

### 持仓量 PCR 回升，构建牛市价差策略



走势评级：白糖:看涨  
报告日期：2017年08月13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:

8月11日当周国内期现货价格保持相对平稳，现货端成交方面无论是制糖企业集团，还是贸易商均反映周环比有明显好转，中秋节前的下游备货已见起色，在销量的配合下国内糖价获得支撑。而外围市场受巴西7月下半月压榨量触及高位影响表现疲弱，短期来看糖市内强外弱的格局预计会延续，郑糖主力合约SR1801料在6200元/吨一线有较强支撑。

#### ★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、方向性策略: 此前推荐的卖出1月行权价为7000的看涨期权建议继续持有。

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: 基于持仓量的分布情况，看跌期权在行权价为5800的位置有相对较多的增持，同时考虑到基于持仓量的PCR值当周有回升，反映出下方支撑力度有增强。之前推荐卖出1月行权价为5800的看跌期权建议投资者继续持有。另外新增买入1月行权价为6500的看涨期权，这也与此前推荐卖出1月行权价为6600的看涨期权构成买入看涨期权垂直价差策略。

#### ★风险提示:

与豆粕期权相比，白糖期权成交量和持仓量相对较低。另外期权价格受标的价格影响较大，需密切白糖价格变化。

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

## 1、标的期货未来走势判断

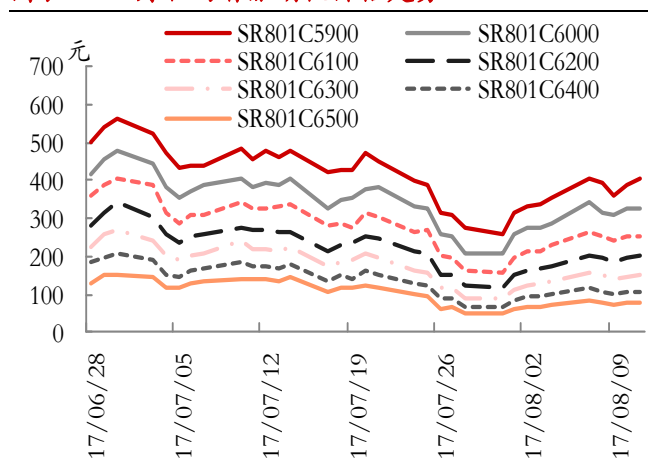
8月11日当周国内期现货价格保持相对平稳，现货端成交方面无论是制糖企业集团，还是贸易商均反映周环比有明显好转，中秋节前的下游备货已见起色，在销量的配合下国内糖价获得支撑。反观外围市场，过去一周表现疲弱，巴西行业组织 UNICA 公布的压榨数据显示，7月下半月中南部地区的糖产量达341万吨，甘蔗用于制糖的比例为50.33%，亦处在记录的高位之一，卖方的实盘压力将给原糖期价蒙上一层阴影，短期来看糖市内强外弱的格局预计会延续，郑糖主力合约 SR1801 料在 6200 元/吨一线有较强支撑。

## 2、白糖期权成交价量情况

当周白糖看涨期权震荡上行，看跌期权走势变动方向则相反。至8月11日收盘，1月平值看涨期权合约“SR801-C-6200”收报 199.5 元，周环比上涨 14.3%；1月平值看跌期权合约“SR801-P-6200”收报 162.5 元，周环比下跌 15.4%。

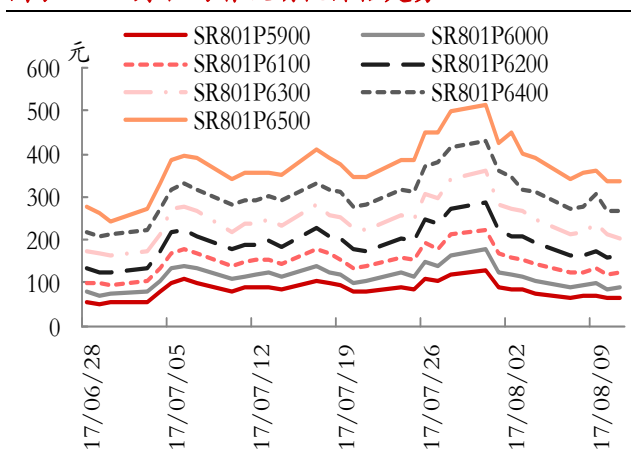
从当周看涨期权与看跌期权的成交及持仓量对比情况来看，基于总成交量的 PCR 值由前一周的 0.59 降至 0.49，看涨期权的成交相对更为活跃；基于总持仓量的 PCR 值由前一周的 0.73 升至 0.79，虽然仍处于看涨期权持仓量高于看跌期权持仓量的状态，但扭转了此前一直下降的趋势，看跌期权的布局有所回升。从白糖期权成交的绝对量来观察，日均成交量周环比有所增加，在 1 万手左右上下波动，相较于豆粕期权的日成交量而言，仍显偏低。

图表 1: 1 月合约看涨期权价格走势



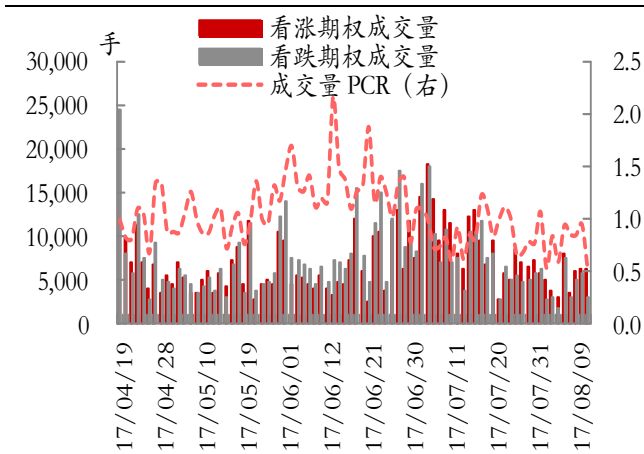
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

图表 2: 1 月合约看跌期权价格走势



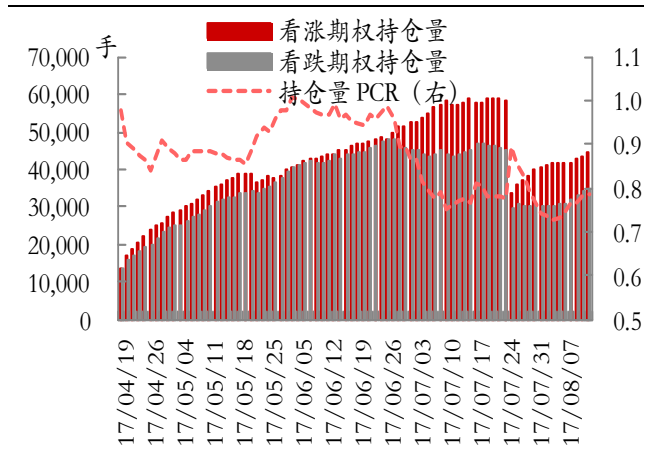
资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

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

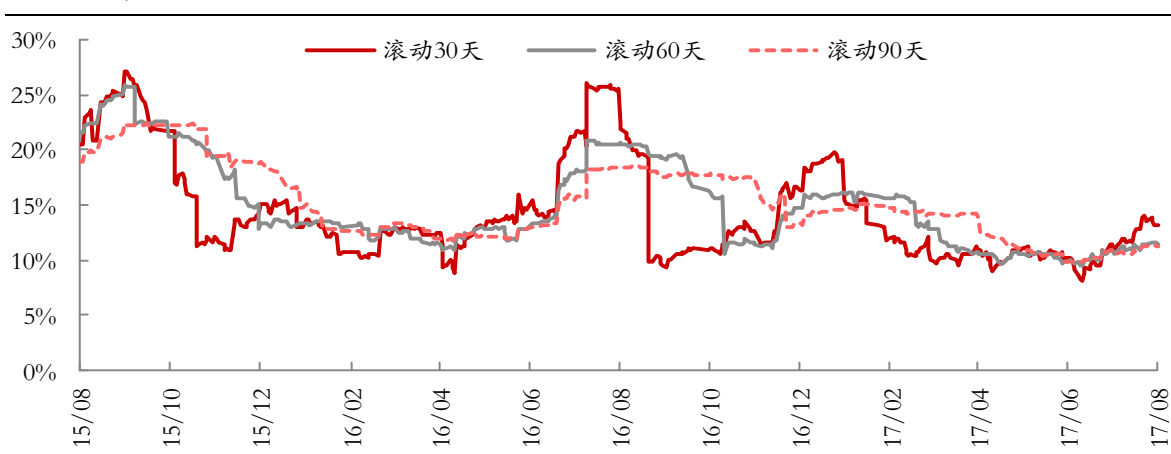


资料来源：郑商所，东证衍生品研究院

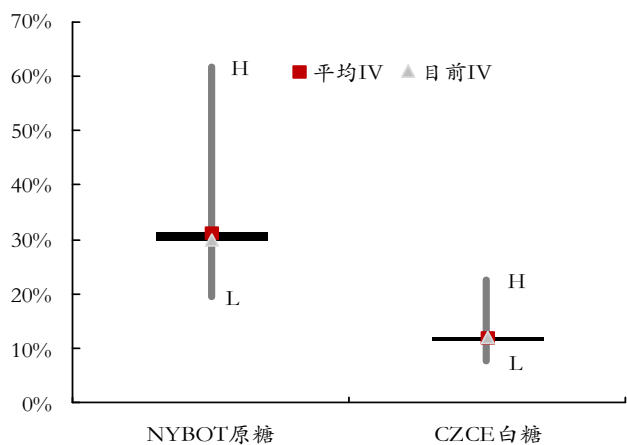
### 3、波动率数据追踪

滚动历史波动率的变动情况显示，当周短期历史波动率的有所回落，但仍高于中长期的波动率水平，中长期波动率相差不大。另外，从隐含波动率与历史波动率的对比来看，目前隐含波动率指标要高于均值水平。8月7日至8月11日当周，平值期权的隐含波动率周环比略有上升。

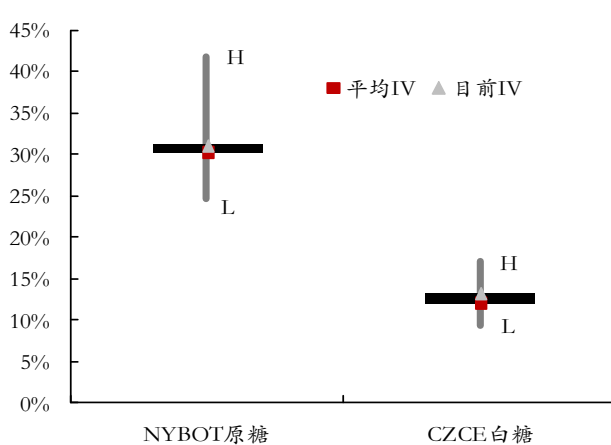
图表 5: 郑糖期货主力合约滚动历史波动率



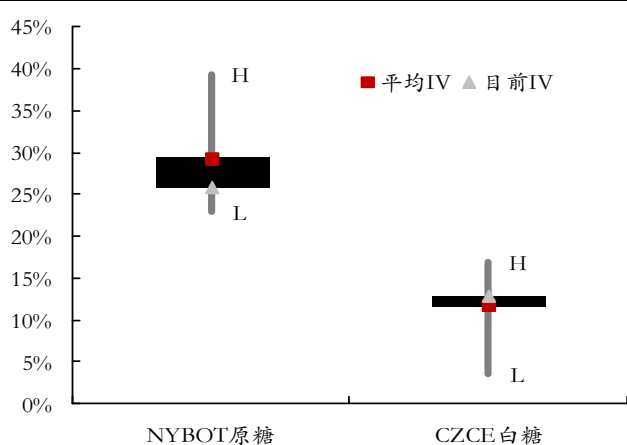
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 6: 近 1 月合约期权隐含波动率变化**


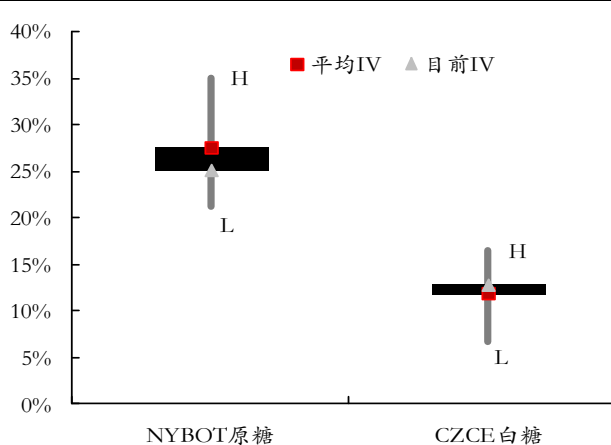
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

**图表 7: 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 8: 近 3 月合约期权隐含波动率变化**


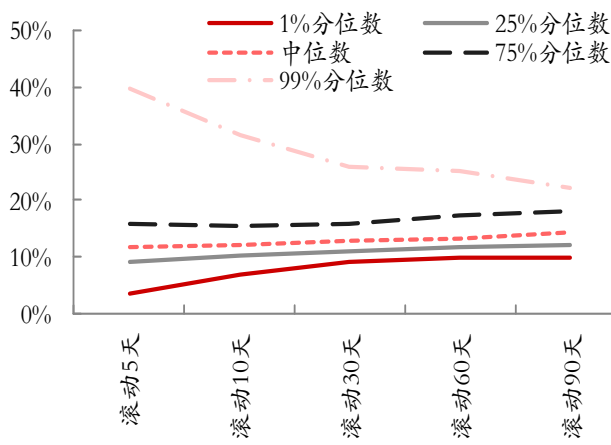
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

**图表 9: 近 6 月合约期权隐含波动率变化**


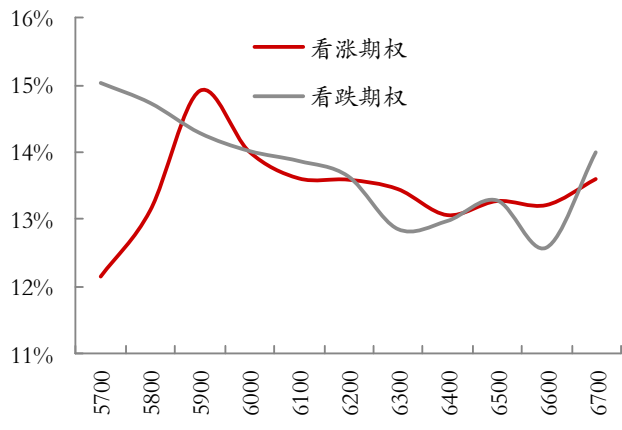
资料来源: Bloomberg, 文华财经, 东证衍生品研究院

**图表 10: 1 月合约隐含波动率变化**


资料来源: 东证衍生品研究院

**图表 11: 历史波动率锥**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

**图表 12: 1 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

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 1 月期权合约的剩余天数，中位数大概在 14.5% 左右，而目前的历史波动率为 11.1%，以及隐含波动率在 13.6% 左右，按所处百分位来看，处于历史 9.82% 的位置。观察剩余期限分别为 30 天及 60 天的历史波动率所处百分位情况，分别在历史 54.4%、29.9% 的位置，综合判断短期的隐含波动率可能维持震荡，中长期的波动率可能继续回升。

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非常明显，低行权价的期权合约其隐含波动率值要相对高些，因而我们认为高行权价的期权合约波动率更容易回升。在相同行权价的情形下，大多数情况下看涨期权与看跌期权的隐含波动率相差不大。

#### 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 6600，看跌期权则落在 6000，进一步以持仓量增减情形来看，看涨期权在行权价为 6600 的位置持续增加相对较多，上方支撑位较前一周有上移。看跌期权方面，在行权价为 5800 的位置有相对较多的增持，考虑到基于持仓量的 PCR 值当周有回升，反映出下方支撑力度有增强。操作上，此前推荐卖出的行权价为 5800 的看跌期权可继续持有。

图表 13: 白糖期权 1 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 (%)
12.14	-16	74	4	549.5	5700	32	186	1,748	298	15.04
13.13	40	186	10	468	5800	46	<b>596</b>	2,940	<b>1,654</b>	14.74
14.92	2	386	24	405	5900	63.5	468	2,032	150	14.29
14.01	116	460	132	324.5	6000	88.5	278	<b>3,118</b>	896	14.02
13.61	-292	896	60	255.5	6100	122	198	1,780	244	13.87
13.59	80	1,882	412	199.5	6200	162.5	254	2,060	246	13.64
13.45	8	1,804	682	150.5	6300	204	116	1,288	-28	12.85
13.06	430	1,586	736	107	6400	266.5	164	590	-20	12.97
13.27	-132	2,340	540	79	6500	339	74	1,248	42	13.28
13.21	<b>1106</b>	<b>2,942</b>	<b>1,094</b>	55	6600	408	52	618	50	12.57
13.60	-66	1,338	108	41	6700	503	0	682	-4	14.00

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 14: 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	15	435	435
熊市价 差策略	买入 1 月 6200 看跌期权	2017/7/21	2017/8/11	175.5	162.5	-130	-130
	卖出 1 月 6100 看跌期权	2017/7/21	2017/8/11	137.5	122	155	155
持仓量 策略	卖出 1 月 5800 看跌期权	2017/7/21	——	60.5	46	145	145
	卖出 1 月 6600 看涨期权	2017/7/28	——	38.5	55	-165	-165
	买入 1 月 6500 看涨期权	2017/8/11	——	79	——	——	——

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、方向性策略:

此前推荐的卖出 1 月行权价为 7000 的看涨期权建议继续持有。

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:

基于持仓量的分布情况, 看跌期权在行权价为 5800 的位置有相对较多的增持, 同时考



考虑到基于持仓量的 PCR 值当周有回升，反映出下方支撑力度有增强。之前推荐卖出 1 月行权价为 5800 的看跌期权建议投资者继续持有。另外新增买入 1 月行权价为 6500 的看涨期权，这也与此前推荐卖出 1 月行权价为 6600 的看涨期权构成买入看涨期权垂直价差策略。

## 7、风险提示

与豆粕期权相比，白糖期权成交量和持仓量相对较低；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)