

一周集萃 商品期权

2018年4月22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

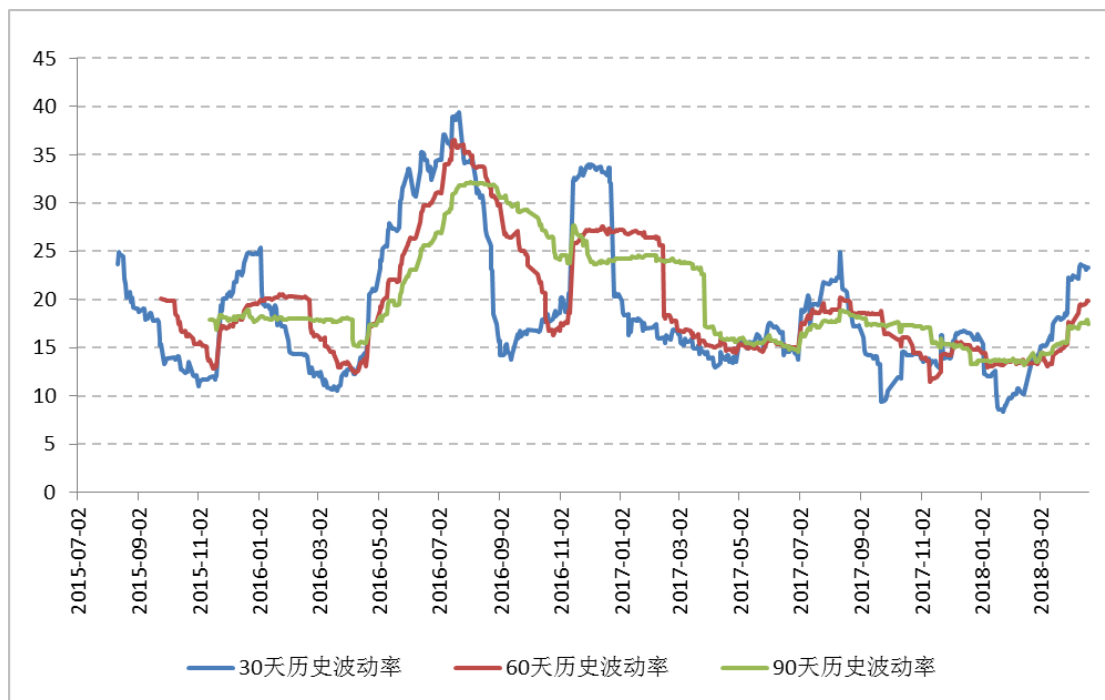
一、合约标的方面

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4月第三个交易周，紧接清明节的外盘走势。按照往年南美大豆生长的季节性，豆粕期货通常处于年内波动率最低的时期。然而今年比较特别，主要原因正式由于特朗普3月22日签署事件而开启一连串的中美双方的政治、经济博弈。清明节前后M1809行情都非常波动，但是本周在国际大豆价格方面，并没有新的重点消息放出（虽然有对美国高粱关税得炒作，但高粱与豆粕逻辑关系并不大），M1809价格也以震荡为主，期货和期权成交量也都有所回落。

4月4日中国宣布可能对美国进口大豆增收高至25%的关税，但中国此政策更多是对美国贸易战政策的“反制裁”，这项关税的最终实施情况将视美国的敌意政策实施情况而相应调整。**因此，大豆关税这项政策，最终未必真正实施。**目前中美两国的期货价格，也说明了内外盘期货市场认为，贸易战最终真正波及到大豆的概率是非常低的。

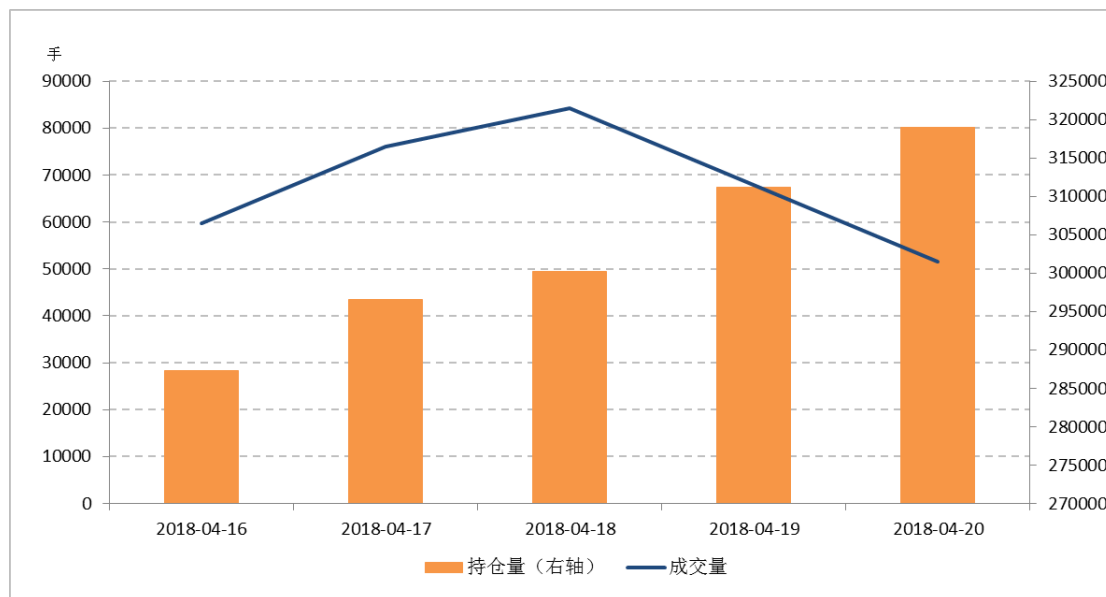
对于豆粕M1809合约，未来一个月价格主要由几方面决定：1.5月底之前中美两国贸易战政策最终是否会影响美国大豆的价格或者关税政策 2.5月将公布的USDA报告，将对美大豆新一季播种面积进行调整 3.国内下游饲料需求方面亦有一定影响，但远不是近期的主要影响力 4.国际局势影响下的美元、人民币、南美货币等汇率因素。近期建议主要关注中美贸易战在大豆方面的最新消息，以及5月USDA报告前瞻。

未来两个月左右，重点包括几方面：美国方面之前宣言在5月底之前决定是否真正对中国实施贸易关税，因此存在一个多月左右的时间窗口，此间两国预计会围绕科技产品、农产品、金属产品等国际贸易商品展开各种各样的政治经济博弈。目前市场认为，美国大豆关税上调概率非常小，但作为投资者也不可以对此风险有所忽视。

进口大豆关税能否落地是一方面，另一方面则是我国能否开辟其他进口大豆的货源，比如我国能否加大南美大豆的采购量，或能否有黑海地区、俄罗斯等其他货源；若果大豆成本上升的负担过于沉重，饲料企业能多大程度上采用其他粕类代替豆粕作为蛋白质来源，或者下调蛋白质在饲料中所占的比例等等。但不论这些问题结论如何，对豆粕期货的走势，强烈建议投资者看涨不看跌。

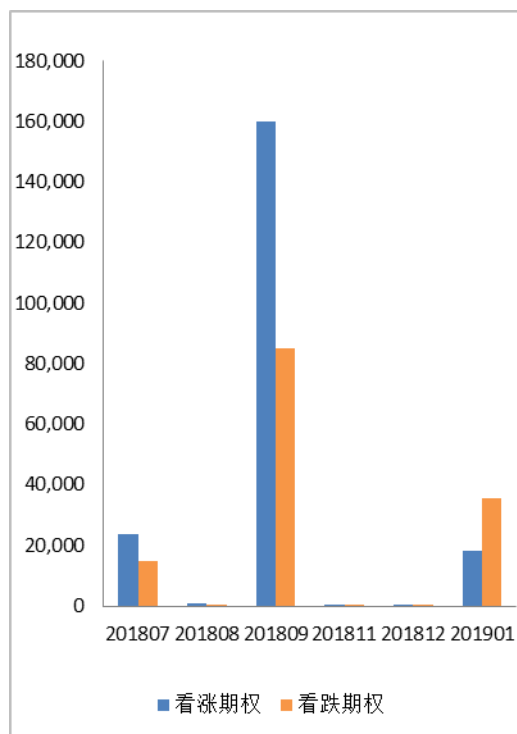
二、本周成交概况

图 3：本周合约成交概况



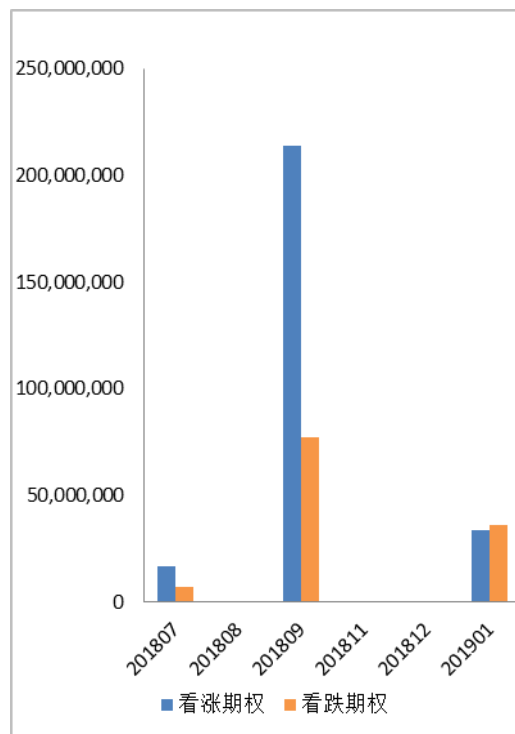
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本周成交量分布图



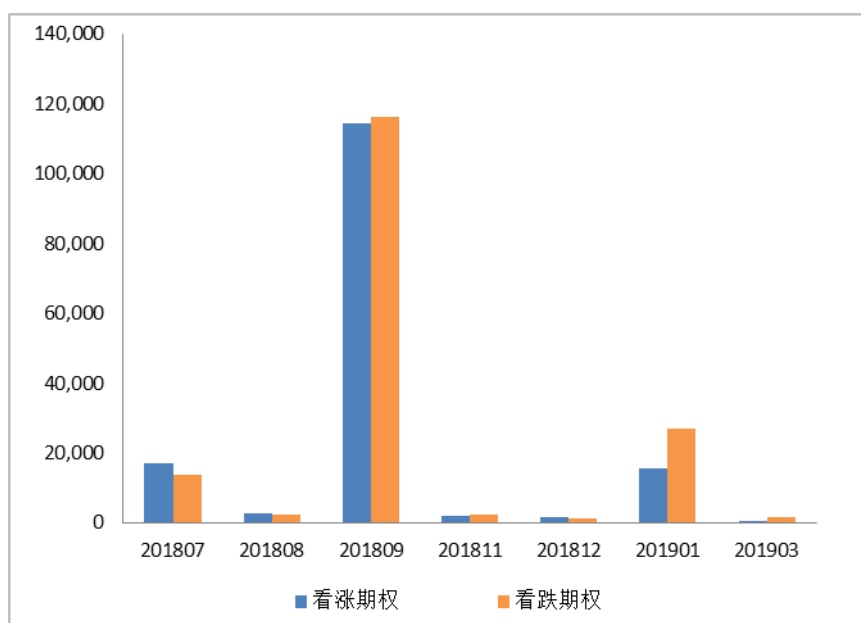
数据来源：Wind、广期研究所

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

本周中美贸易摩擦在大豆和豆粕方面没有实质性消息放出,豆粕期权成交量继续回落。本周豆粕期权成交量为 339308 手,其中看涨期权 202820 手,看跌期权 136488 手,成交量 PCR 为 0.67;总成交额为 3.86 亿元,其中看涨期权 2.65 亿元,看跌期权 1.21 亿元,成交额 PCR 为 0.46;总持仓量为 318930 手,其中看涨期权 154118 手,看跌期权 164812 手,持仓量 PCR 为 1.07。9 月合约是新的期权主力合约,持仓量有望进一步增加。

【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	
2018-04-16	M1809-C-3600.DCE	5034	M1809-P-3050.DCE	1920
2018-04-17	M1809-C-3600.DCE	6608	M1809-P-3000.DCE	2722
2018-04-18	M1809-C-3600.DCE	7420	M1809-P-3150.DCE	2504
2018-04-19	M1809-C-3350.DCE	5906	M1901-P-3100.DCE	3168
2018-04-20	M1809-C-3600.DCE	5746	M1809-P-3000.DCE	2700

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	
2018-04-16	M1809-C-3350.DCE	5738800	M1901-P-3300.DCE	2187100
2018-04-17	M1809-C-3350.DCE	6710300	M1901-P-3100.DCE	2773000

2018-04-18	M1809-C-3350.DCE	7333400	M1809-P-3200.DCE	2836700
2018-04-19	M1809-C-3350.DCE	7460600	M1809-P-3000.DCE	3961100
2018-04-20	M1809-C-3300.DCE	5891100	M1809-P-3000.DCE	3453000

数据来源：Wind、广期研究所

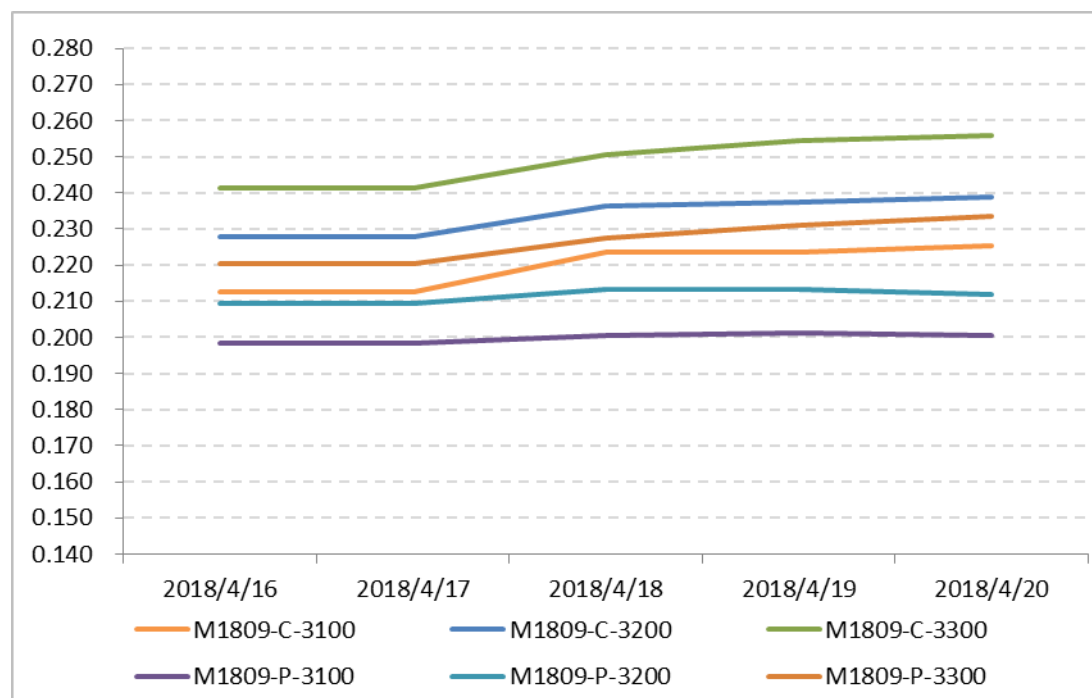
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
2018-04-16	M1809-C-3350.DCE	17218	M1809-P-3000.DCE	14002
2018-04-17	M1809-C-3350.DCE	19068	M1809-P-3000.DCE	13556
2018-04-18	M1809-C-3350.DCE	18594	M1809-P-3000.DCE	13468
2018-04-19	M1809-C-3350.DCE	19316	M1809-P-3000.DCE	14162
2018-04-20	M1809-C-3350.DCE	19518	M1809-P-3000.DCE	14970

数据来源：Wind、广期研究所

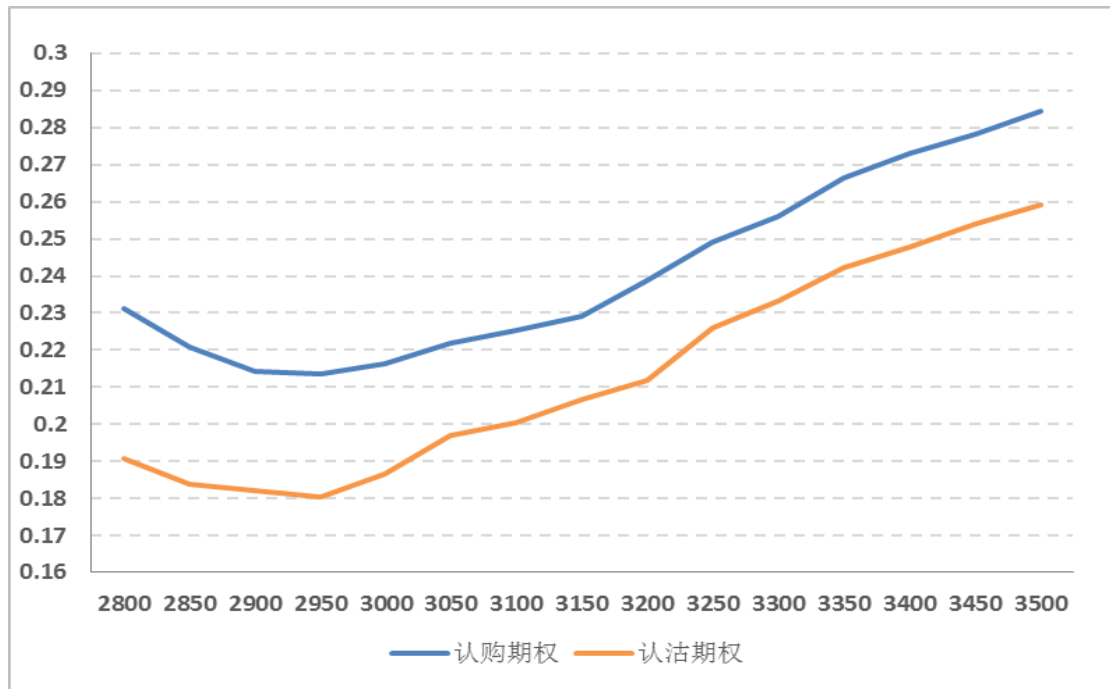
三、波动率分析

图 7：隐含波动率走势（平值期权）



数据来源：广期研究所

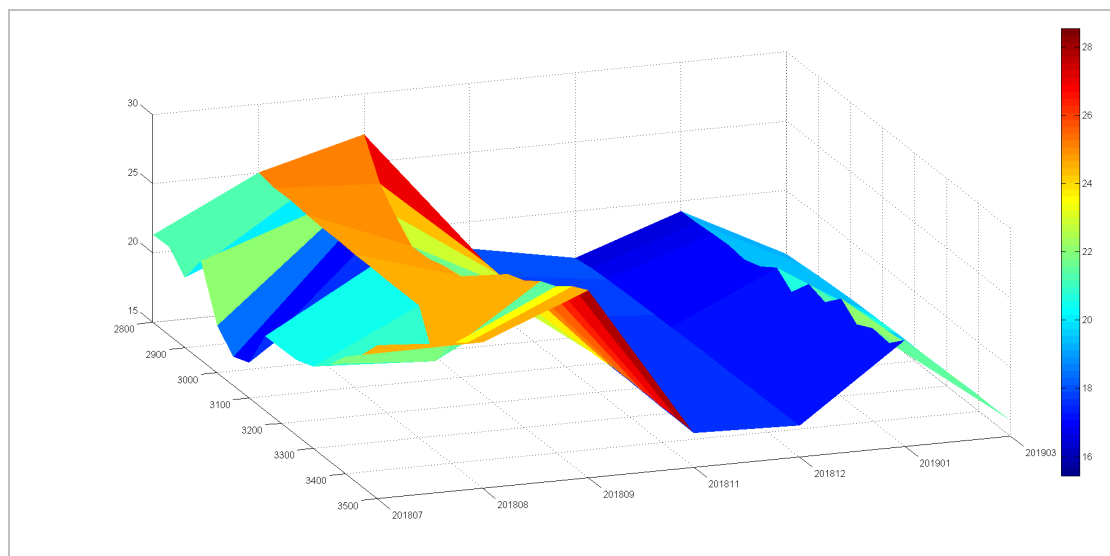
图 8: 波动率微笑 (5 月合约)



数据来源: Wind、广期研究所

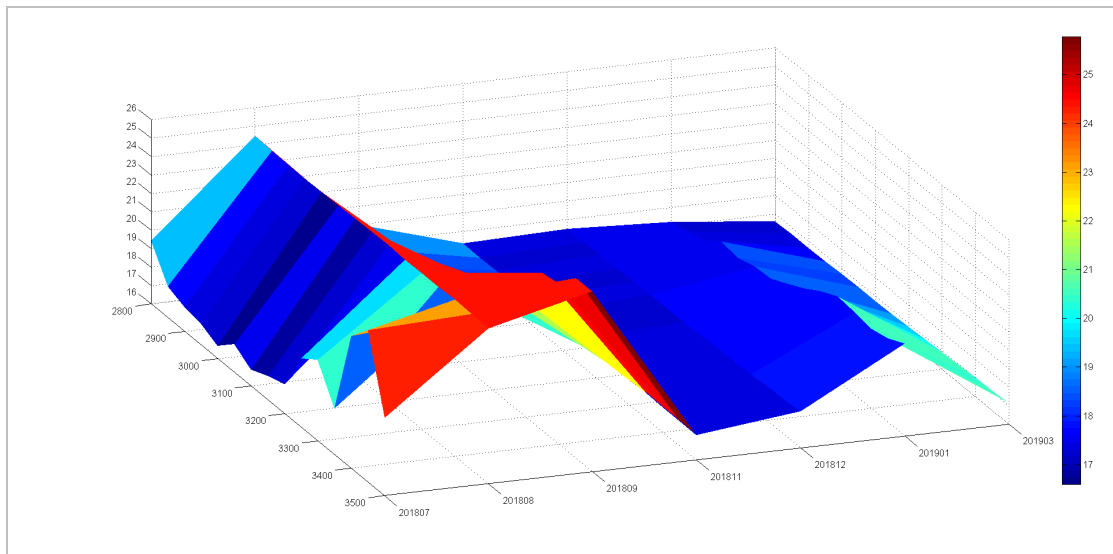
图 9 隐含波动率曲面

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

本周已经来到4月下旬，往年此时豆粕波动率应该处于低位，但今年中美贸易战已经影响到了大豆的国际贸易。M1809 所属期权隐含波动率在连续两周基本保持 21%左右，其中最近本周各张期权的 IV 都基本保持稳定。而看涨期权隐含波动率 IV 明显高于看跌期权的隐含波动率，表明市场具有看涨情绪。目前，看涨期权 IV 高出看跌期权 IV 达到 3%左右，为豆粕期权上市以来最大值。显然，市场仍然担忧尚未确定的中美贸易战新关税最终可能会被执行，一旦执行，进口大豆成本将增加约 800 元每吨。

五、操作分析



数据来源：文华财经

从 K 线形态与技术指标上看，基本可以判断出 M1809 在 3150 左右有一个稳定的新平台，

它是 3 月 30 日美国大豆新年度的种植意向报告，这则事件消息所确定下来的。而中国在 4 月 4 日收盘后，出台了对美国大豆征收 25% 关税得政策（具体执行日期待定），使得清明假期前后的 M1809 都处于波动率非常大的状态中。目前 M1809 的均线组合，依然维持多头形态，也可以认为 M1809 处于偏强运行的状态。

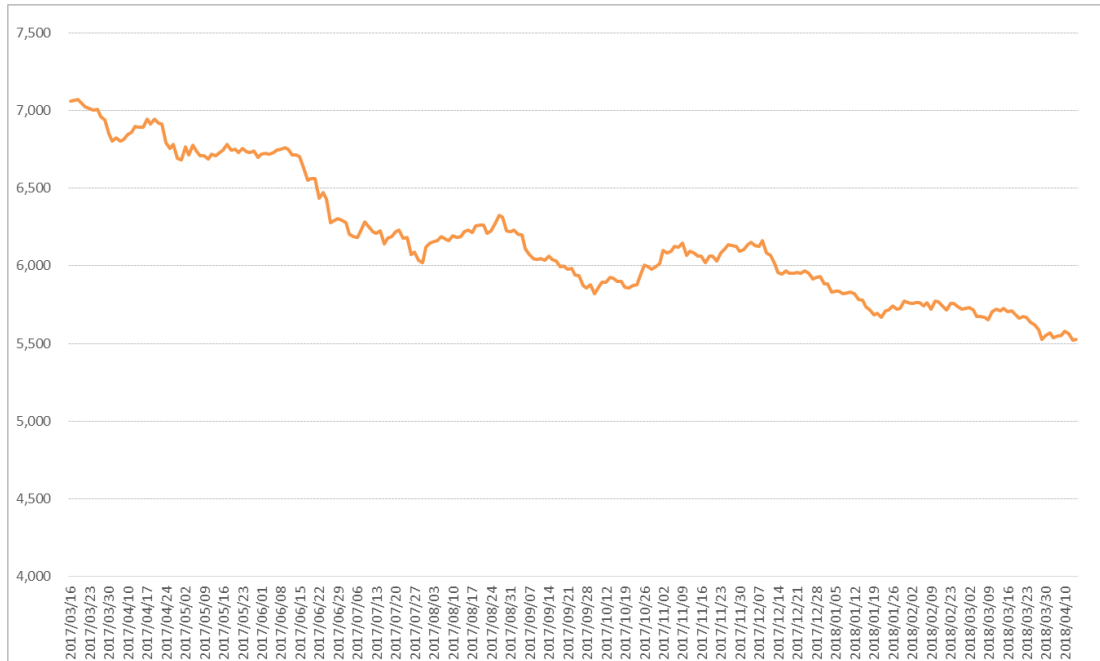
基本面方面，往年在这个时期，南美产量已经确定，而美国播种进度还完全没有开始，豆粕的波动率应该是比较低的。但是今年的情况必须特殊地考虑，豆粕的走势非常大程度将取决于中美贸易战在未来两个月的动态。目前 M1809 价格回落到了 4 月 4 日美豆关税消息公布前的位置，因此市场认为这个美豆关税最终被执行的概率是非常低甚至接近于 0 的。但是，尽管概率低，我们也应该意识到假如它被执行，M1809 上涨幅度将非常大，可能高达 600 点之多，因此要存有风险防范意识。另外，5 月、6 月 USDA 报告会进一步更新美国 2019 种植季的最新进展，在这个中美博弈的大背景下，USDA 数据可能也会显著地影响市场价格。

总的来说，M1809 从清明节过后的最高点 3400 下跌回调了很大幅度，几乎已经跌回了清明节前的位置；这反映出市场认为中国对美国大豆的关税政策最终被实施的概率非常小。市场资金的这种判断确实很有道理，毕竟美国大豆很难被替代，可以说是中国饲料企业的刚性需求。但是国际政局风云变化，难有完全确定的预判；建议在 6 月初之前，仍然保留对中美贸易战的关注。这场贸易战刚刚展开序幕，对豆粕的潜在影响只可能是利多而不是利空。

白糖期权本周概况

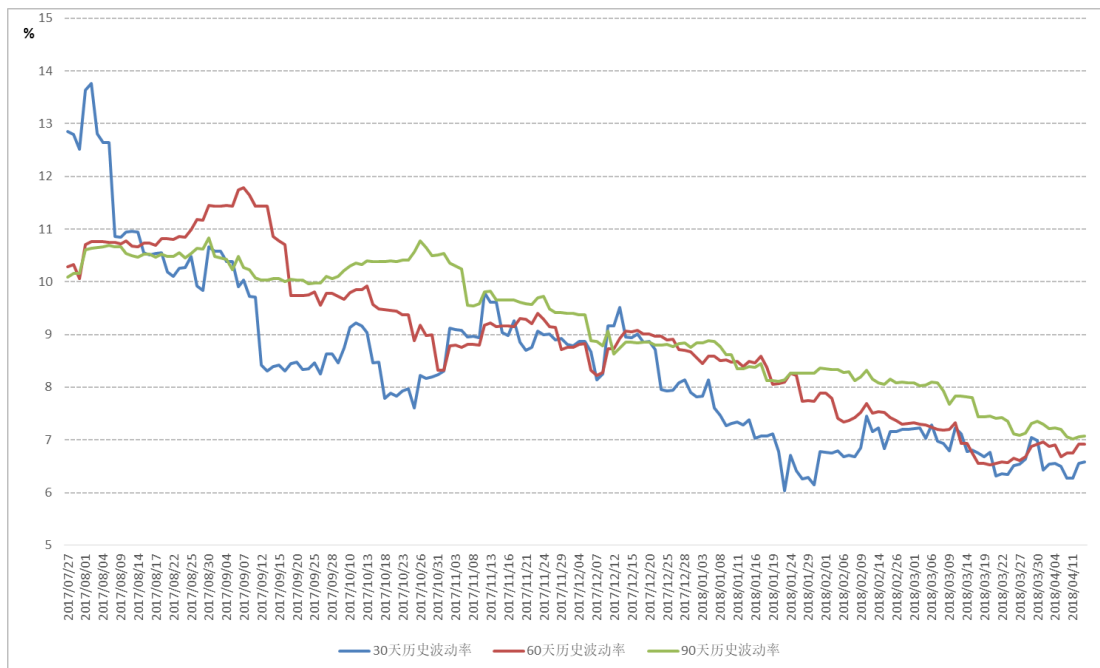
一、合约标的方面

图 1：白糖期货 809 合约走势图



数据来源：Wind、广期研究所

图 2：白糖期货 809 合约历史波动率



数据来源：Wind、广期研究所

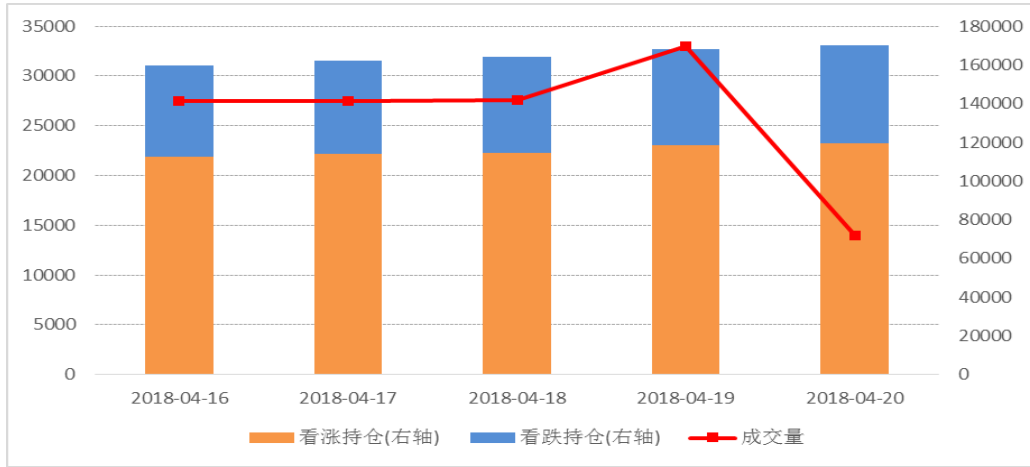
当周，白糖期货 809 合约震荡较为剧烈，周一周二持续下跌，周三盘中探底 5408，周四周五回涨报收 5500，周跌幅 0.49%。

国外方面，预计今年印度西南季风降雨将表现正常，厄尔尼诺或拉尼娜概率低。据印度糖厂协会（ISMA）消息，2017/18 榨季截至 2018 年 4 月 15 日印度食糖产量已超过预期水平，达到 2998 万吨；尽管糖厂加速收榨进度，但 227 家糖厂仍在压榨甘蔗。上周，农业部长 Ram Vilas Paswan 措辞强硬，要求糖生产邦向所有糖厂发布严格的指导方针，提前向农户支付 2017-18 榨季报酬。印度政府不太可能给国内的糖厂出口补贴，预计甘蔗欠款可能跃升至创纪录的 2500 亿卢比（38 亿美元），因此糖厂难以向农民支付强制性甘蔗价格。创纪录的甘蔗欠款，远远高于去年同期的 200 亿卢比，将迫使全球第二大糖产国提供出口刺激，给全球糖价施加压力。鉴于食糖价格持续下滑，印度马邦政府计划向糖厂提供 500 卢比/100 公斤的出口补贴，考虑通过补贴来帮助糖厂完成早前宣布的最低指示性出口配额。澳大利亚 2018-19 年度糖用甘蔗产量预计将持稳于 3,400 万吨，和去年相差不大；甘蔗收割面积预计将持平于 40 万公顷；糖产量预计为 480 万吨，较上一年度增长 2%，上一年度因天气干燥且单产低迷而下跌；糖出口预计将持平于 370 万吨。巴西航运机构 Williams 表示，目前在巴西各港口等待在未来数日至数周内装运糖的货船数约较去年同期减少 60%，因产量减少且海外需求不温不火。4 月第一周巴西港口有 10 艘船只将装运 39.35 万吨糖，去年同期，有 23 艘船只装运 95.04 万吨糖。主要原因是巴西糖产量减少，本作物年度的待装糖船只数量将低于去年。根据消息人士的预估，古巴本榨季原糖产量料创逾一个世纪以来最低的 110 万吨-130 万吨，下降三成。古巴上一年度原糖产量为 180 万吨。根据俄罗斯糖业协会（Soyuzrossakhar）的数据，2017/18 年度俄罗斯收获甜菜 4744.3 万吨，比前一年下降 0.2%。甜菜加工量下降 0.1% 至 4619.8 万吨。糖含量为 16.90%，比 2016/17 年度高出 5.4%。甜菜糖产量总计 646 万吨，同比增长 6.18%。2017/18 年度俄罗斯糖出口量可能超过 60 万吨，创近 18 年来最高水平。泰国 2017/18 榨季截至 4 月 15 日累计压榨甘蔗 1.26 亿吨，同比增加 35.7%；累计产糖 1384.1 万吨，同比增加约 38.25%。54 家糖厂中有 17 家已收榨，去年同期已有 49 家收榨。4 月上旬的压榨因新年宋干节而有所放慢，但预计之后将重新加速，行业预计本榨季泰国甘蔗压榨量将达到 1.3 亿吨。

国内方面，周一周二现货报价进一步下调，南宁中间商报价 5740，较上周五下调 50 元/吨，柳州中间商报价 5690-5710，也较上周五下调 50 元/吨，昆明现货报价 5370-5400，较上周五下调 70 元/吨。周四周五主产区现货出现企稳迹象，但南宁、柳州仍缺乏现货中间商报价，南宁仓库报价 5630，与上一日持平，昆明报价 5350-5390，报价上限上调 10 元/吨。

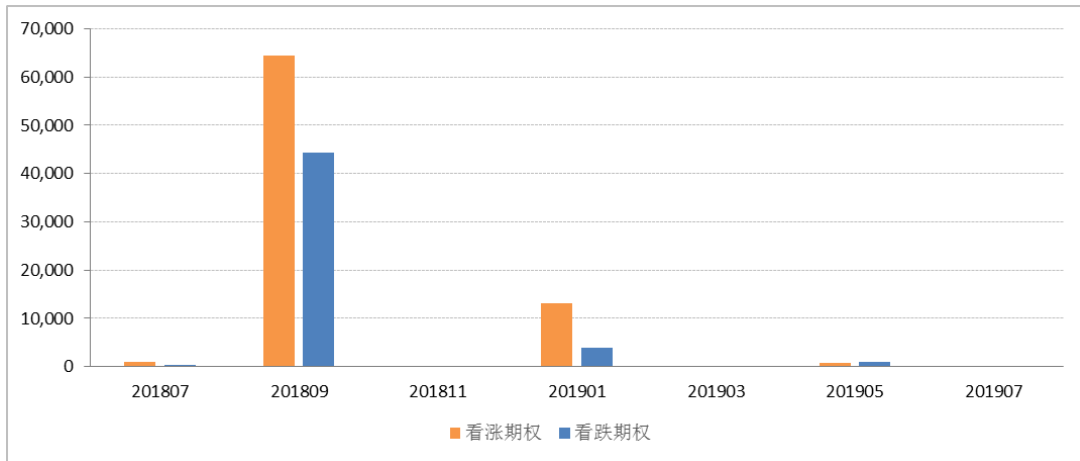
二、成交概况

图 3: 合约成交概况



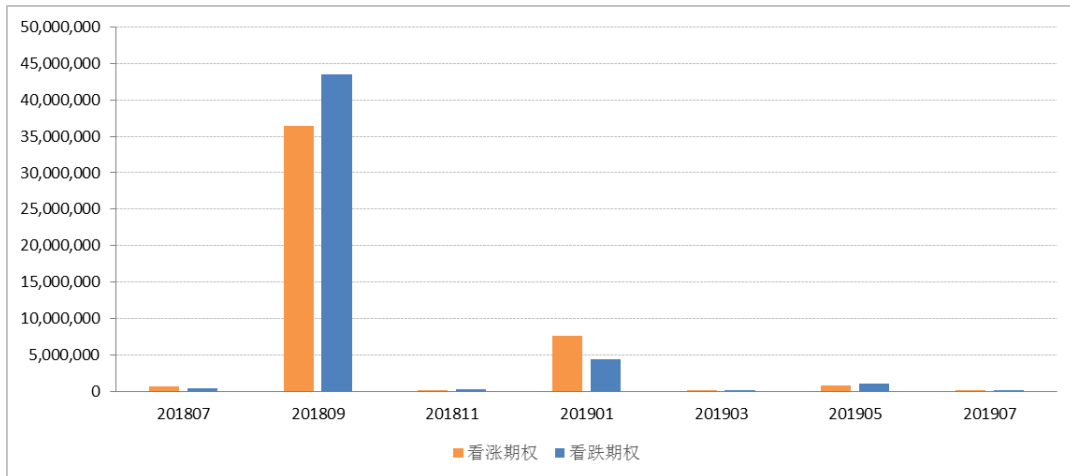
数据来源: Wind、广期研究所

图 4: 成交量分布图



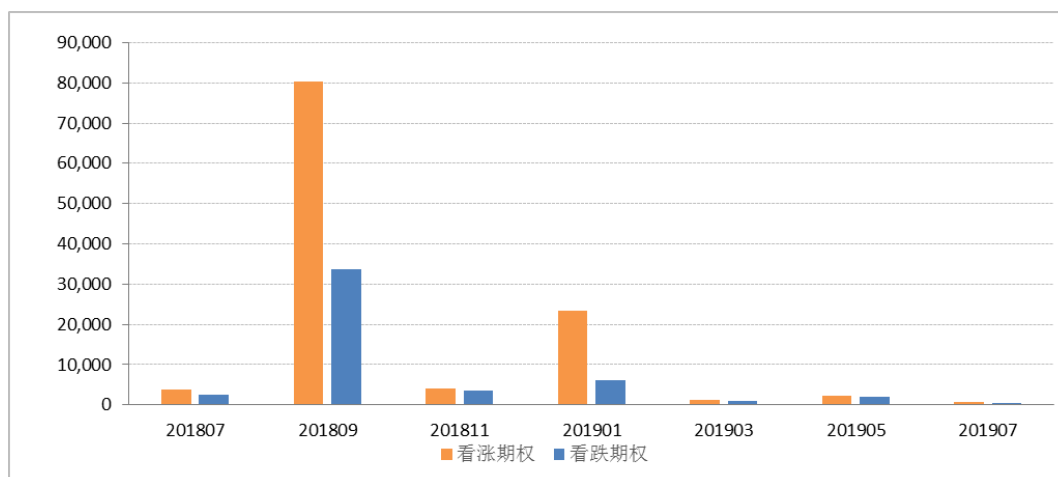
数据来源: Wind、广期研究所

图 5: 成交额分布图



数据来源: Wind、广期研究所

图 6：日均持仓量分布图



数据来源：Wind、广期研究所

本周，白糖 809 期货合约震荡偏弱，期权成交量有所增加。本周，白糖期权合约共计成交量 129542 张（上周 107974 张），其中看涨期权 79770 张（上周 79248 张），看跌期权 49772 张（上周 28726 张），成交量 PCR 为 0.62；总成交额为 9556.89 万元（上周 6474.64 万元），其中看涨期权 4576.69 万元（上周 3890.76 万元），看跌期权 4980.20 万元（上周 2583.88 万元），成交额 PCR 为 1.09；日均持仓量为 164832 张（上周 147455 张），其中看涨期权 115812 张（上周 102015 张），看跌期权 49020 张（上周 45440 张），持仓量 PCR 为 0.42。整体来看，成交量和成交额 PCR 回归至正常水平，持仓量 PCR 小幅下落维持低位，投资者情绪中性偏弱。

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
2018-04-16	SR809C5800	4450	SR809P5300	2166
2018-04-17	SR809C5700	3640	SR809P5400	2460
2018-04-18	SR809C5600	3008	SR809P5400	2480
2018-04-19	SR809C5700	3442	SR809P5300	2638
2018-04-20	SR809C5800	1466	SR809P5500	1386

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
2018-04-16	SR809C5800	2008800	SR809P5500	2402100

2018-04-17	SR809C5700	2052100	SR809P5400	2492800
2018-04-18	SR809C5600	2213100	SR809P5500	3205100
2018-04-19	SR809C5700	2104300	SR809C5700	2104300
2018-04-20	SR809C5600	987700	SR809P5500	1860200

数据来源: Wind、广期研究所

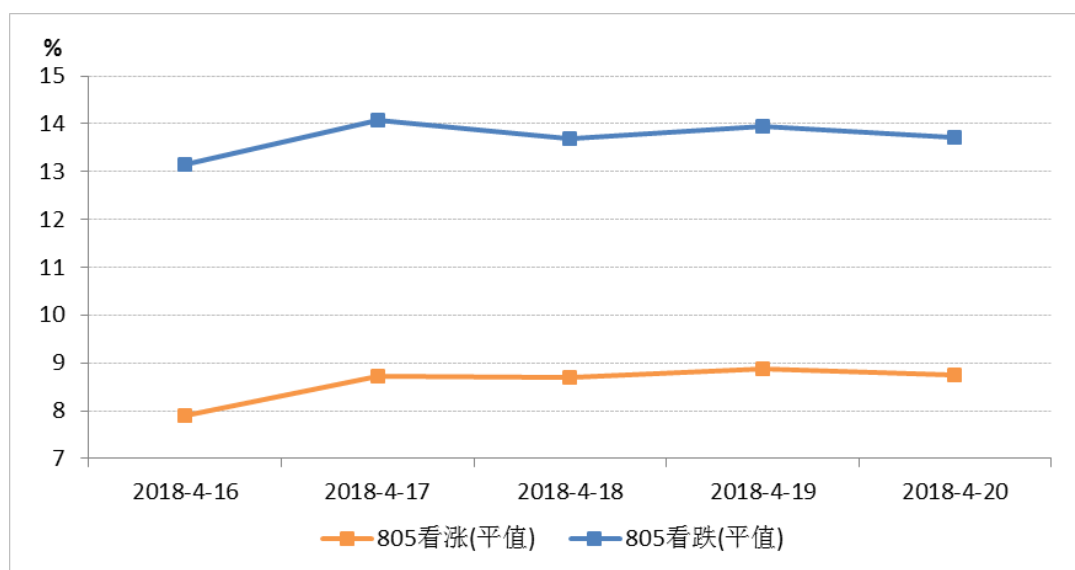
表 3: 每日持仓量最大统计

日期	看涨期权		看跌期权	
2018-04-16	SR809C6000	14064	SR809P5500	5892
2018-04-17	SR809C6000	13860	SR809P5500	5858
2018-04-18	SR809C6000	13530	SR809P5300	5244
2018-04-19	SR809C6000	13542	SR809P5500	5108
2018-04-20	SR809C6000	13862	SR809P5500	5968

数据来源: Wind、广期研究所

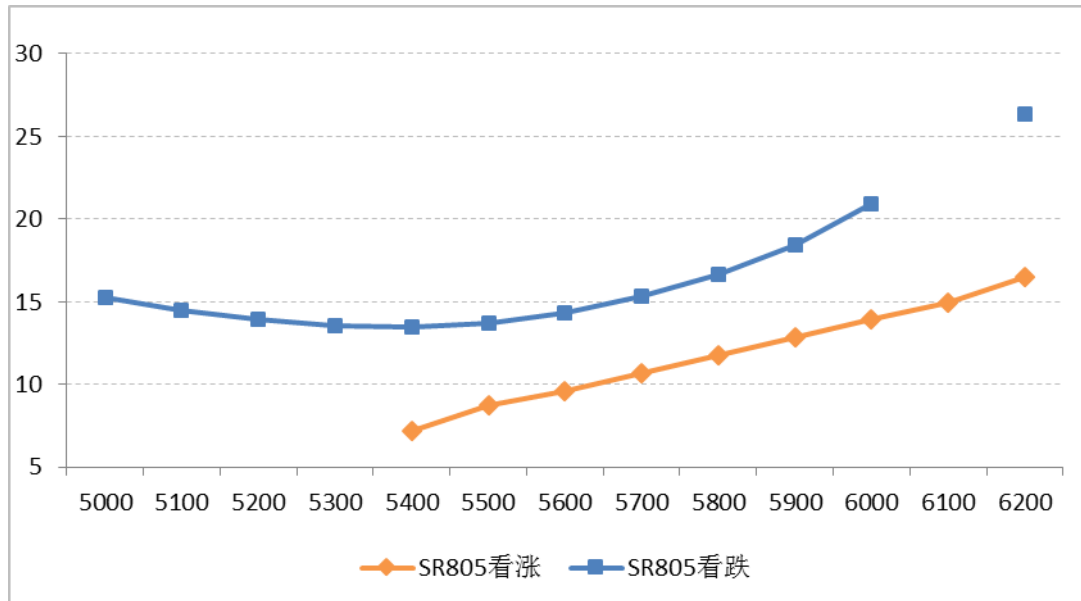
三、波动率分析

图 7: 隐含波动率走势 (809)



数据来源: 广期研究所

图 8：波动率微笑（809）



数据来源：Wind、广期研究所

本周，白糖 809 合约震荡剧烈，各期限历史波动率从底部急速攀升，30 日、60 日、90 日历史波动率周五分别报收 7.68%、7.36%和 7.37%。从隐含波动率来看，看涨看跌期权隐含波动率曲线呈现出一定程度的右偏微笑现象，行权价高或深度实值的期权流动性不高。持仓量大的看涨期权集中在行权价 6000 的期权上，上方有所承压，而看跌最大持仓集中在行权价 5500 的期权上，成本支撑位明显。看涨看跌平值期权隐含波动率上升至相对高位，分别为 8.75%和 13.72%，高于标的期货 60 日历史波动率。

六、操作分析

本周，周一周二受累于现货价格下调和仓单压力，白糖期货 809 合约出现明显下挫，周三盘中探底新低 5048，周四周五止跌反弹。目前国外消息多空交织，国内除现货价格变动影响糖价外，其余基本面消息相对平静。809 系列期权合约持仓缓慢增加，情绪指标的指示作用稍显。料后市维持震荡偏弱走势，关注糖业高峰论坛的指导意义和调控思路，策略上建议观望为主。

研究所

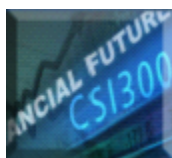
公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师,致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告,通过对市场进行深度挖掘,提示投资机会和市场风险,完成对资本市场现象、规律的研究探索。

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。