



## 春节假期后的期权市场猜想与思考

### 一、期权市场分析

- 金融期权市场，春节期间，受国内新型冠状病毒疫情影响，外盘市场出现较大波动，恒生指数及富时 A50 期货均出现较大跌幅，历史波动率有所回升，我们预计国内 A 股市场或将大幅低开。同时，我们梳理了 2016 年以来，50ETF 当日涨跌幅超过 3% 以上情形下的 50ETF 期权市场表现，为当前 50ETF 及沪深 300 系列期权市场提供参考。
- 商品期权市场，从外盘假期内的行情来看，国内开盘后商品可能存在较大波动的品种为铁矿石、沪铜、豆粕及棉花等。文章梳理了上述品种相关期权运行现状及波动率情况，并结合已上市期权品种极端行情下的表现为投资者提供参考。

### 二、推荐策略

- 金融期权方面，投资者可结合期权隐含波动率水平考虑通过买入认沽期权或卖出认购期权对多单持仓进行对冲。此外，对于认沽期权卖方而言，开盘将面临方向及波动率带来的较大风险，可依据波动率及标的变动情况，考虑进行平仓止损或卖出认购等措施进行善后。同时，期权卖方需要注意的是，若节前将双卖头寸申请成卖出宽跨式组合，在当前新组合保证金制度下，需进行解锁操作方可对认沽义务仓进行平仓处理，因此需关注账户资金情况。此外，投资者需要关注期权市场熔断机制，避免因熔断而引发操作风险。
- 商品期权方面，对于铁矿石或沪铜期货多单的投资者而言，若开盘标的处于跌停状态，投资者可考虑买入深度实值看跌期权进行风险对冲，或利用平值期权合成期货空单。对于铁矿石或沪铜期货空单的投资者而言，可以在继续持有标的空单的基础上，在隐含波动率大幅上涨的情况下卖出虚值看跌期权以增强收益，或在隐含波动率未发生较大变动的情况下买入虚值看涨期权进行风险保护。

期权部 周猛

金融衍生品首席分析师

期权部 曹柏杨

期权高级研究员

☎022-23159356-808

✉caoboyang@ydqh.com.cn

从业资格证号：F3012907

投资咨询证号：Z0012931

国内金融市场开盘将至，漫长的假期发生了许许多多的故事。抗击疫情的战役还在继续，英国与欧盟也步入了和平分手期，期货市场个人持仓已经进入交割月，期权市场金融期权正在度过史上最长行权期。我们整理了对下周期权市场具有参考意义的外盘行情，如下

表 1：春节假期国际市场涨跌对比

品种	1月23日 15:00报价	1月31日 收盘价	假期涨跌幅
马棕油	2944	2599	-11.72%
铁矿FE	91.00	81.1	-10.88%
LmeS铜	6082	5560.5	-8.57%
布伦特原油	61.49	56.66	-7.85%
富时A50	13735.00	12767.50	-7.04%
恒生指数	27790.45	26312.63	-5.32%
美大豆	910.6	872.4	-4.20%
ICE棉花	70.29	67.41	-4.10%
标普500	3321.81	3225.52	-2.90%
美豆粕	298.2	291.0	-2.41%
美玉米	389	382	-1.80%
ICE原糖	14.64	14.55	-0.61%
COMEX黄金	1562.9	1593.4	1.95%

以外盘作为参考，可以预见的是，下周国内的 A 股市场以及部分商品将经历一番惊涛骇浪，我们分别从金融期权与商品期权视角，针对市场进行一下猜想与思考。

## 一、金融期权（50ETF 期权及沪深 300 系列期权）

金融期权方面，2019 年 12 月 23 日沪深 300 系列期权上市以来，市场流动性逐步提升。从春节前金融期权各品种的成交情况来看，50ETF 期权成交占有量过半，但值得注意的是，上交所华泰柏瑞 300ETF 期权成交量在显著提升，目前正逐步接近 50ETF 期权成交量。从节前持仓情况来看，华夏 50ETF 期权持仓量占比为 67%，华泰 300ETF 期权持仓量占比为 26%，具体成交及持仓情况如下图：

图 1：金融期权近期成交情况  
金融期权成交情况

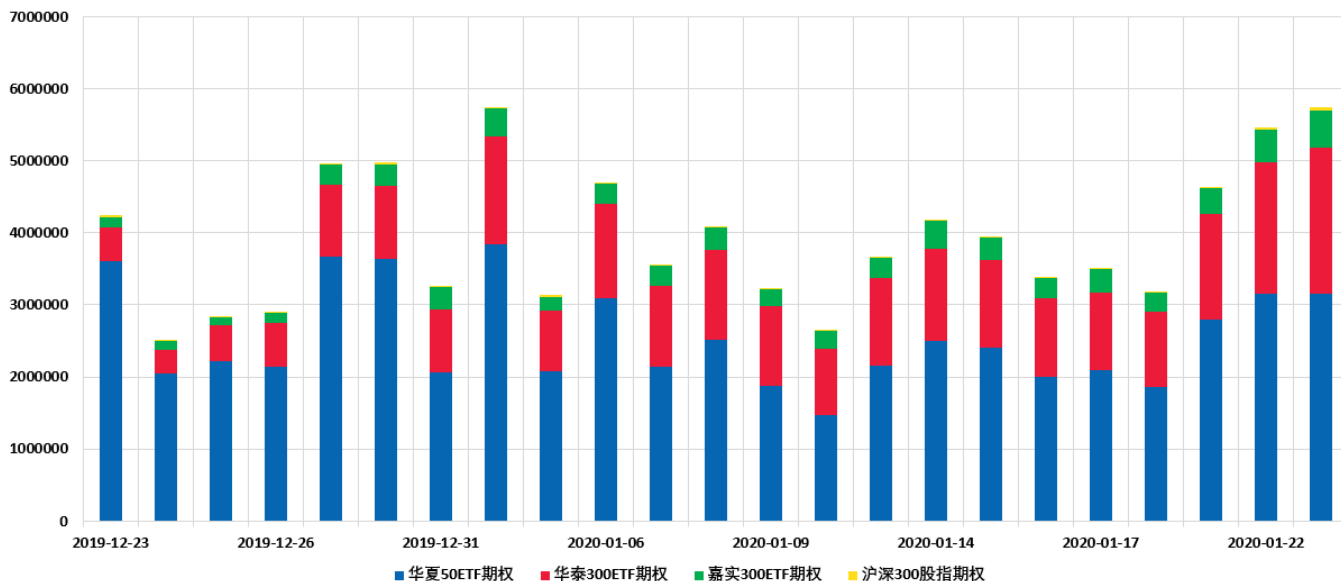
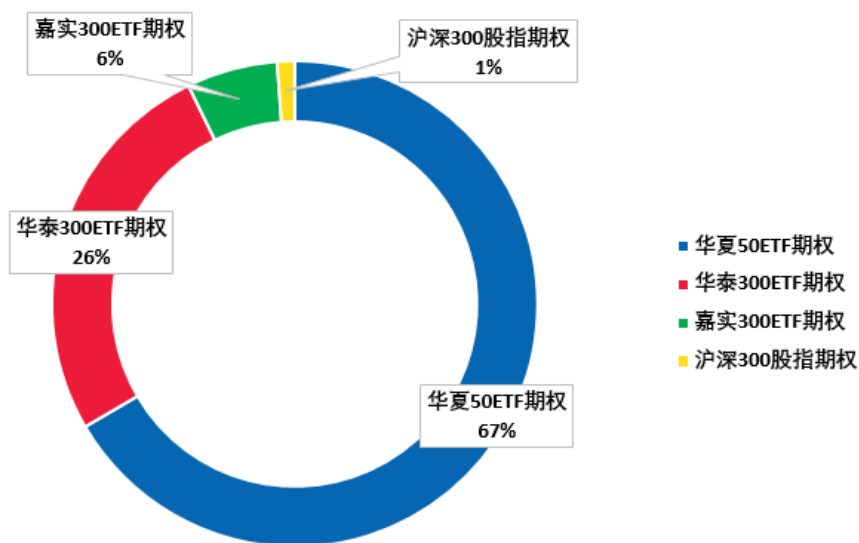


图 2：金融期权当前持仓情况  
金融期权持仓对比 (2020-01-23)



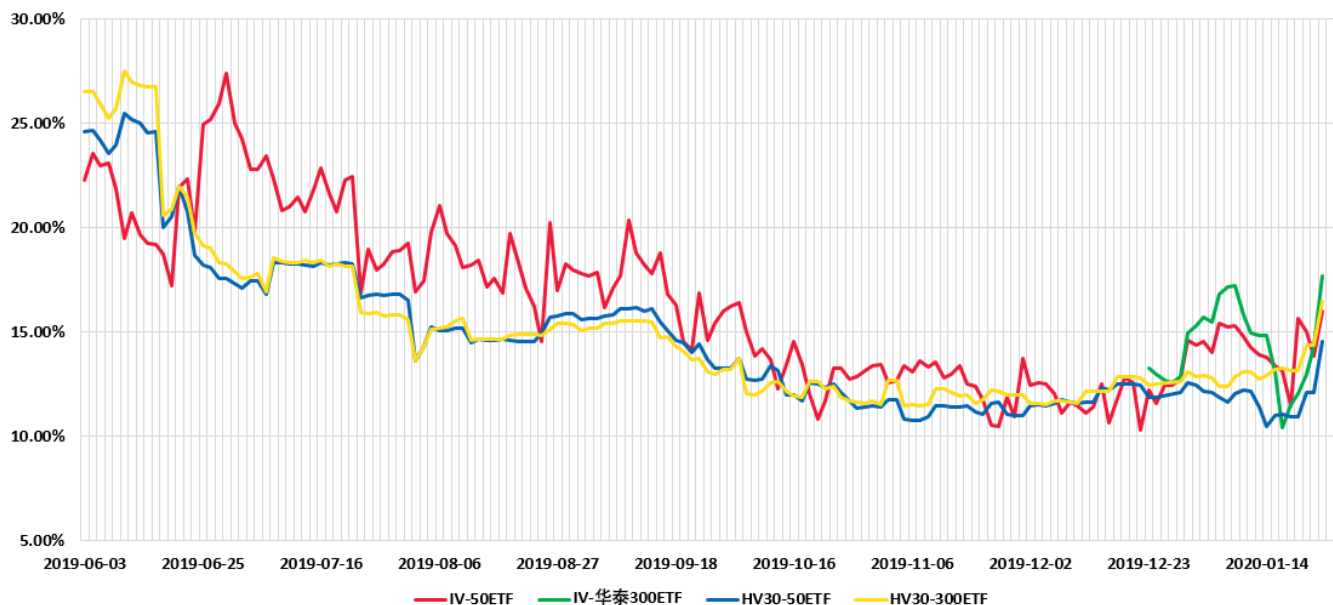
上文提到，由于恰逢春节假期，目前 50ETF 期权及沪深两个 300ETF 期权正在经历史上最漫长“行权—交收—处理持仓”这一环节。

- 行权日：2020 年 1 月 22 日；
- 交收日：2020 年 1 月 23 日；
- 认购期权权利方通过行权得到的合约标的在行权交收日下一交易日（2020 年 2 月 3 日）起可以卖出。

通过1月的“行权—交收—处理持仓”环节可以看到，在50ETF期权及300ETF期权的行权过程中，风控显得尤为重要。同时，春节假期这段行情，也充分体现出了期权的保险功能。

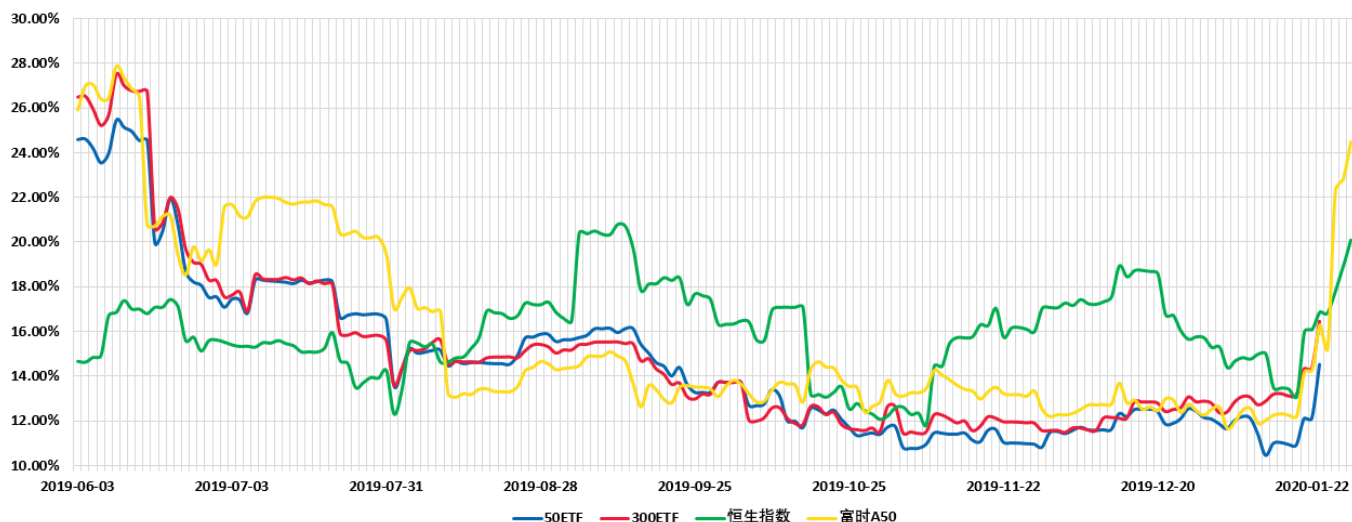
回到金融期权市场，从波动率方面来看，自沪深300系列期权上市以来，金融期权各品种波动率均出现明显走升，至1月中旬有所回落，春节前受疫情影响，隐含波动率再次反弹。根据节前市场运行数据，截止至1月23日收盘，成交及持仓较大的50ETF30日历史波动率为14.53%，2月合约平值隐含波动率为15.98%，华泰柏瑞300ETF30日历史波动率为16.46%，2月合约平值隐含波动率为17.70%，300ETF期权隐含波动率日均高于50ETF期权隐含波动率约为1%左右。同时，股指期权隐含波动率明显高于其他金融期权品种。2019年下半年至节前50ETF及华泰柏瑞300ETF期权历史波动率及隐含波动率走势如下：

**图3：金融期权近半年波动率情况**  
近半年上交所50ETF与300ETF历史及隐含波动率变动



春节期间，受国内新型冠状病毒疫情的影响，外盘市场出现较大波动。以恒生指数及富时A50期货主力行情为参考，截止至2020年1月31日，恒生指数收于26312.63，较23日15:00下跌5.32%，A50主连收于12767.50，较23日15:00下跌7.04%。从30日历史波动率角度来看，截止至1月31日，恒生指数30日历史波动率为20.89%，较23日的16.88%上升4.01%，A50主连30日历史波动率为24.68%，较23日的16.28%上升8.4%，各指数30日历史波动率走势对比如下图所示。以此为参考，2月3日开盘，上证50及沪深300等指数或将大幅低开，30日历史波动率亦将出现较大拉升。

图 4：各指数近半年波动率情况对比  
30日历史波动率对比



对于可能出现的极端行情，我们梳理了 2016 年以来，50ETF 日内涨跌幅超过 3% 以上情况下，期权市场隐含波动率的反应（2015 年年初 50ETF 期权上市，考虑到 2015 年的市场行情以及期权市场流动性等原因，我们未将 2015 年数据纳入参考范围）。

2016 年年初至 2020 年年初，50ETF 日内涨跌幅超过 3% 的交易日为 27 天，其中涨幅超过 3% 的天数为 13 天，跌幅超过 3% 的天数为 14 天，最大涨幅在 2019 年 2 月 25 日，当日涨幅达 7.56%，也就是创造 192 倍网红期权的那一天，最大跌幅在 2016 年 1 月 7 日，当日跌幅达 6.04%，也就是 A 股因触发熔断阈值而提早收盘的那一天。我们针对上述 27 个交易日的期权数据进行了统计，从收盘数据来看（剔除掉 2019 年 2 月 26 日数据影响），在期权标的出现极端行情下，50ETF 期权合约多数情况下认购与认沽期权隐含波动率将同时上涨，其中平值认购期权隐含波动率上涨幅度均值为 4.07%，平值认沽期权隐含波动率上涨幅度均值为 4.60%，认沽期权隐含波动率上涨幅度较大，这主要源于极端行情下投资者迫切需要买入认沽期权进行风险保护，从而拉涨了认沽期权的隐含波动率。此外，从 50ETF 期权日内涨跌幅与期权隐含波动率变动的散点图来看，标的日内波动越大，则期权隐含波动率变动越大，而这也符合投资者对于市场的认识。

图 5：极端行情下 50ETF 期权隐含波动率表现

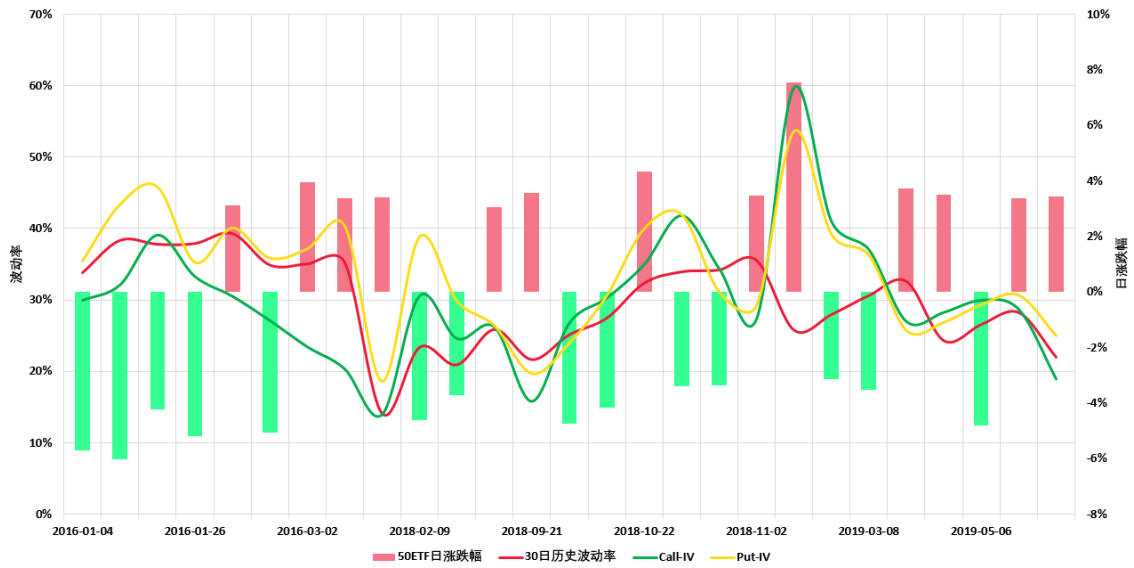


图 6：极端行情下 50ETF 期权隐含波动变动（当日与前一交易日比较）

极端行情下的 50ETF 平值期权隐含波动率变动情况

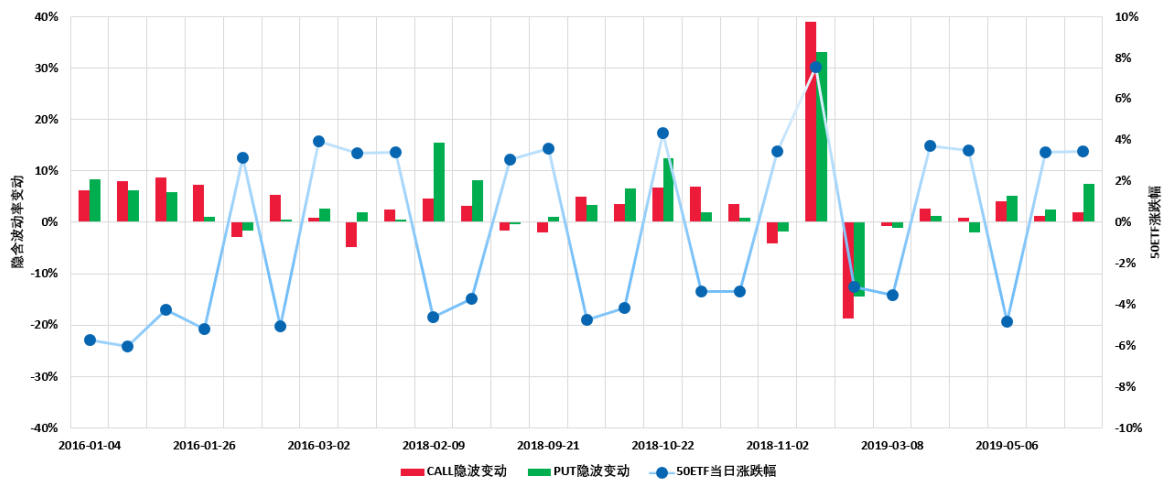


图 7：极端行情下 50ETF 期权隐含波动变动与 50ETF 涨跌幅对比

极端行情下的隐含波动率变动情况

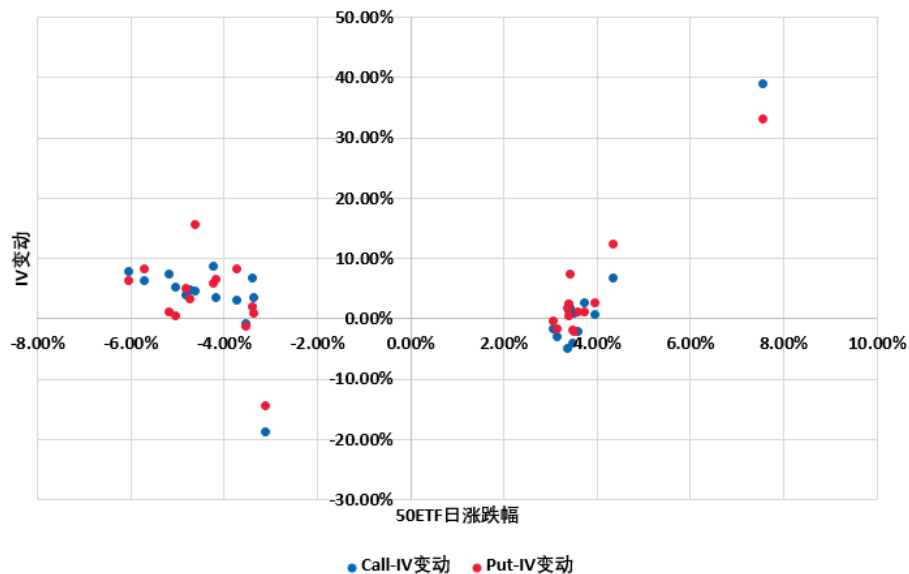


表 2：极端行情下 50ETF 期权相关数据

日期	50ETF 收盘价	50ETF日 涨跌幅	30日历史波 动率	Call-IV	Put-IV	Call-IV 变动	Put-IV 变动
2016-01-04	2.278	-5.71%	33.80%	29.87%	35.45%	6.29%	8.36%
2016-01-07	2.177	-6.04%	38.33%	32.02%	43.38%	7.95%	6.28%
2016-01-11	2.125	-4.24%	37.78%	39.01%	45.86%	8.79%	5.85%
2016-01-26	1.958	-5.18%	37.87%	33.23%	35.28%	7.38%	1.14%
2016-01-29	1.975	3.13%	39.30%	30.45%	40.08%	-2.95%	-1.55%
2016-02-25	1.936	-5.05%	34.87%	27.06%	35.87%	5.29%	0.49%
2016-03-02	2.049	3.96%	35.01%	23.37%	37.15%	0.81%	2.58%
2016-03-04	2.122	3.36%	35.24%	20.27%	40.41%	-4.81%	1.90%
2016-05-31	2.160	3.40%	14.08%	13.87%	18.57%	2.43%	0.58%
2018-02-09	2.803	-4.63%	23.35%	30.49%	38.84%	4.63%	15.57%
2018-07-02	2.402	-3.73%	20.90%	24.51%	29.82%	3.17%	8.25%
2018-08-07	2.530	3.05%	25.85%	26.15%	26.37%	-1.54%	-0.42%
2018-09-21	2.632	3.58%	21.63%	15.73%	19.64%	-1.99%	1.08%
2018-10-08	2.533	-4.74%	25.12%	26.68%	23.93%	4.94%	3.30%
2018-10-11	2.439	-4.17%	27.44%	30.20%	30.59%	3.52%	6.59%
2018-10-22	2.599	4.34%	32.34%	34.90%	39.99%	6.71%	12.41%
2018-10-23	2.511	-3.39%	33.92%	41.75%	41.96%	6.85%	1.96%
2018-10-29	2.431	-3.38%	34.19%	34.35%	31.13%	3.50%	0.92%
2018-11-02	2.594	3.47%	35.53%	27.27%	29.21%	-4.09%	-1.87%
2019-02-25	2.816	7.56%	25.75%	59.69%	53.67%	39.03%	33.07%
2019-02-26	2.728	-3.12%	27.94%	40.93%	39.20%	-18.76%	-14.47%
2019-03-08	2.675	-3.53%	30.60%	36.98%	36.26%	-0.70%	-1.14%
2019-03-29	2.819	3.72%	32.58%	26.91%	25.71%	2.64%	1.24%
2019-04-16	3.008	3.51%	24.27%	28.19%	26.83%	0.85%	-2.00%
2019-05-06	2.787	-4.82%	26.54%	29.87%	29.31%	4.04%	5.09%
2019-05-10	2.777	3.39%	28.21%	28.61%	30.65%	1.30%	2.52%
2019-06-20	2.954	3.43%	21.96%	18.86%	24.97%	1.86%	7.53%

从 50ETF 期权市场在极端行情下的表现来看，2 月 3 日若市场出现大幅低开，30 日历史波动率及期权隐含波动率必将出现大幅拉升。以 50ETF 期权为例，1 月 23 日收盘价格为 2.925，2 月 3 日若低开 5%，则价格为 2.779，以此价格计算的 30 日历史波动率为 20.36%，则 2 月期权合约平值隐含波动率或将攀升至 25% 以上。需要注意的是，上述数据统计仅以收盘价进行说明，盘中期权隐含波动率可能升至更高。此外，我们针对部分持仓较高的期权合约进行了压力测试，在 50ETF 跌幅不同及隐含波动率上涨幅度不同的情况下的期权理论价格计算，结果如下：

表 3：部分期权合约的压力测试

50ETF购2月2.90		隐含波动率变动		
1月23日收盘价:0.0761		+0%	+5%	+10%
50ETF跌幅	-5%	0.0101	0.0199	0.0311
	-6%	0.0060	0.0139	0.0237
	-7%	0.0034	0.0094	0.0176

50ETF沽2月2.90		隐含波动率变动		
1月23日收盘价:0.0399		+0%	+5%	+10%
50ETF跌幅	-5%	0.1258	0.1356	0.1469
	-6%	0.1511	0.1589	0.1687
	-7%	0.1777	0.1837	0.1919

50ETF购2月2.85		隐含波动率变动		
1月23日收盘价:0.1100		+0%	+5%	+10%
50ETF跌幅	-5%	0.0208	0.0332	0.0462
	-6%	0.0134	0.0242	0.0361
	-7%	0.0082	0.0172	0.0277

50ETF沽2月2.85		隐含波动率变动		
1月23日收盘价:0.0258		+0%	+5%	+10%
50ETF跌幅	-5%	0.0866	0.0991	0.1121
	-6%	0.1085	0.1194	0.1313
	-7%	0.1326	0.1415	0.1521

策略建议方面，若投资者手中持有股指期货多单且未进行下行风险保护，或手中持有个股面临跌停的情况下，可考虑买入认沽期权或卖出认购期权进行对冲。但需关注隐含波动率水平，若隐含波动率高于 25%以上，可卖出认购期权，若隐含波动率处于 20%附近，可考虑买入认沽期权。此外，对于认沽期权卖方而言，开盘将面临方向及波动率带来的较大风险，可依据波动率及标的变动情况，考虑进行平仓止损或卖出认购等措施进行善后。同时，期权卖方需要注意的是，若节前将双卖头寸申请成卖出宽跨式组合，在当前新组合保证金制度下，需进行解锁操作方可对认沽义务仓进行平仓处理，因此需关注账户资金情况。

除风险对冲外，若平值期权隐含波动率差值超过 3%以上，投资者也可关注 50ETF 期权与 300ETF 期权之间隐含波动率套利机会。此外，投资者需要关注期权市场熔断机制，避免因熔断而引发操作风险。

## 二、商品期权

商品期权方面，我们首先整理了新型冠状病毒疫情下对于国内各产业的影响情况，详情请戳如下链接：

- [有色产业：新型冠状病毒对有色产业影响跟踪](#)
- [能化产业：新型冠状病毒疫情对于化工品的影响分析](#)
- [黑色产业：疫情对黑色产业潜在影响评估及各环节开工影响跟踪](#)
- [白糖：受疫情影响，郑糖节后或有一波情绪释放](#)



从外盘假期内的行情来看，2月3日开盘后国内商品可能存在较大波动的品种为铁矿石及沪铜。

首先来看铁矿石方面，春节期间外盘铁矿FE自2020年1月23日至1月31日下跌10.88%，从外盘走势结合国内现状来看，铁矿石期货合约开盘大概率处于跌停位置。对于铁矿石期货交易参与者而言，铁矿石期权的上市，为投资者提供了一条风险对冲及财富管理的新路径。

从目前期权数据来看，铁矿石期权自上市以来，单边日均成交量为20470手，单边日均持仓量为87577手。铁矿石期货指数30日历史波动率为21.99%，60日历史波动率为23.08%，2005系列合约隐含波动率为24.04%。铁矿石期权成交及波动率情况如下：

图8：铁矿石期权上市以来成交情况  
铁矿石期权成交情况

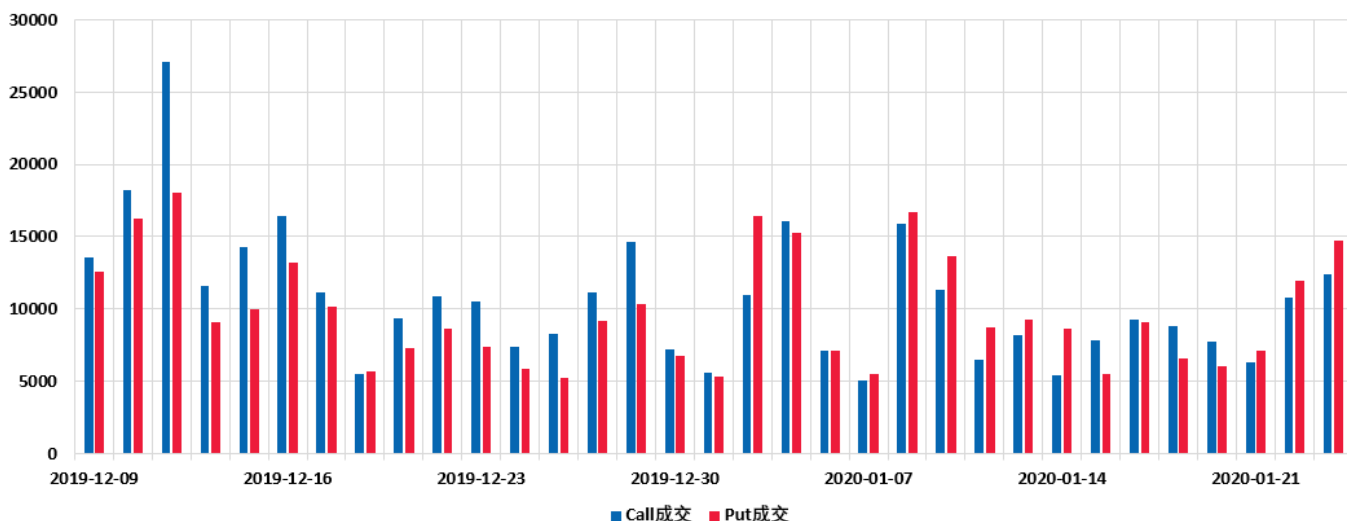


图9：铁矿石波动率情况  
铁矿石波动率情况

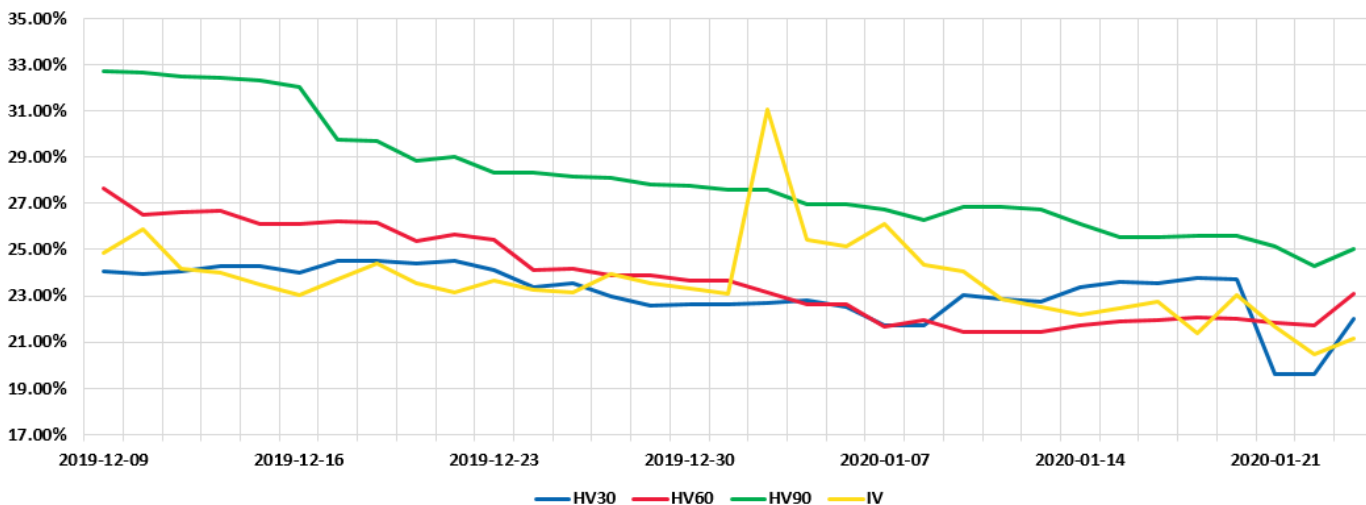
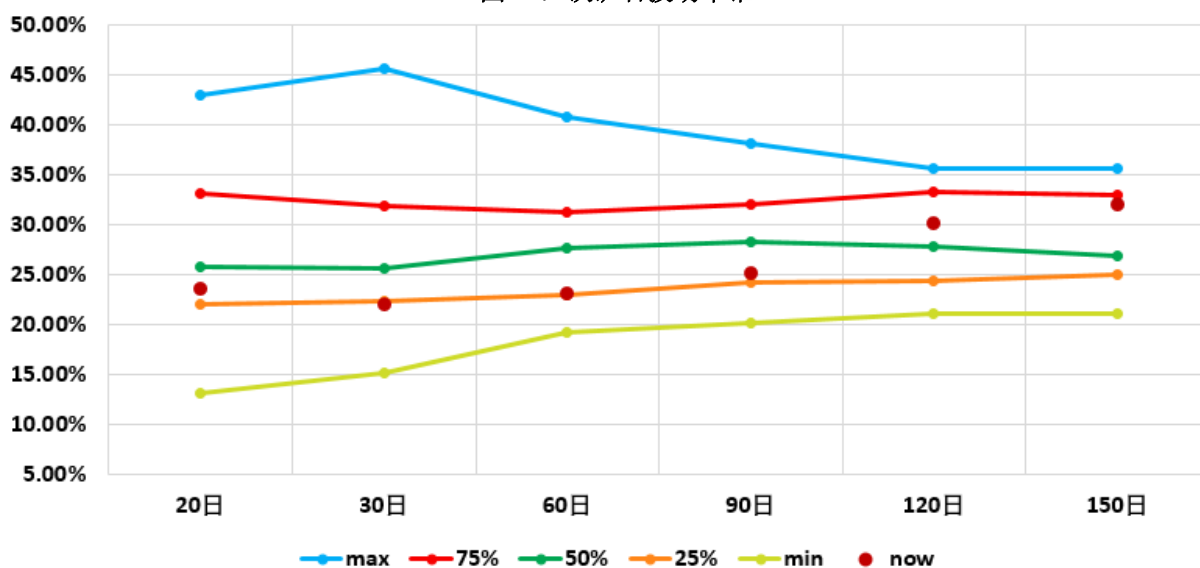


图 10: 铁矿石波动率锥



对于持有铁矿石期货多单的投资者而言，若开盘标的处于跌停状态，投资者可考虑买入深度实值看跌期权进行风险对冲，或利用平值期权合成期货空单。具体来看，1月23日I2005合约结算价为659，若I2005合约开盘跌停（跌停板为8%），则I2005价格为606，结合当前期权合约流动性因素，投资者可买入I2005-P-660及更高行权价看跌期权，或买入I2005-P-600并卖出I2005-C-600合约合成期货空头。值得注意的是，同合成期货策略相比，买入深度实值看跌期权可有效提高资金利用率，但应关注深度实值期权买卖价差及隐含波动率情况。对于持有铁矿石期货空单投资者而言，可以在继续持有标的空单的基础上，在隐含波动率大幅上涨的情况下卖出虚值看跌期权以增强收益（备兑看跌策略），或在隐含波动率未发生较大变动的情况下买入虚值看涨期权进行风险保护。

沪铜方面，春节期间外盘LmeS铜自2020年1月23日至1月31日下跌8.57%，从外盘走势结合国内现状来看，沪铜期货合约同样开盘大概率处于跌停位置（跌停板为7%）。从波动率角度来看，沪铜期货指数30日历史波动率为7.86%，60日历史波动率为8.06%，期权主力合约隐含波动率为12.30%，波动率情况如下图。若2月3日沪铜跌停，近月平值期权隐含波动率或将上升至20%附近。沪铜期权交易策略与铁矿石期权类似，投资者可参考上文。

图 11: 沪铜波动率情况  
沪铜期权波动率情况

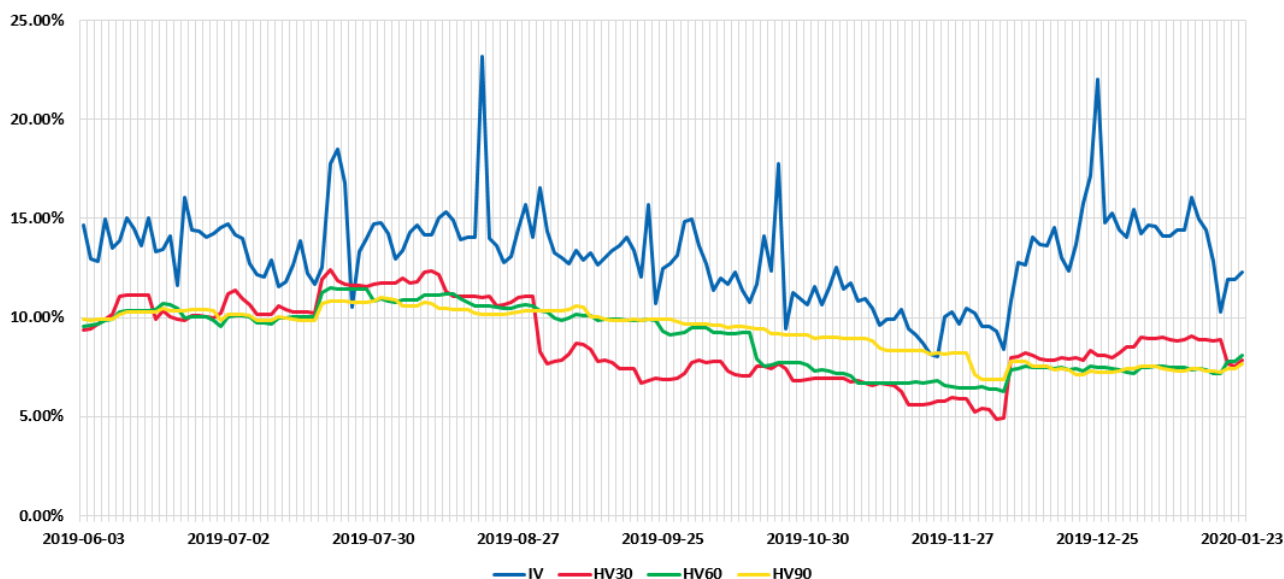
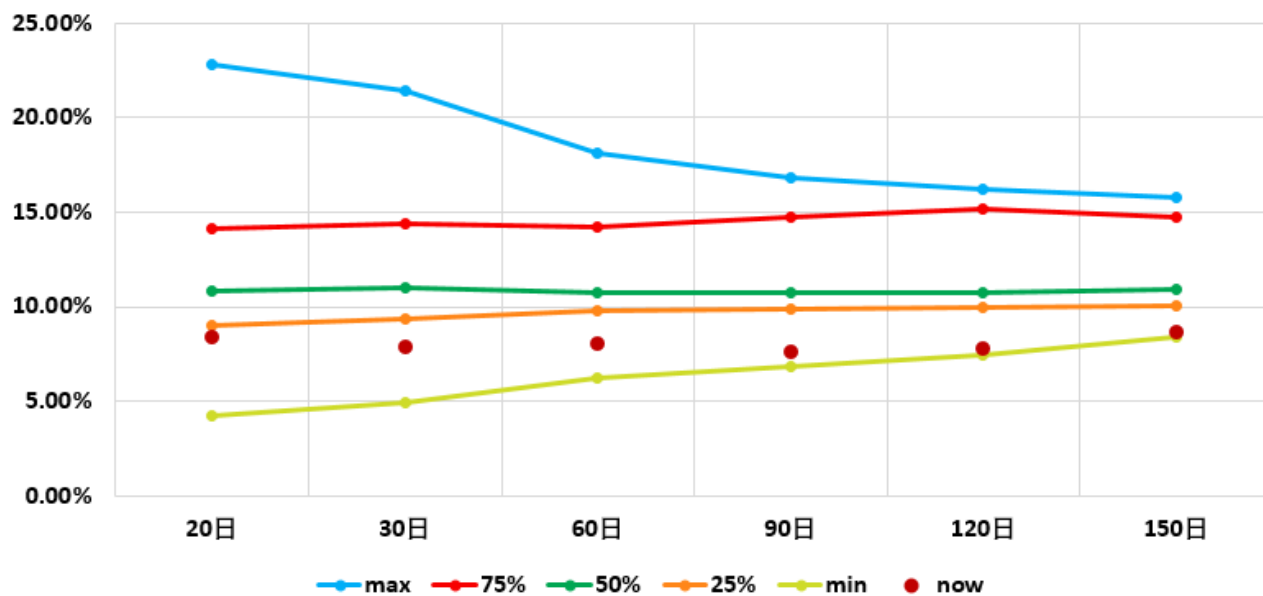


图 12: 沪铜波动率锥



除铁矿石及沪铜可能面临跌停外，以外盘作为参考，豆粕及郑棉同样可能产生较大波动。由于豆粕期权及郑棉期权上市时间相对较长，上市后已面临过市场的极端行情，因此，可作为盘中交易参考，请戳下方链接：

- [豆粕期权极端行情分析](#)
- [棉花期权极端行情分析](#)
- [白糖期权极端行情分析](#)

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何
- 国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。
- 

## 联系方式

**一德期货有限公司**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL:022-58298788

**一德期货有限公司 研究院**

天津市和平区南京路君隆广场B2-504 300051  
TEL:022-59182510

**一德期货有限公司 互联网金融部**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL: 022-58298788

**一德期货有限公司 资产管理部**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL: 022-58298788

**一德期货有限公司 市场发展部**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层市场发展部 300042  
TEL:022-58298788

**一德期货有限公司 黑色事业部**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层黑色事业部 300042  
TEL: 022-58298788

**一德期货有限公司 能化事业部**

天津市和平区解放北路188号信达广场16层能化事业部 300042  
TEL:022-59182510

**一德期货有限公司 北京北三环东路营业部**

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间 100013  
TEL:010 88312088/88312150

**一德期货有限公司 上海营业部**

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室 200063  
TEL:021-62573180/62574270

**一德期货有限公司 天津营业部**

天津市南开区水上公园路水云花园C19号 300191  
TEL:022-28139206

**一德期货有限公司 天津滨海新区营业部**

天津开发区广场东路20号滨海金融街E4-C-208室 300457  
TEL:022-59820932/59820933

**一德期货有限公司 大连营业部**

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2303、2310号房间  
TEL:0411-84806701 116023

**一德期货有限公司 郑州营业部**

郑州市金水区未来大道未来大厦803、804、805室 450008  
TEL:0371-65612079/65612019

**一德期货有限公司 淄博营业部**

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
TEL:0533-3586709 255000

**一德期货有限公司 宁波营业部**

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号 315040  
TEL:0574-87951915/87951925

**一德期货有限公司 唐山营业部**

河北省唐山市路南区新华道100号万达广场A座1505室 063000  
TEL:0315-5785511

**一德期货有限公司 烟台营业部**

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室 264006  
TEL: 0535 2163353/ 2169678

全国统一客服热线：400-7008-365