



2017 年商品期权年度报告

华泰期货研究院 量化组

罗剑

量化研究员

☎ 0755-23887993

✉ luojian@htgwf.com

从业资格号: F3029622

投资咨询号: Z0012563

结合基本面观点的场外期权策略设计

期权作为一个复杂且灵活的金融工具,可以将投资者对于市场的任何一种观点转换成相应的策略,无论是看窄幅振荡,还是认为缓涨缓跌,都能通过期权组合实现出来。华泰期货研究院针对各个期货品种,经由基本面分析明确的给出了今后一整年的走势观点,而我们结合各个品种的走势判断和观点周期,制定出了相应的场外期权投资策略。

商品期权运行情况介绍

2017 年两个商品期权上市以来,豆粕期权日均成交量为 1.90 万手(单边,下同),日均持仓量为 11.22 万手;白糖期权日均成交量为 0.79 万手,日均持仓量为 5.63 万手。两个商品期权在成立初期的成交、持仓情况,与上市初期的 50ETF 期权十分相似。因此也有理由相信,伴随着商品期权市场的日趋成熟,交易规则的逐步完善,商品期权的成交活跃度将出现明显的改善。

华泰期货研究院 量化组

杨子江

量化研究员

☎ 0755-23887993

✉ yangzijiang@htfc.com

从业资格号: F3034819

期权指标运行情况分析

波动率,是期权交易最为关注的核心。历史波动率是对标的物过去波动情况的计算,而隐含波动率是对标的物未来波动率的预估,两者在大多数时间保持同步,但是当隐含波动率与历史波动率发生背离时,则是需要投资者重点关注的时点。

PC_Ratio,又称期权成交量(持仓量)看跌看涨比,通过计算每日看跌期权持仓量与看涨期权持仓量的比值,通过期权的持仓比例,可以在一定程度上反映期权市场卖出期权的倾向。

期权事件驱动策略跟踪情况

在市场面临巨大不确定性的时候,不论是现货的实际波动率还是期权的隐含波动率都会出现明显的上升,因此在重大事件结果公布前,通过买入期权做多波动率,是盈亏比相当可观的一个策略。通过买入跨式策略(Long Straddle)和买入宽跨式策略(Long Strangle),在 Delta 中性的情况下暴露正的 Gamma 和 Vega,行情波动加大即可盈利,若市场继续窄幅震荡,平仓出场也仅损失部分期权时间价值。

结合基本面观点的场外期权策略设计

伴随着国内期权市场的飞速发展，越来越多的投资者开始接触期权，并运用期权作为其多元化的价格风险管理工具之一。期权业务快速发展主要归因于两方面。一是专业化的投研团队和个性化的服务水平获得了客户的高度认可。二是期权的灵活性、容错性，以及资金利用的高效性和操作的简便性，为场外期权满足实体经济风险管理需求提供了巨大吸引力。

伴随着 2017 年场外期权的市场需求的井喷，华泰期货的场外期权业务也高速增长——从 2015 年几乎为零的规模，发展至 2017 年超过 900 亿元。为了使期权业务以独立法人形式更加专业化运作，华泰专门设立了专门从事期权业务的风险管理子公司。风险管理公司将围绕服务实体经济，发挥自身的优势和特色，为实体企业提供个性化定制服务，以满足实体企业差异化的服务需求。

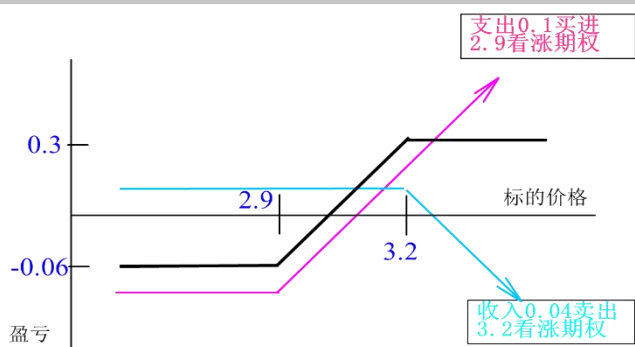
期权交易优势

观点匹配维度：期权作为一个复杂且灵活的金融工具，可以将投资者对于市场的任何一种观点转换成相应的策略，无论是看窄幅振荡，还是认为缓涨缓跌，都能通过期权组合实现出来。

风险偏好维度：期权本身无法让你在一定的风险下取得额外的收益，但可以针对不同投资者的风险偏好以及对资金回撤的要求，既可以设计出高风险、高杠杆、高收益的投资策略，同样也能实现风险可控、收益有限但胜率偏高的交易策略。

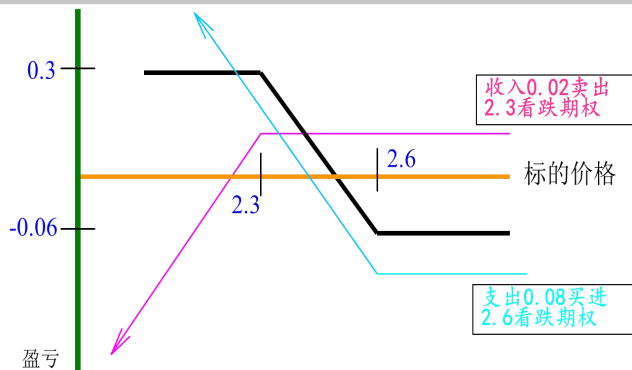
常见的高风险、高收益期权交易策略有：裸买期权、裸卖期权、合成多头、合成空头等。常见的中风险、中收益期权交易策略有：期权备兑组合、垂直价差、跨式（宽跨式）组合等。常见的低风险、低收益期权交易策略有：蝶式组合、铁鹰式组合、日历价差、波动率曲面套利、基差套利等。

图 1： 牛市看涨垂直价差到期收益曲线



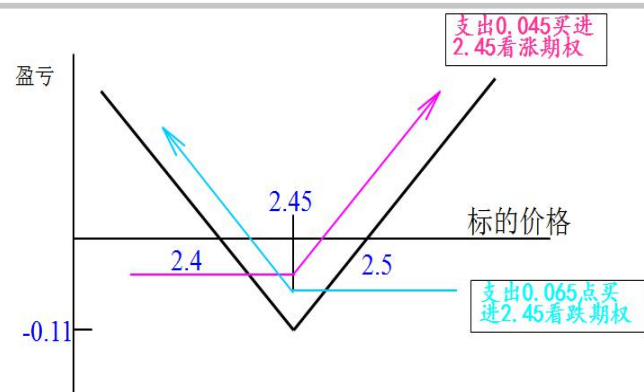
数据来源：华泰期货研究院

图 2： 熊市看跌垂直价差到期收益曲线



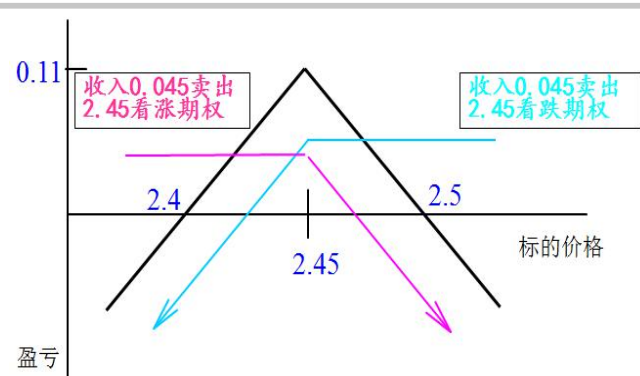
数据来源：华泰期货研究院

图 3： 买入跨式价差组合到期收益曲线



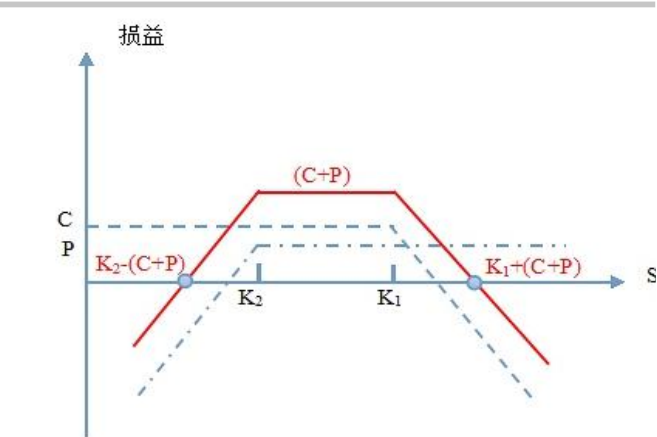
数据来源：华泰期货研究院

图 4： 卖出跨式价差组合到期收益曲线



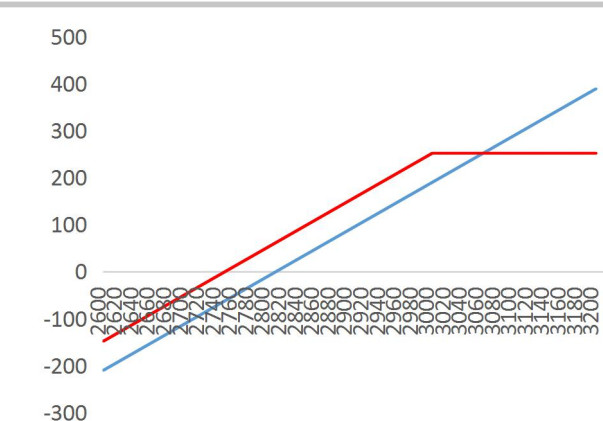
数据来源：华泰期货研究院

图 5： 卖出宽跨式价差组合到期收益曲线



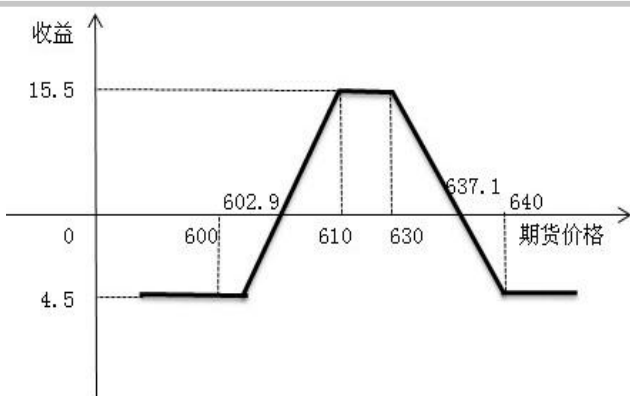
数据来源：华泰期货研究院

图 6： 期权备兑组合到期收益



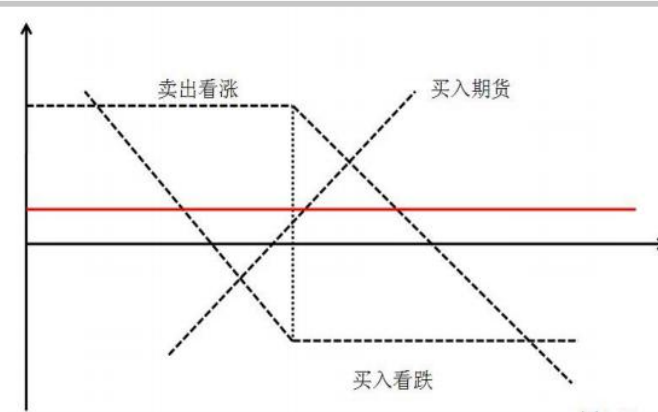
数据来源：华泰期货研究院

图 7： 卖出铁鹰式价差组合到期收益曲线



数据来源：华泰期货研究院

图 8： 期权合成期货基差套利到期收益曲线



数据来源：华泰期货研究院

各品种观点与期权策略

华泰期货研究院针对各个期货品种，明确的给出了今后一整年的走势观点，我们结合各个品种的走势判断和观点周期，制定出了相应的场外期权投资策略。

表格 1：2018 年化工品期货走势观点及期权策略设计

品种名称	2018 年走势观点	观点维持周期	期权策略设计
LL	看缓跌，外盘压着 LL 价格走低，阶段性进口和检修影响价格波动节奏，期价 1 季度高位震荡，2 季度回落，3-4 季度卖出 3 个月到期的 10500 行权价的看涨期权；2 季度根据当时期货价格继续卖出虚值看涨期权。	1 季度高位震荡，2 季度回落，3-4 季度卖出 3 个月到期的 10500 行权价的看涨期权；2 季度根据当时期货价格继续卖出虚值看涨期权。	1 季度高位震荡，2 季度回落，3-4 季度卖出 3 个月到期的 10500 行权价的看涨期权；2 季度根据当时期货价格继续卖出虚值看涨期权。
PP	区间震荡，重心有望抬升，下方 8000 一线支撑偏强，上方空间看需求释放程度，预计 10500 以上有压力，低位做多为主	1 季度高位震荡，2 季度回落，3-4 季度卖出 8000 行权价的看跌期权与 10500 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。3、4 季度卖出虚值看跌期权。	1 季度高位震荡，2 季度回落，3-4 季度卖出 8000 行权价的看跌期权与 10500 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。3、4 季度卖出虚值看跌期权。
MA	看缓跌，如果国外投产落实，则跌幅空间可能打开，倾向于高位空配，区间上沿 3000 一线阻力偏强，下方 2300 左右有一定支撑	1-2 季度累库走弱，3 季度无明显驱动，四季度受供暖季限产，阶段性走强和反弹	1、2 季度卖出 2300 行权价的看跌期权与 3000 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。4 季度卖出虚值看跌期权。
TA	看区间震荡，价格在 5000-6000 震荡，震荡区间上移	一季度累库会比较明显，预计将会压缩加工费，重心下移探底，若下游如期投产，则需求无忧，重心后期可继续向上	卖出 5000 行权价的看跌期权与 6000 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
ZC	500-600 区间波动重心下移	全年	卖出 500 行权价的看跌期权，并买入 600 行权价的看跌期权，形成熊市价差组合。
ru	重心下移，12000-20000 区间震荡	上半年价格偏强，三季度或是年内低点	卖出 2000 行权价的看跌期权与 12000 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。第三季度卖出底部虚值看跌期权。
pvc	5500-7500 区间震荡	年后累库完成之后，或有阶段性的上涨机会	卖出 5500 行权价的看跌期权与 7500 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
BU	2400-2800 区间震荡重心偏下移动	第二季度 5 月份 2500 以下有做多空间，三季度 2800 以上有做空空间	第二季度逢低卖出 2500 行权价的看跌期权，并买入 2300 行权价的看跌期权进行保护，逢高卖出 2800 行权价的看涨期权，并买入 3000 行权价的看涨期权进行保护。

资料来源：华泰期货研究院

表格 2: 2018 年化工品期货走势观点及期权策略设计

品种名称	2018 年走势观点	观点维持周期	期权策略设计
M	维持在 2600-3000 区间振荡	全年	卖出 2600 行权价的看跌期权与 3000 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
RM	维持在 2250-2500 区间振荡	第 2-第 4 季度	第二季度后卖出 2250 行权价的看跌期权与 2500 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
CF	看涨到 20000-21000	第 2-第 3 季度	第二季度至第三季度, 持有 CF 期货多头头寸的同时, 卖出 21000 行权价的看涨期权, 形成期权备兑组合。
SR	先震荡后下跌, 下探最深 5200-5500 元/吨	震荡: 1-2 季度, 下跌 3-4 季度	1-2 季度卖出宽跨组合, 3-4 季度卖出 5200 行权价的看跌期权, 并买入 6000 行权价的看跌期权, 形成熊市价差组合。
C	低位震荡 1600-1850	全年	卖出 1600 行权价的看跌期权与 1850 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
CS	低位震荡 1950-2450	全年	卖出 1950 行权价的看跌期权与 2450 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
JD	叠加季节性规律, 整体重心下移 3800-4800	全年	卖出 4800 行权价的看跌期权与 3800 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
Y	维持在 5200-6500 偏弱震荡	第 2 季度	第二季度卖出 5200 行权价的看跌期权与 6500 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
P	维持在 5000-6400 偏弱震荡	第 2 季度	第二季度卖出 5000 行权价的看跌期权与 6400 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。
OI	维持在 5700-7000 偏弱震荡	第 2 季度	第二季度卖出 5700 行权价的看跌期权与 7000 行权价的看涨期权, 形成卖出宽跨组合。

资料来源: 华泰期货研究院

表格 3: 2018 年黑色系期货走势观点及期权策略设计

品种名称	2018 年走势观点	观点维持周期	期权策略设计
J	看缓涨 2050-2400	1 月	卖出 1 个月期限的 2400 行权价的看涨期权, 并买入 2050 行权价的看涨期权, 形成牛市价差组合。
JM	看缓涨 1250-1400	1 月	卖出 1 个月期限的 1250 行权价的看涨期权, 并买入 1400 行权价的看涨期权, 形成牛市价差组合。
J	看大跌 2400-1800	3-7 月	3-7 月买入 1900 行权价的看跌期权
JM	看大跌 1400-1150	3-7 月	3-7 月买入 1200 行权价的看跌期权

J	宽幅振荡 2000-2400	8-12 月	8-12 月卖出 2000 行权价的看跌期权与 2400 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
JM	宽幅振荡 1150-1400	8-12 月	8-12 月卖出 1150 行权价的看跌期权与 1400 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
RB	维持在 3200-4800 区间振荡	全年	滚动卖出 3200 行权价的看跌期权与 4800 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
HC	看跌到 2700	全年	滚动卖出平值行权价看跌期权，并买入 2700 行权价看跌期权，构建熊市看跌期权。
I	维持在 350-650 区间振荡	全年	滚动卖出 350 行权价的看跌期权与 650 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。

资料来源：华泰期货研究院

表格 4：2018 年贵金属及股债期货走势观点及期权策略设计

品种名称	2018 年走势观点	观点维持周期	期权策略设计
AU	缓涨至 300(AU(T+D),期货+1~3 升水)	1 季度	第 1 季度买入平值看涨期权，卖出 300 行权价看涨期权，形成牛市价差组合。
	区间震荡 270-300(AU(T+D),期货+1~3 升水)	2 季度	第 2 季度卖出 270 行权价的看跌期权与 300 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
	缓涨至 320(AU(T+D),期货+1~3 升水)	3-4 季度	第 3、4 季度买入 300 行权价看涨期权，卖出 320 行权价看涨期权，形成牛市价差组合。
AG	缓涨至 4500(AG(T+D),期货+40~80 升水)	1 季度	第 1 季度买入平值看涨期权，卖出 4500 行权价看涨期权，形成牛市价差组合。
	宽幅震荡 3500-4500(AG(T+D),期货+40~80 升水)	2 季度	第 2 季度卖出 3500 行权价的看跌期权与 4500 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
	缓涨至 5000(AG(T+D),期货+40~80 升水)	3-4 季度	第 3、4 季度买入 4500 行权价看涨期权，卖出 5000 行权价看涨期权，形成牛市价差组合。
TF	看跌 94.5-95.0	第 1-第 2 季度	第 1、2 季买入平值行权价看跌期权，并卖出 94.5 行权价看跌期权，构建熊市看跌期权。
T	看跌 90.0-91.0	第 1-第 2 季度	第 1、2 季买入平值行权价看跌期权，并卖出 90.0 行权价看跌期权，构建熊市看跌期权。
IF	看涨 4500-4800	全年	持有期货多头并滚动卖出 4500-4800 行权价看涨期权，形成备兑看涨组合。
IH	看涨 3200-3400	全年	持有期货多头并滚动卖出 3200-3400 行权价看涨期权，形成备兑看涨组合。
IC	维持在 6300-6700 区间振荡	全年	滚动卖出 6300 行权价的看跌期权与 6700 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。

资料来源：华泰期货研究院

表格 5：2018 年基本金属期货走势观点及期权策略设计

品种名称	2018 年走势观点	观点维持周期	期权策略设计
cu	看涨，低点不超过 48000 元/吨	全年	卖出 48000 行权价的看跌期权，并买入 46000 行权价看跌期权进行保护。
ni	看涨，低点不超过 85000 元/吨	全年	卖出 85000 行权价的看跌期权，并买入 80000 行权价看跌期权进行保护。
al	看涨，低点不超过 14000 元/吨	全年	卖出 14000 行权价的看跌期权，并买入 13500 行权价看跌期权进行保护。
zn	看震荡，低点不超过 2 万，高点不超过 3 万	全年	滚动卖出 20000 行权价的看跌期权与 30000 行权价的看涨期权，形成卖出宽跨组合。
sn	看涨，低点不超过 13.5 万	全年	卖出 13.5 万行权价的看跌期权，并买入 13 万行权价看跌期权进行保护。

资料来源：华泰期货研究院

商品期权运行情况介绍

2017 年上半年豆粕期权和白糖期权携手上市，加上已经成熟运行了两年多的 50ETF 期权，国内目前已有三种场内期权可供广大投资者交易。豆粕期权和白糖期权作为商品期权，与 50ETF 期权的合约规则以及交易逻辑仍有不小的差别，商品期权的标的物为商品期货，而 50ETF 期权的标的物则为股票，除此之外，目前国内上市的这两只商品期权属于美式期权，可以在到期日前任意交易时间选择行权，相比属于欧式期权的 50ETF 期权，对于期权买方更为便捷，可在市场有利时随时获得期货头寸。

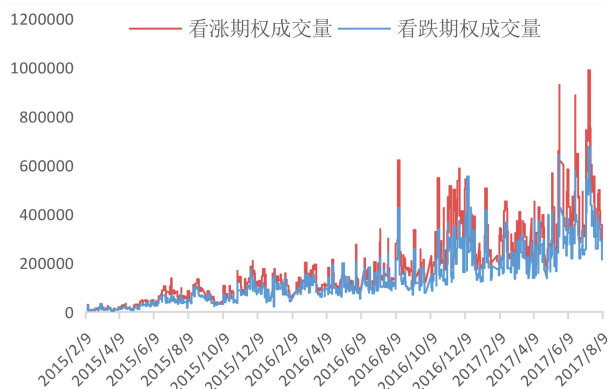
商品期权持仓限额大幅放开

2017 年 9 月 15 日，大商所将豆粕期权合约中所有看涨期权的买持仓量和看跌期权的卖持仓量之和、看跌期权的买持仓量和看涨期权的卖持仓量之和，从 200 手的持仓限制调整为 2000 手。郑商所同样将按单边计算的白糖期权合约投机持仓限额由 200 手调整为 2000 手，投机、套利与套期保值期权持仓之和，不得超过白糖期权合约投机持仓限额的 3 倍。

在本次持仓限额放开前，豆粕期权单边持仓限额仅 300 手，白糖期权单边持仓限额仅 200 手，根据持仓名义金额计算，两者共同容纳的名义金额仅 2000 万元左右。而此次商品期权持仓限额的大幅放开，反映自上市以来 5 个多月的时间，商品期权市场运行平稳，定价有效合理，推动了产业客户和机构客户的进一步入场，带动市场容量和成交活跃度都将出现显著改善。

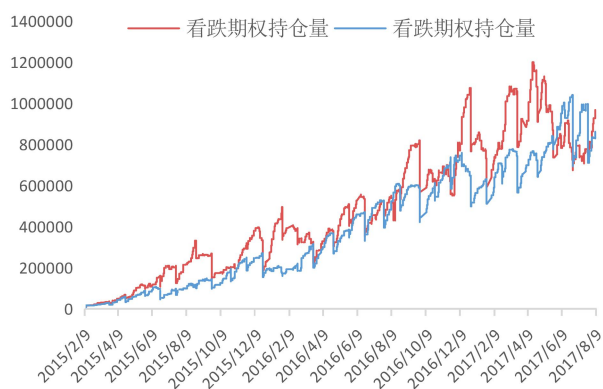
反观上市近3年的50ETF期权，在上市初期同样经历十分严格的持仓限制，起初单个投资者（含个人投资者、机构投资者以及期权经营机构自营业务）的权利仓持仓限额为20张，总持仓限额为50张，单日买入开仓限额为100张。而目前50ETF期权持仓限额为权利仓持仓限额为5000张，义务仓持仓限额为5000张，总持仓限额为1万张。与持仓限额的逐步放开相对应，50ETF期权的成交量和持仓量均出现了十分显著的增长。

图 9： 上市以来 50ETF 期权成交量变动（张）



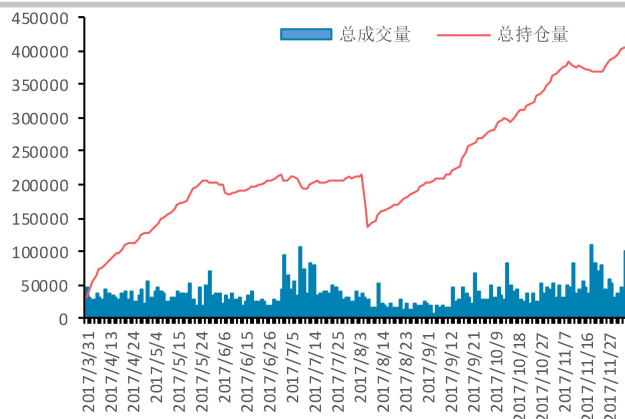
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 上市以来 50ETF 期权持仓量变动（张）



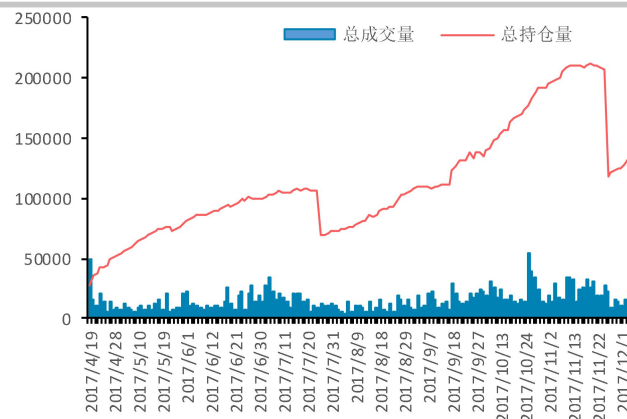
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 上市以来豆粕期权成交量、持仓量变动（手）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 上市以来白糖期权成交量、持仓量变动（手）

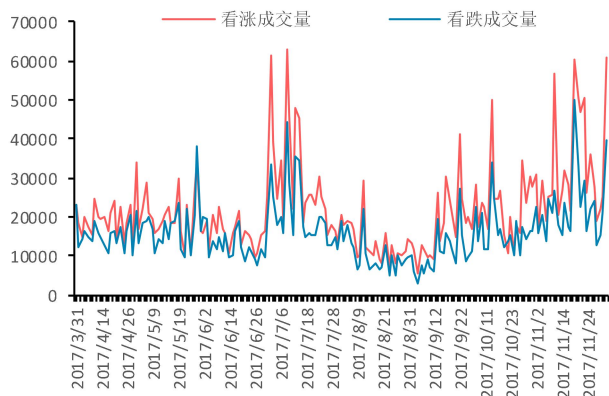


数据来源：Wind 华泰期货研究院

期权成交活跃度与日俱增

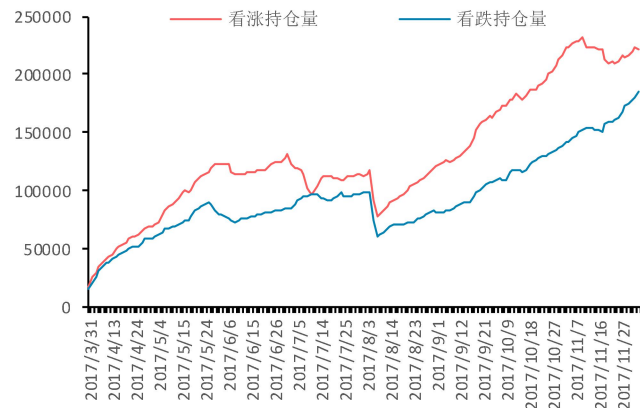
2017年两个商品期权上市以来，豆粕期权日均成交量为1.90万手（单边，下同），日均持仓量为11.22万手；白糖期权日均成交量为0.79万手，日均持仓量为5.63万手。白糖期权与豆粕期权分别在7月底、8月初以及11月底、12月初出现两次持仓量的向下大幅调整，主要是由于主力月份期权合约到期而导致，属于正常现象。

图 13： 上市以来豆粕期权成交量变动（手）



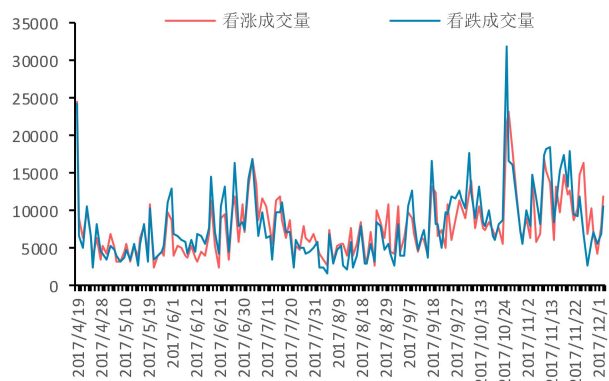
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 上市以来豆粕期权持仓量变动（手）



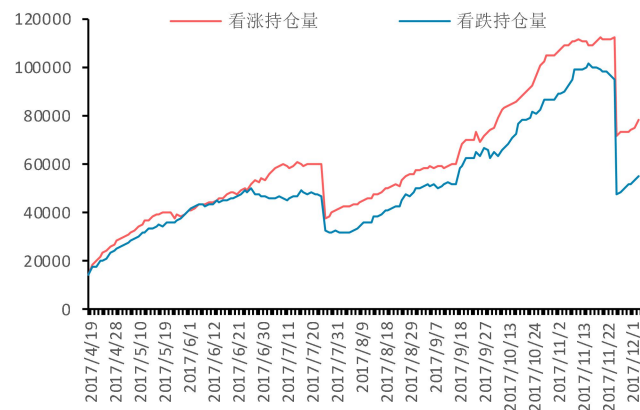
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 上市以来豆粕期权成交量、持仓量变动（手）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 上市以来白糖期权成交量、持仓量变动（手）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

对于豆粕期权而言，市场参与者倾向于对看涨期权进行交易，从图 13 和图 14 可以观察到，无论是成交量还是持仓量，看涨期权在大多数时间都要显著高于看跌期权。白糖期权的看涨期权持仓量长时间高于看跌期权，但在成交量上看涨期权和看跌期权相对接近。

两个商品期权在成立初期的成交、持仓情况，与上市初期的 50ETF 期权十分相似。因此也有理由相信，伴随着商品期权市场的日趋成熟，交易规则的逐步完善，商品期权的成交活跃度将出现明显的改善。

期权指标运行情况分析

隐含波动率是将期权价格代入权证理论价格模型，反推出来的波动率数值，相比历史波动率，隐含波动率具有一定的前瞻性，往往在标的物价格出现较大波动前，隐含波动率会显著上升的情况。

通过观察隐含波动率与历史波动率的运动轨迹，对期货与期权的投资者都有着非常重要的意义。波动率作为期权交易最核心的要素，通过分析豆粕期权市场在不同行权价的隐含波动率分布情况、波动率的期限结构，并结合波动率锥和波动率曲面，可更加深入的剖析期权市场参与者对于标的未来走势的判断。

隐含波动率反映未来价格波动的预期

历史波动率是对标的物过去波动情况的计算，而隐含波动率是对标的物未来波动率的预估，两者在大多数时间保持同步，但是当隐含波动率与历史波动率发生背离时，则是需要投资者重点关注的时点。

当标的物行情平淡而隐含波动率不断走高，往往预示着标的物未来行情波动即将加剧；而当标的物价格走出小幅趋势行情，但隐含波动率却背离向下运动时，反映市场参与者认为此次标的物的涨跌难成大势，可作为拐点的判断依据之一。

图 17： 豆粕价格与隐含波动率对比 (%) (元/吨)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18： 白糖价格与隐含波动率对比 (%) (元/吨)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

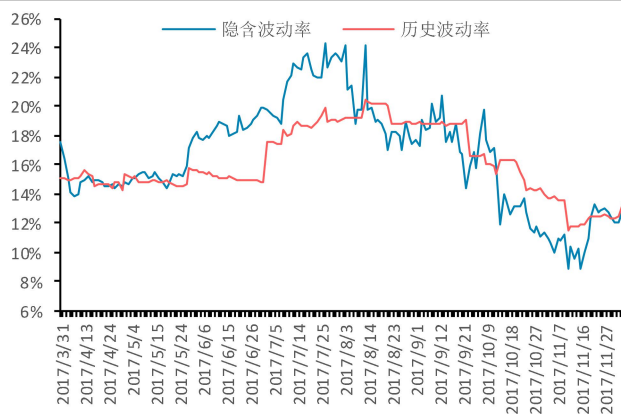
以豆粕为例，市场预期于9月12日夜公布的USDA月度供需报告数据会对豆粕期货盘面价格产生显著影响，因此在报告公布前，豆粕期货仍处于窄幅振荡的时候，豆粕期权的隐含波动率就已经提前上行。自8月31日至9月12日，豆粕期货60日历史波动率一直维持在18.8%的水平，而豆粕平值期权隐含波动率则从17.12%上升到了19.25%。在9月13日

开盘后，由报告公布产生的波动预期兑现，M1801 价格下行近 1%，盘面波动加剧但此时隐含波动率反而大幅走低至 18.57%，据此我们便得出豆粕下行空间有限的判断。这就是十分典型的通过分析历史波动率与隐含波动率的背离现象判断标的物价格走势的方法。

隐含波动率与历史波动率的均值回归

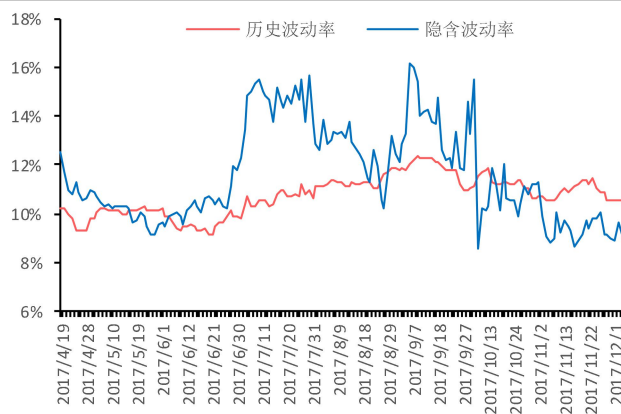
除了通过以时间序列的方式观察隐含波动率变动来对标的物的价格走势进行判断，还可以通过观察某一时点同一标的物不同行权价的期权合约隐含波动率的分布情况，同样可以观察市场情绪的偏向。

图 19： 豆粕看涨期权隐含波动率 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 豆粕看跌期权隐含波动率 (%)



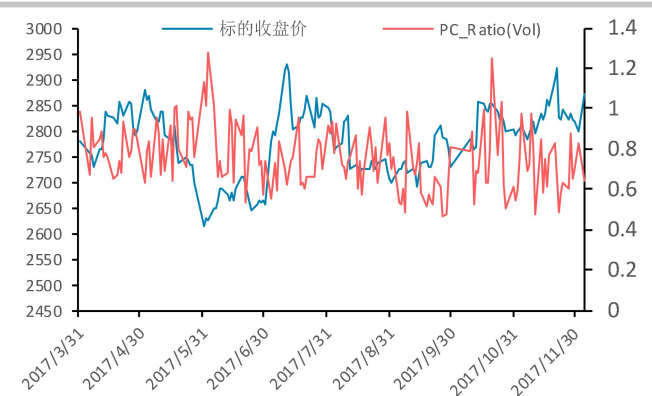
数据来源：Wind 华泰期货研究院

期权的价格并不能真正反映这份合约的价值，真正反映期权“便宜”还是“昂贵”的是每个合约对应的隐含波动率，熟悉股票的投资者可以将隐含波动率理解为对期权的“估值”。观察 9 月 13 日与 9 月 14 日豆粕看涨期权与看跌期权隐含波动率的变动即可发现，看涨期权的隐含波动率整体出现了小幅的下移，而看跌期权隐含波动率几乎没有变动，说明看涨期权相对变得“便宜”了，而变得相对便宜的理由则是来源于期权市场参与者对于未来标的物上涨的行情并不看好，卖出看涨期权的力度加强，导致看涨期权隐含波动率下降，反映出相对悲观的情绪。

期权隐含波动率与标的物的历史波动率之间的差值，同样也是需要十分关注的期权指标。例如，当期权隐含波动率升高而显著高于历史波动率时，反映期权市场参与者一致形成未来波动率将会提升的预期，此时通过买入期权做多波动率则需要花费更多的成本，而当隐含波动率低于当前历史波动率时，则反映市场参与者对于未来标的物波动缩小的观点。通过观察隐含波动率与历史波动率之间的差值，可作为波动率方向交易的参照之一。

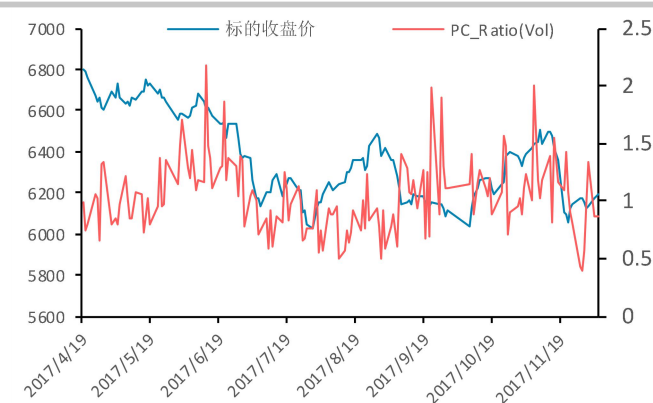
PC_Ratio：市场情绪监控指标

图 21： 豆粕价格与成交量 PC_Ratio 的对比（元/吨）



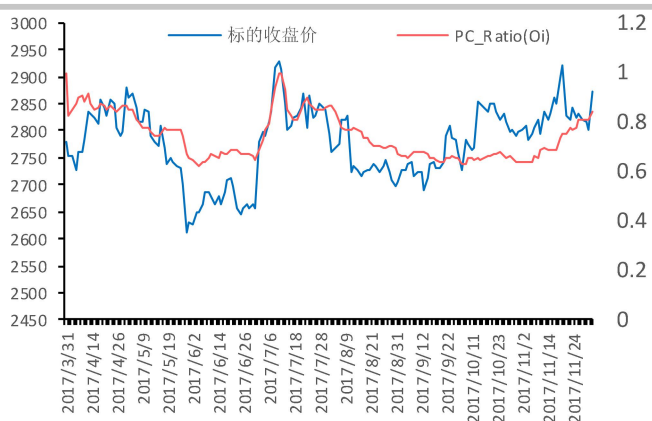
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22： 白糖价格与成交量 PC_Ratio 的对比（元/吨）



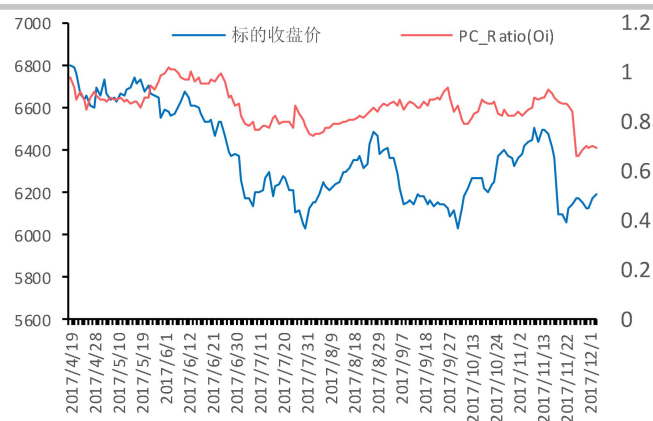
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23： 豆粕价格与持仓量 PC_Ratio 的对比（元/吨）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24： 白糖价格与持仓量 PC_Ratio 的对比（元/吨）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

PC_Ratio_Vol，又称期权成交量看跌看涨比，通过计算每日看跌期权成交量与看涨期权成交量的比值，可以在一定程度上反映期权市场参与者的情绪偏向。当 PC_Ratio_Vol 急剧升高时，说明市场参与者倾向交易看跌期权，往往表示其短期内看空标的物的态度；而当 PC_Ratio_Vol 维持在低位时，反映市场参与者倾向于交易看涨期权，短期情绪偏多。

PC_Ratio_Oi，又称期权持仓量看跌看涨比，通过计算每日看跌期权持仓量与看涨期权持仓量的比值，通过期权的持仓比例，可以在一定程度上反映期权市场卖出期权的倾向。当 PC_Ratio_Oi 急剧升高时，说明市场参与者倾向卖出看跌期权，往往表示其对标的物看多的观点；而在 PC_Ratio_Oi 不断走低的过程时，则反映市场参与者倾向于卖出看涨期权，情绪偏向空头。

期权事件驱动策略跟踪情况

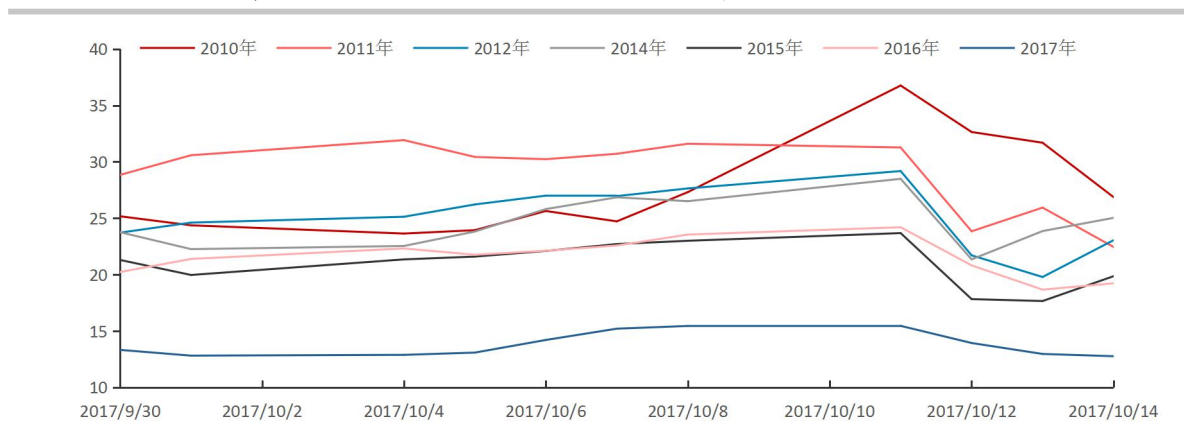
策略逻辑

在市场面临巨大不确定性的时候，不论是现货的实际波动率还是期权的隐含波动率都会出现明显的上升，因此在重大事件结果公布前，通过买入期权做多波动率，是盈亏比相当可观的一个策略。以美国农业部每月公布的 USDA 月度供需报告为例，在数据公布前通过买入跨式策略（Long Straddle）和买入宽跨式策略（Long Strangle），在 Delta 中性的情况下暴露正的 Gamma 和 Vega，行情波动加大即可盈利，若市场继续窄幅震荡，平仓出场也仅损失少量期权时间价值。

而当波动预期落地之后，波动率利空出尽，若隐含波动率出现显著的回调，这时候则是做空波动率的大好时机，与做多波动率相反，此时通过卖出跨式组合或卖出宽跨式组合，可收获 Theta 带来的时间价值和 Vega 带来的波动率下降的收益。

此时策略风险主要来源于标的资产的波动率增加，日内单边强趋势会使不加止损的卖出期权组合产生巨幅的亏损，因此盘中的及时止损十分关键。但由于虚值合约流动性不够，且单边趋势发生时，价格变动将极快，往往会需要比实际止损比例更大的成本进行平仓。

图 25： 美豆于各年份 12 月 USDA 供需报告前后隐含波动率变化情况（%）



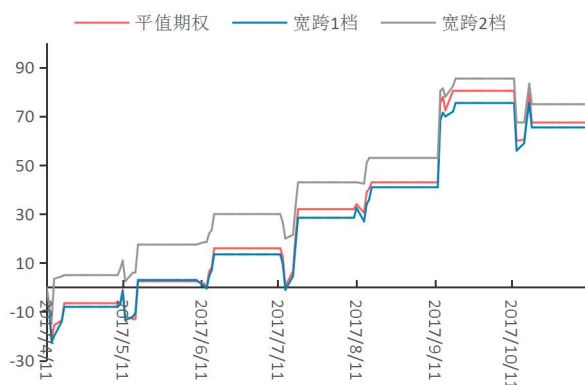
数据来源：Wind 华泰期货研究院

策略回测结果

在每个月 USDA 供需报告发布前一天收盘，分别选用卖出跨式、宽跨 1 档、宽跨 2 档做空隐含波动率，持仓 5 日，未进行 delta 对冲的简易测试结果。选用宽跨 2 档策略收益最好，共交易 8 次，获利 7 次，累计收益约为 12.91%，年化收益为 19.37%。收益曲线如图 25 所示（本金为卖出期权占用保证金）

而在每个月 USDA 供需报告发布前两天收盘买入跨式期权，报告发布前一天平仓，仅持仓一天来做多隐含波动率，未进行 delta 对冲的简易测试结果。共交易 8 次，获利 8 次，累计收益约为 20%，年化收益为 30%。（本金为期权权利金，买入期权无需保证金）

图 26： USDA 报告做空波动率策略回测结果（元）



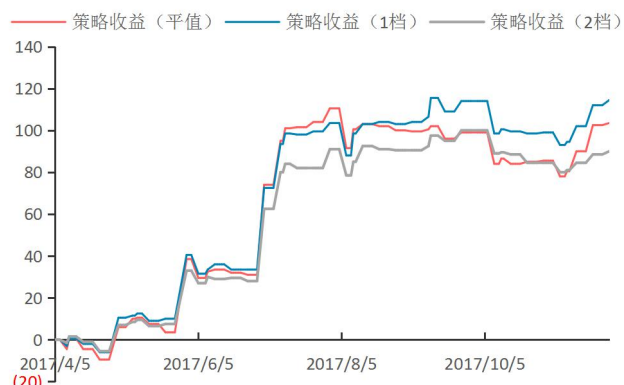
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27： USDA 报告做多波动率策略回测结果（元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 28： 周末做多波动率策略回测结果（元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29： 策略组合回测结果（元）



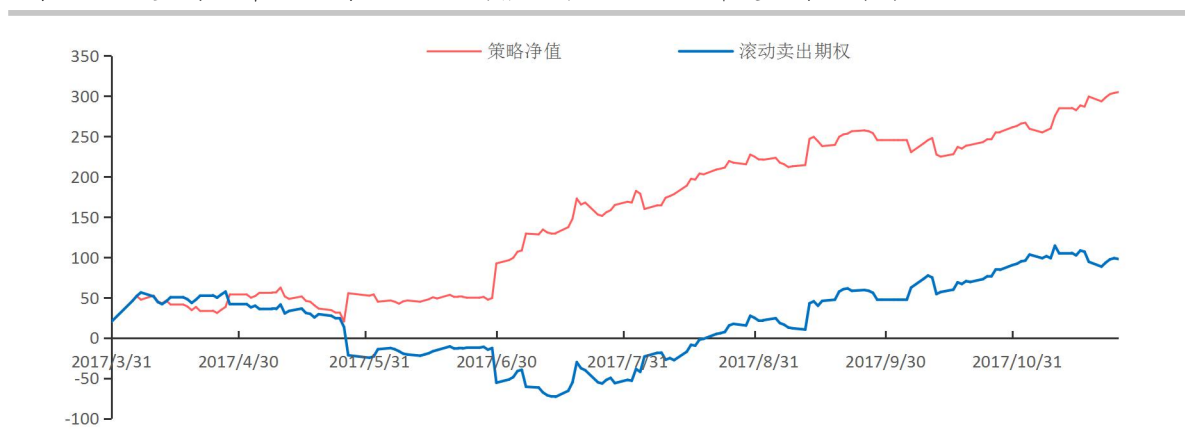
数据来源：Wind 华泰期货研究院

除了每月公布的 USDA 月度供需报告，还有每周公布的 USDA 作物生长进度报告，对美豆和连粕盘面价格也会有一定程度的影响，而且对于易受天气炒作的农产品而言，周末休市期间影响供需的因素并不会休息（如极端天气、久旱逢雨等）。

交易方式选择周五收盘买入跨式、宽跨式期权，周一收盘卖出，仅持有一个交易日来做多波动率，未进行 delta 对冲的测试结果如图 27 所示。测试结果得到交易宽跨 1 档的期权效果最好，自大商所豆粕期权上市以来共交易 40 次，获利 26 次，胜率为 65%，以权利金作为本金，收益率可达 60%。

将周末做多波动率策略结合 USDA 月度策略，分别在周五和 USDA 报告公布前做多隐含波动率（买入跨式、宽跨式期权组合），其余时间做空隐含波动率（卖出跨式、宽跨式期权组合），将交易费用为单边 10 元/组。测试结果显示，交易宽跨 1 档期权策略收益最佳。

图 30： 美豆于各年份 12 月 USDA 供需报告前后隐含波动率变化情况（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

考虑到策略的绝大多数时间以卖出期权作为其主要的交易方式，因此将策略净值与滚动卖出宽跨式期权组合净值进行对比，可以观察到，结合了对事件判断的综合策略要显著优于滚动卖出宽跨式期权组合。因此我们可以得出结论，对于豆粕这类市场供需相对透明，且市场定价较为理智的国际定价品种，结合相关事件去进行波动率交易，是存在获得超额收益的空间的。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com