

商品期权上市以来行情回顾及策略推荐

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，反映市场预计豆粕未来走势波动将更为剧烈。

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。三个月以来，豆粕期权持仓量呈单调增长的态势，而成交量未出现明显增长，至6月30日，豆粕期权整体日均成交量为2.20万手，看涨期权持仓量为13.17万手，看跌期权持仓量为8.48万手。

考虑到目前豆粕期权市场，当日成交量PC_Ratio对次日豆粕期货市场走势存在一定的指导借鉴意义，而持仓量PC_Ratio由于大量产业客户的长期持仓因此对市场借鉴意义较小。以5月17日至5月19日的豆粕行情为例，17日豆粕期货涨1.3%收于2809元/吨，而成交量PC_Ratio由0.64大幅增高至1.00，反映当日看跌期权成交占比大幅增加，市场悲观情绪骤起，18日豆粕期货果然大跌1.45%收于2772元/吨，成交量PC_Ratio仍处高位高于1.01，19日豆粕期货继续下行至2737元/吨。

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，随后两个多月价格持续走低，至6月30号夜盘结束时收于6374，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为剧烈。

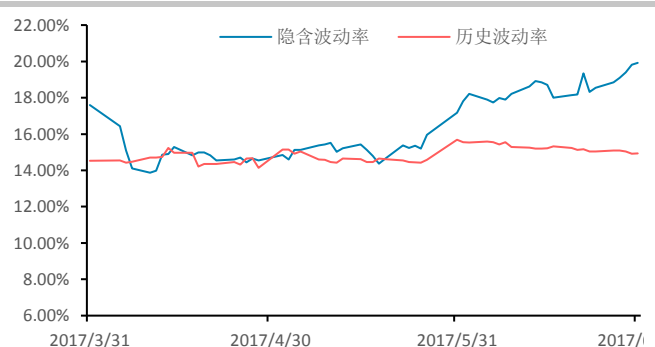
由于目前白糖期权存在200手的持仓限制，整体交易活跃度并未出现明显提升，成交量与上市初期未出现明显变化，而持仓量水平在不断提升，反映市场投机交易者大多仍在观望，而存在风险管理需求的产业客户却在不断入市。两个多月以来，白糖期权持仓量呈单调增长的态势，而成交量未出现明显增长，至6月30日，白糖期权整体日均成交量为1.23万手，看涨期权持仓量为5.33万手，看跌期权持仓量为4.62万手。

自6月23日起我们便提出“白糖波动率处历史低位，不再建议看空波动率”的观点，果然在近半个月时间白糖波动逐渐加大，因此我们建议在1月合约上提前布置看多波动率的头寸（买入远期宽跨组合），同时可保留部分九月卖出宽跨组合，以攫取近月期权合约较快缩减的时间价值。

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: 豆粕期权上市以来隐含波动率 (%)



数据来源: Wind

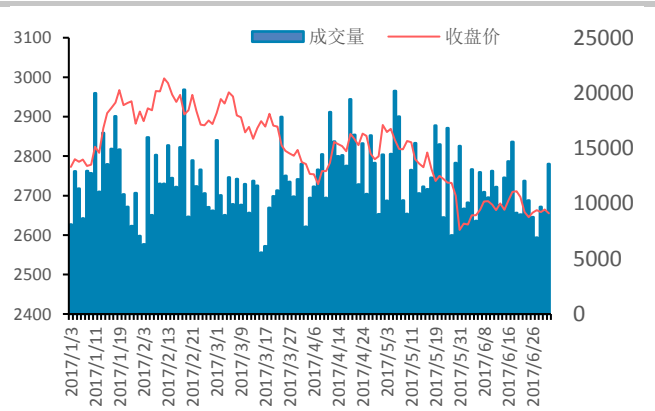
图2: 2017年豆粕期货历史波动率 (%)



数据来源: Wind

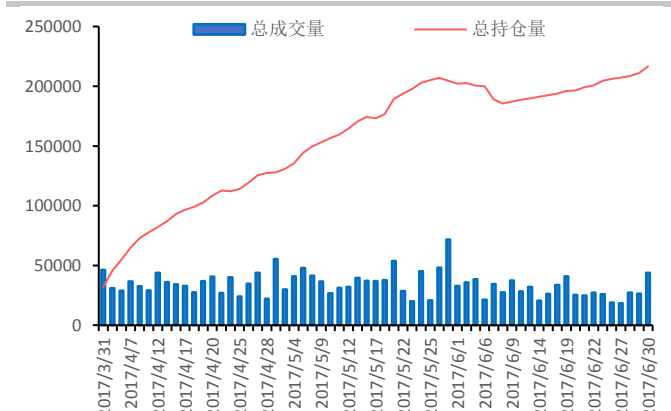
由于目前豆粕期权存在300手的持仓限制,整体交易活跃度并未出现明显提升,成交量与上市初期未出现明显变化,而持仓量水平在不断提升,反映市场投机交易者大多仍在观望,而存在风险管理需求的产业客户却在不断入市。三个月以来,豆粕期权持仓量呈单调增长的态势,而成交量未出现明显增长,至6月30日,豆粕期权整体日均成交量为2.20万手,看涨期权持仓量为13.17万手,看跌期权持仓量为8.48万手。

图3: 豆粕期货价格及成交量 (元/吨) (手)



数据来源: Wind

图4: 豆粕期权成交量、持仓量 (手)

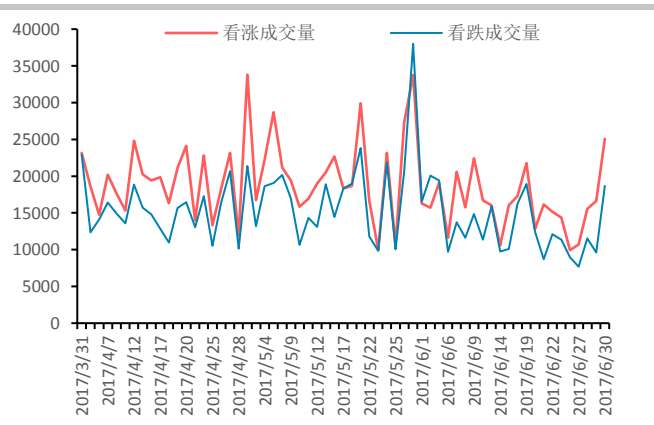


数据来源: 天软

投资者除了可以通过分析期权标的物的未来走势在期权市场进行投资以外，也可以通过期权市场的市场结构对其标的物未来走势进行分析，其中最为常用的是以看跌期权成交量（或持仓量）和看涨期权成交量（或持仓量）的比值（PC_Ratio）作为情绪指标，在一定程度上可评估期权市场投资者对于后市的判断。

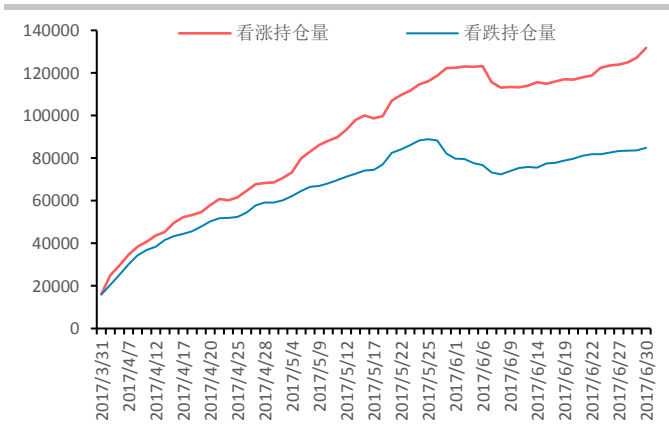
当成交量 PC_Ratio 走高时，反映看跌期权的成交占比增多，市场投资者情绪偏悲观，而成交量 PC_Ratio 回落时则代表看涨期权成交占比增加，市场情绪则偏向好转。

图 5：豆粕期权成交量（手）



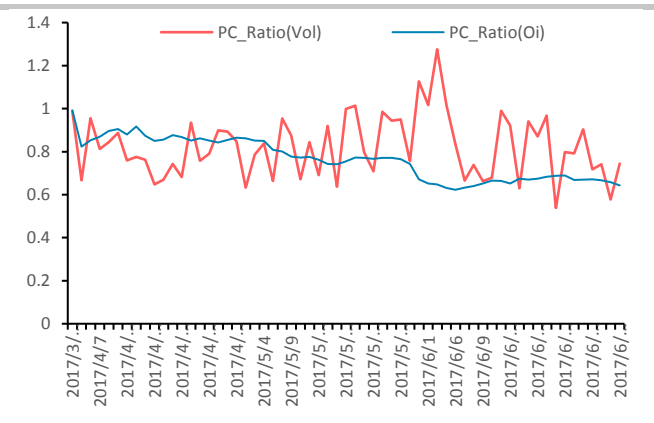
数据来源：天软

图 6：豆粕期权持仓量（手）



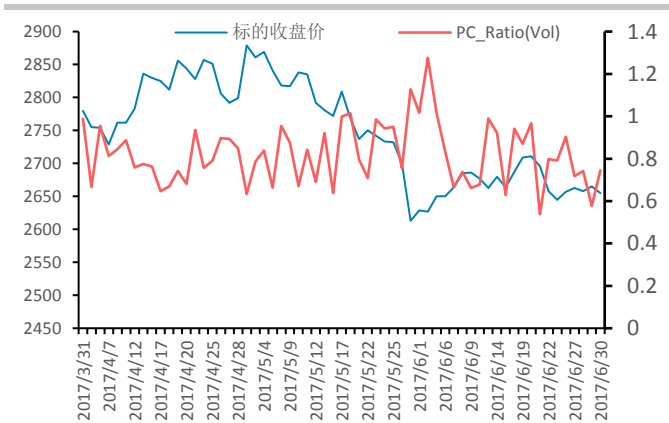
数据来源：天软

图 7：豆粕期权成交量 PC_Ratio、持仓量 PC_Ratio



数据来源：天软

图 8：豆粕成交量 PC_Ratio 与标的收盘价（元/吨）



数据来源：天软

考虑到目前豆粕期权市场，当日成交量 PC_Ratio 对次日豆粕期货市场走势存在一定的指导借鉴意义，而持仓量 PC_Ratio 由于大量产业客户的长期持仓因此对市场借鉴意义较小。以 5 月 17 日至 5 月 19 日的豆粕行情为例，17 日豆粕期货涨 1.3% 收于 2809 元/吨，而成交量 PC_Ratio 由 0.64 大幅增高至 1.00，反映当日看跌期权成交占比大幅增加，市场悲观情绪骤起，18 日豆粕期货果然大跌 1.45% 收于 2772 元/吨，成交量 PC_Ratio 仍处高位高于 1.01，19 日豆粕期货继续下行至 2737 元/吨。

表格 1: 豆粕期权 PC_Ratio 对市场情绪的反映案例

日期	看涨成交量	看跌成交量	看涨持仓量	看跌持仓量	PC_Ratio(Vol)	PC_Ratio(OI)	标的收盘价
2017/5/16	22688	14470	99986	74164	0.64	0.74	2772
2017/5/17	18348	18330	98648	74440	1.00	0.75	2809
2017/5/18	18694	18960	99738	77042	1.01	0.77	2768
2017/5/19	29930	23836	106904	82426	0.80	0.77	2737
2017/5/22	16656	11796	109728	84098	0.71	0.77	2750

资料来源: 天软

豆粕期权当前市场分析及策略建议

本周豆粕期货成交量 483 万手, 持仓量为 227 万; 豆粕期权累计总成交量为 6.08 万手(单边, 下同), 持仓量为 10.82 万手, 持仓量持续稳步抬升。其中九月合约成交量占所有合约的 72%, 持仓量占比 65%, 九月合约的成交量占比维持稳定。豆粕期权成交量 PC_Ratio 为 0.68, 较上周略有下降, 在本周的下行行情中成交量 PC_Ratio 依旧保持稳定, 反映市场投资者对于豆粕突破前期低点的可能性并不看好。本周持仓量 PC_Ratio 继续维持在 0.62 的低位, 本周豆粕继续维持小幅振荡, 6 月 30 日 USDA 季度库存报告和种植面积报告出炉后, 市场情绪或将更为明确, 预计市场波动也将有所增加。

表格 2: 大商所豆粕期权合约本周成交量及 PC_Ratio

合约月份	看涨合约成交量	看跌合约成交量	PC_Ratio (VOL)	看涨合约持仓量	看跌合约持仓量	PC_Ratio (OI)
201708	1718	1502	0.87	3782	3592	0.95
201709	52874	35690	0.68	81946	49492	0.60
201711	262	56	0.21	2846	1630	0.57
201712	314	194	0.62	2534	1662	0.66
201801	17354	11574	0.67	32218	20172	0.63
201803	70	80	1.14	1972	1672	0.85
合计	72592	49096	0.68	125298	78220	0.62

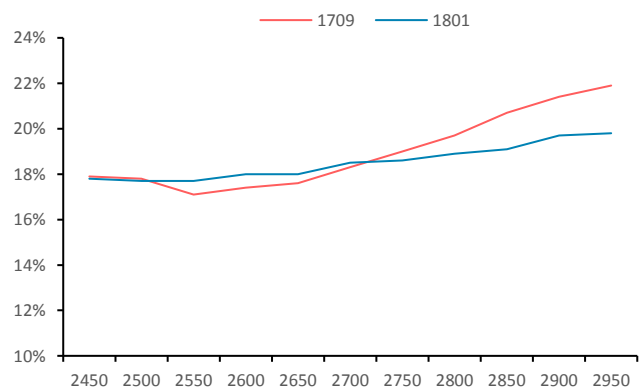
资料来源: Wind (数据截止时间: 2017 年 6 月 30 日 15:00)

豆粕期权隐含波动率分析

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, 推荐适合当前市场的期权交易策略。本报告选用 BAW 模型代入期权价格反算出各个期权的隐含波动率, 构建波动率曲面, 以观察豆粕期权的波动率期限结构和波动率偏斜情况。

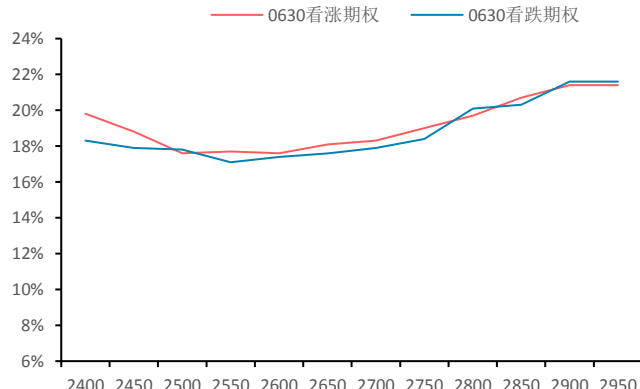
鉴于近期行情变动不大，涨跌互现，从期权盘面上来看，看涨期权和看跌期权的波动率近期有所回落，观察9月合约和1月合约间的隐含波动率期限结构可以发现，两者的隐含波动率越来越接近，9月合约的隐含波动率出现一定的回落。

图9：9月、1月豆粕期权隐含波动率曲线（%）



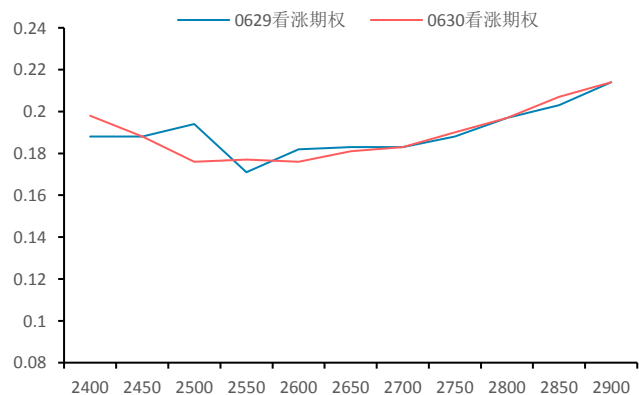
数据来源：Wind

图10：九月合约不同行权价隐含波动率（%）



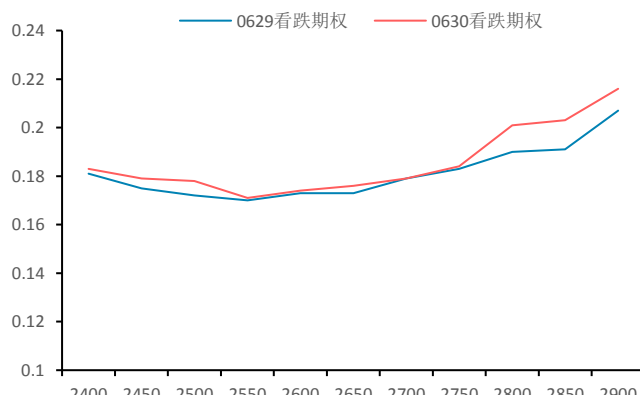
数据来源：Wind

图11：豆粕看涨期权隐含波动率曲线（%）



数据来源：Wind

图12：豆粕看跌期权隐含波动率曲线（%）



数据来源：Wind

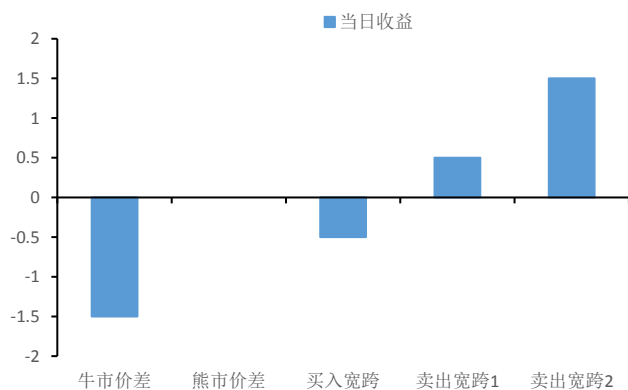
豆粕期权交易策略推荐

报告构建了牛市价差组合、熊市价差组合、买入宽跨式组合、卖出宽跨式组合1、卖出宽跨式组合2 五类基本策略组合，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。

考虑到周末外盘市场受 USDA 数据公布，市场波动率加剧，预计周一豆粕市场价格变动较为剧烈，建议在周一之后再择时进行卖出宽跨组合。今日卖出宽跨组合1(m1709-C-2700

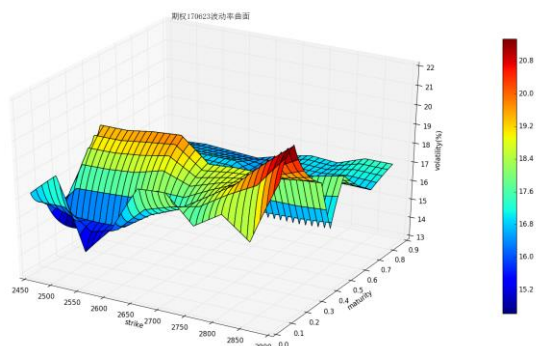
和 m1709-P-2600) 损益 0.5 元/份, 而卖出宽跨组合 2 (m1709-C-2750 和 m1709-P-2550) 损益 1.5 元/份。

图 13: 豆粕期权策略 6 月 30 日交易损益 (元/份)



数据来源: Wind

图 14: 大商所豆粕期权隐含波动率曲面 (%)

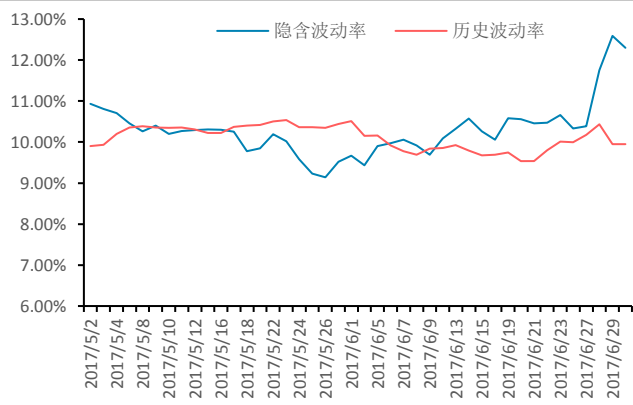


数据来源: Wind

白糖期权上市以来行情回顾

2017 年 4 月 19 日白糖期权正式于大商所上市, 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, 至 6 月 30 号夜盘结束时收于 6374, 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, 反映市场预期白糖未来走势波动将更为剧烈。

图 15: 白糖期权上市以来隐含波动率 (%)



数据来源: Wind

图 16: 2017 年白糖期货历史波动率 (%)

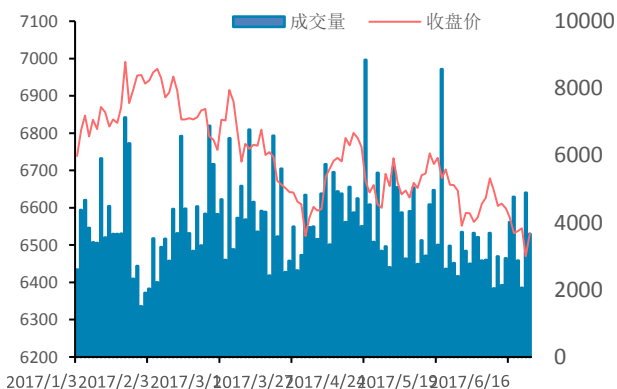


数据来源: Wind

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

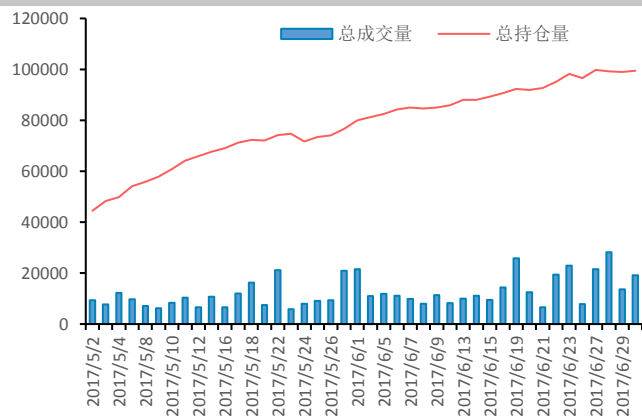
单调增长的态势，而成交量未出现明显增长，至6月30日，豆粕期权整体日均成交量为1.23万手，看涨期权持仓量为5.33万手，看跌期权持仓量为4.62万手。

图 17: 白糖期货价格及成交量 (元/吨) (手)



数据来源: Wind

图 18: 白糖期权成交量、持仓量 (手)

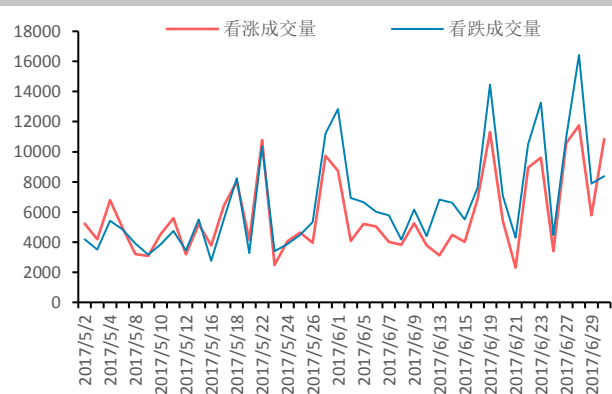


数据来源: 天软

投资者除了可以通过分析期权标的物的未来走势在期权市场进行投资以外，也可以通过期权市场的市场结构对其标的物未来走势进行分析，其中最为常用的是以看跌期权成交量（或持仓量）和看涨期权成交量（或持仓量）的比值 (PC_Ratio) 作为情绪指标，在一定程度上可评估期权市场投资者对于后市的判断。

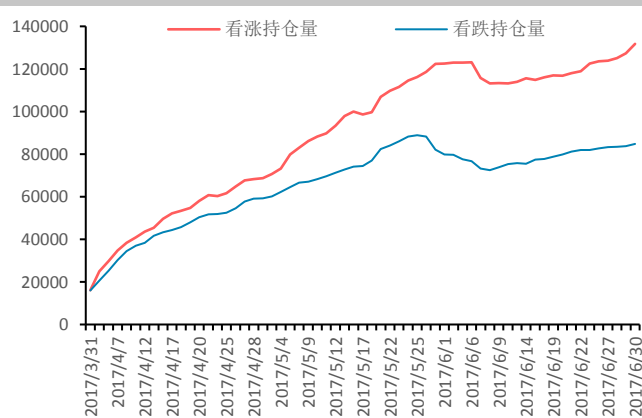
当成交量 PC_Ratio 走高时，反映看跌期权的成交占比增多，市场投资者情绪偏悲观，而成交量 PC_Ratio 回落时则代表看涨期权成交占比增加，市场情绪则偏向好转。

图 19: 白糖期权成交量 (手)



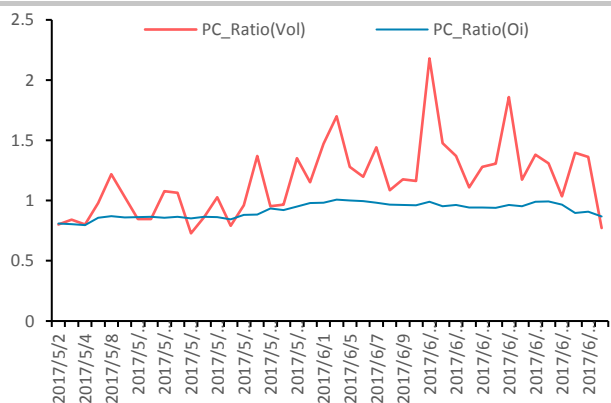
数据来源: 天软

图 20: 白糖期权持仓量 (手)



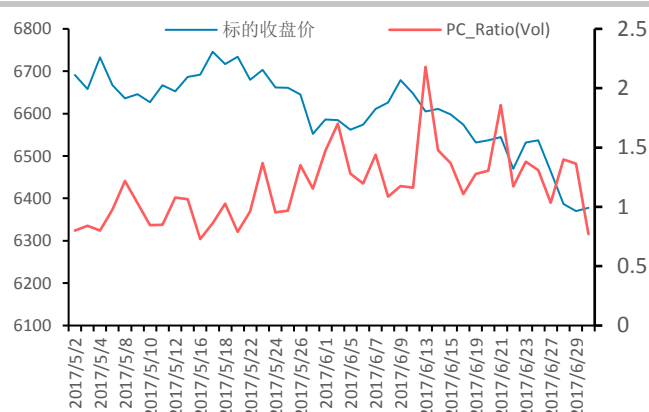
数据来源: 天软

图 21: 白糖期权成交量 PC_Ratio、持仓量 PC_Ratio



数据来源: 天软

图 22: 白糖成交量 PC_Ratio 与标的收盘价 (元/吨)



数据来源: 天软

白糖期权当前市场分析及策略建议

本周白糖价格延续下行走势,至6月30号夜盘结束,白糖价格收于6374,本周白糖期货九月合约成交量201万手,持仓量为58.9万,持仓量有所下降。

白糖期权在本周累计成交量为4.85万手(单边,下同),其中看涨期权累计成交量为2.26万手,看跌期权成交量为2.58万手,成交量PC_Ratio为1.14,相较上周看跌期权成交占比出现明显走低,持仓量PC_Ratio为0.85,白糖价格在本周持续下行,市场情绪偏悲观。

自6月23日起我们便提出“白糖波动率处历史低位,不再建议看空波动率”的观点,果然在近半个月时间白糖波动逐渐加大,因此我们建议在1月合约上提前布置看多波动率的头寸(买入远期宽跨组合),同时可保留部分九月卖出宽跨组合,以攫取近月期权合约较快缩减的时间价值。

表格 2: 郑商所白糖期权合约本周成交量及 PC_Ratio

合约月份	看涨合约成交量	看跌合约成交量	PC_Ratio (VOL)	看涨合约持仓量	看跌合约持仓量	PC_Ratio (OI)
201709	22896	33694	1.47	25624	20300	0.79
201711	2332	1532	0.66	1558	2226	1.43
201801	18820	15838	0.84	18614	13010	0.70
201803	696	340	0.49	1542	1636	1.06
201805	452	392	0.87	1576	2520	1.60
201807	310	116	0.37	746	1754	2.35
201809	414	136	0.33	1452	2120	1.46
201811	474	100	0.21	1278	1638	1.28
合计	45506	51912	1.14	51112	43566	0.85

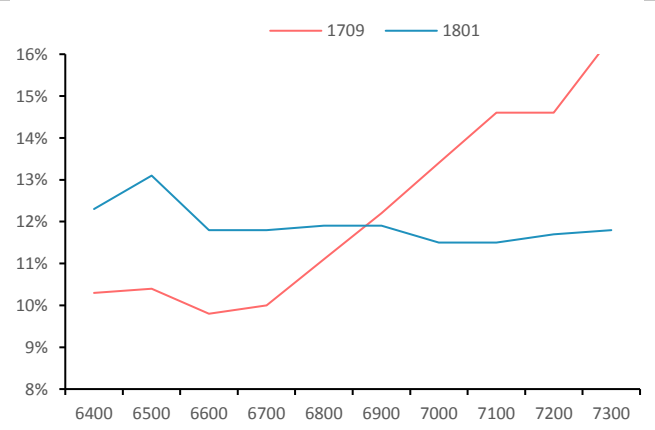
资料来源: Wind (数据截止时间: 2017年6月30日 15:00)

白糖期权隐含波动率分析

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，推荐适合当前市场的期权交易策略。本报告选用BAW模型代入期权价格反算出各个期权的隐含波动率，构建波动率曲面，以观察豆粕期权的波动率期限结构和波动率偏斜情况。

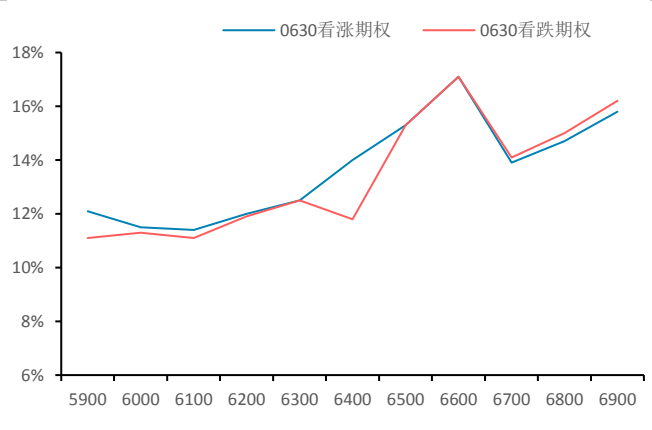
本周白糖价格呈振荡下行走势，白糖波动率整体保持稳定，白糖期权隐含波动率也较为平稳，目前白糖平值期权行权价维持在6400的位置。除个别异常点外，看涨期权合约和看跌期权合约的隐含波动率都较为贴近，期权定价维持在合理区间。

图 23: 9月、1月白糖期权隐含波动率曲线 (%)



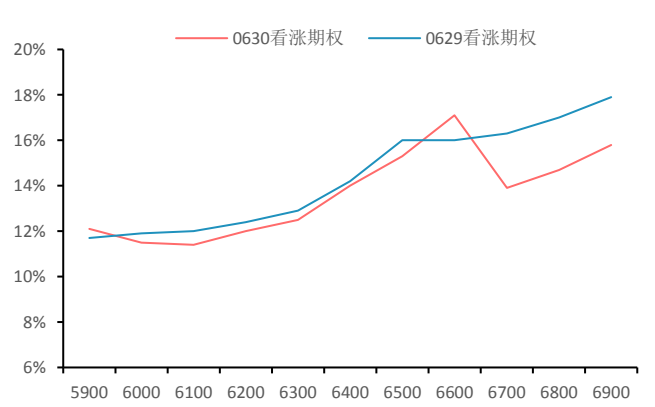
数据来源: Wind

图 24: 白糖九月合约不同行权价隐含波动率 (%)



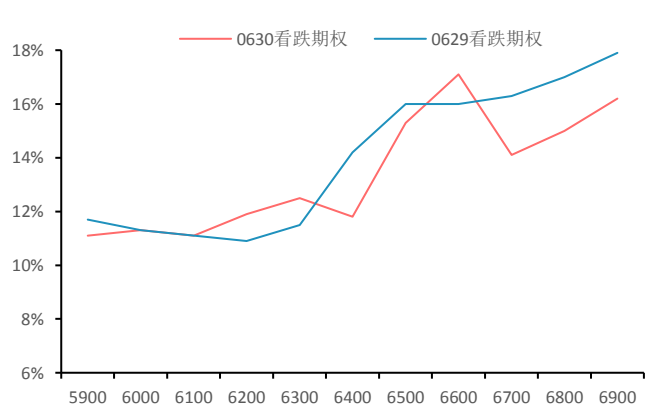
数据来源: Wind

图 25: 白糖看涨期权隐含波动率曲线 (%)



数据来源: Wind

图 26: 白糖看跌期权隐含波动率曲线 (%)



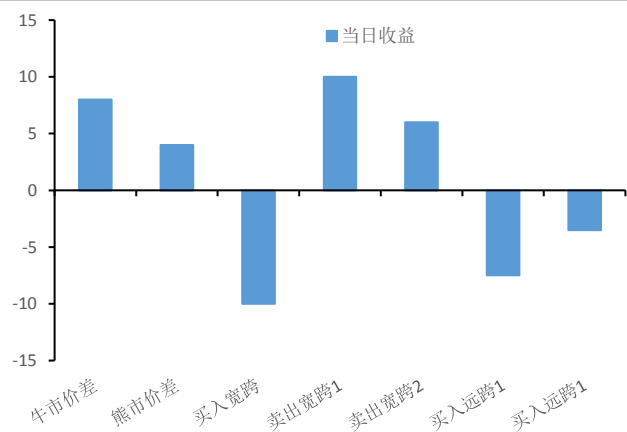
数据来源: Wind

白糖期权交易策略推荐

报告构建了牛市价差组合、熊市价差组合、买入宽跨式组合、卖出宽跨式组合1、卖出宽跨式组合2、买入远期宽跨式组合1，买入远期宽跨式组合2 七类基本策略组合，其收益情况可以分别衡量期权市场的价格变动、波动率变动以及期限结构是否均衡等。

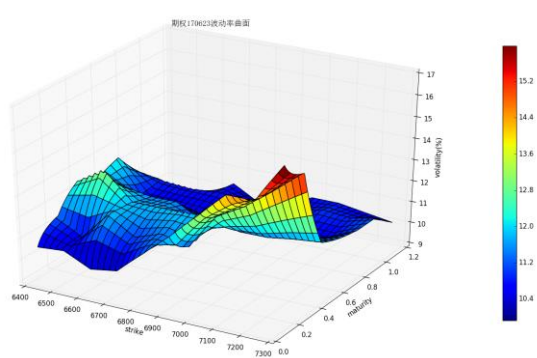
6月30日卖出宽跨组合盈利，卖出宽跨组合1 (SR709C6600, SR709P6400) 今日损益为10元/份，卖出宽跨组合2 (SR709C6700, SR709P6300) 今日损益为6元/份。买入远期宽跨组合1 (SR801-P-6400和SR801-C-6700) 损益-7.5元/份，而买入远期宽跨组合2 (SR801-P-6300和SR801-C-6800) 损益-3.5元/份。

图 27: 白糖期权策略 6 月 30 日交易损益 (元/份)



数据来源: Wind

图 28: 郑商所白糖期权隐含波动率曲面 (%)



数据来源: