



# 期权周度评论

研究报告·热点周评

摘要

报告作者

作者：黎伟

电话：（023）63636613

E-mail: liwei@glqh.com

从业资格号：F0300172

投资咨询号：Z0011568

报告日期：2019年4月12日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

## 本期导读：

➤ 豆粕期权：需求逐步好转、牛市价差策略

策略：买入 m1909 系列平值看涨期权，同时卖出虚值看涨期权，构建牛市价差策略。

➤ 白糖期权：标的大涨、反比率价差做多波动

策略：卖出 1 份平值看涨期权，同时买入 2 份虚值 2 档看涨期权，构建反比率价差做多市场波动率。

➤ 棉花期权：播种时节到来、做多波动率

策略：卖出 1 份平值看涨期权，同时买入 2 份虚值 2 档的看涨期权，构建反比率价差做多波动率。

➤ 玉米期权：W 底构筑日趋成熟、继续做多市场波动

策略：对 c1909 系列期权，卖出 1 份平值看涨期权，同时买入 2 份虚值 2 档的看涨期权，继续持有看涨期权反比率价差策略，做多市场波动性。

➤ 铜期权：估值不高、建议观望

策略：建议观望。

➤ 橡胶期权：临近到期、前期卖出宽跨式策略止盈

策略：前期卖出近月宽跨式策略止盈，等待下次交易机会。

## 豆粕期权：需求逐步好转、牛市价差策略

### 【市场表现】

继上周强势反弹后，本周豆粕期货重回震荡，非洲猪瘟和中美谈判的乐观预期仍对市场有所压制，但影响效果正在减弱。期权方面，随着期货震荡的持续，主力 1905 系列合约期权估值继续下降，当前平值期权隐含波动率在 16% 左右，与上周相比下降了 0.8 个百分点，看来市场不认为后期市场波动会有明显的升高。持仓量 PCR 值上，当前仍然处于 0.47 左右，相比上周变化不大。

### 【操作建议】

买入 m1909 系列平值看涨期权，同时卖出虚值看涨期权，构建牛市价差策略。

### 【逻辑】

1、期权估值方面，当前 m1909 系列平值期权隐含波动率在 16% 左右，与中长期 60 日和 90 日历史波动率相比有 3.5 个百分点左右的溢价，溢价水平仍然偏高，在天气炒作时间窗口正式到来之前，隐含波动率水平估计难有大的提升，相反还可能会继续向历史波动率靠拢；

2、从持仓量 PCR 值上看，当前的数值处于上市以来的历史低位，市场已经处于了极度悲观的地步，此种情形下若情绪发生好转，市场极易发生反弹。

3、从时间上看，当前主力 m1909 系列合约剩余时间还有 4 月左右，时间较长，单纯卖出期权获利速度相对较慢；

4、从技术上看，当前豆粕期货刚好触及长期上涨趋势线，后期有望止跌反弹；

5、基本面方面，中美贸易谈判已经进入了尾声，乐观情绪浓厚，市场一致认为会达成和解，其对豆粕市场最大压力的时期已过；非洲猪瘟方面，近两月发生的频率已经有了明显的降低，加上近期猪肉价格的大涨，高利润驱动下养殖户有望逐步恢复补栏，种种迹象表明最困难的时期或已经过去。

**表 1:近三年豆粕指数波动率分布**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5 日	2.76%	8.00%	15.34%	28.96%	55.03%	5.6%	16%
20 日	7.35%	11.01%	16.75%	27.32%	39.12%	10.66%	
60 日	10.71%	12.95%	17.62%	25.22%	35.18%	12.86%	
90 日	11.69%	13.62%	17.61%	25.70%	31.19%	12.46%	
120 日	11.32%	14.93%	17.74%	26.60%	28.25%	15.05%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 白糖期权：标的大涨、反比率价差做多波动

### 【市场表现】

本周郑糖期货出现大幅上涨，现货市场仍然十分坚挺，产区部分报价升至 5300 元/吨以上。期权方面，估值并未随着期货价格的大涨而回升，主力 SR1909 系列平值期权当前隐含波动率在 12.2% 左右，与上周相比小幅下降 0.2 个百分点。持仓量 PCR 值上，当前处于 0.42 左右有小幅的下降，与上周变化不大。

### 【操作建议】

卖出 1 份平值看涨期权，同时买入 2 份虚值 2 档看涨期权，构建反比率价差做多市场波动率。

### 【逻辑】

1、期权估值方面，当前主力 SR1909 系列期权平值隐含波动率仅有 12.2% 左右，与中长期 60 日和 90 日历史波动率均有 2 个百分点左右的折价，且近期期货市场波动有了明显的放大，但期权估值并未有明显的变化，后期隐含波动率上涨的概率较大；

2、时间上看，当前 SR1909 系列期权剩余时间较长，当前还剩 4 个月左右，时间衰减压力不大；

3、从技术上看，当前 ICE 原糖已经处于三角形调整的末端，预计近期将会选择方向，外盘原糖的大幅波动预计也会影响到国内市场，导致波动放大；

4、基本面上看，因原油价格的不断上涨，巴西更愿意生产乙醇，原糖向上突破的概率相对较大，国内市场由于产销较好，预计市场仍将坚挺。

表 2: 近三年白糖指数波动率分布

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5 日	1.71%	5.38%	10.24%	17.22%	36.58%	16.3%	12.2%
20 日	5.80%	7.54%	11.19%	15.66%	22.60%	10.94%	
60 日	6.74%	8.42%	11.34%	14.93%	17.87%	14.53%	
90 日	7.20%	9.07%	11.68%	15.01%	18.27%	13.85%	
120 日	7.86%	9.04%	12.04%	14.59%	18.04%	13.1%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 棉花期权：播种时节到来、做多波动率

### 【市场表现】

本周郑棉期货稳步反弹，中美贸易谈判逐步进入尾声，市场乐观情绪明显，4月份为棉花的播种时节，市场对天气往往较为敏感。期权市场方面，隐含波动率现小幅回升，当前主力CF1909系列平值期权隐含波动率在12.6%左右，与上周相比上涨0.2个百分点。持仓量方面，当前总持仓在77000张左右，与上周相比上涨11.6%左右，持仓PCR值在0.55左右，与上周相比有小幅的降低。

### 【操作建议】

卖出1份平值看涨期权，同时买入2份虚值2档的看涨期权，构建反比率价差做多波动率。

### 【逻辑】

1、从隐含波动率看，当前CF1909系列平值合约在12.6%左右，与中长期60日和90日历史波动率相比有2个百分点左右的溢价，该水平相对合理。从上市以来的数值上看，在震荡行情之中该隐含波动率亦是一个相对正常的水平，后期郑棉行情若突破震荡区间，隐含波动率必然会随之放大。

2、从历史波动率看，当前中长期波动率水平处于历史中下水平，十分接近历史10%分位，水平偏低，加上4月是传统波动率容易放大的月份，波动率易涨难跌。

3、从时间上看，当前远月1909系列期权剩余时间较长，做多波动率所承受的时间衰减压力不大。

4、基本上，当前处于棉花的播种时节，市场对天气较为敏感，且中美贸易谈判最快在本月中下旬便会有结果，和谈概率较大，如此将会极大带动棉花下游消费。

**表 3:近三年棉花指数波动率分布**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5日	2.20%	6.32%	13.90%	30.84%	69.24%	5.84%	12.6%
20日	4.79%	7.61%	15.76%	30.56%	54.87%	6.74%	
60日	5.51%	8.44%	15.88%	31.30%	44.75%	10.47%	
90日	8.04%	10.37%	16.34%	30.74%	36.67%	10.58%	
120日	9.63%	10.45%	17.37%	29.55%	35.00%	11.25%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 玉米期权：W底构筑日趋成熟、继续做多市场波动

### 【市场表现】

本周玉米期货在W底的上沿持续震荡，随着消费的逐步回升，向上突破的概率较大。期权方面，当前主力c1909系列平值期权隐含波动率在9.5%左右，与上周相比有小幅的上涨，持仓量方面，由于近月c1905系列合约的正式到期，持仓量出现了断崖式下跌，当前为23万张左右，持仓PCR值上，当前为0.7左右，与上周相比有一定下降。

### 【操作建议】

对c1909系列期权，卖出1份平值看涨期权，同时买入2份虚值2档的看涨期权，继续持有看涨期权反比率价差策略，做多市场波动性。

### 【逻辑】

- 1、期权估值上，当前主力c1909系列期权平值期权隐含波动率在9.5%左右，尽管有一定上涨，但与中长期60日90日历史波动率相比仍然基本没有溢价，估值不高；
- 2、从历史波动率上看，当前各周期的数值处于10%至50%分位之间，属于中低水平，从时间节点上看，4月开始为玉米的播种时节，对天气将比较敏感，市场波动性也将易涨难跌；
- 3、时间上，c1909系列期权剩余时间较长，时间衰减压力不大；
- 4、从技术上看，W底特征明显，在消费逐步回升的影响下玉米期货价格有望向上突破。

**表 4: 近三年玉米指数波动率分布**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5日	1.03%	4.43%	9.63%	18.54%	41.21%	6.4%	9.5%
20日	2.40%	5.63%	10.55%	18.31%	31.11%	8.6%	
60日	3.84%	6.17%	10.96%	18.29%	25.41%	9.23%	
90日	5.67%	7.19%	10.88%	18.61%	22.19%	10.28%	
120日	5.90%	7.19%	12.26%	18.10%	21.17%	9.76%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 铜期权：估值不高、建议观望

### 【市场表现】

本周沪铜冲高回落，在宏观数据利好落地之后短期缺乏新的上涨驱动，二季度基本金属表现往往相对较弱，对此我们应当保持警惕。期权方面，cu1905和cu1906系列平值期权隐含波动率在10%左右，与上周相比下降0.6个百分点。持仓量方面，当前为68000张左右，有小幅上涨，持仓PCR值上，当前为0.89左右，有小幅反弹。

### 【操作建议】

建议观望。

### 【逻辑】

1、从隐含波动率看，当前主力cu1905系列平值期权隐含波动率在10%左右，与各周期历史波动率大小相当，处于相对较低的水平；

2、从历史波动率上看，当前各周期历史波动率大小处于近三年极低的水平，但当前缺乏新的事件驱动，预计近期仍将维持低位波动；

3、从时间上看，cu1905系列期权将仅剩12天，理论上下周平值期权平均每天将会损失3.5%左右的权利金，时间衰减速度将会越来越快，但由于当前期权价格并没有明显高估，卖出期权收取时间价值的性价比不高。

4、技术上看，当前处于前期密集成交区，短期突破区间的机会不大；

**表 5: 近三年沪铜指数波动率分布**

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5日	2.30%	7.28%	14.14%	23.86%	74.48%	11.27%	10%
20日	7.33%	10.57%	15.61%	21.45%	50.27%	10.74%	
60日	9.52%	13.01%	16.19%	21.48%	33.82%	9.83%	
90日	9.8%	14.09%	16.42%	25.88%	30.28%	10.26%	
120日	10.92%	14.58%	16.33%	24.93%	27.30%	10.6%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 橡胶期权：临近到期、前期卖出宽跨式策略止盈

### 【市场表现】

本周橡胶期货持续震荡，下游3月汽车销量仍就处于下滑之中，但下滑幅度明显收窄。期权市场上，近月ru1905系列期权估值继续下降，当前平值期权隐含波动率在16%左右，与上周相比下降1个百分点，持仓量方面，当前仍为32000张左右，与上周相比变化不大，持仓PCR值上，当前为0.59左右，相比上周有小幅回升。

### 【操作建议】

前期卖出近月宽跨式策略止盈，等待下次交易机会。

### 【逻辑】

1、期权估值上，当前近月1905系列平值期权合约隐含波动率处于16%左右，与短期5日和20日历史波动率相比均有一定的折价，估值相对偏低。

2、从历史波动率水平上看，当前各周期波动性处于近三年偏低的水平，但近期橡胶市场缺乏重要事件的刺激，预计短期波动性变化不大。

3、考虑到波动率带有一定的聚集性特征，在无突发重大事件影响之下，大幅上升的概率不大。

4、从时间上来讲，RU1905主力系列期权节后剩余时间将仅有12天左右，理论上下周平值期权平均每天将会损失6%左右的权利金，时间衰减极快，但考虑到当前期权估值偏低，继续收取时间价值的意义不大；

5、基本上，低产期逐步结束，主产国陆续开始割胶，上涨难度加大，随着基差的大幅收窄，期货下跌空间亦不大，预计区间震荡为主。

表 6: 近三年橡胶指数波动率分布

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值	当前隐含波动率
5日	4.80%	13.07%	25.72%	48.58%	76.75%	17.8%	16%
20日	7.47%	16.07%	28.69%	44.02%	66.93%	17.72%	
60日	12.16%	18.55%	29.55%	42.09%	56.35%	19.71%	
90日	18.17%	23.49%	29.42%	42.40%	50.09%	19.21%	
120日	19.3%	24.41%	29.95%	42.61%	46.92%	19.4%	

数据来源：Wind 国联期货投资咨询部

## 国联期货投资咨询部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-85101580

E-mail: liwei@glqh.com

## 免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**