

豆粕期权策略报告：多重利好涨势可期，买入深度虚值看涨期权

一、观点及操作

四季度豆粕基本面可谓一片看好，美豆进口悬而未决，巴西新季大豆播种推迟引发农户惜售陈豆，国内生猪养殖户压栏补栏带动饲料需求好转，不断渐涨的进口成本巧遇饲料需求回暖，按目前进口成本折算豆粕 11 月上涨空间预计超过 150 点。为保持风险收益最大化，我们计划在十一月初买入深度虚值看涨期权 M2001C3250，总持仓占比不超过 15%，风险盈亏比 1:4。

建仓逻辑：

宏观上，中美贸易争端对盘面影响程度大幅减弱，即使中美十一月取得实质进展，美豆最快到港日期也在 12 月之后，同时美豆不具备任何价格优势，反而会抬升国内大豆价格；

中观上，美豆明确减产和巴西豆种植进度落后令进口大豆“量减价增”预期强烈。10 月规模养殖厂生猪存栏企稳回升，饲料需求去年以来首次环比增加，11 月生猪压栏补栏现象将进一步提升饲料需求。而无论港口大豆库存，还是油厂大豆和豆粕库存均处于历史低位，豆粕具备良好的上涨基础；

微观上，M2001C3250 期权合约持仓量不断创新高，隐含波动率偏低叠加期权价格低估，风险收益比极高。

风险点：美豆提前到港、巴西播种进度提速、猪瘟蔓延令饲料需求降低。

买入 M2001C3250	价格	逻辑	手数
入场	3-4	国内大豆供应紧缺叠加 饲料需求回暖	20000
离场	6 以上	猪瘟蔓延令饲料需求再度下滑； 美豆大量到港；南美种植提速	

二、逻辑框架

1、豆粕基本面

1.1 美豆减产明确、巴西豆种植进度落后

美豆减产明确：USDA 十月供需报告显示，2019/20 年度美国大豆产量预估为 35.5 亿蒲式耳(预期 35.71, 前值 36.33)，单产预估为 46.9 蒲式耳/英亩(预期 47.1, 前值 47.9)，单产和播种面积的再三调低，令新季美豆减产坐实。目前中西部已经连续 15 个月潮湿，11 月天气状况依然没有好转，今年的播种和收割情况都为历史最差，进度远远落后于往年同期。此外，压榨量的提高也使得期末库存预估低于市场预期。

图 1 十月美豆供需平衡表主要调整项

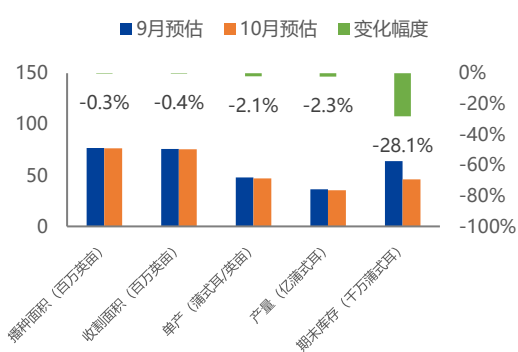
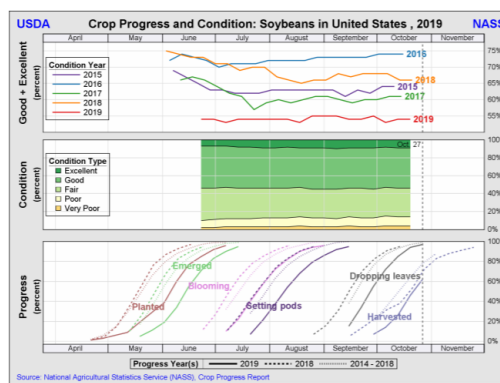


图 2 美豆生产和收割进度均落后往年



数据来源：USDA、兴业期货研发部

美豆进口到港有限：中美贸易战持续升温，今年美国大豆出口欠佳，仅高于 2018 年，处历史第二低。未来想恢复对华的大量出口，仍然需要依靠进口关税配额或者中美双方谈判后免除关税。近期市场传闻中国已经批准 1000 万吨美豆进口配额，但当前价格与南美豆相比优势不明显，市场采购积极性不高，即使政策性买入，最快到港也需要等到 12 月或明年 1 月，对 M2001 合约影响有限。另有消息称，豁免的对象为 3 月美国船货，那么在此之前港口库存大豆都将保持低水平，进一步加剧国内大豆供应紧张的情况。

图 3 进口大豆升贴水

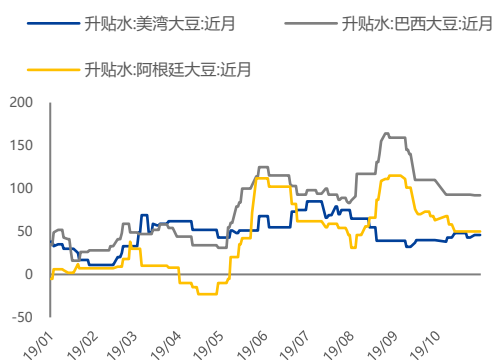
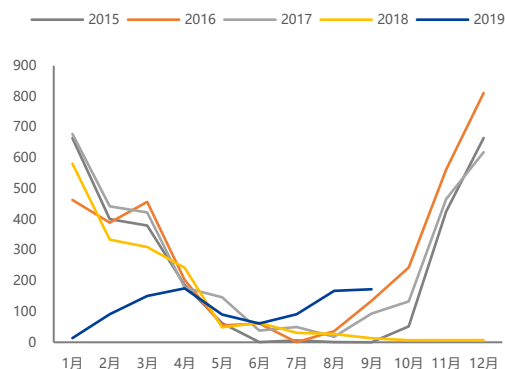


图 4 中国月度进口美豆量



数据来源：Wind、海关总署、兴业期货研发部

巴西大豆种植推迟：截至 10 月 30 日，巴西大豆种植率 34%，去年同期 49%，历史均值 36%，为近 6 年来最低，巴西中部地区干燥引发担忧，其中马托格罗索州种植进度仅 12.5%，远远落后去年的 40%。根据 IMEA 数据，2018/2019 年度巴西大豆销量占总产量的 96.85%，目前农户惜售情绪较浓，除非能够确定 2019/2020 年度大豆丰产，否则这种情绪仍然会随着余豆的减少而延续。

粗略估计，巴西大豆产量的 45%-55%用于出口，约 4000 万到 6500 万吨。2017/18 年度产量估计为 12000 万吨，接近 5400 万吨大豆出口至中国。截至 9 月底，中国已经进口巴西大豆 4519 万吨，距离 5400 万吨仅剩 881 万吨，而四季度中国进口量至少在 2300 万吨以上（10 月进口大豆 750 万吨，11 月 800 万吨，12 月 810 万吨），中国进口缺口依然较大。此外，中美贸易谈判取得实质进展也有利 CBOT 大豆上涨，而巴西 CNF 升贴水跌幅不大，因此从成本端支撑豆粕价格。

图 5 进口大豆升贴水

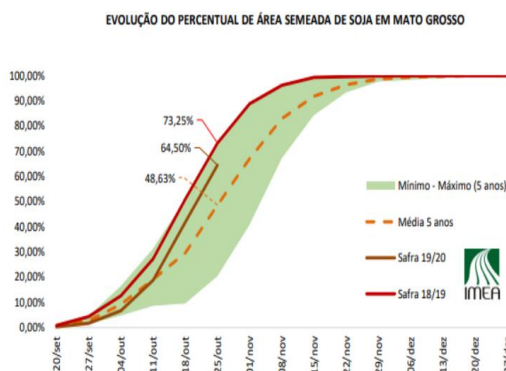
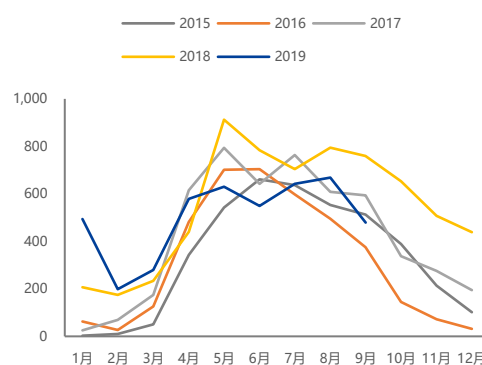


图 6 中国月度进口美豆量



数据来源：IMEA、海关总署、兴业期货研发部

1.2 生猪存栏有望企稳，饲料需求出现回暖

生猪存栏有望企稳：据农业农村部 9 月数据，能繁母猪和生猪存栏量环比下降 3% 和 2.8%，降幅已经明显收窄。当前全国疫情较为稳定，仅局部地区有小规模疫情，预计年底生猪存栏量将全面企稳。此外，据农业农村部十月的调查显示，全国年出栏 5000 头以上规模猪场 9 月份生猪存栏环比增长 0.6%，能繁母猪存栏环比增长 3.7%，后备母猪销量环比增长 70.7%。从区域来看，我国东北、华北、西北以及中原地区部分省份生猪存栏已经止降回升。其中北方有 7 省生猪存栏较 8 月增幅超过 3%，全国另有 8 地能繁母猪存栏较 8 月增幅超过 3%。

图 7 能繁母猪降存栏幅明显收窄

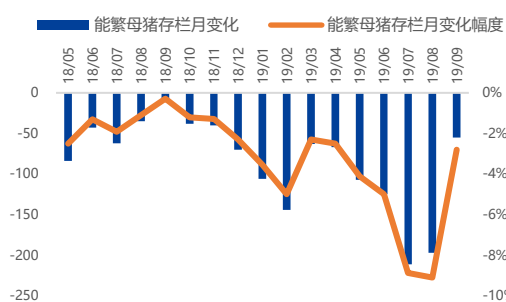
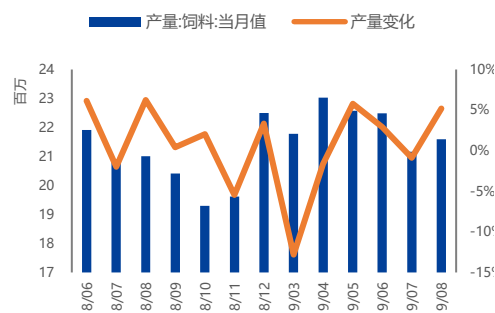


图 8 全国饲料产量止跌回升



数据来源：农村农业部、兴业期货研发部

表 1 规模猪场存栏数据

规模猪场	恢复较快，触底回升	全国年出栏 5000 头以上规模猪场全面调查，9 月份生猪存栏 4445.51 万头，环比增长 0.6%；能繁母猪存栏 610.47 万头，环比增长 3.7%。
后备母猪	销量大增	对 100 家重点种猪企业监测，9 月份后备母猪销量环比增长 70.7%。
猪饲料	产销量全面回升	对全国饲料生产企业全口径统计，9 月份猪饲料产量环比增长 10%，其中仔猪料、母猪料、育肥猪料产量环比增长分别是 12.7%、8.7%和 9.1%。
各省份存栏	明显回升	9 月，辽宁、山东、黑龙江、河北、山西、甘肃、吉林等 7 省份生猪存栏环比增幅超过 3%，比 8 月份增加 6 个省份。
		甘肃、宁夏、黑龙江、山东、天津、上海、北京、辽宁等 8 个省份能繁母猪存栏环比增幅超过 3%，比 8 月份增加 6 个省份。
区域	部分止降回升	东北、华北、西北地区，以及中原地区部分省份生猪存栏止降回升。全国生猪调出第一大省河南，生猪存栏和能繁母猪存栏双双止降回升。

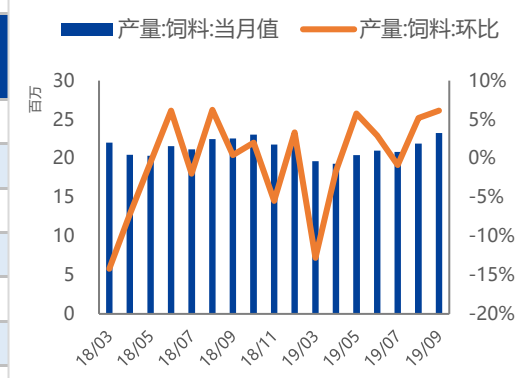
数据来源：农业部、兴业期货研发部

生猪补栏压栏增加饲料消耗：据天下粮仓最新统计的全国 938 家饲料企业数据，9 月猪料产量+10.4%，饲料总产量+3.82%。对应生猪存栏下降速度减缓，补栏生猪饲料用量增加，同时禽类、反刍类的补栏量出现增长。国家统计局公布 9 月饲料环比+6.2%，8 月环比+5.2%，实现连续 2 个月增长。12 月初至春节是生猪需求的季节性高峰，并且 2020 年春节偏早，10 月已经进入育肥季节。养殖户压栏以求在春节前卖出高价，10 月的猪价暴涨也因受到了人为压栏的推波助澜，预计短期一个月内压栏行为仍将继续刺激猪料需求。

表 2 全国 938 家饲料企业猪料明显增长

饲料	2019.9 (万吨)	2019.8(万 吨)	增减 (万吨)	增减幅度 (万吨)
总产量	795.47	766.21	29.26	3.82%
猪料	315.84	286.09	29.75	10.40%
禽料	349.64	349.48	0.16	0.05%
水产料	105.67	107.91	-2.24	-2.08%
反刍料	23.91	21.93	1.98	9.03%
其他料	0.41	0.8	-0.39	-48.75%

图 9 饲料产量连续 2 月增长



数据来源：天下粮仓、国家统计局、兴业期货研发部

1.3 油厂 11 月开机率回升，沿海大豆库存低位

限产后迎开工热：国庆限产巧遇停机，国内豆粕库存快速去化，进入十月底，大豆压榨开机率重新回升至 48%，周压榨量在 170 万吨左右，月压榨量在 700 万吨左右。10 月压榨量预计同比和环比都有较大幅度的下跌，11 月回升的预期较强。

油厂低库存带动成交好转：目前大豆库存处于历史同期偏低水平，全国进口大豆库存 504.9 万吨，沿海油厂大豆库存 392.27 万吨。下游成交方面，上周日均成交量 49.1 万吨，远高于一周前的 15 万吨，处于历史高水平。其中多为远月基差合同，表明目前盘面榨利较好的情况下油厂远期基差报价具有吸引力，同时也说明市场对未来养殖需求较乐观。

图 10 十月底大豆压榨量回升至 50%附近

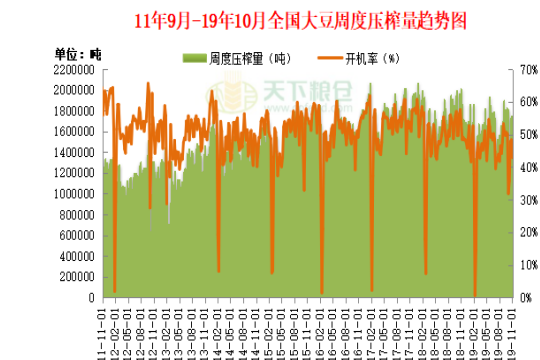
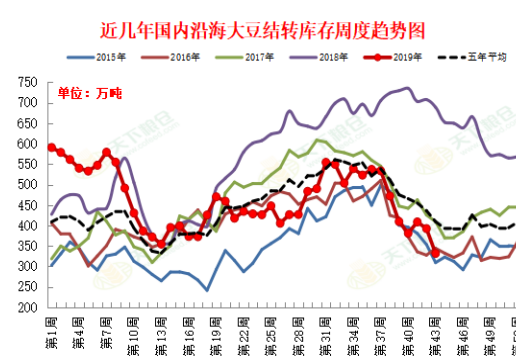


图 11 沿海大豆库存处于历史地位



数据来源：天下粮仓、兴业期货研发部

1.4 中美贸易谈判不再构成新的利空

去年 11 月两国领导通话，中方表达增加进口、扩大开放的积极意愿后，美豆迎来上涨带动国内豆粕拉升。随后几次会晤或通话均释放了一定的继续或作的意愿，国内豆粕因美豆进口或增加的利空而下跌。而今年 10 月 14 日两国牵头人会谈结束，中方表示将进一步订购美豆，贸易战谈判结果逐渐明朗，此时国内豆粕反而跟随美豆上涨，随后美豆回落而国内豆粕高位震荡。表 2 中我们梳理了中美历次贸易磋商后豆粕的走势，影响已经明显减弱。

11 月 1 日，在智利的 APEC 会议取消后，美方表示中美正在选择一个新地点签署第一阶段的贸易协议。随着贸易磋商细则一步步确定，中国进口美豆的利空逐步被市场消化，目前支撑豆粕价格的主要因素在于巴西豆进口成本，以及国内原料库存处于低位，养殖端饲料需求回暖，而美豆天气炒作亦能在进口成本上对国内豆粕产生积极影响。

表 3 历次贸易磋商后豆粕走势统计

日期	时间	涨跌幅				持仓量
		第一日	第二日	第三日	一周	
2018/11/2	两国领导通话，中方表达合作意愿	0.97%	1.36%	2.25%	0.10%	增仓
2018/12/3	布宜诺斯艾利斯会晤，信号偏缓和	-2.32%	-1.69%	-1.47%	-2.39%	减仓
2019/6/19	两国领导通话，信号偏缓和	-0.47%	-0.19%	0.78%	0.35%	减仓
2019/7/1	大阪会晤，信号偏缓和	-1.36%	-1.58%	-2.00%	-2.74%	减仓
2019/8/14	牵头人通话，进一步协商	-0.76%	-1.09%	-0.62%	1.84%	增仓
2019/9/5	牵头人通话，进一步协商	-1.39%	-2.35%	-1.95%	-2.04%	减仓
2019/10/14	牵头人会谈结束，协商进度良好	0.08%	0.11%	0.12%	-0.1	增仓
2019/11/1	美方：很快将签订第一阶段协议	/	/	/	/	/

数据来源：新闻整理、兴业期货研发部

2、期权表现

2.1 看涨期权成交活跃，IV 偏低潜力暗藏

看涨期权更受青睐：自 M2001 对应期权合约成为主力合约期间（7 月 1 日—11 月 1 日），成交量 P/C 近 78% 的概率小于 1，说明看涨期权成交活跃度远大于看跌期权。从图 13

中可见，成交量 P/C 前三次出现异常值时随后一周往往伴随期货大涨，而第四次异常值出现在 10 月 30 日，11 月 4 日起的一周内不排除期货大涨的可能。最令人关注的是，深度虚值合约 C3250 自美豆播种至收获期间（8 月至目前）一直深受青睐，已经连续三个月成为 M2001 所有看涨和看跌期权中成交量最高的合约。

尽管看跌期权持仓量仍处于高位，但 10 月底的一周持仓量明显开始减少，相对比下，看涨期权 C3250 持仓量不断创新高。

图 12 M2001 看涨期权更受青睐

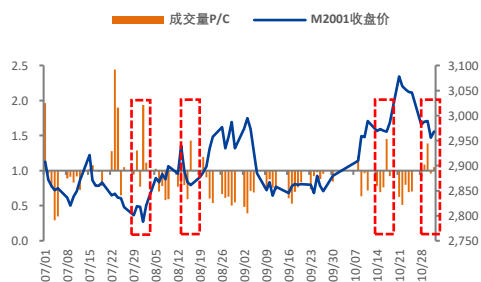


图 13 M2001C3250 成为主力合约

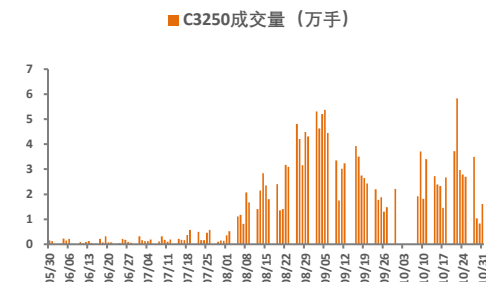


图 14 看跌期权持仓量下滑

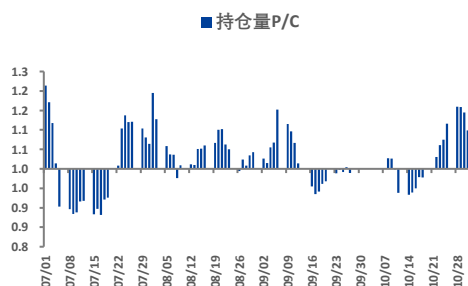
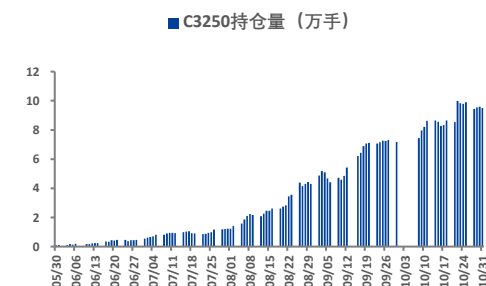


图 15 C3250 持仓量不断增加



数据来源：CCF、Wind、兴业期货研发部

隐含波动率偏低：M2001 三十日历史波动率目前处于中等偏低水平，而 C3250 隐含波动率处于极低水平，再结合历史波动率在十一月大概率增加的季节性规律，以及波动率微笑

和波动率锥的表现，我们认为无论隐含波动率还是历史波动率短期上涨的概率较大。

图 16 隐含波动率处于低位

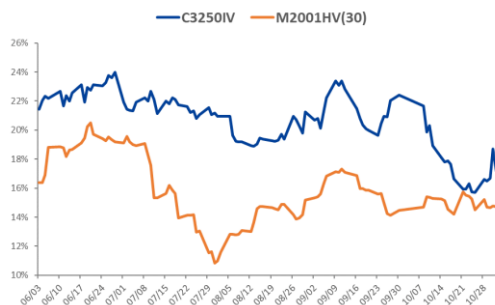


图 17 十一月历史波动率往往会增加

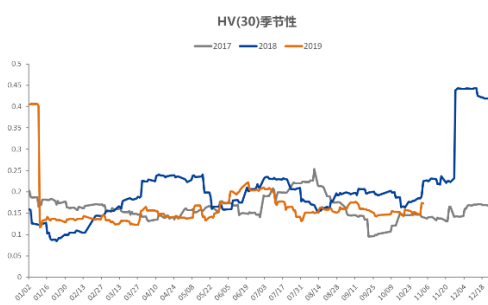


图 18 历史波动率偏高

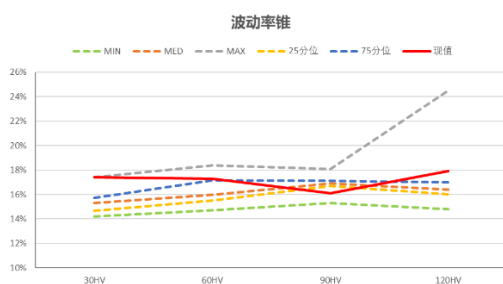


图 19 C3250 波动率偏低



数据来源：Wind、兴业期货研发部

2.2 希腊字母显示 C3250 价格被低估

希腊字母	Delta	Gamma	Theta	Vega	Rho
11/4 现值	0.0332	0.0005	0.1569	0.6518	-0.0011
结论	期权价格被低估		时间价值损失极快	\	\

C3250 实际价格偏低:通过 B-S 公式计算出当前 M2001C3250 的理论价格为 3.045,

与实际价格 3 完全吻合。多数情况下实际价格均会高出理论价格，从图中看见，8 月中旬两种价格也曾趋于一致，但随后实际价格大幅上涨。十月底期货的回调令两种价格再度趋于一致，说明实际价格严重被低估，正是买入的绝佳时机。

杠杆率显示收益巨大：固定 Delta 的情况下，期货上涨 100 点即对应期权价格翻倍，通过之前基本面的推断，十一月期货向上有 150-200 点空间，结合 Gamma 对 Delta 的影响，理论上对应 150%-200% 的涨幅，再参考杠杆率，实际涨幅要远超过于此，保守估计在三倍以上。而最大损失为期货震荡下期权时间价值的损失。距离到期还有 35 个交易日，我们计划持仓不超过 11 月底，按照 Theta 估计时间价值损失 1.5 左右。

图 20 C3250 真实杠杆率极低



图 21 真实杠杆率与实际杠杆率差距极大



数据来源：Wind、兴业期货研发部

三、交易策略及风险控制

1、入场

综合以上“油厂大豆库存低位+进口推迟到港+饲料需求回暖+M2001C3250 价格低估”的逻辑，我们计划在 11 月 4 日至 11 月 8 日期间买入 M2001C3250。入场价格为 3-4，最终目标价格为 6 或更高，期间如有重大利好择机加仓，具体操作见下表：

M2001C3250	方向	合约点位	建仓逻辑	手数	保证金占比
------------	----	------	------	----	-------

初始建仓	买入	3-4	国内大豆供应紧缺叠加饲料需求回暖	20000	7%
追加建仓	多	入场点位+3	美豆减产超预期，南美种植进度大幅落后	10000	6%

2、离场

由于期权交易期限仅剩 35 个交易日，为避免时间价值快速衰减，最后持仓时间不超过 11 月底，按当前 Theta 静态估计，最大时间价值损失为 2，故止损价格选在 2 以下。

	点位	逻辑	操作
止盈	6 或更高	猪瘟蔓延饲料需求再度下滑；美豆大量到港；南美种植提速	分批止盈
止损	2 或更低		一次性全部止损