



整体波动将上升 做多波动率效果更好

投资咨询研究部 李坤

电话：020-85582209

核心观点

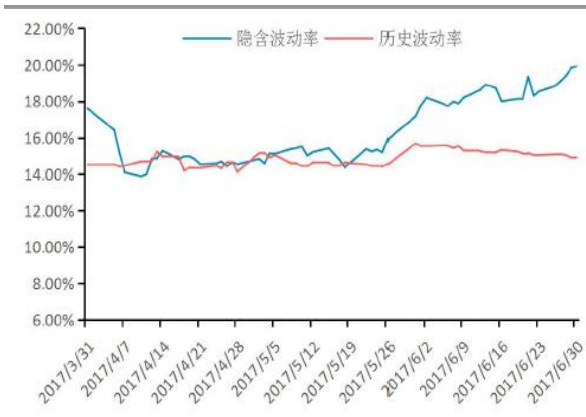
- 若预计农业部报告利多，美豆将会快速上涨，在上涨的初期阶段，波动率将加大，豆粕期货期权（“下称豆粕期权”）采取牛市价差或买入跨式策略进行交易，等到利多消化，市场归于平静之后，波动率将下降，可以采取卖出跨式策略；若美国天气出现持续干旱，利多豆类，则会再次上涨及波动率加大，可采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略，若天气好转，则利空豆类，且波动率加大，可采取买入看跌期权、熊市价差或买入跨式策略。
- 若国际糖价反弹，国内食糖消费旺盛，销售好转，国储不拍卖，进口糖数量限制，则国内糖价反弹概率较大，且波动率回升，白糖期货期权（“下称白糖期权”）可采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略；进入 10 月份后，若召开的食糖估产会议利多，且进口政策有利以及外糖反弹，则国内糖价继续走高的概率加大，可继续采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略，若糖会利空，外糖仍旧承压，进口政策继续维持限制态势，储备糖拍卖等，则利空糖价，糖价将继续探底，且波动率加大，可采取买入看跌期权、熊市价差或买入跨式策略。

第一部分 豆粕期权投资策略

一、豆粕期权上市以来行情回顾

2017 年 3 月 31 日豆粕期权正式于大商所上市，当日豆粕期货主力九月合约价格为 2780，随后三个月价格振荡走低，至 6 月 30 号夜盘结束时收于 2659，历史波动率较为平稳，一直维持在 15% 左右，相对过去五年的波动率而言处于明显的低位，而隐含波动率自六月月以来持续走高，目前隐含波动率已达 19% 以上，相对历史波动率有四个点的溢价，反映市场预期豆粕未来走势波动将更为剧烈。

图 1：豆粕期权上市以来波动率（%）



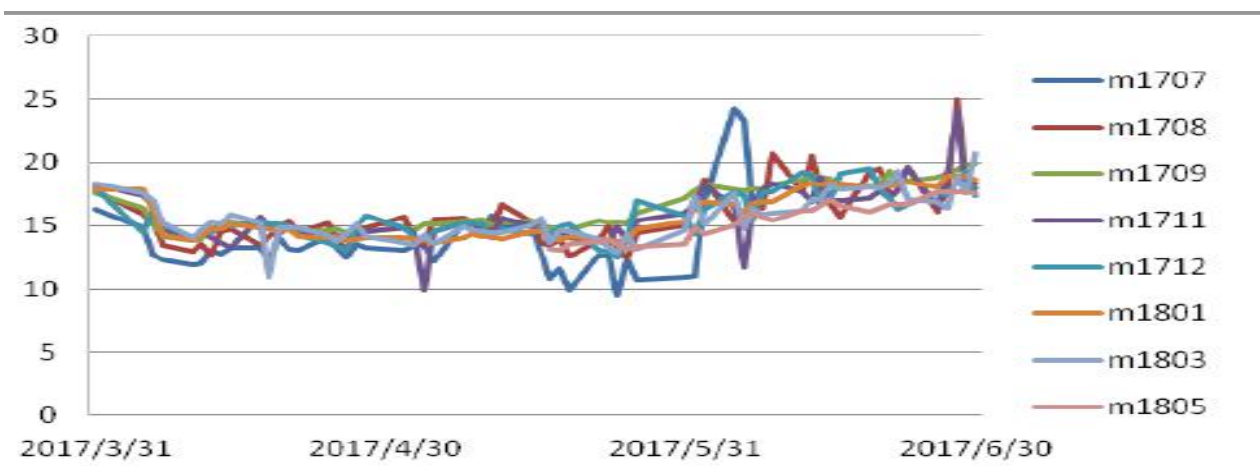
数据来源：WIND，广金期货

图 2：2017 年豆粕期货历史波动率（%）



数据来源：WIND，广金期货

图 3：豆粕期权不同系列隐含波动率（%）



数据来源：wind，广金期货

波动率作为期权交易最核心的要素，本报告将从波动率曲面出发，通过分析豆粕期权市场在不同行权价的隐含波动率分布情况，以及波动率的期限结构情况，选择适合当前市场的期权交易策略。

图4：9 月、1 月豆粕期权隐含波动率曲线（%）

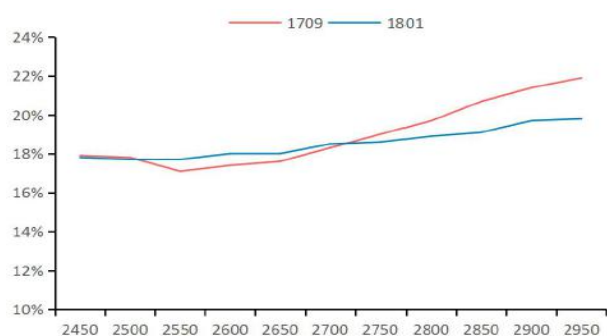
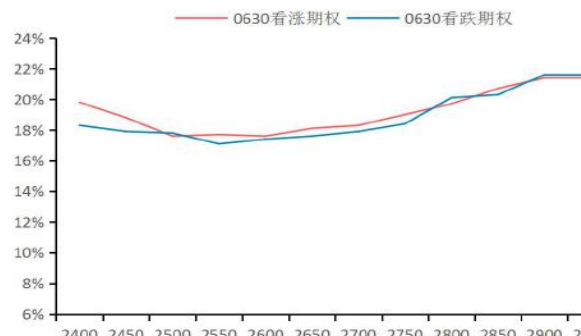


图5：九月合约不同行权价隐含波动率（%）

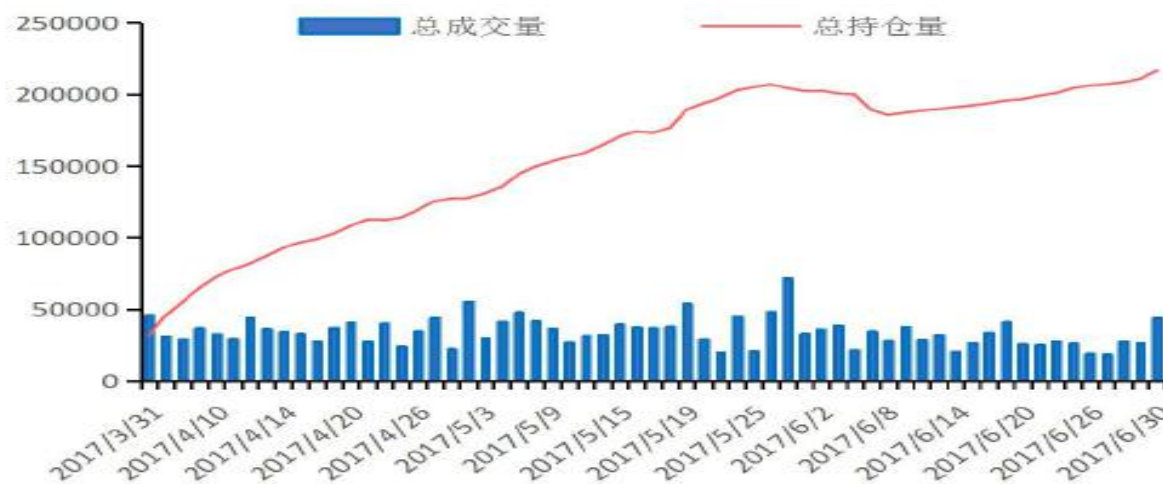


数据来源：wind，广金期货

从期权盘面上来看，看涨期权和看跌期权的波动率近期有所回落，观察 9 月合约和 1 月合约间的隐含波动率期限结构可以发现，两者的隐含波动率越来越接近，9 月合约的隐含波动率出现一定的回落。

由于目前豆粕期权存在 300 手的持仓限制，整体交易活跃度并未出现明显提升，成交量与上市初期未出现明显变化，而持仓量水平在不断提升，反映市场投机交易者大多仍在观望，而存在风险管理需求的产业客户却在不断入市。根据大商所数据，豆粕期权 3 月 31 日上市到 6 月 30 日，共计成交 207.36 万手（双边，下同），日均成交量 3.39 万手。成交额总共 15.95 亿元，日均成交额 2615.74 万元。三个月以来，豆粕期权持仓量呈单调增长的态势，6 月 30 日收盘后持仓量 21.64 万手，是上市首日的 6.75 倍，其中看涨期权持仓量为 13.17 万手，看跌期权持仓量为 8.47 万手。

图 6：豆粕期权成交量、持仓量（手）

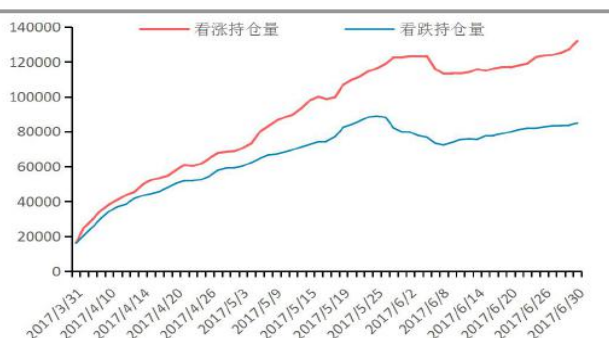


数据来源：大商所，广金期货

图 7：豆粕期权成交量（手）



图 8：豆粕期权持仓量（手）



数据来源：大商所，广金期货

在已挂牌期权系列中，m1709 系列合约交易最为活跃，上市以来其日均成交量占豆粕期权总成交量的 69.29%，持仓量占比 58.21%，其次为期货市场次主力合约为标的 m1801 系列，日均成交量占比为 17.16%，持仓量占比 20.13%。活跃度第三的是近月 m1707 系列，成交量占 11.97%，持仓占 13.94%。随着时间的推移，m1707 系列在 6 月 7 日之后就下降，而 m1801 系列活跃度慢慢超过 m1707，成为第二大活跃的期权系列。

图 9：豆粕期权不同月份成交量占比

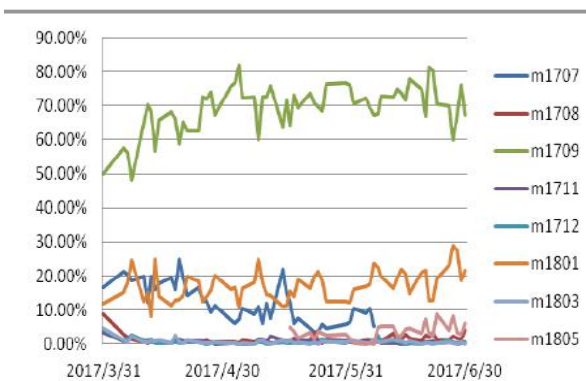
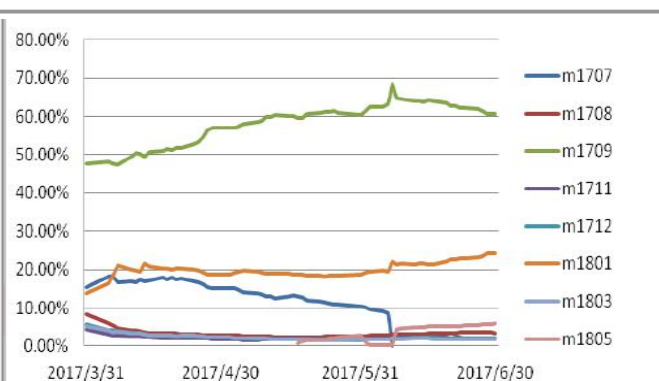


图 10：豆粕期权不同月份持仓量占比



数据来源：大商所，广金期货

图 11：豆粕期权成交量 PC_Ratio、持仓量 PC_Ratio

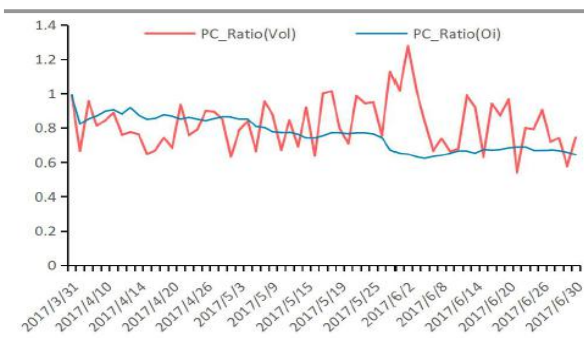
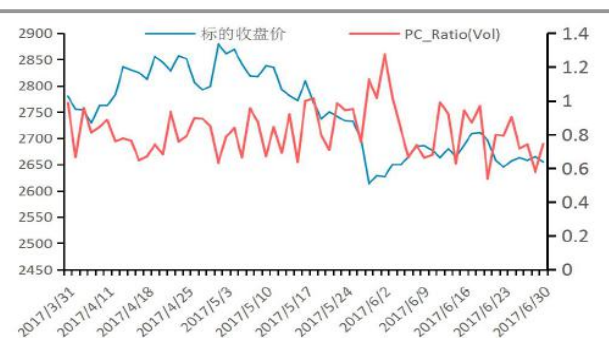


图 12：豆粕成交量 PC_Ratio 与标的收盘价（元/吨）



数据来源：大商所，广金期货

总体来看，投资者对看涨期权较为偏好，至上市以来，看涨期权成交量和持仓量的占比几乎都高于看跌期权，6月30日成交量和持仓量的PC-Ratio为0.74和0.64，均小于1。

当成交量PC_Ratio走高时，反映看跌期权的成交占比增多，市场投资者情绪偏悲观，而成交量PC_Ratio回落时则代表看涨期权成交占比增加，市场情绪则偏向好转。

二、豆粕期权策略分析

受美国大豆种植面积继续创记录，库存维持历史高位影响，美豆上涨压力较大，但同时，下半年是美豆生长关键期，天气的炒作将对豆类价格影响较大，预计下半年豆粕期货整体波动维持高位，整体维持大区间宽幅震荡，为此本报告构建了牛市价差组合、熊市价差组合、买入跨式组合和卖出跨式、卖出宽跨式组合等基本策略组合，其收益情况可以分别衡量期权市场的价格变动、波动率变动以及时间价值缩减情况。

若预计农业部报告利多，美豆将会快速上涨，在上涨的初期阶段，波动率将加大，采取牛市价差或买入跨式策略进行交易，等到利多消化，市场归于平静之后，波动率将下降，可以采取卖出跨式策略；若美国天气出现持续干旱，利多豆类，则会再次上涨及波动率加大，可采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略，若天气好转，则利空豆类，且波动率加大，可采取买入看跌期权、熊市价差或买入跨式策略。

关注热点：美国农业部报告、美国天气、国内进口量等。

第二部分 白糖期权投资策略

一、白糖期权上市以来行情回顾

2017 年 4 月 19 日白糖期权正式于郑商所上市，当日白糖期货主力九月合约价格为 6801，随后两个多月价格振荡走低，4 月 19 日到 6 月 30 日，白糖期货 SR709 总体震荡下跌，最高 6817，最低 6360，收于 6376，历史波动率较为平稳，一直维持在 10%左右，相对过去五年的波动率而言处于明显的低位，而隐含波动率自六月中旬后迅速走高，目前隐含波动率已达 12%以上，相对历史波动率有两个点的溢价，反映市场预计白糖未来走势波动将更会加大。

图 13：白糖期权上市以来波动率（%）



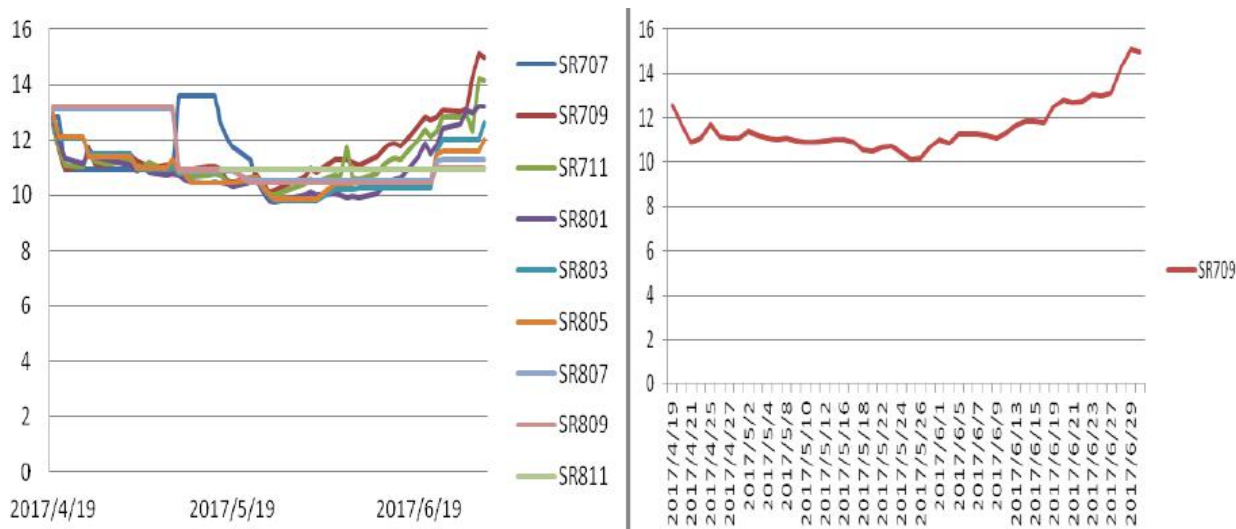
数据来源：WIND，广金期货

图 14：2017 年白糖期货历史波动率（%）



数据来源：WIND，广金期货

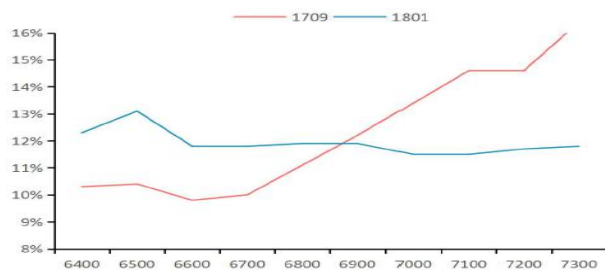
图 15：豆粕期权不同系列隐含波动率和 1709 合约隐含波动率（%）



数据来源：WIND，广金期货

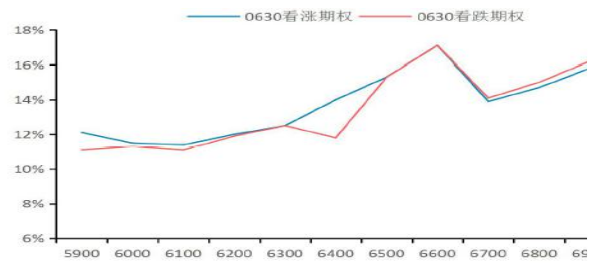
数据来源：WIND，广金期货

图 16: 9 月、1 月豆粕期权隐含波动率曲线 (%)



数据来源: WIND, 广金期货

图 17: 九月合约不同行权价隐含波动率 (%)



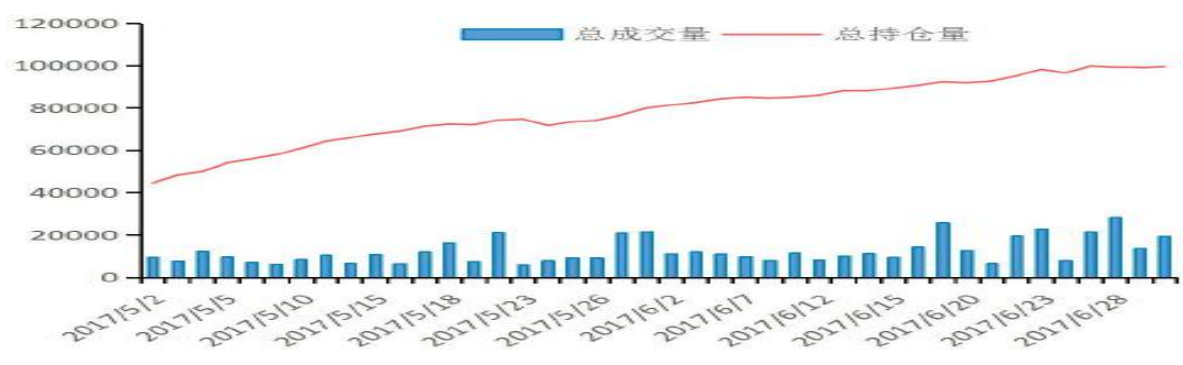
数据来源: WIND, 广金期货

从波动率方面看, 各期权系列的隐含波动率处于合理范围, 不存在异常情况。上市以来白糖期权隐含波动率略有上升, 其中持仓量最大的白糖期权 SR709 系列隐含波动率从 4 月 19 的 12.55% 上升到 6 月 30 的 14.99%, 基本贴近于标的期货历史波动率的走势, 表现较为理性。白糖价格呈振荡下行走势, 白糖波动率整体保持稳定, 白糖期权隐含波动率也较为平稳, 目前白糖平值期权行权价维持在 6400 的位置。除个别异常点外, 看涨期权合约和看跌期权合约的隐含波动率都较为贴近, 期权定价维持在合理区间。

由于目前白糖期权存在 200 手的持仓限制, 整体交易活跃度并未出现明显提升, 成交量与上市初期未出现明显变化, 而持仓量水平在不断提升, 反映市场投机交易者大多仍在观望, 而存在风险管理需求的产业客户却在不断入市。两个多月以来, 白糖期权持仓量呈单调增长的趋势, 而成交量未出现明显增长。

根据郑商所数据, 白糖期权 4 月 19 上市到 6 月 30 日, 共计成交 71.77 万手 (双边, 下同), 日均成交量 14354 手。成交额 7.96 亿元, 日均成交额 1593 万元。持仓量总体呈现递增趋势, 6 月 30 日收盘后持仓量 9.75 万手, 是上市首日的 3.54 倍, 看涨期权持仓量为 5.33 万手, 看跌期权持仓量为 4.42 万手。

图 18: 白糖期权成交量、持仓量 (手)



数据来源: 大商所, 广金期货

不过在 6 月加息后，考虑到近期美国就业增长的放缓以及核心通胀率出现下滑迹象，市场预期美联储将倾向于等待经济和就业市场前景进一步明朗后再加息，故对 9 月加息的预期下降，年内第三次加息或推迟到 12 月份。与此同时，市场还预期美联储缩表可能会由此前预计的 12 月份提前到 9 月份进行。

图 19：白糖期权成交量（手）



图 20：白糖期权持仓量（手）



数据来源：大商所，广金期货

在已挂牌期权系列中，SR709 系列合约交易最为活跃，上市以来其日均成交量占白糖期权总成交量的 66.35% 持仓量占比 53.60%，其次为远月 SR801 系列，日均成交量占 24.60% 持仓量占比 26.52%，第三是近月合约 SR707 系列，成交量占 4.41% 持仓量占比 6.00%。剩余月份合约系列成交量和持仓量差别不大。

图 21：豆粕期权不同月份成交量占比

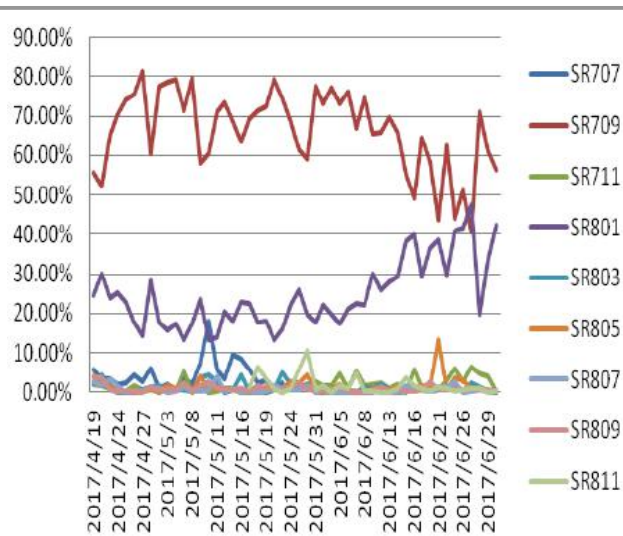
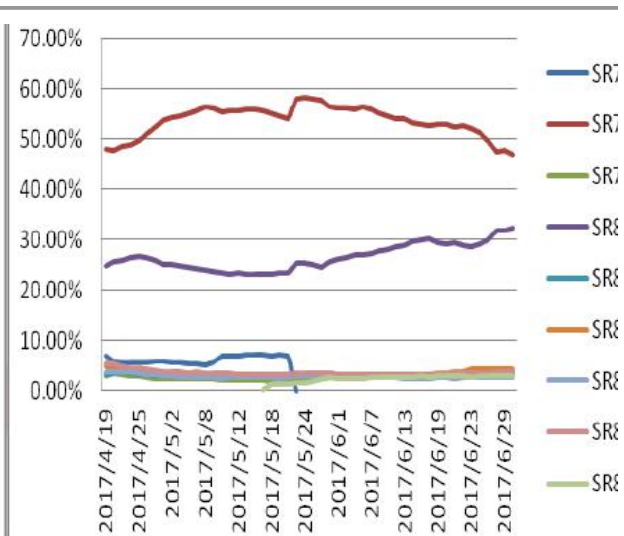


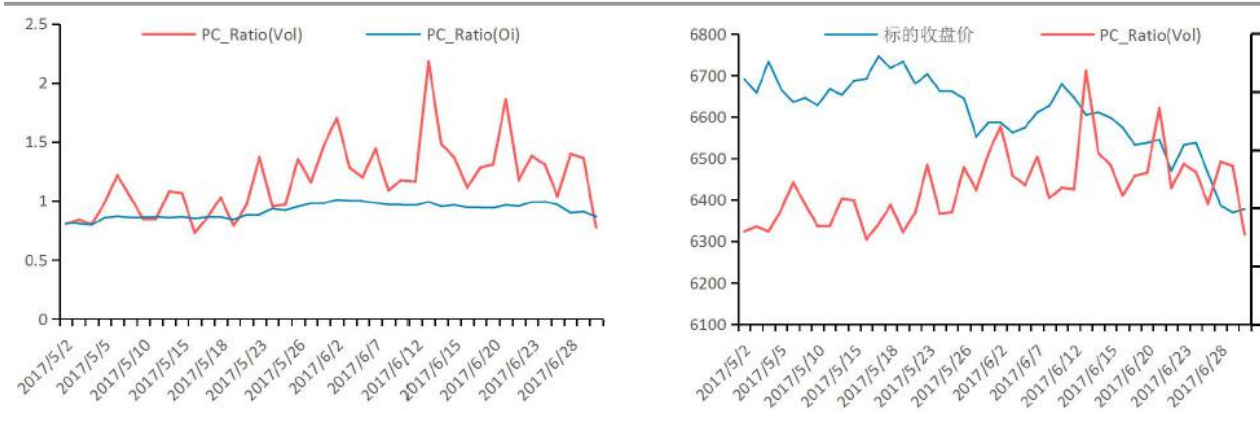
图 22：豆粕期权不同月份持仓量占比



数据来源：大商所，广金期货



图 23：白糖期权成交量 PC_Ratio、持仓量 PC_Ratio 图 24：白糖成交量 PC_Ratio 与标的收盘价（元/吨）



数据来源：大商所，广金期货

总体来看，投资者对看跌期权较为偏好，至上市以来，看跌期权成交量占比几乎都高于看涨期权，6 月底，成交量 PC_Ratio 有所回落，说明市场看涨情绪有所回升。

二、白糖期权策略分析

受国际食糖市场继续过剩影响，国际糖价持续探底，国内配额内和配额外成本维持低位，然国内进口政策限制和打击走私糖影响，国内食糖市场保持紧平衡状态，糖价呈现内强外弱的走势，但进口糖利润增加，国内食糖新榨季预计增产的情况下，糖价大幅上涨的空间有限，预计糖价下半年将会出现先扬后抑的走势，且波动率将上升，为此本报告构建了牛市价差组合、熊市价差组合、买入跨式组合和卖出跨式、卖出宽跨式组合等基本策略组合，其收益情况可以分别衡量期权市场的价格变动、波动率变动以及时间价值缩减情况。

若国际糖价反弹，国内食糖消费旺盛，销售好转，国储不拍卖，进口糖数量限制，则国内糖价反弹概率较大，且波动率回升，可采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略；进入 10 月份后，若召开的食糖估产会议利多，且进口政策有利以及外糖反弹，则国内糖价继续走高的概率加大，可继续采取买入看涨期权、牛市价差或买入跨式策略，若糖会利空，外糖仍旧承压，进口政策继续维持限制态势，储备糖拍卖等，则利空糖价，糖价将继续探底，且波动率加大，可采取买入看跌期权、熊市价差或买入跨式策略。

关注热点：进口政策、糖会、国际食糖市场过剩情况、外糖价格、国储糖是否拍卖等。



免责声明:

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。