

预计豆粕震荡，卖出宽跨式赚取时间价值

2019年09月06日

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

期权投研组

组长

杨磊

yanglei@htfutures.com

从业资格号：F0308904

投资咨询号：Z0013701

联系人

李碧澄

libicheng@htfutures.com

从业资格号：F3034382

投资咨询号：Z0014588

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、 全球大豆市场情况

USDA 8 月报告中，本年度全球大豆预计产量继续下调 521 万吨至 3.42 亿吨，较上一年度下降 2102 万吨；预计全球大豆期初库存 1.145 亿吨，较上一年度上浮 15.57%；期末库存下调至 1.017 亿吨，低于去年水平。

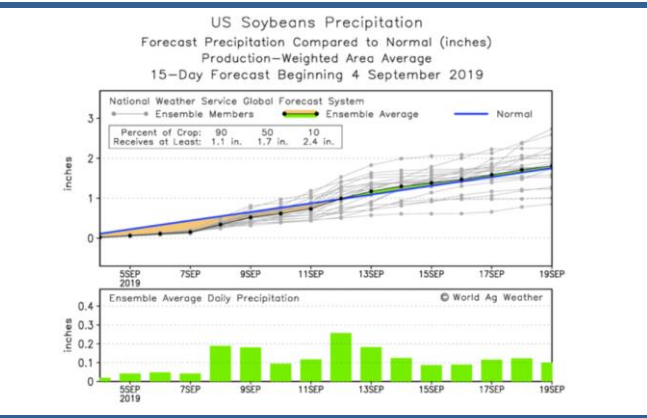
巴西、阿根廷本年度大豆期初库存略有上调，巴西预计出口量略有上调，其余预计数据基本与上月持平。

本年度种植期间的强降雨天气使得美豆种植进度明显滞后，预计产量严重下滑。8 月报告将美豆 2019/20 年度预计产量继续下调至 1.00 亿，较上一年度减产比例达 19%。预计种植面积为 7670 万英亩，收获面积为 7590 万英亩，单产为 48.5 蒲式耳/英亩。而上月预测种植面积为 8000 万英亩，收获面积为 7930 万英亩，单产保持不变；上一年度种植面积为 8920 万英亩，收获面积 8810 万英亩，单产 51.6 蒲式耳/英亩。

此前不佳的天气情况对美豆生长进度及优良率造成了一定影响。截止 9 月 1 日，美豆结荚率为 86%，去年同期为 98%，五年均值为 96%；开花率为 96%，去年同期为 100%，五年均值为 100%；本期美豆优良率为 55%，与上周持平，但仍低于去年同期 66%。尽管美豆优良率不容乐观，但目前美豆主产区天气情况正常，17%的美豆生长状态非常好，49%为好，23%为一般，不好及非常不好比例分别为 8%、3%，与去年同期情况基本一致。

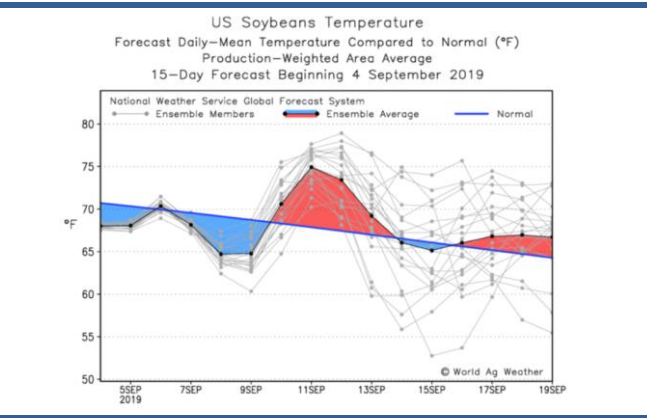
就全球大豆供给而言，供给相对宽松，但需密切关注美豆生长状况以及巴西大豆种植意向。

图 1：未来 15 天美豆主产区降雨



数据来源：World Ag Weather

图 2：未来 15 天美豆主产区气温



数据来源：World Ag Weather

二、 国内豆粕市场情况

(一) 供给

目前南美大豆仍为我国大豆进口主要来源，根据海关总署数据，7月86.7%的大豆进口来源于巴西及阿根廷。7月当月进口量为864万吨，较6月上升213万吨，同比增加7.94%。2019年度前7个月我国进口大豆合计4791万吨，较上一年度下滑11.29%。

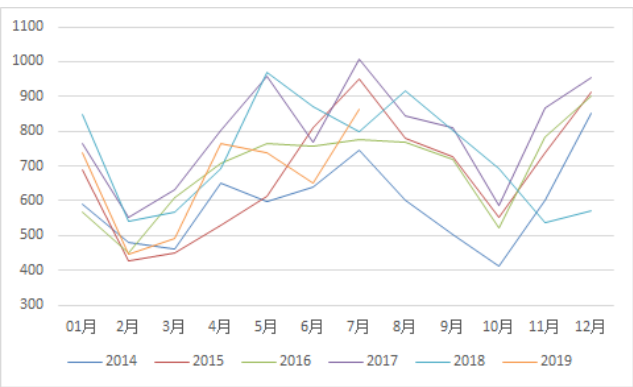
此前中美贸易关系略有缓和迹象，中国一度重新开放自美国进口。7月美豆进口量约为91万吨，去年同期仅为31万吨，五年平均水平约为22万吨；截止7月，本年度美豆累计进口约为681万吨，上一年度约为1611万吨。

7月，巴西大豆进口量为642万吨，较上月增加92万吨，但仍低于去年同期704万吨。本年度巴西大豆累计进口3372万吨，略低于2018年度同期3456万吨。

7月当月，自阿根廷进口大豆约为107万吨，较上月出口速度有所加快，除却高于去年因干旱减少的出口量，低于历年同期进口量，2017年同期为147万吨。截止7月，累计进口348万吨，高于2017年同期239万吨。

图 3：全国大豆进口量

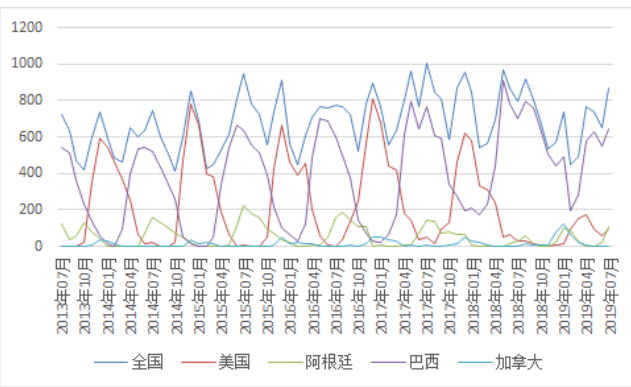
单位：万吨



数据来源：海关总署

图 4：主要国家大豆进口情况

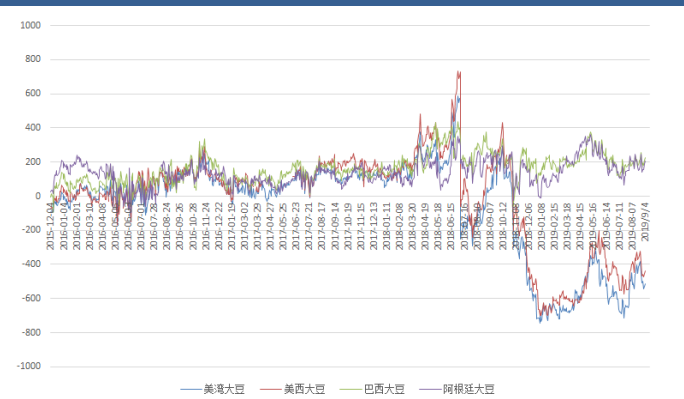
单位：万吨



数据来源：海关总署

截止8月30日当周，近期全国油厂开机率有所回升，约为53.19%。9月4日，巴西、阿根廷大豆盘面榨利在225元/吨、205元/吨；美湾、美西大豆压榨亏损分别为512元/吨、437元/吨。南美进口大豆盘面压榨利润近期略有回升，美豆盘面榨利仍在低位。

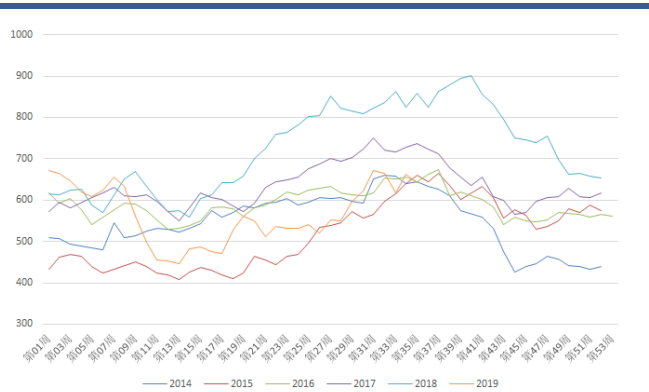
图 5：大豆盘面榨利 单位：元/吨



数据来源：天下粮仓、海通期货

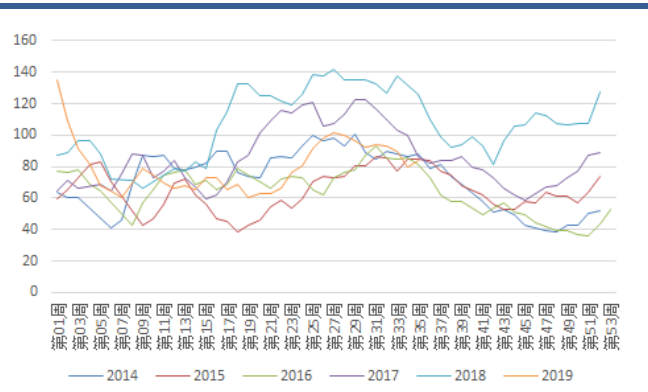
天下粮仓数据显示，截至 8 月 30 日当周，本年度全国大豆累计压榨量约为 5496 万吨，较上一年度 5600 万吨回落 5.25%；国内大豆库存约为 642.3 万吨，较上周下降 20.2 万吨，但仍低于去年同期因贸易战大量囤货造成的 824 万吨库存；国内豆粕库存约为 83.99 万吨，较上周 79.28 万吨有所回升，低于去年同期 132 万吨。

图 6：国内大豆库存 单位：万吨



数据来源：天下粮仓

图 7：全国豆粕库存 单位：万吨



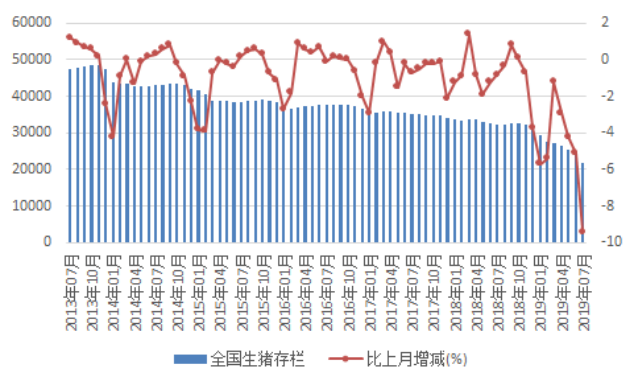
数据来源：天下粮仓

（二） 消费

受非洲猪瘟影响，去年以来生猪及能繁母猪产能持续下滑。农业部数据显示，截止 2019 年 7 月，全国生猪存栏量约为 2.19 亿头，较上月下降 9.4%，同比下滑 32.2%；能繁母猪存栏量约为 2156 万头，较上月下降 8.9%，同比下滑 31.9%。7 月当月生猪屠宰量约为 1730 万头，较上月下降 1.59%，同比下降 11.33%。

图 8：全国生猪存栏量

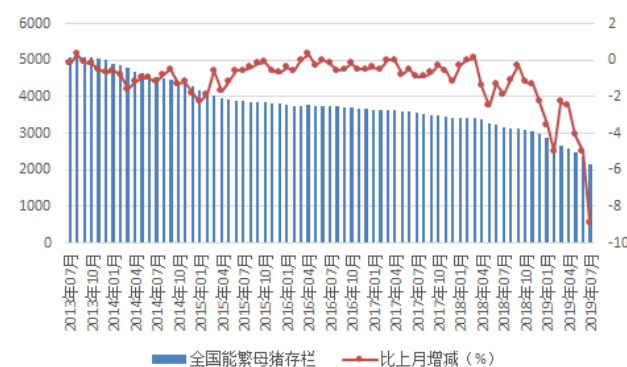
单位：万头



数据来源：天下粮仓、海通期货

图 9：全国能繁母猪存栏量

单位：万头



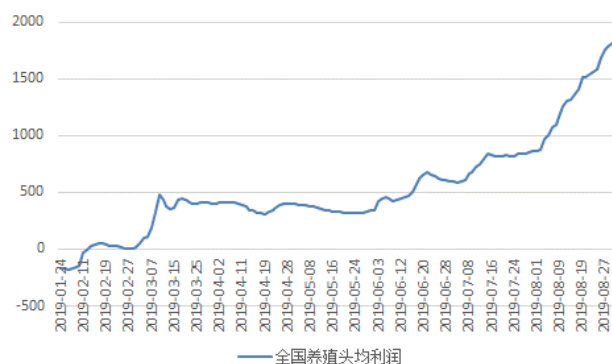
数据来源：天下粮仓、海通期货

截至9月4日，全国外三元、土杂猪价格分别为28.17元/公斤、27.15元/公斤，较去年同期上浮100.78%、108.37%。总体目前生猪养殖利润快速上升，已处于近几年来历史高位。截止9月4日，外购仔猪生猪、自繁自养生猪养殖头均利润分别为1272.81、1842.31元/头。

不断攀升的生猪养殖利润有利于刺激下游补栏积极性，国务院常务会议提出五方面举措稳定生猪生产，各地扶持政策陆续出台。8月30日，胡春华副总理在全国稳定生猪生产保障市场供应电视电话会议上也强调：“迅速采取有力措施稳定恢复生猪生产，确保猪肉供应和市场价格基本稳定。”。但一方面目前疫情尚未完全控制，复养存在一定难度；另一方面由于此前能繁母猪去产能过多，可供补栏的仔猪数量有限，预计短期内对豆粕消费提振作用有限。

图 10：自繁自养生猪养殖利润

单位：元/头



数据来源：天下粮仓、海通期货

图 11：外购仔猪生猪养殖头均利润

单位：元/头



数据来源：天下粮仓、海通期货

受猪瘟影响，部分农户改养肉鸭、肉鸡等禽类。近日鸡蛋价格上涨明显，截止9月4日，鸡蛋全国现货价格为5.31元/斤，高于去年同期4.69元/斤，已逼近近五年历史高位。蛋禽养殖利润随之水涨船高，截止8月27日，蛋鸡养殖利润仍保持在94.64元/羽。肉鸡养殖利润近期略回升至0.37元/羽。从饲料总体产量来看，6月饲料产量约为2100.7万吨，较2018、2017年同期分别下滑2.7%、21.0%，

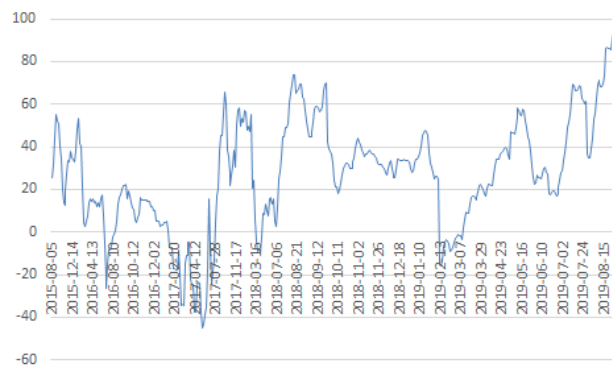
为近五年同期最低。可见，禽类养殖的积极性未能弥补猪瘟带来的消费减弱。

图 12： 蛋鸡养殖利润

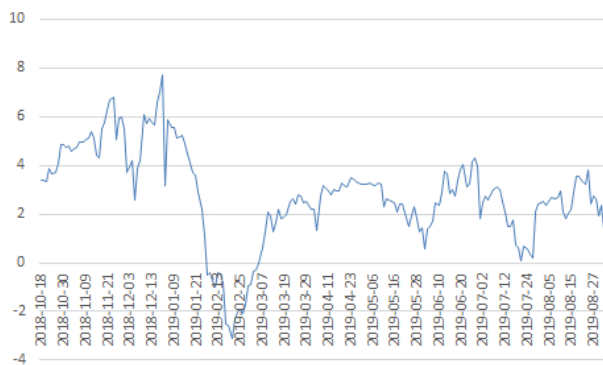
单位：元/羽

图 13： 肉鸡养殖利润

单位：元/羽



数据来源：天下粮仓、海通期货



数据来源：天下粮仓、海通期货

三、基本面总结

就大豆供给而言，当前全球供给相对宽松，但本季美豆较往年种植面积及优良率均有所下滑，需密切关注美豆生长状况。近期可能对供给产生重要影响的事件有：9 月份 USDA 报告（该报告将公布本年度首次基于调查的产量预测）、9 月霜冻是否出现。另外，从以往经验看，巴西农民一般于 9 月陆续开始播种大豆，需留意其种植意向。

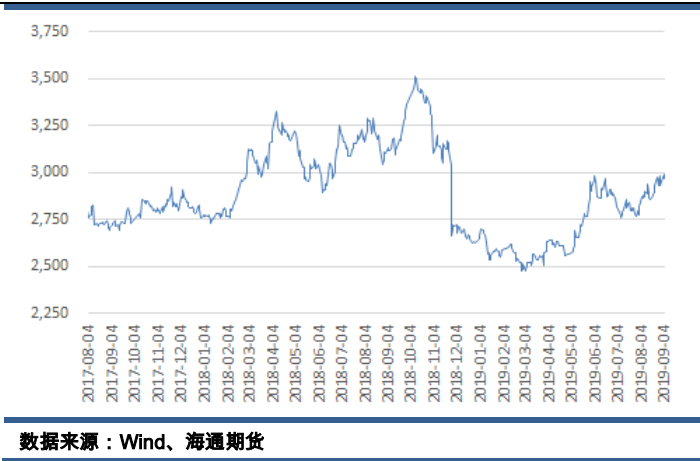
就大豆需求而言，非洲猪瘟疫情尚未得到完全控制，生猪及能繁母猪存栏量持续快速下滑。虽然猪肉供应紧俏，当前猪价已在历史高位，并带动肉禽鸡蛋价格上涨，极高的养殖利润将刺激下游补栏以及蛋禽肉禽养殖积极性，但从 6 月饲料产量来看，并未能完全弥补猪瘟导致的消费下滑，加之目前猪瘟疫情尚未完全控制，能繁母猪存栏量较低，可供补栏的仔猪数量有限，下游需求回升仍需时日，短期内对豆粕价格提振作用有限，以海外经验，猪瘟控制将是一个长期的过程，在此影响下，生猪存栏量可能会长期保持在一个较低的水平。

在供需无明显变动的情况下，中美贸易战将对豆粕价格走势产生重要影响，9 月 5 日，中美同意于 10 月初在华盛顿展开第十三轮贸易磋商，在中美磋商未有明确结果的情况下，预计豆粕短期大幅上涨概率较低，根据我们的观测，豆粕在 3050 元/吨上下有一定的压力，但考虑猪价肉禽鸡蛋价格上涨带来的养殖热情，预计豆粕短期大幅下跌概率亦不大，在 2800 元/吨可能有一定的支撑。

总体上看，在没有天气炒作等新消息前提下，短期内豆粕预计将维持震荡态势。后续需继续关注中美谈判情况、美豆主产区天气等因素。

豆粕主力连续合约价格走势图

单位：元/吨



四、 期权策略分析

根据在无天气炒作等新消息前提下，短期内豆粕预计将维持震荡态势的判断，**稳健策略**为持币观望，静待后续新消息对豆粕价格产生指引。

进取策略 1：在波动率相对中位时，卖出宽跨式期权策略组合，并短期持有，在标的小幅震荡情况下赚取时间价值。

考虑流动性等因素，我们采用主力 M2001 对应的期权合约构建策略组合。以 M2001 合约 9 月 5 日报收于 2928 元/吨为例，策略组合构建如下：

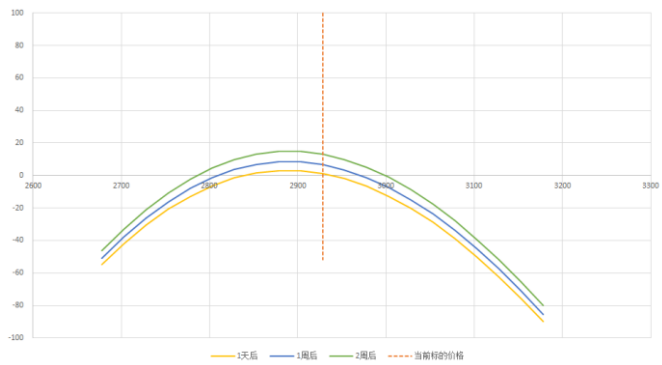
图 14： 策略组合 单位：元/吨

期权合约	期权价格	份数	隐含波动率
M2001C3100	52	1	19.55%
M2001P2750	26.5	1	15.62%

数据来源：海通期货

因中美第十三轮会谈定于 10 月初开始，预计 9 月底市场波动率可能会上升，对本策略不利，故计划持有 2 周左右，在 9 月底波动率上升之前出场。取 9 月 5 日日盘期间期权合约均价进行计算，假设持有期间隐含波动率不变，持有该组合收益情况可见下图：

图 15： 策略组合损益示意图 单位：元/吨



数据来源：海通期货

计算标的在安全区间内变动时，策略组合最大资金占用约为 2975 元/套（使用宽跨式组合保证金优惠），持有期最大绝对收益约为 14.75 元/吨，以最大资金占用估算，持有期最大潜在收益率约 4.90%。根据持有策略组合时期不同，损益情况可见下表：

图 16： 策略组合损益示意表 单位：元/吨

标的价格	持有1天	持有1周	持有2周
2800	-2.35%	-0.67%	1.32%
2878	1.02%	2.82%	4.96%
2928	0.42%	2.24%	4.40%
2978	-2.23%	-0.43%	1.73%
3000	-4.01%	-2.22%	-0.08%

数据来源：海通期货

卖出宽跨式期权策略开仓时需警惕期权瘸腿风险。该策略适用于标的价格变动幅度较小的情况，风险点在于标的价格大幅变化，根据我们对豆粕下方支撑位 2800 元/吨以及压力位 3050 元/吨的预计，在此基础上，上下各预留 50 元/吨空间，可将下方止损点设置在 2750 元/吨，将上方止损点设置在 3100 元/吨。如市场出现美豆主产区遭遇早霜、中美谈判达成一致结果等新消息，或导致行情大幅变动，使得策略产生一定的亏损，需根据实际情况及时止损或调整策略。

由于卖出宽跨式策略组合赚取的是期权的时间价值，持有期间越长，安全空间也随之逐渐扩大，持有至 2 周时，若标的价格不超出 2785~3000 元/吨区间，大概率仍存在盈利空间。

进取策略 2：在波动率特别低且临近重要事件时，例如 9 月底如波动率仍维持在低位，买入平值跨式期权组合，做多波动率。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货并获得许可，并须注明出处为海通期货，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。