

铜期权上市首日策略建议

本文作者：一德期货期权部 曹柏杨 投资咨询证号：Z0012931
一德期货投资咨询部 李金涛 投资咨询证号：Z0013195
协助整理：一德期货期权部 霍柔安 从业资格证号：F3045696

作为我国首个工业品期权产品，铜期货期权将于明日迎来上市。众所周知，铜期权的上市对于有色产业具有重要意义，一方面，将完善产业链风险管理工具，另一方面，也将完善我国铜期货市场的投资者结构，同时提升铜的国际定价话语权，这也将为我国的金融市场的发展书写新的篇章。下面我们从铜基本面和价格波动率分析,初步给出一个期权上市后的操作建议.

一、铜期货市场分析

1, 铜基本面分析



近期特朗普宣布将对 2000 亿美元中国输美商品加征 10%关税，2019 年起关税提高至 25%，作为相应回击，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国约 600 亿美元商品加征 10%或 5%的关税，至此，第三轮贸易商品加征关税落地，由于这方面预期已经提前体现,市场此次反应一般。国内方面，国务院会议要求把已定减税降费措施切实落实，并加大对基础设施的补短板力度,基建需求叠加行业上逐渐进入消费旺季，预期四季度铜价会形成有力支撑。目前临近双节下游节前备货，上游控制发货节奏造成现货紧俏，上海电解铜升水已处在 200 元/吨以上的较高水平。短期市场利多，铜价仍有反弹可能。但从全球看，铜供需平稳,甚至还有小幅过剩.根据世界金属统计局（WBMS）周三公布的报告显示，2018 年 1-7 月全球铜市供应过剩 1.71 万吨。今年上游矿端的罢工扰动退潮,加工费逐步上涨,预计今年电解铜供应仍会保持增长。从金融属性看中美两国的经济前景是主导铜价走势的重点,目前来看贸易战

给双方尤其是中国经济带来一些压力,在这个不利因素下造成铜价易跌难涨.我们也看到近期国家宏观政策正在逐步微调,但最终的政策走向可能会在今年 11 月美国中期选举后变的清晰。(更多基本面信息,可关注“一德有色”)

2, 沪铜与伦铜的相关性分析

沪铜的价格,除了受到供需及宏观因素影响外,伦铜的价格也会对沪铜的价格造成影响。通过沪铜主力与伦铜主力的走势对比,从图中我们可以看到,2013 年以来两品种走势基本一致。

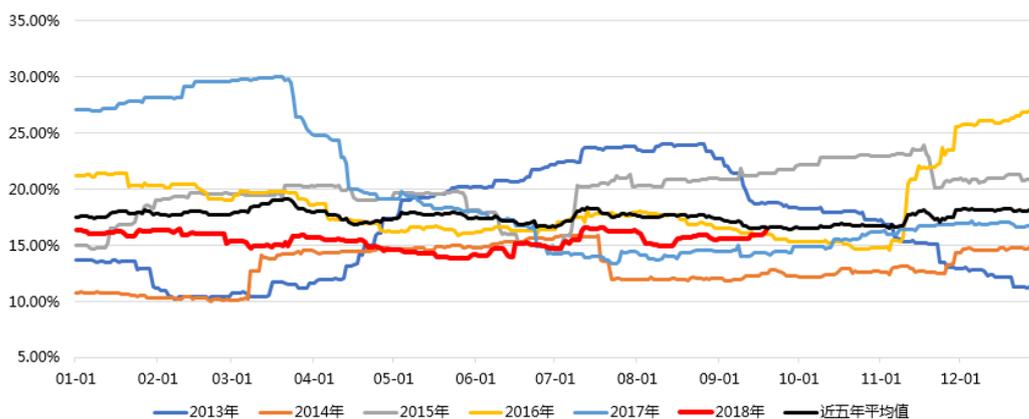


此外,我们也对沪铜期货主力与伦铜主力进行了相关性分析,自 2013 年开始,采用 30 个交易日的数据作为滑动窗口进行计算。上图显示了 2013 年至今两品种的相关系数变动。我们可以看到,两品种大部分时间相关性都保持在 80%以上,绝大多数时间都具有正相关性。因此,在研究沪铜期货及期权时,投资者有必要对伦铜期货及期权进行关注。

二、 铜期货波动率分析

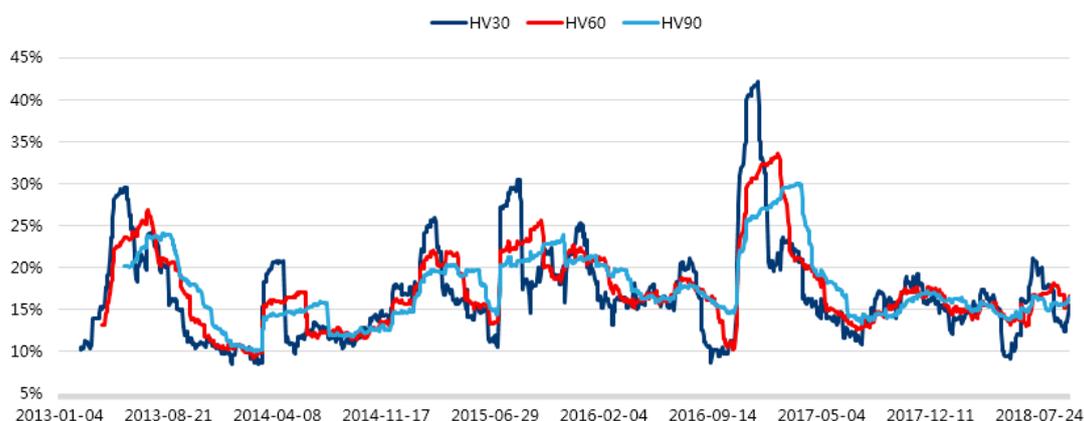
波动率是期权价格的重要影响因素,从期权定价的角度来看,波动率越高,则期权价格越大。下图是铜期货近五年以来,主力合约的 90 日历史波动率曲线,从图中我们不难看出,铜期货的波动率走势并无季节性规律,从 2013-2017 年的波动率均值走势来看,铜期货 90 日波动率均值稳定在 15%至 20%区间,从 2018 年铜期货波动率走势来看,波动率整体趋于平稳,处于历史中位偏低水平,当前 90 日波动率与近五年历史均值基本持平。

沪铜近五年历史波动率 (HV90) 走势



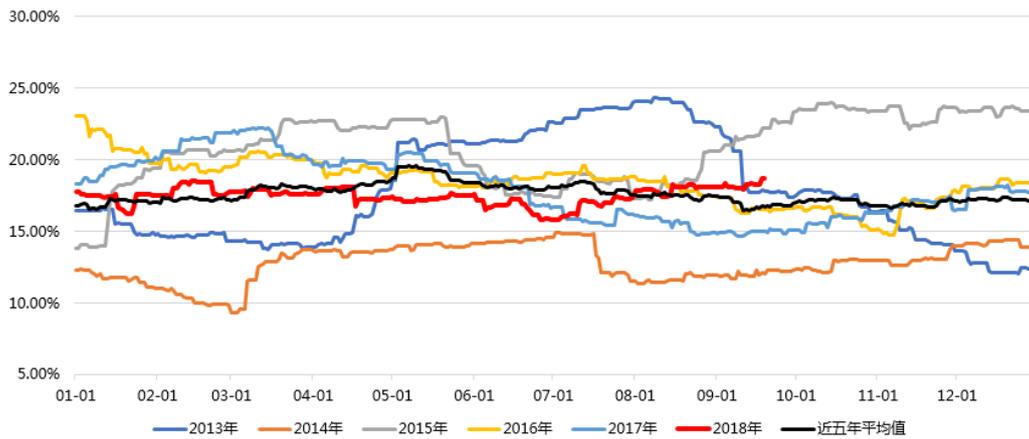
从不同周期的波动率角度来看，2013 年至 2017 年一季度，沪铜波动较大，30 日波动率处于 10%至 40%区间，90 日历史波动率处于 10%至 30%区间，但 2017 年二季度以来，沪铜 30 日、60 日及 90 日波动率较为平稳，以 15%为中枢窄幅波动，当前，沪铜 30 日、60 日及 90 日波动率基本持平。

沪铜历史波动率走势 (30日、60日、90日)



考虑到伦铜对于国内沪铜行情的影响，我们进一步分析伦铜主力合约的历史波动率。下图是伦铜主力合约 2013 年至今计算的 90 日历史波动率水平：

伦铜近五年历史波动率 (HV90) 走势



伦铜 90 日历史波动率与沪铜波动率趋势一致，2013-2017 年的波动率均值同样维持在 15%~20% 区间波动，当前时点，伦铜波动率处于 18% 上下，同国内沪铜主力合约历史波动率基本一致。

三、 铜期权操作建议

从基本面角度来看，短期铜市场逐渐进入季节性旺季，又有基建因素利多，铜价四季度里可能会有支撑。但从中长期全球情况看，铜供需保持在一个平衡略过剩的状态，未来的不确定性仍来自于中美经济前景，而宏观政策走向可能会在 11 月逐渐清晰。

从波动率角度来看，当前沪铜 90 日波动率处于历史中位偏低水平，长短期波动率基本持平，短期来看，铜期权波动率仍将维持中位。铜期权上市后，虚值期权隐含波动率有可能上升。

因此，投资者短期可考虑上市首日买入虚值看涨期权，获取 Delta 及 Vega 盈利。同时，也可以构建牛市价差策略，与买入看涨期权相比，可进一步降低策略组合成本。长期来看，受供需关系影响，铜存在进一步下跌可能，因此投资者可构建熊市价差策略。若投资者手中持有沪铜期货多单，也可以考虑买入看跌期权，对手中头寸进行下行风险的保护，构建保护性看跌组合。

从企业风险管理角度来讲，对于上游企业而言，短期沪铜反弹至高位，可考虑卖出看涨期权，构建备兑策略，获取权利金收益，也可买入看跌期权，对库存进行保值管理；对下游企业而言，长期沪铜下跌至低位，可考虑买入看涨期权或卖出看跌期权，以规避后期采购成本的上升风险。

四、 铜期权交易注意事项

1, 挂牌合约月份

首日挂牌的铜期权为 :CU1901、CU1902、CU1903、CU1904、CU1905、CU1906、CU1907、CU1908、CU1909 对应的期权合约。

2， 挂盘基准价

上期所根据 Black 欧式期货期权定价模型计算各期权合约基准价。其中无风险利率取央行一年期存款利率,所有月份系列期权合约波动率取标的期货主力合约 90 天的历史波动率。

3， 每日交易时间

每周一至周五, 09:00-10:15、10:30-11:30 和 13:30-15:00, 连续交易时间, 每周一至周五 21:00-次日 01:00。法定节假日(不包含周六和周日)前第一个工作日的连续交易时间段不进行交易。

4， 交易指令

上期所对期权合约提供限价指令、取消指令及交易所规定的其他指令。限价指令可以附加立即全部成交否则自动撤销(FOK)和立即成交剩余指令自动撤销(FAK)两种指令属性。每次最大下单数量为 100 手。

5， 持仓限额

期权合约与期货合约分开限仓。

非期货公司会员和客户持有的某月份期权合约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, 分别不得超过如下所述的持仓限额。具有实际控制关系的账户按照同一个账户管理。

- 标的期货合约挂牌至交割月份前第二月限仓数额(手, 单边): 3000 手
- 标的期货合约交割月前第一月限仓数额(手, 单边): 800 手

6， 铜期权合约细则

合约标的物	阴极铜期货合约（5吨）
合约类型	看涨期权，看跌期权
交易单位	1手阴极铜期货合约
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1元/吨
涨跌停板幅度	与阴极铜期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	与上市标的期货合约相同
交易时间	上午 9:00-11:30 下午 13:30-15:00 及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月前第一月的倒数第五个交易日，交易所可以根据国家法定节假日调整最后交易日
到期日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖阴极铜期货合约上一交易日结算价上下 1 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 \leq 40000 元/吨，行权价格间距为 500 元/吨；40000 元/吨 $<$ 行权价格 \leq 80000 元/吨，行权价格间距为 1000 元/吨；行权价格 $>$ 80000 元/吨，行权价格间距为 2000 元/吨
行权方式	欧式。到期日买方可以在 15:30 之前提出行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权：CU-合约月份-C-行权价格 看跌期权：CU-合约月份-P-行权价格
上市交易所	上海期货交易所