

期市博览 商品期权

2017年9月

研究所 金融衍生品小组

苏航 F3032651
韩日升 F3035193



豆粕期权概况

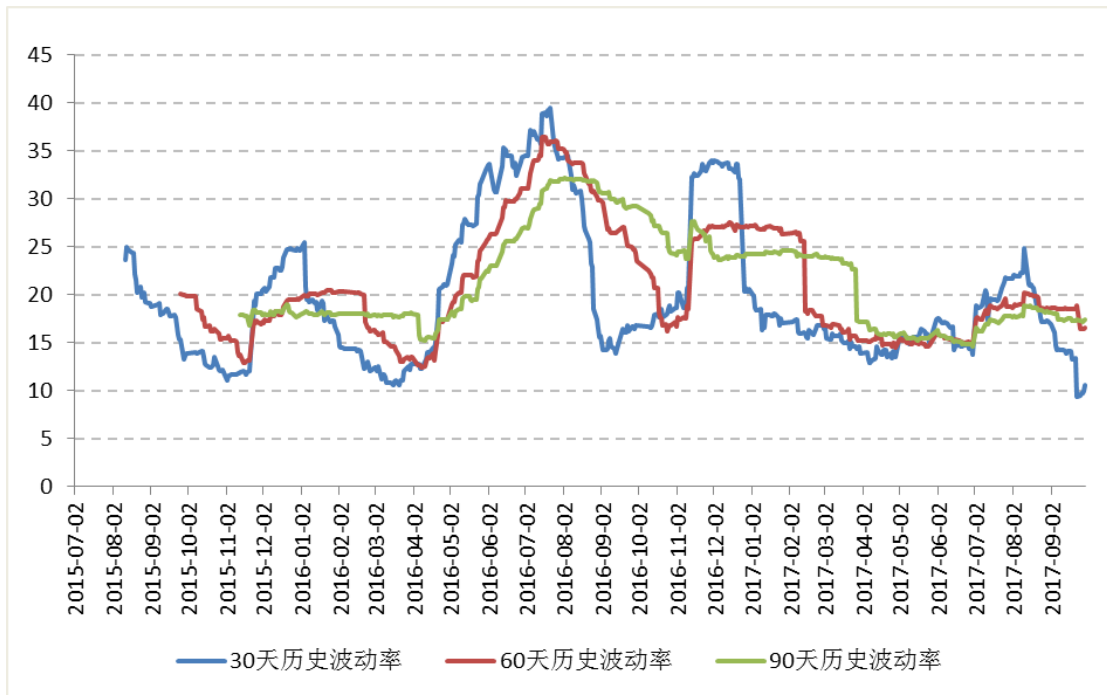
一、合约标的方面

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



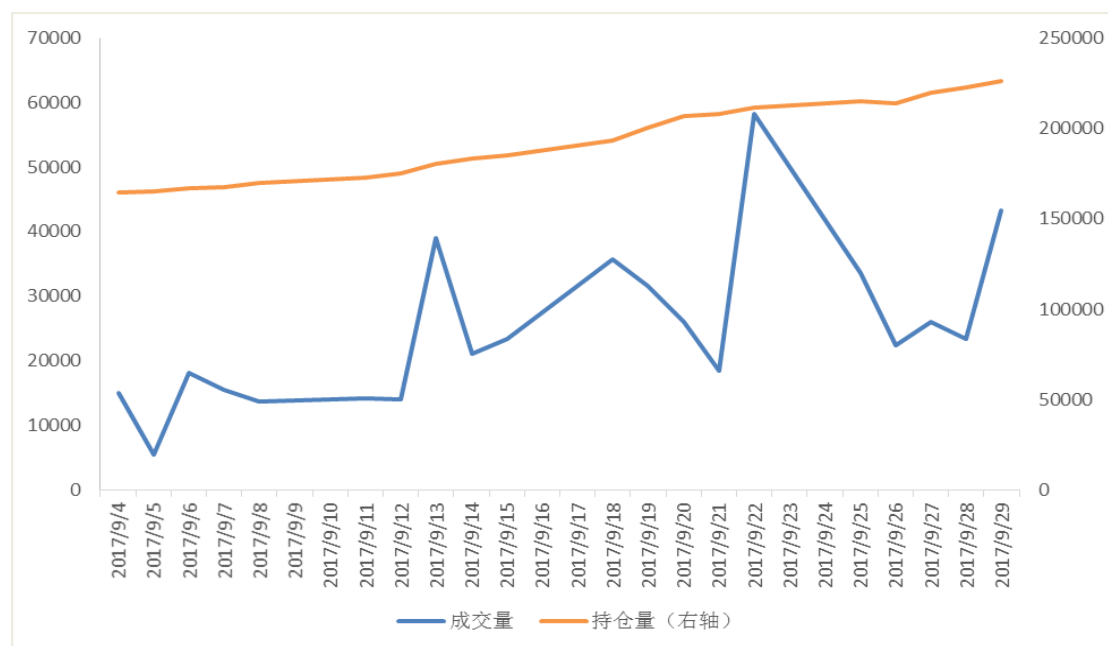
数据来源：Wind、广期研究所

九月份国内豆粕期货合约价格走势比八月份来得平稳缓和，毕竟美国新一季 2017-1 大豆的生长期基本在九月初结束了。随后，美大豆会逐渐进入收割期，后续报告会逐步调整总收割进度以及新一年的出口预期，但是总产量已经基本确定了。九月份，豆粕期货经历过两个比较重要的事件，第一个是国内 9 月 13 日凌晨公布的 USDA 报告，是 9 月份对美大豆总产量的新预估数据，基本可认为是生长期结束后的确认；第二个重要事件是，9 月 22 日国内豆粕期货和外盘美大豆期货一同上涨，原因主要是美大豆出口预期增强，以及美国期货市场的资金驱动力。目前，美国大豆处于全年利空出尽的时间，不应该再坚持空头观点，适合向上看。9 月 22 日的上涨，使得国内 M1801 合约形成了一个典型的底部形态；随后几天的下跌回调，应该是创造了一次买入机会，后市豆粕 M1801 合约依旧偏多、不悲观。

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，新一年度美大豆总产量基本确定；但是 10 月和 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 8 月和 9 月的报告那般强烈；2. 国内生猪价格依旧呈现缓慢下行的走势，生猪存栏量依旧较低，豆粕后市虽然看多，但不具备大幅上涨的基础；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，出口预期的调整或美元汇率都可能影响美大豆期货价格。

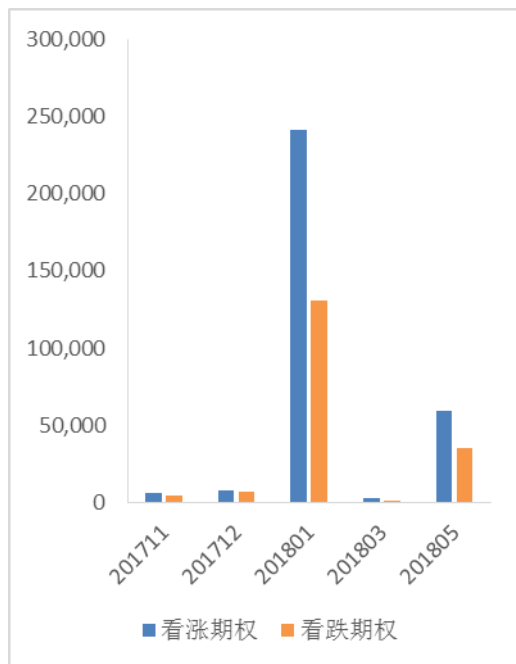
二、本月成交概况

图 3：本月合约成交概况



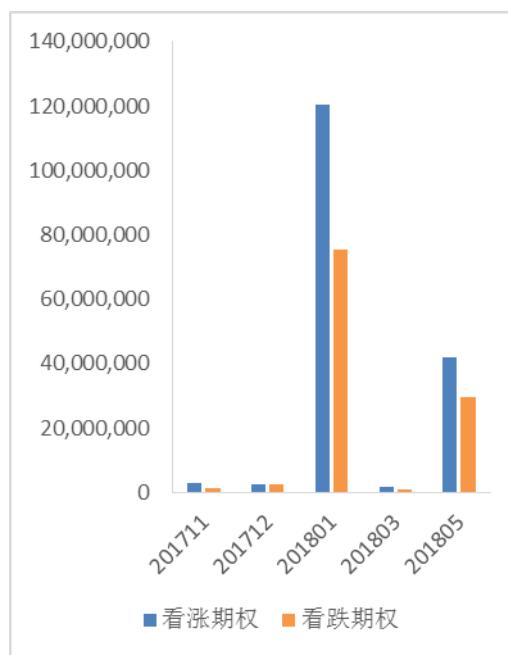
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本月成交量分布图



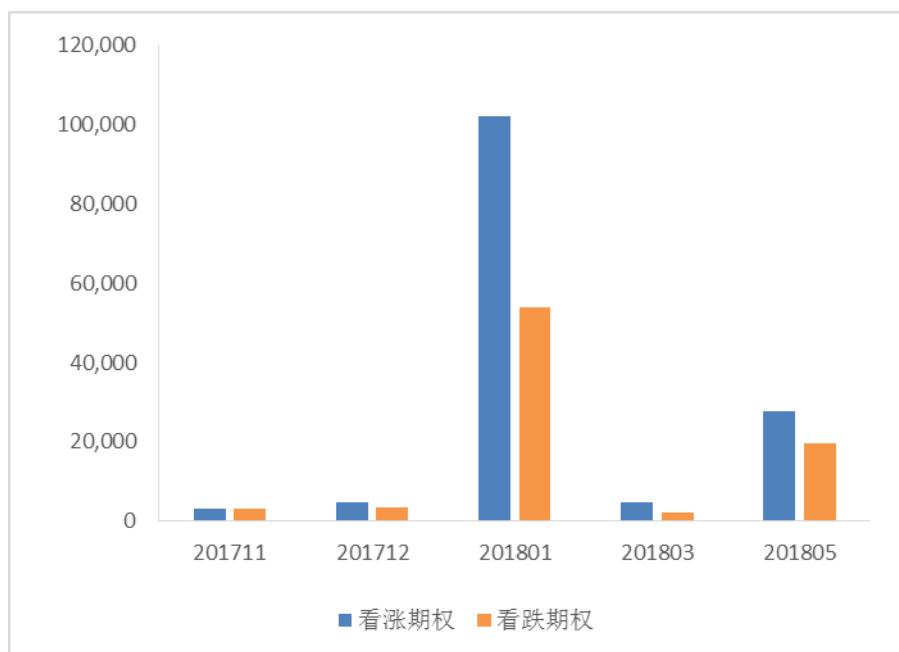
数据来源：Wind、广期研究所

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 16 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 496898 手（双边，下同），其中看涨

期权 317394 手，看跌期权 179504 手，成交量 PCR 为 0.56；总成交额为 2.78 亿元，其中看涨期权 2.78 亿元，看跌期权 1.69 亿元，成交额 PCR 为 1.09；总持仓量为 224688 手，其中看涨期权 142514 手，看跌期权 82174 手，持仓量 PCR 为 0.57。

【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	
2017-09-25	M1801-C-2850.DCE	3898	M1801-P-2800.DCE	2044
2017-09-26	M1801-C-2800.DCE	1870	M1801-P-2700.DCE	1414
2017-09-27	M1801-C-2900.DCE	3204	M1801-P-2750.DCE	1962
2017-09-28	M1801-C-2800.DCE	2578	M1801-P-2750.DCE	1474
2017-09-29	M1801-C-2800.DCE	4098	M1801-P-2700.DCE	3296

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	
2017-09-25	M1801-C-2800.DCE	2808600	M1801-P-2750.DCE	1491400
2017-09-26	M1801-C-2800.DCE	1355400	M1801-P-2800.DCE	563500
2017-09-27	M1801-C-2800.DCE	1575700	M1801-P-2750.DCE	1189900
2017-09-28	M1801-C-2800.DCE	1640800	M1801-P-2700.DCE	1040400
2017-09-29	M1801-C-2800.DCE	2472600	M1801-P-2700.DCE	2055200

数据来源：Wind、广期研究所

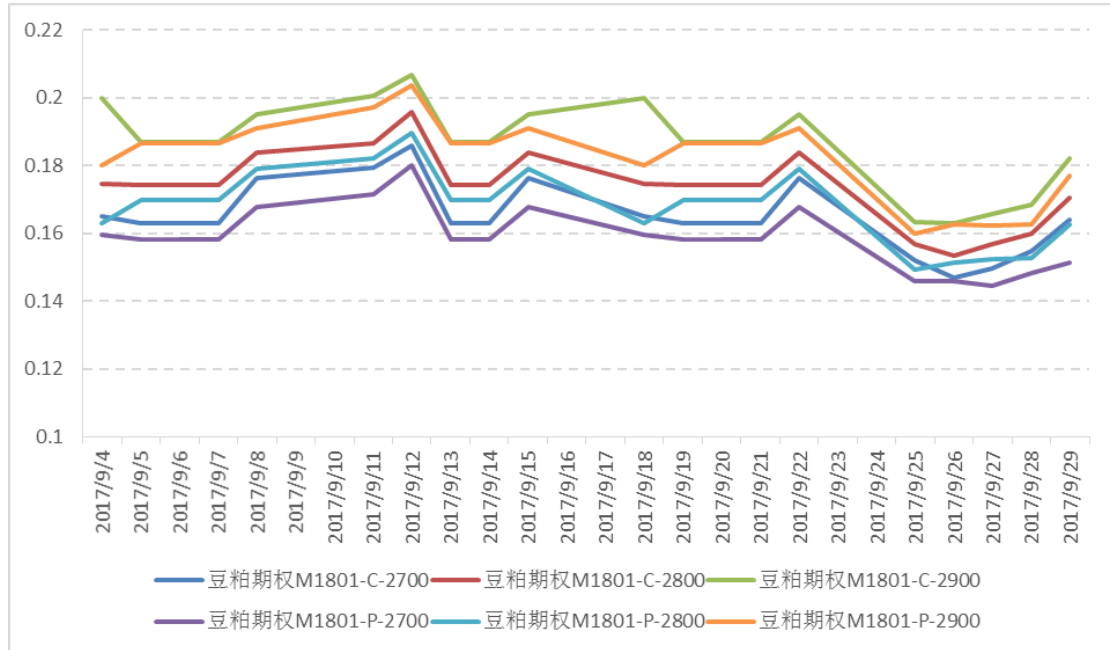
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
2017-09-25	M1801-C-3100.DCE	15046	M1801-P-2700.DCE	11160
2017-09-26	M1801-C-3000.DCE	14724	M1801-P-2700.DCE	10898
2017-09-27	M1801-C-3000.DCE	14776	M1801-P-2700.DCE	10976
2017-09-28	M1801-C-2850.DCE	14976	M1801-P-2700.DCE	11094
2017-09-29	M1801-C-2850.DCE	15314	M1801-P-2700.DCE	11492

数据来源：Wind、广期研究所

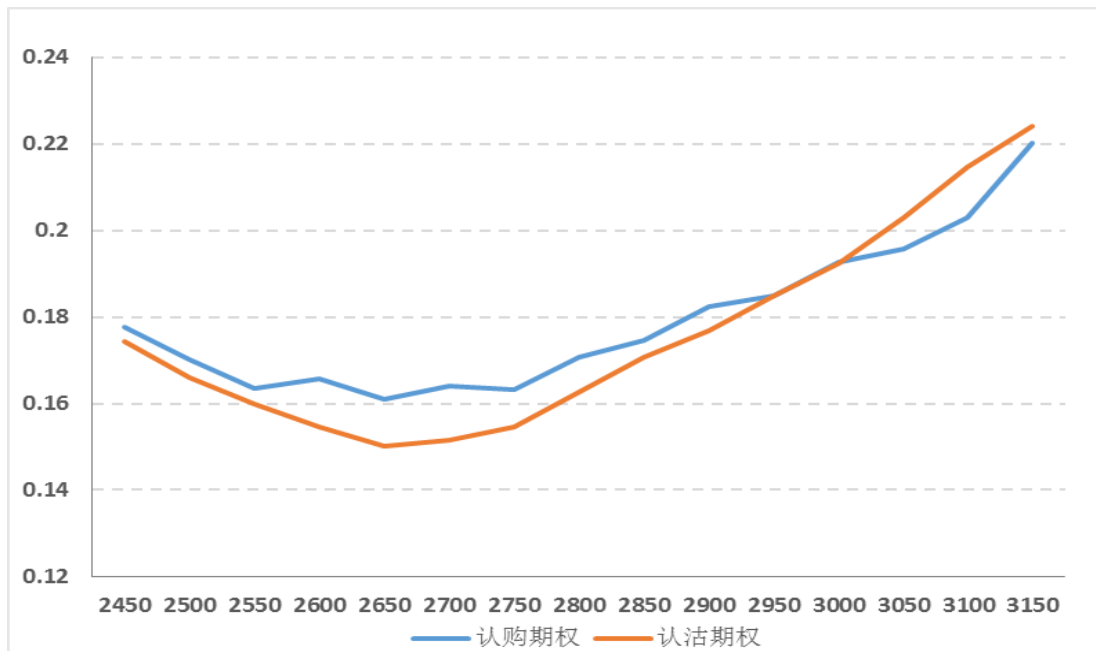
四、波动率分析

图 7：隐含波动率走势



数据来源：广期研究所

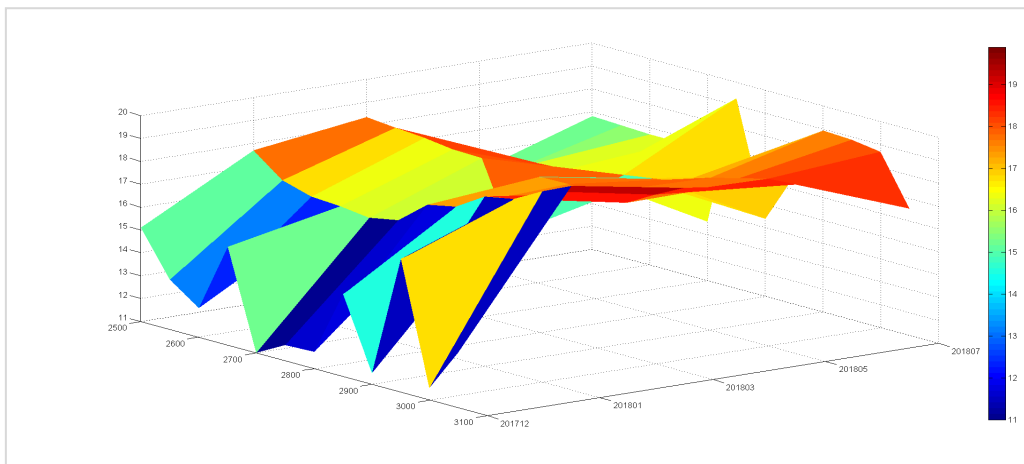
图 8：波动率微笑



数据来源：Wind、广期研究所

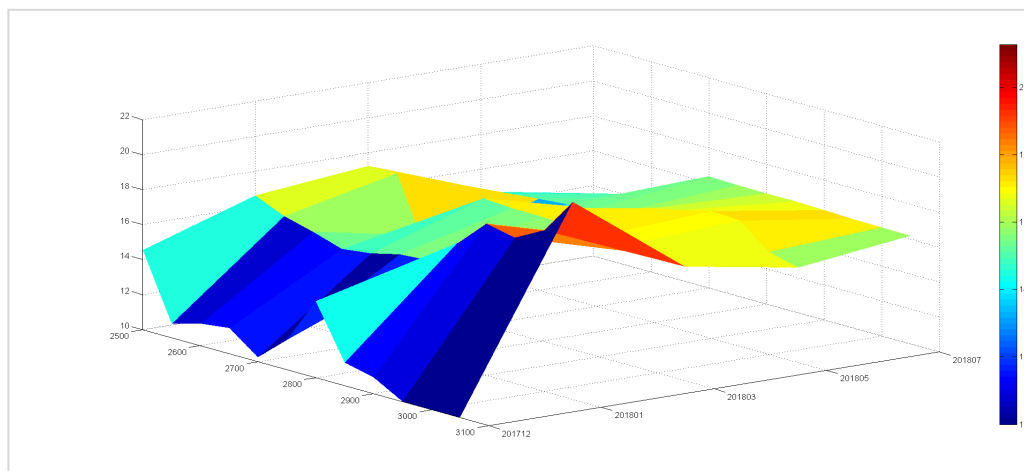
图 9 隐含波动率曲面

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

7月与8月，M1801合约曾经历过一段大涨大跌的行情，当时隐含波动率与历史波动率都比较高。而随着时间的流逝，M1801回复平稳走势，30日历史波动率从9月初的16%左右下降到10%左右，预计未来一个月维持在12%上下。1月期权合约对应的隐含波动率也呈现下降走势，不过下降的幅度比30日历史波动率要小，可见期权交易者们认为最近几天低至10%的30日历史波动率不会持续很长时间，后市M1801合约会有少许的涨跌行情。总的来说，期权市场的隐含波动率走势是十分合理的。

9月29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16%左右。如果M1801在未来两个星期出现窄幅震荡行情，那么隐含波动率

可能还会继续走低，至 12%左右。如果 M1801 在未来两星期在震荡中缓慢上行，那么隐含波动率会大概率维持现在这个水平。

五、操作分析

趋势指标上看，9 月 29 日收盘时，M1801 位于 40 日和 60 日均线的下方，而且离 60 日均线距离相当远；同时 5 日、10 日、20 日均线呈现多头排列，但有回调迹象。短期与长期局限组分别给出了看多/看空的信号，因此光凭均线指标，很难判断 M1801 涨跌方向。

国内 9 月 13 日公布的 USDA 报告很大程度上，宣告了美大豆期货合约利空的出尽，并且 9 月 22 日的上涨行情已经验证了，美国期货市场认同了利空出尽的这种观点。虽然均线指标不能给出多空判断，但从基本面来讲确定性是比较高的，当下时间点适合逢低做多。令人稍有不妥的是，9 月 26 日至 9 月 29 日国内 M1801 合约一路下跌，有一种短期上涨态势即将结束的迹象；不过经过对这几天消息面的搜集，可能这几日的回调速度太快了一些，并没有基本面利空因素的强力支撑，因此这几天的回调可能是一个买入机会。

目前建议未来几天逢低做多。但是后市依然具有变数，国内 M1801 合约大概率仍然会跟随外盘美大豆 11 月合约的走势，而外盘美大豆合约又会受到美国市场对出口量预期和国际大豆需求预期的影响，本轮上涨空间估计在 200 点以内，可能有小段下跌回调。从现在开始可以比较稳健地看多，只要美国不出现关于大豆价格的显著利空消息，则可以在盈利 100 后再考虑平仓了结。

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，抛出消息打压糖价，白糖主力震荡偏弱，周中触及 8 月以来低位 6062，周五收于 6117，周跌幅 0.62%。

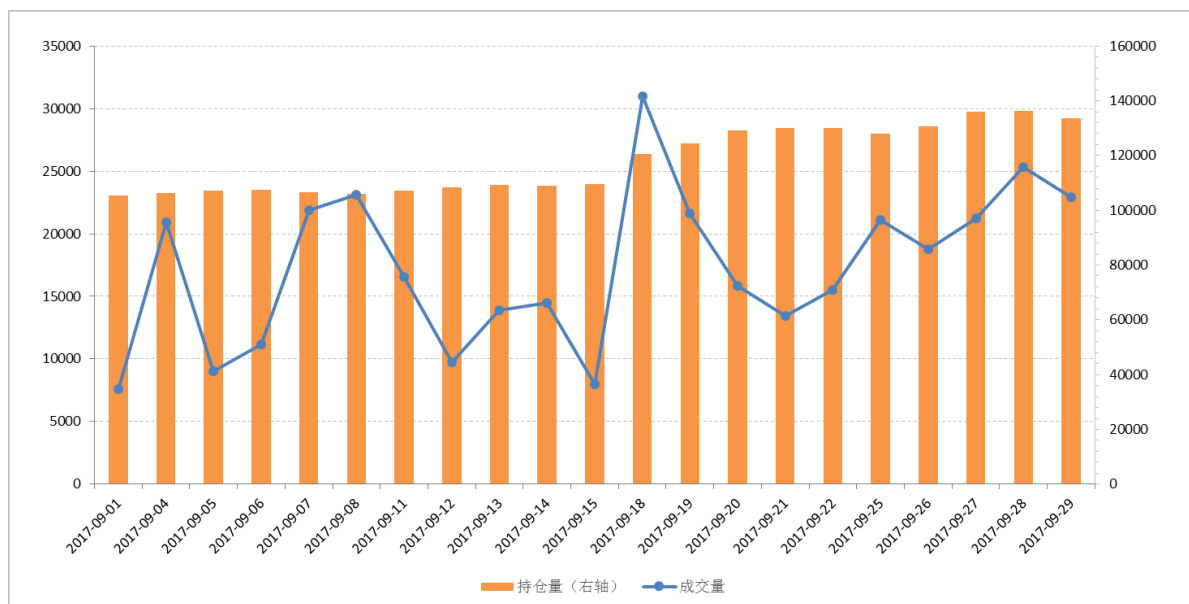
国外方面，巴西甘蔗行业协会 (Unica) 周二表示，9 月上半月中南地区压榨甘蔗 4544 万吨，同比增加 19.95%，产糖 312.6 万吨，同比增加 29.22%。商品贸易商苏克敦 (Sucden) 预计，巴西中南地区 2018/19 年度糖产量料从本年度的 3580 万吨降至 3450 万吨，糖厂将

分配更多甘蔗用于生产乙醇；苏克敦驻圣保罗的交易员 Eduardo Carvalho 周二在一行业会议上表示，下一年度中南部地区甘蔗产量料达 5.92 亿吨，略低于 2017/18 年度预估值 5.94 亿吨；苏克敦预计下一年度中南部地乙醇产量将从 251 亿公升增至 253 亿公升。近日，资产管理集团 Investec 在一份报告中写道，欧盟将在 9 月 30 日取消食糖配额，这一举动可能导致欧盟糖价下跌。这一举措也将降低软饮料生产商的生产成本，并抵消英国即将于明年 4 月开始征收的含糖饮料税的预期效应。据印度当地媒体报道，近期的湿润天气成为泰米尔纳德邦糖厂的希望，产量前景好转。

国内方面，据海关公布的数据显示，2017 年 8 月中国进口食糖 20 万吨，较 2016 年 8 月进口的 36.03 万吨下降 44.5%，较今年 7 月份进口的 5.95 万吨环比增长 236.1%。国储第二批竞拍 9 月 28 日举行，竞拍总量 20.5 万吨，包含 18 日流拍的 3.39 万吨，此次拍卖成交 17.4 万吨，流拍 3 万吨左右，成交价较上次略低，基本贴近竞拍低价成交。9 月 26 日广西继续发布地方抛储信息，决定投放 13.3847 万吨地方储备糖，竞拍底价仍为 6400 元/吨，与上次相同，投标对象范围扩大，付款时间放宽至两个月，竞拍时间为本周六。

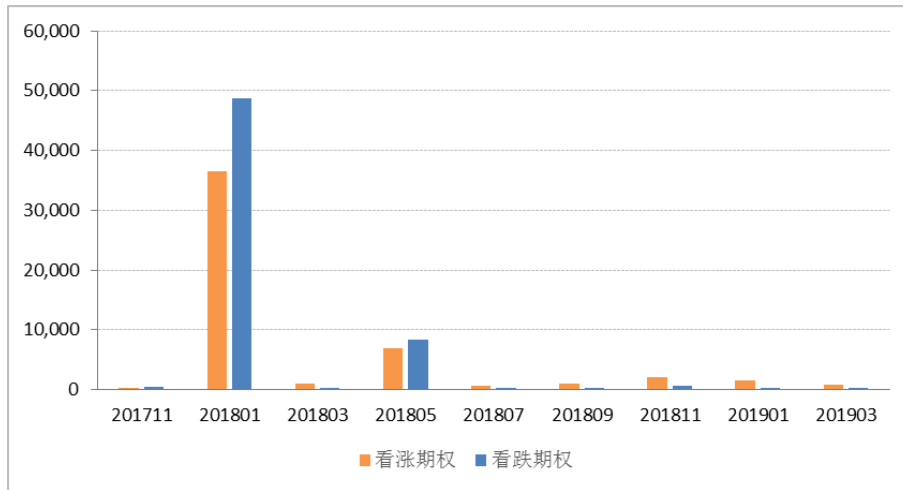
二、成交概况

图 3：本月合约成交概况



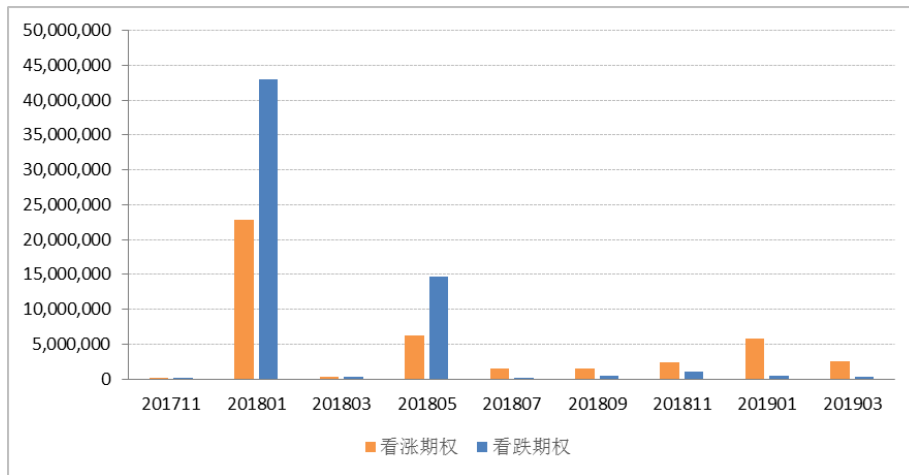
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本周成交量分布图



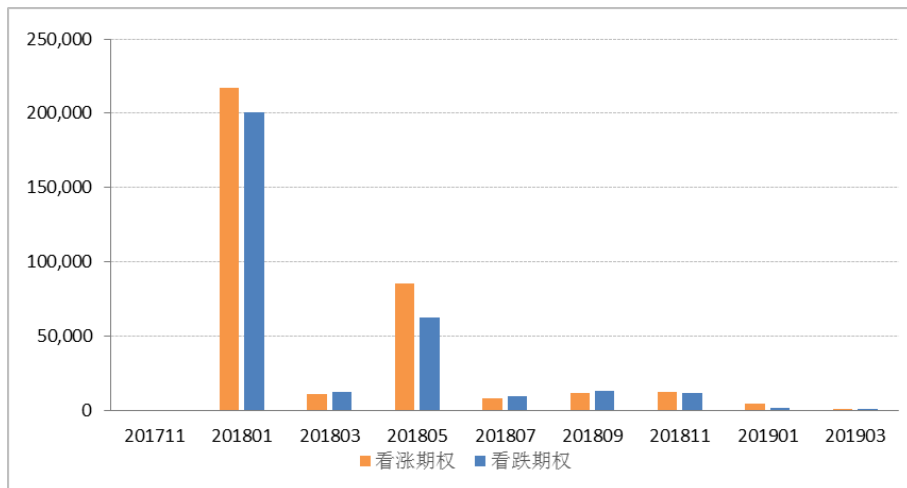
数据来源：Wind、广期研究所

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，期权成交量较上周有所增加，持仓量缓慢增长。本周，白糖期权合约共计成交量 109370 张(上周 97478 张)，其中看涨期权 50418 张(上周 47074 张)，看跌期权 58952 张(上周 50404 张)，成交量 PCR 为 1.17；总成交额为 10352.61 万元(上周 9100.43 万元)，其中看涨期权 4314.38 万元(上周 3531.49 万元)，看跌期权 6038.23 万元(上周 5568.94 万元)，成交额 PCR 为 1.40；总持仓量为 634290 张(上周 634290 张)，其中看涨期权 337368 张(上周 337368 张)，看跌期权 296922 张(上周 296922 张)，持仓量 PCR 为 0.89。整体来看，成交量和成交额的 PCR 变化不大，投资者情绪偏谨慎。

【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
2017-09-25	SR801C6800	2252	SR801P6100	1822
2017-09-26	SR801C6300	868	SR801P6000	3144
2017-09-27	SR801C6400	1110	SR801P5800	2930
2017-09-28	SR801C6400	1608	SR801P5900	2846
2017-09-29	SR801C6400	2028	SR801P5800	2800

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
2017-09-25	SR801C6000	1190400	SR801P6100	1517800
2017-09-26	SR801C6300	500500	SR801P6000	2248400
2017-09-27	SR901C5400	2758400	SR801P6000	2132500
2017-09-28	SR901C5400	2307300	SR801P6200	2969700
2017-09-29	SR801C6100	2327800	SR801P6200	1945200

数据来源：Wind、广期研究所

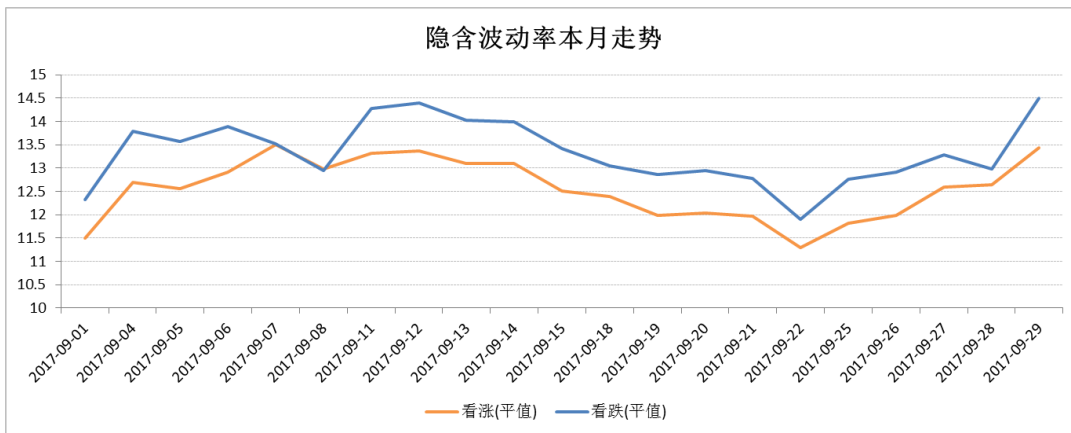
表 3：每日持仓量最大统计

日期	看涨期权		看跌期权	
	合约	持仓量	合约	持仓量
2017-09-25	SR801C6600	7398	SR801P6000	6822
2017-09-26	SR801C6600	7478	SR801P6000	7644
2017-09-27	SR801C6600	7592	SR801P5800	9406
2017-09-28	SR801C6600	8206	SR801P5800	8732
2017-09-29	SR801C6600	8210	SR801P6000	7120

数据来源：Wind、广期研究所

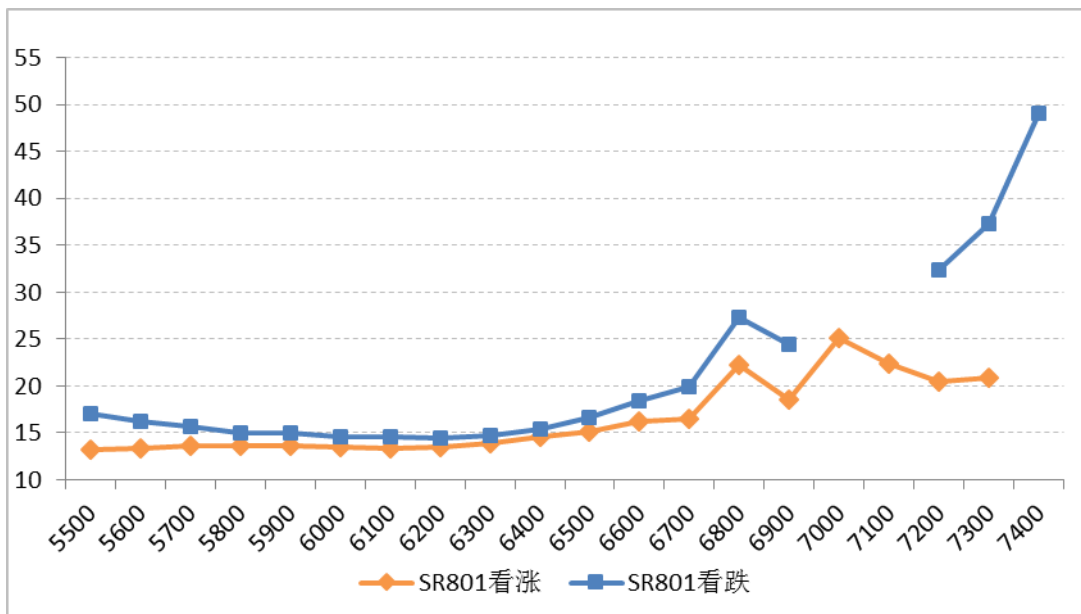
三、波动率分析

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，白糖主力震荡偏弱，30日、60日历史波动率稍有回落，90日历史波动率变化不大，周五收盘时，30日、60日、90日历史波动率分别为10.32%、10.96%和10.97%。从隐含波动率曲线形状看，看涨看跌期权均呈现左低右高的右偏微笑状态，看涨期权隐含波动率范围合理，平值期权隐含波动率本周有所上升，周五分别为12.43%和14.50%，略高于标的期货历史波动率。

六、操作分析

本周，广西地储糖第二次投放以及国储第二批竞拍的利空消息打压糖价，同时需求放缓也令糖市面临阻力，本周白糖期权主力月份合约的成交量和成交额 PCR 变化较大，投资者情绪不稳定，周三持仓量 PCR 达到上市以来最高点。

国庆假期过后白糖主力 801 系列期权合约还有 45 个自然日到期，关注节后公布的广西地储糖竞标结果以及后期是否出现利多消息，策略上建议观望为主或者节后择机卖出虚值看涨期权赚取时间价值。

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**。