



近期上期所期权品种运行情况及策略展望

2023年7月20日

国投安信研究院期权研究员-范丽军
从业资格号：F03097698
投资咨询号：Z0018336

6月初以来，原油价格震荡走强，IV下降。

近期主要利多因素：

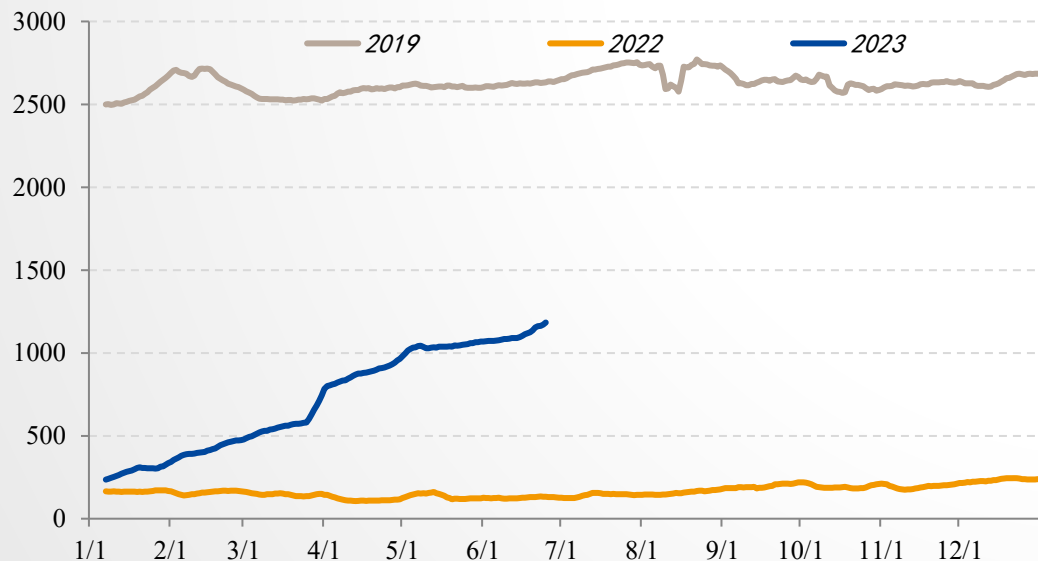
- 6月初沙特宣布在7月额外减产100万吨/天。
- 美国补充战略库存
- 瓦格纳事件
- 近期美国通胀超预期下降，市场普遍认为美国衰退的概率在下降，另一方面越来越多的声音认为7月将是美联储最后一次加息。



需求增速虽然放缓但依然为正

需求方面，IEA指出，由于宏观经济持续的不利因素，制造业不景气程度已显著加深，特别是欧洲需求仍然低迷加之电动汽车的发展和能源效率的提升，明年石油需求增长将减半，降至110万桶/日。不过，中国需求较好，驱动全球整体需求同比增长。这也与国内相对强劲原油高进口、加工量高企的微观数据较为吻合。本期月报IEA、EIA、OPEC三大机构已完整公布2024年需求预期，**总体来看需求延续了线性增长的趋势**，2024年全球石油需求平均增速为**166万桶/日**，较2023年的平均增速213万桶/日有所下滑。

国际&港澳台航班执飞情况

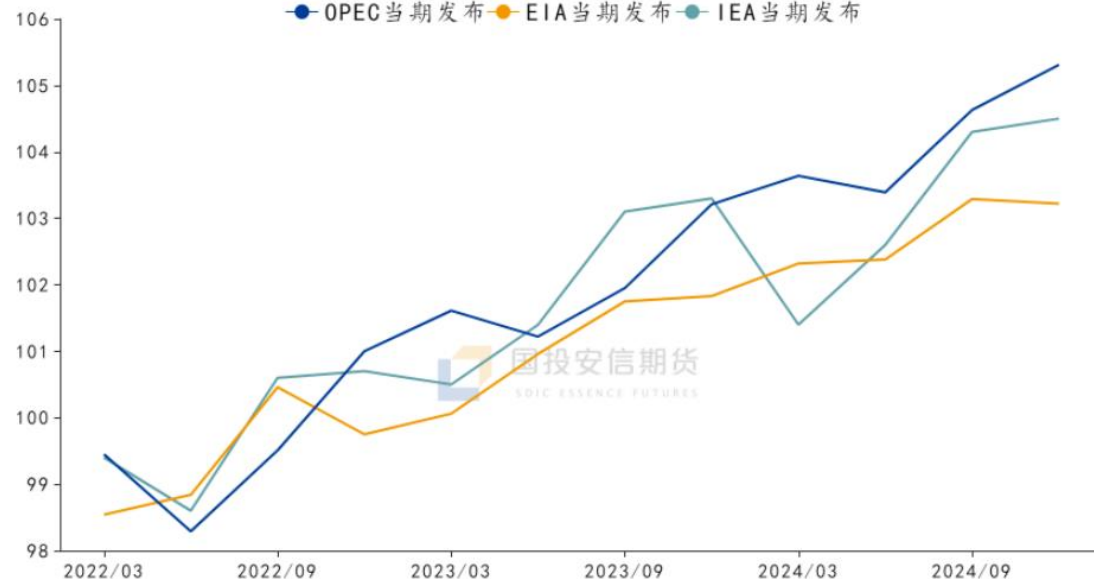


数据来源：航班管家，国投安信期货

百万桶/日

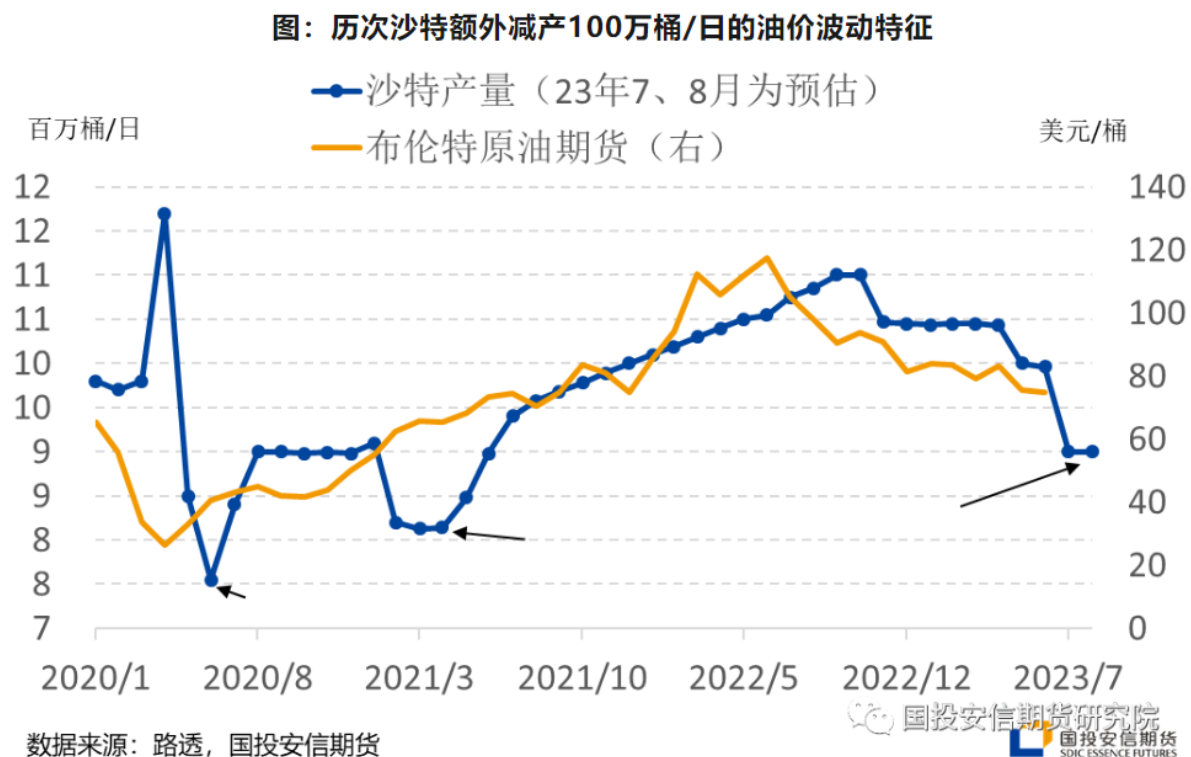
三大机构月报-全球石油需求预估

● OPEC当期发布 ● EIA当期发布 ● IEA当期发布

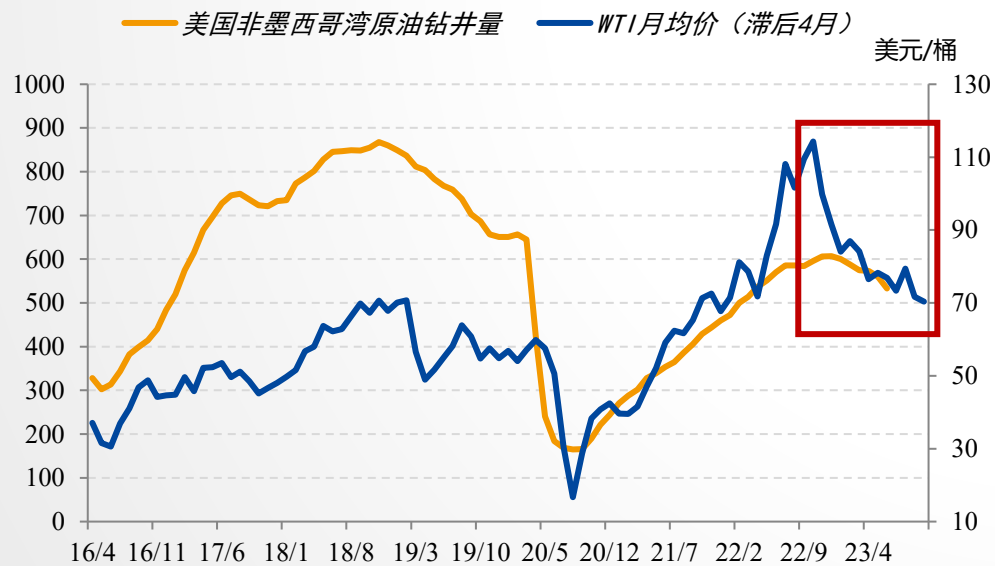


供应方面：

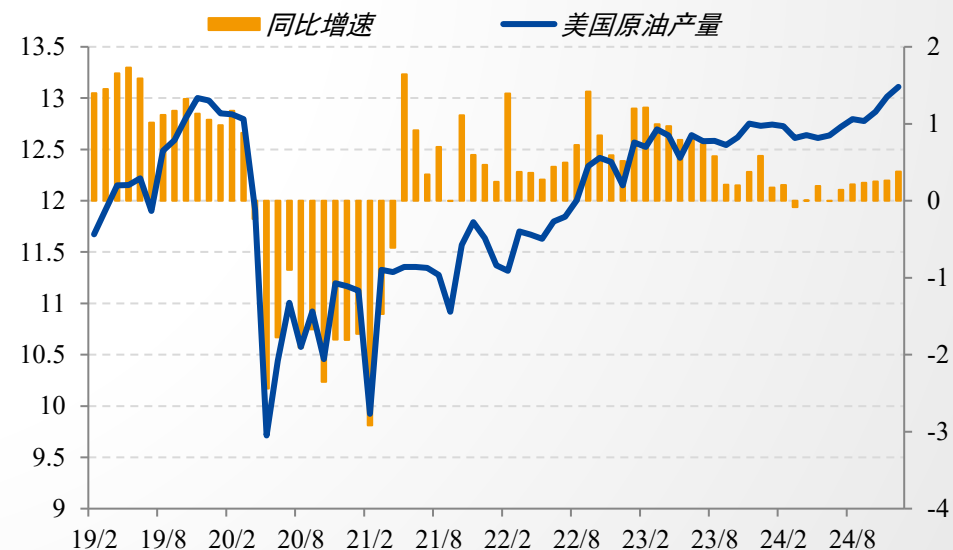
- 6月4日OPEC+会议：对2024年产量配额调整（-139.3万桶/天）；4月165.7万桶/天自愿减产延续至2024年底；沙特7月额外减产100万桶/天。
- 7月3日，沙特、俄罗斯、阿尔及利亚宣布在8月执行总量152万桶/天的额外减产。
- Rystad Energy和路透分别评估5月OPEC10国减产77.1万桶/天（3.1%）、54万桶/天（2.2%），但均尚未达到其103.9万桶/天的自愿减产承诺



- 审慎投资原则、能源转型趋势仍在压制页岩油企业的资本开支投放。
- DOE将年内美油产量增速自年初的55万桶/天上调至72万桶/天，但**去年下半年以来油价下行趋势延续，钻井量的环比回落仍将抑制下半年产量增速。**



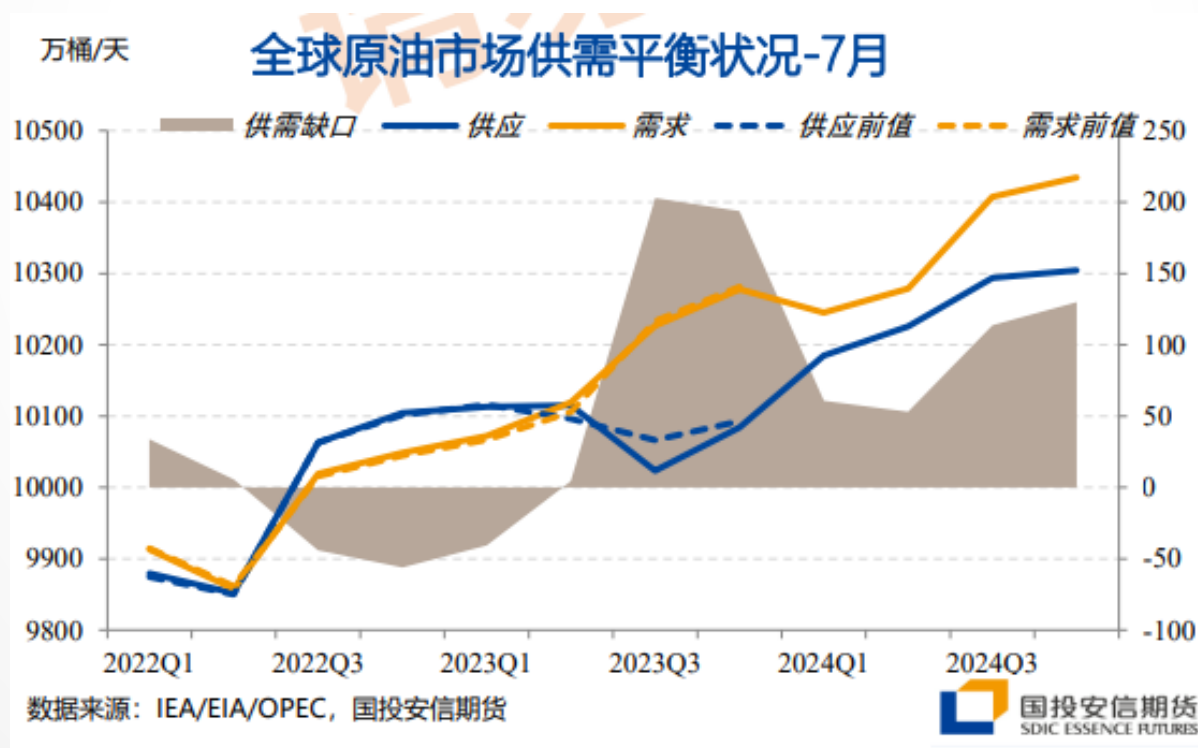
数据来源：wind，国投安信期货



数据来源：DOE，国投安信期货

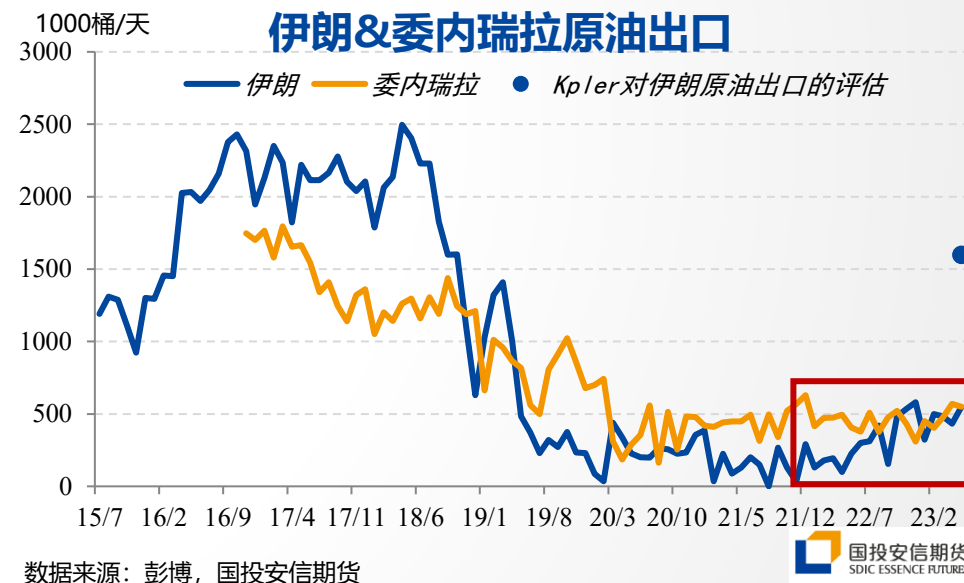
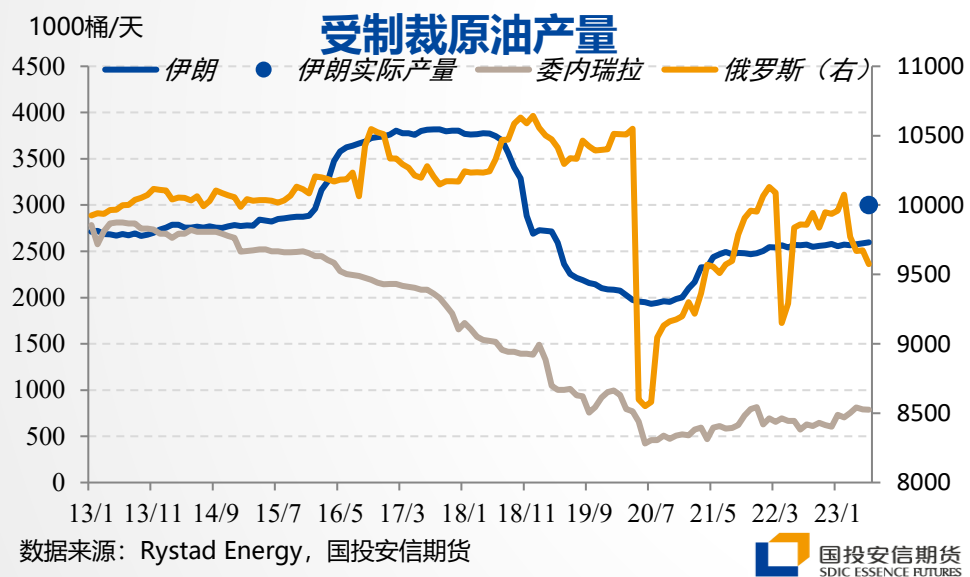
弱需求与OPEC+主动减产之间的博弈持续

供需缺口：EIA月报预计OPEC三季度产量同比降幅已高达173万桶/日，同期全球需求同比增幅为129万桶/日，**季节性需求旺季时期的供需缺口仍是主流预期**，但预期偏差的程度较为有限。综合三大机构月报对全球需求、非OPEC供应的预估，三季度开始的去库格局将延续至2024年末。油价有望延续震荡偏强格局。

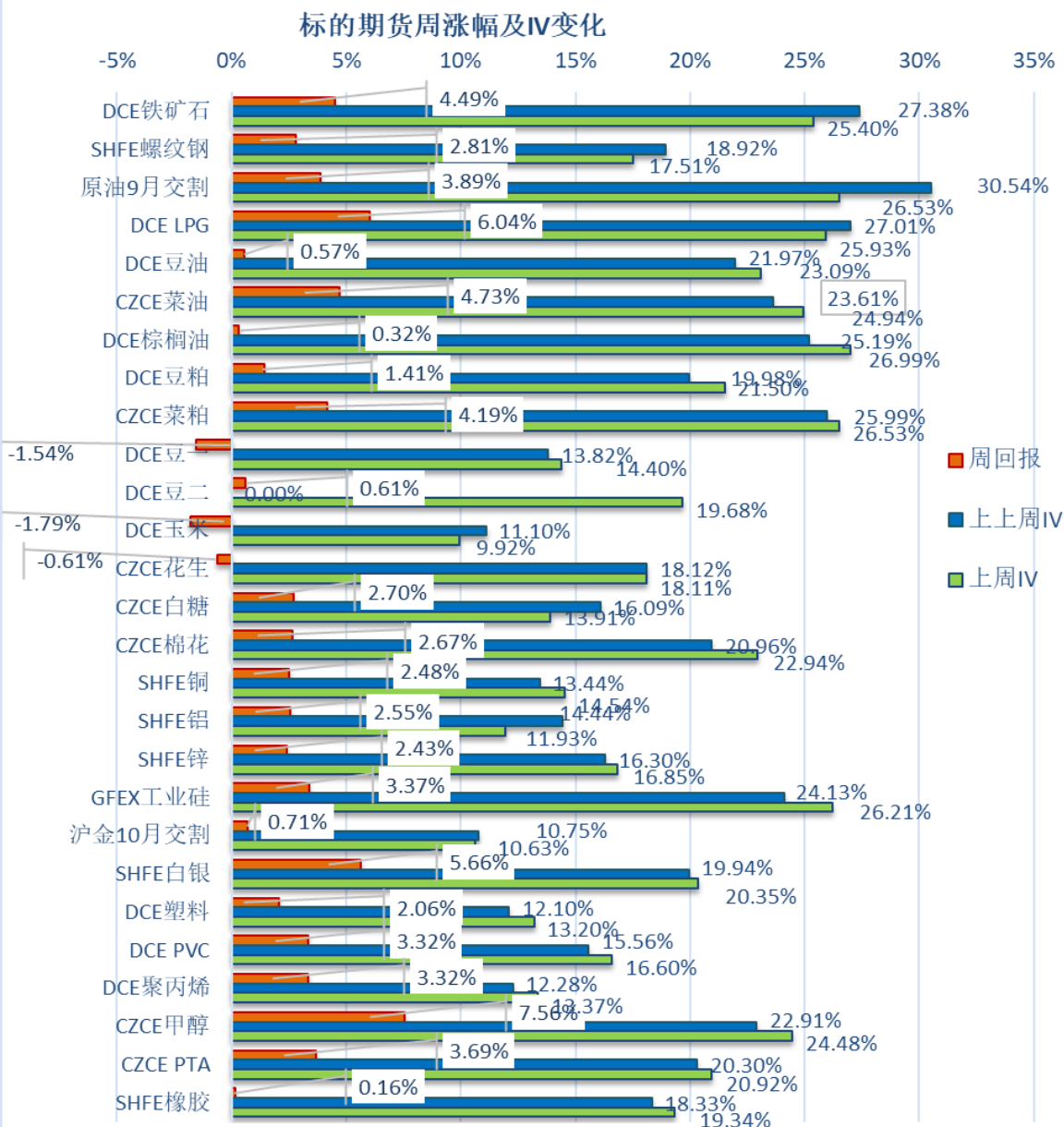


扰动因素：制裁油

制裁油：流入市场，增加了供给。



扰动因素：美联储政策



美联储：近期美国通胀数据超预期回落后，一方面市场普遍认为美国衰退的概率在下降。另一方面越来越多的声音认为7月将是美联储最后一次加息，而根据CME的美联储观测工具美联储明年初将会有降息可能。这对美元流动性构成明显的利好，以美元定价的大宗商品需求增加，形成利好。

六月初以来，IV趋势性下降

从事件角度看：

- ◆ 沙特主导的OPEC+减产 对市场的影响力变弱，出现了边际效用递减的问题。
- ◆ 美国银行业危机引发的衰退担忧也暂时没有再暴雷的案例
- ◆ 美国企业家、官员的访华。

从交易角度看：

- ◆ 5月初到6月中旬，行情区间震荡。期权卖跨式策略不断盈利，策略吸引力增加导致主动卖出方增加，IV下降。6月中旬以来行情温和上涨，危机交易没有再次出现，IV延续下行。



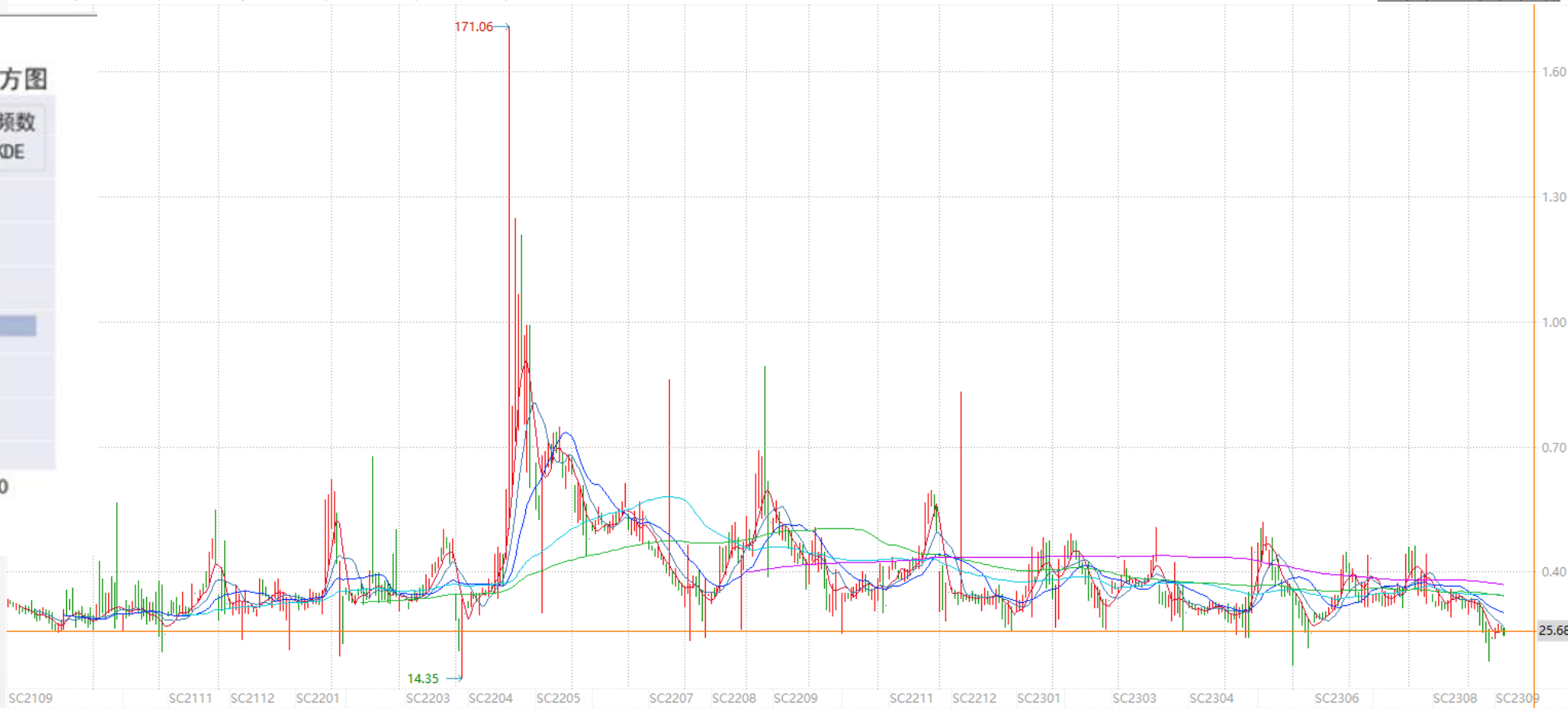
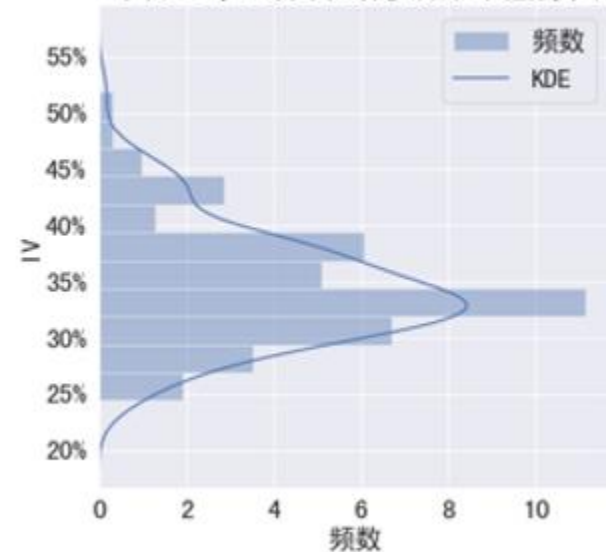
原油：当前隐含波动率低不低，下方是否还有空间？

当前IV在26%左右，处于上市有数据以来非常低的位置。如果后市震荡偏强行情延续，IV虽然存在进一步下降的逻辑，但下方空间不大。因此，多IV策略性价比较高。

INE_SCIV.WI[原油主力平值IV] 2023/07/19 收 25.42 幅 -3.64%(-0.96) 开 25.75 高 26.48 低 24.92 结 0.00 仓 0 量 0 增 0 振 5.91% 额 0
MA5 25.90 MA10 26.90 MA20 30.16 MA60 34.48 MA120 34.27 MA250 36.88

2021/06/22-2023/07/19(505日)

年初至今主力合约隐波分布直方图



虽然IV已处于较低位置，进一步下降的空间较小，但如果行情继续走强，IV还有继续下降的动力。在衰退弱需求与OPEC+减产长期博弈下，沙特等国谋求的需求缺口支撑油价震荡偏强。如果是交易后市震荡偏强、IV继续下行的趋势交易投资者，可以使用看跌期权牛市价差。

情景分析（看跌期权牛市价差）：

情景一：如果行情继续温和上涨、IV下行，策略可以从标的涨跌和IV变动两方面受益。不过IV下降的空间有限，波动率方面带来的收益相对微薄。

后续策略变化：

a、此时如果想要加码，交易继续上涨，可以增加Delta敞口。比如卖看跌向实值方向移动，买看跌向虚值方向移动。或者保持行权价间距不变同时向上更高执行价合约移动。

b、反之如果想止盈，则降低Delta敞口。

如果更进一步交易行情的反转，则将Delta调整为负值。（平掉浮盈的卖看跌头寸，保留浮亏的买看跌头寸）

情景分析（对于看跌期权牛市价差）：

情景二：如果行情震荡，策略得益于期权费的流逝。

策略调整方面：

1. 平仓。
2. 继续坚守。等待美联储货币政策向鸽派方向变动、沙特等国超预期减产、需求的慢慢恢复。

情景三：行情转头向下，IV上升。策略将承担较大损失，但好在价差策略损失有限。

策略调整方面，

趋势交易，认为行情会进一步下探，IV继续上升的投资者，可以大力度转向（卖看跌平仓，保留买看跌）也可以谨慎转身（买看跌仓位向实值方向移仓，调为看跌熊市价差）。

反转交易，交易行情反弹：因为最大亏损有限，可以坚守以待行情再次向上。

反转交易，交易反弹、IV下降：可以平仓受益于行情下跌，IV上升而浮盈的买看跌头寸，只保留的卖看跌头寸。由于Delta风险暴露较大，需要做空相应的原油期货以达到Delta中性，防止行情进一步下跌导致的亏损扩大。剩下的就是等待IV回落时平仓。风险在于，如果IV继续上升，亏损会进一步加大。

另一方面，如果是交易后市将下跌，IV上升的投资者或者是需要空头套保的投资者可以**买入看跌期权**。（衰退交易、危机交易）

情景分析（买入看跌期权）：

情景一：行情继续温和上涨。

情景二：行情震荡。

情景三：行情下跌，IV上升。

策略每日损失期权费的流逝同时受到IV变化的扰动。

策略调整，

1、减仓：止盈（卖出更虚值看跌，调整为**看跌熊市价差**）

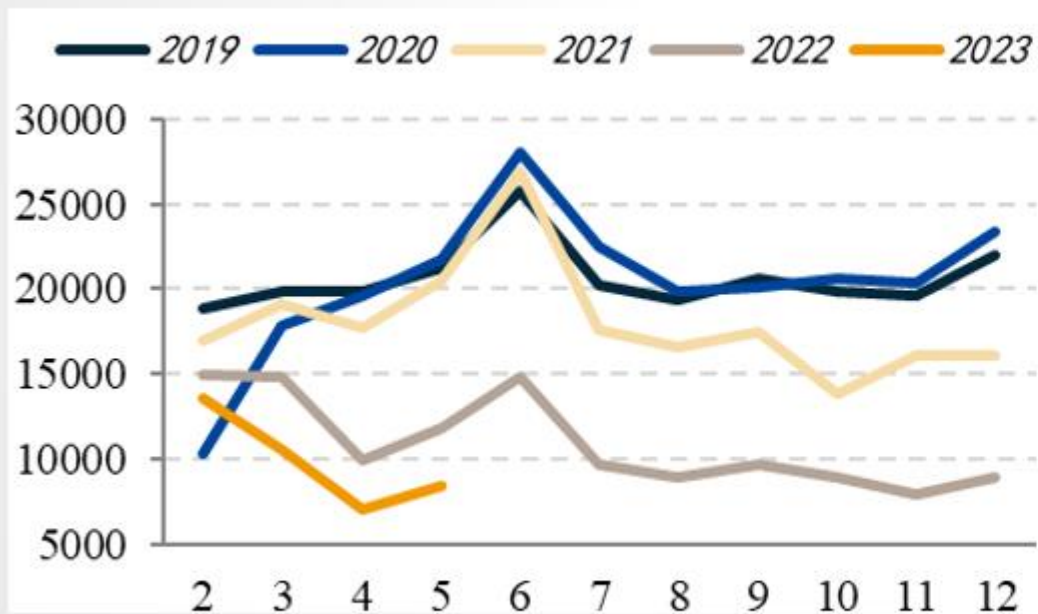
2、加仓：等量期权费向虚值方向调整。（提防楼塌了风险）

- 螺纹期权近一个月，标的震荡，IV不断下探。



- 当前地产需求低迷对建筑钢材需求的拖累仍将持续存在，其他板块的钢材需求基本保持稳定，因此钢材整体需求基本弱稳为主。而钢材供应能力充裕，因此不宜给与明显炼钢行业利润。原材料端，由于废钢供应偏紧，给高铁水留下了较大空间，因此也给煤焦矿提供了较好的需求支撑。总结来看，钢材价格短期不具备向上或向下突破的显著驱动，预计仍以电炉成本支撑到出口价格的区间内展开较窄幅的震荡。

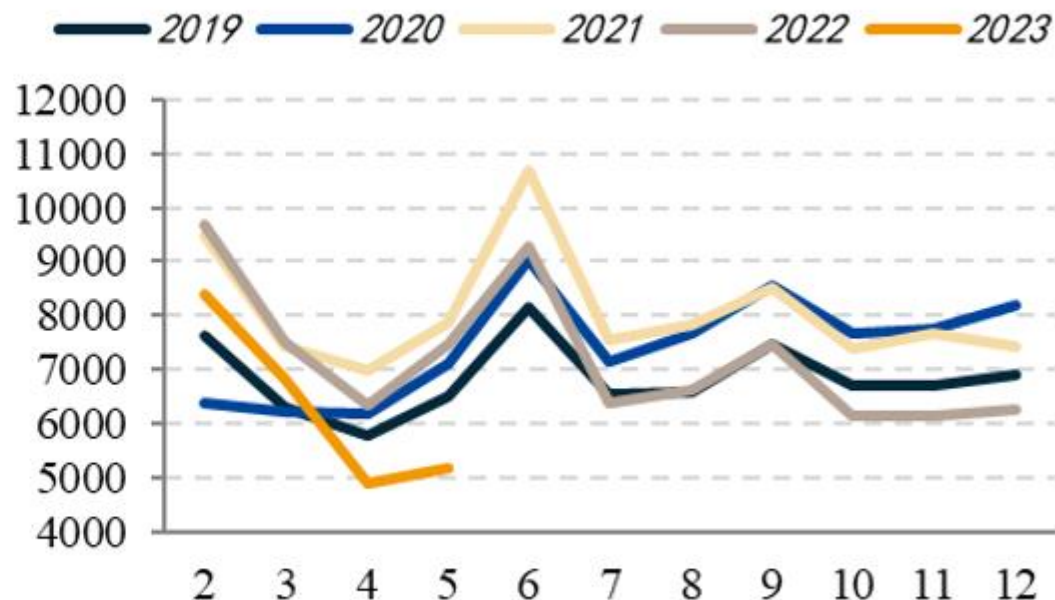
房屋新开工面积（当月值，万平米）



数据来源：wind，国投安信期货整理

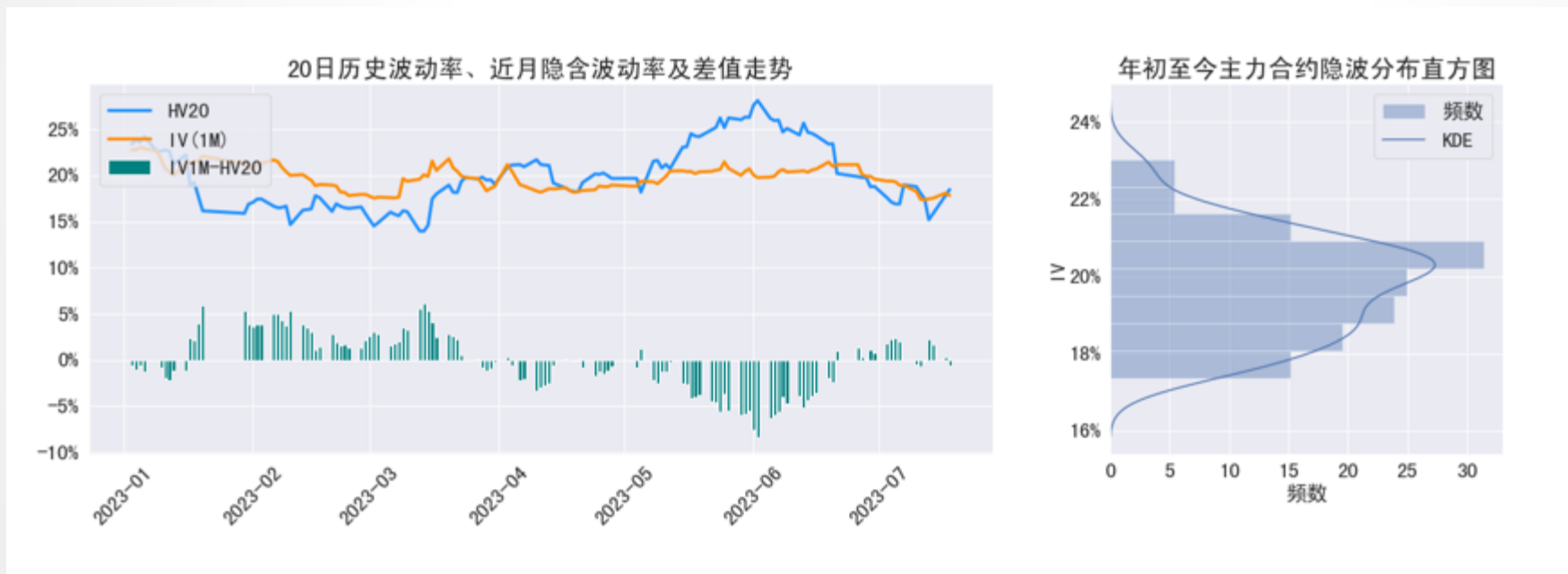
亿元

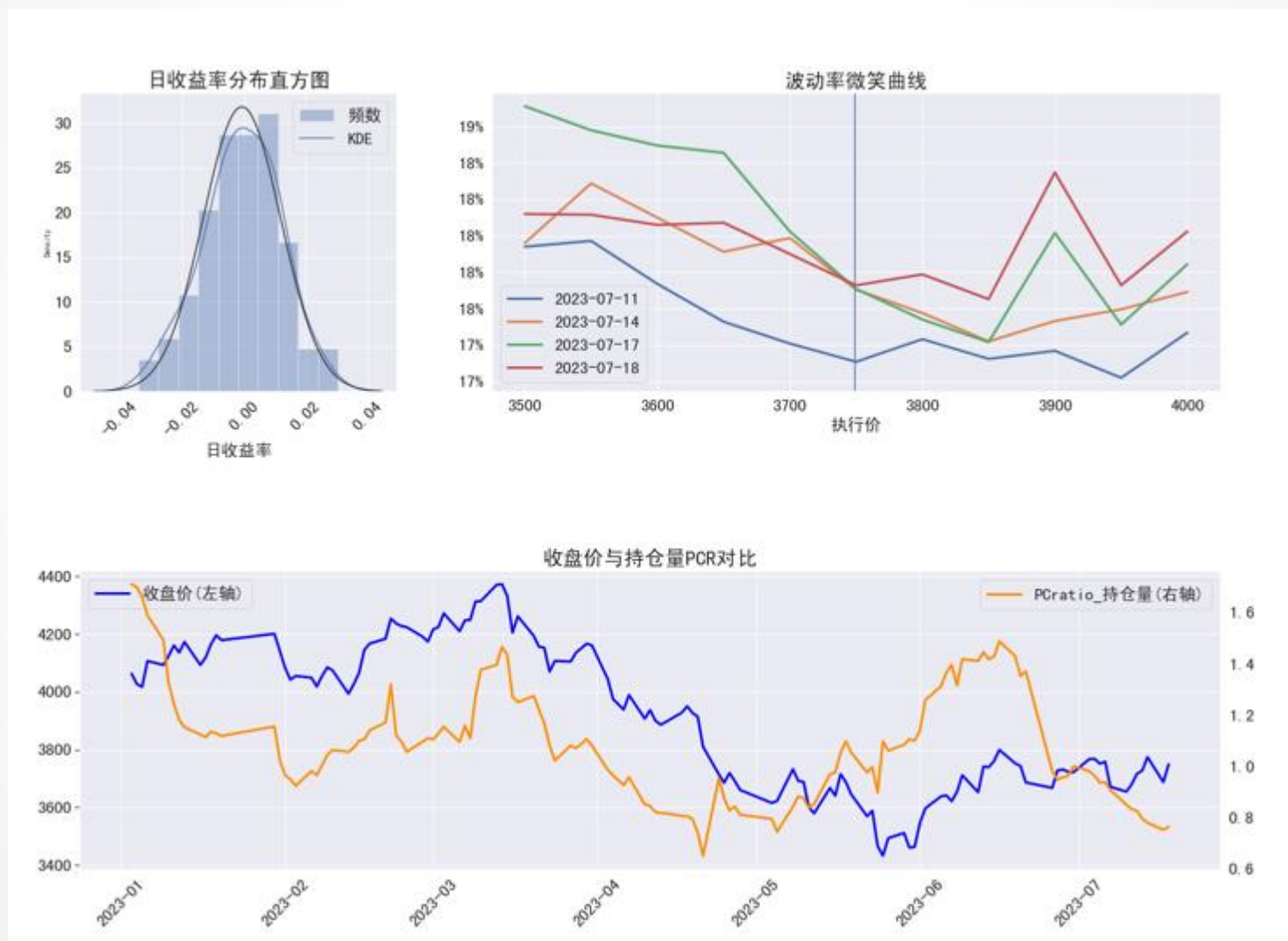
房地产建筑工程投资额



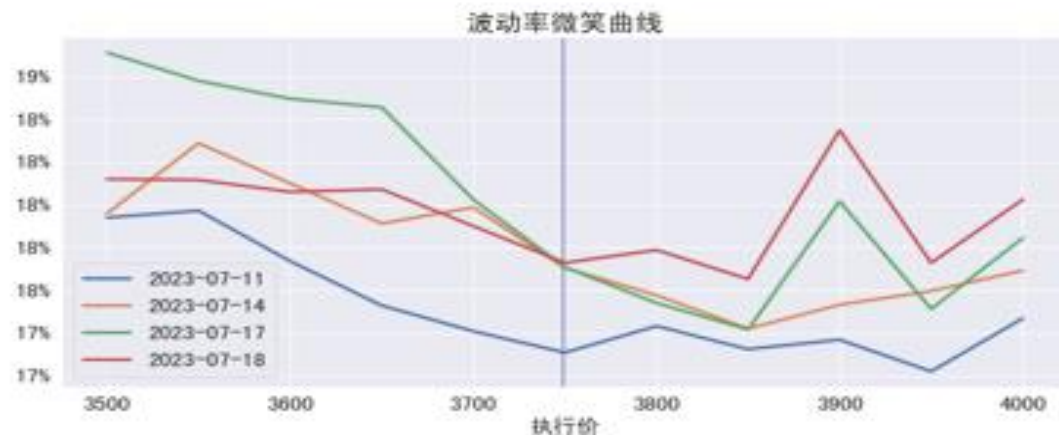
数据来源：wind

从左图来看，IV比20日历史波动率更加平稳，在17%–22%区间浮动。IV最近在17%左右，处于螺纹期权上市以来的低位。



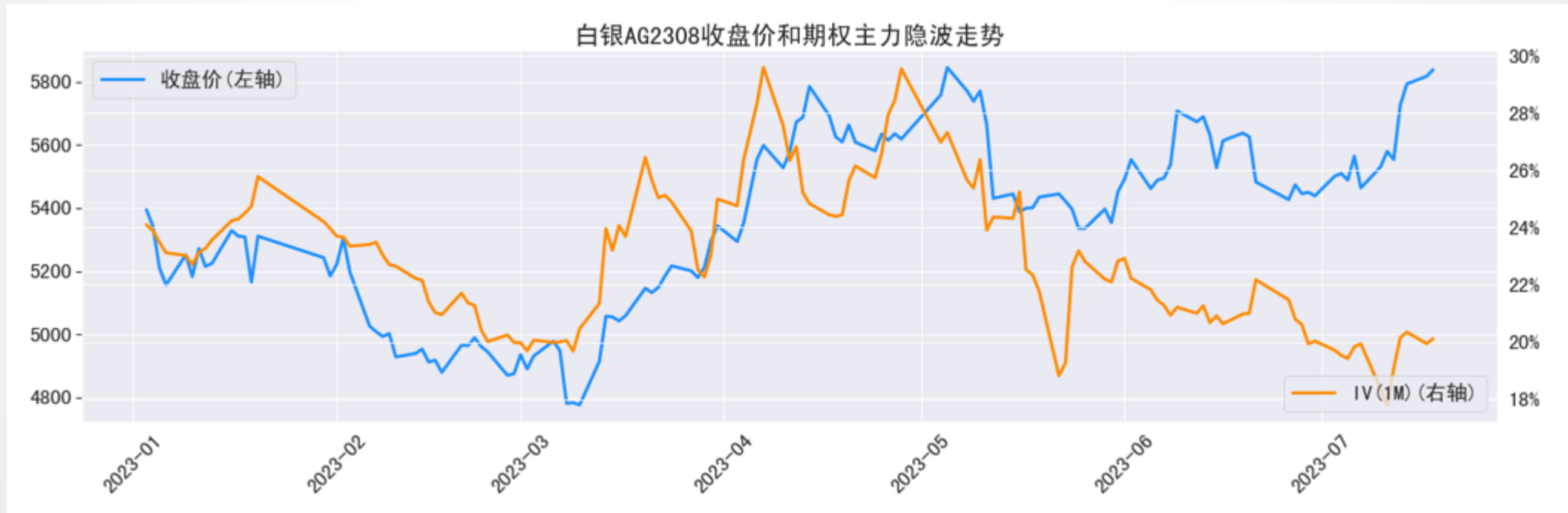


虽然当前IV较低适合做期权买方，但基本面方面缺少驱动。行情大概率还是维持震荡。因此，推荐卖出宽跨式策略。

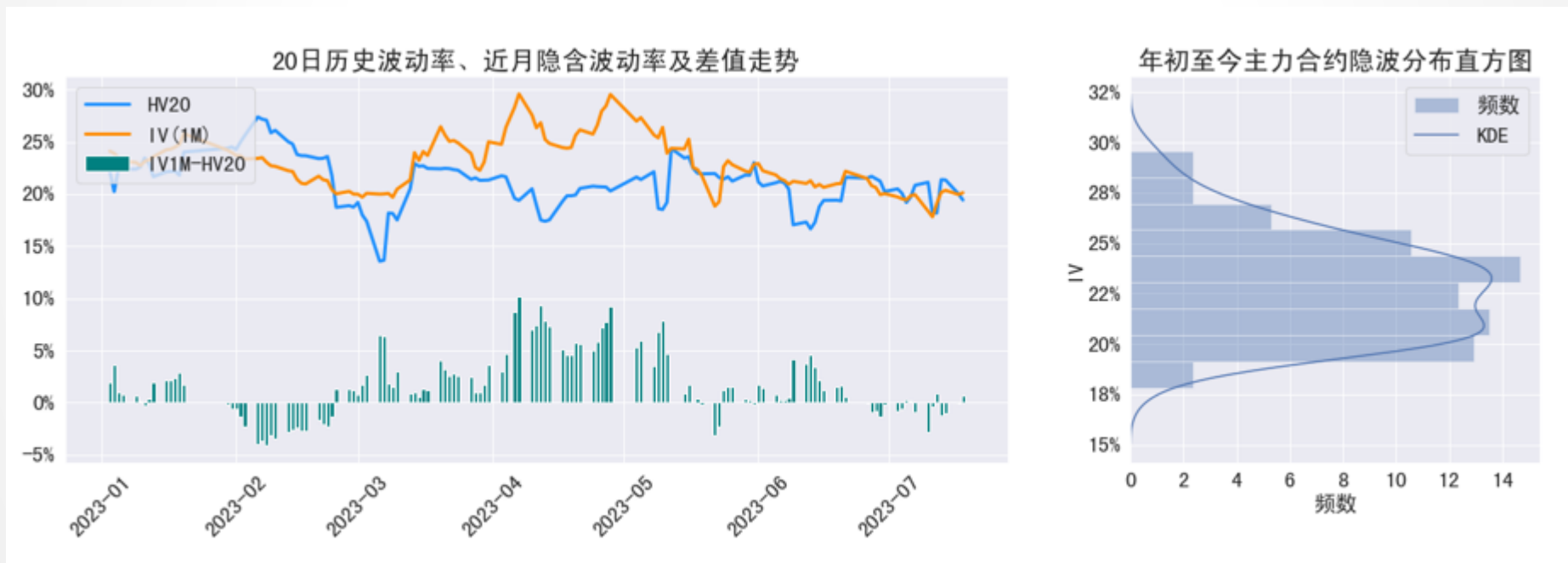


策略分析：策略最大的风险是出现单边大行情。可以在期货价格波动较大时用标的做Delta中性对冲，以规避单边方向性风险。另外一方面风险来自IV的上升。如果想降低这来自IV的Vega风险，可以再两次买入更虚值的期权，形成铁鹰式策略。

- 耶伦访华后汇率市场的变化在不断延续，日元持续升值后压制美元指数，从而人民币开始向偏强发展。
- 近期美联储偏鹰的态势似乎在一系列低于预期数据公布后出现松动，从通胀预期数据再到美国的CPI和PPI数据回落都有所超预期，市场定价的7月份加息25bp锁定，而7月份之后的加息预期整体降温，美债得到一定的提振，美债收益率高位连续回落，而这一回落继续给全球风险资产进行空中加油。



- 今日白银IV与其20日历史波动率水平相当，在20%左右。
- 从下方右边的隐波分布直方图看，白银IV处于历史较低位置。
- 近期IV持续下降,从交易角度看受到三个月来的高位横盘震荡影响，卖跨式策略增加。从事件角度看，耶伦访华后，期权市场IV水平整体下移。



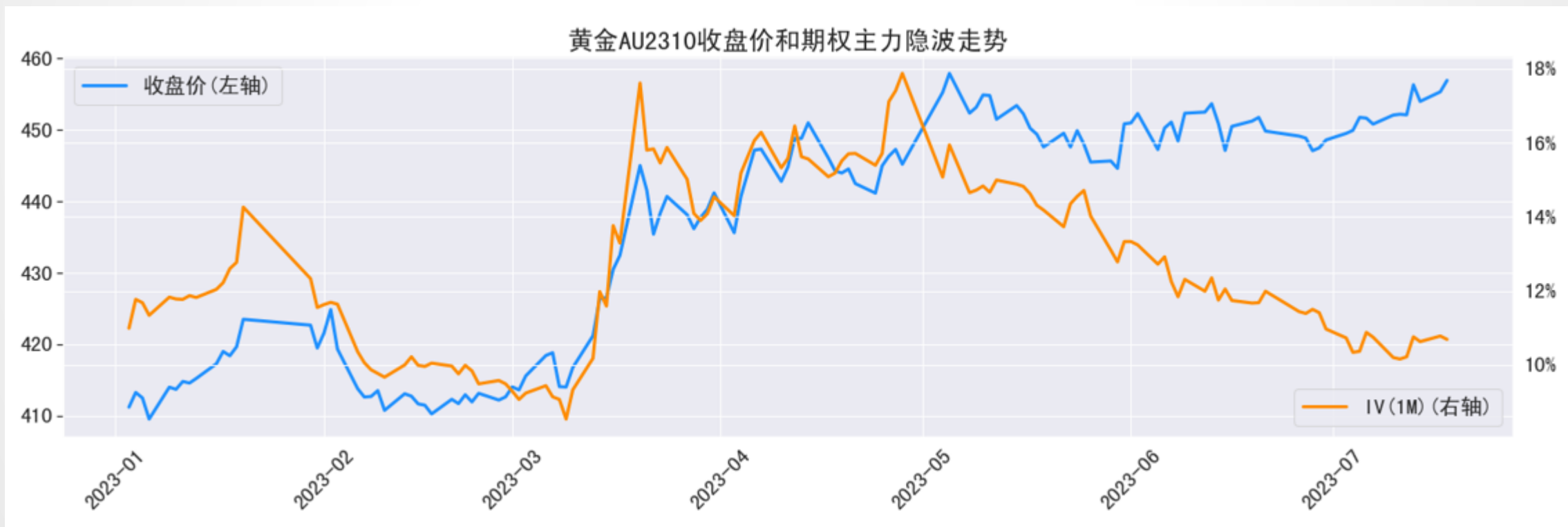


交易不同情景的策略推荐

- 1、行情上涨，IV上升。白银基本面震荡偏强，当前波动率较低。此种行情出现的可能性更大。若交易此种行情，可直接买入看涨期权。考虑到IV微笑左低右高形态，可以买平值看涨卖虚值看涨（看涨牛市价差）。
- 2、行情下跌，IV上升。 --> 买看跌
- 3、行情上涨，IV下降。 --> 卖看跌
- 4、行情下跌，IV下降。 --> 卖看涨

由于当前IV已经非常低，IV继续下降的空间不大。3、4策略性价比不高。

- 与白银相似，黄金在5月以来，期货价格横盘震荡，IV一路下行。
- 近期随着美国通胀数据下降超预期，市场鹰派声音减弱，黄金这两周表现较强。
- 美国6月零售销售月率录得0.2%低于预期的0.5%，贵金属延续反弹。市场已完全定价7月加息25个基点，但CME“美联储观察”显示到9月累计加息50个基点的概率仅13%。

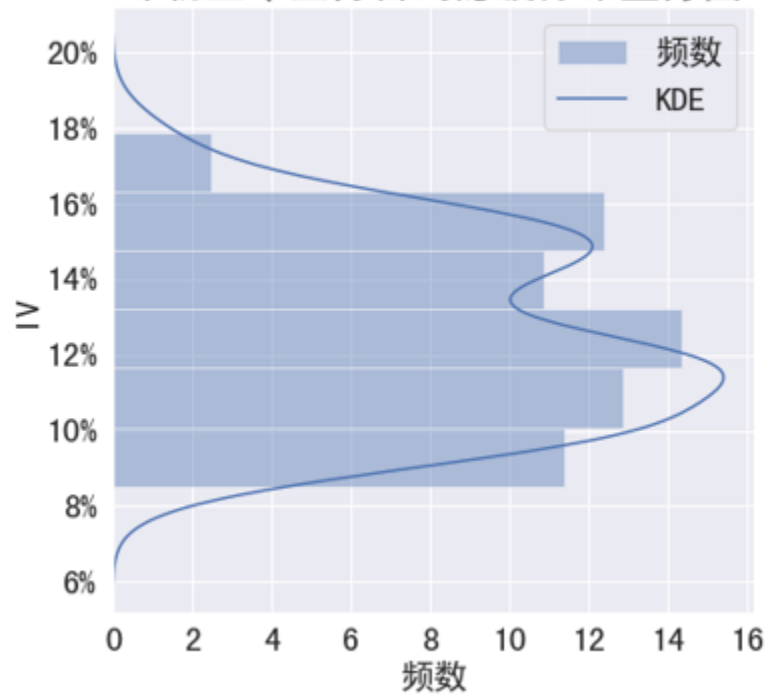


- 最近3个月IV持续下降，但一直高于20日历史波动率。市场对黄金的表现一直予以期待。当前黄金IV接近12%。虽然在中位数以下，但相比白银、原油，黄金IV所处的分位数更高。

20日历史波动率、近月隐含波动率及差值走势



年初至今主力合约隐波分布直方图

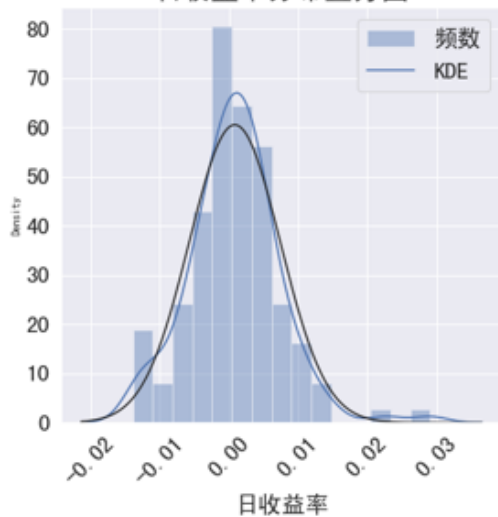


- 黄金中长期逻辑支撑一直较强：
- 1、逆全球化过程（英国脱欧、中美贸易战、俄乌战争等），减少了国际对美元的使用需求。黄金作为天然的货币被各国央行净买入。
- 2、美元处于加息周期尾部，利率高点有限。
- 3、美国6月CPI、PPI数据均超预期回落，美联储加息预期减弱；核心CPI基数效应或持续到今年9月，有利于其保持下行态势。
- 4、美元指数跌破关键支撑，到达100以下；
- 5、10年美债收益率从4%以上回落，带动实际利率下跌；

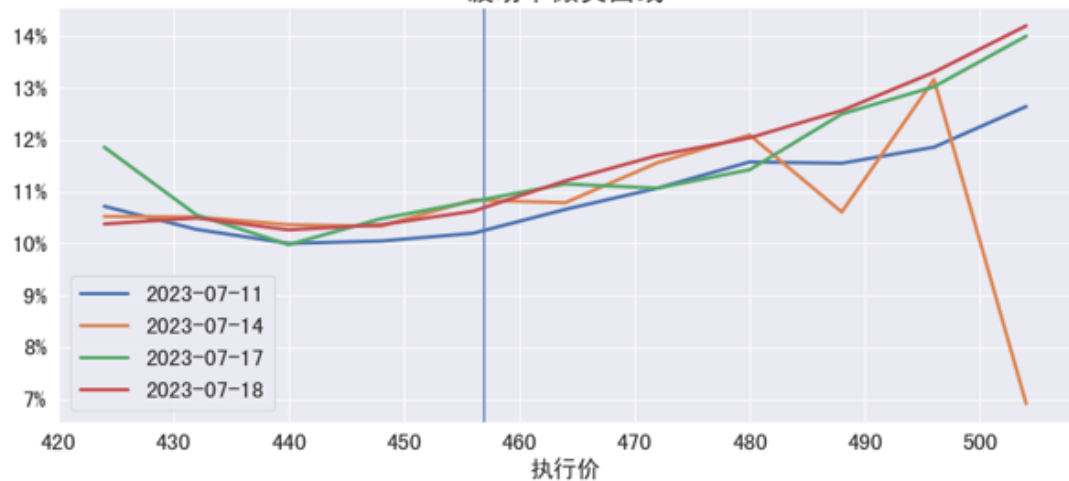
全部在交易期权合约最近交易日成交量分布



日收益率分布直方图



波动率微笑曲线



黄金基本面偏强，IV偏低。推荐看涨牛市价差策略。

策略情景分析

1、金价走强。

策略调整：加仓交易继续上涨，上方卖看涨头寸平仓或者保持执行价间距不变，头寸向上移仓。
交易行情冲高回落，买看涨头寸平仓，保留卖看涨。

2、金价回调。

坚守：由于在IV较低时买入，成本较低，且最大亏损有限，可以保持不动。
止损：全部平仓

基本面看偏震荡：

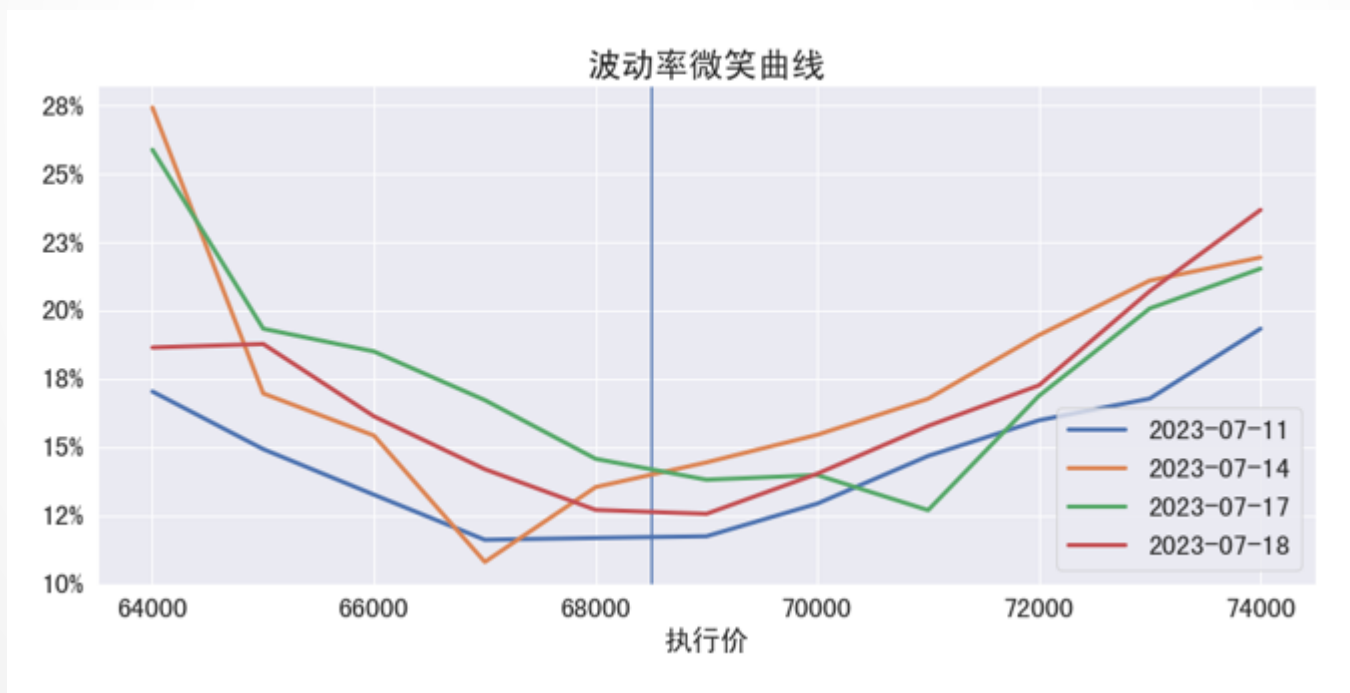
- 1) 市场情绪：美元跌破100、一年新低，市场倾向下周将是联储最后一次加息；
- 2) 库存与现货：库存继续向国内转移，伦铜与保税区出库、国内库存增加，总体库存仍在过往低水平运行；国内现货对交割月合约转小贴水；消费转淡；
- 3) 需求：铜价再冲高，买盘减弱，消费淡季，铜材加工开工率普跌；
- 4) 供应：国内6月精铜生产降温，7月检修产能更大，预计产出继续下降；上半年精矿进口累增7.9%，智利供应风险较大，秘鲁5月产出同比激增35%；精矿供应宽松、国内夏季淡排产支持加工费报90美元/吨；
- 5) 走势：基本面韧性略微转弱，但市场对宏观预期的溢价转强。



- 6月以来，随着铜价上涨，期权IV回落；铜横盘震荡后，IV在低位运行。
- 当前铜IV将近14%，从右边频数分布直方图可以看出，14%处于历史较低水平。多波动率策略性价比较高。



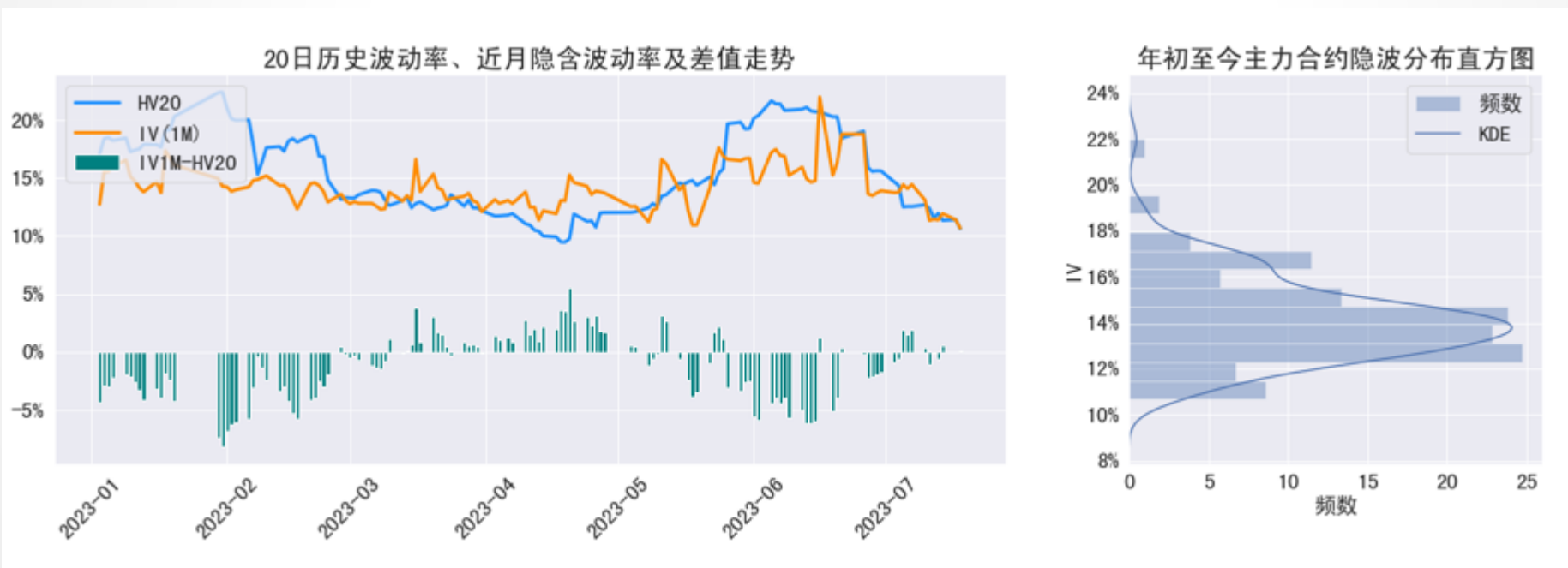
虽然铜主力平值IV处于低位，但铜波动率微笑曲率较大。
铜价冲高后下游买货力度明显减弱，叠加消费淡季，上方存在较强的压力位。近期宏观和预期的向好又给予支撑。
推荐卖出宽跨式策略，交易行情的震荡。



1. 云南已复产超百万吨，8月电解铝总产能可能实现180万吨增量，走出今年以来运行产能高位，产量将逐渐释放；
2. 四川电力紧张，暂时影响有限；
3. 需求淡季延续，开工率继续降低；
4. 铝水比例下降，产品结构变化，基差走弱；
5. 云南复产、消费转弱、库存拐点，铝价震荡重心下移概率大，上方年线压制，继续持空；



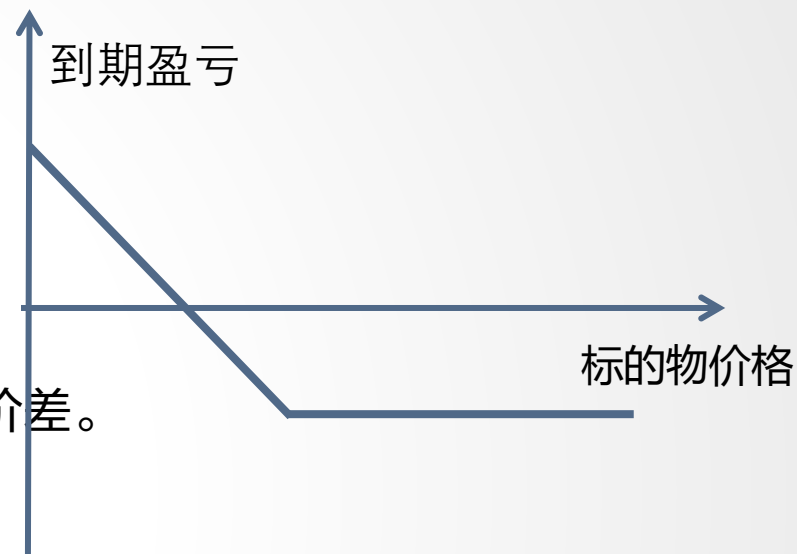
铝IV收敛于20日历史波动率附近，期权市场预期后市波动与近期保持一致。当前IV在11%左右，处于两年半以来的低位。买期权成本相对历史更低。



基于偏空的基本面和非常低IV水平，推荐买入看跌期权策略。

情景分析与策略调整：

- 1、期货价格下跌，IV上涨。对策略最为有利 -->平仓、转为看跌熊市价差。
- 2、期货价格上涨，IV上涨较多。
 - >看多后市，卖出更实值看跌期权，组成看跌牛市价差策略
 - >继续看空后市，卖出更虚值看跌期权，组成看跌熊市价差策略
- 3、期货价格下跌，IV变化不大或小幅下降。-->继续持有
- 4、期货价格上涨，IV变化不大或小幅下降。
 - > 看涨后市，买入虚值看涨，构成买入跨式策略。
 - > 继续看空后市，继续持有。



弱现实，低位整理。

1. 供应：矿端延续宽松，炼厂原料充分；常规检修、设备维护与可能的限电相叠加，第三方预测本月国内锌锭环比减量，但就降幅安泰科及钢联认为减量2000吨，SMM认为减量8000吨；认为下旬TC变动能够对映具体减损，本周TC暂无变化；
2. 需求：镀锌受益于基建项目落地，表现较好；压铸锌合金仍处淡季，新订单不足；氧化锌因轮胎和饲料订单偏弱开工下滑，需求有韧性但增量不足；
3. 库存与升贴水：SMM社库小幅走高到12.51万吨，海外近期降库到6.9万吨；
4. 走势：市场对“金九银十”传统旺季有所期待。



全部在交易期权合约持仓量分布

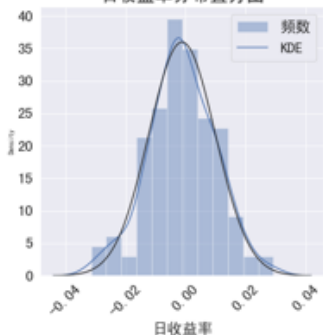


全部在交易期权合约最近交易日成交量分布

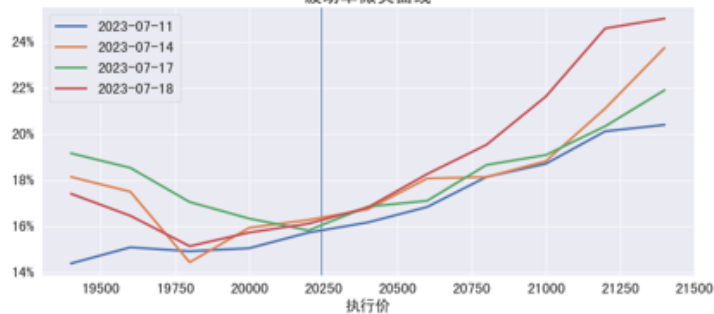


期权市场也对锌后市偏乐观，与基本面符合。但在21000点有压力。观测波动率微笑形态，左低右高。结合总体IV当前处于较低位置。推荐**看涨期权牛市价差策略**。具体为买入平值买张，卖出21000执行价的虚值看涨合约。

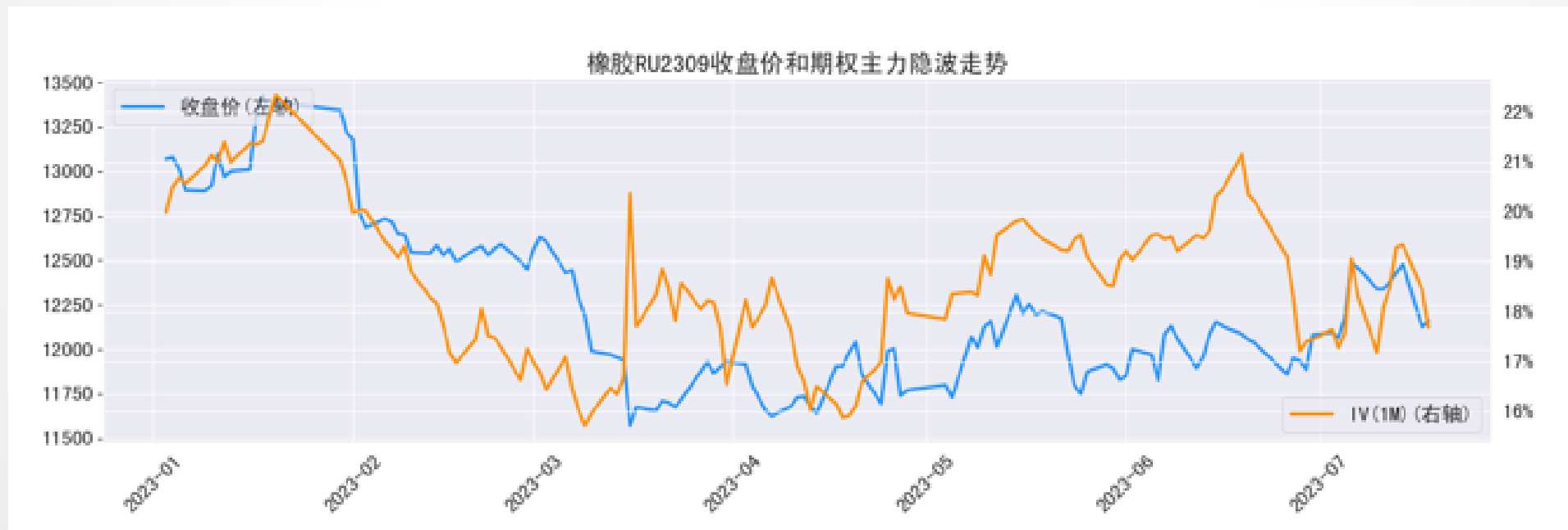
日收益率分布直方图



波动率微笑曲线

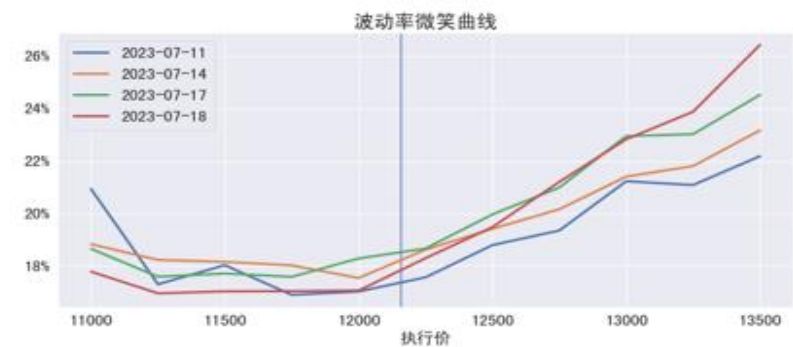
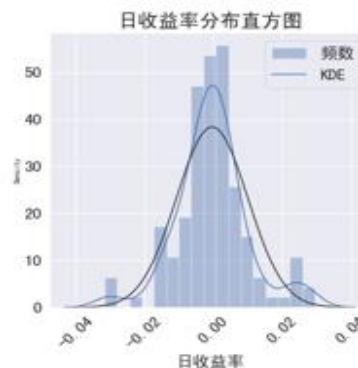
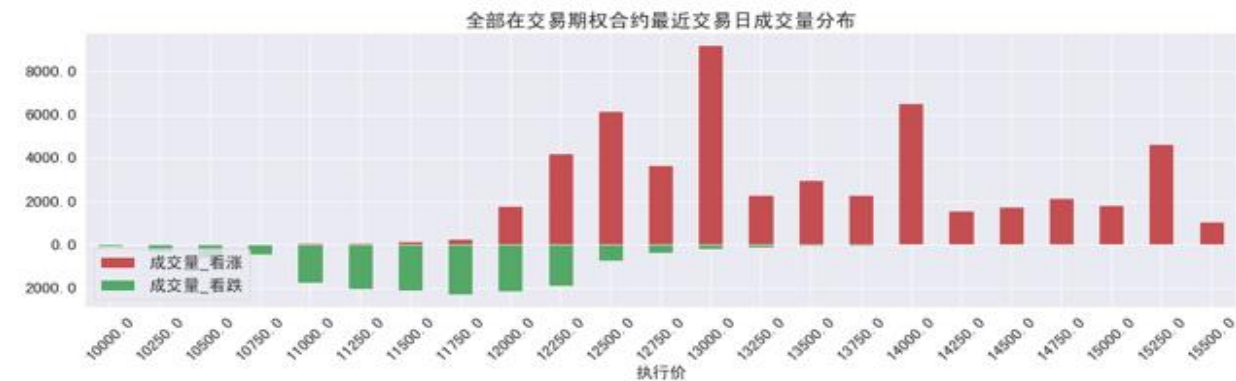


- 1、从供应来看，全球天然橡胶产量进入季节性的增产期；
- 2、从需求来看，上周国内轮胎开工率继续小幅回升，高于过去两年同期水平。
- 3、从库存来看，上周青岛地区天然橡胶总库存增加至92.7万吨，入库率大于出库率，现货库存压力依然较大。
- 4、从宏观来看，美元指数大幅回落，人民币汇率贬值压力明显放缓。
- 5、据南非媒体africanews消息，几内亚军政府已暂停大米和棕榈油等几种农产品出口，为期6个月。



橡胶在近期回调后，期权市场对其后市偏乐观。

策略同样推荐看涨期权牛市价差策略（买入IV较低的平值，卖出IV较高的虚值）



国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



研究院公众号



投资咨询部公众号

谢谢!



数据投研安卓移动端



数据投研IOS移动端

欢迎通过数据投研平台获取我司研投支持, 网址<https://www.gtaxyj.com>