

原油期权：隐波低位回升 关注日历价差策略

成文日期：2022 年 11 月 30 日

徽商期货 李红霞 投资咨询证号：Z0011794

摘要

1. INE 原油在 11 月里呈现单边下行趋势，短期在 540.8 元/桶一处受支撑。原油主力合约平值隐含波动率 11 月呈现先抑后扬的状态，近日隐波回落明显。
2. 原油在 12 月将进入基本面供应跟需求博弈的关键时期，即 OPEC 组织减产协议和地缘政治等因素代表的供应端和经济组织对原油需求市场预测扰动市场，反弹空间受宏观货币政策等因素压制，预计期价或在 540-600 元/桶区间震荡。
3. 从统计规律看，INE 原油隐含波动率、实际波动率、历史波动率目前已从低位回升，但仍处于相对低位，短期看关注原油波动率策略正当时，推荐日历价差即卖近买远策略，建议投资者卖 SC2301P560，买 SC2301P560，待行情继续反弹后建议将进行行权价向上移仓。

风险提示：新冠疫情、俄乌冲突、欧洲能源供应缓解

一、行情回顾

在 11 月的第一个交易日里面，由于市场已逐步消化美联储急速加息的消息后，原油主连上涨至阶段性高点 722.5 元/桶，但未能超过前期 8 月末的 752.4 元/桶高点。随后在人民币升值的带动下，原油主连多头平仓离场带来期价走跌，国内原油更是领先于国际市场下行。因 OPEC 月报在年内第五次下调 2022 年全球石油需求预期，国内外原油市场双双下行，刷新 2022 年 2 月以来的新低，布伦特原油止步于 80.81 美元/桶，国内 INE 原油在 540.8 元/桶受支撑。

原油主力合约平值隐含波动率（简称 IV）11 月呈现先抑后扬的状态。在月中旬小幅走低，并在月中下旬创出 48.2% 的高点，市场情绪相对平缓，暂未能上摸国庆前后高点。因隐波上涨明显，期权买方及波动率策略在本月里收益明显。

图 1：原油价格走势



图 2：原油主力平值 IV（单位：%）



数据来源：徽商期货研究所 文华财经

二、行情分析

（一）标的宏观和基本面分析

1. 通胀回落空间有限 原油反弹难突破前期高点

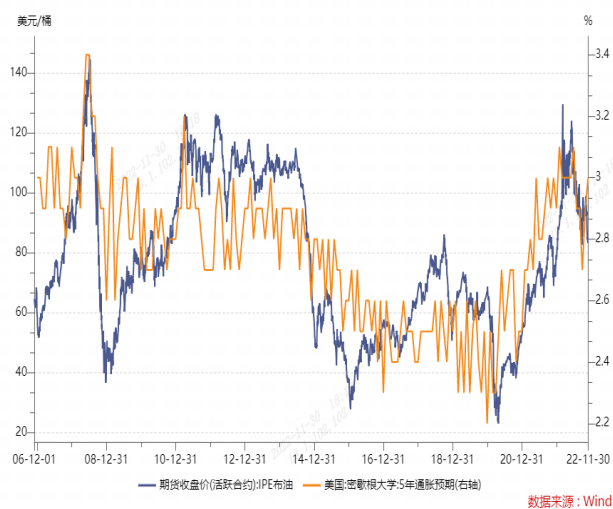
本轮全球通胀是始于原油从2020年12月份开始持续大幅上涨，并于2021年4月传导至核心商品，比如服装等，最后在2021年下半年传导至食品领域。尽管目前能源通胀已不再是通胀的第一驱动因素，但食品通胀持续坚挺，居住类通胀陆续升温。在此背景下，美联储官员放“鸽”派观点，但同时也强调遏制高通胀的决心。

美联储在11月份议息会议释放放缓加息步伐的信号后，市场预期12月加息50BP概率较大，明年2月和3月将分别加息25BP。考虑到美联储持续紧缩的阶段可能性不大，然而目前美国经济放缓但消费尚存韧性，房地产价格和房租高企、劳动力薪资增长持续对核心通胀有所支撑使得通胀回落幅度有限。并且如果美国通胀回落缓慢，美联储停止加息的时间点存在不确定性，这都将限制原油继续反弹高度。

图3：美国通胀数据



图4：美国通胀预期与原油数据



数据来源：徽商期货研究所 Wind

2. 供应端炒作因素增多 减产政策和地缘政治博弈加剧

目前时间进入12月份，关于4日举行OPEC会议和5日欧盟公告对俄罗斯石油设置出口上限的新闻增加。一方面，OPEC+组织频频发出继续维持减产的态度，使得原油空头信心不足，离场观望。考虑到11月14日月度报告中OPEC+组织年内第五次下调原油需求，表明了OPEC+对原油需求并不看好的态度。在10月5日OPEC+在月度会议中超预期减产200万桶/天，减产合作协议延长至2023年底。目前市场预期会议中将大概率呈现减产状态，但对于减产数量可能影响原油后市走势。目前根据市场预估，在11月OPEC+实际减产规模为约88万桶/日，约小于前期200万桶/日。若后期减产超出目前的减产规模，市场或将有较为激烈的反弹，反之原油市场已消化该消息，将寻找下一炒作因素。

另一方面，在OPEC+会议召开次日，欧盟将宣布对俄罗斯设置出口价格上限，并于当日生效。不过目前欧盟内部分歧较大，暂时无法对俄罗斯原油价格上限达成一致。有外交官称欧盟各国代表讨论将价格上限定在最低62美元/桶。根据路透社新闻，以美国为首的七国集团提议，欧盟成员国可继续购买俄罗斯石油，对俄原油出口价格上限设在每桶65至70美元。欧盟一旦采纳七国集团的上述提议，意味着放松先前已达成共识的对俄制裁措施，欧盟应出台制裁方案。据路透社报道，如果欧盟12月5日前未就七国集团提议的油价上限达成协议，欧盟届时将实施5月底达成的对俄禁运措施，即从12月5日起禁止进口俄原油，明年2月起禁止进口俄石油产品。日前俄罗斯普京表示反对价格上限方案，但俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克表示俄方不会向任何准备对其采取限价措施的国家供应石油，无论对方开出

什么价格。建议关注欧盟制裁最终实施细节、俄罗斯反击和对俄罗斯原油销售的实际产量影响。

3. 原油需求端报告将来临 市场面临考验

IEA、EIA、OPEC 在 11 月月报中预计的 2023 年全球石油需求增速分别为 160 万桶/日、116 万桶/日、225 万桶/日，较 10 月月报对 2023 年需求增速绝对值的调整分别为+10 万桶/日、-5 万桶/日、-20 万桶/日，在下半年以来的历次调整中，本次调整幅度较小。并且，三个机构本月均未对供应端预期明显调整，三大报告认为在全球原油库存低位，2023 年仍有进一步下滑压力的状态，但国内外原油走势仍呈现下行走势。可以看出，市场对全球原油需求持悲观观点。EIA 在当地时间 12 月 6 日，OPEC 在 13 日、IEA 在 14 日发布月度报告报告，届时或进一步对原油市场需求明朗。

IMF 在 10 月预计 2022/2023 年全球经济同比增加 3.2%/2.7%，较 1 月预期下调 1.2%/1.1%，下一次报告也将在 12 月中旬公布。目前看，全球经济增长放缓将抑制柴油工业需求，高油价抑制汽油消费需求。

图 5：全球原油供应和需求

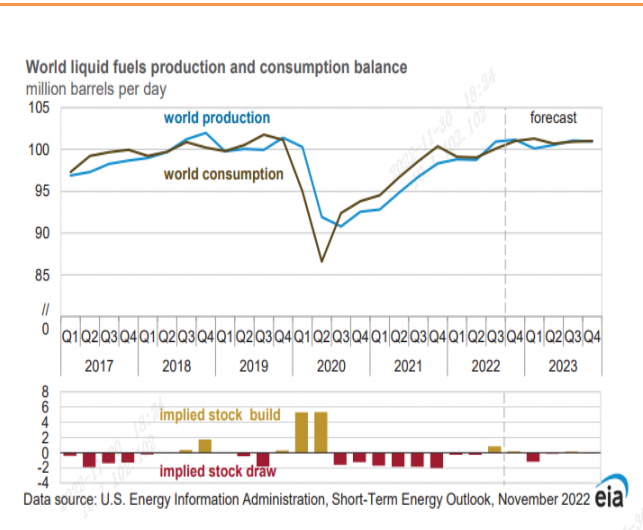


图 6：全球原油供应和需求

	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	Change
(a) World oil demand	97.03	99.36	98.35	99.32	101.25	99.57	2.55
Non-OPEC liquids production	63.68	65.33	64.54	65.53	66.90	65.58	1.90
OPEC NGL and non-conventionals	5.28	5.35	5.38	5.41	5.43	5.39	0.11
(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	68.96	70.68	69.92	70.94	72.33	70.97	2.01
Difference (a-b)	28.06	28.68	28.43	28.38	28.92	28.60	0.54
OPEC crude oil production	26.34	28.36	28.59	29.44			
Balance	-1.72	-0.32	0.15	1.06			

Note: * 2022 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding. Source: OPEC.

数据来源：徽商期货研究所 EIA OPEC

4. 原油库存尚未形成顺畅的累库趋势

按照美国原油库存季节性规律，一般在四季度呈现累库状态，尽管在 10 月和 11 月初美国商业库存数据显示，原油库存确实呈现累库迹象。但进入 11 月份中旬，美国原油库存从高位回落，又呈现去库存状态，至 11 月 18 日当周 EIA 数据显示美国除去战略储备的商业原油库存降幅超预期，减少 369 万桶至 4.32 亿桶；精炼油库存和汽油库存增超预期，精炼油库存实际公布增加 171.80 万桶，增幅录得 2022 年 9 月 9 日当周以来最大，汽油库存增加 310 万桶至 2.11 亿桶，增幅录得 2022 年 7 月 15 日当周以来最大。目前美国炼油厂开工率为 93.9%，略低于前期高峰期开工率。在天气配合的情况下，美国炼油厂如果维持目前的开工率，美国汽油库存和精炼油库存的高位未能得到有效缓解的话，市场或更担忧原油终端需求情况。

图 7：美国原油库存（除去战略储备）

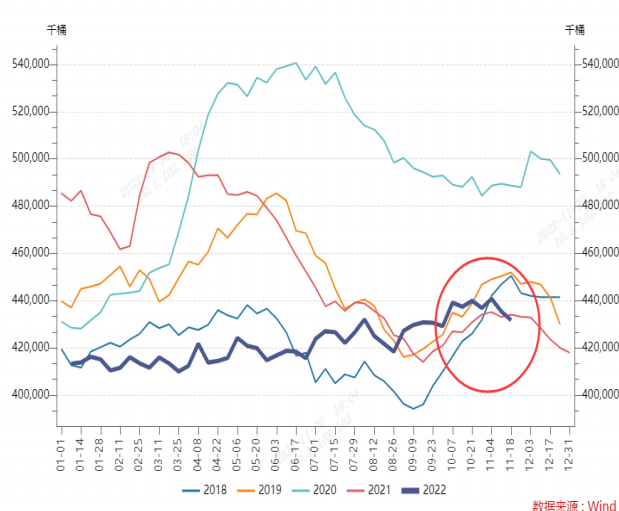
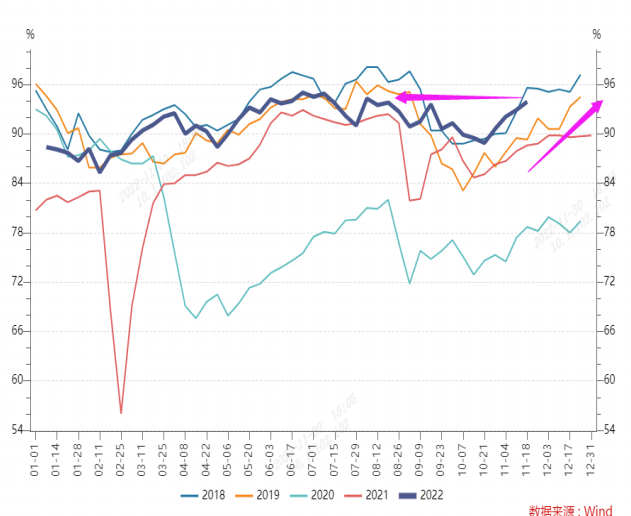


图 8：美国炼油厂：开工率 (%)



数据来源：徽商期货研究所 wind

5. 总结

原油目前将进入基本面供应跟需求博弈的关键时期，即 OPEC 组织减产协议和地缘政治等因素代表的供应端和经济组织对原油需求市场预测扰动市场，反弹空间受宏观货币政策等因素压制，预计期价或在 540-600 元/桶区间震荡。

（二）期权分析

1 历史波动率统计显示短期波动率存在季节性上升规律

观察 ICE 交易所布油过去五年的 20 日历史波动率，从图 9 中可以看出，布油今年的历史波动率与 2021 年较为类似，历史波动率在 11 月份出现微幅升波状态。但市场同时面临跟 2021 年不同的情况在于原油基本面供应和需求博弈明显。利用布油 10 日、20 日、60 日历史波动率做季节性分析，发现布油在本年度后面时间里面存在波动率季节性上涨的规律。

图 9：布油历史波动率

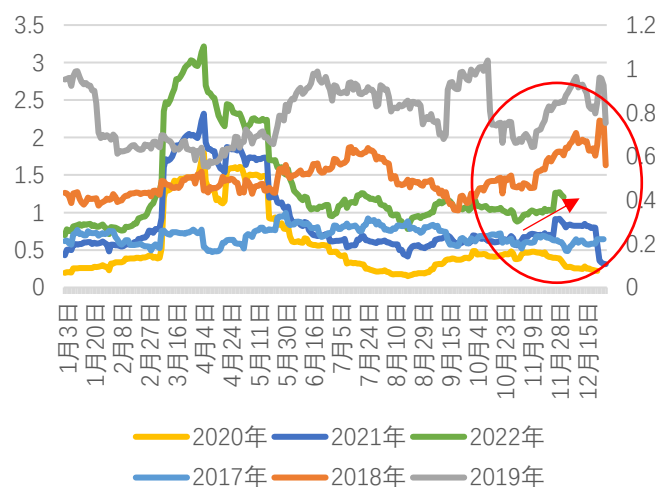
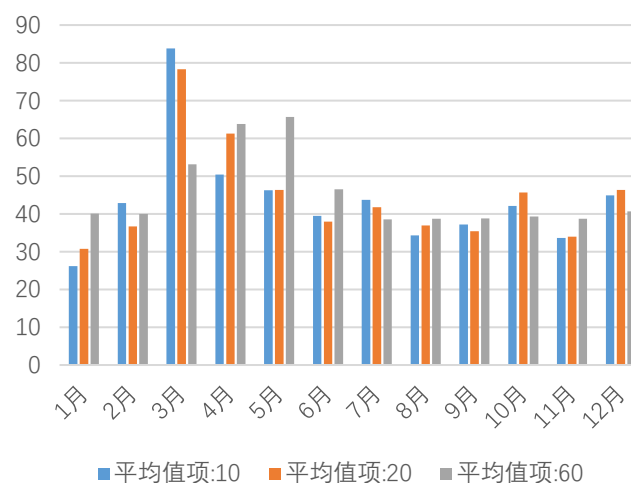


图 10：布油历史波动率季节性分析



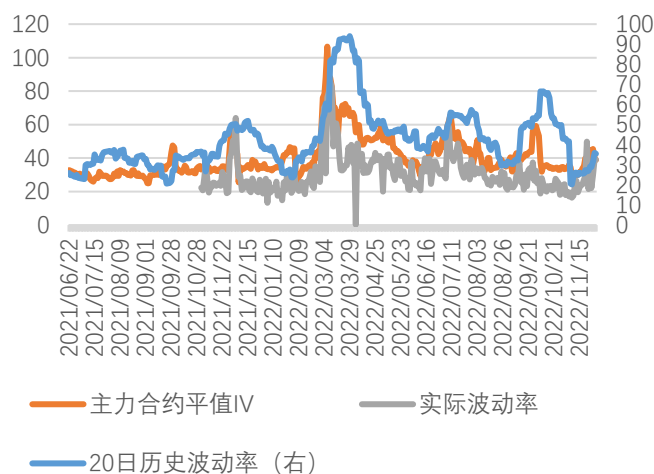
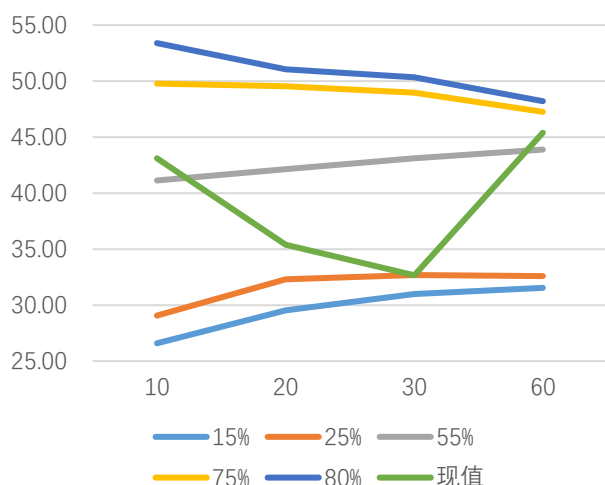
数据来源：徽商期货研究所 wind

2. 波动率套利分析

国内原油历史波动率锥显示，当前 10 日、60 日波动率处于稍偏高位置，20 日历史波动率处于中等偏下位置，30 日均线处于相对低位。

当前国内原油三个波动率走势较为一致。其中，在 11 月 22 日由于当天在 10 点国内原油期货价格出现急速下跌状态，带来原油实际波动率当天数据创新高，排除这个异常点，原油实际波动率整体呈现逐步走高状态。国内原油 20 日历史波动率在 11 月份呈现触底反弹。叠加原油波动率锥看，目前国内原油波处于较为低位。

图 11：原油期货历史波动率锥（起始数据为 2021 年 1 月 2 日，截止 11 月 30 日） 图 12：原油波动率情况



数据来源：徽商期货研究所 wind

（三）期权策略推荐

本文从基本面分析，认为原油在 12 月份将受到供应和需求博弈，整体扰动因素较多，叠加原油隐含波动率、实际波动率、历史波动率目前已从低位回升，但仍处于相对低位，短期看关注原油波动率策略正当时，从波动率各个策略运行结果看，目前日历价差即卖近买远策略走势明朗，建议投资者卖 SC2301P560，买 SC2301P560，待行情继续反弹后建议进行行权价向上移仓。



【免责声明】本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所

载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。