

2020 年期权年报

期权市场加速发展 交易策略日渐丰富

发展研究中心

电 话: 020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

要点:

2019 年已接近尾声, 我国商品期权市场在 2019 年延续了去年发展的势头, 于 2019 年 1 月 28 日再添三名新成员: 橡胶期权在上海期货交易所上市, 玉米期权在大连商品交易所上市, 棉花期权在郑州商品交易所上市; 此外, 铁矿石期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 9 日, PTA、甲醇期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 16 日, 黄金期权合约正式挂牌交易时间为 2019 年 12 月 20 日, 菜籽粕期权合约正式挂牌交易时间为 2020 年 1 月 16 日。商品期权市场加速发展, 期权品种日益丰富。

本次年报, 我们采取回顾与策略展望的方式去介绍商品期权。首先, 我们回顾每个商品期权上市以来的交易情况、波动率走势等。其次, 我们结合 2019 年商品行情的走势, 总结期权策略在实际行情中的运用情况。最后, 我们基于商品的基本面, 对 2020 年商品期权策略进行展望。

豆粕期权策略

豆粕波动率明年有望逐步抬升。从波动率分析角度来看, 目前多个周期的历史波动率交织在一起, 这说明标的弱势运行的时间较长, 爆发式的趋势行情较少。明年有望打破这个局面, 尤其是在未来生猪存栏回升, 叠加天气升水以及报告趋势的共振因素下, 标的有望走出震荡行情, 形成单边趋势。

策略上, 我们预计一季度豆粕区间震荡运行, 但由于目前波动率溢价较低, 卖出期权的收益效应较少, 可以在震荡叠加小趋势采用买入牛市价差期权或买入熊市价差期权。若到明年年中时, 豆粕价格仍旧处于低位运行, 关注天气炒作和 USDA 报告共振所带来的做多机会; 下半年以看涨趋势为主, 可以采用备兑看涨期权来建仓, 尽管行情未如期上涨, 仍可通过时间损耗来降低多头头寸的成本。倘若有事件驱动的行市强烈看涨, 可直接买入看涨期权。

白糖期权策略

预计明年上半年白糖期价将处于阶段性高位震荡运行, 波动率相对较低, 且上半年库存压力相对较大, 5 月合约将存在阶段性回落的可能性。下半年供需缺口及旺季的启动将给予远月做多的机会, 波动率或将逐步抬升。尤其是 9 月合约, 受到 7-8 月双节带动, 9-5 差价存在做扩的机会。

策略上, 我们建议如下: 第一, 期货单边可寻找阶段性高位逢高轻仓试空 5 月合约。第二, 价差方面, 关注 9-5 价差的做多机会。第三, 从 5 月合约期权持仓分布来看, 目前看涨持仓量激增明显, 下方看跌持仓支撑较弱, 结合几个月的时间价值考虑, 在标的阶段性高位可卖出白糖 5 月合约的虚值看涨期权, 后市阶段性震荡或弱势运行可以收取时间价值。保守投资者可以构建白糖 5 月合约的熊市价差期权组合。第四, 风险谨慎的投资者可等待明年年中时, 若白糖价格出现阶段性底部, 以及波动率相对较低的时候, 可以选择旺季择时买入看涨期权, 备兑看涨期权, 以及牛市价差期权做多 9 月合约。

联系信息



陈俊州

期货从业资格: F3039003

投资咨询资格: Z0014862

电话: 020-88818017

邮箱: chenjunzhou@gf.com.cn

铜期期权策略

全球在货币量化宽松下，经济托底将逐步显现。利多因素积聚将促使铜期价企稳，在有限的利空因素下，逢低看多为主。在铜价托底过程中，在隐含波动率低位时，采取买入保护下看跌期权策略对后市看涨。若基本面改善较慢，可采用买入备兑看涨期权，通过滚动卖出看涨期权增后多头头寸的收益，但铜价跌破筑底平台，则需要及时把期货多头止损。

玉米期权策略

当前玉米期限结构表现出远期升水的结构，后市关注低位做多玉米的机会。波动率方面，玉米波动率走势呈现一定的周期性，且预计明年玉米期货的波动率要高于 2019 年，期价运行的区间也要比 2019 年要大。

策略上，我们认为做多机会可能出现在春节后，若价格处于低位，波动率相对较低，则逢低做多玉米期货，若形成上涨大趋势，波动率持续上涨，直接买入看涨期权。若单边上涨，但涨势较为缓慢，可以构建牛市价差组合。

棉花期权策略

2020 年的棉花供应端亮点不大，整体保持一个中性偏宽松的趋势，比较难成为行情的驱动力。市场对需求端目前的预期已经处于底部区域，若 2020 年下游需求出现回暖迹象，则有望驱动棉价从当前的底部区域抬升。

策略上，我们对 2020 年温和看涨棉花价格，波动率持稳为主，可等待价格回落到支撑区间带构建保护性看跌期权组合做多策略。在棉花期价企稳温和上涨阶段，可构建买入牛市价差期权组合。

橡胶期权策略

整体来看，天胶价格低位，长期底部特征较为明显，大幅下跌空间有限。天胶产量开始见顶回落，尽管当前供应依旧充足，但 2020 年需求有望企稳回升，我们认为沪胶走高的可能性较大，建议逢低做多为主。

策略上，我们认为可以逢低构建备兑看涨期权，在标的震荡上行且波动率较缓的情况下，可以通过备兑看涨期权组合收取时间价值，降低标的多头建仓成本。关注标的重心走高位置以及隐含波动率走势，利用买入看涨期权直接捕捉单边上涨的趋势性机会。此外，可以通过牛市价差期权组合，预定未来一段时间的行情波段，以中长线为主的投资策略，看好沪胶重心中长线走高。

目录

豆粕期权篇	1
1. 2019 年豆粕期权行情回顾	1
2. 2019 年豆粕期权策略运用	3
3. 2020 年豆粕行情展望及期权策略	5
白糖期权篇	7
1. 2019 年白糖期权行情回顾	7
2. 2019 年白糖期权策略总结	9
3. 2020 年白糖行情展望及期权策略	11
铜期权篇	12
1. 2019 年铜期权行情回顾	12
2. 2019 年铜期权策略运用	14
3. 2020 年铜行情展望及期权策略	16
玉米期权篇	17
1. 2019 年玉米期权行情回顾	17
2. 2019 年玉米期权策略运用	19
3. 2020 年玉米行情展望及期权策略	21
棉花期权篇	22
1. 2019 年棉花期权行情回顾	22
2. 2019 年棉花期权策略运用	24
3. 2020 年棉花行情展望及期权策略	26
橡胶期权篇	27
1. 2019 年橡胶期权行情回顾	27
2. 2019 年橡胶期权策略运用	29
3. 2020 年橡胶行情展望及期权策略	31
免责声明	32

豆粕期权篇

1. 2019 年豆粕期权行情回顾

1.1 豆粕期货行情回顾

回顾 2019 年豆粕行情，在贸易摩擦不确定性以及猪瘟疫情发酵主导下，行情主要分为三大阶段。

一季度，豆粕期货在 2500-2700 弱势震荡运行，因非洲猪瘟疫情爆发，促使生猪被宰杀，需求疲软抑制豆粕价格。进入 3 月份，豆粕行情从大跌进入弱势震荡行情，豆粕库存压力较大，油厂挺价意愿较强。

二季度，豆粕期货开启大涨行情，从 2600 到 3100 区间，6 月高位震荡后调整回落。4 月份，豆粕价格企稳小幅反弹，豆粕需求好于预期，油厂库存压力缓解。但大豆库存呈现回升态势，蛋白终端需求整体不及往年，抑制豆粕反弹的高度。进入 5 月份，贸易争端再起，互加关税，引发市场再次担忧。再者，天气炒作再起，过量降雨影响美豆播种。需求端成交量持续放量，支持豆粕期价大幅上涨。6 月份，贸易再次趋于缓和，需求回落，豆粕价格进入阶段性调整。

三季度以来，豆粕期货在 2750 上方宽幅震荡运行，人民币汇率贬值，海运费大涨，大豆进口成本上升。中秋佳节备货，豆粕成交改善，支持豆粕价格。生猪存栏较低，贸易缓和，豆粕价格依旧承压。因此，豆粕期价呈现宽幅震荡的态势。

图1：2019年豆粕期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.2 豆粕期权交易情况

2019 年以来，豆粕期权市场逐步活跃，截至 11 月 27 日，豆粕期权累计成交量达到 2230.50 万张，其中日均成交量 10.14 万张，较 2018 年的 7.58 万张大幅上涨 33.78%。成交量最大交易日为 11 月 12 日，全天成交约 54.02 万张，豆粕大跌，认沽期权需求强烈。

持仓方面，豆粕期权沉淀资金快速累积，截至 11 月 27 日，豆粕期权日均持仓量 24.50 万张，较 2018 年的 17.65 万张提升 38.78%。

图2：豆粕期权成交情况

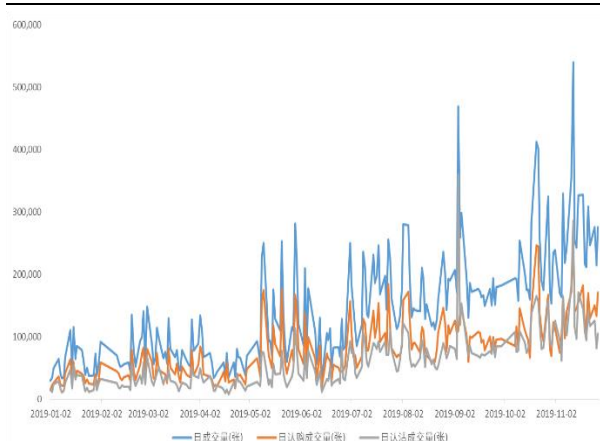


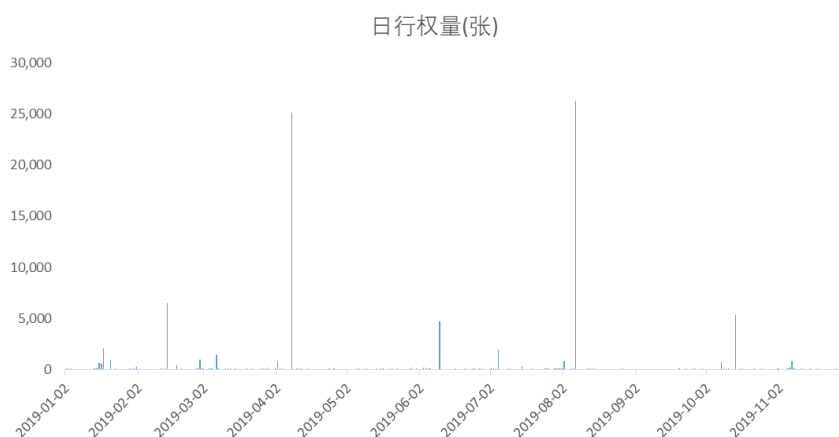
图3：豆粕期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

行权方面，2019年豆粕期权日均行权量354张，同比大涨82.38%。行权数量最大交易日为8月7日，为豆粕1909合约对应期权最后交易日，行权26304张。

图4：豆粕期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.3 豆粕期权波动率分析

我们以豆粕期货主力合约2017年至2019年11月27日的数据分析30日实际波动率。历史波动率HV30围绕8%-27%的水平运行，截至2019年11月27日，HV30跌至8.55%，处于历史的低位水平。过去2年历史行情里，2017年9月和2017年11月都出现过波动率低于10%的行情，行情表现均为豆粕期价弱势运行，在此行情阶段，采取卖出期权的策略收取权利金较为成功。

豆粕期权波动率指数2019年以来跟随实际波动率先上涨后震荡下跌，尤其在2019年9月之后持续震荡下行，波动率行情与2017年下半年行情较为相似。

图5：豆粕实际波动率

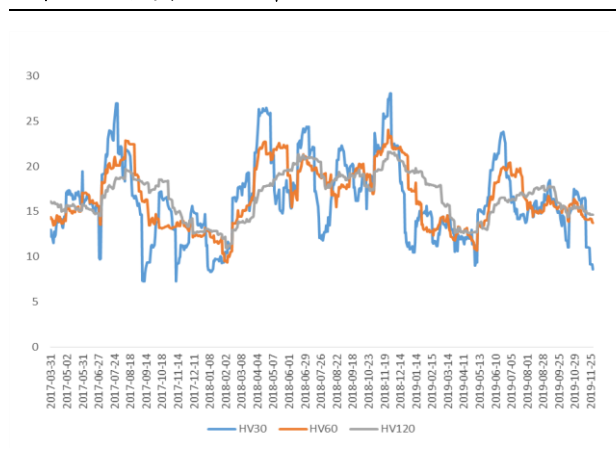
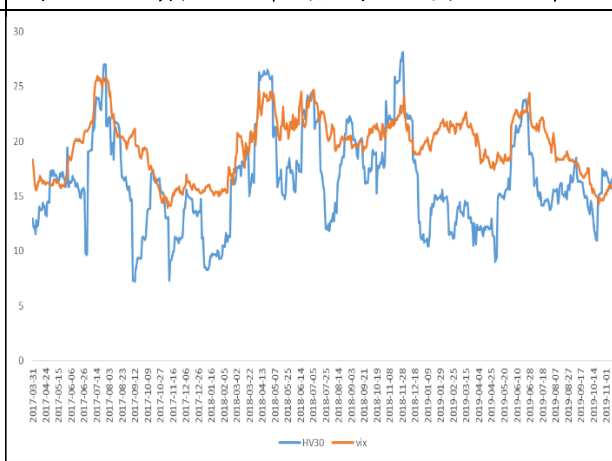


图6：豆粕期权波动率指数与豆粕实际波动率



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

回顾前文，豆粕期价重心全年有所抬升，趋势性行情较少，宽幅震荡行情时间较长，方向的节奏上较难把握，且方向收益空间有限。从回顾可以看出，对2019年豆粕期货行情而言，策略上较难捕捉到趋势性收益，但是可以通过捕捉波动率的变化，获得波动率下跌带来的波动率和时间价值的收益。下文将枚举若干豆粕期权投资组合的应用案例。

2. 2019年豆粕期权策略运用

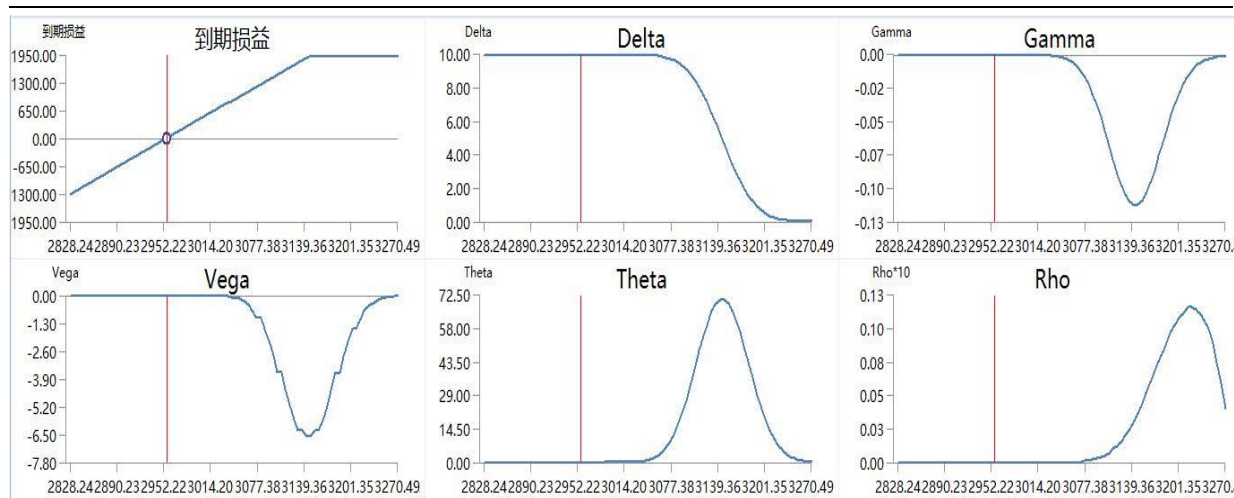
2.1 备兑看涨期权策略

备兑看涨期权策略是指持有标的多头并卖出看涨期权头寸的投资组合。由于持有卖出期权头寸，策略的Gamma和Vega恒为负值，而Theta恒为正。当投资者对后市的看涨方向有一定判断，并认为上涨行情幅度有限的情况下，适合构建备兑看涨期权组合策略。

2019年1月-4月，豆粕持续弱势运行，跌至低位区域。原因在于全球大豆丰产、国内终端需求疲软，港口大豆库存回升。此外，市场对中美贸易谈判的预期比较乐观，南美大豆贴水持续走弱，打压粕类期价。而存在的利多因素也在逐步地积增，4月份豆粕现货市场成交持续放量，油厂豆粕库存压力得到缓解，且挺价意愿较强，支持粕类的底价。

对于后市5月份，由于需求成交放量预期较好，且天气炒作预期升温，叠加季节性的恶劣天气容易拖累美豆播种进度。因此，后市豆粕期价存在反弹可能性较强。但由于市场预期贸易谈判较为顺利，利空因素仍存，市场仍旧有所担忧，故对后市看涨空间有限。

图7：豆粕期权策略（备兑认购期权组合到期损益图和风险指标）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

基于此，构建备兑认购期权策略，从5月6日开始，策略运行时间约2周，至5月20日平仓。实现收益为 $(2742-2585)+(14-24)=147$ 元/吨。

表1：备兑认购期权策略

	5月6日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓		M1909	1	2585	--
卖出开仓		M1909C3000	1	14	--
5月20日					
卖出平仓		M1909	1	2742	157
买入平仓		M1909C3000	1	24	-10

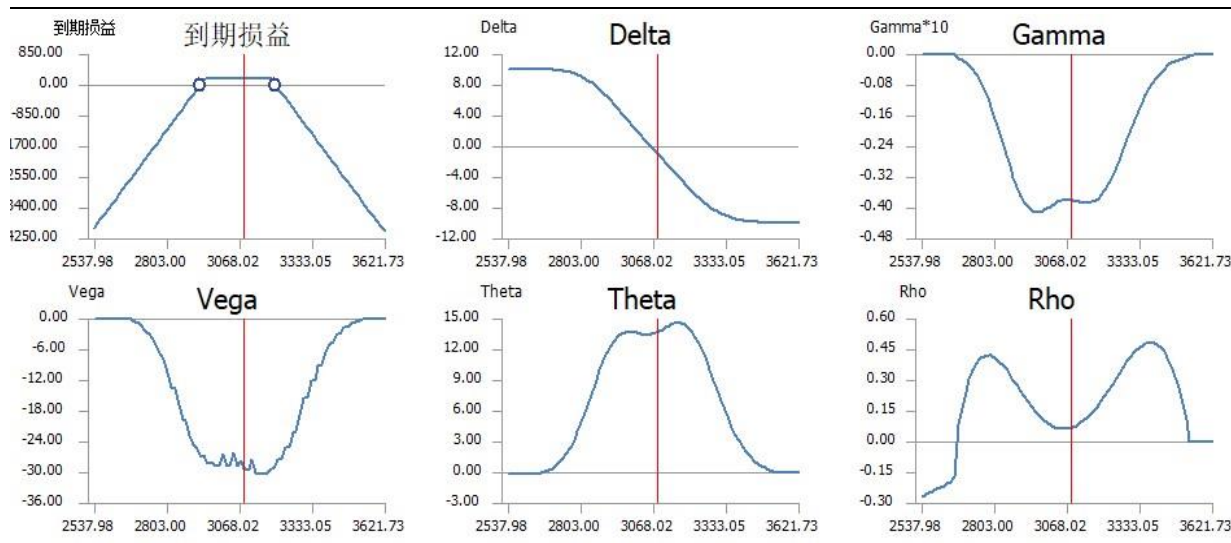
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

2.2 卖出宽跨式期权策略

卖出宽跨式期权策略是指，同时持有不同行权价格的虚值认购期权和虚值认沽期权空头头寸。与上述的备兑期权策略类似，由于持有卖出期权头寸，Gamma、Vega为负而Theta为正。当投资者认为市场将进入横向调整窄幅波动时，适合采用该策略。卖出宽跨式期权策略最大盈利为全部权利金，随着时间流逝而行情波动较小时将逐步实现盈利。

基于上述例子的基本面情况，2019年1月至4月，豆粕持续弱势运行，豆粕期货合约1905持续在2400-2600区间运行。结合豆粕期权5月份的到期日的特点，以及基于波动率持续下跌和标的弱势运行下，可以在1月至2月的时间价值较厚的时间段进行卖出宽跨式期权组合策略。

图8：豆粕期权策略（卖出宽跨式期权组合到期损益图和风险指标）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

基于此，设计卖出宽跨式期权组合策略，策略运行时间从1月21日开始至4月8日到期。豆粕期货合约1905于1月21日收盘价为2585元/吨，4月8日收盘价为2540元/吨。价格变化幅度小于50元/吨（豆粕期权行权价格间距）。实现收益为 $(46.5-0)+(19.5-0)=66$ 元/吨。

表2：卖出宽跨式期权策略

1月21日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	M1909C2700	1	46.5	--
卖出开仓	M1909P2400	1	19.5	--
4月8日				
持有到期	M1909C2700	1	0	46.5
持有到期	M1909P2400	1	0	19.5

数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020年豆粕行情展望及期权策略

展望2020年，国内豆粕行情变数较大，但却存在阶段性的趋势机会。

天气因素及贸易摩擦问题依旧是影响明年大豆供应的重要变数。每年1月份和7-8月份的天气升水概率大，回顾历史，我们知道，在过去2017年7月份，豆粕在USDA季度库存报告利多以及天气升水的带动下，呈现大幅上涨的趋势。此外，贸易争端对豆粕市场的影响在过去2018-2019年体现淋漓尽致，从事件驱动角度分析，期价的弹性较大，延续性较长。在需求端，生猪存栏恢复需要一段时间。因此，在不确定性的条件下，预计豆粕在2020年上半年难以有大单边行情，呈现震荡行情的概率较大。

豆粕波动率明年有望逐步抬升。从波动率分析角度来看，目前多个周期的历史波动率交织在一起，这说明标的弱势运行的时间较长，爆发式的趋势行情较少。明年有望打破这个局面，尤其是在未来生猪存栏回升，叠

加天气升水以及报告趋势的共振因素下，标的有望走出震荡行情，形成单边趋势。这就使得波动率打破弱势运行的态势。

综上所述，基于以上判断，我们预计 1 季度豆粕震荡区间运行，但由于目前波动率溢价较低，卖出期权的收益效应较少，可以在震荡叠加小趋势采用买入牛市价差期权或买入熊市价差期权。若到明年年中时，豆粕价格仍旧处于低位运行，关注天气炒作和 USDA 报告共振所带来的做多机会；下半年以看涨趋势为主，可以采用备兑看涨期权来建仓，尽管行情未如期上涨，仍可通过时间损耗来降低多头头寸的成本。倘若有事件驱动的行市强烈看涨，可直接买入看涨期权。

白糖期权篇

1. 2019 年白糖期权行情回顾

1.1 白糖期货行情回顾

2019 年，白糖全年偏多运行，大致分为三个阶段。

第一阶段（1 月初至 4 月中旬）单边上涨，白糖期货从 4600 元/吨上涨至 5400 元/吨附近。外盘方面，油价带动上涨，糖厂因巴西对乙醇需求强劲偏向用甘蔗生产乙醇，此外，印度天气干旱支撑原糖价格。国内方面，年初，糖厂销售较好，春节备货积极，需求提升较快。此外，广西云南两地因多雨低温气候出现断槽，导致阶段性供应偏紧。基于上述逻辑，白糖期货价格偏强运行为主。

第二阶段（4 月中旬至 5 月底）单边下跌。4 月份，糖价逐步上涨后，销售动力不断减弱。2019 年配额外进口许可发放在 5 月下旬，且 5 月 22 日后配额外食糖进口关税降低 5% 至 85%，进口量增加明显，基本面阶段性利空白糖。

第三阶段（6 月至 12 月）开启震荡上涨趋势。因受到消费旺季的需求增加，且 6 月份进口量大降不及预期，叠加白糖现货成交火爆，基本面利多因素共振带动白糖期货价格稳步抬升。8-9 月的双节消费支撑糖价上行，10 月份，广西政府释放利好政策，大力发展广西糖业，政策面支撑糖价上涨。11 月份，由于新榨季开始，新糖逐步上市，产区报价逐步由陈糖转为新糖。受到新糖上市冲击，白糖价格有所回落。

图9：2019年白糖期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.2 白糖期权交易情况

2019 年 1 月 2 日至 2019 年 11 月 27 日期间，白糖期权日成交量平均 5.82 万张，同比增幅 54.06%。白糖期权日持仓量平均 27.07 万张，同比涨幅 18.99%。成交量、持仓量整体逐步抬升，资金沉淀量逐渐增大。

图10：白糖期权成交情况

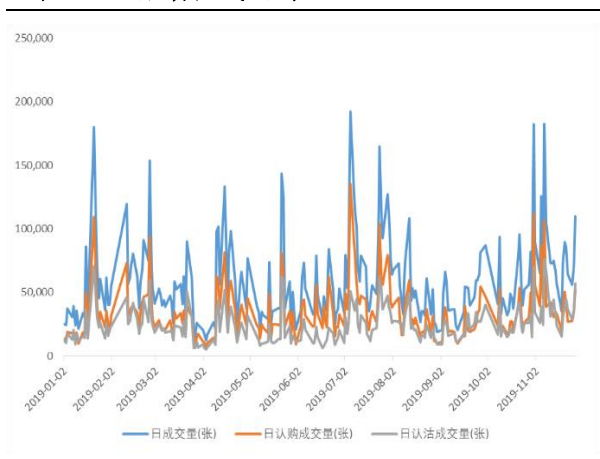
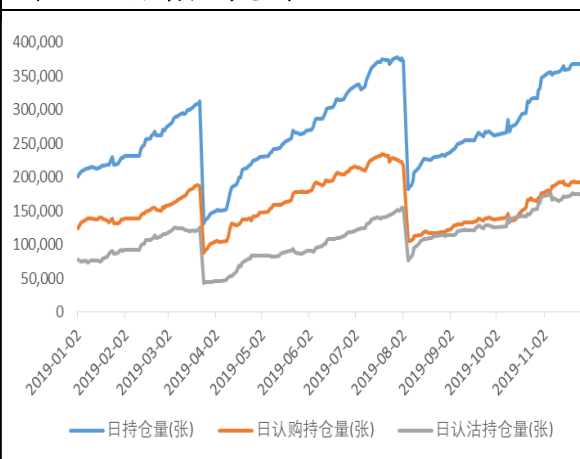


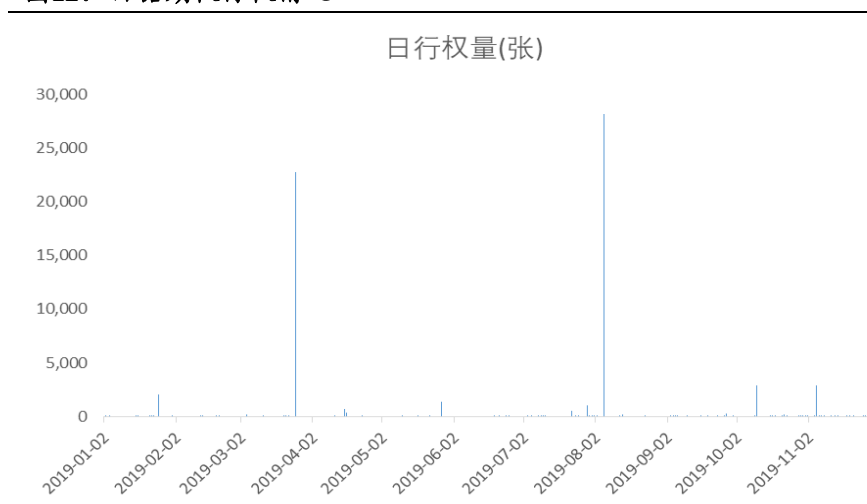
图11：白糖期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

行权方面，2019年白糖期权日均行权量295张，行权数量最大交易日为8月5日，为白糖期权1909合约的最后交易日，行权2.82万张。

图12：白糖期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

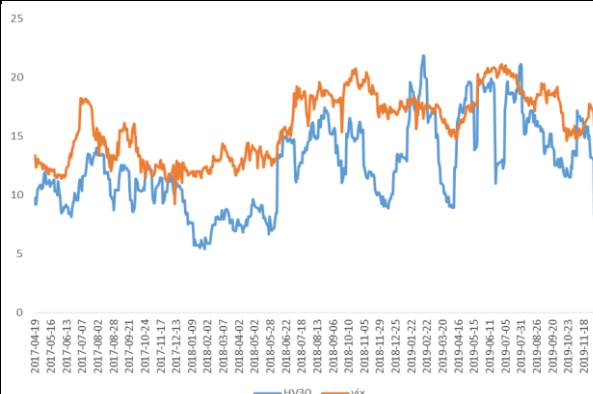
1.3 白糖期权波动率分析

我们以白糖期货主力合约2017年至今数据分析30日实际波动率。历史波动率HV30围绕5%-22%的水平运行，截至2019年11月28日，HV30为13.165%，处于历史的中位水平。过去2年历史行情里，大部分行情波动率均在10%以上，尤其在进入2019年以来，白糖波动率波动加剧，行情表现均为白糖期价阶段性单边行情较多。

图13: 白糖实际波动率



图14: 白糖期权波动率指数与白糖实际波动率



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

回顾前文，白糖期价重心全年逐步抬升，趋势性行情较多，且行情持续时间较长，方向维度的收益较为明显。可以看出，2019年白糖期货易捕捉到单边的趋势行情，尤其是结合波动率低位的的情况，叠加消费旺季的多头行情可以获得不错的做多收益。下文将枚举若干白糖期权投资的应用案例。

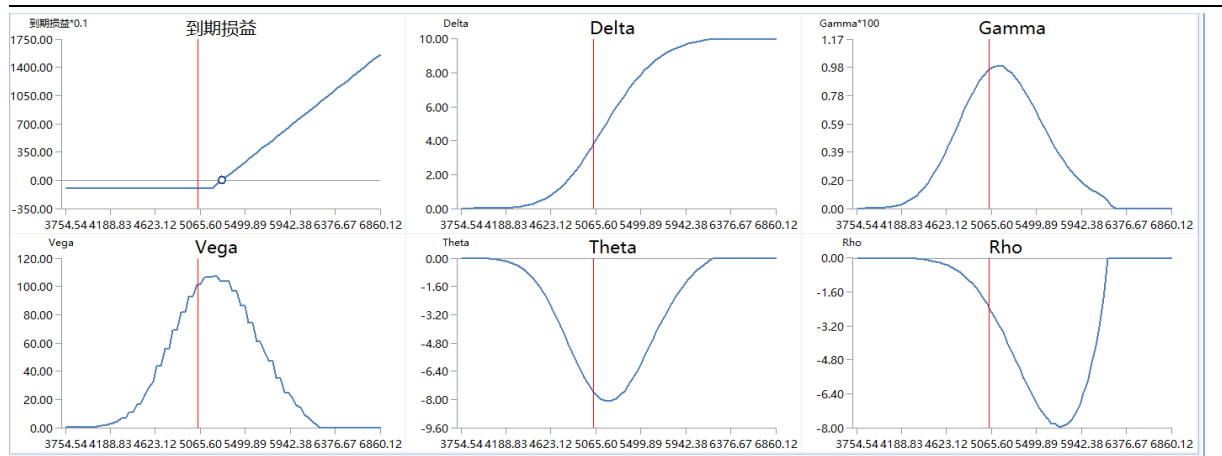
2. 2019年白糖期权策略总结

2.1 买入看涨期权

买入看涨期权，是指投资者预计标的资产将要上涨，但是又不希望承担其价格下跌带来的损失。或者投资者希望通过期权的杠杆效应放大上涨所带来的收益。该盈亏平衡点=行权价格+权利金，最大收益为无限，最大损失为有限（权利金），到期损益=MAX（0，当期标的价格-行权价）-权利金。

7月以来白糖期货单边上行，受到消费旺季需求增加，6月份进口量大降不及预期，白糖现货成交火爆带动白糖期货价格稳步抬升。对于后市8-9月份，由于需求成交放量预期较好，预期白糖期价偏多运行为主。

图15: 白糖期权策略（买入看涨期权到期损益图和风险指标）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

基于此，设计买入看涨期权策略，从7月2日开始，策略运行时间至8月5日平仓。实现收益为 $(226-80.5)=145.5$ 元/吨。

表3：买入看涨期权策略

7月2日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓	SR909C5100	1	80.5	--
8月5日				
卖出平仓	SR909C5100	1	226	145.5

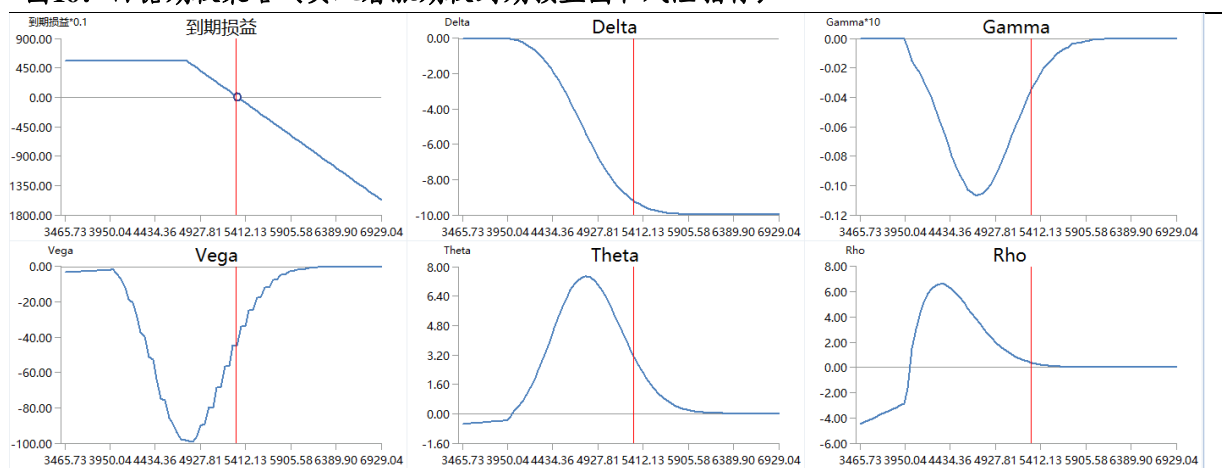
数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

2.2 备兑看跌期权策略

备兑看跌期权，是指持有卖出的标的资产，同时卖出看跌期权。行情判断为看跌标的资产，目的为预期后市下跌有限时，增加收益。风险与报酬方面，最大利润有限，最大亏损巨大，盈亏平衡点=标的资产卖出的价格+期权费。波动率上升对期权组合产生负向影响，下降为正向影响。时间衰减对组合头寸有利。

如图16所示，白糖期价4月中至5月底单边下行。主因在于国内对巴西糖停止收贸易保护关税，糖价大幅走低。在销售端市场，由于5月份旺季未至，贸易商以及终端客户备货较为充足，市场观望情绪较厚，前期资金炒作退潮明显。但是，云南产区遭受持续高温气候导致部分蔗区出现严重干旱，天气因素对糖价形成支撑。而且，未来消费旺季逐步到来，糖价上涨驱动力仍存。因此，预判跌幅有限。

图16：白糖期权策略（买入看涨期权到期损益图和风险指标）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

基于此，设计买入备兑看跌期权，从4月23日开始，策略运行时间至5月30日平仓。实现收益为 $(5343-4946)+(17.5-78)=336.5$ 元/吨。

表4：买入备兑看跌期权策略

4月23日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	SR909	1	5343	--
卖出开仓	SR909P4800		17.5	
5月30日				

买入平仓	SR909	1	4946	397
买入平仓	SR909P4800		78	-60.5

数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020 年白糖行情展望及期权策略

国际市场方面。全球食糖供应过剩局面逐步改善,从 17/18 榨季过剩到 18/19 榨季过剩量下降。19/20 榨季,市场预计印度和泰国产量下降,根据印度糖厂协会的数据显示,预计 19/20 榨季,印度食糖产量降至 2660 万吨,同比下降 600 万吨左右。泰国方面,天气长时间干旱,单产降低,预计泰国 19/20 榨季甘蔗产量降至 1.1 亿吨,同比下降 16.03%,糖产量预计降至 1200 万吨,同比下降约 150-200 万吨。KSM 数据显示,2019/20 榨季,预计南巴西甘蔗产量将达到 5.7 亿吨,同比基本持平,食糖产量预计达 2800 万吨,同比增加 6%左右。总体而言,新榨季全球食糖或出现供需缺口,长期将支撑原糖价格。

国内市场方面。中糖协、各地糖业协会对 19/20 榨季产量做了预估,预计全国食糖产量预计 1030-1050 万吨左右,国内供需缺口需要通过储备糖、进口糖进行补充。而走私糖作为严厉打击对象,预估量不会增长。因此,考虑配额内进口,以及配额外进口量,预估国内新榨季供需缺口仍存。

基于食糖需求长期稳定的逻辑,叠加新榨季产量下降存在供需缺口,我们认为白糖新榨季的行情总基调为偏多运行为主。结构性行情需要结合白糖自身基本面的特征进行分析。

目前,白糖价格处于阶段性高位,随着新糖陆续上市,短期糖价上行空间有限。且糖厂在开榨后存在较强的套保需求,在未有新的利多因素下,糖价持续上行的难度价大。而且,关于进口政策,中国食糖保障性关税将于 2020 年 5 月到期,若如期取消该关税,则白糖价格将受到进口糖成本下降的冲击,白糖价格走势将受到压制。但同时,从近年来甘蔗收购价来看,逐年的价格抬升,有利于食糖价格托底。且新榨季供需缺口将给予白糖价格长期支撑,白糖价格下行空间有限。

因此,我们认为,上半年白糖期价将处于阶段性高位震荡运行,波动率相对较低,且上半年库存压力相对较大,5 月合约将存在阶段性回落的可能性,建议逢高配置空头的策略。

若上半年出现阶段性回落调整,则下半年供需缺口及旺季的启动将给予远月做多的机会,波动率或将逐步抬升。尤其是 9 月合约,受到 7-8 月双节带动,9-5 差价存在做扩的机会。

策略上,我们建议如下:第一,期货单边可寻找阶段性高位逢高轻仓试空 5 月合约。第二,价差方面,关注 9-5 价差的做多机会。第三,从 5 月合约期权持仓分布来看,目前看涨持仓量激增明显,下方看跌持仓支撑较弱,结合几个月的时间价值考虑,在标的阶段性高位可卖出白糖 5 月合约的虚值看涨期权,后市阶段性震荡或弱势运行可以收取时间价值。保守投资者可以构建白糖 5 月合约的熊市价差期权组合。第四,风险谨慎的投资者可等待明年年中时,若白糖价格出现阶段性底部,以及波动率相对较低的时候,可以选择旺季择时买入看涨期权,备兑看涨期权,以及牛市价差期权做多 9 月合约。

铜期权篇

1. 2019 年铜期权行情回顾

1.1 铜期货行情回顾

铜期货 2019 年上半年行情宽幅波动，下半年窄幅震荡，我们把铜期货全年走势划分为三个阶段。

第一个阶段，1 月-3 月，铜价出现大涨，铜期货指数从 46500 一线涨到 51000 一线附近。贸易方面，贸易谈判利好频出，投资者信心提振；政策方面，货币政策发力，1-3 月国内货币供应数据超预期，政策托底经济预期强烈；财政政策方面，国家将在 4 月 1 日起实施深化增值税改革，以制造业为减税重点。财政支出发力，2019 年政府计划发行 2.15 万亿元人民币地方政府专项债券，相比 2018 年发行规模增长了近 60%。外盘方面，国外矿问题频出，伦沪铜价拉涨 10%。库存方面，铜显性库低位，价格上涨动力较强。

第二个阶段，4 月-6 月，铜价出现大跌，回吐一季度涨幅。3-4 月期间，下游需求启动缓慢，现货走弱。贸易判断再起风波，美国宣布对中国 2000 亿美元进口商品加征 25% 的关税，全球制造业 PMI 及美国非农数据不及预期，引发市场对全球经济前景的担忧，避险情绪再次升温。伦沪铜价大幅下跌，黄金、美元走强，内盘铜价承压下跌。

第三阶段，6 月份以来，铜价进入震荡区间运行，波动逐渐放小。贸易争端仍在持续，市场对全球经济增长感到担忧。全球经济数据显示经济持续放缓，美联储两次降息，欧洲央行重启量化宽松，英国脱欧不确定性仍存，国际环境的不确定性给大宗商品和金融市场带来较大的压力。铜市场方面，废铜供应偏紧提振精铜消费。十月份传统消费旺季，汽车消费好转预期提升，电网投资加速发力，库存较低，铜价震荡运行且重心向上修复。

图17：2019年铜期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.2 铜期权交易情况

2019 年以来，铜期权市场逐步活跃，截至 11 月 27 日，铜期权累计成交量达到 7416856 张，较 2018 年的 2387656 张提升 210.63%。持仓方面，铜期权沉淀资金快速累积，截至 11 月 27 日，铜期权日均持仓量 6.84 万张，较 2018 年的 4.38 万张提升 56.13%。

图18：铜期权成交情况

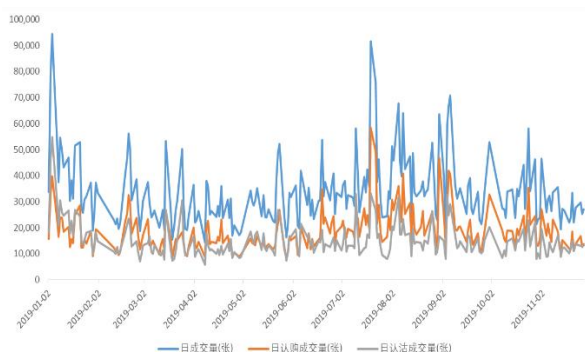
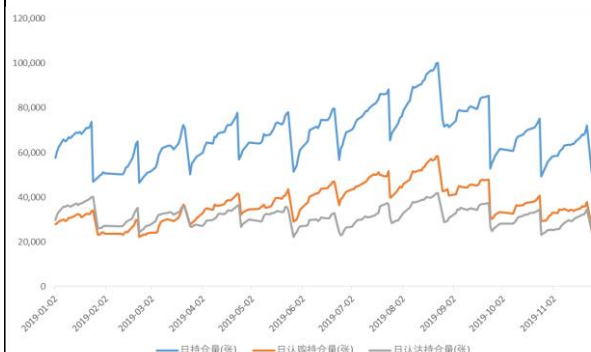


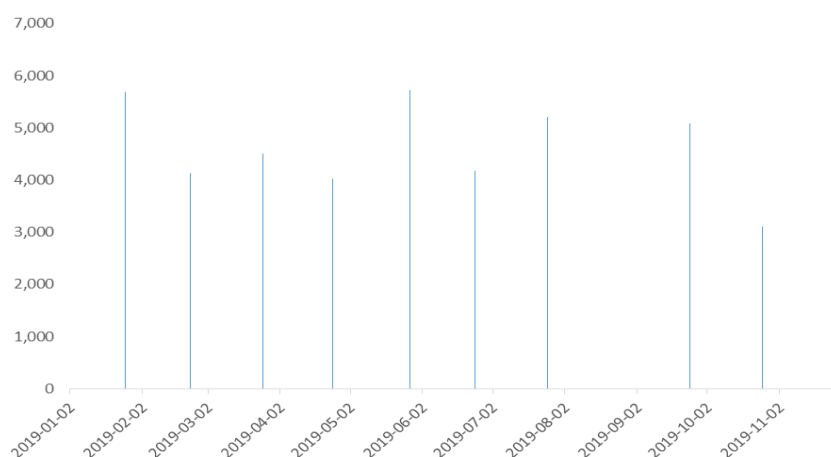
图19：铜期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

行权方面，2019 年铜期权日均行权量 207 张，环比大涨 149.74%。行权数量最大交易日为 5 月 27 日，为铜期货 1906 合约对应期权最后交易日，行权 45602 张。行权分布较为均衡，这也是与铜期货每月滚动主力有关。

图20：铜期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.3 铜期权波动率分析

2019 年以来，铜价受宏观情绪扰动下行，全年波动率走势震荡下行，这反映了铜价从宽幅运行到窄幅运行的态势。从 2018 年 9 月 21 日铜期权上市以来，铜期货历史波动率就持续下跌，截至 11 月 27 日，30 天历史波动率跌至 5.19% 的水平，创阶段性历史新低。从铜期权波动率指数角度来看，其跟随实际波动率持续震荡下跌，截至 11 月 27 日，铜期权波动率指数跌至 10.83%，创下铜期权上市以来的新低。从策略角度来看，铜期权上

市以来，在不确定性震荡行情下，追涨杀跌的单边操作难度较大，阶段性的波动容易清除不坚定的单边头寸，尽管坚定的单边头寸，在震荡行情不断收窄的态势下，全年单边收益也是难以令人满意。因此，在方向性维度投资上难以选择优秀的投资策略时，此时，波动率的维度分析给投资者打开了新的投资大门。

从铜期货收窄的走势和波动率走势可以看出，最佳的策略是做事件价值的收割策略。由于铜期货是每月滚动的主力，其对应的铜期权具有每月主力的特性，这给投资者每月收获时间价值提供了新的策略武器。

图21：铜期货实际波动率

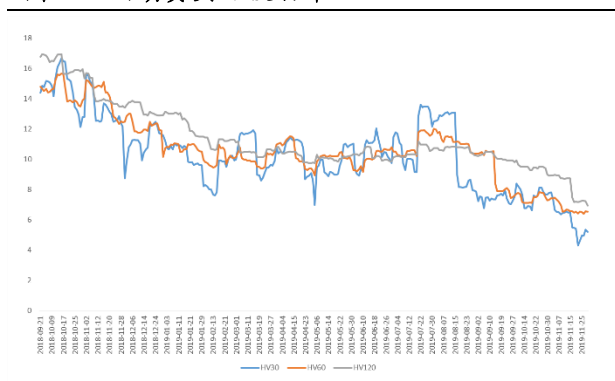
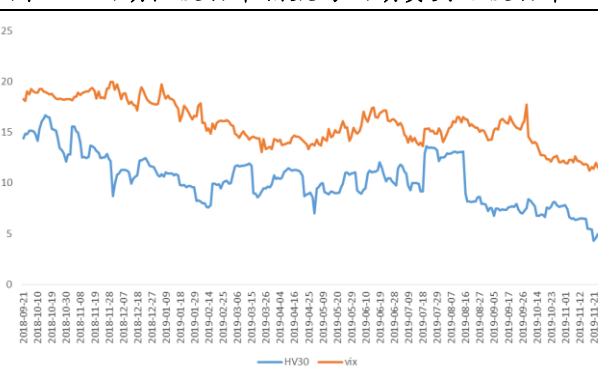


图22：铜期权波动率指数与铜期货实际波动率



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

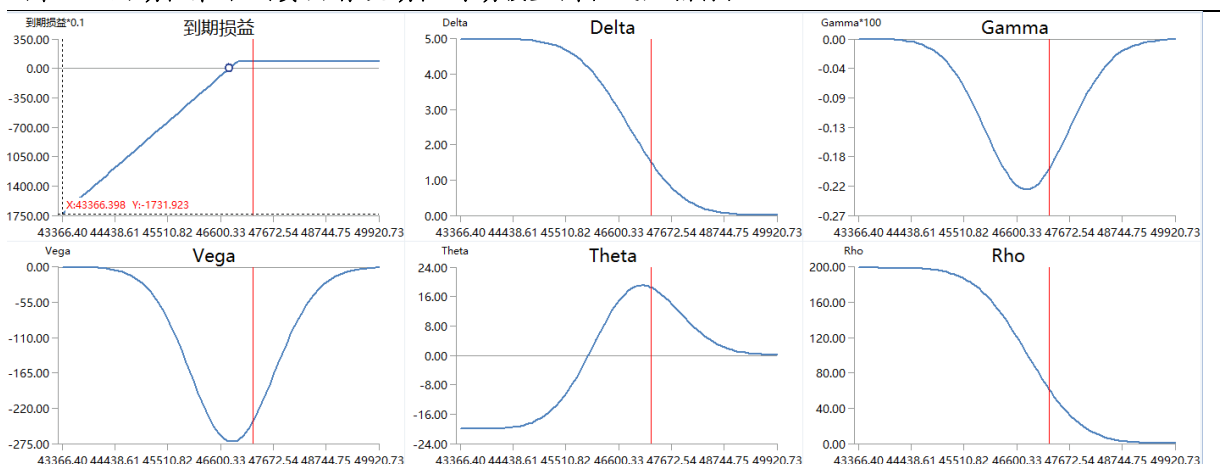
2. 2019 年铜期权策略运用

2.1 卖出看跌期权

投资者预计标的价格短期内会小幅上涨或者维持现有水平（不跌）。另外，投资者不希望降低现有投资组合的流动性，希望通过做空期权增厚收益。盈亏平衡点=行权价-权利金；最大收益，有限（权利金）；最大损失：无限；到期损益 = 权利金-max（行权价-到期标的资产价格，0）。

在该策略的使用上，需要对未来行情方向和隐含波动率有大致的预判。在方向上，需要观察标的的走势，是否存在阶段性筑底，而且波动率是否持续放缓。关注未来一段时间行情里，未有重要的不确定性事件，隐含波动率预期走弱为宜。此时，卖出看跌期权可逐步收获时间价值。

图23：铜期权策略（卖出看跌期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2019年1月-3月份，隐含波动率未随铜期货价格的上涨而上涨，而是震荡走弱，这反映出阶段性的利好并未导致市场对铜价格产生强烈的看涨预期。因此，谨慎看涨行情下，结合波动率走势，可采取卖出看跌期权策略。

基于此，设计卖出看跌期权策略，从1月15日开始，策略运行至2月25日，即期权到期日，实现收益为458元/吨。

表5：卖出看跌期权策略

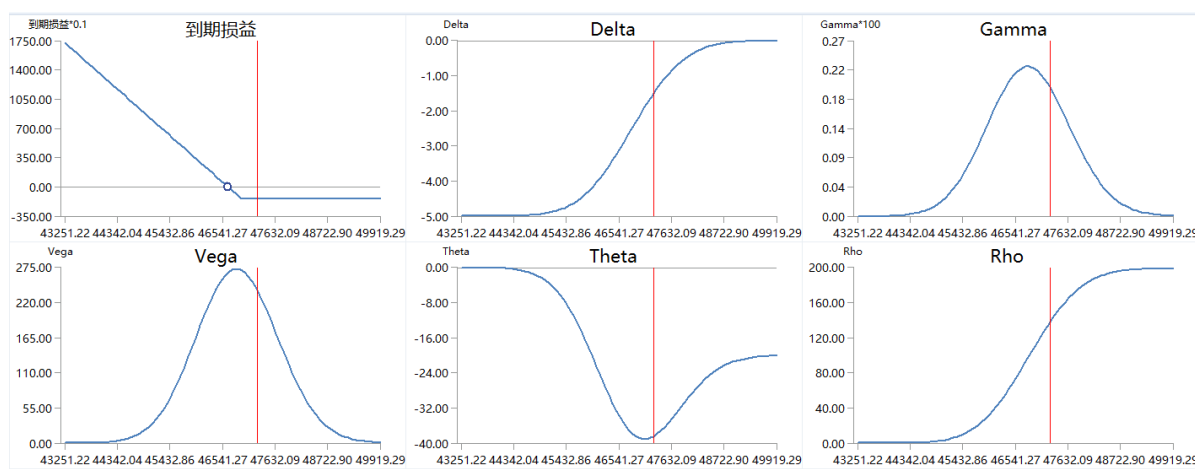
1月15日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	CU1903P46000	1	458	--
2月25日				
持有到期	CU1903P46000	1	0	458

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2.2 保护性看涨期权

持有卖空的标的资产，同时买入看涨期权，这种策略叫做保护性看涨期权。策略目的是保有潜在的上涨收益，若下跌则为持有人提供保护；拥有无限的最大利润，同时最大亏损有限。波动率的上升对策略头寸有利，下跌则不利。

图24：铜期权策略（买入保护性看涨期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2019年3月-4月，铜下游需求未如期启动，贸易风波再次，全球避险情绪升温，大宗商品价格承压。此时，投资者打算阶段性高位做空铜期货，但是又担心突发事件造成铜价上涨带来的亏损，此时，可以结合隐含波动率处于阶段性低位的特性，通过构建保护性看涨期权做空铜价。

基于此，设计买入保护性看涨期权策略，从4月18日开始，策略运行1个月，5月20日平仓，实现收益为 $(49500-47620) + (7-480) = 1407$ 元/吨。

表6：买入保护性看涨期权策略

1月15日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	CU1906	1	49500	--
买入开仓	CU1906P50000	1	480	--
5月20日				
买入平仓	CU1906	1	47620	--
卖出平仓	CU1906P50000	1	7	--

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020 年铜行情展望及期权策略

在过去的 2019 年，铜价窄幅运行特性明显，在不确定性风险因素不断消化的同时，利多因素在不断的积聚。从基本面来看，金属库存普遍处于历史底部，较低的库存水平对铜价形成强劲的支撑力。从全球城市化进程来看，可再生能源的广泛运用和新能源汽车需求将持续增长，嘉能可（Glencore Plc.）曾表示，铜需求或将以每年 2%-3% 速度增长。我国作为发展中国家，城市化推进依旧重要工作任务，因此，未来铜的需求仍处于增长的态势。摩根士丹利报告称，预计 2020 年铜价将在 6454 美元/吨，全球需求将增长 1.9%，超过铜矿供应 0.9% 的增速，造成 35 万吨的供应缺口，这将促使铜价上涨。

从波动率角度分析来看，目前铜期货实际波动率和铜期权波动率指数均处于历史低位水平，铜期货走势更是窄幅运行。波动率具有其波动的特性，后市波动率将逐渐企稳走高，则需要铜价出现大幅波动行情。我们预期实际波动率和波动率指数存在双重走高的可能性较大，则铜价有望走出震荡平台，引来一波趋势行情。

对于趋势行情，我们认为后市大宗商品对贸易争端的敏感性将逐步削弱，而全球在货币量化宽松下，经济托底将逐步显现。利多因素积聚将促使铜期价企稳，在有限的利空因素下，逢低看多为主。

基于上述的研判，我们在铜价托底过程中，在隐含波动率低位时，采取买入保护性看跌期权策略，对后市看涨，若后市出现大跌，由于买入看跌期权对冲多头头寸，因此该策略损失有限。若基本面改善较慢，可采用买入备兑看涨期权，通过滚动卖出看涨期权增后多头头寸的收益，但铜价跌破筑底平台，则需要及时把期货多头止损。后市铜价若能形成单边上涨，则直接买入看涨期权，通过方向和波动率溢价带来超额的收益率。

玉米期权篇

1. 2019 年玉米期权行情回顾

1.1 玉米期货行情回顾

玉米期货 2019 年全年呈现对称式的走势，1-3 月宽幅震荡，4-6 月单边上涨，6-9 月单边下跌，10-12 月宽幅震荡。我们把玉米期货全年走势划分为四个阶段。玉米期价全年运行在 1750-2050 之间。

第一阶段，1 月-3 月，玉米期价震荡筑底阶段。猪瘟疫情蔓延，饲料终端受挫，需求低迷。新粮供应压力凸显，玉米期价进入震荡格局。

第二阶段，4 月-6 月，玉米期价单边上涨，市场拍卖底价提高 200 元/吨，且拍卖粮推迟至 5 月，此外，深加工旺季驱动，贸易商提价积极性大增。中美贸易升温，助推玉米涨势。

第三阶段，6 月-9 月，玉米期价单边下行。6 月份以来，因玉米价格过高，加工企业成本抬升，采购积极性减弱，且市场拍卖成交较少，贸易商出货意愿较强。供应压力逐步凸显，两广地区生猪存栏继续下降，基本面偏空压制玉米价格。

第四阶段，10-12 月，宽幅震荡。港口库存较低，国内新玉米少量上市，生猪价格上涨，养殖利润大幅增加，随着非洲猪瘟疫区逐步解锁，预期后市生猪存栏回升。深加工企业利润尚可，开工率回升。玉米期价震荡筑底。

图25：2019年玉米期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.2 玉米期权交易情况

2019 年以来，玉米期权市场逐步活跃，截至 11 月 27 日，玉米期权累计成交量达到 1199.17 万张，日均成交量达 5.91 万张；持仓方面，玉米期权沉淀资金快速累积，截至 11 月 27 日，玉米期权日均持仓量 53.59 万张。

行权方面，2019 年玉米期权日均行权量 374 张，行权数量最大交易日为 8 月 7 日，为玉米期货 1909 合约对应期权最后交易日，行权 28538 张。

图26：玉米期权成交情况

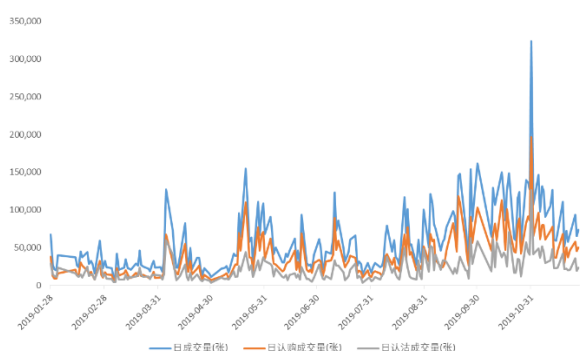
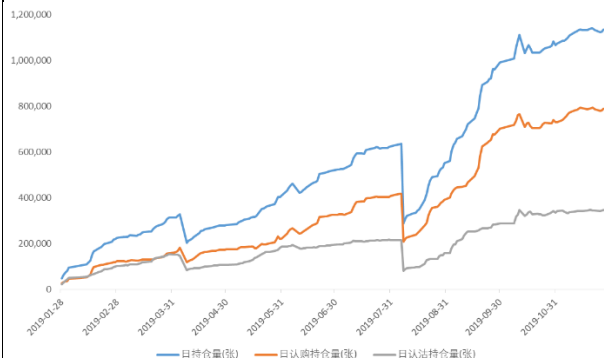
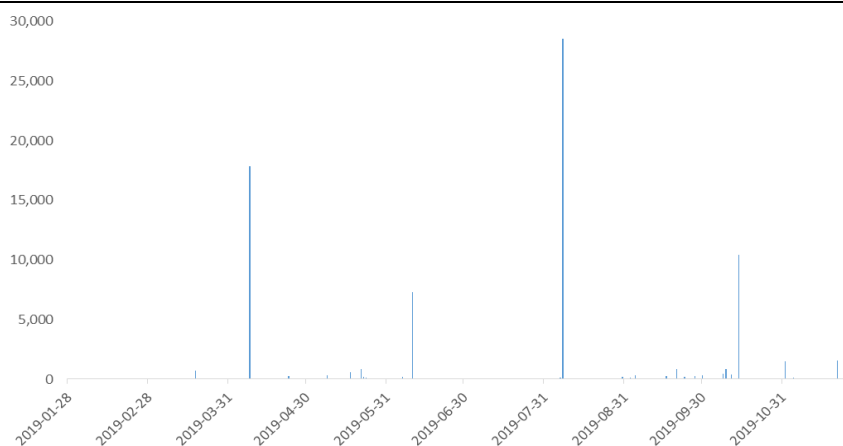


图27：玉米期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图28：玉米期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.3 玉米期权波动率分析

2019年以来，玉米走势行情呈现过山车走势，波动率呈现均值回复特性较强。从2019年1月28日玉米期权上市以来，玉米期货历史波动率持续小幅震荡运行，等到4月底启动单边上涨行情，玉米波动率从低位持续上升，在此阶段，波动率指数也伴随上升较为明显。待6月份之后，阶段性高位凸显，波动率指数及波动率跟随期价震荡走低。

此外，玉米期权波动率指数与波动率的价差出现两次明显的收敛，第一次在8月中下，玉米期价阶段性下跌进入尾声；第二次在11月中旬，玉米阶段性反弹进入告一段落。两者之间存在即存在同向的特性，也存在反向的特性。结合波动率均值回复的特性，对历史波动率低位的时候，价格弹性价大，此时，期价容易出现行情方向。比如在8月初，玉米期价6-7月震荡小幅承压下行，波动率特性为持续低位运行，随后8月8日的大跌，使得波动率触底反弹，波动率价差缩小明显。但是，我们发现这段阶段性下探的行情，隐波动并未随着大幅上涨而是震荡下跌。这也预示后市波动不会持续放大。从偏度指数角度而言，8-9月偏度指数持续低位在60水平运行，标的发生尾部风险的概率较小。10月份之后，波动率再次历史低位，期权波动率指数同为历史低位，期价阶段性支撑和偏度低位支撑，

从指标反映来看，此阶段筑底概率较大。

图29：玉米期货实际波动率（2019年）

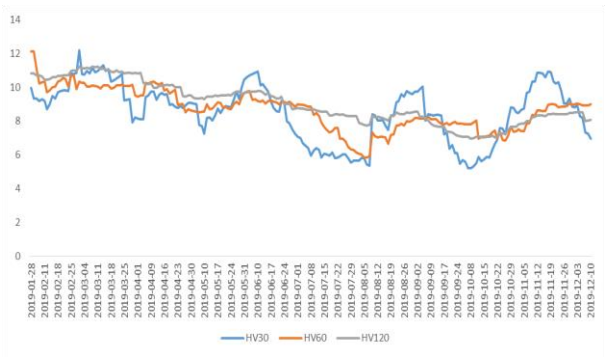


图30：玉米期权波动率指数玉米期货实际波动率



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

回顾前文，玉米期价重心全年持稳，存在阶段性趋势性，且行情持续时间较长，方向上收益较为明显。下文将枚举若干玉米期权投资的应用案例。

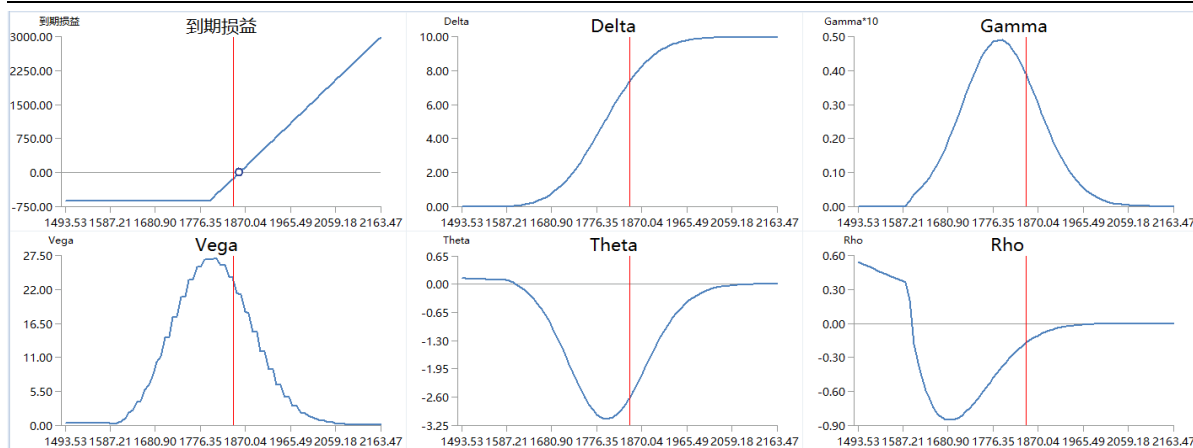
2. 2019 年玉米期权策略运用

2.1 保护性看跌期权

持有买入的标的资产，同时买入看跌期权，这种策略叫做保护性看跌期权。策略目的是保有潜在的上涨收益，若下跌则为持有人提供保护；拥有无限的最大利润，同时最大亏损有限。波动率的上升对策略头寸有利，下跌则不利。

2019 年 4 月份，玉米市场粮源由农户转移至贸易商，且加工旺季驱动，叠加政府托市收购提振玉米价格。玉米开启单边趋势行情，波动率伴随上涨。

图31：玉米期权策略（买入保护性看跌期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

基于此，设计买入保护性看跌期权，从4月3日开始，策略运行至5月31日，实现收益为 $(1971-1858)+(3-18)=98$ 元/吨。

表7：卖出看跌期权策略

4月3日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓	C1909	1	1858	--
买入开仓	C1909P1800		18	
5月31日				
卖出平仓	C1909	1	1971	113
卖出平仓	C1909P1800		3	-15

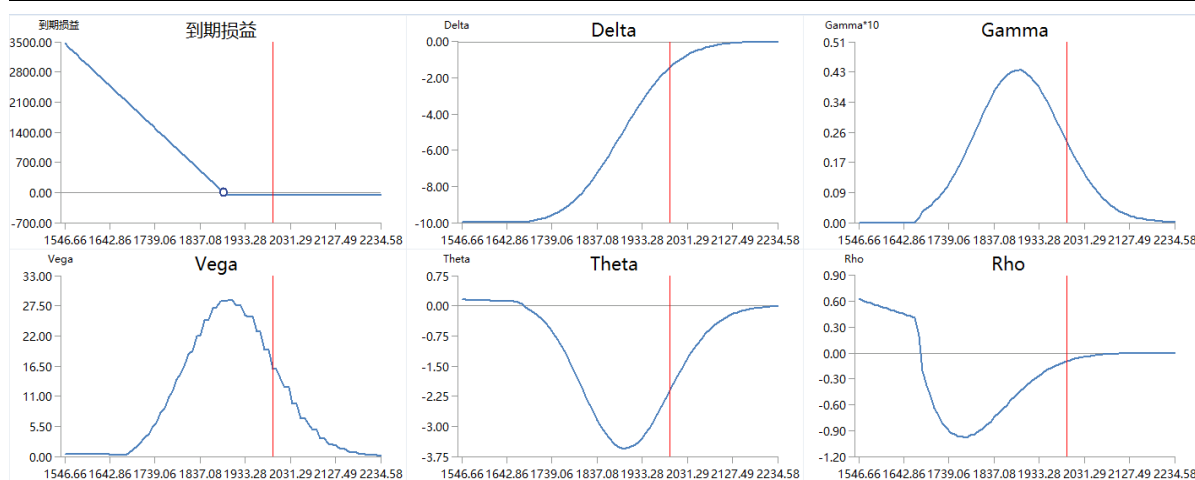
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2.2 买入看跌期权

买入看跌期权，是指投资者预计标的资产将要下跌，但是又不希望承担其价格上涨带来的损失。或者投资者希望通过期权的杠杆效应放大下跌所带来的收益。该盈亏平衡点=行权价格-权利金，最大收益：无限，最大损失：有限（权利金），到期损益=MAX（0，行权价-当期标的的价格）-权利金。

2019年8月，玉米期价震荡缓跌，市场主要面临新玉米的收割压力，且终端消费饲料端因猪瘟事件影响持续低迷。市场仍需释放利空情绪，因此后市看跌，故买入看跌期权策略。

图32：玉米期权策略（买入看跌期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

基于此，设计买入看跌期权策略，从8月7日开始，策略运行至于9月20日平仓，实现收益为（56 - 7.5）=48.5元/吨。

表8：买入看跌期权策略

8月7日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓	C2001P1900	1	7.5	--
9月20日				
卖出平仓	C2001P1900	1	56	48.5

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020 年玉米行情展望及期权策略

根据 USDA 报告，预估 19/20 年度，我国玉米产量下降 333 万吨至 25400 万吨水平。18/19 年度下降 174 万吨为 25733 万吨。消费方面，我国玉米消费总量逐步提高，18/19 年度增长了 1000 万吨至 27300 万吨，预估 19/20 年度增长 400 万吨至 27700 万吨。总的来看，明年供需缺口呈现扩大趋势；且库存消费比 18/19 年度 77%，预估 19/20 年度回落至 70%，库存消费比下降，对玉米价格形成支撑。

因此，我们对明年玉米价格走势的总基调是偏多运行。具体如下，现阶段到 1 月底（春节），市场主要以消化农户的玉米为主，由于 2020 年春节较早，市场卖货压力提前，且此期间深加工需求有限，预估玉米上涨空间有限。节后，关注玉米价格是否存在底部特征，关注国储收购动向。若玉米仍处于 1800-1900 区间运行，则待二季度深加工需求回暖，明年生猪存栏恢复，叠加天气炒作因素以及供需缺口因素，明年玉米有望走出一波上涨的趋势。

基于上述逻辑的判断，且当前玉米期限结构表现出远期升水的结构，后市关注低位做多玉米的机会。波动率方面，玉米波动率走势呈现一定的周期性，且预计明年玉米期货的波动率要高于 19 年，期价运行的区间也要比 19 年要大。

策略上，我们认为做多机会可能出现在春节后，若价格处于低位，波动率相对较低，则逢低做多玉米期货，若形成上涨大趋势，波动率持续上涨，直接买入看涨期权。若单边上涨，但涨势较为缓慢，可以构建牛市价差组合。

棉花期权篇

1. 2019 年棉花期权行情回顾

1.1 棉花期货行情回顾

图33：2019年棉花期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2019 年棉花期货的走势可以分为以下几个阶段：

第一个阶段，1月初至4月中旬，郑棉价格指数在 14700-16200 元/吨区间小幅震荡上行。上行主要源于三个因素，首先是年初中美贸易摩擦出现阶段性缓和，2018 年 11 月中美的谈判中美在 G20 上达成初步协议，而且 2 月份中美的谈判也出现积极的信号，3 月份美国宣布对中国的关税保持在 10%，市场对两国的谈判预期偏向于乐观。其次是供需缺口的预期增强，我国 2018 年储备棉轮出结束后，储备棉库存量从最初的 1114 万吨左右下降至 270 万吨左右，棉花去库存工作基本完成，供需缺口的发酵支撑棉花价格。最后是财政加大力度减税降费，利好中小企业，纺织业回暖预期强烈。但是由于这个阶段社会库存高企叠加大量仓单压制，郑棉价格指数上行空间有限。

第二个阶段，4月下旬至6月上旬，郑棉价格指数单边快速下行。一方面是 5 月份中美关系明显恶化，5 月 10 日美国对第三批 2000 多亿美元的中国商品的关税从 10% 提高到 25%，其中包含所有对美出口纺织品服饰等，市场对棉花下游纺织品出口需求的担忧加剧，而且部分国际订单已经转移至东南亚市场。另一方面，市场对全球棉花增产的预期加强，尤其是主产区之一美国，棉花播种推进顺利且生长情况好于往年。这个阶段供给较强，下游需求收缩，在此背景下，郑棉价格指数大幅受挫。

第三个阶段，6月中旬至9月下旬，郑棉价格指数震荡筑底。6月中旬至7月初郑棉价格指数小幅反弹，主要得益于 6 月份 G20 峰会重启谈判，美国同意不再加征新的关税，市场的预期有所改善。但是下游纺织存在停工现象，企业以降库存为主。而且 7 月底 8 月初中美再度恶化，愈演愈烈，国内方面，天气总体向好，棉花产量预计高于去年，整体供过于求，郑棉价格指数跌出三年新低。但是，随着棉花价格逐步走弱，棉农惜售情绪强烈，与轧花厂及棉花收购商进行多空博弈，阶段性支撑棉花期价。

第四个阶段，10月初至今，郑棉价格指数底部小幅反弹。10月份市场对于中美两国达成第一阶段协议的预期增强，而且订单好转、下游利润改善，10月份郑棉明显反弹。11月及之后市场对于收储政策和中美谈判的预期出现分歧，且下游纺织冬季订单进入尾声阶段，后续订单较为乏力。棉价整体表现区间震荡运行的态势。

1.2 棉花期权交易情况

2019年以来，棉花期权市场逐步活跃，截至11月27日，棉花期权累计成交量达到615.63万张，日均成交量达3.05万张；持仓方面，棉花期权沉淀资金快速累积，截至11月27日，棉花期权日均持仓量15.81万张。

图34：棉花期权成交情况

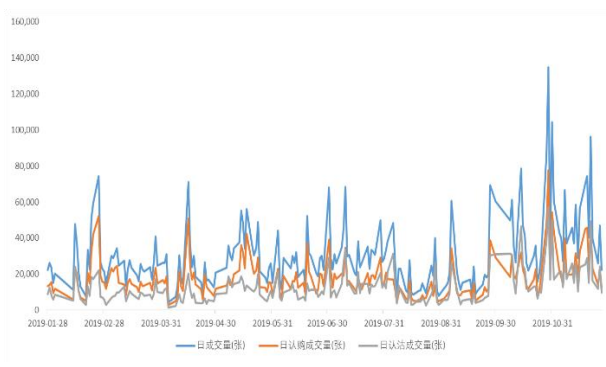
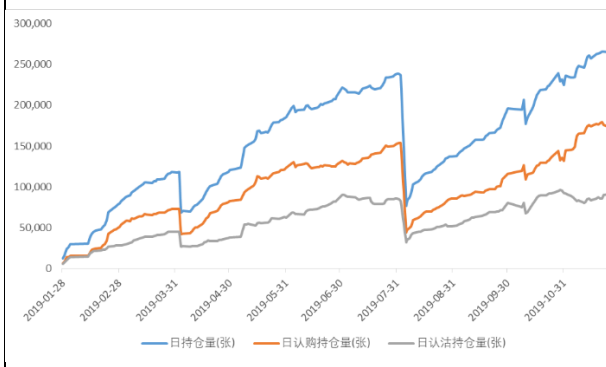


图35：棉花期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

行权方面，2019年棉花期权日均行权量349张，行权数量最大交易日为8月5日，为棉花期货1909合约对应期权最后交易日，行权45726张。

图36：棉花期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.3 棉花期权波动率分析

2019年1月28日以来，棉花期货波动率运行区间为5%至35%，其中四月底启动的波动率大涨来源于棉花期价大跌。因此，在波动率水平较低时，尤其是多个周期的波动率交织在一起的时候，后市往往出现大波动

行情。6 月份之后，棉花期货价逐步震荡筑底，进入区间震荡运行的节奏，波动率也随之逐步回落。期权波动率指数方面，在标的市场大跌的行情下，波动率指数也跟随上涨，随后亦出现震荡回落的走势。从波动率低位以及无法判断标的市场未来运行的方向时，可以选择买入跨式或者买入宽跨式策略，无论后市出现趋势单边上涨或者趋势单边下跌，都会获取较大的收益。随着棉花期货价高位回落进入震荡行情，基于隐含波动率较高水平的考虑，中长线的策略可以持有卖出虚值期权收取时间价值。

图37：棉花期货实际波动率（2017年至今）

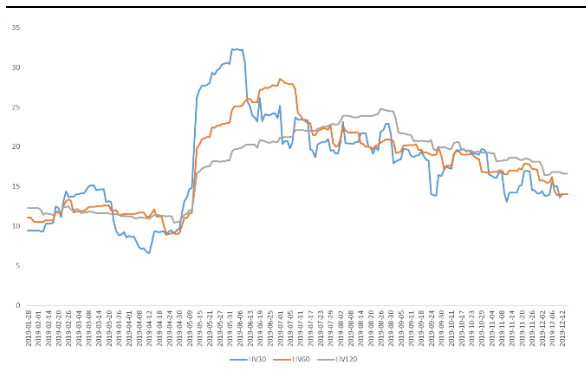
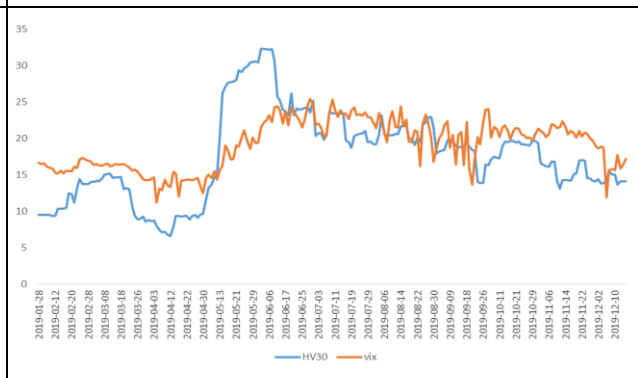


图38：棉花期权波动率指数与棉花期货实际波动率



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

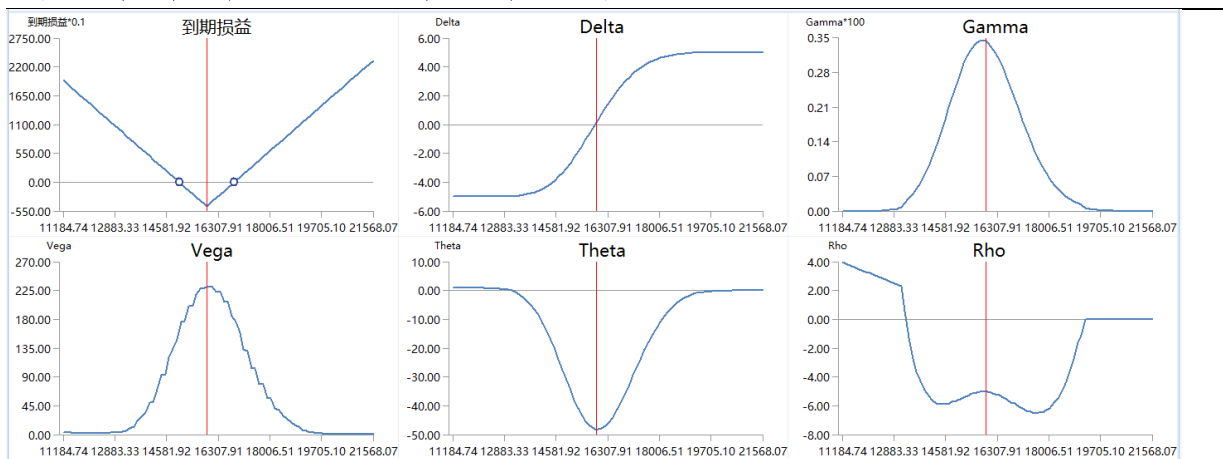
2. 2019 年棉花期权策略运用

2.1 买入跨式策略

买入跨式策略是指同时买入相同行权价格、相同到期日和相同数量的认购期权和认沽期权。如果投资者预期未来合约标的资产会有显著波动，但是方向不明朗，则适用买入跨式策略。该策略建仓初期买入认购期权和认沽期权，因此有净权利金的支出。到期时，若合约标的资产价格涨至行权价格之上，认购期权获利；若合约标的资产价格跌至行权价格下方，认沽期权获利。如果合约标的资产价格波动比较小，则可能无法覆盖建仓时购买期权的成本而发生亏损。

由于平值附近期权的成交量最大，流动性最好，故一般采用平值认购和认沽期权构建跨式策略。

图39：棉花期权策略（买入跨式期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2019 年 4 月，贸易摩擦加剧，但两国仍保持沟通；中国对美份额下降，对东南亚国家份额上升，但并未发现东南亚国家纺织服装出口总体有更高的增长。郑棉后市的方面并不明朗，但中美谈判尚未落地，经贸数据也有待观察，后续波动率增加的可能性比较大的，这个阶段可设计买入跨式策略。从 4 月 22 日，策略运行至 6 月 11 日平仓，实现盈利=（2502-398）+（180-915）=1369 元/吨。

表9：买入跨式策略

4月22日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓	CF001P16000	1	398	--
买入开仓	CF001C16000	1	915	--
6月11日				
卖出平仓	CF001P16000	1	2502	2104
卖出平仓	CF001C16000	1	180	-735
总盈利				1369

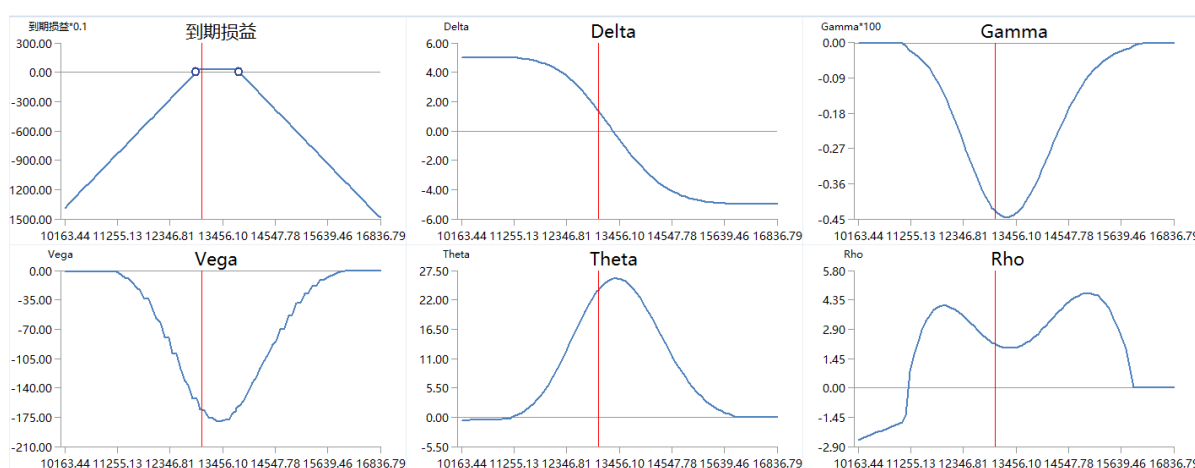
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2.2 卖出宽跨式策略

卖出宽跨式策略是指，同时卖出一个低行权价的看跌期权，和一个高行权价的看涨期权，两个期权的到期日相同。如果投资者预期市场将进入窄幅波动区间时，适合采用该策略。该策略建仓时同时卖出认购和认沽期权，因此有净权利金的收入。到期时，若合约标的资产价格在卖出的看涨期权和看跌期权的行权价之间，投资者可以获得这个策略的最大盈利，即建仓时收入的净权利金。

但是对于卖出宽跨式来说，投资者需要同时承担价格趋势上行或趋势下行的风险，当市场价格出现剧烈波动时若没有及时平仓，可能会产生大额亏损。

图40：棉花期权策略（卖出宽跨式期权到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2019 年 6 月美国同意不再加征新的关税，市场对中美关系的预期有所改善，而且在二季度的单边下行后，6 月底郑棉价格指数中枢下移，已经跌至三年新低，郑棉价格底部有支撑。但同时下游需求疲软，企业存在

降库存的趋势，郑棉价格上面也有压制。基于此，后市窄幅震荡的可能性比较大，可设计卖出宽跨式策略。7月11日，策略运行至8月5日平仓，实现盈利= (34-1) + (83-1) =115 元/吨。

表10：卖出宽跨式期权策略

7月11日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	CF909P12000	1	34	--
卖出开仓	CF909C13800	1	83	--
8月5日				
买入平仓	CF909P12000	1	1	33
买入平仓	CF909C13800	1	1	82
总盈利				115

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020 年棉花行情展望及期权策略

目前的棉花期货价格基本反应了供应相对充足，但是下游需求难有明显起色的预期。虽然四季度郑棉价格指数有所反弹，但整个四季度价格中枢已经低至 13000 元/吨左右，大幅低于 2019 年一季度的价格中枢 15000 元/吨，中枢水平也来到三年以来的底部区域。从估值来看，目前的棉花期货市场对资金有一定的吸引力，2020 年郑棉价格再大幅往下探的空间比较小。

从供应端来看，全球方面，在 USDA 的 12 月供需报告展望中，全球产大于消的结构依然存在，但产量调整较大，继续下修 19/20 年度美棉单产，同时下调 18/19 年度及 19/20 年度全球产量，全球期末库存整体继续调低，对价格有一定的支撑。国内方面，四季度郑棉的小幅反弹一部分源自国内减产的预期，但是目前加工数据以及公检数据均不支持明显减产的论调。而且中美关系缓和，人民币可能会企稳或回升，有利于进口棉、纱涌入国内市场，国内供应宽松局面可能会持续。

从需求端来看，全球经济基本都处在下行通道中，市场对内外需改善的预期都不高，这点也基本反应在了目前的期货价格中。所以一旦 2020 年下游需求有企稳回暖的迹象，需求的超预期就有望开启上涨行情。此外，我国将在 2020 年 3 月 31 日前轮入 50 万吨棉花，但由于采取限制最高价，短期抑制上方空间。不过市场上优质棉花数量有限，后市若优质供给偏紧时，棉价也有望迅速抬升。

整体来看，2020 年的供应端亮点不大，整体保持一个中性偏宽松的趋势，比较难成为行情的驱动力。市场对需求端目前的预期已经处于底部区域，若 2020 年下游需求出现回暖迹象，则有望驱动棉价从当前的底部区域抬升。因此，策略上，我们对 2020 年温和看涨棉花价格，波动率持稳为主。目前棉花价格上方压力仍较大，下方亦存在支撑，预计上半年棉花期价呈现宽幅震荡运行为主，阶段性存在做多的机会。可等待价格回落到支撑区间带构建保护性看跌期权组合做多策略。在棉花期价企稳温和看涨阶段，可构建买入牛市价差期权组合。

橡胶期权篇

1. 2019 年橡胶期权行情回顾

1.1 橡胶期货行情回顾

橡胶期货全年主要围绕在 10500-13000 区间震荡运行，全年大致可以分为 3 个阶段。

第一个阶段，2018 年 11 月-2019 年 3 月，沪胶开始震荡上行，春节后继续反弹。供应方面，主要是受印度尼西亚、马来西亚、泰国三国计划联合限制出口的影响，以及全球天然橡胶供应进入低产季，供应释放预期收紧。需求方面，市场对于橡胶产业链消费增长预期较为乐观。市场方面，经济政策刺激及下游补库等原因，商品进行预期差修复，橡胶产业内看涨氛围浓厚，导致迅速拉涨至 13000 附近。

第二个阶段，3 月下旬至 7 月，由于下游需求不及如期，叠加贸易环境和宏观压力有所回升，沪胶行情转弱运行。4 月份，进口端减少明显、库存去化速度明显加快，沪胶主力震荡反弹，随后混合胶通关增加，价格冲高回落，7 月份汽车产销形势低迷，沪胶承压运行。

第三个阶段，8 月至 11 月，8 月后行情逐渐企稳，供应端受到主产区干旱与过度降水天气等因素的影响，支撑沪胶；10 月份，泰国南部传出真菌病爆发的消息助推胶价，此外，台风麦德姆登陆越南东南沿海地区，胶价进一步走高。11 月，重卡市场销售较好、宏观资金面较好、等利多信息频出，沪胶持续上涨。

图41：2019年橡胶期货行情回顾



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.2 橡胶期权交易情况

2019 年以来，橡胶期权市场逐步活跃，截至 11 月 27 日，橡胶期权累计成交量达到 138.95 万张，日均成交量 6879 张；橡胶期权沉淀资金快速累积，截至 11 月 27 日，橡胶期权日均持仓量 3.90 万张。

图42：橡胶期权成交情况

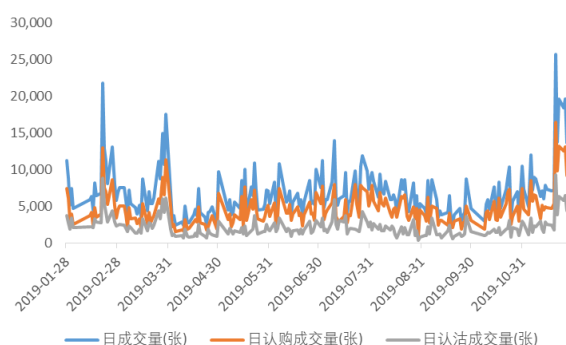
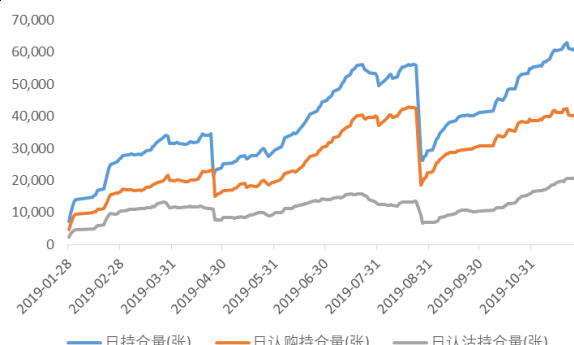


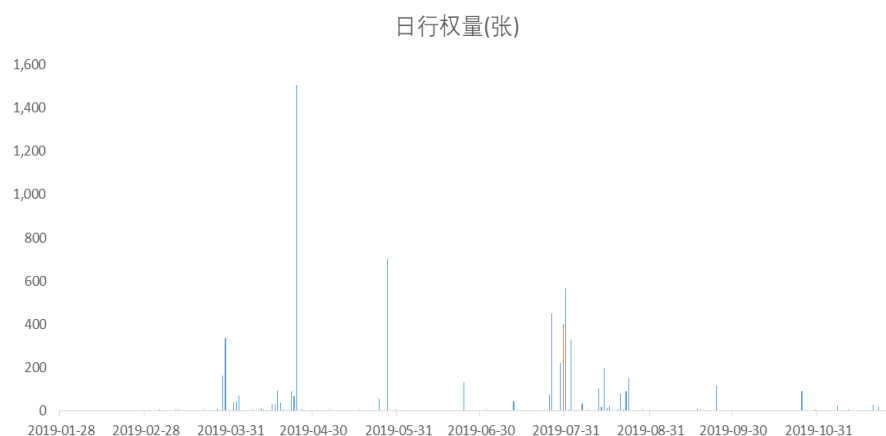
图43：橡胶期权持仓情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

行权方面，2019年橡胶期权日均行权量33张，累计行权6634张。行权数量最大交易日为4月24日，为橡胶期货1905合约对应期权最后交易日，行权1506张。

图44：橡胶期权行权情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

1.3 橡胶期权波动率分析

2019年以来，橡胶期货波动率先走高后震荡回落，波动率运行区间在15%到35%之间。4月底开始至5月底期间，波动率从15%上升将近35%，此阶段波动较大，7月之后波动率水平较低，而橡胶期货行情呈现趋势缓慢上涨。波动率指数从6月中之后逐步下跌，也预示后市行情波动并不剧烈。在全年波动率走势中，我们发现，波动率指数与历史波动率的价差收窄出现在几个时间段。2月底到3月初的时间段，5月底到6月初，以及11月底到12月初，分别对应行情都是橡胶期货价格处于阶段性高位，且前两个时间段之后，橡胶期价均出现回落，伴随的是波动率的价差再次走扩。

图45: 橡胶期货实际波动率 (2019年)

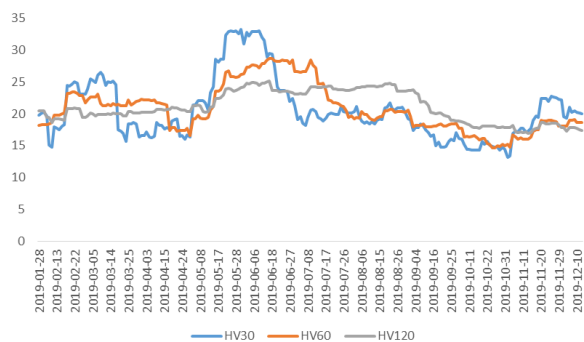


图46: 橡胶期权波动率指数与橡胶期货实际波动率



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

回顾橡胶期货波动率走势, 结合橡胶期权波动率指数走势特征, 我们可以发现, 在波动率指数和波动率相对高位的时候, 尤其是标的区间运行特性较强的情况下, 可以做卖出期权来收取时间价值的策略。

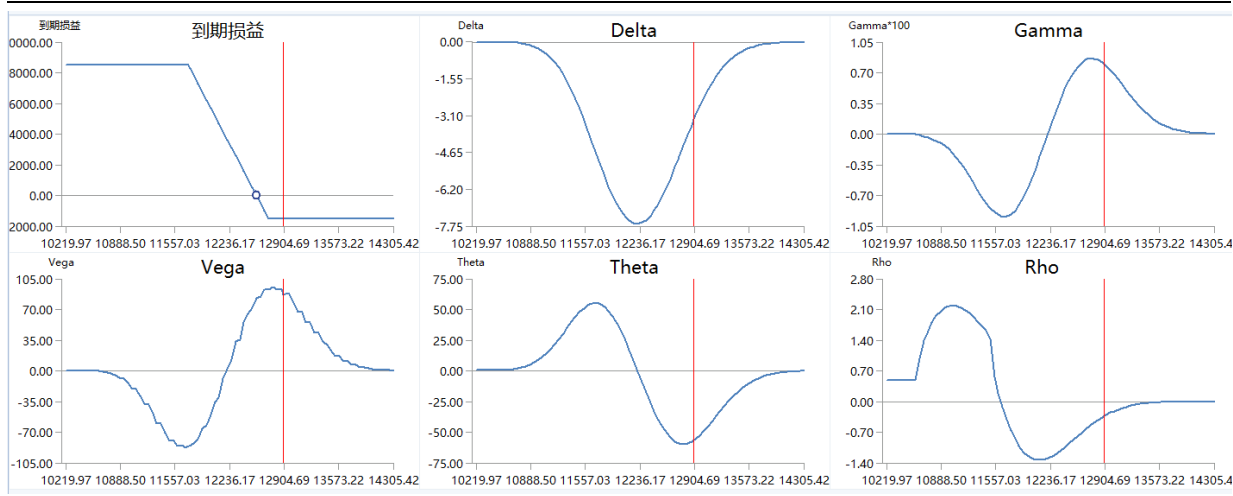
2. 2019 年橡胶期权策略运用

2.1 认沽熊市价差期权

当投资者预期标的资产中期内会下跌, 但出于保守估计, 跌幅有限, 可以采用熊市价差策略, 如果用看跌期权构建的话, 即为认沽熊市价差策略, 指的是买入一个高行权价格的看跌期权, 同时卖出一个到期日相同、低行权价的看跌期权。该策略的最大利润有限, 为两个看跌期权行权价的差额减去净权利金, 最大的亏损也有限, 为策略构建时支付的净权利金, 盈亏平衡点为较高的行权价减去净权利金。

认沽熊市价差策略通过组合头寸锁定价格上行风险, 同时保留下跌获利的可能性。在该策略的使用上, 投资者对价格研判以中长期为主。

图47: 橡胶期权策略 (认沽熊市价差策略到期损益图和风险指标)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

2019 年 6 月, 产区缓解旱情, 5 月份天气炒作持续性不强。中美贸易战拖累大宗商品价格, 且橡胶下游需求疲弱, 产区原料存在供应增加预期,

因此，预判后市下跌的概率比较大。在谨慎看跌的研判下，策略可采取认沽熊市价差期权。

基于此，设计认沽熊市价差期权策略，从6月13日开始，策略运行至7月12日平仓，实现收益为 $(369-809) + (1672-802) = 430$ 元/吨。

表11：买入牛市价差期权策略

6月13日	合约	数量	价格	盈亏
买入开仓	RU2001P11750	1	369	--
卖出开仓	RU2001P12750	1	802	--
7月12日				
卖出平仓	RU2001P11750	1	809	-440
买入平仓	RU2001P12750	1	1672	870
总盈利				430

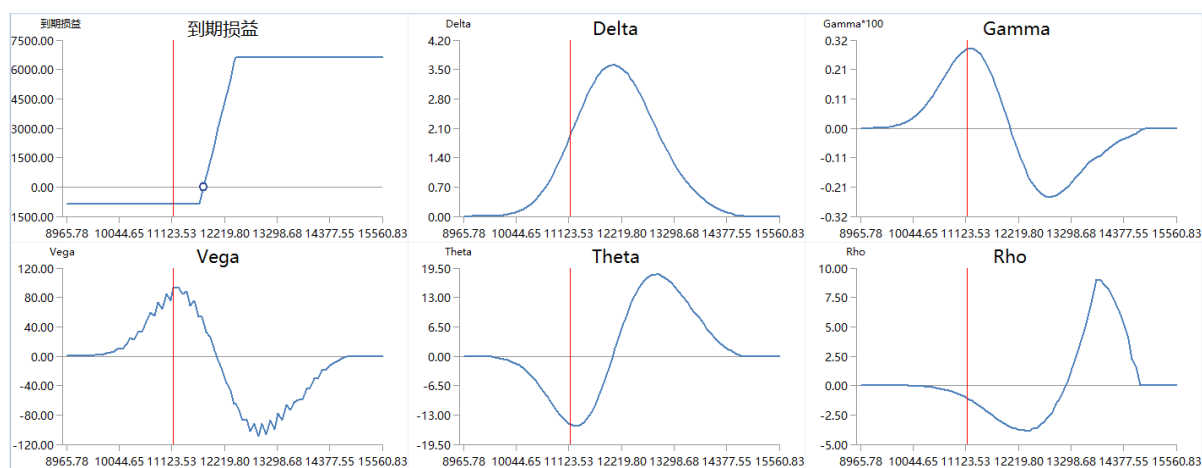
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2.2 认购牛市价差策略

当投资者预期标的资产中长期内会上涨，但涨幅有限，可以采用牛市价差策略，如果用看涨期权构建的话，即为认购牛市价差策略，指的是买入一个低行权价格的看涨期权，同时卖出一个到期日相同、高行权价的看涨期权。该策略的最大利润有限，为两个看涨期权行权价的差额减去净权利金，最大的亏损也有限，为策略构建时支付的净权利金，盈亏平衡点为较低的行权价加上净权利金。

认购牛市价差策略通过组合头寸锁定价格下行风险，同时保留上涨获利的可能性。在该策略的使用上，投资者对价格研判以中长期为主。

图48：橡胶期权策略（认购牛市价差策略到期损益图和风险指标）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

8月后行情逐渐企稳，供应端受到主产区干旱与过度降水天气等因素的影响，支撑沪胶；10月份，泰国南部传出真菌病爆发的消息助推胶价，此外，台风麦德姆登陆越南东南沿海地区，胶价进一步走高。

基于此，设计认购牛市价差期权策略，从10月16日开始，策略运行，至12月11日平仓，实现收益为 $(105-480) + (1118-283) = 460$ 元/吨。

表12：买入牛市价差期权策略

10月16日	合约	数量	价格	盈亏
卖出开仓	RU2001C12500	1	105	--
买入开仓	RU2001C11750	1	283	--
12月11日				
买入平仓	RU2001C12500	1	480	-375
卖出平仓	RU2001C11750	1	1118	835
总盈利				460

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

3. 2020 年橡胶行情展望及期权策略

展望 2020 年，橡胶有望走出底部区间，开启新一轮上涨。

供应方面，印尼此前受到真菌病的影响，且 11 月以来降水不足至产区干旱，预期产量有所下降。泰国虽然出口限制取消，但是多个地区发现真菌性病害，产量下降，需要关注明年停割季病虫害是否会扩散，进而引进大范围的减产。整体来看，2020 年我国的橡胶进口量可能会出现一定幅度的下滑，供应端有望继续支撑本轮价格的上涨。

需求方面，自 2018 年下半年以来，国内汽车销售数据不及预期，贸易摩擦也阻碍轮胎出口，需求持续低迷难以支撑沪胶价格。无锡事故后各地严查超载，叠加国三车辆加速淘汰，推动新车购买，叠加促进了重型载货车的销售增速，预计在 2020 年重卡的市场都会维持比较好的趋势。乘用车继续疲弱，但降速或企稳。此外，国内陆续推出刺激汽车消费的新政策，且中美贸易谈判有望逐步好转，2020 年天然橡胶的需求端或温和回升。

整体来看，天胶价格低位，长期底部特征较为明显，大幅下跌空间有限。天胶产量开始见顶回落，尽管当前供应依旧充足，但 2020 年需求有望企稳回升，我们认为沪胶走高的可能性较大，建议逢低做多为主。

策略上，我们认为可以逢低构建备兑看涨期权，在标的震荡上行且波动率较缓的情况下，可以通过备兑看涨期权组合收取时间价值，降低标的多头建仓成本。关注标的重心走高位置以及隐含波动率走势，利用买入看涨期权直接捕捉单边上涨的趋势性机会。此外，可以通过牛市价差期权组合，预定未来一段时间的行情波段，以中长线为主的投资策略，看好沪胶重心中长线走高。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620