

► 年报 · 期权

乘风破浪潮头立 扬帆起航正当时

倍特期货 · 研究发展中心

2017 年 12 月 22 日

2017，不平凡的一年，3月31日，豆粕期权正式登陆大连商品交易所，4月19日，白糖期权登陆郑州商品交易所，从此，中国期货市场正式步入期权时代，2017成为中国期货市场商品期权元年，对于整个市场的发展具有里程碑的意义。

相关报告：

《2017，商品期权元年》

——2017年期权年报

分析师：满飞

投资咨询证号：Z0011996

联系电话：028-85194830

QQ：

要点：

- ◆ 概述
- ◆ 商品期权运行情况简介
- ◆ 期权常用交易策略简介
- ◆ 总结与展望

随着商品期权上市以来大半年时间的平稳运行，上市初期的限制措施正在逐步放开，市场准入门槛也在逐步调整，市场活跃度在明显提升，持仓量在稳步上升。同时，在十九大“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”的思想指导下，将会有更多的期权品种推入市场，丰富期权品种，为更多的实体企业进行风险管理提供更加丰富的管理工具，更好的服务供给侧结构性改革，更好的服务实体经济的转型升级和提质增效。一大片广袤的星辰大海正迅速的呈现在我们眼前，此时扬帆起航正当时！

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、概述

2017 年 10 月，党的十九大胜利召开，宣告中国特色社会主义进入新时代，十九大报告指出，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。改革开放近四十年来，我国取得了举世瞩目的成绩，经济总量跃居世界第二，各行各业都取得了长足的发展。十九大报告给未来 30 多年的发展提出了明确的奋斗目标：即在 2020 年全面建成小康社会；在全面建成小康社会的基础上，从 2020 年到 2035 年，再奋斗 15 年，基本实现社会主义现代化；在基本实现现代化的基础上，再奋斗 15 年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

要建设成为社会主义现代化强国，经济金融的发展也是必不可少的，只有建设好现代化经济体系，才能和强国的地位相匹配，才能更好的服务于现代化强国的战略发展需求。因而，十九大报告提出要“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”的目标。当前我国经济正处于从高速增长向高质量增长的转换时期，增长动能转换，经济结构调整正处于关键时期。建设好现代化经济体系既是跨越当前关口的迫切需要，也是建设社会主义现代化强国的战略目标。报告明确指出，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制，不断增强我国经济创新力和竞争力。

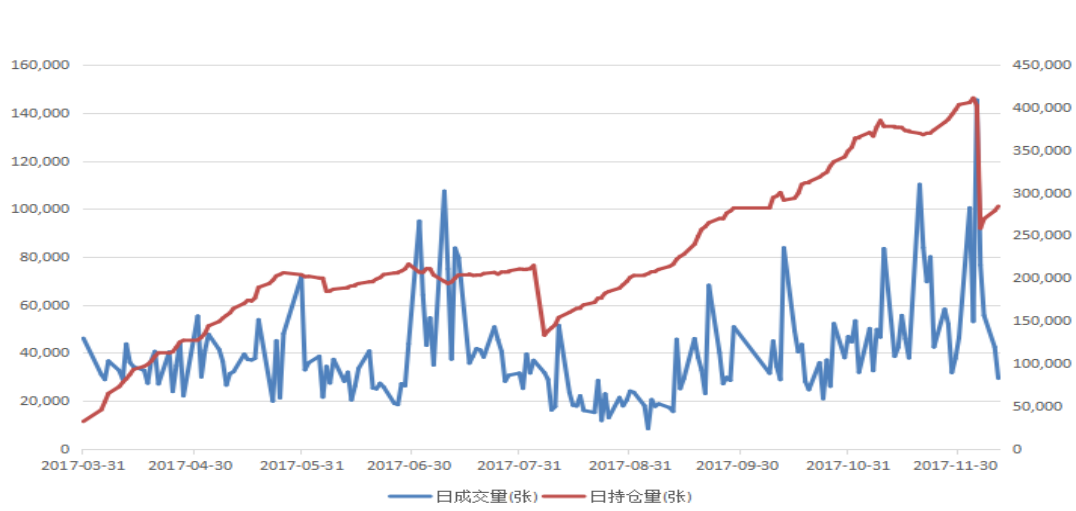
2017 年 12 月 1 日，在第十三届中国（深圳）国际期货大会上，证监会方星海副主席表示，在习近平新时代中国特色社会主义思想指导下，在新的历史条件下，为了建设高效的期货市场，需要着重做好以市场需求为导向，继续丰富期货、期权品种，构建日益完善的品种体系等几项重点工作。同时指出，下一步，交易所将更加积极地研发上市更多期货、期权新品种，纸浆、红枣、20 号标准橡胶、2 年期国债、生猪、尿素，以及铜期权等。所有的这些，就是要以品种创新助推期货市场的发展，提高其覆盖面，扩大其影响力。

在新时代的历史条件下，在“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”的思想指导下，期货市场必将得到大力的发展，成为一个服务实体经济、服务“三农”、服务供给侧结构性改革、服务产业转型升级的定价高效的风险管理市场。期货、期权等风险管理工具品种的丰富也是非常值得期待的大概率事件。

二、商品期权运行情况简介

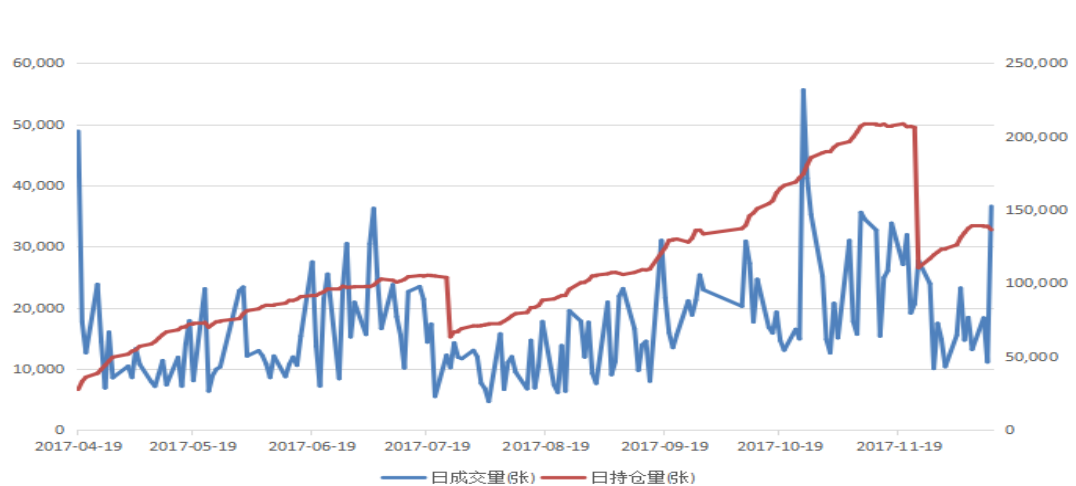
（一）豆粕期权和白糖期权运行情况

图 1：豆粕期权日成交量和日持仓量变化情况图



数据来源：Wind 资讯

图 2：白糖期权日成交量和日持仓量变化情况图



数据来源：Wind 资讯

豆粕期权于 2017 年 3 月 31 日在大连商品交易所正式上市，截止 2017 年 12 月 13 日，累计成交 673.63 万手，日均成交 3.89 万手，期间最大日成交 14.53 万手，持仓水平持续稳定增长，最高

持仓量约为 41.12 万手。从 9 月中旬限仓及最大下单量调整后到目前为止，持仓规模基本上已经翻了一番。

白糖期权于 2017 年 4 月 19 日在郑州商品交易所正式上市，截止 2017 年 12 月 13 日，累计成交 277.43 万手，日均成交 1.7 万手，期间最大日成交 5.56 万手，持仓水平持续稳定增长，最高持仓量约为 20.86 万手。从 9 月中旬限仓及最大下单量调整后到目前为止，持仓规模基本上也接近翻了一番。

从图中可以看到持仓量有几次大幅下滑，那是由于有几个系列期权到期导致的总持仓量下降。总体而言，两个期权品种上市以来，运行平稳，期权合约与标的期货合约之间无风险套利机会较小，期权合约之间无风险套利机会较少，考虑交易成本后，无风险套利机会非常少，这也反映出期权在定价效率方面是很高的。

在“稳起步”思想指导下，随着市场的平稳发展，交易所对持仓限额和准入制度方面也在不断进行调整优化，适当放宽限制措施。

（二）市场准入规则变化情况

表 1：持仓限额

实施日期	投机（手）	套利（手）	套保（手）	备注
2017/04/19	200	400（含投机）	600（含投机、套利）	《关于挂牌白糖期权合约有关事项的通告》
2017/9/18	2000	4000（含投机）	6000（含投机、套利）	《关于调整白糖期权持仓限额等事项的通告》

数据来源：郑州商品交易所

表 2：最大单笔下单量

实施日期	限价单（手）	市价单（手）	套利单（同限价单）	备注
2017/04/19	20	2	20	《关于挂牌白糖期权合约有关事项的通告》
2017/9/18	100	2	100	《关于调整白糖期权持仓限额等事项的通告》

数据来源：郑州商品交易所

表 3：投资者适当性

实施日期	考试	视频	互认（认可）	备注
2017/04/19	成绩 90 分	录像	不互认	《白糖期权投资者适当性制度操作指引》
2017/9/1	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	《关于修订《白糖期权投资者适当性制度操作指引》的通知》
2017/12/8	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	《关于发布《郑州商品交易所期权投资者适当性制度操作指引》的通知》

数据来源：郑州商品交易所

随着白糖期权上市以来运行平稳，系统运行稳定，证明期权规则制度，包括期权投资者适当性制度是成功的，可以推广到其他商品期货品种。最近一次调整中，郑商所将《白糖期权投资者适当性制度操作指引》名称修改为《郑州商品交易所期权投资者适当性制度操作指引》，意在扩大《指引》的适用范围，为后续其他期权品种的推出预留空间，较好适应市场需求，保持稳定。

在简化录像流程方面，修订前，相关制度要求对知识测试过程全程录像，时间长，较为繁琐。修订后，对知识测试过程取消全程录像要求，改为客户朗读或在测试成绩单上书写特定承诺内容，期货公司会员对此进行录像，证明知识测试由客户本人独立自主完成，考试结果真实有效，大大简化了流程，提高了办理效率。

在新品种方面，上海期货交易所铜期货期权的立项申请前不久已获得中国证监会批复同意，作为国内首个工业品期权品种，铜期权将进一步丰富国内有色金属衍生品市场的风险管理工具。上期所相关人士称，铜期货期权立项后，上期所将按照证监会相关要求，做好上市的各项准备工作，完善市场监管和风险防范制度，确保铜期货期权顺利推出和稳健运行。

随着未来铜期权的顺利推出，2018 年国内期权市场必将进入一个快速发展阶段，同时也会有越来越多的期权品种会不断推出，品种越来越丰富，期权这片蓝海会越来越广袤。

三、期权常用交易策略简介

期权交易非常灵活，可以构建出多种多样的策略，本节主要介绍方向性交易策略：垂直价差策略。如果交易者主要关注标的市场的价格变动方向，则他在选择价差种类时首要考虑因素为价差的方向性特征，其次才是波动率因素。垂直价差总是由一个期权多头（买入）和一个期权空头（卖出）组成，两份期权都是同一类（都是看涨期权或都是看跌期权）的、同时到期。唯一区别就是两份期权的执行价格不同。

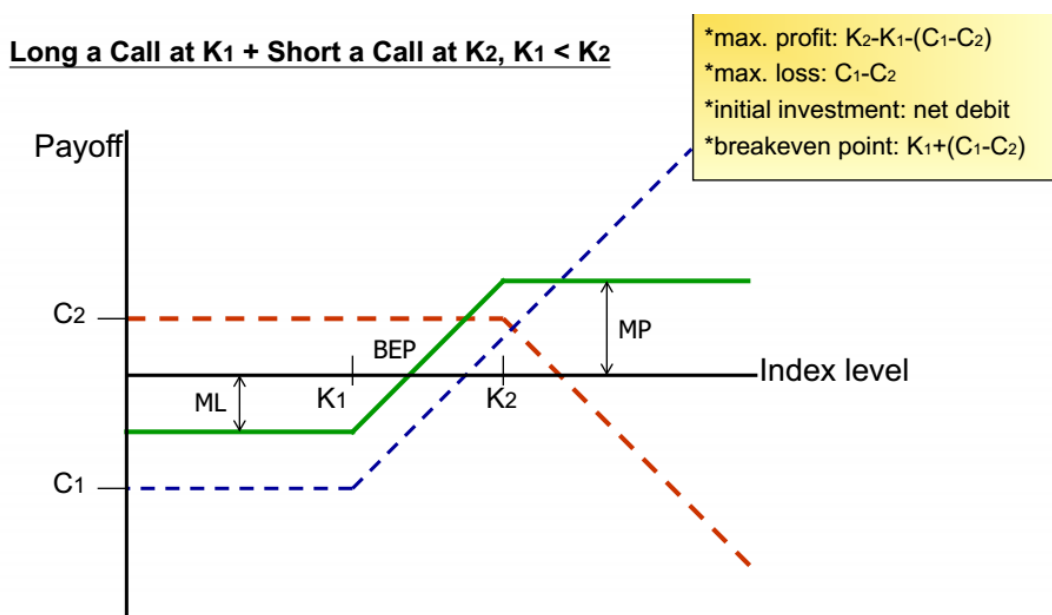
垂直价差包含牛市价差和熊市价差。所谓牛市价差即为组合的 Δ 值为正的价差组合，同理，组合的 Δ 为负的价差为熊市价差。牛市价差（或熊市价差）在所有可能的市场条件下都是牛市价差（或熊市价差），即组合的 Δ 值方向不会改变。

到期时，垂直价差的价值可能为零，可能为执行价之差，也可能介于二者之间，即垂直价差到期时价值变动范围为零到执行价之差之间，价值下限为零，上限为执行价之差。这样，交易者在交易之初就可以明确知道该垂直价差组合可能产生的最大收益或者最大损失。

下面具体介绍牛市价差和熊市价差的构建方法。

（一）牛市价差策略（买低卖高）

图 3：牛市价差策略到期收益结构图



构建牛市价差策略的总原则就是买低卖高，保证买卖的是同一类型期权，即都是看涨期权或者都是看跌期权，低指的低执行价，高指的高执行价。图 3 中的牛市价差策略是采用买入一个 K1 执行价的看涨期权，同时卖出一个 K2 执行价的看涨期权构成的，绿色曲线为整个价差组合的到期收益图。除此之外，还可以通过买入 K1 执行价的看跌期权，同时卖出一个 K2 执行价的看跌期权来构建牛市价差策略，其到期收益图也是绿色曲线。两种不同构建方法的区别在于，用看涨期权构建牛市价差，由于 K1 执行价的看涨期权比 K2 执行价的看涨期权贵（ $K1 < K2$ ），即买入一个贵的期权，同时卖出一个便宜的期权，因此总的来说，权利金是净支出。与此相反，采用看跌期权构建牛市价差策略时，K1 执行价的看跌期权比 K2 执行价的看跌期权便宜（ $K1 < K2$ ），即买入一个便宜的期权，同时卖出一个贵的期权，因此总的来说，权利金是净收入。

图 4：豆粕期货 M1805 行情变化情况图（2017.07.03-2017.12.21）



数据来源：Wind 资讯

图 4 为豆粕期货 M1805 在 2017 年 7 月 3 日至 2017 年 12 月 21 日的行情走势图，我们选取以 M1805 为标的的系列期权来构建牛市价差策略。

1、看涨期权构建牛市价差策略

在此，我们以 2017 年 7 月 3 日作为起始日期，选取 M1805-C-2800 和 M1805-C-2950 作为构建牛市价差的基础合约。2017 年 7 月 3 日收盘时，M1805-C-2800 收盘价为 144.5，M1805-C-2950 收盘价 93。通过买入 M1805-C-2800 合约支出权利金 144.5 元/吨，同时卖出 M1805-C-2950 合约收取权利金 93 元/吨，总的建仓成本为 51.5 元/吨。截止 2017 年 12 月 21 日收盘，整个组合价值

48.5 元/吨，至此，整个组合的收益是-3 元/吨，收益率-5.8%。持仓期间最大收益 55.5 元/吨，最大收益率 107.7%。在实际交易中，考虑到买卖盘价差及手续费，实际收益率会有一定偏差。通过看涨期权构建牛市价差策略，在期初净支出权利金，可以理解为做多了一个投资组合。图 5 为以 51.5 元/吨构建的投资组合价值变化情况图。对比图 5 和图 4 可以发现，通过期权构建的投资组合的价值变动幅度远大于标的本身的价格变动幅度。这是因为期权具有较大的杠杆。同时，组合的价值变动本身基本不受是否建仓影响，因此选择何时进场构建该牛市价差组合会直接关系到最后该组合的整体收益。

图 5：看涨期权构建牛市价差价值变化图（2017.07.03-2017.12.21）

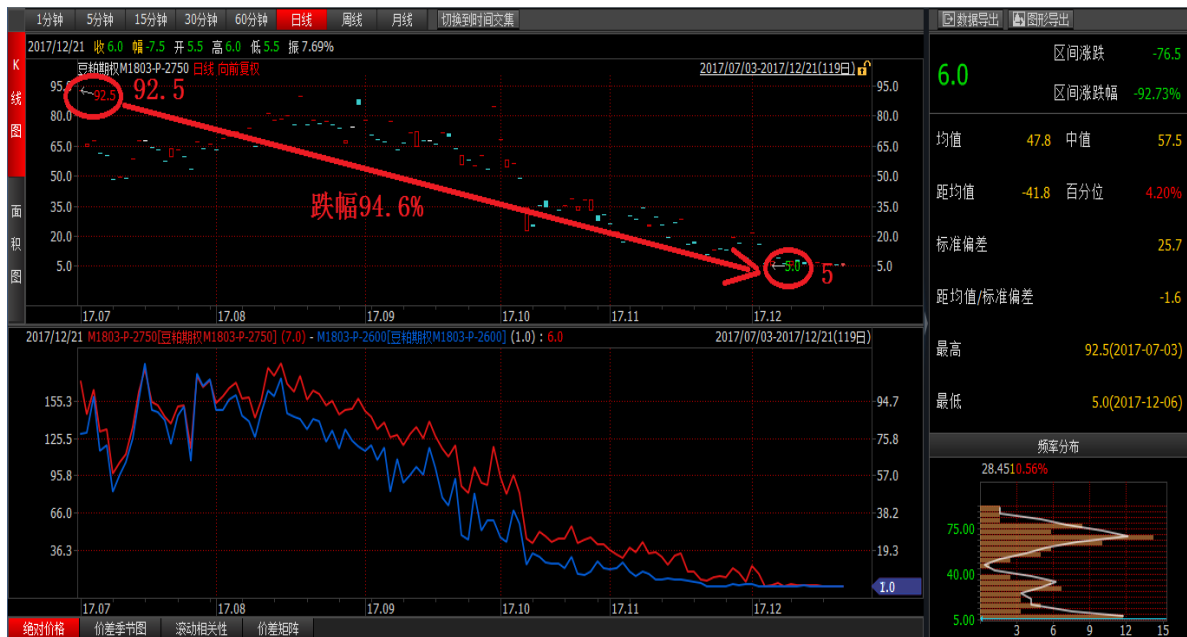


数据来源：Wind 资讯

2、看跌期权构建牛市价差策略

我们同样以 2017 年 7 月 3 日作为起始日期，选取 M1805-P-2600 和 M1805-P-2750 作为构建牛市价差的基础合约。2017 年 7 月 3 日收盘时，M1805-P-2600 收盘价为 102，M1805-P-2750 收盘价 168。通过买入 M1805-P-2600 合约支出权利金 102 元/吨，同时卖出 M1805-P-2750 合约收取权利金 168 元/吨，因此在建仓之初权利金是净收入 66 元/吨。截止 2017 年 12 月 21 日收盘，整个组合价值 6 元/吨，至此，整个组合的收益是 60 元/吨。持仓期间最大收益 61 元/吨。在实际交易中，考虑到买卖盘价差及手续费，实际收益也会有一定偏差。通过看跌期权构建牛市价差策略，在期初净收入权利金，可以理解为做空了一个投资组合。图 6 为以 66 元/吨做空构建的投资组合价值变化情况图。

图 6：看跌期权构建牛市价差价值变化图（2017.07.03-2017.12.21）

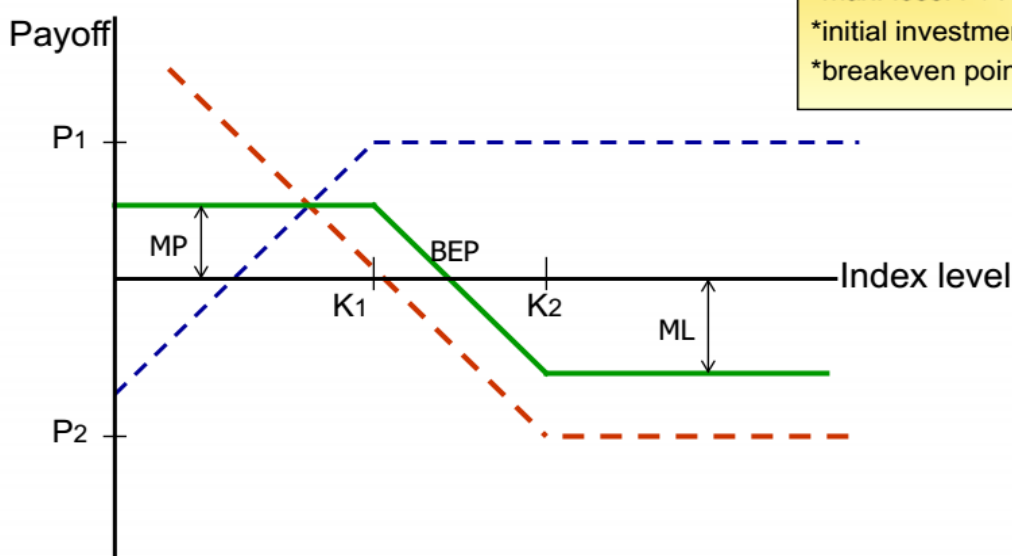


数据来源：Wind 资讯

（二）熊市价差策略（买高卖低）

图 7：熊市价差策略到期收益结构图

Long a Put at K_2 + Short a Put at K_1 , $K_2 > K_1$



*max. profit: $K_2 - K_1 - (P_1 - P_2)$
 *max. loss: $P_1 - P_2$
 *initial investment: net debit
 *breakeven point: $K_2 - (P_1 - P_2)$

构建熊市价差策略的总原则就是买高卖低，保证买卖的是同一类型期权，即都是看涨期权或者都是看跌期权，同样的，低指的低执行价，高指的高执行价。图 7 中的熊市价差策略是采用买入一

个 K2 执行价的看跌期权，同时卖出一个 K1 执行价的看跌期权构成的，绿色曲线为整个价差组合的到期收益图。除此之外，还可以通过买入 K2 执行价的看涨期权，同时卖出一个 K1 执行价的看涨期权来构建熊市价差策略，其到期收益图也是绿色曲线。两种不同构建方法的区别在于，用看跌期权构建熊市价差，由于 K2 执行价的看跌期权比 K1 执行价的看跌期权贵（ $K1 < K2$ ），即买入一个贵的期权，同时卖出一个便宜的期权，因此总的来说，权利金是净支出。与此相反，采用看涨期权构建熊市价差策略时，K2 执行价的看涨期权比 K1 执行价的看涨期权便宜（ $K1 < K2$ ），即买入一个便宜的期权，同时卖出一个贵的期权，因此总的来说，权利金是净收入。

图 8：白糖期货 SR1801 行情变动情况图（2017.04.19-2017.11.10）



数据来源：Wind 资讯

图 8 为白糖期货 SR1801 在 2017 年 4 月 19 日至 2017 年 11 月 10 日的行情走势图，我们选取以 SR1801 为标的的系列期权来构建熊市价差策略。

1、看跌期权构建熊市价差策略

我们以 2017 年 4 月 19 日作为起始日期，选取 SR1801-P-6900 和 SR1801-P-6500 作为构建熊市价差的基础合约。2017 年 4 月 19 日收盘时，SR1801-P-6900 收盘价为 224.5，SR1801-P-6500 收盘价 76。通过买入 SR1801-P-6900 合约支出权利金 224.5 元/吨，同时卖出 SR1801-P-6500 合约收取权利金 76 元/吨，总的建仓成本为 148.5 元/吨。截止 2017 年 11 月 10 日收盘，整个组合价值 305.5 元/吨，至此，整个组合的收益是 157 元/吨，收益率 105%。持仓期间最大收益 281 元/吨，最大收益率 189%。在实际交易中，也要考虑到买卖盘价差及手续费，实际收益率会有一定偏差。通过看跌期权构建熊市价差策略，在期初净支出权利金，可以理解为做多了一个投资组合。图 9 为以 148.5 元/吨构建的投资组合价值变化情况图。对比图 9 和图 8 也可以发现，通过期权构建的投资组合的价值变动幅度远大于标的本身的价格变动幅度。同样是因为期权具有较大的杠杆。同时，组合的价值变动本身基本不受是否建仓影响，因此选择何时进场构建该牛市价差组合会直接关系到最后该组合的整体收益。（注意：图 9 中组合价值变动图上，组合的最大价值是 429.5，而通过买入 SR1801-P-6900 同时卖出 SR1801-P-6500 构建的熊市价差策略理论上的最大价值就是 400 元/吨，而且该最大价值只可能在到期时才有可能达到，如果最大价值超过理论上的最大值就属于定价错误，就存在无风险套利机会，可以直接卖出该组合并持有到期，至少可以赚取这两者之间的差价，图 9 中出现的情况是由于买卖盘报价价差较大从而导致的超过 400 元/吨的理论上限，实际交易中难以以高于 400 元/吨的价格成交，若能成交，即可套利。）

图 9：看跌期权构建熊市价差价值变化图（2017.04.19-2017.11.10）



数据来源：Wind 资讯

2、看涨期权构建熊市价差策略

我们同样以 2017 年 4 月 19 日作为起始日期，选取 SR1801-C-6900 和 SR1801-C-6500 作为构建熊市价差的基础合约。2017 年 4 月 19 日收盘时，SR1801-C-6900 收盘价为 286.5，SR1801-C-6500 收盘价 535。通过买入 SR1801-C-6900 合约支出权利金 286.5 元/吨，同时卖出 SR1801-C-6500 合约收取权利金 535 元/吨，因此在建仓之初权利金是净收入 248.5 元/吨。截止 2017 年 11 月 10 日收盘，整个组合价值 19.5 元/吨，至此，整个组合的收益是 229 元/吨。持仓期间最大收益 242.5 元/吨。在实际交易中，同样要考虑到买卖盘价差及手续费等影响因素。通过看涨期权构建熊市价差策略，在期初净收入权利金，可以理解为做空了一个投资组合。图 10 为以 248.5 元/吨做空构建的投资组合价值变化情况图。

图 10：看涨期权构建熊市价差价值变化图（2017.04.19-2017.11.10）



数据来源：Wind 资讯

不论垂直价差是由看涨期权组成还是看跌期权组成，只要交易者买入较低执行价价格、卖出较高执行价格的期权组合，头寸就是牛市价差；只要交易者买入较高执行价格、卖出较低执行价格的期权组合，头寸就是熊市价差。简而言之，买低卖高为牛市价差，买高卖低为熊市价差（构建时必须使用同一标的，相同到期日，不同执行价的同类型期权，即都是看涨期权或者都是看跌期权）。预期未来标的市场为牛市时使用牛市价差策略，为熊市时采用熊市价差策略。

除执行价格以外所有变量都相同的实值期权、平值期权、虚值期权三种期权合约中，平值期权总是对波动率变动最敏感。这意味着，当所有期权定价过高时，即我们认为隐含波动率过高的情况下，所有期权中平值期权定价过高程度是最大的；如果所有期权定价过低，即我们认为隐含波动率过低情况下，所有期权中平值期权定价过低程度最大。据此，我们在构建牛市或者熊市垂直价差时应遵循一个原则：如果隐含波动率过低，垂直价差构建中应买入平值期权；如果隐含波动率过高，垂直价差构建中应卖出平值期权。在实际交易中，很难找到精确的平值期权，因此在这种情况下，通常最好的方式就是交易最接近平值的期权。同时，尽量选择流动性好的合约来构建垂直价差策略以避免过大的冲击成本。

四、总结与展望

随着商品期权上市以来大半年时间的平稳运行，上市初期的限制措施正在逐步放开，市场准入门槛也在逐步调整，市场活跃度在明显提升，持仓量在稳步上升。同时，在十九大“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”的思想指导下，将会有更多的期权品种推入市场，丰富期权品种，为更多的实体企业进行风险管理提供更加丰富的管理工具，更好的服务供给侧结构性改革，更好的服务实体经济的转型升级和提质增效。一大片广袤的星辰大海正迅速的呈现在我们眼前，此时扬帆起航正当时！

❖ 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