

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

2018 年商品期权半年报

粕风粕雨 权力出击

曹柏杨

一德期货期权部



曹柏杨

期权分析师

期货从业资格号：

Z0012931

caobynk@gmail.com

一德期权部

电话：(022) 59182510

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路 188

号信达广场 16 层

邮编：300051

■ 内容摘要

文章首先对豆粕期权上市以来的交易情况进行了分析总结，主要包括成交持仓分析及期权波动率分析。在此基础上，梳理了豆粕期权上市以来交易规则的调整，并比较了政策变动前后期权活跃度情况。此外，在中美贸易摩擦背景下进行了豆粕期权策略回测，分析了不同期权策略的不同表现。最后，基于对未来豆粕期货行情的展望，通过期权工具为投资者提供了相应的策略建议。

■ 核心观点

对于豆粕期权来讲，从当前 M1809 系列期权的成交及持仓分布情况来看，其支撑位在 3000 附近，压力位在 3200 附近。结合豆粕基本面的情况来看，随着后期大豆到港量逐渐增加，加上国内油厂开机率转好，预计三季度豆粕库存仍存在较大压力，但如果后期中美贸易战继续发酵，将导致国内豆粕价格继续上涨。因此，在市场不确定性加大的背景下，投资者可使用豆粕期权对期货持仓进行保护，同时，投资者也可以考虑进行波动率策略操作。做多波动率策略包括买入跨式或宽跨式期权组合，Long Gamma 策略等，在豆粕期货连续大幅波动的情况下，可以考虑 Gamma Scalping 策略。

目 录

1 豆粕期权行情回顾	1
2 豆粕期权波动率情况	2
3 豆粕期权政策梳理	3
4 中美贸易摩擦下的豆粕期权策略回顾	4
4.1 备兑策略	4
4.2 Gamma Scalping 策略.....	5
5 豆粕期权策略建议	6
免责声明	9

1 豆粕期权行情回顾

截止到 2018 年 06 月 29 日，豆粕期权上半年累计总成交 1120.52 万手，其中看涨期权总成交量为 666.88 万手，看跌期权总成交量为 453.64 万手，期权日均成交 9.42 万手，日最高成交量为 28.03 万手，日最低成交量为 2.23 万手。至 2018 年 6 月 29 日，豆粕期权总持仓 57.06 万手，其中看涨期权总持仓为 33.66 万手，看跌期权总持仓为 23.40 万手。从豆粕期权上市以来的数据来看，豆粕期权成交及持仓呈现稳步上升状态，随着大连商品交易所对于豆粕期权持仓限额等进一步放开，目前豆粕期权活跃度逐渐增强。

图 1：豆粕期权每日成交情况（单位：手）

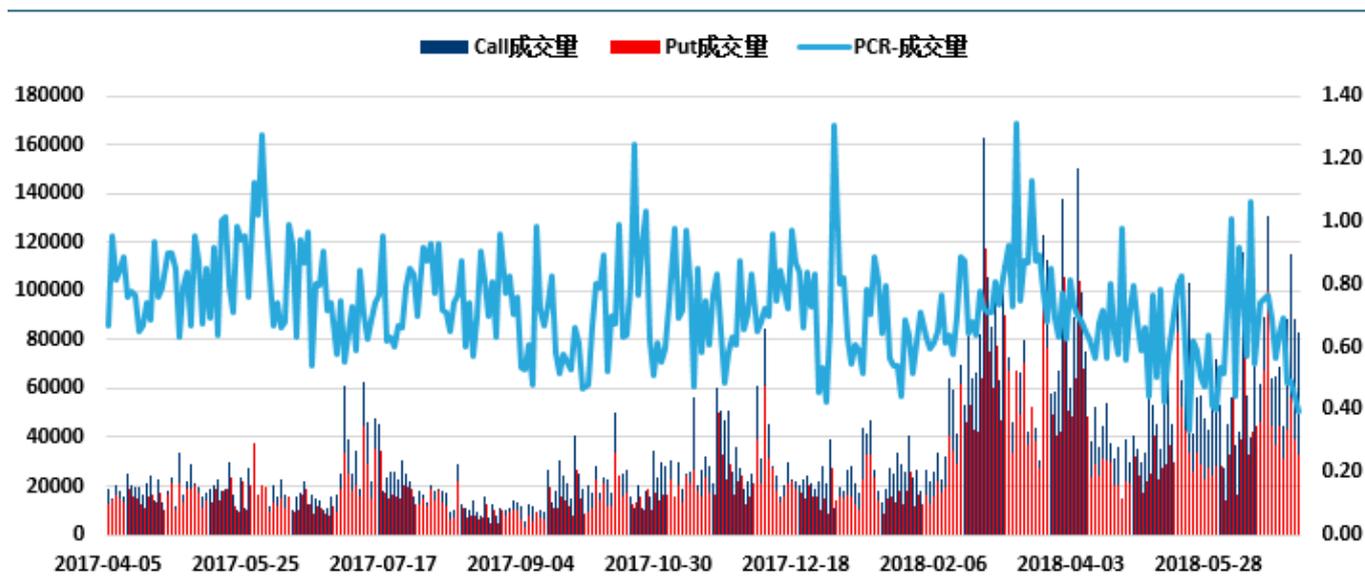
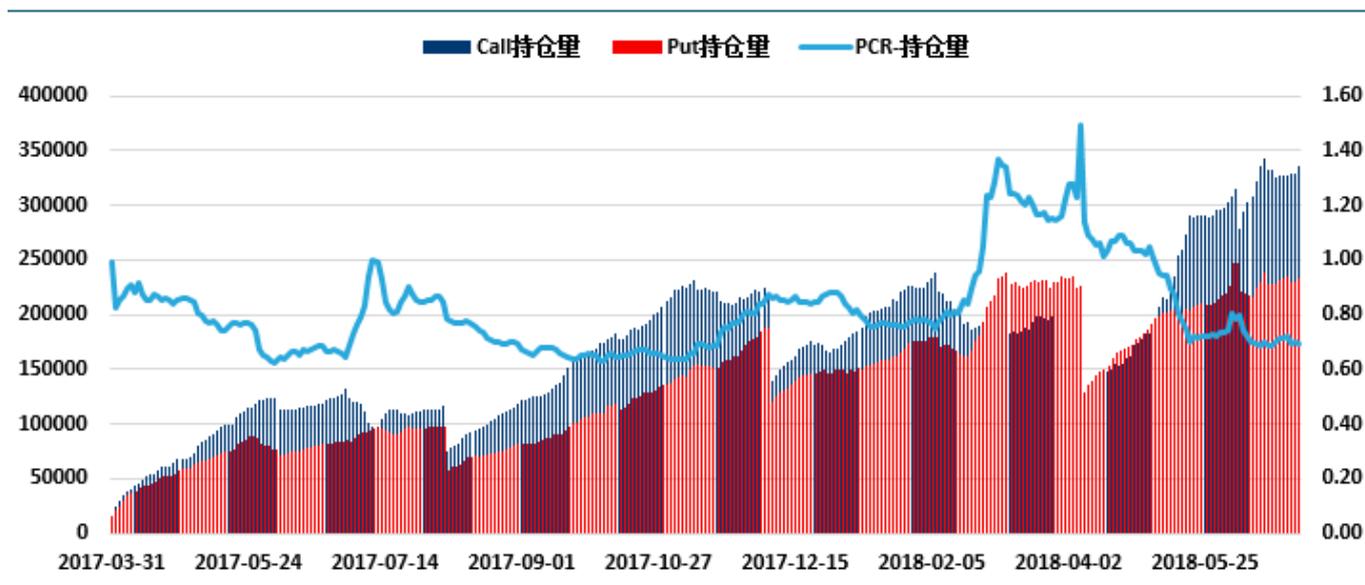


图 2：豆粕期权每日持仓情况（单位：手）



豆粕期权自上市以来，总成交 PCR 指标处于相对稳定的波动状态，均值为 0.73，最高为 1.31，最低为 0.33；总持仓 PCR 指标均值为 0.82，最大值为 1.49，最小值为 0.62。

2 豆粕期权波动率情况

2018 年一季度，受阿根廷干旱天气影响，豆粕主力波动率出现明显上涨，30 日历史波动率最高突破 20% 波动率水平，期权隐含波动率出现明显上涨。转入二季度，中美贸易摩擦主导了豆粕行情，受贸易战影响，豆粕主力历史波动率及期权隐含波动率最高触及 26% 波动率水平，明显高于历史同期波动率水平。由于目前贸易战暂无减缓迹象，当前期权隐含波动率处于 26% 左右的历史高位。

图 3：豆粕期权隐含波动率走势



图 4：豆粕期权隐含波动率与历史波动率



3 豆粕期权政策梳理

自豆粕期权 2017 年 3 月 31 日上市以来，大商所对于豆粕期权交易规则做出了多次调整，主要涉及到豆粕期权持仓限额及投资者适当性认证，规则的主要调整如下表：

表 1：豆粕期权交易规则梳理

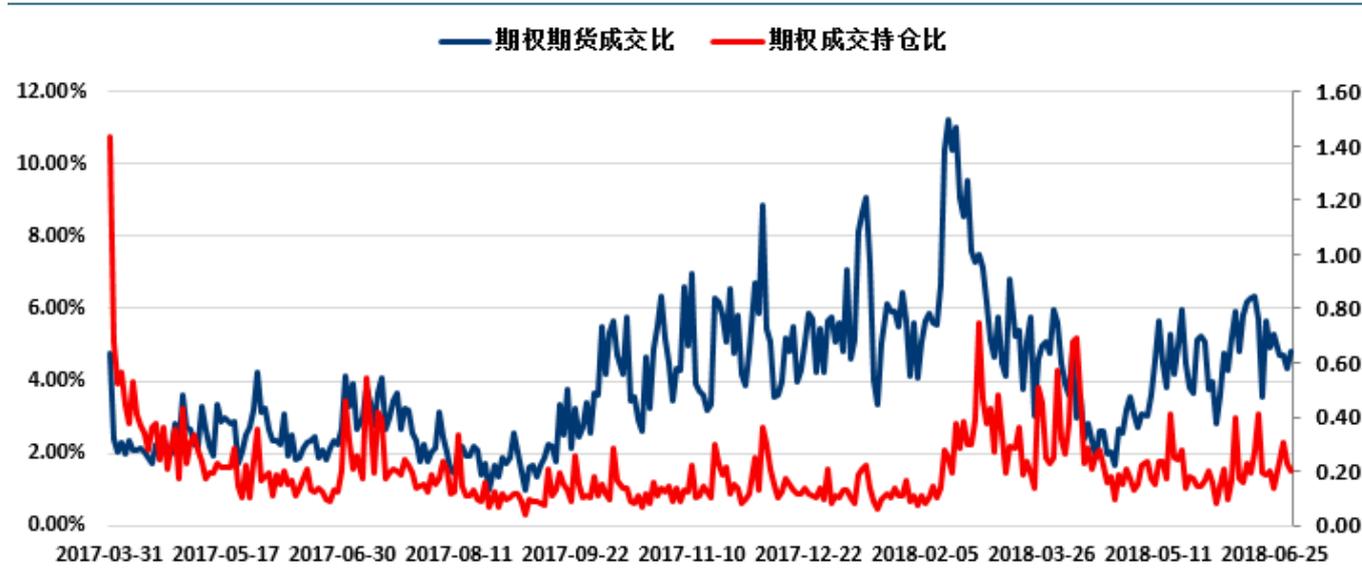
豆粕期权持仓限额			
实施日期	投机手数		
2017-03-31	300		
2017-09-15	2000		
2018-05-11	10000		
投资者适当性			
实施日期	考试	视频	互认
2017-03-31	成绩90分	录像	不互认
2017-09-01	试题优化90分	录像	境内商品期权交易成交记录，商品期权仿真互认
2017-12-08	成绩90分	简化知识测试 视频录像	认可境内商品、金融期权交易成交记录

随着豆粕期权相关规则的逐步优化，豆粕期权活跃度也随之逐步提升。对于豆粕期权的活跃度，我们统计了自豆粕期权上市以来至 2018 年 6 月 29 日总计 305 个交易日的成交情况，分别计算了豆粕期权与豆粕期货每日成交量比值以及豆粕期权每日成交持仓比值。我们可以发现，除上市首日以外，豆粕期权与豆粕期货成交比在 2017 年较为稳定的维持在 2% 上下，2018 年之后，该比值出现较为明显的上涨，维持在 6% 上下波动。而从豆粕期权的成交持仓比来看，其成交持仓比大部分时间处于较为稳定的状态，在 2018 年 3 月中美贸易战初期，该数值出现大幅提升，之后回落至之前稳定状态。从上述两个指标可以看到，目前豆粕期权活跃度正逐步提升，一方面与豆粕期权相关交易制度逐步放开有着密切关系，另一方面也源于投资者对于期权的认识正逐步加深，受 2018 年上半年豆粕行情大幅波动影响，豆粕期权正逐步成为投资者进行风险管理的重要工具。

表 2：豆粕期权 2017、2018 年活跃度对比

	日均成交量（万手）	日均持仓量（万手）	日均成交持仓比	期权期货成交比
2017 年	3.91	23.21	0.19	3.22%
2018 年	9.30	41.16	0.23	5.13%

图 5：豆粕期权活跃度情况



4 中美贸易摩擦下的豆粕期权策略回顾

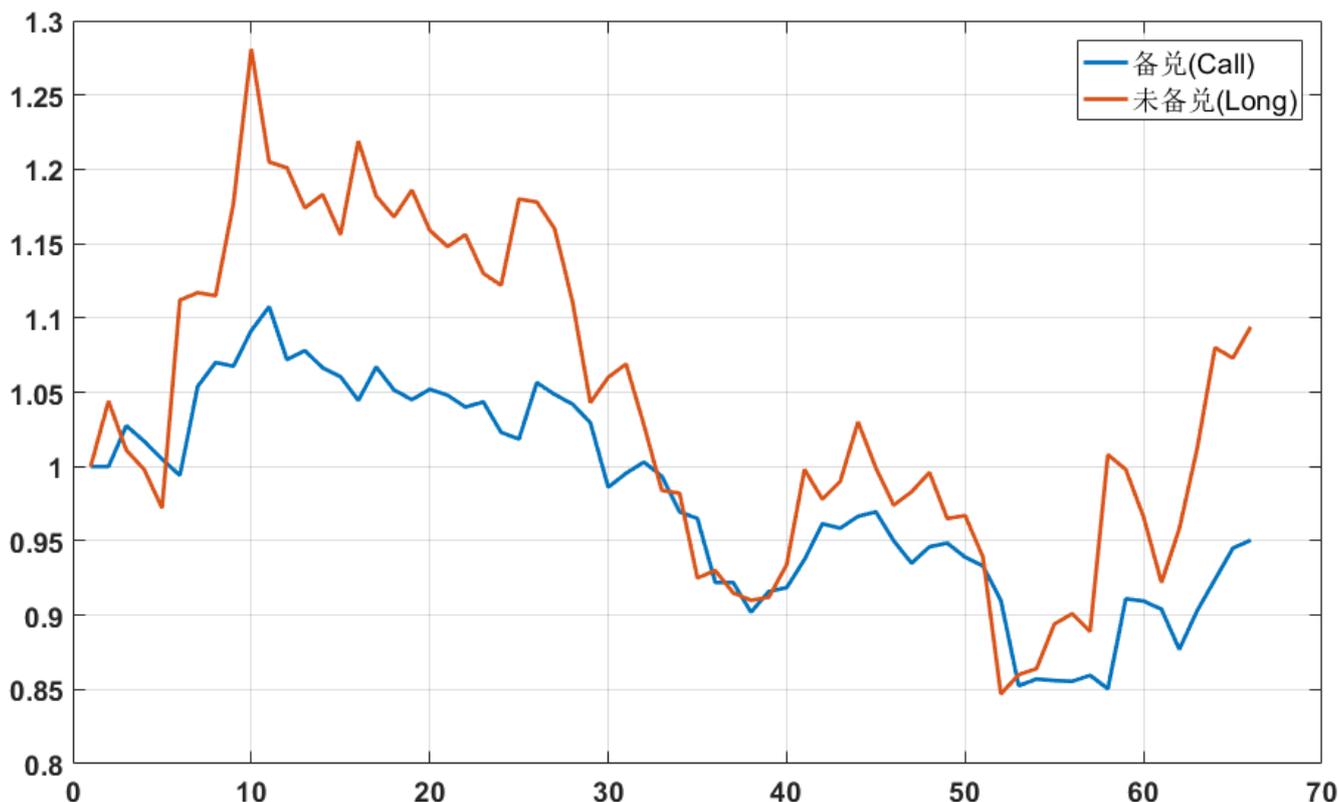
中美贸易摩擦是二季度豆粕市场主要影响因素，3月23日中美贸易战升级，4月4日前后双方互相抛出加征关税计划，其中中国决定对美豆加征25%关税，至此连豆粕主力创下二季度高点3400，4月17日中国启动对美国高粱反倾销措施，由此引发对美豆加征关税落地的担忧，市场价格在3200一线震荡长达一个月。不过5月中美连续两次密集磋商，并达成共识，贸易战情绪大大缓解，豆粕呈现下跌走势，回到基本供需平衡主导下的价格区间。5月29日美国再度抛出加征关税言论，意在6月2、3日细则谈判中谋取更多利益。6月15日美国宣布对中国500亿美元商品加征关税，中国随即回应同等措施，6月19日连粕主力开盘最高触及3097点。截至目前贸易战仍未完全消除，将继续影响三季度或更长时期市场走势。在此背景下，我们针对贸易摩擦期间的豆粕期权策略进行了回测和比较。

4.1 备兑策略

卖出备兑策略，分为卖出备兑看涨期权策略和卖出备兑看跌期权策略。以卖出备兑看涨期权策略为例，对于投资者来说，卖出备兑看涨期权的主要目的是增加持有豆粕期货多头过程中的收入。该策略的优势是显而易见的：如果豆粕期货价格下跌的话，期权权利金可以部分弥补下跌的损失，并且期权权利金可以增加豆粕期货多头持有者的收入。在豆粕期货价格下跌、维持不变，甚至是稍微上涨的情况下，在持有期货多头的同时卖出看涨期权的策略，其表现要比只持有豆粕期货多头好。只有在该期权的存续期内，期货价格相对来说有显著地上涨，此时

备兑看涨策略的表现才会稍差于只持有期货多头。此外，如果投资者在持有期货多头的同时，持续不断地卖出看涨期权，其投资组合的投资绩效在不同季度之间的变动就不会那么大。这个总头寸的波动率比只持有期货合约更小。

图 6：贸易摩擦下的备兑看涨策略



通过两条曲线的对比我们可以发现：当行情急剧下跌时，备兑策略中卖出的看涨期权会对亏损产生一定的对冲；与未备兑策略相比，备兑策略的整体收益相对平稳，投资组合的波动率明显小于未进行备兑的策略。从财富管理的角度来看，进行备兑策略能够有效的管理最大回撤问题，同时对于交易总体的夏普比率产生积极地作用。所以基于上述两点，我们可以说，贸易摩擦期间在财富管理中引入期权工具，可以对资产进行更为有效的管理。

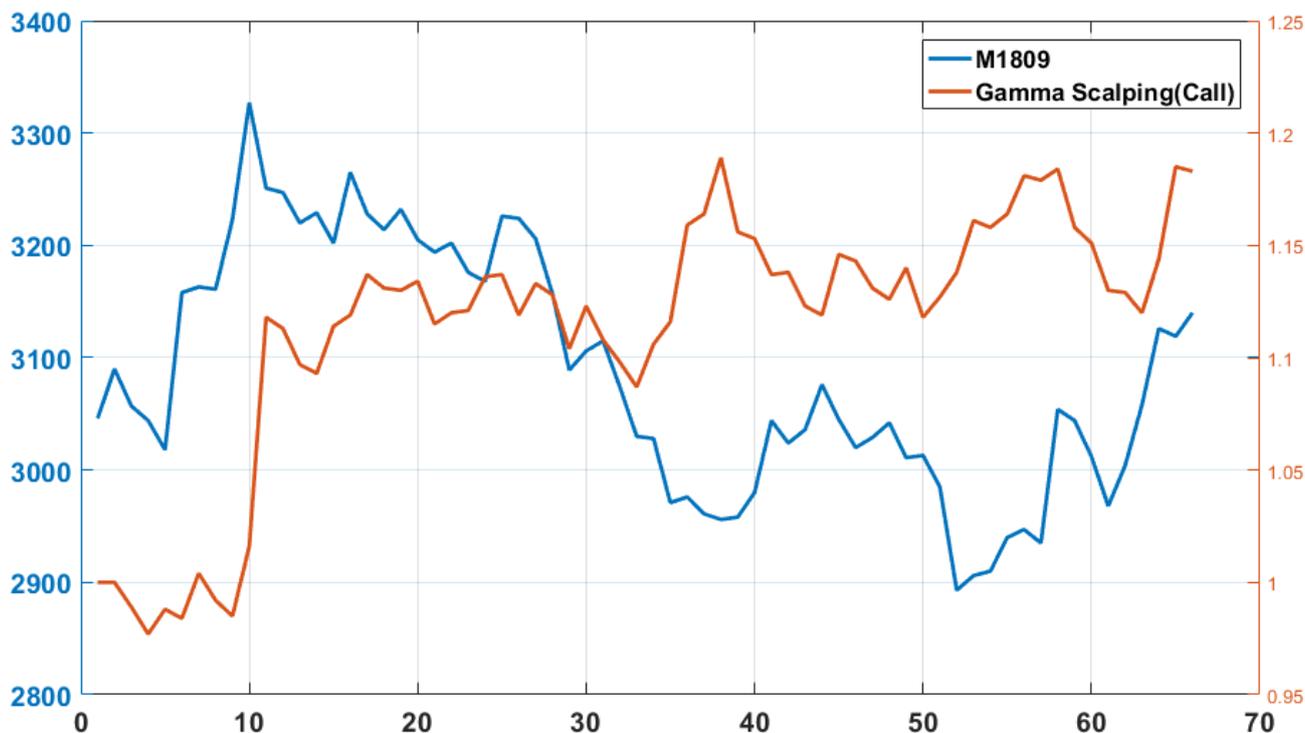
4.2 Gamma Scalping 策略

Long Gamma 策略是指通过买入期权，同时用标的资产进行 delta 对冲，以达到组合的市场中性目的。在用标的资产进行 delta 对冲过程中，动态地调整组合中性，在标的资产波动率变化过程中获取收益。

在中美贸易摩擦期间，豆粕期货波动率处于历史同期相对高位，受中美贸易战接连不断的信息影响，豆粕市场行情出现较大波动，我们针对 3 月下旬至 6 月下旬这三个月期间的行情，进行了 Gamma Scalping 策略回测。在合约选取方面，我们选取 Gamma 值较大且流动性较好的以 M1809 为标的的平值看涨期权合约，并使用 M1809 期

货合约进行 Delta 对冲，当期权与期货合约组合超过止盈或止损位置，则进行平仓处理，并重新构建 Delta 中性的组合。在以上原则下，Gamma Scalping 策略净值曲线如图 7 所示。

图 7：贸易摩擦下 Gamma Scalping 策略



可以看到，在贸易摩擦初期，受波动率水平上升的影响，Gamma Scalping 策略能够产生较为明显的盈利，后期波动率变动相对较小，策略盈利幅度相对降低。我们可以看到，在市场不确定性加大的情况下，对于期货交易而言，方向及趋势的判断相对难度较大，但是利用豆粕期权进行波动率交易，则能够很好地控制风险并进行财富管理。

5 豆粕期权策略建议

从当前 M1809 系列期权的成交及持仓分布情况来看，看涨期权持仓主要集中在 3200 和 3600 位置，看跌期权持仓主要集中在 3000 位置。随着后期大豆到港量逐渐增加，加上国内油厂开机率转好，预计三季度豆粕库存仍存在较大压力，但如果后期中美贸易战继续发酵，将导致国内豆粕价格继续上涨。

图 8：M1809 系列期权成交分布

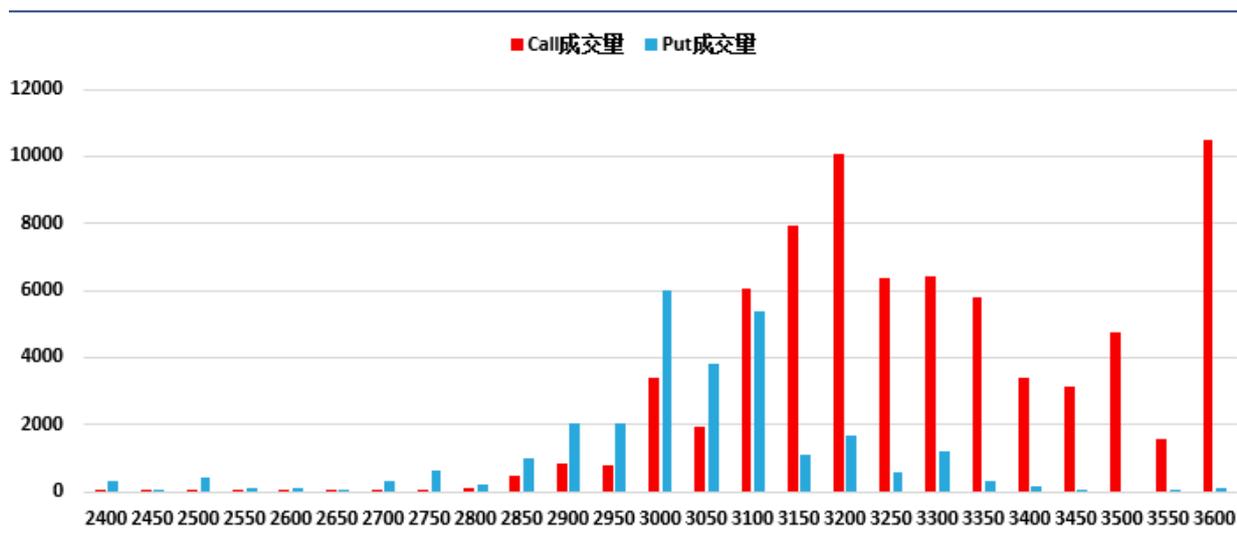
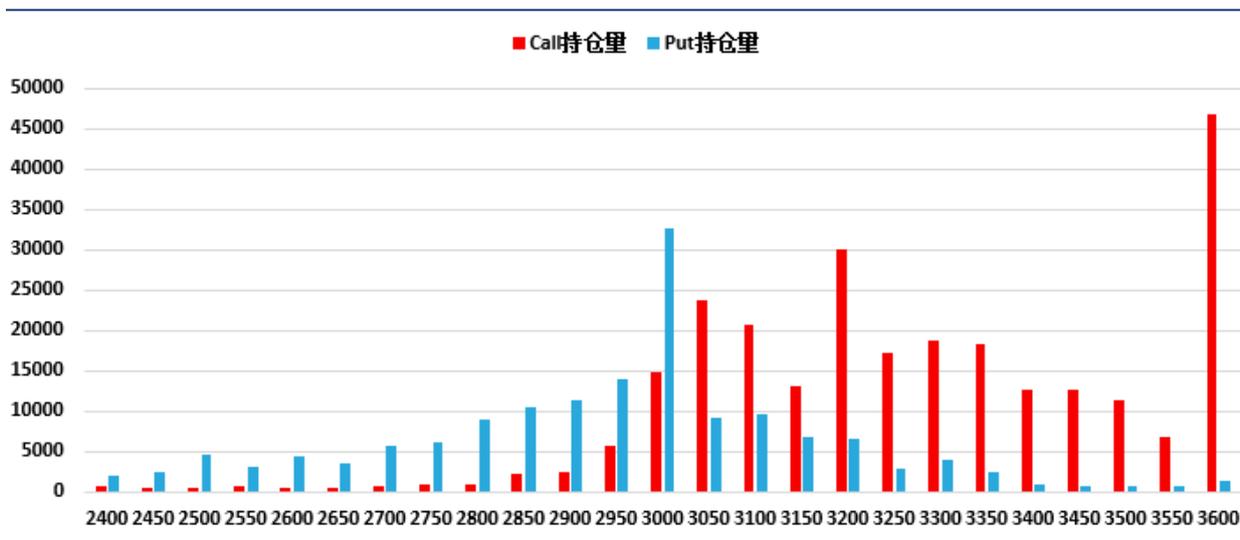
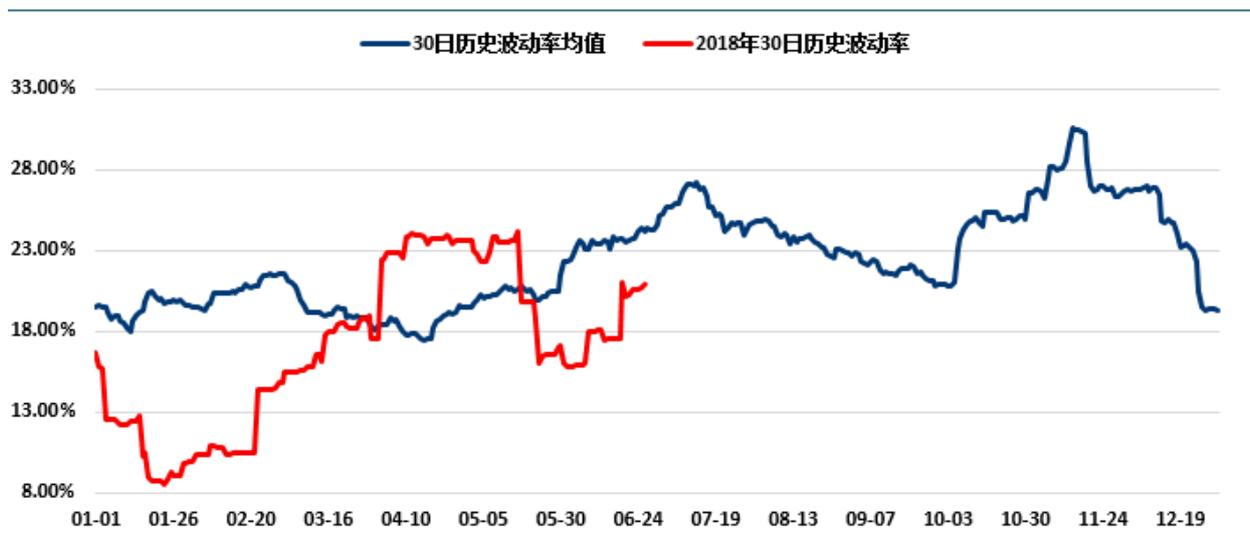


图 9：M1809 系列期权持仓分布



从波动率角度来看，投资者可考虑事件驱动所引发的波动率变化，随着北美大豆天气炒作逐渐拉开序幕，每月的 USDA 供需报告及进出口数据前后，可考虑做多波动率策略进行操作。做多波动率策略包括买入跨式或宽跨式期权组合，Long Gamma 策略等。

图 10：豆粕波动率历史统计



此外,我们对豆粕期货自上市以来的历史数据进行统计,以 30 日时间窗口计算了其历史波动率的变化情况,对各个年份相同时间点的波动率取均值,可得到如上的波动率变化曲线,可以从图像中观察到,通常情况下,豆粕波动率在一季度较为稳定,与市场缺乏相应的炒作题材相吻合,四月以后,随着美豆种植拉开大幕,豆粕波动率逐渐走高,在七至八月波动率达到高点,随后波动率逐渐走弱,而在十一月份前后,在美豆出口的炒作下,波动率将再一次迎来高峰。本年度,受阿根廷干旱影响,一季度豆粕波动率从 8%左右上涨至 18%左右,攀升至历史均值水平,三月份之后,受中美贸易摩擦影响,豆粕波动率上涨至 20%以上,明显高于历史同期平均水平,随着贸易战产生的影响逐渐被市场消化,当前豆粕波动率回落至 20%左右。六月以后,北美天气炒作将成为市场的主导因素,且受中美贸易摩擦不确定性影响,我们预计,豆粕波动率随时间推移将进一步上升,因此,投资者可利用波动率的季节性规律及中美贸易事件驱动进行相关波动率策略操作。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678