



2019.09.21

## 铜期权上市首日运行综述



赵晓慧



021-52133641



[zhaoxiaohui014019@gtjas.com](mailto:zhaoxiaohui014019@gtjas.com)

证书编号

Z0010373

### 投资要点:

#### ● 铜期权市场概况

铜期权上市首日平稳运行。对比国内豆粕和白糖期权上市首日的表现，铜期权市场表现更为成熟，首日行情无异常单成交。据统计，首日铜期权的总成交量和持仓量分别达到 36436 手和 8450 手。

#### ● 铜期权策略回顾

- (1) 首日铜期货的走势和我们的预期相一致，呈现偏强震荡的格局。在我们预期的【48500, 51000】震荡区间构造的牛市价差交易策略具有获利的可能性。
- (2) 整个期权的隐含波动率维持在合理区间【17%，19%】，无波动率套利机会。
- (3) 正如预期，虚值期权的 IV 有所上升，买入看跌和看涨套保性交易策略会略有浮盈。
- (4) 据测算，平值附近期权的 PCP 套利数值较小但是虚值期权略高。鉴于虚值期权的 ask-bid 价差在一定程度上降低了 PCP 套利的收益值，我们认为铜期权上市首日 PCP 套利机会很少，市场较为成熟。

#### ● 波动率特征

正如首日报告预期，根据波动率微笑惯例，首日虚值看涨和看跌期权的 IV 均呈现一定幅度的上涨且虚值的上涨幅度高于平值和预期一致。

## 1. 铜期权首日成交概况

铜期权上市首日平稳运行。对比国内豆粕和白糖期权上市首日的表现，铜期权市场表现更为成熟，首日行情无异常单成交。据统计，首日铜期权的总成交量和持仓量分别达到 36436 手和 8450 手。具体的期权成交和持仓量信息可参见表 1 所示；另外表 2 展示了活跃的 CU1901 期权合约的成交概况。

表 1：铜期权 1901 合约系列的挂牌基准价及隐含波动率

看涨期权			期权合约月份	看跌期权		
成交量	持仓量	成交额		成交额	持仓量	成交量
17340	2716	14546	CU1901	10306	1436	12348
348	304	246	CU1902	226	194	276
358	258	399	CU1903	352	248	358
402	214	516	CU1904	297	196	278
262	166	295	CU1905	401	258	312
354	200	507	CU1906	977	378	752
386	276	491	CU1907	1110	452	682
366	190	519	CU1908	670	260	446
284	148	431	CU1909	987	362	612

资料来源：上海期货交易所、国泰君安期货金融衍生品研究所

表 2 CU1901 系列期权合约行情表现

看涨期权					行权价格	看跌期权				
最新价	涨跌幅	成交量	持仓量	隐含波动率		隐含波动率	持仓量	成交量	涨跌幅	最新价
3792	4.29%	1470	182	17.76%	46000	17.76%	408	2264	13.25%	564
3072	5.57%	1500	122	17.71%	47000	17.64%	208	1938	8.33%	832
2432	7.04%	1464	102	17.66%	48000	17.59%	174	1854	5.24%	1185
1887	9.20%	1926	392	17.68%	49000	17.60%	184	1752	3.86%	1640
1440	12.50%	2252	464	17.78%	50000	17.69%	102	1234	2.82%	2187
1082	17.35%	2592	546	17.92%	51000	17.84%	120	1558	1.77%	2814
809	25.04%	6136	908	18.20%	52000	18.00%	240	1748	1.35%	3532

资料来源：WIND、国泰君安期货金融衍生品研究所

## 2. 铜期权首日策略回顾

### ● 方向性牛市价差交易策略

首日铜期货的走势和我们的预期相一致，呈现偏强震荡的格局。在我们预期的【48500，51000】震荡区间构造的牛市价差交易策略可能的表现如下表 3 所示。

表 3 牛市价差策略的表现

买入低行权价的看涨期权	卖出高行权价的看涨期权	支付权利金	首日浮动收益
CU1901C-9000	CU1901C51000	811 元/吨	17 元/吨
CU1901C50000	CU1901C51000	357 元/吨	4 元/吨

注：我们取今日上午成交均价作为开仓价格

资料来源：WIND，国泰君安期货金融衍生品研究所

### ● 波动率交易策略

我们预估的波动率交易操作的上限为 35%（激进的投资者上限为 30%），下限为 10%。今日，铜期权运行平稳，整个期权的隐含波动率维持在合理区间【17%，19%】，无波动率套利机会。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

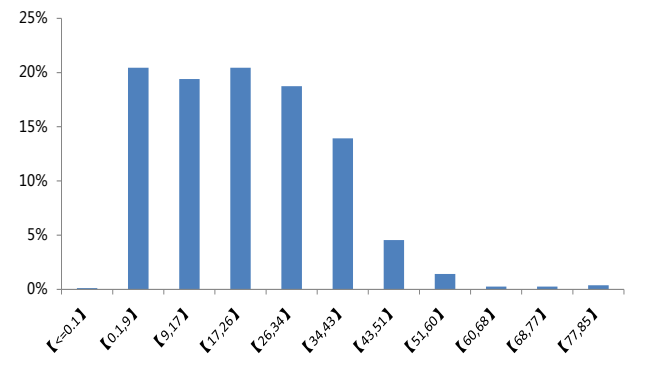
### ● 套保性交易策略

今日如我们预期，虚值期权的 IV 有所上升，买入看跌和看涨套保性交易策略会略有浮盈。具体 CU1901 合约虚值期权的涨跌幅可参见上表 2 所示。

● PCP 套利交易策略

根据 PCP 平价公式 $F_0e^{-rT} + p = c + Ke^{-rT}$ ，我们运用 1 分钟数据统计铜期权在上市初期的 PCP 套利理论值。关于 PCP 套利理论数值结算结果参见图 1 和表 4。根据图 1 的数据结果来显示，PCP 套利理论值 92.97% 的概率落在区间【0.1，43】。据表 4 显示，平值附近期权的 PCP 套利数值较小，但是虚值期权略高。鉴于虚值期权的 ask-bid 价差在一定程度上降低了 PCP 套利的收益值，我们认为铜期权上市首日 PCP 套利机会很少，市场较为成熟。

图 1 CU1901 系列期权合约 PCP 套利理论值频数分布



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

表 4 CU1901 系列期权合约 PCP 套利理论值（元/吨）

行权价格	PCP 套利的利润空间	均值	众数
46000	【6，85】	38	39
47000	【1，52】	26	22
48000	【1，47】	16	3
49000	【0，40】	9	6
50000	【0，36】	10	8
51000	【0，85】	19	8
52000	【2，78】	31	33

资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

3. 铜期权的隐含波动率 IV 特征回顾

在《20180920\_国泰君安期货金融衍生品研究所\_铜期权上市首日交易策略报告》中所述上期所的 CU1901 合约的挂牌基准价均为 16%-17% 的水平。根据波动率微笑惯例，虚值看涨和看跌期权的 IV 均呈现一定幅度的上涨且虚值的上涨幅度高于平值和预期一致（参见表 2 所示），这符合我们在首日策略报告中的预期。鉴于今日铜期货行情出现小幅的上涨，铜看涨期权的 IV 和看跌期权相差不大。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货金融衍生品研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话: 021-52137126

传真: 021-52138150

## 金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)

电话: 021-52138122 传真: 021-52138110

## 上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)

电话: 021-68401861 传真: 021-68402738

## 天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)

电话: 022-23392200 传真: 022-23300863

## 杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号华顺大厦三楼 (310009)

电话: 0571-56112999 传真: 0571-56112821

## 深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 603、604 室

电话: 0755-83734575 传真: 0755-23980597

## 宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)

电话: 0574-87816665 传真: 0574-87916513

## 广州营业部

天河区体育西路 111-115 单号建和中心 9 楼 AB 单元

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

## 郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

## 青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

## 产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼

电话: 021-52131163

## 上海曲阳路营业部

上海市曲阳路 910 号复城国际 11 号楼 705-707 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

## 上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元邮编: 200063

电话: 021-32522822 传真: 021-32522823

## 北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795755 传真: 010-58795787

## 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

## 长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 99 号盛世国际 2022 室

电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

## 南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780996

## 武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521