

标的上行乏力，9月合约快到期



走势评级: 白糖:震荡
报告日期: 2017年07月23日

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

★基本面判断:

国内现货购销不畅,在21日当周期价略有上扬的情境下,现货报价却在下调,社会库存消化压力仍较大。外围市场巴西宣布上调燃油税,然而因巴西蔗产区天气转晴,且集中供应的压力仍有待化解,外盘原糖期价受到的提振作用有限。综合判断,国内糖市缺乏活力,消费替代及走私冲击的打击之下,糖价或延续当前的震荡胶着状态。

★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:**此前推荐的卖出1月行权价为7000的看涨期权建议继续持有。

2、**看跌期权熊市价差策略:**虽然短期来看糖市偏震荡,但中长期来看四季度开始国内将进入压榨期,增产周期下糖价下行压力大,且外围市场在四季度的新增供应也将给国际原糖期价造成冲击。因而推荐投资者采用看跌期权熊市价差策略,买入1月行权价为6200的看跌期权,同时卖出行权价为6100的看跌期权。

综合考虑波动率以及持仓量分布,推荐进行以下操作:

3、**持仓量策略:**结合基于持仓量的PCR值以及目前的持仓数据,以卖方角度观察(大资金者),目前卖出看跌期权的布局点位有下移迹象,本周新增推荐卖出1月行权价为5800的看跌期权。

★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。

重要事项:本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺,见本报告最后部分。并阅读报告最后一页的免责声明。

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.....	8
7、风险提示.....	8

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: 1 月合约看涨期权价格走势	4
图表 4: 1 月合约看跌期权价格走势	4
图表 5: 白糖期权成交量变化	5
图表 6: 白糖期权持仓量变化	5
图表 7: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率	5
图表 8: 近 1 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 9: 近 2 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 10: 近 3 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 11: 近 6 月合约期权隐含波动率变化	6
图表 12: 1 月合约隐含波动率变化	6
图表 13: 历史波动率锥	6
图表 14: 1 月合约不同行权价的隐含波动率	7
图表 15: 平值期权隐含波动率期限结构	7
图表 16: 白糖期权 1 月合约持仓量跟踪	7
图表 17: 推荐策略表现情况跟踪	8

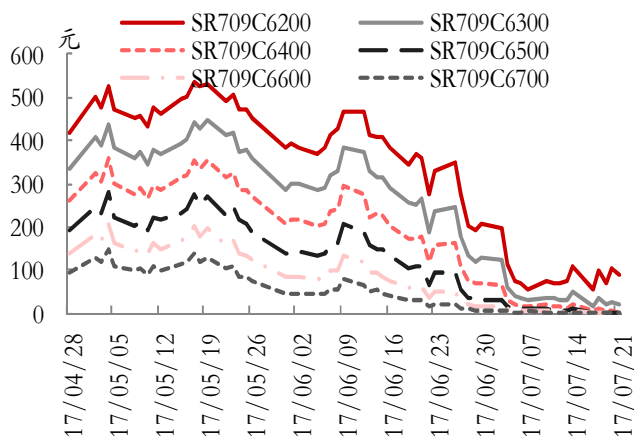
1、标的期货未来走势判断

郑糖仓单变动数据显示7月21日当周，仓单及有效预报量加总值不减反增，反映出现货购销不畅的现状。而且在当周期价略有上扬的情境下，现货报价却在下调，社会库存消化压力仍较大。消息面上，巴西宣布上调燃油税，这将激发甘蔗制酒精的积极性，但从外盘原糖期价的表现来看，提振作用并不大，主要还是因巴西蔗产区天气转晴，且集中供应的压力仍有待化解所致。综合判断，国内糖市缺乏活力，消费替代及走私冲击的打击之下，糖价或延续当前的震荡胶着状态。

2、白糖期权成交价量情况

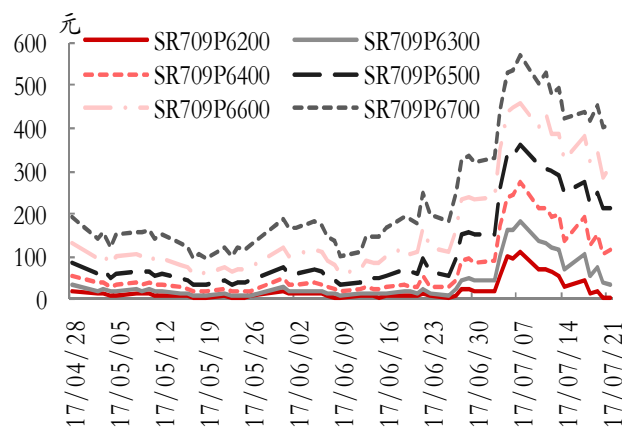
9月期权合约即将于7月25日到期，受到期日所剩不多影响，时间价值损失加速，当周无论是看涨期权还是看跌期权，期权价周环比均呈现下跌。至7月21日收盘，9月平值看涨期权合约“SR709-C-6200”收报23元，周环比跌幅达54%；9月平值看跌期权合约“SR709-P-6200”收报35元，周环比下跌了50.7%。

图表1：9月合约看涨期权价格走势



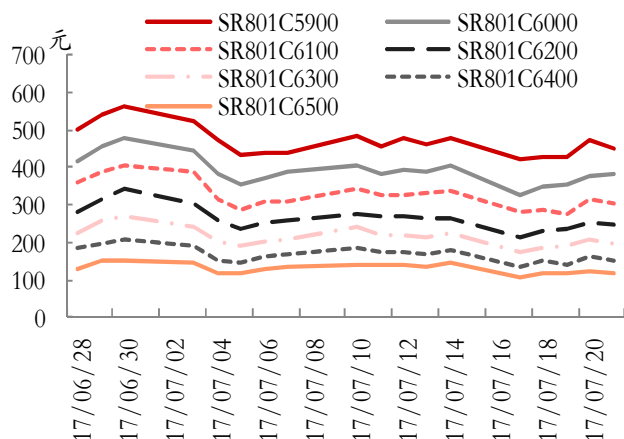
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表2：9月合约看跌期权价格走势



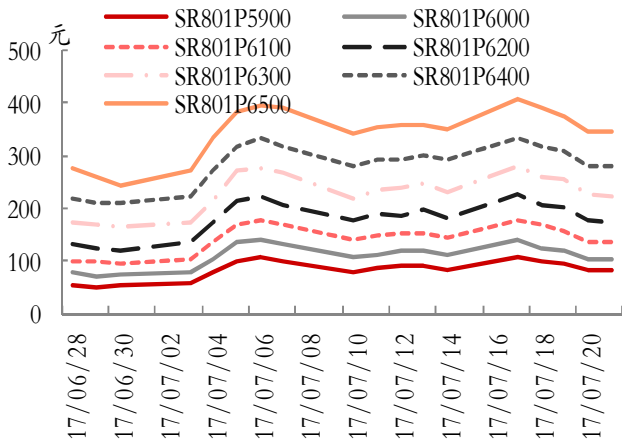
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表3：1月合约看涨期权价格走势



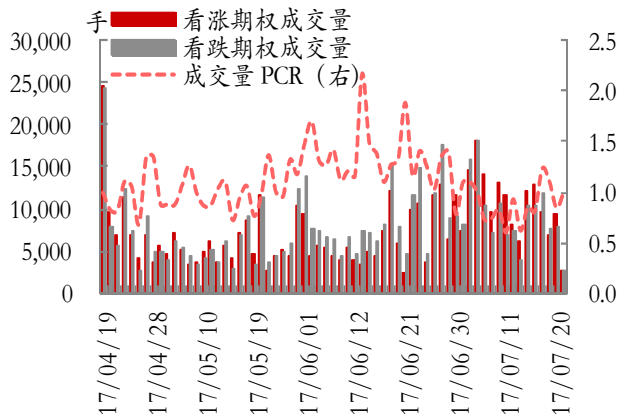
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表4：1月合约看跌期权价格走势



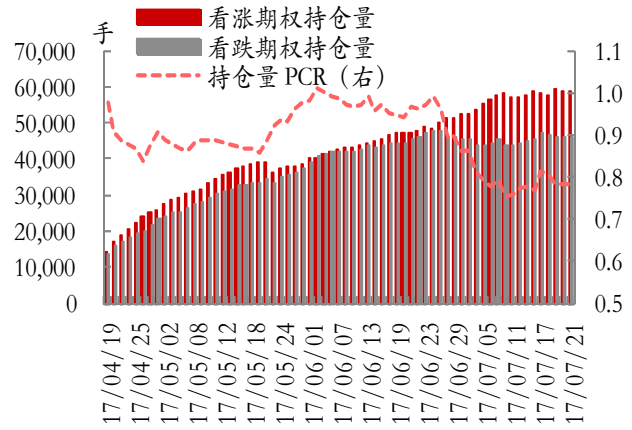
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表 5: 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 6: 白糖期权持仓量变化



资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

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 0.85 增至 1，基于总持仓量的 PCR 值由前一周的 0.77 微增至 0.78。从绝对值成交及持仓数据来看，当周整体成交活跃度下降，特别是 7 月 21 日的总成交量仅仅为 5462 手，也是白糖期权上市以来成交最少的一天。另外，持仓量变动数据显示当周看涨期权持仓量呈现略减，而看跌期权持仓则出现增加，说明市场参与者对看跌期权的布局有逐渐增多。

3、波动率数据追踪

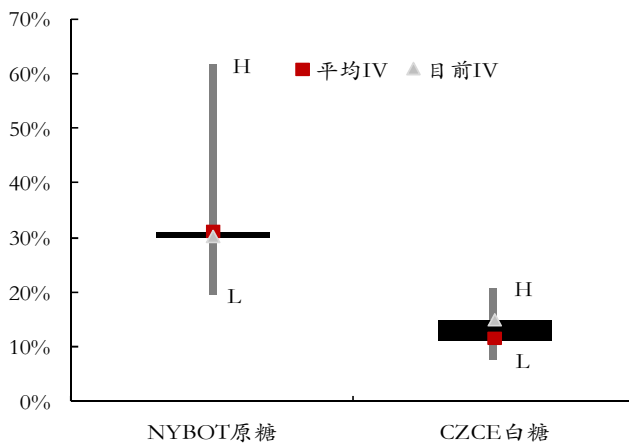
以隐含波动率的变动来看，7 月 17-21 日当周，近 1 月合约的隐含波动率无论是周环比，还是与上月同期水平相比，均呈现增加。而近 2 月、近 3 月、近 1 季月的隐含波动率则表现出周环比下降，但月环比增加的特点。滚动历史波动率的变动情况显示，当周短期历史波动率的上升较为明显，且高于中长期的波动率水平，中长期波动率相差不大。另外，从隐含波动率与历史波动率的对比来看，目前隐含波动率指标要高于均值水平。综合判断短期的波动率有望回落，中长期的波动率可能继续偏震荡。

图表 7: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率



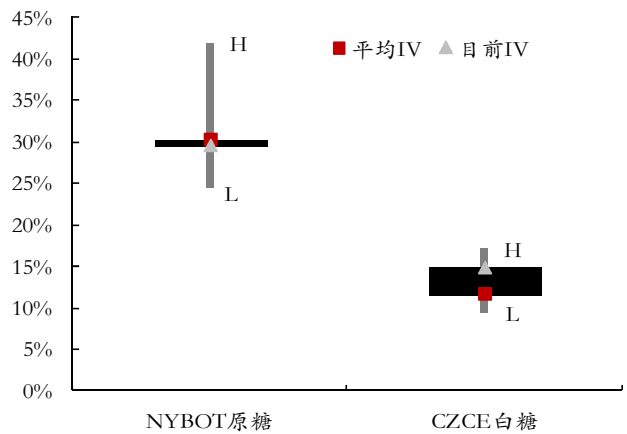
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8: 近 1 月合约期权隐含波动率变化



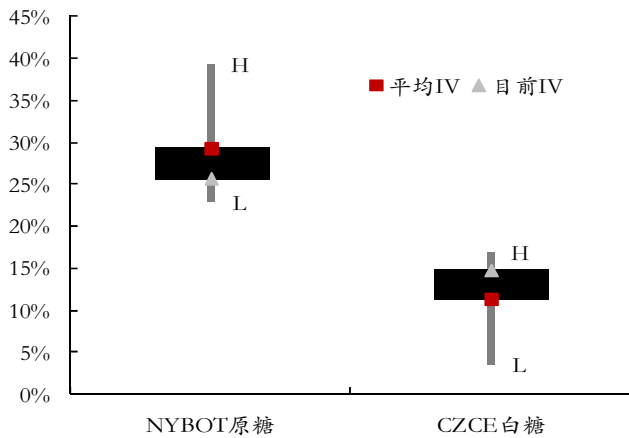
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 9: 近 2 月合约期权隐含波动率变化



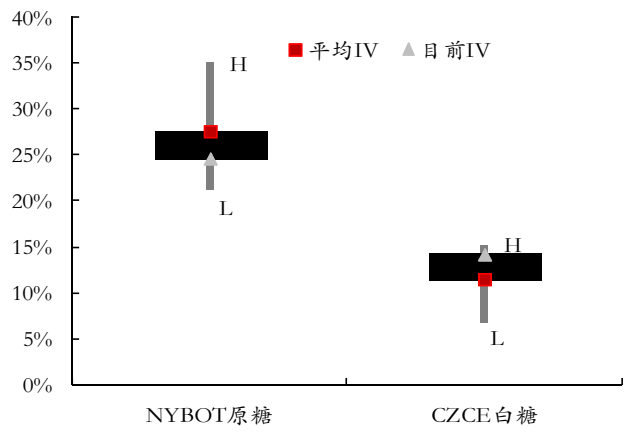
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 10: 近 3 月合约期权隐含波动率变化



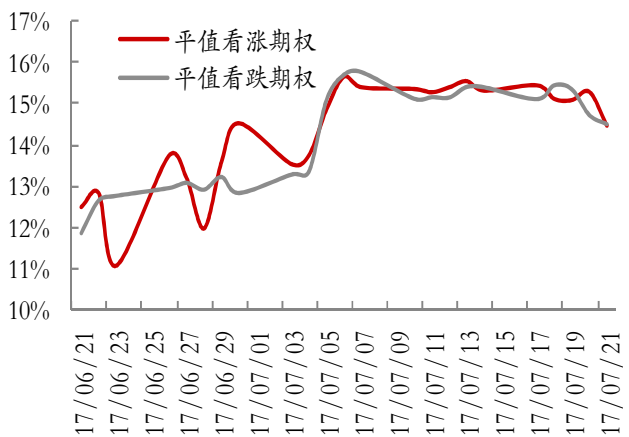
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 11: 近 6 月合约期权隐含波动率变化



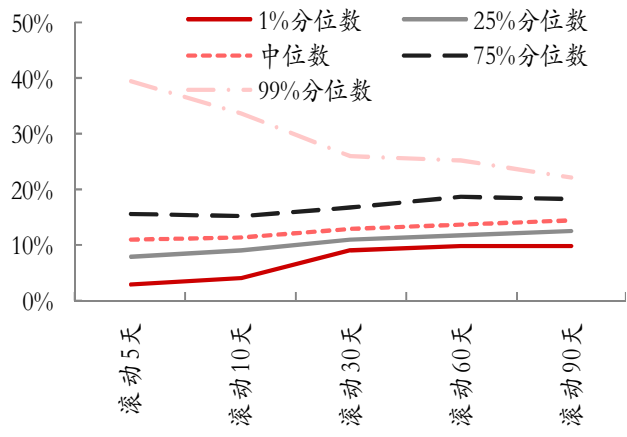
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 12: 1 月合约隐含波动率变化



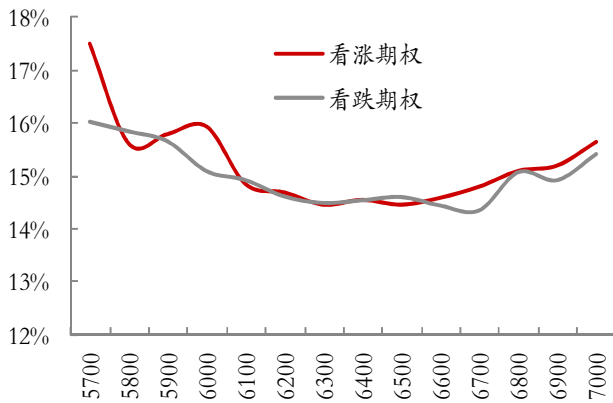
资料来源: 东证衍生品研究院

图表 13: 历史波动率锥



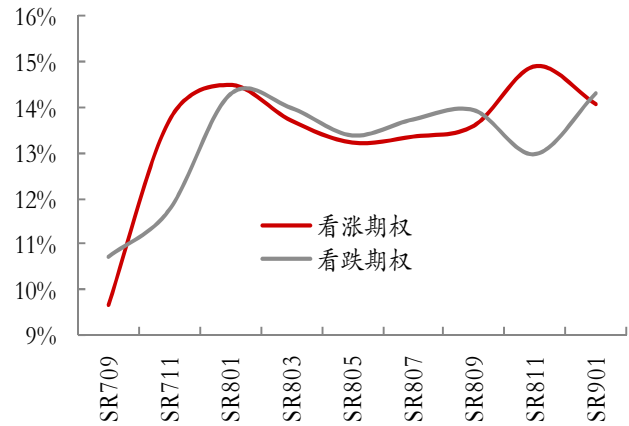
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 1 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 15: 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 1 月期权合约的剩余天数, 中位数大概在 14.3% 左右, 而目前的历史波动率为 10.3%, 以及隐含波动率在 14.5% 附近。

对于不同行权价的合约, 看涨期权和看跌期权波动率表现出了波动率微笑的特征, 且在相同行权价的情形下, 看涨期权与看跌期权的隐含波动率相差不大。隐含波动率的期限结构显示近远月合约的波动率差值有拉大, 综合判断, 近月合约的隐含波动率相对高估。

4、基于持仓量变动数据的跟踪

图表 16: 白糖期权 1 月合约持仓量跟踪

IV (%)	看涨期权				行权价	看跌期权				
	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 (%)
15.92	-30	332	10	383	6000	104.5	80	1,528	112	15.10
14.83	100	368	26	305.5	6100	137.5	48	910	-64	14.93
14.67	28	1,384	62	246.5	6200	175.5	242	2,266	-68	14.62
14.44	94	1,246	130	194	6300	223.5	38	1,800	-68	14.50
14.53	116	1,048	116	153	6400	281	6	614	54	14.55
14.44	332	1,668	154	117	6500	346	22	1,410	76	14.61
14.57	-104	1,628	250	90	6600	414.5	6	926	78	14.45
14.78	176	1,318	56	69.5	6700	490	10	862	22	14.36
15.08	106	1,644	126	54	6800	578.5	4	680	4	15.08
15.18	24	1,052	42	40.5	6900	662.5	4	242	-10	14.93
15.63	-16	2,146	20	32.5	7000	754.5	2	286	-28	15.42

资料来源: 郑商所, 东证衍生品研究院(IV 为隐含波动率)

以最大持仓量序列来看，看涨期权落在 7000，看跌期权则落在 6200，进一步以持仓量增减情形来看，看涨期权在行权价为 6500 的位置持续增加相对较多。看跌期权方面，在行权价为 6000 的位置当周有增持，对于行权价分布在 6200-6600 的区间有相应减持，显示下方支撑点位有下移的迹象。结合基于持仓量的 PCR 值以及目前的持仓数据，以卖方角度观察(大资金者)，目前卖出看跌期权的布局点位下移到行权价为 6000 的点位。

5、上周推荐策略表现情况跟踪

图表 17: 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	32.5	260	260
熊市价差策略	买入 1 月 6200 看跌期权	2017/7/21	——	175.5	——	——	——
	卖出 1 月 6100 看跌期权	2017/7/21	——	137.5	——	——	——
持仓量策略	卖出 1 月 5800 看跌期权	2017/7/21	——	60.5	——	——	——

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：

此前推荐的卖出 1 月行权价为 7000 的看涨期权建议继续持有。

2、看跌期权熊市价差策略：

虽然短期来看糖市偏震荡，但中长期来看四季度开始国内将进入压榨期，增产周期下糖价下行压力大，且外围市场在四季度的新增供应也将给国际原糖期价造成冲击。因而推荐投资者采用看跌期权熊市价差策略，买入 1 月行权价为 6200 的看跌期权，同时卖出行权价为 6100 的看跌期权。

综合考虑波动率以及持仓量分布，推荐进行以下操作：

3、持仓量策略：

结合基于持仓量的 PCR 值以及目前的持仓数据，以卖方角度观察(大资金者)，目前卖出看跌期权的布局点位有下移迹象，本周新增推荐卖出行权价为 5800 的看跌期权。

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