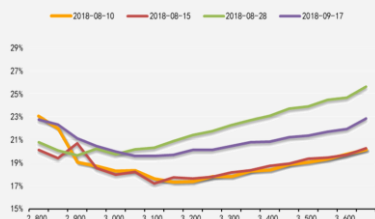




## 豆粕期权 牛市价差可期

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

- 9月豆粕期权市场成交活跃度继续维持6月以来的平均水平，期权日均成交量在8.22万张附近，较5月份日均成交量1.11万张涨了近6倍。平值期权隐含波动率水平与8月末相近，但微笑曲线整体趋缓，市场情绪整体偏中性。
- 考虑到猪瘟及原料价格上涨影响，生猪存栏量并未有所好转，并且玉米去库压力仍存，预计短期豆粕期价震荡整理的概率偏高。

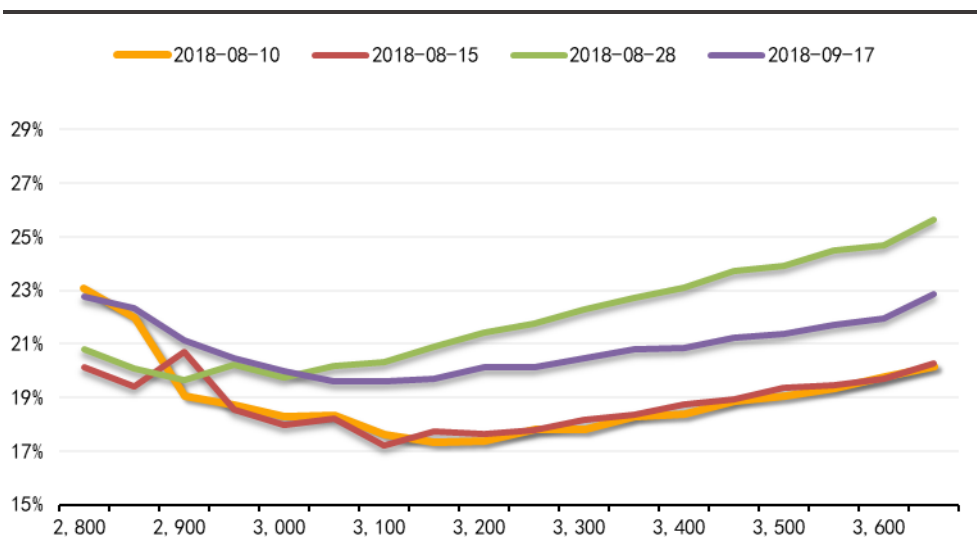
- 隐波率微笑曲线趋平稳
- 期权市场交投活跃
- 生猪存栏量未见好转

## 一、隐波率微笑曲线趋平稳

从近两个月的隐波率曲线走势看，豆粕期权平值隐含波动率从 8 月初的低点 17% 上涨至 8 月末的高点 20%，并且微笑曲线的斜率也逐步提高。进入 9 月之后，期权隐含波动率依然高位不减，9 月 19 日主力 1901 合约对应的平值期权隐含波动率为 20.23%，较 8 月 1 日低点 17.13% 上升了 3.1 个百分点。

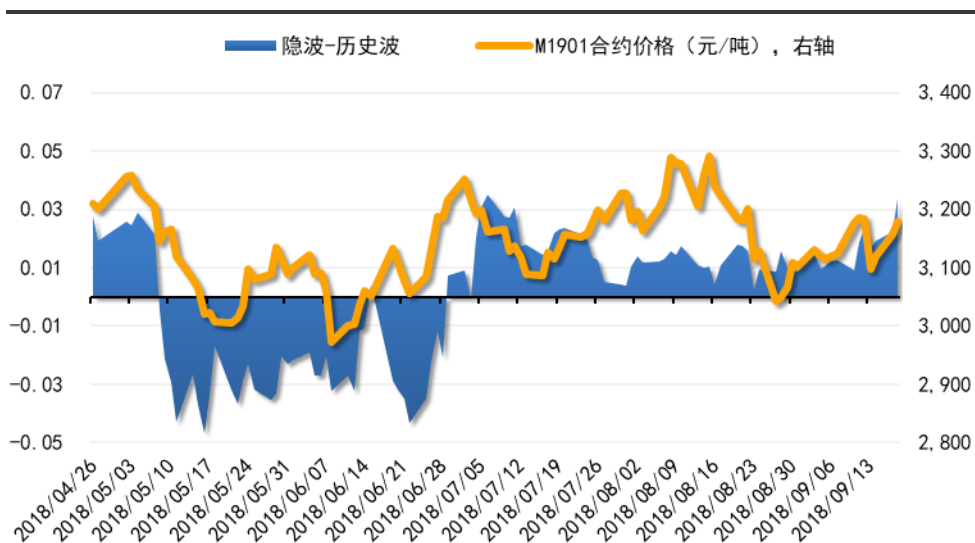
尽管隐波率位置与 8 月底的位置相近，但整体微笑曲线的斜率较 8 月底有明显的下降，斜率回落至 8 月中旬水平。从目前隐波率的形态看，较远行权价的隐波率抬升幅度趋缓，陡峭度趋小，说明豆粕价格区间震荡的概率较大，市场整体情绪偏中性。

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，测算了隐含波动率与历史波动率的差额变动情况。从历史的波动规律看，当差额从正数转负数，即隐含波动率从高于历史波动率的位置转向低于历史波动率的位置，往往对应豆粕下降的行情；反之则对应豆粕价格上涨。9 月 19 日二者差额为 3.18%，距离零值较远，相对历史高点也偏低，因此暂时无法判断趋势是否形成。这也与隐波率变化趋缓的特征相吻合，进一步表明市场短期震荡走势的概率较大。

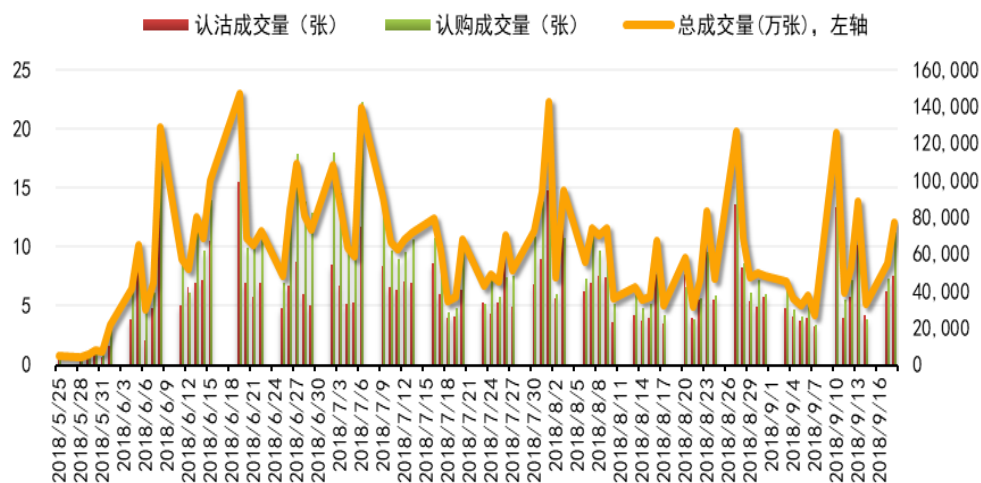
**图 2 波动率差额变动与期价关系**


数据来源：wind 资讯，前海期货

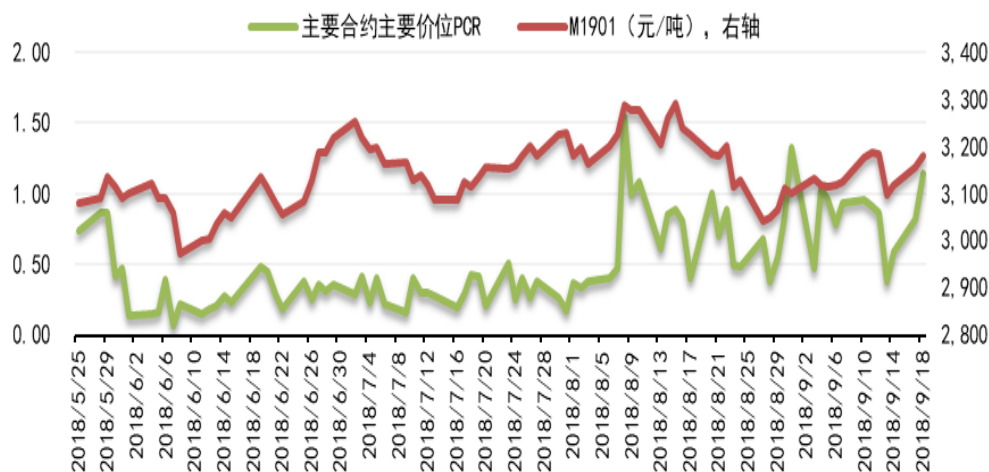
## 二、期权市场交投活跃

观察 6 月以来豆粕期权成交情况可知，豆粕期权市场活跃度明显上升。6 月份之前，豆粕期权日均成交量基本维持在 2 万张以内。从 6 月初开始，市场成交量出现大幅抬升，进入 9 月之后，期权成交变化较剧烈。月初成交量出现明显上升，最大一度达到 20 万张，出现在 9 月 10 日；最低点降至 4 万张，出现在 9 月 7 日。本周成交量活跃度处于 9 月以来的中游水平，期权日成交量平均在 8.62 万张附近，较 5 月份日均成交量 1.11 万张涨了超 6 倍。

分别统计豆粕看涨期权和看跌期权成交量的变化，6 月以来看跌期权成交量基本维持在 4 万张左右，而看涨期权成交量变化较大。6、7 月看涨期权基本是看跌期权成交量的 2 倍，8、9 月份看涨期权与看跌期权成交量相差不大。直观上看，日成交量认沽与认购之比基本在 1 水平附近徘徊。但在测算活跃合约主要价位上的日成交量认沽与认购比（以下简称“日成交 PCR”）之后，发现日成交 PCR 早在 8 月 9 日开始出现箱体震荡。其中，上界限在 1.4 附近，下界限在 0.4 附近。9 月 19 日日成交 PCR 为 1.287，接近上界限。未来日成交 PCR 是否突破上界限向上还是向下继续依照前述箱体形态震荡仍待观察。

**图3 豆粕期权成交量变化观测**


数据来源：wind 资讯，前海期货

**图4 豆粕期权日成交 PCR 与期价关系一览**


数据来源：wind 资讯，前海期货

### 三、生猪存栏量未见好转

截至9月9日，豆粕全国库存量为101.40万吨，较9月2日135.50万吨降34.1万吨，结束了连续三周上涨的趋势，降库幅度明显。猪粮比从2018年5月开始低点反弹，到2018年9月7日为7.19。尽管养殖利润逐步好转，但受猪瘟及原料价格上涨影响，生猪存栏量并未有明显转好迹象，短期农户扩大养殖的

动力有限。且同样作为饲料原料之一的玉米库存也较高，降库需求明显，不排除对豆粕的挤出效应。

综合豆粕期权隐波率及日成交 PCR 变化，预计短期豆粕期价震荡整理概率偏高，建议以维稳操作为主，可构建牛市价差，在下行风险可控情况下获取豆粕期价小幅上涨收益。

## 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.qhfco.net>