

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报





金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货期权队

咨询电话：4008-8787-66

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



豆粕期权：静待会晤结果指引 布局 做多波动率

内容提要：

- 12月豆粕供应尚可，明年初供给取决于中美谈判
- 短期库存或维稳，中期取决于中美谈判
- 期权持仓量稳步上升，看涨看跌力量均衡
- 中美贸易争端尚未缓解，隐含波动率偏强震荡为主

策略概述：

1. 期价短期或剧烈波动，之后偏弱振荡运行

全球大豆供需宽松，抑制中长期上涨空间。后期美豆期价运行区间的高低取决于中美贸易谈判结果。国内方面，由于部分油厂胀库导致开机水平下降，油厂可能在开机率和豆粕库存寻找动态平衡，这意味着油厂开机率上升空间有限，即使中美贸易没有谈成，在高企原料库存弥补下，12月份的大豆供应也能勉强满足市场压榨需求。需求方面，不排除有短期补库放量可能，但整体养殖需求表现平平，预计豆粕库存在100万吨附近波动的可能性较大，预计豆粕短期受G20峰会影响而剧烈波动，随后在基本面影响下偏弱振荡运行。操作策略上，静待会议结果指引，短期日内交易为主，之后可择机偏空操作。

2. G20峰会中美首脑会晤结果难断，布局事件驱动型做多波动率策略

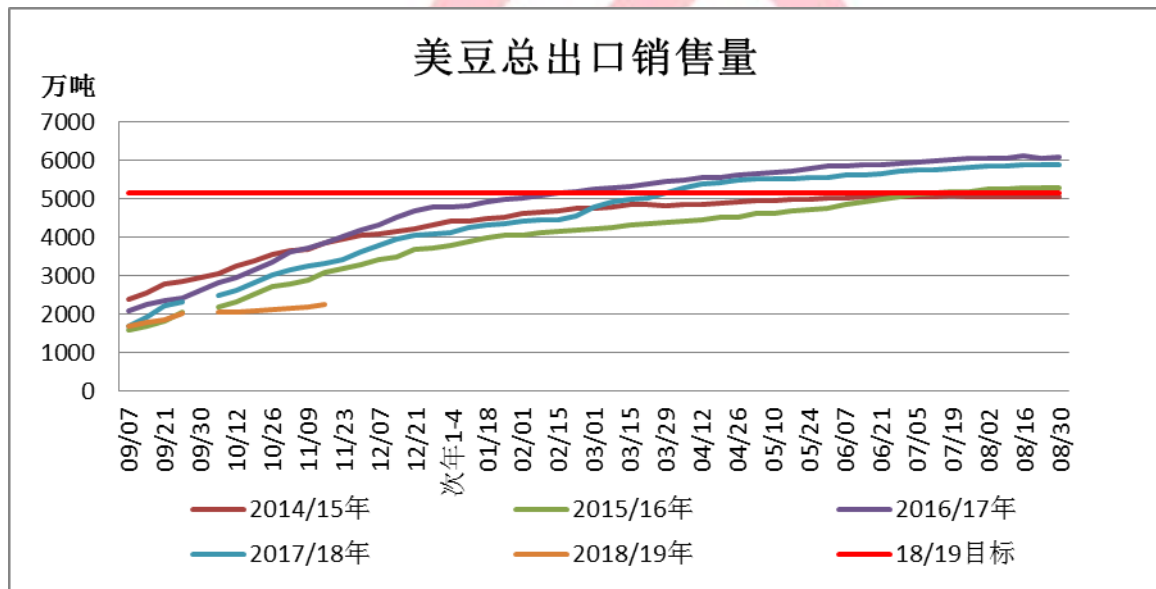
G20峰会中美首脑会晤结果难以判断，期价趋势性不明朗，预计短期在贸易争端不确定性犹存的背景下波动率以偏强震荡为主。一旦有实质性的消息公布，期价将大幅波动，可在G20峰会前布局事件驱动型做多波动率策略。

第一部分 基本面因素分析

一、 国际大豆市场

(一) 美豆市场：大量库存亟待消化

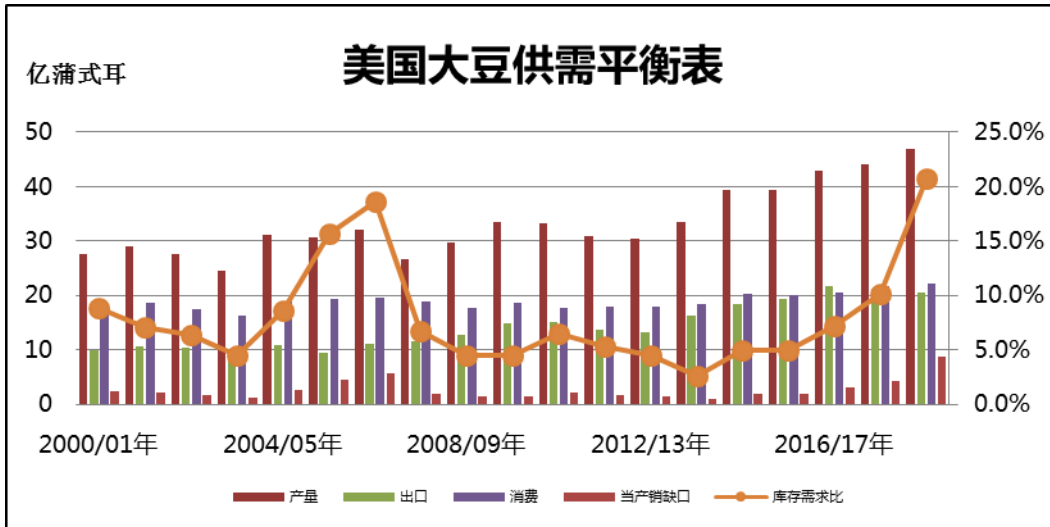
由于最大进口国几乎停止购买，美豆出口进度落后于往年，截至 11 月 15 日，累计出口销售 2263 万吨，占年度预估 5171 万吨的 44%，明显低于去年同期 3338 万吨（占当年度 5795 万吨的 58%）。其中，对中国装船出口累积为 339 万吨，去年同期为 1327 万吨。对比数据可知，中国实际出口数据同比缩减量占美国出口销售同比减少量的 91.9%，可见中国需求的缺失对美国大豆出口造成严重打击。截至目前，已有 2 周美国未对中国装运大豆，同时已连续 6 周末装船量下降，如果中美贸易关系不能有良好改善，中国采购量维持在当前水平，那么美国 2018/19 年度出口量可能不足 5000 万吨，USDA 有进一步下调出口预估的可能。



数据来源：美国农业部 瑞达期货研究院

今年美国大豆产量达到创纪录的 46.9 亿蒲式耳，即 1.2518 亿吨，国内消费预估同在纪录高位 22.08 亿蒲式耳，若贸易战持续，即使当前出口预估值不调降，美国结转库存将累积至 9.55 亿蒲式耳，超过上一年的 2 倍多，达到 1992 年以来的最高位，庞大的结转库存将价格构成重压，而未来价格能否有在重压下寻求反弹机会，则取决于库存预估的调降空间。这里存在两种可能性，一种是出口进度迟缓，大量大豆无处可去，使得农民面临储存问题，由于仓库已满，一些农户把大豆装进塑料袋内，放在地窖内，也有一些农户使用长达 200 到 300 英尺的塑料袋，把大豆存放在户外。如果户外储存条件变差，比如天气变化等，大豆可能存在变质损量等风险；另一种是在国内消费需求提升空间有限的情况，高库存的消化更多需依赖于存有较大调整空间的出口需求上。前者存在偶然性，且影响相对可控，后者影响程度更快更大，市场更加寄

望出口需求改善带来库存的消耗，因此中美贸易战的走向将主导后市美豆期价走势。若保持当前的出口销售进度，高位的库存量将压制美豆盘面维持低位偏弱行情，供应压力可能在2月和3月再度集中出现，因为届时农户需要现金来支付银行帐单和偿还2018年农作物的经营贷款，而且适逢巴西大豆收获上市时间窗口；若出口需求恢复，那么美豆价格有望反弹，在更高的价格水平震荡波动。



数据来源：美国农业部 瑞达期货研究院

(二) 南美大豆：巴豆最快于12月收割

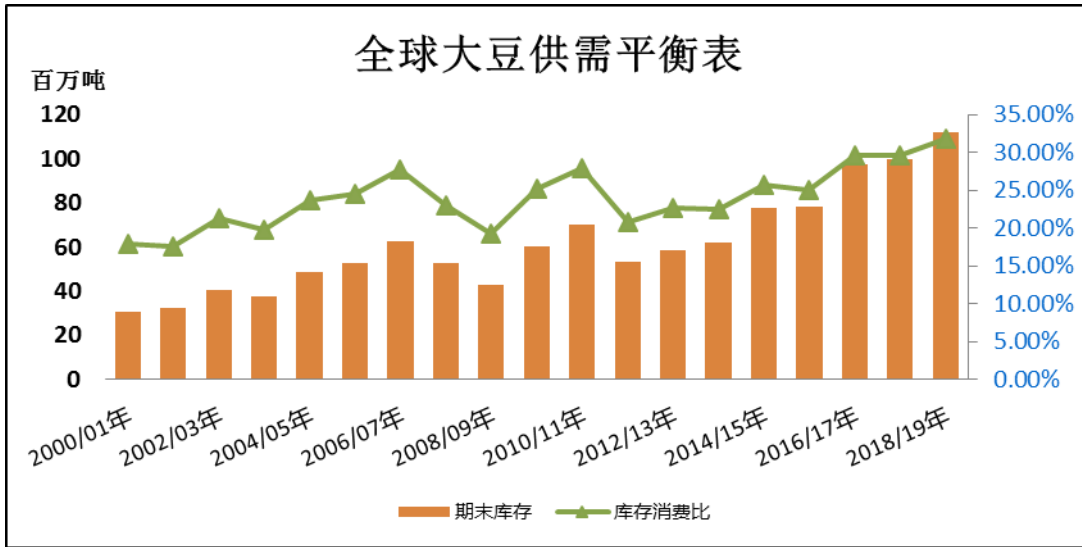
巴西旧作方面，截至11月23日，2018年巴西大豆累计出口量达7850万吨，同比增1000余万吨，中国需求强劲，今年巴西大豆出口可能超过8000万吨。巴西新作方面，新一季大豆种植进度创纪录最高，截至11月下旬已播种89%，高于五年均值78%，市场预计巴西大豆产量将超过1.2亿吨。其中，最大生产州马托格罗索州大体完成播种，料在12月底之前开始收割，预计该州种植面积占巴西的27%左右，估算产量约为3240万吨。据分析机构AgRural公司称，如果天气良好，12月份巴西可能可以收获1%的大豆，1月份预计将收获20%的大豆，相当于2400万吨左右，这意味着如果装运顺利，巴西大豆最快2月到港中国，3月份就可以有大量巴西大豆到港。

阿根廷旧作方面，阿根廷农业部称，2018/19年度阿根廷大豆播种面积预计为1750万公顷，高于2017/18年度的1720万公顷。布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的周度报告称，截至11月22日，阿根廷大豆播种完成29.6%。若今年天气配合，阿根廷大豆将走出去年减产阴影，产量可能达到5550万吨。

(三) 全球大豆年度供需预估

根据美国农业部最新报告预估，2018/19年度全球大豆产量为3.675亿吨，同比增加2893万吨，消费为3.5194亿吨，同比增加1518万吨，由于当年度供需富余，期末库存攀升至1.1208亿吨，这是1992年以来结

转库存首次破亿，全球库存消费比升值31.85%，为连续第三个年度增加，说明全球供需偏松。



数据来源：美国农业部 瑞达期货研究院

二、国内大豆供应

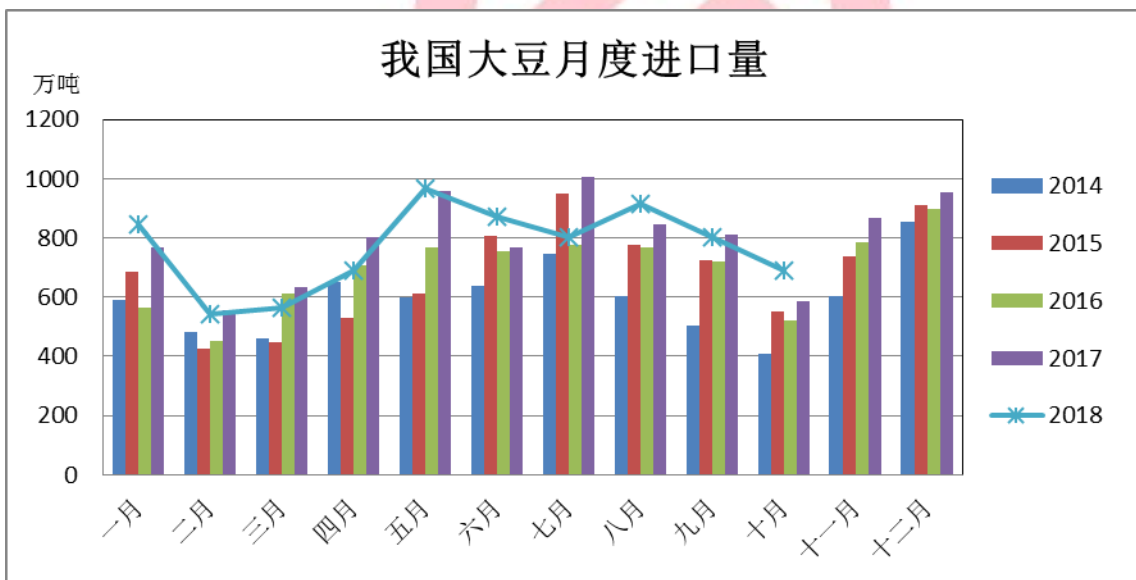
年度数据来看，美国农业部 11 月供需报告里，预估 2018/19 年度中国将进口 9000 万吨，这是 2003/04 年度以来的首次同比下降，此前在 10 月份报告预估 9400 万吨。海关总署数据显示，2018 年 1-10 月份累计进口 7696 万吨，较去年同期减少 37 万吨，幅度 0.48%。其中，5-10 月进口 5048 万吨，同比增加 70 万吨，这个时间段豆源主要是南美，由于阿根廷大幅减产，今年我国对巴西陈季大豆采购量高于往年，据悉，从巴西进口的大豆数量占到 10 月份进口总量的 94%。

根据信息网站显示，11 月份预报到港量为 630 万吨，明显低于去年同期的 868 万吨和三年均值 797 万吨，偏低到港量低于压榨需求，使得油厂大豆商业库存得到消耗，截至 11 月 25 日环比下降 35.2 万吨至 641.4 万吨，较 9 月 16 日高点减少 85.82 万吨，11 月最后一周按照 169 万吨压榨量测算，月底库存可能约为 573 万吨。

展望后市，在 G20 峰会之前市场机构预估 12 月份大豆到港量 660 万吨，现货利润和散包装油消费旺季或促使油厂在开机率和豆粕库存之间保持动态平衡。11 月前四周平均周度压榨 174.5 万吨，若 12 月周度平均维持这一数值，月度压榨需求在 773 万吨，那么大豆库存可能消耗 113 万吨，对应终值为 460 万吨，去年同期为 442.06 万吨，说明维持 11 月开机水平的情况下，当前库存只能够弥补 12 月大豆到港缺口。如果贸易战无法得到解决，适逢巴西陈季所剩无几、新作上市到港需要时间，除非国储大豆大量流入市场，否则 1 月份大豆供应将出现紧张局面。

11 月中美领导人将在阿根廷举行的 G20 峰会间隙中会晤，此次会晤是贸易战以来两国领导人首次面谈，

市场对此存在期待，此次会晤过后可能会出现三种情况之一：一是不欢而散，贸易关系紧张。美国可能对中国商品关税由 10% 提高至 25%，甚至进一步升级，中国仍无法从美国采购大豆，那么 1 月份进口或为 350 万吨，如上文所述，1 月份国内大豆供应偏紧。二是关系缓和，保持积极协议态度，加征关税政策维持，但进口窗口逐渐打开，国内根据压榨利润和需求采购。11 月 27 日加征关税后的美豆盘面压榨亏损超过 800 元/吨，如果再将美豆期价可能上涨的因素考虑进去，亏损幅度将进一步扩大，从而抑制国内采购积极性。三是达成协议，取消大豆加征关税，进口成本下降，叠加需证明年初大豆供应源，国内油厂仍会积极购买，但购买量可能会参考压榨利润。中美贸易战落幕预计将刺激美盘短期冲高，假设美豆期价和升贴水总共上涨 200 美分，其他数据参考 11 月 27 日，那么大豆进口成本为 3690 元/吨附近，对应现货利润为 310 元/吨左右，对应盘面利润为 -158 元/吨，压榨利润有好转，但盘面榨利仍不理想。因为中美贸易战走向对压榨利润计算公式中涉及的国内外盘面、升贴水以及汇率等多种因素均有影响，综合影响很难准确把握，以上数据仅作为参考，后期需持续跟踪压榨利润变化对采购的影响。



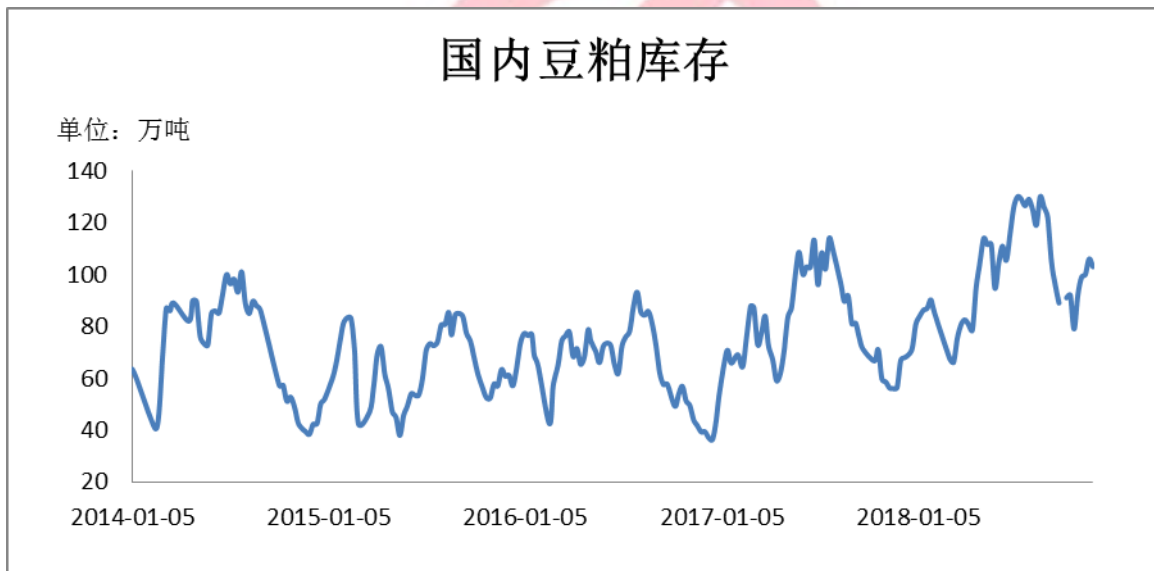
数据来源：海关总署 瑞达期货研究院

三、短期库存或维稳，中期取决于中美谈判

尽管国内大豆压榨量下降，但是下游需求疲软，豆粕库存延续 10 月下旬以来的增加趋势，截至 2018 年 11 月 27 日，国内豆粕库存为 103 万吨，较上月同期的 92 万吨增加 11 万吨，较去年同期的 69 万吨增加 34 万吨，较过去三年均值的 64 万吨增加 39 万吨。

根据上文所述，由于部分油厂胀库导致开机水平下降，油厂可能在开机率和豆粕库存寻找动态平衡，这意味着油厂开机率上升空间有限，即使中美贸易没有谈成，在高企原料库存弥补下，12 月份的大豆供应

也能勉强满足市场压榨需求。需求方面，不排除有短期补库放量可能，但整体养殖需求表现平平，预计豆粕库存在100万吨附近波动的可能性较大。市场可能更关注中美贸易战对2019年1-2月供应的影响，中美谈判可能出现上文阐述的三种可能，对应豆粕中期库存变化：一是中美谈判失败，贸易战再度升级，1-2月份我国大豆供应紧张，将促使豆粕库存进入快速下降趋势，受消息刺激，豆粕期价或有一波快速拉涨，随后陷入高位震荡走势，中期趋势随着库存下降而稳步走高。二是进展不大，仅是保持协议态度，看是否打破进口美国大豆的壁垒，如果维持现状，那么期价可能先回落，中期和第一种情况相似，只是期价会随着中美贸易关系变化而剧烈波动；如果放开进口美国大豆，那么明年初大豆供应有望增加，豆粕库存可能保持相对平衡状态。三是中美谈判成功，取消进口关税政策，市场情绪受到打压，远期大豆供应预期增加，造成豆粕期价弱势震荡运行。

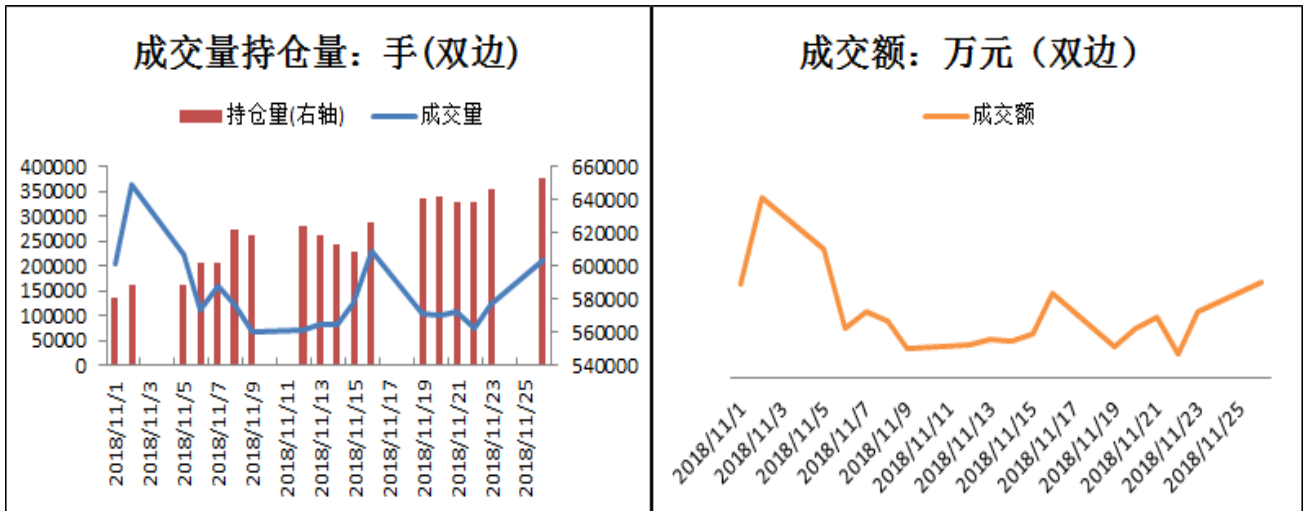


数据来源：瑞达期货研究院

第二部分 期权指标分析

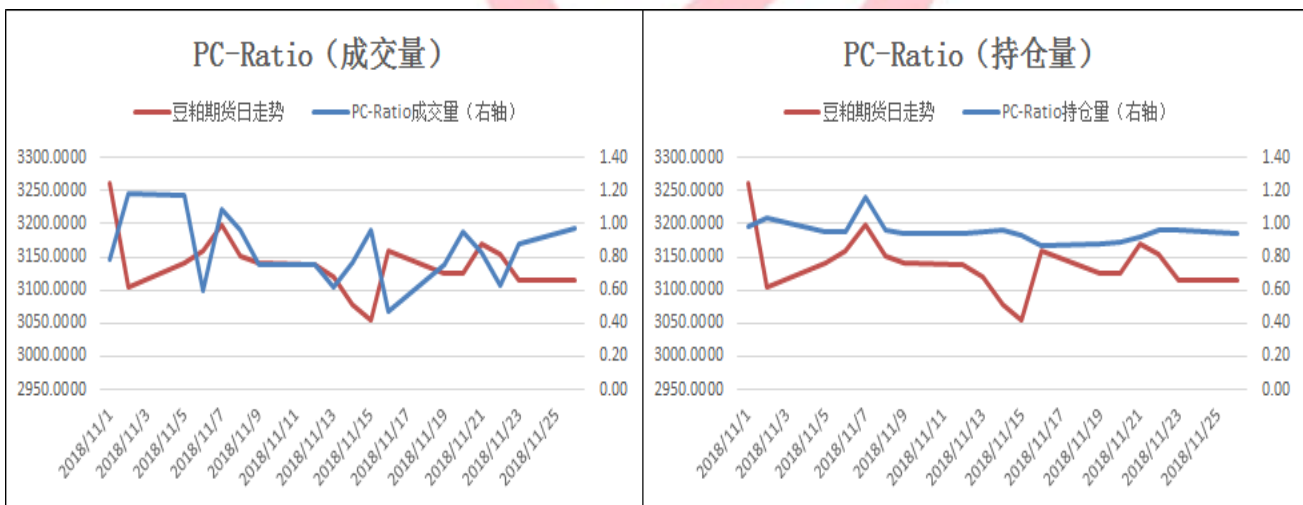
一、期权持仓量稳步上升，看涨看跌力量均衡

根据Wind数据，截至11月26日，11月份全部豆粕期权合约共成交256.40万手，日均成交量为14.24万手，与上月相差不大；持仓量为65.25万手，较上月末增加8.36万手，整体呈稳步上升态势。随着m1901系列期权到期日的临近，该系列期权的成交量占比和持仓量占比皆有下降，但占比皆在65%以上，依然是最活跃的合约系列。



数据来源: Wind 瑞达期货研究院

截至11月26日, 豆粕期权的成交量PC比率和持仓量PC比率分别为0.97和0.94, 显示看涨和看跌力量较为均衡。整体来看, 当前的成交量PC比率处于正常区间[0.5,1.0]之中, 指标偏中性; 持仓量PC比率处于正常区间[0.6,0.9]上方, 悲观情绪已有所释放, 后市关键仍在于中美贸易争端。



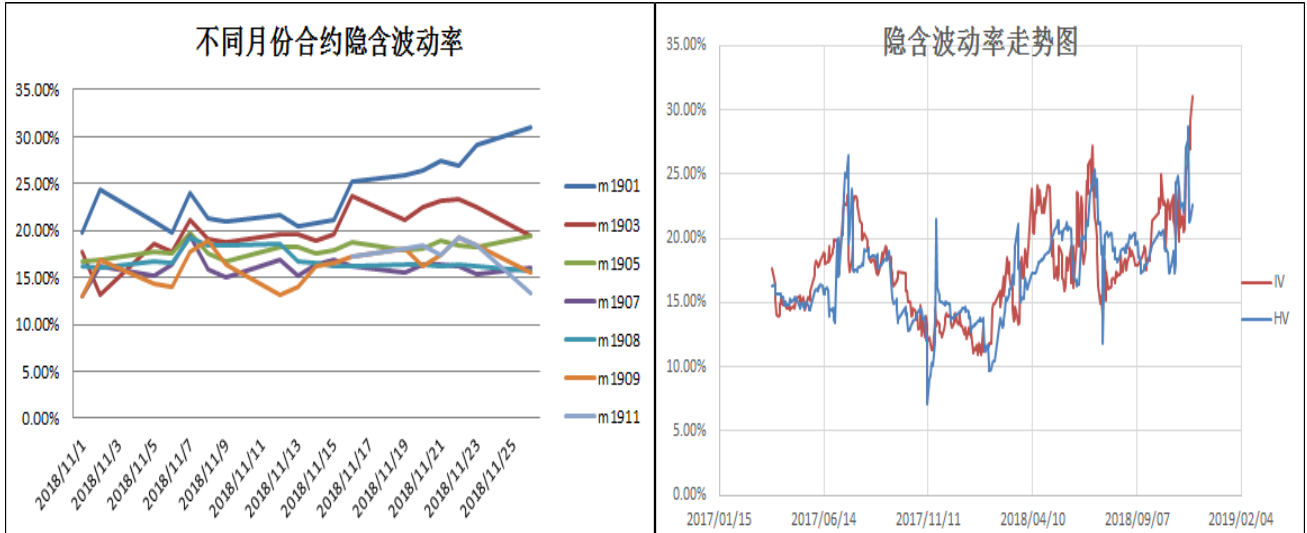
数据来源: Wind 瑞达期货研究院

二、中美贸易争端尚未缓解, 隐含波动率偏强震荡为主

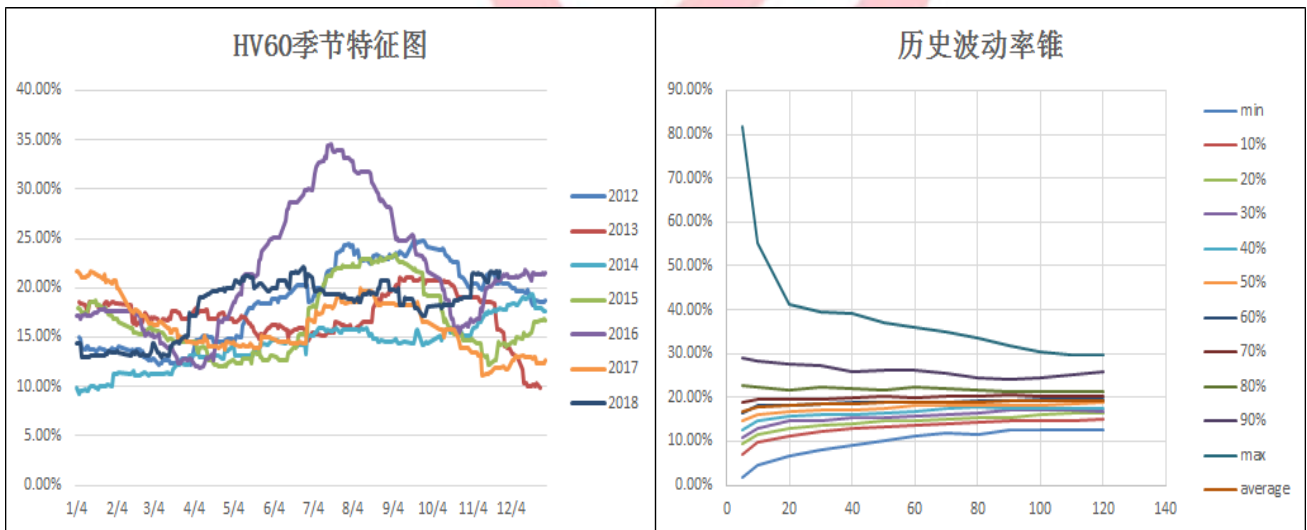
11月各月份系列的平值期权的隐含波动率维持高位震荡态势, 其中主力系列1901的平值期权的隐含波动率涨幅较大, 从月初的19.78%, 涨至11月26日的31.08%, 次主力系列1905的平值期权的隐含波动率从月初的16.67%, 收至11月26日的19.50%。从历史波动率来看, 在贸易争端存不确定性的背景下期价波动频繁, 历史波动率重心不断上移, 历史波动率的季节性特征显示波动率重心上移的态势或将延续。

综合来看, 隐含波动率贴近历史波动率运行, 短期在贸易争端不确定性犹存的背景下预计以偏强震荡

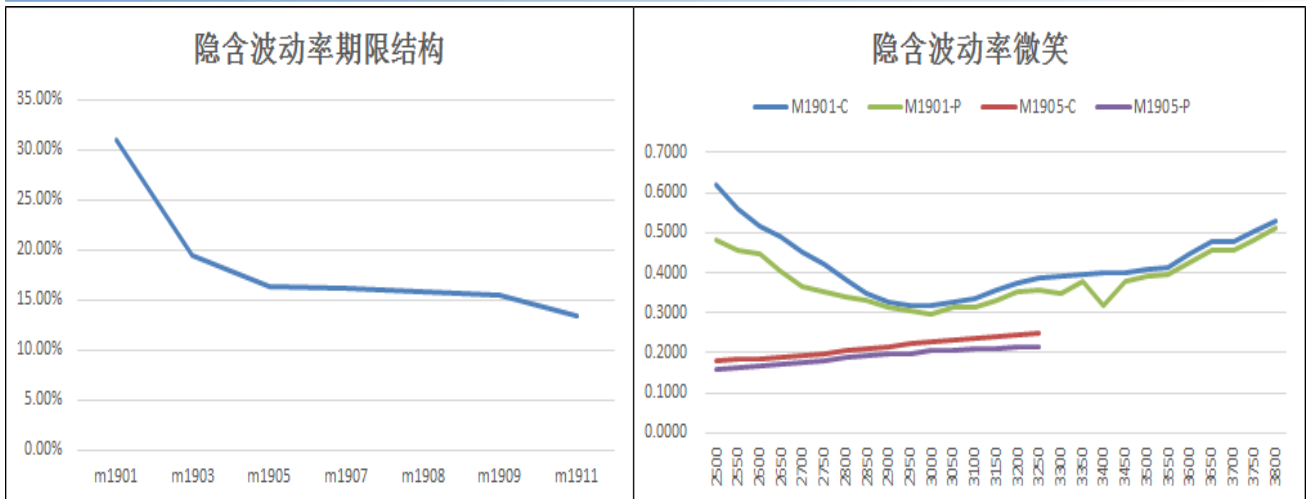
为主。从隐含波动率结构来看，近月M1901系列期权的隐含波动率偏高且临近到期，应避免此系列期权的多头交易；主力系列M1901的看涨期权和看跌期权皆呈现“中间低，两边高”的微笑结构，次主力系列M1905的看涨期权和看跌期权则皆呈现“行权价越高，隐含波动率越高”的右偏结构。



数据来源：Wind 瑞达期货研究院



数据来源：Wind 瑞达期货研究院



数据来源: Wind 瑞达期货研究院

第三部分 交易策略及风险控制

一、策略概述

1. 期价短期或剧烈波动，之后偏弱振荡运行

全球大豆供需宽松，抑制中长期上涨空间。后期美豆期价运行区间的高低取决于中美贸易谈判结果。国内方面，由于部分油厂胀库导致开机水平下降，油厂可能在开机率和豆粕库存寻找动态平衡，这意味着油厂开机率上升空间有限，即使中美贸易没有谈成，在高企原料库存弥补下，12月份的大豆供应也能勉强满足市场压榨需求。需求方面，不排除有短期补库放量可能，但整体养殖需求表现平平，预计豆粕库存存在100万吨附近波动的可能性较大，预计豆粕短期受G20峰会影响而剧烈波动，随后在基本面影响下偏弱振荡运行。操作策略上，静待会议结果指引，短期日内交易为主，之后可择机偏空操作。

2.G20峰会中美首脑会晤结果难断，布局事件驱动型做多波动率策略

G20峰会中美首脑会晤结果难以判断，期价趋势性不明朗，预计短期在贸易争端不确定性犹存的背景下波动率以偏强震荡为主。一旦有实质性的消息公布，期价将大幅波动，可在G20峰会前布局事件驱动型做多波动率策略。

二、交易策略及风险控制

1. 期权方向性策略

(1) 资金管理：本次交易拟投入总资金的20%。

(2) 合约选择：待G20峰会结果确定，期价回归基本面后，卖出隐含波动率过高的1901合约期权，一则赚取波动率溢价，二则赚取时间价值衰减，合约选择m1901-C-3200或其他行权价格更高的看涨期权合约。

(3) 风险控制：以操作选取的期权合约的行权价为部分止损点，以损益平衡点为全部头寸出场止损点。

- (4) 持仓周期：本次交易持仓预计一周，视行情变化及基本面情况进行调整。
- (5) 止盈计划：持有至期权到期，亦可视盘面状况及技术走势相机决定，逐步获利止盈。
- (6) 收益风险比评估：约为3: 1。

2. 波动率策略

做多波动率策略可选用买入宽跨式组合操作，即买入虚值看涨期权的同时买入虚值看跌期权。考虑到1901系列期权临近到期且隐含波动率过高，操作上可选用次主力系列1905的期权。

- (1) 资金管理：本次交易拟投入总资金的10%。
- (2) 合约选择：买入m1905-C-2800，同时买入m1905-P-2600，并通过买卖标的期货合约动态调整至delta中性。
- (3) 风险控制：做多波动率策略为风险有限策略，以组合资金损失50%为部分止损点，以组合资金损失75%为全部头寸止损处理点。
- (4) 持仓周期：视驱动型事件消息的落地时间为准，并根据行情变化及基本面情况进行调整。
- (5) 止盈计划：做多波动率以事件驱动为主，当驱动消息落定后择时出场。

三、意外情况处理计划

对该交易可能存在的风险及处理计划如下：

- (1) 如果行情出现与我们看法相反的走势，我们会根据具体的技术信号，以及期价走势变化情况做出应对方案，决定头寸的相关处理。
- (2) 若中美贸易争端消息使期价走势偏离基本面，我们将注意调整投资策略，以应市场的新变化并及时做出头寸处理。
- (3) 若隐含波动率上行趋势转变，我们将注意调整投资策略，以应市场的新变化并及时做出头寸处理。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。