

## 沪铜期权对冲策略

2022年6月23日 星期四

兴证期货·研发中心

### 内容提要

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

美联储主席鲍威尔发表“永远不会排除任何幅度的加息，不排除美联储将利率提高到足以导致经济衰退水平”。强鹰信号以及市场对于全球经济衰退的悲观预期，利空大宗商品价格。近半个月以来，铜价下跌至2021年以来的低点附近，基本面与技术面均面临着破位下跌的风险。

沪铜期权PCR值走高，空头情绪上扬，波动率拐点出现，隐含波动率连续拉升，升波预期强烈。在当前位置，沪铜指数波动率上升，仓位风险收益放大。因此，无论是铜期货多头、铜现货还是铜期货空头仓位，都可以发挥铜期权保险策略或者领口策略的对冲效果。

## 报告目录

1. 美强加息预期，铜价现调整风险.....	3
2. 沪铜期权 PCR 值走高，空头情绪上扬.....	3
3. 沪铜期权波动率结构.....	4
4. 沪铜期权对冲策略.....	6
5. 要点总结.....	8

## 图表目录

图表 1：上期所铜主力期货走势.....	3
图表 2：沪铜期权成交 PCR (%).....	4
图表 3：沪铜期权持仓 PCR (%).....	4
图表 4：沪铜期货主力历史波动率走势.....	5
图表 5：沪铜期货主力历史波动率锥（近两年）.....	5
图表 6：沪铜期权隐波走势.....	5
图表 7：沪铜期权对冲标的期货策略.....	6
图表 8：多头保险策略到期损益.....	6
图表 9：空头保险策略到期损益.....	7
图表 10：多头领口策略到期损益.....	7
图表 11：空头领口策略到期损益.....	7

## 1. 美强加息预期，铜价现调整风险

美联储 5 月 CPI 同比 8.6%创新高，高于预期的 8.3%，创下 40 年来新高，美联储议息会议上确定加息 75 基点，美元指数冲高，处在近 20 年以来的新高，欧央行宣布结束量化宽松时代，计划 7 月加息 25 基点，暗示 9 月加息 50 基点，大幅上调通胀预期。基于对经济前景的担忧，周内工业品普遍下跌。宏观方面的悲观情绪对市场形成重大影响，美元持续强势，铜价持续跳水。国内期货铜价下跌至 2021 年以来高位震荡平台的下沿附近，对于铜多头而言，面临着破位的风险。6 月 22 日晚间，鲍威尔再度发出重磅警告，永远不会排除任何幅度的加息，不排除美联储将利率提高到足以导致经济衰退水平。美联储正以上世纪 80 年代以来最快的速度加息，以减缓经济增长和抑制通胀。

图表 1：上期所铜主力期货走势

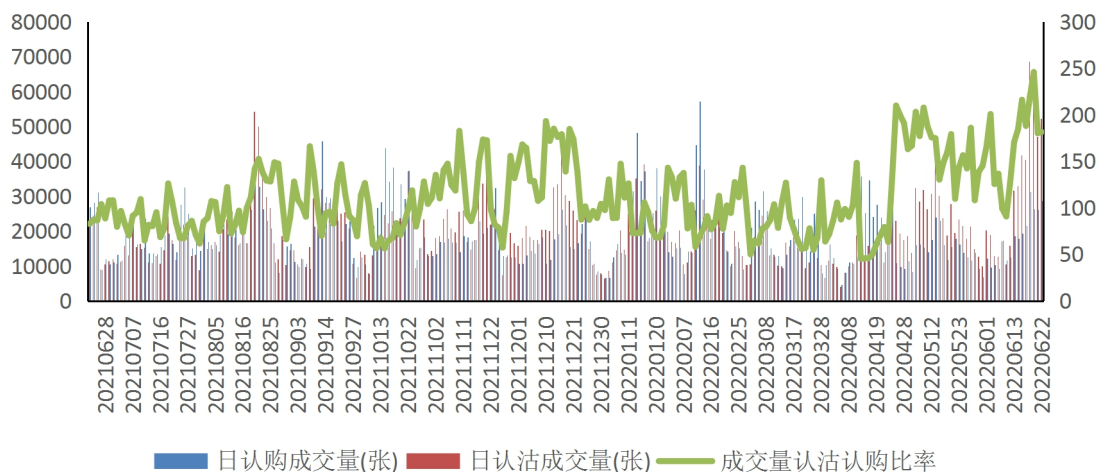


图片来源：博易大师，兴证期货研发部

## 2. 沪铜期权 PCR 值走高，空头情绪上扬

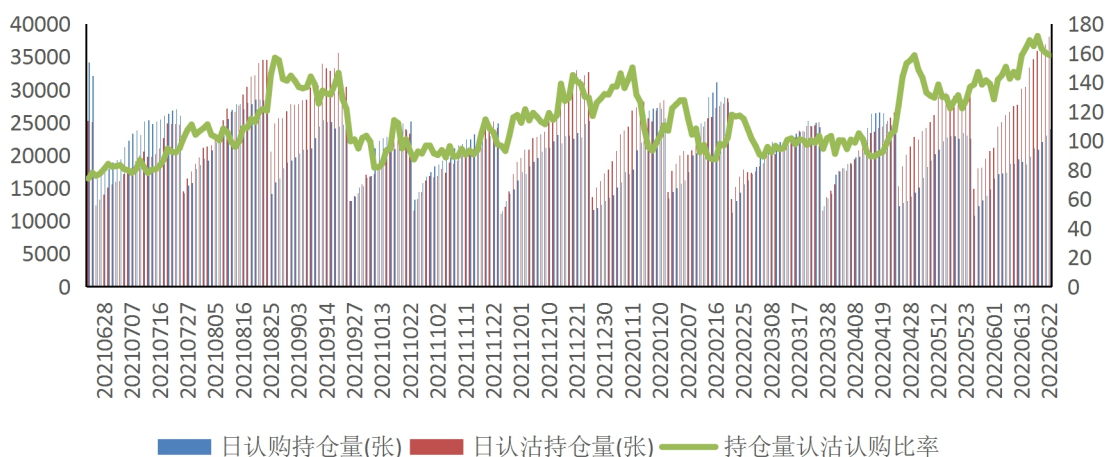
沪铜期权成交与持仓手数创近一年多新高，成交 PCR 值（认沽与认购成交手数比例）与持仓 PCR 值也处在近一年新高值区域，其中，成交 PCR 一度突破 200%，空头情绪走强，来自沪铜期货多头或者现货的调整压力，刺激沪铜期权市场对与买入看跌期权的需求。

图表 2：沪铜期权成交 PCR (%)



图片来源：wind，兴证期货研发部

图表 3：沪铜期权持仓 PCR (%)

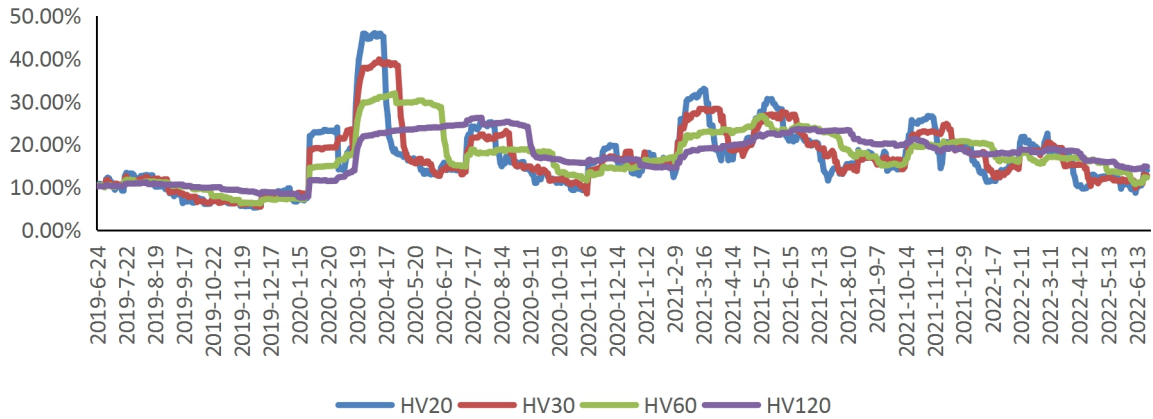


图片来源：wind，兴证期货研发部

### 3. 沪铜期权波动率结构

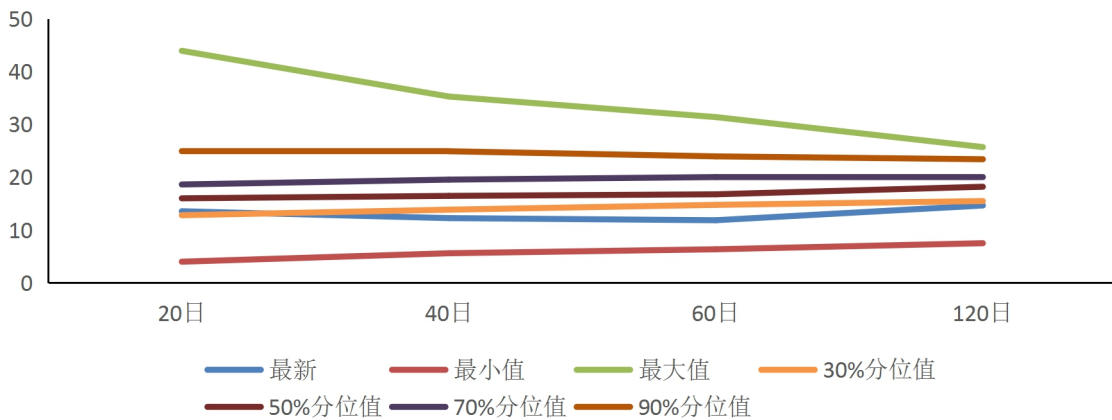
从期权标的沪铜期货指数来看，此前5月底至6月初，沪铜期货历史波动率接近近两年最低值，波动率通常符合均值回归特征，即波动率过低时，容易触发拐点升波行情。近期出现波动率拐点，20日周期历史波动率先行走高，但仍然仅仅处在近两年30%分位附近，升波空间较大。隐含波动率方面，近期隐波持续走高，且普遍高于历史波动率，近月合约波差达到10个百分点，远月合约波差5个百分点，后市升波预期强烈。

图表 4：沪铜期货主力历史波动率走势



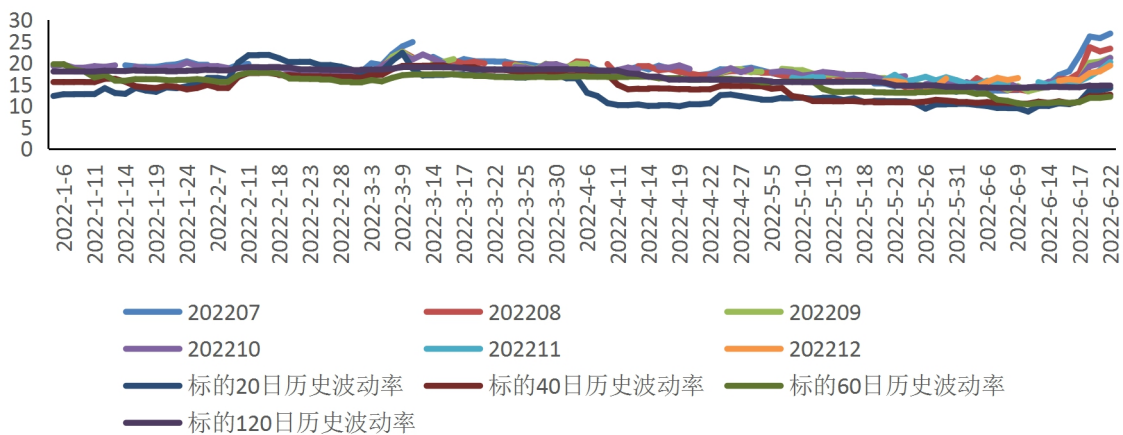
图片来源：wind，兴证期货研发部

图表 5：沪铜期货主力历史波动率锥（近两年）



图片来源：wind，兴证期货研发部

图表 6：沪铜期权隐波走势



图片来源：wind，兴证期货研发部

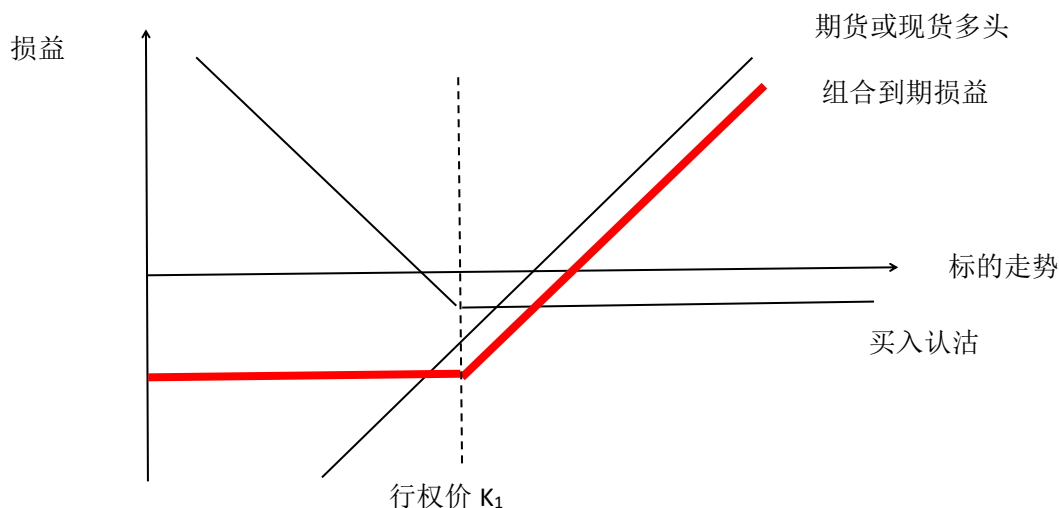
## 4. 沪铜期权对冲策略

近期沪铜指数连续下挫，波动率加大，期货仓位风险收益增加，当前沪铜处在破位边缘。对于持有沪铜期货多头、现货仓位的投资者，有必要规避可能出现的大跌风险；另一方面，对于持有沪铜期货空头仓位的投资者，可能面临着标的反弹浮盈缩水的情况。期权策略中的保险策略与领口策略可以对冲期货头寸的风险，详情见下图表。

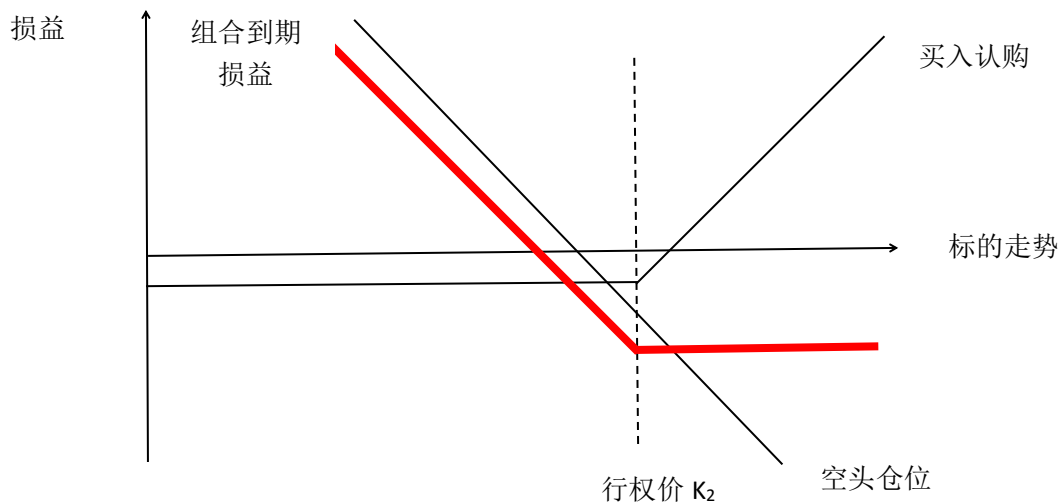
图表 7：沪铜期权对冲标的期货策略

	策略构成	优点	缺点
沪铜期货多头	买入虚值看跌期权+沪铜期货多头	对冲效果较好，保留期货收益空间	时间价值损耗 高波动率溢价
沪铜期货空头	买入虚值看涨期权+沪铜期货空头		
沪铜期货多头	买入虚值看跌期权+卖出虚值看涨+沪铜期货多头	权利金成本低，较大程度剔除了时间价值的损耗影响，对冲效果较好	封锁了标的期货收益空间，最大收益有限
沪铜期货空头	买入虚值看涨期权+卖出虚值看跌+沪铜期货多头		

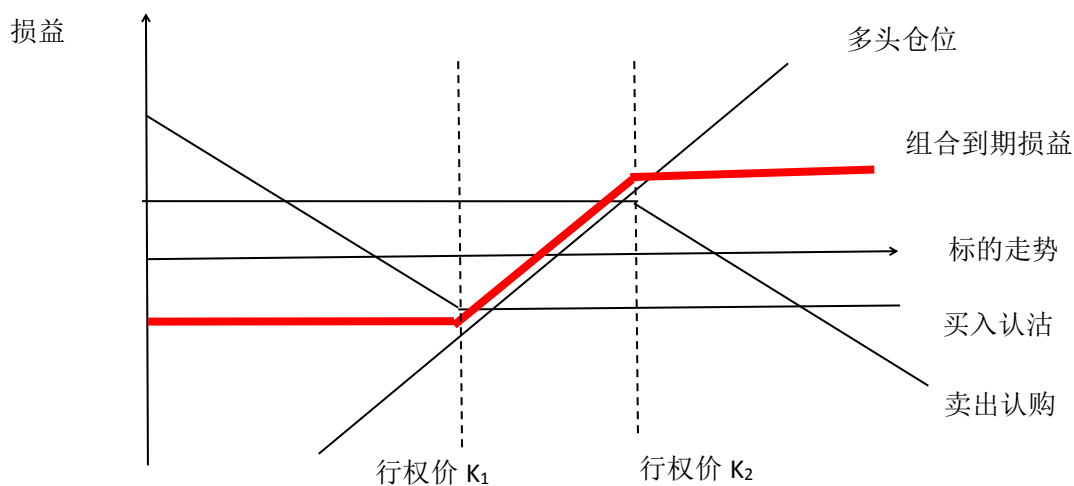
图表 8 多头保险策略到期损益



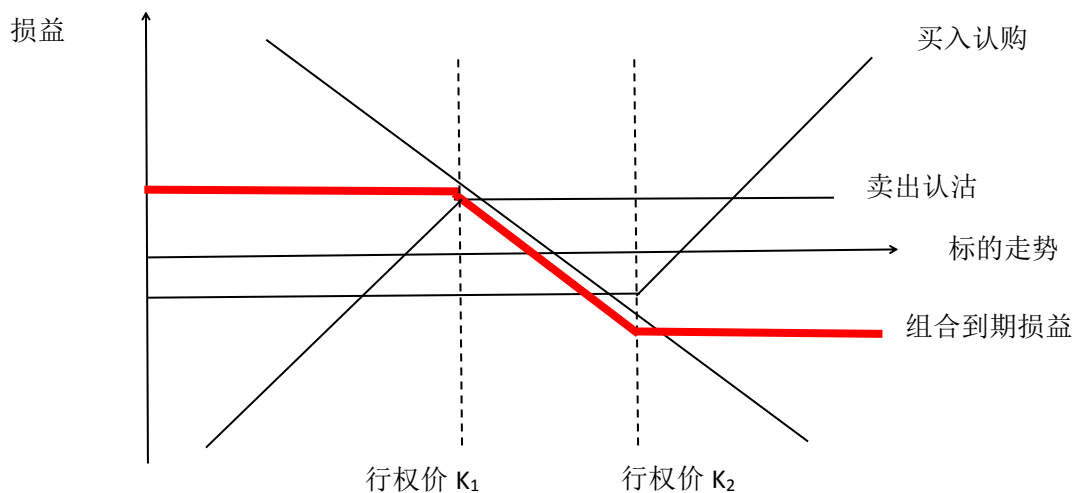
图表 9 空头保险策略到期损益



图表 10 多头领口策略到期损益



图表 11 空头领口策略到期损益



## 5. 要点总结

欧美高通胀常态化，加息强度与加息终值预期持续走强，近期美联储主席鲍威尔发表“永远不会排除任何幅度的加息，不排除美联储将利率提高到足以导致经济衰退水平”。强鹰信号以及市场对于全球经济衰退的悲观预期，利空大宗商品价格。近半个月以来，铜价下跌至 2021 年以来的低点附近，基本面与技术面均面临着破位下跌的风险。沪铜期权 PCR 值走高，空头情绪上扬，波动率拐点出现，隐含波动率连续拉升，升波预期强烈。在当前位置，随着沪铜指数波动率上升，风险收益放大，无论是铜期货多头、铜现货还是铜期货空头仓位，都可以发挥铜期权的对冲效果，期权保险策略与领口策略各有优缺点，保险策略对冲风险的前提下，保留了标的期货仓位的收益空间，但缺点是面临时间价值损耗与高波动率溢价的负面影响；领口策略对冲的权利金成本低，甚至可实现权利金净收，缺点是封锁了标的期货仓位的收益空间。



### 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。