

# 期市博览 商品期权

2018年3月

研究所 金融衍生品小组

苏航 F3032651  
韩日升 F3035193



## 豆粕期权本月概况

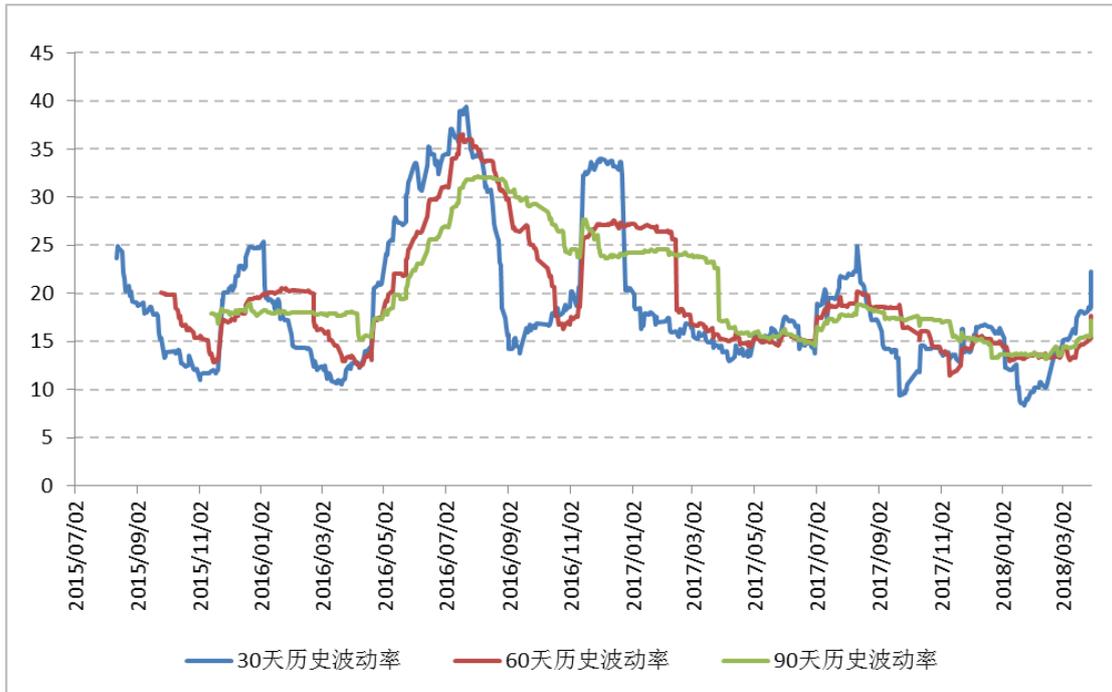
### 一、合约标的方面

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

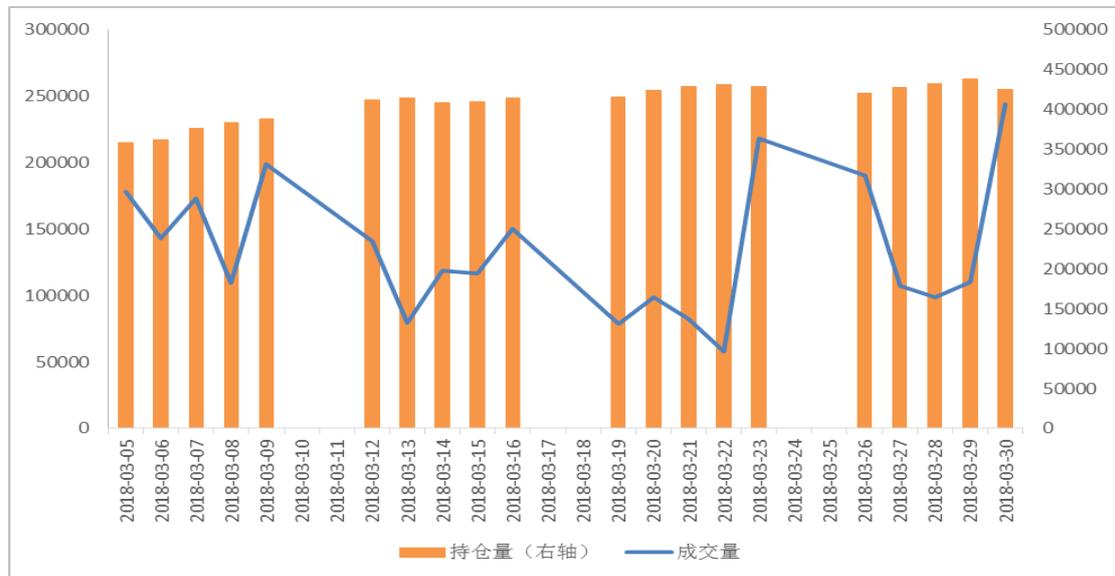
2018年3月M1805总体上呈现宽幅震荡的走势，其价格较2017年全年平均区间有明显提高，预示着今年国际大豆价格和国内豆粕价格都将高于去年平均水平。3月上旬美豆期货价格持续升高带动国内豆粕期货价格高涨，原因是阿根廷大豆产区持续干旱，总产量下调严重。随后3月USDA报告公布后进入中旬，市场从前期高位缓缓回落，价格逐渐寻找坚实底部，情绪上更加稳定。但是3月22日又出现转折点，中美贸易战可能性急剧升温，首当其冲受到影响的是科技行业和金属国际贸易行业，大宗农产品政策方面虽没有出现真正转变但市场情绪纷纷猜测；假如中国对美大豆收取新关税或美国调整对中国的出口政策，国内豆粕价格确实会更加高。市场在猜测中上升数日，后因无实质消息又回落。3月30日凌晨，美国USDA关于今年美国大豆播种面积的公布，大幅低于国际市场预期，因此豆粕涨停，令人颇为意外。

对于M1805合约，后市一个月的价格因素有几方面：1.中美贸易战是否有关于大豆的实质新政策，将会是近期最大看点；2.受到中美贸易战预期升温影响，美国农业部USDA可能在报告公布时对数据有所调整，来故意制造价格波动，因此仍建议关注中美贸易战消息 3.春节过后，如果饲料企业选择大量补充豆粕，也会影响M1805的走势，但目前是次要因素；4.汇率也是影响期货价格的因素之一，有言论称人民币在未来一年会逐步走强，而美国也已经退出量化宽松，美元也有缓慢升值可能。

目前，南美大豆最终总产量基本已经确定，难有改变；其国内消费和出口政策会少量影响出口到中国的总量。但近期最重要的因素来自于美国，其一是中美贸易战的可能性时而上升、时而下降，政治上的博弈已经显著影响到金属、农产品这两类大宗商品的国际贸易；其二，是中美贸易战的政治意图，可能通过USDA等美国官方组织，在文献、数据公告方面有所人为篡改，故意影响市场价格。从往年大豆生长的季节性而言，未来两月应关注美国新一轮大豆的播种面积预估；从近期热点消息而言，应该留意中美两国关于贸易战的最新动向。

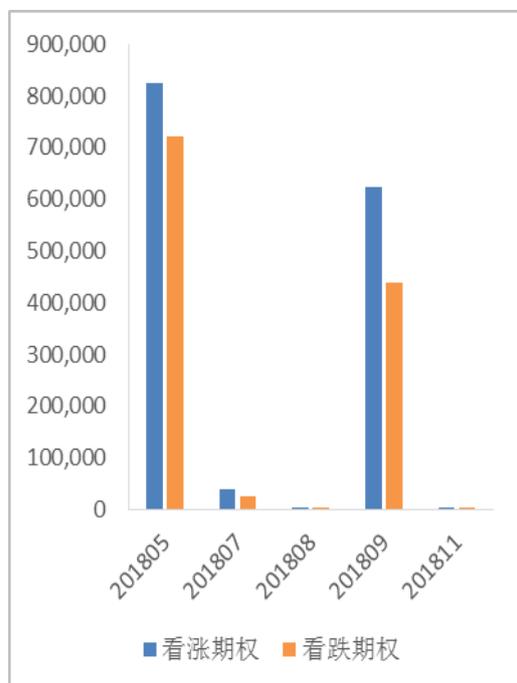
## 二、本月成交概况

图 3：本月合约成交概况



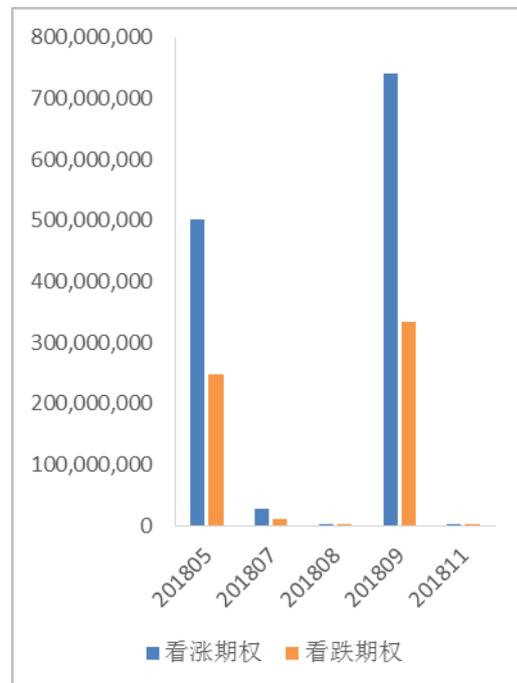
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本月成交量分布图



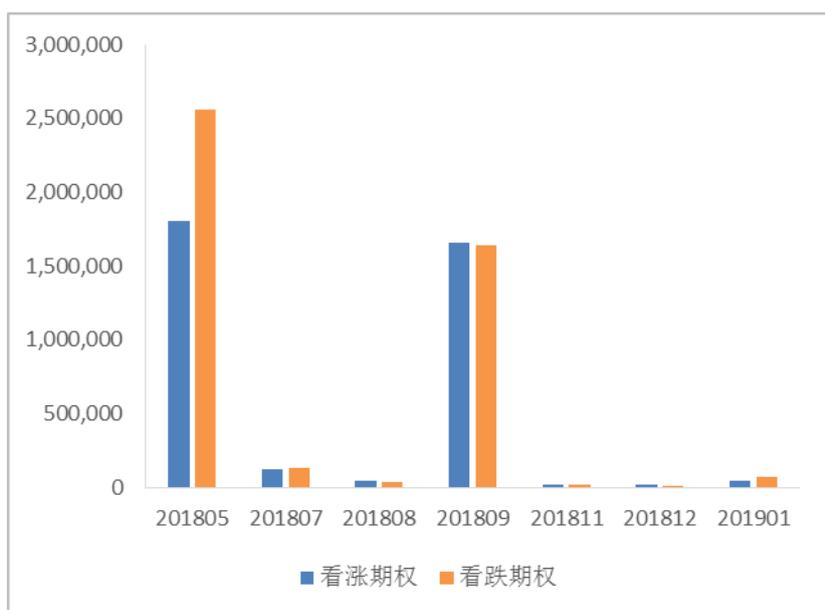
数据来源：Wind、广期研究所

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

相比起 2 月份春节前还有一波平淡行情, 本月豆粕 m1805 合约走势颇为动荡, 目前中美贸易博弈热点尚未结束。3 月份的成交热情明显较 2 月份有所上涨。本月豆粕期权合约共计成交量 2693174 手(双边, 下同), 其中看涨期权 1495264 手, 看跌期权 1197910 手, 成交量 PCR 为 0.80; 总成交额为 18.83 亿元, 其中看涨期权 12.80 亿元, 看跌期权 6.03 亿元, 成交额 PCR 为 0.47; 总持仓量为 424730 手, 其中看涨期权 190956 手, 看跌期权 233774 手, 持仓量 PCR 为 1.22。

【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	
2018-03-26	M1805-C-3150.DCE	10030	M1809-C-3100.DCE	12980
2018-03-27	M1805-C-3150.DCE	4580	M1809-C-3100.DCE	7334
2018-03-28	M1805-C-3200.DCE	6332	M1805-P-3050.DCE	6832
2018-03-29	M1805-C-3050.DCE	9206	M1809-C-3100.DCE	8826
2018-03-30	M1805-C-3150.DCE	19770	M1805-P-3000.DCE	14350

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	
	合约代码	成交额	合约代码	成交额
2018-03-26	M1805-C-3050.DCE	4580500	M1809-C-3150.DCE	18033700
2018-03-27	M1805-C-3050.DCE	1369200	M1809-C-3100.DCE	9029600
2018-03-28	M1805-C-3050.DCE	1902700	M1809-C-3100.DCE	4556600
2018-03-29	M1805-C-3050.DCE	2843700	M1809-C-3100.DCE	8912000
2018-03-30	M1805-C-3100.DCE	7789800	M1809-C-3100.DCE	15707600

数据来源：Wind、广期研究所

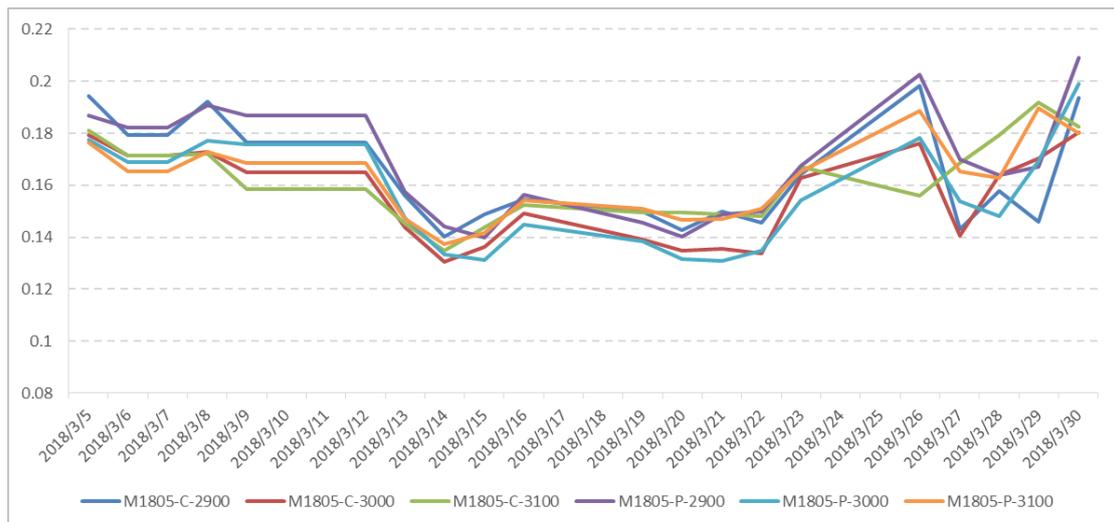
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
	合约代码	持仓量	合约代码	持仓量
2018-03-26	M1805-C-3150.DCE	13256	M1809-C-3100.DCE	22904
2018-03-27	M1805-C-3150.DCE	14162	M1809-C-3100.DCE	21916
2018-03-28	M1805-C-3150.DCE	15942	M1809-C-3100.DCE	22300
2018-03-29	M1805-C-3150.DCE	17770	M1805-P-3000.DCE	20150
2018-03-30	M1805-C-3300.DCE	12160	M1805-P-3000.DCE	19838

数据来源：Wind、广期研究所

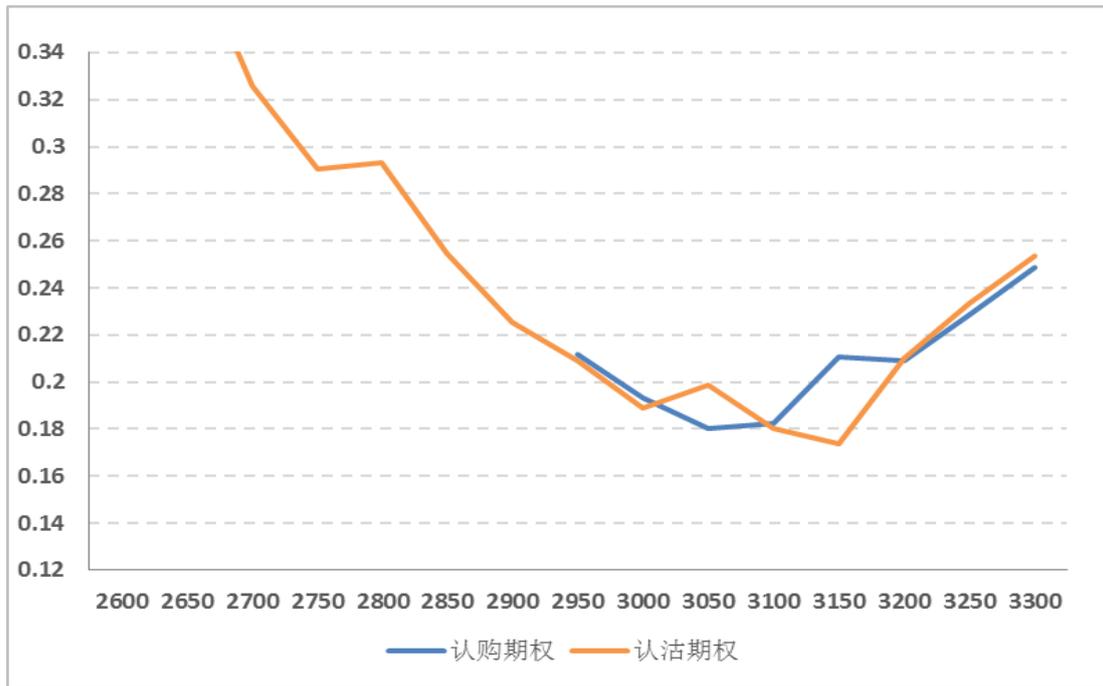
## 四、波动率分析

图 7：隐含波动率走势



数据来源：广期研究所

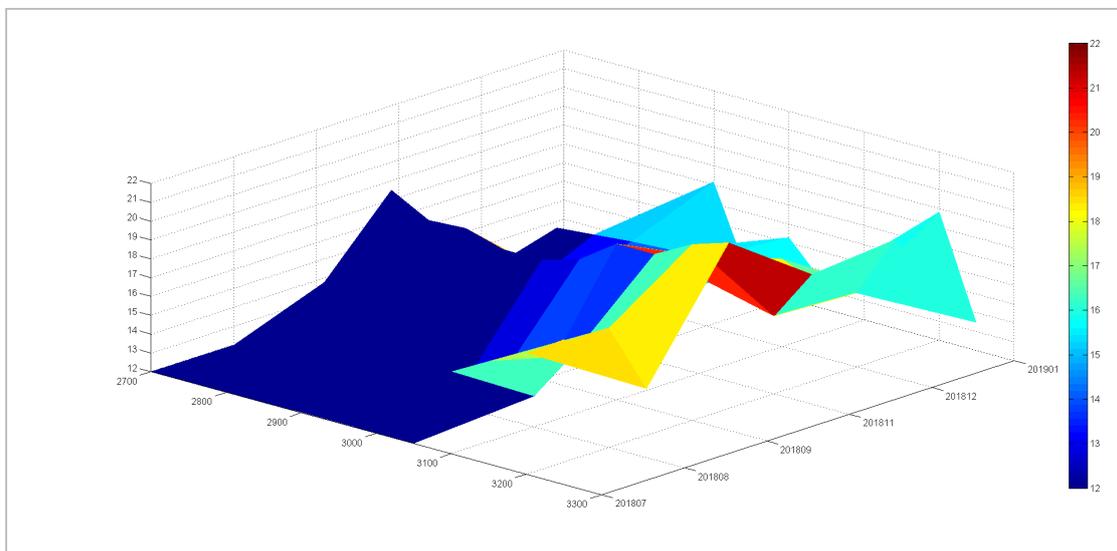
图 8: 波动率微笑



数据来源: Wind、广期研究所

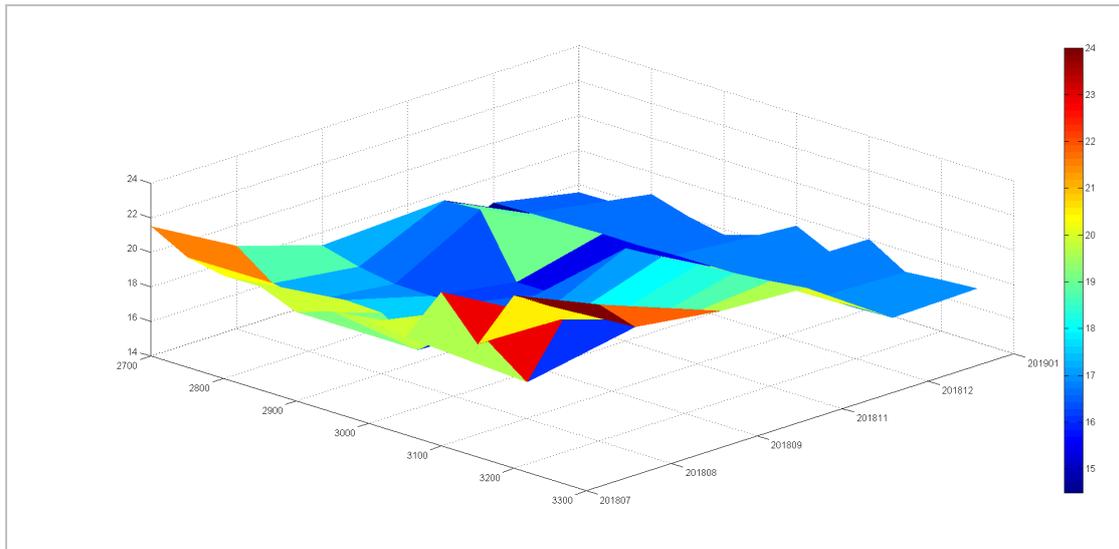
图 9 隐含波动率曲面

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

3 月份，M1805 系列期权的隐含波动率走势分为三个阶段，情况较往年同月有所变化。3 月上旬，M1805 合约尚处于南美天气牛市的最后阶段，隐含波动率 IV 处于高位；3 月中旬，USDA 报告已经公布，根据往年大豆生长季节性，IV 开始下降到 14%合理水平。原本以为本月将以豆粕平淡震荡告终，但是 3 月下旬出现了中美贸易战愈演愈烈的态势，进口大豆价格也遭遇更大不测，IV 又开始上升。

## 五、操作分析



数据来源：文华财经

从 K 线形态和趋势指标上看，今年 3 月份的豆粕行情总体上呈现宽幅震荡的走势，并且经历 2 月份的上涨过后，目前价格明显高于 2017 年平均价格。目前均线组合大致呈多头形

态，但 5 日、10 日、20 日均线已经纠缠在一起，因此用震荡的观点来看待 K 线形态更为合理。从另一方面说，3 月份已经经历过一个震荡下探的过程，M1805 的底部明显位于 3000 点左右，因此市场基本已经认可南美干旱减产导致 2018 年大豆价格上升的这个事实。未来一段时间主要不确定性来源于中美政策因素，不必拘泥于 K 线形态。

从基本面角度看，今年南美大豆总产量基本已经固定下来，虽南美大豆消费和出口到中国的体量仍有少量不确定性，但基本不影响大局。3 月 USDA 报告公布后，市场有一小波下跌最后 M1805 价格稳定在 3000 点上方，可以认为这就是市场对南美大豆因天气干旱减产的最终确认。但在此之后，豆粕依然出现了大起大落的走势，其原因来自于特朗普自 3 月 22 日以来的各种高调言论。目前基本面不确定性较大，其一是中美贸易战可能性增加，而且其程度难以判断；其二，是美国相关农产品权威机构在公布数据时，可能借贸易战的题材人为改动报告中的数据。大致上，豆粕目前价格已经不低，未来两月维持宽幅震荡的观点比较合适，预计区间在 2950-3450。

总的来说，M1805 合约处于高位，逼近 3200 点，今年 3 月份进口大豆的消息频出，波动率高于往年。南美大豆今年的产量基本上已经确定了，这方面的不确定性比较小。但是，美国掀起的中美贸易战仍有少许可能波及农产品国际贸易，留下给市场炒作的空间。另外同样重要的是，美国今年播种面积预期大幅不及市场预期，可能预示着今年新种的美国大豆上，会有较多的热点题材。因此，最大不确定性来源于美国，建议密切留意今年美国大豆的种植情况和美国政府关于农产品贸易可能实施的新举措。

## 白糖期权本月概况

### 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 合约震荡下行，周五报收 5551，周跌幅 2.12%。

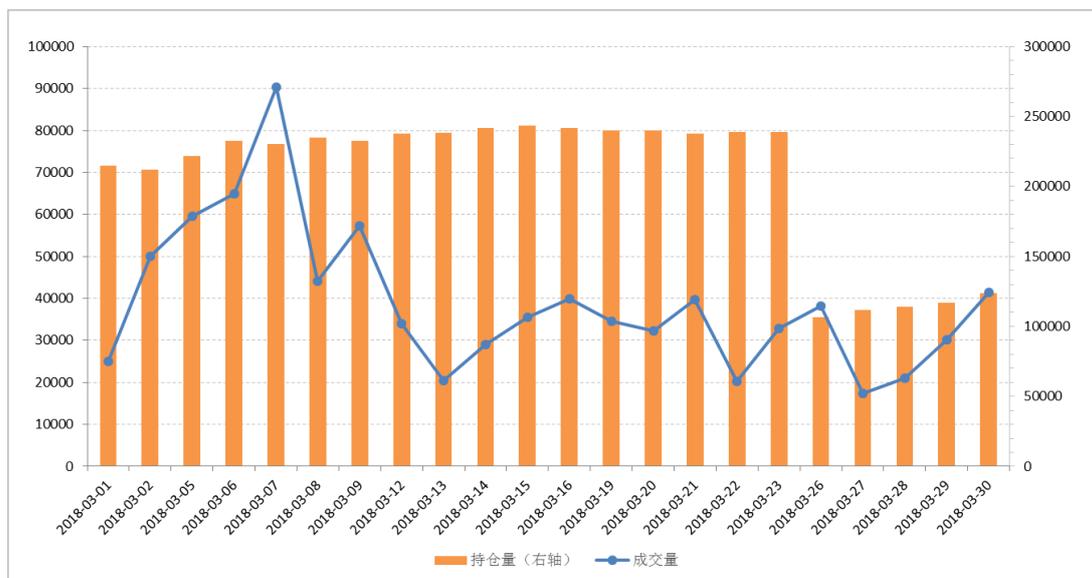
国外方面，商品分析机构 Green Pool 周三上调全球 2017/18 年度和 2018/19 年度糖供应过剩预估，由 1151 万吨上调至 1487 万吨，因印度和泰国产量增加。甘蔗行业组织 Unica

报告称，3月上半月巴西中南部压榨甘蔗 334 万吨，同比增加 1.68%；期间糖厂产糖 46850 吨，同比下滑 35.48%，但较 2 月下半月的 5000 吨大幅提高。福四通下调巴西中南部 18/19 榨季糖产量预估为 3150 万吨，之前预估为 3240 万吨；同时下调巴西中南部 2018/19 年度甘蔗压榨量预估为 5.907 亿吨，前值 5.925 亿吨。印度周三放宽了对糖出口的规定，允许糖厂在 2017/18 年度前出口 200 万吨糖，以便清除剩余库存并提高糖厂的蔗款兑付率。印度是世界上最大的食糖消费国，正在努力处理过剩的国内库存。在周三公布的措施中，政府还表示，本年度出口糖的糖厂将在截至 2021 年 9 月前的两个榨季内获许免税进口原糖。根据路透社消息，印度政府已经将糖厂的出口配额定在 200 万吨。

国内方面，近日，浙江海警第一支队在浙南海域成功查获一艘涉嫌走私白糖货船，当场查获白糖 500 余吨，案值约 300 万元。3 月 29 日海南东方糖业顺利收榨，标志着海省 2017/18 年榨季生产已经全部结束，榨季各项数据还有待统计。本榨季海南糖厂全部收榨的时间和上榨季的 3 月 27 日差不多，但甘蔗压榨量增加不少。截止 3 月 30 日统计，3 月份广西预计有 60 家糖厂收榨，收榨糖厂数量过半，由于收榨进度慢于同期糖厂开工率同比提高。3 月产糖率环比偏高主要在于停榨之后还会榨糖的沟槽有部分食糖产出。结合产糖率和开工率预计 3 月广西产量 116-127 万吨左右。销量方面，尽管 3 月现货市场整体价格走低，集团降价也能刺激部分销区采购，预计销量 55-60 万左右。

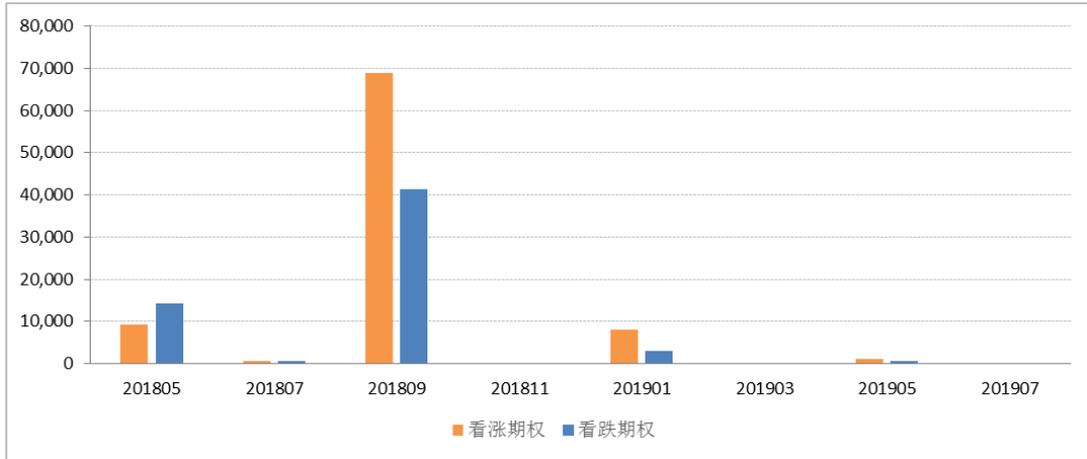
## 二、成交概况

图 3：合约成交概况



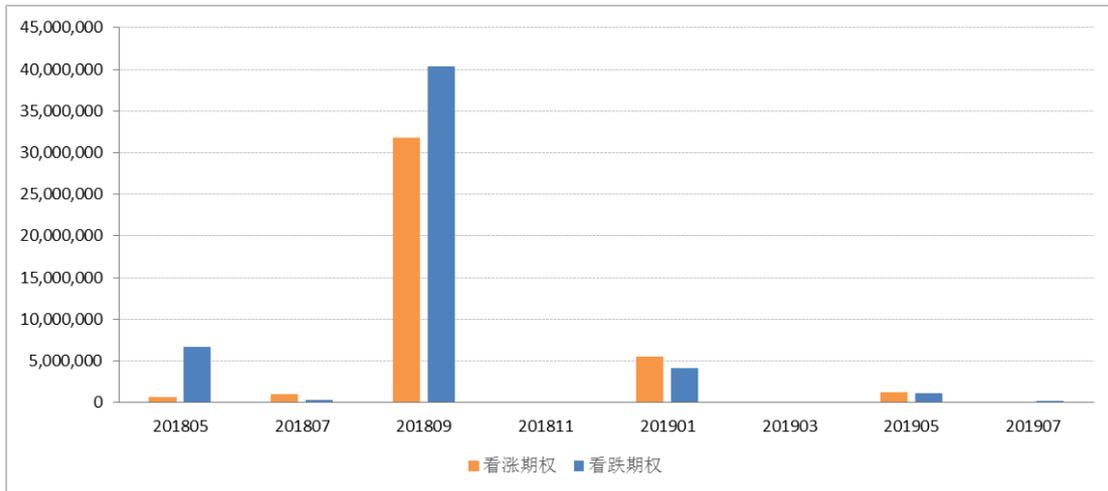
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：成交量分布图



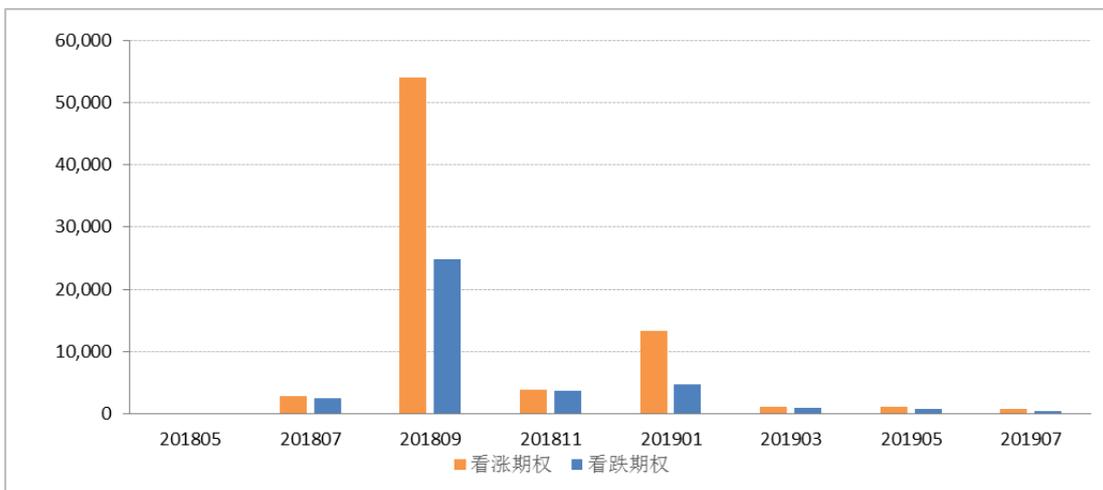
数据来源：Wind、广期研究所

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 期货合约出现小幅反弹，期权成交量较上周明显减少。本周，白糖期权合约共计成交量 148242 张（上周 159676 张），其中看涨期权 88176 张（上周 83956 张），看跌期权 60066 张（上周 75720 张），成交量 PCR 为 0.68；总成交额为 9314.22 万元（上周 6920.85 万元），其中看涨期权 4031.89 万元（上周 3298.76 万元），看跌期权 5282.33 万元（上周 3622.99 万元），成交额 PCR 为 1.31；日均持仓量为 114744 张（上周 239132 张），其中看涨期权 76892 张（上周 159601 张），看跌期权 37853 张（上周 79531 张），持仓量 PCR 为 0.49。整体来看，成交量和成交额 PCR 维持稳定，持仓量 PCR 继续保持低位，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
2018-03-26	SR805C5700	5794	SR805P5700	6670
2018-03-27	SR809C6000	2158	SR809P5300	1342
2018-03-28	SR809C5800	2604	SR809P5600	2338
2018-03-29	SR809C6000	3960	SR809P5500	2418
2018-03-30	SR809C5900	5588	SR809P5300	2604

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
2018-03-26	SR809C5600	730200	SR805P5700	3411500
2018-03-27	SR809C5600	1421400	SR809P5600	1246500
2018-03-28	SR809C5800	1333600	SR809P5600	2740500
2018-03-29	SR809C5700	1461100	SR809P5900	2369100
2018-03-30	SR809C5700	1812300	SR809P5700	4015400

数据来源：Wind、广期研究所

表 3：每日持仓量最大统计

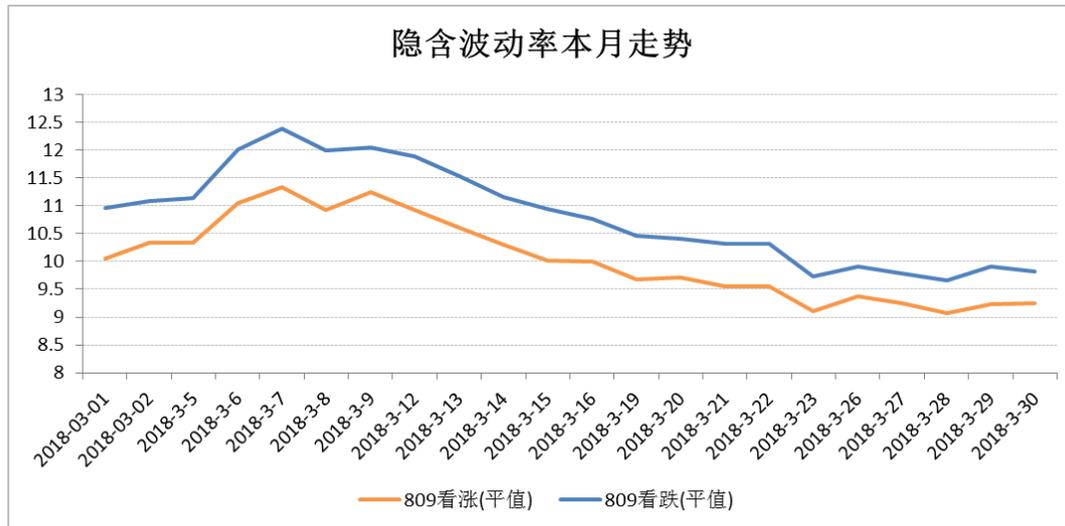
日期	看涨期权		看跌期权	
	合约	持仓量	合约	持仓量
2018-03-26	SR809C6000	9888	SR809P5600	4228
2018-03-27	SR809C6000	10584	SR809P5600	4724
2018-03-28	SR809C6000	11010	SR809P5700	3860

2018-03-29	SR809C6000	10720	SR809P5700	3848
2018-03-30	SR809C6000	10578	SR809P5700	4980

数据来源: Wind、广期研究所

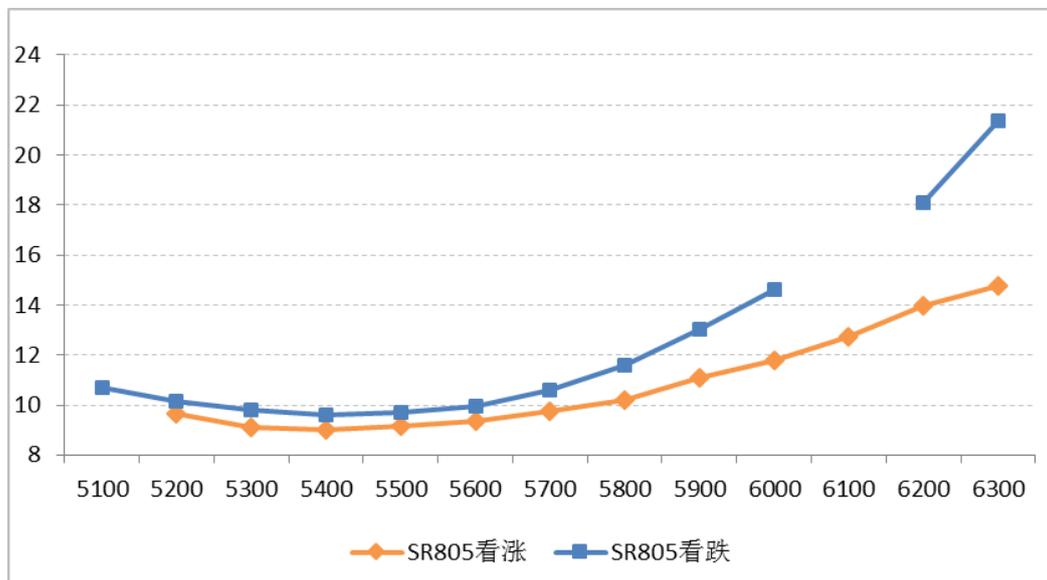
### 三、波动率分析

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 合约震荡下挫突破前低, 30 日、60 日历史波动率稍有抬升, 90 日历史波动率摆脱半年低位, 周五 30/60/90 日历史波动率分别报收 6.99%、6.92%和 7.35%。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 5700 的期权上，成本支撑位明显。看涨看跌平值期权隐含波动率较上一交易日变化不大，分别为 9.26%和 9.83%，高于标的期货 60 日历史波动率。本月，平值期权的隐含波动率呈现走低的态势，但看涨看跌隐波价差始终维持在-0.8 附近，市场对 809 合约的看法偏悲观。

## 六、操作分析

三月以来，白糖 809 合约维持震荡偏弱的走势。本周，印度再次放宽了对糖出口的规定，进一步拖低全球糖价，洲际交易所 (ICE) 原糖期货周三跌至两年半低位，809 合约下行明显，周五盘中跌至前期低位 5511 元/吨。805 合约到期后整体持仓量明显减少，809 合约持仓缓慢增加，情绪指标的指示作用暂不明显。目前国内消息面相对平静，4 月下旬下游开启夏季备货，市场可能会迎来小幅反弹。料后市维持震荡偏弱走势，关注政策面消息以及收榨情况，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。