

# 预计豆粕易涨难跌，牛市价差叠加卖出虚值看跌

2020年5月11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](mailto:yanglei@htfutures.com)

从业资格号：F0308904

投资咨询号：Z0013701

联系人

李碧澄

[libicheng@htfutures.com](mailto: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

### (一) 美国

4月USDA报告下调了2019/20年度美豆期初库存及预计产量，尽管美豆消耗及出口量也略有下降，但期末库存仍回落至接近2017/18年度水平，换言之，贸易战导致的美豆过高库存将于19/20年度期末基本消化完毕。

截止4月30日，USDA周报显示19/20年度美豆累计总出口量约3418.59万吨，略高于上一年度同期3286.98万吨，但较此前两个年度同期分别下滑22.23%、31.81%。当前中美贸易关系取得阶段性进展背景下，中国于3月2日正式豁免美豆加征关税，美豆进口关税恢复为3%。4月30日当周，美豆对华装运约14.42万吨，较3月底几近于0的出口量有所好转，但考虑到贸易战前第一季度为美豆传统出口旺季，当周出口量仍在相对低位，贸易战对美豆出口的影响预计难以在短期内快速消除。

目前美豆已进入种植期，3月底USDA种植意向报告预计新一季美豆种植面积为8351万英亩，较2019年因播种受阻的7610万英亩同比上升9.72%。截至5月3日当周，美国大豆种植率为23%，去年同期为5%，五年均值为11%，种植进度远超往年平均水平，后续继续关注美豆主产区天气情况。

### (二) 巴西

巴西大豆目前已基本完成收获。4月USDA报告将2019/20年度巴西大豆预期产量较上月1.26亿吨下调至1.25亿吨。尽管此前部分主产区天气不佳，对巴西大豆总产量的预计持续下调，但得益于种植面积较大，19/20年度预计总产量较上一年度仍有6.41%的增加，本年度巴西大豆供给较为充足。

此外，2020年1月起，巴西雷亚尔兑美元汇率不断贬值，尤其3月以来贬值速度有所加剧。1月初至5月7日，雷亚尔兑美元贬值幅度近30%。考虑到出口巴西大豆采用美元结算，雷亚尔贬值对巴西农户出口大豆存在刺激性作用。4月USDA报告将19/20年度巴西大豆出口量较上月上调150万吨至7850万吨，同比上浮5.24%。据巴西贸易部数据，4月巴西大豆总计出口1631万吨，同比增加62.29%，其中约1046.79万吨对华装船，同比增幅64.28%，处于历史同期绝对高位。考虑到后续为南美出口旺季，巴西大豆对华出口峰值一般出现在5月，未来巴西大豆大量到港将带来一定的压力。

### (三) 阿根廷

由于此前阿根廷部分地区干旱，4月USDA报告将2019/20年度预计产量由5400万吨下调至5200万吨，同比下滑5.67%。截至5月6日，阿根廷大豆的收获进度约为78.2%，快于去年同期67.4%；平均单产3.09吨/公顷，低于上一年度平均单产3.36吨/公顷。4月USDA报告预计19/20年度阿根廷

大豆出口量约为 820 万吨，较上一年度 910 万吨减少 90 万吨。总体来看，阿根廷大豆供给较上一年度略有收紧。

#### （四） 疫情

目前新冠疫情在全球范围内尚未获得完全控制。美国当前疫情较为严重，确诊人数及死亡总数位于世界第一，且数据仍有不断攀升趋势。巴西属拉美地区疫情最为严重的国家，4 月中上旬曾一度将现有确诊数控制在了 2.3 万例以下，但 4 月底开始再度迅速增长。阿根廷疫情情况相对轻微，但现有确诊数仍在缓慢攀爬。美国、巴西及阿根廷港口现正常运转，大豆出口暂未受阻，后续应继续关注全球疫情的发展，不排除如疫情导致运输司机或港口工人感染，致使港口停工的可能性。

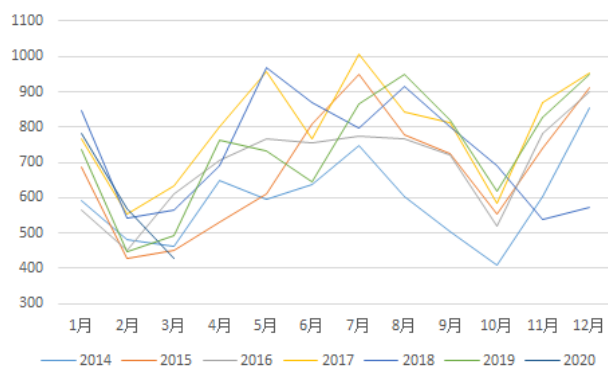
## 二、 国内豆粕市场情况

#### （一） 大豆进口

2019 年度我国大豆总进口量约 8845.84 万吨，与 2018 年基本持平；其中自美国、巴西、阿根廷进口量分别占进口总量的 19.09%、65.20%、9.94%，2018 年则分别为 18.90%、75.06%、1.66%。2020 年第一季度，我国进口大豆 1779.21 万吨，较上一年度同期上升 6.23%，略低于 2018 年。3 月当月我国大豆进口量为 427.78 万吨，较 2 月下降 139.82 万吨，同比下滑 63.83 万吨，为近 5 年来同期最低。第一季度我国总进口量相对充足，南美进口量稳定，处历史同期高位。而得益于中国加征关税减免，美豆进口情况较去年有所好转，但巴西大豆抢占大部分中国市场已成既定事实，短期内我国大豆进口结构较难回到贸易战前情况。如无港口停工或其他意外情况，5、6 月将有大批大豆集中到港，预计二季度大豆供给将较为宽松。

图 1：全国大豆进口量

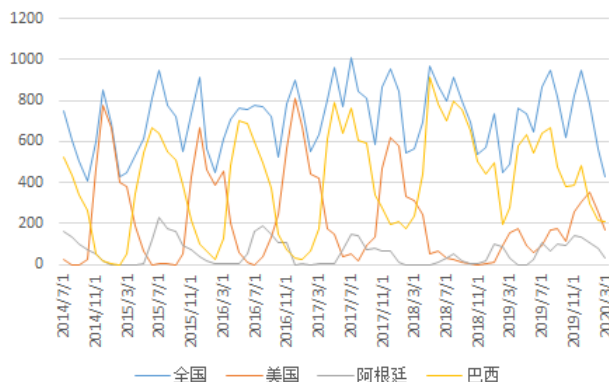
单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

图 2：主要国家大豆进口情况

单位：万吨



数据来源：海关总署、海通期货

## (二) 开机及压榨

5月8日, 巴西、阿根廷大豆盘面榨利在336元/吨、191元/吨; 美湾、美西大豆盘面榨利分别为181元/吨、197元/吨。近期进口大豆盘面榨利普遍较为良好, 南美贴水下降叠加雷亚尔贬值使得巴西大豆榨利居高不下, 美豆榨利转负为正直逼阿根廷大豆则受益于关税豁免。

图3: 大豆盘面榨利

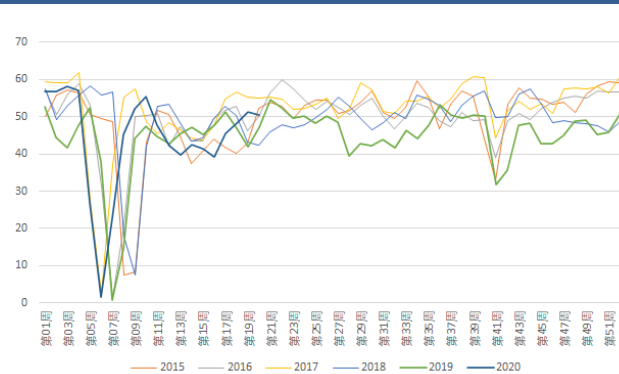
单位: 元/吨



数据来源: 天下粮仓、海通期货

图4: 全国大豆压榨开机率

单位: %



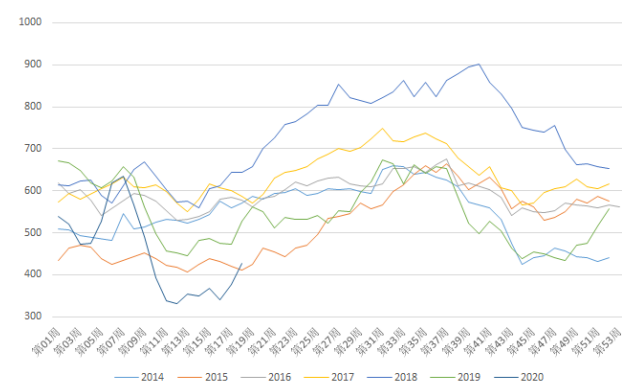
数据来源: 天下粮仓、海通期货

天下粮仓数据显示, 截止5月8日, 全国油厂开机率约为50.39%, 已接近节前57%开机水平, 且高于2015~2019年同期平均开机率49.4%。当周全国大豆压榨量约为174.95万吨, 同比上升4.69%; 2020年累计大豆压榨量约2870.8万吨, 较去年同期2803.17万吨持平略增。

5月3日当周, 国内大豆库存约为426.25万吨, 较上周有所上升, 低于去年同期526.2万吨及五年平均水平548.85万吨; 国内豆粕库存约为18.55万吨, 较上周继续回升, 但仍低于去年同期68.45万吨及五年平均80.28万吨。当前我国大豆及豆粕库存均处于历史低位, 但随着近期开机率提高, 已略有止跌回升趋势。

图5: 国内大豆库存

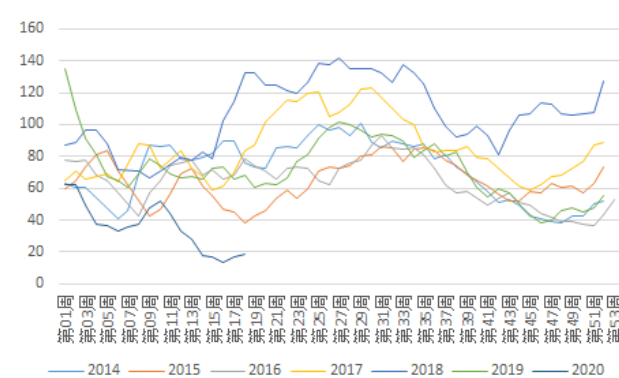
单位: 万吨



数据来源: 天下粮仓、海通期货

图6: 全国豆粕库存

单位: 万吨



数据来源: 天下粮仓、海通期货

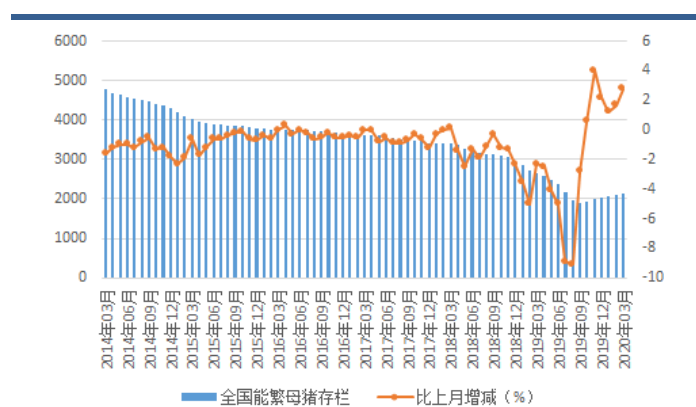
### （三）消费

农业部3月表示主要生产指标稳定向好，据对全国16万家年出栏500头以上规模猪场监测，2月份新生仔猪数量首次环比增长，2、3月份环比增幅分别为3.4%、7.3%。此外，3月份能繁母猪存栏环比增长2.8%，增速较1、2月的1.2%、1.7%有所加快，实现了连续5个月环比增长。

目前全国外三元、土杂猪价格已较去年年底峰值出现回落，但养殖利润仍居历史高位水平，截止5月8日，自繁自养生猪、外购仔猪生猪养殖头均利润分别为2316.74、743.29元。此外，近期仔猪价格大幅走高，截至5月8日全国仔猪价格为132.23元/公斤，同比上涨152.11%。尽管此前受猪瘟影响致使生猪产业缺口较大，但目前已有积极恢复迹象，仍旧高企的养殖利润对农户养殖积极性存在一定利好。

图7：全国能繁母猪存栏量

单位：万头



数据来源：农业部、海通期货

而近日鸡蛋价格回落明显，蛋禽养殖利润随之跳水。截止5月8日，鸡蛋全国现货价格为2.55元/斤，已处近年来同期相对低位；蛋鸡养殖利润约为-28.2元/羽，去年同期盈利约为46.04元/羽；肉鸡养殖利润为0.27元/羽，去年同期盈利约为3.25元/羽。

由于2019年9-11月蛋鸡养殖利润走高，养殖户补栏情绪高涨，致使在产蛋鸡存栏量目前位于相对高位，对当前豆粕消费存在一定支撑。但蛋肉禽养殖利润持续下跌，养殖户淘鸡意愿提高，预计后续对豆粕消费提振有限。此外，2月四川和湖南发生局部禽流感，但目前未有扩大消息，后续继续关注，不排除意外扩散的可能性。

预计短期内下游豆粕消费端较难产生强烈刺激作用。

### 三、总结

4月豆粕大幅走低后维持震荡态势，截止5月8日主力M2009合约报收2750元/吨。



此前市场对疫情阻碍大豆进口有所忧虑，但目前来看近期我国大豆供给相对宽松。尽管美豆已获加征关税减免，但我国以南美大豆进口为主局面暂未改变，未来两个月内预计南美大豆到港数量颇大，对豆粕价格形成压力。继续关注美豆种植生长情况及全球疫情发展或对供给造成的影响。

此外，中美代表于5月8日进行了通话，双方同意即使在疫情下，两国预期按时履行协议承诺。按此看，中美第一阶段经贸协议有望落实推动，但就美总统特朗普表现看，不排除疫情环境下中美摩擦再度加剧的可能。

国内方面，近期油厂开机情况良好，国内大豆、豆粕库存已有低位回升态势。南美贴水下降加之雷亚尔贬值致使巴西大豆榨利居高，美豆榨利得利于关税豁免已逼近阿根廷大豆。但豆油仍在较低位置徘徊，5月8日Y2009合约报收5370元/吨，低迷的豆油价格或继续对豆粕价格有所支撑。

下游方面，生猪行业已有好转迹象，养殖户补栏积极性较强，但恢复仍需时日，目前蛋鸡存栏量较高，对当前豆粕消费存在一定支撑。但蛋肉禽养殖利润持续下跌，养殖户淘鸡意愿提高，预计后续对豆粕消费提振有限。预计短期内下游豆粕消费端较难产生强烈刺激作用。

总体而言，短期内豆粕供给承压，预计豆粕价格以震荡为主；中期来看，不排除天气、疫情等意外情况导致豆粕价格上行的可能性，豆粕大概率易涨难跌。

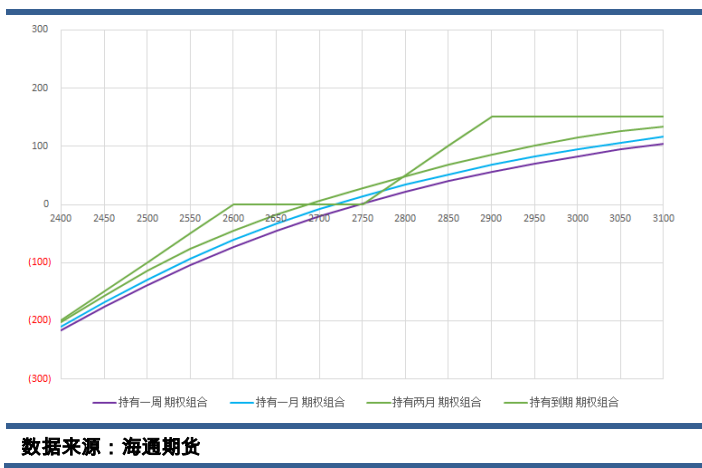
## 四、期权策略分析

结合以上基本面情况分析，考虑在搭建牛市价差组合的基础上，在下方同时卖出虚值看跌期权，即买入一份平值看涨期权，卖出一份虚值看涨期权的同时，再卖出一份虚值看跌期权。

综合考虑流动性、收益效果及到期风险等因素，采用主力合约m2009对应期权合约进行头寸构建，计划持有至期权到期。

以5月8日日盘成交均价为例进行测算，标的m2009价格为2754元/吨，买入1手m2009C2750权利金106.8元/吨，卖出1手m2009C2900权利金70.7元/吨，同时再卖出1手m2009P2600权利金36.7元/吨，构建策略组合，建仓时产生权利金净收入0.6元/吨。根据持有时期不同，该策略组合损益情况可见下图（案例中所有未到期期权价格均为推算的理论价格）：

图 8：策略组合损益示意图 单位：元/吨



该策略适用于预计标的小幅上涨的情况，且持有期间越长，策略收益效果越好，短期内标的在原地震荡情况乃至小幅下跌情况下，亦保留了一定的安全空间。

如策略组合持有期间出现恶劣天气、疫情恶化导致港口停工等可能导致行情意外大幅上涨的新消息，当标的突破上方 2900 元/吨时，考虑是否提前离场或调整策略。

策略风险点在于下方裸露的风险敞口，标的价格大幅下跌时将造成一定损失。结合对基本面判断，在持有一周时间内将下方止损点设置在 2600 元/吨。如市场出现新消息或导致标的价格突破看跌期权行权价格，考虑平仓止损或调整策略。随着策略组合持有期权越长，可适当下调止损点，防止标的短暂触碰止损点后回归导致策略过早离场。

在此基础上，预计每套策略运行期间最大资金占用约为 5000 元，最大持有期收益率约为 30.07%。此外，该策略组合开仓及平仓时均需警惕期权瘸腿风险。

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。

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。