

期市博览 商品期权

2017年10月

研究所 金融衍生品小组

苏航 F3032651
韩日升 F3035193



豆粕期权概况

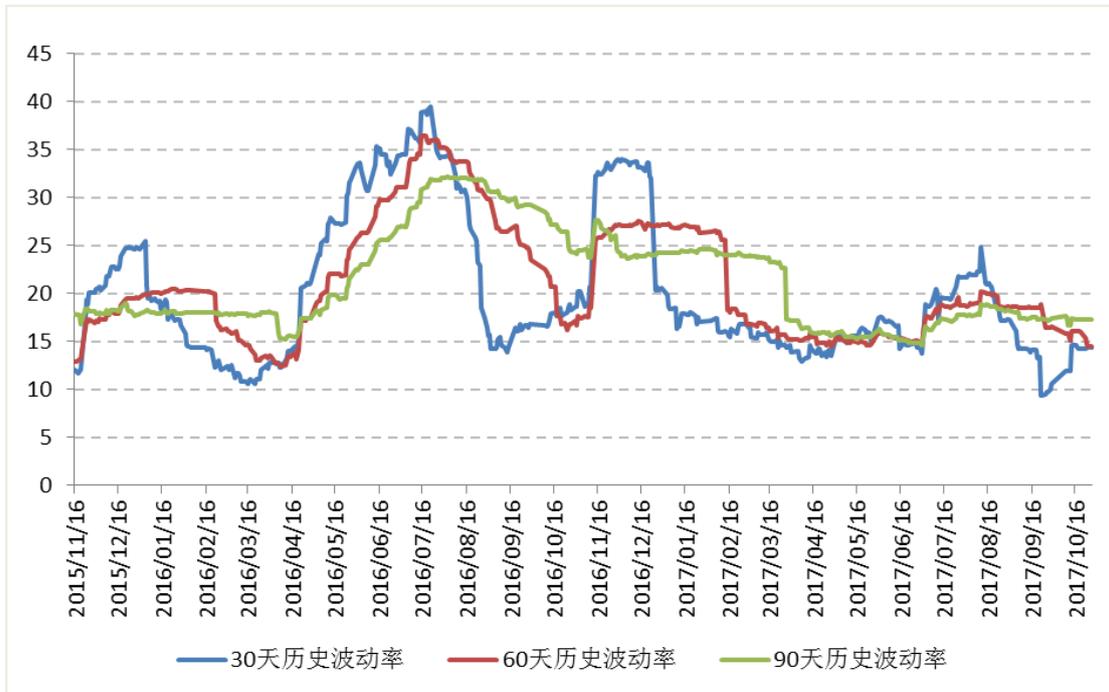
一、合约标的方面

图 1： 豆粕主力连续走势图



数据来源：Wind、广期研究所

图 2： 豆粕主力连续历史波动率



数据来源：Wind、广期研究所

九月份国内豆粕期货合约价格走势比较平稳缓和，十月份仅有约 16 个交易日，走势则由几个部分组成。十一长假节前，M1801 合约持续走低伴随持仓量下降，原因估计主要是前期做多资金获利了结、在长假可能出现不测事件前平仓立场，这几天下跌属于资金面的驱动。十一长假过后头几天，M1801 合约走势平稳，直至国内 10 月 13 日凌晨 USDA 公布了新一月的报告，该报告下调了今年美大豆的单产率，对国内豆粕期货和外盘美大豆期货产生利多冲击，M1801 合约大幅上涨。随后的两个星期，M1801 却出现了明显的回落；虽然没有突发性事件的发生，但市场可能是普遍地认为进口大豆 11 月、12 月到港量会高于过去几个月，并且油厂未来一月会加大产能。但是，就目前来看，M1801 合约已经跌到了一个比较低的价格上，继续下跌动力比较小，仍建议以多头观点来看待未来一个月的行情。

总体来讲，国内豆粕期货的决定因素有三方面：1. 美国大豆的生长期已经过去，但 11 月的 USDA 报告可能会调整美国的出口预期、需求预期，也可能造成美大豆期货合约价格的波动，不过影响力应不如 7 月、8 月生长期的报告那般强烈；2. 目前市场普遍预期 2018 年的国内生猪价格、生猪存栏量依旧不会走好，轻微利空豆粕；豆粕后市虽然看多，但不具备大涨上涨的基础；3. 巴西、阿根廷或美国货币汇率若发生巨大变化，也会影响美大豆期货的价格。当前，建议投资者关注美大豆方面的消息，最终产量或出口预期的调整都可能影响美大豆期货价格；同时随着南美大豆开始播种，可能也会影响 M1805 的走势。

二、本月成交概况

图 3：本月合约成交概况

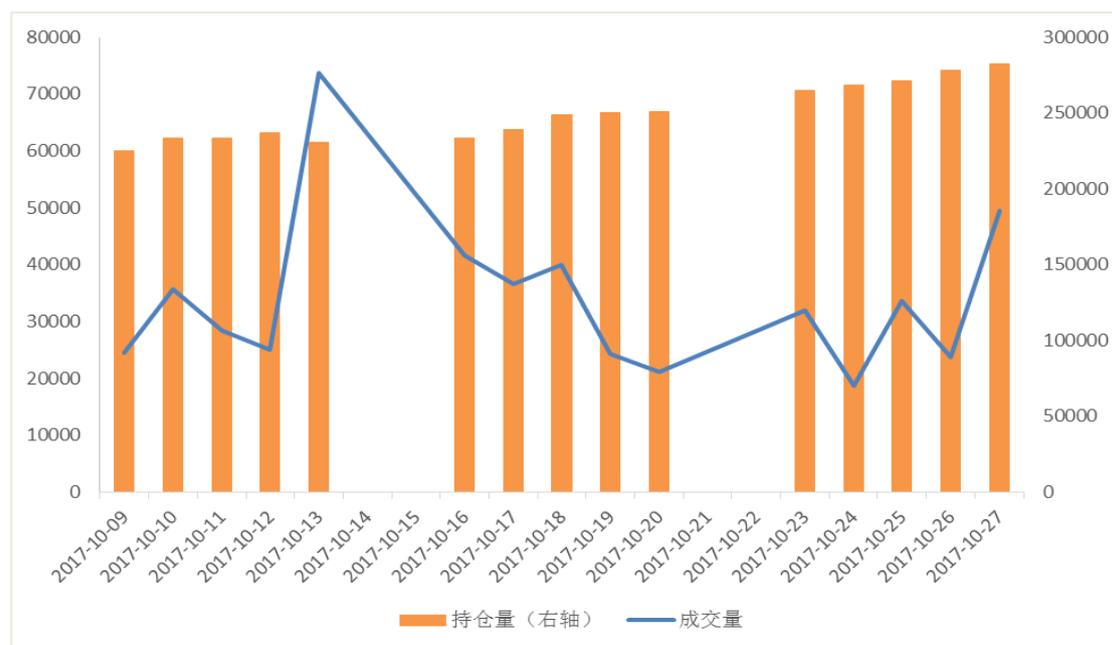
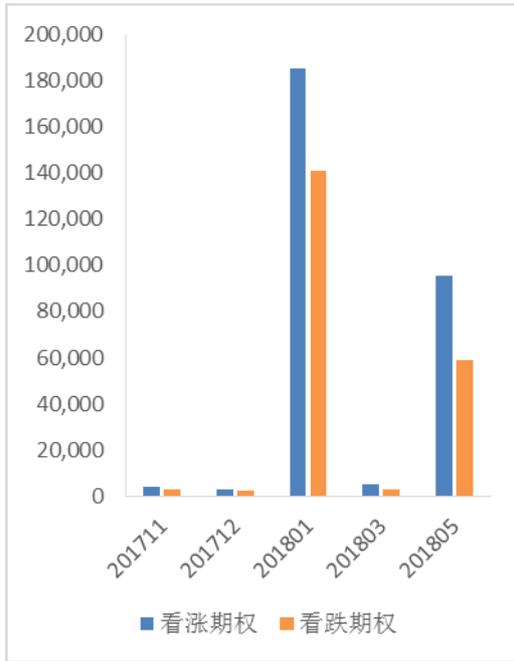
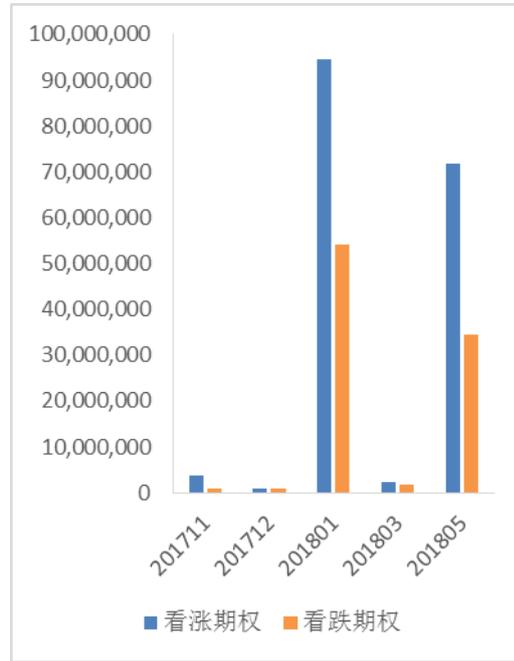


图 4：本月成交量分布图



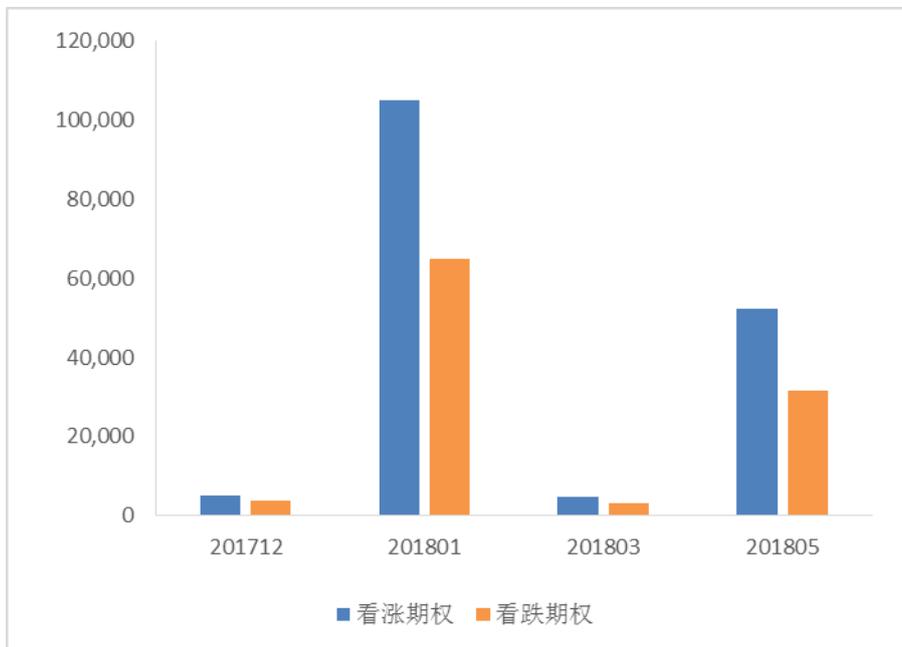
数据来源：Wind、广期研究所

图 5：本月成交额分布图



数据来源：Wind、广期研究所

图 6：持仓量分布图



数据来源：Wind、广期研究所

本月豆粕期权 1 月合约持仓量已经达到 17 万手，超过了之前的主力 9 月合约在稳定时候的持仓量。本月豆粕期权合约共计成交量 500340 手（双边，下同），其中看涨

期权 292542 手，看跌期权 207816 手，成交量 PCR 为 0.71；总成交额为 2.65 亿元，其中看涨期权 1.73 亿元，看跌期权 0.92 亿元，成交额 PCR 为 0.53；总持仓量为 270058 手，其中看涨期权 166832 手，看跌期权 103226 手，持仓量 PCR 为 0.62。

【注：成交量 PCR=认沽期权成交量/认购期权成交量】

三、本周最大统计

表 1：每日成交量最大合约统计

日期	认购期权		认沽期权	
2017-10-23	M1801-C-2850.DCE	2638	M1805-C-3100.DCE	1058
2017-10-24	M1801-P-2750.DCE	1412	M1805-C-2700.DCE	816
2017-10-25	M1801-P-2750.DCE	1678	M1805-P-2500.DCE	3790
2017-10-26	M1801-C-3000.DCE	3306	M1805-P-2600.DCE	880
2017-10-27	M1801-C-2950.DCE	4536	M1805-C-3000.DCE	1646

数据来源：Wind、广期研究所

表 2：每日成交额最大合约统计

日期	认购期权		认沽期权	
2017-10-23	M1801-C-2850.DCE	1336400	M1805-C-2700.DCE	1771900
2017-10-24	M1801-C-2800.DCE	642400	M1805-C-2700.DCE	1072900
2017-10-25	M1801-P-2850.DCE	848200	M1805-C-2700.DCE	1040600
2017-10-26	M1801-C-2800.DCE	737200	M1805-C-3100.DCE	373700
2017-10-27	M1801-C-2750.DCE	2082500	M1805-C-3100.DCE	1567000

数据来源：Wind、广期研究所

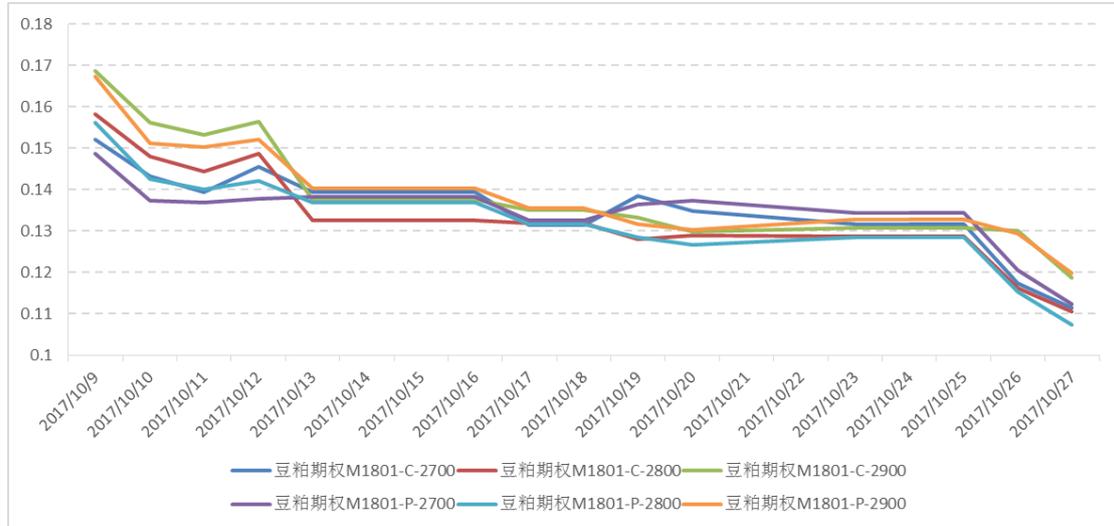
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
2017-10-23	M1801-C-3000.DCE	15318	M1805-C-3100.DCE	7862
2017-10-24	M1801-C-2850.DCE	15476	M1805-C-3100.DCE	8034
2017-10-25	M1801-C-2850.DCE	15708	M1805-C-3100.DCE	8330
2017-10-26	M1801-C-3000.DCE	16896	M1805-C-3100.DCE	8796
2017-10-27	M1801-C-3000.DCE	17194	M1805-C-3100.DCE	9036

数据来源：Wind、广期研究所

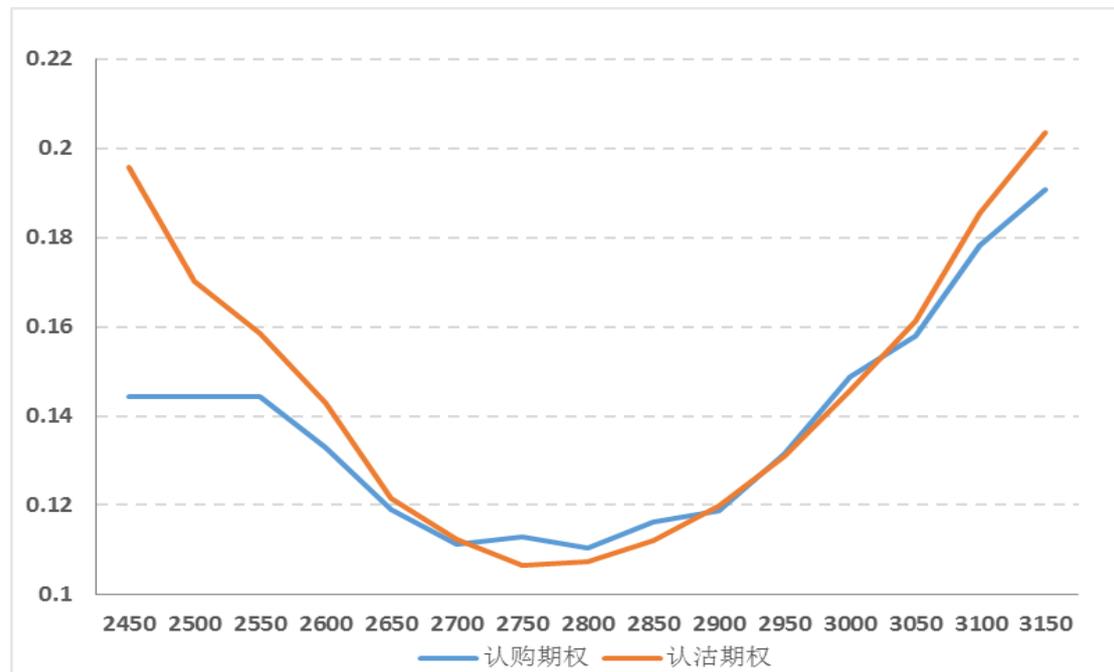
四、波动率分析

图 7：隐含波动率走势



数据来源：广期研究所

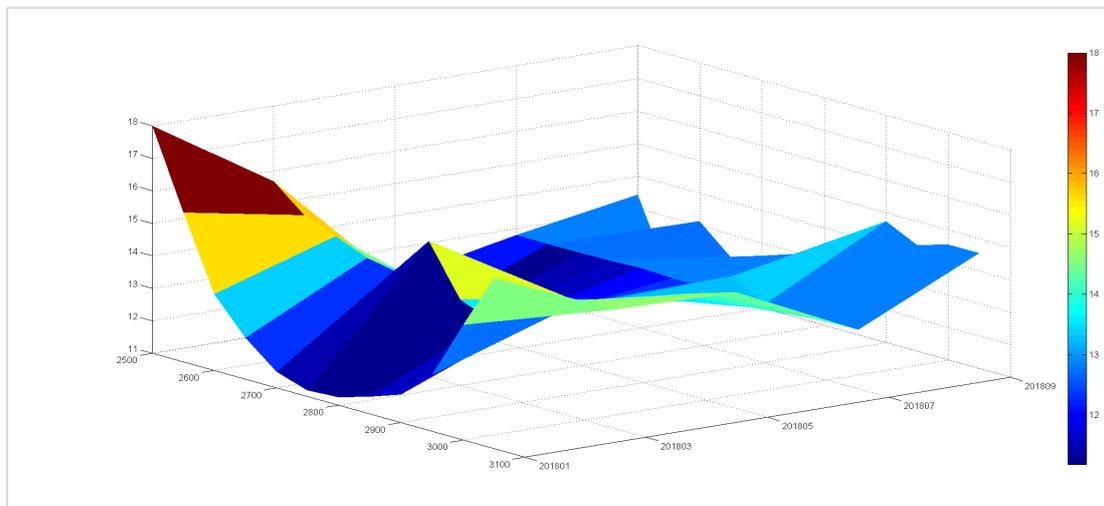
图 8：波动率微笑



数据来源：Wind、广期研究所

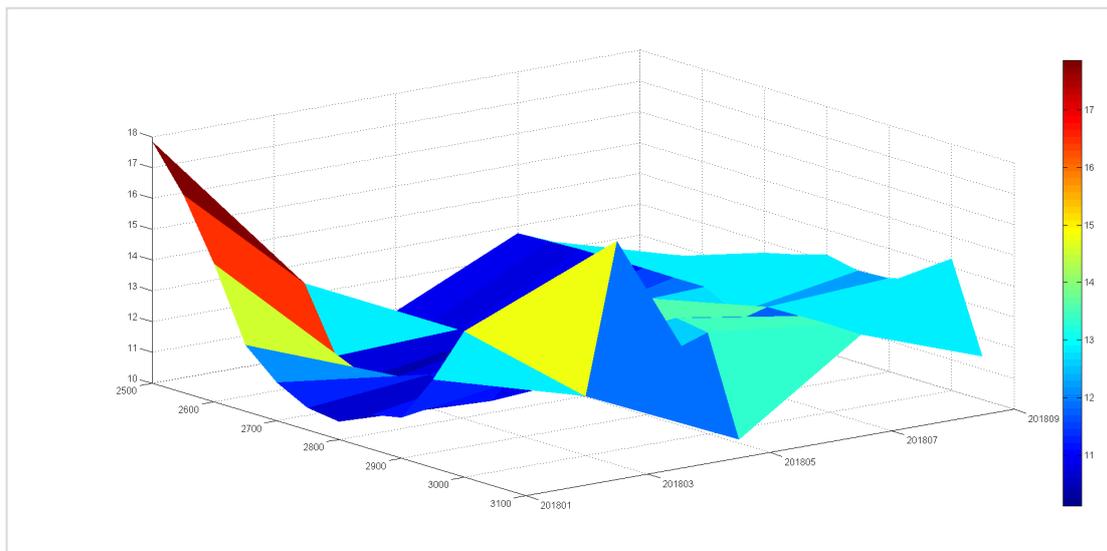
图 9 隐含波动率曲面

a. 看涨期权



数据来源：Wind、广期研究所

b. 看跌期权



数据来源：Wind、广期研究所

10 月份，M1801 对应期权的隐含波动率基本成缓慢下降的走势，这个走势从逻辑上看是非常合理的。10 月 9 日，M1801 平值附近期权隐含波动率在 15%左右，比当时的 30 日历史波动率高 3%，是反映了市场对 10 月 13 日凌晨 USDA 报告的一种“风险准备”。10 月 13 日报告公布后，隐含波动率随即下降了 1%左右，并且在本月剩余时间内稳中缓跌，也是因为未来一个月 M1801 合约难有涨跌事件发生。目前隐含波动率大约 11.5%，30 日历史波动率月为 15%，故均为合理水平。预计未来一个月，隐含波动率会保持在 12%-14%区间内。

10月26日收盘时，豆粕期权1月合约已经具有了比较典型的“微笑曲线”形状。波动率曲线底部位于11.5%左右。目前隐含波动率已经处于它上市以来的最低位附近，难有进一步下跌动力。如果M1801在未来两星期波动略微加大，隐含波动率可能会升至14%附近。但总的来讲，未来一个月M1801很难发生大幅涨跌事件，相应的隐含波动率也不会大幅升高。

五、操作分析

趋势指标上看，10月13日收盘时，M1801的5日、10日、20日均线呈现多头排列，当时均线组合处于显著地多头行情中。但是市场并未相应指标的信号，而是走出了两个星期的连续回调，目前均线的多头排列已经结束。虽然，10月26日M1801收盘价明显高于40日和60日均线（可近似认为是市场资金成本线），光凭这一点却不足以认为技术形态上有看多的迹象。

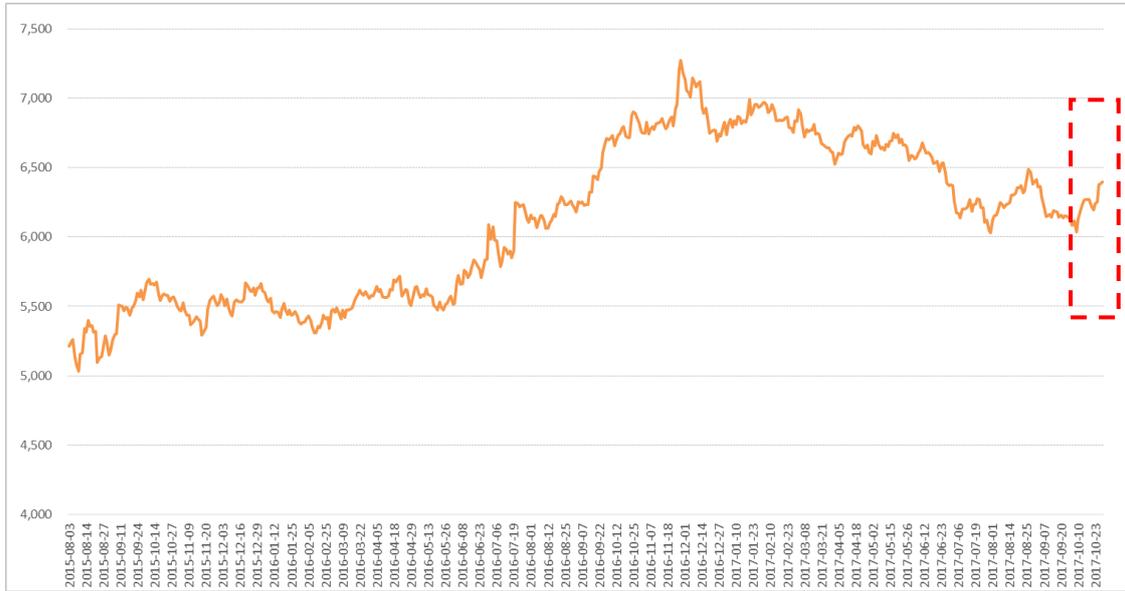
国内10月13日公布的USDA报告很大程度上，为M1801过去三个月的走势画出了一个很典型的“底部形态”；但是十月最后两个星期的连续回调，却多少有点让人意外。追随豆粕期货的主要影响因素，即美大豆期货的涨跌，可以发现M1801合约走势明显弱于外盘美大豆期货。因此，M1801回调下跌的原因可能在于国内，而生猪存栏和猪肉价格并未出现明显下跌，故原因可能是油厂生产量的增加导致豆粕供给增加。同时，11月、12月会有美国新一年大豆运抵我国，一定程度也会支撑油厂去加大产量；因此M1801合约走弱也有一定道理，但不太具备大跌的基础。

到港量和产能的不确定，使得M1801后市具有一定变数，但是经过两个星期的下跌，M1801合约已经基本恢复到了10月13日上涨前的位置，难以继续下跌。目前建议入场做多，只要美国不出现关于大豆价格的显著利空消息，可以一直持有至12月中旬。止损价位建议设为2760附近（K线形态底部），上涨高度可看至2900一线。

白糖期权概况

一、合约标的方面

图 1：白糖主力连续走势图



数据来源：Wind、广期研究所

图 2：白糖主力连续历史波动率



数据来源：Wind、广期研究所

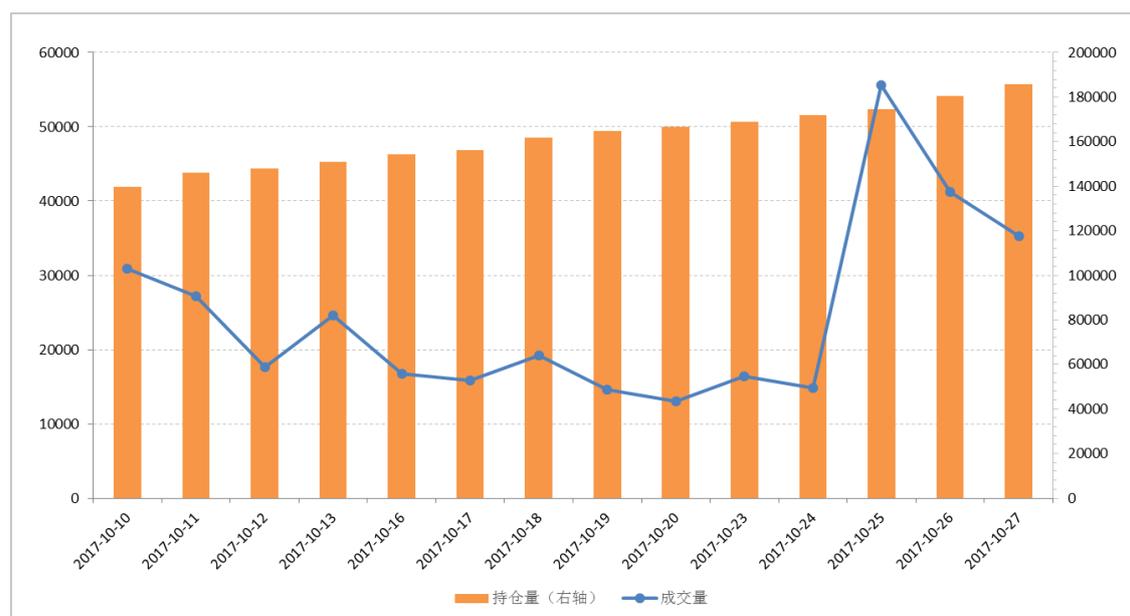
本周，白糖期货主力震荡上行，周五日内创9月份以来新高6420，报收6399，周涨幅3.26%。

国外方面，甘蔗行业机构 Unlca 周二表示，10 月上半月，巴西糖厂提升用于生产乙醇的甘蔗比例，并削减用于压榨糖的甘蔗比例，这主要是因糖厂抓住乙醇价格相对较高的契机进行生产，而糖价则依然较为疲软，数据显示，巴西中南部糖厂将用于生产乙醇的甘蔗比例提升至 56%，9 月下半月时为 53%，去年同期为 50%。为削减贸易逆差，巴基斯坦政府一次性将 250 种商品进口关税上调，食糖进口关税将从 20% 上调至 40；据相关数据显示，17/18 榨季从 5 月 30 日起至 10 月 15 日期间澳大利亚累计压榨甘蔗 2559 万吨，平均甘蔗糖分 13.55%，高于整个 16/17 榨季的平均水平。

国内方面，据海关公布的数据显示，2017 年 9 月中国进口食糖 16 万吨，较 2016 年 9 月进口的 49.84 万吨下降 67.9%，较今年 8 月份进口的 19.66 万吨环比下降 18.62%。

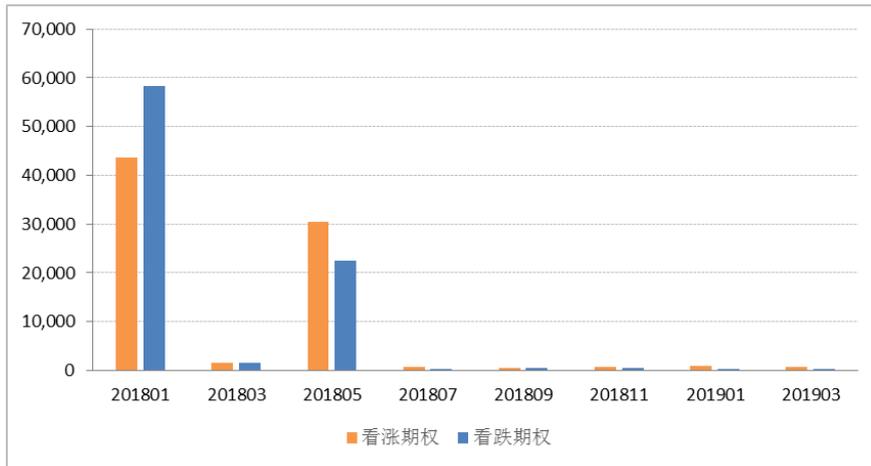
二、成交概况

图 3：本月合约成交概况



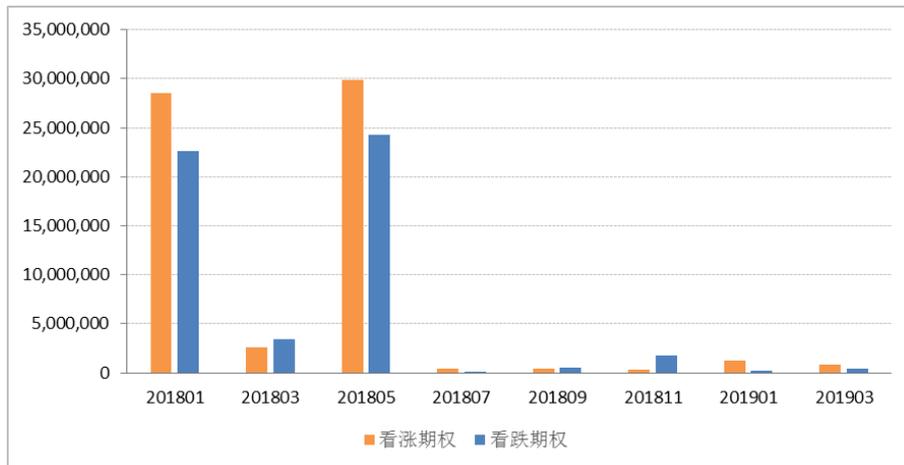
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本周成交量分布图



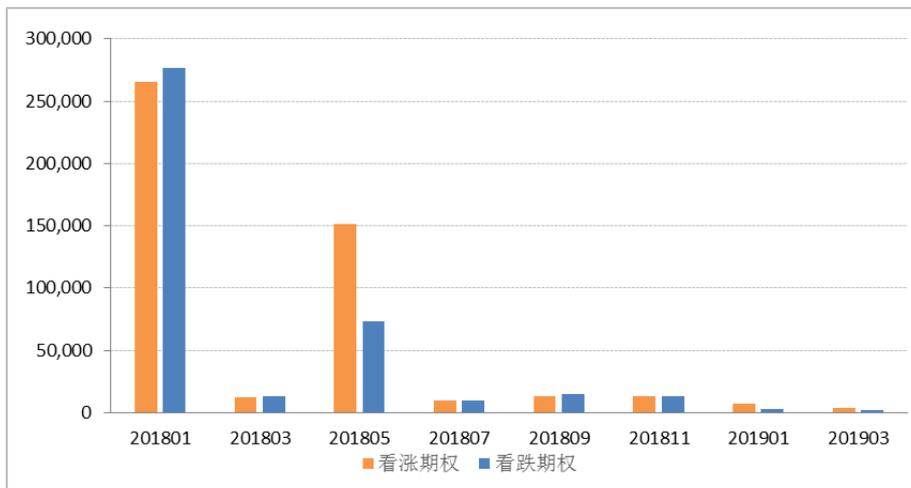
数据来源：Wind、广期研究所

图 5：本周成交额分布图



数据来源：Wind、广期研究所

图 6：本周持仓量分布图



数据来源：Wind、广期研究所

本周白糖主力震荡偏弱，期权成交量较上周明显减少，持仓量缓慢增长。本周，白糖期权合约共计成交量 163366 张(上周 79486 张)，其中看涨期权 79168 张(上周 39010 张)，看跌期权 84198 张(上周 40476 张)，成交量 PCR 为 1.06；总成交额为 11758.53 万元(上周 6672.73 万元)，其中看涨期权 6424.78 万元(上周 2858.68 万元)，看跌期权 5333.75 万元(上周 3814.05 万元)，成交额 PCR 为 0.83；总持仓量为 881664 张(上周 803318 张)，其中看涨期权 476630 张(上周 431416 张)，看跌期权 405034 张(上周 371902 张)，持仓量 PCR 为 0.85。整体来看，成交量 PCR 基本稳定，成交额 PCR 回落明显，持仓量 PCR 小幅回落，投资者偏空情绪强烈。

【注：成交量 PCR=看跌期权成交量/看涨期权成交量】

表 1：每日成交量最大合约统计

日期	看涨期权		看跌期权	
	合约	成交量	合约	成交量
2017-10-23	SR801C6400	1852	SR801P6200	1442
2017-10-24	SR801C6400	1362	SR801P6000	3104
2017-10-25	SR801C6400	3828	SR801P6000	8430
2017-10-26	SR805C6200	4070	SR801P6200	2360
2017-10-27	SR801C6500	2940	SR801P6300	3620

数据来源：Wind、广期研究所

表 2：每日成交额最大合约统计

日期	看涨期权		看跌期权	
	合约	成交额	合约	成交额
2017-10-23	SR805C5800	705400	SR801P6200	1115900
2017-10-24	SR805C5900	1094800	SR805P5800	961600
2017-10-25	SR801C6200	3443900	SR805P6000	4535100
2017-10-26	SR805C5800	6774700	SR805P6100	3891000
2017-10-27	SR801C6200	1697700	SR801P6500	2121400

数据来源：Wind、广期研究所

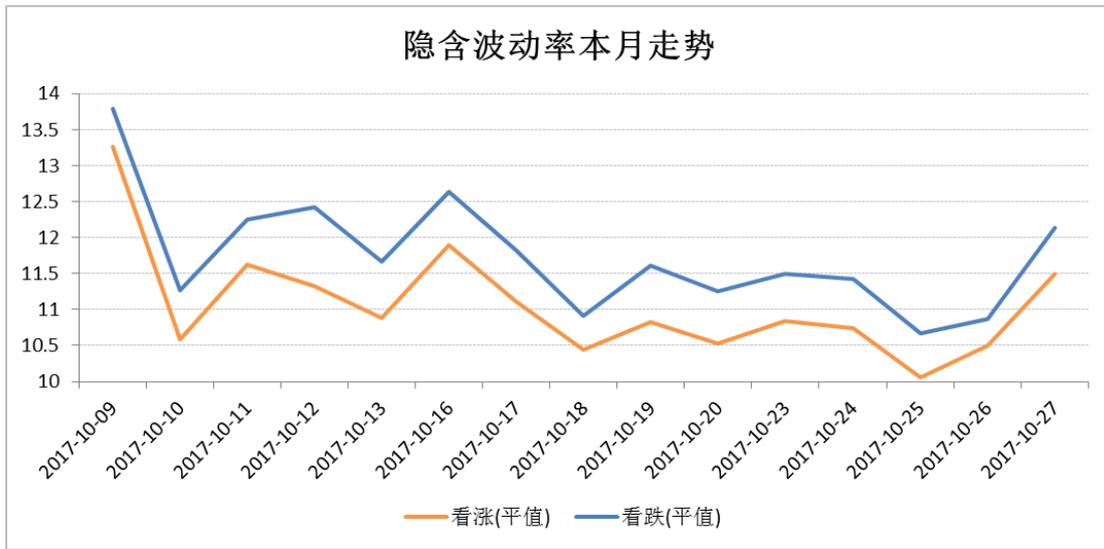
表 3：每日持仓量最大统计

日期	看涨期权		看跌期权	
	合约	持仓量	合约	持仓量
2017-10-23	SR801C6600	7880	SR801P6000	13164
2017-10-24	SR801C6600	7988	SR801P6000	14876
2017-10-25	SR801C6600	8646	SR801P6000	12962
2017-10-26	SR801C6600	8910	SR801P6000	12462
2017-10-27	SR801C6600	9132	SR801P6000	11768

数据来源：Wind、广期研究所

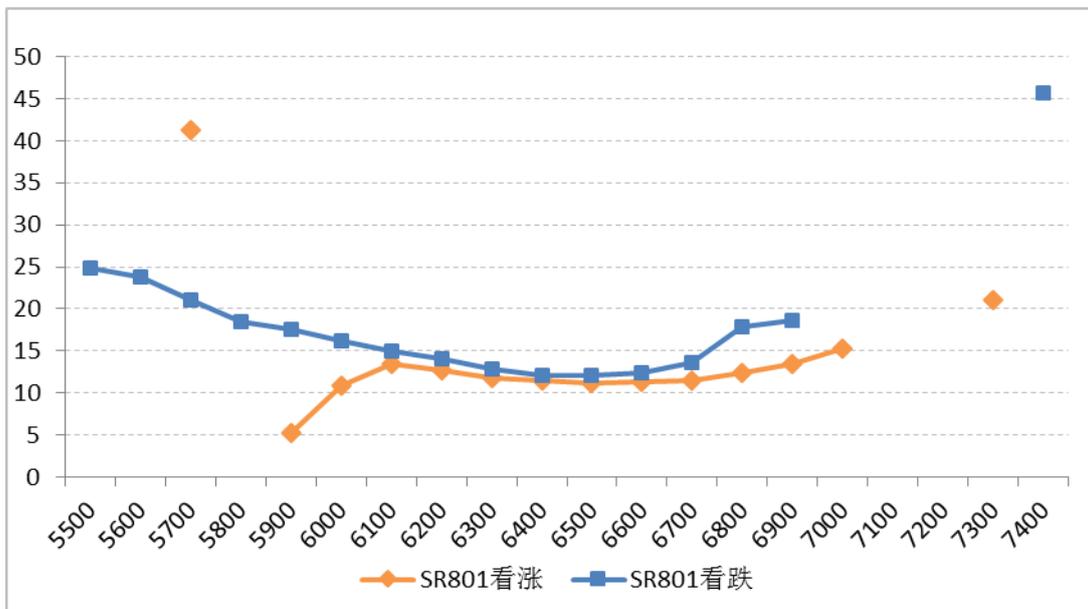
三、波动率分析

图 7：隐含波动率走势



数据来源：广期研究所

图 8：波动率微笑



数据来源：Wind、广期研究所

本周，白糖主力震荡上行，30日、60日历史波动率升高后回落，90日历史波动率升高至半年内高位，周五收盘后分别为10.38%、11.08%和11.88%。从隐含波动率曲线形状看，看涨看跌期权均有不同程度的右偏微笑现象，深度实值期权隐含波动率较高、流动性仍旧欠佳。本周平值期权隐含波动率结束下行趋势，周四周五出现回升，周五收盘后分别为11.50%

和 12.13%。

六、操作分析

本周，受巴西糖厂提升用于生产乙醇的甘蔗比例，并削减用于压榨糖的甘蔗比例事件以及进口食糖数量大幅缩窄的影响，周三白糖主力月份合约涨幅明显，主力月份期权合约成交额 PCR 达一个半月以来新低 0.59，周五回升至 0.94 的正常水平，持仓量 PCR 指标达 1.1 的历史新高，市场持续积蓄看空情绪。

白糖主力 801 系列期权合约还有 20 个交易日到期，料糖会来临前市场维持震荡走势，关注糖会上政策调控思路以及抛储信息，策略上建议卖出看涨期权赚取时间价值或者买入跨式组合做多波动率。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师,致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告,通过对市场进行深度挖掘,提示投资机会和市场风险,完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品;我们推崇**产业链**的研究;我们看重**数量分析法**;我们提倡**独立性**,鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势,以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心,大力推进市场化和标准化运作,逐步完善研究产品体系,打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念: **研究创造价值, 深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址: 广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

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。我们已力求报告内容的**客观、公正**, 但文中的**观点、结论和建议**仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。