

## 一、菜籽粕基本面情况的介绍

短期来看，菜籽粕基本面仍然偏弱。截至 2020 年第 1 周粕类库存已连续 2-3 周回升，当周油菜籽压榨开机率回落，但菜籽粕提货速度较慢，两广及福建地区菜粕库存继续回升至 23500 吨，较去年同期增加 9.3%。春节前部分生猪加快出栏，商品猪现有存栏饲料消费尚未有明显改善，水产进入消费淡季，整体消费偏于清淡。虽然春节备货陆续开启，但油厂大豆压榨开机量也保持 200 万吨/周的高位，预计豆粕库存仍将继续回升。菜粕方面，内地消费尚可，但沿海地区菜粕走货不畅，加之近期杂粕到港又比较充足，菜粕库存继续回升。近期南美大豆产区天气良好，CBOT 大豆高位回落，也给国内两粕价格带来一定压力，菜粕短期基本面依然偏弱。

长期来看，菜籽粕下方支撑韧性较强，价格重心有望上移。需求端边际缓慢转好，19 年粕类整体需求因非洲猪瘟问题有所下滑，但肉禽、蛋禽及水产饲料消费均有不同增涨，尤其肉禽饲料消费增长接近 15%。预计 20 年禽类和水产类饲料消费仍然保持较好势头，生猪养殖恢复情况成为粕类消费的关键边际变量。截至当前，农村农业部公布的能繁母猪存栏连续 3 个月环比增长，生猪饲料产量连续 4 个月环比增长，同时考虑到生猪养殖繁育周期及当前存在较大范围商品母猪留种充当能繁母猪作为“产能”的情况，预计生猪养殖端对粕类的消费需求稳定缓慢恢复，给菜籽粕下方提供韧性较强的支撑。供给方面，

预计 19/20 年全球大豆库存消费比下降，油菜籽主产国欧美、加拿大及澳大利亚产量均有不同程度下降，压榨原料库存消费比整体转紧，而在中美贸易背景下，国内供给只可能持平或紧于国际供给，尤其油菜籽进口大量减少，当前仅有少数民营企业参与油菜籽进口。此外，19 年全年沿海地区菜籽粕消费明显被性价比更高的豆粕挤占，菜籽粕表观消费量大幅下降，保守估计也超过 40%，20 年随着整体粕类消费逐渐恢复，预计菜籽粕消费恢复幅度更大。综上，预期长期视角下的菜籽粕供基本面情况以较慢节奏逐渐转好。

## 二、未来行情走势预判

短期基本面偏弱，但在消费预期改善背景下，下方支撑较强。当前粕类盘面压力很大一部分来自于高压榨利润下的套保盘抛压，现在价格所处的位置趋势性做空盈亏比较低。预期价格在缺少新的实质性驱动前以区间偏弱运行为主，RM05 合约下方 2200-2250 支撑韧性较强，上方 2350-2400 压力较大，同时现货市场通过调整升贴水报价维持现货价格稳定。长周期看，在消费预期边际改善的情况下，一旦供给端出现转紧驱动，价格存在上涨潜力，远月 09 合约上涨潜力更大。

## 三、菜籽粕期权上市意义

首先，进一步丰富了我国期货市场风险管理工具的体系，增强期货市场运用衍生品工具服务实体经济的能力。其次，菜籽粕期权的上市迈出了菜系大宗商品期权工具上市的第一步，也向着逐步实现油脂

油料产业链期货品种的期权全覆盖，以及上市期货品种的期权全覆盖再次迈出坚实的一步。

此外，近两年中美贸易关系发生转变，粕类价格波动较以往更大，菜籽粕期权的上市，在菜籽粕期货套期保值参与度已经非常高的基础上，进一步为油厂、养殖行业、饲料行业及贸易商等实体经营企业完善了风险管理工具，补足了以往场内只能用高相关性期权工具替代的短板，从而提升企业风险管理能力，有利于企业以及整个产业链的健康发展，更加充分的发挥期货市场服务实体经济的基础功能。

#### 四、上市首日投资策略

菜籽粕期权首日上市挂牌合约分别为 2005，2007 及 2009 合约，预计 05 及 09 合约较为活跃，上市首日对应期货合约价格均在 2500 以下，即行权价格间距为 25 元/吨。同时基于上述基本面情况与行情判断，推荐以下四个策略。

1、针对 05 合约，保守投资者可以卖出 05 合约熊市价差策略，如果期货价格运行在 2300 附近，卖出下方执行价格 2275-2200 附近的熊市价差组合；激进投资者可裸卖执行价格 2200 以下的看跌期权。

2、买入 09 合约看涨期权策略，以倒金字塔的建仓方法，背靠期货 RM09 合约价格 2325 位置，分批买入的虚值 2-3 档的看涨期权。此策略最大风险可控，虽然建仓期付出的时间价值成本较高，但如果粕类价格重心上移，利润也较为丰厚。

3、保护性组合策略。买入 RM09 期货合约的同时，再买入虚值 1-

2 档的 RM09 看跌期权。

4、跨品种价差期权策略，个人认为当前豆菜粕价差较低，下方空间有限。如果上市首日豆菜粕 05 合约价差在 350-380 以下，可构建卖出平值附近的豆粕看跌期权，同时买入平值附近的菜粕看跌期权的跨品种组合策略，此策略需要上市后根据实际期权合约价格做具体计算，综合考虑权利金收入和盈亏比决定是否参与。