



高库存压力下近弱远强或持续

豆粕期货/期权 策略报告

摘要

报告作者

作者：黎伟

电话：0510-85101580

E-mail: liwei@glqh.com

从业资格号：F0300172

投资咨询号：Z0011568

报告日期：2020 年 11 月 23 日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

在后市豆类价格走势方面，我们保持看好。一方面按 11 月 USDA 报告 2020/2021 年度美豆 22 亿蒲的出口预期，目前仅剩 800 多万吨，出口还存继续上调空间，利多并未完全落地；另一方面后期阿根廷亦存在天气炒作预期。对于国内豆粕期货而言，近弱远强的格局或将持续：01 合约在巨量的库存压力之下短期走势将难言乐观；05 合约因有较强的成本支撑，加上天气炒作的预期走势将相对更强。

技术上看，M2101 系列合约上方 3300 元/吨区域存极强压力，M2105 下方 3100 元/吨附近有强支撑，同时考虑到目前豆粕期权隐含波动率整体为“正偏”结构。建议考虑如下策略：

- (1) 择机买入 M2101-P-3150，同时卖出 M2101-C-3300 构建类合成 M2101 期货空头；
- (2) 逢低做多 M2105 合约；
- (3) 择机买入近月虚值看跌期权，同时卖出远月虚值看跌期权构建反日历价差。

在过去的4个月中，美豆经历了一波壮阔的上涨行情，超预期的出口情况及不断下调的单产是其行情变化的主要原因。根据11月USDA月度供需报告，2020/2021年度美豆的期末库存已经下调至1.9亿蒲，库存消费比更是跌至了4.2%，该值已经来到2013/2014年度以来的最低水平。然而我们发现对于4.2%的美豆库销比，按照以往惯例，其震荡中枢应在1300美分左右，而目前不足1200美分，这是市场出现偏差，还是另有内情？

豆粕作为大豆榨油后的副产品，在本轮的上涨行情中，其涨幅明显小于外盘美豆以及美豆粉，甚至在美豆的后期上涨行情之中，豆粕近月合约不涨反跌，是什么原因导致如此大的反差？是因为近段时间人民币的不断升值？后期豆粕期货是否会出现补涨情形？作为以豆粕期货为标的物的豆粕期权又将如何操作？本文我们将进行详尽分析。

一、豆粕期货分析

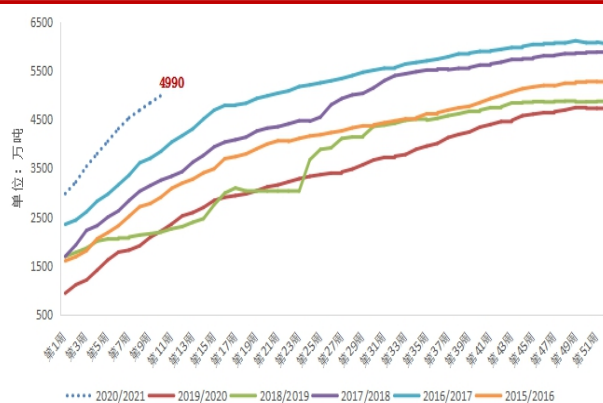
1.1 中国超预期采购是美豆库存下降的主要原因

与以往美豆调整库存消费比更多源自对单产的下调不同，2020/2021年度期末库存预估的大幅下降则更多依赖于中国的超预期采购。截至11月12日当周，新年度美豆对全球累计销售已达5129万吨（对中国销售2861万吨，占比55.8%），远高于去年同期2360万吨（对中国销售仅有848万吨）和过去三年均值2651万吨。今年销售进度已达USDA报告预期目标22亿蒲（约5962万吨）的85.7%，远高于过去三年均值的51.94%。目前新年度还剩多达近9个半月的时间，按照22亿蒲的出口预期，仅剩800多万吨，如此看目前的出口预期明显是有些偏低的，后期USDA报告还存继续上调出口的空间。

图1：美豆单产与库存消费比变动



图2：美豆累计销售量（含出口+未装船）



数据来源：同花顺 国联期货

我们需要关注的是，当前中国的超预期采购导致的美豆出口前景向好，一方面是由于国内需求的稳步增长，另一方面则因为中国为了履行中美贸易协定的采购目标以及本国的战略性储备需要，全球大豆期末库存的下降幅度明显不如美豆亦可以证明此推测。也就是说，目前美豆的低库存并不是总体

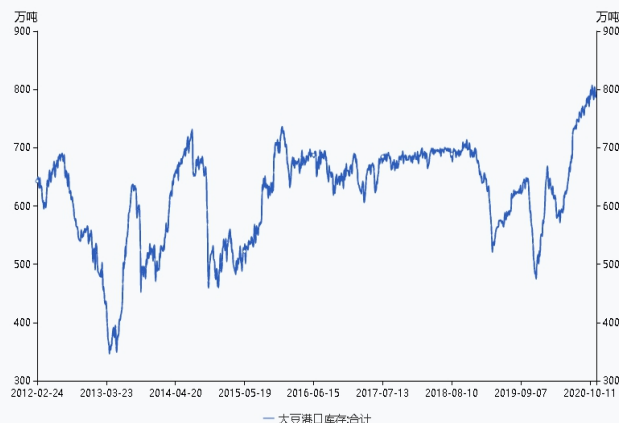
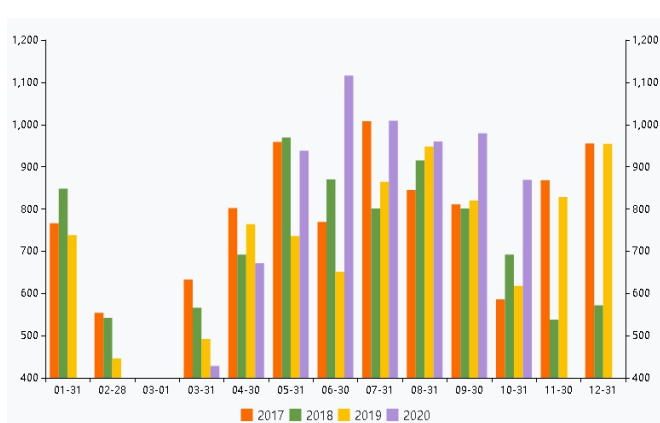
消耗所带来的结果，更多是由一个地方向另一个地方的空间转移。这也就解释了为何现在的美豆表现不如 2013/2014 年度的表现。

1.2 国内库存“压力山大”

中国对美豆进行巨量采购导致国内超量库存。截至 11 月 20 日，全国港口大豆库存达到了 800.26 万吨的极高水平，该值为 2012 年以来的最高值。预计 11 月至 12 月将有 1800 万吨左右的大豆到港，大豆供应十分充足。

图 3：中国进口大豆量（单位：万吨）

图 4：国内大豆港口库存（单位：万吨）



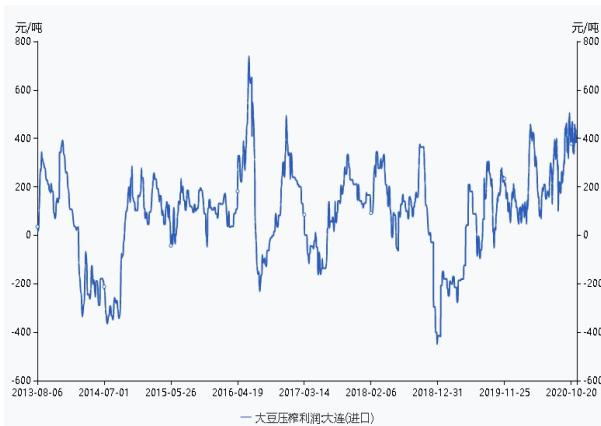
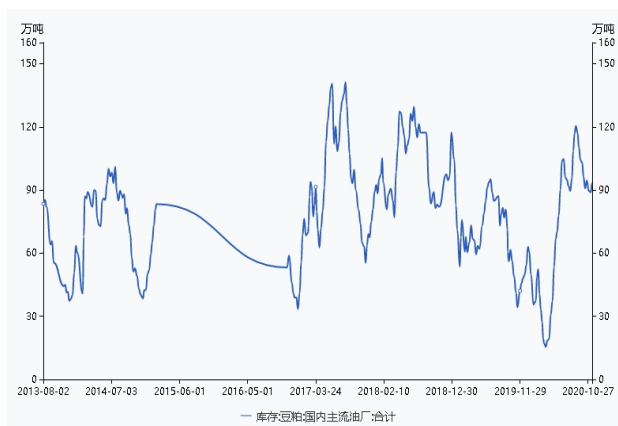
数据来源：同花顺 国联期货

与此同时，因现货压榨利润可观，油厂压榨开工率高企。10 月份，油厂大豆压榨 839 万吨，远高于去年同期的 669 万吨。全国主要油厂豆粕库存最高达到了 120 万的高位水平，目前处于去库存当中，但绝对数值仍有 93.33 万吨左右，处历史同期高位水平。

在大豆供应充足，且现货压榨利润仍处历史高位的情况下，后期豆粕 01 合约压力仍将十分巨大。

图 5：全国主要油厂豆粕库存（单位：万吨）

图 6：大连进口大豆压榨利润



数据来源：同花顺 国联期货

1.3 南美天气炒作支撑远月

除美豆单产与出口的变化，后期拉尼娜天气对南美大豆的影响亦影响着未来美豆的走向。

从过往经验来看，拉尼娜天气对巴西大豆的影响有限，且目前巴西大豆的播种率已达到了近 70%，播种逐渐进入收尾阶段。目前受天气影响更多的是阿根廷，11 月 USDA 月度供需报告下调了阿根廷产量预估 250 万吨至 5100 万吨；后续阿根廷大豆产量变化将会显著影响美豆后续的上涨空间。这或是支撑国内豆粕 05 合约的关键因素之一。

需要注意的是，拉尼娜对阿根廷大豆的炒作时点更多集中在 12 月底或 1 月初前后。因此短期内仅靠天气预期很难促使豆粕再度走出上涨行情。

总体而言，我们看好美豆走势：目前美豆出口还存继续上调空间，利多并未完全落地；后期阿根廷存在天气炒作预期。对于国内豆粕期货而言，近弱远强的格局或将持续：01 合约在巨量的库存压力之下短期走势将难言乐观；05 合约因有较强的成本支撑，加上天气炒作的预期走势将相对更强。

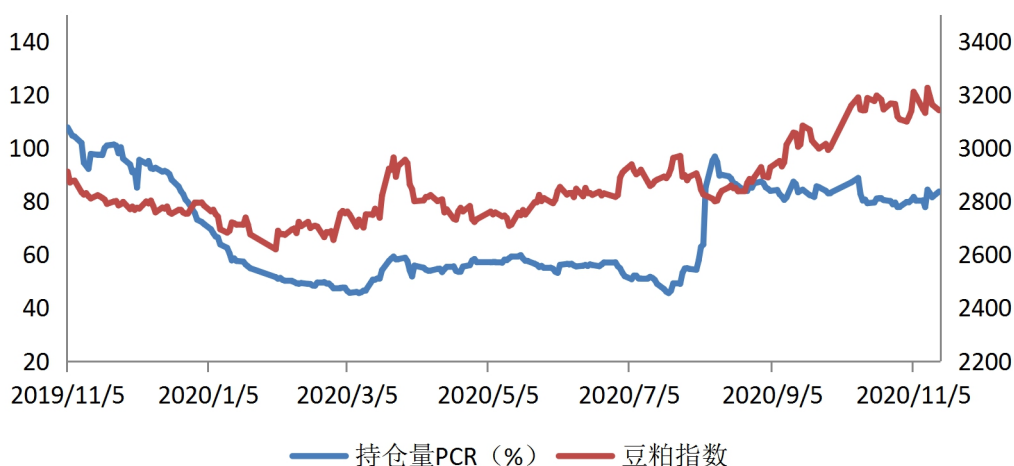
二、期权分析

2.1 期权持仓 PCR 显示豆粕近月价格承压

持仓 PCR 值一般站在期权卖方的角度进行分析。长期看，豆粕期权持仓量 PCR 值（看跌期权持仓量/看涨期权持仓量）与豆粕期货价格表现出明显的正相关性。

9 月后的这波上涨行情之中，豆粕期权持仓 PCR 值并未随着豆粕期货价格的上涨而拉升，反而呈现小幅回调，说明卖出看跌期权的投资者增仓较为犹豫，显示目前主力机构对 01 合约上涨走势并不乐观。

图 7：持仓 PCR 值与豆粕期货价格走势



数据来源：Wind 国联期货

2.2 持仓分布上看

期权持仓量在不同行权价的合约的分布一定程度上代表主力机构对后市标的期货价格的看法。

若看跌期权某一行权价的持仓量高，代表在该行权价处标的期货价格具有较强的支撑。因期权卖方资金量较大，对市场价格走势影响力更大。

由 M2101 系列期权持仓量的分布可知，上方行权价 3200 元/吨至 3300 元/吨处看涨期权持仓量极高，表明该位置区域压力极大；同时，从 M2105 系列期权持仓量分布可知，行权价为 3100 元/吨的看跌期权持仓量在 11 月 16 日的下跌行情中增仓十分明显，目前已达到了近 5 万余手的高位水平，表明 3100 元/吨对豆粕 05 合约具有比较强的支撑。

图 8: M2101 系列合约持仓量分布

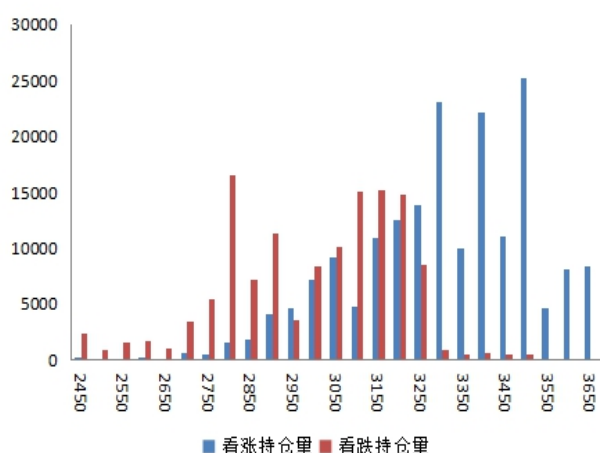
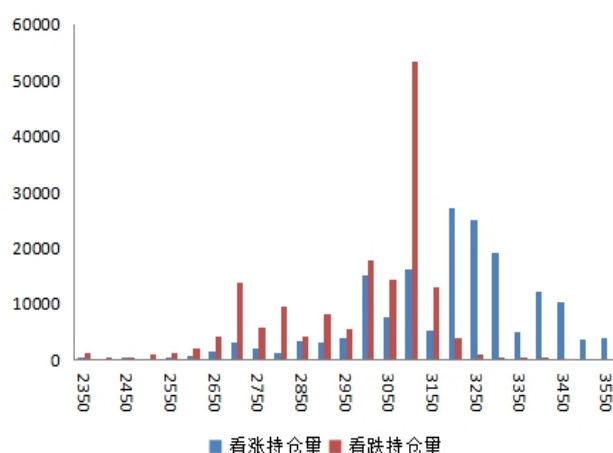


图 9: M2105 系列合约持仓量分布



数据来源: Wind 国联期货

2.3 波动率分析

(1) M2101 系列期权隐含波动率适中

自 10 月下旬以来，在豆粕期货波动率并未出现明显下降的情况下，期权隐含波动率便一直处于震荡回落之中。截至 11 月 20 日，主力 M2101 系列平值隐含波动率在 15.5% 左右，与 10 月末的高点相比回落了近 5 个百分点。目前该隐含波动率水平处于近一年中等水平，与近 30 日市场平均波动相比，存在近 0.8 个百分点左右的折价，期权估值相对适中。

表 1: 近一年豆粕指数波动率分布

	最小值	10%分位	50%分位	90%分位	最大值	最新值
5 日	3.93%	6.53%	12.50%	26.55%	40.48%	6.73%
30 日	7.48%	9.59%	13.96%	21.94%	24.72%	16.34%
60 日	9.58%	11.72%	13.92%	19.38%	20.47%	18.66%
90 日	11.30%	12.29%	14.37%	17.86%	18.21%	16.96%
120 日	12.43%	13.02%	15.31%	16.52%	16.93%	15.79%

数据来源: Wind 国联期货

图 10: 主力平值隐含波动率走势

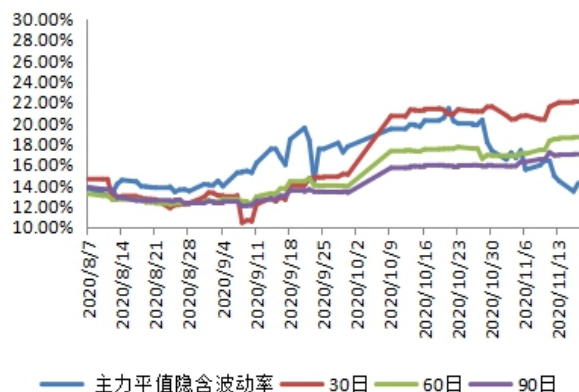
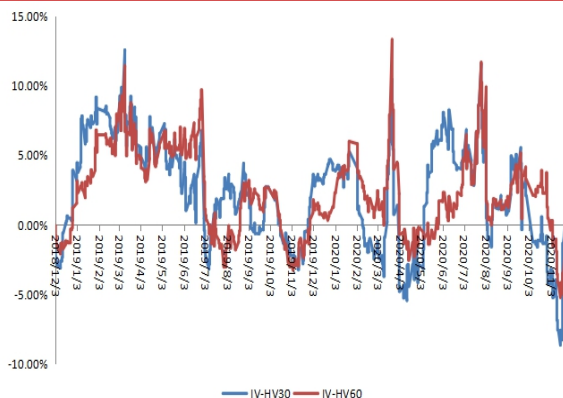


图 11: 主力平值期权折溢价走势

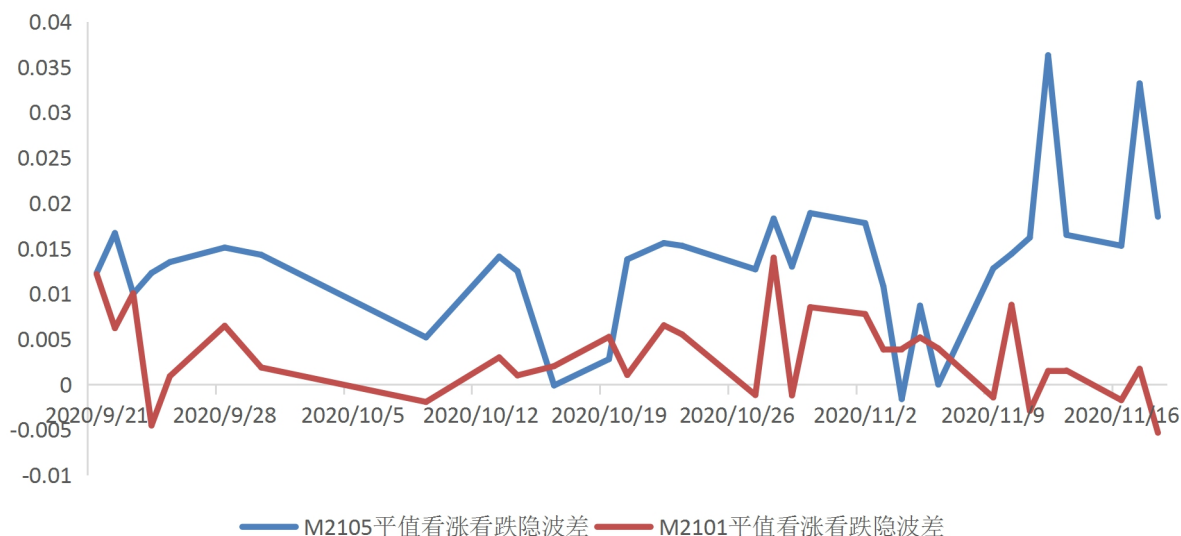


数据来源: Wind 国联期货

(2) 远月 M2105 看涨情绪明显

从看涨和看跌期权隐含波动率价差上看，近月 M2101 系列平值期权看涨期权隐含波动率略低于看跌期权隐含波动率，而远月 M2105 系列看涨期权隐含波动率确明显高于看跌期权隐含波动率。一方面表明投资者对近月略显谨慎，另一方面表明其对远月更为乐观，看涨情绪亦更浓。

图 12: 近远月看涨看跌期权隐波差



数据来源: Wind 国联期货

(3) 虚值看涨隐含波动率持续高于虚值看跌隐含波动率

从不同行权价隐含波动率的变动规律上看，豆粕期权偏度长期表现为“正值”，即虚值看涨隐含波动率持续高于虚值看跌隐含波动率，这将间接增加利用期权合成类期货进行做空的安全边际。

图 13: $IV(0.25\Delta)$ 与 $IV(-0.25\Delta)$ 之差



数据来源: Wind 国联期货

三、交易策略及风险防控

在后市豆类价格走势方面,我们保持看好。一方面按 11 月 USDA 报告 2020/2021 年度美豆 22 亿蒲的出口预期,目前仅剩 800 多万吨,出口还存继续上调空间,利多并未完全落地;另一方面后期阿根廷亦存在天气炒作预期。对于国内豆粕期货而言,近弱远强的格局或将持续:01 合约在巨量的库存压力之下短期走势将难言乐观;05 合约因有较强的成本支撑,加上天气炒作的预期走势将相对更强。

技术上看,M2101 系列合约上方 3300 元/吨附近区域存极强压力,M2105 下方 3100 元/吨附近有强支撑,同时考虑到 M2101 合约剩余时间不长,时间衰减迅速。建议考虑如下策略:

策略 1: 择机买入 M2101-P-3150, 同时卖出 M2101-C-3300, 构建类合成期货空头

策略构建逻辑: 巨量库存压力下近月合约走势难言乐观;上方行权价 3300 元/吨看涨期权持仓量较高,M2101 合约此区域有巨大压力;M2101 系列期权合约隐含波动率呈现“正偏”,利用期权进行做空相比直接利用期货将具有更高的安全边际;通过卖出看涨期权亦会降低买入看跌期权的投入成本。

建仓区间: M2101-C-3300 合约 [10, 20], M2101-P-3150 合约 [10, 20];

止盈区间: M2101 合约下跌至 2950 元/吨-3150 元/吨区域;

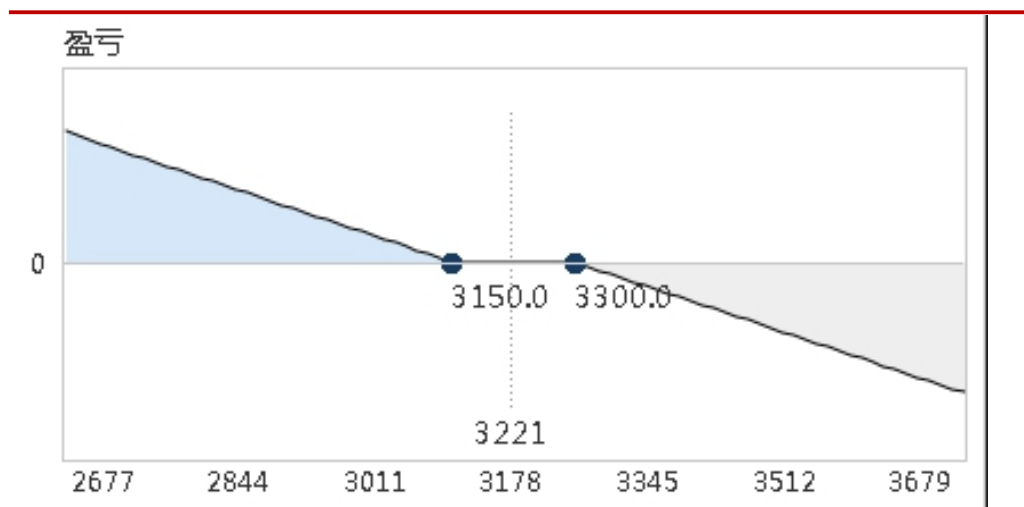
止损条件: M2101 合约向上突破 3320 元/吨;

仓位控制: 20% 以内;

风险控制: 与直接利用期货进行做空不同,以当前 M2101 合约 3220 元/吨左右看,到期时若标的在 3150 元/吨至 3300 元/吨区域,该策略并不会产生任何亏损,相反还有小幅盈利,相当于实现“零成本”

博大跌。其到期盈亏图如下：

图 14：期权类合成期货空头到期盈亏



数据来源：Wind 国联期货

策略的风险点在于M2101合约上涨超过3300元/吨将会逐渐产生亏损，我们制定当标的合约突破前期高点3320元/吨时，策略止损出场。

策略 2：逢低做多 M2105 合约

策略构建逻辑：按 11 月 USDA 报告 2020/2021 年度美豆 22 亿蒲的出口预期，目前仅剩 800 多万吨，出口还存继续上调空间，利多并未完全落地；后期阿根廷存在天气炒作预期；M2105 期权看涨隐波持续高于看跌隐波，市场对远月偏乐观；下方行权价 3100 元/吨看跌持仓量有巨量持仓，支撑明显。

建仓区间：3100元/吨-3200元/吨；

止盈区间：3350元/吨-3450元/吨或美豆出口上调消息落地；

止损条件：M2105合约下破3000元/吨；

仓位控制：20%以内；

风险提示：南美天气良好、美豆出口不及预期等。

策略 3：择机买入近月虚值看跌期权，同时卖出远月虚值看跌期权

策略构建逻辑：目前 M2101 系列平值隐波仅有 15.5%左右，而 M2105 系列隐波依旧有 16%左右，两者呈现近低远高格局；高库存压力下 01 合约压力较大，近弱远强有望持续；M2105 系列合约行权价 3100 处看跌期权持仓明显，此处支撑较强。

建仓合约：买入 M2101-P-3200，同时卖出 M2105-P-3150；

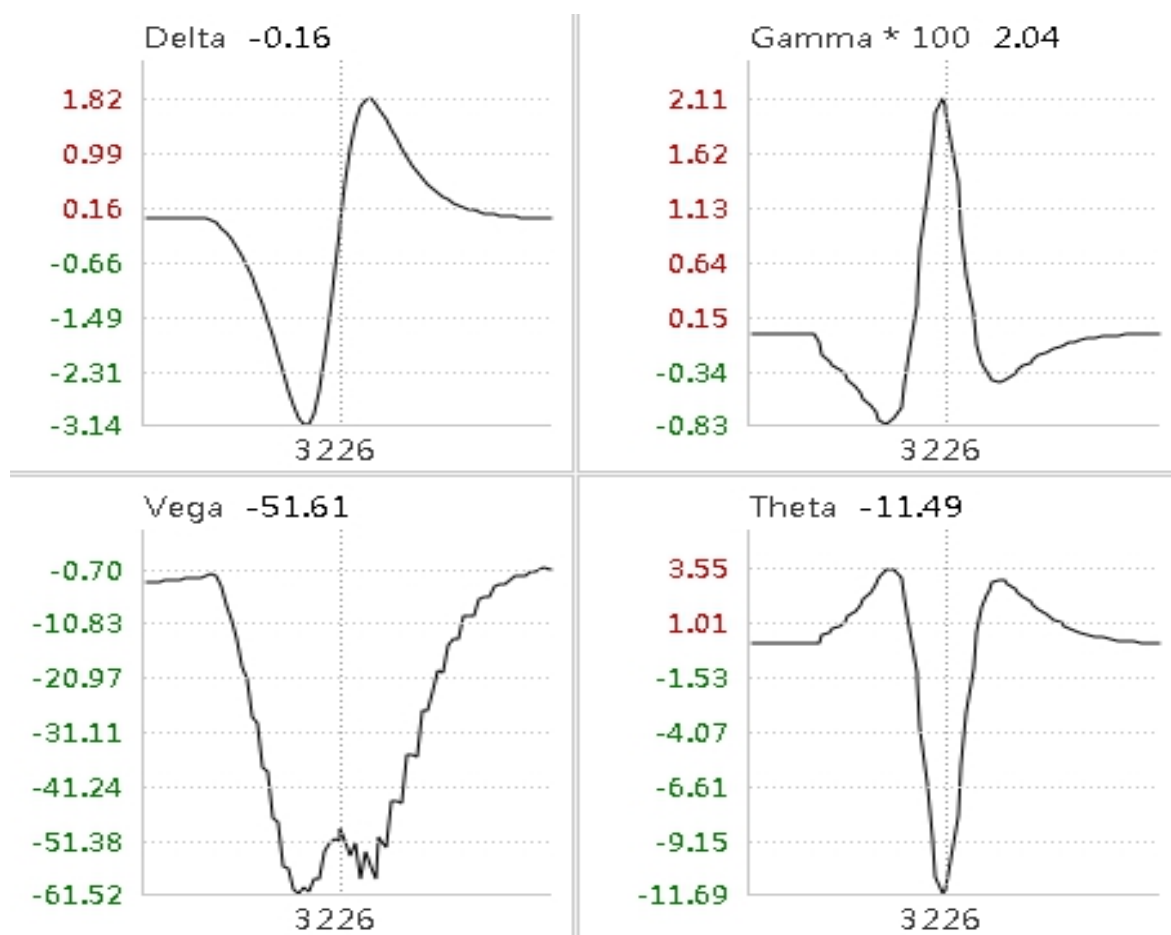
建仓区间：M2101-P-3200 合约 [20, 30]，M2105-P-3150 合约 [70, 85]；

出场条件：M2105-M2101 价差达到 100 元/吨左右高位或 M2101 合约短期上涨或下跌幅度达到 3% 以上，否则持有至近月合约到期；

仓位控制：20%以内；

风险控制：整个投资组合拥有正的 Gamma 与负 Theta，当期货价格大幅波动时策略可能会因此而盈利，相反当近远月合约波动均较小时，该策略可能会因为近月合约时间价值的快速衰减而产生亏损，但最大损失有限。

图 15：反日历价差组合各希腊字母



数据来源：Wind 国联期货

联系方式

国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-85101580

E-mail: liwei@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，无需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎