

一周集萃 商品期权

2017 年 11 月 17 日

研究所 金融衍生品小组

苏 航 F3032651

韩日升 F3035193



豆粕期权本周概况

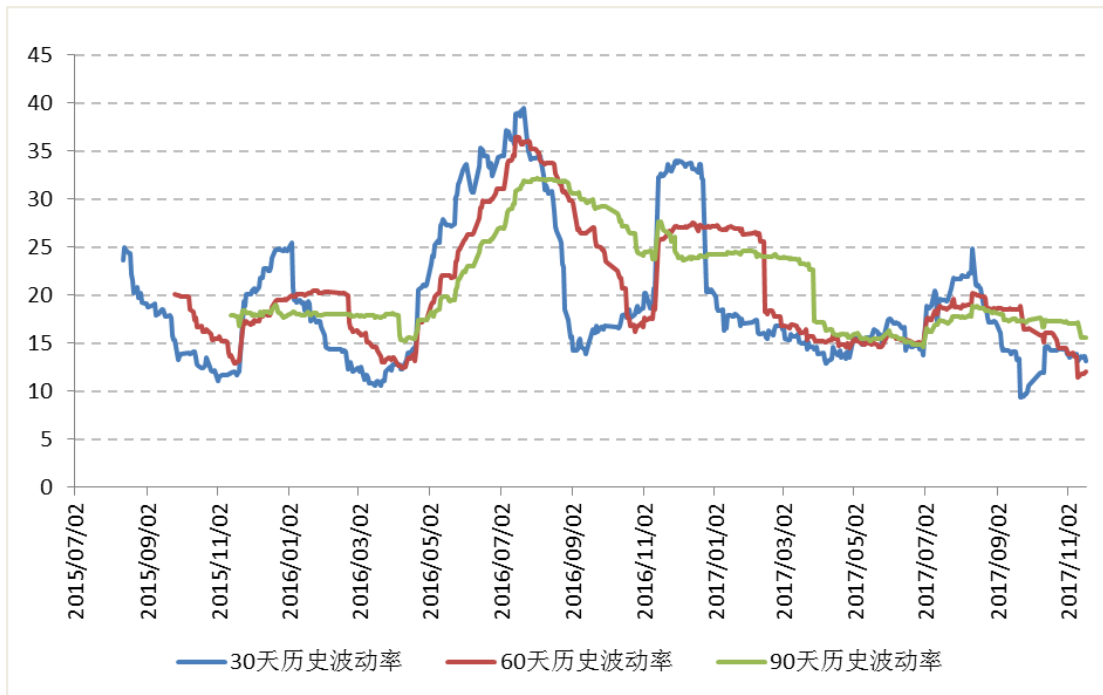
一、合约标的方面

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

本周是 11 月第三周，M1801 合约持仓量逐渐减小而 M1805 合约持仓量逐渐增大，目前 M1801 仍是主力合约；但预计下周结束时，主力合约将切换至 M1805。本周 M1801 总体上确定了前期一路缓慢持续下跌的终结。周一，M1801 迎来报复性反弹，本来就在 60 日均线，当天更上穿 20 日均线一改跌势，而且幅度较大吞没了 11 月 USDA 报告公布当天的阴线。此后几天 M1801 以涨势为主，最高触及 2869 一线，达到了前期平台最高位附近。这段行情主要由于近期利空出尽，提供了一个窗口期，市场看多资金得以用交易行为表达观点。

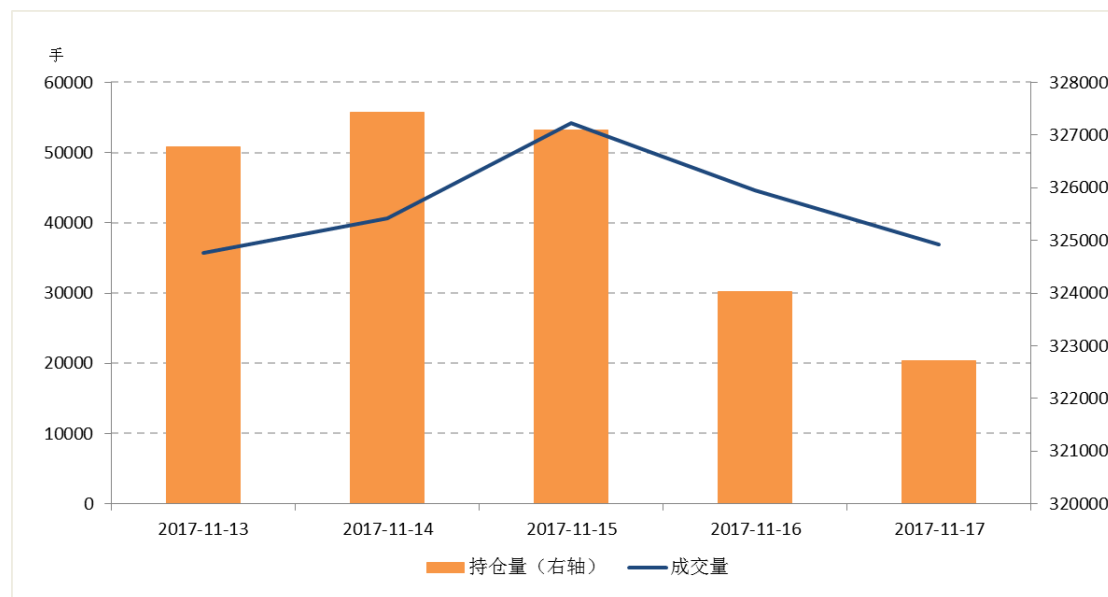
美国大豆进出口主导阶段，12 月 USDA 报告可能会对 M1801 合约造成新影响，但是届时豆粕期货主力合约已经切换至 M1805 合约了。未来一个月 M1801 合约将取决于美大豆到港情况以及国内油厂开工产能，预计 11 月和 12 月到港的进口大豆总量将高于过去 3 个月，对豆粕价格有微弱压制。而就 M1805 合约来说，目前影响因素较为多变，有消息称巴西新一季度大豆总产量将比去年下降，而另有消息称新一季南美将遭遇拉尼娜效应，南美播种进度也将影响国际大豆价格；但这些因素目前刚开始被市场检验，未有定论。

豆粕 M1805 合约未来一个月价格，主要由几方面决定：1. 巴西、阿根廷新一季大豆的播种进度，以及官方报告公布的产量预估 2. 明年一季度南美预计会出现拉尼娜效应，但具体概率和强度，天气相关部门会不断修正其数据 3. 国内下游的需求方面，肉类价格是否进一步回升、生猪存栏量的变化 4. 美元、人民币汇率等其他因素。而值得一提的是，本周猪肉价格有明显上涨，根据国内对“猪周期”的一般理解，在猪价从底部持续上涨之后，将会迎来能繁母猪的新一轮补栏，从而推动市场对豆粕价格上涨的预期。这点也为 M1805 提供了其中一种看多的理由。

而 M1801 方面预计到 12 月底前多为震荡走势，区间可能在 2750-2900。

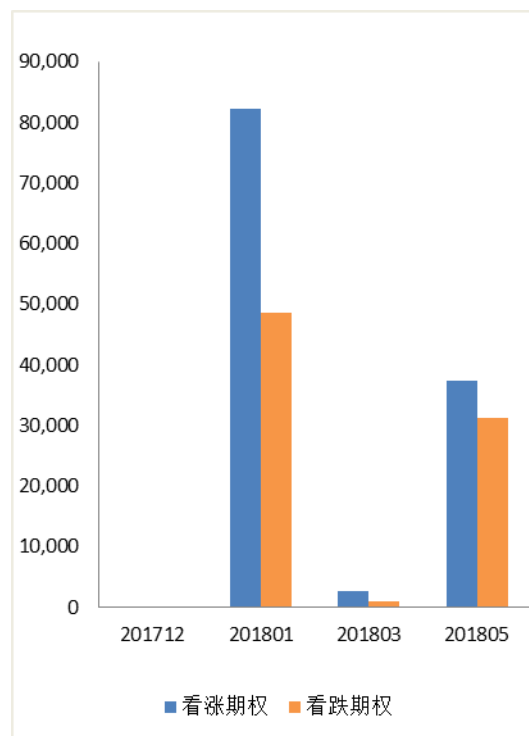
二、本周成交概况

图 3：本周合约成交概况



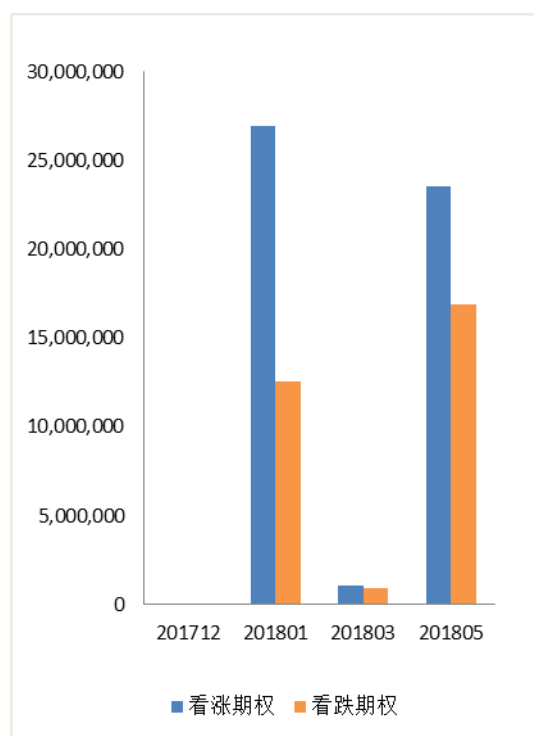
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本周成交量分布图



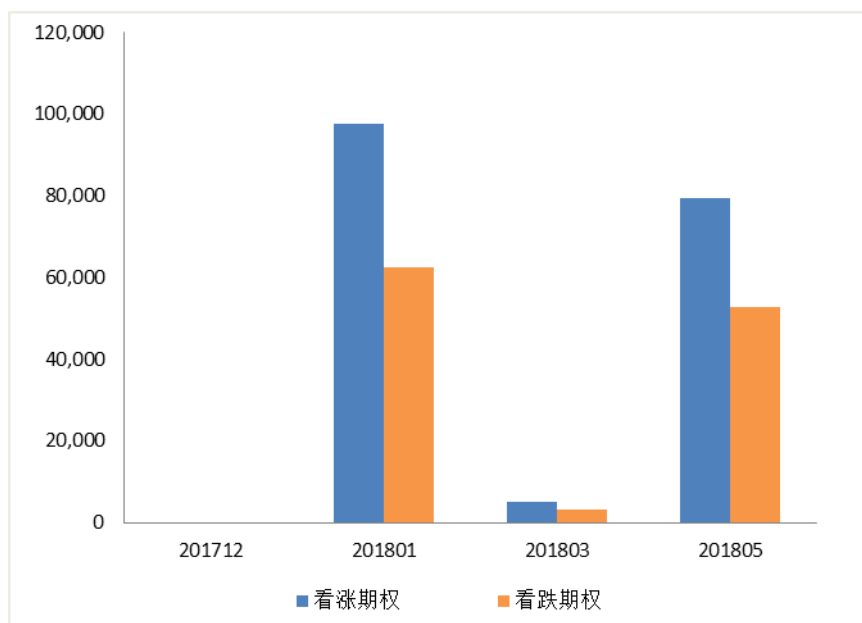
数据来源：Wind、广期研究所

图 5：本周成交额分布图



数据来源：Wind、广期研究所

图 6：持仓量分布图



数据来源：Wind、广期研究所

本周五收盘时，豆粕期权 1 月合约持仓量已达约 17 万张，开始出现下降。本周成交量为 203386 手，其中看涨期权 122534 手，看跌期权 80852 手，成交量 PCR 为 0.66；总成交额为 0.82 亿元，其中看涨期权 0.52 亿元，看跌期权 0.30 亿元，成交额 PCR 为 0.59；总持仓量为 300844 手，其中看涨期权 182298 手，看跌期权 118546 手，持仓量 PCR 为 0.65。豆粕期权 1 月合约和 5 月合约盘口买一卖一价价差不大，流动性较好。

【注：成交量 PCR=认沽期权成交量/认购期权成交量】

表 1：每日成交量最大合约统计

日期	认购期权		认沽期权	
	合约名称	成交量	合约名称	成交量
2017-11-13	M1801-P-2800.DCE	3264	M1805-P-2700.DCE	1278
2017-11-14	M1801-C-2900.DCE	5462	M1805-P-2700.DCE	1806
2017-11-15	M1801-C-2850.DCE	5336	M1805-P-2750.DCE	2948
2017-11-16	M1801-C-2850.DCE	5696	M1805-C-2800.DCE	1220
2017-11-17	M1801-P-2800.DCE	3464	M1805-P-2650.DCE	1432

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	
2017-11-13	M1801-C-2800.DCE	943300	M1805-P-2750.DCE	699600
2017-11-14	M1801-C-2800.DCE	1234300	M1805-C-2750.DCE	913900
2017-11-15	M1801-C-2800.DCE	2117900	M1805-C-2800.DCE	2121800
2017-11-16	M1801-C-2800.DCE	3189000	M1805-C-3000.DCE	995400
2017-11-17	M1801-C-2800.DCE	1941900	M1805-C-3000.DCE	850800

数据来源：Wind、广期研究所

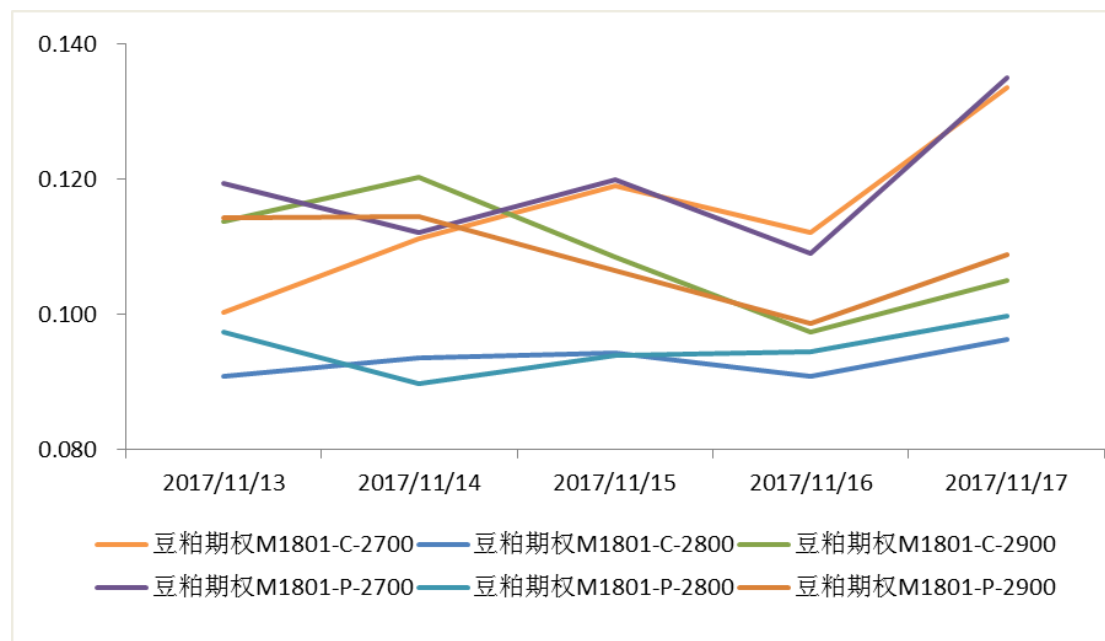
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
2017-11-13	M1801-C-2850.DCE	20820	M1805-C-3000.DCE	13870
2017-11-14	M1801-C-2850.DCE	19860	M1805-C-3000.DCE	14086
2017-11-15	M1801-C-2850.DCE	20170	M1805-C-3000.DCE	14628
2017-11-16	M1801-C-2850.DCE	18698	M1805-C-3000.DCE	14668
2017-11-17	M1801-C-2850.DCE	19030	M1805-C-3000.DCE	14672

数据来源：Wind、广期研究所

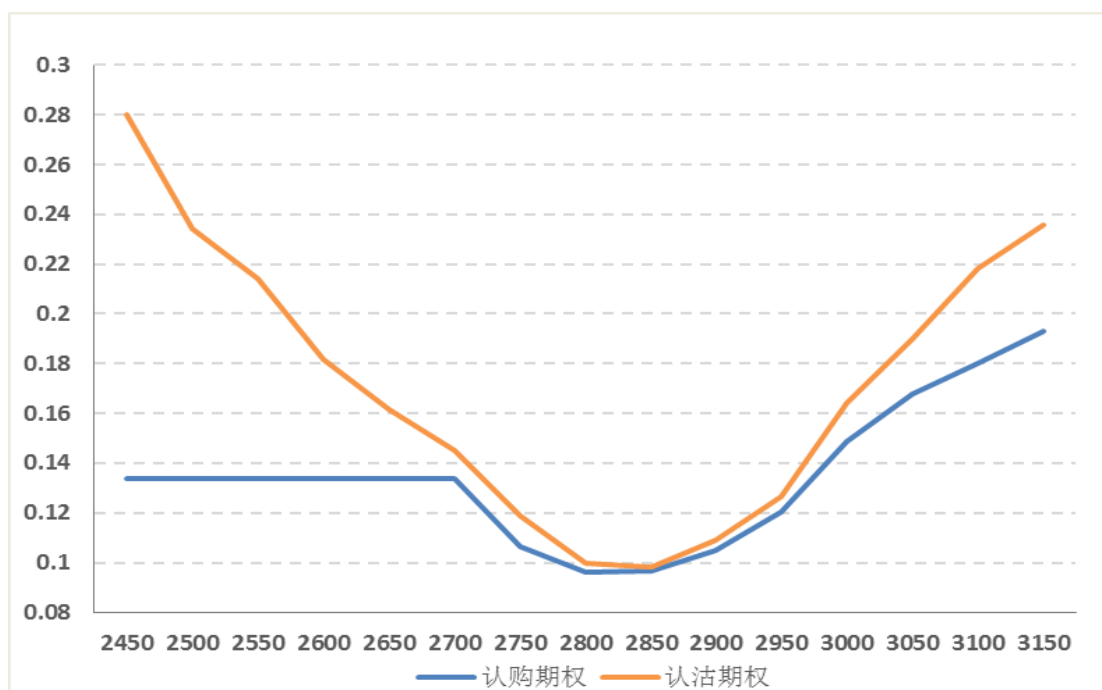
三、波动率分析

图 7：隐含波动率走势（平值期权）



数据来源：广期研究所

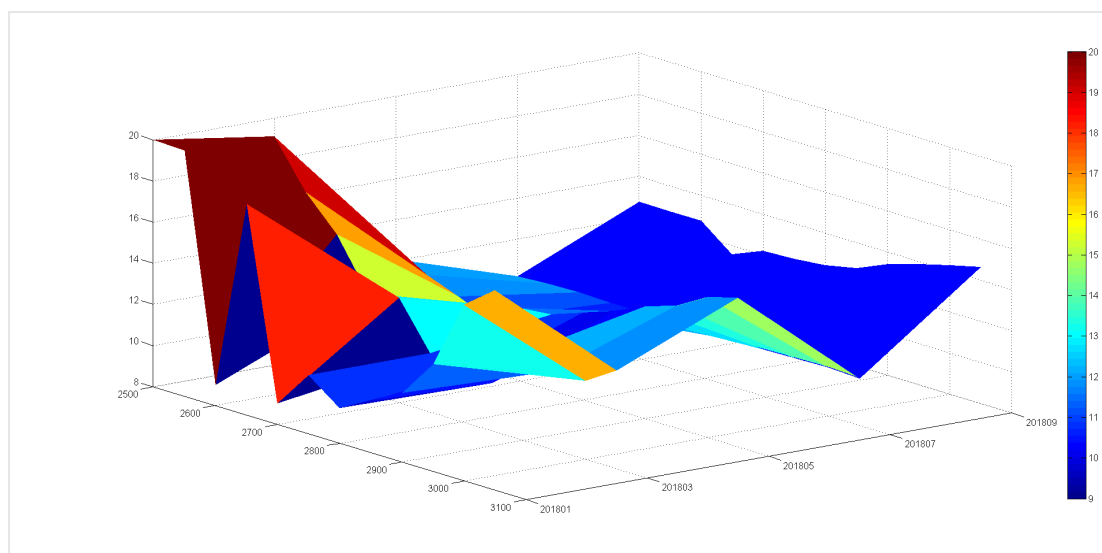
图 8：波动率微笑（1 月合约）



数据来源：Wind、广期研究所

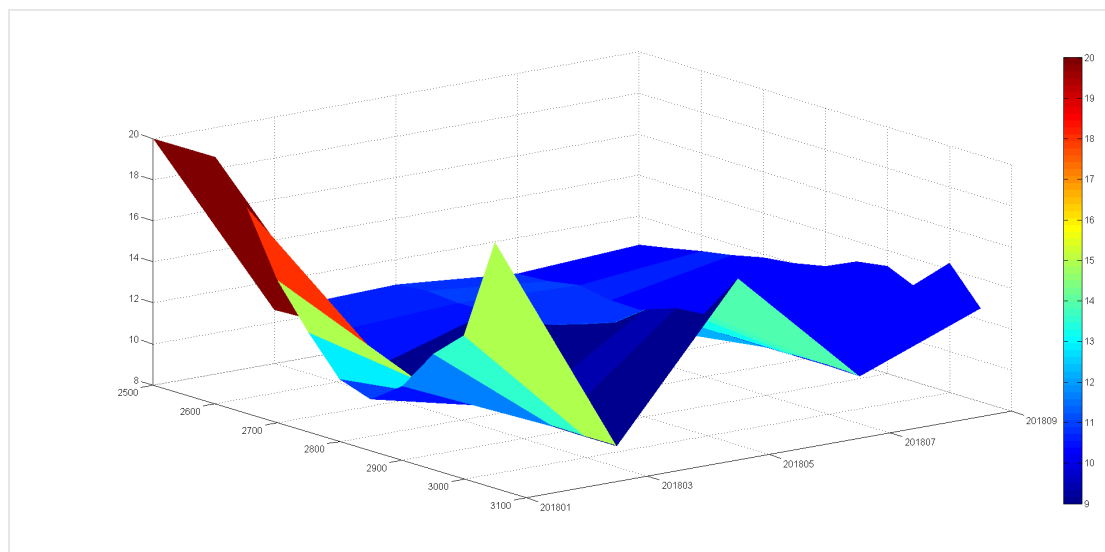
图 9 隐含波动率曲面

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

本周，M1801 价格一路上涨，而隐含波动率在低位平台上震荡。M1801 期权各平值附近的主要合约没有出现上涨或下跌的倾向。目前它们的隐含波动率处于非常合理的位置，同时也是豆粕期权自今年 3 月底上市以来，出现过稳定的最低波动率水平。

M1801 的 30 日历史波动率为 14% 左右，而其 60 日历史波动率为 12%，90 日波动率约 15%，处于合理范围同时也是今年最低水平。M1801 未来一个月无大涨大跌消息，其价格波动率预计会保持这个水平。M1801 期权合约现在拥有典型的“微笑曲线”，执行价格较高或较低的期权，其隐含波动率较高。总体上，期权交易者们既不显著看多 M1801，也不显著看空。

五、操作分析



从 K 线形态与技术指标上看，上周 11 月 10 大跌当天收盘时，价格仍处于 40 日和 60 日均线的上方，K 线并未出现完全空头趋势。而本周一大阳线更是突破了 20 日均线，在高

低位置上，在前期低点上开启了一波小反弹。反弹一路触及前期高位，约 2869 一线，但随后震荡。仅从技术面上说，因为 2870 附近还有 250 日均线（年线）的压制；换句话说，这波小反弹并未能突破前期高位 2879，也未能突破 250 日均线，不是真正的上涨趋势。

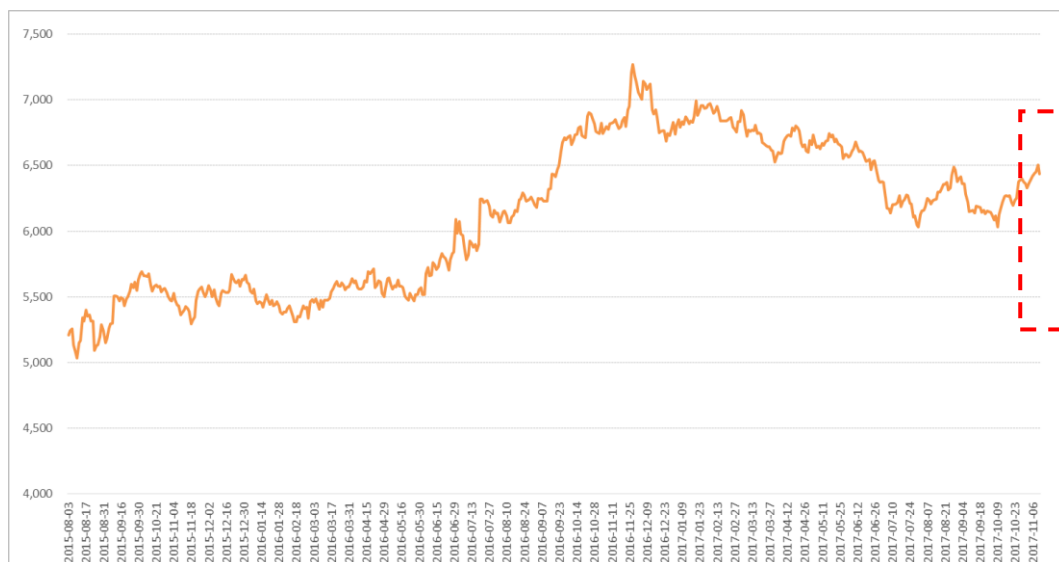
基本面方面，上周五过后 M1801 短期利空出尽，本周一市场资金涌入进行做多，认证了利空出尽的情况。周一当天入场或许是做短线的机会，但是现在已经涨到位，M1801 价格不算便宜，不宜继续盲目看多。相反，美国大豆进入出口阶段，预计 11 月和 12 月中国港口获得的进口大豆数量都会多于过去 3 个月，M1801 价格受到少量压力。豆粕 M1801 合约未来一个月价格，主要由几方面决定：1. 美大豆到港的实际情况，以及 12 月 USDA 报告或许会造成少量价格冲击 2. 国内下游的需求方面，肉类价格是否进一步回升、生猪存栏量的变化、饲料厂对冬季饲料的准备性购置。本周有言论说，生猪价格开始回升，若情况得以延续，可能会开启这几年“猪周期”的拐点，下一步则是能繁母猪的补栏，届时豆粕价格将迎来缓慢持续利好。

总的来说，到 12 月底前，M1801 合约预计豆粕震荡区间为 2750-2900。上周五 M1801 位置比较低，适合短线做多；但是现在 M1801 价格已经不低，更适合向下看。不过近期也未出现明显豆粕利空消息。建议在 2750-2900 一带进行高抛低吸，同时留意突发性的利空和利多消息；若出现大阳线或大阴线，而且是事先未预料的事件冲击，届时则考虑平仓。

白糖期权本周概况

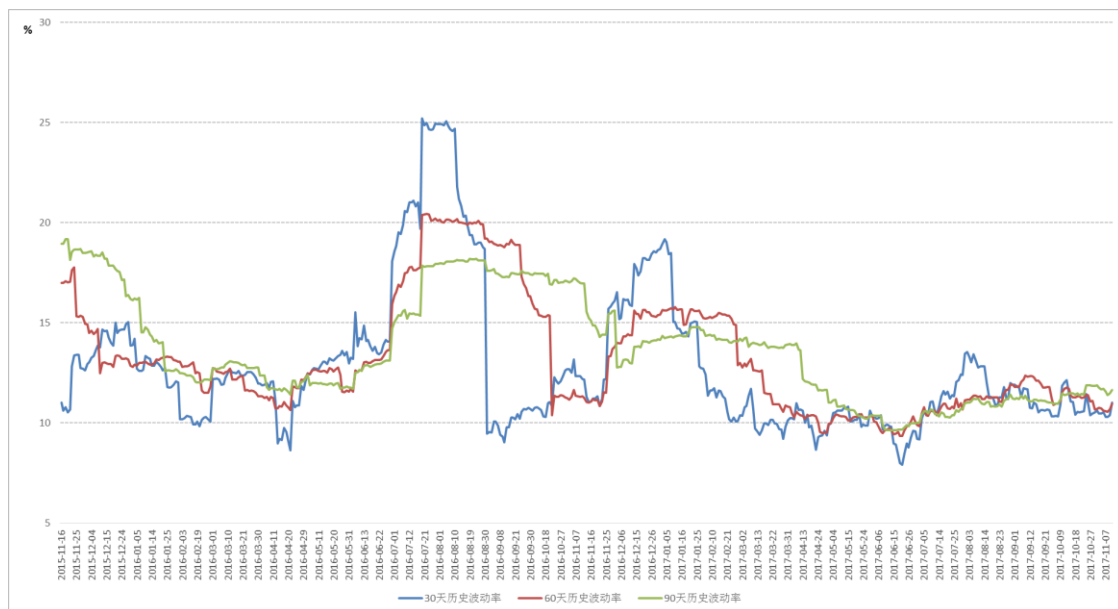
一、合约标的方面

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，白糖期货主力震荡下行，周五报收 6363，周跌幅 1.12%。

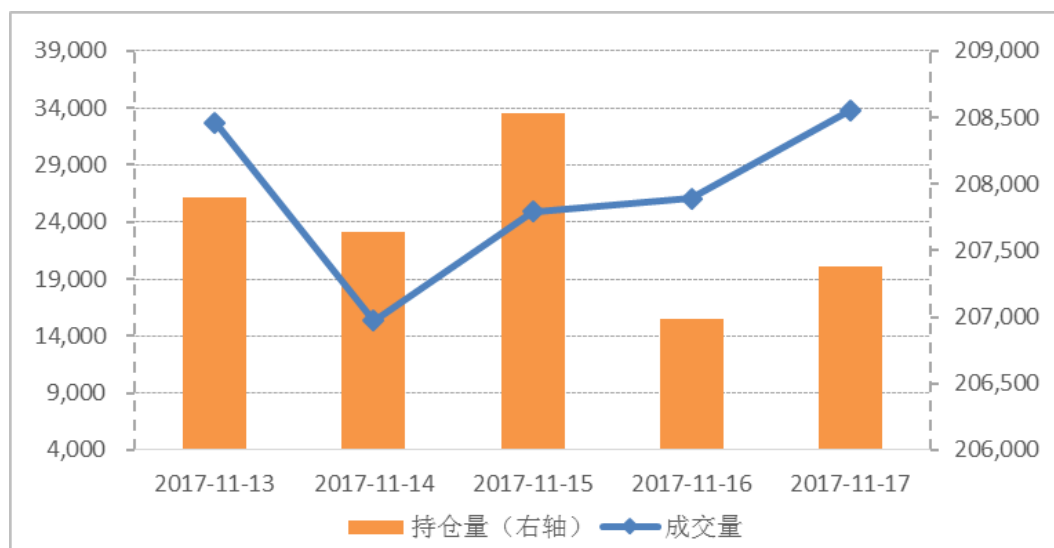
国外方面，全球最大的蔗糖生产商一巴西 Raízen 表示，该公司将把位于圣保罗甘蔗带的两座糖厂闲置两年时间，因该地区的甘蔗供应量不足。泰国贸易数据显示，10 月份泰国

共计出口糖约 42.4 万吨，同比减少 1.2%。10 月泰国出口原糖约 11 万吨，同比减少 52.8%，主要是印尼进口量较上年同期减半。法国农业部周二大幅上调该国 2017 年甜菜产量预估，预估值从前月的 4,190 万吨上调至 4,260 万吨，因预期单产将增加。最新的甜菜产量预估值较去年增加了 22.8%。本月，德国糖业协会（WVZ）对 2017/18 年度的第三次产量预估显示，该国食糖产量或达到 511.9 万吨（白糖值）。而 2016/17 年度产量为 380.4 万吨。随着马尼拉与北京关系回暖，菲律宾获得了中国的出口许可，目前正出口价值 800 万美元的食糖至中国。

国内方面，南宁糖业股份有限公司明阳糖厂与中粮屯河北海糖业有限公司于 15 日开榨，从而拉开了 17/18 榨季广西开榨的序幕。今年首家开榨的糖厂较 16/17 榨季相比推迟了 20 天，开榨糖厂的日榨产能约为 1.7 万吨/日，同比减少 2.22 万吨/日，当前开榨的糖厂数同比减少 3 家。预计在 11 月中旬广西还有 7—8 家糖厂开榨。郑商所发布通告调高白糖仓储费用标准，由 0.45 元/吨·天（5 月 1 日至 9 月 30 日），0.4 元/吨·天（其他时间）统一调整为 0.5 元/吨·天，该调整自 2018 年 12 月 1 日起开始实施。

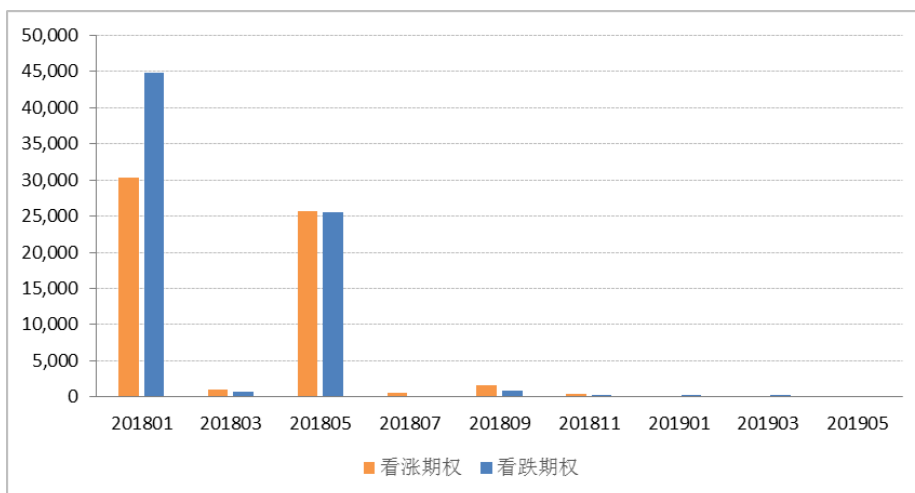
二、成交概况

图 3：本周合约成交概况



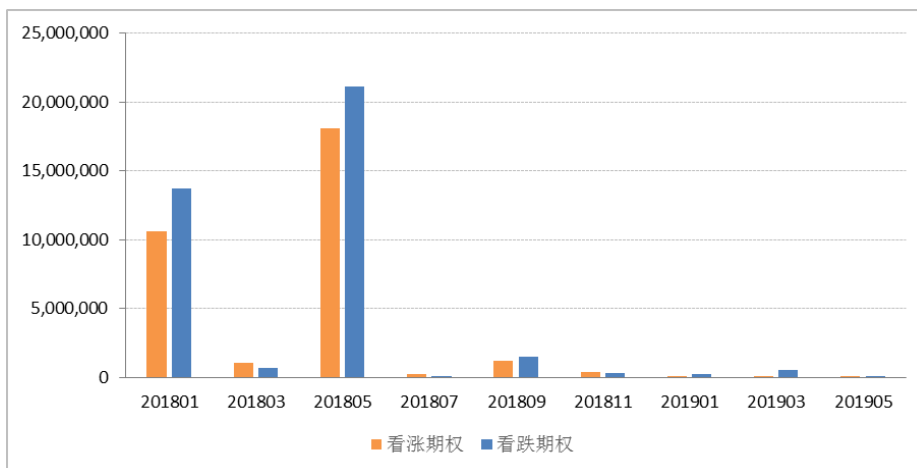
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本周成交量分布图



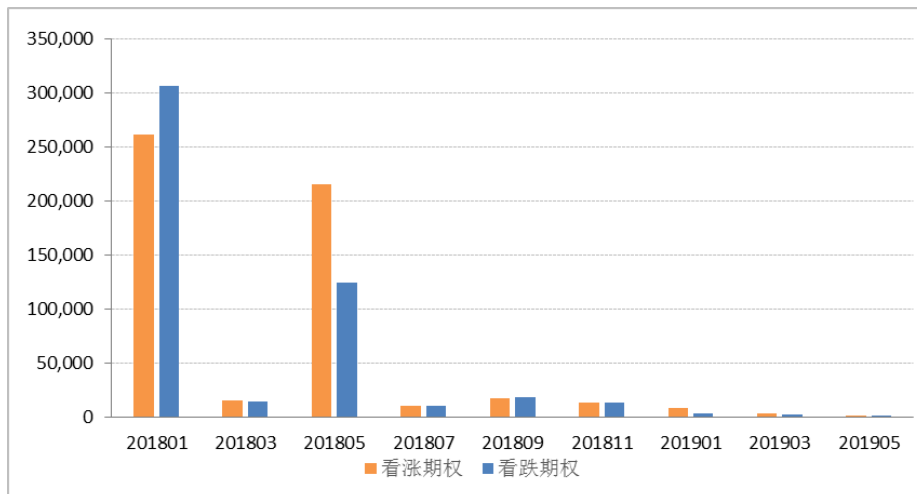
数据来源：Wind、广期研究所

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

本周白糖主力震荡上行，期权成交量较上周明显增加，持仓量缓慢增长。本周，白糖期权合约共计成交量 132768 张(上周 134442 张)，其中看涨期权 59780 张(上周 61812 张)，看跌期权 72988 张(上周 72630 张)，成交量 PCR 为 1.22；总成交额为 6987.03 万元(上周 7691.85 万元)，其中看涨期权 3173.89 万元(上周 4328.19 万元)，看跌期权 3813.14 万元(上周 3363.66 万元)，成交额 PCR 为 1.2；总持仓量为 1038426 张(上周 1015054 张)，其中看涨期权 545920 张(上周 545250 张)，看跌期权 492506 张(上周 469804 张)，持仓量 PCR 为 0.90。整体来看，成交量 PCR 小幅增加，成交额 PCR 回升至正常水平，持仓量 PCR 小幅增加，投资者看空情绪有所释放。

【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	
2017-11-13	SR801C6600	3136	SR801P6400	4056
2017-11-14	SR801C6600	1086	SR801P6300	1836
2017-11-15	SR805C6700	2120	SR805P5300	1736
2017-11-16	SR801C6500	2212	SR801P6400	2548
2017-11-17	SR801C6400	3392	SR801P6400	4552

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	
2017-11-13	SR805C6100	1506400	SR801P6500	1329300
2017-11-14	SR801C6400	798000	SR801P6500	482100
2017-11-15	SR805C6300	1070200	SR805P5900	636600
2017-11-16	SR801C6400	806500	SR805P5900	1640200
2017-11-17	SR805C6100	1235300	SR801P6500	1913700

数据来源：Wind、广期研究所

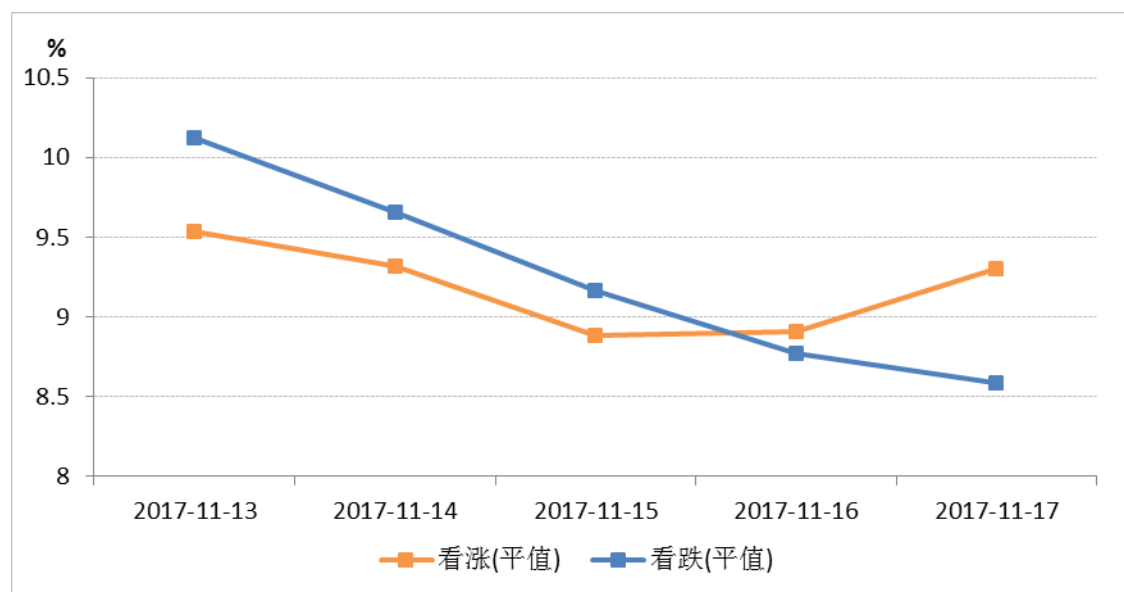
表 3：每日持仓量最大统计

日期	看涨期权		看跌期权	
2017-11-13	SR801C6600	10464	SR801P6200	9568
2017-11-14	SR801C6600	10190	SR801P6200	10470
2017-11-15	SR801C6600	9962	SR801P6200	10284
2017-11-16	SR801C6600	9748	SR801P6200	9820
2017-11-17	SR801C6600	9420	SR801P6200	9598

数据来源：Wind、广期研究所

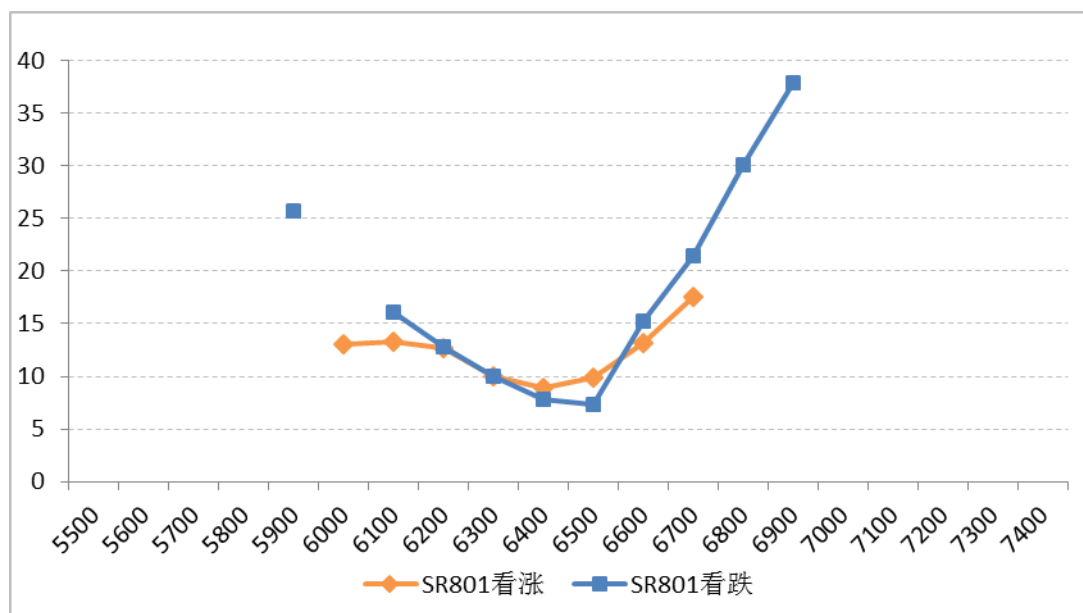
三、波动率分析

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，白糖主力震荡下行，各期限历史波动率有所升高，30 日回升明显为 11.72%，60 日和 90 日历史波动率分别为 11.23%和 11.27%，从隐含波动率曲线形状看，看涨看跌期权的微笑曲线并不完整，深度实值和虚值的期权流动性不高，本周白糖主力震荡回落，看涨平值期权隐含波动率变化不大，看跌期权隐含波动率延续下行趋势，到期日临近平值期权隐含波

动率处于相对低位，周五收盘后分别为 9.30%和 8.59%。

六、操作分析

本周，白糖主力震荡回落，广西两个糖厂开榨。本周，白糖 805 期权合约持仓量达到 801 期权合约持仓量的 60%左右。主力月份期权合约持仓量 PCR 在周三时升至历史高位后回落，同时成交额 PCR 结束下行，回升至正常水平，市场看空情绪释放。

关注糖厂开榨以及新糖报价情况，白糖主力 801 系列期权合约还有 5 个交易日到期，料短期内震荡偏弱，白糖期权 1 月系列合约即将到期，建议将持仓头寸逐渐转移到 5 月合约。

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。