

周度报告-商品期权

反弹带动伦铜波动率走高，

推荐沪铜期权买方布局

东证期货
ORIENT FUTURES

报告日期：2018 年 9 月 24 日

★主要内容

沪铜期权上市首日值附近隐含波动率收于 17.83% 附近，较沪铜 60 日历史波动率（17.64%）基本持平。9 月 21 日盘后，伦铜大涨带动波动率大幅拉升，伦铜平值隐含波动率上涨约 3%，收于 25.22% 左右，伦铜 60 日历史波动率增至 23.37%。我们推测本周沪铜隐含波动率可能有 1.5% 左右的潜在涨幅，目标波动率水平 19%-20%。偏度方面，伦铜期权近月合约偏度 7 月以来首次降到 1.0 以下，近月以来的熊市预期可能发生扭转，而偏度的期限结构类似远月“升水”的结构，即短期看涨风险溢价更高而长期看跌风险溢价更高，反映出市场中长期依然是以防范下行风险为主，看跌期权拥有较高的溢价。持仓方面，伦铜看涨期权与看跌期权持仓量比为 1.48，看涨期权持仓量高于看跌期权约 55 万吨。

★投资建议

短期市场看涨预期偏强，伦铜波动率前一交易日大幅拉升，料沪铜波动率将走高，我们推测本周沪铜隐含波动率可能有 1.5% 左右的潜在涨幅，目标波动率水平 19%-20%。

本周期权投资策略方面，我们推荐 19% 以下的波动率位置可以布局 1901 合约 51000 附近的多单短线持有，但需警惕近月合约反弹对 1901 合约影响可能有限不易过分追高，且伦铜期权远月波动率偏度较高反映市场中长期呈悲观预期。

对于资产多头套保策略，在目前的波动率水平下，可考虑将远月套保空单转为 48000 附近虚值看跌期权持有，在波动率有利的情况下，选择买入看跌期权套保的方法为反弹保留了上部空间。若本周波动率涨幅较大，在波动率接近 22% 左右的水平上，可卖出一部分虚值看涨期权做收益增强。

★风险提示

伦铜看涨期权持仓量具有一定的潜在风险累积作用。沪铜期权隐含波动率与伦铜期权差异拉大，可能由于缺乏近月期权波动率的带动作用，1901 合约隐含波动率增长不及预期。

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

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。百萬報告 实时更新 日更千篇

目录

1、 波动率分析.....	4
2、 偏度分析.....	5
3、 成交与持仓分析	6
4、 投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7

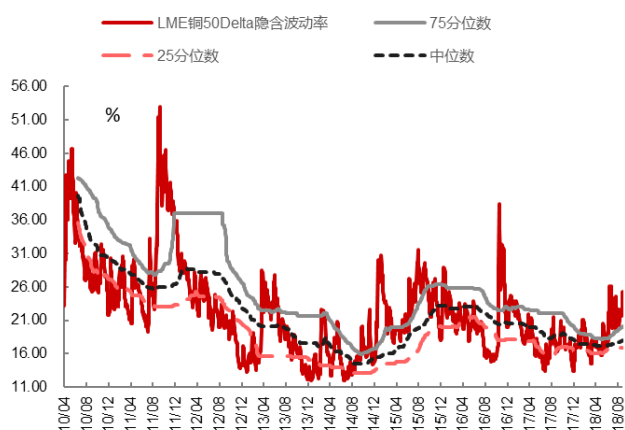
图表目录

图表 1: LME 铜期权隐含波动率(50 Delta).....	4
图表 2: LME 铜期权隐含波动率期限结构.....	4
图表 3: 沪铜与伦铜 60 日历史波动率对比.....	5
图表 4: 沪伦 60 日历史波动率价差 (沪-伦)	5
图表 5: 沪铜历史波动率锥.....	5
图表 6: 伦铜历史波动率锥.....	5
图表 7: 伦铜期权偏度与铜价走势.....	6
图表 8: 伦铜期权偏度期限结构 (2018-9-21)	6
图表 9: 伦铜看涨看跌期权持仓比走势.....	6
图表 10: 伦铜按合约月份看涨看跌期权持仓量.....	6
图表 11: 伦铜期权 10 月合约按行权价持仓量.....	7
图表 12: 伦铜期权 12 月合约按行权价持仓量.....	7

1、波动率分析

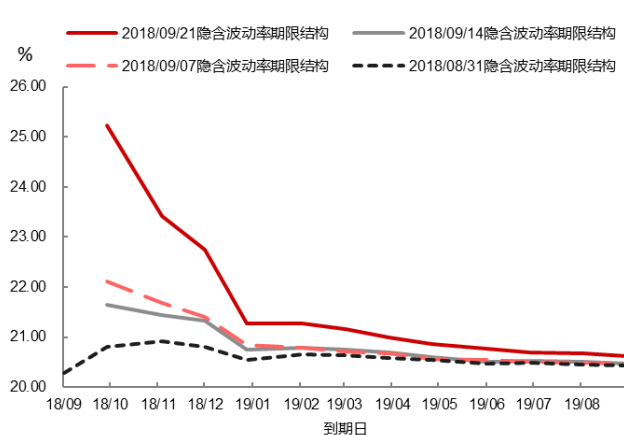
沪铜期权上市首日，隐含波动率震荡上行，平值附近隐含波动率收于 17.83% 附近，较沪铜期货主力合约 60 日历史波动率 (17.64%) 基本持平，较伦铜期权 1 月合约前日 20.77% 的隐含波动率低 3% 左右。根据 9 月 21 日伦铜期权最新收盘数据，伦铜期权各月份隐含波动率均大幅提升，以近月合约上涨幅度最大，其中 10 月合约 (10 月 2 日到期) 平值期权隐含波动率为 25.22%，周度涨幅为 4% 左右，在近一年隐含波动率历史数据中位于 99 分位数的高位；1 月合约隐含波动率收于 21.28%，较前一周周五增加约 0.54%。本周伦铜期权隐含波动率大幅跳增，21 日伦铜大幅反弹 3.64% 当日隐含波动率上涨近 3%。本轮波动率大幅走高主要由近月合约带动，对于沪铜期权 1901 合约，波动率增幅可能有限，但源自外盘压力以及近期反弹情绪影响下，料沪铜期权 9 月最后一周呈隐含波动率震荡走高的趋势。

图表 1: LME 铜期权隐含波动率(50 Delta)



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 2: LME 铜期权隐含波动率期限结构

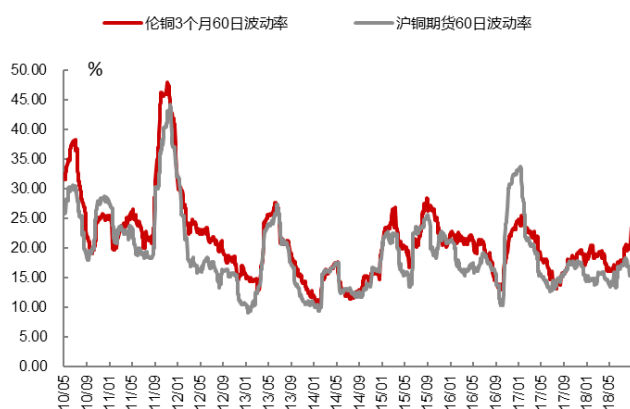


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

由于沪铜期权 1901 合约距到期 60 个交易日左右，历史波动率方面基于近 60 日已实现波动率进行分析对比。沪铜与伦铜 60 日波动率上周均不断上行，截至 9 月 21 日，沪铜期货主力合约 60 日历史波动率为 17.64%，位于近一年历史数据的 93 分位数，前一周波动率为 15.74%，仅位于 55 分位数附近。沪铜期权平值波动率定价较伦铜期权低 3% 左右，这部分价差可以通过沪伦历史波动率的阶段性偏差解释，伦铜近 60 日历史波动率为 21.23% (9 月 20 日数据)，沪伦 60 日历史波动率价差为 -4% 左右。本周沪伦历史波动率价差先降后所有回升，前日升高约 1%，随着沪铜波动率增幅加快该价差可能继续触底后均值回复。(沪伦 60 日历史波动率价差计算考虑时差因素，为当日沪铜历史波动率减去前日伦铜历史波动率)

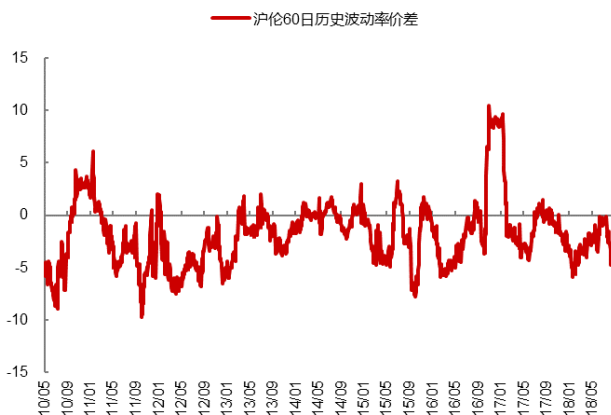
9 月 21 日伦铜大涨带动波动率大幅提升，60 日历史波动率增至 23.37%，从历史分位数上看位于近 1 年最高位，按目前 4% 左右的沪伦历史波动率价差推测，沪铜近 60 日波动率近期可能将达到 19.4% 附近，从上市首日看沪铜期权隐含波动与历史波动率挂钩的特性较为明显，我们推测本周沪铜隐含波动率可能有 1.5% 左右的潜在涨幅，目标波动率水平 19%-20%。

图表 3：沪铜与伦铜 60 日历史波动率对比



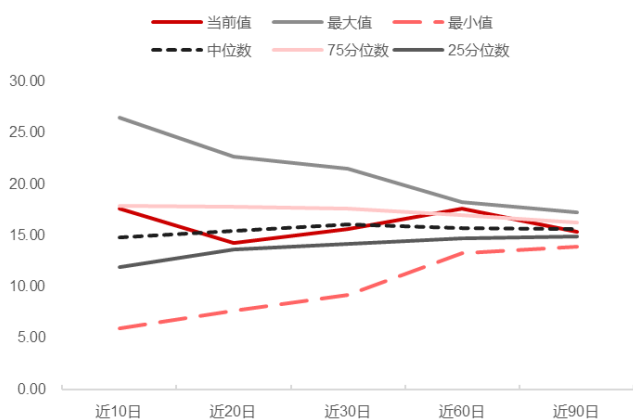
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 4：沪伦 60 日历史波动率价差（沪-伦）



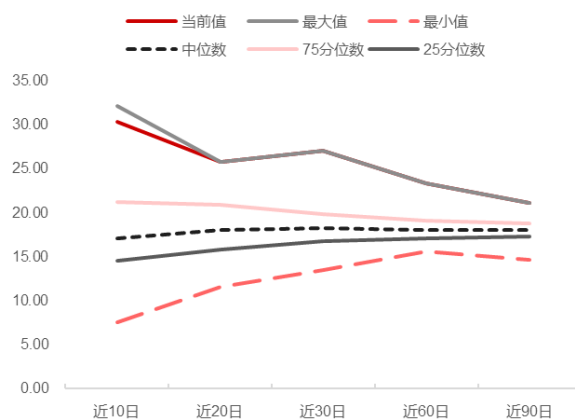
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：沪铜历史波动率锥



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：伦铜历史波动率锥

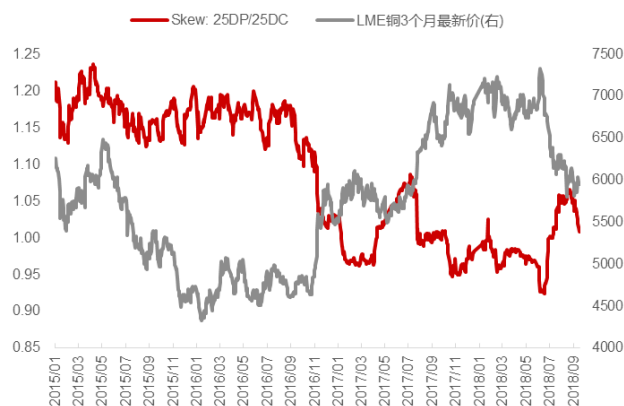


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2、偏度分析

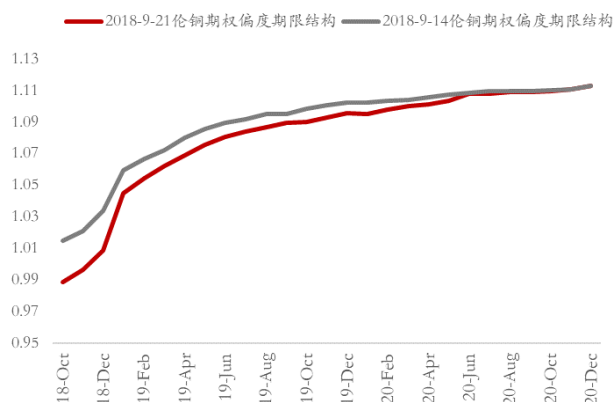
上周伦铜期权偏度指数继续下行，21 日近月合约偏度指数（基于-25delta/25delta 计算）于 7 月以来首次降到 1.0 以下，意味着对于近月合约而言风险偏好出现反转，虚值看跌期权风险溢价出现低于虚值认购期权的现象。而从偏度指数的期限结构方面看，上周不同到期日合约的偏度下降程度从近月至远月依次减弱，除 10 月、11 月以外的其他合约月份认沽期权风险溢价仍处在相对较高的水平，整个偏度期限结构类似远月“升水”的结构，即短期看涨风险溢价更高而长期看跌风险溢价更高。反映出市场短期对铜价反弹预期有所加强，从 7 月以来的熊市预期中对近月合约的风险偏好以发生扭转，而中长期依然是以防范下行风险为主，看跌期权拥有较高的溢价。

图表 7: 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 8: 伦铜期权偏度期限结构 (2018-9-21)

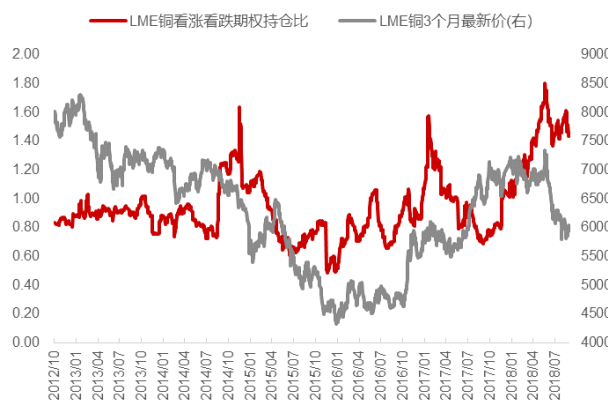


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

3、成交与持仓分析

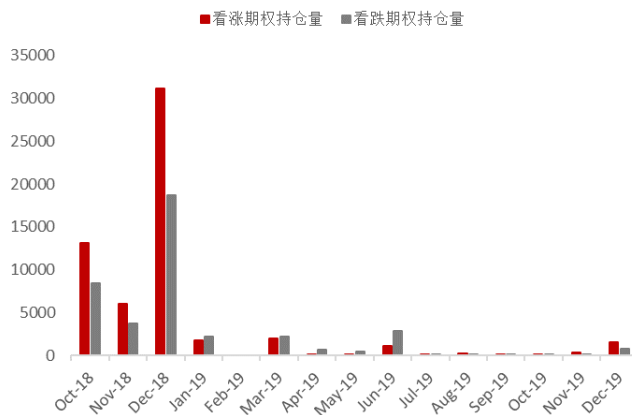
截至 2018 年 9 月 21 日数据, 伦铜期权看涨与看跌的总持仓之比位于 1.48, 其中看涨期权未平仓数量为 61926 手, 当于 155 万吨左右, 看跌期权未平仓量为 41738 手, 对应约 100 万吨。与前一周相比, 看涨与看跌期权持仓量均有所增加, 看涨期权增量较高超过 13 万吨, 看跌期权持仓增加不足 7 万吨。持仓量的行权价分布方面, 伦铜期权 12 月合约, 该月份看涨期权的持仓高达 31074 手, 看跌期权持仓为 18672 手, 看涨最大持仓点位为 6500, 看跌期权最大持仓在 5800 点, 基于 8.1 的沪伦比推算, 最大持仓点位分别对应沪铜 52650 与 46980 点。伦铜期权 10 月合约临近到期, 21 日伦铜大涨的行情下看涨期权持仓量有所缩减, 但整体变化不大, 随伦铜强劲反弹近月合约看涨期权平值至浅虚值附近卖方持仓的对冲效应可能对反弹起到了一定的加速作用, 后续 12 月巨量看涨期权持仓同样值得关注。

图表 9: 伦铜看涨看跌期权持仓比走势



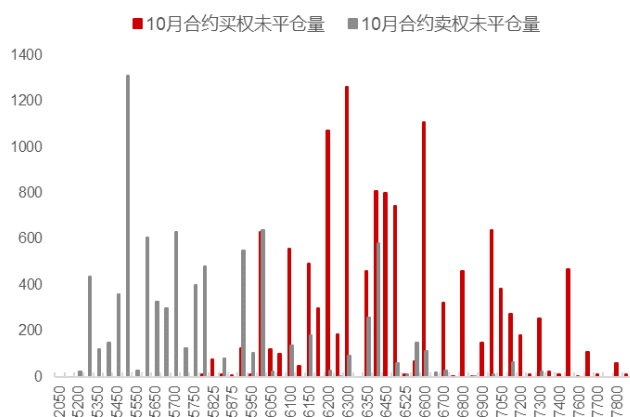
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 10: 伦铜按合约月份看涨看跌期权持仓量



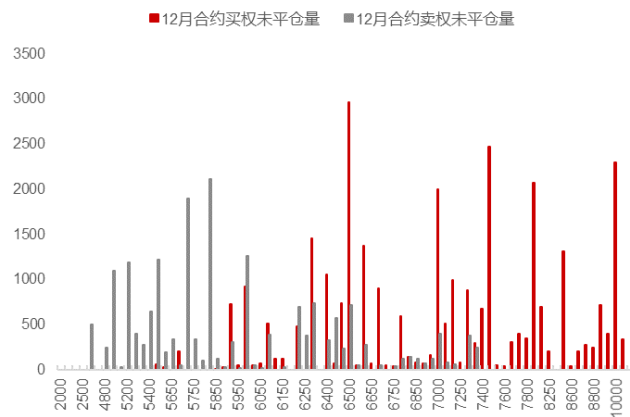
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 11: 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 12: 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

4、投资建议

短期市场看涨预期偏强, 伦铜波动率前一交易日大幅拉升, 料沪铜波动率将走高, 我们推测本周沪铜隐含波动率可能有 1.5% 左右的潜在涨幅, 目标波动率水平 19%-20%。

本周期权投资策略方面, 我们推荐 19% 以下的波动率位置可以布局 1901 合约 51000 附近的多单短线持有, 但需警惕近月合约反弹对 1901 合约影响可能有限不易过分追高, 且伦铜期权远月波动率偏度较高反映市场中长期呈悲观预期。

对于资产多头套保策略, 在目前的波动率水平下, 可考虑将远月套保空单转为 48000 附近虚值看跌期权持有, 目前 48000 看跌期权 Delta 值约为 0.37, 即标的价格上涨 1000 对于期权权利金约损失 370 左右, 在波动率有利的情况下, 选择买入看跌期权套保的方法为反弹保留了上部空间。若本周波动率涨幅较大, 在波动率接近 22% 左右的水平上, 可卖出一部分虚值看涨期权做收益增强。

5、风险提示

伦铜期权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。沪铜期权隐含波动率与伦铜期权差异拉大, 可能由于缺乏近月期权波动率的带动作用, 1901 合约隐含波动率增长不及预期。

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，现在注册资本金为 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