

▶ 年报 · 期权

“商品+金融”扩容，期权迎来大时代

倍特期货 · 研究发展中心

2019年12月20日

如果把投资世界想成一个平面，一根轴是策略丰富的维度，那么另一根轴就是工具丰富的维度。要在工具的维度上有所突破，就不能仅仅局限于现货和期货。相较于现货资产，期货可以看涨做多也可以看跌做空，但相较于期货，期权不仅可以在趋势市里风生水起，更能在震荡市里绝处逢生。期权“上的了厅堂，下的了厨房”，可以设计低频策略，也可以设计高频策略，可以用来赚取价差，也可以用来套保套利。

相关报告：

《改革开放再出发，直挂云帆济沧海》（2018年12月26日）

分析师：程杰

从业资格证号：F3040106

投资咨询证号：Z0014943

联系电话：028-85259842

QQ：329385141

助理分析师：唐超

从业资格证号：F3046098

QQ：525947757

要点：

- ◆ 2019年期权市场回顾
- ◆ 商品期权运行情况
- ◆ 期权市场策略分析及展望
- ◆ 总结与展望

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、2019 年期权市场回顾

2019 年可谓是芝麻开花节节高，商品期权遍地开花，金融期权也迎来了大发展。商品期权方面，1 月 28 日，玉米期权、棉花期权及天然橡胶期权携手上市，12 月，铁矿石期权、PTA 期权及甲醇期权、黄金期权陆续登台，紧接着 2020 年 1 月 16 日菜籽粕期权上市，场内商品期权形成了多点开花的格局。随着沪深 300ETF 期权、沪深 300 股指期权的上市，金融期权市场也摆脱了一枝独秀的局面，推进了国内期权市场的繁荣和发展。

（一）2019 年期权市场事件梳理

1、中国证券监督管理委员会

2019 年 1 月 4 日，证监会已批准上海期货交易所开展天然橡胶期权交易、批准郑州商品交易所开展棉花期权交易，批准大连商品交易所开展玉米期权交易。天然橡胶、棉花和玉米期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 1 月 28 日。

2019 年 11 月 8 日，为深化资本市场改革，激发市场活力，经国务院同意，证监会正式启动扩大股票股指期权试点工作，将按程序批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期权。

2019 年 11 月 22 日，证监会已批准郑州商品交易所开展 PTA、甲醇、菜籽粕期权交易，批准大连商品交易所开展铁矿石期权交易，批准上海期货交易所开展黄金期权交易。PTA、甲醇期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 16 日，菜籽粕期权合约正式挂牌交易时间为 2020 年 1 月 16 日，铁矿石期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 9 日，黄金期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 20 日。

2、上海期货交易所

2019 年 1 月 21 日，发布天然橡胶期权上市交易有关事项、《上海期货交易所天然橡胶期货期权合约》及相关规则、《期货公司天然橡胶期权业务指南》、《天然橡胶期权做市商业指南》和《上海期货交易所期权投资者适当性制度操作指南》。

2019 年 1 月 25 日，公布天然橡胶期权合约上市挂牌基准价。

2019年5月31日，发布修订后的《期货公司铜期权业务指南》和《期货公司天然橡胶期权业务指南》。为进一步加强适当性业务管理，规范相关业务流程，我所删除了《期货公司铜期权业务指南》和《期货公司天然橡胶期权业务指南》中涉及适当性的内容，开户机构落实交易所适当性要求按照《上海期货交易所期货交易者适当性制度操作指引》执行。

2019年11月11日，上海期货交易所就黄金期权合约公开征求意见，根据《期货交易管理条例》、《期货交易所管理办法》等有关法规和规章，将《上海期货交易所黄金期货期权合约（征求意见稿）》予以公布。

3、大连商品交易所

2019年1月21日，发布玉米期权上市交易有关事项以及《大连商品交易所玉米期货期权合约》。

2019年2月21日，调整豆粕期权限仓标准，自2019年2月22日（星期五）结算时起，非期货公司会员和客户持有的某月份期权合约中所有看涨期权的买持仓量和看跌期权的卖持仓量之和、看跌期权的买持仓量和看涨期权的卖持仓量之和，分别不得超过30,000手。

2019年4月1日，为进一步适应市场需求，更好的服务实体经济，大商所于2019年4月8日结算后启用投机保值互换、期权套期保值属性交易业务。

2019年5月30日，为进一步提升资金使用效率，大商所于6月6日结算时开启期货期权组合保证金相关业务。业务开启后，交易期间将支持非期货公司会员和客户向交易所申请以对符合条件的持仓进行组合确认的方式建立组合持仓，实时享受组合保证金优惠；同时还将支持套期保值属性持仓参与组合，享受保证金优惠等业务。

2019年11月15日，调整豆粕期权及玉米期权限仓标准，自2019年11月18日（星期一）结算时起，非期货公司会员和客户在豆粕期权与玉米期权品种上的限仓标准调整至40,000手。

2019年11月29日，发布关于铁矿石期权上市交易有关事项，就铁矿石期权的上市交易时间、交易合约月份、挂盘基准价、交易指令、行权与履约、持仓限额管理、相关费用、合约询价事项进行了说明。同时发布《大连商品交易所铁矿石期货期权合约》

4、郑州商品交易所

2019年1月21日，发布挂牌棉花期权合约有关事项、《郑州商品交易所棉花期权合约》、棉花钱手续费的公告。

2019年5月21日，调整白糖、棉花期权持仓限额，自2019年5月22日结算起，非期货公司会员、客户所持有的按单边计算的某月份白糖、棉花期权合约投机持仓限额均调整为10000手；白糖、棉花期权合约取消执行“投机、套利与套期保值期权持仓之和不得超过期权合约投机持仓限额的3倍”的规定。

2019年10月29日，发布白糖、棉花期权合约修订案，将白糖期权合约月份修改为“标的期货合约中的连续两个近月，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到5000手（单边）之后的第二个交易日挂牌。”将棉花期权合约月份修改为“标的期货合约中的连续两个近月，其后月份在标的期货合约结算后持仓量达到5000手（单边）之后的第二个交易日挂牌。”

2019年10月30日，调整白糖、棉花期权持仓限额，自2019年10月31日结算时起，非期货公司会员、客户所持有的按单边计算的某月份白糖期权合约投机持仓限额调整为30000手，棉花期权合约投机持仓限额调整为20000手。

2019年12月9日，发布PTA期权、甲醇期权合约

2019年12月10日，发布挂牌PTA、甲醇期权合约有关事项以及PTA、甲醇期权手续费收取标准。

（二）期权市场回顾

1、商品期权运行平稳，扩容与成交并进

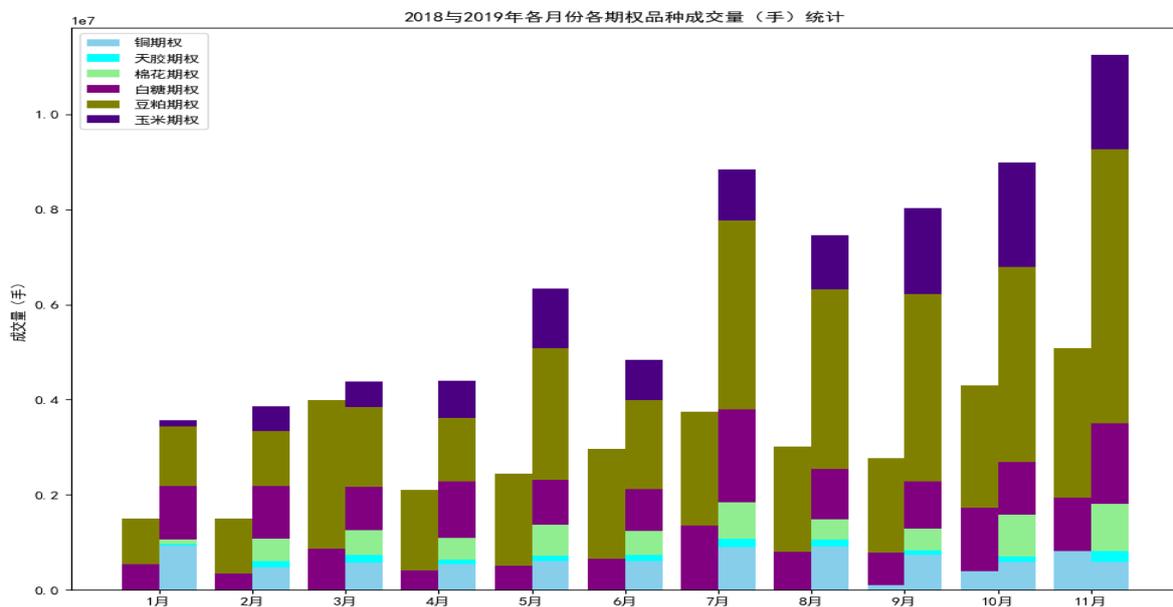
2019年12月9日，国内第七个商品期权——铁矿石期权正式在大连商品交易所挂牌上市，钢铁工业从此又多了一项金融工具保驾护航。上市首日，铁矿石期权整体运行平稳，共推出了10个系列的252个合约，当日成交量2.6万手（单边，下同），成交额7614万元，持仓量1.5万手，其中成交量PCR为0.9，持仓量PCR为1.0，期权成交量占铁矿石期货成交量的1.69%。

12月16日，随着一声锣响，郑州商品交易所迎来了两个商品期货能源化工板块期权——PTA、甲醇期权。作为国内首批商品期货能源化工期权，PTA、甲醇期权有效的填补了这一空白。上市首日，整体运行良好。PTA期权共推出5个系列的130个合约，当日成交量为3.85万手，持仓量2.08万手，成交量PCR为0.58，持仓量PCR为0.65。甲醇期权共推出4个系列104个期权合约，当日成交量为3.80万手，持仓量1.97万手，成交量PCR为0.69，持仓量PCR为0.74。

由于新品种刚上市，未纳入12月上市期权品种数据。截止到11月末，成交量和成交额较2018年均屡创新高。商品期权市场总计成交量达7194.32万手，同比2018年增加115.39%，日均成交

量为 32.41 万手；总计成交额达 578.98 亿元，同比 2018 年增加 65.23%。究其根源，首先，从成交量和成交额的直方图可以看出，商品期权由 2018 年的两个品种增加到三个品种，2019 年 1 月更是增加到了六个品种，新品种期权成交基本呈现为逐月递增，除了之外，豆粕期权的成交也较去年增加幅度较大；其次，铜期权的市场需求较大，推动了市场的发展，从各交易所成交量和成交额的饼状图可以看出，随着铜期权成交量成交额的增加，上期所在整个商品期权市场上占的比重增加较大，成交量由去年的 3.92% 增加至 12.33%，成交额则由 31.35% 上升至 41.90%。

图 1：2018 与 2019 年各月份各期权品种成交量统计



（数据来源：证监会，倍特期货）

图 2：2018 与 2019 年各月份各期权品种成交额统计

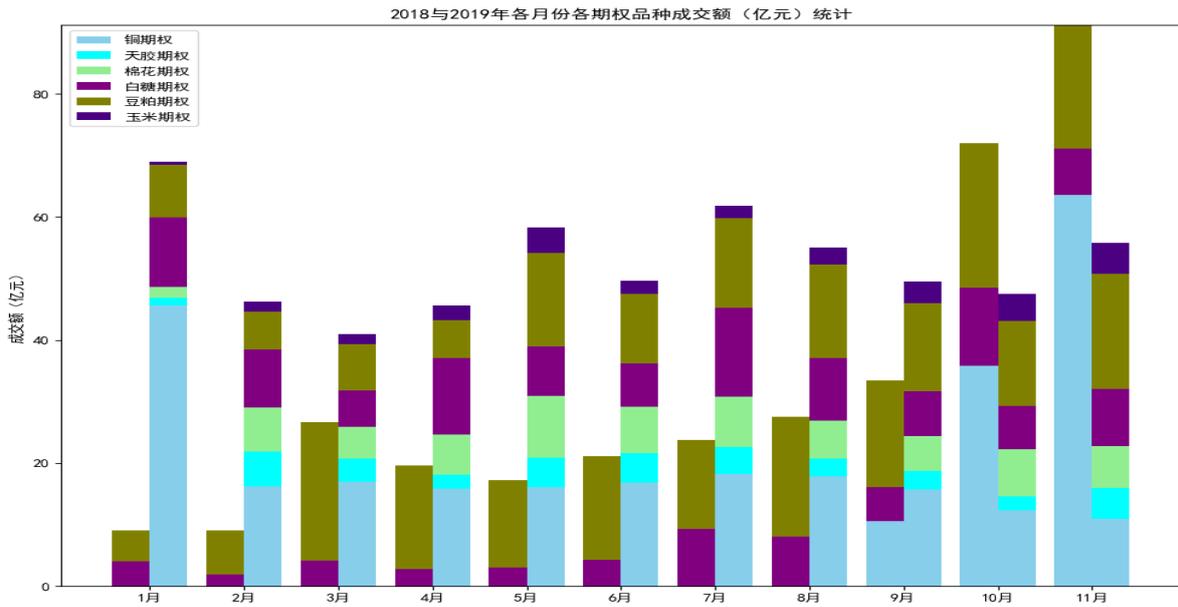
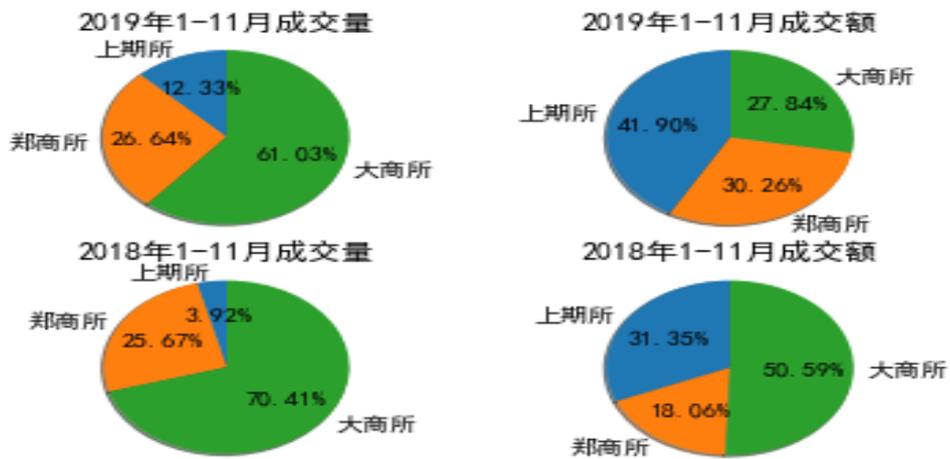


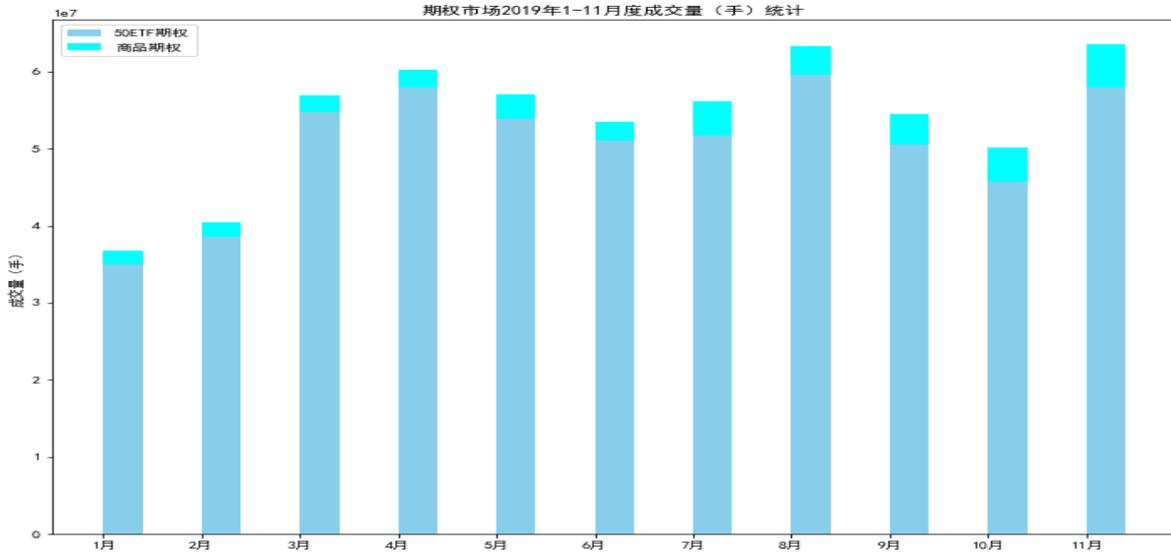
图 3：2018 与 2019 年各月份各期交易所成交占比统计



2、整个期权市场稳重求进

从 50ETF 期权和商品期权成交量统计的直方图可以看出，尽管国内外金融市场环境在快速变化，金融期权和商品期权的成交量仍然呈现上涨趋势，说明它们已经日益成为了各类投资者进行资产、风险管理的重要工具。

图 4: 期权市场 2019 年 1-11 月度成交量统计



(数据来源: 证监会, 上交所, 倍特期货)

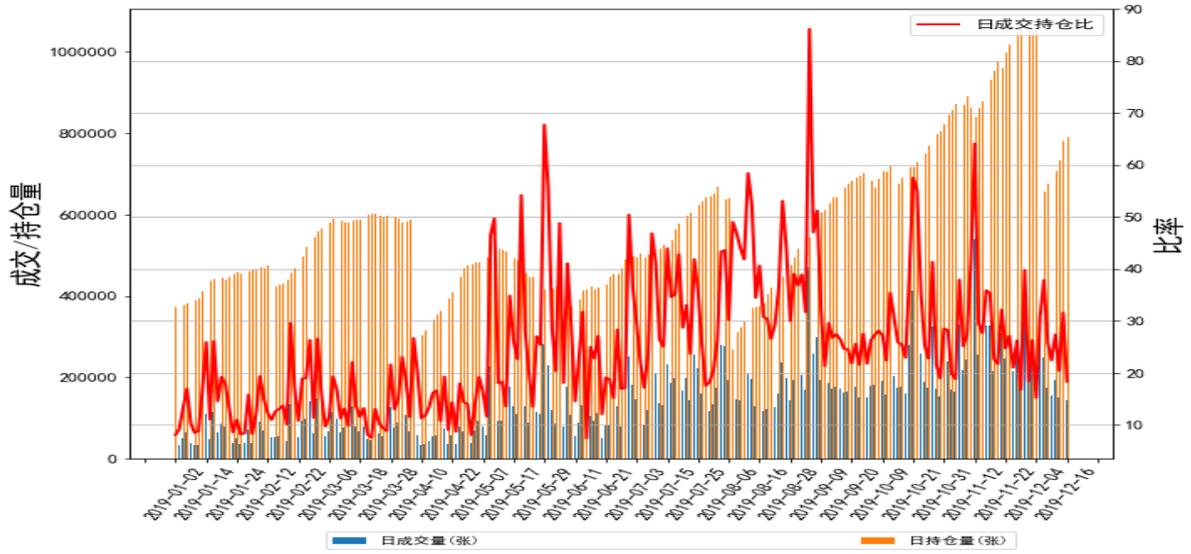
二、商品期权运行情况

(一) 豆粕期权运行情况

1、豆粕期权成交持仓情况

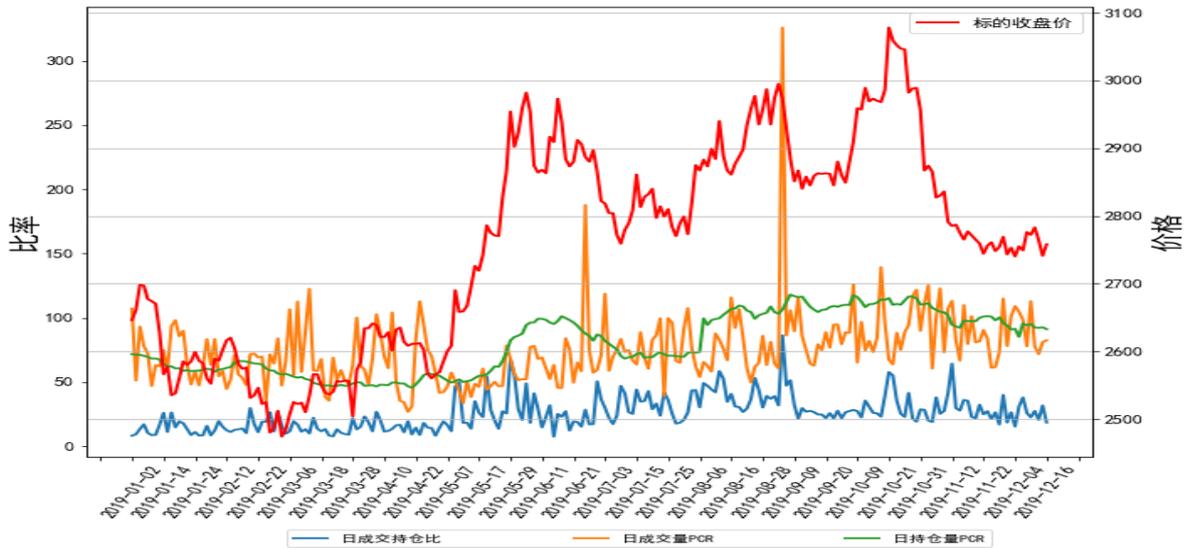
截止到 2019 年 12 月 16 日, 豆粕期权累计总成交 3390.18 万张 (双边, 下同), 其中看涨期权总成交量为 1916.48 万张, 看跌期权总成交量为 1473.70 万张, 期权日均成交 14.55 万张, 日最高成交量为 54.02 万张, 日最低成交量为 3.02 万张; 豆粕期权总持仓 79.02 万张, 其中看涨期权总持仓为 41.36 万张, 看跌期权总持仓为 37.66 万张。

图 5: 豆粕期权日成交量和持仓量以及日成交持仓比



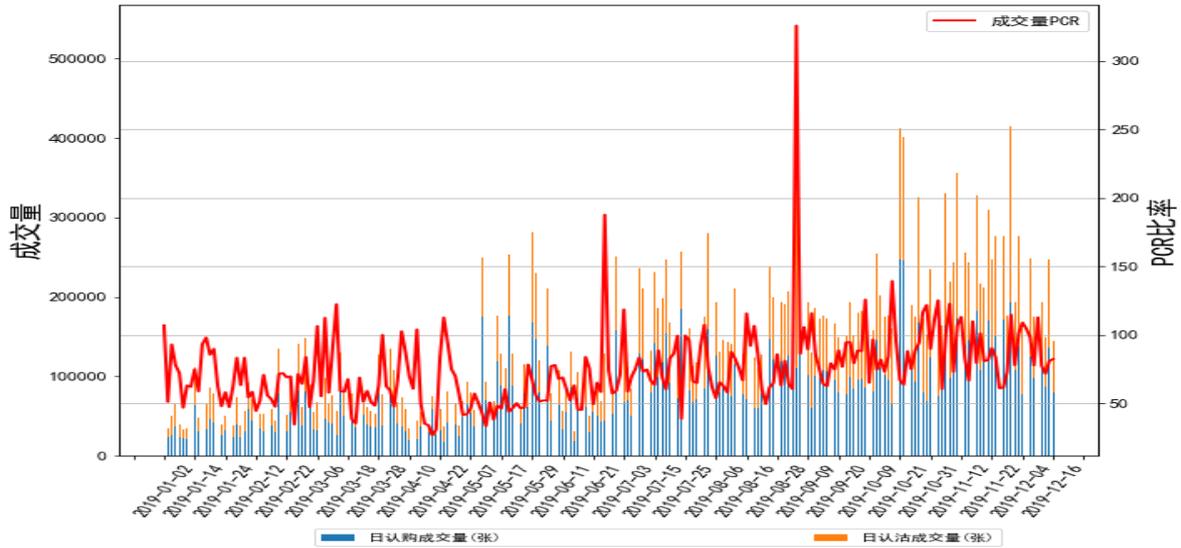
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 6: 豆粕期权标的收盘价和日成交持仓比以及 PCR



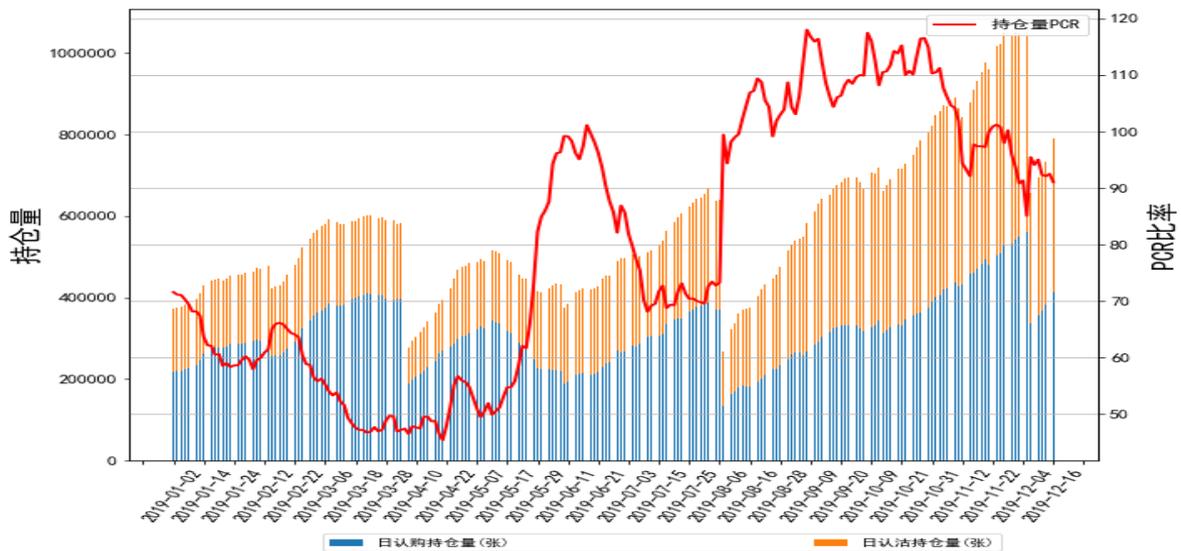
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 7: 豆粕期权日看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 8: 豆粕期权日看涨看跌持仓量及持仓量 PCR



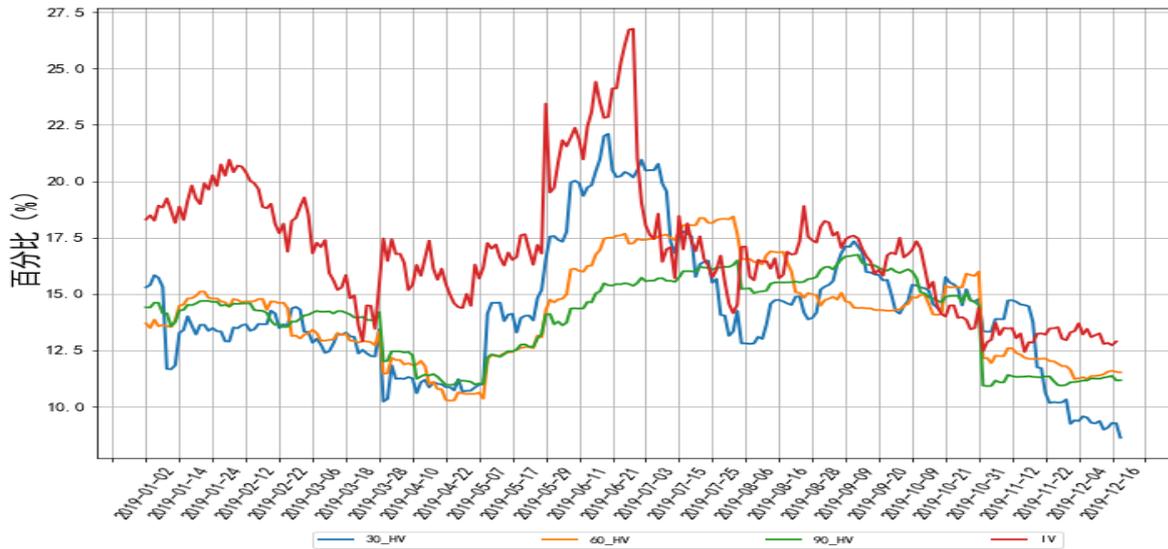
(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、豆粕期权波动率情况

2019 年豆粕期货主力历史波动率整体处于 10%~17.5% 区间波动，豆粕期权隐含波动率在前七个月波动幅度较大，3 月开始炒作美豆新种植面积减少，导致波动率开始上升，5 月至 7 月波动率一路上升至年内最高水平，主要原因是美国对中国增加关系，导致中美贸易关系紧张，8 月中旬过后，

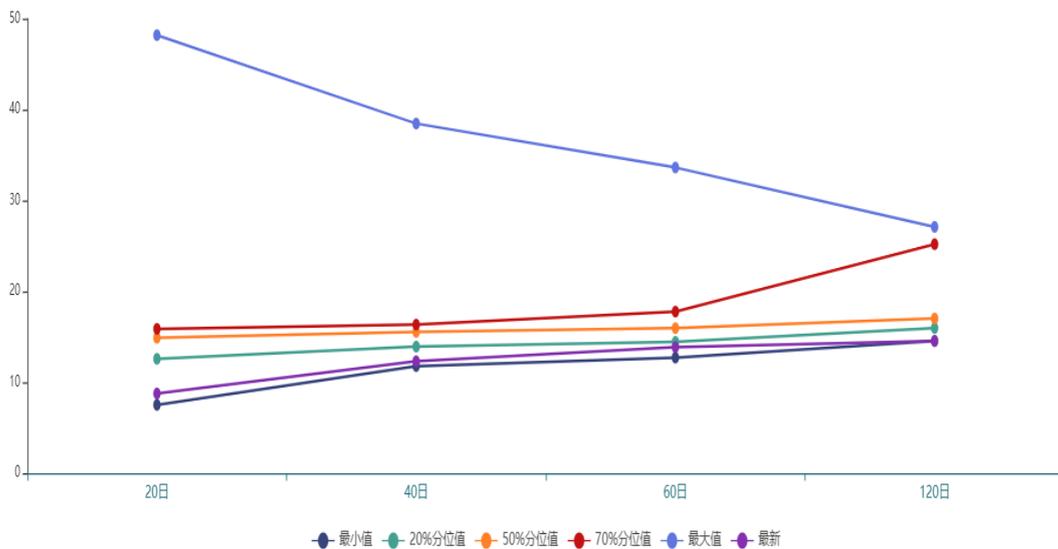
虽然中美贸易关系反反复复，致使波动率略有回升之后，伴随着中美关系逐步缓和，波动率处于下降趋势。目前来看，豆粕期货历史波动率、豆粕期权隐含波动率均处于年内较低位置，尤其 30 天历史波动率已经突破年内最低水平。

图 9：豆粕期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 10：豆粕期权历史波动锥情况



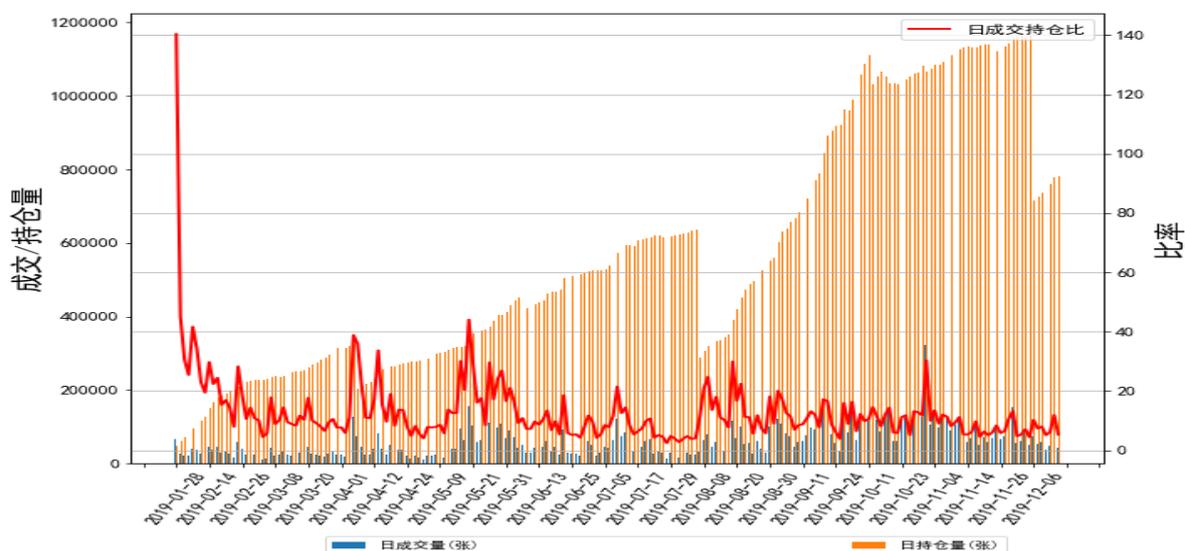
(数据来源: Wind, 倍特期货)

（二）玉米期权运行情况

1、玉米期权成交持仓情况

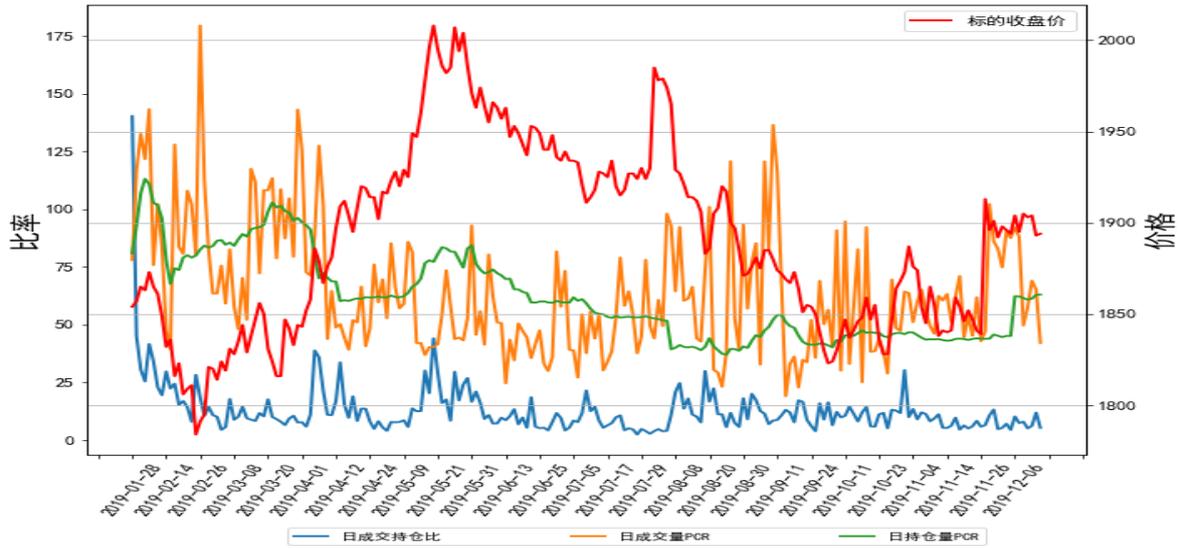
截止到 2019 年 12 月 16 日，玉米期权累计总成交 1292.41 万张（双边，下同），其中看涨期权总成交量为 817.36 万张，看跌期权总成交量为 475.05 万张，期权日均成交 6.01 万张，日最高成交量为 32.35 万张，日最低成交量为 1.03 万张；玉米期权总持仓 78.01 万张，其中看涨期权总持仓为 47.84 万张，看跌期权总持仓为 30.17 万张。

图 11：玉米期权日成交量和持仓量以及日成交持仓比



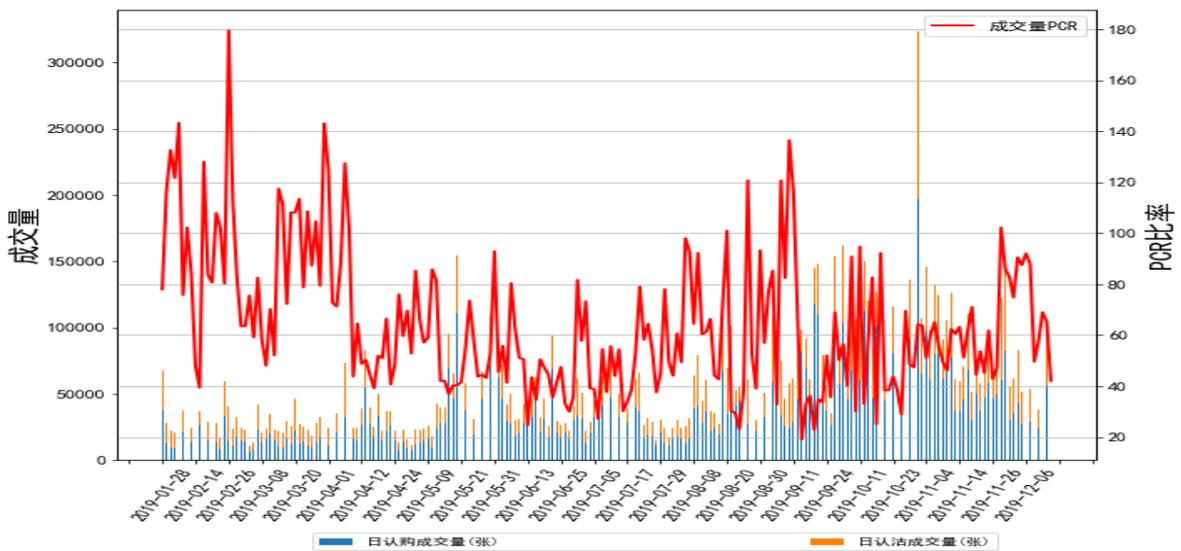
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 12：玉米期权标的收盘价和日成交持仓比以及 PCR



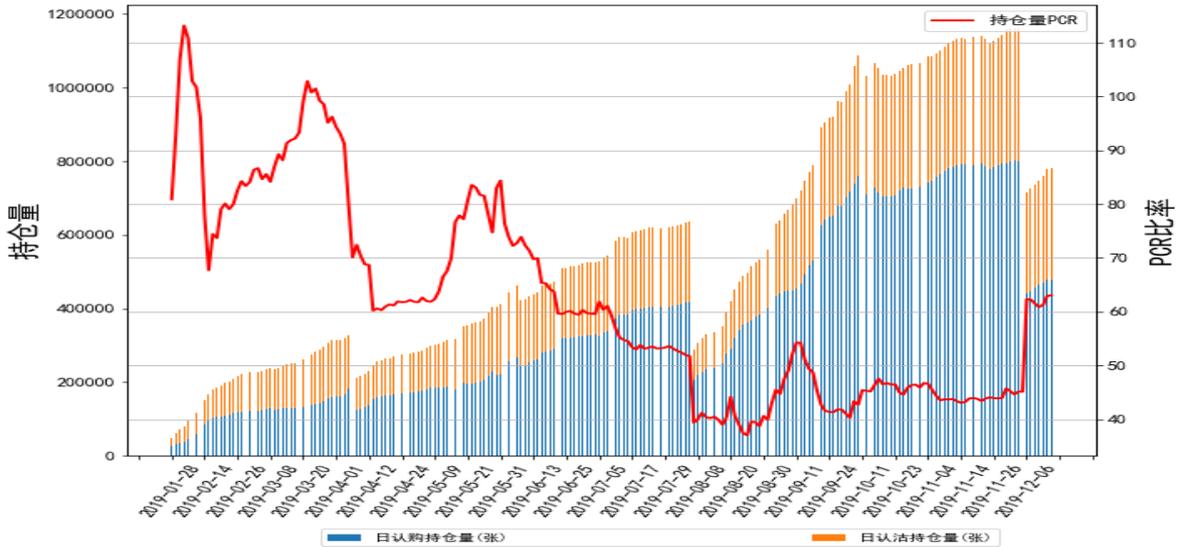
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 13: 玉米期权看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 14: 玉米期权看涨看跌持仓量及持仓量 PCR

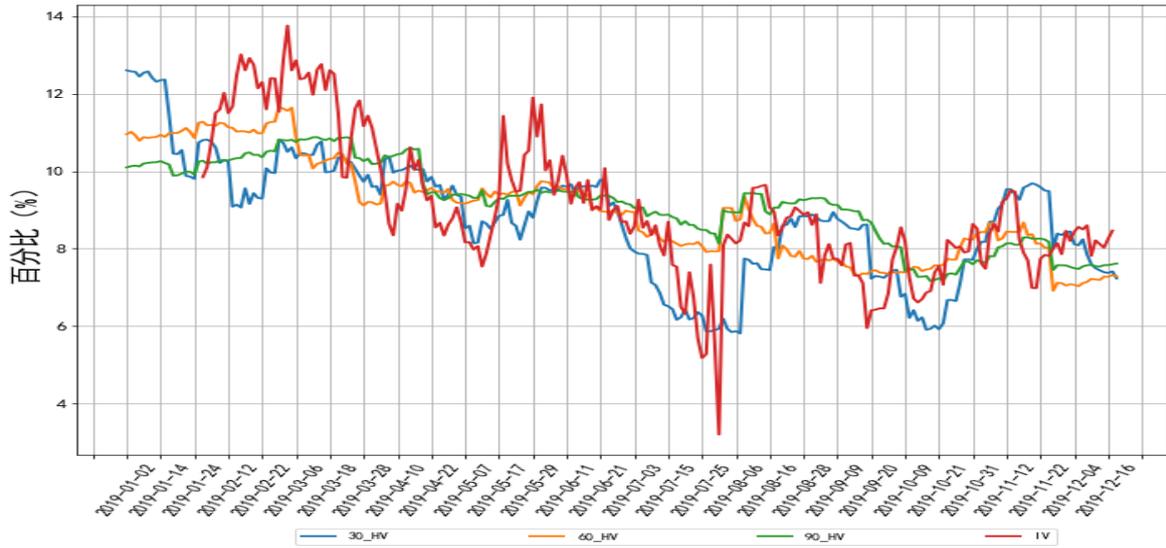


(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、玉米期权波动率情况

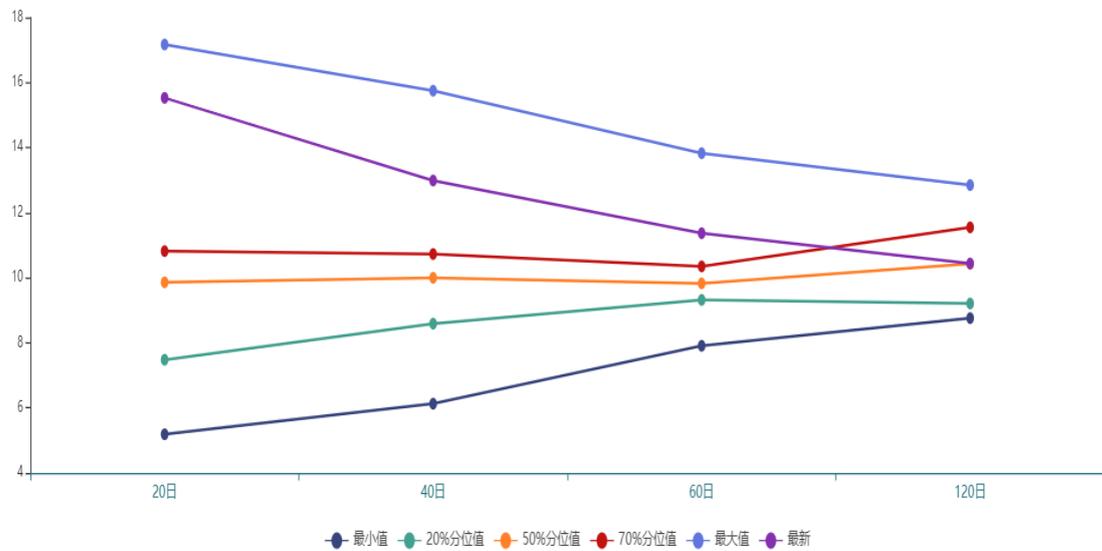
从玉米期货历史波动率与玉米期权隐含波动率来看，很明显波动率水平偏低且呈现出缓慢下降趋势，各波动率水平相互交织，隐含波动率波动幅度最大。4月中旬之前，由于非洲猪瘟担忧加剧，影响玉米需求，所以市场波动率一路走低，5月由于售粮进度推进、临储拍卖传言落实给市场传来利好，市场波动有所郑家，后来随着拍卖成交下滑，库存高位，需求疲软等导致波动率快速下滑。从最近来看，历史波动率在7%附近波动，隐含波动率在8%附近波动，整体比较平稳。

图 15: 玉米期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 16: 玉米期权历史波动率锥情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

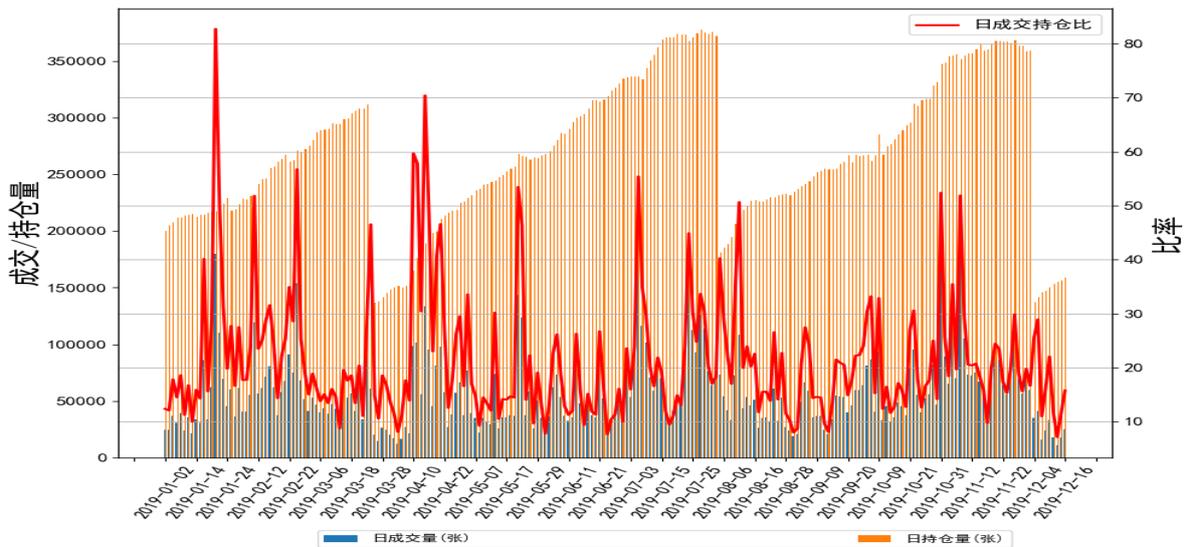
(三) 白糖期权运行情况

1、白糖期权成交持仓情况

截止到 2019 年 12 月 16 日, 白糖期权累计总成交 1328.56 万张 (双边, 下同), 其中看涨期权

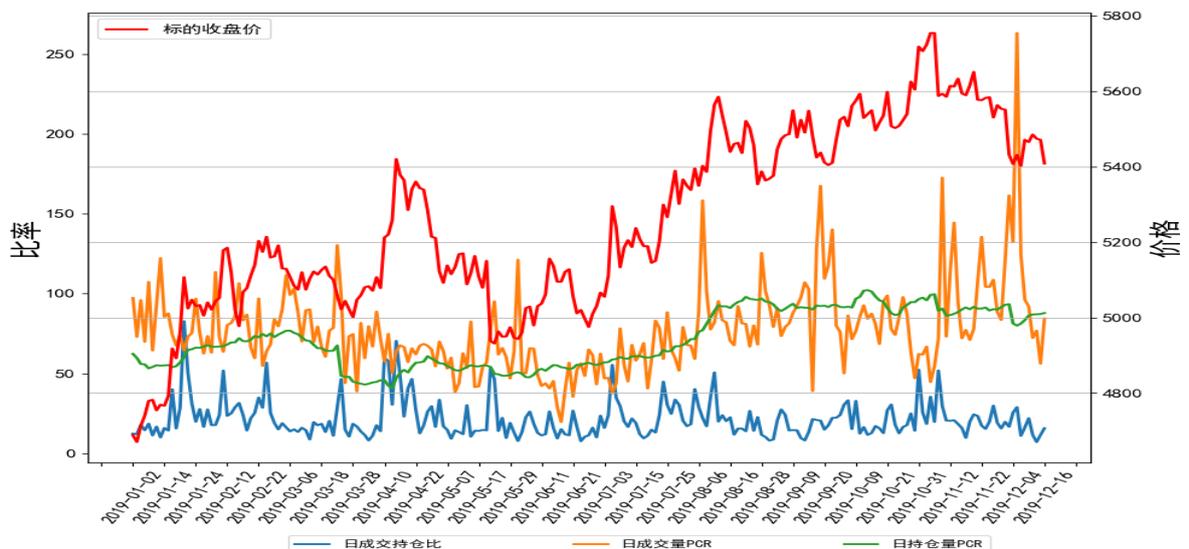
总成交量为 769.20 万张，看跌期权总成交量为 559.36 万张，期权日均成交 5.70 万张，日最高成交量为 18.64 万张，日最低成交量为 1.10 万张；白糖期权总持仓 15.89 万张，其中看涨期权总持仓为 8.46 万张，看跌期权总持仓为 7.43 万张。

图 17：白糖期权日成交量和持仓量及日成交持仓比



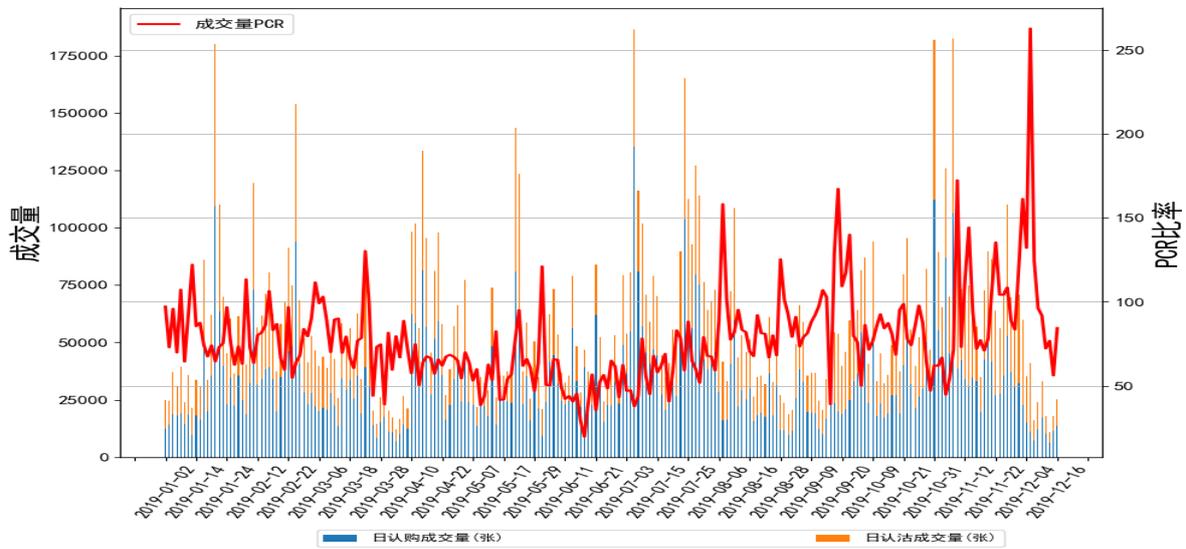
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 18：白糖期权标的收盘价和日成交持仓比及 PCR



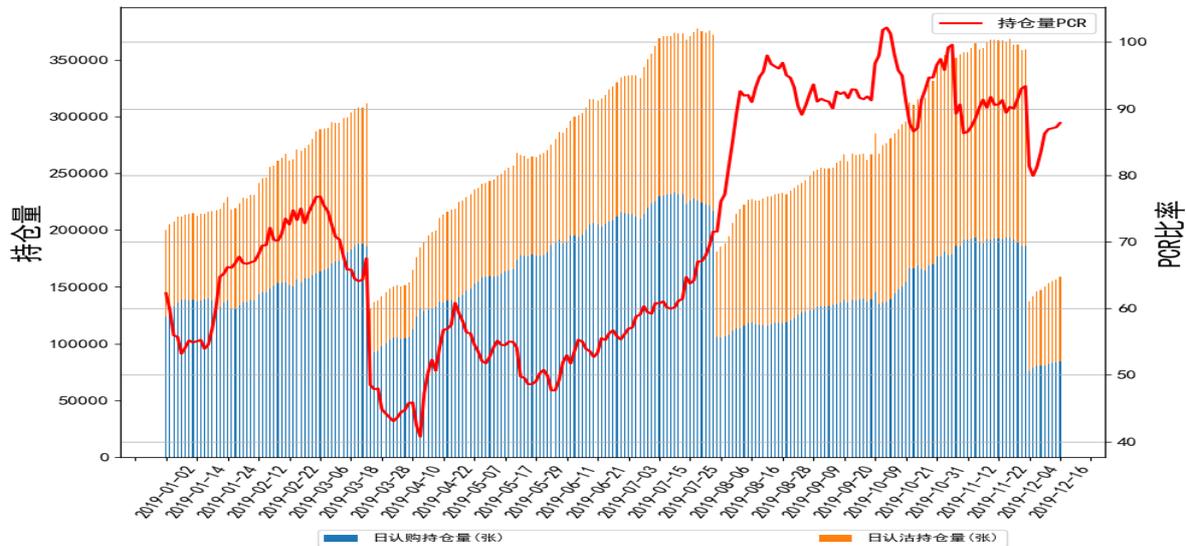
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 19：白糖期权看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 20：玉米期权看涨看跌持仓量及持仓量 PCR



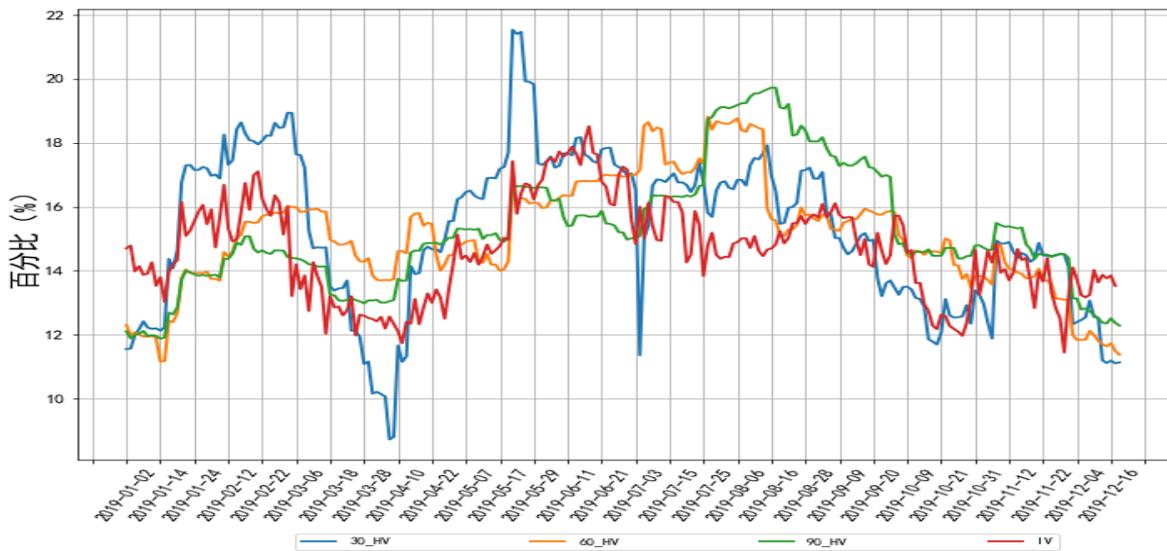
(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、白糖期权波动率情况

2019 年白糖期权历史波动率整体处于 12%~18%区间波动，白糖期货 30 日历史波动率波动幅度最大。在 2019 年榨季开始之后，糖价震荡下行，期货主力合约一度下跌，波动率也随之降低。3

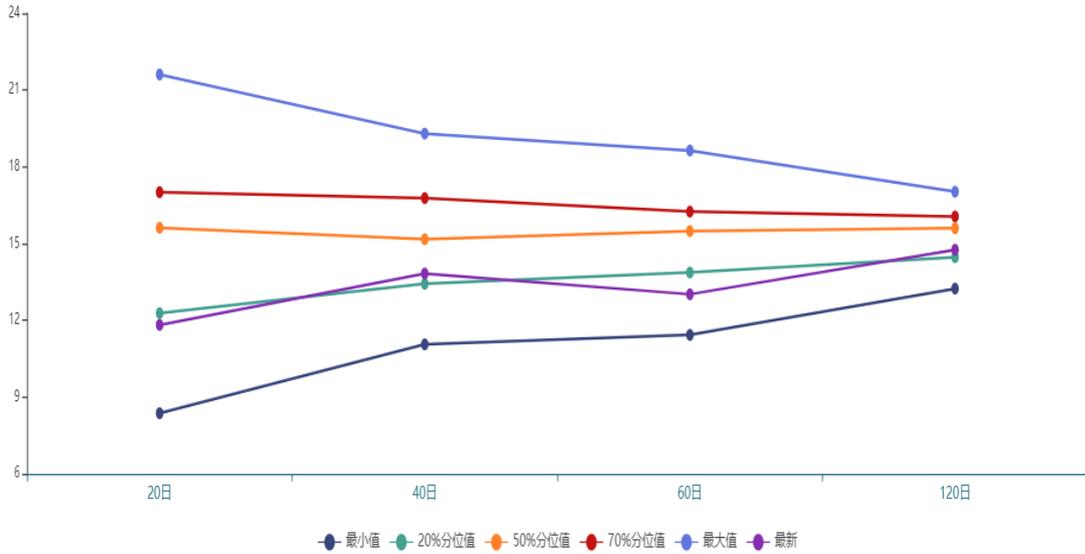
月份左右广西有关部门宣布糖厂可以推迟兑付甘蔗收购款，并且实施临时收储，大大缓解糖厂资金压力，而后市场担忧降税因素使得食糖销量透支了后续的采购需求，随后国际糖价走低，外糖进口量显著上升，这期间波动率增加幅度较大。5月份关于“即将取消进口糖特别保障关税”的传闻令糖价再次探底，但在获得支撑之后开始震荡上行。国内销售形势乐观以及外糖进口量显著萎缩对糖价起到刺激作用，且国际糖价止跌回升也提振看多人气。市场普遍认为东南亚降雨不均可能导致印度、泰国食糖减产，而巴西继续大力生产乙醇也会影响食糖产量。不过，国内糖价相对偏高导致7、8月份外糖进口量大增，而在中秋、国庆消费旺季结束之后，食糖销售也出现萎缩，加上甜菜糖陆续上市，期货糖价在5600元上方多次遇阻，反弹走势演变为震荡调整。这期间市场普遍看好白糖震荡上行走势，因此波动率一直处于震荡减小的趋势。目前来看，白糖期货历史波动率均处于12%左右的相对较低水平，隐含波动率触底反弹后略高于历史波动率。

图 21：白糖期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 22：白糖期权历史波动锥情况



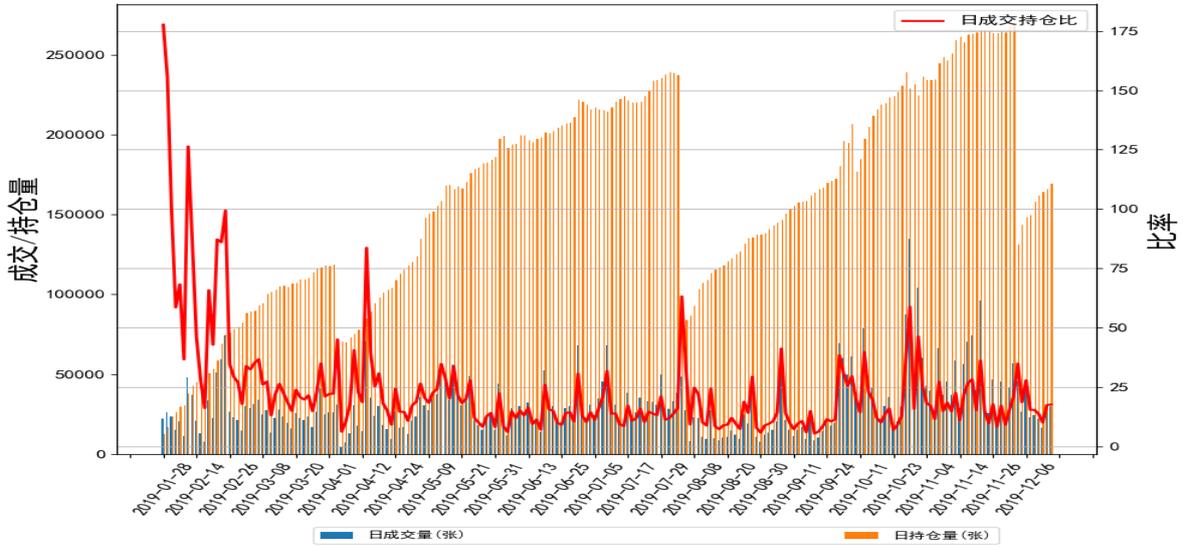
(数据来源: Wind, 倍特期货)

(四) 棉花期权运行情况

1、棉花期权成交持仓情况

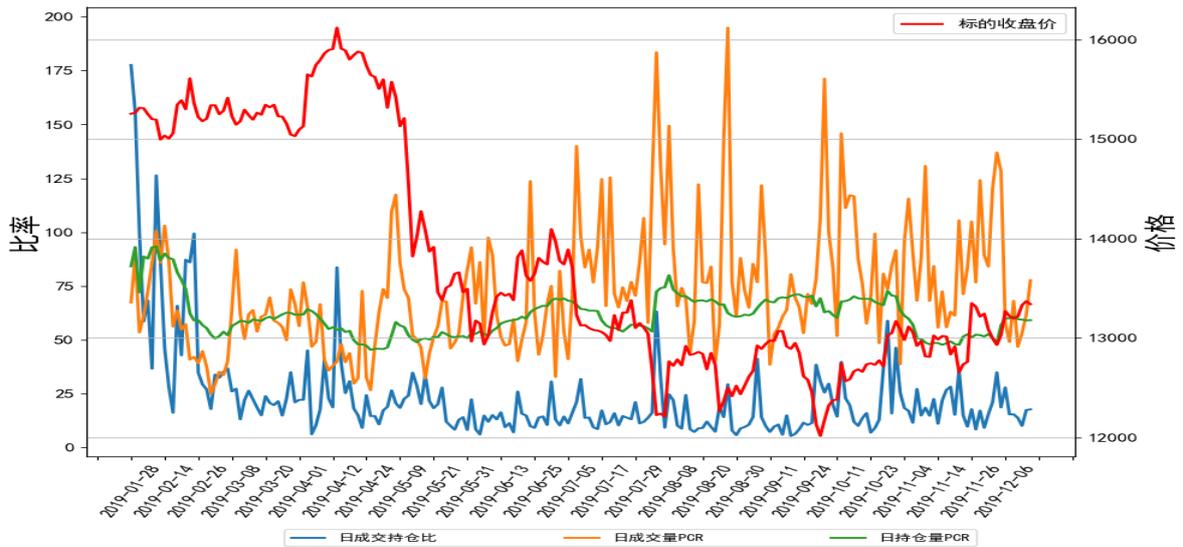
截止到 2019 年 12 月 16 日, 棉花期权累计总成交 658.19 万张 (双边, 下同), 其中看涨期权总成交量为 383.41 万张, 看跌期权总成交量为 274.78 万张, 期权日均成交 3.06 万张, 日最高成交量为 13.48 万张, 日最低成交量为 0.44 万张; 棉花期权总持仓 16.94 万张, 其中看涨期权总持仓为 10.64 万张, 看跌期权总持仓为 6.30 万张。

图 23: 棉花期权日成交量和持仓量及日成交持仓比



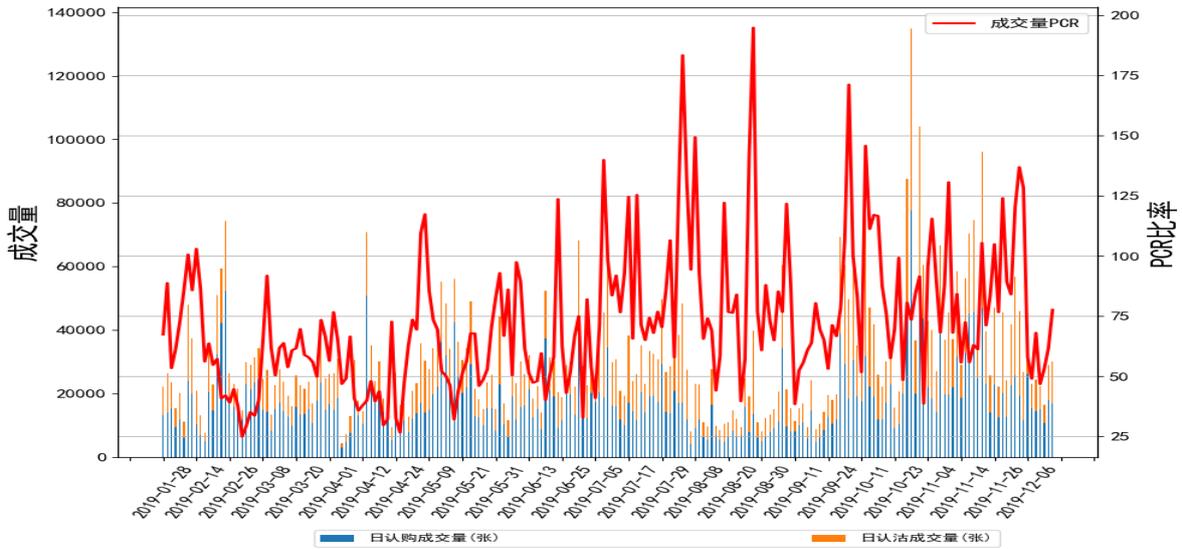
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 24: 棉花期权标的收盘价和日成交持仓比及 PCR



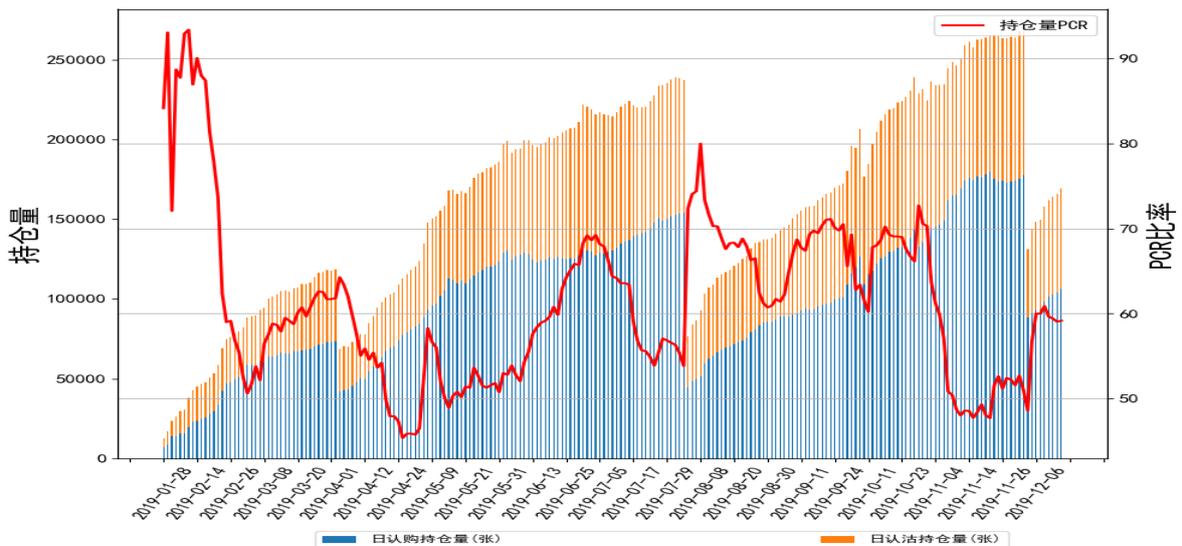
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 25: 棉花期权看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 26: 棉花期权看涨看跌持仓量及持仓量 PCR

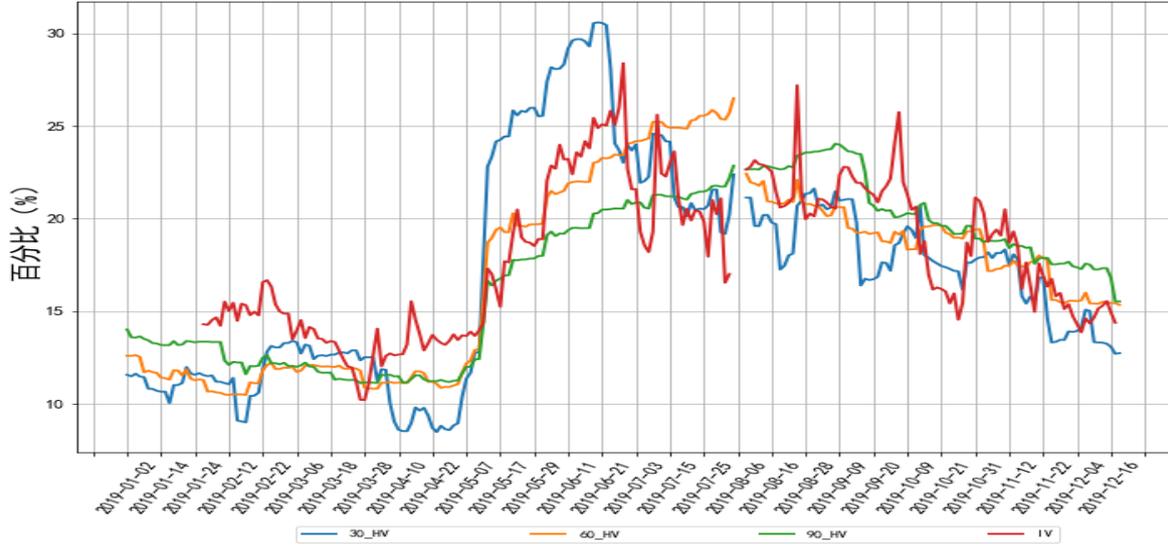


(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、棉花期权波动率情况

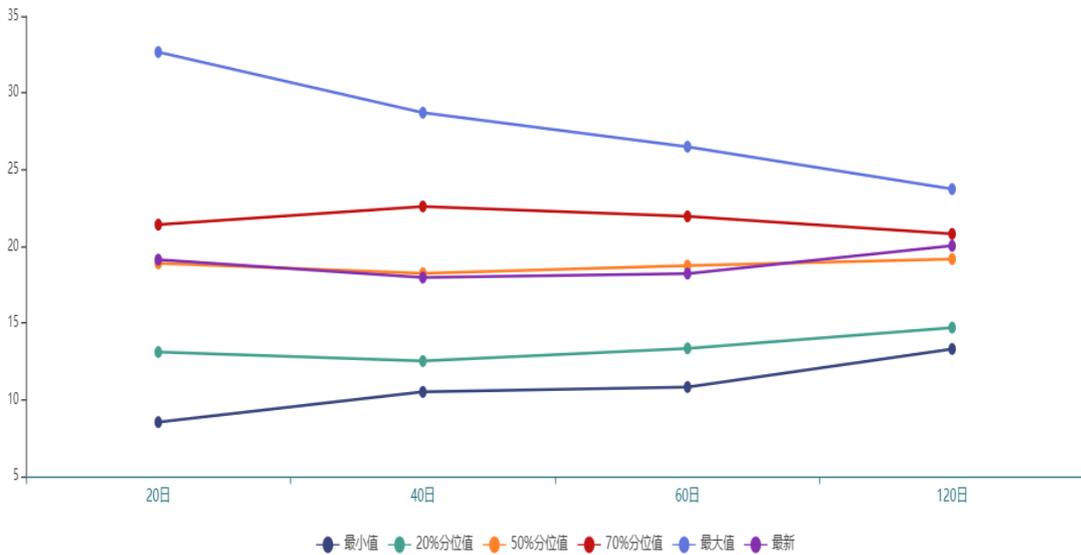
对于棉花期权而言，棉花期货主力合约 5 月跌停，致使市场波动率快速升高，前后长期陷于震荡调整之中，波动率因此也震荡走低。目前棉花期货历史波动率和棉花期权隐含波动率处于 15% 附近，仍处于下降趋势中。隐含波动率高于 30 天历史波动率，小于 60 天、90 天历史波动率。

图 27: 棉花期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 28: 棉花期权历史波动锥情况



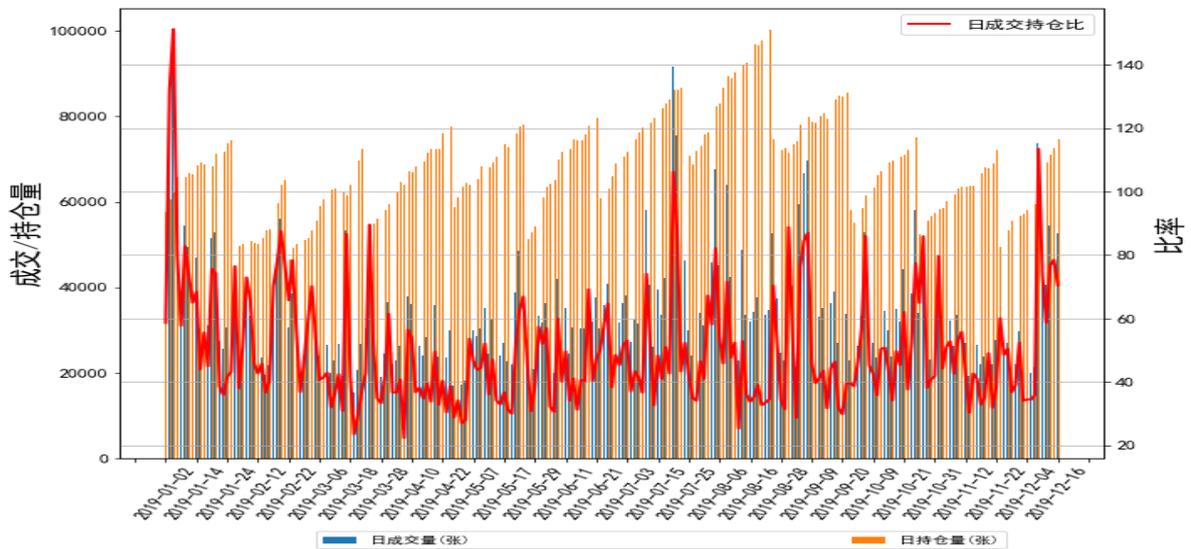
(数据来源: Wind, 倍特期货)

（五）铜期权运行情况

1、铜期权成交持仓情况

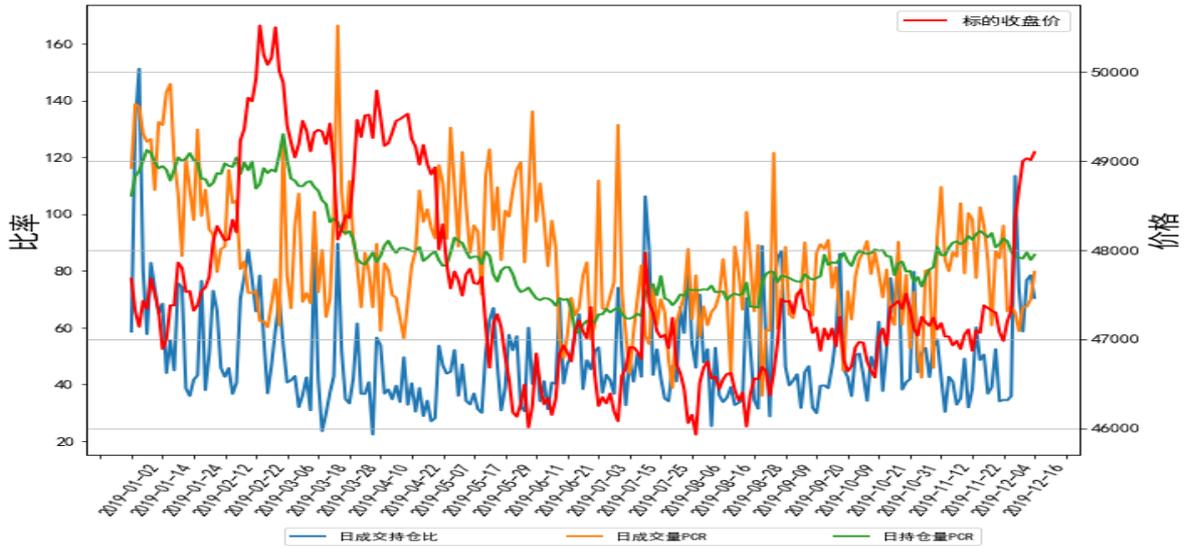
截止到 2019 年 12 月 16 日，豆粕期权累计总成交 789.45 万张（双边，下同），其中看涨期权总成交量为 435.64 万张，看跌期权总成交量为 353.81 万张，期权日均成交 3.39 万张，日最高成交量为 9.44 万张，日最低成交量为 1.43 万张；豆粕期权总持仓 7.47 万张，其中看涨期权总持仓为 4.02 万张，看跌期权总持仓为 3.45 万张。

图 29：铜期权日成交量和持仓量及日成交持仓比



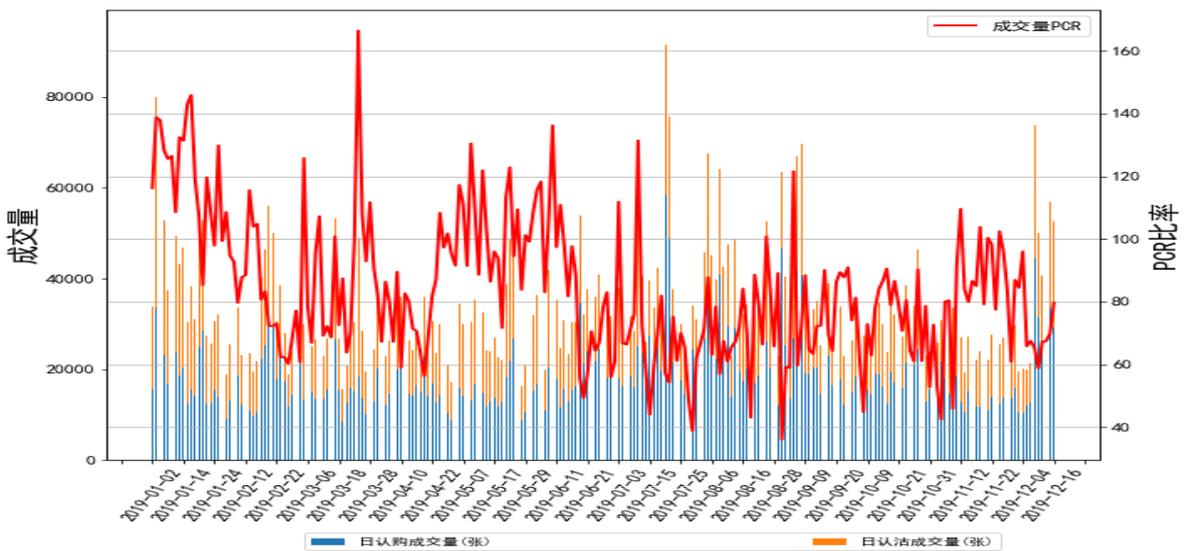
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 30：铜期权标的收盘价和日成交持仓比及 PCR



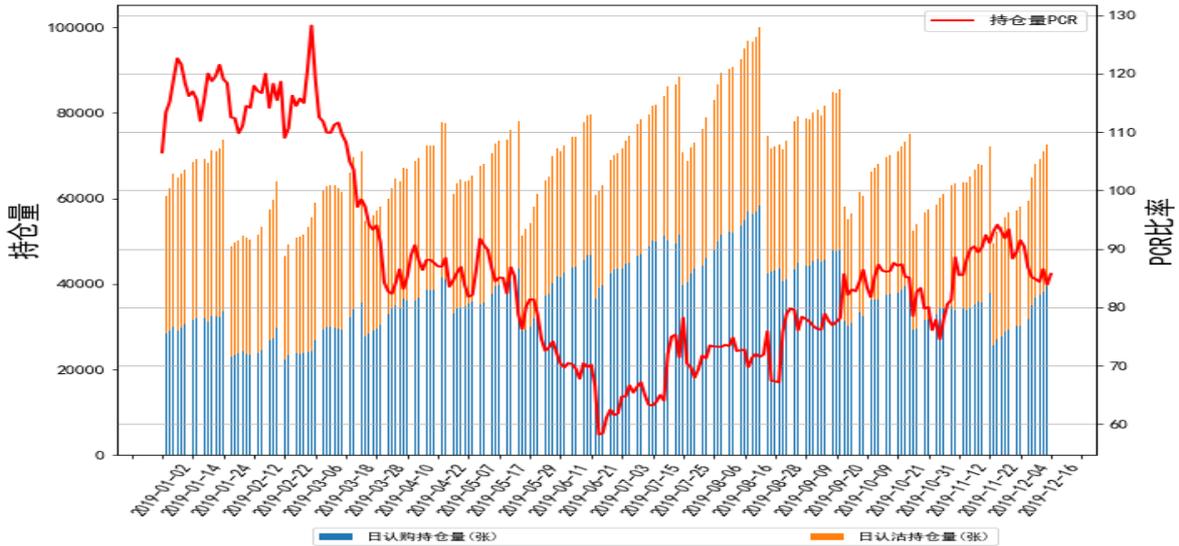
(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 31: 铜期权看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 32: 铜期权看涨看跌持仓量及持仓量 PCR

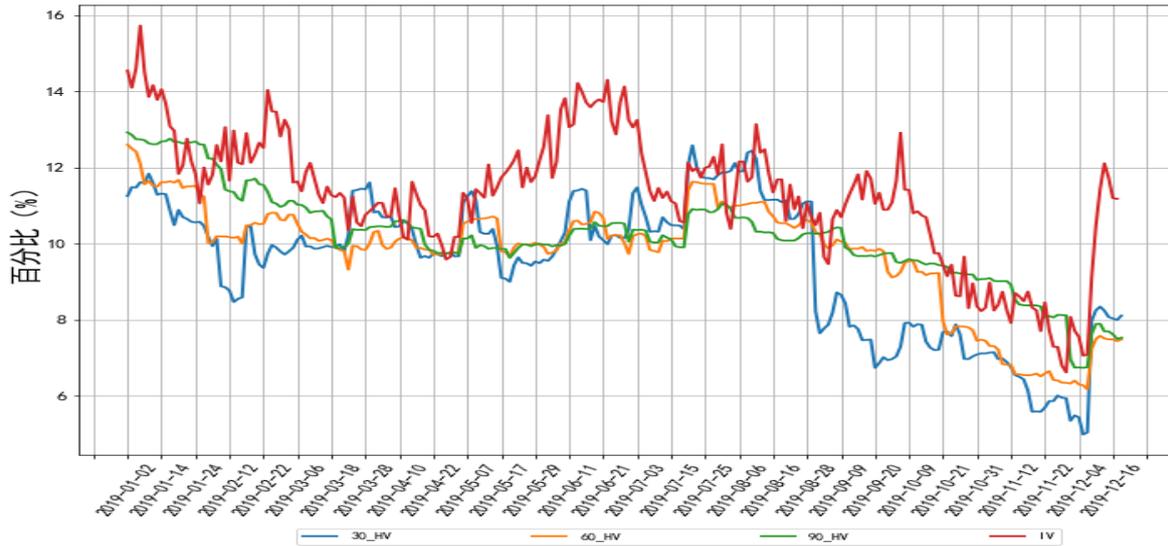


(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、铜期权波动率情况

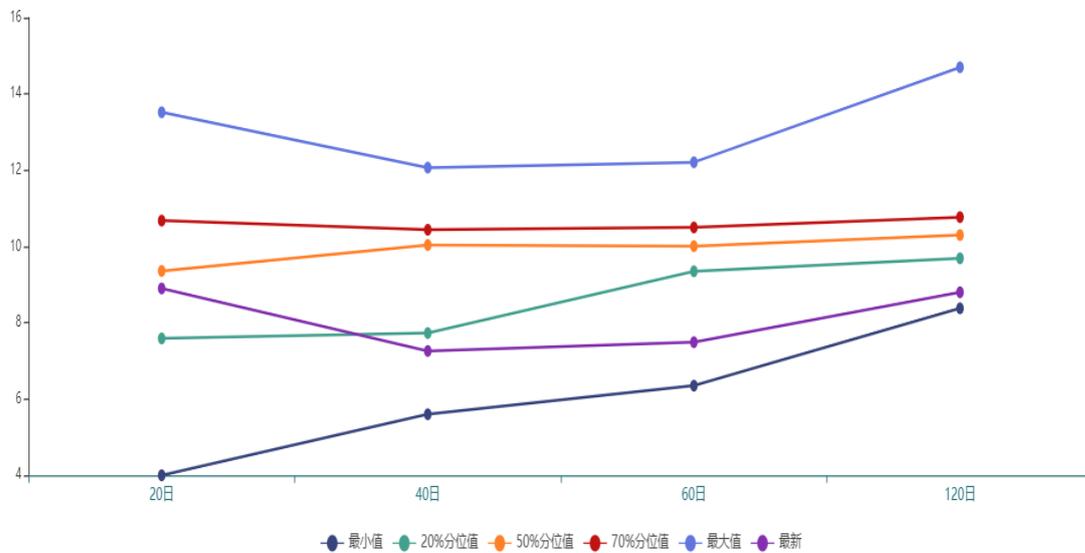
2019 年一季度中，无论是 LME 铜，还是沪铜，均走出一波上涨行情，究其原因是在现货市场供应偏紧，中美贸易谈判进展顺利。二季度中中美谈判突然恶化，导致走出一波下跌行情。由于国内宏观环境不理想，多项经济指标走弱，通胀上升，12 月前的价格趋势一直处于震荡中。进入 12 月，中美贸易谈判取得实质性进展，宏观环境阶段性趋于转好，铜价终于在盘整很久之后出现上涨。铜期权的历史波动大多由贸易关系和宏观指标的变化引起，整体趋势向下，最近触底反弹，目前历史波动率处于 8% 附近，隐含波动率高于历史波动率

图 33：铜期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 34: 铜期权历史波动锥情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

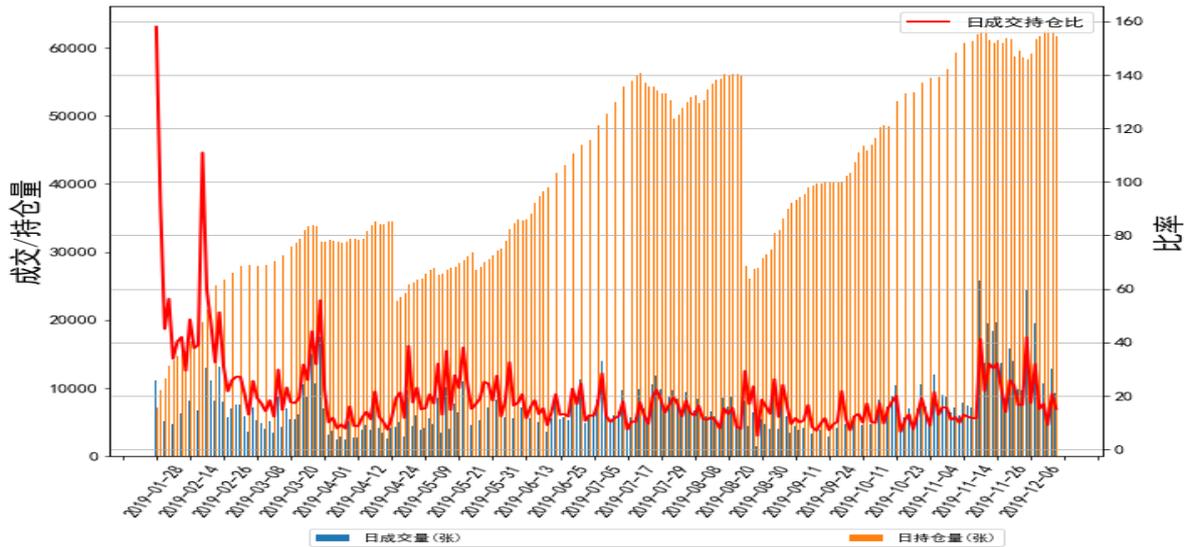
(六) 天然橡胶期权运行情况

1、天然橡胶成交持仓情况

截止到 2019 年 12 月 16 日，天然橡胶期权累计总成交 154.88 万张（双边，下同），其中看涨

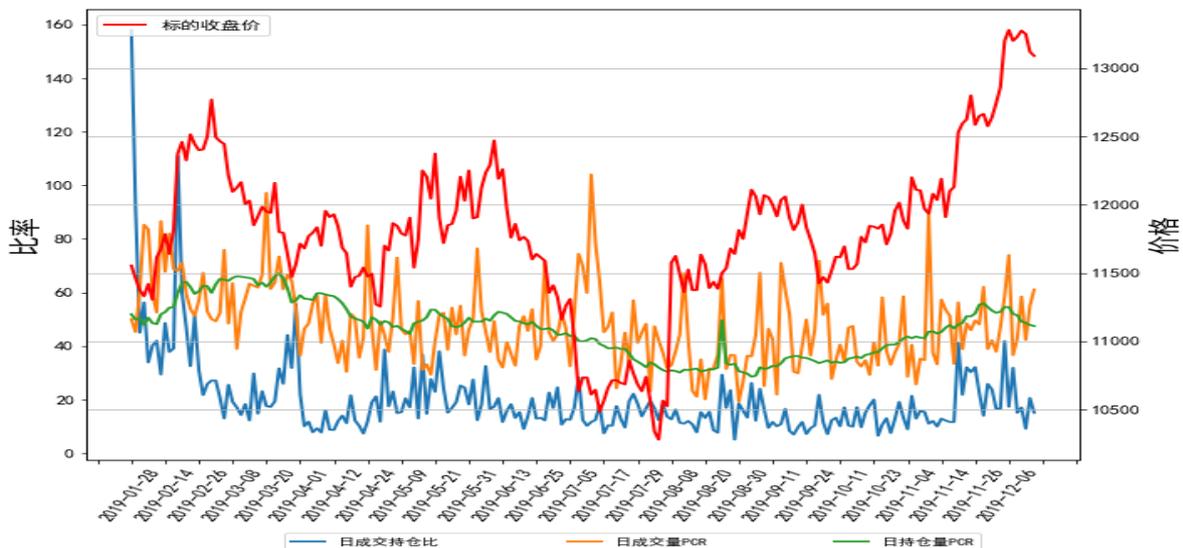
期权总成交量为 104.96 万张，看跌期权总成交量为 49.92 万张，期权日均成交 0.72 万张，日最高成交量为 2.57 万张，日最低成交量为 0.14 万张；天然橡胶期权总持仓 6.18 万张，其中看涨期权总持仓为 4.19 万张，看跌期权总持仓为 1.99 万张。

图 35：天然橡胶期权日成交量和持仓量及日成交持仓比



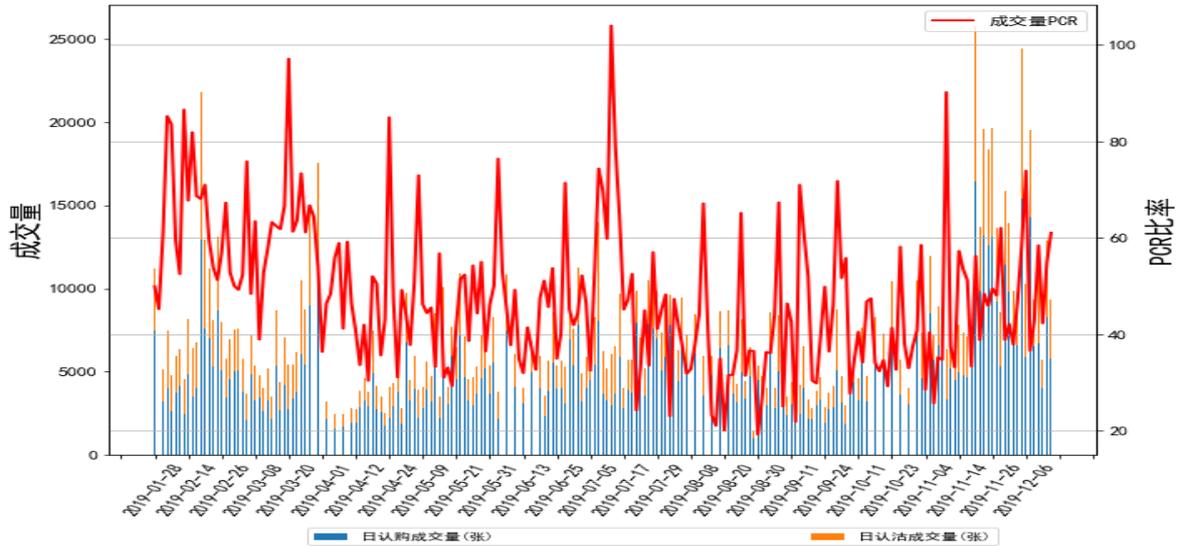
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 36：天然橡胶期权标的收盘价和日成交持仓比及 PCR



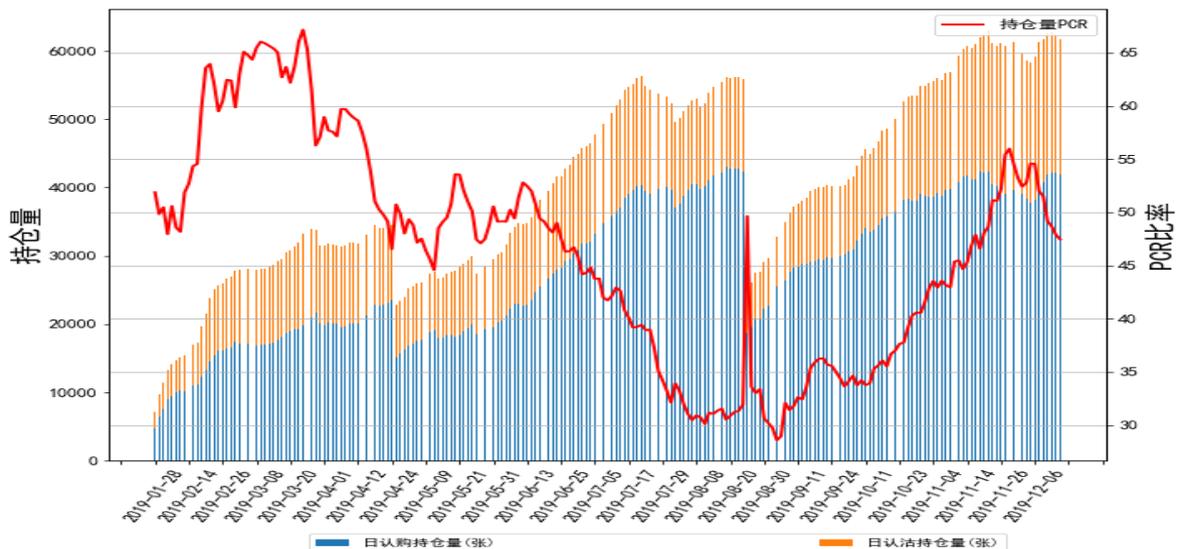
（数据来源：Wind，倍特期货）

图 37：天然橡胶期权看涨看跌成交量及成交量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 38: 天然橡胶期权看涨看跌持仓量及持仓量 PCR



(数据来源: Wind, 倍特期货)

2、天然橡胶期权波动率情况

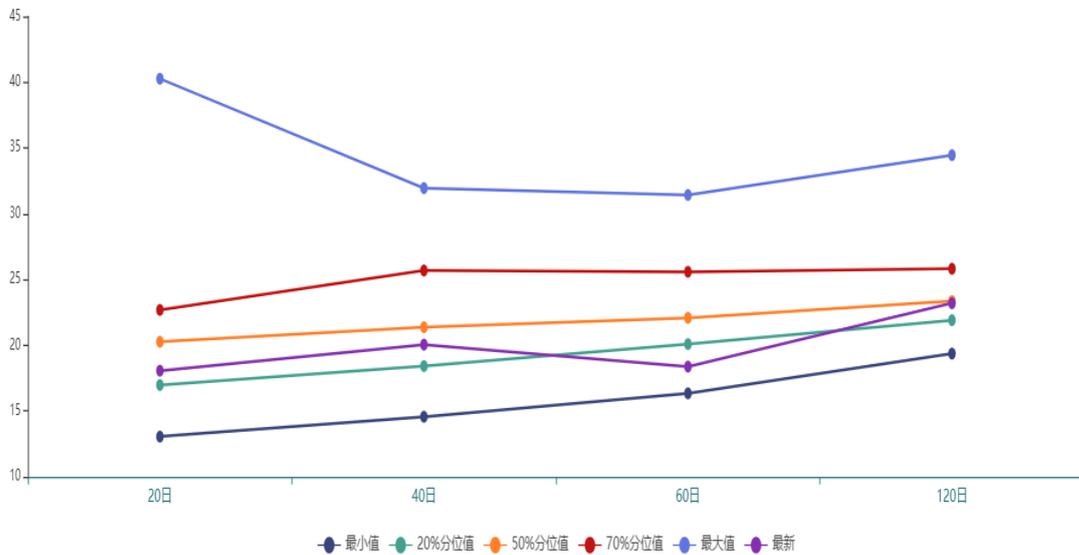
对于天然橡胶期权而言，目前天然橡胶期货 30 日历史波动率为 18.05%，60 日历史波动率为 17.05%，90 日历史波动率为 16.94%，均处于相对低位。平值附近隐含波动率为 21.49%，目前高于历史波动率水平。

图 39：天然橡胶期权历史波动情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

图 40：天然橡胶期权历史波动锥情况



(数据来源: Wind, 倍特期货)

三、期权市场策略分析及展望

（一）豆粕期权策略分析及展望

豆粕现货方面，首先关注国内需求状况，即主要关注生猪价格和存栏、国内大豆压榨开工和豆粕库存情况，然后再看美豆价格，主要是关注中美贸易谈判、美豆库存变化和南美天气情况。短期来看，国内生猪价格、豆粕库存和中美贸易谈判、美豆库存变化、南美天气成为了当前最主要的价格指引，因此在生猪价格继续偏强运行，豆粕库存处于较低水平，中美贸易谈判不断取得进展，美豆库存开始降低，南美大豆进入生长期的基本面情况下，建议首先关注国内生猪价格和豆粕库存，然后再看中美贸易谈判、美豆库存和南美天气情况。短期预计生猪价格回调后会继续偏强运行，饲料需求将筑底回升，豆粕库存仍处于较低水平，预计豆粕主力价格将再度偏强震荡。

PCR 指标是指看跌期权与看涨期权之间的比值。一般讲到的 PCR 指标有两个：成交量 PCR，持仓量 PCR。成交量 PCR 指标衡量过去某段时间不同类型合约的成交活跃程度；持仓量 PCR 衡量了过去某段时间不同类型合约的持仓力量。应用上一般认为 PCR 能够很好的度量投资者的情绪，具有反向作用的效果。比如 PCR 值较高，说明投资者交易或持仓看跌期权多于看涨期权，可以反应为投资者购买看跌期权的热情高些，这也就说明了市场的看空情绪更加浓厚。

对于豆粕期权而言，从豆粕期权标的价格和 PCR 图可以看出，成交量 PCR 与豆粕期货价格相关性不高，持仓量 PCR 与豆粕期货价格有极高的相关性，因此趋势策略方面建议可以通过把持仓量 PCR 作为参考，构建投资策略。

Long Gamma 策略是指通过买入期权，同时用标的资产进行 Delta 对冲，以使组合达到市场中性的目的。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。

2019 年三季度以来，豆粕期货历史波动率和豆粕期权隐含波动率处于相对低位，因此波动率策略方面可以考虑后市布局做多波动率策略。首先，可以考虑做多波动率的买入跨式或宽跨式组合策略；另外可以考虑 Long Gamma 策略，在低波动率环境下，Long Gamma 策略能够在标的价格出现较大波动的情况下产生较为明显的盈利，因此，可以考虑 Long Gamma 策略做多波动率，在标的资产价格大幅波动或者波动率升高过程中获取收益。

（二）白糖期权策略分析及展望

原糖方面，主流机构不断下调印度、泰国产量前景，且印度压榨进度推迟，引发空头大幅减持，对于后市，原糖仍将面临印度、泰国高库存以及主产国产能释放的压力，但是到明年一季度随着主产国压榨进入高峰，产量逐渐清晰，若是减产被进一步证实，原糖预计迎来大的上涨空间。

2019 年国内糖价见底回升，尽管食糖小幅增产，但销售形势相当乐观，糖厂库存长时间保持较往年偏低水平。广西压榨进度大幅快于去年同期，云南产区预计将在近期全面开榨，近期现货价格出现回落，期现价差大幅缩窄。由于春节备货，短期有望止跌，但是春节后随着产能进入高峰以及需求转淡，供需端的压力将再次施压现货，可能出现下跌，但空间可能比较有限。鉴于可能出现全球性减产，预期 2019/20 年度全球食糖供应会有小幅缺口，糖价有望在 2020 年出现行情。其中，在 2020 年上半年供应形势就将确定，产区天气及进出口贸易是重要指引题材。2019/20 年度国内食糖预期将小幅减产，但由于国储库存庞大，市场不会出现供应短缺。而且，对进口糖征收特别保障关税的措施预计将于 2020 年 5 月到期后终止，进口糖成本会显著降低。所以，2020 年国储动向以及食糖进口形势将是影响国内糖价的主要因素。策略上建议以持仓量 PCR 为市场情绪指标，中长期逢低看多，买入看涨期权或卖出看跌期权，组合策略建议考虑采用牛市看涨期权价差策略滚动操作。

（三）铜期权策略分析及展望

2019 年一季度中，无论是 LME 铜，还是沪铜，均走出一波上涨行情，究其原因还是现货市场供应偏紧，中美表示贸易谈判进展顺利。二季度中美谈判突然恶化，导致走出一波下跌行情。由于国内宏观环境不理想，多项经济指标走弱，通胀上升，12 月前的价格趋势一直处于震荡中。进入 12 月，中美贸易谈判取得实质性进展，宏观环境阶段性趋于转好，铜价终于在盘整很久之后出现上涨。

2020 年全球铜矿供给料预计恢复正增长，但是国内由于废铜进口新政策的执行，可能供给会有不确定因素，预期原料端偏紧。逆周期调控加码，贸易摩擦阶段性减弱，宏观预期向好转变，则引导市场对需求的预期转为乐观。由于供需矛盾不大，宏观环境复杂多变，预计 2020 年铜价较难出现大趋势的上涨或下跌行情。预计明年上半年铜价走势会相对乐观，因为基本面改善推动去库存，以及宏观情绪阶段性利好。交易上主要关注两点，一是针对基本面改善及宏观预期转变，二是针对供给端预期的短期修正。上半年可以逢低看多，买入看涨期权或卖出看跌期权进行趋势交易，如果出现行情干扰因素，建议转为价差或者做多波动率组合。

（四）沪深 300 股指期权策略分析及展望

2019 年，A 股市场整体可以分为三个阶段：4 月中旬以前的强势上升阶段、4 月中旬至 6 月初的弱势下跌阶段、6 月中旬之后的震荡缓涨行情阶段。伴随着宏观经济下行，货币政策对 A 股年内几次转向产生了较大影响从而主导着行情，与此同时中美贸易关系问题仍然对 A 股有着不小的影响。2020 年，货币政策重点转向信贷环境的优化，积极的逆周期财政调控政策，将推动企业盈利能力弱复苏；在全球负利率的环境下，外资寻求高收益资产，作为估值洼地的 A 股仍是全球范围内的优质权益资产。综合来看，预期股指将仍呈现弱势向上的趋势，期权策略如果单纯做多，可能时间价值衰减会成为风险因素，建议考虑牛市价差策略为主。

四、总结与展望

伴随着 2019 年众多期权的上市，2020 年期权市场将开启崭新的时代。12 月 23 日，金融期权正式扩容之后，期权市场将构建更加完整的投资和风险管理工具体系，届时无论对冲策略还是交易策略都会变得更加丰富，这无疑会增加投资者以及机构对期权市场产生更加浓厚的兴趣。另外，在商品期权上，铁矿石期权的上市填补了黑色产业场内期权的空白，使“一全两通”构想变为现实，真正为铁矿石相关产业链搭建起相对完善的、“多元开放”的衍生工具产品和市场服务体系，同时，PTA 和甲醇期权的上市填补了能化产业场内期权的空白。2020 年，商品期权市场品种将进一步丰富，一方面将进一步推动相关产业风险管理及贸易模式的再升级，另一方面，也为其相关的场外期权提供了可参考的定价基准及风险对冲路径。

❏ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com