

## 白糖期权上市五周年！

### ● 核心观点

白糖期权自上市以来，郑商所积极开展市场培育工作，支持企业进行白糖期权产业基地建设，连续开设数十期商品期权培训班，不断拓展市场参与广度，提升市场参与深度。尽管白糖期权上市仅有五年时间，但实体企业已积极参与到期权市场中来，白糖期权市场的参与主体覆盖了原糖加工企业、白糖贸易企业、下游生产企业等全产业链企业。五年来，白糖期权已成为产业重要的风险管理工具，同时，在行业模式及行业发展方面，也发挥着积极作用。

五年来白糖期权市场运行平稳有效，完善了白糖价格形成机制，丰富了涉糖企业风险管理工具，增加了白糖投资策略多样化。

期权部 周静怡

研究员

☎022-23159356-808

✉1034062275@qq.com

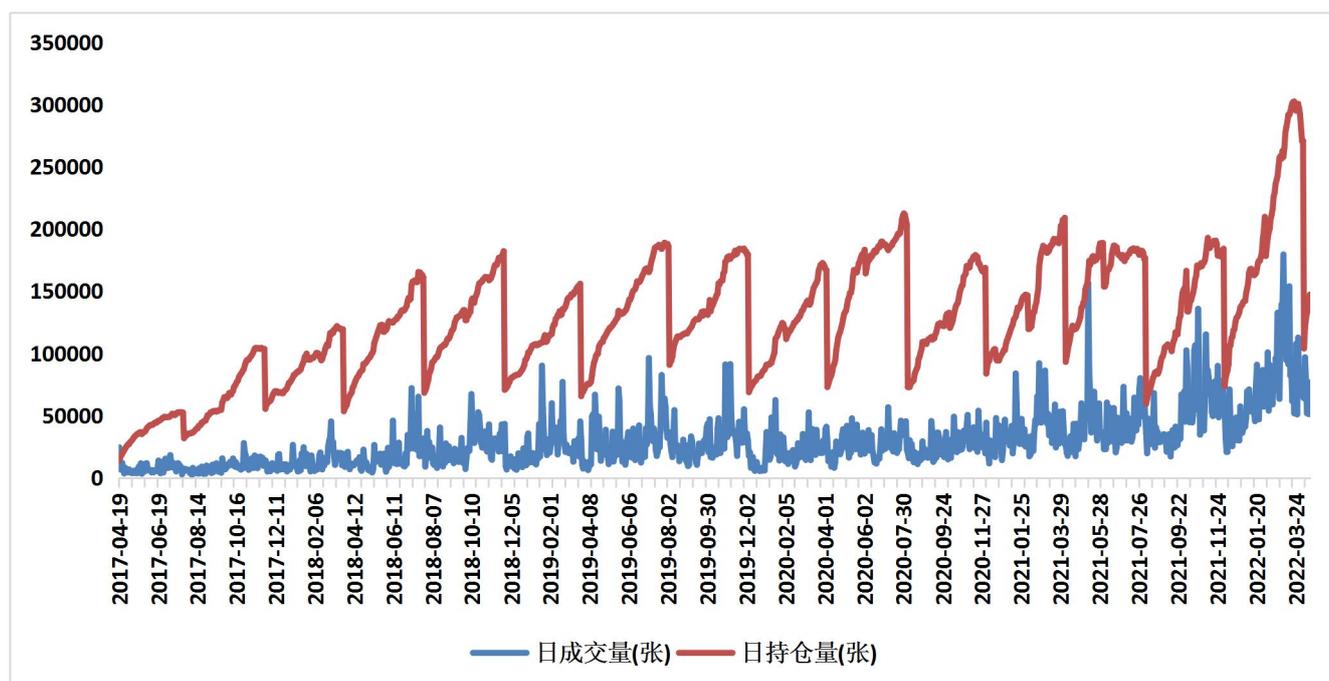
从业资格证号：F3071192

投资咨询证号：Z0017374

## 一、白糖期权上市的运行情况

我们常说 2017 年是国内商品期权的元年，豆粕期权与白糖期权相继上市，打开了衍生品市场的又一片天地。转眼间，白糖期权已走过了五年的光景，而这也意味着国内商品期权的历史，已经迈入第六个年头。作为五年时光的亲历者，白糖期权走过了中美贸易摩擦、穿过了国内外新冠疫情，在服务实体经济方面贡献着自己的力量。

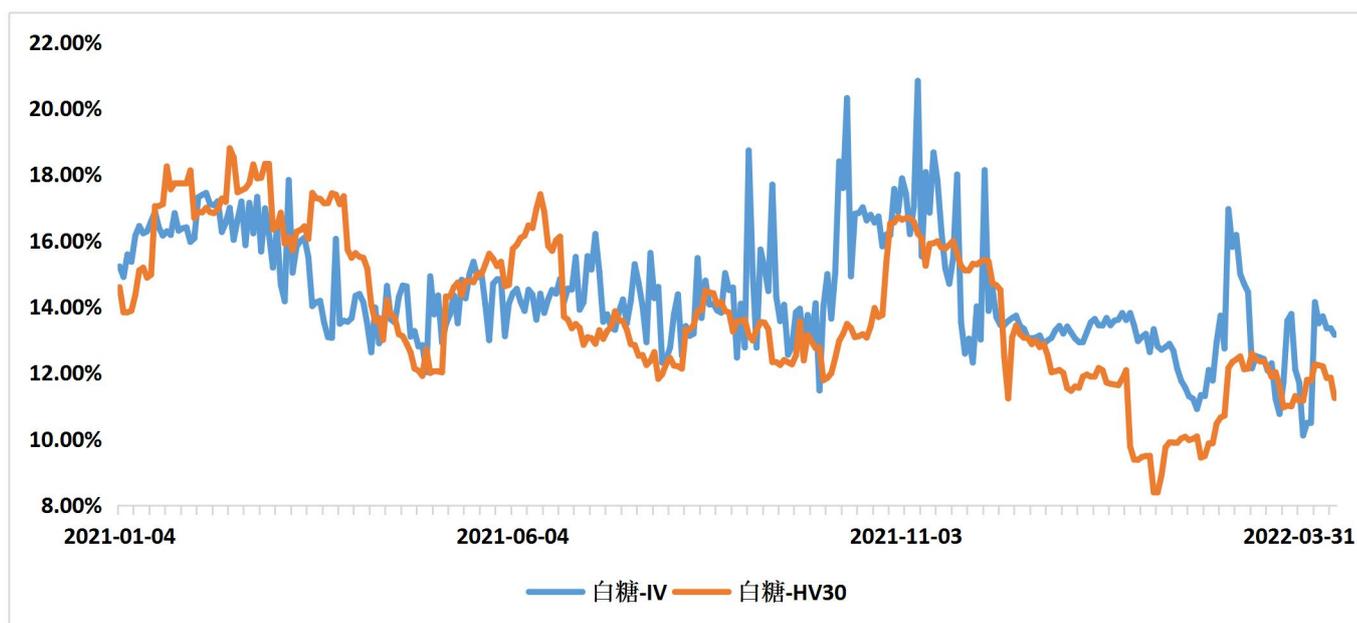
图 1：白糖期权单边日均成交/持仓情况



首先，从白糖期权日成交统计数据来看，2017 年至今日成交数据稳中有升，有较规律的季节性特征，与白糖市场季节性特征同步。从白糖期权日持仓统计数据来看，2017 年至今日持仓量的上升较成交量更为稳定，我们认为是产业及个人投资者对白糖期权更加精细化操作的结果，意味着白糖产业的投资者对白糖期权工具的了解程度加深；同时白糖期权的日持仓量也显示出白糖期权合约 2017-2019 集中于主力 1、5、9 合约，而从 2020 年以来有分散至连续合约的趋势，显示出白糖期权市场的逐步成熟与发展。

整体来看，2021 年，白糖期权日均成交 4.48 万手，较上市首年增加 4.25 倍；日均持仓 14.86 万手，较上市首年增加 1.63 倍。截止至 2022 年 3 月底，白糖期权累计成交 3473.25 万手（单边，下同），日均成交约 2.88 万手，日均持仓约 12.65 万手。可以看到，随着期权市场的发展，白糖期权的活力显著提升。

图 2：白糖期权波动率情况



而从白糖期权市场波动率来看，主力平值期权合约隐含波动率上市以来的均值为 14.16%，与历史波动率均值基本持平。白糖期权的波动率水平在所有农产品期权，包括所有商品期权中都相对较低，极端行情下白糖的平值隐含波动率也极少超过 30%，产业无论是利用白糖期权进行虚拟库存建库还是套保，成本都更占优势；对于投资策略来说，构建方向性策略时买入白糖期权的成本更低，构建波动率策略时卖出白糖期权波动率策略净值也相对更加稳健。

其次，随着国内商品期权市场的不断发展，产业企业对于期权工具认知度的不断提升，郑商所也广泛听取市场的声音，积极满足市场参与主体的合理需求，为更好地发挥期权工具服务产业的目的，近年来交易所在白糖期权交易规则等方面不断进行修改与完善，如期权持仓限额、最后交易日设置、新合约挂牌规则等。交易规则的不断优化，有力地推动了期权市场的活跃度，从而更好地助力企业完成风险管理目标。

整体而言，五年来白糖期权市场运行平稳有效，完善了白糖价格形成机制，丰富了涉糖企业风险管理工具，增加了白糖投资策略多样化。

## 二、白糖期权上市对产业的影响及变化

白糖期权自上市以来，郑商所积极开展市场培育工作，支持企业进行白糖期权产业基地建设，连续开设数十期商品期权培训班，不断拓展市场参与广度，提升市场参与深度。尽管白糖期权上市仅有五年时间，但实体企业已积极参与到期权市场中来，白糖期权市场的参与主体覆盖了原糖加工企业、白糖贸易企业、下游生产企业等全产业链企业。五年来，白糖期权已成为产业重要的风险管理工具，同时，在行业模式及行业发展方面，也发挥着积极作用。

首先，白糖期权的上市能够使得实体产业实现风险的精细化管理。涉糖企业结合自身生产经营现状，在期权众多的行权价中选择适当的合约，并结合自身现货流转情况，选取适当的期权策略，在采购环节或

## 期权

库存保值环节配合期货工具进行操作，从而精准实现套保目标。相比于传统的期货套期保值操作而言，白糖期权工具的引入，一方面，可以令企业“降本增效”成为可能，另一方面，期权工具的多样化仓位管理措施，也为企业进行风控提供了更多优化的空间。总体而言，在传统的价格风险管理维度上，企业利用期权、期货、现货形成多样化的套保组合，可以实现多层次的立体风险管理体系。

此外，白糖期权的上市能够使得现货产业的贸易模式得到进一步的优化升级。白糖期权上市后，基差贸易及含权贸易逐步在白糖产业中推广开来，而含权贸易即是将白糖期权融入现货贸易的一种贸易模式，相比于传统的“一口价”及基差点价模式，含权贸易可以将上中下游企业串联起来，管理价格波动风险的同时，满足不同企业的个性化需求，并为企业实现稳健发展提供助力。

最后，随着白糖期权的上市，白糖场外期权市场的定价及风险对冲有了更有效的途径，这有助于白糖场外市场的进一步发展，同时，也有助于白糖品种“保险+期货”模式的推广，从而稳定蔗农种植收益，并为完善农业支持保险制度提供了有效的市场化工具，显著提升衍生品市场服务“三农”的能力和水平。

### 三、白糖期权投资策略展望

**方向性策略：**由于能源价格维持高位，白糖市场较为乐观，供应充足，需求一般，中长期仍有缺口，年度预估偏强震荡。对于近月合约，可以在白糖价格回调时或白糖期权隐含波动率上升时卖出平值附近看跌期权，同时买入相同手数极虚看跌期权作为极端风险保护；对于远月合约，建议以买权为主，在白糖价格回调或者白糖期权隐含波动率降至低位时买入平值附近看涨期权，同时卖出相同数量或两倍数量执行价在 6500 附近的看涨期权降低买权成本。

**波动性策略：**近月合约由于时间价值损耗较快，波动率策略建议以卖权策略为主，比如卖出跨式或者卖出宽跨，同时买入极虚值看涨及看跌期权做极端风险保护，当平值隐含波动率上升至 20% 附近可加仓；由于白糖期权整体隐含波动率水平较低，远月合约的波动率策略建议以买权为主，例如当平值隐含波动率水平降低至 10% 附近，可以考虑买入远月跨式或跨式策略，2022 年度外部局势和内部疫情扰动，在隐波降至较低水平时买入波动率策略或能期待较为可观的收益。

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。

## 联系方式

### 一德期货有限公司

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL:022-58298788

### 一德期货有限公司 研究院

天津市和平区南京路君隆广场B2-504 300051  
TEL:022-59182510

### 一德期货有限公司 互联网金融部

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL: 022-58298788

### 一德期货有限公司 资产管理部

天津市和平区解放北路188号信达广场16层 300042  
TEL: 022-58298788

### 一德期货有限公司 市场发展部

天津市和平区解放北路188号信达广场16层市场发展部 300042  
TEL:022-58298788

### 一德期货有限公司 黑色事业部

天津市和平区解放北路188号信达广场16层黑色事业部 300042  
TEL: 022-58298788

### 一德期货有限公司 能化事业部

天津市和平区解放北路188号信达广场16层能化事业部 300042  
TEL:022-59182510

### 一德期货有限公司 北京北三环东路营业部

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间 100013  
TEL:010 88312088/88312150

### 一德期货有限公司 上海营业部

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室 200063  
TEL:021-62573180/62574270

### 一德期货有限公司 天津营业部

天津市南开区水上公园路水云花园C19号 300191  
TEL:022-28139206

### 一德期货有限公司 天津滨海新区营业部

天津开发区广场东路20号滨海金融街E4-C-208室 300457  
TEL:022-59820932/59820933

### 一德期货有限公司 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座2303、2310号房间  
TEL:0411-84806701 116023

### 一德期货有限公司 郑州营业部

郑州市金水区未来大道未来大厦803、804、805室 450008  
TEL:0371-65612079/65612019

### 一德期货有限公司 淄博营业部

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
TEL:0533-3586709 255000

### 一德期货有限公司 宁波营业部

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号 315040  
TEL:0574-87951915/87951925

### 一德期货有限公司 唐山营业部

河北省唐山市路南区新华道100号万达广场A座1505室 063000  
TEL:0315-5785511

### 一德期货有限公司 烟台营业部

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室 264006  
TEL: 0535 2163353/ 2169678

全国统一客服热线：400-7008-365