

重大不确定风险下期权交易策略分析

方正中期研究院 冯世佃

摘要:

近期金融市场受到俄乌冲突、海外央行货币政策收紧、市场收益率大幅波动等因素影响,国际金融市场波动加剧,股票与商品交易难度显著增加。期权作为重要的风险管理工具,是管理“黑天鹅”风险的有效手段。建议想要捕捉市场不确定收益的投资者和持仓投资者在高度不确定的市场环境中,通过期权工具的运用,提供交易的灵活性,降低头寸风险。从市场来看,当前商品期权各标的博弈较为剧烈,短期内仍将延续,可重点关注期权品种日内的 Γ 策略的机会。此外,受地缘政治影响,市场避险情绪上升,当前各商品标的波动率有望继续走高,中长期投资者要等待时机,把握做空 $Vega$ 的投资机会。

在交易方面,当前波动率高位,裸买或者裸卖均不适宜,方向性交易建议通过价差交易方式对高阶风险进行对冲。对于俄乌冲突影响较大的能源化工、有色、贵金属等品种,有持仓的投资者建议利用期权进行短期避险,牺牲部分时间价值,获取交易的主动权,规避黑天鹅风险对持仓的不利影响。为防范市场“买预期、卖现实”带来的价格高位回落风险,可采取低成本领口策略,针对库存和持仓进行市值管理,在高波动的市场环境中暂时回避,将风险控制在可承受范围内。

一、金融期权波动率处于低位

近期金融期权波动率普遍处于低位,市场存在酝酿一轮行情的可能,建议重点关注。期权成本处于合理范围,买权捕捉方向收益、对冲现券风险,或者卖权收取权利金、进行战略建仓等均可。

		金融期权主力平值IV																	
所处250D分位数		4.70%	1.50%	5.90%	7.90%	7.50%	3.50%	8.70%	9.90%	6.30%	5.50%	9.10%	9.90%	12.60%	4.70%	0.30%	3.90%	4.30%	1.90%
品种	50ETF当月	50ETF下月	50ETF当季	50ETF下季	沪300ETF当月	沪300ETF下月	沪300ETF当季	沪300ETF下季	深300ETF当月	深300ETF下月	深300ETF当季	深300ETF下季	沪深300当月	沪深300下月	沪深300下季	沪深300下季	沪深300当月	沪深300下季	沪深300下季
2022-02-17	14.56%	14.92%	17.13%	17.81%	13.89%	14.53%	16.90%	17.56%	14.04%	14.85%	17.12%	17.66%	14.09%	14.57%	15.01%	16.52%	17.11%	17.20%	17.20%
2022-02-16	14.30%	14.85%	17.14%	17.74%	13.39%	14.40%	16.91%	17.54%	13.59%	14.65%	17.12%	17.65%	13.83%	14.04%	15.10%	16.84%	17.13%	17.27%	17.27%
2022-02-15	14.94%	15.78%	17.59%	18.03%	13.84%	15.14%	17.30%	18.00%	14.26%	15.31%	17.49%	17.98%	13.76%	14.85%	15.57%	16.89%	17.67%	17.54%	17.54%
2022-02-14	15.30%	15.88%	17.75%	18.26%	14.66%	15.49%	17.60%	18.16%	14.91%	15.61%	17.78%	18.08%	14.75%	15.31%	15.89%	17.10%	17.67%	17.89%	17.89%
2022-02-11	14.76%	15.55%	17.35%	17.99%	13.86%	15.02%	17.11%	17.89%	14.26%	15.27%	17.21%	17.75%	13.54%	14.74%	15.52%	16.73%	17.55%	17.45%	17.45%
2022-02-10	14.85%	15.83%	17.54%	18.22%	14.25%	15.28%	17.17%	17.94%	14.52%	15.51%	17.32%	17.92%	13.95%	14.99%	15.97%	16.71%	17.36%	17.55%	17.55%
2022-02-09	15.32%	16.14%	17.74%	18.52%	14.44%	15.65%	17.39%	18.08%	14.74%	15.79%	17.53%	18.03%	14.31%	15.19%	15.99%	16.58%	17.18%	17.83%	17.83%
2022-02-08	15.84%	16.71%	18.12%	18.83%	15.23%	16.27%	17.89%	18.56%	15.76%	16.51%	18.10%	18.49%	15.43%	16.05%	16.38%	17.12%	17.48%	18.26%	18.26%
2022-02-07	16.82%	17.49%	18.70%	19.20%	15.96%	16.81%	18.31%	18.90%	16.40%	17.31%	18.49%	18.67%	15.92%	16.63%	17.24%	17.85%	18.15%	18.64%	18.64%
2022-01-28	26.84%	22.58%	21.09%	20.09%	24.98%	21.98%	20.79%	20.05%	24.48%	20.88%	19.41%	25.09%	21.41%	20.67%	20.20%	19.68%	20.19%	20.19%	20.19%
2022-01-27	21.53%	20.27%	19.86%	19.55%	21.01%	19.93%	19.88%	19.43%	21.10%	20.06%	19.88%	19.27%	21.06%	19.93%	19.62%	19.50%	19.91%	19.53%	19.53%
2022-01-26	22.24%	20.13%	19.76%	19.74%	17.25%	19.67%	19.40%	19.66%	18.41%	19.62%	19.42%	19.58%	19.54%	18.96%	18.85%	19.14%	18.84%	18.94%	18.94%
2022-01-25	22.24%	21.28%	20.77%	20.39%	17.25%	20.78%	20.42%	20.27%	18.41%	21.05%	20.33%	20.03%	21.15%	20.06%	19.89%	19.97%	19.71%	19.65%	19.65%
2022-01-24	16.24%	18.38%	18.86%	19.31%	15.24%	17.65%	18.33%	19.09%	15.76%	17.81%	18.47%	18.93%	17.28%	17.91%	17.98%	18.09%	18.30%	18.58%	18.58%
2022-01-21	16.80%	17.82%	18.73%	19.38%	15.44%	16.95%	18.07%	18.87%	15.54%	17.16%	18.07%	18.84%	11.47%	16.78%	17.43%	18.15%	18.19%	18.50%	18.50%
2022-01-20	15.18%	17.57%	18.21%	18.98%	13.33%	16.67%	17.78%	18.60%	13.45%	16.80%	17.71%	18.62%	13.20%	16.24%	17.19%	17.91%	18.01%	18.12%	18.12%
2022-01-19	15.26%	17.46%	18.19%	19.00%	13.63%	16.78%	17.71%	18.62%	13.68%	16.70%	17.89%	18.42%	13.44%	16.55%	17.37%	18.09%	18.55%	18.50%	18.50%
2022-01-18	14.69%	17.18%	17.97%	18.68%	13.00%	16.43%	17.54%	18.43%	13.25%	16.66%	17.50%	18.18%	12.21%	16.20%	17.30%	17.79%	18.11%	18.28%	18.28%
2022-01-17	16.19%	17.72%	18.25%	18.96%	14.62%	16.90%	17.86%	18.63%	14.93%	17.06%	17.70%	18.47%	14.03%	16.85%	17.45%	18.26%	18.27%	18.24%	18.24%
2022-01-14	17.51%	18.89%	19.33%	19.53%	15.91%	18.00%	18.70%	19.10%	16.57%	18.20%	18.71%	18.83%	16.12%	18.14%	18.35%	18.59%	18.29%	18.49%	18.49%
2022-01-13	17.31%	18.49%	19.10%	19.38%	16.39%	17.86%	18.69%	19.08%	16.88%	18.05%	18.69%	18.83%	16.41%	17.62%	18.48%	18.89%	18.56%	18.71%	18.71%
2022-01-12	15.32%	17.17%	18.30%	18.66%	14.17%	16.72%	17.69%	18.39%	14.59%	16.71%	17.74%	18.27%	13.90%	16.47%	17.37%	18.02%	18.07%	17.73%	17.73%
2022-01-11	15.80%	17.47%	18.61%	18.88%	14.85%	17.06%	18.18%	18.51%	15.59%	17.07%	18.15%	18.53%	15.66%	16.70%	17.65%	18.41%	18.41%	18.23%	18.23%
2022-01-10	15.75%	17.22%	18.24%	18.66%	14.57%	16.48%	17.61%	18.21%	14.81%	16.74%	17.56%	18.28%	14.57%	16.42%	17.29%	18.27%	17.98%	17.93%	17.93%
2022-01-07	15.92%	17.35%	18.38%	18.83%	14.69%	16.75%	17.76%	18.32%	15.23%	17.04%	17.70%	18.40%	14.71%	16.70%	17.53%	18.29%	18.40%	18.07%	18.07%
2022-01-06	16.73%	18.04%	18.83%	19.20%	15.65%	17.34%	18.30%	18.72%	16.13%	17.73%	18.88%	18.99%	16.26%	17.66%	18.06%	18.84%	18.97%	18.67%	18.67%
2022-01-05	16.48%	17.84%	18.90%	19.19%	15.21%	17.16%	18.54%	18.67%	15.62%	17.24%	18.95%	18.82%	15.16%	16.96%	17.86%	18.73%	18.38%	17.92%	17.92%
2022-01-04	15.79%	17.35%	18.73%	18.85%	14.38%	16.68%	18.05%	18.41%	14.83%	17.00%	18.67%	18.76%	14.13%	16.65%	18.02%	18.57%	18.26%	18.05%	18.05%
2021-12-31	15.81%	17.60%	18.52%	18.97%	14.94%	16.90%	18.04%	18.46%	15.13%	16.96%	18.33%	18.57%	14.99%	17.14%	17.92%	18.65%	18.31%	18.33%	18.33%
2021-12-30	15.69%	17.42%	18.51%	18.94%	14.55%	16.69%	18.03%	18.45%	14.66%	16.66%	18.18%	18.41%	14.68%	16.56%	17.83%	18.69%	18.31%	18.25%	18.25%
2021-12-29	16.57%	17.77%	18.68%	18.93%	15.31%	16.92%	18.06%	18.37%	15.72%	17.22%	18.12%	18.49%	15.17%	16.71%	17.79%	18.39%	18.42%	18.54%	18.54%
2021-12-28	14.52%	16.84%	17.78%	18.41%	14.04%	16.16%	17.37%	17.99%	14.01%	15.95%	17.34%	17.87%	13.94%	15.91%	17.14%	18.12%	18.05%	18.09%	18.09%
2021-12-27	14.30%	16.43%	17.63%	18.15%	13.63%	15.69%	17.23%	17.69%	13.84%	15.87%	17.32%	17.78%	13.26%	15.64%	17.16%	18.05%	17.81%	18.13%	18.13%
2021-12-24	14.37%	16.29%	17.68%	17.86%	13.76%	15.65%	17.06%	17.52%	13.98%	15.69%	16.97%	17.52%	13.59%	15.75%	16.88%	17.81%	17.69%	17.89%	17.89%
2021-12-23	14.04%	16.03%	17.06%	17.59%	13.61%	15.41%	16.56%	17.11%	13.71%	15.39%	16.74%	17.17%	13.29%	15.61%	16.38%	17.64%	17.69%	17.72%	17.72%
2021-12-22	13.29%	14.66%	17.21%	17.64%	12.10%	13.73%	16.76%	17.20%	12.36%	14.03%	16.90%	17.42%	13.66%	15.70%	16.75%	17.47%	17.79%	17.84%	17.84%
2021-12-21	13.29%	14.97%	17.35%	17.93%	12.10%	14.21%	16.99%	17.40%	15.42%	14.90%	17.07%	17.42%	13.93%	15.95%	16.72%	17.67%	17.81%	17.93%	17.93%
2021-12-20	16.44%	15.64%	17.73%	17.93%	14.42%	14.85%	17.26%	17.56%	15.42%	15.60%	17.36%	17.87%	14.58%	16.04%	17.02%	17.84%	18.23%	18.36%	18.36%
2021-12-17	14.63%	15.17%	17.38%	17.64%	15.54%	14.73%	16.83%	17.27%	14.17%	14.74%	16.78%	17.55%	14.56%	14.26%	15.83%	16.73%	17.78%	17.78%	17.78%

图：金融期权波动率普遍处于低位

数据来源：方正中期研究院整理

从核心金融资产轮换的角度来看。市盈率维度下，股票性价比明显提升；从股息率的角度来看，性价比优势也开始逐步体现。



图：市盈率维度

数据来源：方正中期研究院整理

图：股息率维度

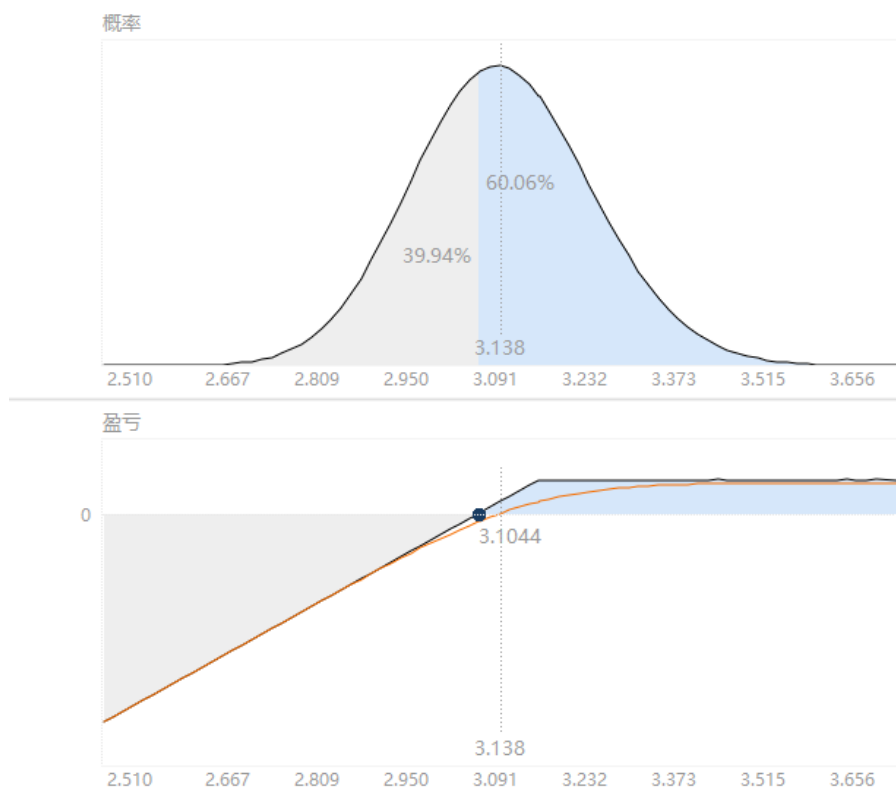
数据来源：方正中期研究院整理

1、持仓投资者不断通过备兑降低持仓成本：股票持仓投资者可通过卖出虚值看涨期权，构建备兑策略，降低震荡期持仓成本，增强收益。

情景一、若市场价格继续震荡，持续滚动备兑策略，可以获取远高于单纯持券收益。增强收益年化在>10%。

情景二、若市场破位下跌，总体亏损小于单纯持券，且可通过降低备兑执行价方式，进一步收取权力金，降低持仓成本。

情景三、若市场重启涨势，在执行价+权力金以内，可获取不差于单纯持券收益。且卖权时间在近月，在上涨行情确立后可随时解除备兑。



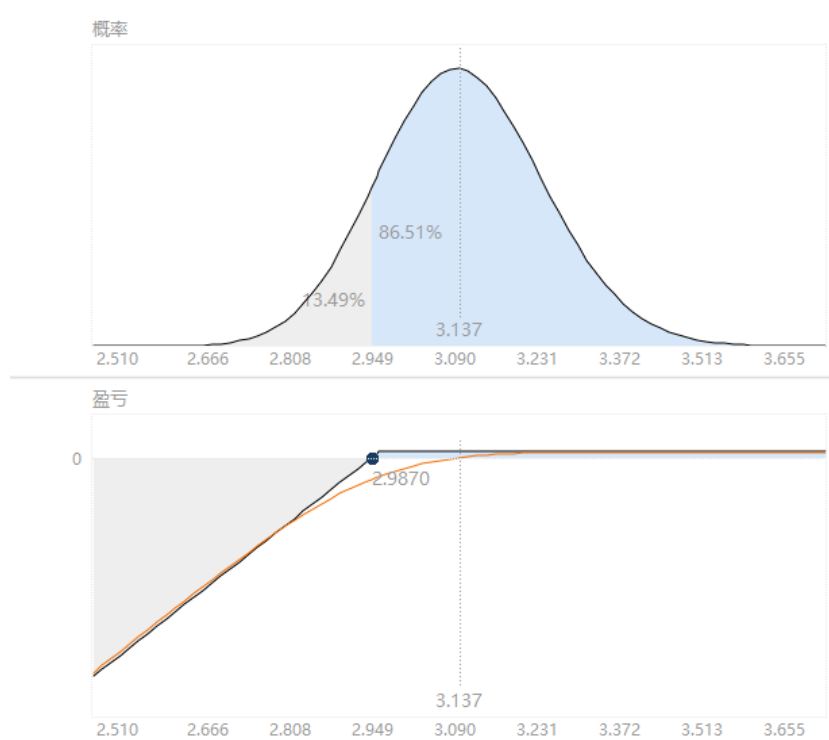
图：备兑策略盈亏曲线

数据来源：方正中期研究院整理

2、空仓投资者战略性建仓：空仓投资者可采取卖出低价位（理想价位）看跌期权的方式，进行战略建仓，市场涨跌两宜。

情景一、若市场未跌，没有达到到心理价位，期权到期作废，坐收权利金收益，变被动等待为主动出击。

情景二、若市场跌入心理价位，期权到期被行权，以（理想价格-权利金）成本实现战略建仓。



图：卖出看跌策略建仓
数据来源：方正中期研究院整理

二、商品波动开始加大 期权工具价值凸显

受海外宏观事件影响，近期商品期权各标的波动开始加大，逐步摆脱震荡区间。宏观属性较强的一些期权品种隐波已升至历史均值上方。在大波动背景下，期权工具价值得到凸显，一方面需要防范标的市场大幅波动风险，在期权操作中也要避免裸头寸带来的风险，建议配合标的进行交易，提供交易的灵活性，降低整体头寸风险。

		期权市场波动率情况					
2023-03-22	期权名称	历史波动率	变化	分位点	加权IV	变化	分位点
大商所	豆粕期权	0.1485	0.0009	0.193	0.1868	-0.0029	0.4219
	玉米期权	0.0873	-0.0021	0.1786	0.1142	0.0032	0.3171
	铁矿石期权	0.2824	0.0031	0.1417	0.3464	-0.017	0.1719
	LPG期权	0.2511	0.0015	0.2526	0.3258	-0.0073	0.3154
	聚丙烯期权	0.1258	-0.0004	0.1294	0.187	-0.0064	0.1545
	塑料期权	0.134	-0.0007	0.1314	0.1852	-0.0047	0.1303
	PVC期权	0.1625	-0.0002	0.1253	0.2114	-0.0031	0.1652
	棕榈油期权	0.2353	0.01	0.1376	0.3411	0.0169	0.4533
	豆一期权	0.1062	-0.0009	0.2012	0.1619	-0.0033	0.6645
	豆二期权	0.1587	0.003	0.191	0.2059	0.0036	0.4408
	豆油期权	0.1873	0.0057	0.1437	0.2522	0.024	0.7105
郑商所	白糖期权	0.1087		0.5318	0.1633	0.0016	0.6352
	棉花期权	0.1434	-0.0006	0.2772	0.2187	-0.0089	0.4831
	PTA期权	0.2208	-0.0003	0.1643	0.308	0.0022	0.6301
	甲醇期权	0.1804	0.0004	0.152	0.2444	0.0003	0.1705
	菜籽粕期权	0.1748	0.0014	0.1355	0.245	-0.0014	0.3818
	花生期权	0.1934	-0.0045	0.6632	0.1919	0.0026	0.1884
	菜油期权	0.179	0.0003	0.1663	0.2843	0.0052	0.8043
上期所	铜期权	0.1614	0.0007	0.3676	0.2577	-0.0198	0.8338
	橡胶期权	0.151	-0.0002	0.1396	0.2392	0.0001	0.2346
	黄金期权	0.1089	0.0046	0.4476	0.2236	-0.004	0.7525
	铝期权	0.1577	0.0001	0.1396	0.166	0.0016	0.1134
	锌期权	0.1776	-0.0026	0.2608	0.243	-0.0044	0.5008
	原油期权	0.3323	0.0032	0.4209	0.4607	-0.0241	0.7103
	白银期权	0.2235	0.0001	0.4969	0.3136	-0.0002	0.9474
	螺纹期权	0.1768	-0.0001	0.1273	0.2346	-0.0052	0.8246
广期所	工业硅期权	nan	nan	1.0	0.2026	0.004	0.431

图：商品期权波动率情况

数据来源：方正中期研究院整理

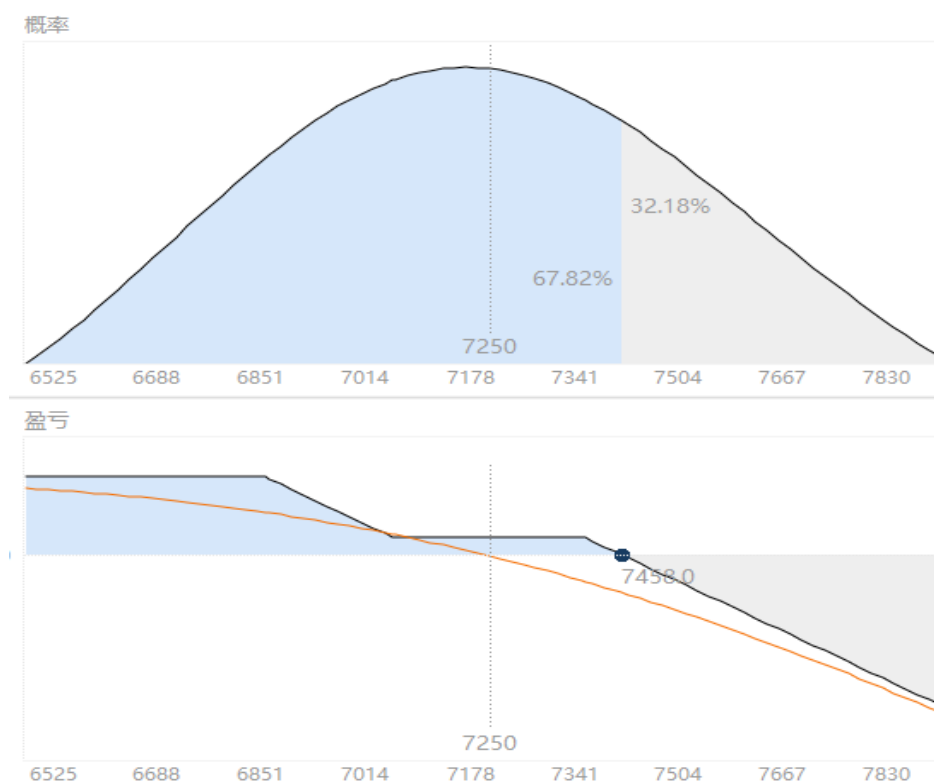
1、棕榈油期权：宏观利空，增产季临近，棕榈油价格延续弱势

标的走势分析：宏观上美欧银行系统性风险仍存，大宗商品价格大幅走弱。原油价格大幅走弱对油脂生物柴油需求形成一定利空影响。基本面上，印尼出口限制措施叠加斋月备货，马棕出口大幅好转，3月1-20日马棕出口环比增19.8-30.4%。产区部分区域降水偏多使得马棕减产，3月1-20日马棕产量环比下降24.21%，3月马棕库存将进一步走低。但减产季已处于尾声，后续将逐步步入增产季，印度可能上调棕榈油进口关税，且产销区整体库存仍偏宽松，期价或仍将承压运行。

波动率分析：当前标的历史波动率在25%左右，处于历史25%分位点附近，期权隐含波动率大于历史波动率，分位点处于棕榈油期权上市以来历史均值附近。

策略一：卖出看涨、合成空头或熊市价差

关注短线反弹做空的交易机会，策略还是以卖出看涨期权为主，赚取时间价值 Theta 收益。此外，可择机买入看跌，支付部分权利金，把握棕榈油大跌的可能，构建合成空头策略。或买入熊市价差。若未预期出现大跌，则对看跌头寸进行及时平仓。

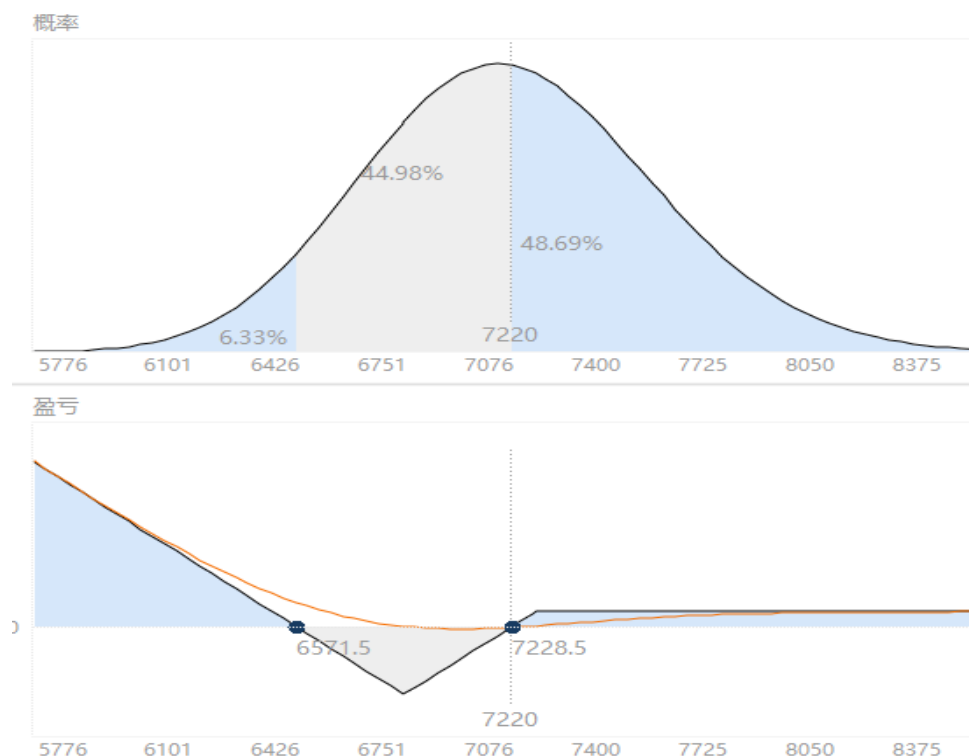


图：卖出看涨+熊市价差三腿策略收益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

策略二：关注前低支撑，利用比例价差把握破位下行机会

棕榈油减产季已处于尾声，后续将逐步步入增产季，且产销区整体库存仍偏宽松，期价或仍将承压运行。但目前价格已运行至区间低位，关注前低支撑力度，可用比例价差把握破位后大幅下行机会。



图：比例价差策略盈亏曲线

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

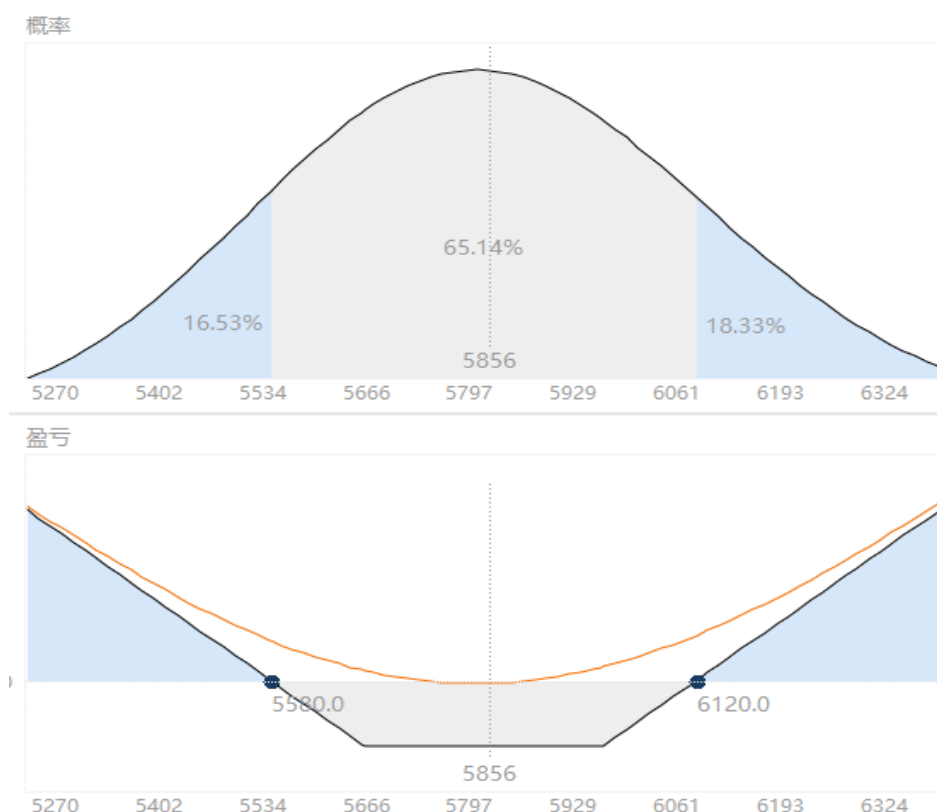
2、PTA 期权：多空交织，PTA 波动有望加大

标的走势分析：PX 春检延续，供减需增使得 PX 延续去库，叠加原油价格反弹下，成本端利多 PTA，近期 PTA 有一套 250 万吨装置投产，利多 PX，利空 PTA，PTA 现货市场货源紧张局面有所缓解，基差开始回落，聚酯企业亏损加剧下，有减停产意愿，打击 PTA 需求。此外，PTA 期价运行至区间上沿，关注前高压力，未来波动有望加大。

波动率分析：当前标的 10 日历史波动率在 25%附近，处于 50%分位点，期权隐含波动率与历史波动率相当，分位点位于 PTA 期权上市 60%分位点附近。

策略一：高位博弈力度加大，关注波动率机会，做多 Gamma

当前 PTA 多空交织，高位博弈力度有望进一步加大。关注做多 Gamma 和 Vega 机会。若未来实际波动率大于当前期权隐波，即可获利。此外，随着标的波动加大，投资者也有望从 Vega 上获取收益。此外，买入宽跨式投资者操作相对简单，但风险也相对较大，只有当 PTA 出现大涨或大跌才可盈利。



图：买入宽跨式策略风险收益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

策略二：关注前高压力，利用比例价差把握大幅上行可能

PTA 成本端多空交织，需求端聚酯企业亏损加剧下，有减停产意愿。此外，PTA 期价运行至区间上沿，关注前高压力，未来波动有望加大，可用比例价差把握破位后大幅上行的可能。

3、螺纹期权：趋势行情或已结束，关注终端需求

标的走势分析：对螺纹而言，外部风险引发的利空反复，内需受此影响阶段放缓，趋势上涨行情或已结束，不过螺纹刚性需求在基建支撑下或将持续，需求是否见顶目前还不能确定，铁水产量继续增加，负反馈风险目前较小，现阶段螺纹仍将围绕电炉成本定价，外因影响阶段性减弱后，有望重回供需定价，短期运行区间关注 4100-4300 元，新一轮趋势行情要等待矛盾进一步累积，周内降库速率如果未明显回落，则轻仓窄止损去交易反弹。

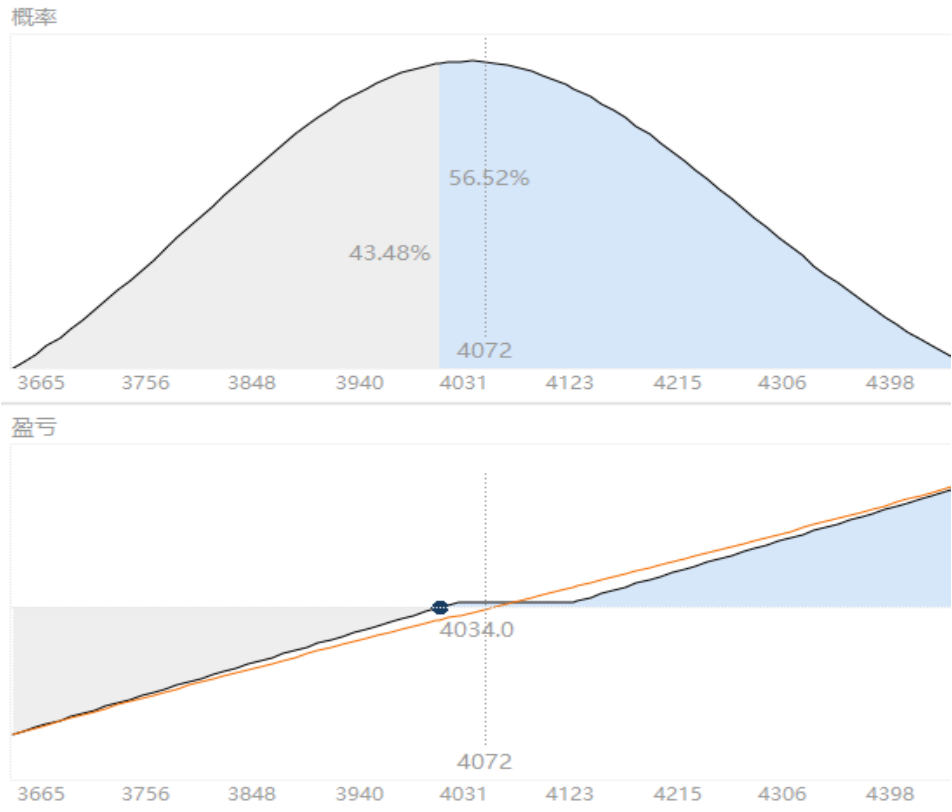
波动率分析：当前标的 10 日历史波动率在 20% 左右，期权隐含波动率略高于历史波动率，处于螺纹期权上市以来 80% 分位点附近。

策略：卖看跌战略建仓或合成多头主动出击

短线可利用保护性策略，对盈利进行保护。但中长线仍关注回调做多的交易机会。螺纹基本面支撑仍在，可在回调之际卖出看跌期权，进行战略性建仓，赚取时间价值 Theta 收益。

此外，可择机买入看涨，支付部分权利金，博取螺纹可能的大涨机会，构建合成多头策略。若未预期出现

大涨，则对看涨期权进行及时平仓。



图：合成多头策略风险收益情况

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

总结

在近期的金融市场中，不确定性风险呈现上升趋势，给投资者带来了很大的挑战。硅谷银行破产事件、美联储加息等不确定因素都增加了单纯交易股票或者期货的难度和风险。而期权作为一种非线性金融衍生品，恰好为市场交易不确定性、管理黑天鹅风险、降低持仓风险提供了很好的工具价值。针对当前市场关注较多、受不确定性因素影响较大的股票市场以及部分商品期货品种，我们结合期权工具推荐了不同的交易策略，这些策略可以满足不同投资者的交易需求（如库存保值、增强收益、战略性建仓等等）。但我们也要注意，策略并不是万能的，也非普适性。每种策略都有其适用条件和局限性。期权工具价值的意义正是提供交易的灵活性，通过权力、义务的转移分配，合理安排风险收益，实现交易目的。这是不确定性环境下期权所能给我们带来的确定性。

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。

行情预测说明:

涨：当周收盘价>上周收盘价；

跌：当周收盘价<上周收盘价；

震荡：（当周收盘价-上周收盘价）/上周收盘价的绝对值在 0.5%以内；

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：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：010-85881117

传真：010-64636998

地址：长沙市芙蓉中路一段 372 号方正证券大厦四楼

电话：0731-84319306

传真：0731-85864807

邮编：410008
