

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（四季报）

2018 商品期权四季报

乘风破浪 权力出击

曹柏杨、霍柔安

期权部

曹柏杨

期权分析师

投资咨询证号：

Z0012931

霍柔安

期权分析师

期货从业资格号：

F3045696

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，针对当前市场行情，对美豆及国内供需进行了分析。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 M1901 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 3650 附近。结合豆粕基本面的情况来看，随着四季度中美贸易战的持续及大豆库存的进一步炒作，国内豆粕价格或将处于高位维持宽幅震荡。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，在豆粕期货宽幅震荡的行情下，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 豆粕基本面分析.....	4
5 豆粕期权策略建议.....	5
免责声明.....	7

1 豆粕期权行情回顾

截止到2018年09月28日，豆粕期权1-3季度累计总成交1779.13万手，其中看涨期权总成交量为1038.88万手，看跌期权总成交量为740.24万手，期权日均成交9.72万手，日最高成交量为59.29万手，日最低成交量为2.23万手。至2018年9月28日，豆粕期权总持仓51.91万手，其中看涨期权总持仓为24.21万手，看跌期权总持仓为27.70万手。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，以及中美贸易战背景下豆粕期权所展现的独特的风险管理属性，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）

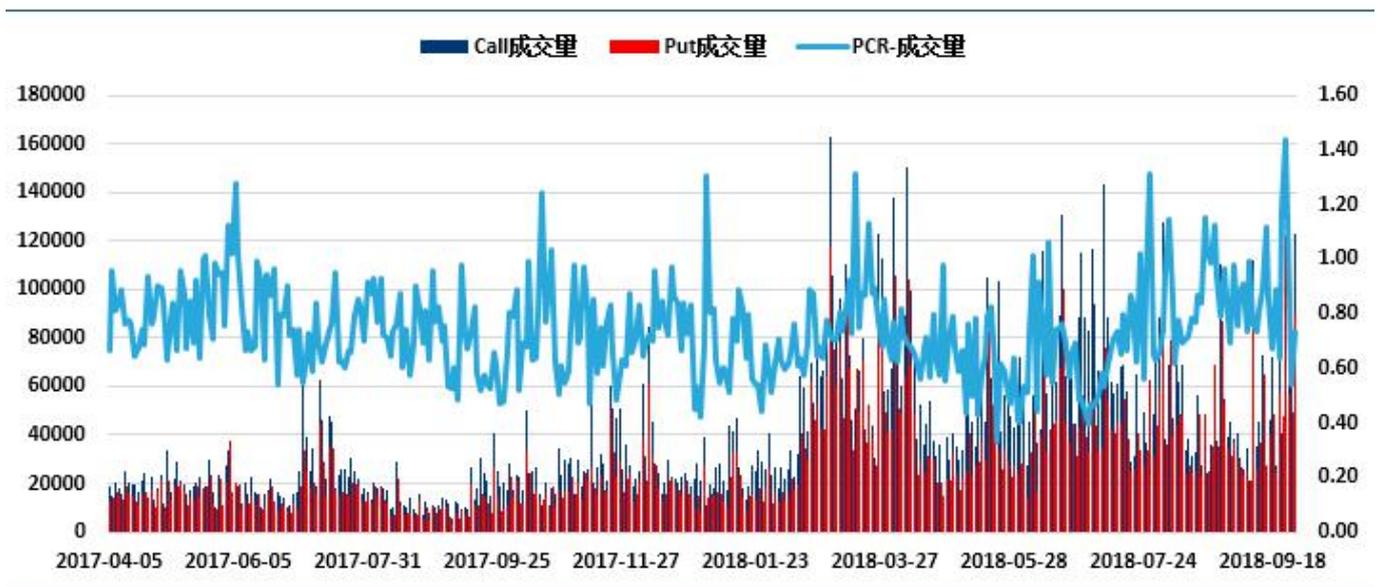
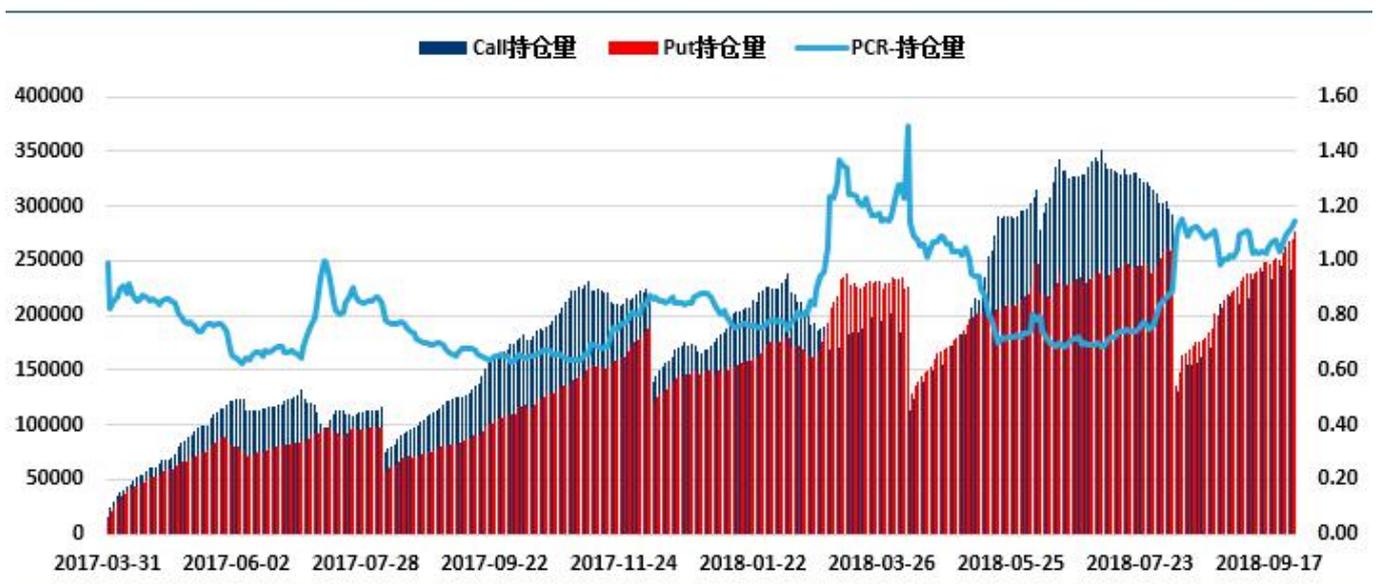


图2：豆粕期权每日持仓情况（单位：手）



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 0.74，最高为 1.44，最低为 0.33；总持仓 PCR 指标均值为 0.84，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。三季度，豆粕处于宽幅震荡行情，波动率由 26% 的相对高位逐步下降至 16%，三季度末，受中美贸易战进一步加剧的影响，豆粕主力合约大幅上涨，受此影响，当前豆粕波动率攀升至 22% 左右。

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

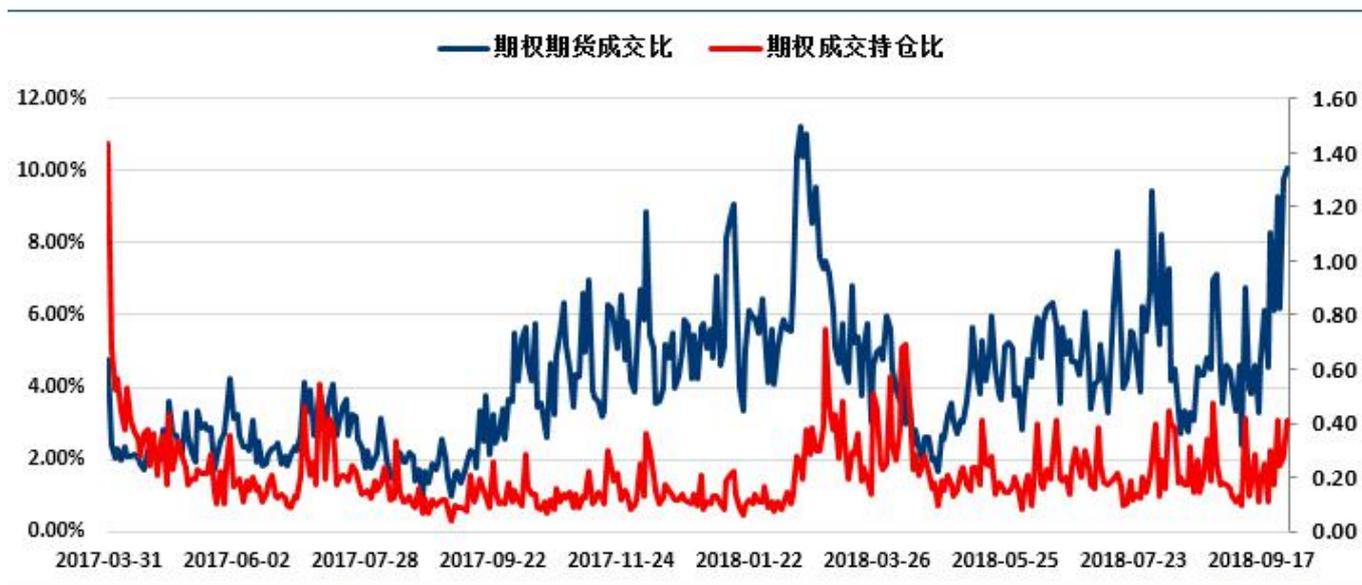
豆粕期权持仓限额				
实施日期		投机手数		
2017-03-31		300		
2017-09-15		2000		
2018-05-11		10000		
投资者适当性				
实施日期	考试	视频	互认	
2017-03-31	成绩90分	录像	不互认	
2017-09-01	试题优化90分	录像	境内商品期权交易成交记录，商品期权仿真互认	
2017-12-08	成绩90分	简化知识测试 视频录像	认可境内商品、金融期权交易成交记录	

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 9 月 28 日总计 369 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，三季度末，受中美贸易战进一步影响，豆粕期权与豆粕期货成交比进一步上涨，当前维持在 10% 左右。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 年豆粕行情大幅波动及中美贸易争端的影响，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	9.72	43.82	0.23	5.14%

图 5：豆粕期权活跃度情况



4 豆粕基本面分析

三季度以来，中美贸易冲突不断升级，全球最大大豆进口国对美豆的购买几乎陷入停滞，一度施压于美豆市场，不过随着欧盟等其他买家加快进口美国大豆，包括美、墨、加最近达成了取代北美自贸协定的三方协议，俨然为美豆出口市场带来转机。当前美国中西部地区大豆收获面临耽搁，尤其是中西部的西部地区，大豆作物还面临损失，以及衣阿华州、内布拉斯加州和明尼苏达州等州在内的大豆主产区天气多雨，也耽搁大豆收获工作。10月美国农业部（USDA）供需报告将单产上调至 53.1 蒲左右，美新豆期末库存将在 8.85 亿蒲式耳，虽然高于 9 月报告预测，但低于市场平均预期的 8.98 亿蒲，美豆继续反弹走高，只不过只要贸易战威胁不接触，美豆难持续大涨，在 900 美分关口处将面临不小的压力。

国内豆粕方面，目前南美大豆出口已经进入尾声，新季南美大豆要到明年 1 月才上市，未来两个多月国内的大豆采购面临一定的难度。9 月国内各港口进口大豆到港量预计为 742 万吨，10 月初步预计为 634 万吨，11 月预计为 590 万吨，12 月为 550 万吨，到明年 1 月只有 380 万吨。从统计情况来看，未来几个月仍需要继续买入大豆才能保证国内四季度供应不出现明显下滑。2017 年的 10 月至 2018 年的 1 月，四个月里国内大豆压榨量为 3261 万吨，在库存不变的情况下，根据目前预报的到港量还需要再购买 1000 万吨的大豆。受此影响，未来两个月国内的蛋白供应仍面临考验，对豆粕而言将是一个较大的支撑。

从需求端来看，8 月以来，国内多个省市接连出现非洲猪瘟疫情，市场比较担心是否会出现恐慌抛售情况。目前养殖户尚未出现恐慌性出栏，生猪跨区域调运受限，区域猪价有所回落，猪肉类制品消费有所抑，终端购买力下降。散养户有加快出栏的个案，但未影响到大型养殖集团。长期来看，重大疫情会使得能繁母猪淘汰量增大，

加速产能去化或导致周期拐点到来，此次疫情对于下游养殖户的心态影响大于实际影响；如果疫情大规模爆发，对养殖利润和猪价呈现利空短期利多长期的格局，后续密切关注猪瘟事件。短期来看，疫情呈点状分布，大规模流行可能性不大，对生猪消费暂无明显影响。

尽管豆粕库存出现止降回升，下游需求也因豆粕价格过高出现萎缩。但目前豆粕价格并不取决于基本面，主要取决于贸易战动向。随着中美关系恶化令贸易战短期和解希望越发渺茫，美豆进口受阻，后期大豆面临供应缺口，加上国庆期间美豆因降雨影响收割而反弹走高，及人民币下跌进一步推升进口成本，国庆后油粕市场迅速反应，连粕连续大幅拉升。虽然连续大幅拉升之后，技术面超买，以及多头获利平仓有可能导致市场出现短线调整，但预计贸易战结束前豆粕价格整体震荡上行格局将难改。

5 豆粕期权策略建议

从当前 M1901 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 3650 位置，看跌期权持仓主要集中在 3000 位置。这说明短期来看，3650 可能是豆粕的一个重要压力位。随着四季度大豆库存的逐渐紧张及中美贸易战的进一步演化，未来豆粕价格可能处于高位宽幅震荡行情。

图 6：M1901 系列期权成交分布

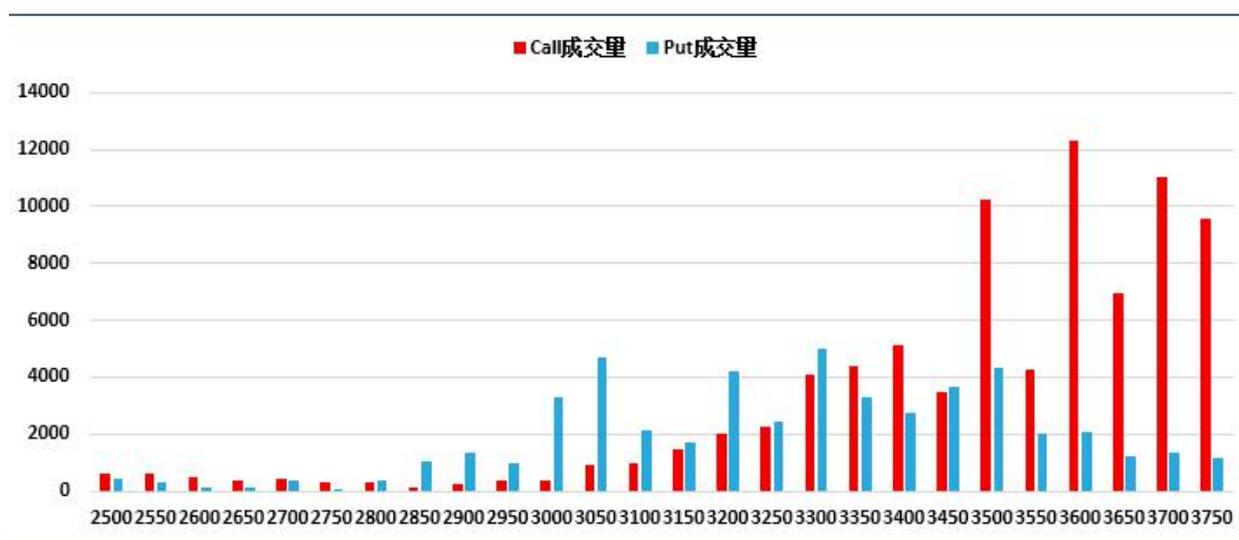
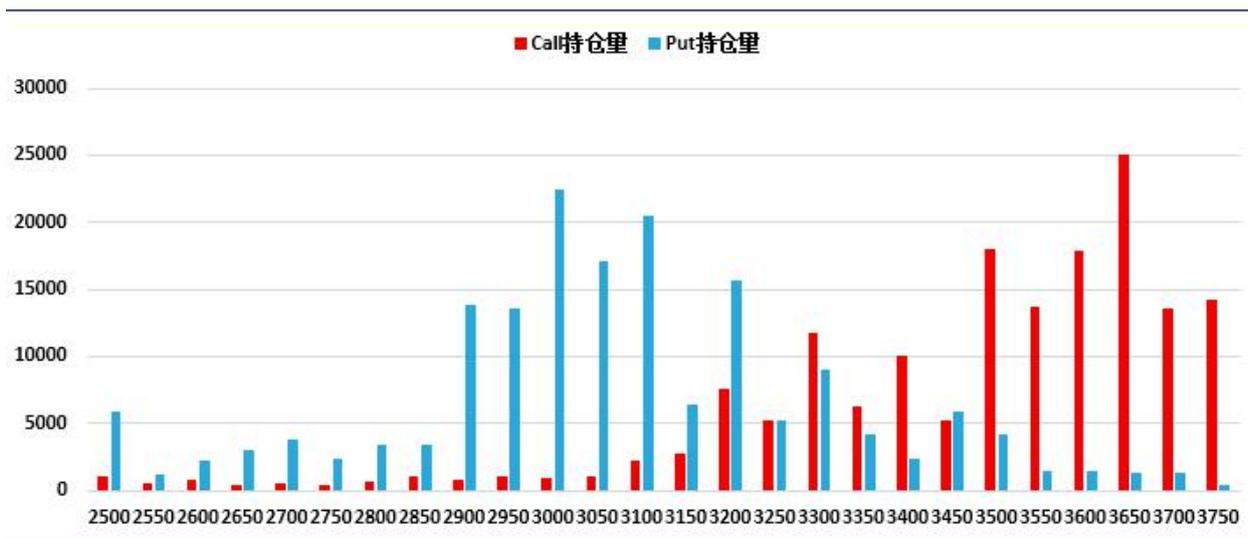
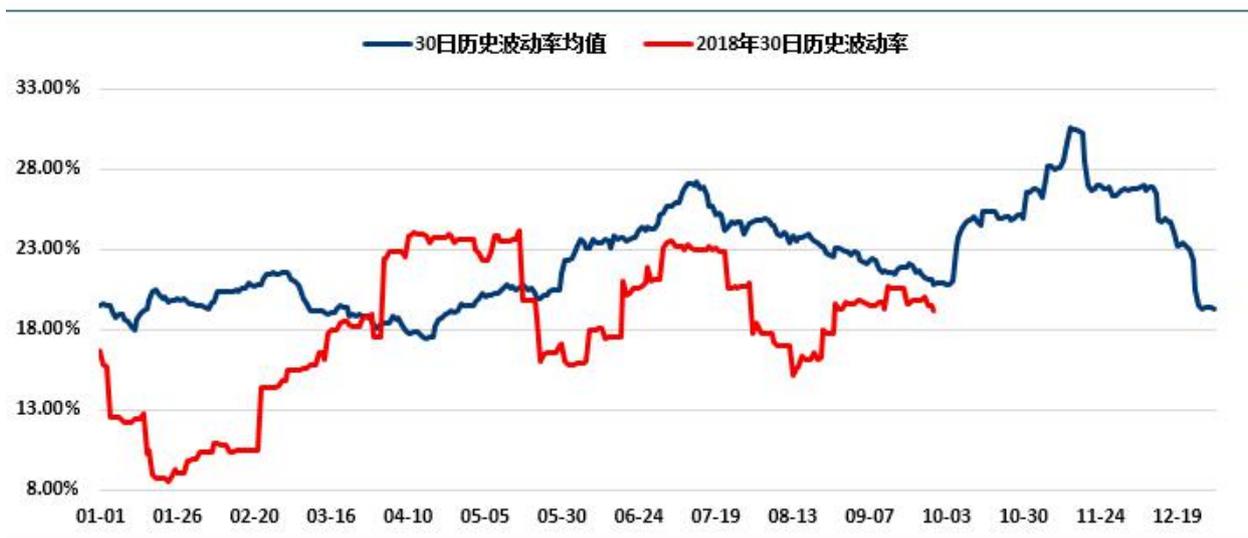


图 7：M1901 系列期权持仓分布



从波动率角度来看，当前 30 日历史波动率水平维持在 22%左右，基本与隐含波动率持平，略低于近十年同期历史波动率平均水平。进入四季度，随着对大豆库存的进一步炒作，以及中美贸易战的进一步发展，预计未来豆粕波动率将会逐渐走高。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 8：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，随着美豆种植开启，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。当前我们预计，四季度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