

减缓“恐高”的原油期权策略

2022年3月4日 星期五

兴证期货·研发中心

内容提要

俄乌冲突以来，全球能源类商品价格连续大涨，国际原油创下近八年新高，在供需基本面偏紧与地区战争驱动的双重作用下，原油价格支撑力度强，如果俄乌争端持续发酵，价格还有进一步上行的可能。

处在历史级别高位的原油价格，令有想法做多的投资者产生“恐高”情绪。本文从期权角度介绍一种可以减缓“恐高”情绪的策略：合成零成本多头策略。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

周立朝

从业资格编号：F03088989

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

报告目录

1. 原油期货主力合约行情.....	3
2. 原油期货波动率结构.....	4
3. 当前期权策略观点.....	6

图表目录

图表 1: 国内原油主力合约走势.....	3
图表 2: 国际布伦特原油期货走势.....	3
图表 3: 国内原油历史波动率.....	4
图表 4: 原油历史波动率锥.....	5
图表 5: 原油期货隐波走势.....	5
图表 6: 原油期货策略观点.....	6
图表 7: 合成零成本多头到期损益.....	6
图表 8: 原油期货报价界面.....	7

1. 原油期货主力合约行情

自俄乌局势胶着以来，市场对资源品紧缺的预期升温，大宗商品价格攀升。截至北京时间3月3日上午，国内原油期货涨停，收于719.9元/桶，单日涨幅11%，创下国内原油挂牌以来的新高。国际上，布油期货主力合约升至116美元/桶以上，创下近八年多新高。近期商品价格普涨属于市场“应激性反应”。未来不排除出现欧洲能源危机加剧、供应链风险凸显等连锁反应。从中长期看，更应关注供需基本面变化。

随着俄罗斯遭受经济制裁，市场普遍担忧俄原油在运输、结算等方面的风险。俄罗斯对全球能源市场举足轻重。金联创数据显示，俄罗斯的石油、天然气出口量分别占全球石油、天然气出口总量的12%和21%。国际能源署数据显示，2021年俄罗斯日均原油产量为1078万桶，仅次于美国的日均1119万桶，在全球原油产量份额中占到了10%。

图表 1：国内原油主力合约走势



图片来源：博易大师，兴证期货研发部

图表 2：国际布伦特原油期货走势

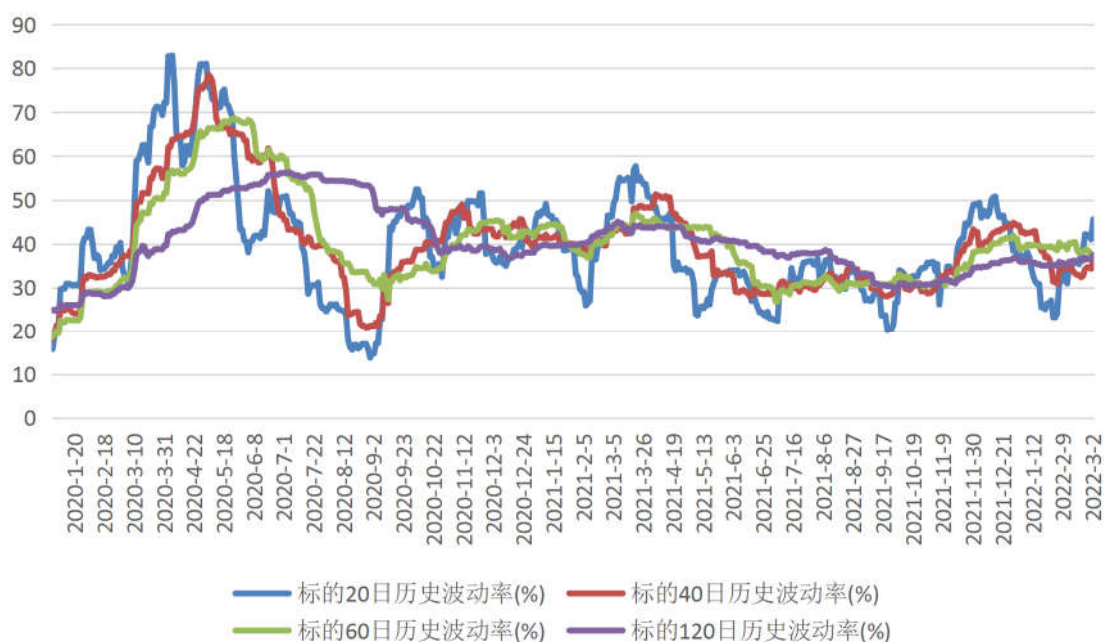


图片来源：wind，兴证期货研发部

2. 原油期货波动率结构

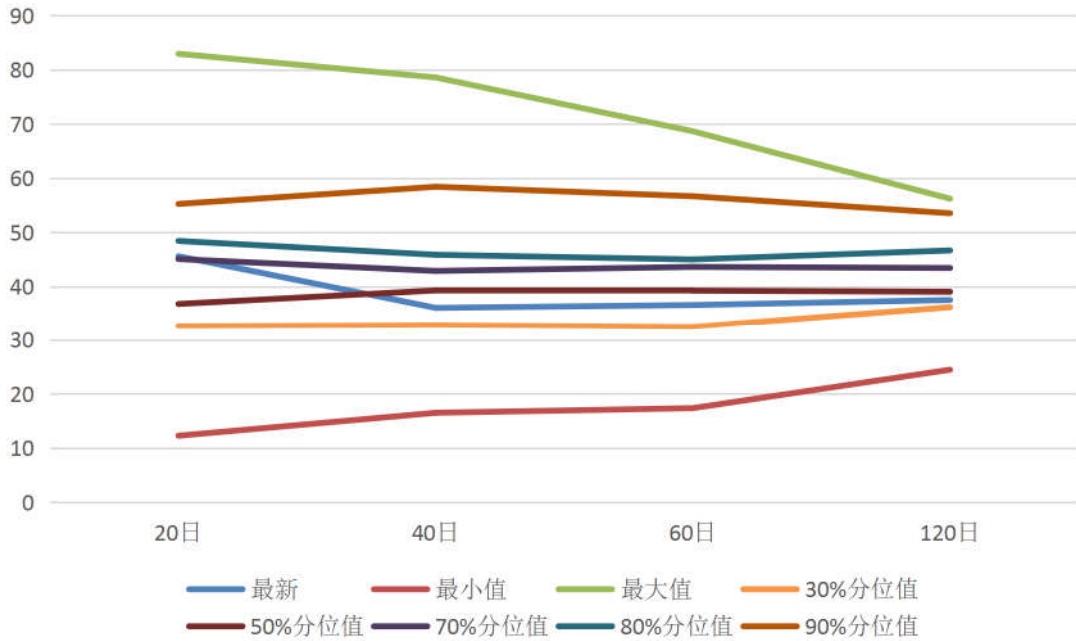
国内原油历史波动率升波迹象显著，短周期 20 日周期的历史波动率快速拉升，120 日周期历史波动率曲线呈缓慢上升趋势。不同周期升波趋势共振。在历史波动率锥中，20 日周期波动率数值处在近两年的 70%分位数附近，60 日、120 日周期历史波动率处在 30%至 50%分位数之间。乌克兰事件刺激短线升波行情，欧美制裁俄罗斯引起原油及众多大宗商品供需端的失衡，传导至中长周期。期权隐含波动率的反映比历史波动率更加剧烈，隐波与历史波动率的波差走阔，后市保持着强烈的升波预期，结合当前国际环境因素，高波动率或将成为接下来的主旋律。

图表 3：国内原油历史波动率



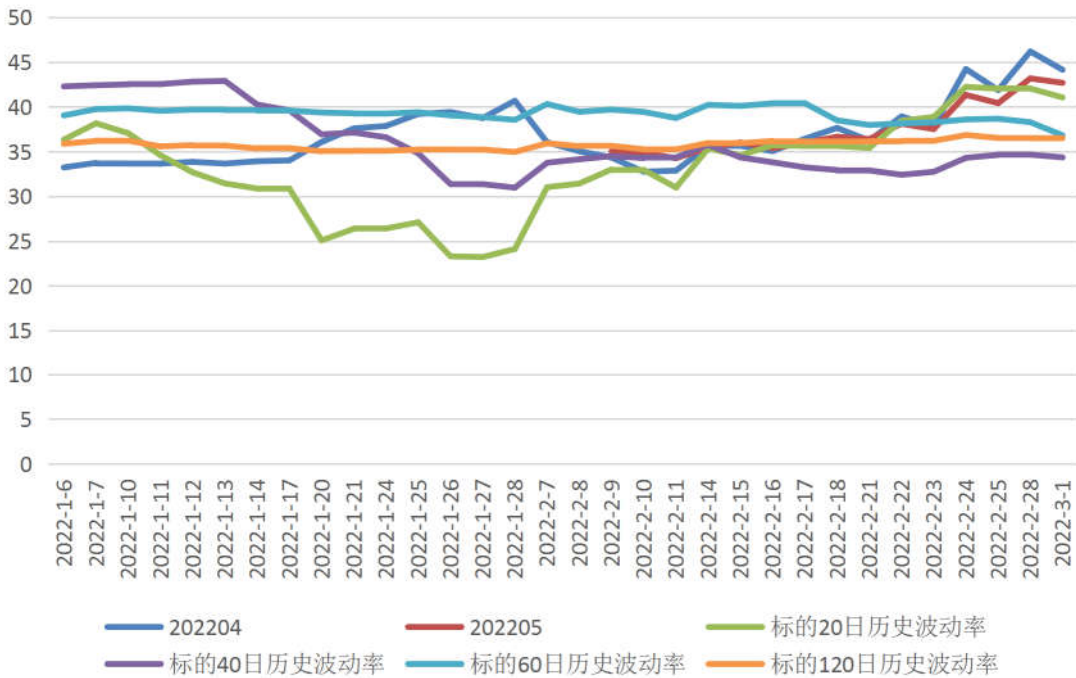
图片来源：wind，兴证期货研发部

图表 4：原油历史波动率锥



图片来源：wind，兴证期货研发部

图表 5：原油期权隐波走势



图片来源：wind，兴证期货研发部

3. 当前期权策略观点

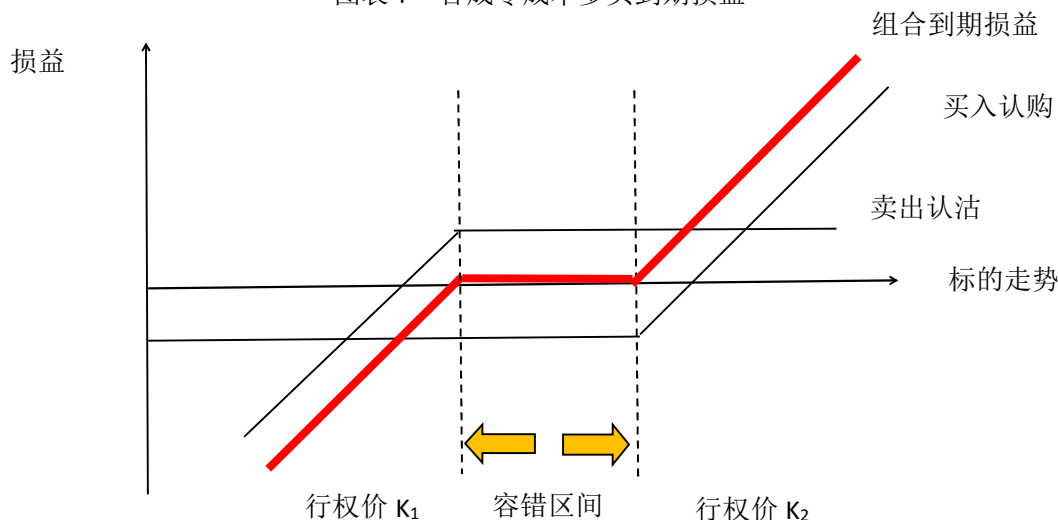
乌克兰局势复杂多变，俄乌两国谈判进程并非一帆风顺，在供应基本面偏紧与地区战争事件驱动的双重作用下，成为支撑国际市场能源类商品价格上升的重要因素，原油价格或有进一步上行可能，伴随着价格波动加剧。基于原油价格上行与波动率上升的背景下，可以关注合成零成本多头策略。

合成零成本多头组合。基于原油价格强支撑的判断，组合消除了隐含波动率与时间价值的负面影响，而且具有一定的容错率，不影响大涨时的收益空间。如果后市原油调整未跌破看跌期权的行权价，则看跌期权的权利金收入可冲抵看涨期权的权利金支出。

图表 6：原油期权策略观点

	优点	缺点
合成零成本多头	消除了隐波与时间价值的负面影响，与期货多头相比，有一定区间的容错率	基于下方强支撑判断，如果后市发生反转连续大跌行情，策略风险敞口暴露

图表 7 合成零成本多头到期损益



当前国内原油价格在 700 元附近，合成零成本多头策略可以选择买入高于 730 元行权价的看涨期权，同时再卖出低于 680 元行权价的看跌期权，使得买看涨的权利金支出接近卖看跌的权利金收入，在两个合约行权价之间为容错区间。

图表 8：原油期权报价界面

风险 信息 合约选择: 原油 2204(11天) 标的: sc2204 最新: 713.6 涨跌: 26.8 幅度%: 3.90 成交量: 197044 持仓量: 38188																
仓差	持仓量	成交量	涨跌	内在价值	期权理论价值	时间价值	最新	购<行权价格>沽	最新	时间价值	期权理论价值	内在价值	涨跌	成交量	持仓量	仓差
0	33	0	—	193.60	193.4240	—	—	520.0	0.00	0.00	0.0000	—	0.20	17	396	—
-1	58	6	14.55	183.60	183.4338	—	172.15	530.0	0.85	0.85	0.0000	—	0.00	18	304	—
2	38	4	7.15	173.60	173.4429	—	155.15	540.0	1.50	1.50	0.0000	—	0.25	48	283	—
0	56	2	11.95	163.60	163.4521	—	150.45	550.0	1.90	1.90	0.0002	—	0.15	507	650	4
-4	46	7	7.85	153.60	153.4615	—	137.05	560.0	2.50	2.50	0.0006	—	0.05	90	432	—
1	141	13	17.05	143.60	143.4719	—	137.10	570.0	3.35	3.35	0.0018	—	0.05	119	335	2
-3	89	10	16.60	133.60	133.4845	—	127.70	580.0	3.70	3.70	0.0054	—	-0.65	134	200	2
-14	216	84	7.15	123.60	123.5029	—	109.60	590.0	4.25	4.25	0.0147	—	-1.40	275	421	-5
-4	105	34	15.85	113.60	113.5342	—	109.90	600.0	5.50	5.50	0.0370	—	-1.75	775	645	12
-2	133	12	24.70	103.60	103.5927	7.10	110.70	610.0	8.00	8.00	0.0865	—	-1.25	232	265	-6
-24	151	82	16.00	93.60	93.7032	0.70	94.30	620.0	7.70	7.70	0.1879	—	-3.85	620	365	-
-3	270	56	9.15	83.60	83.9064	—	80.15	630.0	10.35	10.35	0.3821	—	-3.85	218	91	1
-85	292	186	20.95	73.60	74.2630	11.40	85.00	640.0	12.50	12.50	0.7296	—	-4.75	234	137	—
-207	180	330	9.05	63.60	64.8563	2.90	66.50	650.0	12.90	12.90	1.3139	—	-7.80	302	111	1
-121	212	286	-2.30	53.60	55.7914	—	49.05	660.0	17.10	17.10	2.2399	—	-7.45	148	83	—
-22	116	94	13.20	43.60	47.1894	15.30	58.90	670.0	13.00	19.00	3.6289	—	-3.85	109	68	—
3	110	30	11.90	33.60	39.1771	18.80	52.40	680.0	20.95	20.95	5.6075	—	-12.75	187	80	3
-8	159	107	14.90	23.60	31.8734	27.00	50.60	690.0	26.20	26.20	8.2947	—	-12.70	156	64	2
-161	210	464	15.35	13.60	25.3744	33.00	46.60	700.0	32.00	32.00	11.7867	—	-12.45	151	53	—
5	55	118	14.00	3.60	19.7416	37.75	41.35	710.0	38.70	38.70	16.1449	—	-11.80	123	41	3
83	152	307	16.30	—	14.9945	40.05	40.05	720.0	46.55	40.15	21.3887	6.40	-10.40	76	52	2
10	48	96	13.65	—	11.1091	34.15	34.15	730.0	52.45	36.05	27.4943	16.40	-11.25	17	13	—
6	30	64	2.40	—	8.0232	20.05	20.05	740.0	58.85	30.45	34.3993	26.40	-14.00	8	5	—
-3	60	130	5.75	—	5.6462	20.95	20.95	750.0	70.80	34.40	42.0132	36.40	-7.55	12	11	—
8	406	1246	11.60	—	3.8706	24.55	24.55	760.0	72.15	25.75	50.2286	46.40	-13.95	13	11	—
33	33	53	11.70	—	-1.0000	21.60	21.60	770.0	78.40	22.00	-1.0000	56.40	-14.70	2	2	—
26	26	54	11.25	—	-1.0000	19.55	19.55	780.0	86.90	20.50	-1.0000	66.40	-14.55	2	2	—
17	17	47	8.35	—	-1.0000	15.30	15.30	790.0	83.15	6.75	-1.0000	76.40	-26.95	1	1	—
26	26	76	8.75	—	-1.0000	14.50	14.50	800.0	101.75	15.35	-1.0000	86.40	-17.15	2	2	—
17	17	51	7.70	—	-1.0000	12.40	12.40	810.0	110.05	13.65	-1.0000	96.40	-17.85	2	2	—
46	46	115	8.75	—	-1.0000	12.65	12.65	820.0	118.55	12.15	-1.0000	106.40	-18.50	2	2	—
326	326	975	9.50	—	-1.0000	12.70	12.70	830.0	125.70	9.30	-1.0000	116.40	-20.65	2	2	—

数据来源：博易大师，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。