



基于基本面分析的白糖期权策略

摘要

自从白糖期权于 2017 年 4 月 19 日上市后，便一直受到市场的关注。但是对于普通投资者来说，作为一个新兴的金融衍生品，如何利用白糖期权规避自身的风险、加强自身的收益，却是一个非常具有挑战性的难题。事实上，在分析基本面的前提下，对未来行情如果具有较高的把握时，期权将成为收益放大有利的工具。在后面我们将讨论基于基本面研究的基础上，投资者使用期权的策略。

华泰期货研究院 农产品组

陈玮

农产品组组长

☎ 021-68755980

✉ chenwei@htfc.com

从业资格号：F0284369

投资咨询号：Z0010681

徐盛

软商品研究员

☎ 021-68753967

✉ xusheng@htgwf.com

从业资格号：F3023096

自从白糖期权于 2017 年 4 月 19 日上市后，便一直受到市场的关注。但是对于普通投资者来说，作为一个新兴的金融衍生品，如何利用白糖期权规避自身的风险、加强自身的收益，却是一个非常具有挑战性的难题。事实上，在分析基本面的前提下，对未来行情如果具有较高的把握时，期权将成为收益放大有利的工具。在后面我们将讨论基于基本面研究的基础上，投资者使用期权的策略。

国内白糖基本面：国内增产第二年行情趋于纠结

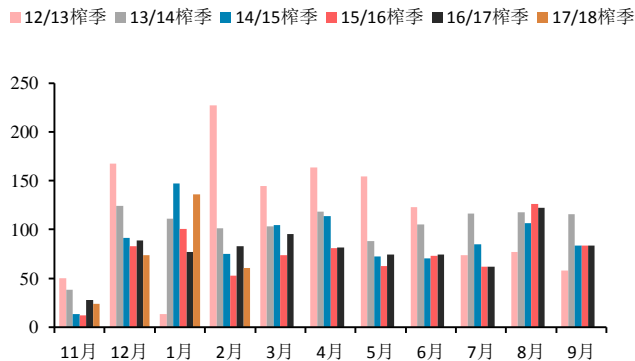
2017/18 榨季为第二年的增产作物年。以白糖周期规律角度审视，目前熊市中后段，这段时间的价格走势会比较纠结。

进入 3 月后，国内 2 月的产销数据逐步出炉。截至 2017 年 2 月底，本制糖期全国共生产食糖 736.69 万吨，同比增加 21.02 万吨。其中，产甘蔗糖 621.72 万吨，产甜菜糖 114.97 万吨。累计销售食糖 300.53 万吨，同比增加 23.52 万吨，累计销糖率 40.79%，同比上升 2.08%。其中，销售甘蔗糖 235.42 万吨，销糖率 37.87%，销售甜菜糖 65.11 万吨，销糖率 56.63%。从单月销糖数据来看，中糖协给出的产销数据偏中性。

而根据我们目前的推算，17/18 榨季广西产量将很可能达不到市场之前预期的 630 万吨的水平。截止 3 月 15 日的收榨厂家数接近于去年的 3 月 2 日的数量，也就是意味着总体广西的收榨进度大约晚 13 天左右。以广西最大压榨产能单月压榨 200 万吨估算，考虑到本榨季广西含糖量的下降 13 天的实际产量将增产 70-80 万吨上下，加上今年 2 月底广西产量同比减少 5.2 万吨，去年广西全年产量在 529.5 万吨，那么收榨后总产量在 590-600 万吨左右。而北方甜菜糖业已收榨，实际内蒙新增产量远不及市场预期，导致甜菜糖产量共计 114.97 万吨，同比去年 100.05 万吨仅增长 14.92 万吨。再考虑到广东、海南和云南的增产潜力，我们认为今年全国糖产量将在 1030-1050 万吨左右。同比去年增长 100-120 万吨。

图表 1：全国月度单月销量

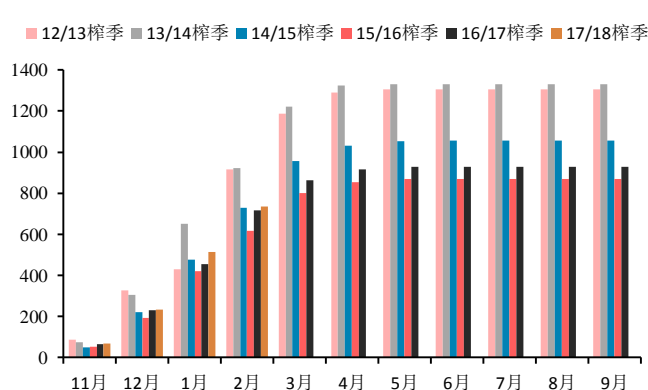
单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图表 2 全国月度产量

单位：万吨

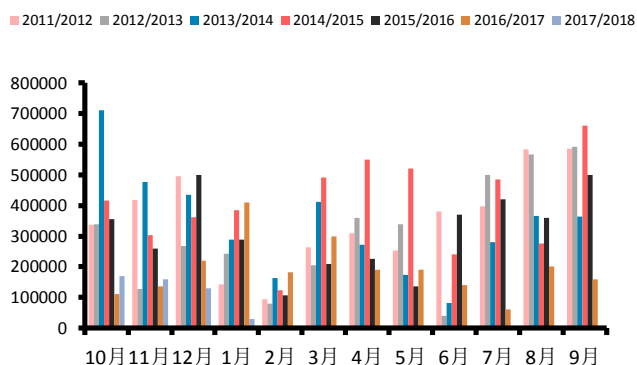


数据来源：Wind 华泰期货研究院

与此同时，国家在进口方面也施行了一定的限制，以政策维护糖价，保护蔗农糖厂的利益。海关数据显示，1月我国进口糖3万吨，同比减少37.97万吨，减幅92.7%，环比减少10万吨。17/18榨季制糖年中国累计进口食糖48.88万吨，较16/17榨季同期的87万吨减少38.12万吨。从数据上看，1月进口数据量偏少，呈现利多态势。

图表3 月度进口量

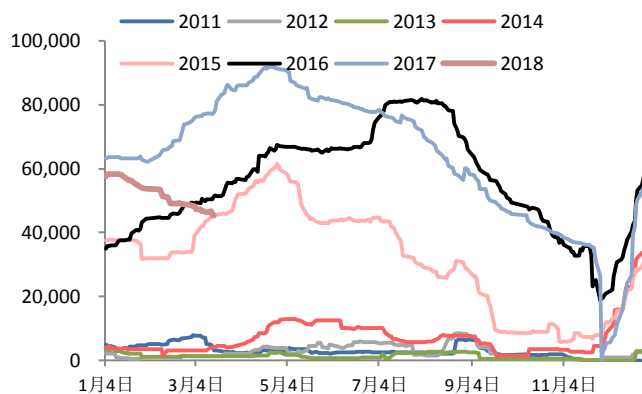
单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图表4 仓单与有效预报季节性

单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

由于前期基差长期维持在正值，仓单出现了比较明显的下降，而仓单+预报量从开榨初的历史同期最高下落到2016和2017年同期数量以下。总体而言，仓单的减少对盘面来说则相对利多。

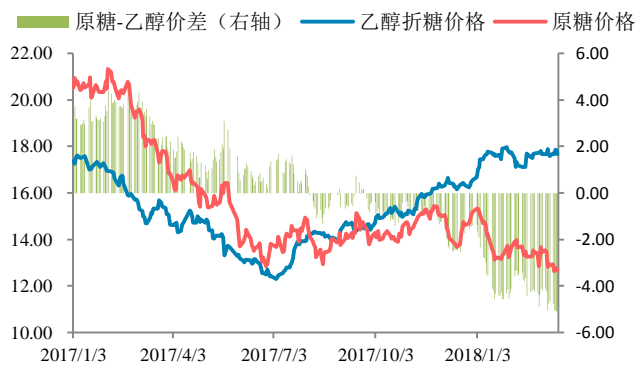
相对于期货的坚挺而言，受制于糖厂资金方面的压力，近期白糖现货则走势偏弱。前期广西与云南现货价以每周50元/吨左右的速度下跌，总体来看，白糖呈现了期稳现跌的局面，不过近期随着短期基本面好转，现货下跌的态势有望得到扭转。

原糖：增产利空打压，下方空间有限

北半球开榨后的各主产国产量则依然庞大，而且与国内不及预期的增产比，印度、泰国、欧盟等不断超预期增产，其中，欧盟本榨季预期产量从上榨季的1680万吨上升到了2165万吨，并比先前预期2010万吨增加了155万吨；印度更是将本榨季的产量预期上调至2950万吨，而开榨初期的预期仅2600-2700万吨，上榨季的产量更是仅有2030万吨并使得印度不得不增加进口，本榨季市场则预期印度将取消出口关税并出口200万吨以上；泰国产量预期也从前期的1100万吨上升到了1200万吨，产量增长达到20%左右。这些超预期的增产构成了后期行情的利空点。而在此利空的压力下，原糖价格跌破13美分/磅大关，并使得国内配额外进口始终出现利润，因此原糖价格将传导至国内形成压制。

视线转到南半球，回顾巴西的 2017/18 榨季，一个重要的变量是在原油的带动下，巴西乙醇价格不断上涨。实际上在 2017 年 9 月之后，乙醇折合成糖价便已持续稳定地超过原糖价格，这也意味着对于 4 月初即将大规模开榨的巴西糖厂来说，通过甘蔗生产乙醇更有吸引力。而每调整 1% 的乙醇生产比例变会使得原糖的产量波动 70 万吨以上，改变供需基本面格局。因此在 4 月巴西进入 2018/19 榨季后，其糖厂产糖的变化将对全球糖价起着至关重要的影响。

图表 5 巴西糖醇价格比较 单位：美分/磅



数据来源：Kingsman 华泰期货研究院

未来价格判断与期权投资策略

总体而言，虽然春节过后糖价小幅走弱，但综合前面分析，我们判断中短期下跌空间有限。基于我们的判断，未来几个月白糖 1809 价格目标区间将维持在 5400-6000 元/吨一带，价格的下沿将主要取决于原糖的底部价格。长周期底部有望在 18 年底或者 19 年初出现，最低在 5000-5200 元/吨左右。

那么对于市场参与者来说，基本面分析之后的期权交易策略是如何的？

首先，针对现货商或者已经持有期货多单的投资者，由于目前现货高于期货，如果单纯进行卖出期货进行套保，将会面临着巨大的基差风险（即存在期货反弹而现货不涨甚至小幅下跌的风险）。而进行滚动卖出略虚值看涨期权的备兑期权组合操作，既可以在行情下跌时通过期权权利金增加自身的收益，又可以在行情上涨时通过现货价格上涨的收益对冲期权被行权时产生的损失，而如果行情本身处于震荡时，期权的时间价值消耗产生的收益也将增加现货商的利润。未来 1 年左右，备兑期权组合操作可以作为现货收益的增强器持续进行。

如果对价格判断误差可控，那么投资者即可以买入针对 1805 或 1809 合约卖出 5600 行权价左右的看跌期权也可以卖出 6000 行权价左右的看涨期权，亦或两者同时卖出构建宽跨式期权组合并赚取其时间价值。

最后，需要说明的是，对于震荡市，买入期权投资有时间价格白白损失的风险。如果投资者特别喜欢买入期权，那么则应该尽量贴近实值购买，并且及时落袋为安。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com