

## 原油期权月报

2022年8月30日

中银期货研究部

严彬

投资咨询号：Z0015241

从业资格号：F3071551

联系方式：021-60816213

## 波动率下降，卖出策略为主

## 摘要：

8月以来期权成交量呈现明显的先升后降，其主要驱动因素也在于主力期权到期后，次主力期权成交活跃程度提高还需要一定的过程。从期权成交量构成来看，绝大部分成交量都是由近月期权贡献的，次月期权成交积极性提高还需要一定的时间。总体来看原油期权目前成交持仓大概率将在未来维持相对稳定的状态。

原油期货主力价格呈现震荡上行的态势，隐含波动率则重心下移，从8月初45%左右下降至下旬的37%左右，短期历史波动率已经降至低位。高频数据计算出的实际波动率在8月也处于相对疲软状态，实际波动率从8月初40%，一度降至接近20%。行情实际波动降低，有利于卖出波动率策略。

偏度指标在8月呈现重心抬升的状态，主力合约从负偏-20%左右修复至负偏-10%，说明尽管交易者仍然倾向主动买入虚值看跌期权，但给与的估值定价有所降低。

偏度指标是刻画期权波动率微笑偏斜的指标，同时也可以衡量交易者情绪。目前偏度指标维持负偏，但负偏程度较前期有明显收窄，可以判断交易者风险偏好存在一定程度修复。

考虑到短期实际波动偏低，建议交易者采取卖出波动率策略为主，收取时间价值。需要注意的是，SC2210合约将在9月6日到期，而非传统意义上的前一月倒数第十三个交易日，交易时需要关注履约风险，并及时移仓。

## 风险提示：

扰动因素增多，实际波动上升

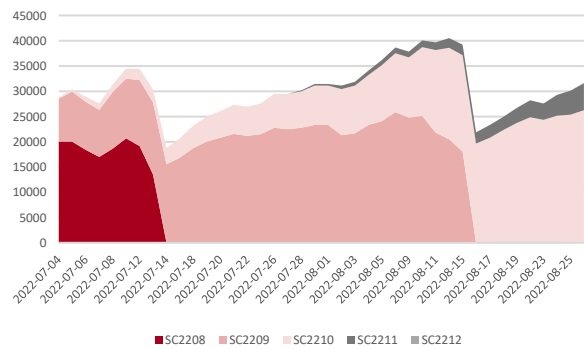
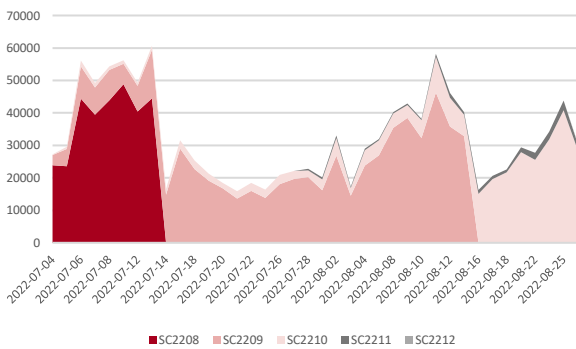
## 1. 市场回顾

### 1.1、期权成交持仓情况

8月以来期权成交量呈现明显的先升后降，其主要驱动因素也在于主力期权到期后，次主力期权成交活跃程度提高还需要一定的过程。从期权成交量构成来看，绝大部分成交量都是由近月期权贡献的，次月期权成交积极性提高还需要一定的时间。总体来看原油期货目前成交持仓大概率将在未来维持相对稳定的状态。

图表 1：原油期货成交量

图表 2：原油期货持仓量



资料来源：Wind，中银期货

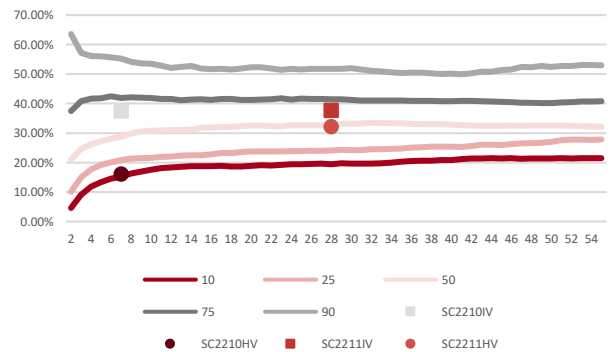
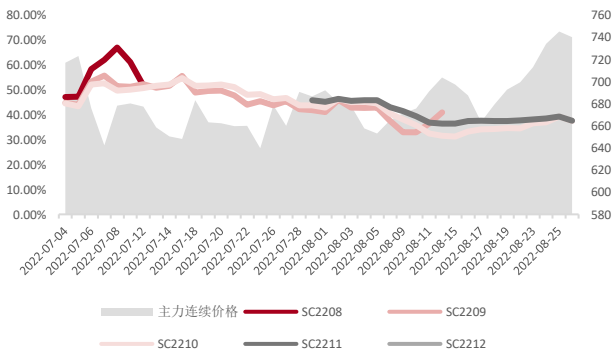
### 1.2、期权指标情况

#### 1.2.1、波动率指标情况

8月原油期货主力价格呈现震荡上行的态势，隐含波动率则重心下移，从8月初45%左右下降至下旬的37%左右。波动率锥显示，隐含波动率处于较高水位，但短期实际波动已经降至低位。

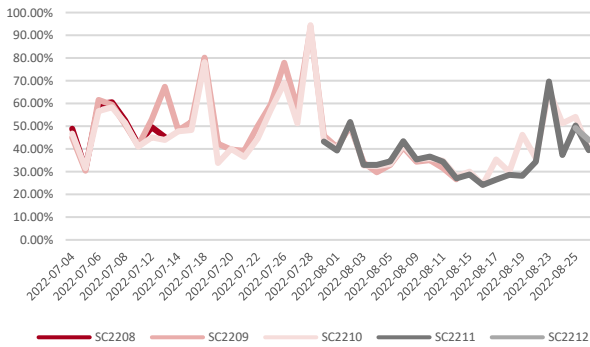
图表 3：原油期货隐含波动率

图表 4：原油期货波动率锥

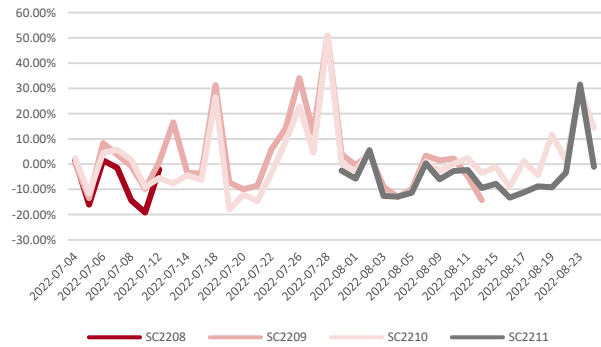


资料来源：Wind，中银期货

图表 5：原油期货实际波动率



图表 6：原油期货实际波动率-隐含波动率



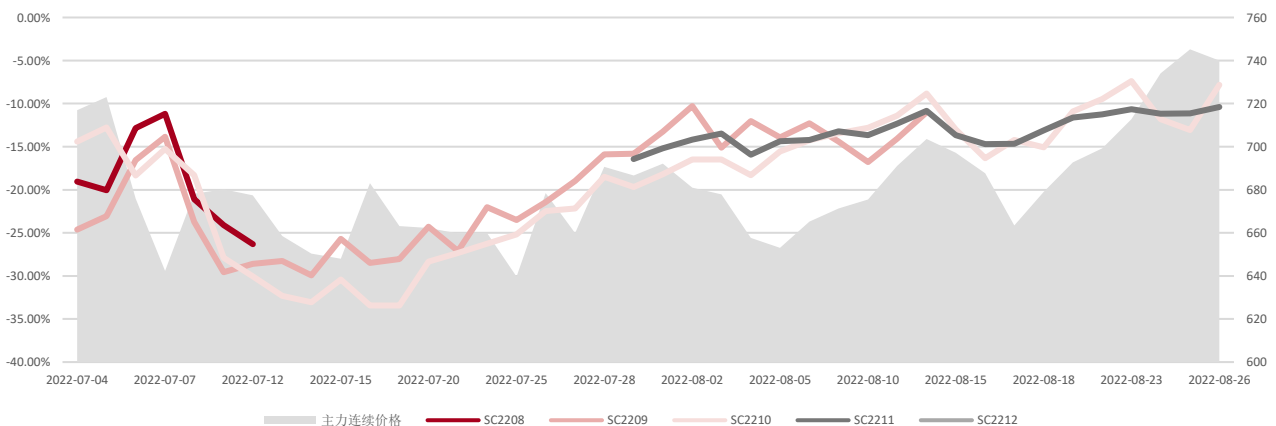
资料来源：Wind，中银期货

高频数据计算出的实际波动率在 8 月也处于相对疲软状态，实际波动率从 8 月初 40%，一度降至接近 20%。实际波动率降低，对于卖出波动率策略相对有利，因为对冲成本整体偏低。从实际波动率与隐含波动率的差值中可以看出，8 月以来隐含波动率持续低于实际波动率，这说明尽管原油价格在 8 月出现大幅的上涨，但日内对冲的难度整体偏低，卖出策略依然有调整的空间。

### 1.2.2、偏度指标情况

偏度指标是用来衡量期权相对价格的指标，也是衡量隐含波动率偏斜程度的指标。偏度指标为正，说明看涨期权价格偏高，反之则是看跌期权价格偏高。偏度指标绝对值越大，说明期权隐含波动率曲线偏斜程度越大。

图表 7：原油期货偏度指标走势



资料来源：WIND，中银期货

偏度指标在 8 月呈现重心抬升的状态，主力合约从负偏-20%左右修复至负偏-10%，说明尽管交易者仍然倾向主动买入虚值看跌期权，但给与的估值定价有所降低。

## 2. 逻辑分析

如前文所说，偏度指标是衡量波动率曲线左右倾斜程度的指标。隐含波动率是通过期权定价模型，利用期权价格反推出的波动率。从这个角度来说，隐含波动率是部分由交易行为决定的，因此波动率也可视为期权的抽象价格。

由于不同行权价期权的隐含波动率不同，可以得出结论，即交易者对不同风险的定价存在差异。为评价波动率的偏斜程度，也是在一定程度上评估交易者的观点，交易者往往会借助偏度指标进行判断。如果偏度指标为正，则虚值看涨价格偏高，也就是说交易者愿意为虚值看涨期权支付更多溢价；反之则是虚值看跌期权价格偏高。溢价的支付往往会与交易者的方向观点有关，当市场下行风险加大的情况下，偏度指标往往会呈现明显的负偏。

目前原油期货偏度指标虽然维持负偏，但较前期已经出现较大修复。在原油价格不出现大幅回落的情况下，交易者可以尝试偏度套利。

## 3. 行情前瞻

8月原油价格整体走势偏强，国际宏观压力以及伊核协议谈判松动构成一定利空，但需求情绪压力有所缓解，加之 OPEC+ 及俄乌局势继续支撑油价相对高位，预计近期油价继续以高位宽幅波动格局为主。从供应角度来看，美国推进伊核协议谈判以短期施压油价，目前来看美伊双方尚存分歧，建议关注后续谈判进程，若达成最终协议并放宽对伊石油出口制裁，伊朗库存倾销以及产量提升或导致油价短期大幅回调，但预计后续估值回归。值得一提的是，前期美国亦通过石油偿债模式放宽对委内瑞拉制裁，从而缓解欧洲能源紧缺局面，但委内瑞拉8月暂停对欧出口，要求以成品油换取石油，建议关注后续进程。在拜登政府的持续压力之下，油价屡次回调，但 OPEC+ 更倾向于维持油价的相对高位，其9月计划增产规模已缩减至10万桶/日，预计后续产量政策及实际产量将持稳偏紧，以达到支撑油价的目的。从地缘政治角度来看，台海局势8月初显著升温，但发生实质性冲突概率较低；俄乌局势仍显胶着，北溪一号三日断供大幅推涨天然气价格，俄罗斯方面将继续在能源领域与西方博弈，需警惕可能的波动传导。整体而言，原油市场预计维持偏紧供需结构。

从国内期价波动的角度来看，目前短期历史波动率处于历史偏低水平，而中长期历史波动率也逐渐向下靠拢，波动率整体维持 contango 结构。实际波动率总体偏低，目前已经低于隐含波动率。后期需要关注隐含波动率与实际波动率之间传到情况，短期可尝试做空波动率。需要注意的是，SC2210 相关期权合约是在9月6日到期，而非传统意义上的前一个月倒数第十三个交易日，因此在卖出期权的情况下，需要关注履约风险，并及时移仓。

## 4. 策略建议

### 波动率策略：

短期建议做空原油期货波动率。目前原油波动下降，建议卖出平值看涨期权与看跌期权，每日使用期货对冲维持 Delta 中性。

## 5. 风险提示

扰动因素增多，实际波动上升

## 免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他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应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

## 中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东  
世纪大道 1589 号  
长泰国际金融大厦 901 室  
邮编 200122  
电话: 61088088  
传真: 61088066  
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200120  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 中银国际证券有限公司

中国香港  
花园道 1 号  
中银大厦 20 楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513