



## 近期能源、贵金属期权策略回顾与展望

2023年11月10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

# 地缘冲突演变时间线与原油供给

9月22日--10月8日 发生：沙以和谈、涸辙之鱼的绝响。

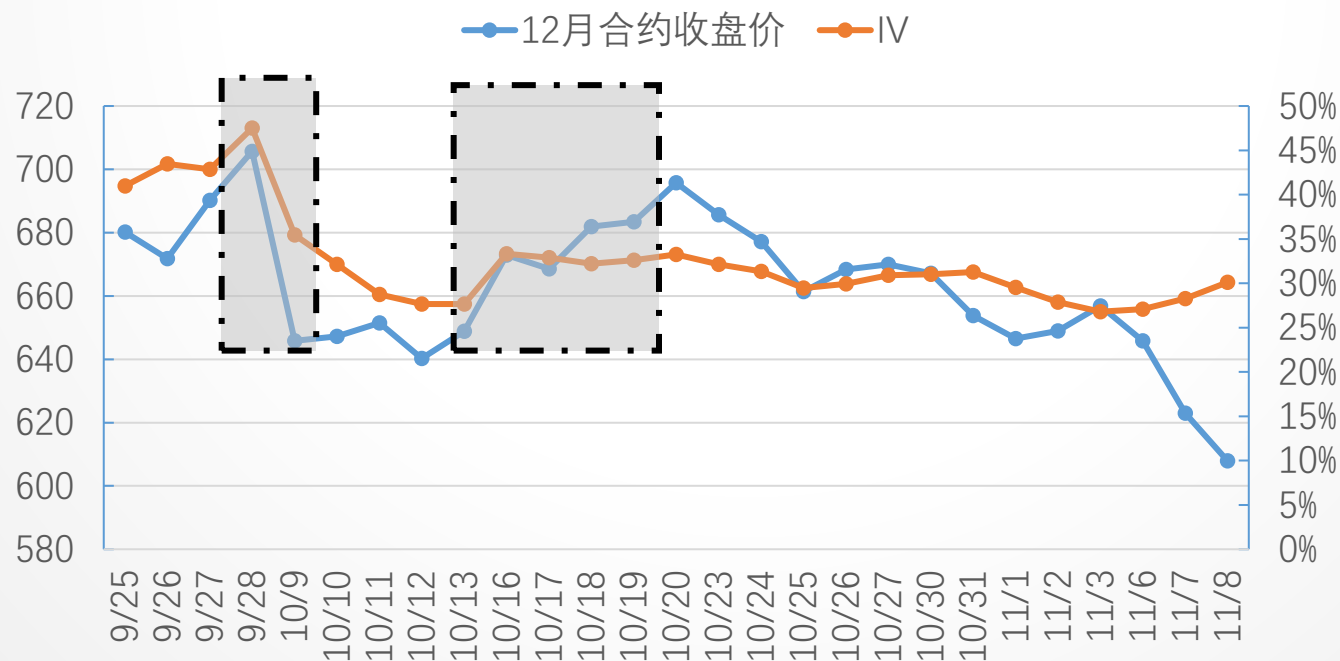
10月9日--10月12日 发展：威加中东，狮子搏兔。（航母、征兵30万、炮击黎巴嫩空袭叙利亚、轰炸20个避难所，造势和试探。）

10月13日--10月19日 高潮：血盆大口缓缓张开、加沙人道危机严峻。（要求110万迁至加沙南部、物资用尽、拜登到达前后轰炸医院、学校）**沙特表态**

10月20日--至今 暂时降温 巴勒斯坦问题和平峰会，30多个国家呼吁巴以停火止战。人道物资分批进入。

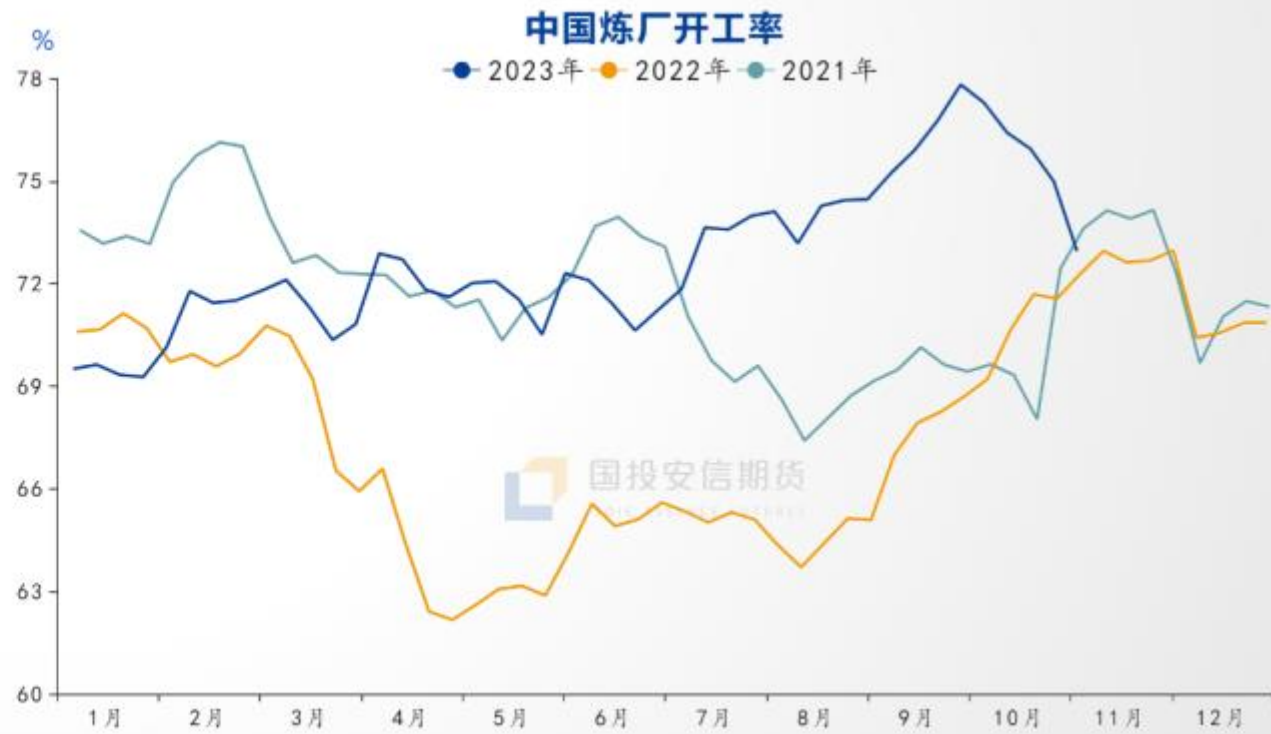
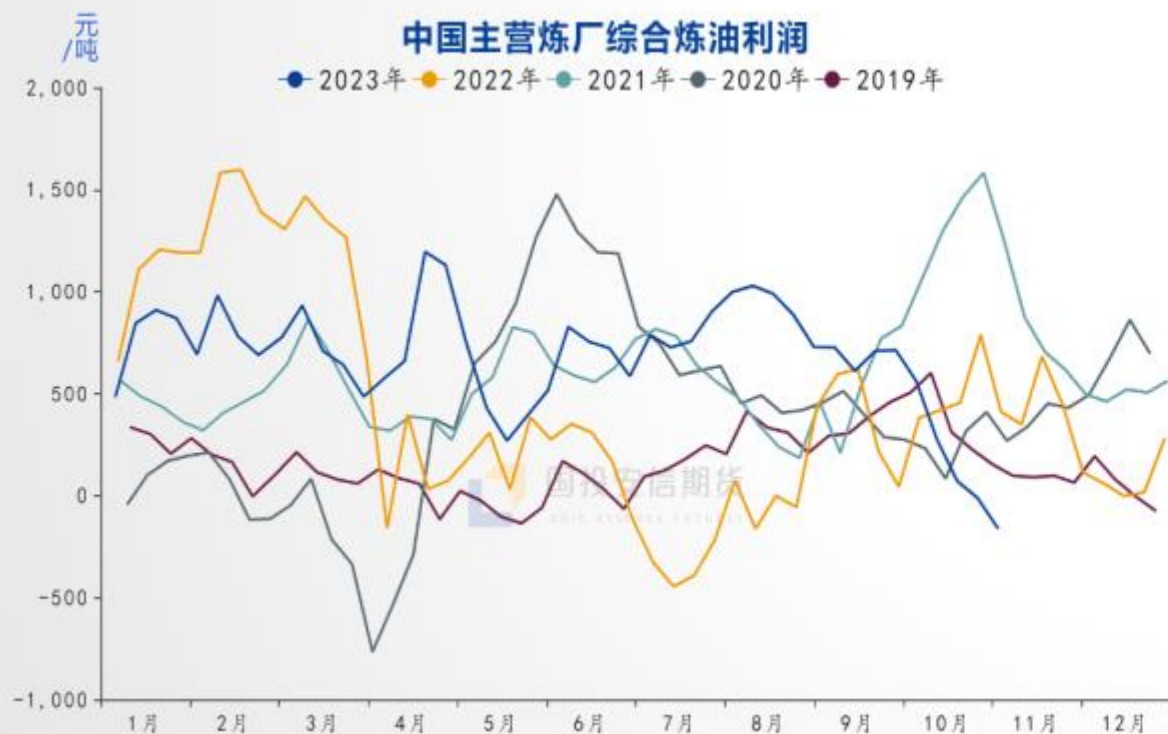
也门导弹被沙特拦截，被美军舰拦截。

以军发动大规模地面进攻

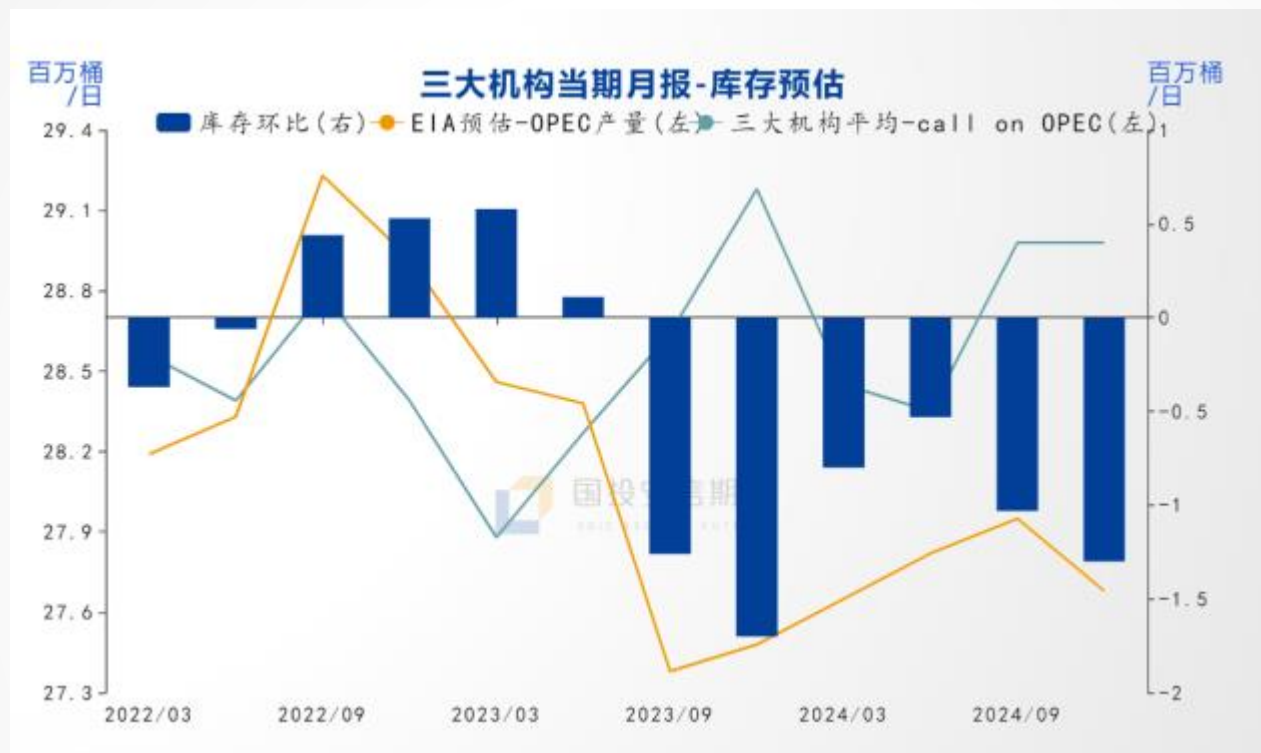


需求边际走弱 50万桶/天

高油价负反馈、出行旺季后期、库存上升，**美国汽油**表观消费持续下降。  
**国内**需求增速同比增幅仍在，但炼厂综合炼油利润和开工率双双走低。



# 原油供需缺口仍存，供应边际改善。



沙特额外减产100万桶/天持续到年底。后续最大变量仍在于沙特生产计划。

不过，从其他国家和美国动作看，油价供应有所改善。

**伊朗**军演、美国放任其原油出口增加（产量320万桶/天，海运出口120万桶/天）

**委内瑞拉**：两周前被解除出口禁令（产量76万桶/天，出口49万桶/天）

**尼日利亚、伊拉克** 产量提高至OPEC+配额（伊拉克产能仍有空间）

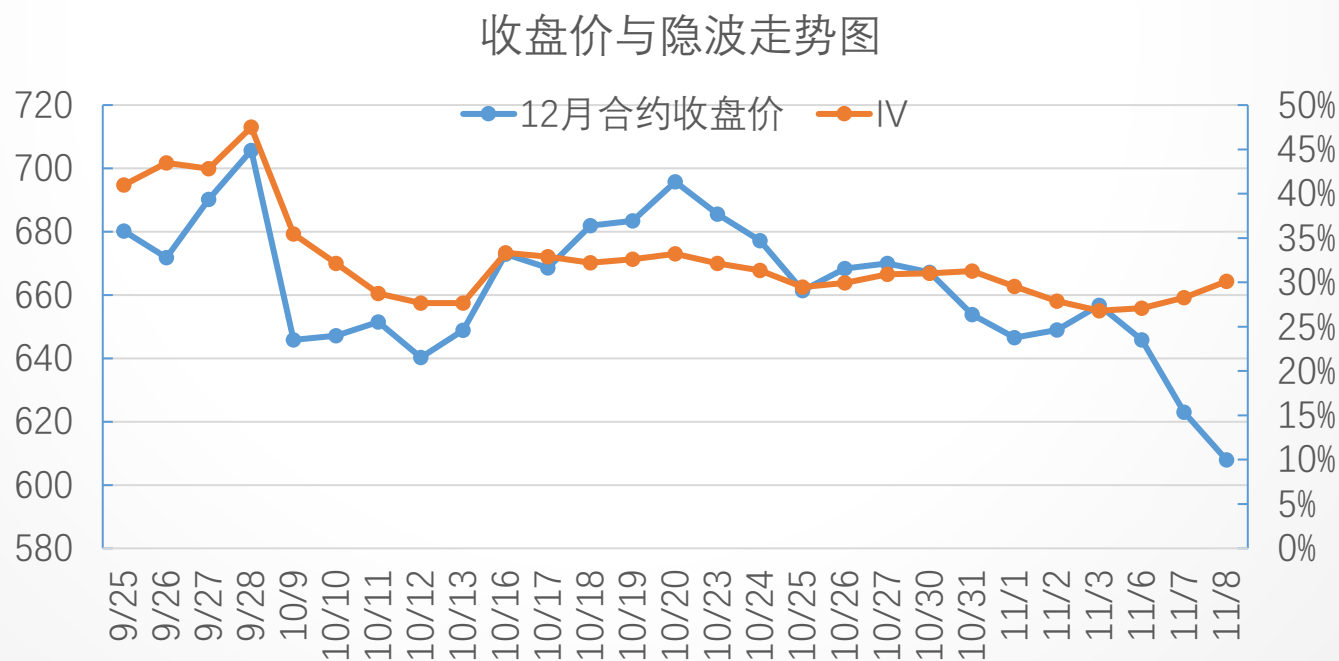
**俄罗斯**：7-10月的出口呈现增加现象（有中东和俄国炼厂检修的因素）（海运出口350万桶/天）



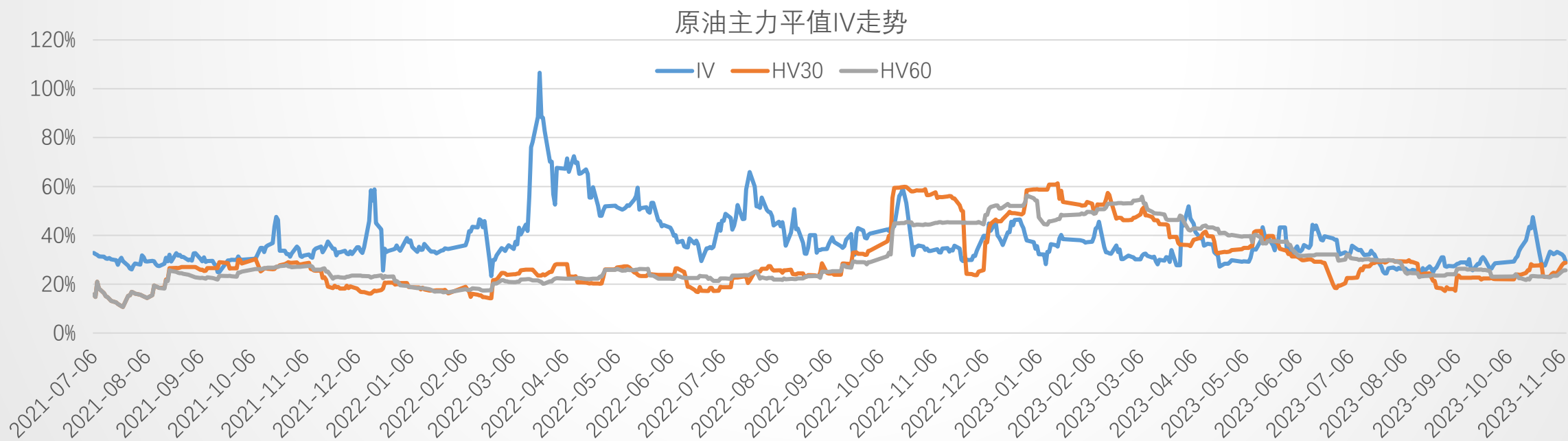
基调是：沙特额外减产100万桶/天持续到年底，造成的供需缺口。

高油价下的负反馈、季节性因素等利空因素虽在，但从供应角度看，目前供应增加后，进一步增加的空间主要在沙特，所以沙滩明年的生产决策尤为重要。

整体看，基本面偏弱。

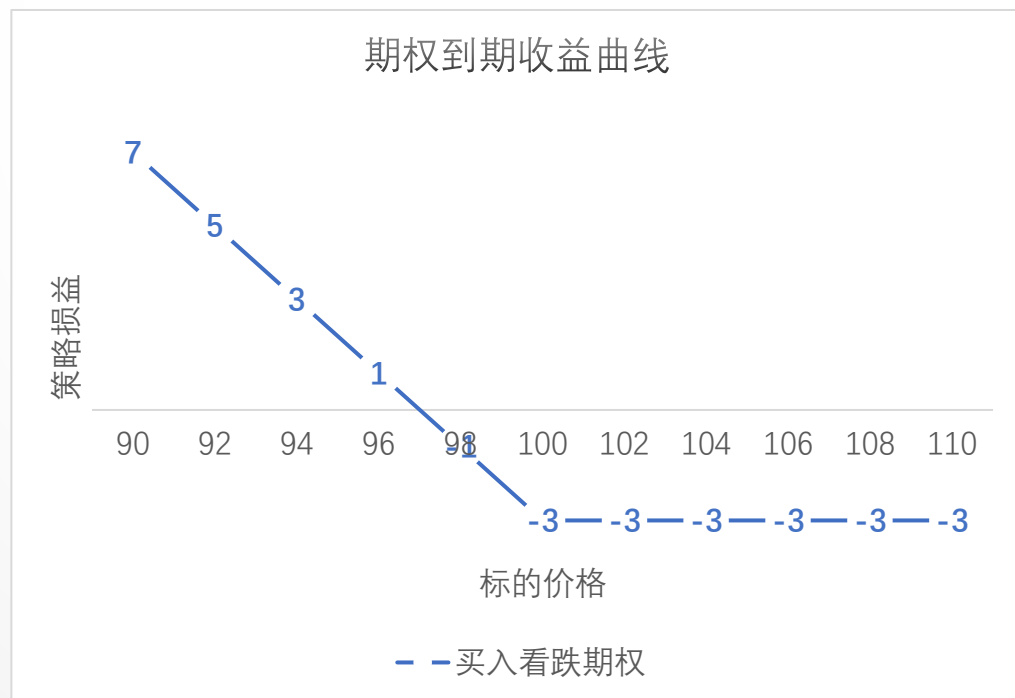


- 这周历史波动率上行，IV下行，二者双向奔赴至30%左右。
- 随着局势的缓和，中美的相互接触，原油的IV上周下降到30%以下，处于上市以来的较低水平。考虑到潜在的地缘风险被计价且向着降温态势发展、全球炼化利润回落导致负反馈力量也比较明朗、当前较低水平的IV隐波有其一定的合理性。
- 不过，当前IV继续下行的空间非常有限，做多波动率的策略更有性价比。

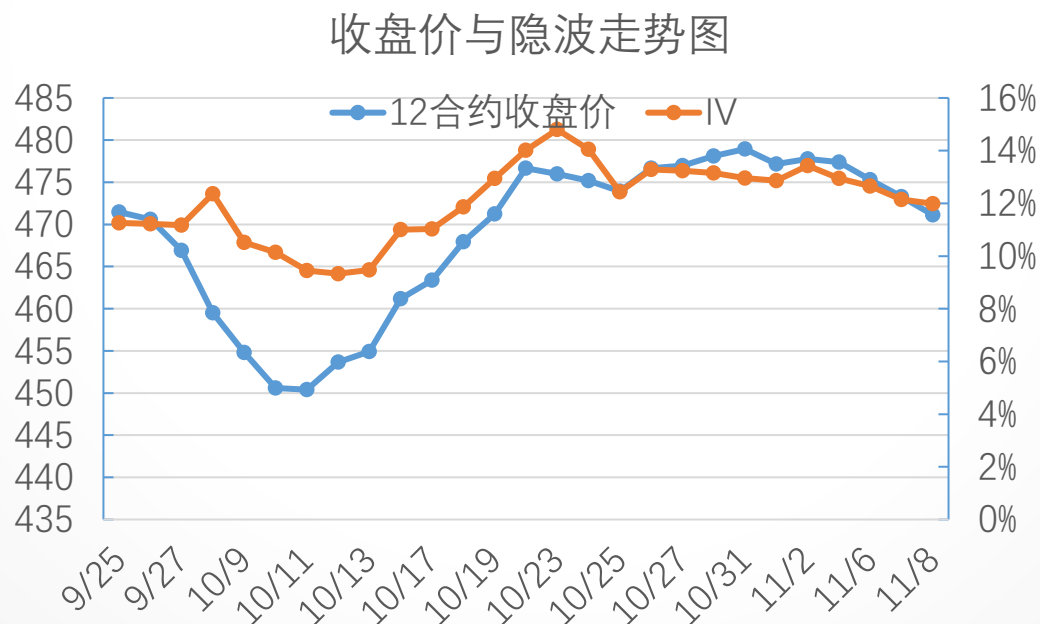


较低的IV水平有利于期权买方，炼化企业可以考虑买入看涨期权套保。行业利润空间持续低迷障碍。

对于投机者来说，如果认为巴以局势可能再次反复，**逢低买入看涨期权**的策略性价比较高。如果认为巴以局势会得到控制，沙特以色列再次和谈，买入看跌期权策略较为合适。不过谈判重启需要巴以问题得以解决，这需要较长的时间，可以加入策略库，**待条件成熟时使用**。



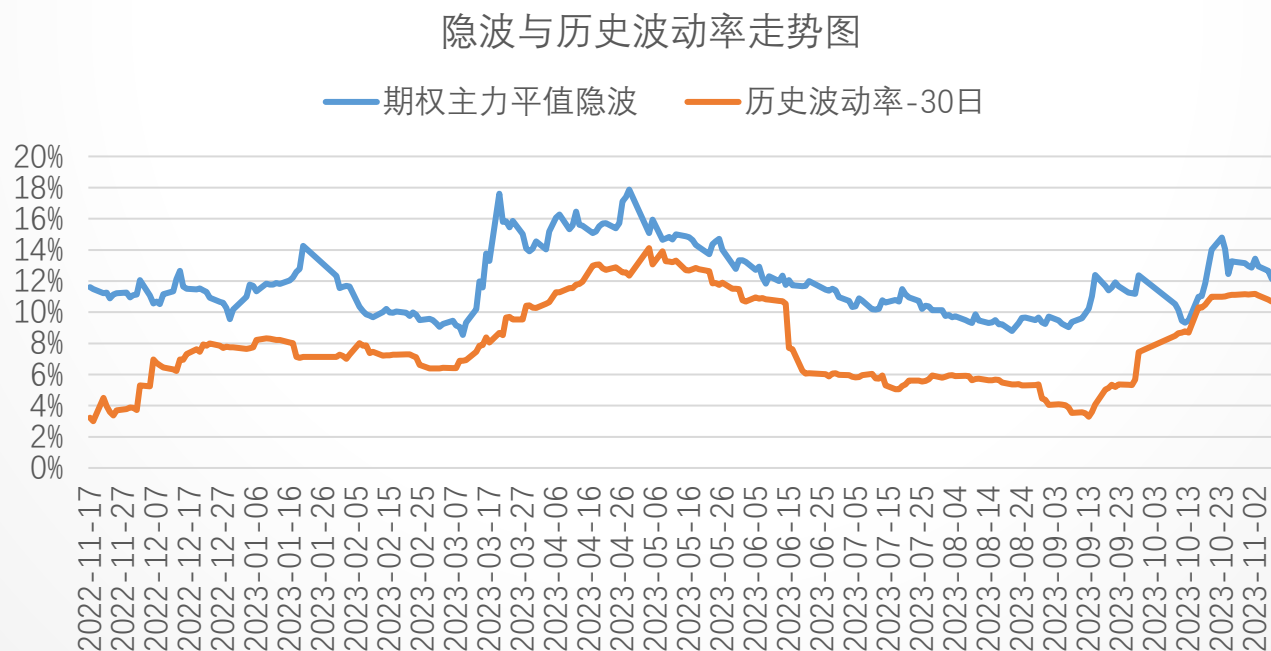
后市，如果局势逐渐明朗，**地缘**问题对贵金属造成的溢价逐渐回归，贵金属存在一个调整的可能。美国经济数据，尤其是就业市场的降温，使得市场对于利率下行的预期升温。另外一方面美债高利率有所缓解，流动性改善，**风险资产**虹吸效应明显。人民币贬值预期得到修复，有利于国内外**黄金价差**修复。





黄金隐含波动率近日有所回落，但依然处在十一长假前的较高水平附近。与历史波动率相比，隐含波动率被长期高估。波动率偏空的策略具有更好的性价比。

当然，如果以色列对加沙北部发动地面进攻，IV还能再上升一些；  
如果冲突进一步得到控制，地缘危机带来的风险溢价将得到修复。IV也大概率降低。



后市，

策略1：如果交易战争得到进一步控制、IV下降，卖看涨期权策略比较合适。

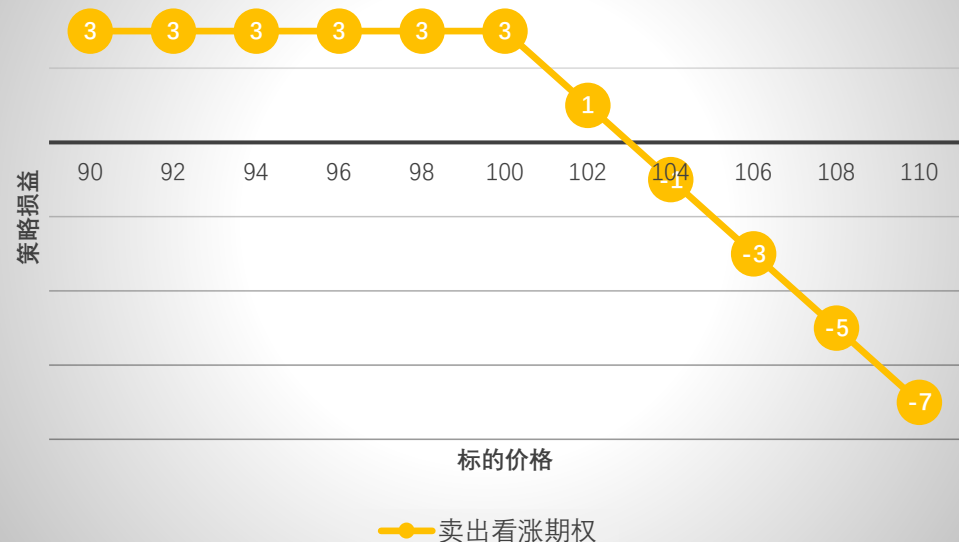
策略2：如果交易以色列临时政府和征召的30万军队使局势恶化，避险情绪和通胀预期推高金价，IV再次上升，买看涨期权比较契合。

考虑到隐含波动率长期高估，空波动率的策略1性价比相对高些。

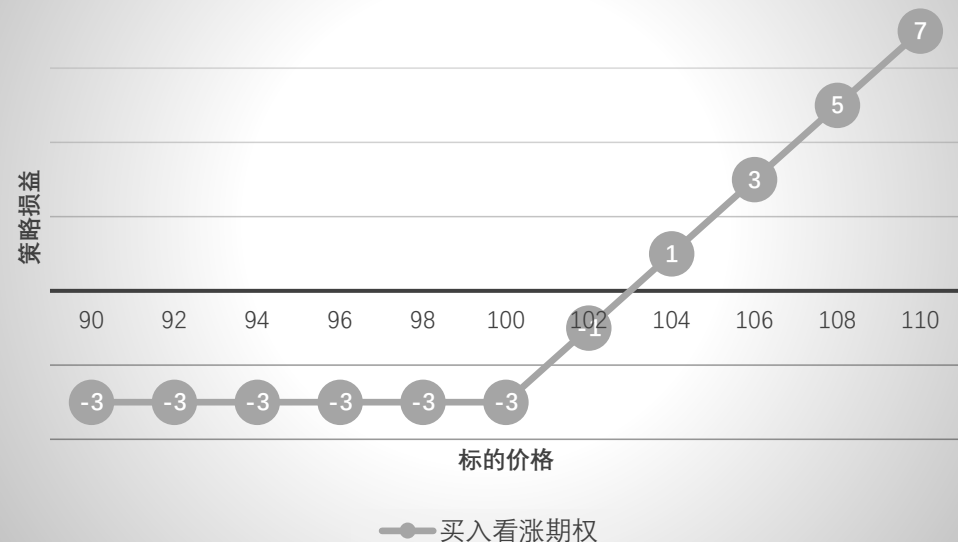
策略1止盈：买更虚值看涨，构造看涨熊市价差策略。止损：平仓，IV如果升的很高可以考虑转为空波动率策略。

策略2止盈：卖虚值看涨，构造看涨牛市价差。止损：平仓。

## 1、卖看涨到期收益曲线示意图

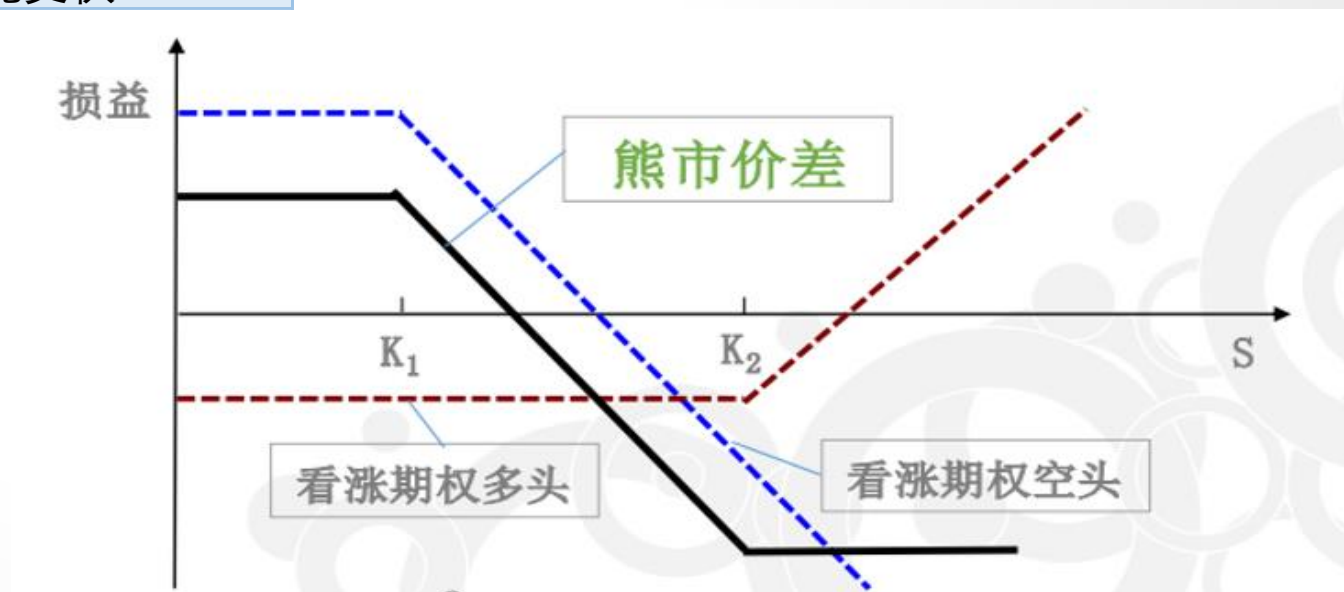


## 2、买看涨到期收益曲线示意图



继续持有看涨熊市价差策略。

使用情景	▼ 方向看跌，IV看降低 ▼
名称	熊市认购价差
构建( $k_1 < k_2$ )	卖 $K_1$ ，买 $K_2$
特点	风险收益都有限
最大亏损	$(K_2 - K_1) - \text{权利金净收入}$
最大收益	权利金净收入
损益平衡点	$K_1 + \text{权利金净收入}$
合约期限的选择	期限短的期权时间损耗更快

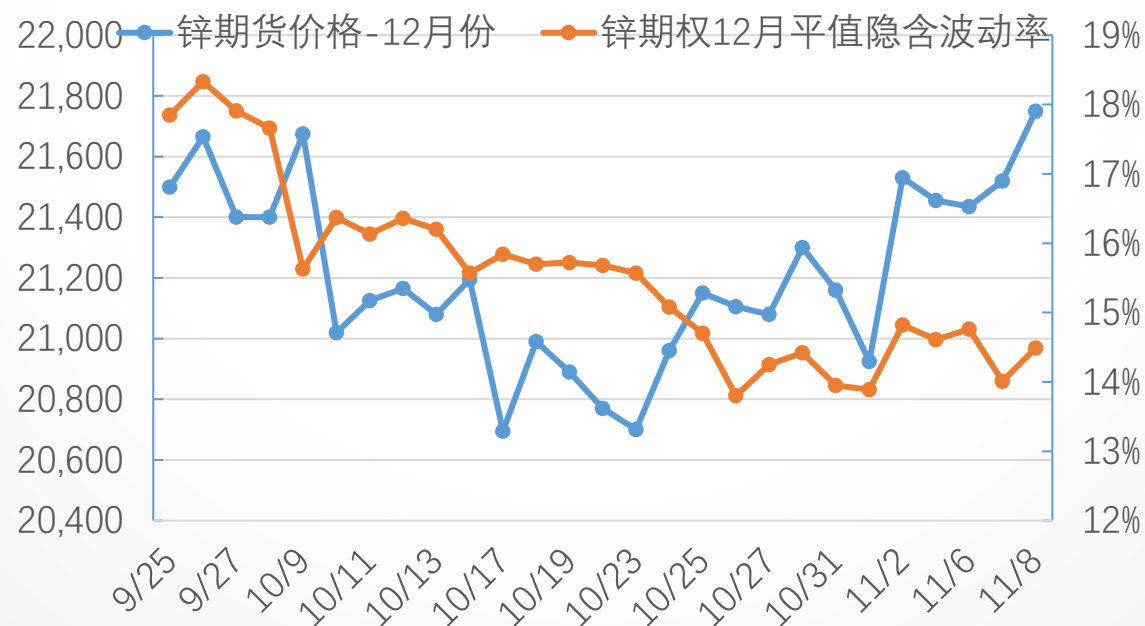


# 锌的行情与基本面回顾

再关锌矿，反弹获支撑。

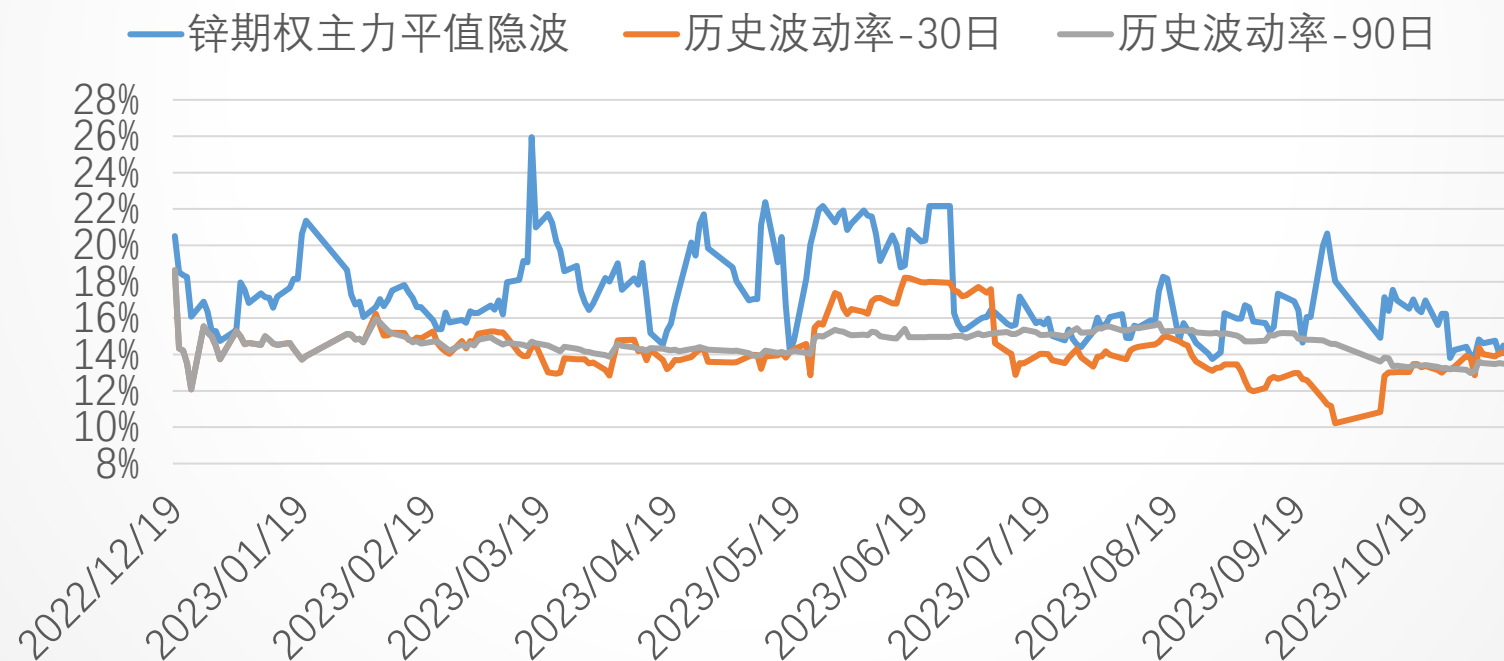
- 1) 成本利润端：新星关停2座锌矿，我国北方骤然降温，矿TC仍有下调空间，矿偏紧料对锌锭供应扰动不大，更多提供成本端强支撑；
- 2) 需求端：美元回落，商品再通胀逻辑演绎，“金九银十”即将结束，但万亿国债、灾后重建等利多支撑下，黑色反弹，买涨不买跌带动锌需求韧性，北方雾霾明显缓解，暂不看空消费。
- 3) 库存及升贴水：伦锌库存回落至7.85万吨，LME0-3月贴水收窄至9美元；进口锭流入国内，SMM锌锭社库录得9.76万吨，累库不及预期。

锌主力期货价格与主力平值期权隐波走势



虽然锌的IV波动率长期高于历史波动率，但长假后IV连续降低，与HV吻合，当前已处于近一年的中位数，处于较低水平。是多波动率策略较好的机会。

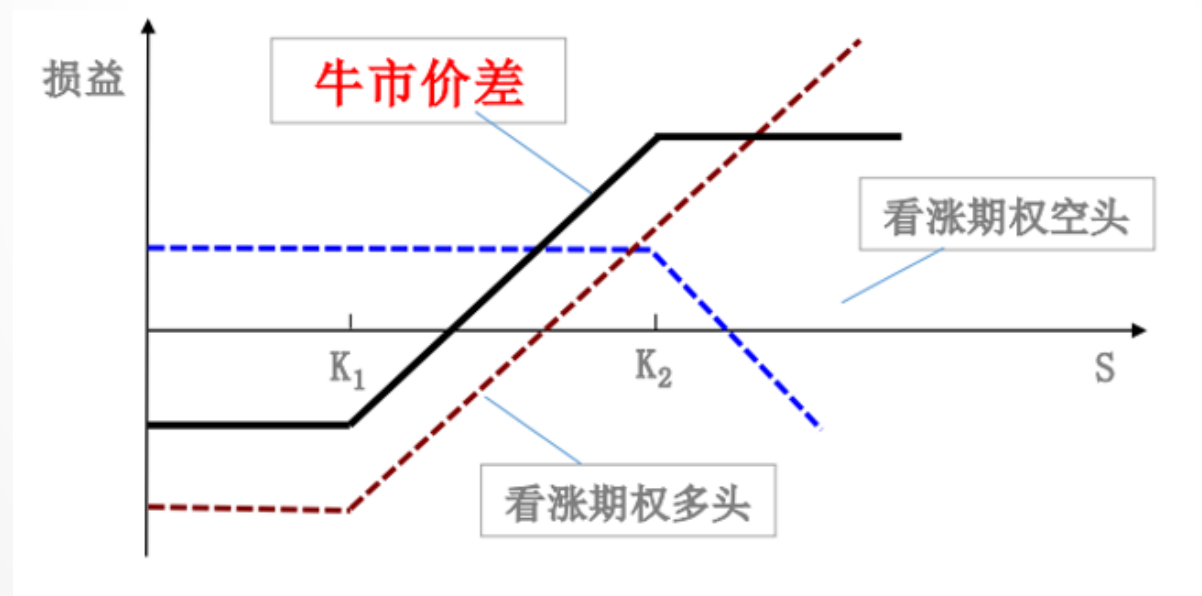
隐波与历史波动率走势对比图





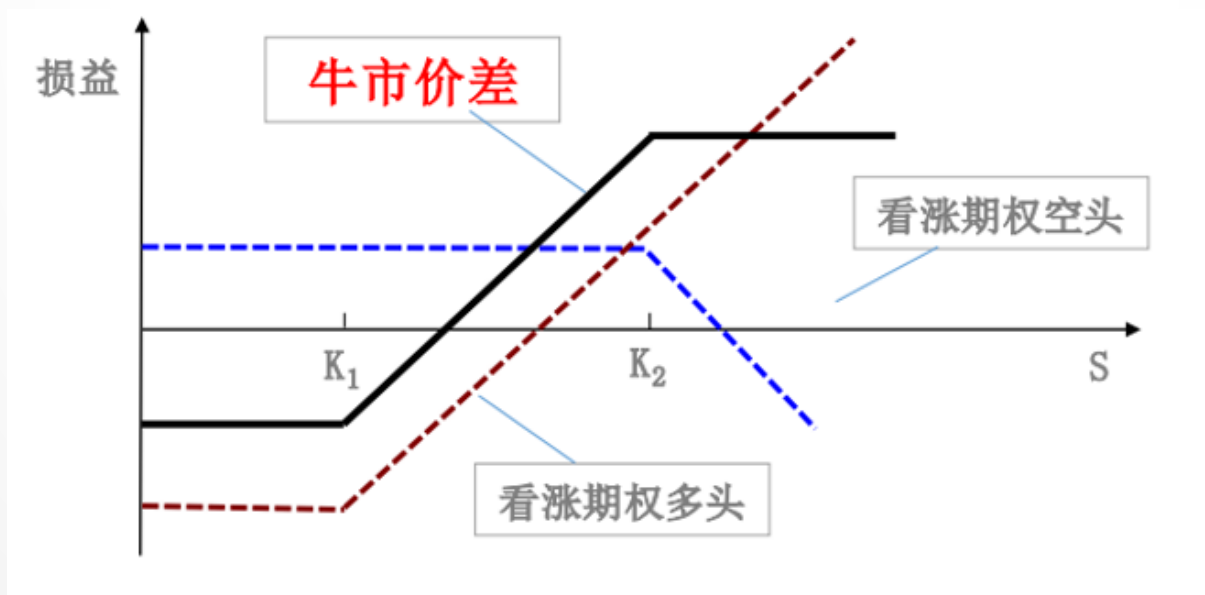
基于偏多的基本面和当前较低的隐波水平，**买入看涨**期权具有较大吸引力。

后市，如果行情下跌，开仓的波动率水平较低，损失的权利金少一些。  
如果行情上涨，止盈策略可以考虑在上方卖出执行价更高一些的虚值看涨期权，构成看涨牛市价差策略。



- 1) 伦锌重回2500美元上方，伦锌低位波动，美元走弱对价格有强支撑；进口锭持续流入，国内累库不及预期，消费维持韧性；
- 2) Nyrstar暂停2个锌矿运营，加剧矿端偏紧担忧，成本端显示左侧布局机会；预计四季度锌锭冶炼产出受扰动小，供应延续宽松预期。
- 3) 需求：万亿国债，提振基建信心；北方雾霾消散，限产有望解除，黑色走强，买涨不买跌带动镀锌消费好转。

可以继续持有看涨牛市价差策略



# 铝的行情与策略回顾

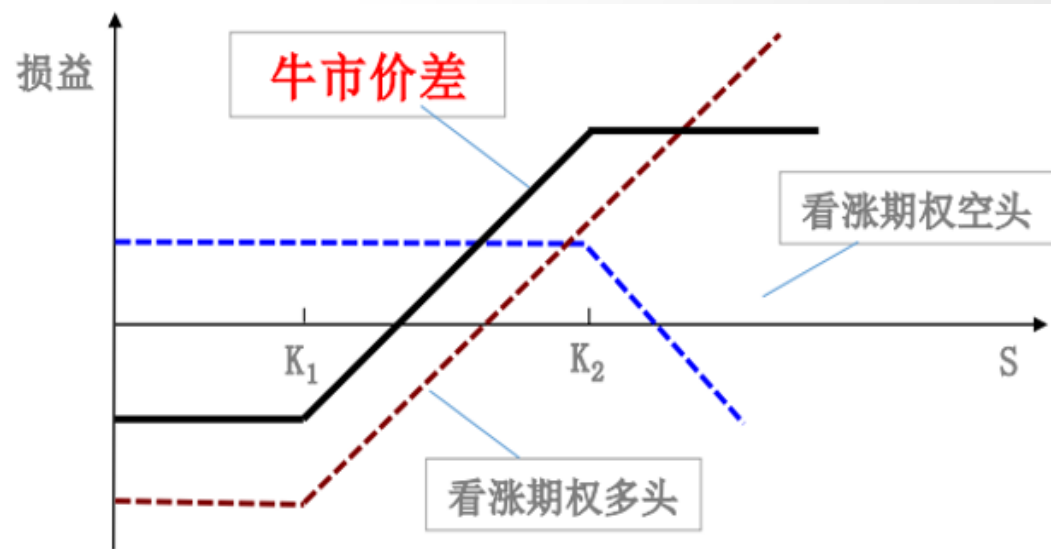
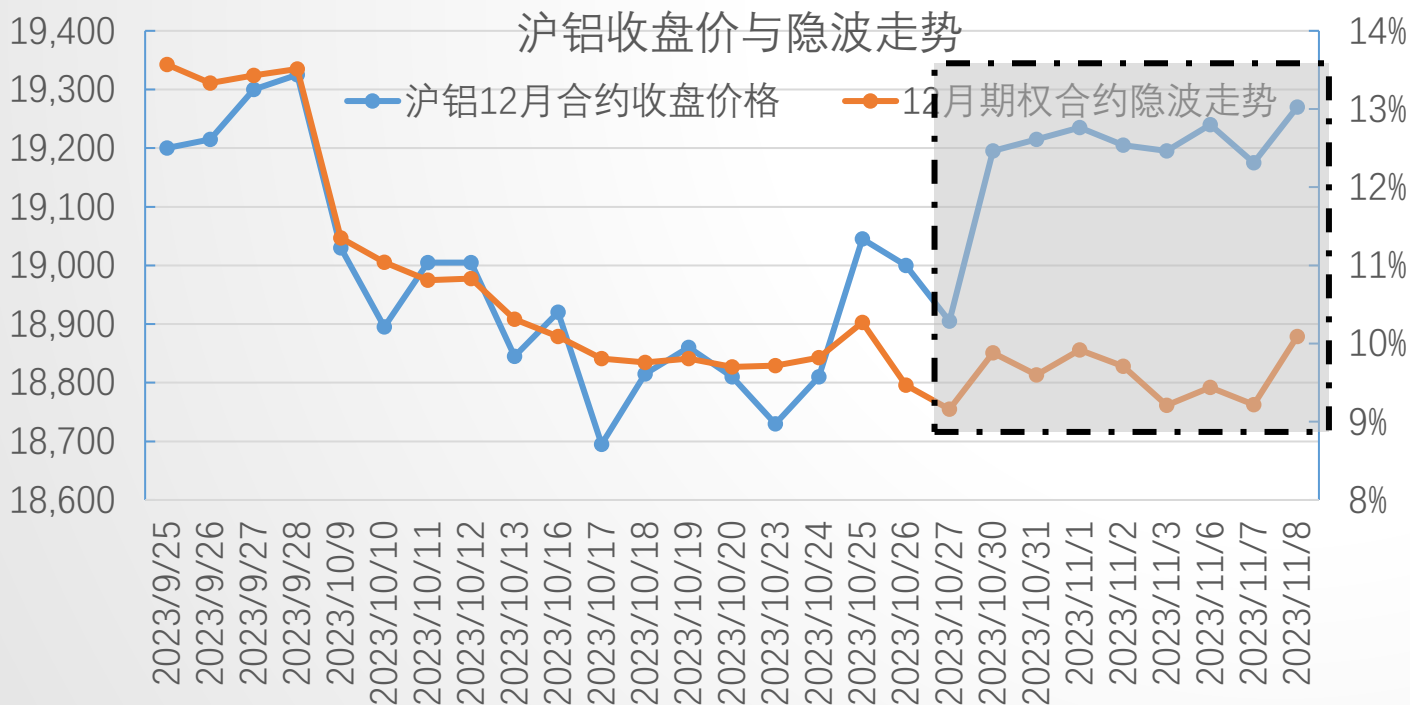
行情：

基本面整体偏多：

国内供应高位下，铝市表消回升到节前水平，沪铝持仓继续下降，预计本季度累库压力不大，铝价延续5月下旬低点以来上行趋势线支撑（或年线）

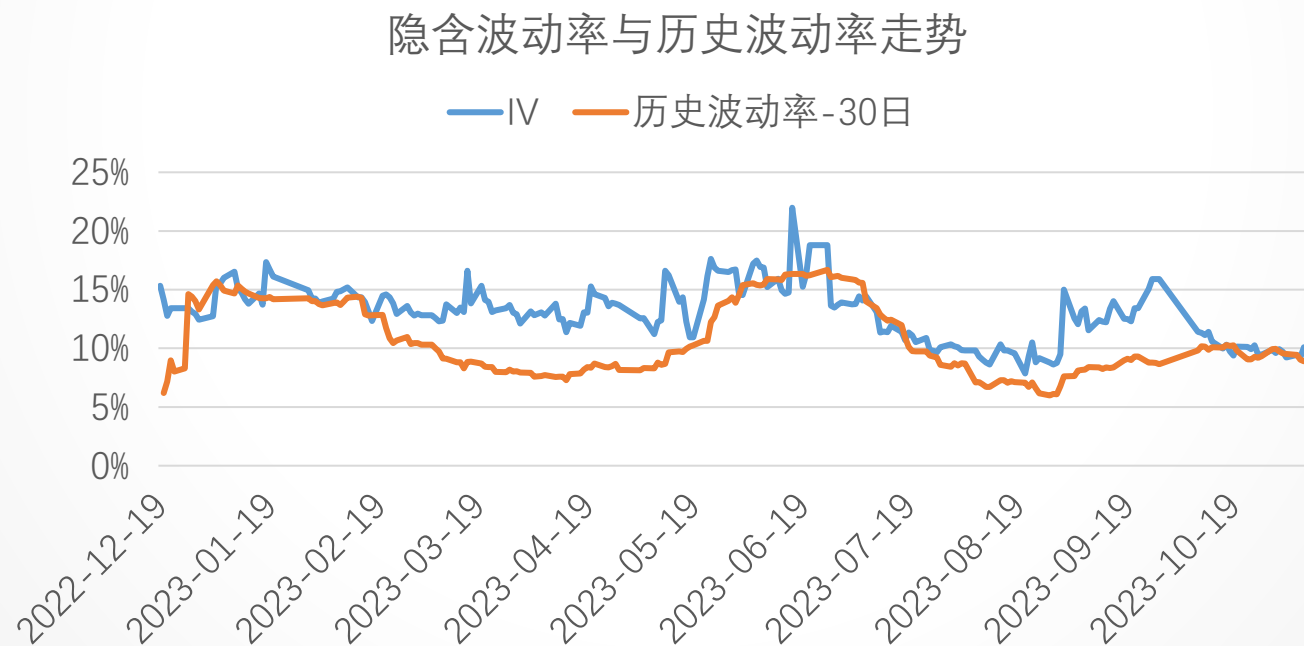
策略：

结合较低的波动率水平推荐**浅虚值**看涨期权或者看涨期权牛市价差策略。



铝的隐含波动率在国庆长假后持续下降，收敛到30日历史波动率附近。

当前IV与历史波动吻合，市场隐隐预示着后市平稳运行的可能性较大。



原策略：

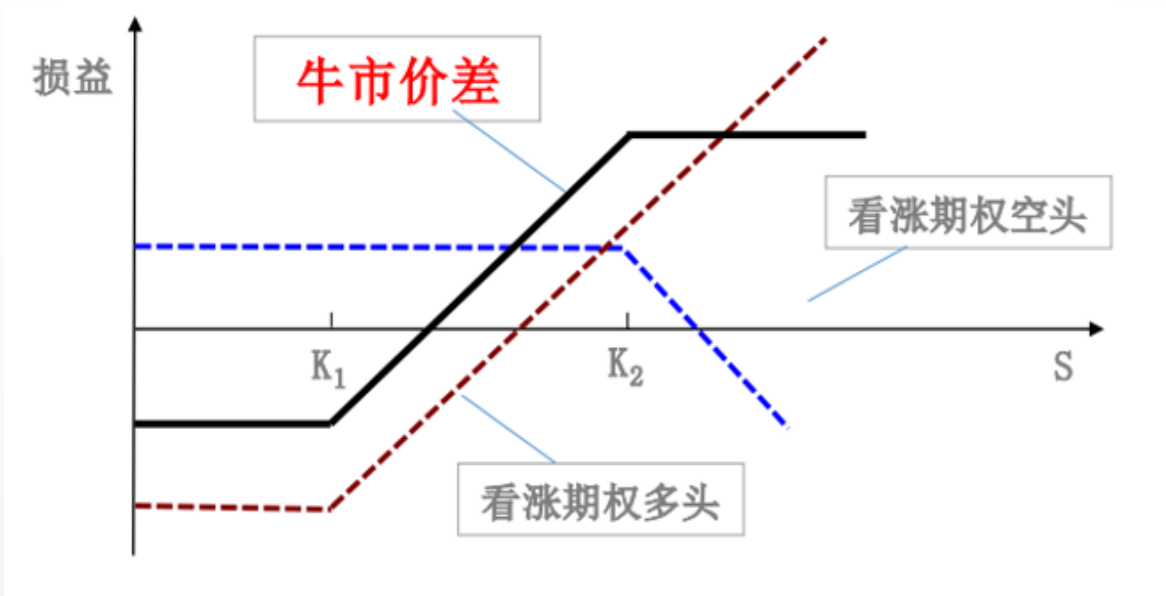
结合较低的波动率水平推荐**浅虚值**看涨期权或者看涨期权牛市价差策略。

策略调整：

浅虚值看涨策略可以部分止盈为看涨牛市价差。

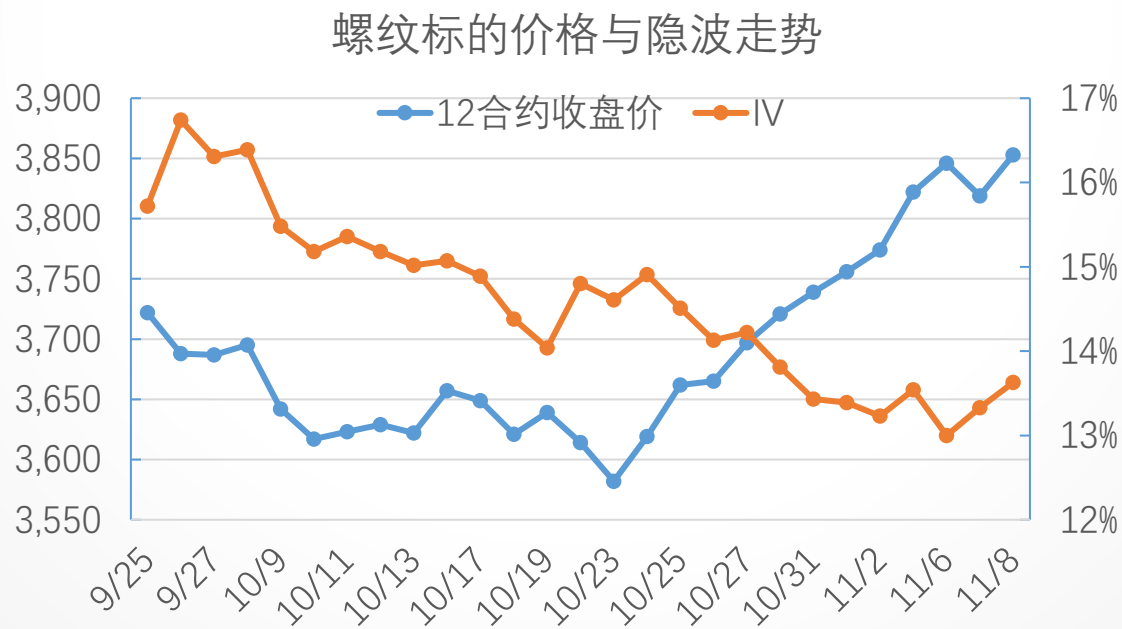
牛市价差策略如果继续看多后市，可以将合约小幅向更高执行价平移。

如果看震荡回落，可以考虑平仓买看涨头寸，保留卖看涨头寸。



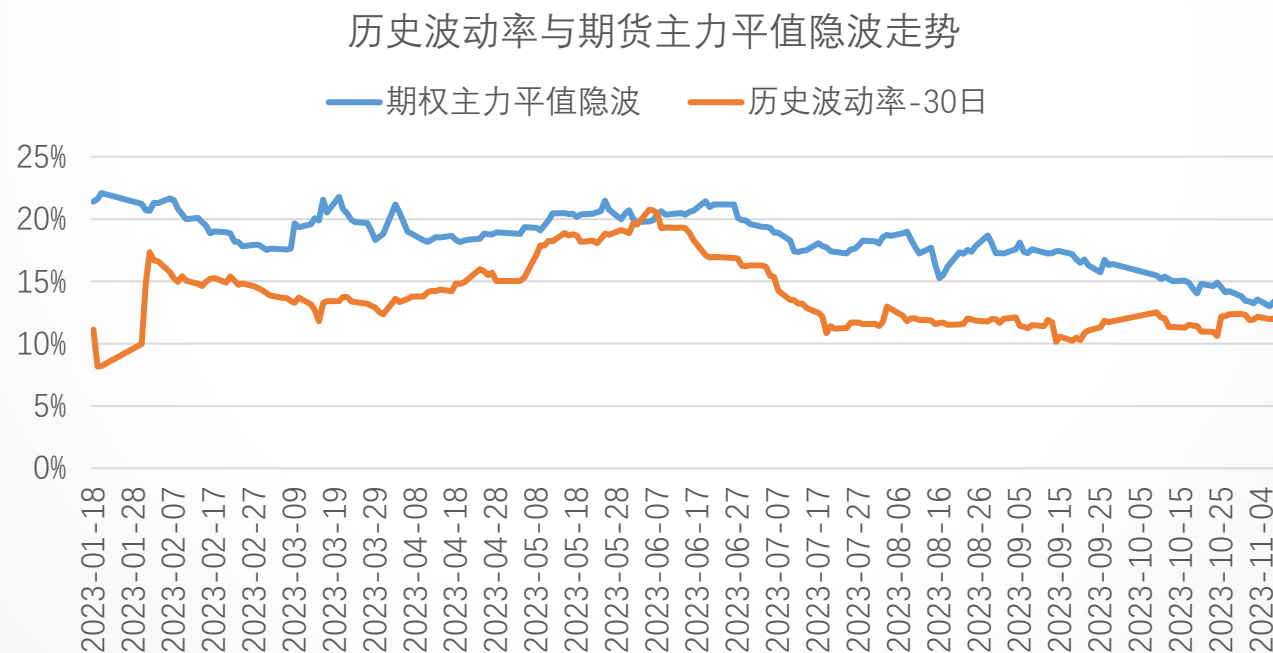


螺纹表需有所回落，符合季节性规律，去库态势保持良好，关注淡季韧性。经济复苏节奏波折，基础尚不稳固，政策端继续强化稳增长措施，市场预期仍相对乐观。目前基建、制造业趋稳，钢材出口维持高位，地产主要指标降幅收窄后不利冲击减弱，内生动能修复尚需时间。产量明显回落，随着亏损幅度收窄，近期钢厂减产趋缓。宏观预期偏乐观，盘面下方支撑较强，短期有望维持偏强走势。

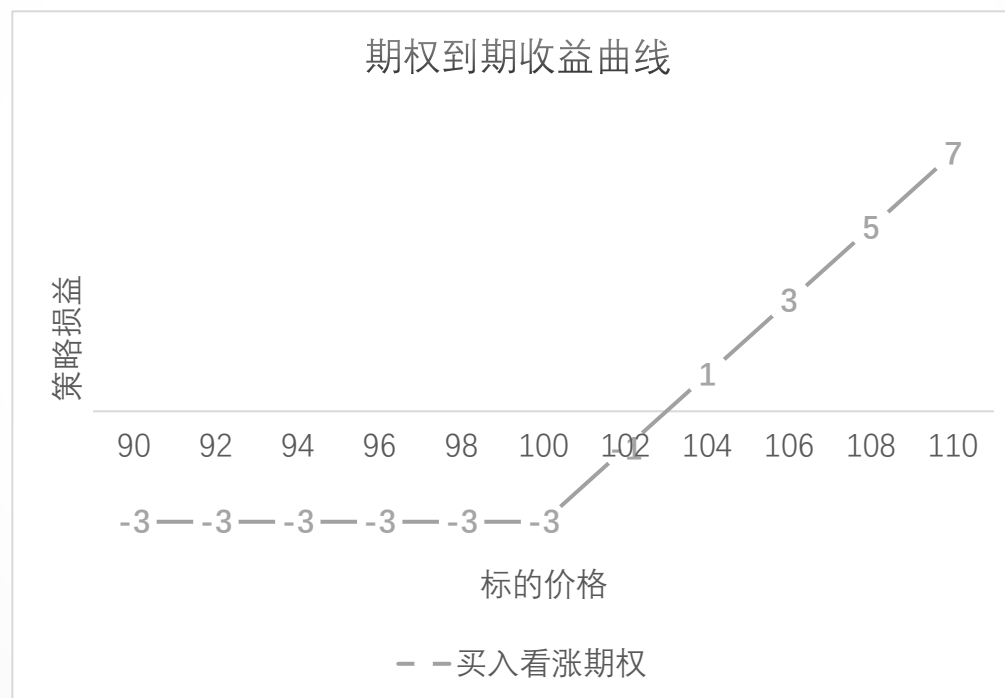


螺纹IV长期高于历史波动率

隐波虽然延续了6月中旬以来的下降趋势，但当前隐波已回归到历史波动率附近，而历史波动率自七月中旬以来就在底部小幅波动。这给隐波提供了在下方的参考，即下方空间不大。可适当考虑做多波动率策略。



## 买入浅虚值看涨期权



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>