

基于白糖基本面的期权策略推荐

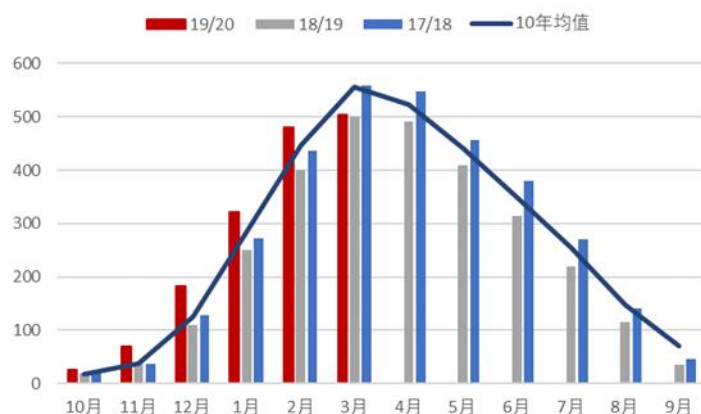
华信期货 唐丽君 周依阳

郑糖经过近 3 年的熊市和风险释放后，基本面存在支撑，但同时受到了疫情和外围市场巨大风险拖累，因此期货多空双方均面临较大不确定性和风险。但期权因其可以满足精准判断和风险控制需求，在不确定性行情中相对占优。本文基于对郑糖基本面和白糖期权波动率分析，考虑到风险控制，主要推荐使用方向性价差策略。

一、 基本面分析

全国除云南外，国内制糖厂基本收榨，3 月工业库存或处于全年的最高峰。从 3 月公布的全国产销数据看来，3 月全国工业库存为 504 万吨，去年同期为 500 万吨，基本持平，也低于近 10 年均值。这显示国内制糖厂前期销售节奏较快，偏低的工业库存或将对榨季后期的糖价有所支撑。

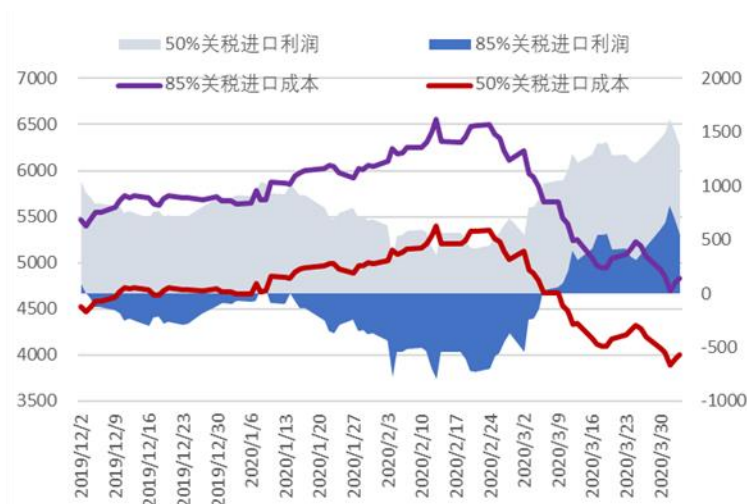
图表 1：全国工业库存



数据来源：中糖协 华信期货

进口方面，2019 年 3-4 季度外盘低位，国内加工糖厂进行了采购，因此保税糖增加，令 2019/20 榨季前 5 个月累计进口量处于近 3 年高位。结合目前较好的进口加工利润——巴西糖即期 85%关税约 500 元/吨，50%关税约 1200 元/吨，这很可能在 5 月底进口政策明朗后，加工糖加快开工并上市。低成本的加工糖将加剧市场竞争，这将在 2-3 季度对糖价上方施压。

图表 2：巴西糖 85%关税和 50%关税下进口成本和利润



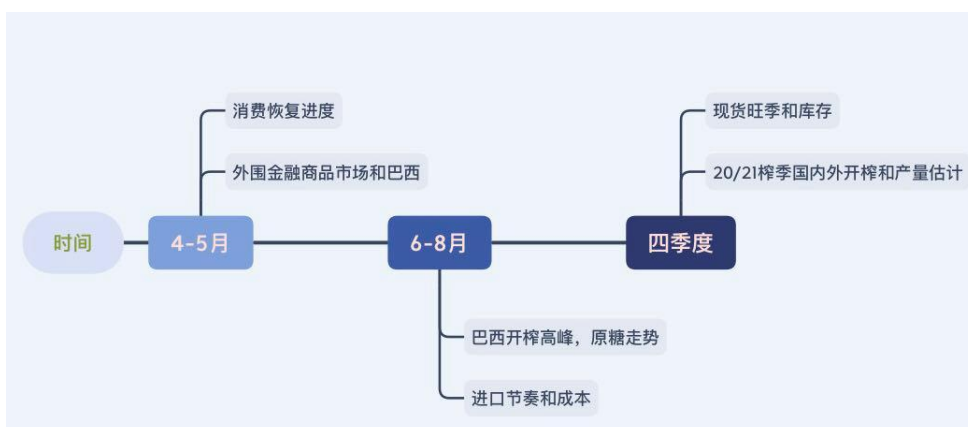
数据来源：华信期货

但在全糖会精神“总量平衡”下，进口量增量有限。若总进口量受到一定限制下，国内食糖供需呈紧平衡状态，加工糖厂销售意愿预计以随行就市为主，不会主动打压糖价。

因此，超预期的外盘低位，或将拉低国内的整体供应成本，对价格形成压制。但另一方面，全年供需呈平衡格局，不同阶段的供需松紧和宏观情况，令糖市宽幅波动，节奏把握至关重要。

远期展望看来：由于生产期已经接近尾声，后期关注点主要来自消费、工业库存和进口。同时进口窗口期，内外联动增加，外盘节奏或对郑糖影响加深。从时间来说，4-5月国内外疫情发展和消费恢复情况、外围原油商品市场和巴西汇率和开榨情况需要重点关注。而到了6-8月，巴西开榨高峰，原糖或持续受压制，但国内进口政策明朗后，进口节奏和成本利润还有加工糖的销售策略将成为关注重点。进入四季度后，市场关注点或转向榨季结转工业库存、消费旺季和对20/21榨季的国内外产量估计。

图表 3：后期糖价关注的基本面要点



资料来源：华信期货

二、波动率分析

众所周知，方向、波动率、时间成本是三个影响期权价格的主要因素。隐含波动率方面，

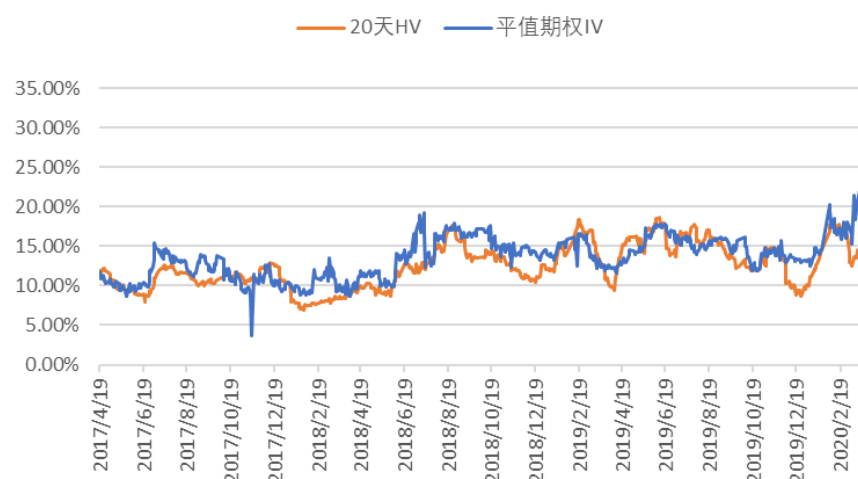
一般来说，隐含波动率具有均值回归的特性，且隐含波动率一般要比 20 日历史波动率高。郑糖来说，短期内来看，宏观事件和市场情绪对白糖的影响会是持续，白糖的波动弹性较大，事件性冲击影响，令波动上下转换快，隐含波动率快速回落的概率较小。

另外从季节性看来，尽管白糖榨季中存在生产高峰和销售淡旺季，我们通过对历史数据的统计看来，7 月到 9 月作为白糖一个消费旺季，白糖的波动率大概率会有所升高。其他时期，波动率在消除基本面影响后，呈随机游走为主。

2019/20 榨季以来，白糖的隐含波动率在 12 月底随着白糖期货价格的上涨后，开始回归均值震荡回落。但 2020 年 1 月底以来，随着疫情全球范围蔓延和原油断崖式的下跌，大宗商品的价格都出现大幅波动，隐含波动率火箭式的增长。

截止至 3 月 23 日，白糖平值隐含波动率约为 28.62%，达到了从 17 年上市后的顶峰。从四季度至今整个周期隐含波动率的都属于震荡高位的态势，特别是年底到现在属于市场风险比较大的行情。在此情况下，市场上对买权的需求量增大大。对于期权投机来讲，可通过买期权高杠杆赌方向策略。对于套保来讲，则是通过买看跌构建保险策略，在规避现货下跌风险的同时，保留了上涨带来盈利的可能。

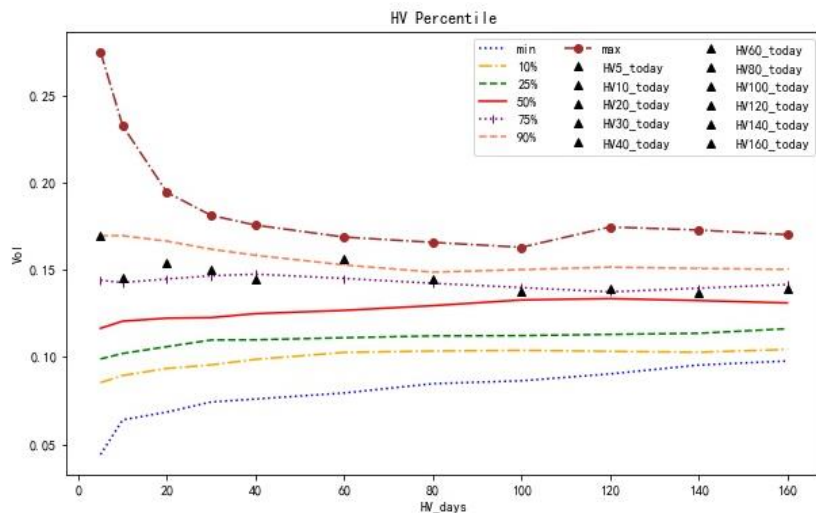
图表 4：白糖平值期权隐含波动率和 20 日历史波动率



数据来源：华信期货

历史波动率方面，我们以 20 日的历史波动率为依据，20 日的历史波动率在 1 月合约的表现可谓是上蹿下跳。1 月时受现货翘尾和预期减产的影响，历史波动率上升，20 日 HV 升至 15%。12 月下旬时，广西集团提前开榨，供应开始增加，整个市场处于观望的状态，20 日的 HV 大幅下跌，最低至 8.5%，处于历史 10 分位数的低值。1 月初，受原糖牛市行情和减产的影响，20 日的 HV 又火箭式的上升至 18%，达到历史最高水平。

图表 5：白糖期权波动率锥



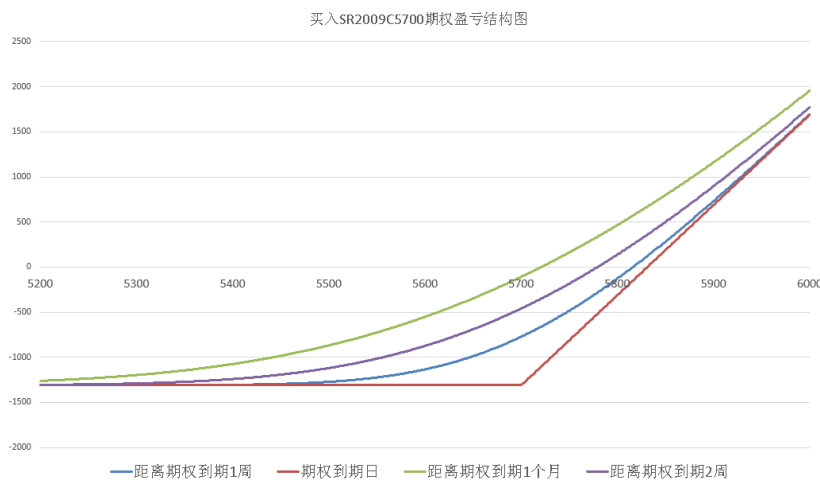
数据来源：华信期货

三、白糖期权策略推荐

首先从时间价值方面考虑，考虑到时间价值得衰减，在到期日前，我们推荐相应策略赚钱时间价值。由下图可知，在波动率恒定的情况下，期权的时间价值在到期日前的最后两周是加速衰减的，最后一周衰减的价值等于正常情况下的两周甚至更多。

由此推荐在到期日前两周慎买期权，理论上推荐使用看跌期权构建的牛市价差或看涨期权构建的熊市价差，赚取时间价值。例如在7月底，接近09合约到期时，可以通过选择压力点，构建看涨期权构建熊市价差赚取时间价值。

图表 6：距离到期日不同时期，买入 SR009C5700 期权盈亏结构图



数据来源：华信期货

策略推荐上，考虑到风险控制，我们推荐使用方向性价差策略。使用价差策略的目的是为了对冲裸买期权和裸卖期权的风险，裸买的风险是时间价值的损耗，裸卖的风险主要是对标的方向性判断的风险。以后市看涨为例，看涨期权构建的牛市价差通常是指在买看涨的基础上卖出一个高行权价的看涨期权，降低裸买的风险，最大亏损就是开仓时付出的权利金且策略不收取保证金。看跌期权构建的牛市价差是指在裸卖看跌期权的基础上买入一个低行权价的看跌期权，降低裸卖的风险，最大收益即为开仓时的权利金

收入。

情形一：供需提振，郑糖缓慢上涨阶段。策略选择上推荐买入实值看涨，同时卖出虚值一档的看涨期权。卖出看涨期权主要是用来降低时间价值的亏损。后期当期货价格缓慢上行，可以向上展期、移仓，步步为营。

情形二：郑糖基本面承压，价格缓慢探底。在初期推荐买入平值的看跌期权卖出虚值看跌期权，卖出虚值看跌期权的行权价可以根据投资者风险偏好选择，卖出的期权越虚，组合的进攻性越强，付出的权利金越多。

情形三：基本面共振向上，期价会快速拉升，波动率增加。推荐买入平值看涨期权的同时卖虚值 2-3 挡的看涨期权。赚取方向上和波动率的收益。

情形四：方向上看不涨，且波动率下降。策略推荐使用看涨期权构建的看涨期权构建熊市价差，卖压力位看涨的同时买一个高行权价的看涨，降低裸卖的风险。随着期价的下跌，可以向下展期，赚取更多时间价值。