

### 隐含波动率升至高位，标的支撑位下移



走势评级: 白糖:震荡  
报告日期: 2017年07月09日

项云 分析师(软商品)  
从业资格号: F3018222  
Tel: 86411-84806792  
Email: [yun.xiang@orientfutures.com](mailto:yun.xiang@orientfutures.com)  
田钟泽 分析师(金融工程)  
从业资格号: F3020259  
Tel: 8621-63325888-1589  
Email: [zhongze.tian@orientfutures.com](mailto:zhongze.tian@orientfutures.com)

#### ★基本面判断:

中糖协公布的全国食糖产销进度数据显示,截至6月底全国共生产食糖928.82万吨,比上一制糖期多产糖58.63万吨;全国累计销售食糖603.16万吨,同比增加64.62万吨。6月份单月的销量状况总体来说不及市场预期,过去一周以来,国内糖市悲观氛围渐浓,现货价格跟随期价下调,整体购销形势偏显清淡。外围市场,巴西蔗产区天气将以晴朗为主,对压榨生产有利;印度和泰国蔗区有降雨,另外能化品种走势波动加剧,对糖市也有波及,多空因素交织下外盘原糖期价走势偏震荡。预计郑糖期价在经历连续下挫后亦趋震荡企稳。

#### ★投资理由及投资建议:

基于波动率以及标的走势判断,给出如下操作建议:

1、**日历价差套利策略:**本周隐含波动率升幅较大,与历史波动率以及平均隐含波动率相比,隐含波动率处于偏高状态,预计震荡回落的可能性增加。隐含波动率的期限结构显示近远月合约的波动率差值有拉大,在日历价差套利方面可考虑卖出9月行权价为6200的看涨期权,买入1月行权价为6200的看涨期权。

综合考虑波动率以及持仓量分布,推荐进行以下操作:

2、**持仓量策略:**结合基于持仓量的PCR值以及目前的持仓数据,以卖方角度观察(大资金者),目前卖出看跌期权的布局点位下移到行权价为6000的点位,本周新增推荐卖出行权价为6000的看跌期权。

#### ★风险提示:

相较于豆粕期权而言,白糖期权成交量和持仓量并不大,期权价格的波动要更容易受到大资金量的冲击。

**重要事项:**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺,见本报告最后部分。并阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、标的期货未来走势判断.....	4
2、白糖期权成交价量情况.....	4
3、波动率数据追踪.....	5
4、基于持仓量变动数据的跟踪.....	7
5、上周推荐策略表现情况跟踪.....	8
6、投资建议.....	8
7、风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 主力合约看涨期权价格走势 .....	4
图表 2: 主力合约看跌期权价格走势 .....	4
图表 3: 白糖期权成交量变化 .....	4
图表 4: 白糖期权持仓量变化 .....	4
图表 5: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率 .....	5
图表 6: 隐含波动率和历史波动率比较 .....	5
图表 7: 近 1 月合约期权隐含波动率变化 .....	6
图表 8: 近 2 月合约期权隐含波动率变化 .....	6
图表 9: 近 3 月合约期权隐含波动率变化 .....	6
图表 10: 近 6 月合约期权隐含波动率变化 .....	6
图表 11: 主力合约隐含波动率变化 .....	6
图表 12: 历史波动率锥 .....	6
图表 13: 9 月合约不同行权价的隐含波动率 .....	7
图表 14: 平值期权隐含波动率期限结构 .....	7
图表 15: 白糖期权 9 月合约持仓量跟踪 .....	8
图表 16: 推荐策略表现情况跟踪 .....	8

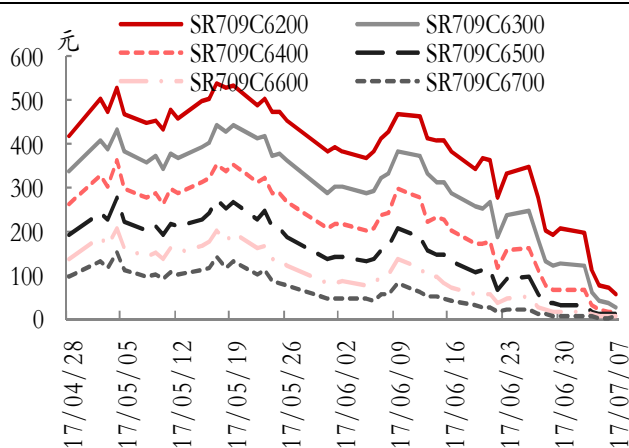
## 1、标的期货未来走势判断

中糖协公布的全国食糖产销进度数据显示，截至6月底全国共生产食糖928.82万吨，比上一制糖期多产糖58.63万吨；全国累计销售食糖603.16万吨，同比增加64.62万吨。6月份单月的销量状况总体来说不及市场预期，过去一周以来，国内糖市悲观氛围渐浓，现货价格跟随期价下调，整体购销形势偏显清淡。外围市场，巴西蔗产区天气将以晴朗为主，对压榨生产有利；印度和泰国蔗区有降雨，另外能化品种走势波动加剧，对糖市也有波及，多空因素交织下外盘原糖期价走势偏震荡。预计郑糖期价在经历连续下挫后亦趋震荡企稳。

## 2、白糖期权成交价量情况

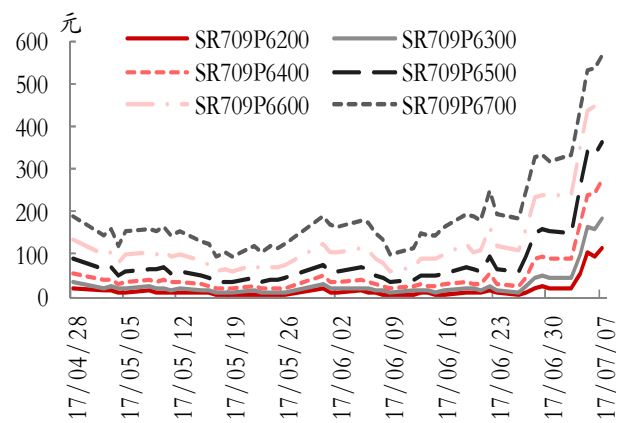
本周白糖看涨期权合约受标的期货价格走势变动而延续跌势，看跌期权的价格变动则有明显上涨。至7月7日收盘，9月平值看涨期权合约“SR709-C-6200”收报56元，周环比大跌72.7%；9月平值看跌期权合约“SR709-P-6200”收报113元，周环比暴增近5倍。

图表1：主力合约看涨期权价格走势



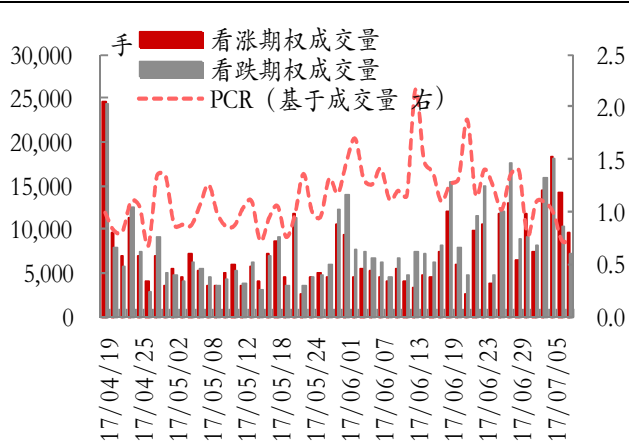
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表2：主力合约看跌期权价格走势



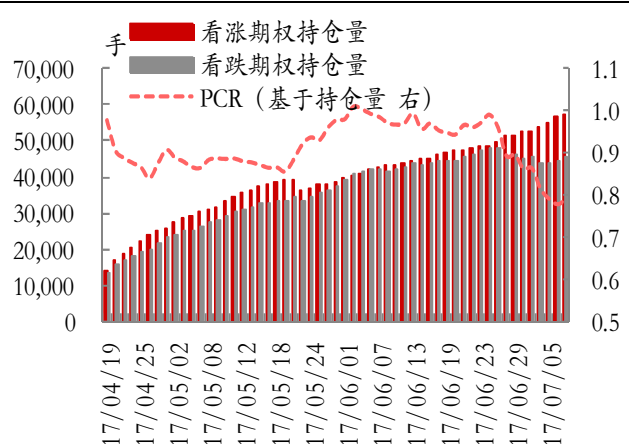
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表3：白糖期权成交量变化



资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表4：白糖期权持仓量变化



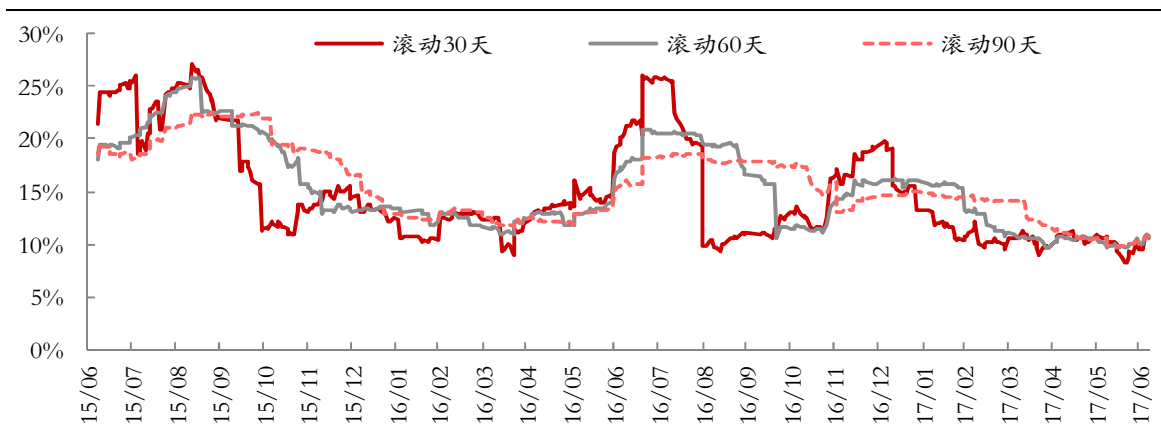
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

从当周看涨期权与看跌期权的成交及持仓量对比情况来看，基于总成交量的 PCR 值由前一周的 0.79 降至 0.74，基于总持仓量的 PCR 值亦有下降，由前一周的 0.86 降至 0.79，综合判断市场参与者的恐慌心态有所收敛。当周看涨期权持仓量呈现增加，而看跌期权持仓则变化不大，说明市场参与者对看涨期权的布局增多。

### 3、波动率数据追踪

以隐含波动率的变动来看，7 月 3-7 日当周，隐含波动率指标无论是周环比还是与上月同期水平相比，隐含波动率的涨幅都相对可观。根据隐含波动率与历史波动率的对比来看，均呈现出隐含波动率高于历史波动率的情况。而且，当前的隐含波动率值已经明显高于自白糖期权上市以来的均值水平，隐含波动率下行的可能性大增，从波动率的角度考虑，新增推荐卖出策略，期待在隐含波动率下降过程中获利。

图表 5：郑糖期货主力合约滚动历史波动率



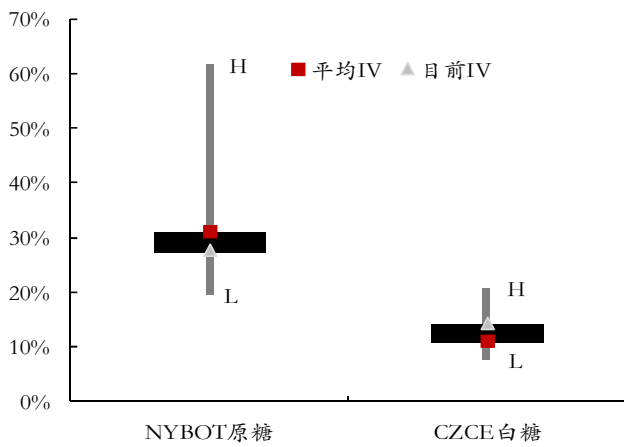
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：隐含波动率和历史波动率比较

合约月份	近 1 月	近 2 月	近 3 月	近 1 季月
隐含波动率	15.7	15.48	15.49	13.91
周度变化	4.2	3.2	2.84	1.78
月度变化	3.69	3.01	2.58	1.64
历史波动率	10.8	10.6	10.7	12.7
所处百分位 (2Y)	26.79	9.82	6.54	3.48

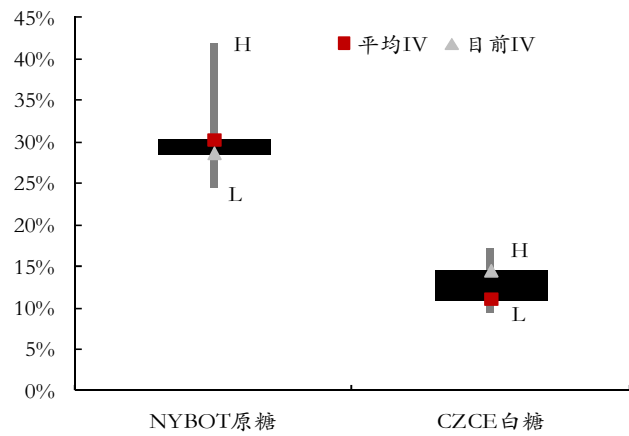
资料来源：东证衍生品研究院（单位：%），百分位(2Y)是指波动率两年的百分位数，其值若为 100，代表波动率来到两年高点；反之，如果数值为 0，则代表波动率来到两年低点，以此类推）

图表 7: 近 1 月合约期权隐含波动率变化



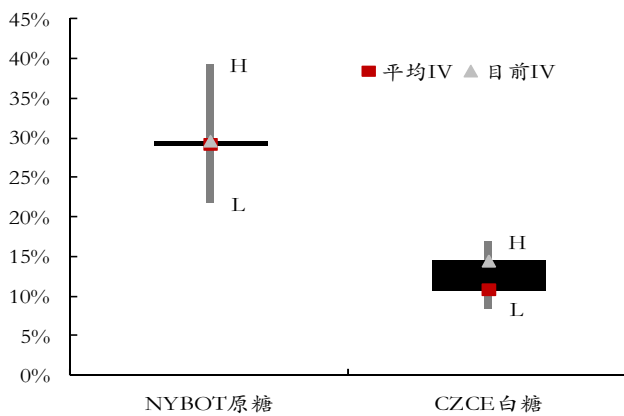
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 8: 近 2 月合约期权隐含波动率变化



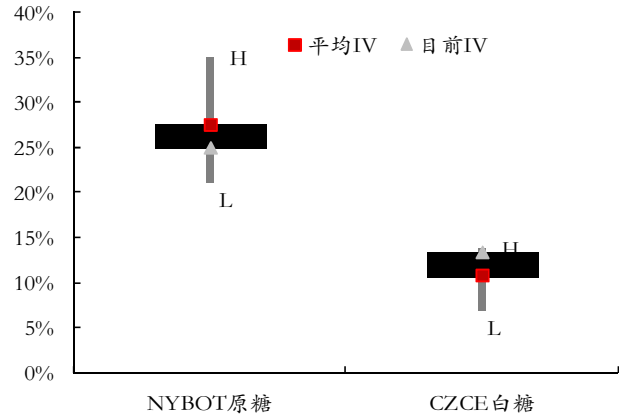
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 9: 近 3 月合约期权隐含波动率变化



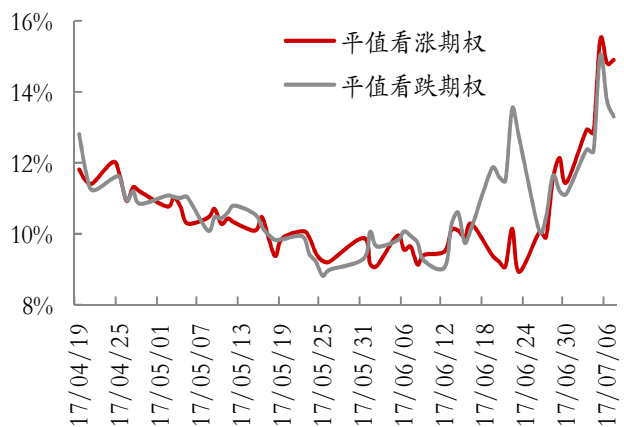
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 10: 近 6 月合约期权隐含波动率变化



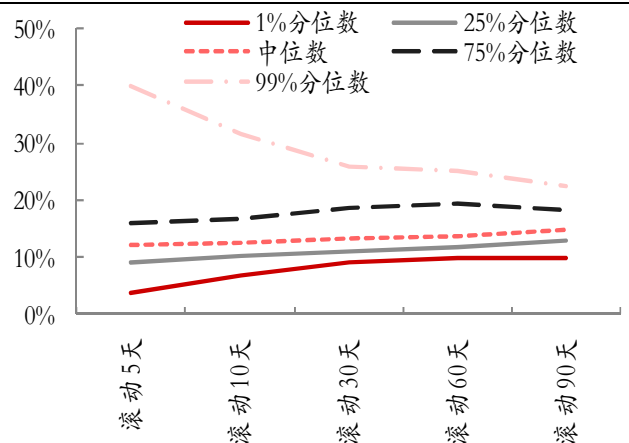
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

图表 11: 主力合约隐含波动率变化



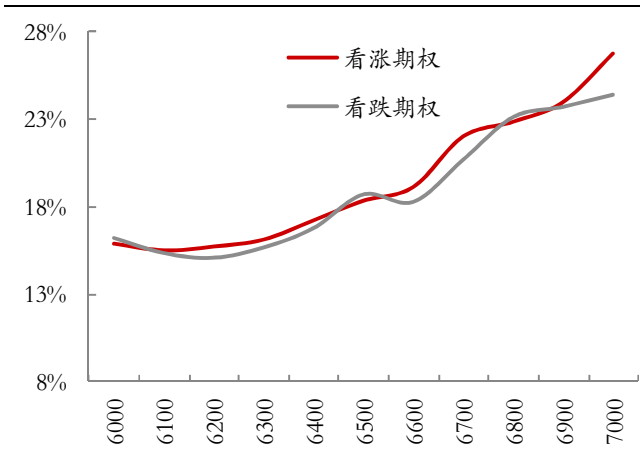
资料来源: 东证衍生品研究院

图表 12: 历史波动率锥



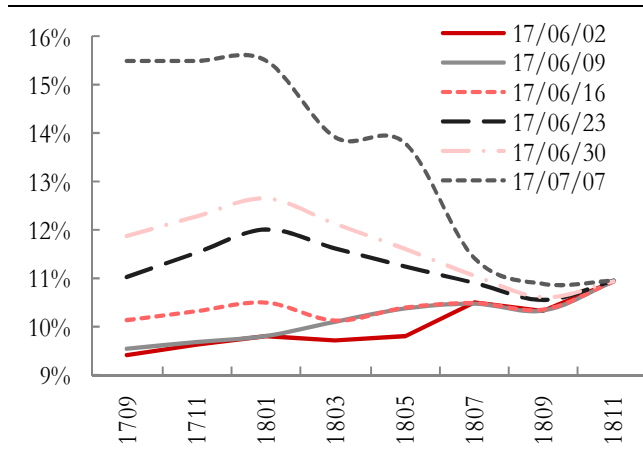
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 9 月合约不同行权价的隐含波动率



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 14: 平值期权隐含波动率期限结构



资料来源: 东证衍生品研究院

对照历史波动率的波动率锥可以知悉在不同的时间周期范围内, 波动率的相对高低水平, 结合 9 月期权合约的剩余天数, 中位数大概在 11.5% 左右, 结合目前接近 11% 的历史波动率以及超过 15% 的隐含波动率水平, 波动率较前期已有明显的提升, 预计震荡回落的可能性较大。

对于不同行权价的合约, 看涨期权和看跌期权波动率微笑的特征并不十分显著, 相较而言, 高行权价的期权合约的隐含波动率相对偏高。在相同行权价的情形下, 看涨期权与看跌期权的隐含波动率相差不大。隐含波动率的期限结构显示近远月合约的波动率差值有拉大, 综合判断, 近月合约的隐含波动率相对高估。

#### 4、基于持仓量变动数据的跟踪

以最大持仓量序列来看, 看涨期权落在 6900、6400, 看跌期权则落在 6600、6200, 进一步以持仓量增减情形来看, 看涨期权在行权价为 6400 的位置持续增加相对较多, 另外值得注意的是, 本周对于行权价在 6600 及以上的点位, 均对看涨期权出现了不同程度的减持。看跌期权方面, 在行权价为 6200-6600 的区间有相应减持, 显示下方支撑点位有下移的迹象。结合基于持仓量的 PCR 值以及目前的持仓数据, 以卖方角度观察(大资金者), 目前卖出看跌期权的布局点位下移到行权价为 6000 的点位, 本周新增推荐卖出行权价为 6000 的看跌期权。

图表 15: 白糖期权 9 月合约持仓量跟踪

IV (%)	看涨期权				行权价	看跌期权				
	持仓量 增减	持仓量	交易量	收盘价		收盘价	交易量	持仓量	持仓量 增减	IV (%)
15.87	56	158	62	176.5	6000	33	498	1,582	<b>1,268</b>	16.24
15.48	184	426	288	104	6100	60	<b>1,096</b>	1,808	106	15.38
15.7	706	1,188	264	56	6200	113	618	<b>2,676</b>	<b>-1,274</b>	15.11
16.1	1158	1,856	426	28.5	6300	185	162	1,992	-1,240	15.7
17.2	<b>1968</b>	<b>3,236</b>	<b>788</b>	15.5	6400	275	94	1,538	-336	16.8
18.32	566	1,974	674	9	6500	363.5	200	2,486	-626	18.72
19.11	-94	2,692	138	4.5	6600	460.5	276	<b>2,756</b>	-554	18.3
22	-834	3,162	220	4	6700	568	6	630	-70	20.7
22.84	<b>-1026</b>	1,974	282	2	6800	657.5	8	380	-112	23.13
23.97	-246	<b>3,562</b>	206	2	6900	0	0	622	-12	23.72
26.74	-556	1,834	384	1.5	7000	838.5	4	238	-48	24.41
30.1	-228	1,710	120	2	7100	946	14	226	-16	49.3
29.96	-20	1,178	4	0.5	7200	0	0	144	-66	52.86
31.1	-196	2,110	24	0.5	7300	0	0	168	-16	57.6

资料来源: 郑商所, 东证衍生品研究院(IV 为隐含波动率)

## 5、上周推荐策略表现情况跟踪

图表 16: 推荐策略表现情况跟踪

策略	对应操作	开仓日期	平仓日期	开仓价格	目前价格	浮动盈亏	累计盈亏
方向性策略	卖出 1 月 7000 看涨期权	2017/6/19	——	58.5	39	195	195
	卖出 9 月 6200 看跌期权	2017/6/30	2017/7/4	20.5	54.5	-340	-340
持仓量策略	卖出 9 月 6000 看跌期权	2017/7/7	——	33	——	——	——
	卖出 9 月 6700 看涨期权	2017/6/19	2017/7/7	29.5	4	255	255

资料来源: 文华财经, 东证衍生品研究院

## 6、投资建议

基于波动率以及标的走势判断, 给出如下操作建议:

### 1、日历价差套利策略:

本周隐含波动率升幅较大, 与历史波动率以及平均隐含波动率相比, 隐含波动率处于偏高状态, 预计震荡回落的可能性增加。隐含波动率的期限结构显示近远月合约的波动率差值有拉大, 在日历价差套利方面可考虑卖出 9 月行权价为 6200 的看涨期权, 买入 1 月行权价为 6200 的看涨期权。



综合考虑波动率以及持仓量分布，推荐进行以下操作：

## 2、持仓量策略：

因在看跌期权方面，本周在行权价为 6200-6600 的区间有相应减持，显示下方支撑点位有下移的迹象。结合基于持仓量的 PCR 值以及目前的持仓数据，以卖方角度观察(大资金者)，目前卖出看跌期权的布局点位下移到行权价为 6000 的点位，本周新增推荐卖出行权价为 6000 的看跌期权。

## 7、风险提示

相较于豆粕期权而言，白糖期权成交量和持仓量并不大，期权价格的波动要更容易受到大资金量的冲击；另外期权价格受标的价格影响较大，需密切白糖价格变化。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司（简称东证期货）是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本达10亿元，系国内四家期货交易所的结算会员。

东证期货专注于金融期货和商品期货的研究与服务，提供权威、及时的研发产品服务和投资策略；专注于信息技术的创新，创建安全、快捷的交易通道，开发多样化、个性化的交易系统；专注于构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验非常丰富，业绩出众，在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善，公司拥有硕士学历以上人员占比30%，具有海外证券和期货经历的高端人才占比10%。

2010年，东证期货发展迅猛，成绩斐然，成为业内进步最快、最受瞩目的期货公司之一。2011年初，东证期货荣获2010年度中国金融期货交易所年度会员金奖，同时获投资者教育奖、客户管理奖、技术管理奖和功能发挥奖等四项单项大奖；荣获上海期货交易所优胜会员第七名，铜、橡胶和燃料油三项企业服务奖；荣获大连商品交易所优秀会员第九名；东证衍生品研究院（原东证期货研究所）荣获大连商品交易所、和讯网第二届全国“十大期货研发团队”农产品团队全国第二名、化工团队全国第五名；荣获郑州商品交易所行业进步奖等。

东证期货全年无风险事故，充分体现了公司稳健经营，稳步发展的经营宗旨。

## 分析师承诺

项云 田钟泽

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)