

锌铝期权上市在即，有色期权如何操作？

报告摘要：

- 期权合约将于 2020 年 8 月 10 日正式挂牌交易，铜期权于 7 月 31 日进行修订。
- 对比铝、锌期权和铜期权（修订）合约的异同。
- 以铜期权为例，对比买权、卖权及组合策略在不同行情中的应用。
- 期权套保的操作及优势。

分析师：朱善颖（F3045997；Z0015410）

研究所

金属研究室

Tel: 010-82295516

Email: zhushanying@swwhy.com

相关研究

《铝：库存角度看未来》
《矿端高位持稳，铝价如何变动——论铝产业链的价格传导机制》
《从海外厂商看氧化铝供给》
《全球铝企业发展综述及未来展望》
《行业政策首发，氧化铝何去何从》
《赤泥：是麻烦还是希望》
《累库推波，外盘助澜，有色节后“开门绿”》
《海外供给扰动频发，铜价影响几何》
《传统旺季来临，铜价能否突破》
《沪铝后市还有上行空间吗》
《天灾人祸能否改变沪铝供需格局》
《联合减产传闻再现，铜价能否更上一层楼》
《铜：野火烧不尽，春风吹又生》
《铝：短线犹可期，盛年难重来》
《跌跌不休！有色金属价格何时走出底部？》
《铜价寒冬终逝，且等风来》
《库存看有色，下跌是否已开始》

一、铝、锌期权上市在即，铜期权进行修订

上期所铝期货和锌期货已经形成一定的市场规模，合约连续性和流动性好，投资者结构相对成熟，成为我国有色金属行业重要的风险管理工具，为企业套期保值、规避价格波动风险发挥了重要作用。2020年6月中国证监会批准上期所开展铝期权和锌期权交易，期权合约将于2020年8月10日正式挂牌交易。

2020年7月31日，上期所发布了铜期权修订案，部分规则向铝锌期权靠拢。铜期权的修订主要涉及四个方面：一是修订铜期权合约内容中有关合约月份的规定，将“与上市标的期货合约相同”调整为“最近两个连续月份合约，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到一定数值之后的第二个交易日挂牌，具体数值交易所另行发布”。二是修订铜期权合约内容中有关行权方式的规定，行权方式由“欧式”调整为“美式”，并将“到期日买方可以在15:30之前提出行权申请、放弃申请”调整为“买方可以在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请；买方可以在到期日15:30之前提出行权申请、放弃申请”。三是修订铜期权合约内容中对最小变动价位的规定，由“1元/吨”调整为“2元/吨”。四是修订《上海期货交易所期权交易管理办法》第二十八条关于期权合约挂牌遵循规则的规定，将此条第一款第一项“标的期货合约新挂牌的，期权合约与标的期货合约同时挂牌”调整为“新月份期权合约的挂牌时间在合约中载明”。

关于铜期权修订案的生效时间：《上海期货交易所阴极铜期货期权合约》中关于最小变动价位的修订自2020年9月2日（周三）起实施；关于合约月份的修订，自2020年11月17日（周二）新挂牌期货合约CU2111对应的期权合约开始实施，其中，合约月份大于等于CU2111的期货合约对应的期权合约适用修订后的规定，合约月份小于CU2111的期货合约对应的期权合约适用修订前的规定；关于行权方式的修订，自2021年11月16日（周二）新挂牌期货合约CU2211对应的期权合约开始实施，其中，合约月份大于等于CU2211的期货合约对应的期权合约适用修订后的规定，合约月份小于CU2211的期货合约对应的期权合约适用修订前的规定。

二、铝、锌期权及铜期权（修订）合约对比

铝期权和锌期权在合约设计上有多处相似之处，铜期权略有不同，但修订之后差异已经明显减小，下面我们将铝锌期权与铜期权（修订）进行详细对比。

1) 铝、锌、铜期权皆为一手期权合约对应一手期货合约，铝、锌期权价格最小变动单位为1元/吨（铝期货5元/吨，锌期货5元/吨），铜期权价格最小变动单位改为2元/吨（铜期货10元/吨），期权的涨跌停板幅度与标的期货合约涨跌停板幅度相同（铜、铝、锌期货皆为8%）；

2) 铝锌期挂牌合约最近两个连续月份合约，利于开展近月风险管理，促进交割月期货价格向现货价格收敛，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到一定数值之后的第二个交易日挂牌。目前暂定铝为15000手，锌为10000手。铜期权在修订前，所有铜期货合约均有期权合约挂牌，期权合约众多给市场带来交易资金压力和技术压力，且远月合约活跃度极低，成交并不充分。修订之后挂牌规则与铝、锌期权相同，但要从CU2111之后的新合约实行。

3) 铝、锌期权最后交易日均为标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日，交易所可以根据国家法定节假日等调整最后交易日，与铜期权一致。期权合约最后交易日的设计原则为尽可能靠近标的期货合约的最后交易日，并保证行权后有足够的时间进行期货仓位调整，期权合约最后交易日不应与标的期货合约前一月期货合约的最后交易日重合。

4) 考虑到商品自身的波动率, 铝、锌期权行权价格间距不尽相同, 铝历史价格大部分时间运行于 10000-20000 元/吨之间, 区间内行权价格间距设置为 100 元/吨, 左侧区间和右侧区间行权价格间距分别取 50 元/吨和 200 元/吨。锌价格大部分时间运行于 10000-25000 元/吨, 区间内行权价格间距设置为 200 元/吨, 左侧区间和右侧区间行权价格间距为 100 元/吨和 500 元/吨。

5) 铝、锌期权行权方式为美式期权, 铜期权从欧式期权修订为美式期权, 但行权方式自 2021 年 11 月 16 日新挂牌期货合约 CU2211 对应的期权合约开始实施。相较于欧式期权, 美式期权买方可在到期日前任意交易时间选择行权, 在需要时随时获得期货头寸, 操作更加灵活便捷。

合约标的物	铝期货合约 (5 吨)	锌期货合约 (5 吨)	阴极铜期货合约 (5 吨)
合约类型	看涨期权, 看跌期权		
交易单位	1 手标的期货合约		
报价单位	元 (人民币) / 吨		
最小变动价位	1 元/吨		2 元/吨
涨跌停板幅度	与标的期货合约涨跌停板幅度相同		
合约月份	最近两个连续月份合约, 其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到一定数值之后的第二个交易日挂牌。(锌 10000 手, 铝 15000 手, 铜具体数值交易所另行发布)		
交易时间	上午 9:00-11:30 下午 13:30-15:00 及交易所规定的其他时间		
最后交易日	标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日, 交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日		
到期日	同最后交易日		
行权价格	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 ≤ 10000 元/吨, 行权价格间距为 50 元/吨; 10000 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 20000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨; 行权价格 > 20000 元/吨, 行权价格间距为 200 元/吨	行权价格覆盖标的期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 ≤ 10000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨; 10000 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 25000 元/吨, 行权价格间距为 200 元/吨; 行权价格 > 25000 元/吨, 行权价格间距为 500 元/吨	行权价格覆盖阴极铜期货合约上一交易日结算价上下 1 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 ≤ 40000 元/吨, 行权价格间距为 500 元/吨; 40000 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 80000 元/吨, 行权价格间距为 1000 元/吨; 行权价格 > 80000 元/吨, 行权价格间距为 2000 元/吨
行权方式	美式。买方可以在到期日前任一交易日的交易时间提交行权申请; 买方可以在到期日 15:30 之前提交行权申请、放弃申请		
交易代码	看涨期权: AL-合约月份-C-行权价格 看跌期权: AL-合约月份-P-行权价格	看涨期权: ZN-合约月份-C-行权价格 看跌期权: ZN-合约月份-P-行权价格	看涨期权: CU-合约月份-C-行权价格 看跌期权: CU-合约月份-P-行权价格

三、有色期权策略运用场景

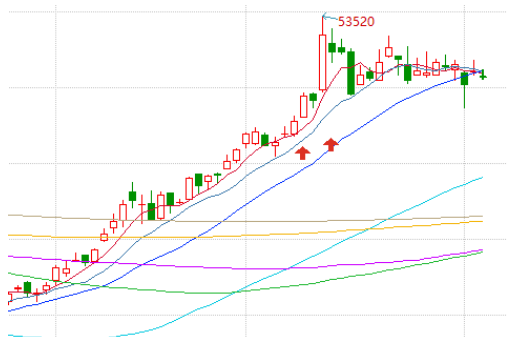
（一）买权：暴涨暴跌行情下的以小博大

期权具有以小博大的性质，尤其是当价格发生剧烈上涨或者下跌时，看涨或看跌期权的价格会在价格和波动率的影响下共振上行，从而放大收益。

以沪铜运行为例，6月底受疫情影响，智利铜冶炼厂关停，沪铜自48000一线开启新一轮上行，价格行至7月9日时，51000一线突破概率较大，我们建议买入近月虚值看涨期权，买入后智利矿山突发罢工，铜价单日拉涨近5%，期权涨幅超400%。急跌时的期权操作也有案例，2019年4月，中美贸易冲突左右市场情绪，铜价在4月底已经出现下行趋势，如果在端午节前埋伏近月浅虚看跌期权多单，节后价格跳空低开，期权收益也可以达到400%左右。

做期权的买权，需要对行情的精准把握，尤其是在有色期权的操作上。由于有色期货近月活跃，铜期权也仅有近月合约活跃，且活跃时间仅有一个月左右，而铜价大部分时间处于低波动的区间，活跃时间短导致期权时间价值损失很快，而低波动限制期权价格涨幅，这些都不利于买权的把握。

图 1：沪铜主力变动（2020 年 6-8 月）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 2：铜期权价格波动（Cu2008C51000）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 3：沪铜主力变动（2019 年 3-8 月）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 4：铜期权价格波动（Cu1906P48000）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

(二) 卖权：震荡行情下的固定收益

有色市场中出现极端行情的概率较低，大部分时候期货标的的价格波动不大，机构投资者更倾向于做期权的卖方，赚取权利金收入，以获得“高胜率，低盈亏比”的收益。由于有色金属具有期货连续活跃、期权活跃时间短、期货波动低的特点，期权上进行卖权操作的机会较多。

铜在 2019 年下半年经历了半年的震荡期，价格运行于 46000-48000 之间，这种区间震荡的行情极适合进行卖权操作，沿区间上下边沿，选择波动率相对较高的时点，分别卖出虚值看涨和看跌期权，每对卖权组合基本都能实现 8%-10% 的收益。

卖出期权组合也隐含着做空波动率的意图。2020 年受新冠疫情影响，春节后沪铜开盘跌停，期权波动急速上升，我们预计短期市场难以出现暴涨暴跌，价格多回归至温和运行的状态，因而选择卖出同时卖出近月虚值看涨和虚值看跌期权来做空波动率，随后一个月铜价温和波动，波动率迅速下行，卖出跨式组合盈利离场。

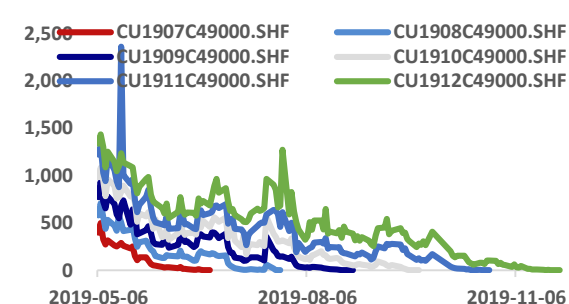
对于即将上市的锌铝期权，卖权上同样存在优势。首先锌铝期权仅挂牌最近两个连续合约月份，预计期货活跃时间同样较短，利于卖方收取时间价值，其次铝波动率常年处于低位，锌波动性略高，但价格整体运行也偏温和，这些特性都利于卖权操作。

图 5：沪铜主力变动（2019 年 5-11 月）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 6：铜期权价格波动



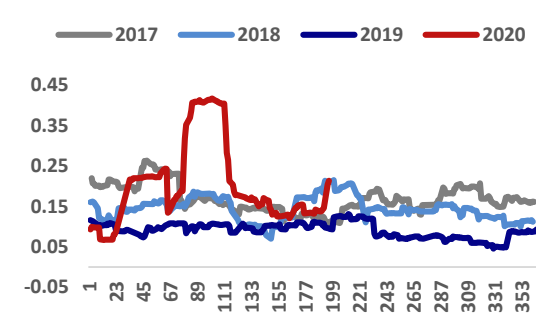
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 7：沪铜主力变动（2020 年 1-3 月）



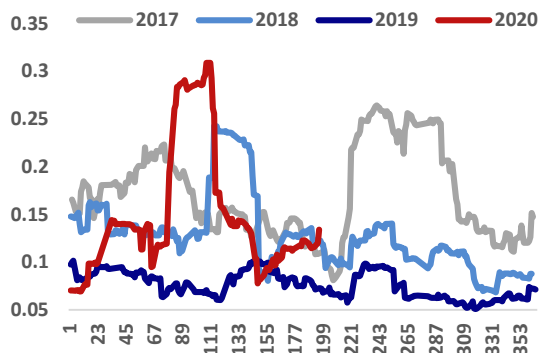
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 8：沪铜指数波动率



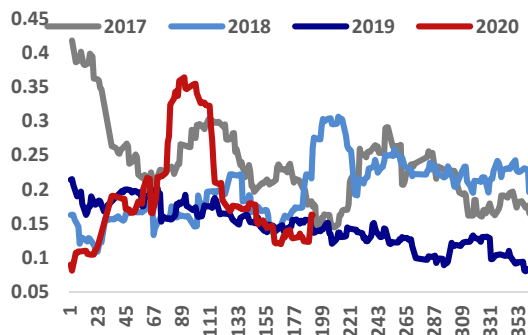
资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 9：沪铝指数波动率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 10：沪锌指数波动率



资料来源：WIND，宏源期货研究所

（三）组合策略

期权的买权和卖权也可以组合使用，如市场熟知的牛/熊市价差策略，通过买入低行权价看涨期权&卖出高行权价看涨期权，或买入高行权价看跌期权&卖出低行权价看跌期权等组合，来应对震荡上行或震荡下跌的行情，操作核心思想是通过卖权的权利金收入来抵补震荡行情中买权时间价值的损失。

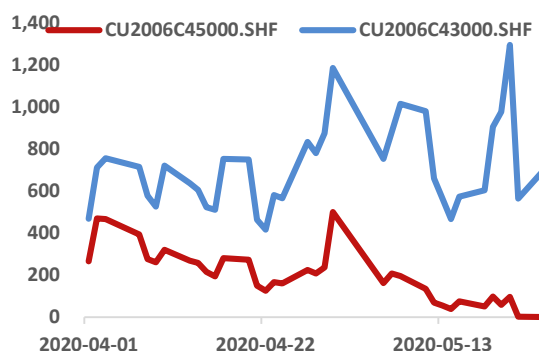
2020年4-5月，铜价呈现震荡上行的格局，两个月的时间价格自41500附近上行至43500附近。如果我们在此阶段单边买入看涨期权，虽然也有收益，但并不可观，这是由于价格温和上涨，波动率无法带来收益，而期权的时间价值又损耗较快所致。此类行情适合进行牛市价差操作，买入浅虚看涨期权的同时卖出深虚看涨期权，这样期权到期时赢得了权利金收入，从而起到了增强收益的作用。

图 11：沪铜主力变动（2020年4-5月）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 12：牛市价差组合



资料来源：WIND，宏源期货研究所

四、期权在套保中的应用

期货和期权都可以用来对冲市场风险，期权也可以应用于套期保值的操作。和期货套保相比，利用期权买权进行套保，持仓成本更低，且一旦发生不利行情，风险承受能力更强。此外，我们也可以结合卖权来进行组合操作，通过权利金收入来降低期权套保的成本。

我们用铜期权来对期权套保进行模拟分析。2020年3月初，铜价经历了节后跳空低开后，价格在44000-46000之间温和震荡，我们对比在3月初用期货和期权分别进行买保和卖保的情形，这里假设期权到期执行，期权、期货与现货配比比例相同。

对比期货、期权在卖保和买保不同情况下的损益，我们发现：

1) 若进行卖保操作，即期货期权头寸方向有利的，用期货和期权均能获得较好的保值效果，其中期权由于有权利金成本，在收入上要略少于期货，我们在实际操作中也可通过同步卖出深虚期权来弥补权利金损失。

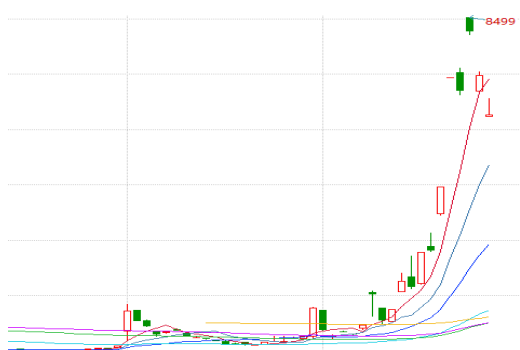
2) 若进行买保操作，即期货期权头寸方向不利，可以发现期货和期权头寸损益有巨大差异。期货头寸上的损失完全侵蚀掉了现货上的收益，但期权由于权利金成本固定，最终损失的只有数百元的权利金成本，期权套保的优势凸显。

图 13：期货期权套保比较

卖保	2020/3/10	2020/3/25	涨跌	总盈亏
cu2004	44540	39240	-5300	40
Cu2004P45000	774	6035	5261	1
SMM1#铜	44035	38775	-5260	-5260
买保	2020/3/10	2020/3/25	涨跌	总盈亏
cu2004	44540	39240	-5300	-40
cu2004C45000	367	1	-366	4893
SMM1#铜	44035	38775	-5260	5260

资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 14：Cu2004P45000 在 2-3 月走势



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图 15：Cu2004C45000 在 2-3 月走势



资料来源：WIND，宏源期货研究所

分析师简介:

朱善颖，中国人民大学经济学学士，（法国）图卢兹经济学院经济学硕士，现任宏源期货研究所有色分析师。

宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究	金属研究
曾德谦 010-82292833 zengdeqian@swwhyse.com	王澈 010-82292669 wanglian@swwhyse.com
曹自力 010-82292665 caozili@swwhyse.com	孙佳兴 010-82292663 sunjiaxing@swwhyse.com
黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swwhyse.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swwhyse.com
能源化工研究	农产品研究
詹建平 010-82292685 zhanjianping@swwhyse.com	肖锋波 010-82292680 xiaofengbo@swwhyse.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swwhyse.com	熊梓敬 0871-68072126 xiongzijing@swwhyse.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhang@swwhyse.com	黄小洲 010-82292826 huangxiaozhou@swwhyse.com
田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swwhyse.com	
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swwhyse.com	

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。