

期价重心下移，卖出看涨期权获利较大



走势评级: 白糖:震荡
报告日期: 2017年06月26日

项云 助理分析师(软商品)
从业资格号: F3018222
Tel: 86411-84806792
Email: yun.xiang@orientfutures.com
田钟泽 助理分析师(金融工程)
从业资格号: F3020259
Tel: 8621-63325888-1589
Email: zhongze.tian@orientfutures.com

★基本面判断:

国内制糖企业售糖的积极性在提高,目前尚未有国储糖投放的相关消息,供给端仍以消化本制糖期糖厂库存为主,国内库存压力并不大。国内因广西地区出现持续性暴雨,天气炒作容易造成近月合约震荡走高,郑糖期价近远月价差有望拉大。外围市场受巴西中南部地区天气状况对压榨活动有利,以及印度季风降雨正常的影响,外盘原糖期价反弹高度受限。

★投资理由及投资建议:

基于波动率以及标的走势判断,给出如下操作建议:

1、方向性策略:根据我们对标的期货的走势判断,对于处在增产周期中的国内糖市而言,远期合约仍有压力,远期合约糖价重心有望继续下移,上周推荐的卖出1月行权价为7000的看涨期权建议继续持有。

综合考虑波动率以及持仓量分布,推荐进行以下操作:

2、持仓量策略:结合基于持仓量的PCR值来进行分析,大资金者目前对卖出看跌期权布局显示是较为积极的,行权价在6600以下至6200皆有超过3000手以上持仓,因而下方支撑犹存,推荐卖出行权价为6700的看涨期权以及行权价为6300的看跌期权,可继续持有。

另外,结合持仓量及其变动情况可知,因卖方积极布局点位所在行权价下移至6300,上周建议卖出行权价为6400的看跌期权可平仓。

★风险提示:

相较于豆粕期权而言,白糖期权成交量和持仓量并不大,期权价格的波动要更容易受到大资金量的冲击,另外需持续关注标的期货走势。

目录

1、标的期货未来走势判断.....	4
2、白糖期权成交价量情况.....	4
3、波动率数据追踪.....	5
4、基于持仓量变动数据的跟踪.....	7
5、上周推荐策略表现情况跟踪.....	8
6、投资建议.....	9
7、风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 9 月合约看涨期权价格走势	4
图表 2: 9 月合约看跌期权价格走势	4
图表 3: 白糖期权成交量变化	5
图表 4: 白糖期权持仓量变化	5
图表 5: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率	5
图表 6: 隐含波动率和历史波动率比较	6
图表 7: 近 1 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 8: 近 2 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 9: 近 3 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 10: 近 6 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 11: 主力合约隐含波动率变化	7
图表 12: 历史波动率锥	7
图表 13: 9 月合约不同行权价的隐含波动率	7
图表 14: 平值期权隐含波动率期限结构	7
图表 15: 白糖期权 9 月合约持仓量跟踪	8
图表 16: 推荐策略表现情况跟踪	8

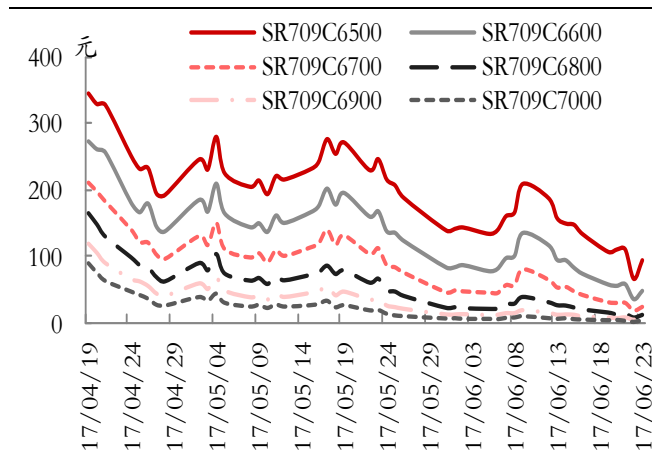
1、标的期货未来走势判断

当周国内郑糖期价震荡偏弱运行，现货价格亦跟随走低，现货端销售情况显示未有明显起色，且制糖企业售糖的积极性提高，目前尚未有国储糖投放的相关消息，供给端仍以消化本制糖期糖厂库存为主，国内库存压力并不大。而外围市场原糖期价当周一度下挫跌破 13 美分/磅的点位，消息面上，巴西中南部地区在未来一周的天气状况显示晴转多云为主，对甘蔗压榨活动非常有利，另外印度方面，据印度气象局的监测数据显示降雨量与往年相比处于正常水平，而国内方面，广西多地发生持续性的暴雨天气，这对于新作物年度的甘蔗来说，强降雨引发的蔗田积水容易造成土壤缺氧和根系生长不良。对于标的走势判断方面，我们认为外围市场原糖期价反弹高度受限，对于郑糖近月合约可尝试短多，但对于处在增产周期中的国内糖市而言，远期合约仍有压力，预计进行买近卖远的操作获利可能性增加。

2、白糖期权成交价量情况

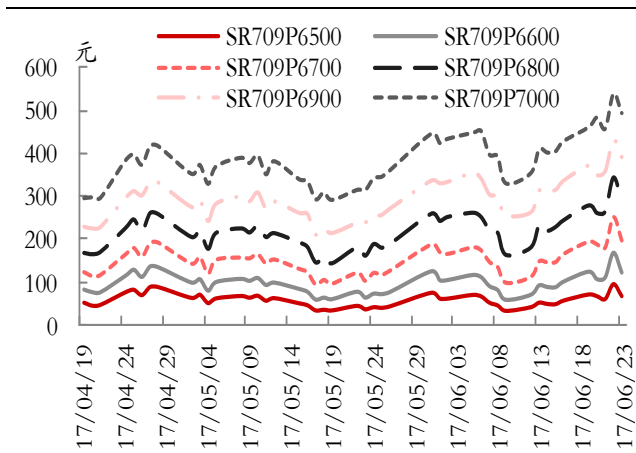
当周白糖看涨期权合约受标的期货价格走势变动而出现先抑后扬，看跌期权的价格变动则相反。至 6 月 23 日收盘，9 月平值看涨期权合约“SR709-C-6500”收报 93.5 元，周环比下跌 29.4%；9 月平值看跌期权合约“SR709-P-6500”收报 67 元，周环比上涨 17.5%。期权成交量方面的统计数据依然显示无论是看涨期权亦或是看跌期权，都是离平值期权所在点位最近的虚值期权成交相对最为活跃。对于上市的各月份期权合约，仍是对应标的期货为 9 月和 1 月的期权合约交易量相对大一些，在 6 月 23 日，9 月合约期权的成交量占总成交量的比重为 43.9%，周环比有下滑，9 月合约期权的持仓量占总持仓量的比重则为 52.0%；另外对应标的期货为 1 月的期权合约成交量占总成交量比重为 40.9%，而持仓量占比则为 28.5%。

图表 1：9 月合约看涨期权价格走势



资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表 2：9 月合约看跌期权价格走势

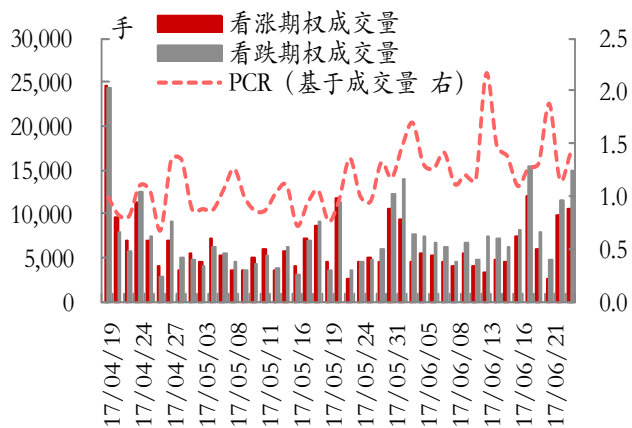


资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

此外，从当周看涨期权与看跌期权的成交及持仓量对比情况来看，基于总成交量的 PCR 值由前一周的 1.1 上升至 1.4，基于总持仓量的 PCR 值略升，由前一周的 0.95 上升至 0.97，综合判断市场参与者的恐慌心态有加重。当周每日的看跌期权成交量都要高于看涨期权

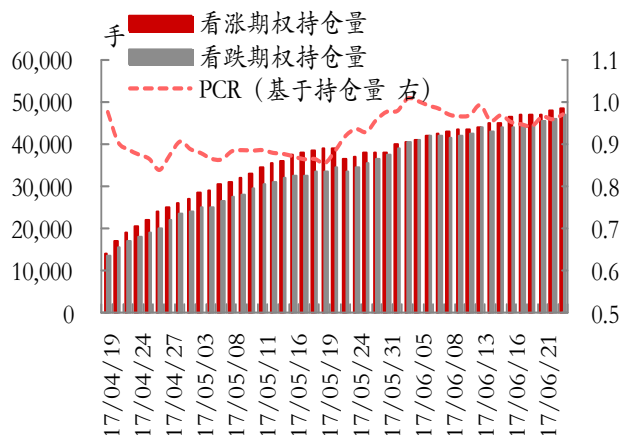
成交量，若从卖方（大资金者）的角度考虑，显示其对于卖出看跌期权的布局在增加，需要结合看跌期权持仓的持续增加序列来进一步分析行情的重要支撑位。

图表 3: 白糖期权成交量变化



资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表 4: 白糖期权持仓量变化

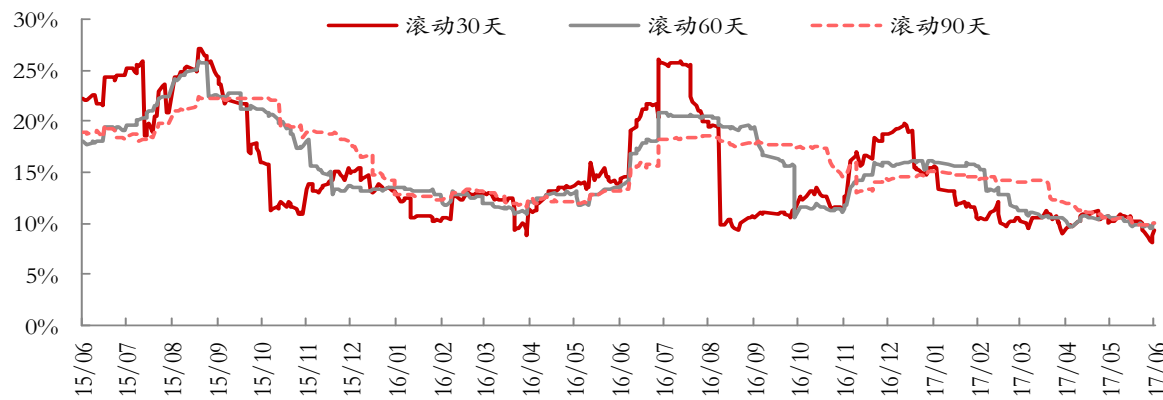


资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

3、波动率数据追踪

当周隐含波动率指标周环比有明显的增加，目前的隐含波动率值要高于自白糖期权上市以来的平均水平，根据隐含波动率与历史波动率的对比来看，近1月、2月、3月合约的隐含波动率均高于历史波动率。然而历史波动率仍处于近两年的超低位置，历史波动率当周亦回升，目前短期的历史波动率仍低于中长期均值水平，根据标的季节性波动规律，未来的波动程度有望在目前水平震荡上行。

图表 5: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率

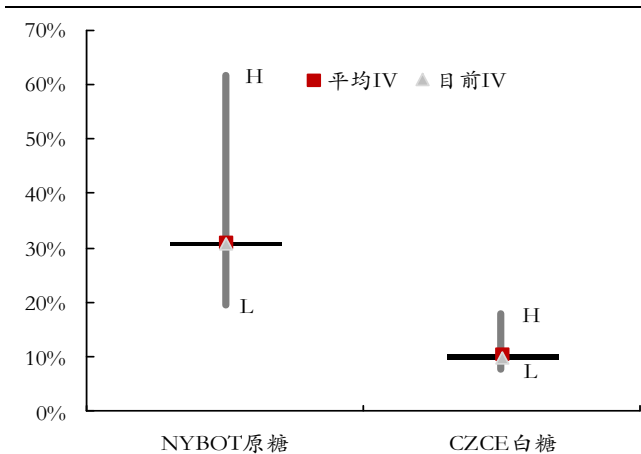


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

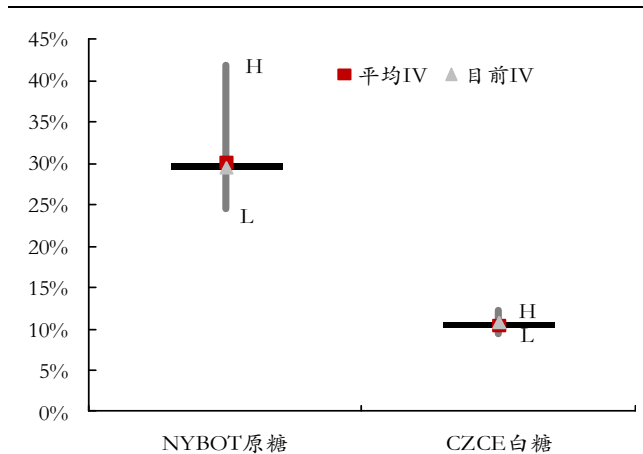
图表 6: 隐含波动率和历史波动率比较

合约月份	近 1 月	近 2 月	近 3 月	近 1 季月
隐含波动率	11.03	11.53	12.01	11.62
周度变化	0.91	1.22	1.51	1.51
月度变化	1.15	1.37	1.58	1.17
历史波动率	9.3	10.1	10.1	12.6
所处百分位 (2Y)	1.4	3.2	2	0.4

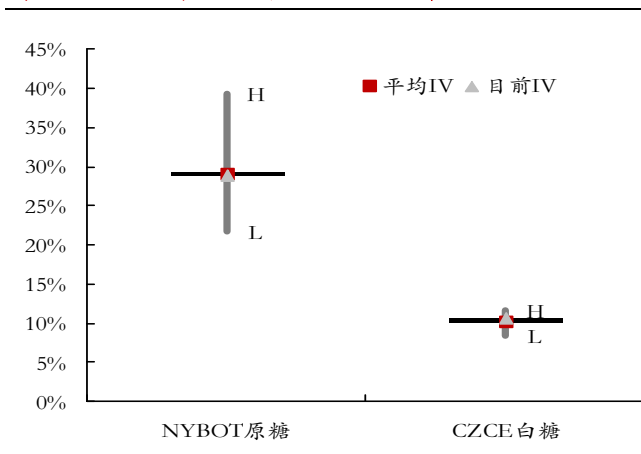
资料来源: 东证衍生品研究院 (单位: %, 百分位(2Y)是指波动率两年的百分位数, 其值若为 100, 代表波动率来到两年高点;反之, 如果数值为 0, 则代表波动率来到两年低点, 以此类推)

图表 7: 近 1 月合约期权隐含波动率变化


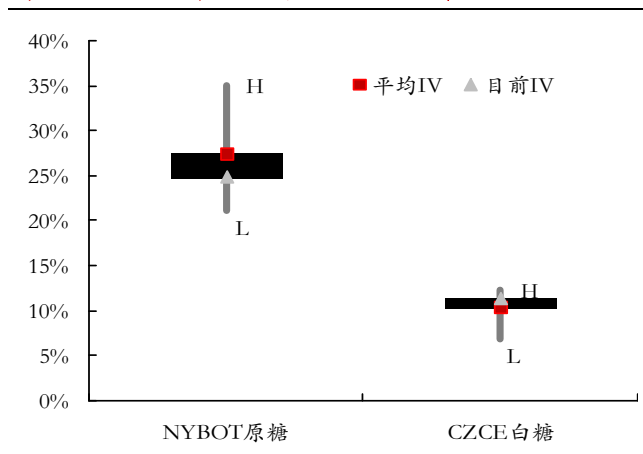
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 8: 近 2 月合约期权隐含波动率变化


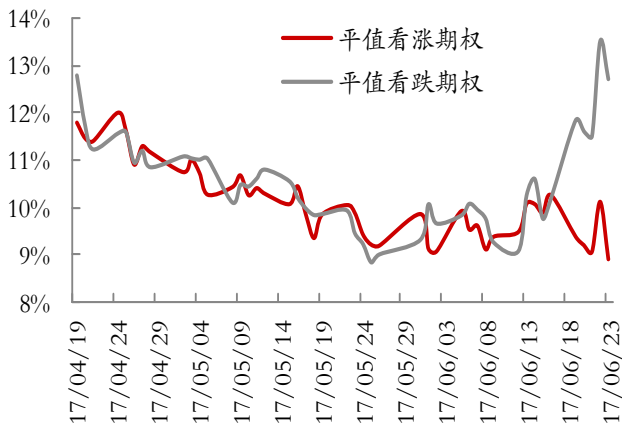
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 9: 近 3 月合约期权隐含波动率变化


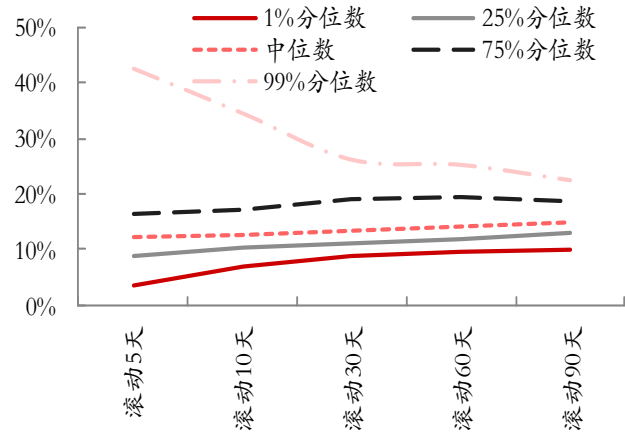
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 10: 近 6 月合约期权隐含波动率变化


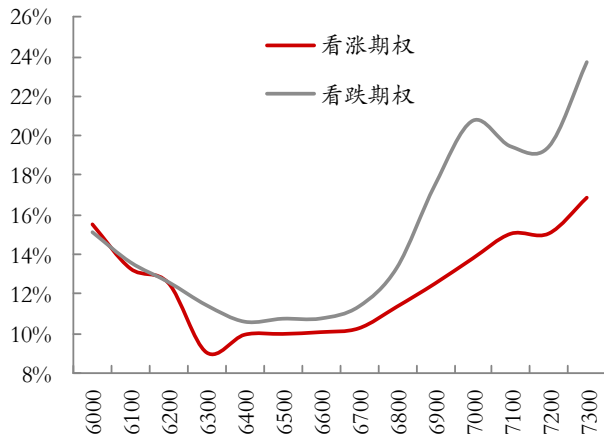
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 11: 主力合约隐含波动率变化


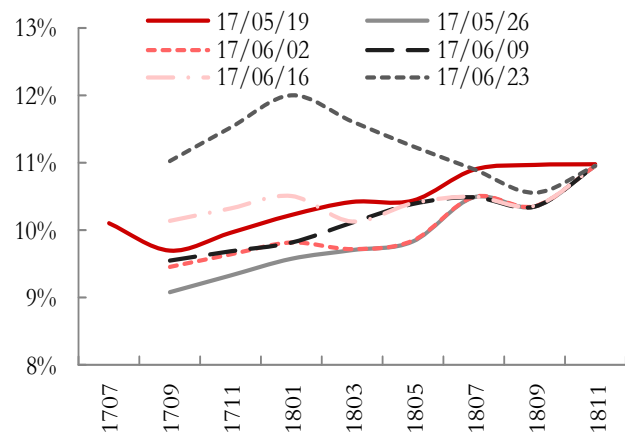
资料来源: 东证衍生品研究院

图表 12: 历史波动率锥


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 9 月合约不同行权价的隐含波动率


资料来源: 东证衍生品研究院

图表 14: 平值期权隐含波动率期限结构


资料来源: 东证衍生品研究院

对照历史波动率的波动率锥可以知悉在不同的时间周期范围内, 波动率的相对高低水平, 结合 9 月期权合约的剩余天数, 中位数大概在 13.3% 左右, 按照目前 10% 上下的波动率水平, 隐含波动率较前期的低位值已略微回升, 因国内白糖期权自上市以来总成交量偏低, 波动率指标一直未有太大的改观, 据此认为波动率回升的速度和幅度仍将受制于白糖期权市场的成交状况。

以隐含波动率来观察, 看涨期权和看跌期权都大体表现出波动率微笑的特征, 在同一行权价看跌期权的隐含波动率都高于看涨期权的隐含波动率。以波动率期限结构来观察, 隐含波动率指标已经连续四周出现增加, 对应标的为 SR1801 的期权合约波动率涨幅相对更大。

4、基于持仓量变动数据的跟踪

以最大持仓量序列来看, 看涨期权落在 6900, 看跌期权则落在 6300, 进一步以最大持仓

量增减情形来看,看涨期权在行权价为 6600 的位置持续增加相对较多,看跌期权增加较多的位置在 6200,下方支撑较前一周下移,但行权价在 6600 以下至 6200 皆有超过 3000 手以上持仓,因而下方支撑犹存。上周推荐卖出行权价为 6700 的看涨期权以及行权价为 6300 的看跌期权,可继续持有。

结合基于持仓量的 PCR 值来进行分析,上文提及大资金者目前对卖出看跌期权布局显示是较为积极的,下方支撑稳固,因卖方积极布局点位所在行权价下移至 6300,上周建议卖出行权价为 6400 的看跌期权可平仓。

图表 15: 白糖期权 9 月合约持仓量跟踪

看涨期权					行权价	看跌期权				
IV (%)	持仓量 增减	持仓量	交易量	收盘价		收盘价	交易量	持仓量	持仓量 增减	IV (%)
15.5	—	80	206	525	6000	3	60	154	—	15.09
13.28	62	218	190	430.5	6100	4.5	204	1,762	280	13.57
12.55	144	446	284	331.5	6200	8.5	1,084	4,036	742	12.57
9.07	166	708	290	238.5	6300	15.5	1,222	4,160	96	11.4
9.96	72	456	254	159	6400	31	1,222	3,738	326	10.57
10	560	1,192	446	93.5	6500	67	1,138	3,740	-166	10.72
10.09	772	2,378	614	48.5	6600	121	608	4,038	-252	10.73
10.28	504	3,580	416	22.5	6700	196	322	756	-174	11.33
11.36	442	3,528	182	12.5	6800	288	422	576	222	13.28
12.52	-588	4,570	520	7.5	6900	392.5	206	656	28	17.45
13.79	-480	2,492	296	5	7000	493.5	238	316	-60	20.72
15.03	-96	1,998	72	3.5	7100	579.5	326	292	12	19.42
15.04	-318	1,216	2	1.5	7200	674	68	232	-18	19.41
16.84	-296	2,390	188	1.5	7300	778	112	222	10	23.68

资料来源: 郑商所, 东证衍生品研究院(IV 为隐含波动率)

5、上周推荐策略表现情况跟踪

图表 16: 推荐策略表现情况跟踪

策略	对应操作	开仓日期	平仓日期	开仓价格	目前价格	浮动盈亏	累计盈亏
方向性策略	卖出 1 月 7000 看涨期权	2017/6/19	—	58.5	50	85	85
持仓量策略	卖出 9 月 6400 看跌期权	2017/5/8	2017/6/23	34	31	30	30
	卖出 9 月 6700 看涨期权	2017/6/19	—	38.5	22.5	160	160
	卖出 9 月 6300 看跌期权	2017/6/19	—	14	15.5	-15	-15

资料来源: 文华财经, 东证衍生品研究院

6、投资建议

基于波动率以及标的走势判断，给出如下操作建议：

1、方向性策略：

根据我们对标的期货的走势判断，对于处在增产周期中的国内糖市而言，远期合约仍有压力，远期合约糖价重心有望继续下移，上周推荐的卖出 1 月行权价为 7000 的看涨期权建议继续持有。

综合考虑波动率以及持仓量分布，推荐进行以下操作：

2、持仓量策略：

结合基于持仓量的 PCR 值来进行分析，大资金者目前对卖出看跌期权布局显示是较为积极的，行权价在 6600 以下至 6200 皆有超过 3000 手以上持仓，因而下方支撑犹存，推荐卖出行权价为 6700 的看涨期权以及行权价为 6300 的看跌期权，可继续持有。

另外，结合持仓量及其变动情况可知，因卖方积极布局点位所在行权价下移至 6300，上周建议卖出行权价为 6400 的看跌期权可平仓。

7、风险提示

相较于豆粕期权而言，白糖期权成交量和持仓量并不大，期权价格的波动要更容易受到大资金量的冲击；另外期权价格受标的价格影响较大，需密切白糖价格变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司（简称东证期货）是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本达10亿元，系国内四家期货交易所的结算会员。

东证期货专注于金融期货和商品期货的研究与服务，提供权威、及时的研发产品服务和投资策略；专注于信息技术的创新，创建安全、快捷的交易通道，开发多样化、个性化的交易系统；专注于构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验非常丰富，业绩出众，在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善，公司拥有硕士学历以上人员占比30%，具有海外证券和期货经历的高端人才占比10%。

2010年，东证期货发展迅猛，成绩斐然，成为业内进步最快、最受瞩目的期货公司之一。2011年初，东证期货荣获2010年度中国金融期货交易所年度会员金奖，同时获投资者教育奖、客户管理奖、技术管理奖和功能发挥奖等四项单项大奖；荣获上海期货交易所优胜会员第七名，铜、橡胶和燃料油三项企业服务奖；荣获大连商品交易所优秀会员第九名；东证衍生品研究院（原东证期货研究所）荣获大连商品交易所、和讯网第二届全国“十大期货研发团队”农产品团队全国第二名、化工团队全国第五名；荣获郑州商品交易所行业进步奖等。

东证期货全年无风险事故，充分体现了公司稳健经营，稳步发展的经营宗旨。

分析师承诺

项云 田钟泽

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com