

期市博览 商品期权

2018年8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

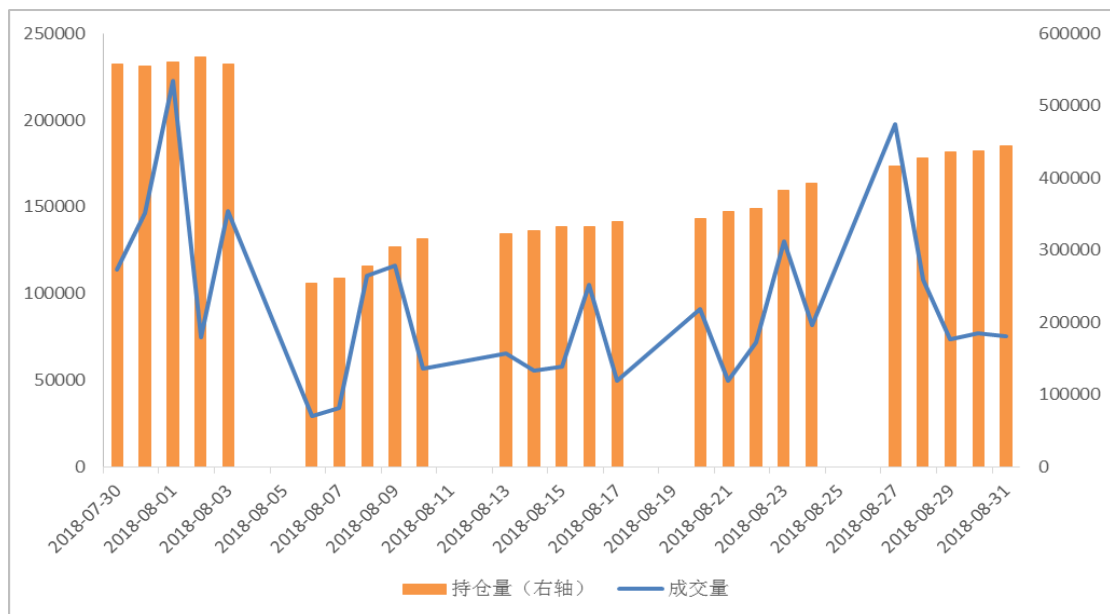
2018年8月豆粕品种行情显著地分为两个阶段：8月15日之前，m1901持续上涨并突破了前期高点，全市场的关注点是2018年下半年贸易战导致的进口大豆供应紧缺，豆粕处于慢牛行情；8月15日之后，国内多地爆发了非洲猪瘟疫情，叠加四大油厂增加下半年巴西豆购入以及传出推广低蛋白日用粮的消息，m1901目前已经跌至谷底，近日从低点反弹。

与7月底有所不同，当时市场关注的是下半年供需缺口，以及近期到港大豆总量等基本因素，行情较为缓慢。而8月底市场关注点却转向了，猪瘟是否会扩大，以及低蛋白日用粮能否减少豆粕供应的缺口。目前，在不改变饲料配方、需求较往年未大幅下降的情况下，贸易战关税导致的供给缺口估测在400万吨到1500万吨；而猪瘟疫情扩大的可能性、低蛋白日用粮全面推广，都会彻底颠覆这个供需缺口的测算。因此，近期豆粕内在不确定性实际上非常大。

8月份依然有较为充足的南美大豆到港，而且据现货数据商报导，今年10月前进口大豆都很大程度来自南美，但11月份后供给紧缺程度就必须看9月份中国向美国订单的总量了。在猪瘟爆发前有机构看m1901至3400点，因此当下仍有大涨的空间。但是大跌的风险同时存在，若猪瘟如当年俄国全面爆发并在国内捕杀8%以上生猪，豆粕需求下降10%，可能也将豆粕价格从3200打压至2900。近期入场风险大，但是我方推测猪瘟疫情并不太可能全面爆发，低蛋白饲料也难以迅速推广，因此9月中下旬后看好m1901行情。

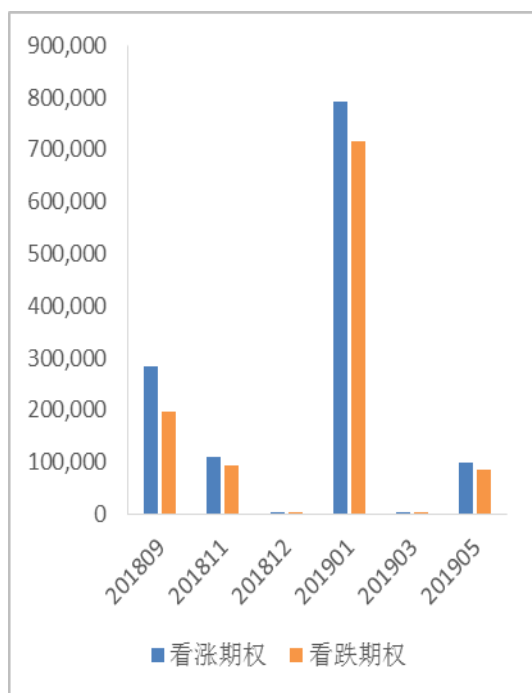
二、本月成交概况

图3：本月合约成交概况



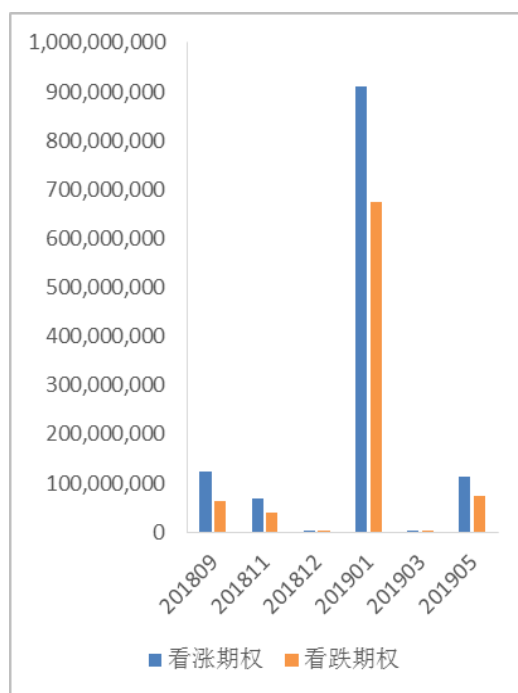
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：本月成交量分布图



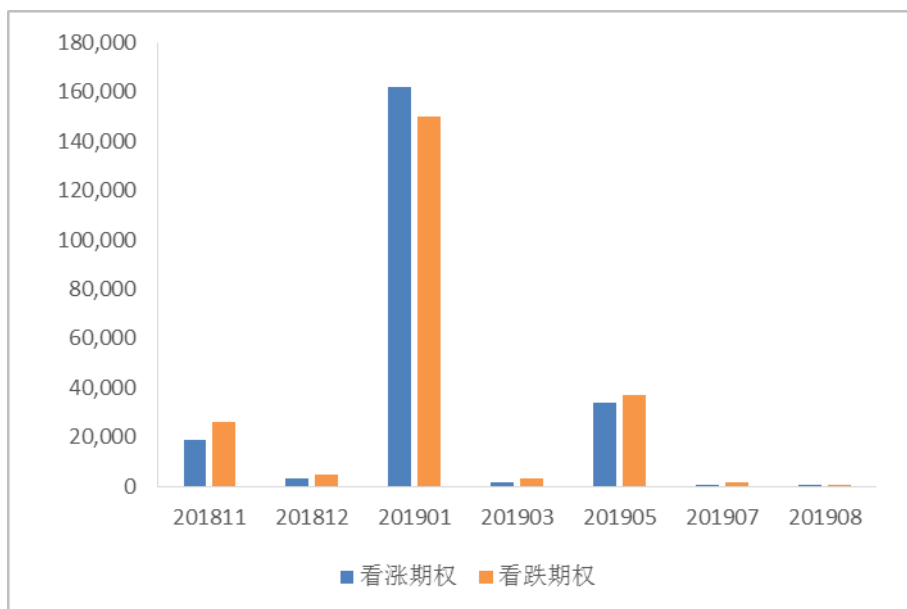
数据来源：Wind、广期研究所

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

本月豆粕期权合约共计成交量 2391694 手（双边，下同），其中看涨期权 1292512 手，看跌期权 1099182 手，成交量 PCR 为 0.85；总成交额为 20.82 亿元，其中看涨期权 12.26 亿元，看跌期权 8.56 亿元，成交额 PCR 为 0.70；总持仓量为 444638 手，其中看

涨期权 221046 手，看跌期权 223592 手，持仓量 PCR 为 1.01。总体上 8 月成交量比 7 月有所上升，是因为期权换月所致，而市场担忧情绪并不高。

【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	
	2018-08-27	M1901-C-3650.DCE	12492	M1901-P-3050.DCE
2018-08-28	M1901-C-3300.DCE	8026	M1901-P-3100.DCE	7586
2018-08-29	M1901-C-3300.DCE	4206	M1901-P-3050.DCE	4158
2018-08-30	M1901-C-3300.DCE	7370	M1901-P-3000.DCE	3628
2018-08-31	M1901-C-3300.DCE	8778	M1901-P-3000.DCE	3676

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	
	2018-08-27	M1901-C-2550.DCE	9172100	M1901-P-3050.DCE
2018-08-28	M1901-C-3100.DCE	4926800	M1901-P-3100.DCE	11365900
2018-08-29	M1901-C-3100.DCE	3513300	M1901-P-3100.DCE	4428300
2018-08-30	M1901-C-3300.DCE	4679700	M1901-P-3000.DCE	2684700
2018-08-31	M1901-C-3300.DCE	5374100	M1901-P-3000.DCE	2884800

数据来源：Wind、广期研究所

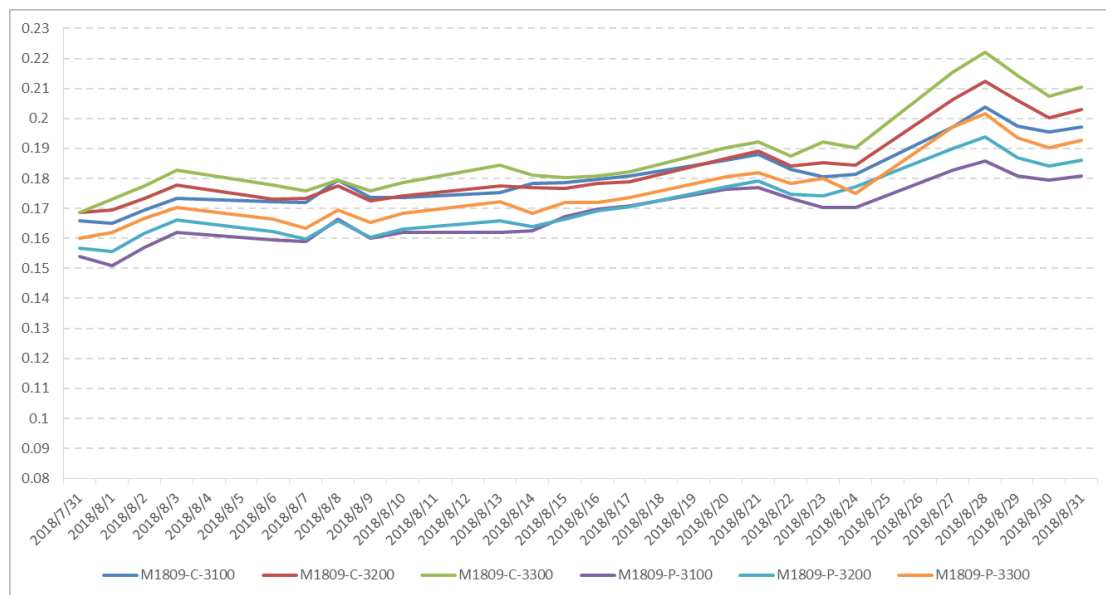
表 3：每日持仓量最大统计

日期	认购期权		认沽期权	
	2018-08-27	M1901-C-3650.DCE	31266	M1901-P-3000.DCE
2018-08-28	M1901-C-3650.DCE	31174	M1901-P-3000.DCE	23124
2018-08-29	M1901-C-3650.DCE	31070	M1901-P-3000.DCE	24014
2018-08-30	M1901-C-3650.DCE	30958	M1901-P-3000.DCE	23674
2018-08-31	M1901-C-3650.DCE	31004	M1901-P-3000.DCE	23604

数据来源：Wind、广期研究所

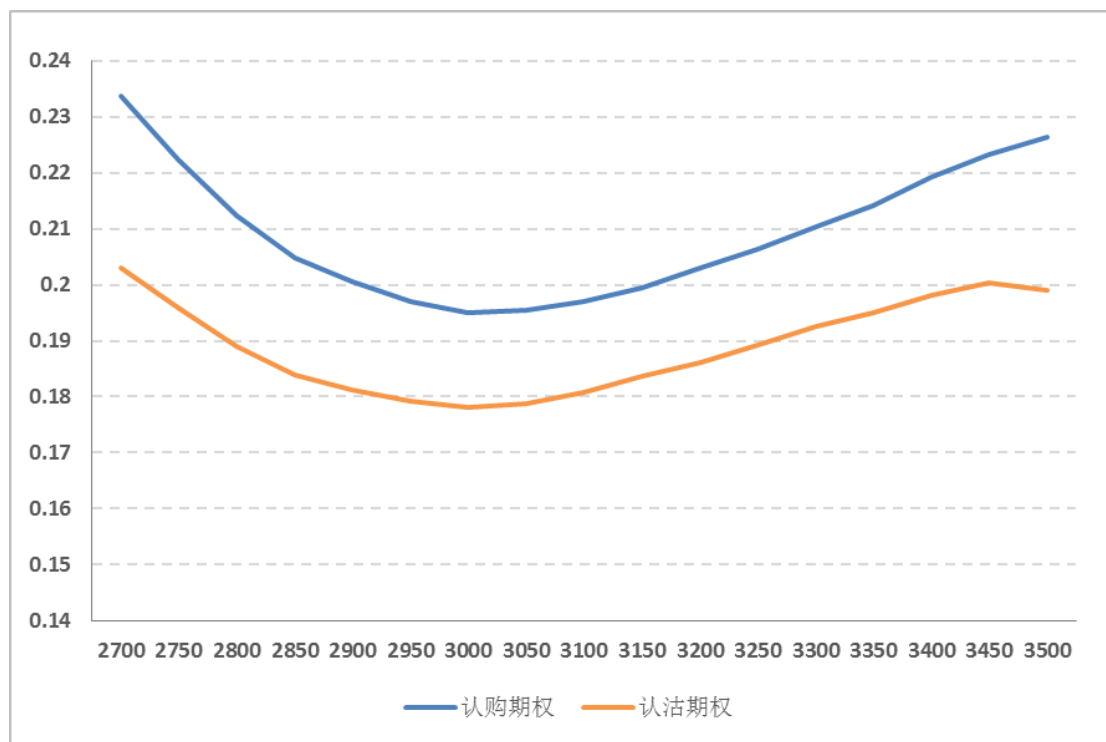
四、波动率分析

图 7：隐含波动率走势



数据来源：广期研究所

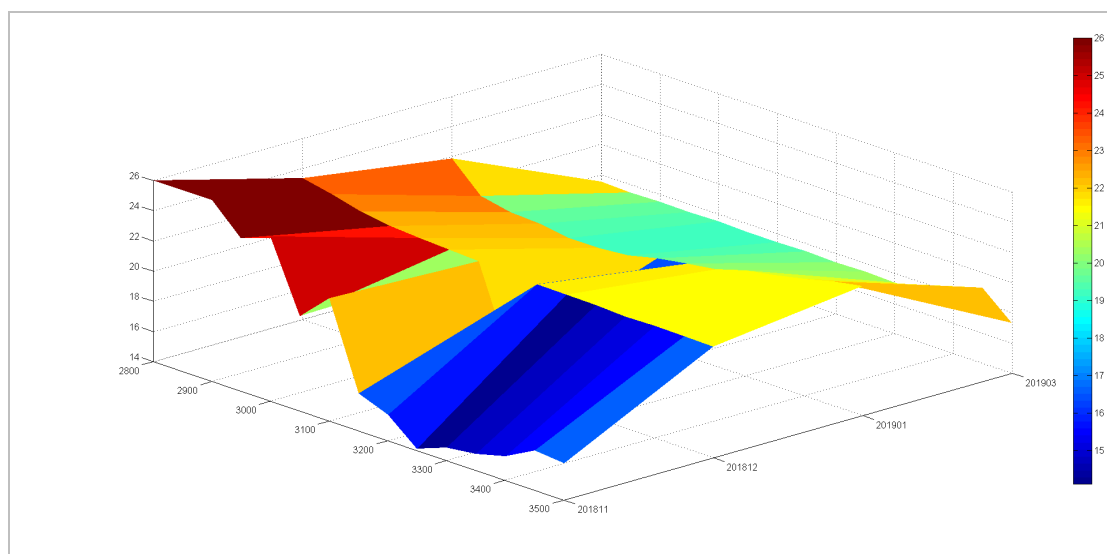
图 8：波动率微笑



数据来源：Wind、广期研究所

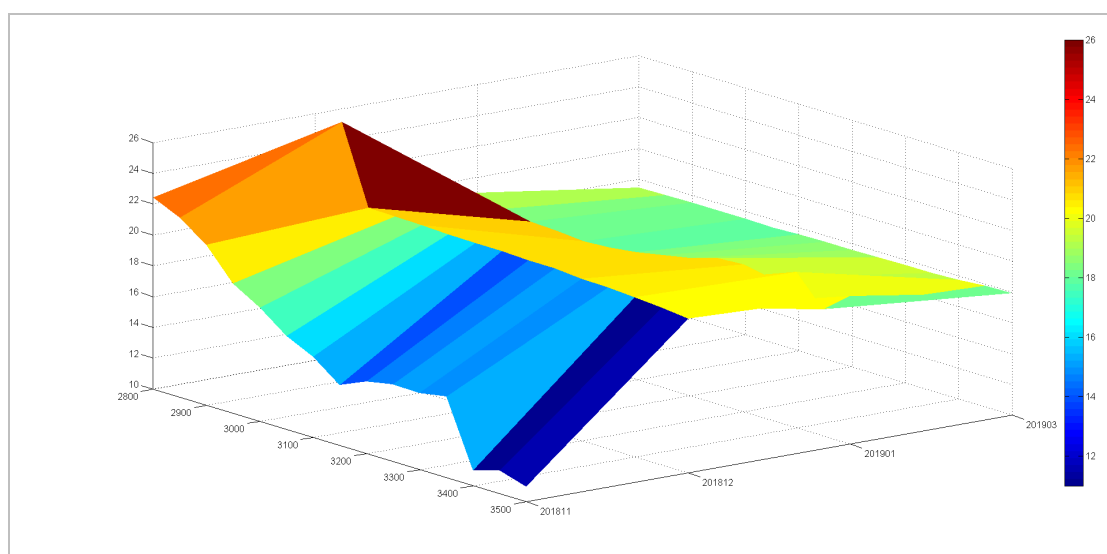
图 9 隐含波动率曲面

a. 看涨期权



数据来源：Wind、广期研究所

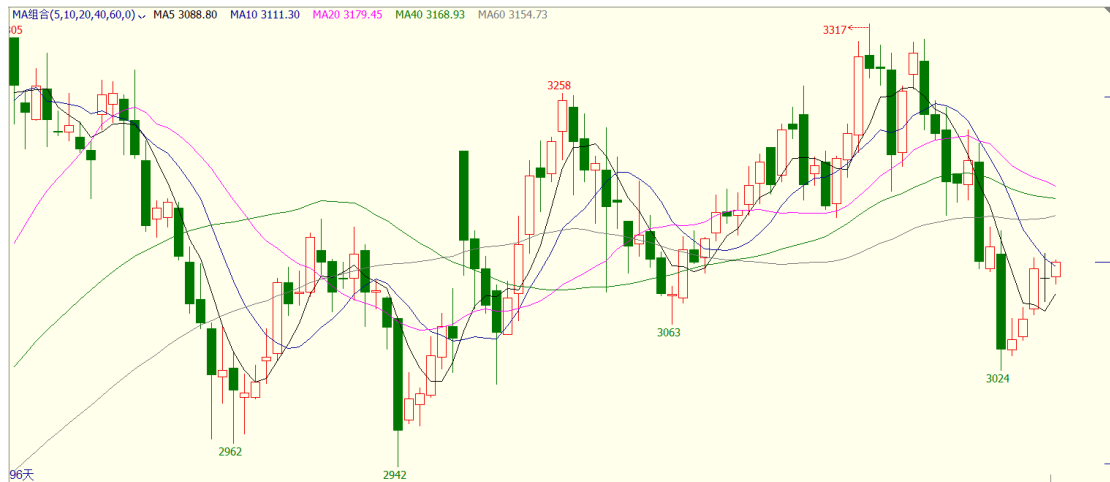
b. 看跌期权



数据来源：Wind、广期研究所

回顾 8 月份的 m1809 期权的隐含波动率 IV 走势，呈现显著的单调上升。按照美国大豆的生长季节性规律，8 月本来没有太多不确定性，8 月 13 日 WASDE 报告上调了美豆今年单产。之后本应该进入平淡的行情走势，但中美重启贸易战谈判、国内非洲猪瘟使得市场意外地接受了一个较往年更加波动的 8 月，而且仍有下半年巴西豆货源增加、国内饲料蛋白配比减少等更深层不确定性。8 月 IV 一路走高接近 0.2，但对豆粕这个品种来说仍属于合理范围。

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，7月底m1901均线组合整体呈纠缠状态，当时预料8月将宽幅震荡。事实上，8月上旬市场开始集体担忧2018年下半年进口大豆的供应缺口，提前开始做多m1901，然而突如起来的猪瘟、四大油厂（中储粮等）加大了巴西豆源购买等消息，将多头行情的节奏彻底打乱。目前m1901处于40日、60日下方，已获得支撑，技术面上是震荡态势，不过鉴于目前基本面不确定性太大，K线形态指示作用不强。

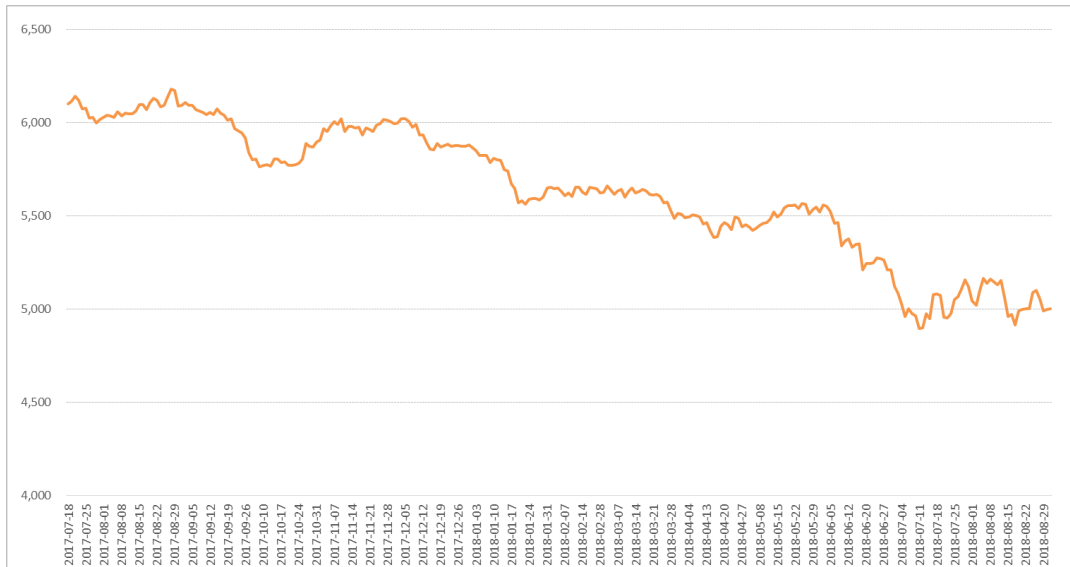
从基本面角度看，目前油厂的盘面压榨利润基本处于0附近，具有一定支撑价格的作用；但是如果猪瘟继续恶化、低蛋白饲料被高层强力推行，那么2018年下半年豆粕总需求一定会出现比较大的超预期变化，即使是压榨成本的支撑力也不足以扭转如此强的潜在利空。7月和8月南美大豆到港充足，国内豆粕库存近期内预计维持高位。中美贸易战预计不会更改25%的大豆关税，因此，11月份过后进口大豆供给可能真的出现1000吨短缺，是强力利多因素；当然，猪瘟和低蛋白日用粮、巴西豆的大量购买也是很强的利空因素。综合来看，近期很难判断，建议在美豆收割后准备出口时再考虑入场做多。

总的来说，今年美国大豆的单产非常好，基本已经成为定论。近期国内豆粕总库存维持高位，油厂利润已降至0线附近，结合8月港口大豆依然充足，因此短期内豆粕现货是不一定能上涨的。相反，假如非洲猪瘟，大油厂的购买政策、饲料配方政策的利空影响被市场炒作起来，豆粕面临一波下跌也完全有可能。近期m1901很难做出上涨或者下跌的方向性判断，不过建议在9月中下旬美豆收割后准备出口时留意入场做多的时机。

白糖期权本周概况

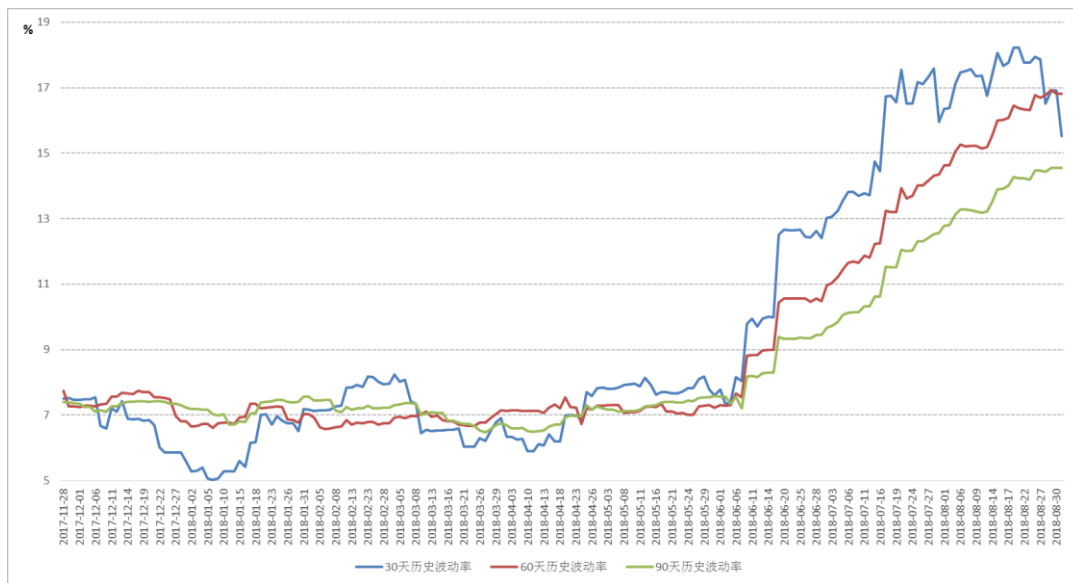
一、合约标的方面

图 1: 白糖期货 901 合约走势图



数据来源: Wind、广期研究所

图 2: 白糖期货 901 合约历史波动率



数据来源: Wind、广期研究所

本周,白糖期货 901 合约震荡偏强,周五报收 5003,周跌幅 1.71%。

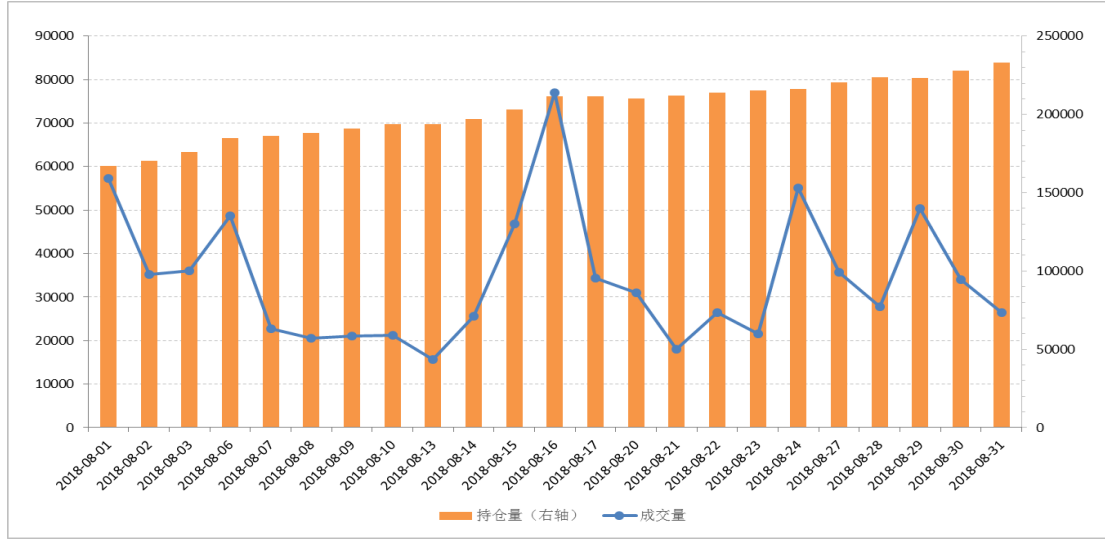
国外方面,行业组织 Unica 称,8 月上半月,巴西中南部地区糖厂进一步降低用于榨糖的甘蔗比例,至该地区的历史最低水平之一。Unica 数据显示,8 月上半月,巴西中南部糖厂用于榨糖的甘蔗比例为 35.17%,用于生产乙醇的甘蔗比例为 64.83%。生产乙醇的甘蔗

比例扩大主要是因为收益更高。目前糖价徘徊在十年低位附近。约 35%的用于榨糖的甘蔗比例可能是中南部地区的历史最低水平，去年同期时的比例为 50%。由于甘蔗中糖含量偏高，因此糖厂通常倾向于在榨季后期生产更多的糖，但这一情景今年没有出现。据巴西甘蔗行业协会(UNICA)数据，八月上半月巴西中南部乙醇生产商销售含水乙醇 9.1980 亿升(2.43 亿加仑)的，同比增长 41.85%。无水乙醇销量约为 3.7134 亿升，较上年同期的 3.961 亿升有所下降。八月上半月该地区的乙醇总销量略高于 13.4 亿升，其中约 5349 万升用于出口，12.9 亿升用于国内消费。本榨季截至 8 月 16 日，中南部地区的乙醇累计销量同比增长 16.43%，达到 105.8 亿升。Unica 指出，8 月份上半月中南部地区乙醇产量为 19.8 亿升，同比增长 1.1%，其中含水乙醇产量为 13.4 亿升。分析机构 Green Pool 周四下调其对 2018/19 年度全球糖供应过剩量的预估至 424 万吨（原糖值），此前预估为 662 万吨。该总部位于澳洲的分析机构在报告中称：“导致 2018/19 年度过剩量预估减少的主要原因是欧盟和巴西中南部产量下降。”Green Pool 预估欧盟 2018/19 年度糖产量为 1,770 万吨（白糖值），低于上一年度的 1,980 万吨。“持续炎热干旱的天气目前对欧盟甜菜及糖产量前景构成压力。”巴西中南部 2018/19 年度糖产量预估为 2,830 万吨，低于上一年度的 3,610 万吨。Green Pool 称：“用来生产糖的甘蔗比例非常低，因为糖厂全力以赴生产更高回报率的含水乙醇。”不过，印度产量规模巨大，或继续导致市场供应过剩，该国糖产量料为 3350 万吨，高于上一年度触及的 3220 万吨的历史高位。Green Pool 亦上调 2017/18 年度全球糖过剩量预估至 1990 万吨，此前预估为 1960 万吨。

国内方面，当月第三周广西现货成交情况不错，库存较大的集团接连放量，但最后一周表现乏力。初步预计广西 8 月份单月销量在 45-50 万吨左右，低于上年同期的 60 万吨，也大幅低于上个月的 75.1 万吨。云南方面，结合库存情况，初步估计 8 月份单月销量在 15-20 万吨之间，与去年同期的 19.37 万吨相当，但低于上个月的 23.66 万吨。

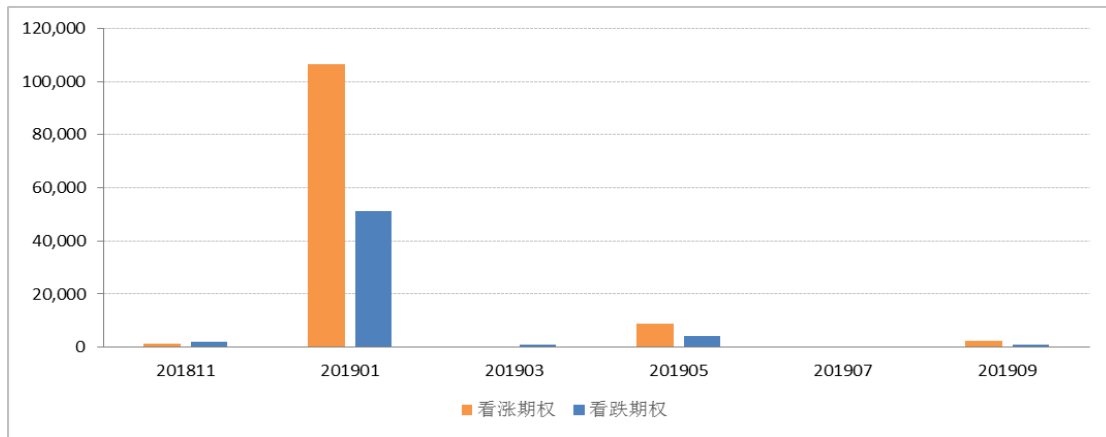
二、成交概况

图 3：合约成交概况



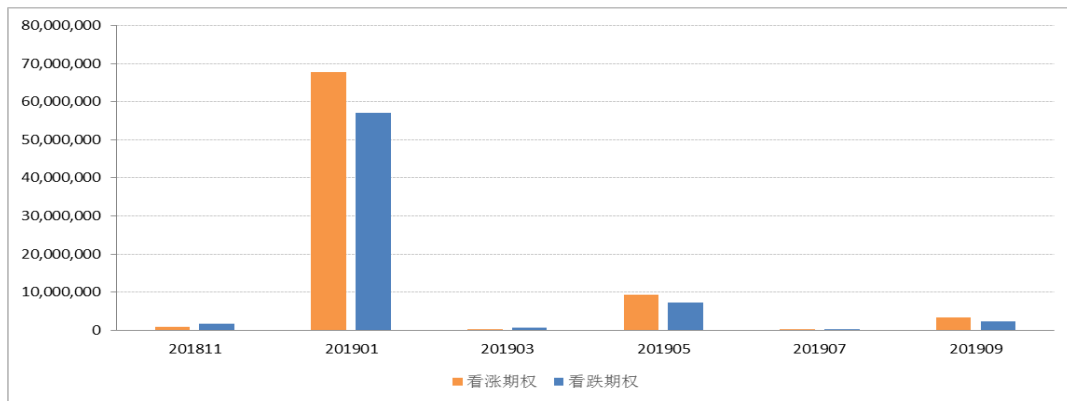
数据来源：Wind、广期研究所

图 4：成交量分布图



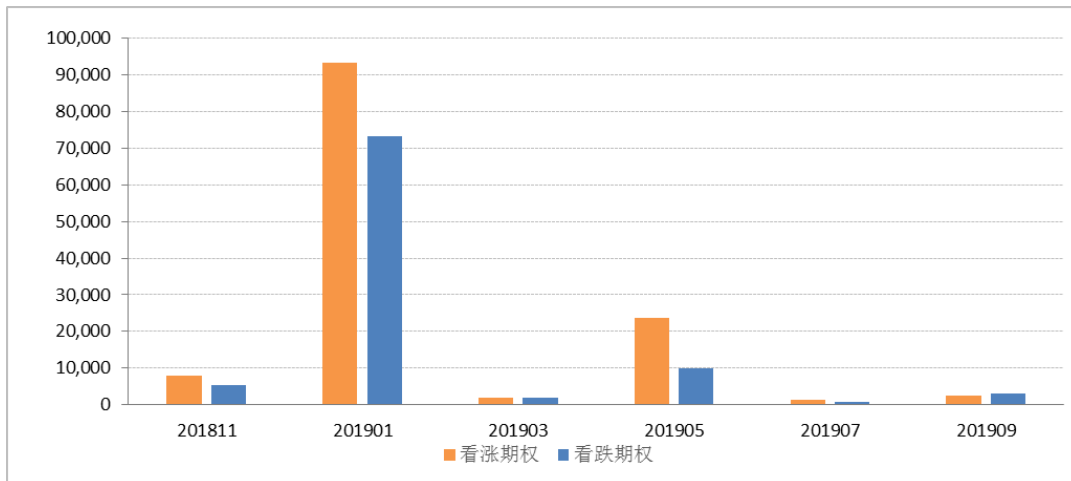
数据来源：Wind、广期研究所

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

当周, 白糖 901 期货合约维持震荡, 期权成交活跃度有所减弱。当周, 白糖期权合约共计成交量 178120 张 (上周 154292 张), 其中看涨期权 119090 张 (上周 88986 张), 看跌期权 59030 张 (上周 65306 张), 成交量 PCR 为 0.50; 总成交额为 15076.91 万元 (上周 15877.87 万元), 其中看涨期权 8166.94 万元 (上周 8556.1 万元), 看跌期权 6909.97 万元 (上周 7321.77 万元), 成交额 PCR 为 0.85; 日均持仓量为 224952 张 (上周 213070 张), 其中看涨期权 130630 张 (上周 124834 张), 看跌期权 94322 张 (上周 88236 张), 持仓量 PCR 为 0.72。整体来看, 成交额 PCR 和持仓量 PCR 变化不大, 投资者情绪偏中性。

【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	看涨期权		看跌期权	
	合约	成交量	合约	成交量
2018-08-27	SR901C5400	3484	SR901P4800	2496
2018-08-28	SR901C5500	2922	SR901P4900	3520
2018-08-29	SR901C5600	5540	SR901P4600	1964
2018-08-30	SR901C5400	3946	SR901P4900	3022
2018-08-31	SR901C5400	7486	SR901P4800	1034

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

2018-08-27	SR901C5100	2903500	SR901P5000	2014800
2018-08-28	SR901C5200	1849200	SR901P4900	3711500
2018-08-29	SR901C5200	4264900	SR901P5000	2768800
2018-08-30	SR901C5200	2574600	SR901P4900	3700200
2018-08-31	SR901C5400	3078600	SR901P5300	1122900

数据来源：Wind、广期研究所

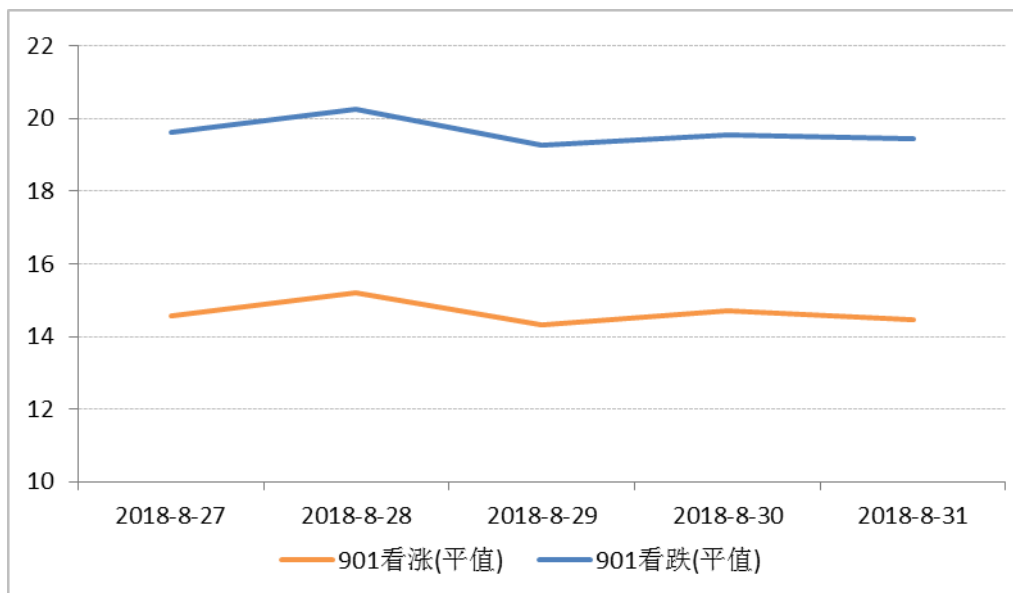
表 3：每日持仓量最大统计

日期	看涨期权		看跌期权	
2018-08-27	SR901C5700	12372	SR901P4900	13512
2018-08-28	SR901C5700	12348	SR901P4900	14290
2018-08-29	SR901C5700	12170	SR901P4900	14338
2018-08-30	SR901C5900	12144	SR901P4900	13774
2018-08-31	SR901C5900	12138	SR901P4900	13714

数据来源：Wind、广期研究所

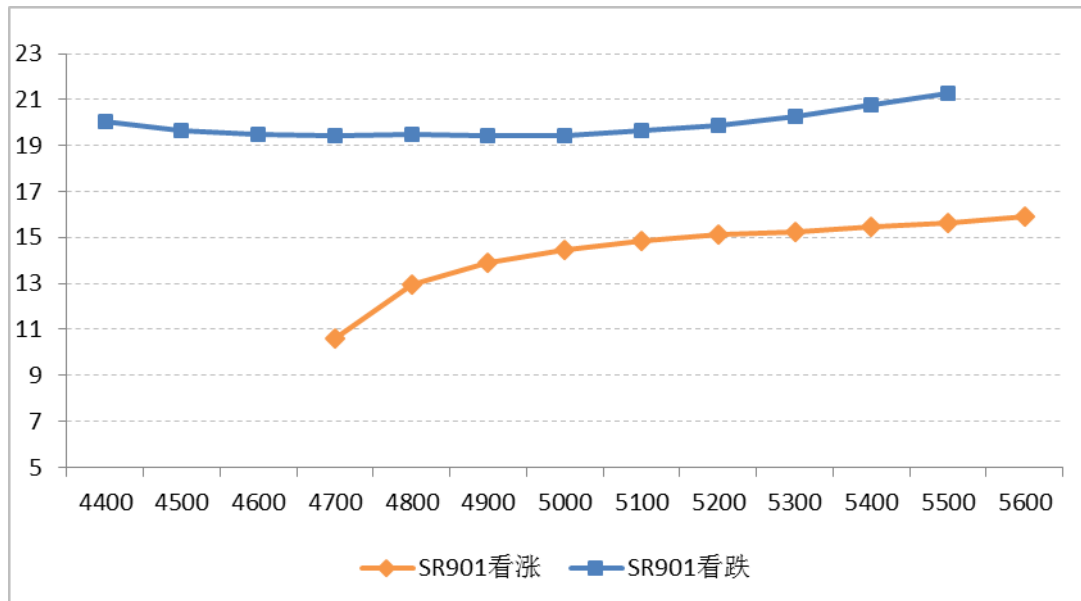
三、波动率分析

图 7：隐含波动率走势（901）



数据来源：广期研究所

图 8：波动率微笑（901）



数据来源：Wind、广期研究所

当周，白糖 901 合约 30 日历史波动率从高位回落，60 日、90 日历史波动率维持高位震荡，周五时 30/60/90 日历史波分别为 15.52%、16.81%和 14.54%。隐含波动率方面，看涨看跌期权隐含波动率曲线呈现出不同程度的右偏微笑现象，行权价高的期权流动性不高。看涨期权的持仓方面，行权价为 5200、5300 和 5400 的期权增仓明显，看跌最大持仓仍旧集中在行权价 4900 和 4800 的期权上，行权价低的看跌期权持仓明显上升。当周看涨看跌平值期权隐含波动率维持高位震荡，周三时达到历史高位，周五时有所回落，分别为 14.47%和 19.45%。

六、操作分析

当月，白糖期货维持宽幅震荡。期权情绪指标成交额 PCR 周五下跌至短期低位，持仓量 PCR 周四周五拐头向下，市场看空情绪需要释放。目前，中国市场上消费旺季逐渐进入尾期，消费已不足支撑价格继续回升。在下一个双节来临前，价格需要腾出一定反弹空间。关注 8 月销售数据公布，策略上建议观望为主或构建熊市看跌价差策

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。