

高波动率环境下的纯碱期权策略要点

2025年7月31日 星期四

兴证期货·研究咨询部

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

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

“反内卷”政策对新能源、黑色板块产生多头脉冲式冲击，以上板块商品期权成交活跃度与多头情绪一度高涨，期权隐含波动率上升至历史级别高位。在高波动率环境中，期权合约溢价率高，期权买方除了要面临方向准确与否的压力之外，还要面临大概率降波与时间价值衰退的不利局面。本文通过对比纯碱期价、期权隐波与看涨、看跌期权价格之间的走势，可以发现隐波大幅下降对合约价格的负面影响甚至可以覆盖做对方向带来的收益。因此，在隐含波动率极高的行情中，要慎做期权买方。相反，高隐含波动率为期权卖方带来较大的溢价空间。

投资者采用期权双卖策略做空隐含波动率的同时，要防范实际波动过大带来的 Gamma 风险。通常可以采用买入平值或者较实值期权对冲，或者选择虚值幅度较大的期权构建双卖策略，以两种方式降低实际波动带来的 Gamma 风险。前者风险收益空间相对较小，比如 Delta 中性或者在卖出宽跨式基础上买入更虚值的宽跨式，以构成铁鹰策略。选择虚值幅度较大的期权构建双卖策略，更多依靠投资者预判未来一段时间内期价运行空间，且需要防范极小概率的尾部风险。

报告目录

1. 本轮“反内卷”背景下的商品价格走势.....	3
2. 高波动率背景下的策略.....	4
3. 高波动率环境下的纯碱期权策略要点.....	5
4. 总结与展望.....	7

图表目录

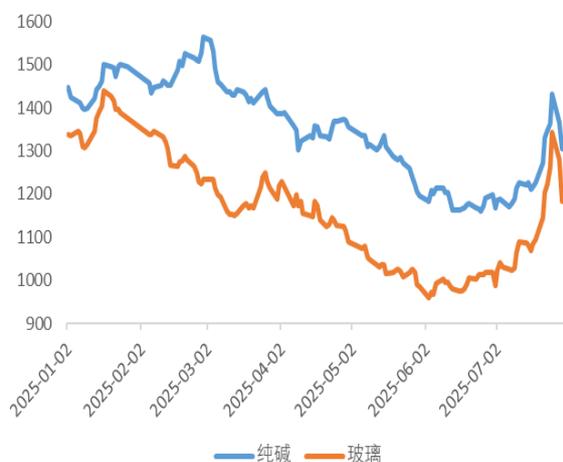
图表 1 纯碱、玻璃期价走势.....	3
图表 2 多晶硅、工业硅期价走势.....	3
图表 3 碳酸锂期价走势.....	4
图表 4 硅铁、锰硅期价走势.....	4
图表 5 纯碱期价与隐波（%）.....	6
图表 6 高波动率环境下的纯碱期权合约价格.....	7

1.本轮“反内卷”背景下的商品价格走势

在“反内卷”政策预期的推动下，2025年7月初以来，国内商品期货市场出现了一波显著的上涨行情，但随后在交易所加强监管的背景下，市场情绪迅速降温，多个热门品种出现大幅回调。“反内卷”政策自2024年7月中央政治局会议首次提出以来，持续深化落实。2025年7月，政策重点聚焦于中下游行业，旨在规范无序价格战，提升行业利润和产品质量。受此影响，商品期货市场情绪一度高涨，尤其是焦煤、碳酸锂、工业硅等品种，因政策预期中的限产、规范矿权审核、企业停产检修等因素，出现连续快速上涨。然而，政策预期的快速兑现也导致了部分品种的非理性上涨。为防止市场过度炒作，国内商品交易所采取了一系列风控措施。例如，广期所对碳酸锂期货LC2509合约实施单日开仓量限制，非期货公司会员或客户单日开仓不得超过3000手。大商所、郑商所也对焦煤、玻璃、纯碱等品种发布风险提示，调整交易限额。这些措施有效压制了市场交易过热的苗头，促使资金获利了结，多个大宗商品价格出现高位暴跌。

从期货价格走势来看，近期纯碱、玻璃、多晶硅、工业硅、碳酸锂等品种期价均呈现不同程度的脉冲式走势。其多头情绪进一步传导至期权市场。下文主要从期权波动率维度，结合本轮商品行情探讨这种情形种合适的策略逻辑。

图表1 纯碱、玻璃期价走势

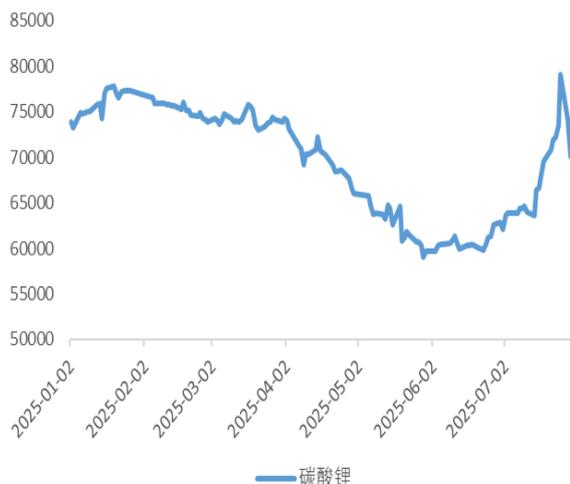


图表2 多晶硅、工业硅期价走势

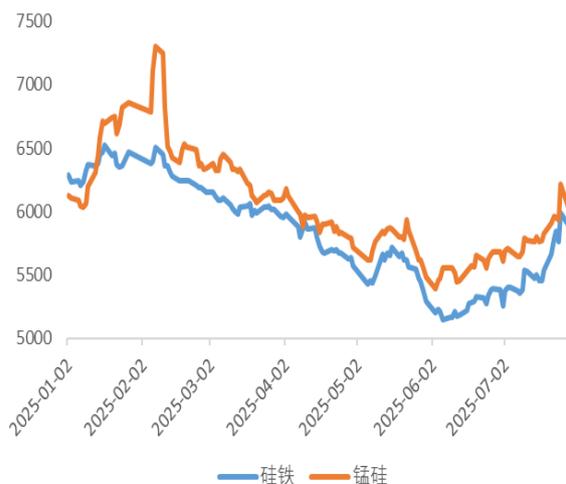


数据来源: wind, 兴证期货研究咨询部

图表 3 碳酸锂期价走势



图表 4 硅铁、锰硅期价走势



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

2.高波动率背景下的策略

(1) 实际波动与隐含波动率的双重影响

通常市场所描述的高波动率环境包括标的价格的实际波动率与期权的隐含波动率。实际波动率与期权隐含波动率之间的关系是期权市场分析中的核心内容之一。隐含波动率反映了市场对未来波动的预期，而实际波动率则是基于历史价格波动计算得出的客观数据。两者之间的差异可用于判断市场情绪、预期是否过度乐观或悲观，并为期权策略提供依据。在实盘行情中，实际波动率与隐含波动率并不是同涨同跌的节奏，经常会出现实际波动上升，但是隐含波动率下降的情况。而实际波动与隐含波动率对应的期权指标为 **Gamma** 与 **Vega**。因此，当处于高波动率环境时，如何判断实际波动与隐含波动率的变化直接影响策略表现。

(2) 高波动率环境中的常用策略选择

在高隐含波动率背景下，期权策略的核心思路是通过卖出期权来获取隐波溢价回落与时间价值衰减带来的收益：期权策略应以做空波动率为核心，通过双卖策略、备兑策略、日历价差等方式获取时间价值收益。同时，需注意行权价选择、合约搭配、资金管理等因素，以控制风险并提高胜率。策略的表现依赖于对市场情绪、波动率水平和标的走势的综合判断。

1.双卖策略

适用条件：隐含波动率高于历史波动率，且市场处于震荡或横盘状态。

操作方式：卖出虚值认沽期权和虚值认购期权，构建一个中性策略，赚取时间价值。

优点：在波动率回落时，策略收益较高；风险可控。

缺点：若市场出现单边大幅波动，策略可能面临较大损失。

2 备兑策略

适用条件：标的资产估值合理，波动率适中，市场预期震荡偏多。

操作方式：持有现货的同时，卖出认购期权，获取权利金收入。

优点：在标的小幅上涨或横盘时，可以提高整体收益。

缺点：若标的大幅上涨，收益受限于行权价，大跌时对冲效果有限。

3. 日历价差策略

适用条件：隐含波动率处于高位，且存在期限结构差异。

操作方式：卖出当月期权，买入远月期权，利用时间价值衰减差异获利。

优点：在波动率回落时，远月期权有助于对冲当月期权的 Vega 风险。

缺点：需要关注远月期权的流动性，避免因流动性不足导致策略失效。

3. 高波动率环境下的纯碱期权策略要点

本文以纯碱期权为例，结合本轮反内卷背景下，优化高波动率背景下的期权策略。整体可以从以下步骤展开：

（1）识别升波驱动

在一波脉冲式升波行情中，首先要识别是多头还是空头情绪主导隐含波动率的变化。无论是强多头行情还是强空头行情，均造成期权隐含波动率拉升。例如，在多头情绪主导的升波行情中，上涨 1% 与下跌 1% 对于期权价格的变化是不对称的，因为上涨 1% 通常伴随着隐波上升，对于期权价格具有波动率上升的加持效果；而下跌 1% 通常伴随隐波下降，此时波动率对于期权价格变化是不利的。

今年 3 月份以来，纯碱期权经历过两波显著的波动率脉冲行情，第一波为 4 月初，因特朗普关税事件冲击，纯碱价格短期大跌，空头情绪主导隐波走势；第二波为 7 月中下旬，受“反内卷”政策刺激，纯碱价格连续大涨，多头情绪推动隐含波动率拉升。

图表 5 纯碱期价与隐波 (%)



数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

(2) 高隐含波动率的期权买方陷阱与卖方优势

本轮纯碱以及其它“反内卷”概念相关的品种，在隐含波动率与多头情绪达到峰值时，部分投资者产生了买看涨追多或者摸顶买看跌做空的想法。从买入期权的定义与最大损失有限的特征来看，无论是看涨还是看跌，投资者对于后市多空方向的分歧属于正常现象，但忽略了高波动率溢价带来的负面影响。多空方向的准确与否，从概率分布来看，多空准确率接近 50%。但对于处于历史极高数值的隐含波动率，那么后市降波的概率达到 90% 以上，波动率服从均值回归特征。

本文提到的高隐含波动率的买方陷阱为买入极高隐波溢价的合约，付出较为昂贵的权利金成本，而且有很大的概率要受到波动率回落的负面影响，即使做对了方向，策略收益也会大打折扣。因此，在高隐波环境下，期权买方策略需要非常慎重；反之，对于期权卖方是较好的机会。

7月25日，纯碱经过前期一波上涨后，纯碱 2509 期价为 1431 元，此时市场多头情绪达到极高的 58.30%，接近该品种上市以来的最高波动率区域。当天 2509C1580 看涨期权价格为 42.5 元，与其虚值幅度相接近的看跌期权 2509P1280 看跌期权价格为 17.5 元，看涨期权价格大幅高于相同虚值度的看跌期权，这一点反映多空情绪严重偏斜，即多头情绪主导隐波。随后三个交易日，纯碱 2509 回落至 1333 元，跌幅达 -6.85%。期权隐含波动率快速回落至 39.12% 附近。截止 7 月 30 日收盘，2509C1580 看涨期权价格仅剩 7.5 元，然而 2509P1280 看跌期权价格为 20.5 元，即使期间纯碱期货大跌了 -6.85%，但看跌期权仅上涨了 3 元，其中主要原因在于隐含波动率回落了近 20 个百分点。在高波动率环境下，更加适合期权卖出策略。

图表 6 高波动率环境下的纯碱期权合约价格

日期	纯碱 2509	隐含波动率	2509C1580	2509C1600	2509P1280	2509P1260
7-25	1431	58.30%	42.5	39	17.5	13.5
7-28	1367	42.98%	17.5	16	24.5	19
7-29	1305	38.11%	6	5.5	32	24
7-30	1333	39.12%	7.5	6.5	20.5	14.5

数据来源：wind，兴证期货研究咨询部

(3) 实际波动走高的 Gamma 风险暴露问题

实际波动与隐含波动率并不是同升同降的关系，很多时候实际波动很大，但期权隐含下降。近期纯碱连续大涨后，出现单日大跌 8% 以上的情况，伴随着期权隐波大幅下降，即实际波动很大，但是期权隐波走低。这种情况下，并非任何双卖策略都合适，比如跨度偏小的双卖、卖出平值跨式之类的策略，面临较大的 Gamma 而风险暴露。降低 Gamma 敞口有两种常用方式：一种是通过买入平值或者浅度实值期权对冲 Gamma 风险，优点是降低极端行情持续发酵行情中的尾部风险，比如存在类似于 2021 年动力煤极端大涨之后继而连续大跌的情况。另一种降低 Gamma 风险的方式是选择更虚值的双卖策略，把盈利概率与缓冲空间放大。

4. 总结与展望

“反内卷”政策对新能源、黑色板块产生多头脉冲式冲击，以上板块商品期权成交活跃度与多头情绪一度高涨，期权隐含波动率上升至历史级别高位。在高波动率环境中，期权合约溢价率高，作为期权买方，除了要面临方向准确与否的压力之外，还要面临大概率降波与时间价值衰退的不利局面。本文通过对比纯碱期价、期权隐波与看涨、看跌期权价格之间的走势，可以看出隐波大幅下降对合约价格的负面影响甚至可以覆盖做对方向带来的收益。因此，在隐含波动率极高的行情中，要慎做期权买方。相反，高波动率为期权卖方带来较大的溢价空间。投资者采用期权双卖策略做空隐含波动率的同时，要防范实际波动过大带来的 Gamma 风险。通常可以采用买入平值或者较实值期权对冲，或者选择虚值幅度较大的期权构建双卖策略，以两种方式降低实际波动带来的 Gamma 风险。前者风险收益空间相对较小，比如 Delta 中性或者在卖出宽跨式基础上买入更虚值的宽跨式，以构成铁鹰策略。选择虚值幅度较大的期权构建双卖策略，更多依靠投资者预判未来一段时间内期价运行空间，且需要防范极小概率的尾部风险。

当前纯碱期权隐波处于 39% 附近，距离历史中位数（30%）附近仍有一定距离，后市可以继续关注跨度较大的卖出宽跨式策略。

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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。