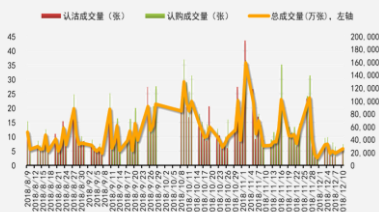




豆粕期权 做空波动率可关注

 板块 油脂油料

豆粕期权成交量变化观测：


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.net

从业资格号：F3035213

期货分析师：张蕾

电话：021-68770057

邮箱：zhanglei@qhfc.net

从业资格号：F3033523

投资咨询号：Z0012812

报告摘要

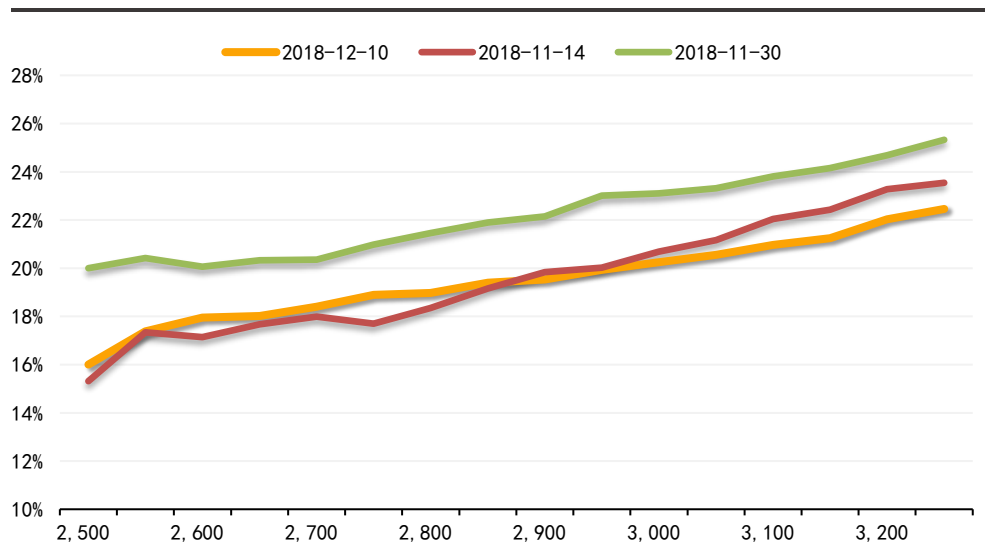
- 12月11日当周豆粕期权日均成交额为2557.55万元，较上周日均成交额下降25.24%；本周日均成交量为4.34万张，较上周日均成交量下降22.85%。其中，看涨期权本周日均成交量较上周同比下降31.76%，看跌期权本周日均成交量较上周同比下降14.59%，近期豆粕期权市场成交活跃度变化显著。
- 考虑到前期豆粕下跌已反映供需趋松预期，且G20峰会谈判未得明显结论，豆粕将维持低位震荡走势，建议卖出跨式期权做空波动率。
 - 隐波率微笑曲线趋缓，粕价波动性下降
 - 市场成交变化显著，以成交看跌期权为主
 - 供需格局有望趋松，短期低位震荡为主

一、隱波率微笑曲线趋缓，粕价波动性下降

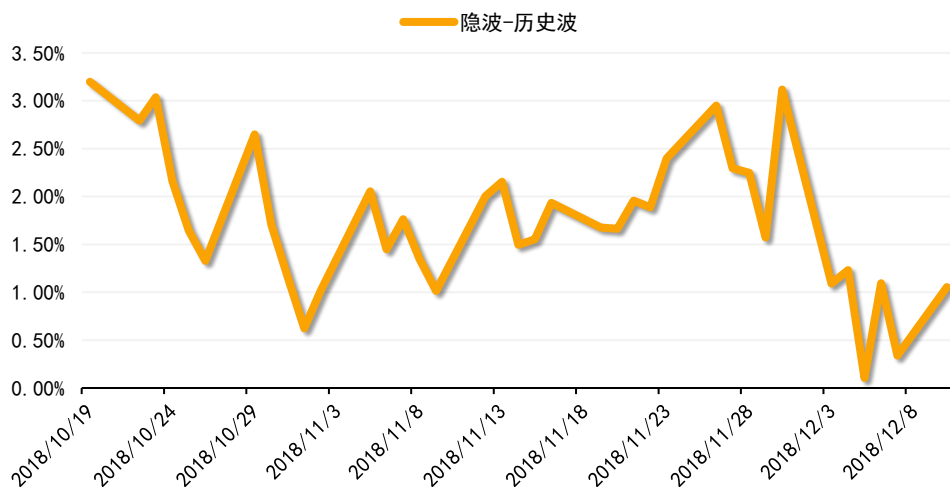
近日豆粕期权隐含波动率微笑曲线整体下降明显，微笑曲线倾斜程度较 11 月初也有明显的趋缓迹象。以 12 月 11 日为例，行权价为 2700 元/吨、豆粕 1905 合约平值看涨期权隐含波动率为 18.83%，较 11 月 30 日 20.36% 下降了 1.53%；行权价为 2950 元/吨、豆粕 1905 合约虚值看涨期权隐含波动率为 20.39%，较 11 月 30 日 23.01% 下降了 2.62%；行权价为 2450 元/吨、豆粕 1905 合约实值看涨期权隐含波动率为 17.96%，较 11 月 30 日 19.76% 下降了 1.8%。从下降的幅度看，较远行权价位的期权隐波率降幅更大，而平值期权隐波率降幅较小，微笑曲线整体倾斜程度更平缓，市场对较远行权价位的期权预期与平值附近的趋于一致。

12 月 11 日豆粕平值看涨期权隐波率与历史波动率之差为 1.48%，较 11 月以来的高点 3.12% 已有明显下降，近期处于 0%~1.5% 区间中。隐波率与历史波动率的差额从 11 月初开始一直上升，随着 G20 峰会的结束，二者走势快速缩减。与历史波动率相比，隐含波动率变化速度较快，短期快速下降表明短期豆粕价格波动性将明显降低。

图 1 豆粕期权隐含波动率微笑曲线



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 2 平值期权隐波率与历史波动率差值变化


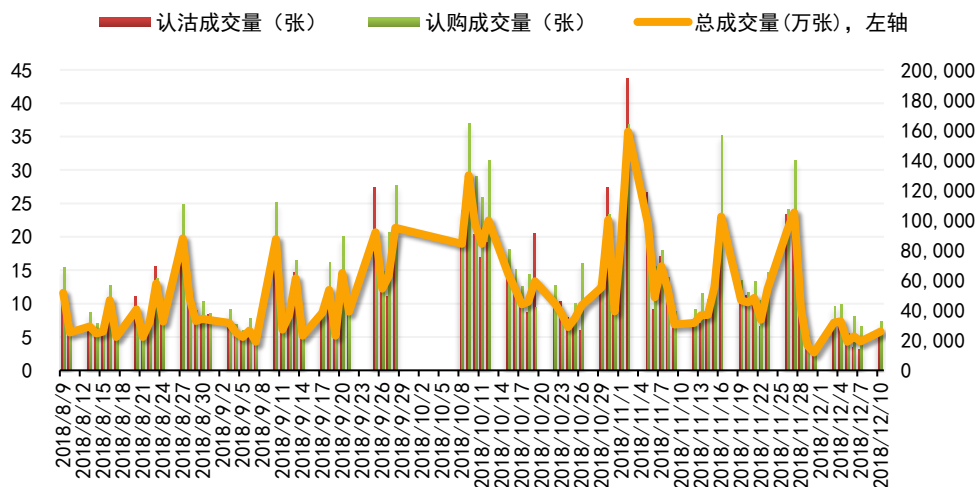
数据来源：wind 资讯，前海期货

二、市场成交变化显著，以成交看跌期权为主

12月11日当周豆粕期权日均成交额为2557.55万元，较上周日均成交额下降25.24%；本周日均成交量为4.34万张，较上周日均成交量下降22.85%。其中，看涨期权本周日均成交量较上周同比下降31.76%，看跌期权本周日均成交量较上周同比下降14.59%，近期豆粕期权市场成交活跃度变化显著。

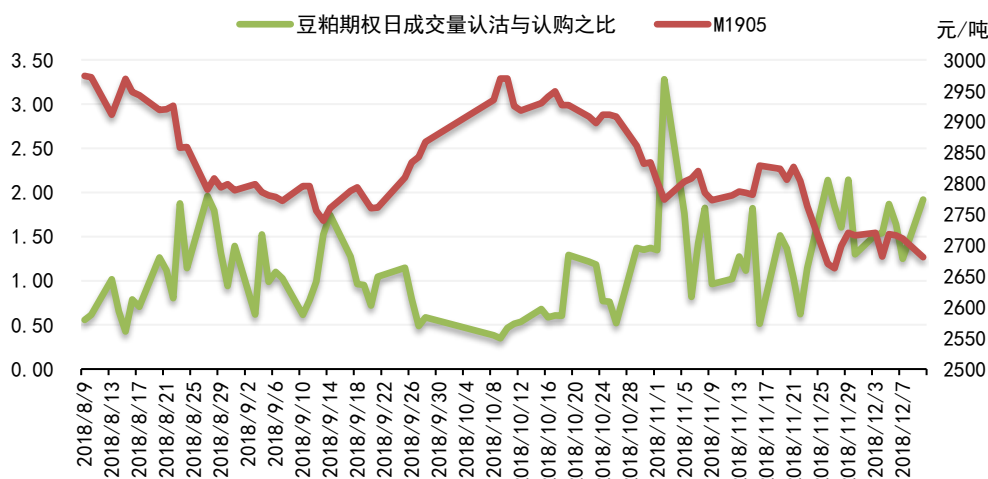
日成交量认沽与认购比方面，由于活跃合约的参与度较高，市场定价较合理，且距离行权价较远的期权参考意义不大，因此尝试调整日成交量认沽与认购比的测算，剔除距离当前豆粕主力合约价格较远价位的期权，只选择活跃度较高的1、5、9月合约对应的期权成交量进行计算，发现调整后的日成交量认沽与认购比变化与标的豆粕价格存在明显的反向相关特征，比未调整前的指标更能反映市场情绪变化。12月11日，调整后的该比值为1.428，较11月22日的阶段性低点0.620上升幅度明显，但较12月以来的比值变化看，处于中间区间震荡状态。短期看，活跃合约平值附近行权价位上的看跌期权成交活跃度较高，预计该比值将继续维持1.5附近震荡。将日成交量认沽与认购比指标与豆粕1905合约价格叠加画图，近期二者差异性在缩小，暂未看到扩大的趋势，预估短期豆粕走势震荡为主。

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、供需格局有望趋松，短期低位震荡为主

需求方面，猪瘟影响持续发酵。截至 12 月 10 日，已有 21 个省市共发生 88 起疫情，其中养殖户共发生 55 起、养殖场共发生 28 起、野猪 1 起、屠宰及种猪场等共发生 4 起。猪瘟疫情一方面降低生猪出栏量，另一方面提高了养殖壁垒，导致散户甚至部分中小养殖户面临还贷压力及卫生标准趋严而无法继续参与进

来的困境，对饲料用需求将产生深远影响，预估 2019 年全年豆粕需求降低 340 万吨。库存方面，截至 12 月 2 日，豆粕全国库存累计 98.4 万吨，较前周 105.52 万吨略降 7.12 万吨，总体库存处高位水平。到港预报方面，11 月预计到港量 574 万吨，12 月预估到港量 634 万吨。12 月 1 日 G20 峰会上中美贸易矛盾初显缓解迹象，若未来 90 天内谈判能顺利进行，美豆进口恢复预期将增强，明年大豆供给或呈宽松态势。但近期华为 CFO 孟晚舟暂扣事件或给中美谈判增加不确定性，未来仍需持续关注后续进展。

考虑到 G20 峰会之前豆粕期权隐波率已经上升到历史高位，峰会之后情绪释放短期隐波率有震荡走低的可能，因此建议卖出跨式期权做空波动率。

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>