

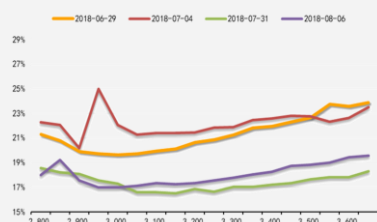


豆粕期权

隐波率趋缓 卖出跨式可期

板块 油脂油料

隐含波动率微笑曲线：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：金菊

电话：021-68770092

邮箱：jinju@qhfc.com.net

从业资格号：F3035213

期货分析师：张蕾

电话：021-68770057

邮箱：zhanglei@qhfc.com.net

从业资格号：F3033523

投资咨询号：Z0012812

报告摘要

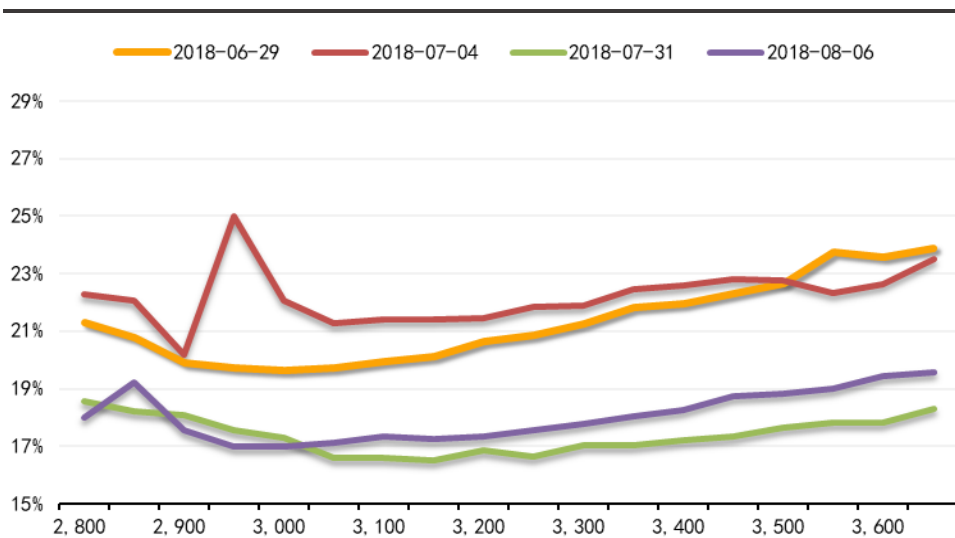
- 随着豆粕 1901 合约期权隐波率微笑曲线斜率逐步放缓，市场前期的恐慌情绪已基本被消化，短期内豆粕价格波动趋缓，可尝试卖出跨式组合做空波动率。
 - 考虑到国内库存偏高，加之主要合约主要价位上的日成交 PCR 处较高位，建议谨慎看多，可尝试牛市价差控制损益。
- 隐波率下降，微笑曲线趋缓
 - 市场成交活跃，调整后日 PCR 处高位
 - 库存处高位，下游需求有限
 - 策略建议

一、隐波率下降，微笑曲线趋缓

截至2018年8月7日，主力豆粕1901合约的平值期权隐含波动率为17.43%，较上个交易日17.74%下降0.31个百分点。往前推一个月看，以M1901-C-3200合约为例，其隐波率在7月上旬基本呈现高位震荡的态势，7月11日开始从20.50%的高位回落，到7月31日已下降了3.43个百分点。

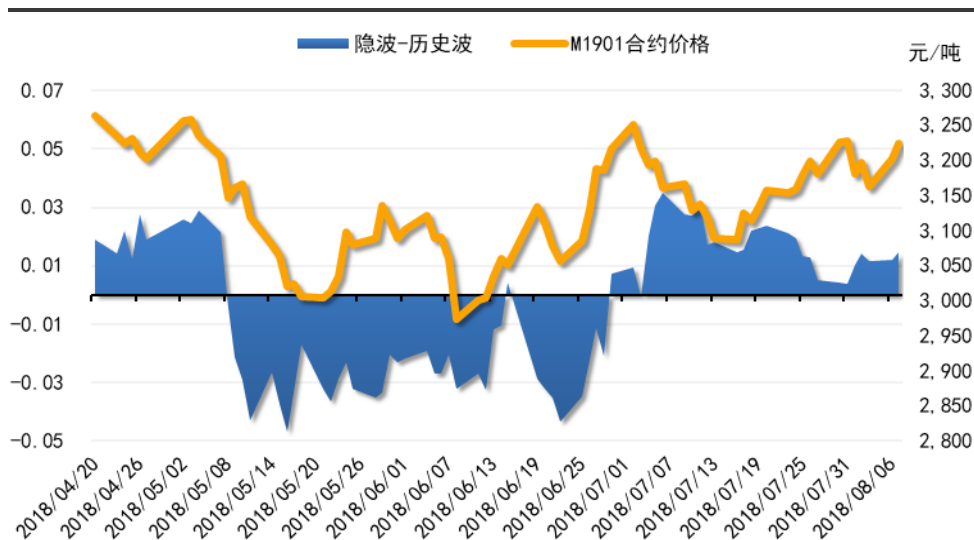
从隐波率的微笑曲线变化趋势看，7月份微笑曲线整体趋缓下移，并在7月31日曲线下降到近一月以来的最低位置。随着情绪面因素的消退，短期内微笑曲线继续保持底部震荡形态趋缓的概率较高。另一方面，从微笑曲线的形态看，M1901看涨期权合约隐波率微笑曲线在8月6日的最低点在2950附近，而当日M1901期货价在3200附近，其最低点偏离平值位置较远，且最低点左侧曲线斜率更大，表明市场未来看涨豆粕价格的情绪并不非常乐观。

图1 豆粕M1901合约期权隐波率微笑曲线



数据来源：wind 资讯，前海期货

此外，对比隐含波动率与历史波动率的差额与豆粕1901合约期价的走势关系可以发现，波动率差额出现正高点与负高点相互转变时往往对应一段豆粕趋势行情。截至8月7日，隐含波动率与历史波动率的差额为1.47%，距离零值位置较远，短期出现正高点向负高点转变的概率较低，豆粕期价形成趋势性下跌的概率较低。

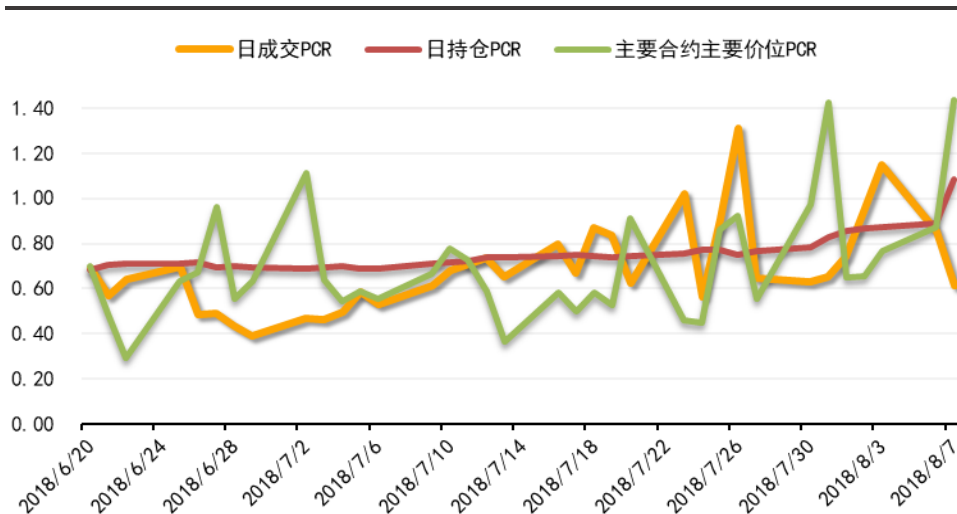
图 2 波动率差额变动与期价关系


数据来源：wind 资讯，前海期货

二、市场成交活跃，调整后日 PCR 处高位

从期权成交情况看，截至 8 月 7 日，豆粕期权当日总成交额 5852.20 万元，较上一交易日 4802.83 万元增 21.85%。当日总成交量 11.59 万张，较上一交易日 8.68 万张增 33.58%。其中，看涨期权成交量 71770 张，较上一交易日增 53.40%；看跌期权成交量 44112 张，较上一交易日增 10.37%，增幅明显低于看涨期权成交增幅。从期权持仓情况看，当日总持仓量 26.18 万张，较上一交易日 55.27 万张降 52.63%，降幅明显。其中，看涨期权持仓量下降了 57.06%，看跌期权持仓量下降了 47.66%。

尽管近期看涨期权成交活跃度明显上升，期权日成交量认沽与认购之比（以下简称“日成交 PCR”）明显下滑，但是在测算主要合约主要价位上的日成交 PCR 之后，发现从 8 月 3 日起二者走势相反。主要合约主要价位上的日成交 PCR 突破了 7 月以来的高点，其值逼近 1.5，谨慎看多的情绪较明显。

图3 成交及持仓认沽认购比走势观测


数据来源：wind 资讯，前海期货

三、库存处高位，下游需求有限

截至 7 月 29 日，豆粕全国库存量为 123.76 万吨，较 7 月 22 日 124.73 万吨降低 9700 吨。从库存变化看，豆粕库存存在周期性变化规律。目前，库存处于上涨高位，突破了 2017 年 6 月末的高点。从历史规律看，短期内豆粕库存维持高位的概率较大，长期下降的概率较大。从下游需求看，猪粮比从 2018 年 5 月开始低点反弹，到 2018 年 8 月 3 日猪粮比为 6.79，仍处于历史较低水平，短期内刺激农户扩大养殖的动力有限，豆粕需求提振不明显。

四、策略建议

随着豆粕 1901 合约期权隐波率微笑曲线斜率逐步放缓，市场前期的恐慌情绪已基本被消化，短期内豆粕价格波动趋缓，可尝试卖出跨式组合做空波动率。考虑到国内库存偏高，加之主要合约主要价位上的日成交 PCR 处较高位，建议谨慎看多，可尝试牛市价差控制损益。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfc.net.cn>