



# 上期所期权策略回顾与展望

2023年8月24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

# 宏观因素及近期商品价格走势：

## 外部环境：

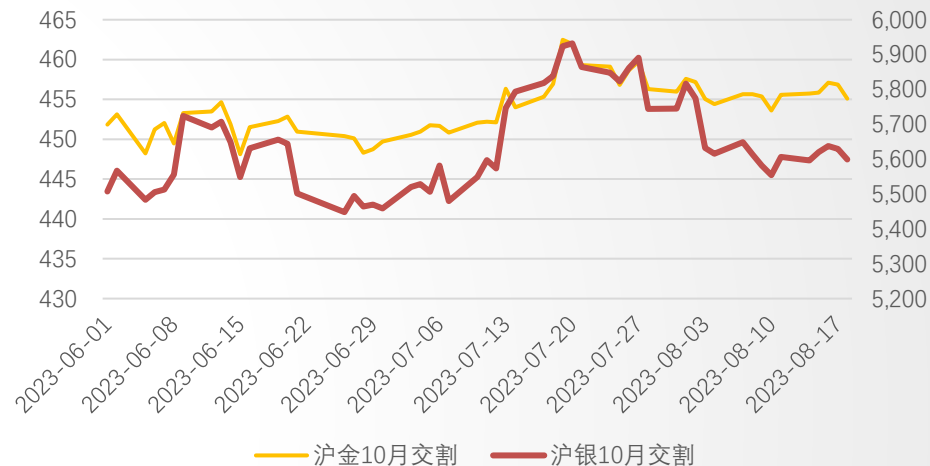
美国财政部国债发行超预期提升，对美债、美股及全球的流动性存在抽水效应。美债收益率继续探顶，中美利差进一步走弱，人民币贬值。进口占比较大品种相对外盘上涨或表现为更加抗跌，代表性的品种是原油、铁矿、铜、豆二、油脂、粕类。

国内因素：国内地产金融化解债务问题进一步凸显。

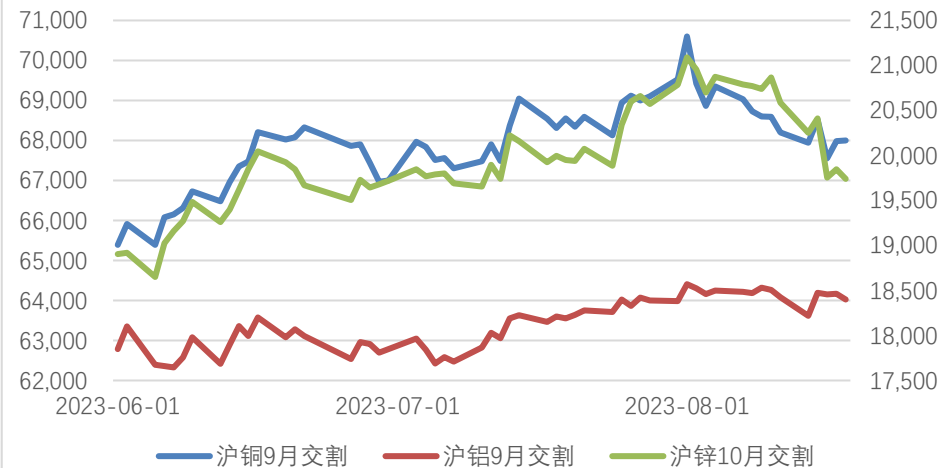
### 原油近期价格走势



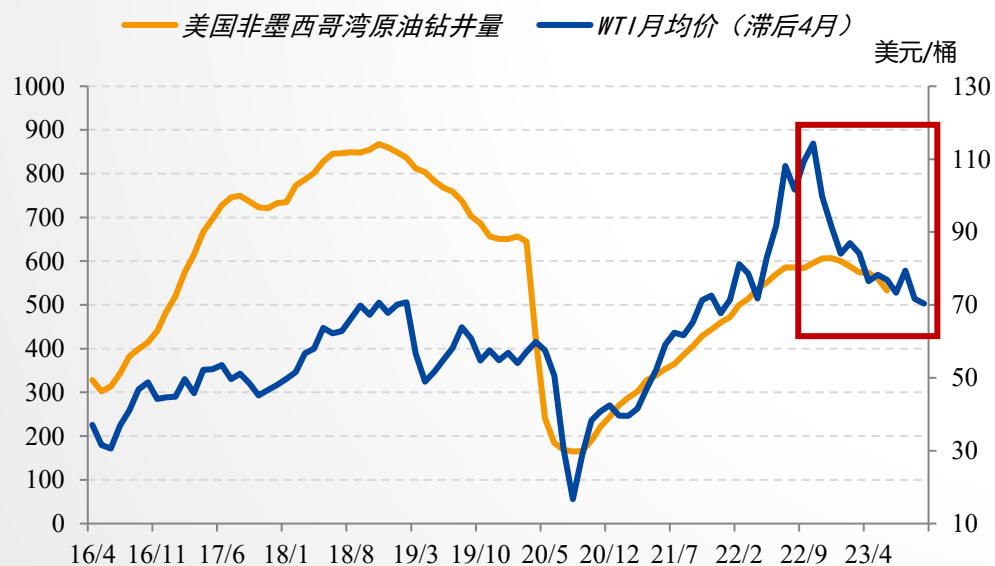
### 贵金属近期价格走势



### 有色近期价格走势



- 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。**
- 相比于美国为首的大美湾地区产量缓慢增加，OPEC+在减产保油价方面体现了较强的协同性。



数据来源：wind，国投安信期货



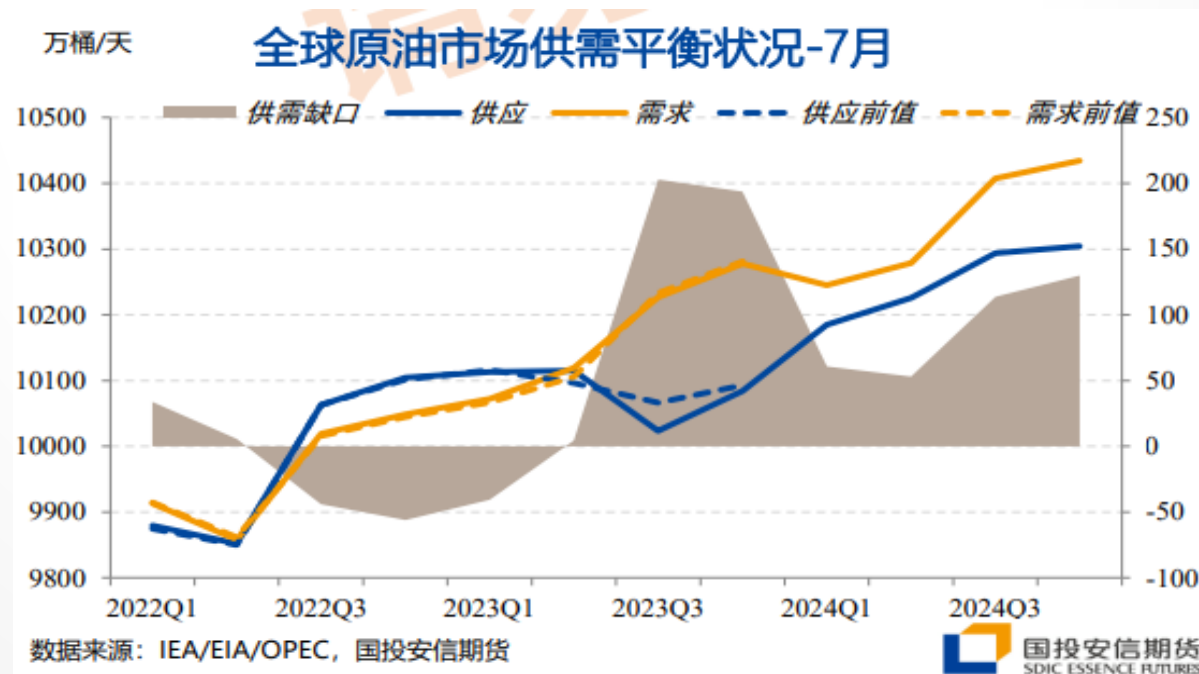
数据来源：Rystad Energy，国投安信期货

# 弱需求与OPEC+主动减产之间的博弈持续

弱需求：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。

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**。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。

虽然汽油旺季要结束，但柴油取暖油将接踵而来，油价炼化需求预期较强。整个OPEC+减产联盟又体现出来比较强的协同性，一个月以来油价也延续了偏强走势。不过涨到85-90美元/桶区间后表现有些后继无力。





# 原油：运行到85-90美元/桶区间后上行压力增大：

最近伊拉克准备与土耳其重启谈判，希望恢复伊拉克北部的出口。（伊拉克从3月开始北部港口45万桶/每天的油一直没有出口。）

沙特自愿减产100万桶/天计划延迟到9月。但其在7-9月额外减产政策已连续三个月，其对油价满意后可能在9月以后将减产政策逐步退出。

俄罗斯表示将9月出口下调30万桶/天(8月50万桶/天)。但从9月开始，俄罗斯对于国内炼厂的补贴会开始减半（政策持续到2026年），叠加秋季检修炼厂开工率必然回落。进入到九十月份之后，俄罗斯的原油出口回升的可能性较大。

伊朗和美国或达成协议，以60亿美元资金解冻换取5名美国公民获释。根据Vortexa的数据，今年第二季度伊朗的原油和凝析油出口量平均为135万桶/日，比上一季度增加了30万桶/日，比2022年的平均出口量增加了35万桶/日。据报道，伊朗拟将原油和凝析油的产能从每日370万至400万桶增加至每日570万桶。

中国第三批成品油出口计划如果如期顺利分配下来，1000万吨成品油的出口将有效缓解海外供需矛盾，降低海外的裂解价差。

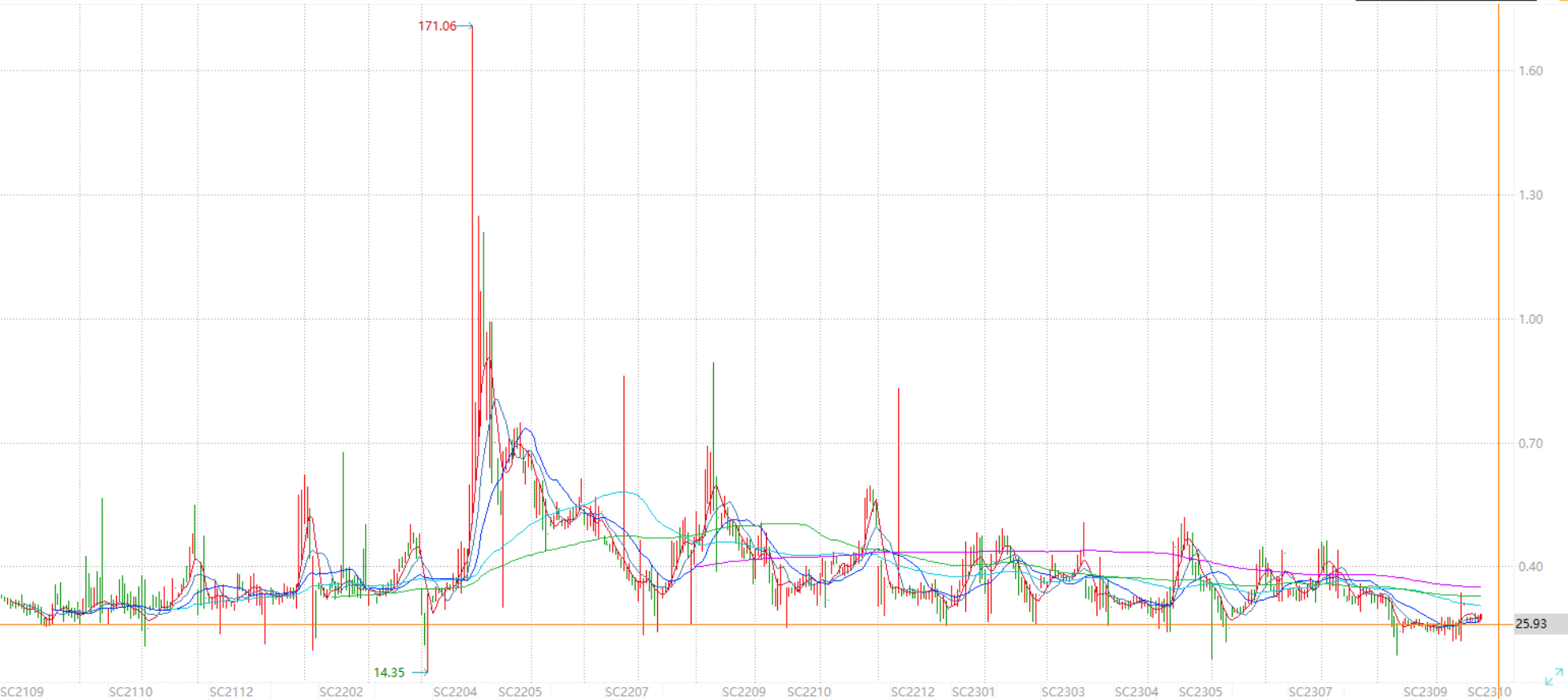
9月中旬关注沙特减产政策的延续性，10月关注俄罗斯原油出口变化，更远关注伊朗生产数据。

总的来说，油价近一个月延续了偏强走势后，价格处于高位，潜在利空因素增加。从之前OPEC+减产联盟较高的协同性来看，其大概率会把控利空的节奏。使得油价在高位震荡。

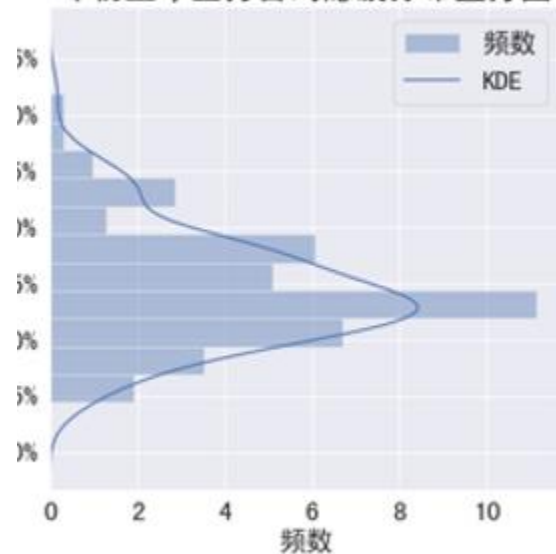
# 原油：当前隐含波动率偏高还是偏低？

当前原油IV在28%左右，与IV的历史相比，处于21年6月上市以来非常低的位置。按照常规的逻辑，IV处于低位波动率偏多的策略是更高的选择。  
但是，这次我有不同的观点。

INE\_SCIV.WI[原油主力平值IV] 2023/08/23 收 27.98 幅 1.30%(0.36) 开 27.69 高 28.64 低 27.40 结 0.00 仓 0 量 0 增 0 振 4.49% 额 0  
MA5 27.52 MA10 27.97 MA20 26.81 MA60 30.52 MA120 32.85 MA250 35.05



年初至今主力合约隐波分布直方图



# 原油：当前隐含波动率偏高还是偏低？

近一两个月，IV运行在历史波动率上方。也就是说，和近期历史波动率比，IV是偏高的。





# 原油：当前隐含波动率偏高还是偏低？

六月以来，为何历史波动率下行，我们上次给出了解释：

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。

补充一点，就是美联储加息节奏放缓，对油价的扰动也降低。

所以，近期IV不是被低估，反而可能是被高估了！

# 原油：策略表现（7月20日）

## 原油：策略分析

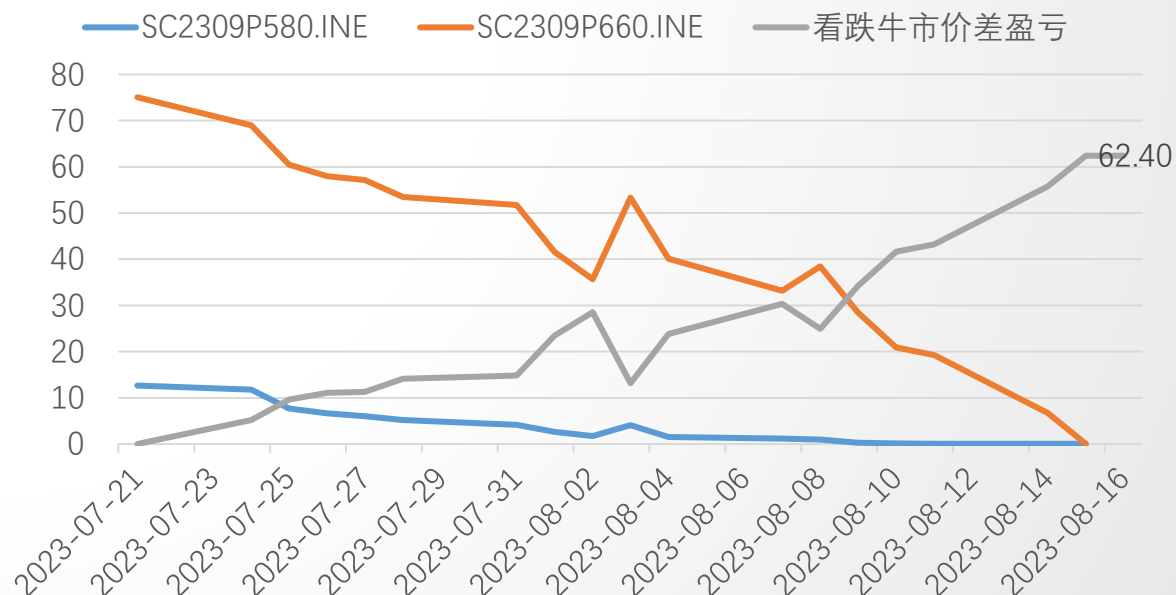


上次报告（7月20日），  
推荐的策略

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。

7月21日原油结算价为584元/桶，期权9月合约到期日的前一天(8月14日)结算价涨到657.4元/桶。  
那么持有一组策略（两张期权）到期每桶盈利62400元（62.4元/桶 \* 1000桶/手），占用资金大概16万（保证金14万多，权利金1万多）。

策略回顾（7.21-8.15）



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（向两边移动）。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。（缩窄执行价的距离）
- c、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）交易情景三的发生。

情景二：如果行情震荡，策略盈亏主要取决于行权价格的选择。卖平值买虚值受益于时间流逝；卖实值买平值，承担期权费流失。

策略调整方面：

1. 平仓。
2. 继续坚守。期待需求的慢慢恢复、美联储货币政策向鸽派方向变动；沙特等国超预期减产、逼仓等事件发生。

情景分析（对于看跌期权牛市价差）：

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）。

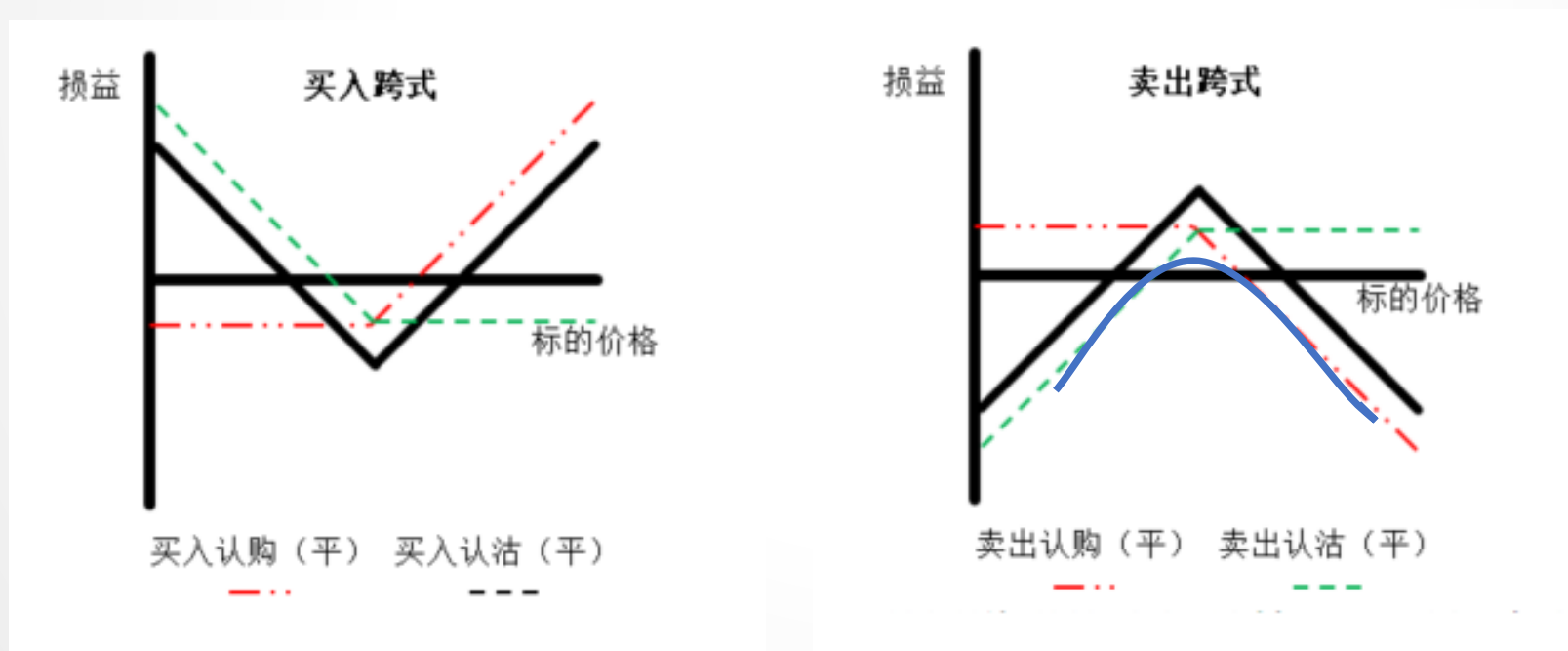
反转交易，交易行情反弹：因为最大亏损有限，可以坚守以待行情再次向上。

交易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。

情景二（震荡）发生的可能性更大，但要提防情景三（大跌）的发生：

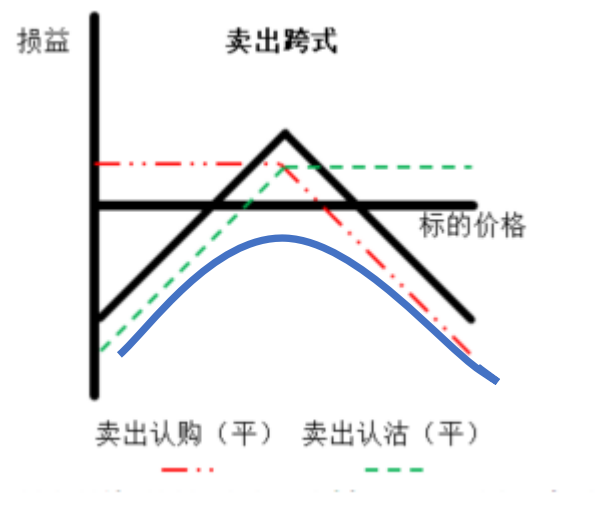
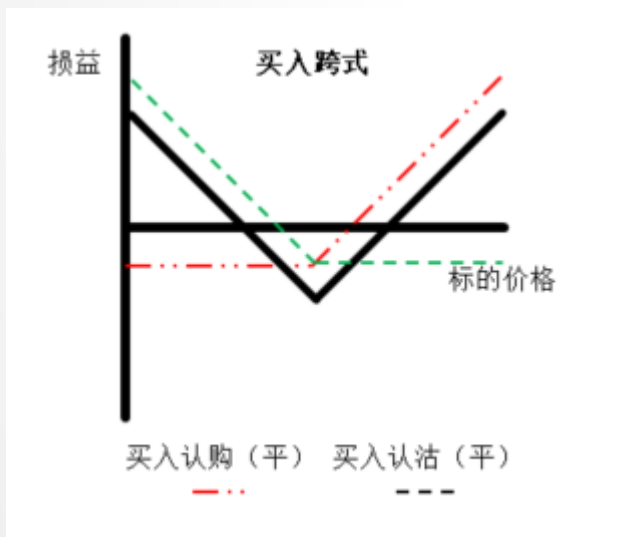
结合IV高估的判断，推荐卖跨式策略。

策略交易的是价格均值回复，波动率降低。通过策略凸性带来的自动低吸高抛特性，用在价格回到均值过程中盈利，填补之前单向突破时的亏损。到期前，承担波动率变大的风险。





策略的风险在于隐含波动率上升或者出现单边大行情，即大涨或者大跌。  
对用的风控措施就是在delta超出预设数值时，用标的期货做Delta中性对冲。  
优点：gamma轧空的风险不高。



上次策略偏多的依据：

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**。

实际现实是遇到：

美国财政部国债发行超预期提升，对美债、美股及全球的流动性存在抽水效应。另一方面，抽水效应和评级机构对美国财务部和美国部分银行评级调低，也使得**美债收益率走高**。从而给予贵金属压力。

上周公布的美国零售销售和周度初请失业金人数均优于预期和前值，初请失业金人数依然处于历史偏低水平，该数据对于美国非农具备一定领先性，显示了就业韧性仍在。美国经济数据偏强削弱了黄金的避险需求，陆续有机构调降对今年美国经济衰退的预测，认为经济可能实现“**软着陆**”，为进一步收紧政策提供了支撑，美元和美债收益率持续反弹体现了这一预期，并压制贵金属表现。不过当前价格经过比较**充分的调整**，后市**震荡偏强**的相对更大。

后续需要关注美债收益率运行情况和本周鲍威尔在全球央行年会上的讲话。

## 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微笑左低右略高形态，可以买平值看涨卖虚值看涨（看涨牛市价差）。

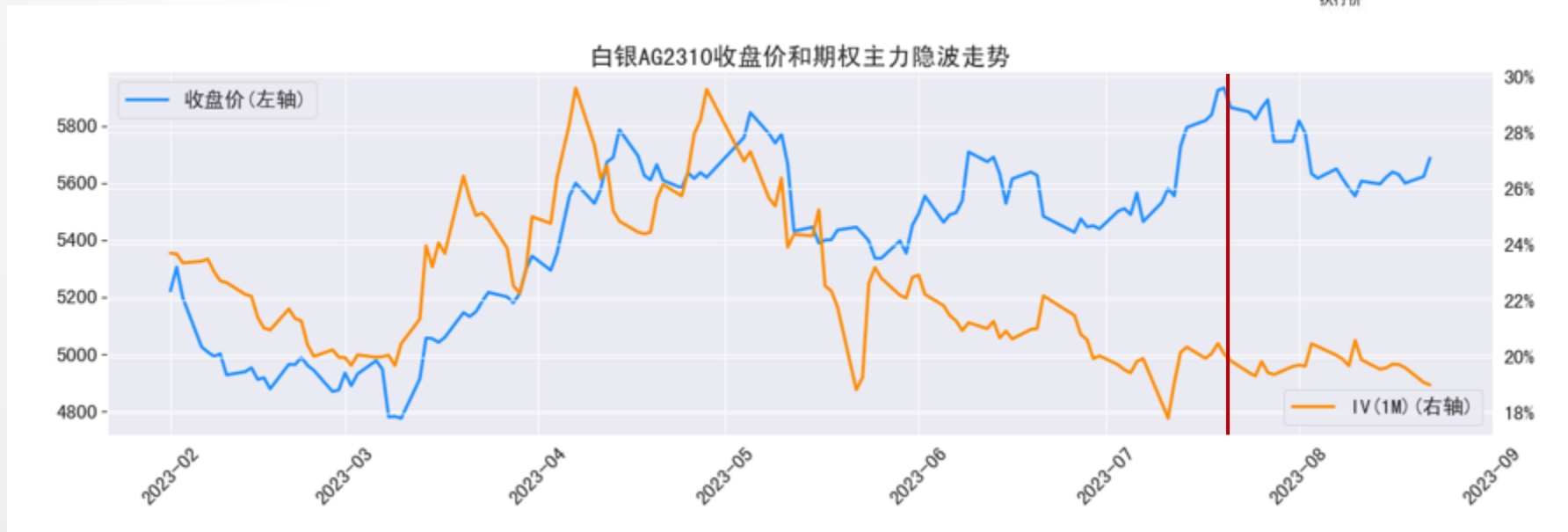
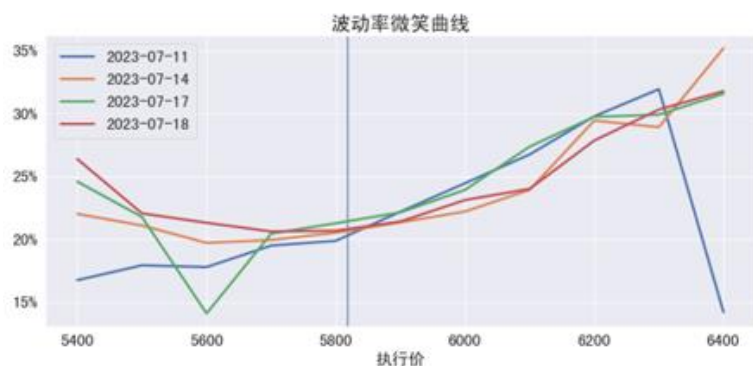
2、行情下跌，IV上升。-->买看跌

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。



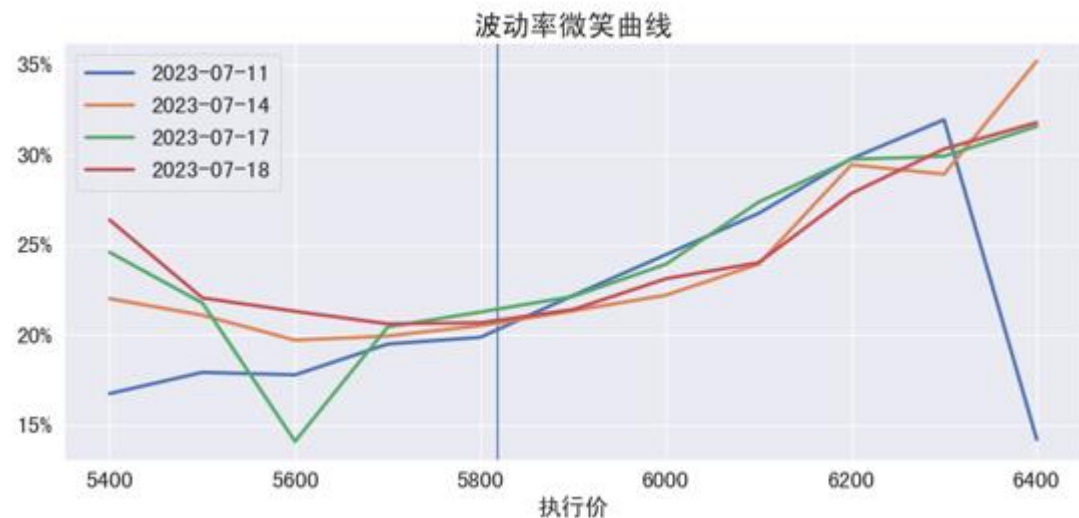
## 交易不同情景的策略推荐

1、行情上涨，IV上升。--> 结合波动率微笑曲率较大，可以用看涨牛市价差。

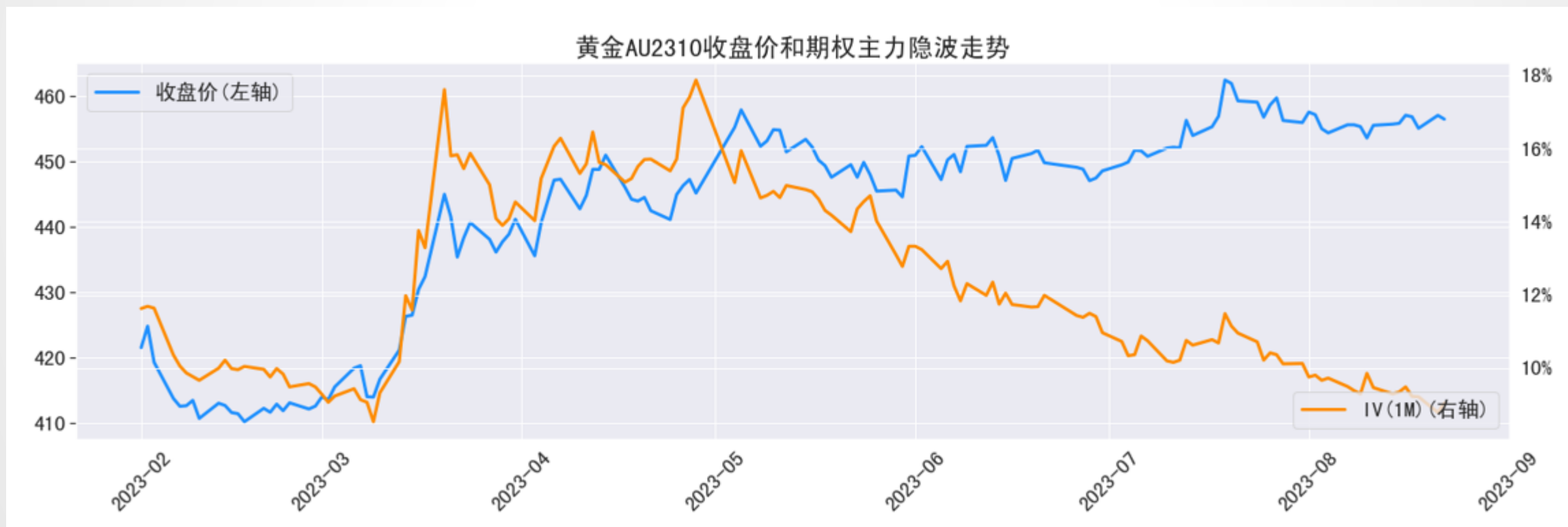
适用情景：美债收益率高位回落，鲍威尔讲话偏鸽。

2、震荡，IV变化不大。--> 卖跨式

3、震荡偏强，IV小幅下降或保持平稳。--> 卖看跌



- 七月下旬以来，黄金价格连续回调后震荡，IV进一步走低到9.5%左右。





- 黄金IV连续~~3~~4个月下降，当前黄金IV接近9.5%。
- 不过黄金IV一直高于20日历史波动率。（历史波动率已经低到5%附近）。市场对黄金的表现一直予以期待，市场一直辜负期待。因此，可以考虑波动率偏空策略。



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储备（净买入）。
- 2、美元处于加息周期尾部，上方空间有限。
- 3、价格经过回调后，投资盈亏比增加。

上次基于中美关系缓和后，美元走弱的逻辑，推荐了**看涨牛市价差策略**。

本次，基于IV高估，价格回落后投资价值增加，推荐**看跌牛市价差策略**。

## 策略情景分析(行情和预期变化可以如何调整策略)

### 1、金价走强。

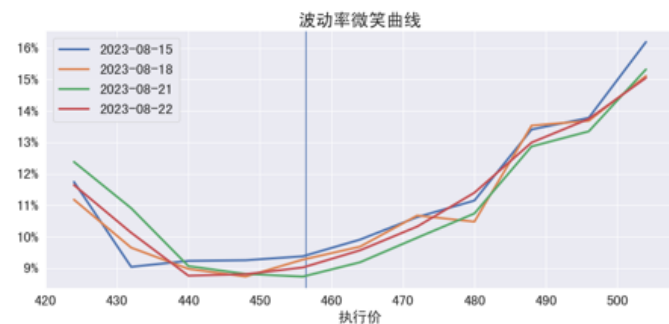
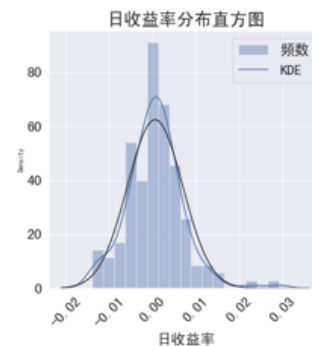
加仓交易继续上涨，保持执行价间距不变，头寸向上移仓或平掉买看跌头寸，仅保留卖看涨（相对激进）。

交易行情冲高回落，IV下降或平稳：卖看跌平仓，保留买看涨。

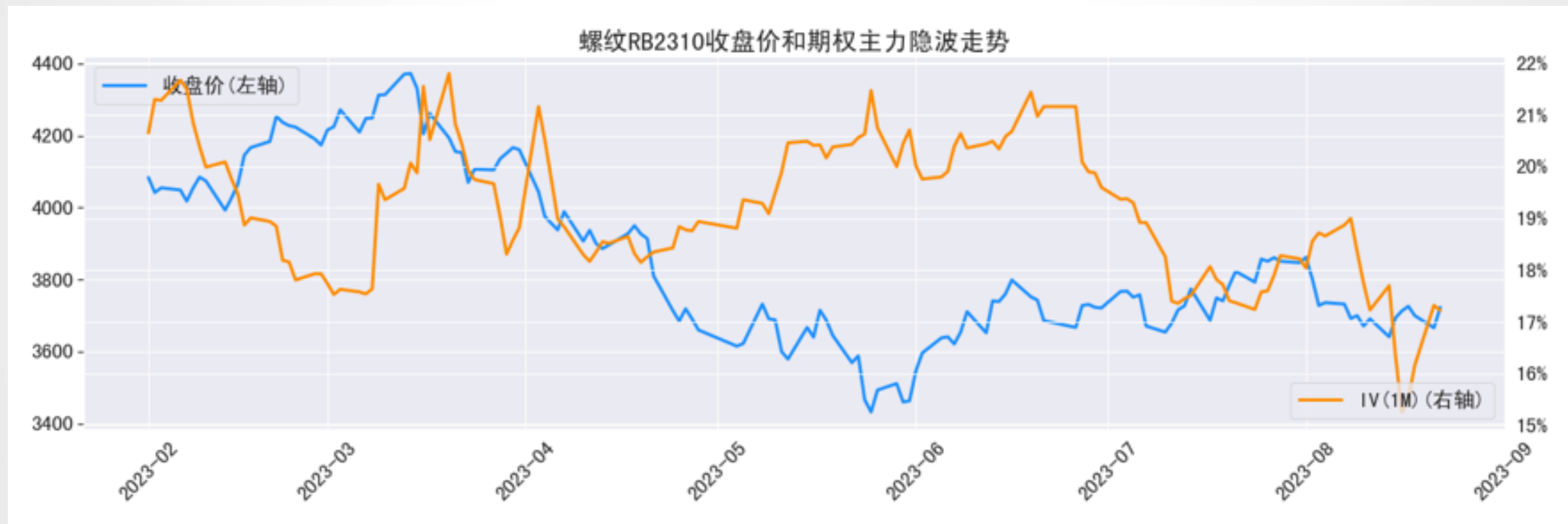
### 2、金价延续回调。

**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。

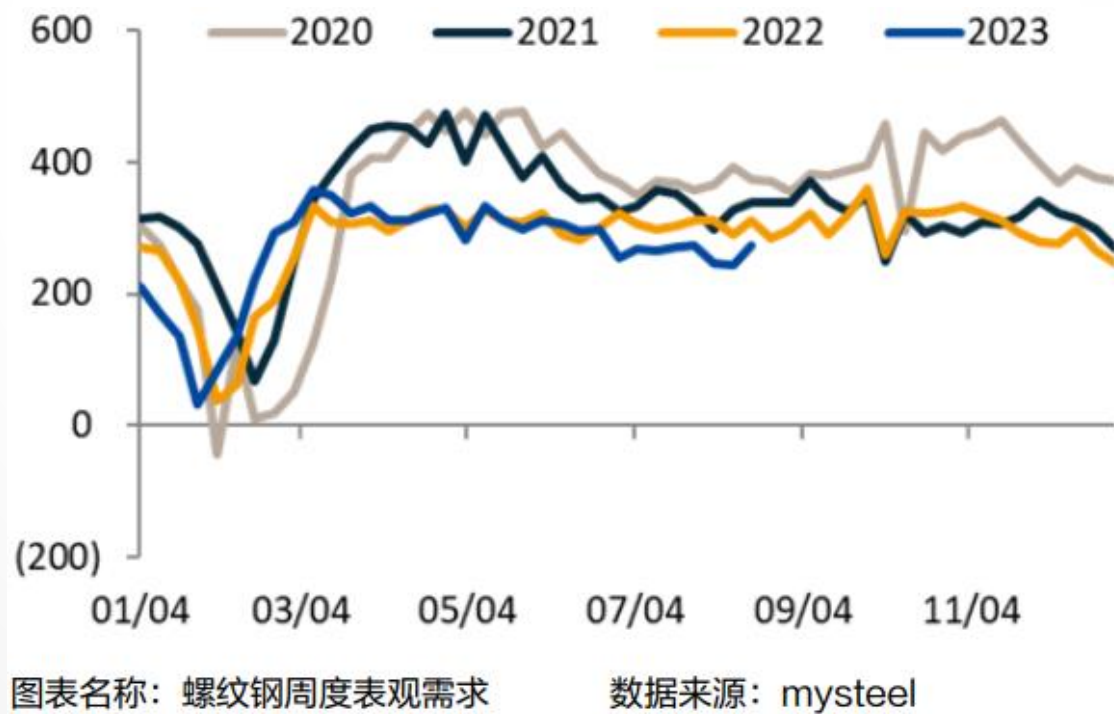
**止损：**全部平仓



- 螺纹期权近一个月，标的继续震荡，IV环比上月略有下降。

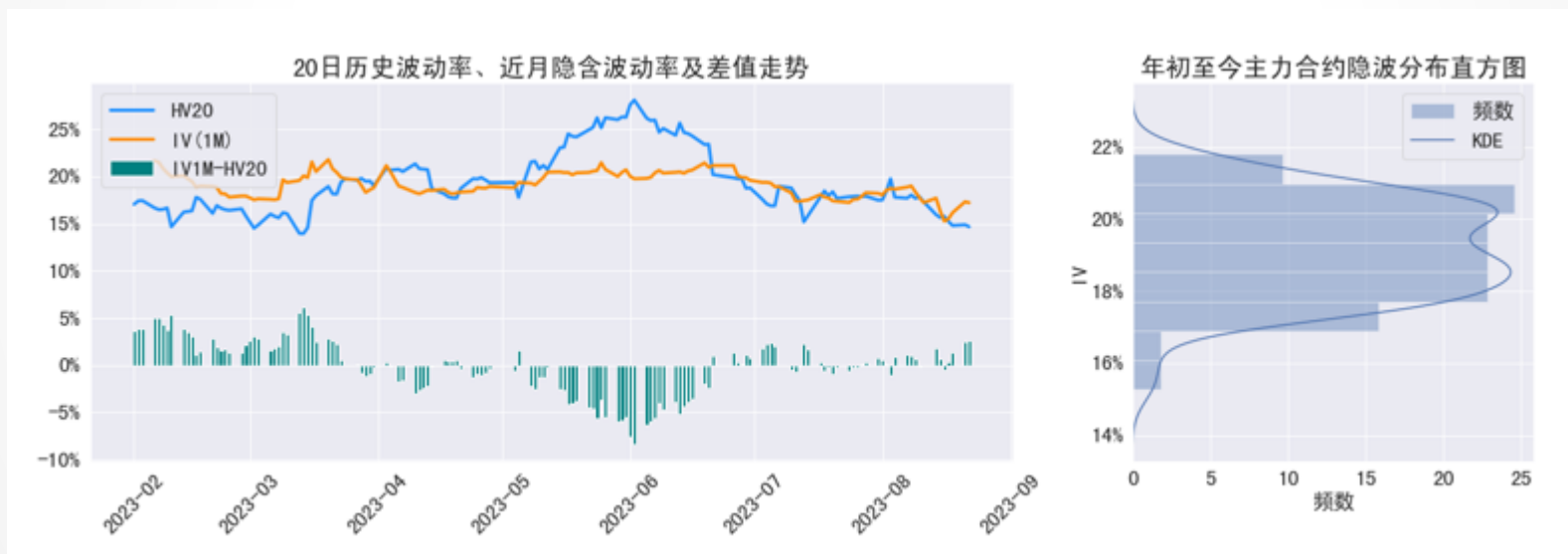


- 成材端，高温多雨天气好转，螺纹表需环比回升，最差的阶段逐渐过去，库存重新下降。经济复苏不畅，房地产继续下行仍是主要拖累，稳增长政策继续释放，各地调控措施优化，实际效果有待观察。粗钢平控政策尚未正式落地，铁水产量继续走高，预期反复对市场形成扰动。盘面短期相对承压，低利润、低库存下仍有一定支撑，关注供需两端政策落地情况。
- 整体来看，目前终端需求环比回暖但旺季成色还有待观察，宏观政策尚未呈现落地实效，而粗钢平控政策也迟迟没有落地，黑色系在缺少强驱动的情况下短期走势以**震荡**为主。

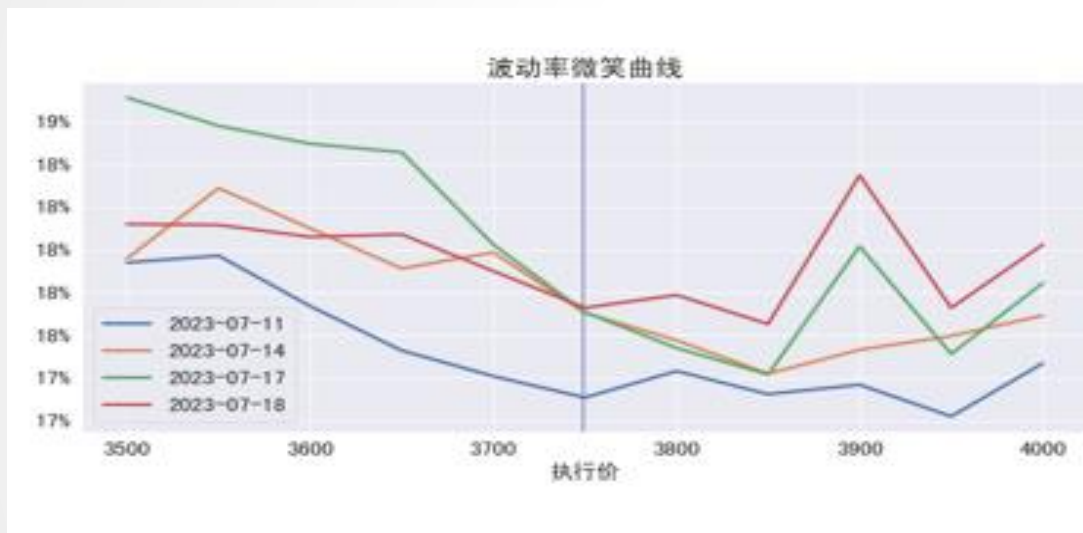




从左图来看，IV近一个月下降两个百分点在15%–20%区间浮动。处于螺纹期权上市以来的低位。粗钢平控力度使IV有所上升，但幅度不大。

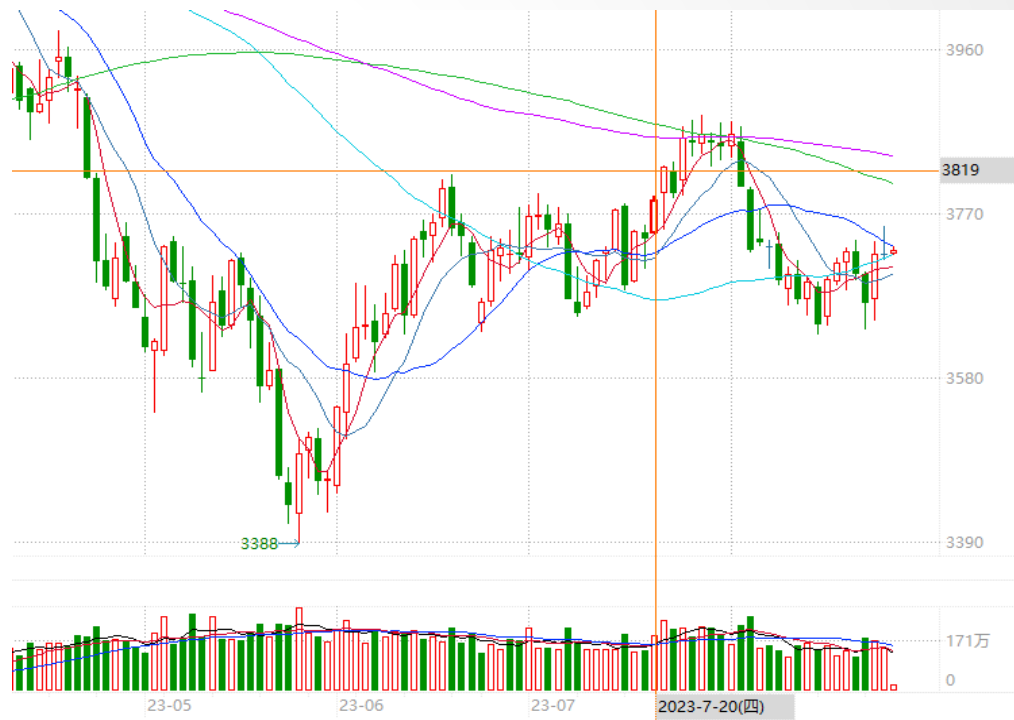
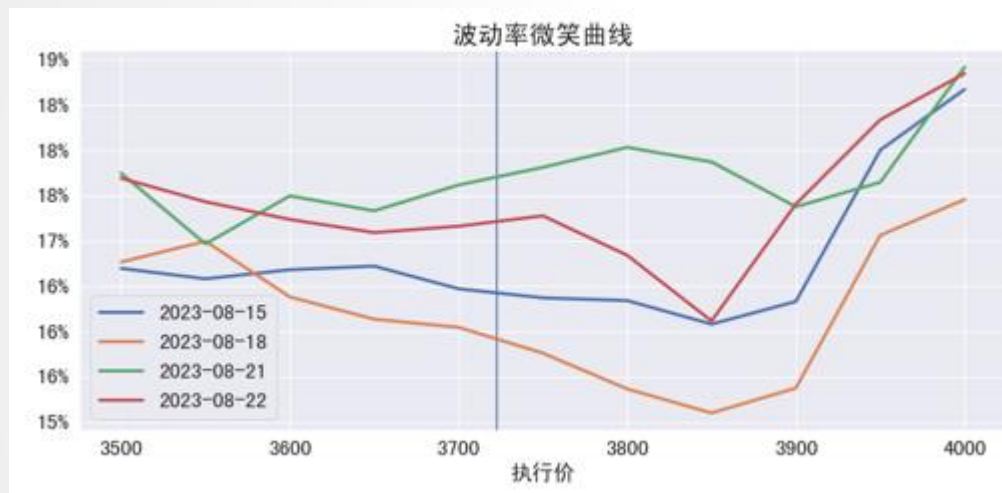


虽然当前IV较低适合做期权买方，但基本面方面缺少驱动。行情大概率还是维持震荡。因此，推荐卖出宽跨式策略。



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。

标的价格维持震荡，IV下降不多，卖出宽跨式策略可以继续持有。不过震荡幅度有所增大，可适当放大卖出宽跨式的区间范围。



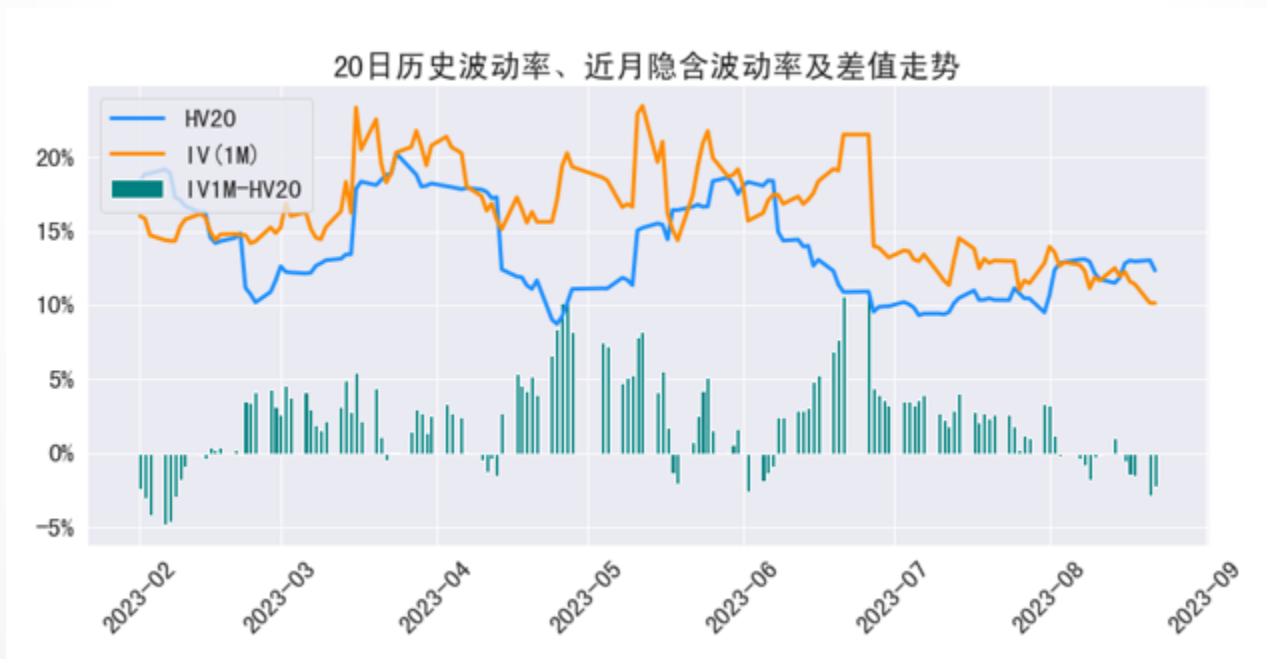
策略分析：策略最大的风险是出现单边大行情。可以在期货价格波动较大时用标的做Delta中性对冲，以规避单边方向性风险。另外一方面风险来自IV的上升。如果想降低这来自IV的Vega风险，可以再两次买入更虚值的期权，形成铁鹰式策略。

基本面继续看**震荡**：旺季消费信号消失前、累库拐点来临前，延续高位震荡的概率大。

- 1)价格表现：外弱内强，6.8万上方继续震荡。交易情绪转变快，测试支撑后仍存冲高可能。
- 2)宏观：美元连续五周上涨是压力，美国经济数据强劲，联储可能维持高利率更长时间。美债10年期实际收益率升至09年的最高点，中美利差压制离岸人民币。国内来看，7月经济数据疲弱，但政策持续发力，央行快速下调MLF利率。
- 3)库存现货：伦铜库存增至9.22万吨，0-3月贴水26美元；国内社库跌至今年以来低位，上周五报7.48万吨。同时，现货升水、洋山铜溢价、精废价差持续**支持沪铜**。
- 4)供需：8月预计国内精铜产量走出新高的概率大，单月可能触及98.61万吨。国内有旺季前备货的动作，9月后累库预期可能走强。



从下图可以看出，IV波动率在本月收敛于历史波动率。  
铜IV从一个月前的近14%下降到10%附近。从历史波动率上方，下穿到历史波动率下方。表明市场缺乏启动依据，预期振幅收窄。

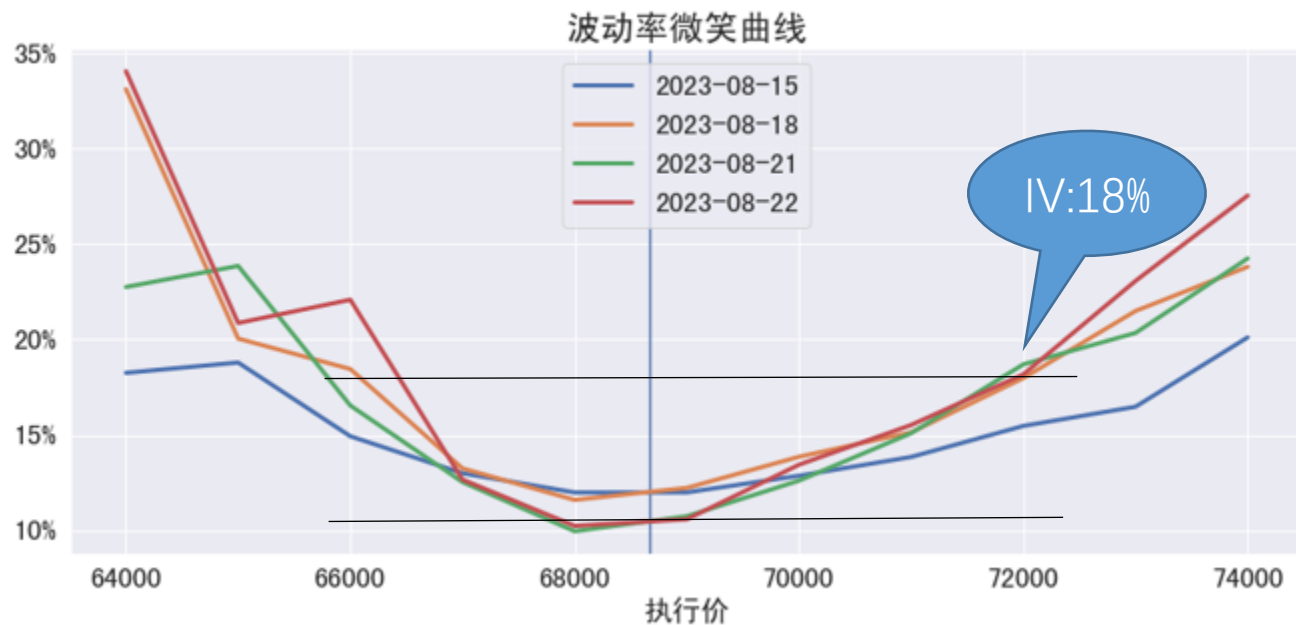
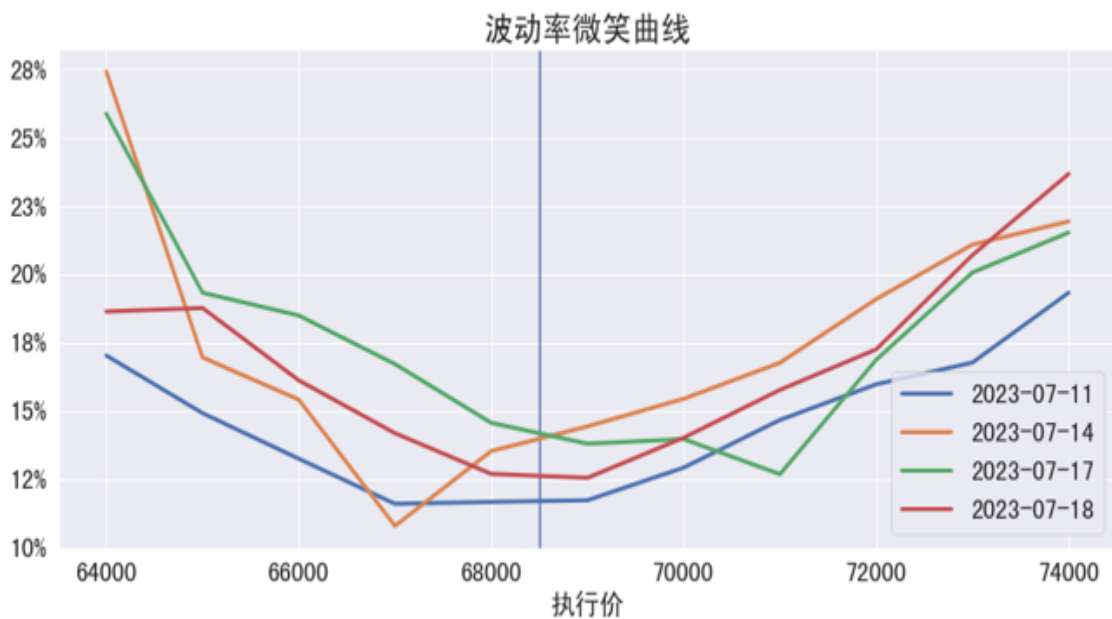




虽然铜主力平值IV处于低位，但铜波动率微笑曲率进一步增大。平值期权IV只有10%，72000执行价的期权IV高达18%。

基本面偏震荡。

继续推荐卖出宽跨式策略，交易行情的震荡。



# 锌：策略回顾

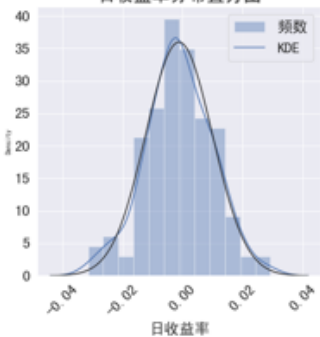
全部在交易期权合约持仓量分布



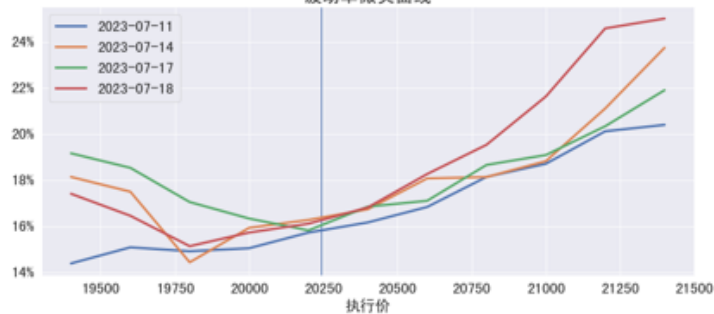
全部在交易期权合约最近交易日成交量分布



日收益率分布直方图



波动率微笑曲线



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。

锌ZN2310收盘价和期权主力隐波走势





IV相较上月同期下降，波动率微笑曲率降低，形态平坦。期权参与者表达了后市窄幅震荡的观点。但是当前IV较低，卖跨式期权性价比不高，而方向性交易又缺乏驱动因素。因此，本月锌的策略建议等待机会。如果，美债收益率出现下降，IV又比较低的情况出现，可以买看涨期权。如果微笑曲率较大，可以用看涨牛市价差。



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>