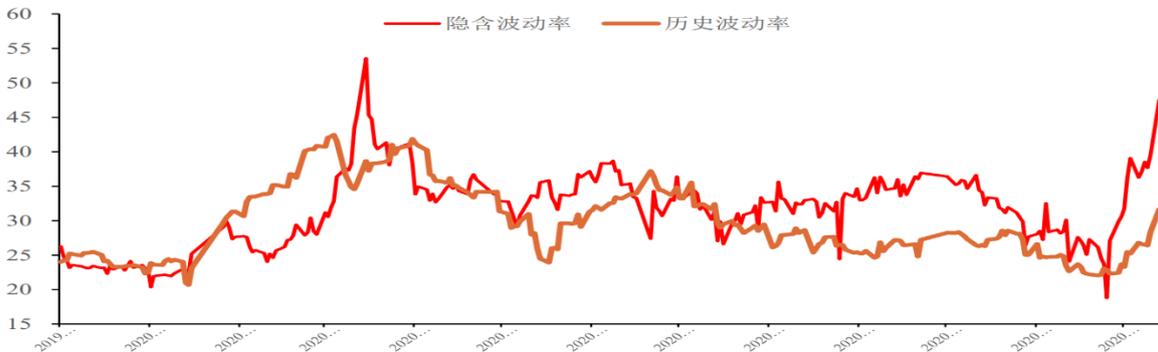
从图 31 可以看到，成交量 PCR 波动区间为(61,329)，持仓量 PCR 波动区间为(60,351)。持仓量 PCR 与标的行情走势高度正相关，并且由于铁矿石今年的大单边行情，PCR 的高点都很高。

## 2、铁矿石期权波动率情况

2020年，黑色商品现货价格整体呈先抑后扬态势。疫情初期，煤焦现货价格相对坚挺，而螺矿现货价格出现大幅下挫，铁矿石现货价格一度下跌超过12%。而随着国内疫情得到有效控制，国内钢材消费恢复，钢厂加大生产力度，铁水产量一路提升，铁矿石现货价格出现大幅上涨。至8月底，铁矿现货价格年内上涨幅度接近38%，随后铁矿石现货价格于9月中旬开始出现回调，回调至11月上旬再度反弹，截止11月20日，铁矿石现货全年上涨30%。

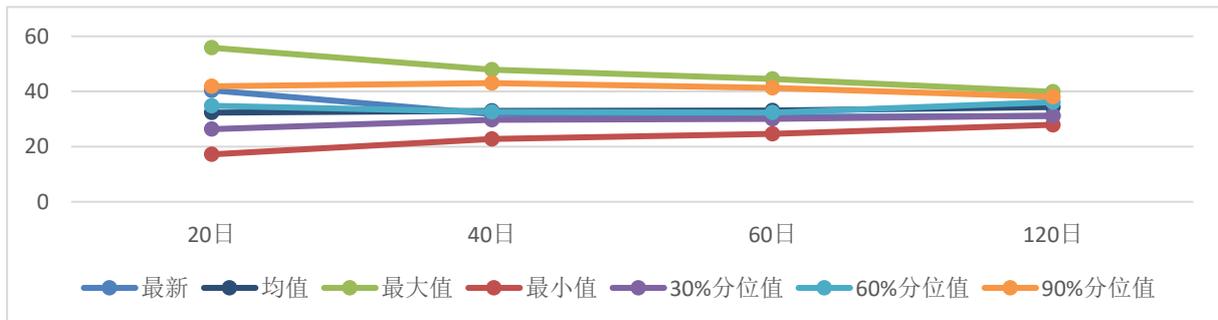
伴随着现货端价格的上涨，黑色主要品种煤焦钢矿期价也均大幅上涨，从煤焦钢矿指数涨跌幅情况来看，黑色原料端上涨幅远高于成材端。截止到12月18日，铁矿涨幅高达66.74%，焦炭期货受益于供给侧改革后期发力，年内涨幅达到42.12%。从铁矿指数来看，一季度，铁矿期货价格受疫情影响，节后出现大幅下挫，铁矿石期权隐波则迎来一波快速上涨，最高处接近55%；随后期价呈宽幅震荡向上，隐波则随之回落至均值30%水平附近；5月后呈上涨态势，一波流畅的上涨行情持续到9月，隐波在均值以上震荡；经过2个月的调整后再度出发向上，隐波也从回落均值以下水平快速回升并不断上涨。

**图 32：铁矿石期权隐含波动率和历史波动率**



数据来源：Wind，倍特期货

**图 33：铁矿石期权历史波动率锥**



数据来源：Wind，倍特期货

## 三、期权市场策略分析及展望

### （一）沪深 300 股指期权策略分析及展望

从 2020 年沪深 300 股指期权的运行情况来看，整体呈现稳中有进的态势，尤其是在中金所两次松绑股指期权交易限额后，下半年股指期权成交规模及流动性显著提升。波动率方面，2020 年度波动率的阶段性运动，充分体现了期权工具对于市场情绪的表达，同时为投资者提供了波动率交易的机会。

展望 2021 年度股指期权行情，成交及持仓规模或将进一步提升，股指期权将成为众多投资者及机构进行风险管理和财富管理的重要工具。策略选择方面，2021 年一季度指数或将震荡上行，投资者可以考虑逢低介入虚值看涨，亦或结合现货构建备兑看涨策略，或通过动态移仓构建牛市组合或比例看涨组合策略。波动率方面，当前股指期权隐含波动率整体处于历史均值以下，投资者可以关注隐波变化，若出现回升，可以考虑介入做多波动率，若波动率升至均值以上，则可以考虑逐步做空波动率，但需关注仓位管理等风险，并做好当前策略基础上的转换。

### （二）豆粕期权策略分析及展望

明年一季度前国内大豆进口供应充足，但后期进口供应取决于南美新作产量情况，按目前南美产区降雨偏少预期，南美新作产量或不及预期，二季度以后国内进口大豆供应形势趋紧。生猪养殖恢复稳步推进，明年饲料需求仍维持增长趋势，从而带动豆粕消费需求增加，目前预估明年豆粕消费同比增长且略高于今年消费增速。目前全国豆粕库存在 100 万吨左右，短期库存水平仍偏高，但是库存压力主要是来自于阶段性进口大豆到港和开机较高，未来随着国际大豆供应偏紧，国内豆粕库存有望改善。随着全球大豆供需趋紧，明年 CBOT 美豆价格有望维持上涨趋势，美豆期货价格上涨和南美大豆升贴水的潜在上涨空间都为国内豆粕价格提供了成本支撑。

目前，豆粕基本行情预期上涨，其核心驱动在于成本推升，美豆库存预期紧张，南美大豆天气炒作可能和中美第一阶段贸易协议的执行这三个因素都将推动进口成本上涨；同时国内生猪超高养殖利润为豆粕价格未来上涨预留充足空间。交易上，可以考虑回调过程布局中长期的虚值看涨期权，注意节奏把握，进行移仓，另外关注隐波变化，豆粕作为比较早上市的商品期权品种，隐波变化稳

定，做好隐波的择时策略，在隐波走高的背景下，考虑做空隐波。

### （三）铁矿石期权策略分析及展望

2020 年是不平凡的一年，受新冠疫情影响，第一季度国内钢铁行业受到严重冲击，成材端消费停滞，市场悲观情绪蔓延，国内粗钢消费同比下滑 8.7%，大量铁元素在成材端累积，而矿石进口同期并未出现下降，铁矿石期现货价格大幅下跌。而随着国内疫情控制住后，国内各行业复工复产稳步推进，钢材消费需求渐起，财政政策与货币政策并行，进一步推动钢材消费，二季度钢材平均消费增速高达 18.6%，上半年国内钢材消费 V 型反转。三、四季度钢材消费延续高增长，刺激国内铁水产量创新高，铁矿消费大幅增长，港口库存连续去化，铁矿石期现货价格大幅拉升。整体来看，2020 年国内钢材消费并未因疫情而大幅下滑，反而出现新的增量。成材端的产销两旺，造成原料端需求旺盛。

2021 年，预期铁矿供应增量整体有限，而需求将围绕国内消费持续性和海外钢铁行业复工复产展开，在国内需求预计小幅增长下，海外复产节奏将成为矿石需求端的关键因素。预计 2021 年铁矿石仍将维持紧平衡，矿石价格将维持高位运行。交易上，首先考虑波动率策略，当前隐波不断放大，密切关注波动率走向，可逐渐布局做空波动率策略，等待隐波回落至均值附近考虑观望反向；趋势策略上，整体先以区间价差策略为主，建议紧跟持仓量 PCR 择时效果，在 PCR 触顶时开始介入虚值看跌期权，待回调后，可择机增加合约组成价差策略组合，已达到控制风险的目的。此外多关注钢材消费变化情况和海外复产节奏，中澳关系等，调整期权节奏。

## 四、总结

LPG 期权作为大商所首个能源品种，将在助力企业应对价格波动风险、完善贸易定价机制等方面发挥积极作用，对于衍生品市场服务实体经济意义重大。聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）和线型低密度聚乙烯（LLDPE）期权挂牌交易，是我国首次在同一产业板块同步上市 3 个期权工具，将进一步丰富塑料化工板块的衍生工具体系，加大有效金融服务供给，引领衍生品市场在发挥市场中枢作用、促进要素配置市场化、服务实体经济的进程中更进一步。动力煤期权的上市是对动力煤期货的有益补充，有利于引导更多产业客户、机构客户参与交易，优化市场投资者结构，不断提升市场运行质量，增强市场韧性；有利于丰富风险管理工具，更好地满足产业企业多样化精细化避险需

求，助力保障相关产业链、供应链稳定；有利于进一步完善煤炭价格形成机制，更好服务煤炭和电力市场化改革，维护国家能源安全。铝期权、锌期权是铝期货、锌期货的有效补充，它们上市交易将提高有色企业风险管理的灵活性，进一步增强有色企业的竞争力，完善铝、锌期货市场价格形成机制，提升我国铝、锌期货市场的影响力；为实体企业提供了新的对冲工具，便于企业利用期权构建更具有针对性的套期保值方案，丰富了要素市场服务实体经济的能力，使这两个品种现货与期货市场更加立体、有效和稳定。

伴随着 2020 年众多期权的隆重登场，国内期权市场的深度和广度均得到很大的提升，投资者也有更多期权交易策略方面的选择和机会。目前整个期权市场已经上市 22 个期权品种，其中金融期权 4 个，商品期权 18 个，今年以来各期权品种的月成交量和成交额都在稳步上升，投资者正在逐渐熟悉使用期权进行投资。未来更多品种期权的上市也已经提上日程，当前大商所正在加快油脂油料期权品种的上市步伐，加快推进豆油、棕榈油期权品种的研发；郑商所的未来规划中，也已将菜油期权提上日程；上期所的可有金属期权产品也将有逐渐上市的预期，因此 2021 年同样值得期待。

## ❏ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



### 倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	<a href="http://www.btqh.com">www.btqh.com</a>