

► 月报 · 期权

豆粕、铜、天胶成交减少 以价差为主

倍特期货 · 研究发展中心

2019年4月26日

简述：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：

《期权“联盟”壮大 迎来“三箭齐发”》（2019-02-28）

《豆粕、铜期权稳定 天胶期权偏悲观》（2019-03-29）

分析师：刘明亮

从业资格证号：F0237205

投资咨询证号：Z0000672

联系电话：028-86269235

助理分析师：唐超

从业资格证号：F3046098

要点：

◆ 豆粕期权

- 豆粕期权运行情况
- 总结及策略建议

◆ 铜期权

- 铜期权运行情况
- 总结及策略建议

◆ 天然橡胶期权

- 天然橡胶期权运行情况
- 总结及策略建议

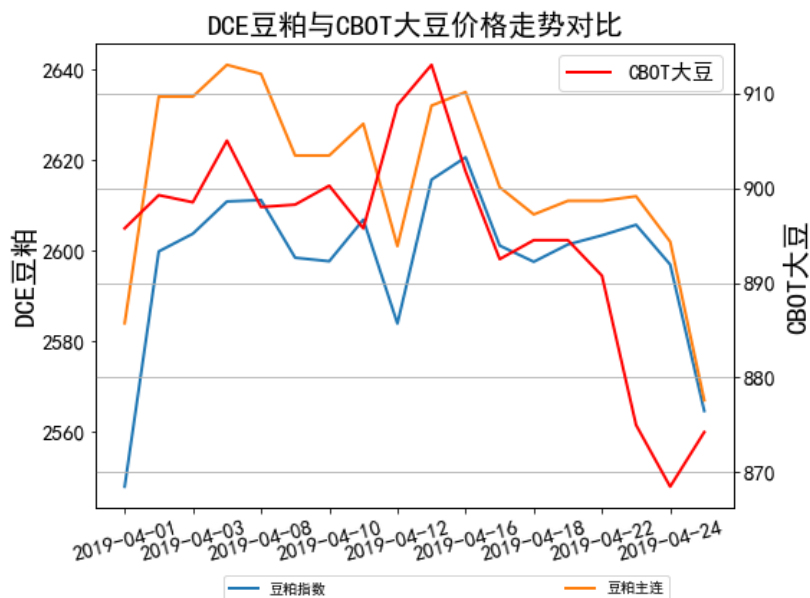
风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、豆粕期权

(一) 豆粕期权运行情况

1、豆粕期权交易行情状况

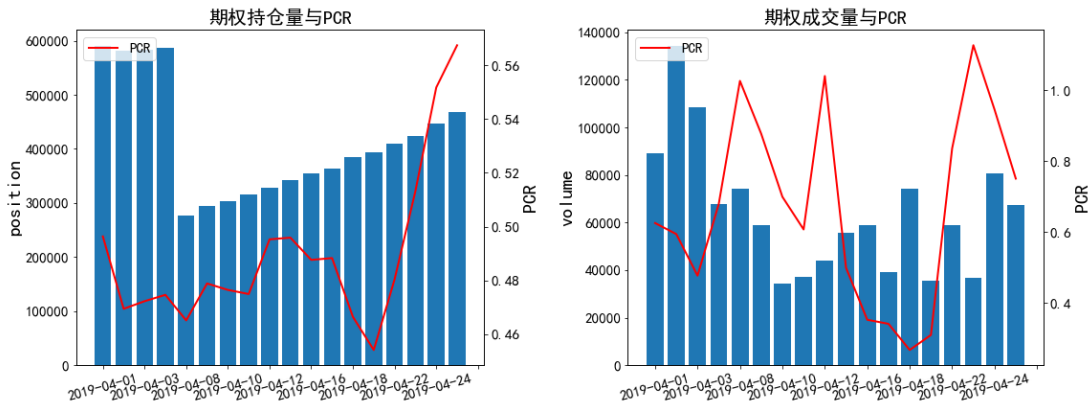
图 1: DCE 豆粕与 CBOT 大豆价格走势对比图



数据来源: Wind、倍特期货研发中心

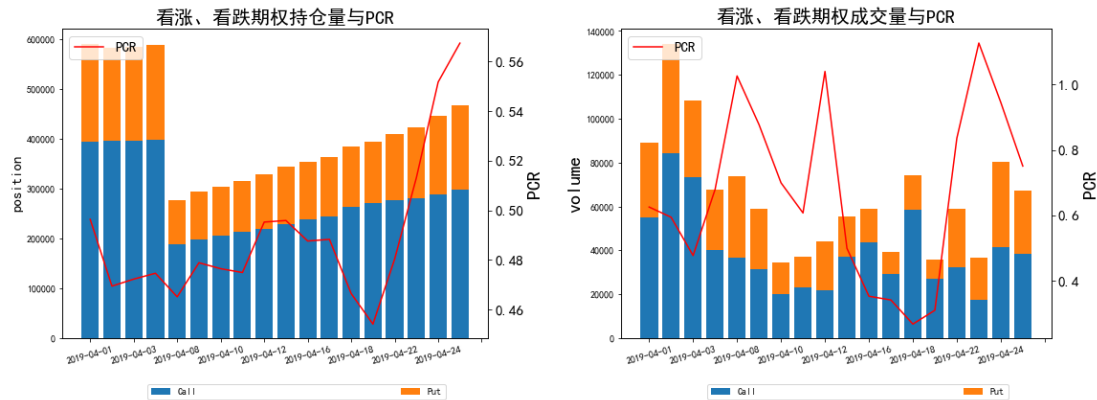
截止到 2019 年 04 月 25 日,豆粕期权 4 月累计总成交 115.53 万手(双边,下同),总持仓 744.64 万手,总成交量和持仓量较 3 月均减少。日均成交 6.42 万手,日成交量处于震荡状态,日最高成交量为 13.42 万手,日最低成交量为 3.43 万手。总持仓量总体上处于上升状态。主力月期权累计成交 77.79 万手,较 3 月份大幅减少,持仓量为 518.15 万手,较 3 月份大幅减少。主力月期权日均成交 4.32 万手,日最高成交量为 7.38 万手,日最低成交量为 2.33 万手,日均持仓 28.79 万手,最大持仓量为 39.93 万手,最低持仓量为 19.61 万手。

图 2: 豆粕期权成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

图 3：豆粕看涨、看跌期权成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

豆粕期权在此期间，总成交 PCR 处于震荡状态，震荡幅度较大，显示市场情绪较为悲观，均值为 0.67，最高为 1.13，最低为 0.27。总持仓 PCR 整体处于上升状态，均值为 0.49，最高为 0.57，最低为 0.45。主力月期权成交 PCR 处于波动状态，均值为 0.67，最高为 1.18，最低为 0.26。主力持仓 PCR 均值为 0.5，最高为 0.6，最低为 0.46，整体处于上升状态。

图 4：豆粕期权主力合约成交量、持仓量与 PCR 图

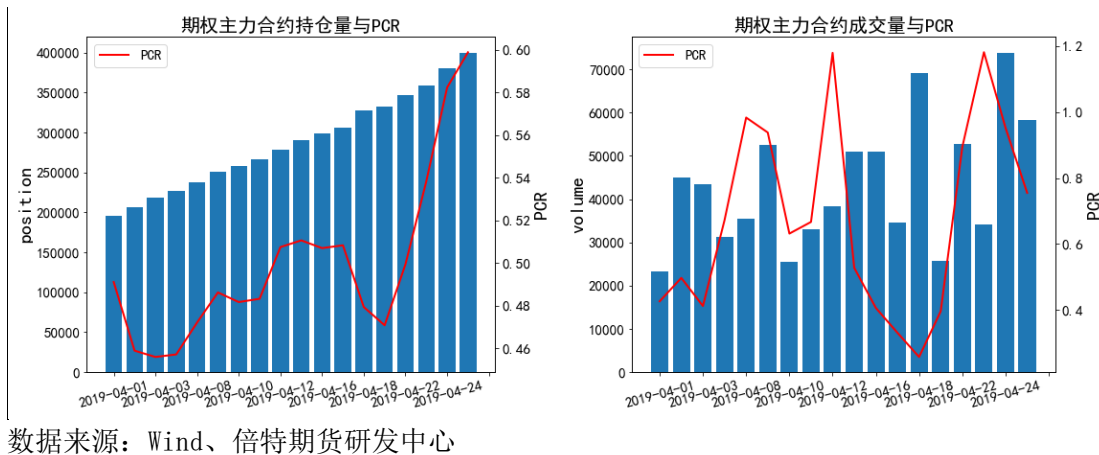
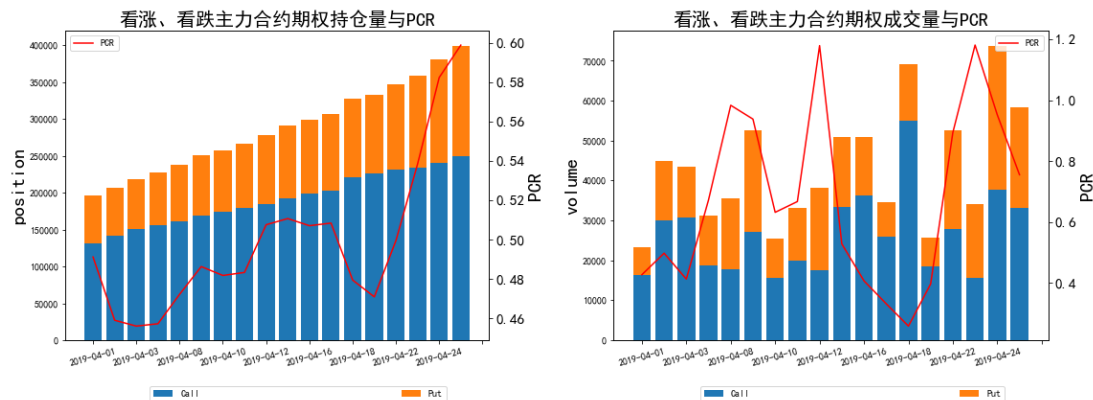
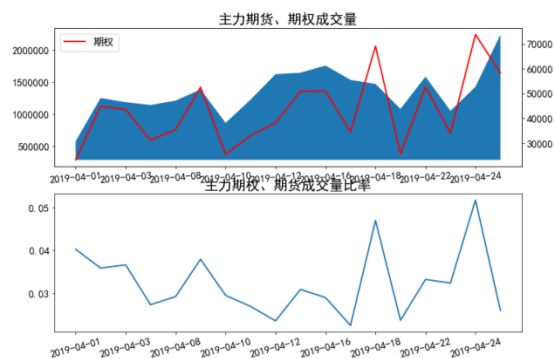
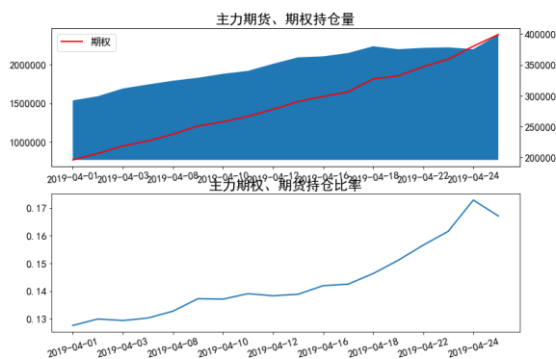


图 5：豆粕看涨、看跌主力合约期权成交量、持仓量与 PCR 图



通过对比豆粕期权和期货的成交量和持仓量，可以发现豆粕期权的成交量和持仓量与豆粕期货的成交量和持仓量高度相关，并随期货成交量、持仓量的变化而变化，当期货的成交量和持仓量上升时，期权的成交量和持仓量上升，反之亦然。在图 6 中，豆粕主力期货和主力期权的持仓量均处于上升趋势，但是主力期权与期货持仓比率也处于上升状态，由此可以看出主力期货持仓量上升速度明显慢于主力期权持仓量的上升速度。

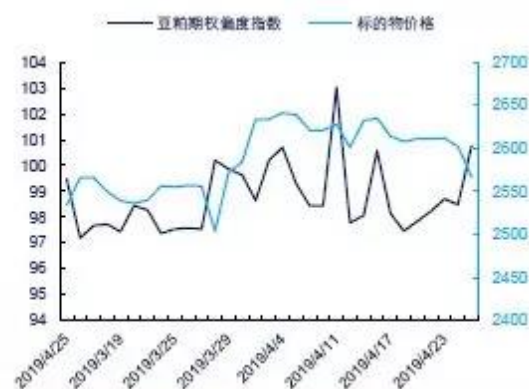
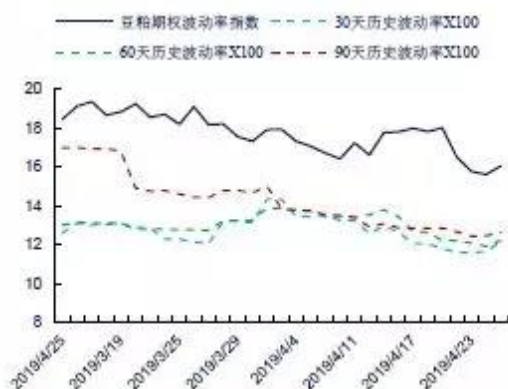
图 6：豆粕主力期货、期权成交量、持仓量及比率图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

2、豆粕期权波动率情况

图 7：豆粕期货主连与期权波动率指数和偏度指数图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

(二) 总结及策略建议

中国和美国就经贸问题持续进行磋商谈判。市场对双方的谈判进程以及最终结果紧密关注，并抱有谨慎乐观态度。基本面上，美国大豆库存充裕，但出口缓慢。新年度，美国大豆种植势头放缓，显示出美国大豆的前景仍有压力。巴西大豆收割持续推进，进度良好，总量预计仍然充裕，压力还是存在的。

国内需求的问题主要来自生猪疫情。疫情总体上能够得到控制，但在部分地区仍然零星发生。疫情发生以来，对生猪产业的冲击比较严重。近期猪肉板块有所回暖，在生猪产业集中度提升的背景下，猪肉价格有望提前进入上行通道。生猪养殖在去产能之后有望迎来新一轮上涨，届时将带动

豆粕需求显著回暖。

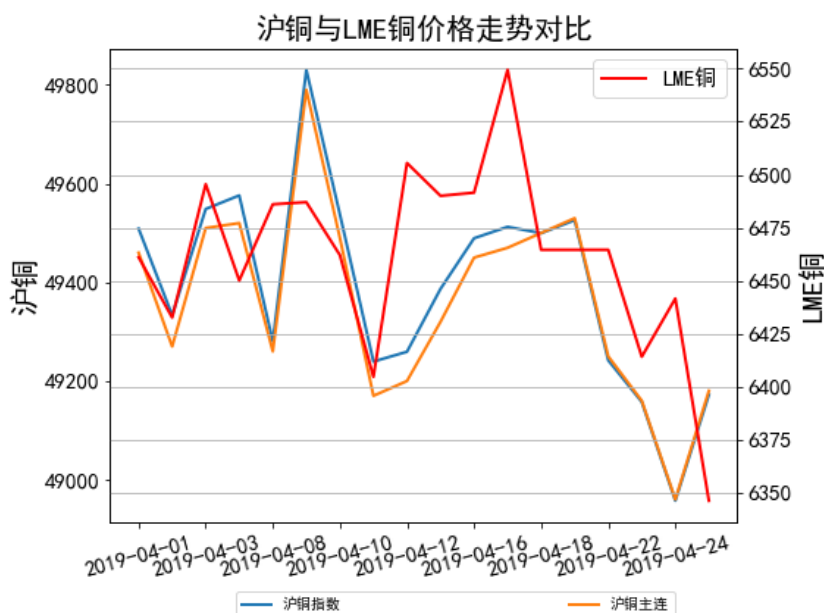
从豆粕期权的 PCR、波动率指数和偏度指数考虑，总成交量 PCR 震荡，但震荡幅度较大，极大值大于 1，波动率指数趋势平缓下降，SKEW 指数处于震荡且位置偏高，说明面临调整的风险增加，市场情绪偏悲观，但建议谨慎看空。期权策略建议买入看涨期权熊市价差组合为主。如果标的价格在跌破所卖出的看涨期权的执行价之后还大幅下挫，可以把买入的看涨期权卖出平仓，否则买入的看涨期权就没什么价值，这样就把该策略转换成没有风险上限的“裸卖空看涨期权策略”。如果标的价格在下跌之后有止跌反弹的迹象，可以买入与看涨期权空头同等数量的虚值看涨期权，将熊市看涨期权价差策略转换成看涨期权空头梯形价差策略。

二、铜期权

（一）、铜期权运行情况

1、铜期权交易行情状况

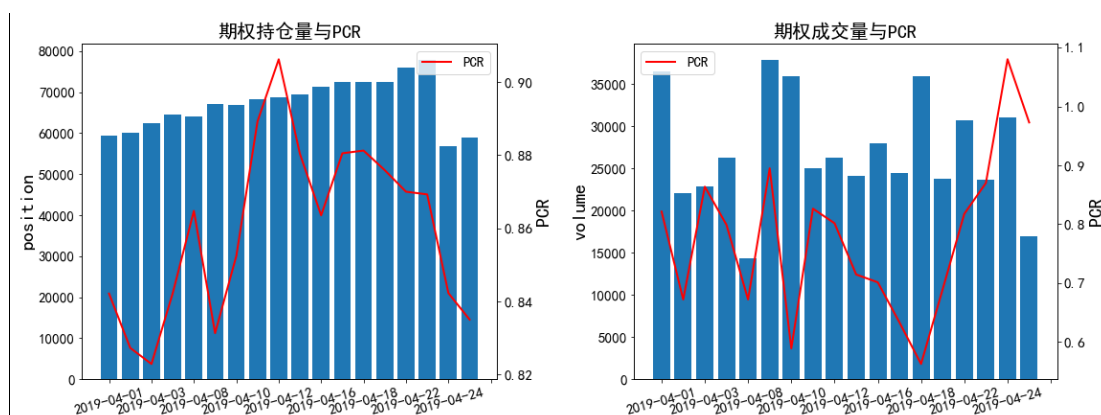
图 8：铜期权成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

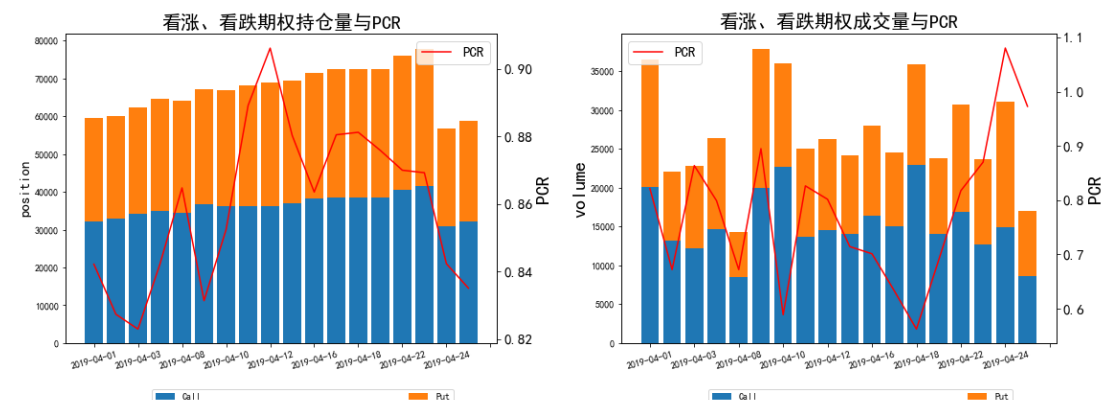
截止到 2019 年 04 月 25 日，铜期权 4 月累计总成交 48.61 万手，较 3 月份减少，总持仓 120.89 万手，较 3 月份增加。日均成交 2.7 万手，日成交量处于震荡上行状态，日最高成交量达到 3.79 万手，日最低成交量为 1.43 万手，交易活跃度显著提高。总持仓量总体上看成上升趋势，由于主力期权合约换月，会造成较少。主力月期权累计成交 24.83 万手，较 3 月份略有增加，持仓量为 45.59 万手，较 3 月份增加。日均成交 1.37 万手，日最高成交量为 2.2 万手，日最低成交量为 0.93 万手，日均持仓 2.53 万手，最大持仓量为 3.06 万手，最低持仓量为 2.19 万手。

图 9：铜期权成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

图 10：铜看涨、看跌期权成交量、持仓量与 PCR 图

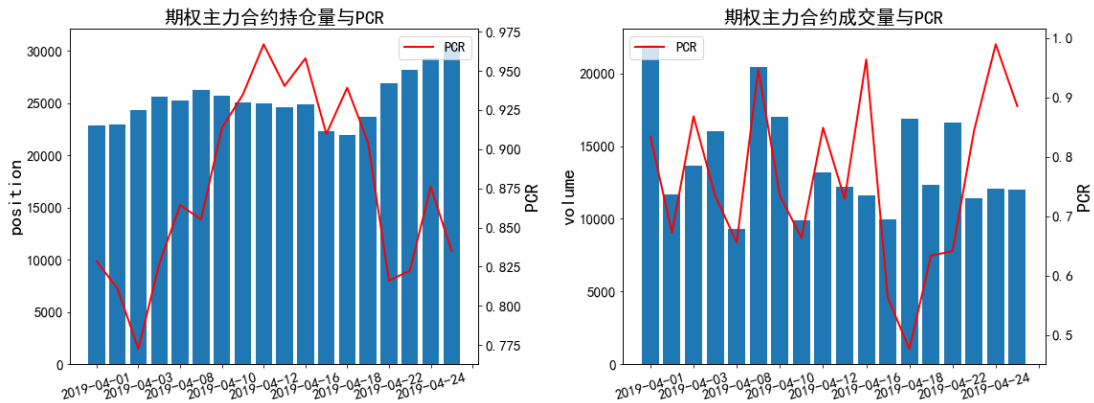


数据来源：Wind、倍特期货研发中心

铜期权 4 月份以来，总成交 PCR 处于震荡上行状态，显示市场情绪偏悲观，均值为 0.78，最高为 1.08，最低为 0.56。总持仓 PCR 整体处于震荡下行状态，最大值为 0.91，最小值为 0.82。主力月期权成交 PCR 处于波动状态，均值为 0.76，最高为 0.99，最低为 0.48。主力持仓 PCR 呈现先升

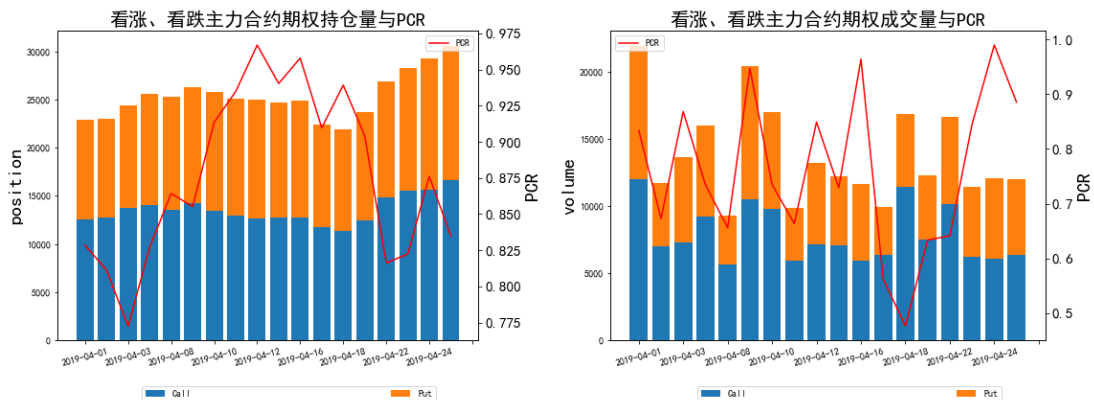
后降状态，均值为 0.88，极大值为 0.97，最小值为 0.77。

图 11：铜期权主力合约成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

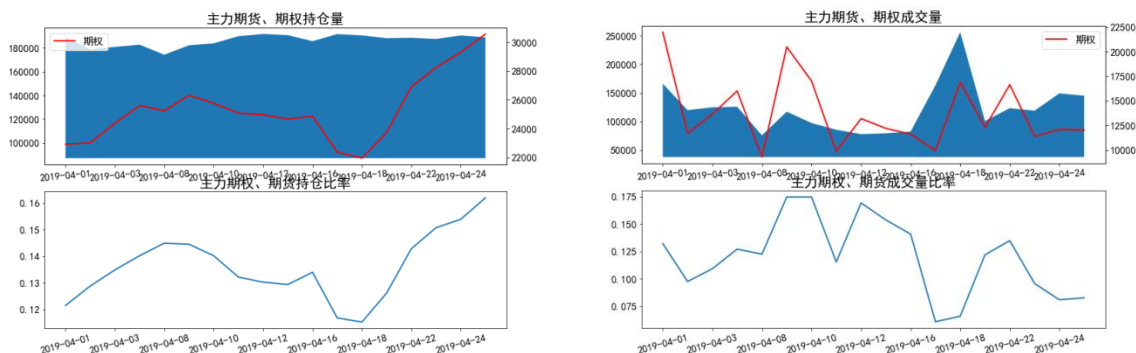
图 12：铜看涨、看跌期权主力合约成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

通过对比铜期权和期货的成交量和持仓量，可以发现铜期权的成交量与铜期货的成交量高度相关，并随期货成交量的变化而变化，当期货的成交量上升时，期权的成交量上升，反之亦然；期权的持仓量和期货的持仓量之间则表现出一定的相关性。同时，期权与期货的成交比和持仓比有不同程度上升，说明投资者对铜期权的关注度越来越高。

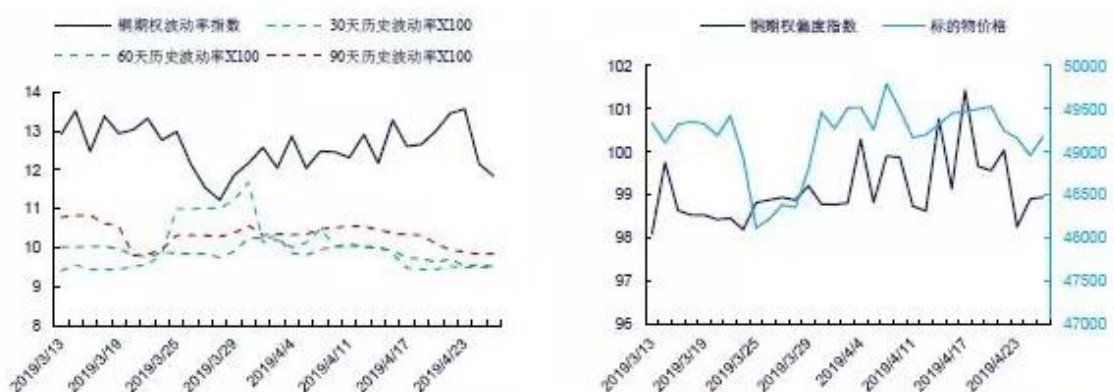
图 13：铜主力期货、期权成交量、持仓量及比率图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

2、铜期权波动率情况

图 14：铜期货主连与期权波动率指数和偏度指数图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

(二) 总结及策略建议

全球铜显性库存偏低利多，据 SMM 消息，全球三大交易所，库存持续保持下降，今年三大交易所库存仅为去年同期 56%左右，同时二季度影响量约 12 万吨的检修力度。截止 4 月 26 日，上海交易所库存为 219679 吨，-16107 吨，继续减少。美股市下跌，短线调整。外盘原油小幅下跌，测试 10 日线支撑。美元继续走强，再创新高。美元兑欧元周四攀升至近两年高位，因乐观的美国数据提振美元需求。近期中国进口铜溢价还在下行，主要是需求清淡。

现货方面，上海有色网电解铜报 48750-48900，均价 48825，-425。升贴水 贴 70-升 50，均价 贴 10，-15，假期来临，持货商继续加速换现回笼资金，中小下游企业却同样受制于资金压力，难

以做逢低补货，市场供需双方都呈现了节前避风险的态势。

从铜期权的 PCR、波动率指数和偏度指数考虑，成交量 PCR 处于震荡上升态势，波动率指数趋势平缓但波动增加，SKEW 指数处于震荡，说明有面临调整的风险，市场情绪偏稳定。期权策略建议买入看涨期权牛市价差组合为主。如果标的价格上涨突破看涨期权空头的执行价格时，预期价格还会继续上涨，则可以把先前卖出的虚值看涨期权买回平仓，然后卖出一个更加虚值的看涨期权；如果预期标的价格会有所回撤，这时可以把盈利的看涨期权多头平仓，然后买入一个虚值的看涨期权，这样就可以转换成熊市看涨期权价差。从波动率指数和历史波动率的走势来看，历史波动率在低位稳固了一段时间，可以考虑卖出宽跨式组合策略，但是一旦隐含波动率形成明显上行趋势，则需择机平仓。

三、天然橡胶期权

（一）、天然橡胶期权运行情况

1、天然橡胶期权交易运行状况

截止到 2019 年 4 月 25 日，橡胶期权 4 月累计总成交 7.09 万手（双边，下同），较 3 月份大幅减少，总持仓 56.55 万手，较 3 月份基本持平。日均成交 0.39 万手，日成交量虽有波动但整体呈上升状态，日最高成交量为 0.75 万手，日最低成交量为 0.24 万手。总持仓量总体上处于先扬后抑状态，日最高持仓量为 3.45 万手，日最低持仓量为 2.15 万手。主力月期权累计成交 2.67 万手，较 3 月份大幅减少，持仓量为 24.49 万手，较 3 月份减少。日均成交 0.15 万手，日最高成交量为 0.36 万手，日最低成交量为 0.04 万手，日均持仓 1.36 万手，最大持仓量为 1.77 万手，最低持仓量为 1.08 万手。

图 15：橡胶期权成交量、持仓量与 PCR 图

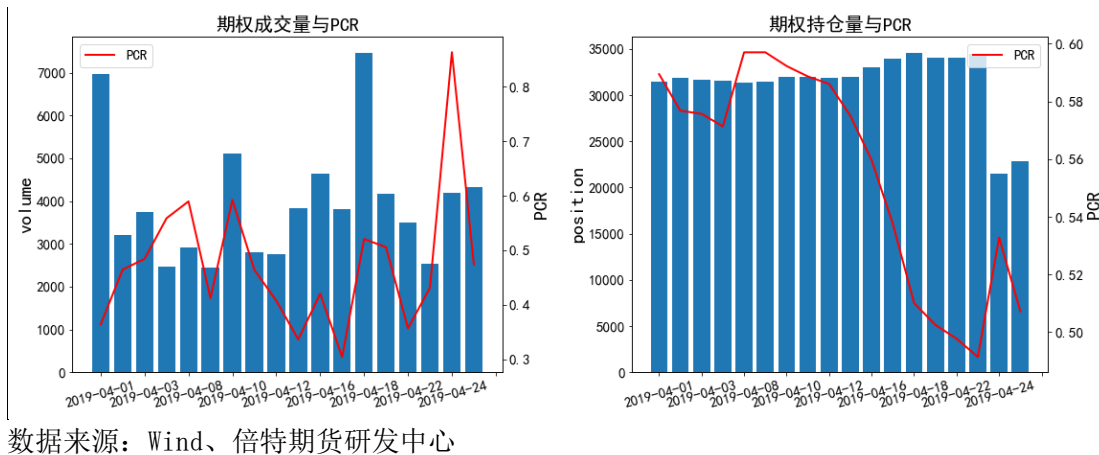
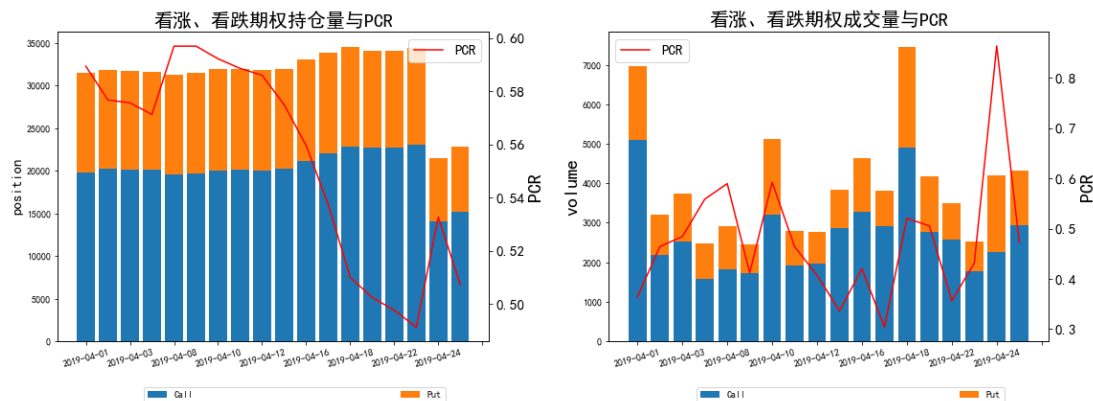
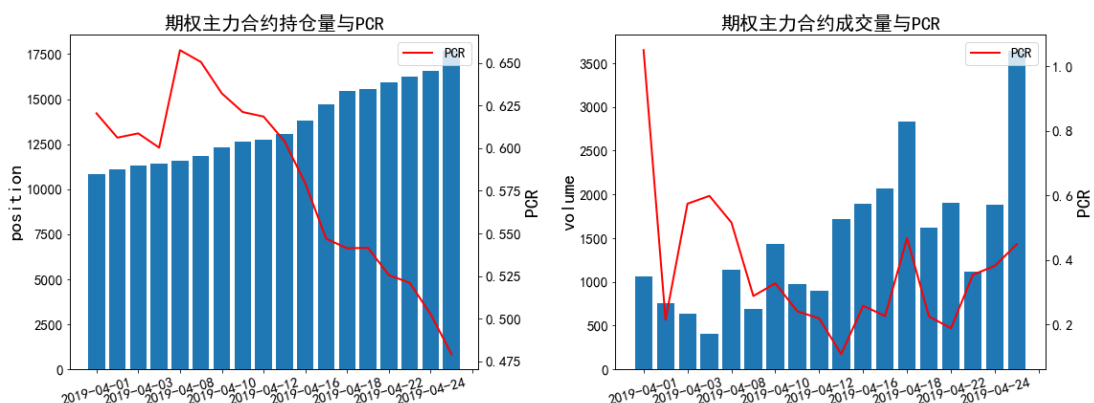


图 16：橡胶看涨、看跌期权成交量、持仓量与 PCR 图



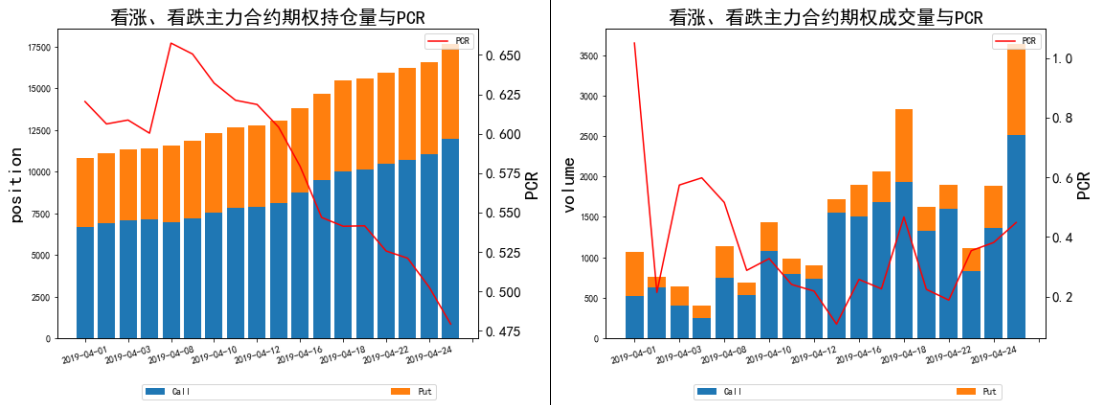
橡胶期权总成交 PCR 处于波动状态，均值为 0.47，最高为 0.86，最低为 0.3。总持仓 PCR 处于下降趋势，均值为 0.55，最大值为 0.6，最小值为 0.49。主力月期权成交 PCR 波动幅度比较大，均值为 0.3，最高为 1.05，最低为 0.11。主力持仓 PCR 处于下降状态，均值为 0.58，极大值为 0.66，最小值为 0.48。

图 17：橡胶期权主力合约成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

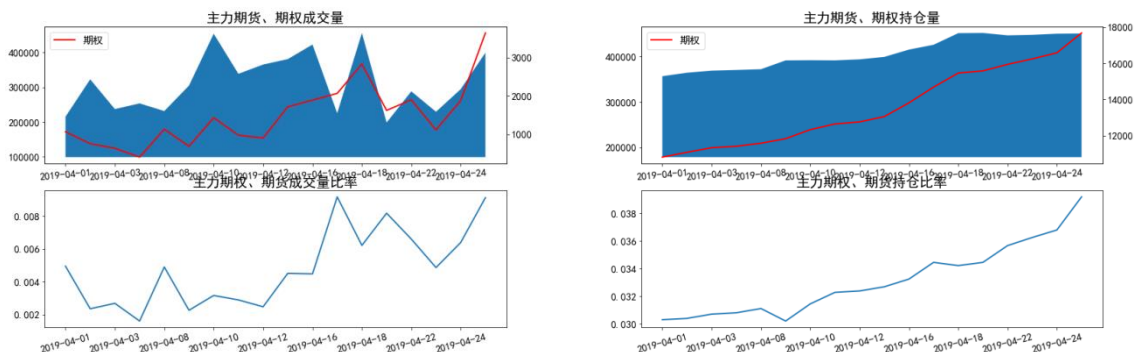
图 18：橡胶看涨、看跌主力合约期权成交量、持仓量与 PCR 图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

通过对比橡胶期权和期货的成交量和持仓量，可以发现橡胶期权的成交量与橡胶期货的成交量高度相关，并随着期货成交量的变化而变化，当期货成交量上升时，期权的成交量也上升，反之亦然；虽然橡胶期权上市不久，但是橡胶期权的持仓量与橡胶期货的持仓量之间关系相关度在不断增加，期权与期货的持仓比也不断上升，说明投资者参与橡胶期权市场的热情不断提高，期权市场也越来越被投资者所接受。

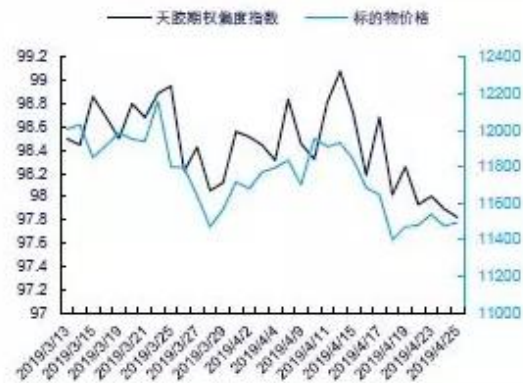
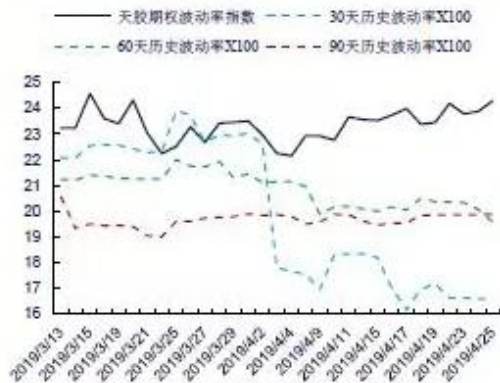
图 19：橡胶主力期货、期权成交量、持仓量及比率图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

2、天然橡胶期权波动率情况

图 20：橡胶期货主连与期权波动率指数和偏度指数图



数据来源：Wind、倍特期货研发中心

（二）总结及策略建议

基本上，国内海南产区新胶陆续释放，云南西双版纳产区由于天气原因产出有限，后期天气好转后国内产区产量将有提升；本周内受大气治理行动影响，部分轮胎企业主动下调开工负荷，周内终端市场表现放缓使得一些轮胎库存开始上升，也倒逼企业调整负荷以积极应对，近期天然橡胶需求难有明显提升。在天气情况逐渐好转后，国内产区天胶产出将进一步提升，宋干节后泰国北部及越南产区将开启新一轮割胶，后期天然橡胶供给将增加。综合来看，预计短期内天胶仍将维持震荡运行态势。

从橡胶期权的 PCR、波动率指数和偏度指数考虑，成交量 PCR 呈震荡上行的趋势，市场情绪较稳定，偏度指数呈下行趋势，因此期权策略建议买入看涨期权熊市价差组合为主。如果标的价格在跌破所卖出的看涨期权的执行价之后还大幅下挫，可以把买入的看涨期权卖出平仓，否则买入的看涨期权就没什么价值，这样就把该策略转换成没有风险上限的“裸卖空看涨期权策略”。如果标的价格在下跌之后有止跌反弹的迹象，可以买入与看涨期权空头同等数量的虚值看涨期权，将熊市看涨期权价差策略转换成看涨期权空头梯形价差策略。

❖ 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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为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