

长假归来的波动率机会与风险应对

——2023 年中秋国庆长假盘前报告

曹柏杨

期货从业资格号：

F3012907

投资咨询从业证书号：

Z0012931

周静怡

期货从业资格号：

F3071192

投资咨询从业证书号：

Z0017374

郭子妍

期货从业资格号：

F3056985

投资咨询从业证书号：

Z0019247

刘泳娇

期货从业资格号：

F03116976

报告制作时间：

2023 年 10 月 08 日

审核人：周猛

期货从业资格号：

F0284358

投资咨询从业证书号：

Z0010569

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可

【2012】 38 号

■ 内容摘要

本文的主要内容，是针对中秋国庆长假期间波动幅度较大的品种，回顾与梳理其波动率的市场运行情况，并进一步考察相应期权品种在长假归来后的隐含波动率市场常见表现，以此来提示相应的波动率交易机会。同时，探究长假归来后可能发生的极端风险，如何利用期权合约予以应对。此外，郑商所及大商所 2311 系列期权合约即将到期，“末日轮”策略与“大头针”风险的讨论亦在本文之内。

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 长假耀眼品种波动率行情梳理 | 3 |
| 2. 长假归来的波动率常见表现与交易机会 | 6 |
| 3. 基于期权工具的节后风险应对 | 8 |
| 4. “2311”系列期权的“末日轮”策略与“大头针”风险..... | 8 |
| 5. 关于长假风险与期权工具 | 9 |
| 免责声明..... | 11 |

随着 2023 年最后一个长假结束，大家怀揣着对 2024 年元旦的渴望步入了本年的最后一个季度。飘零的落叶和急转直下的气温，都在提醒着人们好像这一年又要很快过去了，好在不安分的市场时时刻刻在告诉我们，每一年都很快，但每一年都不一样。

聚焦到金融市场，这几天朋友圈的耀眼品种不外乎原油和黄金，大幅的下跌之下，你的油箱或许在哭泣，不过别哭，你那长假驰骋在回乡路上时的激动，不是一箱油可以换来的。言归正传，这里借用同事们统计的图表，一起来回顾下长假期间海外重点品种的涨跌情况。

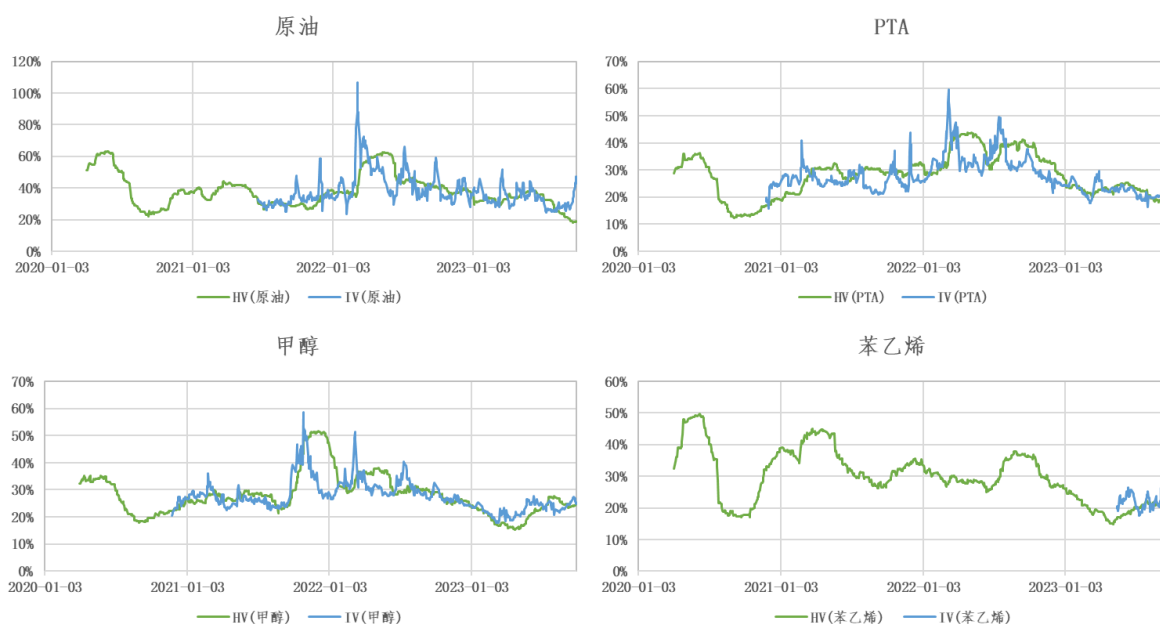
| 标的品种 | 9月28日15:00报价 | 10月7日07:00报价 | 涨跌 | 假期涨跌幅 |
|---------|--------------|--------------|---------|---------|
| 美原油 | 94.53 | 82.81 | -11.72 | -12.40% |
| 布伦特原油 | 95.04 | 84.43 | -10.61 | -11.16% |
| CBOT豆油 | 58.42 | 55.27 | -3.15 | -5.39% |
| 马棕油 | 3773 | 3601 | -172 | -4.56% |
| CBOT豆粕 | 389.3 | 371.8 | -17.5 | -4.50% |
| COMEX白银 | 22.680 | 21.765 | -0.915 | -4.03% |
| LmeS锡 | 25600 | 24630 | -970 | -3.79% |
| CBOT大豆 | 1302.75 | 1263.75 | -39 | -2.99% |
| COMEX黄金 | 1891.9 | 1847.0 | -44.9 | -2.37% |
| ICE棉花 | 89.28 | 87.22 | -2.06 | -2.31% |
| LmeS镍 | 18940 | 18515 | -425 | -2.24% |
| CBOT美麦 | 579.25 | 569.0 | -10.25 | -1.77% |
| 美债10Y | 107.688 | 106.750 | -0.938 | -0.87% |
| 日本橡胶 | 234.5 | 232.6 | -1.9 | -0.81% |
| LmeS铜 | 8101 | 8045 | -56 | -0.69% |
| 美元指数 | 106.70 | 106.10 | -0.6 | -0.56% |
| LmeS铅 | 2152 | 2141 | -11 | -0.51% |
| 道指工业 | 33550.27 | 33407.58 | -142.69 | -0.43% |
| COMEX铜 | 3.6420 | 3.6330 | -0.0090 | -0.25% |
| 法CAC 40 | 7070.22 | 7060.15 | -10.07 | -0.14% |
| 离岸人民币 | 7.3084 | 7.3083 | -0.0001 | 0.00% |
| A50期指 | 12396 | 12399 | 3 | 0.02% |
| LmeS锌 | 2498 | 2499 | 1 | 0.04% |
| 德DAX 30 | 15214.48 | 15229.77 | 15.29 | 0.10% |
| LmeS铝 | 2239 | 2242 | 3 | 0.13% |
| 铁矿FE | 114.5 | 115.0 | 0.5 | 0.44% |
| 标普500 | 4274.52 | 4308.50 | 33.98 | 0.79% |
| ICE原糖 | 26.34 | 26.77 | 0.43 | 1.63% |
| CBOT玉米 | 483.5 | 492.5 | 9.0 | 1.86% |
| 纳斯达克 | 13092.85 | 13431.34 | 338.49 | 2.59% |

数据来源：文华财经

而本文的主要内容，是针对中秋国庆长假期间波动幅度较大的品种，回顾与梳理其波动率的市场运行情况，并进一步考察相应期权品种在长假归来后的隐含波动率市场常见表现，以此来提示相应的波动率交易机会。同时，探究长假归来后可能发生的极端风险，如何利用期权合约予以应对。此外，郑商所及大商所 2311 系列期权合约即将到期，“末日轮”策略与“大头针”风险的讨论亦在本文之内。

1. 长假耀眼品种波动率行情梳理

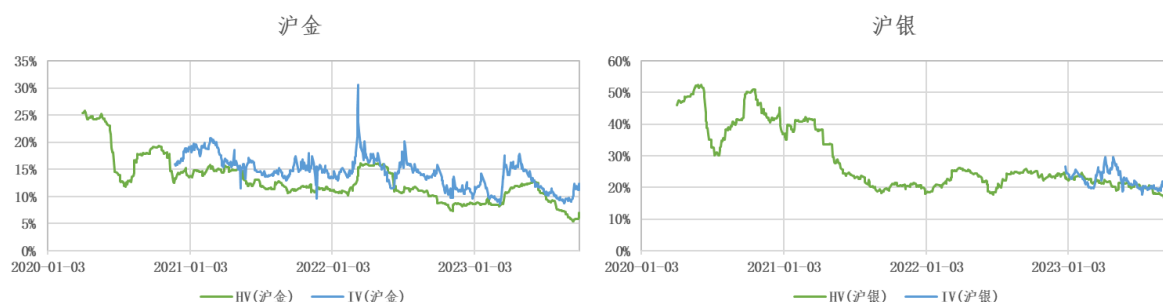
从长假期间海外各品种涨跌统计数据可以看到，商品多数呈现下跌走势，其中原油及黄金跌幅靠前。因此，我们首先来梳理国内能化品种在近期的波动率（历史波动率及隐含波动率）运行情况，其中历史波动率以 60 日时间窗口计算。



资料来源: Wind, 一德期权部

从能化品种的波动率表现来看，一方面波动率目前仍处于历史均值偏低水平，但另一方面，期权市场也在长假前为长假风险注入了波动率的风险溢价。可以看到，各个期权品种的隐含波动率均在十一前有明显的抬升，这在一定程度上提升了期权的买入成本。

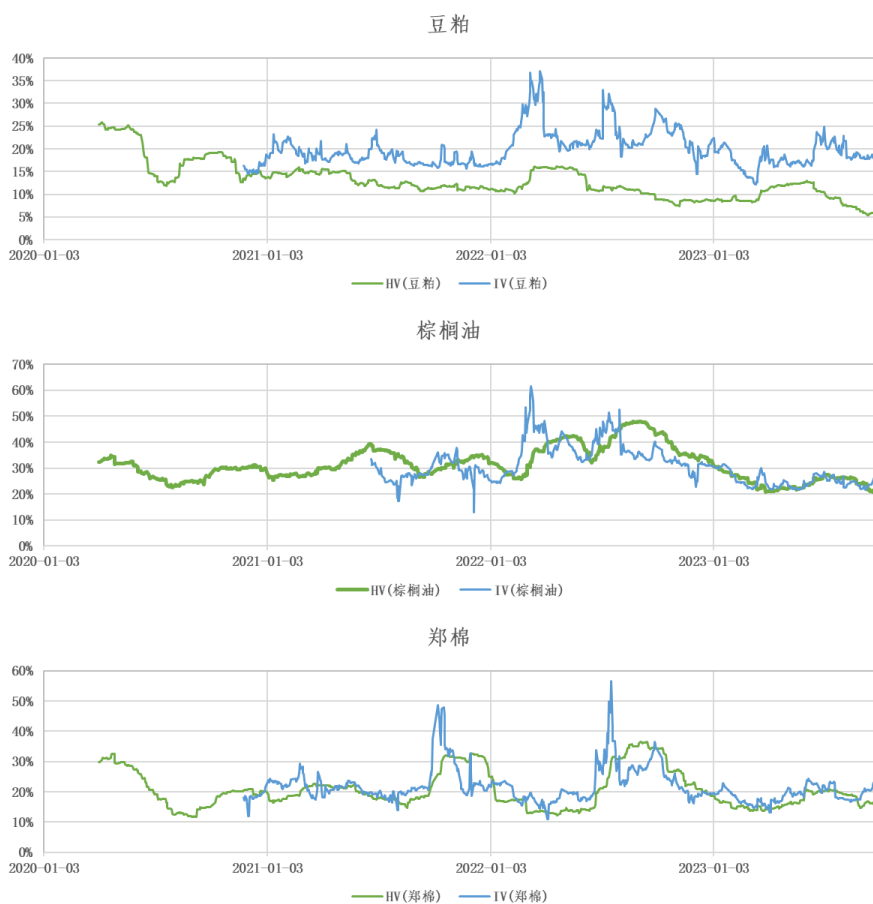
其次，我们再来梳理一下贵金属方面，黄金也是除原油外，在长假期间较为瞩目的品种。



资料来源: Wind, 一德期权部

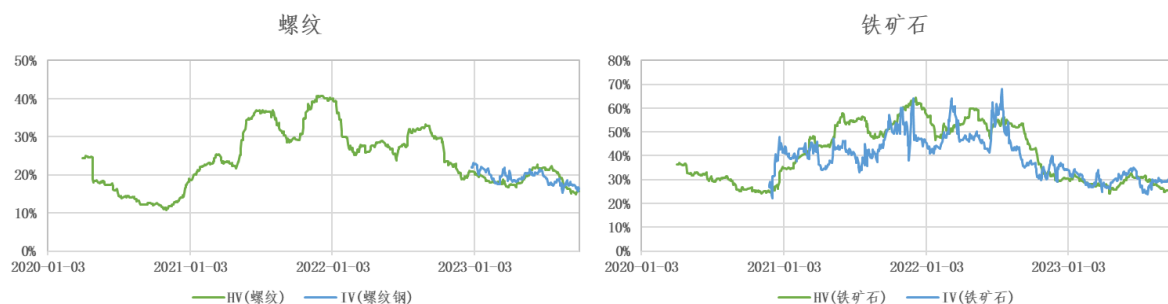
波动率的运行情况实际上和能化类似，其中重要的一点在于，原油与黄金都是会受宏观因素影响的核心品种，因此，在近些年众多宏观因素的重磅冲击下，原油与黄金的波动率走势较为趋同。

接下来，对于农产品而言，我们主要考察了豆类油脂中的连粕及棕榈油，在美豆下跌以及原油的带动下，连粕及棕榈油势必会受到相应的波及。而长假期间新疆棉花减产的传闻，或许也将为郑棉提供支撑。因此，我们对以上三个品种的波动率情况进行回顾与梳理。



资料来源: Wind, 一德期权部

最后, 下图对于黑色品种中的螺纹钢及铁矿石的波动率情况进行了整理, 可以看到, 螺纹及铁矿的波动率目前均处于历史较低水平。

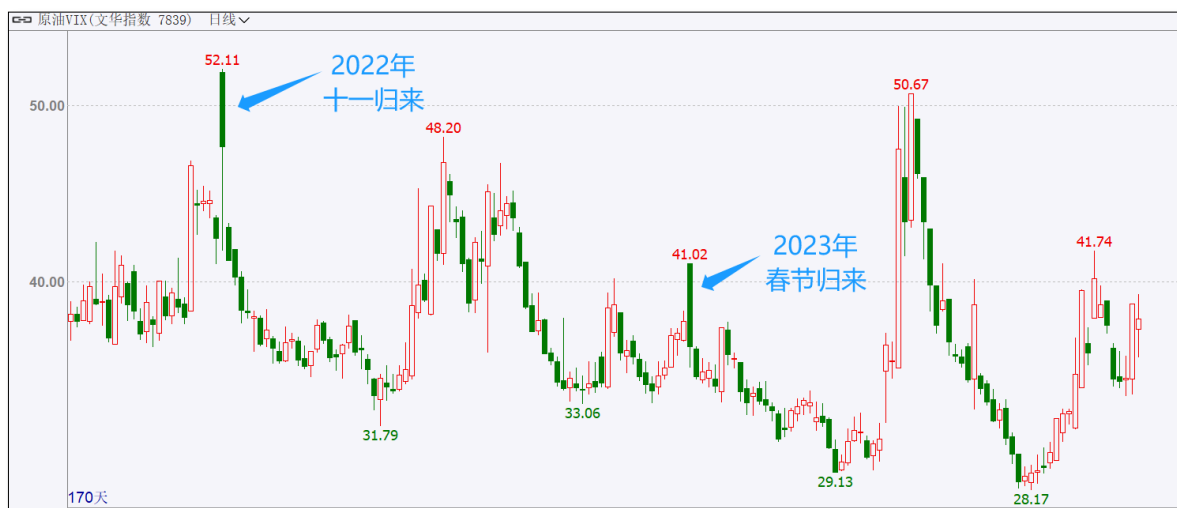


资料来源: Wind, 一德期权部

2. 长假归来的波动率常见表现与交易机会

上一部分主要对长假期间海外波动较大的品种的波动率情况进行了回顾，实际上，长假的持仓风险是显而易见的，对于长假而言，空间上的波动最终将会在节后开盘予以释放。因此，考察市场节后开盘波动率的日内变化也是较为重要的工作。下文以原油为例，针对 2022 年的十一长假（2022 年 10 月 10 日节后开盘）以及 2023 年春节长假（2023 年 1 月 30 日开盘）的节后首个交易日的日内情况进行了回顾梳理。

从文华财经原油 VIX 的日线图上可以明显看到，2022 年的十一长假及 2023 年的春节长假，都在节后首个交易日迎来了波动率的大幅高开。



资料来源：文华财经，一德期权部

但是很多事情往往都有个但是。从原油最近两个长假的节后首个交易日的日内走势来考察的话，我们可以看到所谓的“出道即巅峰”，上述两个交易日的原油品种 VIX 指数的日内走势见下图。

2022 年 10 月 10 日原油 VIX 日内走势↓（十一归来）



资料来源：文华财经，一德期权部

2023 年 1 月 30 日原油 VIX 日内走势↓（春节归来）



资料来源：文华财经，一德期权部

无论是 2022 年的十一，亦或是 2023 年的春节，节后首个交易日波动率的峰值都是出现在了开盘以及开盘后的较短时间内。这也是我们前文所提及的，情绪的释放是快速地，波动率的回落也是。（但是的但是，这里想要多说一句的是，波动率的高开是否是真的高开？实际上，如果将隐含波动率的计算口径中剩余到期天数这一参数，统

请参阅最后一页的免责声明

一成剩余交易日的话，其实波动率是否真实的高开也是要打个大大的问号。)

基于隐含波动率在节后首日的走势情况，我们可以考虑通过双卖的操作来捕捉波动率回落带来的机会。当然，波动率之所以能够快速回落，一方面可能来源于买入方的快速止盈离场，另一方面可能也来源于进行上述波动率交易的投资者的快速入场。

3. 基于期权工具的节后风险应对

当前时点进行节后市场行情的讨论，或者更为重要的是如何解救可能面临风险的长假持仓。上文更多在提及如何在节后首日捕捉波动率交易机会，如何考虑止盈离场。然而，长假的持仓做反了怎么办？这个问题或许更加重要。当然，能顺利进行止损操作的都还好，万一板板了呢？

此时此刻，或许期权还能有机会让你亏得少一些。长假归来，假如标的在分时图上躺平且持仓无法顺利离场，迅速买入期权进行保护，或许还来得及。当然，这也只是补救措施而已，更值得思考的，是如何在节前利用期权进行合理的保护。

此外，假如标的真的处于涨跌停的位置，期权的波动率势必会走高，买入期权进行补救成本势必也不会便宜，此时可以考虑适当构造一些价差组合以降低成本，当然了，如果是临近到期的期权合约，卖出较远行权价的期权可能对于成本的减缓作用也相对有限。因此，又回到了上面那句话，如何在节前利用期权对期货持仓进行合理的保护更为重要。

4. “2311”系列期权的“末日轮”策略与“大头针”风险

值得注意的是，十一长假归来恰逢郑商所及大商所 2311 系列期权到期（郑商所为 10 月 11 日，大商所为 10 月 13 日），长假的波动叠加期权临近到期的 Gamma 加成，或许将使得部分品种在开盘首日取得较为可观的收益。

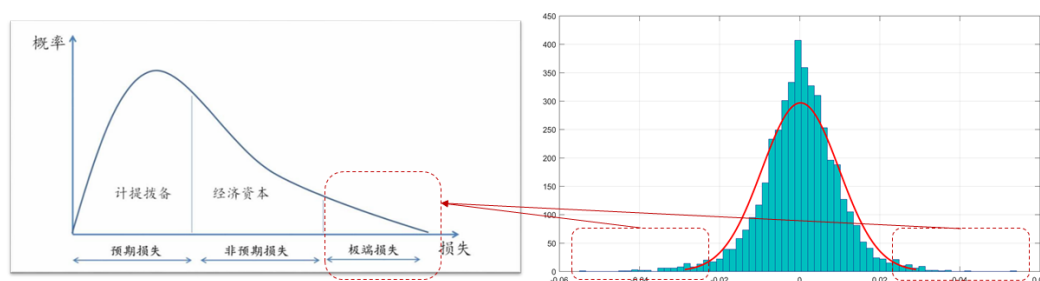
然而如上文所提及，开盘时刻的情绪或许已是巅峰，期权端隐含波动率可能随着情绪的释放而一泻千里。因此，针对十一长假而布局“末日轮”策略的朋友，需结合方向及点位，适时进行止盈操作。

具体而言，面对这种“末日轮”的期权交易机会，投资者需要注意以下几点问题：首先，这种交易机会的成功率并不很高，有可能在最终损失全部本金，因此投入的资金要适度，做好仓位管理；此外，投资者一定要注意止盈的问题，市场中的流动性风险及行情的波动都有可能将利润回吐，因此，做好止盈是十分必要的。

同样对于期权卖方而言，面对这种“大头针”风险，最简单的方式就是避免成为期权的卖方。我们知道，很多的投资者在期权临近到期之前卖出期权合约，以获取时间价值衰减所带来的收益，但是，实际上我们没有必要一定要将期权持有至到期获取全部的时间价值，当投资者获取到大部分的时间价值时即可考虑平仓离场，以规避大头针风险。

5. 关于长假风险与期权工具

如前文所述，长假期间、或者高波动市场背景下，单边极速行情往往会使投资者面临较大风险，同时在宏观因素的推动下进一步推动多品种的相关性走高，并进一步催化行情的演进，甚至会导致市场黑天鹅的产生。回顾疫情后至今的金融市场，如此的极端行情已发生不止一次，而每个长假期间也都会出现令人瞩目的波动品种。从产业角度来看，面对市场尾部风险，即使企业在参与期货套期保值等操作的前提下，也可能会因此而产生较大的持仓风险。期权工具的出现，为尾部风险的管理开辟了新的思路和途径。



资料来源：一德期权部

一方面，对于进行套期保值的产业企业而言，可以利用期权工具为期货持仓适当进行极端的尾部风险保护。另一方面，在近些年逐渐推广的含权贸易模式中，产业企

业也可以考虑利用场内期权对含权贸易中的极端风险进行保护。以当前多数商品的下跌行情为例，下游企业在签订累沽合同后，在快速下跌行情下，面临多倍杠杆高价接货的情形，如何结合标的的价格水平与期权合约的成本，参与含权贸易并合理管理含权贸易中的尾部风险，对于产业企业而言是尤为重要的。

因此，下一次面对长假或者高波动风险，期权或许是你值得考虑的工具。


最后，祝大家顺利！


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由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。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。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。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn