



白糖期权周报

2020年2月9日

期权业务部

期权研究员 王翔

执业证号：F3059228

Z0014439

0371-69106622

wangxiang@cefcfc.com

白糖研究员 唐丽君

执业证号：F3036284

Z0014684

0771-5567808

tanglj@cefcfc.com

周报要点 (20200203-0207)

白糖市场基本面分析

✚ **基本面情况：**截至2月7日当周，原糖短期供需两旺，突破15美分，至15.13美分/磅，创2年新高。原糖3月合约收于14.95美分/磅，周涨幅2.75%。郑糖本周大幅震荡，在疫情情绪带动下，周一一度触及5300元/吨低位，但在原糖、减产预期和资金推动下，很快修复跌幅，延续节前强势。SR2005周五收于5773元/吨，涨幅2.69%。

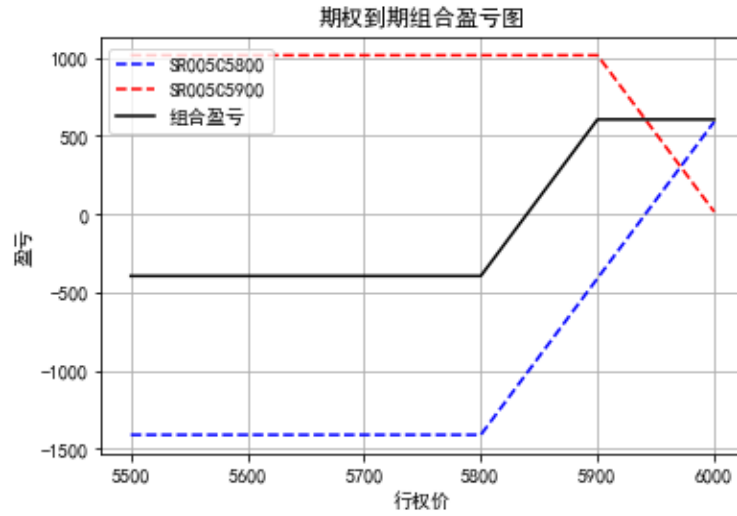
白糖期权市场分析

✚ **期权交易情况：**截止到2月7日，本周郑糖期价上涨2.68%，总持仓量约为11.54万张，总成交量约为7.7万张。

✚ **情绪指标分析：**P/C成交量比例为0.62，P/C持仓量比例为1.55。

✚ **波动率分析：**主力合约平值认购期权隐含波动率为15.70%，平值认沽期权隐含波动率为19.10%，20天历史波动率为17.61%，20天历史波动率在历史90分位数以上的位置，当前波动率偏高。

策略推荐：推荐买入SR005-C-5800，卖出SR005-C-5900。短期看好白糖多头，相对强势，仍有继续上冲动能，关注前高5921元/吨阻力。长期适合卖权，现阶段波动率属于较高位置。



2月7日建仓，当期权到期日时，一手组合预计最大收益：605，最大亏损：-395，收益平衡点为 5839。



期权基础策略跟踪

- ✚ 单一期权策略：认沽期权空头和认购期权多头本周盈利，认购期权多头盈利较好。
- ✚ 波动率策略：跨式多头盈利。
- ✚ 方向性债务价差：认购期权牛市价差盈利。



图表目录

图 1: 白糖期权的总成交量和总持仓量.....	6
图 2: 白糖期权主力合约持仓量情况.....	7
图 3: 白糖期权主力合约成交量情况.....	8
图 4: 白糖期权 P/C 比例 (成交量、持仓量)	8
图 5: 主力合约平值期权波动率走势.....	10
图 6: 白糖波动率锥.....	11
图 7: 主力合约微笑曲线.....	12
图 8: 单一期权策略损益情况.....	13
图 9: 债务牛熊价差策略损益情况.....	14
图 10: 波动率策略损益情况.....	15



1. 白糖市场基本面分析

✚ 信息

1. 泰国制糖公司 TSMC 表示，今年泰国糖产量将降至 1050 万吨，同比下降 28%，为 9 年最低。同时出口量将达 600-700 万吨，去年为 1100 万吨。
2. Archer 咨询公司表示，巴西糖厂已经套保了 62%20/21 榨季预计出口的糖。截至 1 月 31 日，套保了 1204.7 万吨糖，去年同期为 1020.8 万吨。2020/21 榨季巴西预计出口 1950 万吨糖。
3. 截至 1 月 31 日，印度 446 家糖厂生产 1411.2 万吨糖，去年同期为 520 家糖厂生产 1855.9 万吨糖。马邦生产 346.4 万吨糖，去年同期为 709.9 万吨，目前有 143 家糖厂生产，其中 3 家已经停榨。北方邦生产 549.6 万吨糖，去年同期为 528.6 万吨，开工 117 家糖厂和去年一致。卡邦 63 家糖厂生产 279.4 万吨糖，去年同期为 66 家糖厂生产 337.6 万吨糖。ISMA 估计去掉乙醇转换后，预计 2019/21 榨季将生产 2600 万吨，而消费量约为 2600 万吨，比去年增加 50 万吨。
4. Green Pool 将 2019/20 榨季全球糖供需缺口从 11 月下旬的 516.9 万吨上调至 660 万吨。2019/20 全球产量为 1.792 亿吨，全球消费同比增长 0.76%至 1.8544 亿吨。全球库存量从 9674 万吨下降至 9012 万吨。缺口增加是因为泰国、澳大利亚、美国和墨西哥产量下调的结果。中国产量也从 1050 万吨下调至 1030 万吨。预计印度的产量将从 18/19 的 3303 万吨大幅下降至 19/20 的 2830 万吨。由于诸如消费税以及全球食品和饮料配方改革等，全球食糖消费的增长正在放缓。在连续两年急剧下降之后，预计 20/21 年的产量将增加，恢复至 1.872 亿吨。预计印度的生产将强劲回升，泰国，中国，欧盟等回升较小。



5. 印尼精制糖协会（AGRI）表示，印尼贸易部已于1月31日向炼厂颁发了2020年上半年110万吨的进口许可证。这低于行业建议的160万吨。同时，南苏门答腊食糖价格从之前的12,000印尼盾/千克升至15,000印尼盾/千克。

供需

原糖方面，宏观面上，原油和雷亚尔持续走弱，美元兑雷亚尔更是创下4.3229的高位，这在一定程度压制原糖上涨。原糖基本面短期供需两旺。供给面上，泰国减产或超预期，部分机构将产量估计下调至1000万吨左右，远低于之前的1150-1200万吨估计。泰国超预期减产使得部分糖厂停售，同时降低2019/20榨季泰国食糖出口量估计。需求方面，由于今年穆斯林斋月较往年提早到来，备货旺季也提前。印尼国内库存下降，政府发放110万吨进口许可。同时原白价差接近90美元/吨高位，也在推动原糖需求。贸易流方面，印度出口步伐有所放缓，或与马邦减产有关。天气方面，仍有不确定，3-4月巴西或出现降雨，或对巴西20/21榨季开榨带来影响。泰国持续干旱，关注泰国春季种植。持仓方面，原糖临近交割，3月合约面临移仓，持仓相对平静。但值得注意的是，商业多单仍在增加。远期看来，20/21榨季，巴西和印度产量恢复和天气利好糖料生长的担忧，仍在制约远期市场。

郑糖方面，现货因物流不畅，成交冷清，报价较节前持平略减。基差因盘面强势，较节前再次收窄。由于现货受阻，市场主要受到3方面基本面影响：一、原糖维持强势，对情绪和进口预期均利多糖价。二、广西已经有2家糖厂收榨，收榨期或集中于2月中下旬到3月中上旬。减产预期将逐步落地。三、农产品和白糖在疫情中，需求呈现相对刚性，需求影响相对滞后。同时，技术面呈现单针探底，资金做多热情不减也是造成郑糖强势的原因。

总结

总的来说，原糖短期基本面继续强势，尽管宏观面、远期和近月移仓或对涨幅有所抑制，但我们对原糖维持偏强震荡判断。关注泰国供给情况和伦白糖3月交割。

郑糖出现部分利多共振，相对强势，仍有继续上冲动能，关注前高5921元/吨阻力。下周关注外盘走势、广西和全国1月产销数据、广西收榨进度，现货恢复情况。周度参考区间5700-5950元/吨。

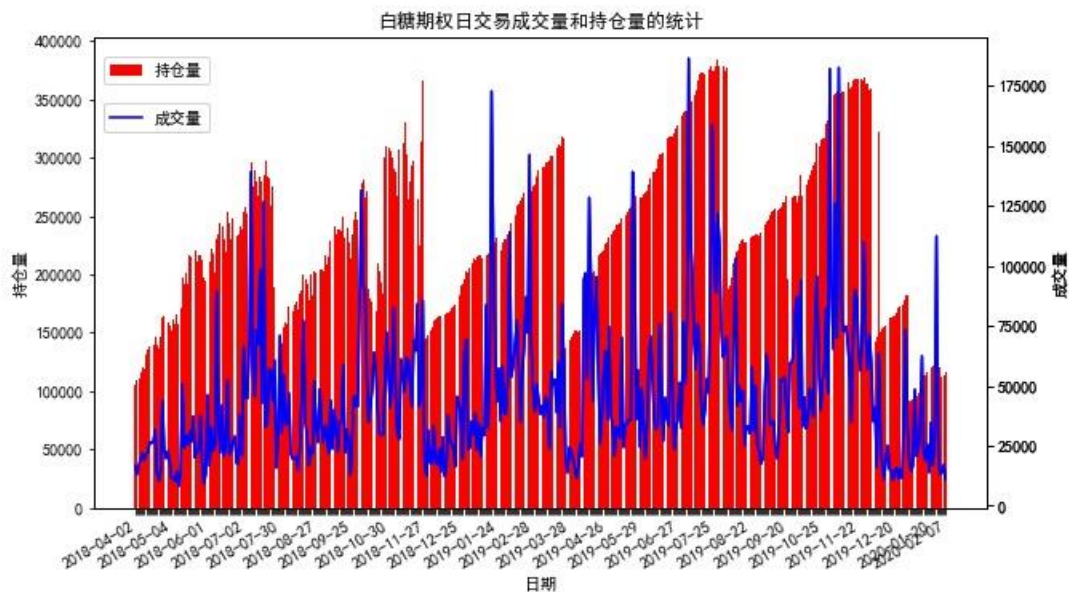


2. 期权市场分析

2.1. 期权交易情况

本周，白糖期权总持仓量约为 11.54 万张，总成交量约为 7.7 万张。

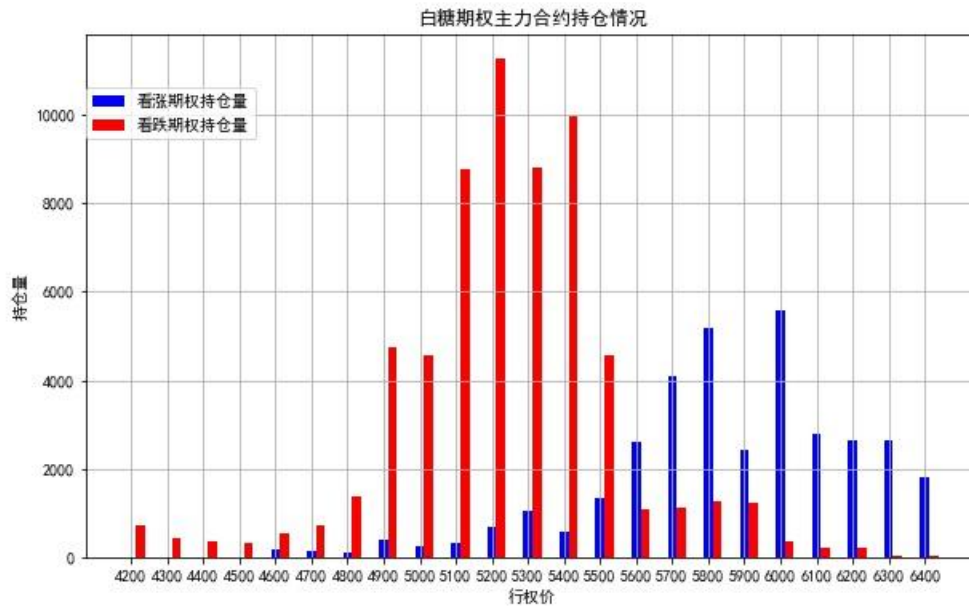
图 1：白糖期权的总成交量和总持仓量



数据来源：Wind 资讯，华信期货

2.1.1. 主力合约持仓量情况

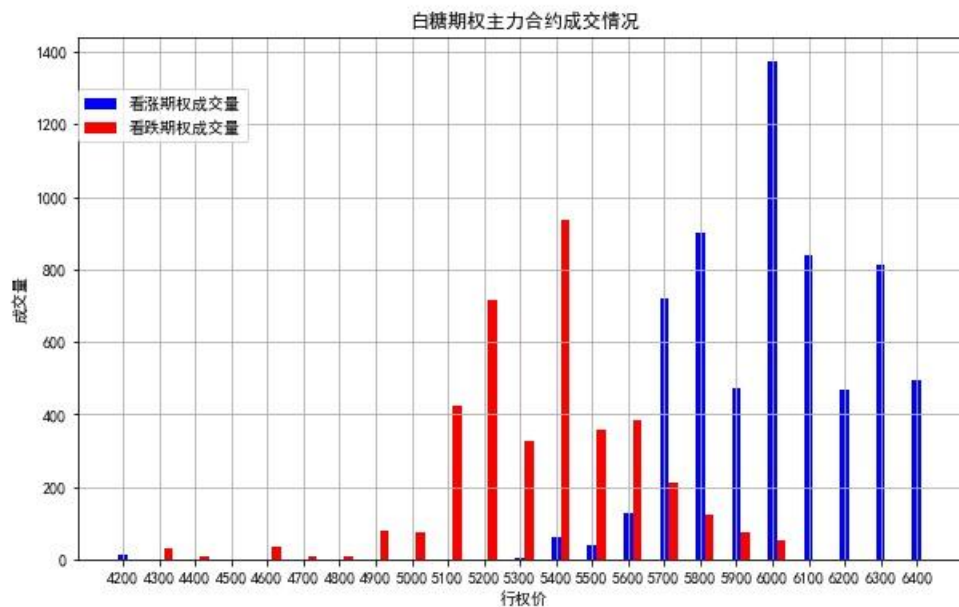
图 2：白糖期权主力合约持仓量情况



数据来源：Wind 资讯，华信期货

2.1.2. 主力合约成交量情况

图 3：白糖期权主力合约成交量情况





数据来源：Wind 资讯，华信期货

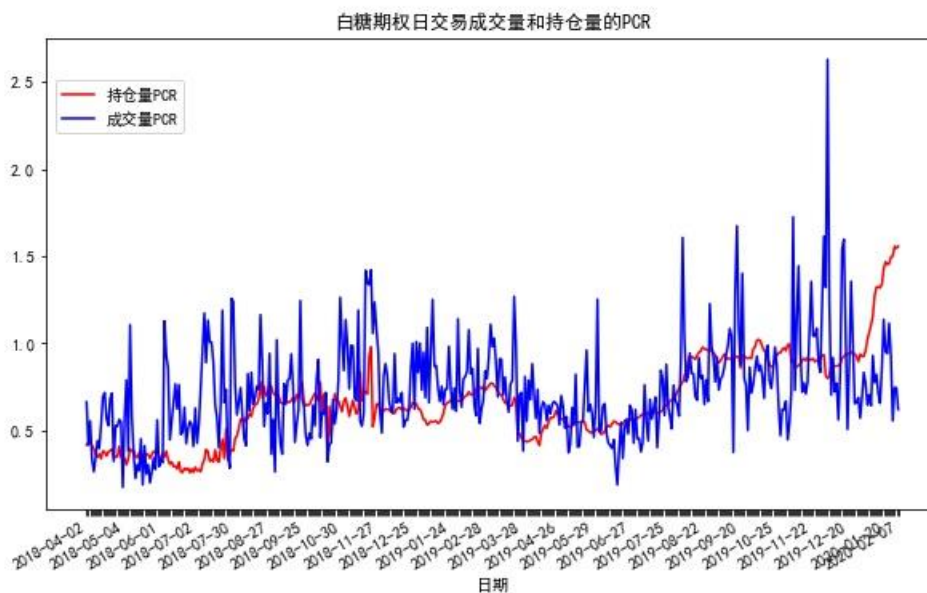
2.2. 情绪指标分析

P/C 比例普遍被用于判断当前市场的多空情绪，从而可以对郑糖价格的走势给出一定的指引。

2.2.1. P/C 比例

P/C 比例一般是指认沽期权与认购期权交易量（成交量）的比值，一般可以用 P/C 比例衡量市场上多头势力和空头势力的强弱。

图 4：白糖期权 P/C 比例（成交量、持仓量）



数据来源：Wind 资讯，华信期货

2.3. 波动率分析

2.3.1. 波动率走势

波动率是金融市场中非常重要的一个变量，图 5 主要是展现出 20 天历史波动率、主力合约平值认购期权隐含波动率和主力合约平值认沽期权隐含波动率目前的走势。理论上讲，相同行权价和到期日的认购期权和认沽期权隐含波动率应该相等，而实际交易中往往存在偏差。绝大多数时间认沽期权的隐含波动率要高于认购期权的隐含波动率。说明市场上投资者对认沽期权的需求更加强烈，使得认沽期权的隐含波动率会高于认购。

图 5：主力月平值期权波动率走势

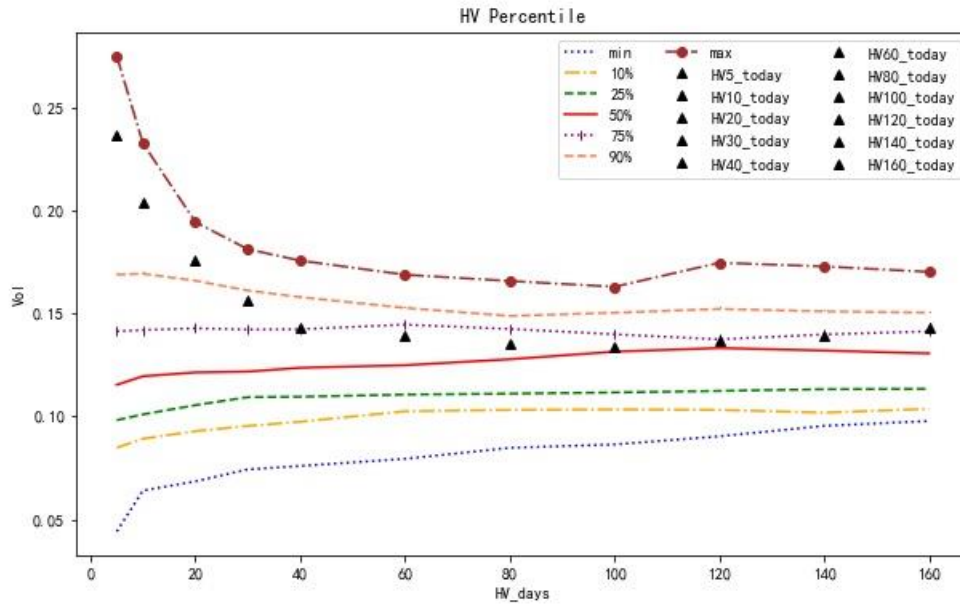


数据来源：Wind 资讯，华信期货

2.3.2. 历史波动率锥

对于波动率交易来讲，尤为重要的是当前波动率水平在历史水平上的高低，图 6 展现了当前不同期限波动率的变动区间，7 条折线则代表了不同期限的历史波动率的高低情况。

图 6：白糖波动率锥

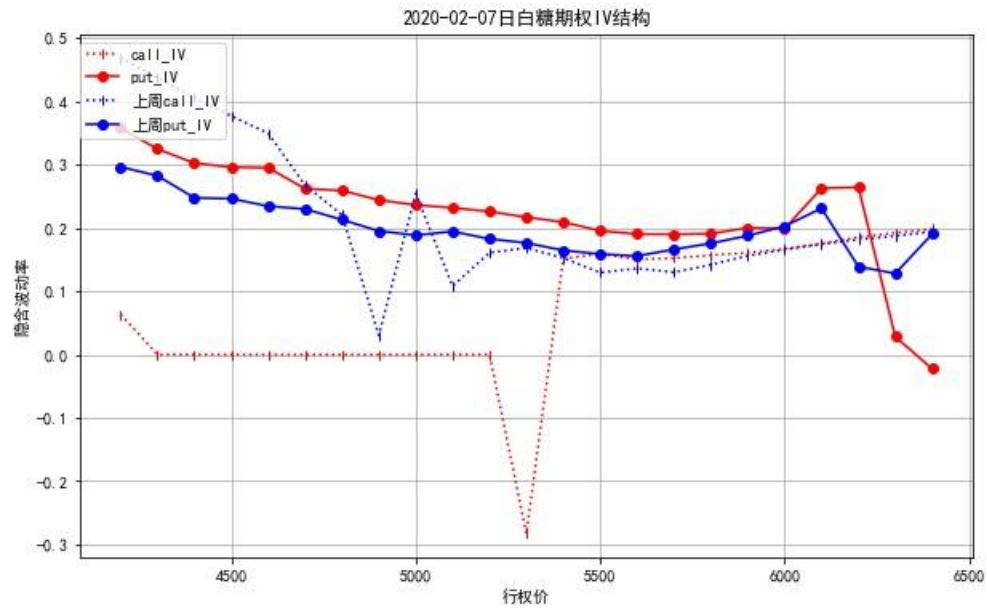


数据来源：Wind 资讯，华信期货

2.3.3. 微笑曲线

“微笑曲线”即具有相同到期日和标的资产而执行价格不同的期权，其行权价格偏离标的资产价格越远，理论上隐含波动率会越大，呈现出一种被称为“波动率微笑”的现象。

图 7：主力合约微笑曲线



数据来源：Wind 资讯，华信期货

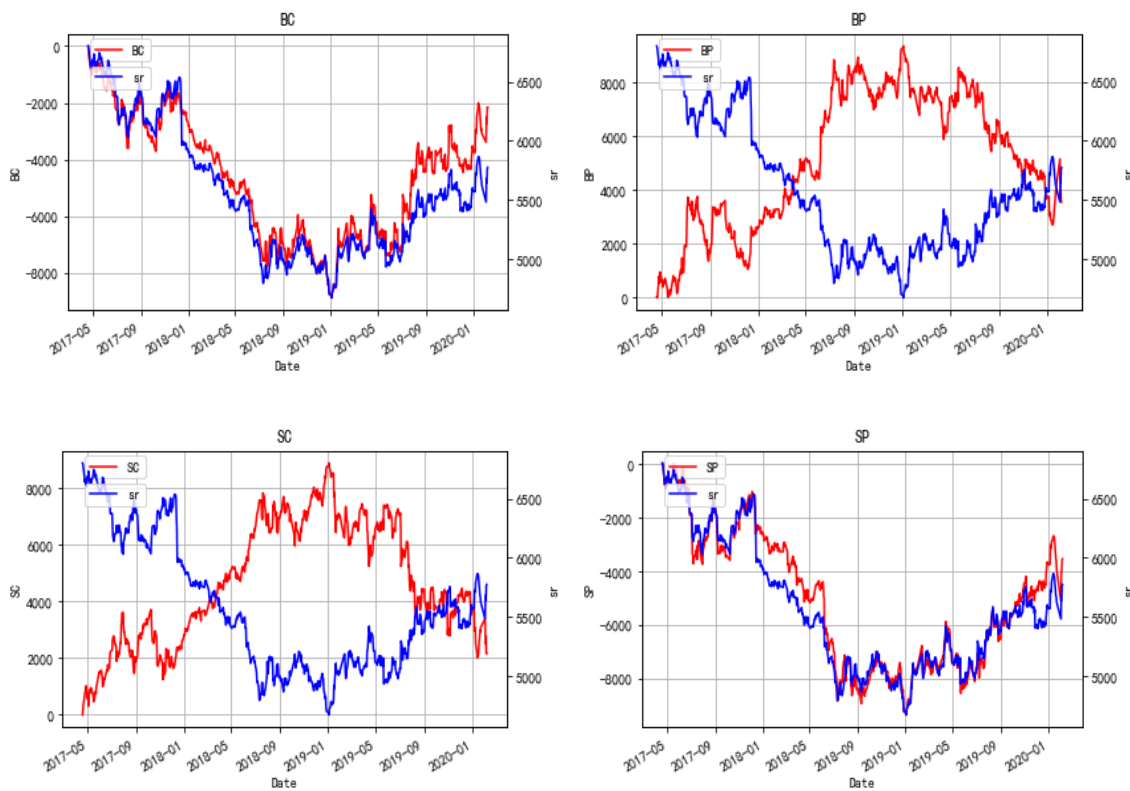
3. 期权策略跟踪

由于期权合约具有独特的非线性回报模式和波动率挂钩特质，由认购期权、认沽期权、白糖期价可以构造出各种各样回报曲线的投资策略。利用白糖期权，针对各个期权策略进行回测。

3.1. 单一期权策略

根据期权权利义务的不同产生出 4 种单一期权策略：认购期权多头（BC）、认沽期权多头（BP）、认购期权空头（SC）、认沽期权空头（SP）。认购期权多头是看多方向性策略，认沽期权多头是看空方向性策略，认购期权空头是看不涨方向性策略，认沽期权空头是看不跌方向性策略。

图 8：单一期权策略损益情况



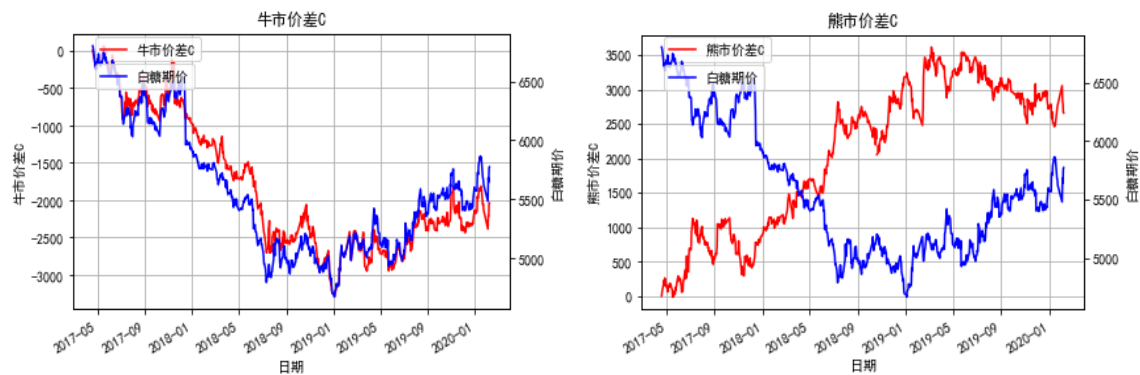
数据来源：Wind 资讯，华信期货

3.2. 牛市熊市价差策略

牛市价差策略是指买入一定行权价格的期权，同时卖出相同到期时间但行权价格较高的同种期权，即认购期权牛市价差策略（BCsc）。熊市价差策略是指买入一定行权价格的期权，同时卖出相同到期时间但行权价格较低的同种期权，即认沽期权熊市价差策略（bpSP）。

策略回测结果如图7，牛市价差策略和熊市价差策略表现较稳定。当市场上涨时，牛市价差策略小幅获利，熊市价差策略小幅亏损；当市场下跌时，牛市价差策略小幅亏损，熊市价差策略小幅获利。

图9：牛熊价差策略损益情况

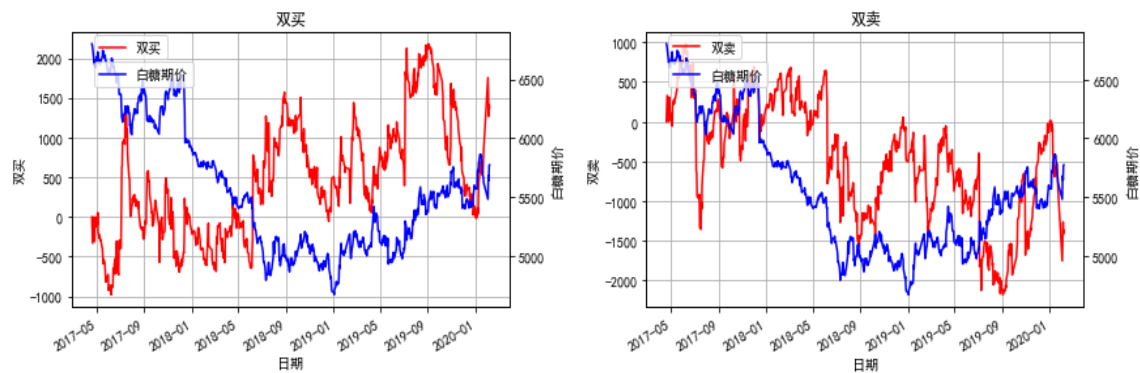


数据来源：Wind 资讯，华信期货

3.3. 波动率策略

波动率策略包括做多波动率策略和做空波动率策略，常见的波动率策略包括单一期权策略、跨式策略、宽跨式策略、备兑策略等等，而跨式策略基本上对冲掉方向上的风险，是主要的波动率策略。跨式多头策略（BCBP）是买入相同行权价格相同到期时间的认购期权和认沽期权，跨式空头策略（SCSP）是卖出相同行权价格相同到期时间的认购期权和认沽期权。

图 10：波动率策略损益情况



数据来源：Wind 资讯，华信期货



免责声明

本研究报告由华信期货股份有限公司撰写，仅为所服务的特定企业与机构的一般用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。根据国际和行业通行的准则，本报告所引用的信息和数据均来自于公开资料及其他合法渠道，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本研究报告中所提供的信息仅供参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为诱发从事或不从事买入或卖出金融产品的任何交易，对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何经济与法律责任。华信期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。