

热点报告-商品期权

沪铜期权上市首月， 逢高布局 1901 熊市价差策略



报告日期：2018 年 9 月 20 日

★主要观点

- 伦铜期权持仓方面，10 月合约看涨期权最大持仓位于 6300，按目前 8.1 左右的沪伦比推断对应沪铜 51000 左右的位置，12 月合约看涨最大持仓点位为 6500，对应沪铜 52550 左右，从期权持仓位置看短期反弹幅度可能有限。
- 伦铜期权偏度方面，8 月下旬以来偏度指数涨势回落、期权波动率曲面倾斜程度的改善，反应了市场下跌风险预期逐步放缓，料 9 月下旬铜价可能存在一定的反弹空间，但偏度指数整体仍高于 1，短期下行风险预期稍有缓解，但未反映出明显看涨偏好。
- 沪铜期权隐含波动率预估方面，目前伦铜隐含波动率位于近一年高位，沪铜 60 日历史波动率较伦铜低 5% 左右，我们认为沪铜期权上市后波动率大概率略低于伦铜隐含波动率、而高于近期历史波动率，目前伦铜期权 1 月合约隐含波动率为 21.03%，沪铜 60 日历史波动率为 16.21%，我们预计波动率合理区间范围在[18%，21%]。

★投资建议

- 推荐 9 月随铜价反弹逢高布局沪铜期权 1 月合约熊市价差策略，料上市初期隐含波动率偏高的可能性较大，推荐在波动率高于 22% 的水平上卖出 52000-53000 左右浅虚值看涨期权，可选择买入虚值程度更深的看涨期权控制潜在上行风险构建价差，若隐含波动率定价偏低可采用看跌期权熊市价差策略。
- 风险偏好较高的投资者可轻仓逢标的反弹买入虚值看跌期权、卖出浅虚值看涨期权构建风险逆转组合。
- 铜期权上市初期平价套利、波动率套利机会值得关注。

★风险提示

- 伦铜期权 140 万吨看涨期权持仓量具有一定的潜在风险累积作用，警惕反弹突破较大持仓点位情况下期权卖方对冲对行情的加速冲击作用。

王冬黎 高级分析师(金融工程)
从业资格号： F3032817
Tel: 8621-63325888-1590
Email: dongli.wang@orientfutures.com

目录

1、 LME 铜期权持仓分析.....	4
2、 LME 铜期权波动率与偏度分析	5
3、 沪铜期权波动率预估.....	5
4、 沪铜期权投资建议	8
5、 风险提示.....	8

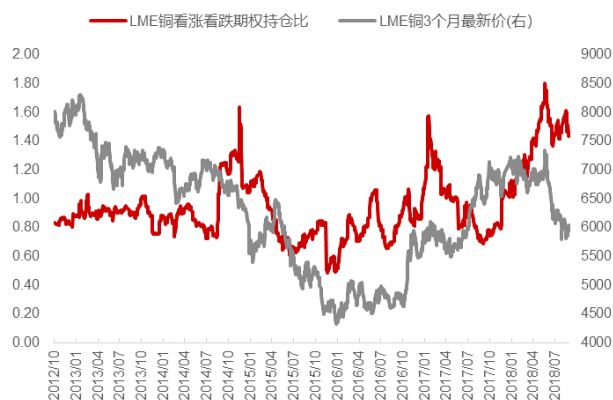
图表目录

图表 1：伦铜看涨看跌期权持仓比.....	4
图表 2：伦铜按合约月份看涨看跌期权持仓量.....	4
图表 3：伦铜期权 10 月合约按行权价持仓量.....	4
图表 4：伦铜期权 12 月合约按行权价持仓量.....	4
图表 5：伦铜期权偏度与铜价走势.....	5
图表 6：伦铜期权当月平值隐含波动率走势.....	5
图表 7：沪铜期货主力合约历史波动率.....	6
图表 8：伦铜历史波动率.....	6
图表 9：沪铜与伦铜历史波动率对比（60 日）.....	6
图表 10：沪铜与伦铜 60 日历史波动率价差.....	6
图表 11：沪铜历史波动率锥.....	7
图表 12：伦铜历史波动率锥.....	7
图表 13：LME 铜期权隐含波动率期限结构（50 Delta）.....	7

1、LME 铜期权持仓分析

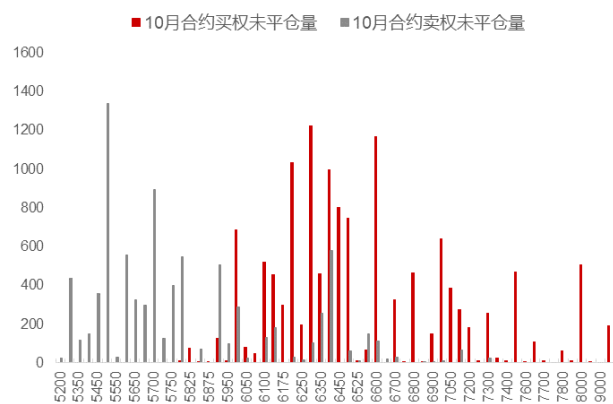
截至 2018 年 9 月 17 日数据，伦铜期权看涨与看跌的总持仓之比位于 1.45，从 15 年至今的数据来看，该比值位于历史高位区间，其中看涨期权未平仓数量为 56642 手，相当于 140 万吨左右，看跌期权未平仓量为 39076 手，对应约 98 万吨。相对月初水平，看涨期权总持仓量减少 13125 手，降幅显著但持仓量仍然非常可观，看跌期权持仓本月稳中趋降约减少四千余手，18 年以来看涨期权持仓增长的趋势并未打破，较年初看涨期权 32264 手的持仓量增长 76%。伦铜期权 10 月合约看涨期权持仓量为 13127 手，看跌期权持仓量为 8394 手，持仓量的行权价分布方面，看涨期权最大持仓位于 6300 的点位，其次在 6200 与 6600 点位上也有较大持仓，看跌期权在 5500 上持仓最大。从伦铜期权持仓的行权价分布上来看，随着伦 10 月合约即将到期，本轮铜价的触底反弹料在 9 月下旬可能受限于 6300 的上部空间，按目前 8.1 左右的沪伦比推断对应沪铜 51000 左右的位置。伦铜期权 12 月合约的持仓量也非常值得注意，该月份看涨期权的持仓高达 30240 手，约为看跌期权持仓的 1.8 倍，看涨最大持仓点位为 6500，其次在一系列虚值价位上具有大量持仓分布，看跌期权最大持仓在 5700 点。

图表 1：伦铜看涨看跌期权持仓比



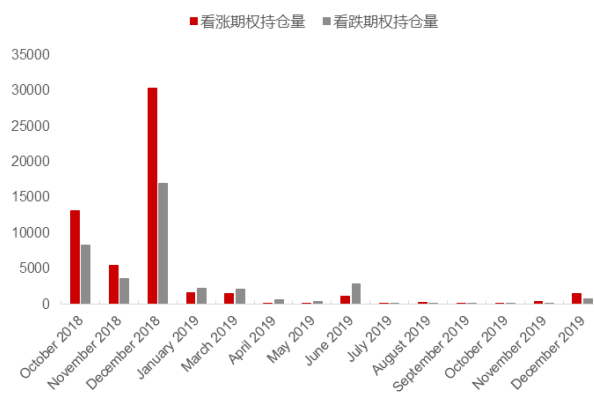
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：伦铜期权 10 月合约按行权价持仓量



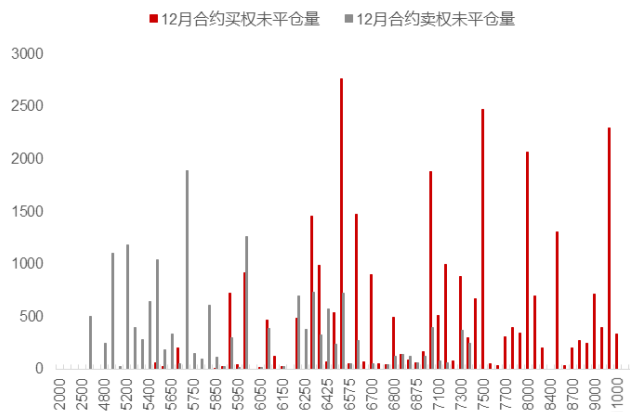
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：伦铜按合约月份看涨看跌期权持仓量



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 4：伦铜期权 12 月合约按行权价持仓量



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

此外，伦铜期权合约在当前巨量看涨期权持仓下潜在风险也存在一定程度的累积，期权特有的杠杆属性对超预期事件的发酵往往起到推波助澜的作用，若反弹幅度超预期突破市场主要持仓分布的点位时可能会引发期权卖方的买入期货对冲、加速行情发展。

2、LME 铜期权波动率与偏度分析

今年6月份市场风险偏好迅速转换，伦铜期权的偏度指数6-8月份从近年低位快速上升，并且由负转正，表现出在宏观利空的环境下，市场对下行风险相对上行风险给出的更高的溢价。而8月下旬至今，偏度指数涨势回落、期权波动率曲面倾斜程度的改善，反应了市场大幅下挫的预期逐步放缓，短期铜价可能存在一定的反弹空间，但偏度指数整体仍高于1，短期下行风险预期稍有缓解，但未反映出明显看涨偏好。伦铜期权当月平值隐含波动率7月以来均处于偏高的位置，目前从上个月26%左右的高位将至22.89%附近（19日数据）。17年以来伦铜隐含波动率水平较低，同一年期历史记录比较当前隐含波动率位于90分位数的高位，但放在长期10年以来的隐含波动率数据中来看，当前的波动率只能说是处在均值水平附近，若行情进一步发酵，波动率上升的空间实则非常大，期权卖方需警惕风险。

图表 5：伦铜期权偏度与铜价走势



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：伦铜期权当月平值隐含波动率走势



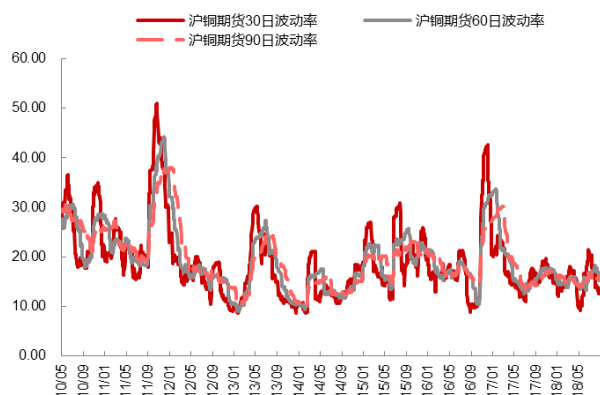
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

3、沪铜期权波动率预估

伦铜期权隐含波动率是沪通期权上市初期波动率水平的重要参照基准，同时沪铜期权隐含波动率的水平也需要在围绕历史波动率变动的合理区间内，否则会造成波动率套利的机会。沪铜期货实际波动率与伦铜有着怎样的关系，沪铜期权隐含波动率与伦铜期权隐含波动率相对水平处于什么区间较为合理呢？

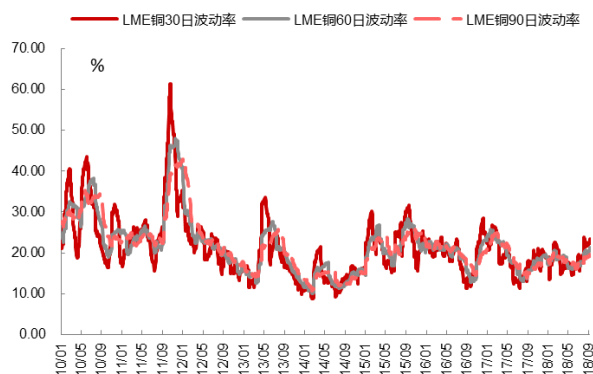
首先，沪铜期货波动率的均值回复特性显著，且与伦铜波动率具有较高的一致性，二者波动率变化基本不存在前后时滞，因此沪铜期权的隐含波动率与伦铜期权隐含波动率也应该具有较高的一致性，沪伦隐含波动率的大幅偏离会带来内外盘期权的套利机会。

图表 7：沪铜期货主力合约历史波动率



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

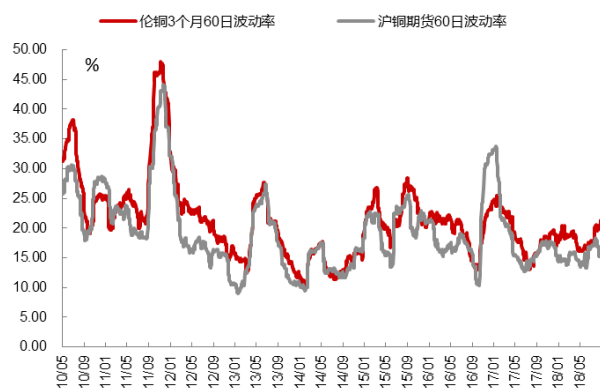
图表 8：伦铜历史波动率



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

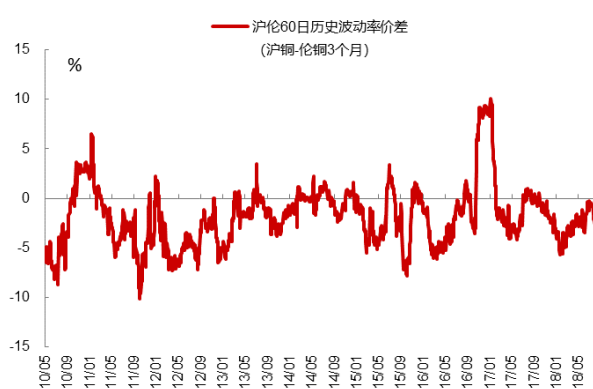
其次，沪铜期货历史波动率相对伦铜波动率（基于伦铜 3 个月远期测算波动率）存在结构性偏低的现象，从 10 年至今沪伦 60 日历史波动率价差（沪-伦）大概率位于 0 值以下，此外，目前该价差在-5%左右，远低于历史均值-1.91%与历史中位数-1.97%。从历史波动率的锥状分布式上看，目前沪铜历史波动率位于历史 25 分位数至中位数之间，伦铜历史波动率则高于历史 75 分位数。

图表 9：沪铜与伦铜历史波动率对比（60 日）



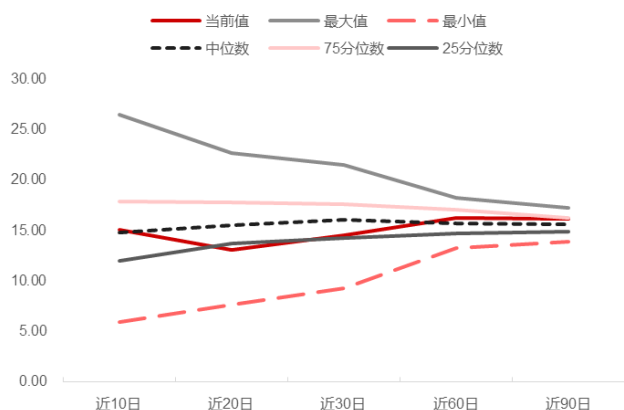
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 10：沪铜与伦铜 60 日历史波动率价差



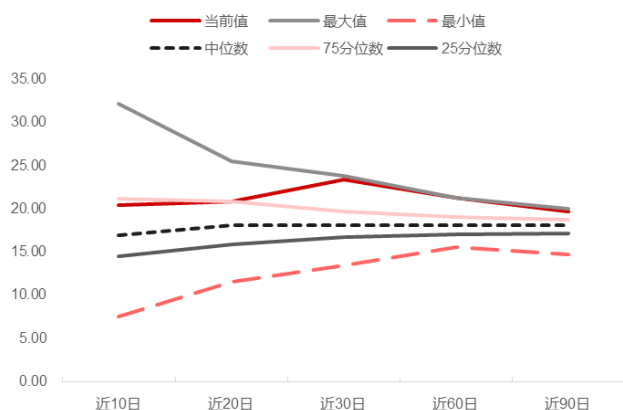
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 11: 沪铜历史波动率锥



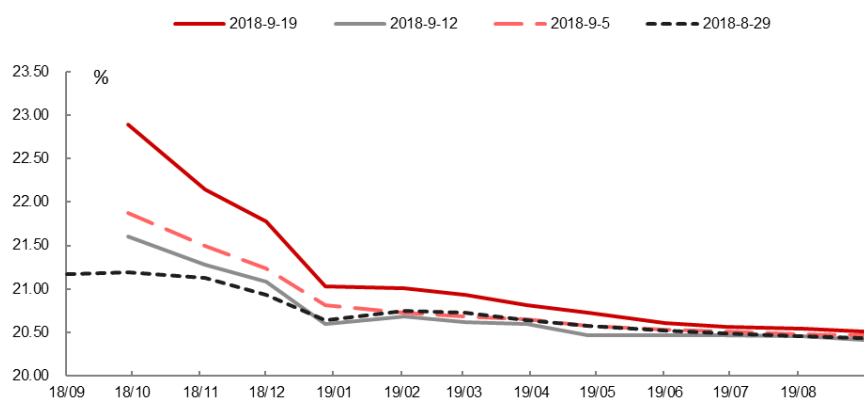
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 12: 伦铜历史波动率锥



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 13: LME 铜期权隐含波动率期限结构 (50 Delta)



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

基于沪铜与伦铜波动率走势的一致性趋势和短期相对水平的偏离,我们认为沪铜期权上市后波动率略低于伦铜隐含波动率、高于近期历史波动率的区间属于较为合理的水平,由于沪铜期权上市的最早合约为 1901 合约,到期日最接近伦铜期权合约也是 1 月合约,期限相差 5 个交易日,目前伦铜期权 1 月合约隐含波动率为 21.03%,沪铜 60 日历史波动率为 16.21%,我们预计波动率合理区间范围在[18%, 21%]。

4、沪铜期权投资建议

伦铜期权 10 月合约看涨期权在 6200-6300 上持仓较大,12 月合约看涨最大持仓点位为 6500, 由于沪铜期权本次上市最近月的合约为 1901 合约, 我们推荐 9 月待铜价反弹逢高布局熊市价差策略, 料上市初期隐含波动率偏高的可能性较大, 推荐在波动率高于 22% 的水平上卖出 52000-53000 左右浅虚值看涨期权, 可选择买入虚值程度更深的看涨期权控制潜在上行风险构建价差, 若隐含波动率定价偏低可采用看跌期权熊市价差策略。

风险偏好较高的投资者可轻仓逢标的反弹买入虚值看跌期权、卖出浅虚值看涨期权构建风险逆转组合。

此外, 铜期权上市初期平价套利、波动率套利机会值得关注, 我们也会在后续进行铜期权相关策略的及时跟踪与推荐。

5、风险提示

伦铜期权 140 万吨看涨期权持仓量具有一定的潜在风险累积作用, 警惕反弹突破较大持仓点位情况下期权卖方对冲对行情的加速冲击作用。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，现在注册资本为 15 亿元人民币，员工 400 余人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。目前公司拥有上海东祺投资管理有限公司和东证润和资本管理有限公司两家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、柳州、重庆等地共设有 24 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 82 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

王冬黎

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com