

构建菜粕宽跨式策略，择机买入看涨期权

2020年5月18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、全球市场情况

根据 5 月 USDA 报告预计，2020/21 年度全球油菜籽种植面积约为 3352 万公顷，同比增加 2.22%；单产 1.99 吨/公顷，略高于上一年度 1.96 吨/公顷；预计产量 7079 万吨，同比增加 3.8%；预计全球菜籽进、出口量分别为 1505.3、1533.8 万吨，同比增长 2.47%、2.19%；使用量为 6990.9 万吨，较上一年度持平略减；期末库存约 706.2 万吨，同比增长 9.22%。

由于 20/21 年度全球油菜籽种植面积扩大，且目前预计单产较高，使得预计产量同比增幅明显，加之预计消费量同比有所下滑，致使期末库存再度走高。

（一）加拿大

本月 USDA 报告显示，19/20 年度加拿大油菜籽期初库存 383.1 万吨；种植面积 830 万公顷，单产约 2.29 吨/公顷，产量约 1900 万吨；国内消费 1065 万吨；进口量 15 万吨，出口量 920 万吨；期末库存为 313.1 万吨。

2019 年 3 月，加拿大油菜籽因被中方海关检查出中含有有害生物而暂停进口。加拿大媒体表示，2019 年加拿大油菜籽对华出口量缩减近 70%。根据 USDA 报告，尽管加拿大部分油菜籽出口转向欧盟、中东及北非等地区，但 2019 年总出口量同比压缩 4.62%。

此外，中国市场准入问题严重削弱了加拿大农户的菜籽种植意向。加拿大统计局数据显示，2020 年该国油菜籽播种面积约为 2061.51 万英亩，同比减少 1.63%，为 2016 年来最低水平。

USDA 数据预计，20/21 年度加拿大油菜籽期初库存 313.1 万吨，同比下降 18.27%；种植面积为 870 万公顷；预计单产为 2.29 吨/公顷，与 19/20 年度持平；预计总产量约 1990 万吨，同比增加 4.74%；国内消费 1040 万吨，同比减少 2.35%；进口量为 15 万吨，同比持平；出口量 890 万吨，同比下滑 3.26%；期末库存 388.1 万吨，同比激增 23.95%。

由于出口贸易仍旧受限，加之乌克兰与澳大利亚油菜籽供应增强了欧洲出口市场的竞争，预计加拿大出口量有所下滑。尽管此前市场传言中国将放开加拿大菜籽进口，导致近月菜粕大幅下跌，但目前来看中加双方尚未恢复原先油菜籽贸易水平。

（二）其他

根据 5 月 USDA 报告数据，20/21 年度澳大利亚预计种植面积为 235 万公顷，同比激增 30.56%；预计单产为 1.32 吨/公顷，同比上升 2.33%；预计产量约 310 万吨，同比增加 33.05%。由于预计产量较为可观，预计澳大利亚油菜籽出口量将增加 30 万吨至 210 万吨。

5月 USDA 报告预计 20/21 年度欧盟油菜籽种植面积为 545 万公顷,单产为 3.12 吨/公顷,总产量 1700 万吨,同比增长 1%;进口量为 600 万吨,同比增幅 3.45;消费 2310 万吨,同比下降 1.39%;期末库存 66.8 万吨,同比下滑 15.23%。

欧盟油菜籽近年基本采用自产自销模式。尽管 20/21 年度预计油菜籽播种面积略有下滑,但目前预期单产较高,使得总产量预期同比略有增长。此外,总消费量仅同比略有下滑,但通过增加进口量,消耗部分库存的方式,欧盟本年度消费需求基本可以满足。

印度油菜籽市场以本国生产满足内部消费,根据 USDA 数据,印度油菜籽近年进、出口量基本为 0。5 月 USDA 报告显示,20/21 年度印度预计油菜籽产量 765 万吨,同比持平略减;本国消费 775 万吨,同比下降 2.52%;期末库存 11.9 万吨,同比下滑 10 万吨。预计 20/21 年度印度油菜籽供给略偏紧,但目前来看可以通过消费库存进行解决,暂不影响全球油菜籽市场供需平衡。

二、国内市场情况

根据 USDA 报告预计,19/20 年度我国产量 1310 万吨,同比下滑 1.36%;进口量约 250 万吨,同比下降 28.28%;国内消费 1565 万吨,同比下滑 7.53%;期末库存 114.5 万吨,同比下滑 4.18%。20/21 年度我国产量 1320 万吨,进口量约 250 万吨,国内消费 1575 万吨,期末库存 109.5 万吨,同比下滑 4.37%。

总体而言,目前单纯国产油菜籽供应难以满足国内消费需求,缺口部分主要通过进口进行补足。19/20 年度油菜籽产量略有下降,但由于本年度国内需求量同样下滑,不至于造成供给偏紧,19/20 年度供需相对平衡。

(一) 油菜籽进口

2018 年下半年,非洲猪瘟影响下我国粕类需求显著下降,进而压制油菜籽进口量。根据海关总署数据,2019 年我国油菜籽总进口量为 273.74 万吨,较前一年度 476.61 万吨大幅下滑,降幅达 42.57%。我国油菜籽进口主要来源是加拿大,但 2019 年 1 月以来中国海关总署多次在加拿大油菜籽中检出有害生物,有关企业对华出口油菜籽许可于 3 月被撤销,加拿大油菜籽出口下滑。

2019 年我国进口加拿大油菜籽约 235.76 万吨,占当年进口总量的 86.12%,而前一年自加拿大进口量约为 445.3 万吨,占比 93.43%。加拿大媒体消息称,自加拿大菜籽对华出口受限已经一年多,但目

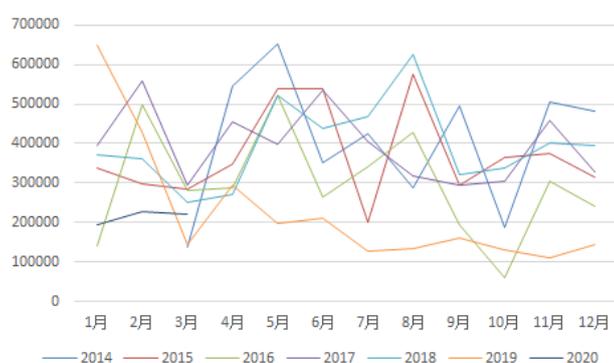
前中加两国贸易暂无实质性进展。而当前我国菜籽进口结构逐渐多元化，部分进口来源转向澳大利亚、俄罗斯等国。

2020年第一季度，加拿大油菜籽对中国累计出口36.26万吨，较上一年度同期113.17万吨下滑67.96%；第一季度进口加拿大油菜籽仅占总进口量的56.17%，而上年度同期该比例则高达92.54%。

与此同时，澳大利亚油菜籽进口量有所上升，2020年第一季度自澳大利亚进口油菜籽就达到了20.86万吨，占第一季度总进口量的32.32%，远超2019年自澳大利亚油菜籽全年进口量13.35万吨。

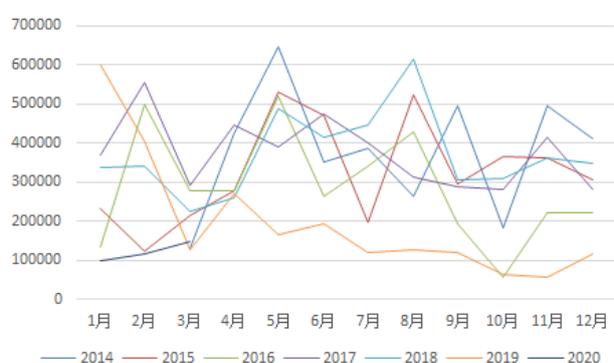
我国自俄罗斯进口油菜籽进口量虽不大，但近年来俄罗斯油菜籽进口量在总进口量中占比同样呈现稳定上涨态势。2018年全年自俄罗斯油菜籽进口量占比约为4.29%，2019年则达到了6.88%，2020年第一季度该数据已达到了9.89%。

图 1：全国油菜籽进口量 单位：吨



数据来源：海关总署、海通期货

图 2：加拿大油菜籽进口情况 单位：吨



数据来源：海关总署、海通期货

（二）菜粕进口

为保障国内供应，除却油菜籽进口结构上的调整，我国也逐步加强了菜籽粕的直接进口。2019年1月1日起，我国调整了部分商品进出口关税，取消了包括用于动物饲料在内的杂粕进口关税。

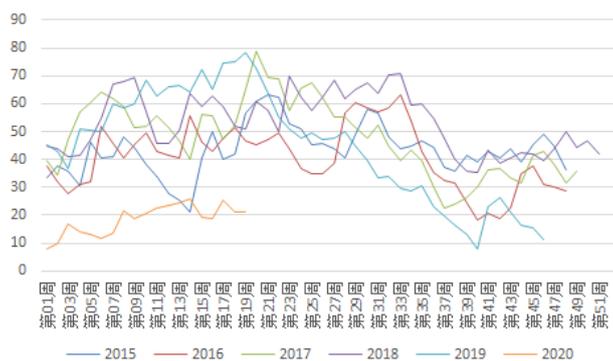
2019年我国菜粕总进口量约为158.07万吨，较2018年129.97万吨同比增加21.62%。2020年第一季度，我国菜粕进口量为34.06万吨，较2019年度第一季度持平略减。

尽管当前我国进口商购买加拿大油菜籽意愿较为低迷，但加拿大菜粕对华出口暂未受限。其中，我国第一季度进口菜粕约28.13万吨来自加拿大，占总进口量的82.58%，与2019年同期加拿大进口菜粕34.49万吨，占比99.31%相比，进口量同比下滑18.44%，占总进口量比例下滑明显。

此外，我国还增加了向阿联酋、哈萨克斯坦等地区的菜粕进口，2020年第一季度自上述两国进口菜粕量分别为4.59、1.34万吨，而这两国2019年同期对华出口菜粕量几近于0。

图 6：国内进口菜籽库存

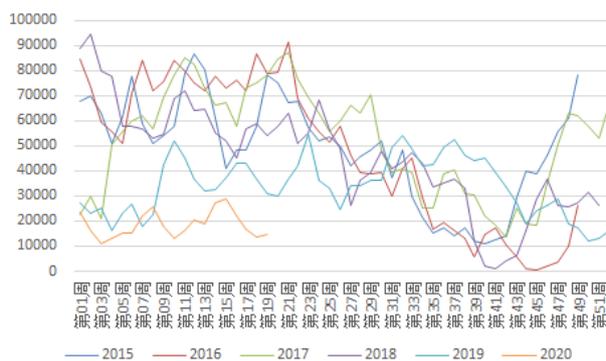
单位：万吨



数据来源：天下粮仓、海通期货

图 7：全国菜粕库存

单位：吨



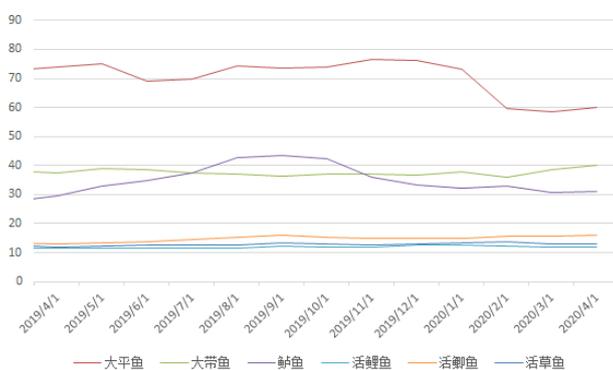
数据来源：天下粮仓、海通期货

（四）消费

根据农业部数据，2019 年全年我国工业饲料总产量约为 22885.4 万吨，同比下降 3.7%。其中，水产饲料 2202.9 万吨，同比增长 0.3%。我国菜粕 90%以上用于水产养殖行业，每年第二季度起水产陆续投苗，7-10 月一般为水产养殖密集期，其中 9、10 月尤为集中。今年年初疫情突发，导致存塘鱼销售受到影响，进而打击水产养殖户的积极性。目前随着国内疫情有所好转，餐馆陆续恢复营业，淡水鱼价格今日已略显回涨态势。考虑到湖北为水产养殖大省，随着餐饮行业逐步解禁，或对菜粕饲料需求有所利好。截止 5 月 14 日，豆菜粕主力 09 合约价差不到 400，处历史相对低位，除了 10%左右水产添加菜粕刚需外，过小的豆菜粕价差或导致豆粕替代菜粕消费。

图 8：淡水鱼价格走势

单位：元/公斤



数据来源：商务部、海通期货

图 9：豆菜粕价差

单位：元/吨



数据来源：Wind、海通期货

三、总结

20/21 年度全球油菜籽种植面积扩大，且目前预计单产较高，使得预计产量同比增幅明显，加之预计消费量同比有所下滑，致使期末库存再度走高。其中出口下滑或致使加拿大期末库存偏高，澳大利亚油菜籽有望扩大出口。继续关注加拿大、澳大利亚油菜籽种植情况及疫情发展，不排除疫情扩散导致油菜籽、菜粕进口受阻的可能性。

2019/20 年度我国油菜籽产量略有下降，中加贸易关系紧张导致进口略偏紧，部分菜籽进口转向澳大利亚、俄罗斯等国，且加强了菜籽粕的直接进口。随着疫情防控不断好转，目前开机率及压榨量逐渐恢复，但国内油菜籽、菜粕库存位于绝对历史同期低位。

下游方面，年初疫情导致水产行业承压，随着国内疫情有所好转，餐馆陆续恢复营业，淡水鱼价格今日已略显回涨态势。考虑到 4 月起逐渐进入水产养殖旺季，湖北省为水产养殖大省，随着餐饮行业逐步解禁，或对菜粕饲料需求有所利好。但目前豆菜粕价差过小，或导致豆粕替代菜粕消费。

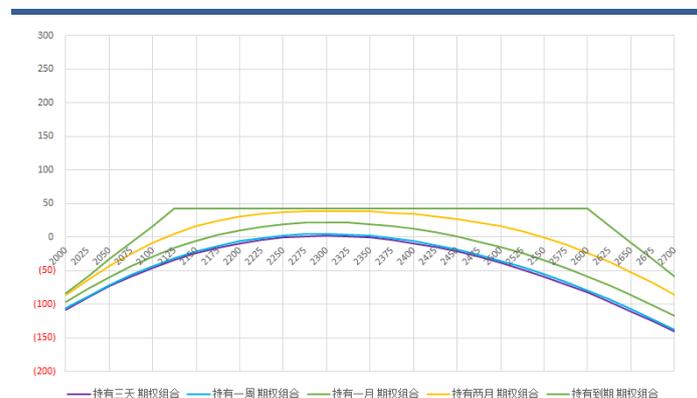
总体而言，在没有新消息的情况下，短期内菜粕缺乏明确驱动，或以震荡为主。

四、期权策略分析

结合上述基本面情况，考虑构建卖出宽跨式期权策略组合，即卖出高行权价看涨期权的同时卖出同等数量的低行权价看跌期权，在标的价格于一段时间内小幅变动的情况下，赚取相应的时间价值。如持有一段时间后，标的仍维持震荡态势，则可根据实际情况，利用宽跨式策略组合已赚取的部分权利金，额外买入虚值期权或构建价差组合，捕捉短期内标的意外出现方向性变动的交易机会。

考虑流动性等因素，我们采用主力 RM009 对应的期权合约构建策略组合。以标的期货及期权合约 5 月 15 日均价为例，对策略效果进行试算。标的 RM009 价格为 2303 元/吨，同时卖出 1 手价格为 17 元/吨的 RM009P2125 合约，及 1 手价格为 25 元/吨的 RM009C2600 合约，以此作为 1 套。持有不同期间的策略组合损失试算图如下（所有未到期期权合约价格均为推算的理论价格）：

图 10：策略组合损益示意图 单位：元/吨



数据来源：海通期货

对于卖出宽跨式策略，在标的价格变动不大的情况下，期权越是临近到期，时间价值流逝的越快，策略组合收益越大。假设持有该组合策略到期，该策略盈亏平衡点为 2083 元/吨及 2642 元/吨左右，收益高点在 2125 元/吨至 2600 元/吨区间内。持有期最大收益约 420 元/套，考虑交易所宽跨式组合保证金优惠情况下，最大资金占用约 4200 元，持有期年化收益率约 44%。

卖出宽跨式期权策略开仓时需警惕期权瘸腿风险。此外，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。如市场出现加拿大油菜籽主产区遭遇恶劣天气，疫情扩大致使油菜籽、菜粕进口受阻，加拿大油菜籽重获对华出口资格等或导致行情大幅变动的消息，使得标的触及 2100 或 2500 元/吨价位，则根据实际情况及时止损或调整策略。

如持有该策略组合一段时间后，标的仍在区间内震荡，届时根据实际情况，以宽跨式策略组合赚取权利金的一定比例来买入虚值期权或构建价差组合，伺机等待标的意外变动。

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。