

金融工程首席分析师：高子剑

执业证书编号：S1220514090003

TEL：021-68386225

E-mail：gaozijian@foundersc.com

联系人：姚育婷

TEL：021-68371099

E-mail：yaoyuting@foundersc.com

相关研究

投资要点

➤ 2016年12月16日，证监会正式批准大连商品交易所开展豆粕期权交易，批准郑州商品交易所开展白糖期权交易，开启了商品期权场内交易模式。

➤ 商品期权推出背景

- 商品期货活跃程度：2015年全球农产品期货的成交量，豆粕期货排名第一；白糖期货排名第三。豆粕期货和白糖期货的波动率基本位于6%到36%的区间，波动率轻微正偏。
- 商品期货成熟程度：豆粕期货上市时间是2000年7月17日，白糖期货的上市时间是2006年1月6日，两者上市时间都比较早，具有一定的交易规模，并且市场结构较稳定，法人客户持仓占比较高。

➤ 商品期权合约解读

- 商品期权与商品期货的区别：权利义务不同，最小变动价位、交易时间、最后交易日、保证金等都不同。
- 商品期权与股票期权的区别：标的类型、交易时间、合约月份、行权方式、最后交易日、涨跌停板、保证金都不同。

➤ 风险提示

- 商品期权上市时间未定，布局商品期权交易需谨慎。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

目录

1. 商品期权推出背景	4
1.1 商品期货活跃程度	4
1.2 商品期货成熟程度	6
2. 商品期权合约解读	7
2.1 商品期权合约明细	7
2.2 商品期权与商品期货的区别	8
2.3 商品期权与股票期权的区别	9

图表目录

图表 1: 各个交易所的商品期货品种.....	4
图表 2: 2015 年全球农产品期货成交量 (单位: 张)	5
图表 3: 豆粕期货与白糖期货的成交量变化 (单位: 张)	5
图表 4: 商品期货 60 日波动率.....	6
图表 5: 商品期货的上市期限 (单位: 年)	7
图表 6: 大连商品交易所豆粕期货期权合约 (征求意见稿)	8
图表 7: 郑州商品交易所白糖期货期权合约 (征求意见稿)	8
图表 8: 商品期权和期货的区别.....	9
图表 9: 商品期权和 50ETF 期权的区别.....	10

1. 商品期权推出背景

2016 年 12 月 16 日，证监会正式批准大连商品交易所开展豆粕期权交易，批准郑州商品交易所开展白糖期权交易，开启了商品期权场内交易模式。

1991 年，深圳有色金属期货交易所宣告成立，并推出了第一个商品期货标准合约——特级铝期货合约，中国期货市场正式建立。目前，国内有 3 个商品期货交易所：上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所，上市交易的期货品种有 46 种，见图表 1。那么为什么选择豆粕期货和白糖期货呢？推出商品期权主要看商品期货市场的活跃程度和成熟程度。

图表 1：各个交易所的商品期货品种

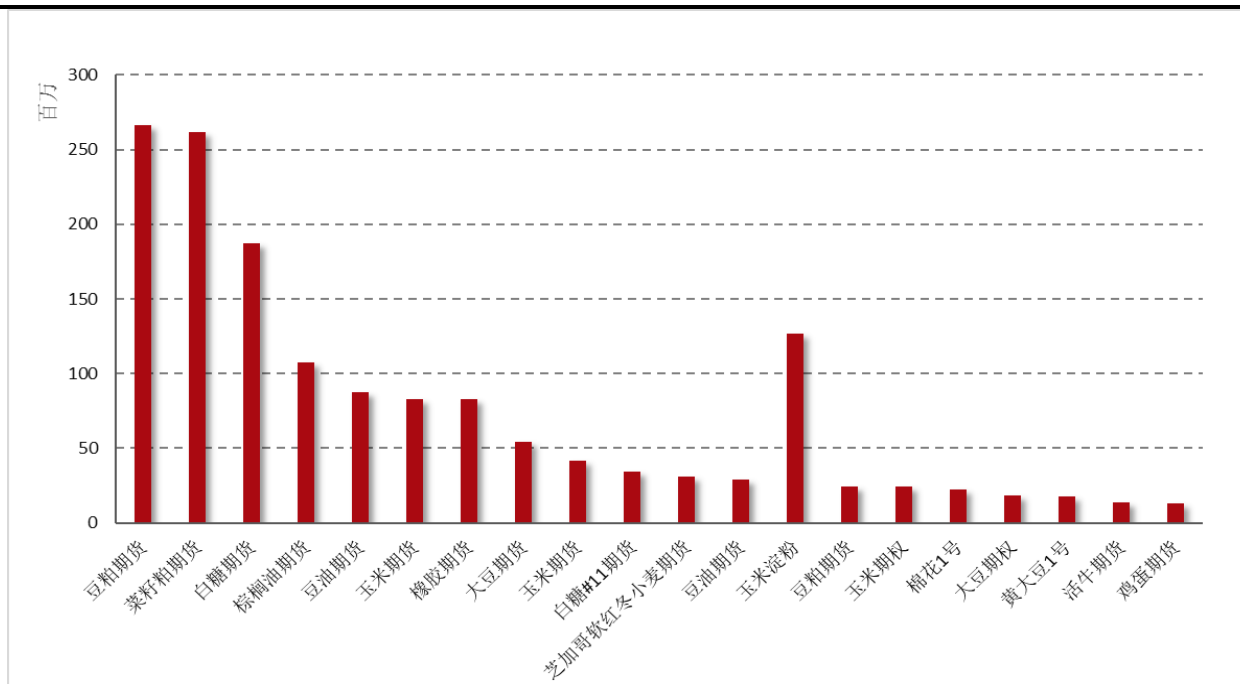
郑商所	白糖、郑棉、动力煤、玻璃、PTA 甲醇、强麦、普麦、早籼稻、晚籼稻、粳稻、菜籽、菜油、菜粕、硅铁、锰硅
大商所	豆粕、豆油、豆一、豆二、棕榈油、玉米、玉米淀粉、鸡蛋、胶合板、纤维板、塑料、PVC 聚丙烯、焦炭、焦煤、铁矿石
上期所	沪铜、沪铝、沪锌、沪铅、沪镍、沪锡、沪金、沪银、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃料油、石油沥青、天然橡胶

资料来源：郑商所，大商所，上期所，方正证券研究所

1.1 商品期货活跃程度

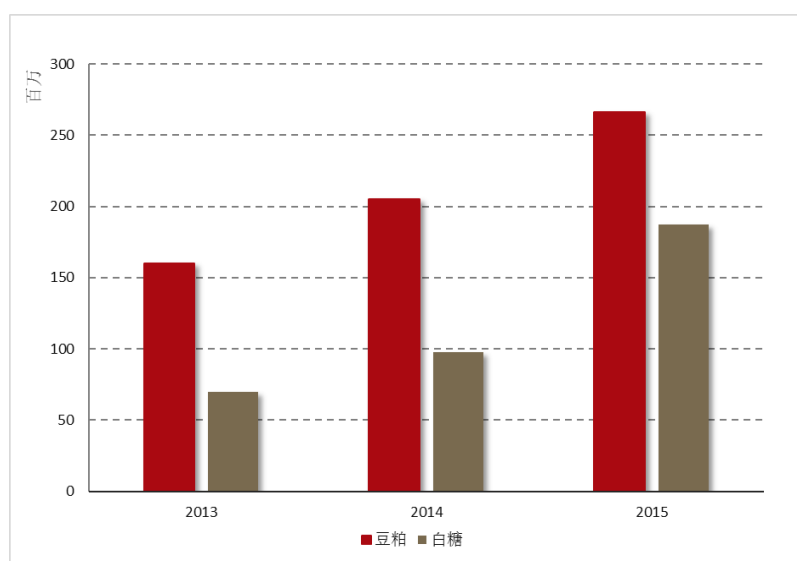
图表 2 给出了 2015 年全球农产品期货的成交量，可以看出豆粕期货成交量约为 2.7 亿张，排名第一；白糖期货成交量约为 1.9 亿张，排名第三。虽然 2015 年菜籽粕期货的成交量排名第二，但是其成交量曾现负增长，而由图表 3 可以看出，豆粕期货和白糖期货的成交量近三年逐渐增长，逐步成为商品期货市场的主力军。因此，豆粕期货和白糖期货的成交较活跃，适合推出商品期权。

图表 2：2015 年全球农产品期货成交量（单位：张）



资料来源：MarketVoice，方正证券研究所

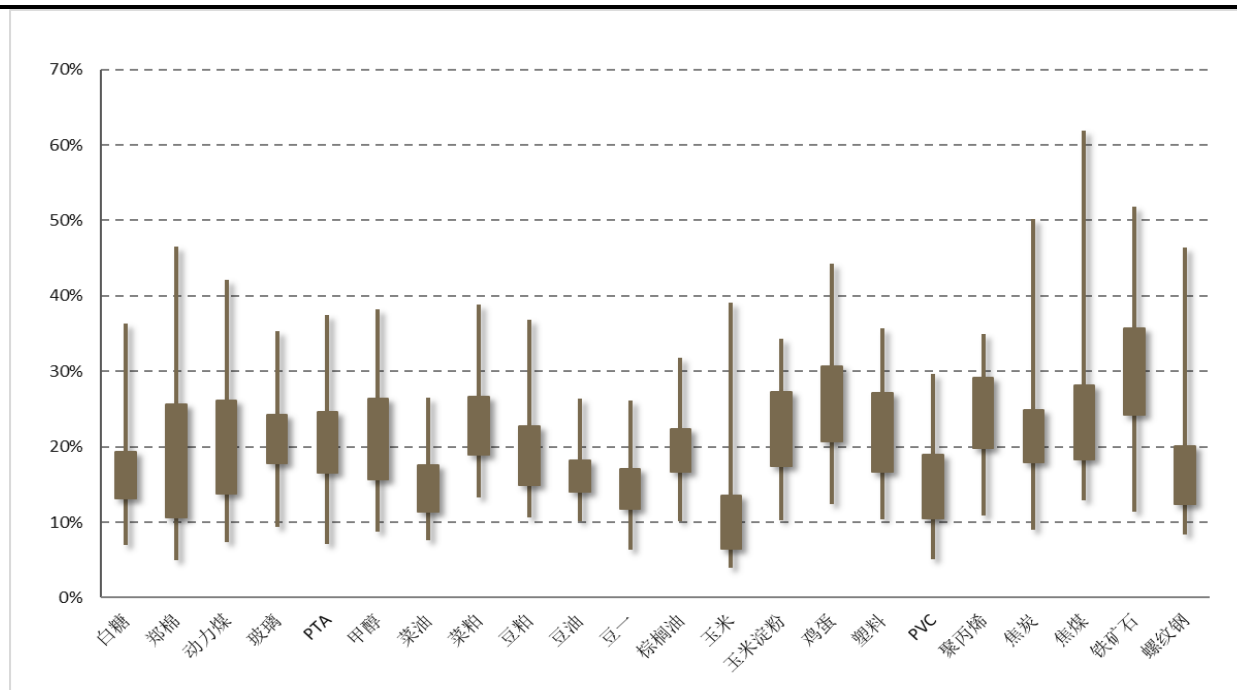
图表 3：豆粕期货与白糖期货的成交量变化（单位：张）



资料来源：MarketVoice，方正证券研究所

图表 4 给出了 2010 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 1 日商品期货的 60 日波动率的最大值、75%分位数、25%分位数、最小值。成交量排名靠前的几个品种中，棕榈油期货、豆油期货 25%分位数到 75%分位数的褐色柱状体较小，即波动率变化范围较小，而玉米期货的褐色柱体同样较小，但波动率的异常值较大，波动率严重正偏。豆粕期货和白糖期货的波动率基本位于 6%到 36%的区间，波动率轻微正偏，波动率比较合理。

图表 4：商品期货 60 日波动率



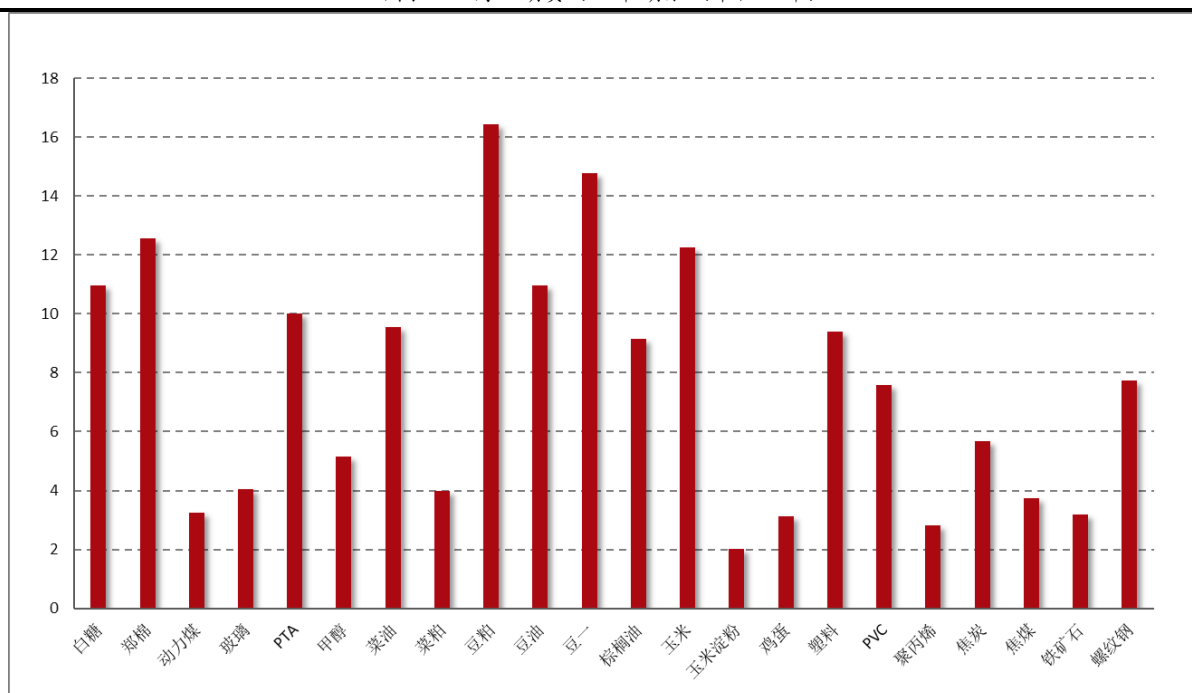
资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

1.2 商品期货成熟程度

图表 5 给出了国内部分商品期货从挂牌交易到现在(2016. 12. 21)的期限，豆粕期货上市时间是 2000 年 7 月 17 日，上市时间较早；白糖期货的上市时间是 2006 年 1 月 6 日，上市时间也比较早。长期的市场交易使得豆粕期货和白糖期货具有一定的交易规模，并且市场结构较稳定，法人客户持仓占比较高。

此外，经过多年的发展，豆粕期货和白糖期货的产业链逐步完善，积累了大量的产业客户，上市豆粕期货期权和白糖期货期权能够为产业链上众多的企业提供更为丰富的避险工具。

图表 5：商品期货的上市期限（单位：年）



资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

2. 商品期权合约解读

2016 年 12 月 16 日，证监会批准后，大连商品交易所和郑州商品交易所几乎同步发布了豆粕期货期权和白糖期货期权合约征求意见稿。意见稿显示商品期权是一种期货期权，即期权合约的标的是商品期货合约。期权合约行权获得的是一份期货合约，具体地讲，豆粕期货看涨期权合约行权时，投资者可以以行权价格买入标的期货合约；豆粕期货看跌期权合约行权时，投资者可以以行权价格卖出标的期货合约。

2.1 商品期权合约明细

图表 6 给出了大连商品交易所豆粕期货期权合约（征求意见稿），图表 7 给出了郑州商品交易所白糖期货期权合约（征求意见稿）。

图表 6: 大连商品交易所豆粕期货期权合约 (征求意见稿)

合约标的物	豆粕期货合约
交易单位	1 手(10 吨)豆粕期货合约
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 5%
合约月份	1、3、5、7、8、9、11、12 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00, 以及交易所规定的其他时间
最后交易日 / 到期日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日
行权价格	行权价格覆盖豆粕期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 ≤ 2000 元/吨, 行权价格间距为 25 元/吨; 2000 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 5000 元/吨, 行权价格间距为 50 元/吨; 行权价格 > 5000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨。
行权方式	美式。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间, 以及到期日 15:30 之前提出行权申请。

资料来源: 大商所, 方正证券研究所

图表 7: 郑州商品交易所白糖期货期权合约 (征求意见稿)

合约标的物	白糖期货合约
交易单位	1 手(10 吨)白糖期货合约
涨跌停板幅度	不超过上一交易日结算价的 $\pm 5\%$
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00, 以及交易所规定的其他时间
最后交易日 / 到期日	期货交割月份前二个月的倒数第 5 个交易日, 以及交易所规定的其他日期
行权价格	以白糖期货前一交易日结算价为基准, 按行权价格间距挂出 5 个实值期权、1 个平值期权和 5 个虚值期权。行权价格 ≤ 3000 元/吨, 行权价格间距为 50 元/吨; 3000 元/吨 $<$ 行权价格 ≤ 10000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨; 行权价格 > 10000 元/吨, 行权价格间距为 200 元/吨
行权方式	美式。买方可在到期前的任一交易日闭市 (15:00) 前提交行权申请; 买方可在到期日 15:30 之前提交行权申请、放弃申请

资料来源: 郑商所, 方正证券研究所

2.2 商品期权与商品期货的区别

商品期权和商品期货最大的不同是, 期权的权利义务是分开的,

期权的买方有选择是否行权的权利，而期权的卖方有被行权的义务，因此商品期权的买卖双方承担的风险是不同的；而商品期货买卖双方都具有权利和义务，买方承担了价格下跌的风险，卖方承担了价格上涨的风险。而商品期权与商品期货是在同一个交易所交易，这给对冲、套利、投机都带来了方便，有利于市场效率的提高。

此外，商品期权和商品期货在合约上存在较大的区别，他们的最小变动价位、交易时间、最后交易日、保证金等都不同，详见图表 8。

图表 8：商品期权和期货的区别

	商品期权	商品期货
最小变动价位	0.5 元/吨	1 元/吨
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30，下午 13:30~15:00	上午 9:00~11:30，下午 13:30~15:00，下午 21:00~23:00(夜盘)
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日	合约月份的第 10 个交易日
保证金	下列两者中较大者： 1) 期权合约结算价×标的期货合约交易单位+标的期货合约交易保证金- $(1/2) \times$ 期权虚值额； 2) 期权合约结算价×标的期货合约交易单位+ $(1/2) \times$ 标的期货合约交易保证金。	最低交易保证金是合约价值的 7%

资料来源：方正证券研究所

2.3 商品期权与股票期权的区别

商品期权和 50ETF 期权的最大区别是，商品期权的标的是商品期货，而期货合约具有一定的有效期，因此要注意行权获得期货合约的有效期；而 50ETF 期权不存在这个问题。

商品期权是美式期权，买方可以在到期前的任一交易日行权；而 50ETF 期权是欧式期权，买方只能在到期日当天行权。因此，在交易过程中，如果商品期权出现较大的获利空间，可以提前行权获得收益。

此外，商品期权和 50ETF 期权在合约上存在较大的区别，他们的标的类型、交易时间、合约月份、行权方式、最后交易日、涨跌停板、保证金等都不同，详见图表 9。

图表 9: 商品期权和 50ETF 期权的区别

	商品期权	50ETF 期权
标的类型	期货合约, 具有一定的有效期	50ETF
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:00~15:00
合约月份	1、3、5、7、9、11 月	当月、下月及随后两个季月
行权方式	美式, 到期日前可以行权	欧式, 到期日行权
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日	到期月份的第四个星期三
涨跌停板	上一个交易日结算价的 5%	<ul style="list-style-type: none"> · 认购期权最大涨幅 = $\max\{\text{合约标的前收盘价} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{合约标的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$ · 认购期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$ · 认沽期权最大涨幅 = $\max\{\text{行权价格} \times 0.5\%, \min[(2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的前收盘价}), \text{合约标的前收盘价}] \times 10\%\}$ · 认沽期权最大跌幅 = $\text{合约标的前收盘价} \times 10\%$
保证金	下列两者中较大者: 1) 期权合约结算价 \times 标的期货合约交易单位 + 标的期货合约交易保证金 - $(1/2) \times$ 期权虚值额; 2) 期权合约结算价 \times 标的期货合约交易单位 + $(1/2) \times$ 标的期货合约交易保证金	<ul style="list-style-type: none"> · 认购期权义务仓维持保证金 = $[\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的收盘价} - \text{认购期权虚值}, 7\% \times \text{合约标的收盘价})] \times \text{合约单位}$ · 认沽期权义务仓维持保证金 = $\text{Min}[\text{合约结算价} + \text{Max}(12\% \times \text{合约标的收盘价} - \text{认沽期权虚值}, 7\% \times \text{行权价格}), \text{行权价格}] \times \text{合约单位}$

资料来源: 方正证券研究所

(附注: 实习生张宇参与了本项研究, 对本课题有重要贡献。)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com