

白糖看涨期权牛市价差策略

宝城期货 陈栋

2019年7月15日

主要内容

1

橡胶非标、原油策略回顾

2

白糖期权策略逻辑

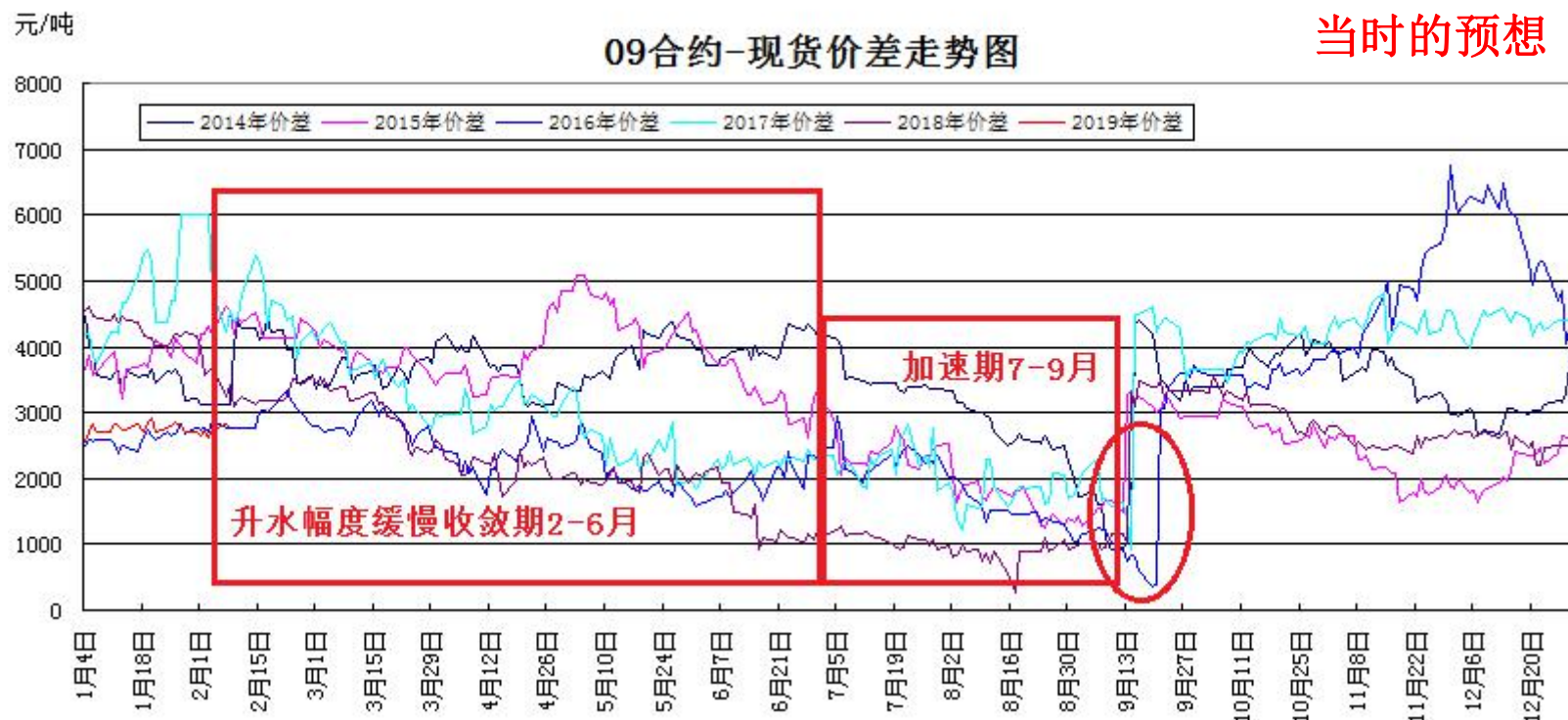
3

交易策略及风险

一、橡胶非标、原油策略回顾

橡胶非标策略

2月14日策略：非交割品复合胶与09合约每年存在一次期现价差强制收敛的机会。尤其20号标胶上市以后，会加速09合约与非标复合胶的价差收敛程度，提高非标套利的年化收益率。

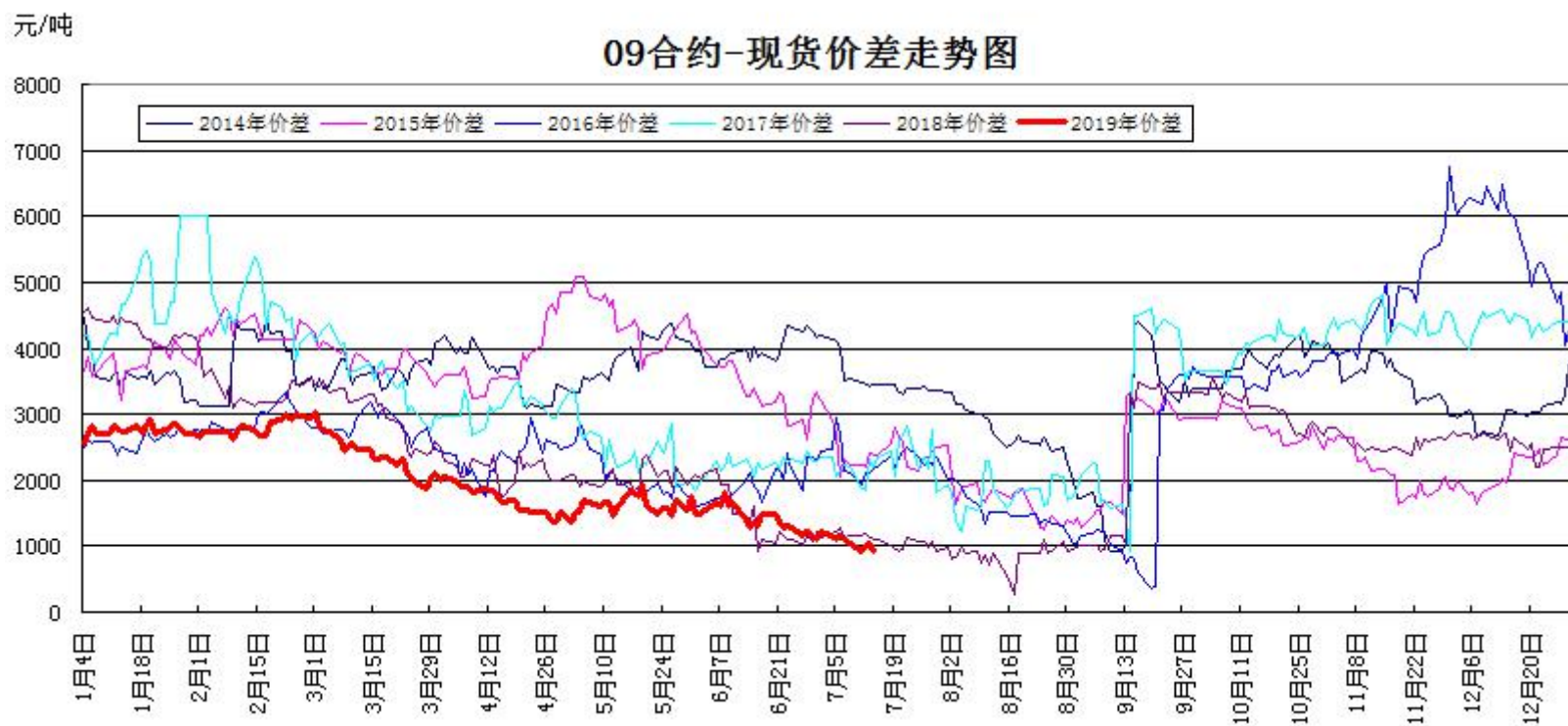


当时的操作策略：2月14日 买入复合胶9277元/吨，抛RU1909 12050元/吨。按宝城期货RU保证金18%，拆借资金年化6%，预计在8月23日（周五）解锁套利头寸。191个自然日

当时的预想

成本核算	现货资金成本	期货资金成本	现货仓储费
人民币：元	$9277 * 6\% * 191 / 365$	$12050 * 18\% * 6\% * 191 / 365$	$1.3 * 191$
金额	291.27	68.1	249.6
总成本	608.97		
保证金比例：18%，拆借资金年化利息：6%			
价差收益	$2773 - 1105 = 1668$		
利润	$1668 - 608.97 = 1059.03$		
拆借资金预期年化收益率：9.23%		自有资金预期年化收益率：12.36%	

真实行情演绎



真实行情：2月14日 买入复合胶9277元/吨，抛RU1909 12050元/吨。按宝城期货RU保证金18%，拆借资金年化6%，在7月12日（周五）解锁套利头寸。149个自然日

2019.2.14开仓，2019.7.12平仓			
成本核算	现货资金成本	期货资金成本	现货仓储费
人民币：元	$9277 * 6\% * 149 / 365$	$12050 * 18\% * 6\% * 149 / 365$	$1.3 * 149$
金额	227	53.13	193.7
总成本	473.83		
保证金比例：18%，拆借资金年化利息：6%			
价差收益（毛利）	$2773 - 909 = 1864$		
净利润	$1864 - 451.78 = 1390.17$		
拆借资金预期年化收益率：15.62%			

原油反弹策略

6月13日的原油反弹策略观点：预计原油期货价格会筑底反弹，反弹幅度在**4%左右**。对应WTI原油反弹至**55.63美元/桶**，布伦特原油反弹至**64.93美元/桶**，国内原油期货1908合约料将反弹至**446元/桶**。

具体策略：建立单边买入原油期货SC1908合约的策略，首次建仓区域**410-420元/桶**；止盈第一目标：**446元/桶**一线，第二目标位：**460元/桶**一线，第三目标位：**480元/桶**。



原油1908 (050108) <日线>

商品叠加 周期



符合情景1: 以中线仓位**25手**作为底仓, 持有期限在**1.5个月**左右, 平均建仓成本在**415元/桶**。在没有短线补仓的情况下, 第一目标位**446元/吨**止盈。预期收益为**8%**, 预期年化收益率=**64%**。

也符合情景2: 以中线仓位**25手**作为底仓, 持有期限在**1.5个月**左右, 平均建仓成本在**415元/桶**。在没有短线补仓的情况下, 第一目标位上限**460元/吨**止盈。预期收益为**11.38%**, 预期年化收益率=**91%**。

二、白糖期权策略逻辑

印度糖减产

从全球供需格局来看，国际糖业组织(ISO)预测,2018/19年度全球糖供应过剩将达183万吨,高于此前预测的64.1万吨。该机构在一份季度报告中表示,供应过剩增加反映出印度和泰国生产的“结果惊人”。ISO表示,2018/19年度(10月至次年9月)全球糖产量预计为1.7875亿吨,略高于此前预测的1.7868亿吨,巴西产量下降限制增长幅度。2018/19年度糖消费量预估由此前的1.7804亿吨下调至1.7691亿吨。预计到2019/20年,全球将暂时出现约300万吨的供应缺口。

全球食糖过剩的顽疾在于印度。印度当前的库存量已经超过1000万吨，由于其本身就是全球最大的食糖消费国，因此还是有一定的吸纳能力的，但是远远不够，印度的库存问题会通过时间换空间的方式去消化。

印度是热带季风气候的国家，分为干湿两季，因此只要通过其水库蓄水的情况就能判断其干旱状况。由于印度今年的季风雨推迟了，并且比预估的还要晚几天，同时推进速度也很慢，这导致马邦等地很多的水库出现干涸，整体的蓄水水平为历史同期最低。如果后续整体的降水不足，那么产量基数极为庞大情况下，产量的调降可能会比较大。

从目前情况来看，6月1-27日，印度全国季风降雨较历史平均减少35%。其中，马邦较为严重，较历史平均减少44%。北方邦更甚，西部和东部分别较历史平均减少63%和46%。但由于北方邦灌溉比例较高，干旱的影响较小，马邦是目前干旱主要影响的地区之一。6月中旬，印度方面表示，预计马邦2019/20榨季糖产量或将同比大幅下降39.2%，至650万吨。全国糖产量预计减少400-500万吨至2800-2900万吨左右。

巴西糖醇比走低

除了印度以外，目前来看，巴西糖产量不容易提高。由于巴西具有极强的甘蔗转化能力，即可以生产糖又可以生产乙醇，因此在全球食糖价格低迷的情况下，去年巴西的糖醇比就调降的极低。今年两个因素会使得巴西的糖醇比继续维持低位。

其一：原油的价格。随着欧佩克+减产协议的进一步延长，原油价格难以大幅回落，低油价可能性不大。

其二、乙醇的供应量。美国今年的玉米产量受到天气影响导致播种推迟影响玉米生长，最终玉米产量下滑的概率还是比较大的，此时玉米乙醇的价格也因此会被提上来，这让巴西甘蔗乙醇的优势明显增加。即便以上两个因素发酵的不够充分，假如糖价无法形成大幅反弹的话也很难让巴西拿更多的甘蔗去产糖。

本榨季制糖用蔗比存在继续创新低的可能。截止 6 月 16 日，累计制糖用蔗比为 34.04%，同比减少 0.92个百分点。

全球产销情况

表、全球及我国食糖供需平衡表

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19f	2019/20f	17/16	18/17	19/18f	20/19f
中国									
产量	905.0	930.0	1030.0	1060.0	1070.0	2.8%	10.8%	2.9%	0.9%
消费量	1580.0	1560.0	1570.0	1580.0	1580.0	-1.3%	0.6%	0.6%	0.0%
净进口	595.1	452.0	418.0	408.0	413.0	-24.0%	-7.5%	-2.4%	1.2%
供需平衡	(79.9)	(178.0)	(122.0)	(112.0)	(97.0)	-	-31.5%	-8.2%	-13.4%
期末库存	959.1	781.1	659.1	547.1	450.1	-18.6%	-15.6%	-17.0%	-17.7%
库存消费比	0.61	0.50	0.42	0.35	0.28	-	-	-	-
全球									
产量	16486.8	17403.0	19449.6	17892.6	18073.4	5.6%	11.8%	-8.0%	1.0%
消费量	17025.6	17178.4	17464.5	17489.5	17738.9	0.9%	1.7%	0.1%	1.4%
供需平衡	(538.8)	224.6	1985.1	403.1	334.5	-	-	-79.7%	-17.0%
期末库存	4409.5	4220.4	5224.5	5090.1	4783.6	-4.3%	23.8%	-2.6%	-6.0%
库存消费比	0.26	0.25	0.30	0.29	0.27	-	-	-	-

由于前期印度干旱天气影响导致的下榨季减产，市场继续受印度减产忧虑支撑，5月中旬至今糖价整体呈上行走势。预计2019/2020榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，缺口达200万吨。库存消费比再度下滑。

过去减产周期 糖价涨幅

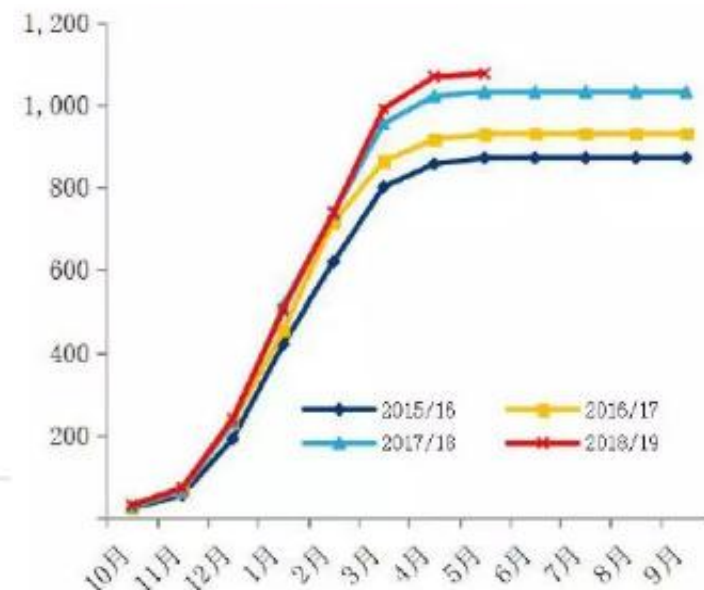


销售提速 库存压力缓解

图、近三榨季国产糖月度销量（万吨）



图、国内制糖期产量（万吨）



截至5月底，国产糖生产已全部落下帷幕。2018/19榨季，国产糖总计产糖1076.04万吨，较上榨季1030.63万吨增产45.41万吨，增幅4.4%。由于今年云南遭遇干旱，直到6月下旬雨才到来，因此其最终的产量可能会下滑15%。预计2019/20榨季，我国食糖产量会受到影响。

国内白糖现货 价格小幅反弹

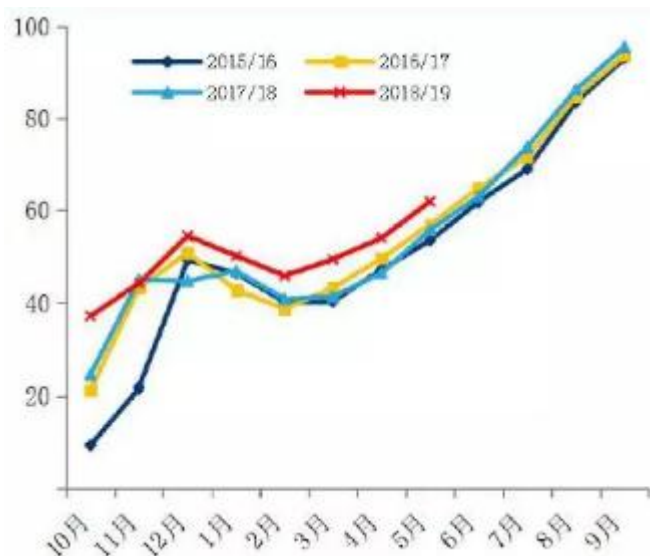
图、今年国内现货价格走势（元/吨）



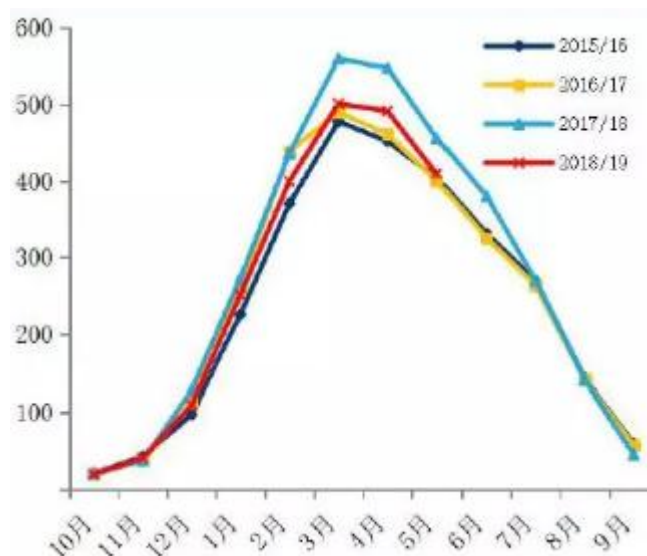
据广西糖网最新统计数据，广西部分糖企含税提货报价涨到**5400元/吨**左右；南华现货、凤糖现货的白糖报价区间分别为**5290-5360元/吨**、**5340-5380元/吨**，相比上周分别上涨**130元**、**100元**。

销售提速 库存压力缓解

图、国产糖销售量（%）



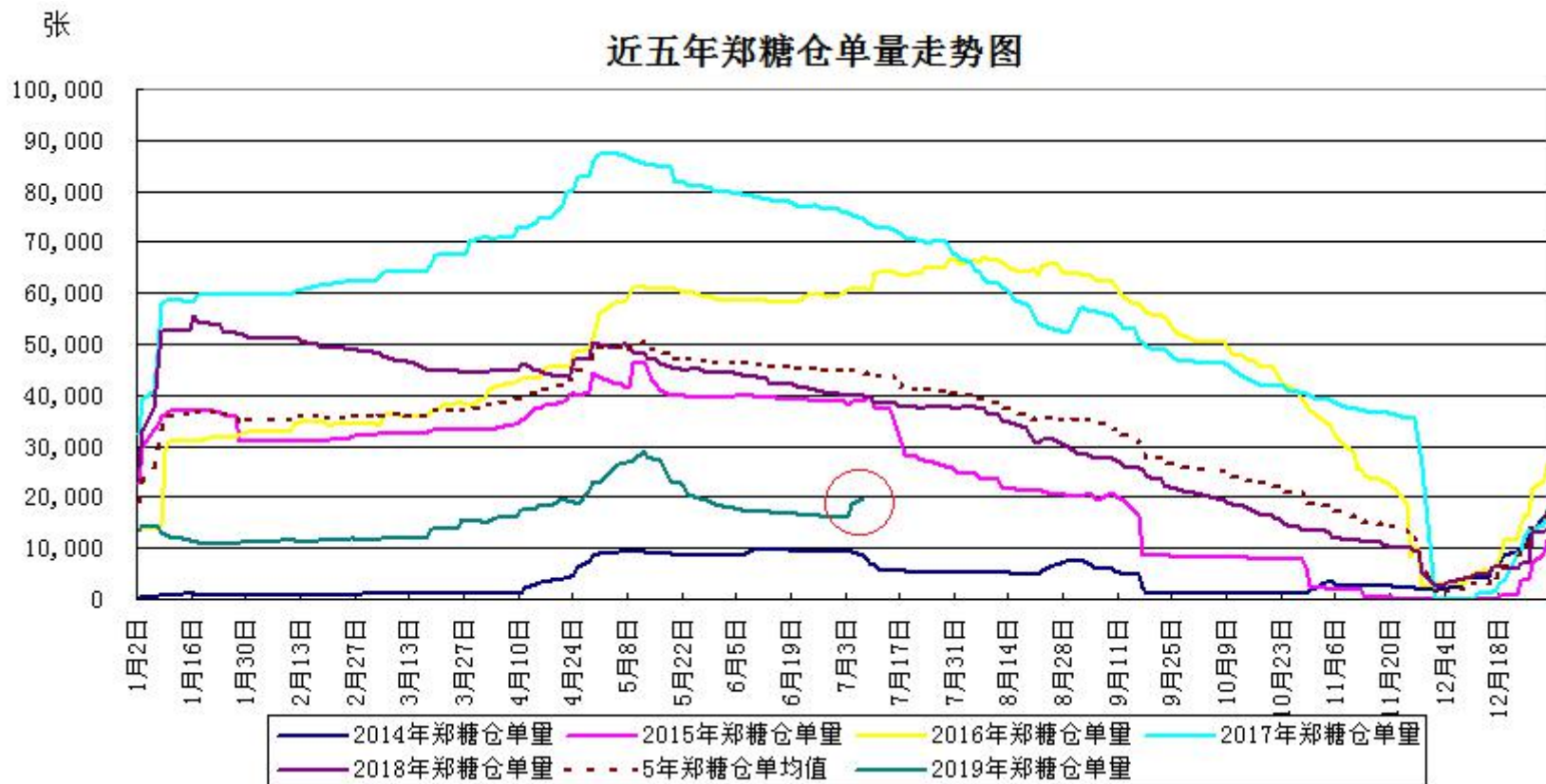
图、国内糖新增工业库存（万吨）



中糖协公布的6月产销数据显示，截至6月底，本榨季全国累积销售食糖761.29万吨，去年同期为650.65万吨；累积销糖率70.75%，去年同期63.11%；工业库存314.75万吨，同比减少65.64万吨；其中6月单月销糖94.52万吨，同比增加18.54万吨。

随着夏季饮品消费高峰期的到来，白糖传统意义上的消费旺季也已来临，现货的流通速度在不断加快。目前国内的工业库存仅有199万吨，为近五年新低，表明销糖进度加快，糖厂库存有效去化，库存压力得到明显减轻。这一方面证实了前期全国普遍高温的天气对于含糖饮料等消费有刺激作用，另一方面也反映出下游企业并未因糖价疲软及进口糖增加等原因而减少采购。

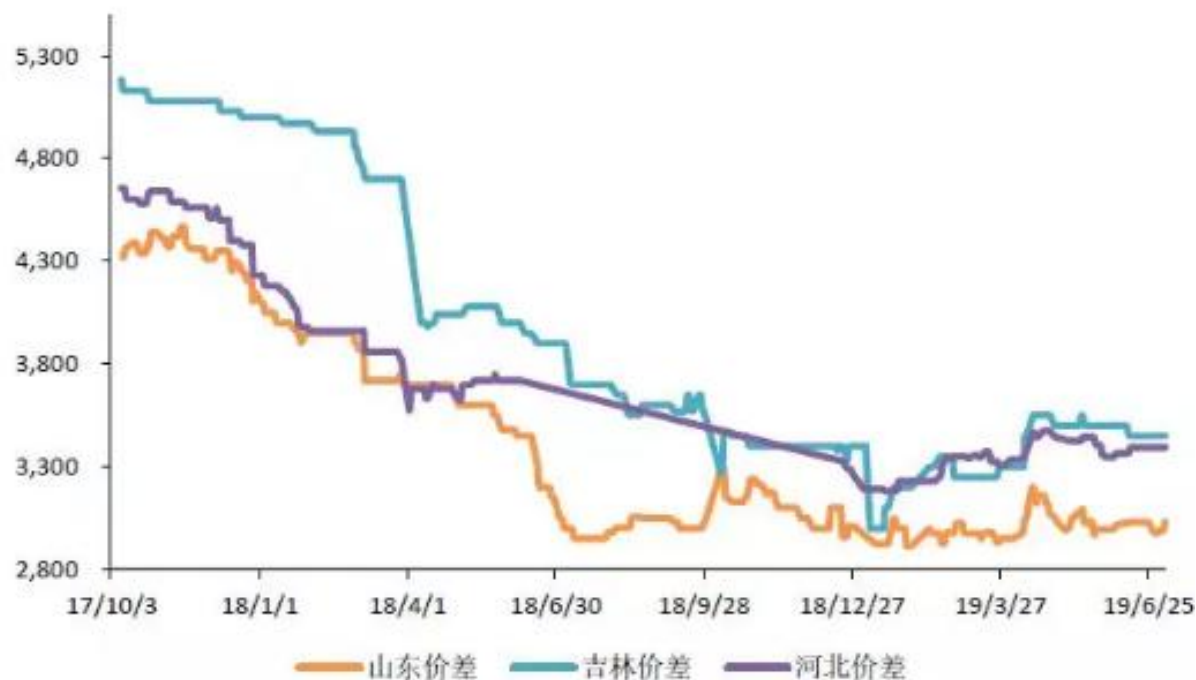
郑糖仓单



除了目前国内白糖工业库存水平远低于5年均值，而且郑商所白糖仓单也处于近几年低位水平。截止7月上旬，郑商所白糖仓单量较5年均值下降55.74%。

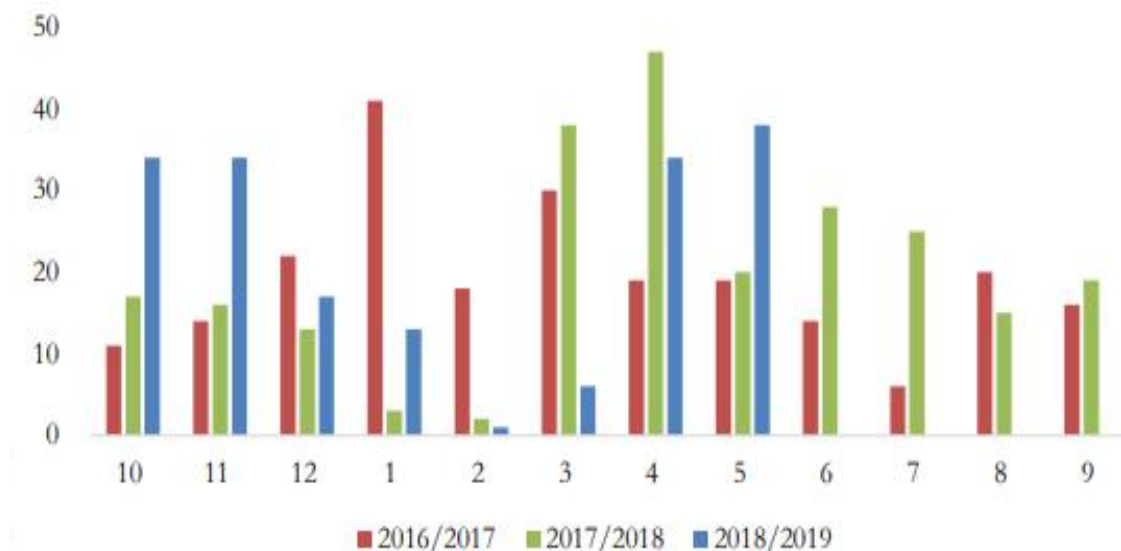
替代品淀粉糖 优势不再

图、替代品价差（白糖价格-淀粉糖价格 元/吨）



远期进口政策引关注

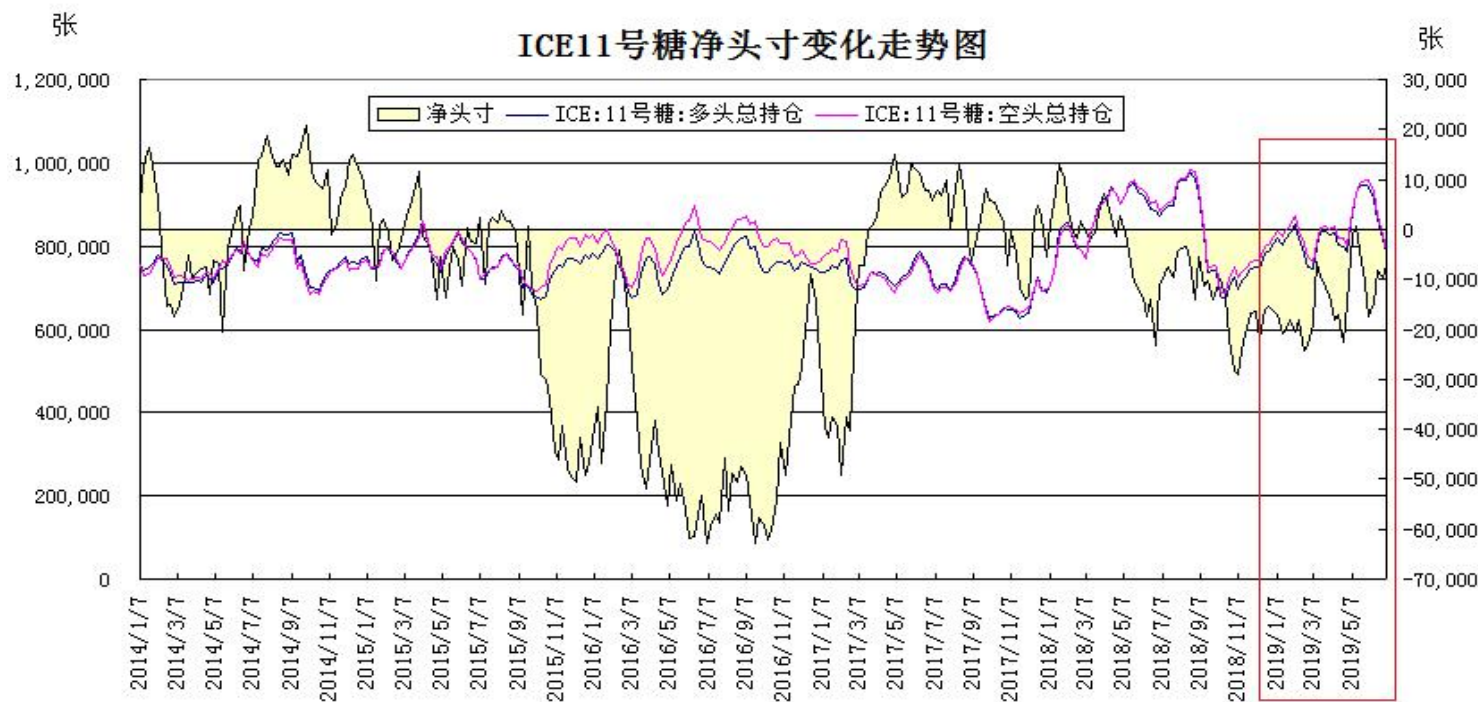
图、近三个榨季食糖月度进口量（万吨）



2017年5月22日起，食糖进口开始加收保障性措施关税，实施期为三年。2020年5月22日，保障性措施关税将到期。长期来看，关税下调已是确定性事件。据估算，配额外关税从85%下调至50%后，进口成本每吨下降约950元/吨，这对于郑糖2005合约以及2009合约来说存在一定压力。

ICE原糖净头寸

图、ICE11号原糖净头寸变化走势图



ICE原糖期货市场空头头寸逐渐离场，净空头寸处于今年初以来的偏低区域。

小结

1. 预计2019/2020榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，库存消费比再度下滑。
2. 今年云南遭遇干旱，预计2019/20榨季，我国食糖产量会受损。增产周期进入第三年，减产周期不远，熊牛过渡阶段。2020/21年蔗糖产量将处于减产周期。
3. 传统消费旺季到来，糖销售率回升，工业库存处于五年低位。
4. 郑糖仓单量处于近几年低位水平，较五年均值下降55.74%。
5. ICE原糖净空头寸持续减少，空头力量撤离。

预计2019年8-9月郑糖1909合约期价或上涨至5500-5600元/吨。6月各地区销售数据整体偏好，受夏季旺季带动预计产销情况仍偏快，郑糖近月合约受到支撑，短期或延续反弹之势。

三、交易策略及风险

看涨期权牛市价差策略

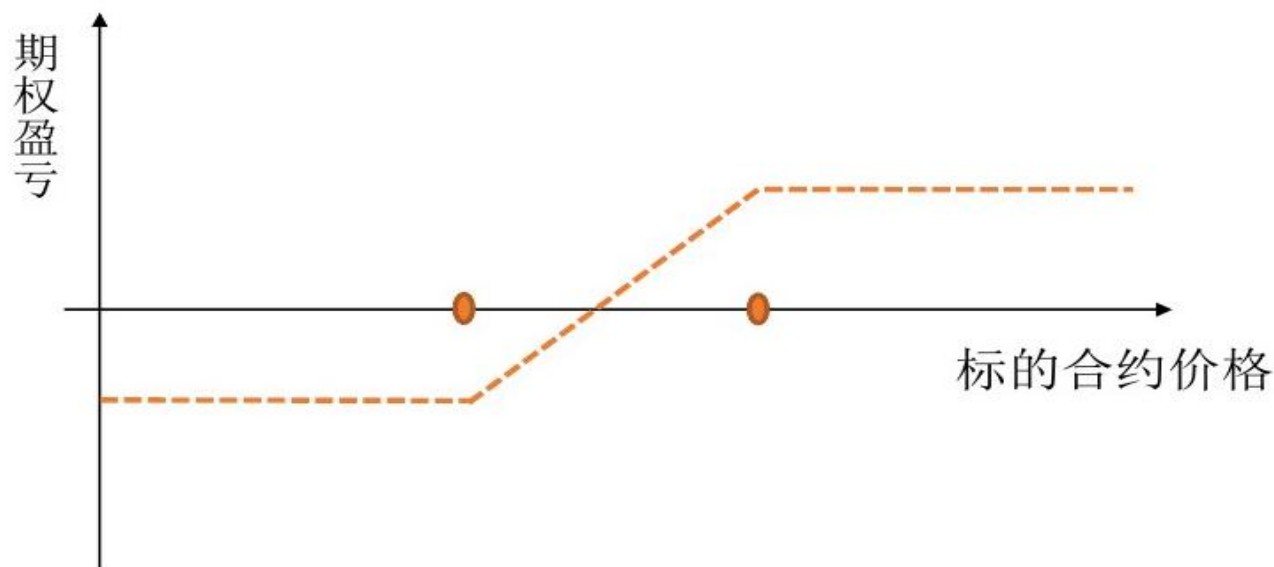
买入1份低执行价格的看涨期权，卖出1份更高执行价格的看涨期权

特点：权利金净支出（买入），波动率低时采用

最大收益：（高执行价格-低执行价格）-净权利金

最大风险：净权利金

损益平衡点：低执行价格+净权利金



看涨期权牛市价差策略 具体操作 (暂不考虑手续费)

买入1份SR-909-C-5200的看涨期权 (需支付权利金72.5元/吨, 7月15日报价);

卖出1份SR-909-C-5600的看涨期权 (获得权利金6.0元/吨, 7月15日报价)

净权利金: $72.5 - 6 = 66.5$ 元/吨。(需支付)

最大收益: (高执行价格-低执行价格)-净权利金 ($5600 - 5200 - 66.5 = 333.5$ 元/吨)

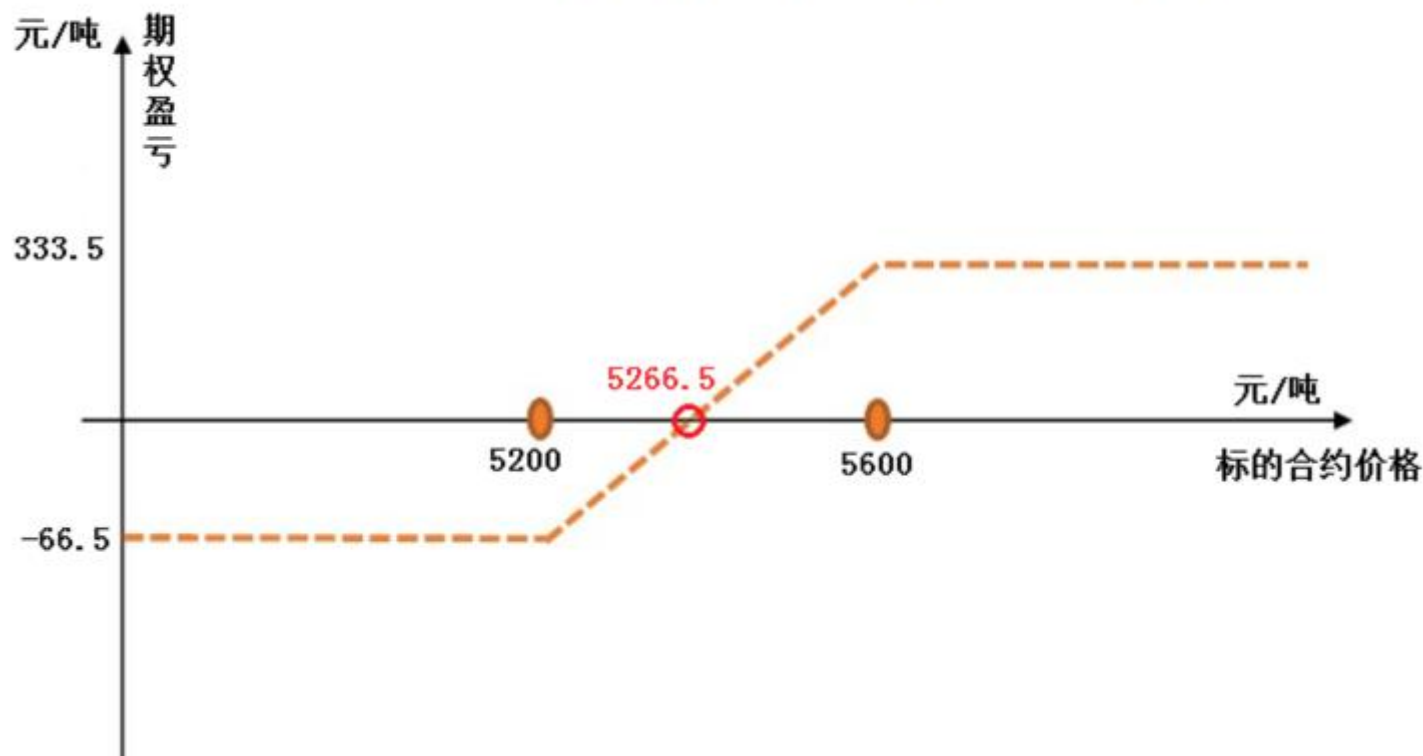
最大风险: 净权利金 (亏损66.5元/吨) 盈亏比: 5: 1

损益平衡点: 低执行价格+净权利金 ($5200 + 66.5 = 5266.5$ 元/吨)

序↓	名称	开盘	最高	最低	最新	结算价	涨跌	幅度%	成交量	持仓量	仓差
112	SR909C4900	300.5	315.0	283.5	283.5	291.0	-26.0	-8.40	402	1108	62
113	SR909C5000	216.0	219.5	195.5	195.5	204.0	-22.0	-10.11	274	2492	-22
114	SR909C5100	136.0	150.0	122.0	124.0	131.0	-15.0	-10.79	378	3432	-74
115	SR909C5200	72.0	91.5	69.5	72.5	80.5	-10.0	-12.12	1768	8868	92
116	SR909C5300	42.0	51.0	37.5	38.0	42.5	-9.5	-20.00	2302	17942	-242
117	SR909C5400	17.0	28.0	17.0	20.5	23.0	-6.5	-24.07	3288	27750	46
118	SR909C5500	12.0	15.0	9.5	10.5	12.0	-5.0	-32.26	2378	23008	518
119	SR909C5600	7.0	8.0	5.0	6.0	6.5	-3.0	-33.33	658	20522	294

郑糖看涨期权牛市价差策略

郑糖1909合约看涨期权牛市价差策略盈亏平衡示意图



风险:

- 1.警惕储备糖出库，或进一步增加市场供应量。6月份据传已经有40万吨国储出库，而9月可能还有20万吨。
- 2.长期来看，我国处于增产周期的第三年，仍处于熊牛的过渡阶段，不排除筑底时间会比较长，明年才会开启上涨周期。
3. 期权盘面流动性稍欠佳。

谢谢大家