



# 商品期权：市场新时代 期权新期待

——2020 年上半年商品期权市场回顾及下半年展望

方正中期期货研究院 牛秋乐、冯世佃

## 目录

摘要.....	1
第一部分 我国期权市场发展现状.....	2
第二部分 商品期权市场交易情况.....	7
第三部分 商品期权交易机会.....	20
第四部分 2020 年下半年各个商品市场展望.....	26

## 摘要

2020 年各大交易所加速商品期权上市速度。目前商品期权已经扩容至 16 个品种。其中 2020 年上半年上市菜粕期权、LPG 期权。7 月 3 日郑商所上市动力煤期权，7 月 6 日大商所又同时上市三个化工品期权，分别是聚丙烯期权、PVC 期权和塑料期权。另外，8 月 10 日上期所将上市的铝期权和锌期权。至此，目前我国场内的商品期权已覆盖农产品板、能化、黑色、有色、贵金属等板块，受众面也越来越大。可以预见，在不远的将来我国商品期权还将进一步扩容，未来成熟的商品期货品种都将有机会迎接相对应的期权品种的上市。

2020 年上半年受全球公共卫生事件以及原油市场剧烈波动影响，我国大宗商品市场也发生巨幅波动，而期权凭借其非线性，亏损有限、盈利无限等特性，引发市场关注。越来越多的企业和投资者开始使用期权工具进行规避风险。截至 2020 年 6 月 30 日，我国商品期权成交情况发展良好。据 WIND 数据显示，2020 年 1-6 月我国商品期权成交量为 3556 万手，同比增加 159%；成交额为 396 亿元，同比增加 155%；6 月末持仓量为 190.9 万手，同比增加 129%。其中，在成交量方面，豆粕、玉米、铁矿石期权分列前三位；在成交额方面，铁矿石、黄金、豆粕则分列前三。

在波动率方面，从各期权品种的隐含波动率变动来看，今年上半年受全球公共卫生事件以及股市和原油市场剧烈波动等因素影响，各个品种商品期权隐含波动率整体呈现冲高回落走势，不少期权品种隐波最大值达到 50% 以上。而随着国内疫情逐渐得到控制、全球央行大放水，全球股市和原油市场恐慌消退，大宗商品市场需求回升，各个商品期权隐含波动率也开始不断走低。虽然目前已回归至正常水平，但相较于历史水平仍处于相对高位。

另外，从 2020 年 6 月 24 日起，大商所新增了四项期权组合保证金政策。这些期权组合保证金政策的推出将进一步提高资金使用效率，增加期权市场流动性。而随着我国期权市场的进一步成熟化，可以预见在不远的将来，各大交易所均会加大组合保证金的优惠力度，提高投资者参与市场的积极性。

## 第一部分 我国期权市场发展现状

2020 年是我国商品期权大年，各大交易所正在以史无前例的速度不断推新上市。商品期权已经扩容至 16 个品种。其中 2020 年上半年上市菜粕期权、LPG 期权和动力煤期权，7 月 6 日大商所又同时上市三个化工品期权，分别是聚丙烯期权、PVC 期权和塑料期权。另外，8 月 10 日上期所将上市的铝期权和锌期权。可以看到目前我国场内的商品期权已覆盖农产品板、能化、黑色、有色、贵金属等板块，受众面也越来越大。可以预见，在不远的将来我国商品期权还将进一步扩容，未来成熟的商品期货品种都将有机会迎接相对应的期权品种的上市。这也使得我国大宗商品市场场内期权品种进一步丰富，不仅能推动相关产业风险管理及贸易模式的升级，同时也为我国资本市场开放、增强我国在国际大宗商品市场上的定价权和话语权打下坚实的基础。

	上市交易所	期权品种	上市时间
已上市期权品种	上交所	50ETF期权	2015年2月9日
		沪300ETF期权	2019年12月23日
	深交所	深300ETF期权	2019年12月23日
	中金所	沪深300股指期货	2019年12月23日
	大商所	豆粕期权	2017年3月31日
		玉米期权	2019年1月28日
		铁矿石期权	2019年12月9日
		LPG期权	2020年3月31日
		聚丙烯期权	2020年7月6日
		塑料期权	2020年7月6日
		PVC期权	2020年7月6日
	郑商所	白糖期权	2017年4月19日
		棉花期权	2019年1月28日
		PTA期权	2019年12月16日
		甲醇期权	2019年12月16日
		菜籽粕期权	2020年1月16日
	上期所	动力煤期权	2020年7月3日
		铜期权	2018年9月21日
		橡胶期权	2019年1月28日
		黄金期权	2019年12月20日
		铝期权	2020年8月10日
等待上市期权新品种	上交所	180ETF期权	进入仿真交易阶段
		中国平安	
		上汽集团	
	深交所	创业板ETF期权	
		深100ETF期权	
		万科A	
		歌尔股份	
	中金所	碧水源	
		上证50股指期货	待定
		中证500股指期货	
	大商所	国债期权	
		豆油期权	
		棕榈油期权	
		焦煤期权	
		焦炭期权	
	郑商所	乙二醇期权	
		玻璃期权	
	上期所	原油期权	
		有色金属指数期权	
		白银期权	
		螺纹钢期权	
		热轧卷板期权	
		镍期权	

表 1-1: 我国已上市及等待上市期权品种

数据来源: Wind 资讯、各大交易所、方正中期研究院整理

截至 2020 年 6 月 30 日, 我国商品期权成交情况发展良好。据 WIND 数据显示, 2020 年 1-6 月我国商品期权成交量为 3556 万手, 同比增加 159%, 豆粕、玉米、铁矿石期权分列前三位。2020 年 1-6 月我国商品期权成交额为 396 亿元, 同比增加 155%, 铁矿石、黄金、豆粕分列前三位。2020 年我国商品期权 6 月末持仓量为 190.9 万手, 同比增加 129%, 豆粕、玉米、铁矿石位居前三。

	成交量	占比		成交额(亿)	占比		持仓量	占比
豆粕期权	11,220,450	31.56%	铁矿石期权	96	24.11%	豆粕期权	597,423	31.29%
玉米期权	4,641,786	13.05%	黄金期权	64	16.21%	玉米期权	271,114	14.20%
铁矿石期权	4,623,947	13.00%	豆粕期权	60	15.07%	铁矿石期权	208,702	10.93%
白糖期权	2,834,498	7.97%	铜期权	54	13.63%	白糖期权	189,546	9.93%
甲醇期权	2,718,038	7.64%	棉花期权	27	6.77%	甲醇期权	183,664	9.62%
PTA期权	2,600,874	7.31%	白糖期权	24	6.14%	PTA期权	154,589	8.10%
棉花期权	2,153,994	6.06%	橡胶期权	14	3.57%	棉花期权	117,126	6.14%
铜期权	1,813,625	5.10%	PTA期权	14	3.55%	菜籽粕期权	59,016	3.09%
菜籽粕期权	1,223,187	3.44%	LPG期权	14	3.42%	铜期权	34,378	1.80%
黄金期权	870,410	2.45%	甲醇期权	13	3.23%	黄金期权	33,136	1.74%
橡胶期权	540,165	1.52%	玉米期权	12	2.94%	LPG期权	31,810	1.67%
LPG期权	315,004	0.89%	菜籽粕期权	5	1.38%	橡胶期权	28,582	1.50%
汇总	35,555,978	100.00%	汇总	396	100.00%	汇总	1,909,086	100.00%

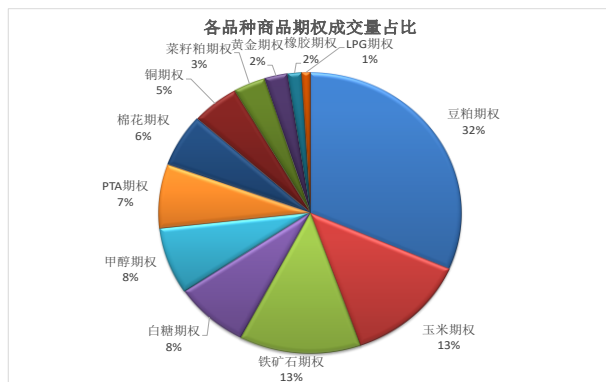


图 1-2: 各商品期权成交量占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

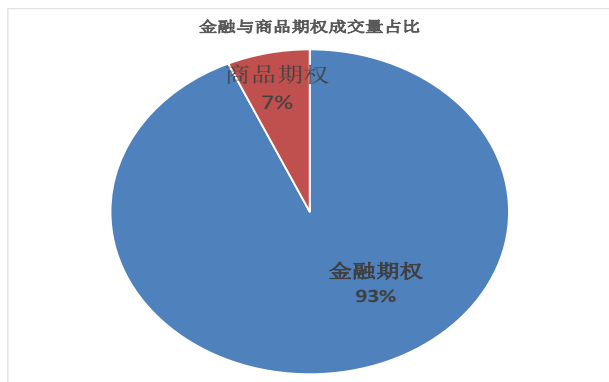


图 1-3: 金融与商品期权成交量占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

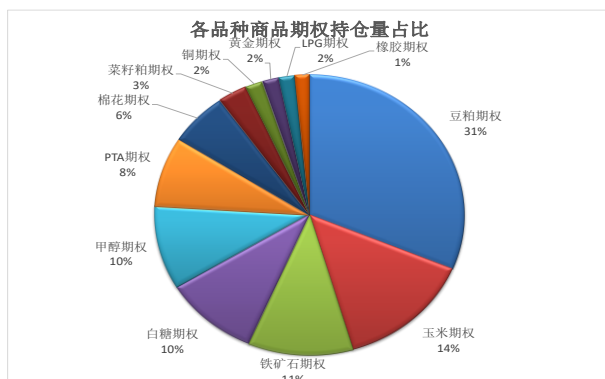


图 1-4: 各商品期权持仓量占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

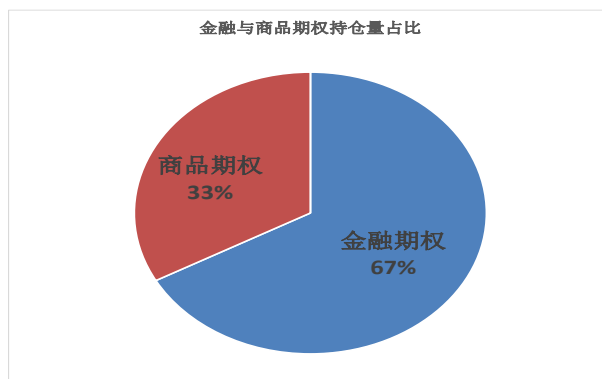


图 1-5: 金融与商品期权持仓量占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

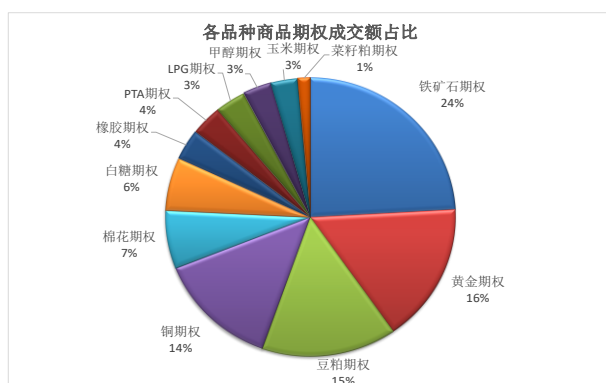


图 1-6: 各商品期权成交额占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

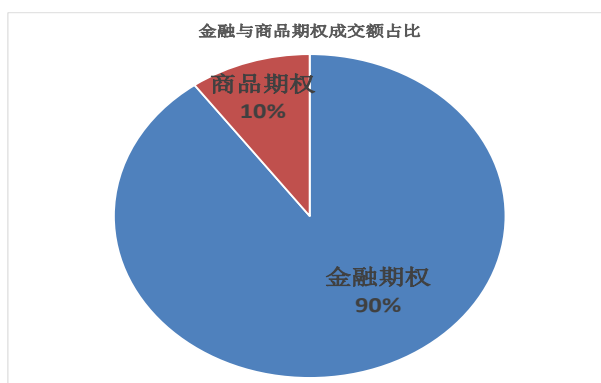


图 1-7: 金融与商品期权成交额占比

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

在波动率方面,从各期权品种的隐含波动率变动来看,今年上半年受新冠疫情以及全球股市和原油市场剧烈波动等因素影响,商品期权隐含波动率均在一季度飙升至历史高位。不少品种隐波达到 50%以上。随着国内疫情逐渐得到控制、全球央行大放水,全球股市和原油市场恐慌消退,大宗商品市场需求回升,各个商品期权隐含波动率也开始不断走低。目前均已回归至正常水平。

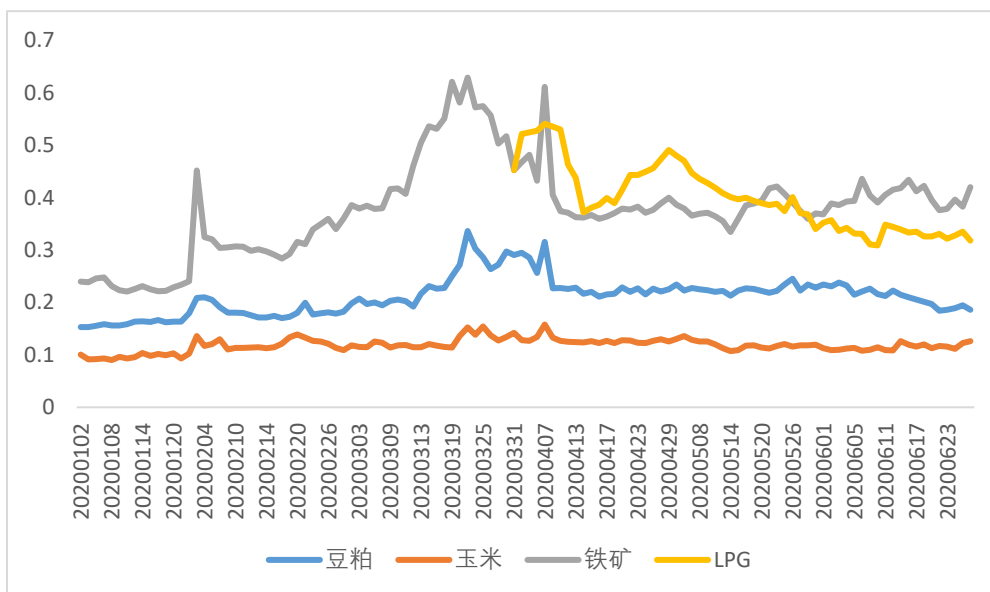


图 1-8：大商所期权品种隐波情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

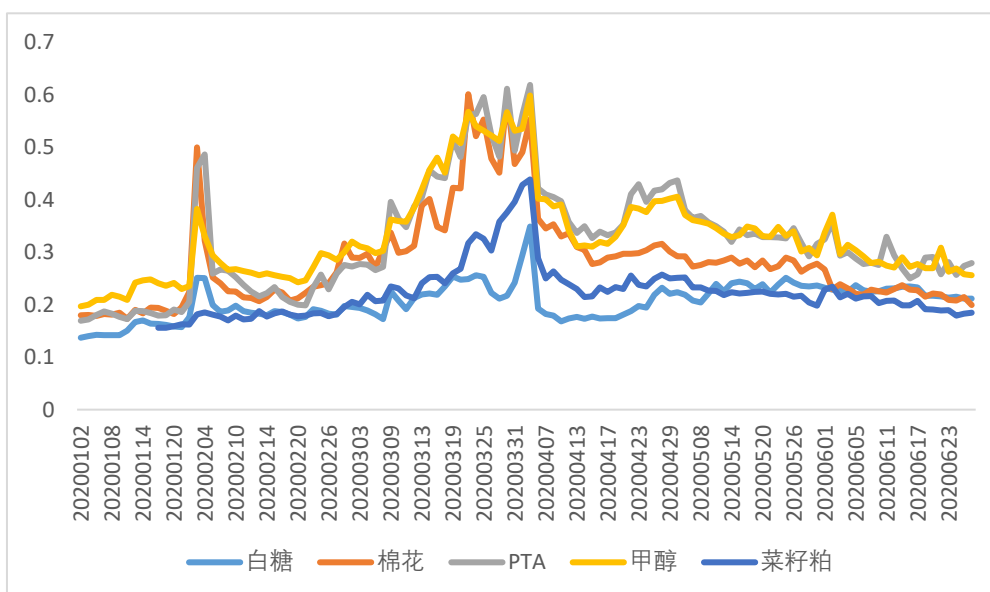
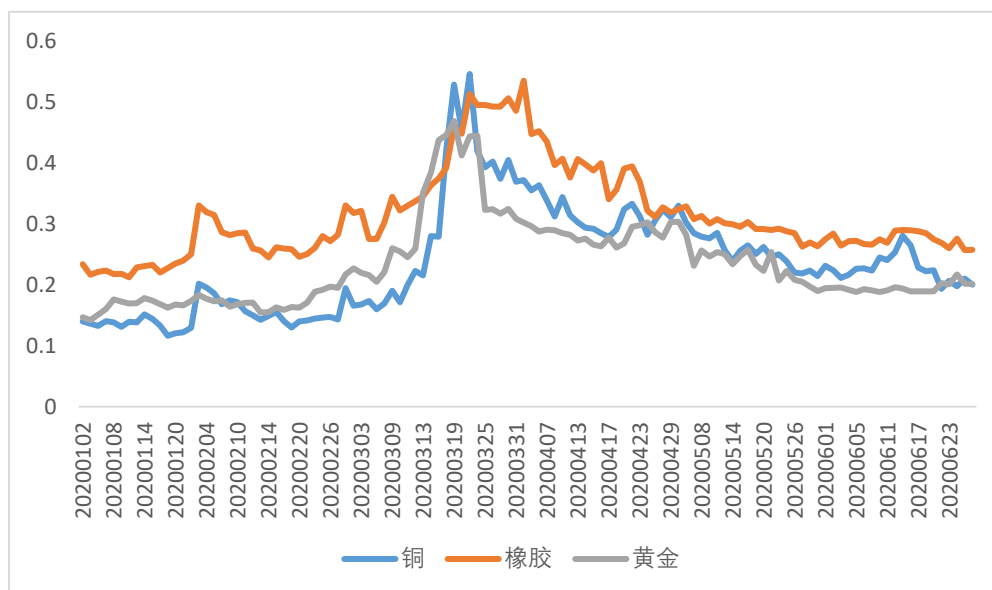


图 1-9：郑商所期权品种隐波情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



**图 1-9：上期所期权品种隐波情况**

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

目前各大商品交易所均积极推出组合保证金政策。此前郑商所、大商所已经在备兑策略、卖出跨式以及宽跨式策略上均有保证金优惠。从 2020 年 6 月 24 日起，大商所将在原有策略组合基础上，新增了四项期权组合保证金政策。这些期权组合保证金政策的推出将进一步提高资金使用效率，增加期权市场流动性。随着我国期权市场的进一步成熟化，可以预见在不远的将来，各大交易所均会加大组合保证金的优惠力度，提高投资者的积极性。

组合策略类型	策略说明	保证金收取	X值
卖出期权期货组合	卖出看涨期权，同时买入对应期货合约；	期权权利金+期货保证金	-
	卖出看跌期权，同时卖出对应期货合约。		
跨式	卖出同一系列的相同执行价格的看涨期权和看跌期权。	$\max(\text{看涨期权保证金, 看跌期权保证金}) + \text{另一方权利金}$	-
宽跨式	卖出同一系列低执行价格的看跌期权和高执行价格的看涨期权。	$\max(\text{看涨期权保证金, 看跌期权保证金}) + \text{另一方权利金}$	-
期权对锁	在同一期权品种同一系列同一合约上建立数量相等、方向相反的头寸。	$X \times \text{卖期权保证金}$	0.2
买入垂直价差	买进低执行价格的看涨期权，同时卖出相同期货合约的高执行价格的看涨期权；	$X \times \text{卖期权保证金}$	0.2
	买进高执行价格的看跌期权，同时卖出相同期货合约的低执行价格的看跌期权。		
卖出垂直价差	卖出低执行价格的看涨期权，同时买进相同期货合约的高执行价格的看涨期权；	$\min(\text{执行价格之差, 空头期权保证金})$	-
	卖出高执行价格的看跌期权，同时买进相同期货合约的低执行价格的看跌期权。		
买入期权期货组合	买入看涨期权，同时卖出对应期货合约；	$X \times \text{期货保证金}$	0.8
	买入看跌期权，同时买入对应期货合约。		

图 1-10：组合策略及保证金收取标准参数

数据来源：大商所、方正中期研究院整理

## 第二部分 商品期权市场交易情况

截至 2020 年 6 月 30 日，据 WIND 数据显示，2020 年 1-6 月我国商品期权成交量为 3556 万手，同比增加 159%；成交额为 396 亿元，同比增加 155%；6 月末持仓量为 190.9 万手，同比增加 129%。总的来看，2020 年我国商品期权市场稳步发展。各品种期权成交持仓稳步上升，较好的发挥其对冲风险和套期保值的功能，越来越多的投资者和产业客户开始加入到商品期权的市场中。今年上半年也迎来商品市场的大扩容，包括上半年上市的菜粕期权、LPG 期权和动力煤期权，以及 7 月 6 日大商所上市三个化工品期权——聚丙烯期权、PVC 期权和塑料期权。另外，8 月 10 日上期所将上市的铝期权和锌期权。随着我国金融市场的发展，商品期权市场也将逐步扩容和壮大，这对我国实体经济的发展，使我国成为全球重要的风险管理市场具有深远的意义。



## 1、豆粕期权成交持仓情况

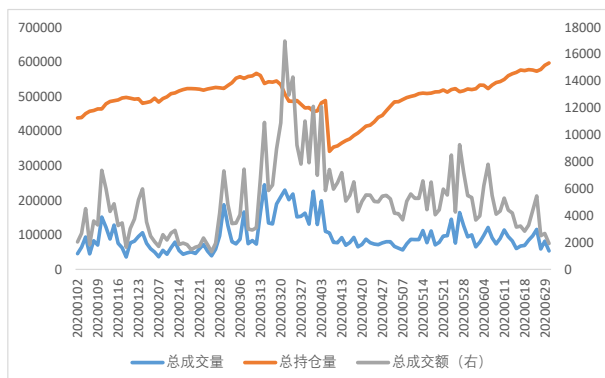


图 2-1：豆粕期权成交持仓图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

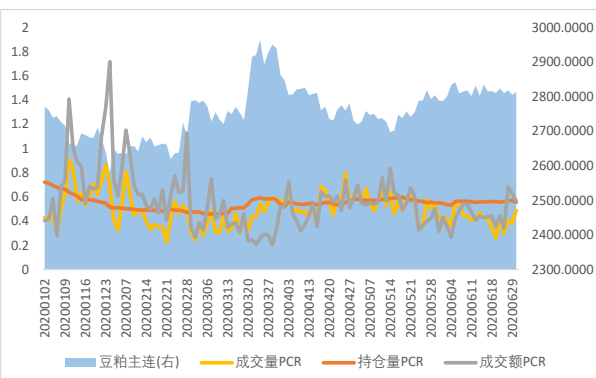


图 2-2：豆粕期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

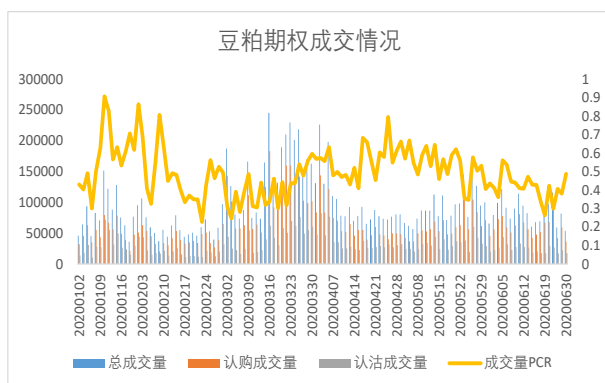


图 2-3：豆粕期权成交情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

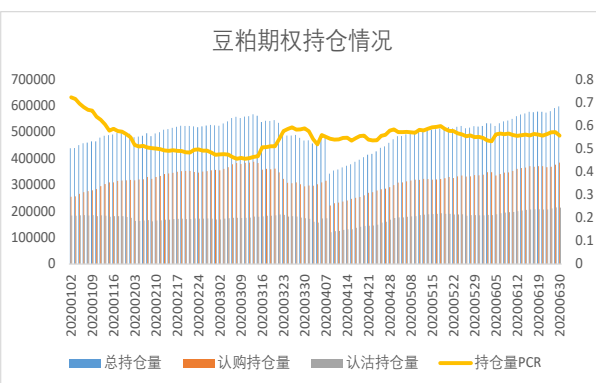


图 2-4：豆粕期权持仓情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

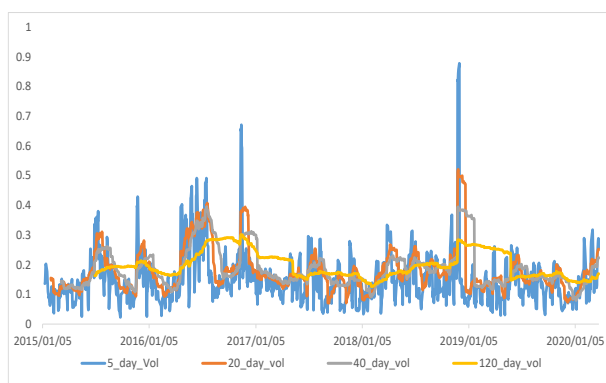


图 2-5：豆粕主连历史波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

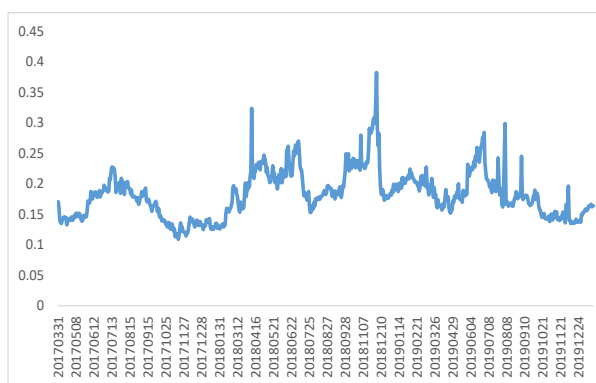


图 2-6：豆粕期权隐含波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 2、白糖期权成交持仓情况

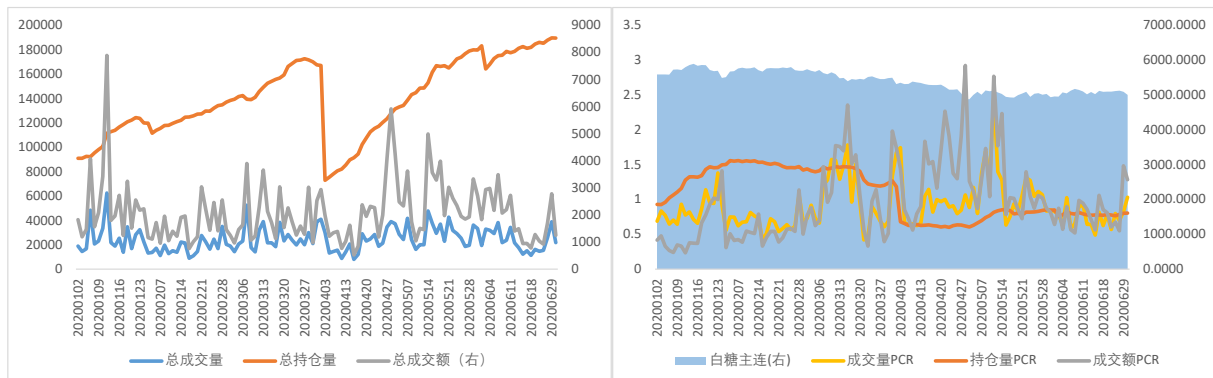


图 2-7：白糖期权成交持仓

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

图 2-8：白糖期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

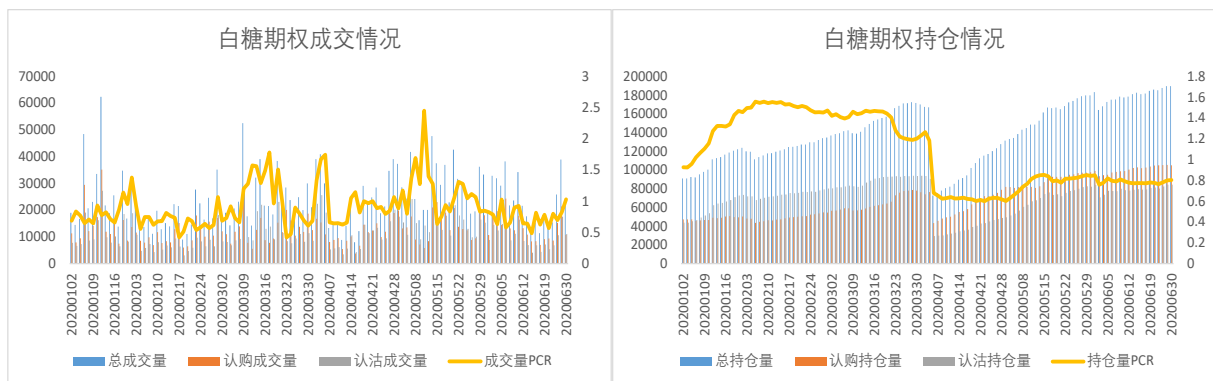


图 2-9：白糖期权成交情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

图 2-10：白糖期权持仓情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

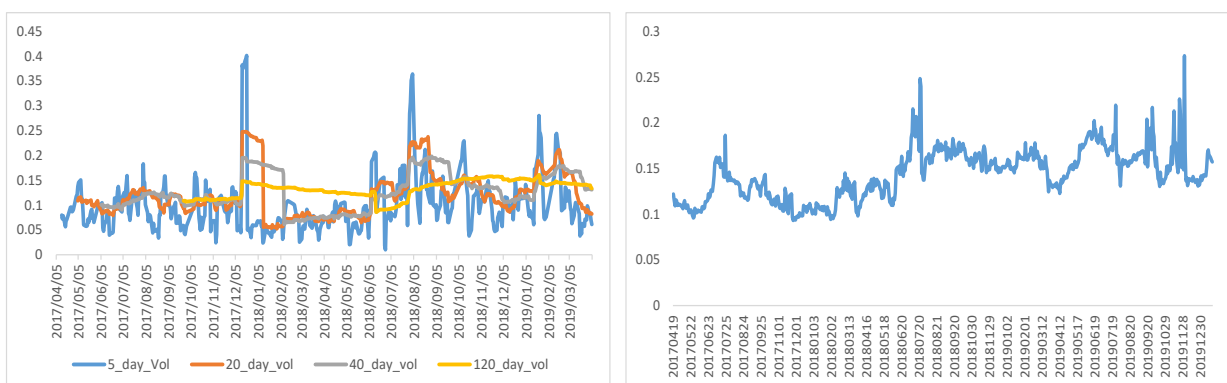


图 2-11：白糖主连历史波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

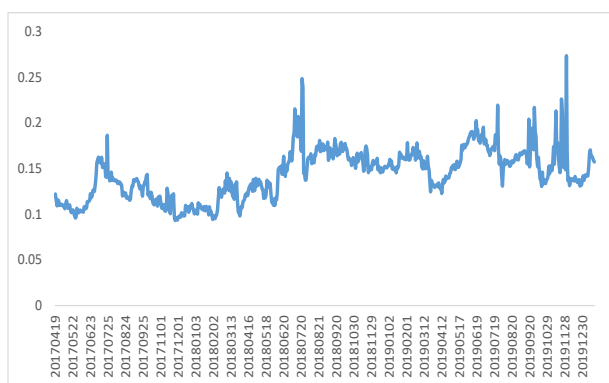


图 2-12：白糖期权隐含波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 3、铜期权成交持仓情况

请务必阅读最后重要事项

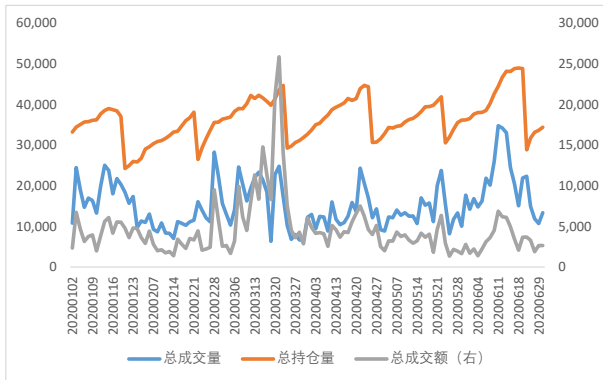


图 2-13：铜期权成交持仓

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

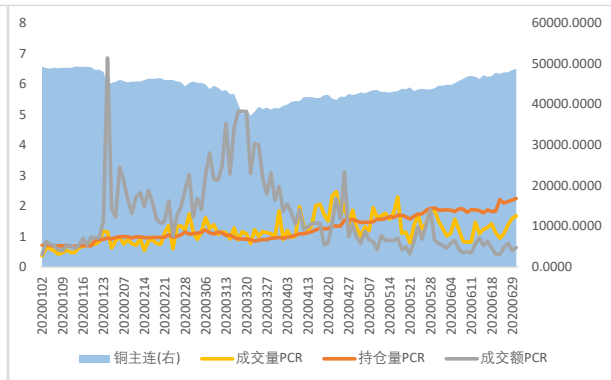


图 2-14：铜期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

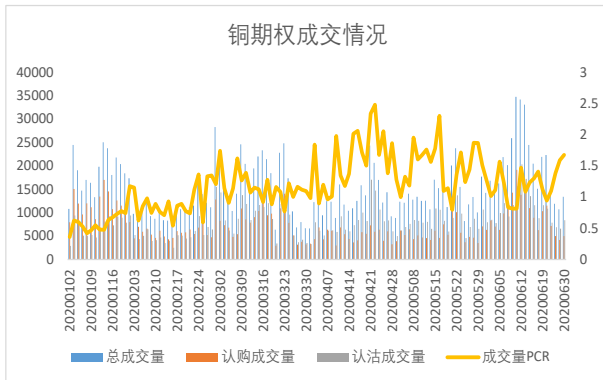


图 2-15：铜期权成交情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

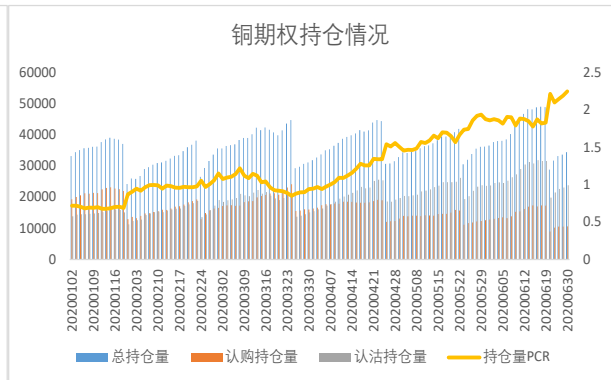


图 2-16：铜期权持仓情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

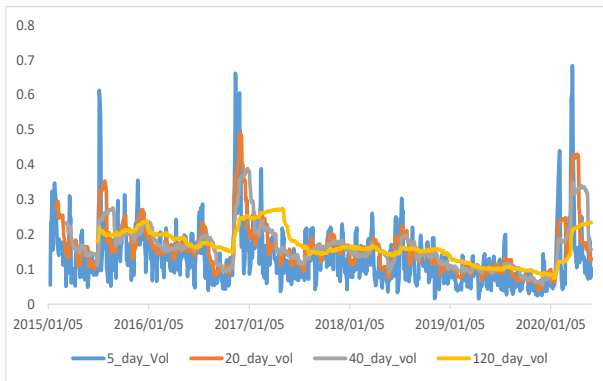


图 2-17：铜主连历史波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

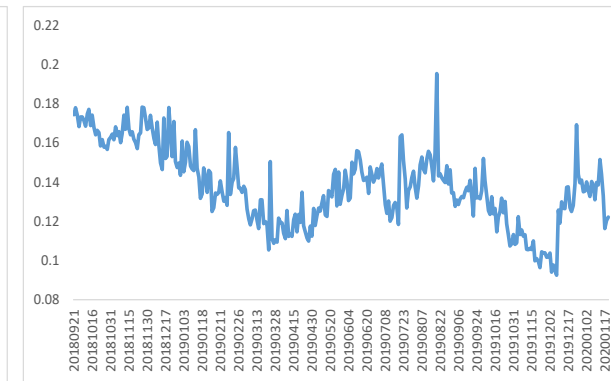


图 2-18：铜期权隐含波动率

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

#### 4、玉米期权成交持仓情况

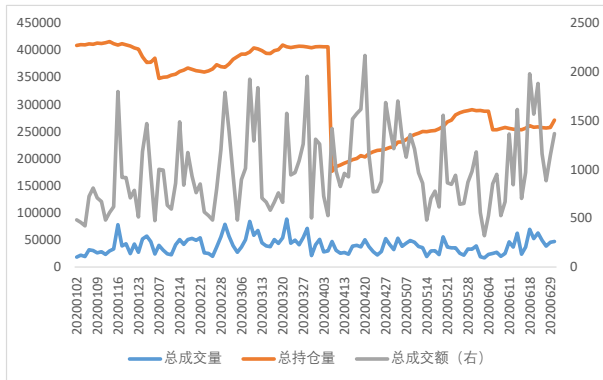


图 2-19: 玉米期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

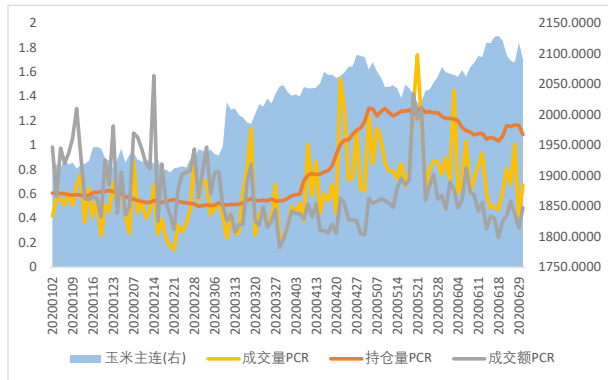


图 2-20: 玉米期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

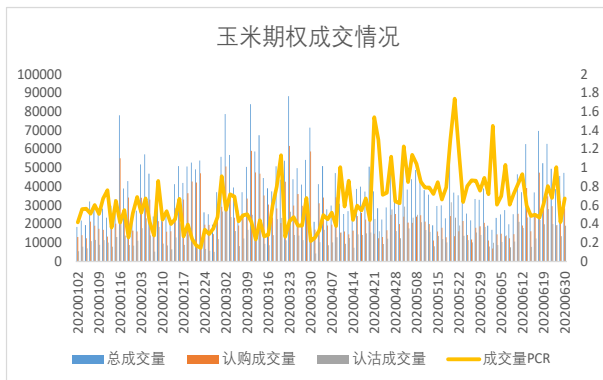


图 2-21: 玉米期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

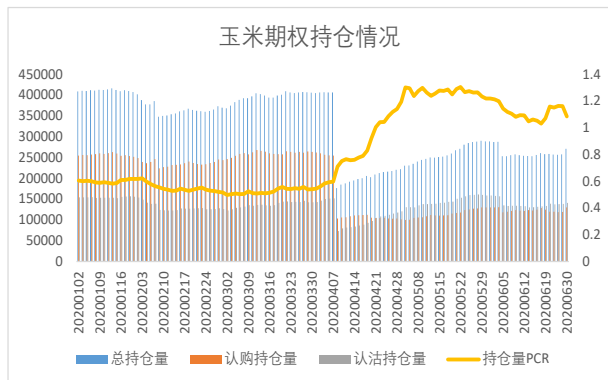


图 2-22: 玉米期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

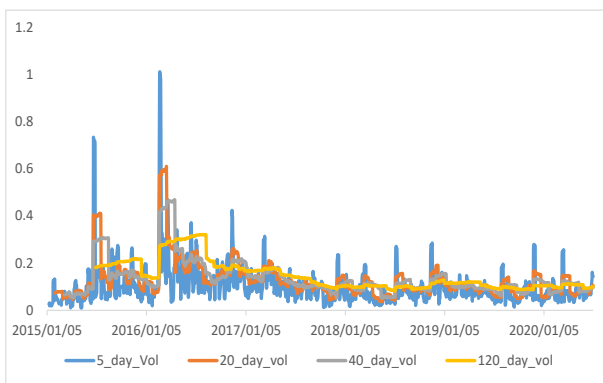


图 2-23: 玉米主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

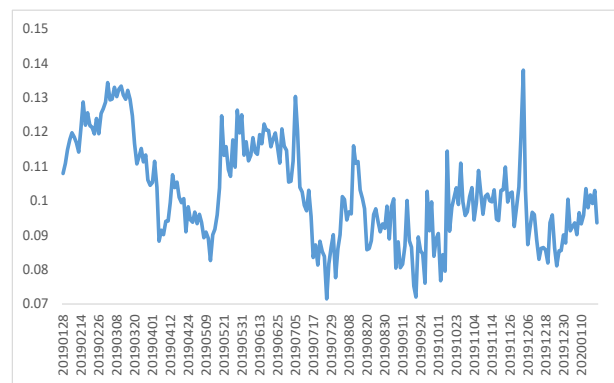


图 2-24: 玉米期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 5、棉花期权成交持仓情况

请务必阅读最后重要事项

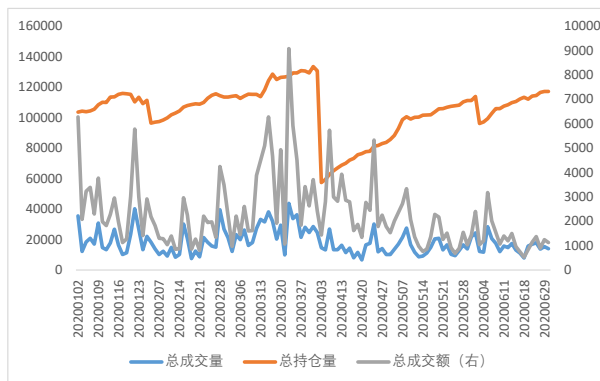


图 2-25: 棉花期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

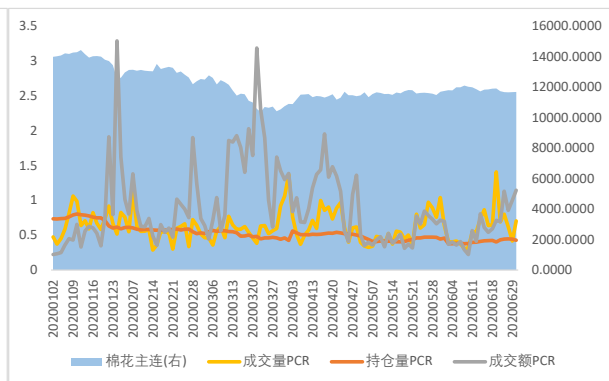


图 2-26: 棉花期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

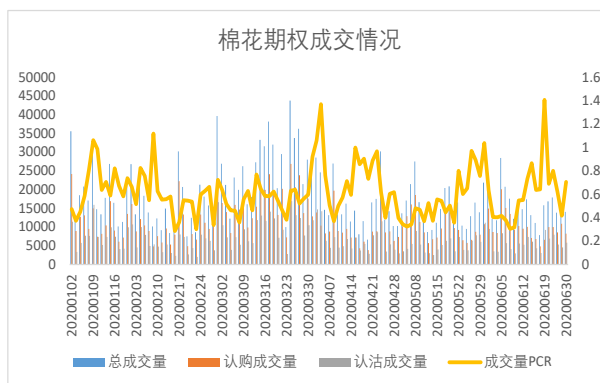


图 2-27: 棉花期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

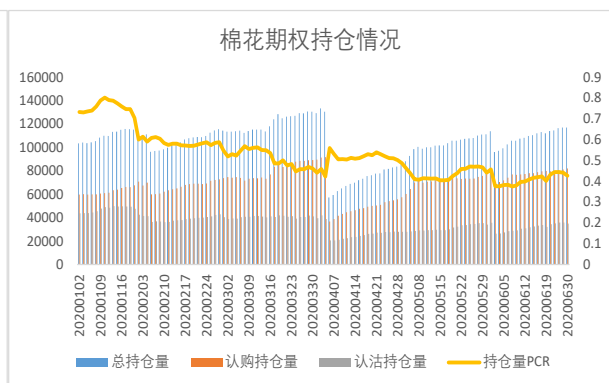


图 2-28: 棉花期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

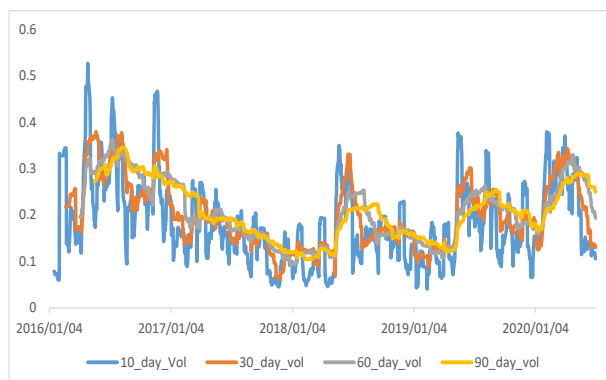


图 2-29: 棉花主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

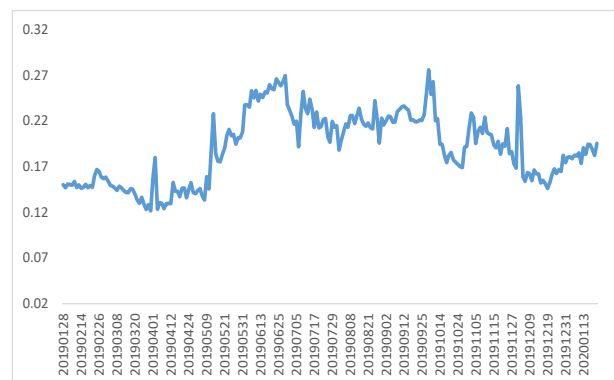


图 2-30: 棉花期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 6、橡胶期权成交持仓情况

请务必阅读最后重要事项

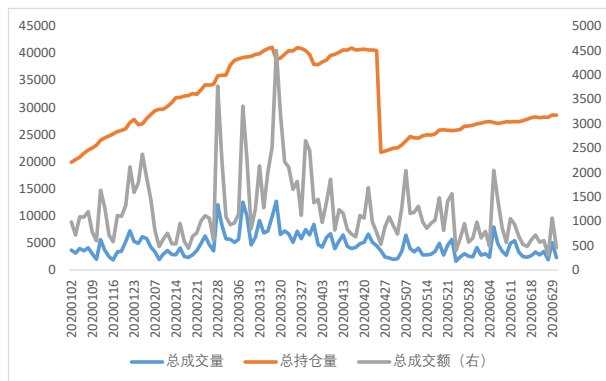


图 2-31: 橡胶期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

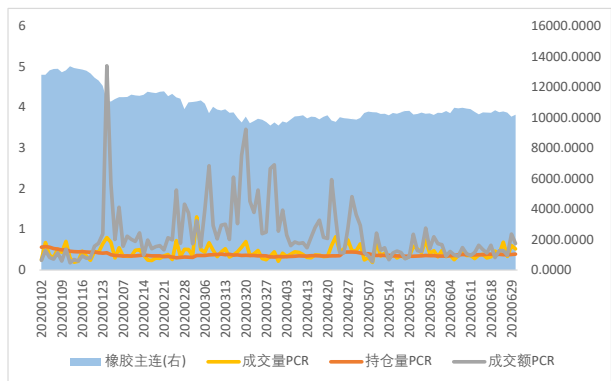


图 2-32: 橡胶期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

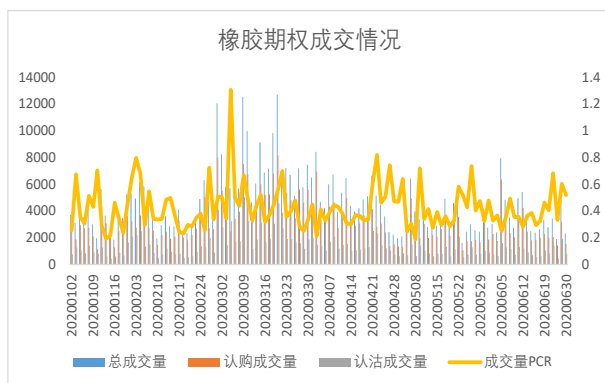


图 2-33: 橡胶期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

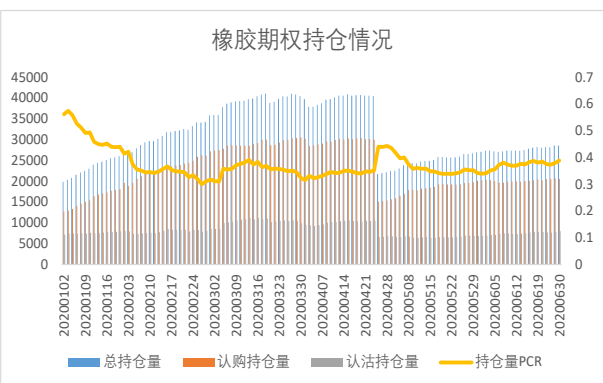


图 2-34: 橡胶期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

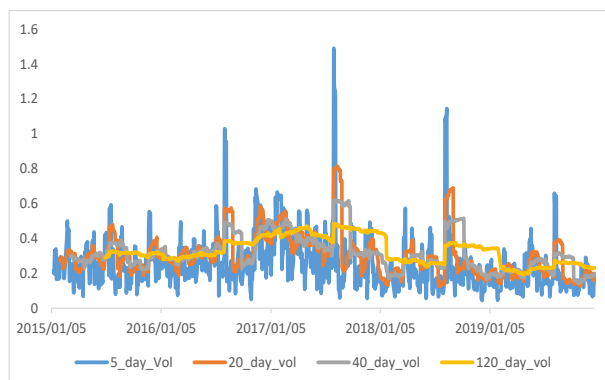


图 2-35: 橡胶主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

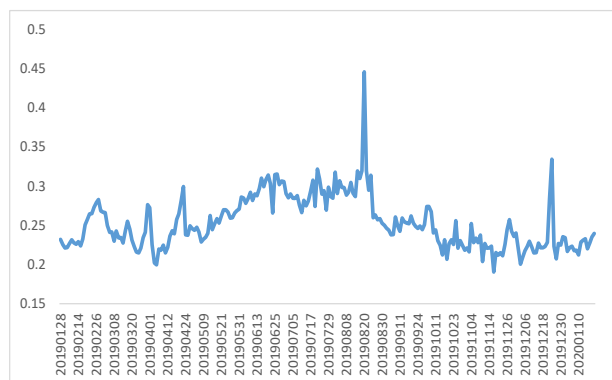


图 2-36: 橡胶期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 7、铁矿石期权成交持仓情况

请务必阅读最后重要事项

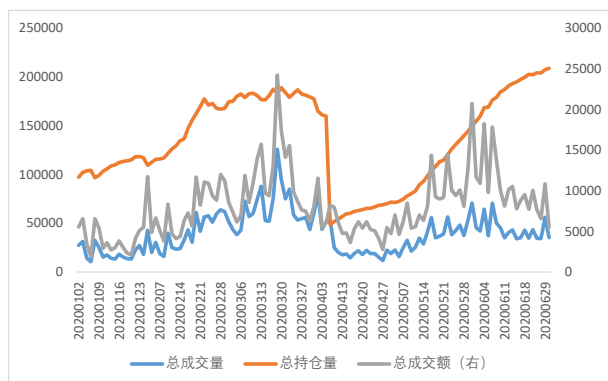


图 2-37: 铁矿石期权成交持仓  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

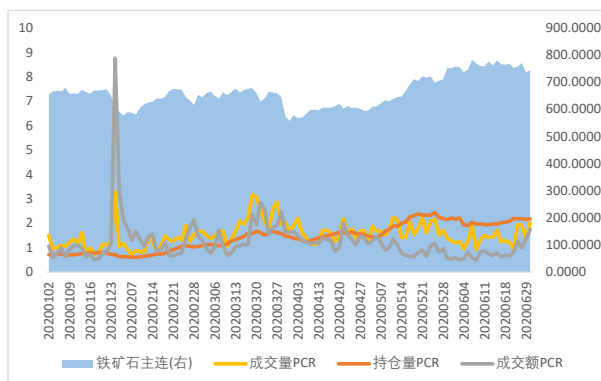


图 2-38: 铁矿石期权成交量 PCR 持仓量 PCR  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

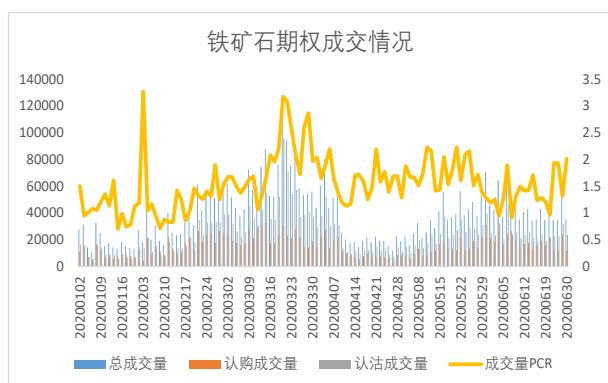


图 2-39: 铁矿石期权成交情况  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

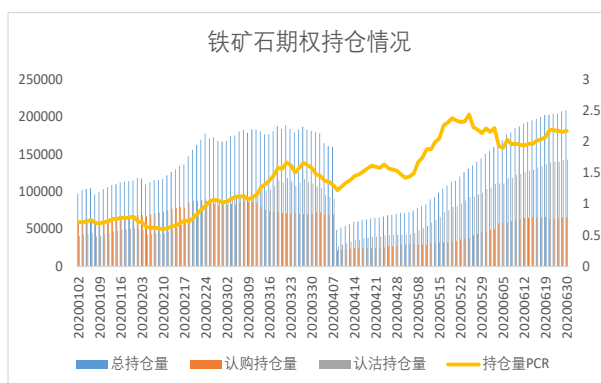


图 2-40: 铁矿石期权持仓情况  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

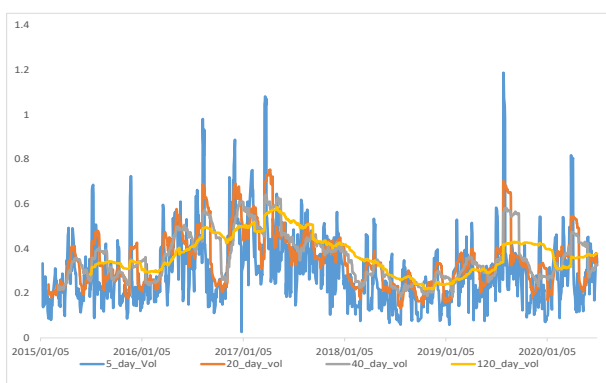


图 2-41: 铁矿石主连历史波动率  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

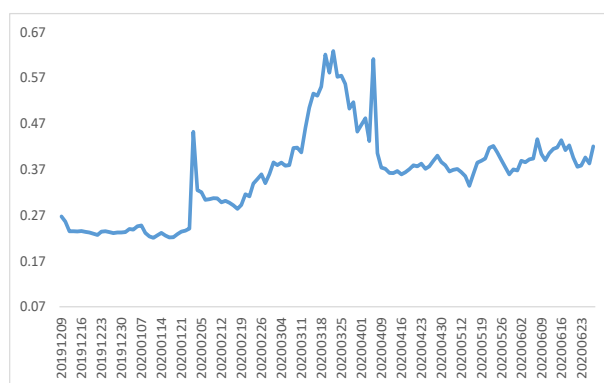


图 2-42: 铁矿石期权隐含波动率  
数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 8、PTA 期权成交持仓情况

请务必阅读最后重要事项



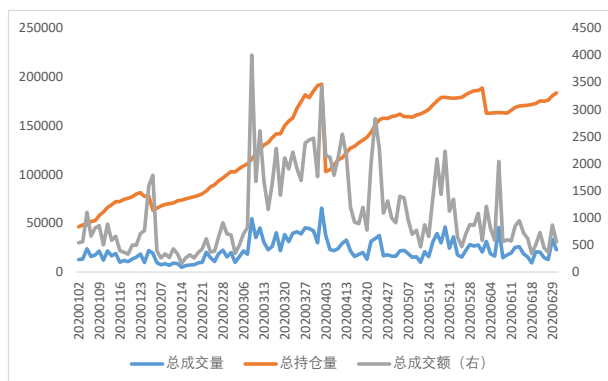


图 2-43: PTA 期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

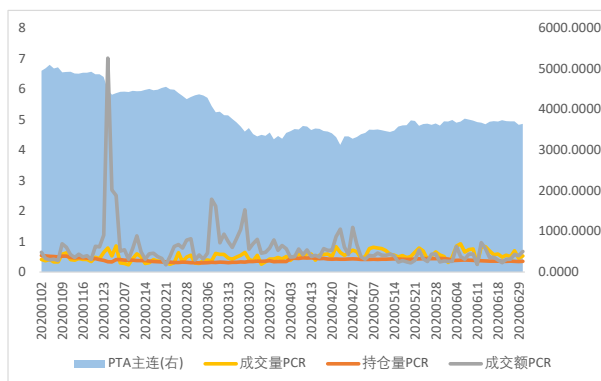


图 2-44: PTA 期权成交量PCR 持仓量PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

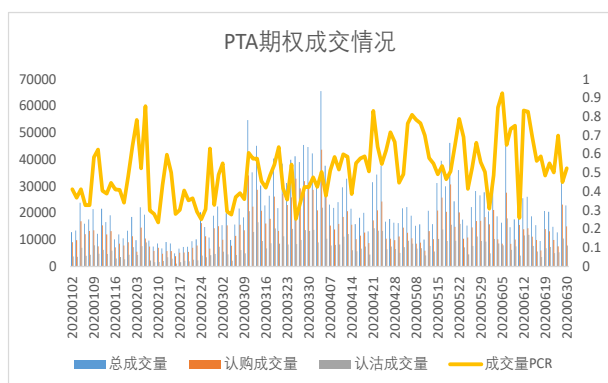


图 2-45: PTA 期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

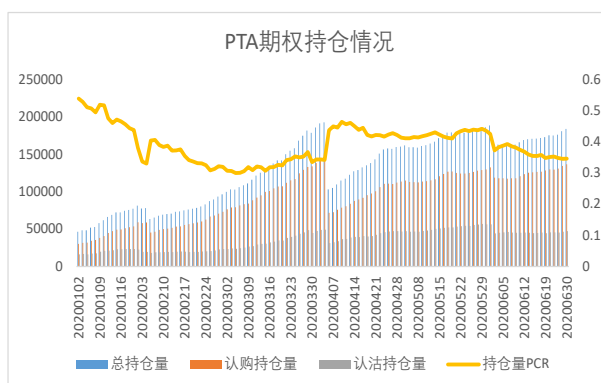


图 2-46: PTA 期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

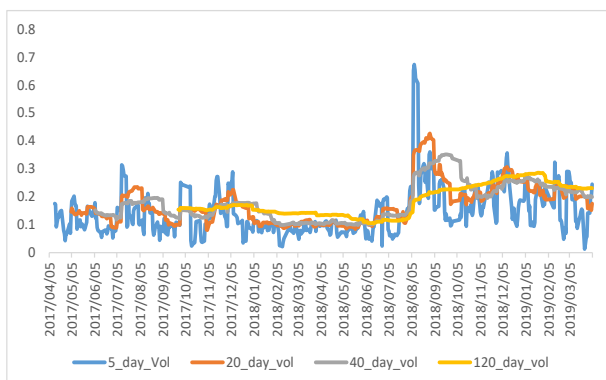


图 2-47: PTA 主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

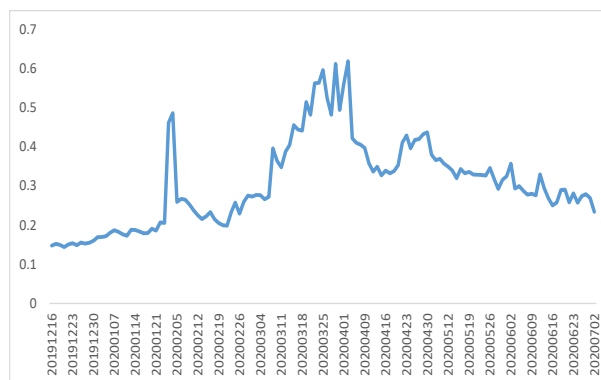


图 2-48: PTA 期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 9、甲醇期权成交持仓情况



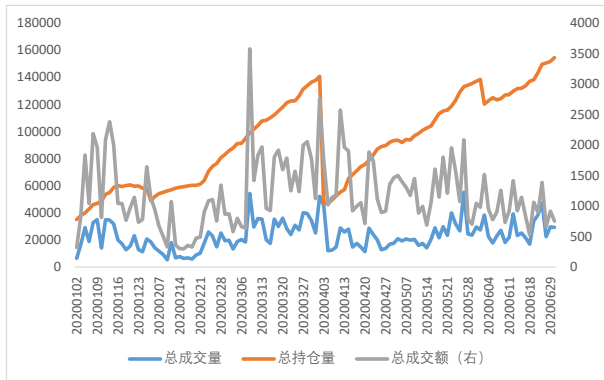


图 2-49: 甲醇期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

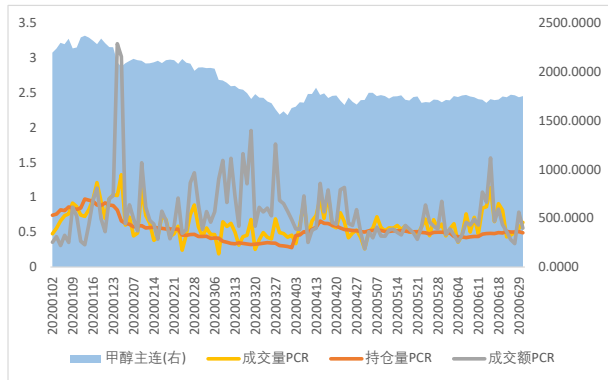


图 2-50: 甲醇期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

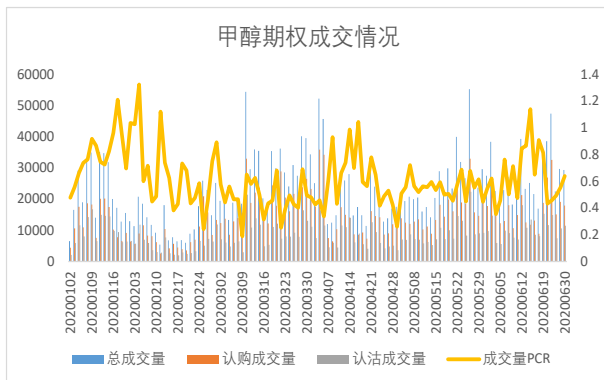


图 2-51: 甲醇期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

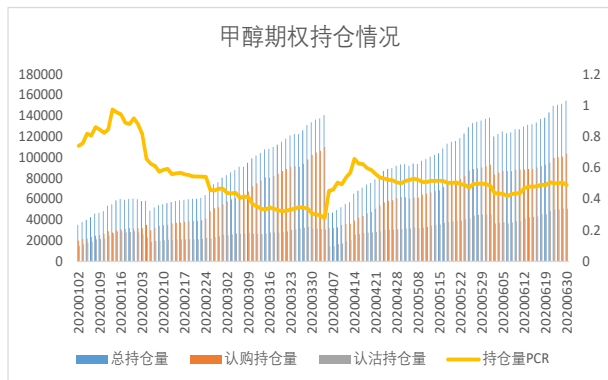


图 2-52: 甲醇期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

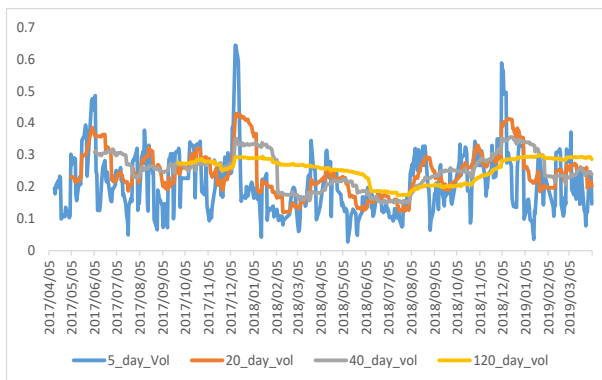


图 2-53: 甲醇主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

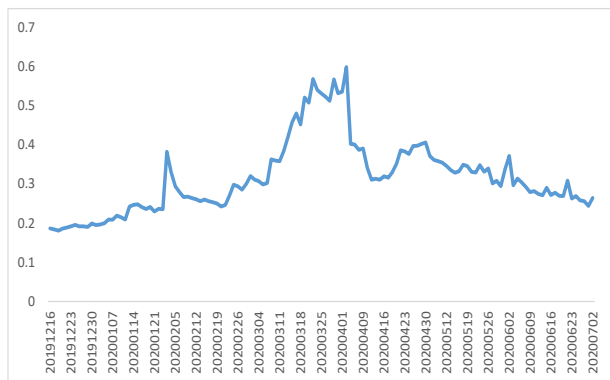


图 2-54: 甲醇期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 10、黄金期权成交持仓情况

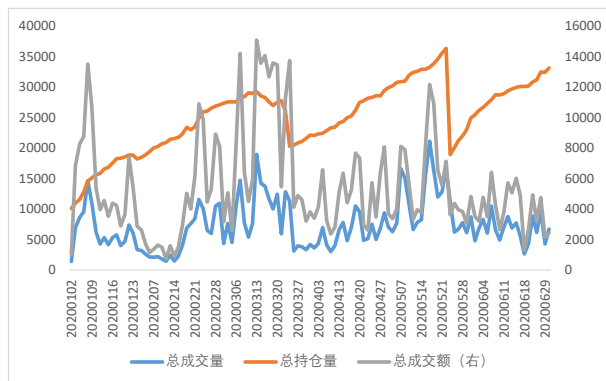


图 2-55: 黄金期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

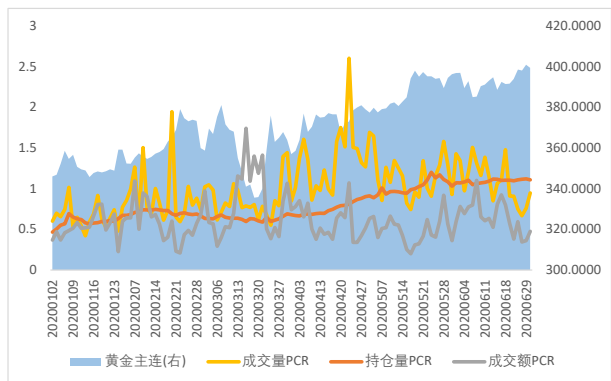


图 2-56: 黄金期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

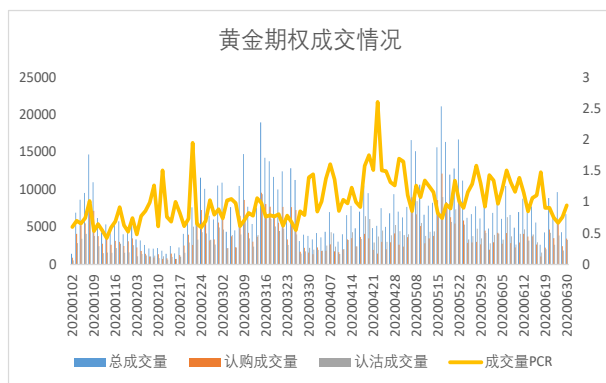


图 2-57: 黄金期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

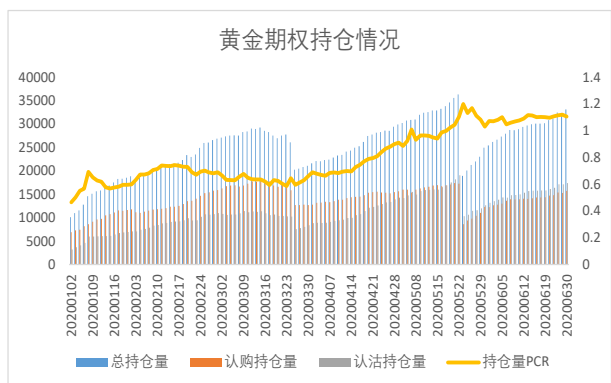


图 2-58: 黄金期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

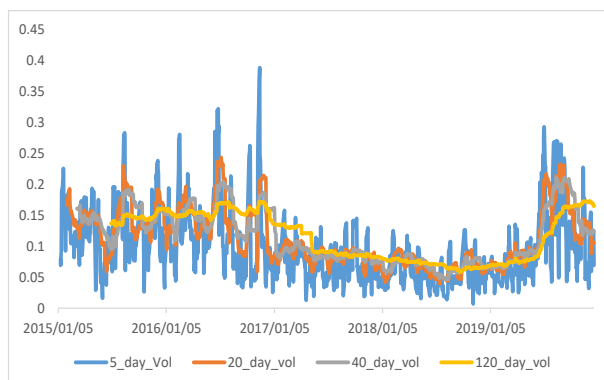


图 2-59: 黄金主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

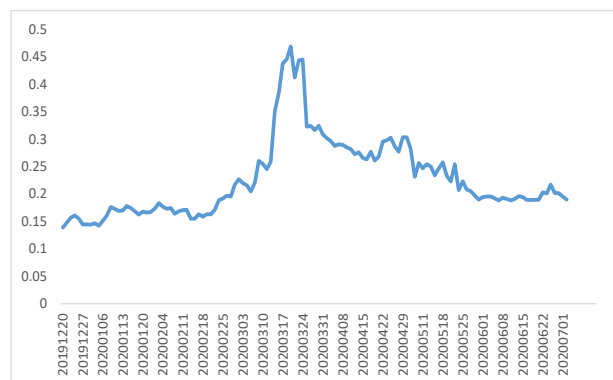


图 2-60: 黄金期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 11、菜粕期权成交持仓情况

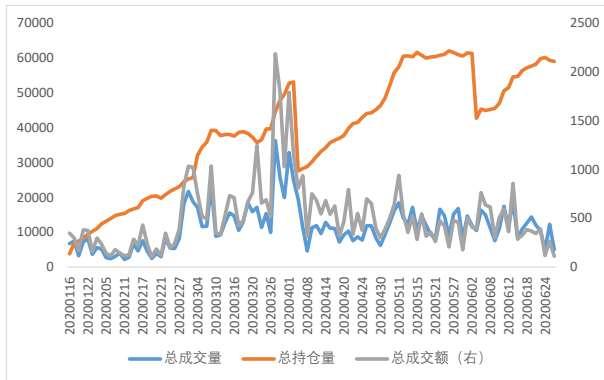


图 2-61: 菜粕期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

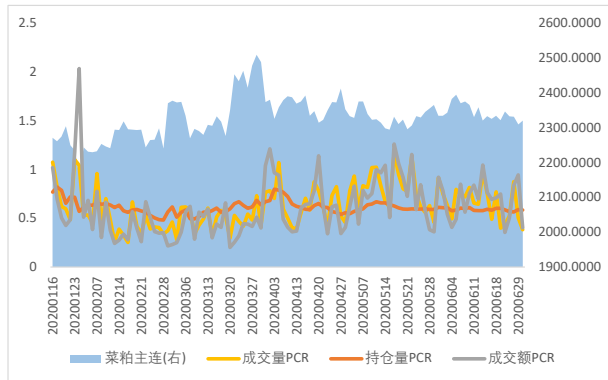


图 2-62: 菜粕期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

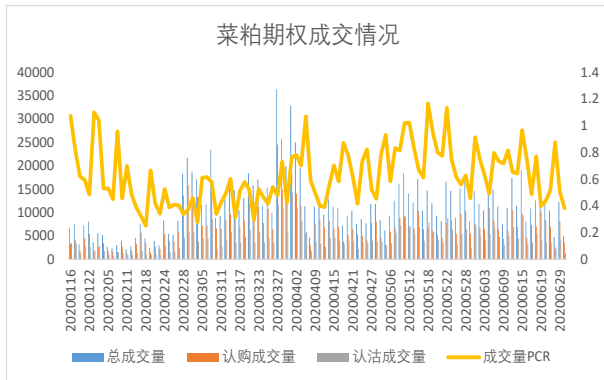


图 2-63: 菜粕期权成交情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

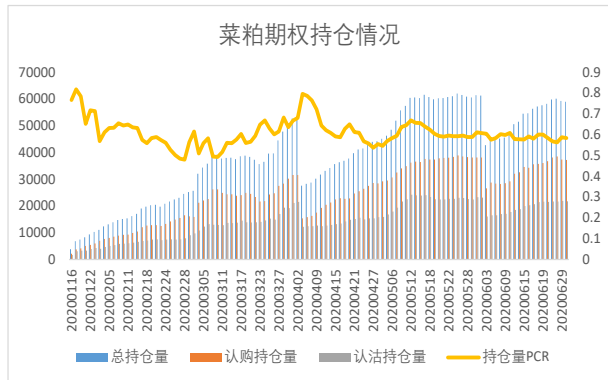


图 2-64: 菜粕期权持仓情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

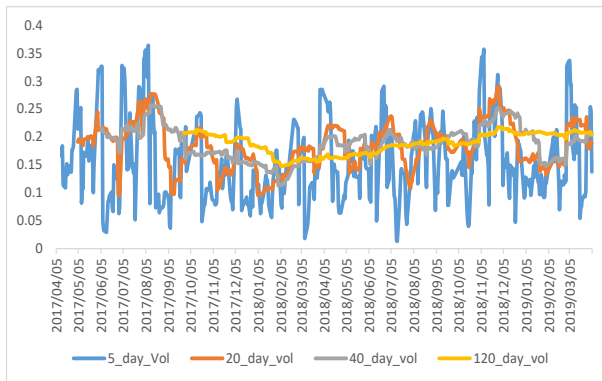


图 2-65: 菜粕主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

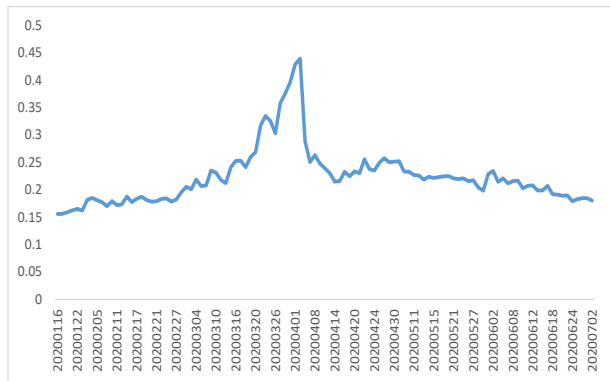


图 2-66: 菜粕期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 12、LPG 期权成交持仓情况

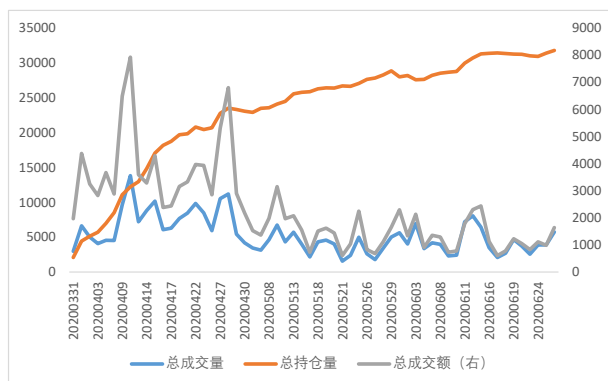


图 2-67: LPG 期权成交持仓

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

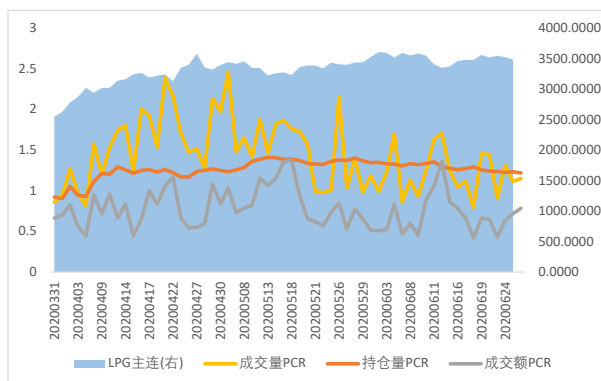


图 2-68: LPG 期权成交量 PCR 持仓量 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

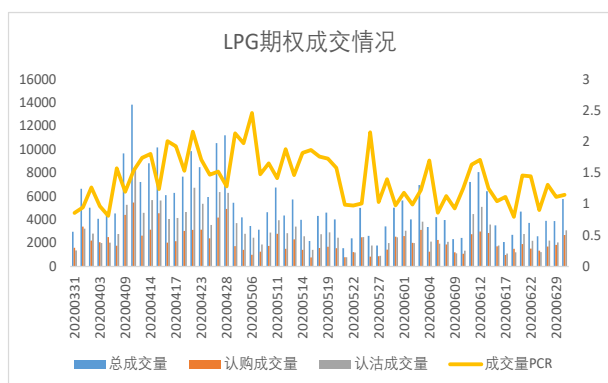


图 2-69: LPG 看涨、看跌期权成交量及 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

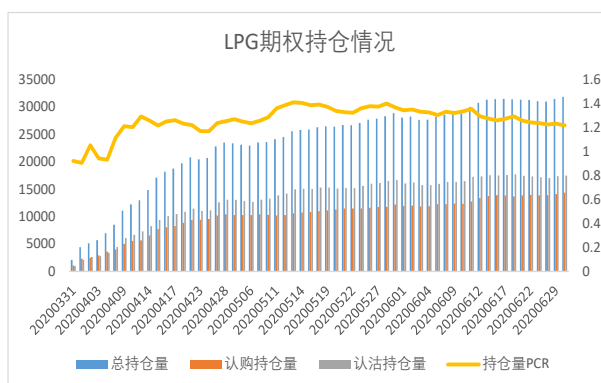


图 2-70: LPG 看涨、看跌期权持仓量及 PCR

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

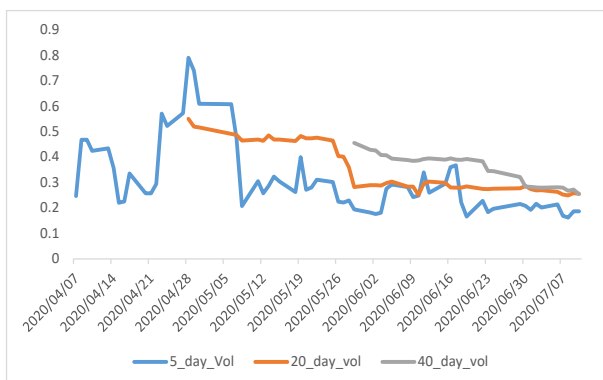


图 2-71: LPG 主连历史波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

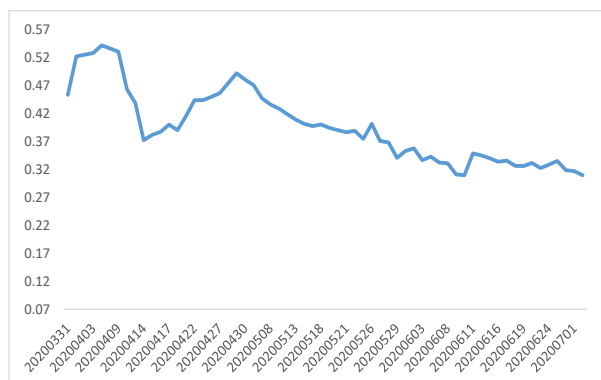


图 2-72: LPG 期权隐含波动率

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 第三部分 商品期权交易机会

今年上半年全球新冠疫情肆虐，大宗商品市场出现巨幅波动，一些商品期权的标的也随之出现大幅波动，而期权也出现了很多投资机会。在这一部分我们将介绍一些典型的策略，并回顾今年上半年这些策略在商品期权上的表现情况。

### 一、方向性价差策略

#### 牛市价差策略

牛市价差策略是指买入一份低执行价的看涨期权，同时卖出一份相同到期日高执行价的看涨期权。该策略一般用于预期未来市场温和看涨，但若单边买入看涨，除了 Theta 风险之外，还会面临 Vega 风险，有可能会买对方向但仍亏钱。此时买入牛市价差就可以对冲部分的 Theta 和 Vega 风险，享受标的上涨的收益。

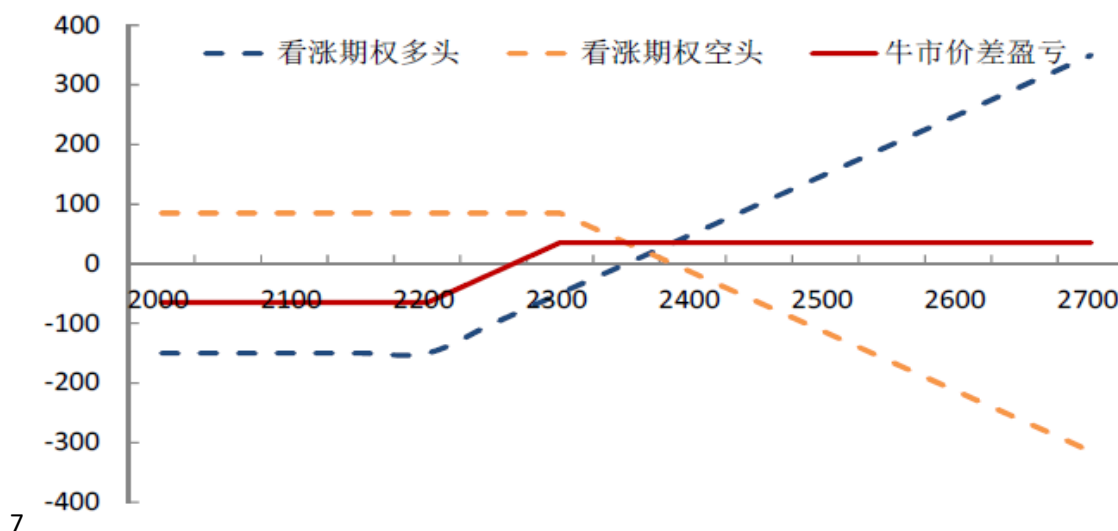
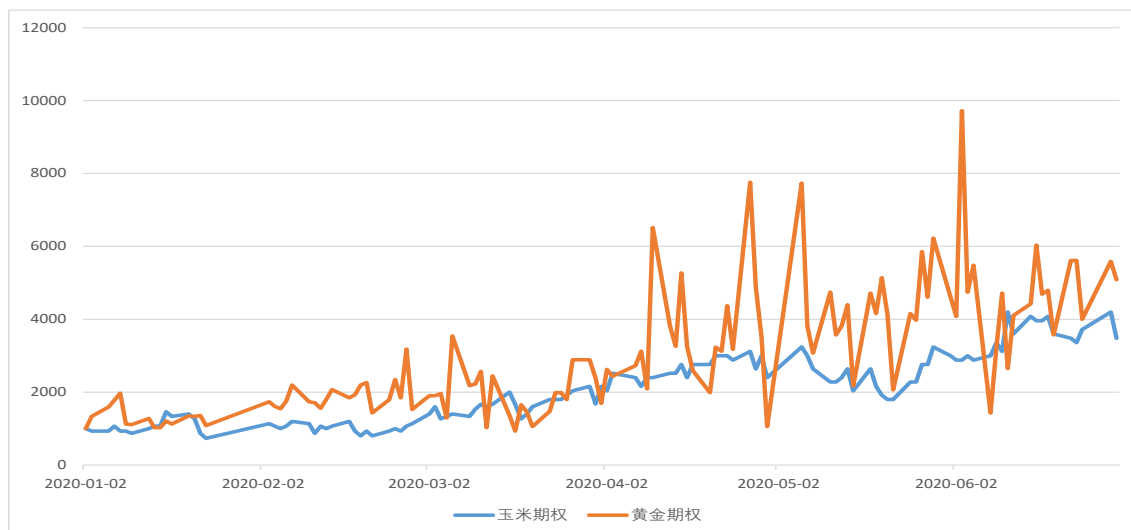


图 3-1：牛市价差损益情况

数据来源：方正中期研究院整理

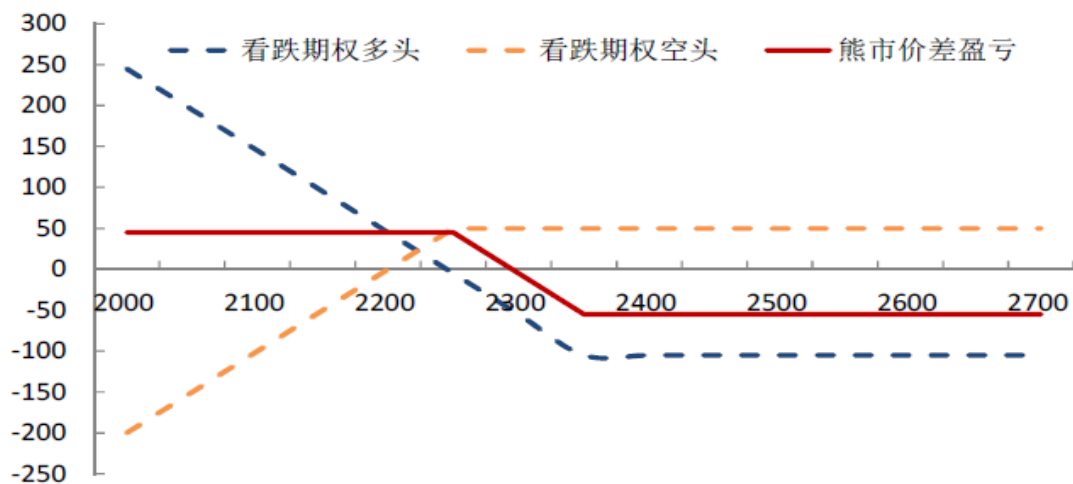


**图 3-2：黄金、玉米期权牛市价差损益走势图**

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

### 熊市价差策略

熊市价差策略是指买入一份高执行价的看跌期权，同时卖出一份相同到期日低执行价的看跌期权。与牛市价差相反，该策略一般适用于预期未来市场温和下跌，同样地，若单边买入看跌会面临 Theta 和 Vega 风险，此时买入熊市价差就是一个不错的选择。



**图 3-3：熊市价差损益情况**

数据来源：方正中期研究院整理

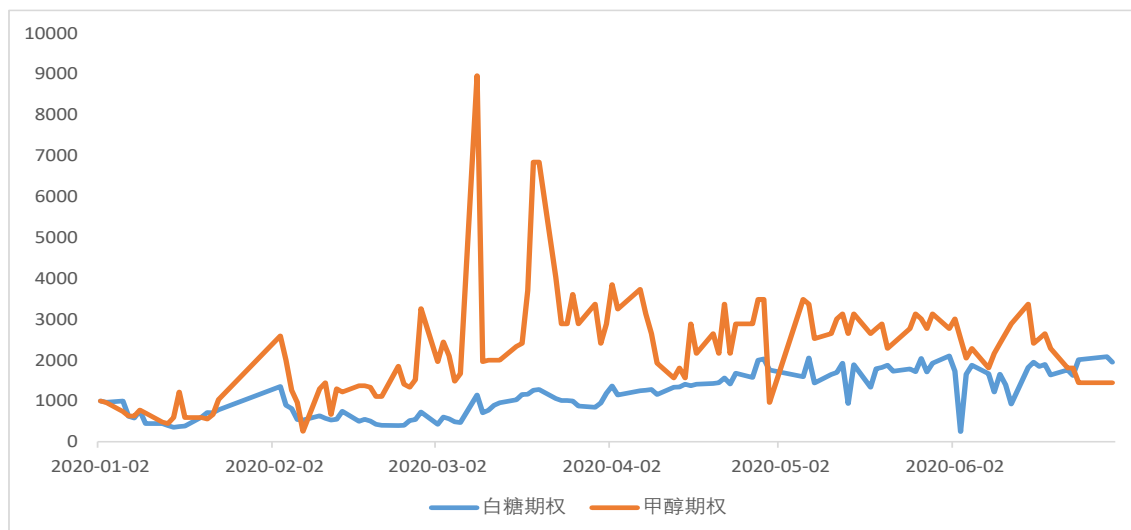


图 3-4: 白糖、甲醇期权熊市价差损益走势图

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 二、波动率策略

### 买入跨式策略

买入跨式策略是指买入一份看跌期权，同时买入一份具有相同到期日、相同执行价的看涨期权。该策略适用于预期未来市场将发生大幅波动，但不确定方向，这时就可以使用跨式策略来捕捉市场的巨幅波动。类似地，也可买入宽跨式策略来捕捉市场波动的收益。相较于买入跨式策略，买入宽跨式策略的成本更低，但是需要市场更大的波幅才能赚取收益。

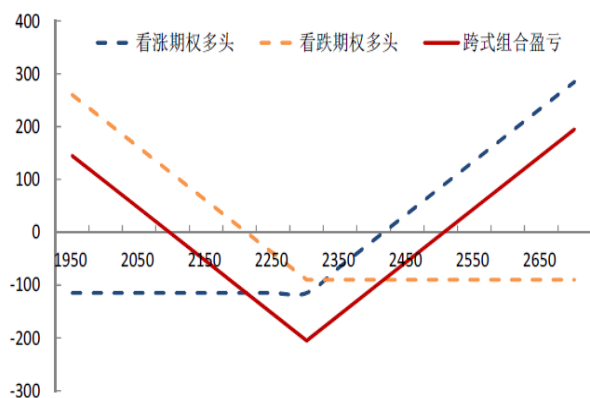


图 3-5: 买入跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

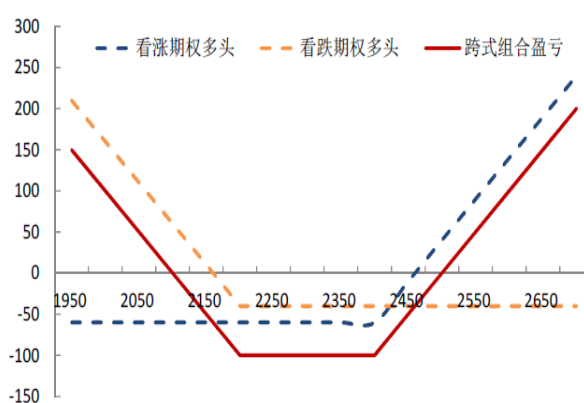


图 3-6: 买入宽跨式策略损益情况

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

此外，还需要说明的是，跨式策略是用于捕捉市场瞬时的巨幅波动，由于是买入看涨和看跌期权，会面临 Theta 和 Vega 风险，不适合投资者一直持有，要及时的止盈止损。

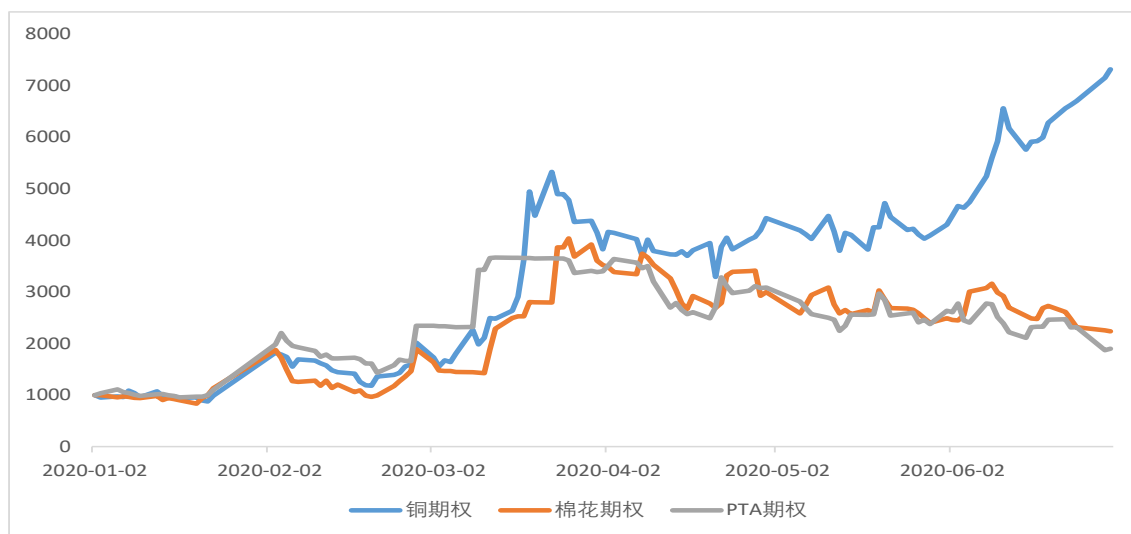


图 3-7: 铜、棉花、PTA 期权买入跨式损益走势图

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

### 卖出宽跨式策略

卖出宽跨式策略是指卖出一份低执行价的看跌期权，同时卖出一份具有相同到期日、高执行价的看涨期权。与买入跨式策略相反，卖出宽跨式策略适用于预期市场不会发生大幅波动，会在某一区间内震荡，希望能赚取 Theta 的收益。若当前期权隐波处于高位，随着市场盘整，期权隐波大概率将回落，这时还可以赚取 Vega 收益。另外，需要说明的是，卖出跨式或宽跨式是收益有限，风险无限的策略，因此，该策略可以不止盈，一直持有赚取 Theta 收益。但是若标的价格突破震荡区间，这时一定要注意止损。



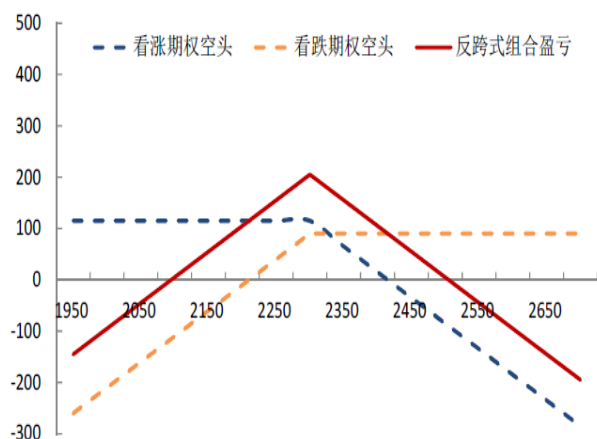


图 3-8：卖出跨式策略损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

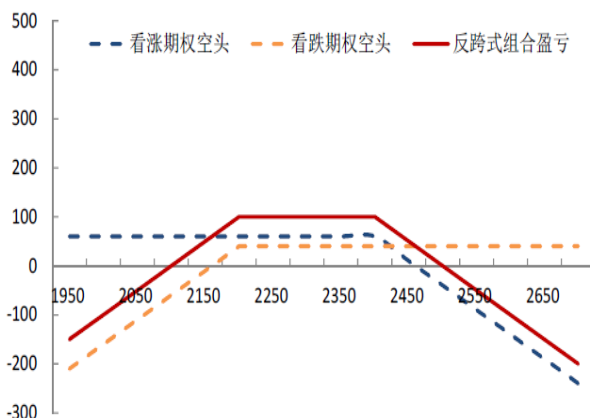


图 3-9：卖出宽跨式策略损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

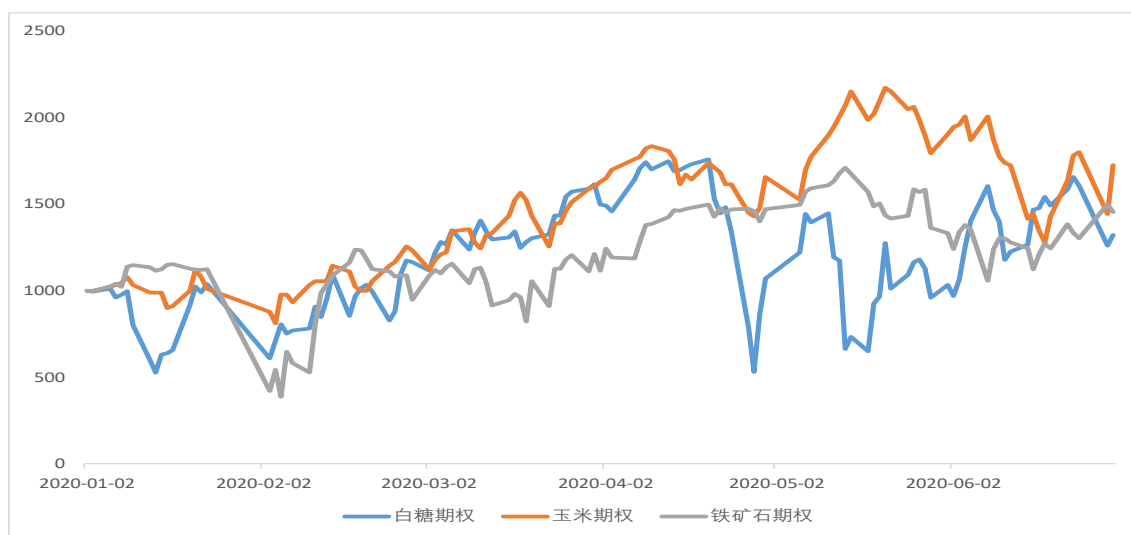


图 3-10：白糖、玉米、铁矿石商品期权卖出宽跨式损益走势图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

### 三、标的+期权组合策略

#### 备兑策略

备兑策略是指投资者在已经拥有标的、或者买入标的的同时，卖出相应数量的看涨期权。该策略适用于长期看好标的的走势，但最近不温不火，有时有点小涨，有时干脆一动不动，没有达到投资者的预期价

位。或者投资者愿意在预期价位卖出，这时标的还未达到预期价位，投资者想降低持仓成本，以应对未来的不确定性。下面我们将用 90% 的资金用过购买标的，10% 资金用于卖出看涨期权。

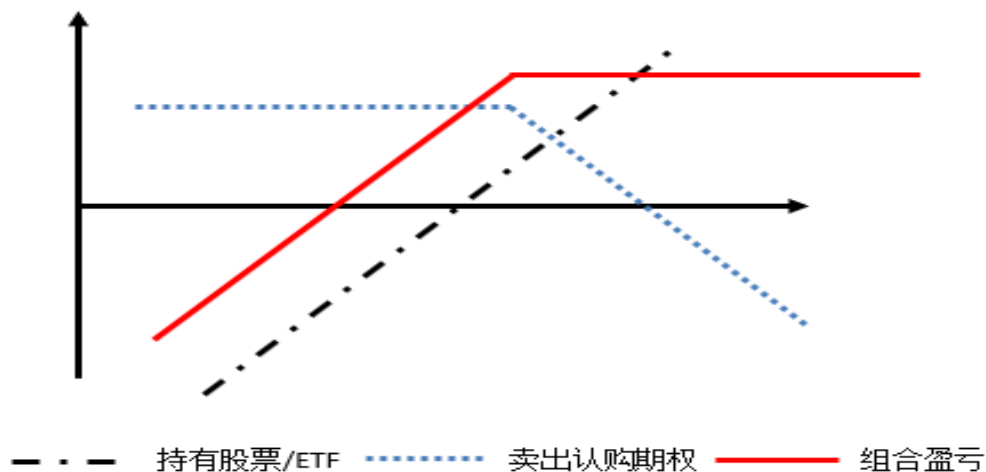


图 3-11：备兑策略损益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

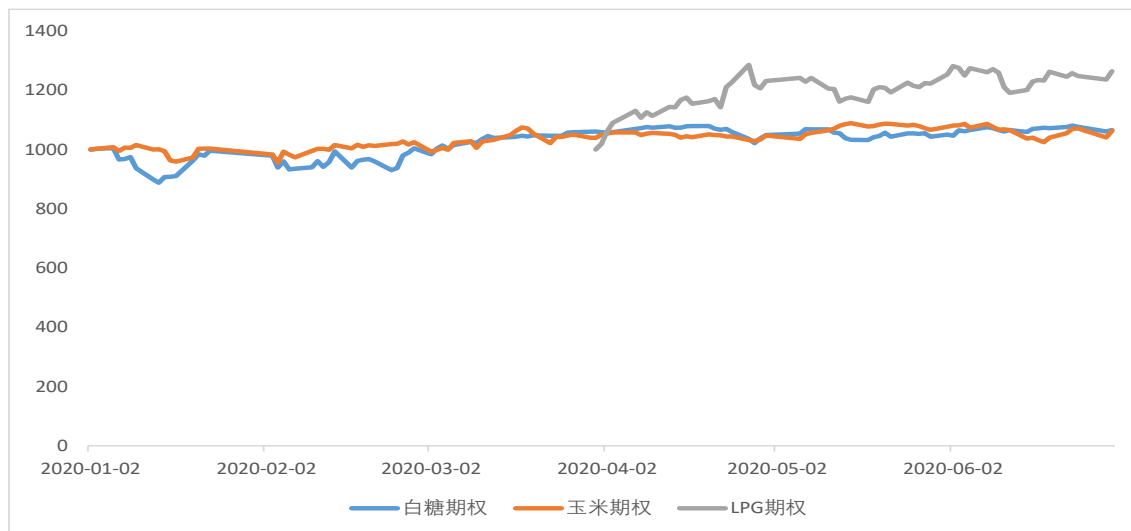


图 3-12：白糖、玉米、LPG 期权备兑策略损益走势图

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 保险策略

请务必阅读最后重要事项

期权保险策略，也称保护性买入看跌策略，是指投资者在已经拥有标的、或者买入标的的同时，买入相应数量的看跌期权。该策略适用于长期看好标的，但是又害怕市场出现黑天鹅事件，于是买入看跌期权进行保护。该策略优点是可以有效地防止市场黑天鹅事件对策略净值的冲击，减小策略回撤，使策略在下跌市也能有不错的表现。不过，在处于上涨行情中，买入看跌期权将承受权利金的损失，使得策略成本上升。下图表示将 90% 的资金用于购买标的，10% 资金用于买入看跌期权。

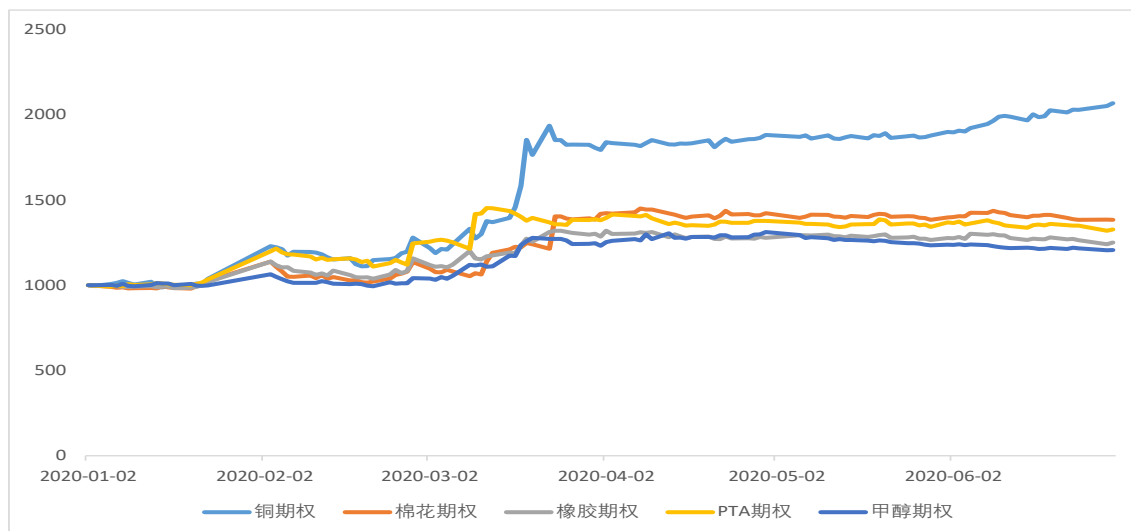


图 3-13: 各品种商品期权保险策略损益走势图

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 第四部分 2020 年下半年各个商品市场展望

**豆粕: 1、巴西大豆出口创纪录 三季度大豆供应充裕。**2020 年上半年，中国市场强劲需求以及油厂榨利强劲，推动巴西大豆出口持续发力，巴西大豆出口创纪录，7 月份之后随着巴西农民手中可卖旧作量越来越少以及雷亚尔的不断升值，国际大豆市场采购方向也将逐渐转至美国。近阶段巴西大豆供应趋紧张导致大豆升贴水报价坚挺，美豆出口优势渐显，目前 2019/20 年度全球大豆的产量已定型，2020/21 年全球大豆供需情况下半年取决于美豆的产量前景及出口节奏，未来 3 个月是美国大豆生长关键期，天气尤为重要，且中美两国在多个问题上的对峙也增添中美贸易不确定性，美豆进口节奏及中国需求也需持续关注。**2、养殖端需求维持缓增预期。**目前我国出台了许多扶持养殖的措施，且生猪市场养殖高利润也将刺激养殖积极性，不过我国生猪市场产能恢复进程仍将偏慢，乐观预期下，今年下半年生猪产能恢复到正常年份的

80%。生猪产能下滑也带来了我国禽肉市场产能的增加，弥补了一部分生猪产能下降对豆粕饲用需求的减少量，下半年生猪产能缓慢恢复，年内畜禽存栏同比增加，养殖端需求维持缓增预期。

**3、中美贸易关系继续影响豆类价格走势。**中美贸易摩擦造成了全球大豆区域内供需不平衡，美豆供应过剩，南美大豆市场呈现紧平衡状态，目前中美已签署第一阶段协议，中国将按协议内容增加美国农产品的采购，其中包括大豆，美豆市场库存高位继续压制豆类市场价格，后期随着美豆生长季的到来，天气炒作仍可期待叠加国内需求端恢复增加对美豆的采购需求有望增加，进而提振美豆市场价格。2020 年国内下半年豆粕指数合约价格重心将抬升，预计在 2700-3300 区间内运行。

**白糖：**2020 年上半年，全球糖价冲高回落，尽管印度、泰国食糖大幅减产成为现实，但公卫事件爆发导致全球消费萎缩，而原油价格下跌又刺激巴西增产食糖，供需形势扭转使得糖价波动剧烈。下半年国际食糖供需关注巴西产糖能否达到预期水平，而国内糖价则受进口糖数量以及销售进展的指引。本年度食糖供需形势变化较为频繁，国内市场不存在明显的缺口或过剩，预计糖价会以宽幅震荡走势为主。当前郑糖价格位于近年来偏低位置，三季度糖价可能走高。

**铜：**今年上半年铜价呈现 V 型走势，突发新冠疫情导致市场恐慌情绪骤升，全球主要金融资产大跌，国内铜消费显著放缓，铜价一度跌破成本线，最低触及 35300 元/吨。全球央行及政府及时出台空前规模的宽松的财政及货币措施，市场情绪显著修复，且 5 月以来全球重启经济活动，经济触底反弹。同时，疫情导致阶段性供需错配，国内需求显著改善，秘鲁等铜矿主产国限制矿业生产，海外矿山供应收缩，铜价在基本面及宏观面双重利多因素下自 3 月底以来持续回升，6 月底铜价收复疫情前全部跌幅。对于下半年，海外铜矿山在逐步恢复中，但南美疫情形势限制恢复速度，三季度原料短缺局面料延续，将对铜价构成支撑，四季度供应将显著改善。消费方面，电力基建行业将继续加速释放，全年电网投资预计持平去年。家电及汽车消费整体较上半年改善，但同比仍为负增长。从季节性表现来看，金九银十为消费旺季，7、8 月为电网投资旺季，四季度为汽车销售高峰。从全产业链来看，后疫情时期需求恢复要慢于供给端，全球铜市处于供应过剩局面。宏观方面，上半年市场经历了突发疫情的恐慌、情绪修复两个阶段，目前对全球货币超发及复工情况乐观，后续将理性看待全球经济复苏进度，在防疫常态化下经济不会出现 V 性反转；全球宽松的财政及货币政策将延续，有助于推升资产价格，仍是支撑铜价的因素，但刺激力度料边际收紧，

关注市场情绪转变。整体来看，预计下半年铜价先扬后抑，运行区间 45000-54000，伦铜 6600-5500。操作建议：可考虑多铜空锌；企业可考虑持有现货同时卖出看涨期权，即备兑策略。铜价上行趋势中，投机者建议滚动卖出近月虚值看跌期权，赚取权利金。

**玉米：**2020 年上半年，大商所玉米期货指数除在 5 月份临储玉米拍卖前价格出现 80 元/吨的回调以外，整体呈现出趋势性上涨态势。年初中央一号文件重点提出抓好生猪复养，市场看好后市玉米饲用需求。并且临储玉米库存下滑较快，供需缺口的担忧情绪重燃，中间贸易环节积极入市“抢粮”，推高玉米价格。5 月份临储拍卖持续火爆，再度引燃市场信心，期货现货价格持续拉涨至 2100 元/吨上方。从供给角度看，国内玉米供给难增，关注玉米及替代品进口政策。我国提出振兴大豆计划，稳定粮食产量，而玉米大豆种植区域高度重叠，因此玉米产量难以增加。截止 7 月初，我国临储玉米仅剩 2000 万吨左右，不足以继续弥补我国玉米的产需缺口。如果不进口玉米，那么我国玉米供给是持续下降的。进口方面来看，我国玉米一直受到 720 万吨进口配额限制，而今年有消息称我国可能大量进口玉米以补充国储库存，消息尚未证实，如果放开玉米进口，那么则会给市场一个利空转跌的信号。从需求角度看，饲用需求增速预计加快，有望提振玉米。2020 年下半年我国生猪存栏有望加速恢复，叠加前期禽类存栏增加后处于高位，我国玉米饲用需求在下半年有望加速释放，对玉米价格提振作用预计明显。深加工方面，由于成本端玉米价格连续上涨，而深加工下游需求相对疲软，玉米深加工利润不佳，开工率有所下滑，此外从量上来讲，深加工的玉米需求下半年也难以对玉米形成明显利好提振。从价格角度看，下半年易涨难跌。锦州港玉米价格已经上涨至 2130 元/吨附近，处于近几年的高位。拍卖粮价格来看，2015 年辽宁地区拍卖粮成交均价接近 2000 元/吨，算上陈粮贴水，拍卖价格依旧是强有力的在支撑当前新粮价格。总体来说，在市场对于玉米市场产需缺口担忧情绪强烈的背景下，玉米集中供应的可能性不大，因此市场没有大幅下跌基础，玉米市场易涨难跌。2020 年下半年玉米期货有望上涨至 2300 元/吨上方。风险点在于非洲猪瘟持续发酵，我国放开玉米进口。

**棉花：**据中国棉花信息网对全国棉花交易市场 18 个省市的 154 家棉花交割和监管仓库、社会仓库、保税区库存和加工企业库存调查数据显示，6 月底全国棉花商业库存总量约 323.89 万吨，较上月减少 53.49 万吨，降幅 14.17%。工业库存亦有所下降，6 月，棉纺织企业棉花工业库存继续下降。据调查，截至 6 月

底纺织企业在库棉花工业库存量为 65.83 万吨，较上月底下降 2.12 万吨。纺织企业可支配棉花库存量为 75.95 万吨，较上月减少 2.72 万吨。棉花将库速度有所提升反映短期需求有所恢复，短期利好棉花走势。棉花短期走势突破 12000 关口，短期棉花国储拍卖成交良好，价格稳步提升，资金面宽裕亦助推棉花短期上行。全球及中国货币宽松使得市场资金充裕，商品及股市面临普涨格局，下半年欧美国家全面复工难以避免，宏观上会导致货币流速增加，带动商品价格整体上行，短期黄金、基本商品和股市同涨即是对此有所反映，棉花走势上恐出现基本面疲弱但期货市场价格不断上行的背离局面。投机操作上灵活应对，站稳 12000 可短线入场做多，目标 12500 缺口附近。卖保方面建议使用期权进行远月合约操作，如买入 CF2101 合约 12500 附近认沽期权套保。中长期看，全球棉花消费依旧低迷难改，棉花供应充足，棉花暂不具备中长期上涨基础，建议期货总体以逢高做空为主。期权方面，棉花指数加权隐含波动率维持高位，为 21% 左右，与短期历史波动率基本持平。波动率回归正常区间，波动率策略短期观望为主，逢高可以卖出认购期权。

**橡胶：**2020 年上半年沪胶价格波幅较大，公共卫生事件爆发对市场造成冲击，需求端萎缩是影响胶价走势的重点因素。尽管中国国内疫情早已得到控制，但国外的形势仍不乐观。在社会活动恢复正常之前，橡胶消费疲软的局面难以得到有效改善。不过，宏观经济政策刺激可以帮助生产活动恢复，提振商品及资本市场的人气。长期看，沪胶价格已经受住突发事件的考验，万元关口支撑再次得到确认。下游企业可以适当进场买入建立虚拟库存，近来期货价格升水较低是进行买入保值的较好时机；上游企业可以通过卖出看涨期权等方式增加销售收益。投资者可考虑中长期做多，短线交易者则应等待胶价突破近期整理形态之后顺势操作。

**铁矿石：**总体来看，上半年铁矿石市场再现波澜云诡的走势。公共卫生事件影响使得供需两端频频出现超预期和不及预期的表现，供需的阶段性的错配加剧了价格的波动，也加大了行情研判的难度。概括而言，上半年铁矿市场主要呈现出以下几个特征。供应端，一季度巴西矿和澳矿的生产活动均受到冲击，发运明显不及市场预期，矿山相继下调全年目标产量，一度引发市场对全年铁矿供应的担忧。而进入二季度后主流矿的发运又均出现强势恢复，使得上半年的外矿总供应量仍略高于去年同期。而需求端，无论是春节后的铁水产量还是进入二季度后的终端用钢需求，均超预期坚挺。铁水产量和成材表需均不断刷新历史最高



值，由公共卫生事件引发的各种预期被不断证伪，成为了二季度行情的主动驱动。港口库存在上半年持续刷新历史同期最低值，品种间的结构性矛盾日益突出，粉矿占比持续下降，而废钢供给的缺口使得钢厂对铁矿的需求进一步增加。成材利润对铁矿价格的传导不明显，上半年黑色系的估值主要由铁矿定价。衍生品市场方面，由于上半年的供需节奏较往年均出现了偏离，加剧了行情的不确定性，期货市场参与热情有所降温，成交量和持仓量同比均出现腰斩。而期权市场异军突起，成交额跃升至商品期权品种首位。展望下半年，外矿供应偏紧的局面将有所改善，巴西矿的发运节奏预计将有明显复苏，淡水河谷大概率会完成全年的目标产量。需求端，终端用钢需求在强基建和中性地产预期下仍将有保证，淡季结束后面临需求回补，三季度将再度迎来用钢高峰。铁水产量总体仍将继续维持在高位水平，但废钢可能会对其形成一定的挤出效应。需求端边际改善的程度将不如供应端，供需将从当前的紧平衡逐步过渡到供需两旺。港口库存将缓步累积，但难至高位水平，品种间的结构性矛盾可能再度造成短期的供需错配，驱动铁矿价格走出阶段性上涨行情。随着铁矿石供应端的矛盾逐步缓解，下半年黑色产业链的定价将逐步由铁矿切换至成材，长流程钢厂的利润水平对铁矿价格的传导将更为顺畅。下半年铁矿价格的波动区间预计将在 90-120 美金，价格重心较上半年小幅上移。全年价格高点大概率将出现在 3 季度，有望挑战去年的高值。操作上应以注意把握节奏，三季度以逢低吸纳为主，进入四季度后逐步切换至逢高沽空。

**PTA:** 从成本端来看，PX 价格重心有望上移。下半年国际原油价格重心有望震荡上移，但受制于需求端的恢复速度，整体上涨的速度或放缓，空间亦较为有限，年内高点或在 50-55 美元/桶附近。对 PX 来说，目前 PX 加工费在 150 美元/桶附近，小产能装置亏损严重，下半年海外检修将增多，同时下游 PTA 产能投放增速将大于 PX 增速，供需存在缺口，“PX-Nap”价差有望修复至 230 美元/吨附近，对应 PX 价格将在油价和加工费的带动下修复至 670 美元/吨以上。从供需面来看，PTA 供需进一步恶化，加工费有望被大幅压缩。下半年 PTA 将有 1050 万吨/年（含恒力）的产能投放计划，产能增速有望至 20%，而下游聚酯产能增速仅为 5.5%，因此 PTA 供需格局将继续恶化。且由于上游 PX 将逐渐强势，PTA 加工费有望被压缩。正常水平下给予 PTA500 元/吨的加工费，极端情况下给予 PTA300 元/吨的加工费。综上，由于 PTA 价格主要由成本和加工费两部分组成，下半年 PTA 成本有抬升的趋势，而加工费有被压缩的预期，从绝对价格来看，期价运行区间将在 3300-4100 元/吨。走势节奏上，PTA 将跟随油价波动，但是整体会弱于原油。

**甲醇：**上半年，甲醇期货深度下跌后，低位企稳整理，陷入筑底阶段。甲醇市场供需失衡，格局偏宽松，拖累甲醇期货走势。受到重大突发公共卫生事件的影响，甲醇需求迟迟未能恢复正常，而货源供应充裕，导致供需矛盾较为突出。甲醇价格处于低位，生产企业陷入亏损。尽管春季检修如期启动，甲醇开工水平回落，但下游市场表现持续低迷，供应端压力未有明显缓解。甲醇传统需求行业开工普遍不足，跟进迟缓。新兴需求煤制烯烃新增产能不多，装置多数运行稳定，但整体情况不及去年，甲醇刚性需求缩减。海外市场需求大幅萎缩，大量低价货源流入沿海地区，冲击国内甲醇市场，使得甲醇雪上加霜。沿海地区库存持续累积，装置集中检修期不降反升，未能启动去库存。甲醇产业链利润明显下移，但下游市场多维持刚需采购，现货市场交投不活跃。沿海地区走势弱于内地，区域价差大幅收敛，套利窗口长期关闭，不利于内地厂家排货。甲醇进口量超预期增加，也是造成港口库存难以回落的因素。下半年，宏观经济环境延续恢复势头，提振商品市场走势，随着需求改善，甲醇重心有望抬升。但高库存成为甲醇市场常态，启动去库存仍待时日，期价回暖路漫漫，难以形成单边上涨行情，预计上方空间在 2350 附近。整体而言，甲醇将呈现低位震荡走势，预计价格波动范围 1700-2350。

**菜粕：**供应方面：我国油菜籽产量已经收获完成，下半年的供应弹性主要取决于油菜籽以及菜粕进口情况，中加贸易关系继续僵持的状态下，国内菜粕供应预期呈现同比持平的状态。需求方面：新冠疫情以及南方持续暴雨的影响下，水产养殖旺季提振不及往年，菜粕刚性消费预期持平或者略不及去年的情况；豆粕现货价差处于相对低位，菜粕缺乏性价比优势，替代消费预期也是偏弱的表现。关联品种方面：豆粕市场来看，供应端主要受美豆产量以及中美贸易关系的影响，需求端主要受生猪养殖恢复程度的影响，美豆供需边际改善以及生猪产能恢复进程加快的情况下，豆粕预期呈现震荡偏强走势。另外需要关注的就是进口葵花粕同比增长，继续挤压菜粕的替代消费。综合来看，菜粕自身面临中加贸易关系处于僵持状态与整体消费不及预期的多空博弈，关联品种豆粕端在美豆供需边际改善以及生猪产能恢复进程加快的影响下运行区间有所上移，因此菜粕 2009 合约三季度运行区间预期在 2280-2600 元/吨区间震荡偏强波动。

**黄金：**① 美国在内的主要经济体都在着手对抗经济下行的风险，全球整体的衰退态势在持续，并表现出了比较明显的“资产荒”状态。从实际逻辑上看，源自 2001 年至今的互联网周期带动的经济增长周期走向末端，市场整体上供给有余而缺乏新的需求，在缺乏供给的时段通过流动性的释放是可以触及一定程度



的经济回暖，这一点在过去 40 年间是持续成立的，但现在整体上消费陷入瓶颈的情况下，货币超发带来的负面影响诸如分工协作及贫富差距过大等敏感问题最终演化成更加激烈的地缘政治矛盾，对本就敏感的经济进行更大化的负反馈效应，而且目前看这样的负反馈还在持续。② 2020 年突发性的公共安全事件严重恶化了“资产荒”的负面影响，在缺乏有效增量的情况下，继续向市场投放大量流动性进行救市，将会进一步恶化货币信用，尤其是美元体系或因货币信用的过度宽松而出现进一步的话语权丧失。实际绝大多数地缘问题源自于经济的内在矛盾，流动性的投放使得市场资金进一步向头部靠拢，贫富差距增大，地域间或者行业间因为分工导致的收入差距悬殊，都将是后续的隐患，而美国 5 月底爆发的反种族歧视抗议浪潮只是这些冲突的一部分。在这种情况下，都将为黄金带来可靠的中长期需求。③ 逻辑上看，黄金这轮牛市行情将继续延续，按照目前的货币投放增量金价未来有望上 2200 美元/盎司以上，意味着还有巨大的空间。从另类的投资模式来看，黄金可以看做真实利率为 0 的零息债券加上自身的属性溢价。从美林时钟的角度看，一般情况下在滞胀或者萧条转复苏的过程中，黄金价格会逐步达到峰值，而目前市场整体运行在萧条转复苏，金格有望随着市场情绪的进一步修复而上涨。④ 金价上涨的主要驱动力两个，第一个是经济衰退的进一步确认，第二个是中美、美欧商贸环境改变导致的全球产业链的恐慌性情绪，两者共同导致了美联储的货币政策转向，这是最主要的因果关系，目前看第一点具有持续性，而第二点有反复性，这导致了市场整体在大的上涨行情中出现了比较明显的波段效应。2020 年市场可能有更进一步的表现，主要源自美国大选将在 2020 年尘埃落地，对包括股市在内最大的向上托力将会减弱，并可能呈现进一步的民粹加码，对美国大选的博弈将成为 2020 年黄金市场的投资主线。⑤ 2020 年市场情绪很可能是大起大落的变动的格局，一二季度反复博弈公共卫生事件对经济的打压及美联储的最终行动，而三四季度起主要着手点或将回归于美国大选。预计 2020 年下半年国际黄金波动区间 1650-1920 美元/盎司，沪金主力 365-430 元/克。

**LPG:** 从液化石油气自身来看，由于我国液化气主要来自炼厂，而炼厂当前的利润仍维持在较高的水平，同时炼厂短期暂无大规模检修的情况下，供应端仍将维持稳中有增的局面。需求方面，当前处于民用气需求的淡季，但由于原油价格的回升，以及汽油需求的恢复，下游深加工将逐步好转，整体的需求将逐渐向好，同时由于地摊经济的推动，液化气的需求量特别是民用气这一块的需求量可能在需求淡季有所放量。观察华南地区主要炼厂的液化石油气走势来看，6-7 月份一般是现货价格的淡季，现货价格将维持在偏低的水平，而 PG11 合约有旺季合约的预期，期价将维持在偏高的水平。此时基差将维持在较高的水平。在

现货价格偏低以及期货高升水的情况下，PG11 合约短期仍将维持震荡走势。2020 年下半年，民用气需求随着气温的转冷需求将逐步增加，特别是进入取暖季以后，需求将进一步增加，液化气中期向好的局面不会改变。对近 5 年华南地区广州石化民用气出厂价观察，在十一月底，民用气现货价格在 3850—4500 区间波动，中枢在 4000 元/吨的水平，下半年液化气首个合约 PG2011 的整体策略依旧以逢低做多的操作思路为主。

# 行方正 以致远

## 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，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的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

---

**联系方式:**

方正中期期货研究院

地址: 北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话: 010-68578010、68578867、85881117

传真: 010-68578687

邮编: 100037

---