



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：李坤
电话：020-85582209
邮箱：lk@gz.jkqh.com
证书编码：Z0000647

研究员：濮翠翠
电话：020-85582209
邮箱：pcc@gz.jkqh.com
证书编码：Z0002326

独立性声明：

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，特此声明。

基本面多空交织 期权多策略交易为宜

【策略概述】

◆ 核心观点：

期货方面，前期设备检修的油厂近期陆续恢复开工，整体压榨量受压榨利润的驱动处于较高水平，国内豆粕产出较高。后期随着大豆到港相对减少，豆粕库存将会随着大豆库存下降而下降。非洲猪瘟暂时无法彻底排除，市场情绪受疫情影响而波动，抑制消费需求，从消费端利空粕价，不过近期价格急跌更多反应的是非洲猪瘟背景下市场的恐慌情绪，继续向下的空间相对有限，不宜过分看空。倘若疫情得以控制，贸易争端仍使得豆粕后期回归偏强态势。

期权方面，由于标的受多重因素影响保持宽幅震荡走势，使得豆粕期权方面保持宽幅震荡概率也较大，整体波动率将继续保持稳定或震荡，因此，在策略上，在中期偏多的震荡行情下，可逢低买入平值或轻度虚值看涨期权，做多短线波动率，或进行牛市价差策略，买入平值或轻度虚值看涨期权，卖出震荡区间上方 3300 行权价的看涨期权，或逢低买入豆粕期货，买入豆粕看跌期权，或逢高卖出豆粕期货，买入豆粕看涨期权进行备兑保护。

需要关注影响大豆和豆粕的基本面变化因素，如猪瘟疫情进展、美豆产量情况及中美贸易战等对豆类的影响。受此影响，在策略上，关键时点需关注此类影响对波动率的影响，及时调整期权策略，做多或做空波动率的跨式组合。

◆ 风险提示：

1、美豆产量维持高位；2、中美贸易战后续影响；3、猪瘟疫情影响下游需求未能有效改善；4、金融市场系统性风险；5、美国农业部报告

一、因素分析

(一) 美豆

1、美豆丰产在望，价格反复探底

USDA 在 8 月供需报告中,将美豆 2018/19 年度单产从 48.5 蒲式耳/英亩上调至 51.6 蒲式耳/英亩,大大超过市场预期 49.6 蒲式耳/英亩水平。自美国农业部 8 月供需报告的美豆单产预估超出市场预期之后,美豆大幅下跌消化这一重大利空,预计下个月的 USDA 报告很可能再次上调单产,可以预计美豆下年度的库存还有可能再次调高,高库存势必仍会对美豆价格产生压制。进入 9 月,天气炒作时间窗口基本结束,考虑到美豆丰产在望,随着收割压力到来,美豆仍将继续弱势运行,按照美豆的成本支撑理论来看,本年度美豆的价格很可能长期维持在 900 美分以下,但若跌临 800 美分则存在超卖风险,关注本季价格反复测底、探底进程。

图 1: 美豆结荚率

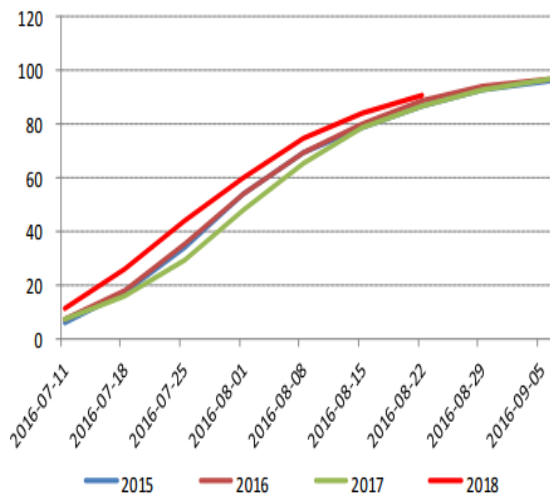
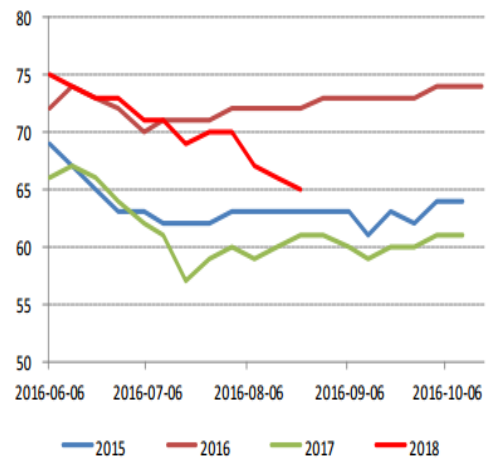


图 2: 美豆优良率



数据来源: WIND

图 3: Pro Farmer 公司实地考察结果

州度	今年大豆 结荚数 (个)	与去年比 较 (%)	与均值比 较 (%)	USDA 9 月单产 预估 (蒲 /英亩)	USDA 去年单产 (蒲/英 亩)	产量占比
衣阿华州	1013	-4.79%	-14.59%	59	56.5	12.79%
	1416	23.24%	13.37%			
明尼苏达州	1196	11.26%	8.04	49	47	8.66%
伊利诺伊州	1607.4	30.63%	31.91%	64	58	13.93%
印第安纳州	1311.87	12.24%	14.40%	58	54	7.30%
内布拉斯加州	1299.08	14.86%	9.04%	61	57.5	7.42%
俄亥俄州	1248.2	12.75%	13.91%	56	49.5	5.49%
南达科他州	1024.72	13.91%	5.09%	49	43	5.74%

数据来源: WIND

图 4：美豆指数期价



数据来源：WIND

2、贸易磋商一波三折，争端或继续升级

中国是全球头号大豆进口国，由于美国对中国产品加征重税，中国从7月初对美国大豆等在内的产品加征 25% 的关税，致使中国进口商纷纷转向南美供应，继首轮 340 亿美元产品加征关税生效后，第二轮 160 亿美元产品加征 25% 关税的决定，自 8 月 23 日起正式生效。

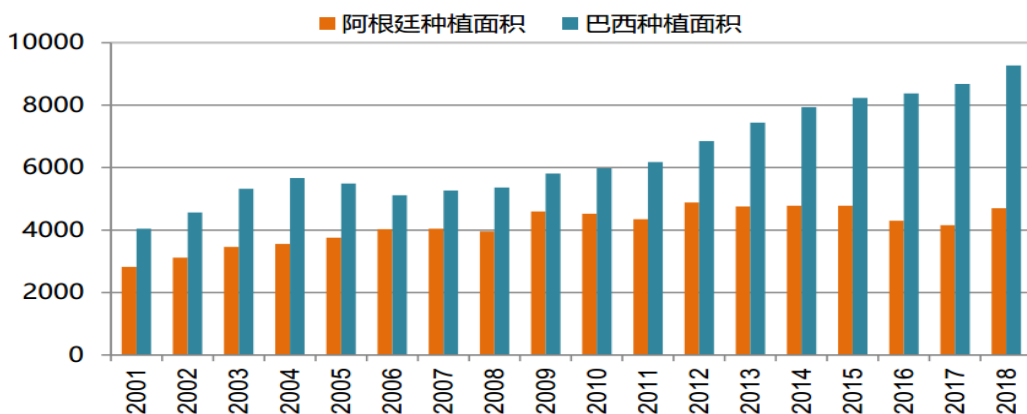
目前美国农业界非常担心多年来建立的大豆销售市场，可能因为贸易战的升级而逐渐萎缩。从近期的数据可以看出，美国对中国装运的大豆急剧下降。而由于大豆出口的减少，美国国内压榨量将有所提升。中美贸易战具有长期性和严峻性，或演变成“升级—接触试探—再升级—再接触试探—双方妥协”的拉锯战，目前看来在 11 月份两国领导会面前难有缓和迹象，美豆陆续进入收割季，若出口数据疲弱，美豆价格难有反弹空间。

3、南美新季开播，面积或创纪录

南美大豆播种季节即将开始，分析师普遍猜测 2018/19 年度巴西大豆播种面积将会创下历史最高纪录。尽管巴西雷亚尔汇率波动及运费新规仍存在不确定性，但是大豆种植收益依然良好，这主要得益于中国旺盛的需求。分析师预计 2018/19 年度巴西大豆播种面积可能增至创纪录的 3628 万公顷。路透社调查显示，市场人士平均预计 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.1976 亿吨，同比增加 0.65%。作为对比，美国农业部 8 月 10 日预测 2018/19 年度巴西大豆产量达到 1.2050 亿吨，高于 2017/18 年度的 1.1950 亿吨，同比增加 0.84%。巴西农户将从 9 月中旬开始种植大豆。

阿根廷是全球第三大大豆出口国，农户 11 月份开始种植 2017/18 年度大豆，收割工作于 3 月到 6 月期间进行。美国农业部预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5700 万吨，高于 6 月份预测的 5600 万吨，也高于 2017/18 年度的 3700 万吨。未来全球供应保持充足。

图 5：南美大豆种植面积



数据来源：WIND

（二）豆粕

1、国内四季度大豆供应偏紧

进口关税生效后，全球大豆贸易格局面临重新平衡。2017 年全球大豆进口量为 1.51 亿吨，中国进口 9700 万吨，占比 64%。2017 年中国从美国进口大豆数量为 3285 万吨，占全年进口量的 34.39%。贸易战并不会影响全球的供求关系，而只是影响大豆在全球的分配和贸易结构。USDA8 月供需报告中对中国大豆做了调整，进口量从 1.03 亿吨下调至 9500 万吨，国内压榨量从 1.02 亿吨下调至 9650 万吨。中国农业部下调了 2018/19 作物年度大豆进口预估至 9385 万吨，比上月预测值调减 180 万吨。这表明，农业部预计大豆进口量将同比减少 1.8%——这将是 2004 年以来第一次进口减少。

7 月 6 日起，我国对美国大豆加征 25% 进口关税，使得美国大豆进口成本增加 700~800 元/吨，较巴西大豆高 300 元/吨左右，由于加征关税后美国大豆失去竞争优势，国内企业几乎没有新增美国大豆的采购，仅进口 3 船约 18 万吨前期采购的美国大豆，预计 8 月下旬还有 1 船到港，进口总量远低于去年 7~8 月份的 11 船 68 万吨。

截至 7 月底，巴西已对中国出口大豆 4620 万吨，剩余可供出口量仅为 2880 万吨，这些余量并不是全部都向中国出口。巴西对中国在 8 月和 9 月的大豆出口量开始出现下降。

天下粮仓数据显示 2018 年 9 月份大豆到港最新预期在 850 万吨，10 月份初步预期维持 760 万吨。11 月大豆到港初步预估 700 万吨。按照往年统计，9 月份开始美国大豆开始大量发往中国，2017 年 9 月份美国对中国的大豆出口检验量为 300 万吨，之后随着美豆大量上市，美豆对中国的出口检验量会迅速增加。每年的 11 月份到次年的 3 月份是我国传统的大量进口美豆的月份。今年受贸易战影响，美国进口大豆关税大幅提高，如果美国进口大豆受限，南美无法完全填补这个缺口。即使本年度我国大量增加其他国家（亚洲地区及俄罗斯）的大豆进口，仍会有 1500-2000 万吨的大豆缺口。

从预期的进口量来看，目前未来各月的进口量较前期均有所增加。这表明市场正在不断进行采购。从短期来看，国内大豆供给依旧充裕。后期关注中美两国贸易谈判的进展，如果 11 月以前不能有突破的话，那么 12 月份以后到下一个南美季前供给会相对紧张一些。总体上，全球大豆供需还是比较宽松，中国大豆进口 3 季度预计正常，较为充足，但是 4 季度可能受到中美贸易战加剧的考验，4 季度大豆进口降幅或超预期，从而利多国内市场。

图 6: 美豆周度出口

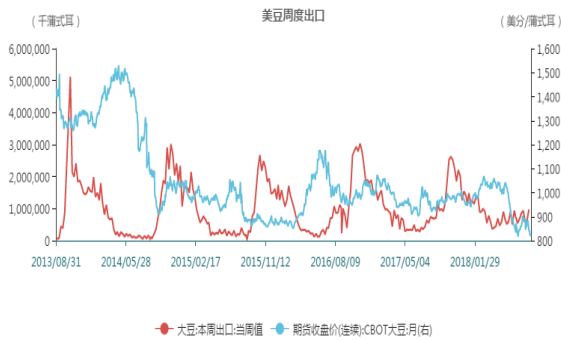
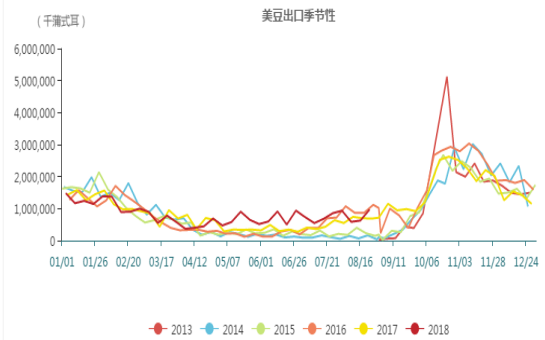


图 7: 美豆出口季节性变化



数据来源: WIND

图 8: 巴西大豆月度出口量

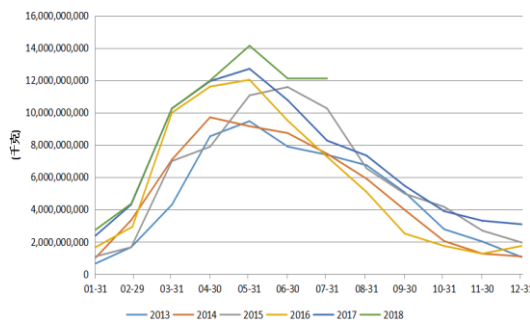


图 9: 进口大豆升贴水



数据来源: WIND

图 10: 中国大豆月度进口量

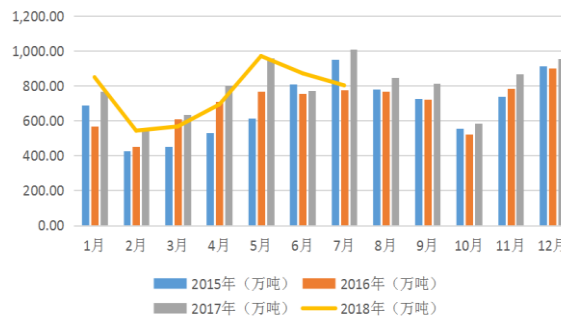
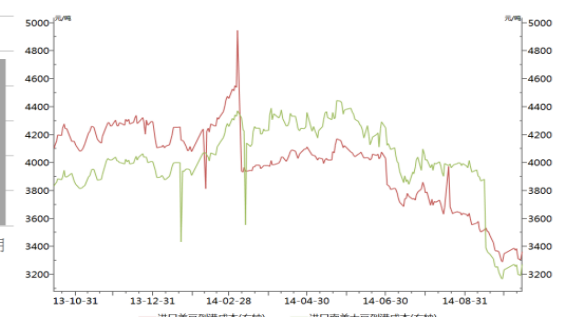


图 11: 进口大豆到港成本



数据来源: WIND

2、政府推行低蛋白饲料，应对大豆缺口

中国豆粕饲料用量已经从 2000 年的 1500 万吨增加至 2017 年 7297 万吨，近几年也维持持续稳定增长，2017 年豆粕饲料用量较 2016 年 6759.6 万吨增加 7.95%，而同期豆油消费仅增加 0.8%。其次是豆粕供应量大，是来源稳定的蛋白质饲料原料，没有其它的农产品补上豆粕的空缺。为了应对国内可能出现的大豆缺口，我国相关部门做了非常多的努力和尝试，其中推行低蛋白日粮饲料是一个可以完全解决豆粕缺口的方案，但是在推行此类饲料的过程中还有一些难点需要解决。低蛋白日粮寄希望于用杂粕、玉米以及复合氨基酸来替代豆粕，首先，我国没有足够的杂粕可以用来替代豆粕，从其他国家进口粕类需要政策支撑，多进口加拿大菜籽压榨菜粕又会受到国内压榨产能以及加拿大港

口装运能力的限制；其次，现在的豆粕玉米现货比价相对于 2016 和 2017 年并不高，在豆粕价格没有特别高的情况下，饲料企业和养殖企业预计不会主动使用玉米替代豆粕；最后，使用大量的氨基酸替代豆粕无疑会推动氨基酸价格上涨，成本上涨会打消养殖企业主动减少豆粕用量的积极性。

图 12: 豆粕饲料用量

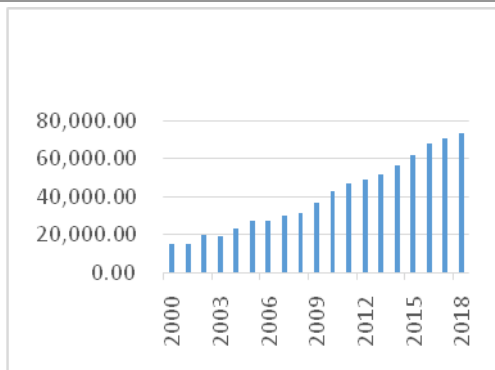
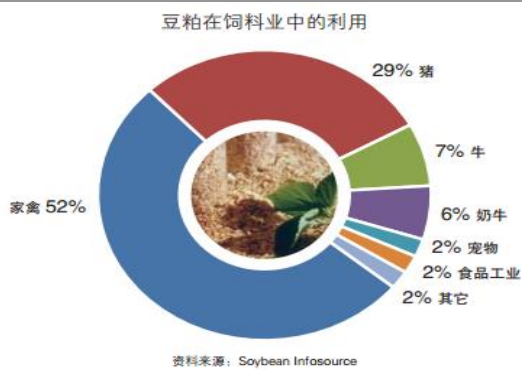


图 13: 豆粕在饲料中的利用



数据来源: WIND

图 15: 国内饲料月度产量

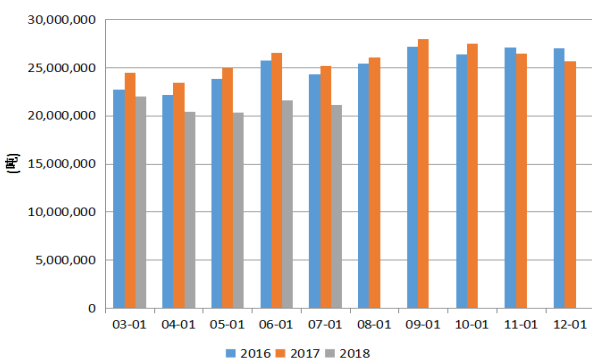
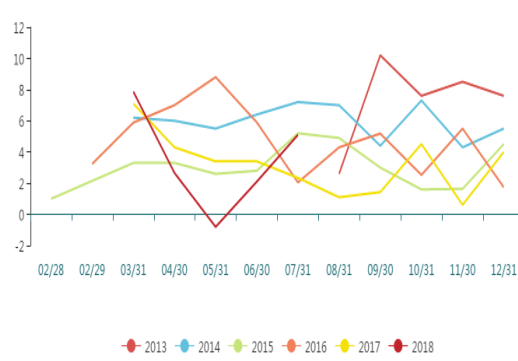


图 16: 国内饲料产量当月同比



数据来源: WIND

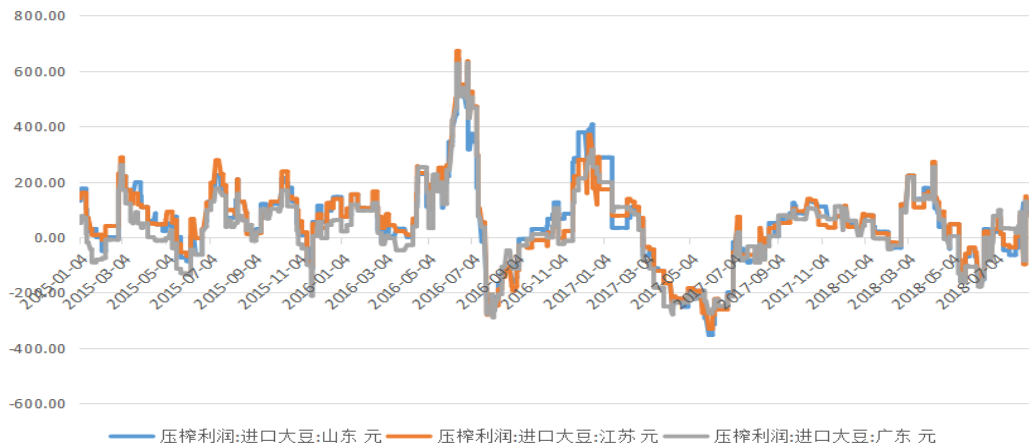
3、油厂开机率大增，豆粕库存上升

目前压榨巴西大豆盈利明显，油厂开工积极性相对前期有所增加，随着天气转凉，电力供应恢复，前期限电、限产的日照及天津各油厂均恢复开机，巴西大豆含油率高，不易保存，因此 8 月底 9 月初油厂开机率大幅提高，8 月下旬油厂开机率将继续保持超高水平，周度压榨量达到 200 万吨。因油厂开机率大幅回升，豆粕产出量明显增加。国内豆粕价格下跌，贸易商购销谨慎，加之各地出现猪瘟疫情，饲料养殖企业备货意愿减弱，市场更倾向于现采现用豆粕库存回升。截至 8 月 28 日，国内主要油厂豆粕库存为 130 万吨，较上周同期增加 11 万吨，较去年同期增加 25 万吨，较过去 3 年均值增加 36 万吨。从豆粕基差及成交来看，8 月份基差继续回升，目前已经从贴水会升至升水阶段。

8~9 月我国大豆到港量仍然庞大，库存持续上升，随着气温下降以及油脂备货期来临，后期油厂将维持较高开机率，豆粕产出量较大，加之近期国内发生生猪疫情，影响豆粕用量，预计短期豆粕库存将继续上升。

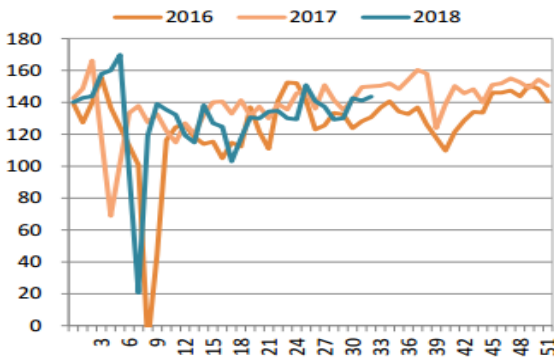
尽管当前国内豆粕供应充足，下游需求疲软，但四季度进口减少的预期不断加强，近日市场预期后期供应可能偏紧，饲料企业增加四季度买货数量，现货市场走势整体强于期货，表明现货供应趋紧的预期将不断在价格中体现，预计后期豆粕价格逐渐趋强。现阶段豆粕现货库存压力仍较大，预计后期大豆压榨利润空间有限。

图 17: 进口大豆压榨利润



数据来源: WIND

图 18: 豆粕消费量对比



数据来源: 天下粮仓

图 19: 油厂豆粕库存

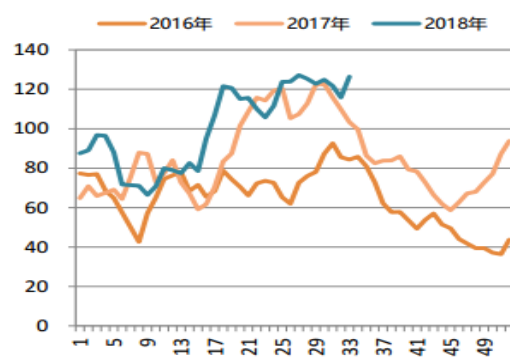
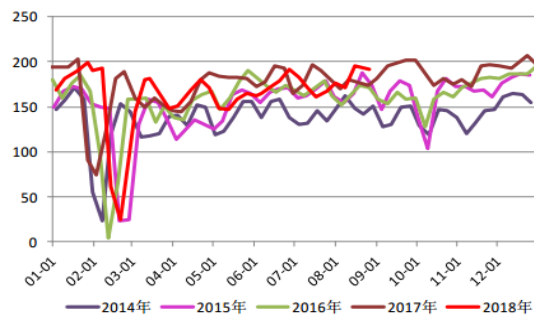
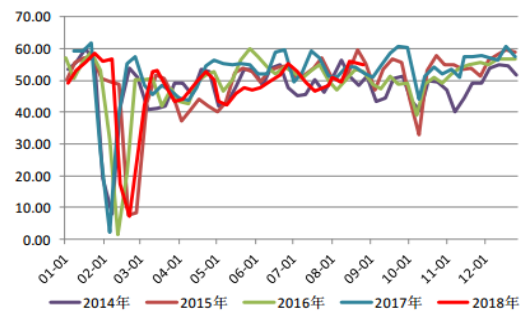


图 20: 大豆压榨量



数据来源: 天下粮仓

图 21: 油厂开机率



4、生猪疫情影响需求，豆粕消费增速难现

继我国辽宁爆出首例非洲猪瘟病例后，8月16日河南郑州双汇屠宰场确诊疫情，8月19日，江苏连云港海州区某养殖场生猪出现不明原因死亡，国内生猪养殖又遭遇疫情打击，引发市场恐慌，养殖户集中抛售生猪，生猪价格滞涨转跌。市场预期大规模疫病爆发将会造成豆粕需求萎缩，连粕行情急转直下。各地现货价格跟盘走弱，监测显示，辽宁大连地区43%普通蛋白豆粕价格为3230元/吨，天津地区为3190元/吨，山东日照

地区为 3160 元/吨，江苏张家港地区为 3200 元/吨，广东东莞地区为 3210 元/吨，均较上周同期下跌 20~50 元/吨，但跌幅小于期货。8 月 29 日下午中国农业农村部表示，沈阳、郑州等四起非洲猪瘟疫情目前已经得到了有效控制和清除，下一步，农业农村部将加大生猪生产、运输等多环节监管，防止新发疫情出现。农业农村部亦表示，不能排除爆发新的猪瘟疫情的可能性。目前屠宰企业有意在中秋、国庆前稳定生猪市场价格，加之大型猪场挺价，冲抵疫情对生猪市场的影响，但如果形成继续爆发之势，猪价短期难有上涨。目前生猪养殖利润不佳，行业不甚景气的情况下养殖户缺乏大量补库的积极性，豆粕价差有利于豆粕添加比例增加，均预示着 2018 年豆粕消费再难见前两年近两位数的增速。

图 22: 生猪存栏变化率

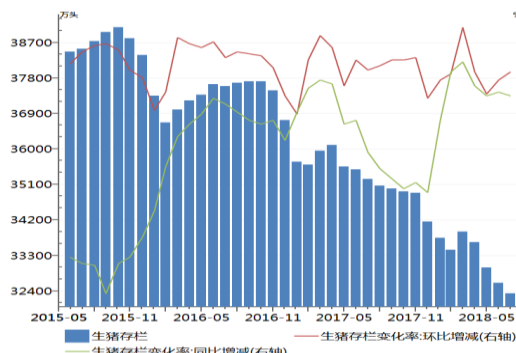


图 23: 养殖利润



数据来源: WIND

图 24: 猪肉平均价

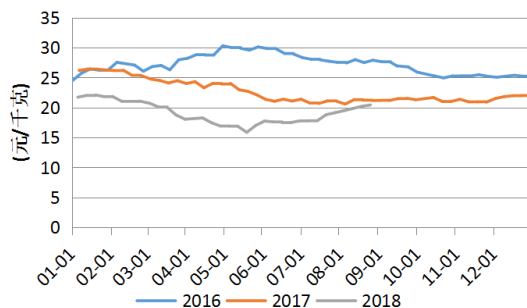
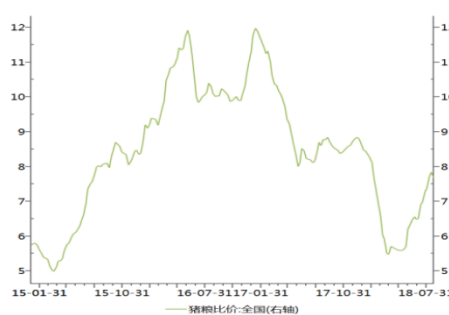


图 25: 猪粮比



数据来源: WIND

二、豆粕期权分析

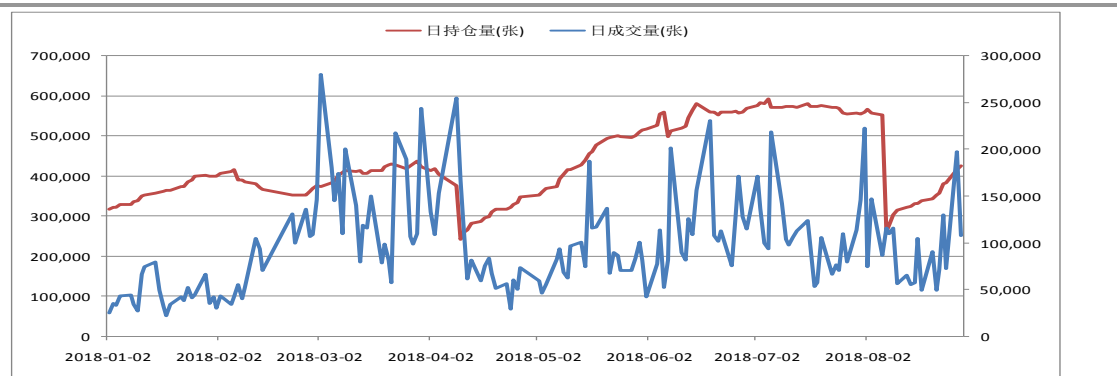
（一）成交和持仓分析

截至 8 月 29 日豆粕期权成交活跃度保持稳定，总成交量 7.38 万手（双边，下同），持仓量 43.65 万手，期权成交量保持稳定。期权主力 1 月合约成交量 6.03 万手，占有所有合约成交量的 81.7%，持仓量 31.3 万手，占总持仓量的 71.7%。总体成交量 PCR 为 0.87，表明投资者仍倾向于后市偏多，持仓量 PCR 为 1.01，表明当前主力持仓方面多空争夺剧烈，倾向于市场剧烈震荡为主，但稍有偏空。主力合约方面，持仓量 PCR 为 0.93，成交量 PCR 为 0.79，从 PC-Ratio 的角度来看，市场情绪对主力合约较为乐观。

当前 1 月豆粕期权平值合约行权价在 3100 和 3050 之间，短期受国内非洲猪瘟疫情影响，豆粕期货价格相对前期有所偏弱，但中美贸易战使得国内进口美豆受到影响，使得国内大豆供给一定程度减少，支撑国内豆粕期现价格，整体看，豆粕中期仍维持偏多，

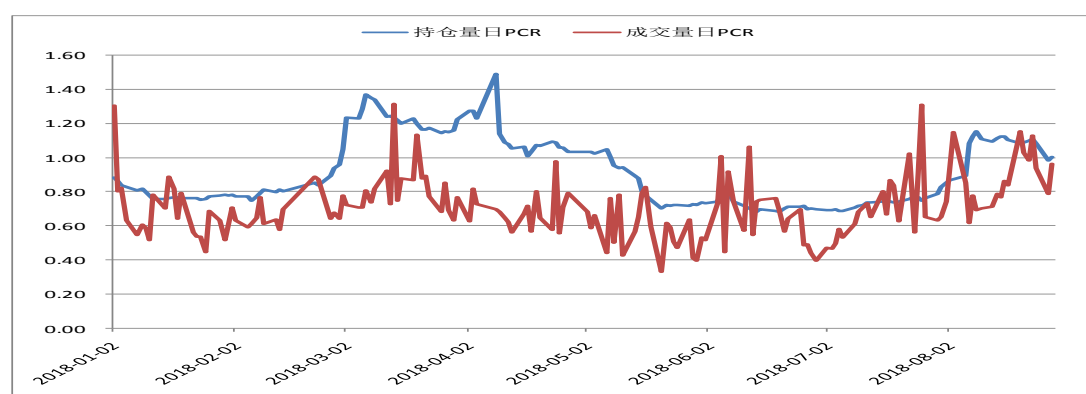
但将维持宽幅震荡，难有大的趋势性行情，震荡区间预计在 2950-3300 之间。

图表 26: 豆粕期权看涨和看跌期权成交量



数据来源: WIND, 广金期货数据库

图表 27: 豆粕期权主力成交量和持仓量 PCR

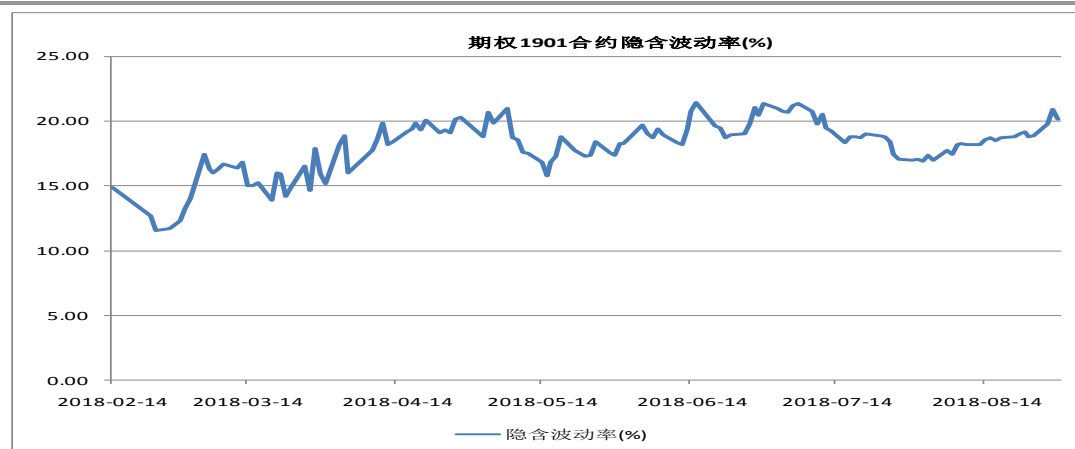


数据来源: WIND, 广金期货数据库

(二) 波动率分析

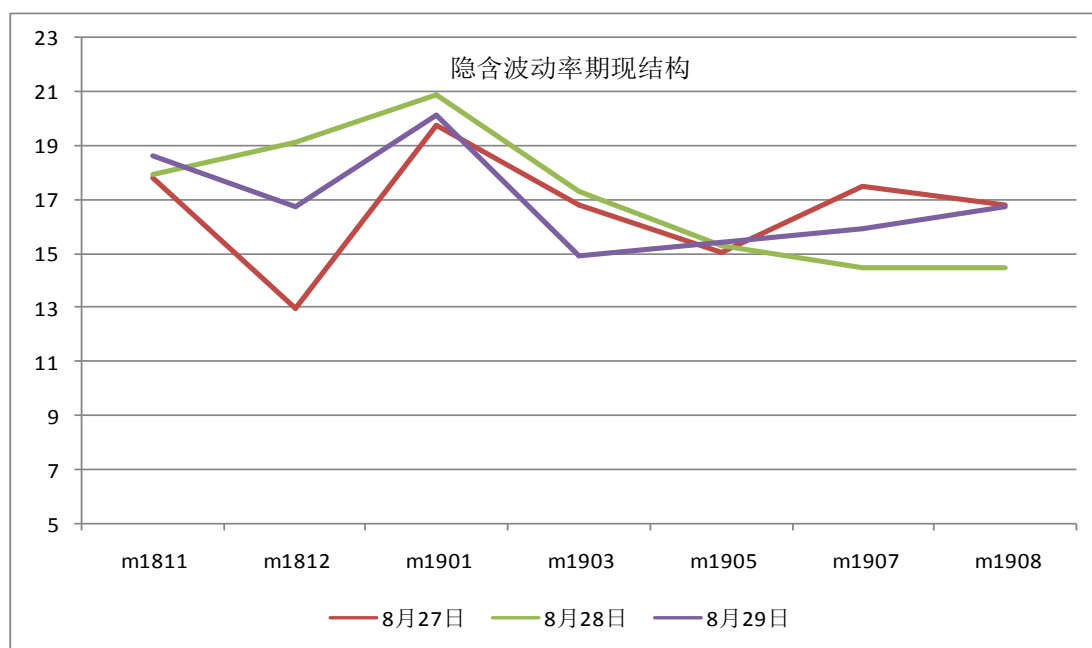
当前豆粕期权主力合约波动率维持在相对较高的水平，大致在 20%左右，从波动率期现结构看，在所有的上市合约中，近月合约和主力 1901 合约波动率较其他合约高，主要是近月合约到期日短，主力合约成交活跃等因素影响。

图表 28: 豆粕期权主力 1901 合约隐含波动率分析



数据来源: WIND, 广金期货数据库

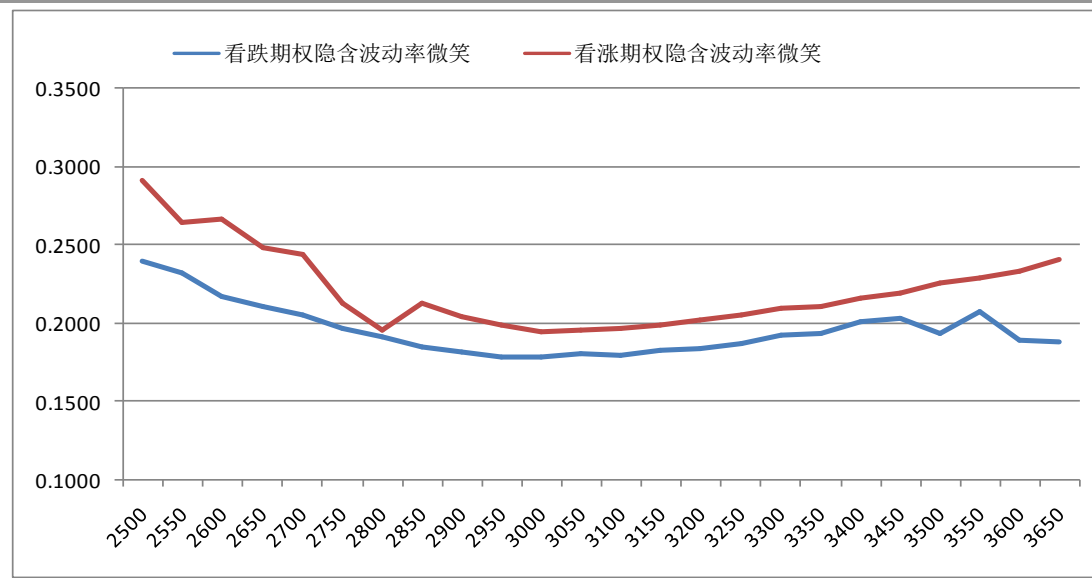
图表 29: 豆粕期权隐含波动率期现结构



数据来源: WIND, 广金期货数据库

主力 1901 合约看, 如下图隐含波动率微笑曲线所示, 不同行权价格的期权合约隐含波动率也不相同, 相同行权价格的看涨和看跌期权合约的隐含波动率也不相同, 其中平值及轻度实值和虚值的期权合约隐含波动率较低, 深度实值和深度虚值的隐含波动率较高, 看涨期权深度实值的波动率高于深度虚值的, 看跌期权深度虚值的隐含波动率高于深度实值的, 看涨期权的隐含波动率高于看跌期权的, 表明看涨期权相对波动较大。

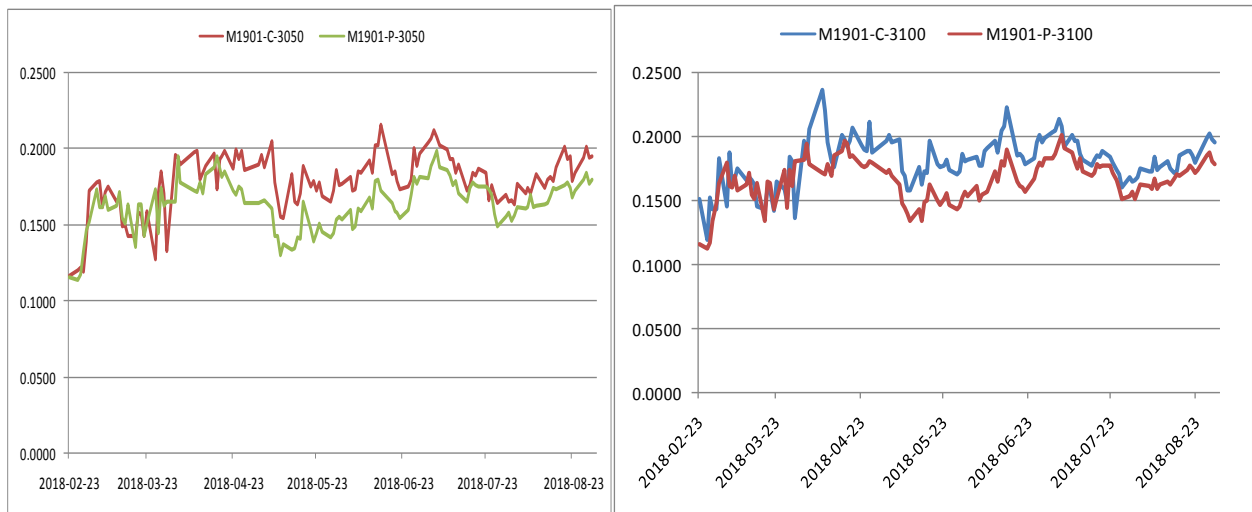
图表 30: 豆粕期货主力合约看涨和期权隐含波动率微笑



数据来源: WIND, 广金期货数据库

对于平值和轻度实值或虚值期权合约的隐含波动率, 当前主力合约该类行权价格的合约波动率均处于年内较高水平, 但维持相对平稳, 看涨期权波动率维持在 20% 左右, 看跌期权维持在 18% 左右。

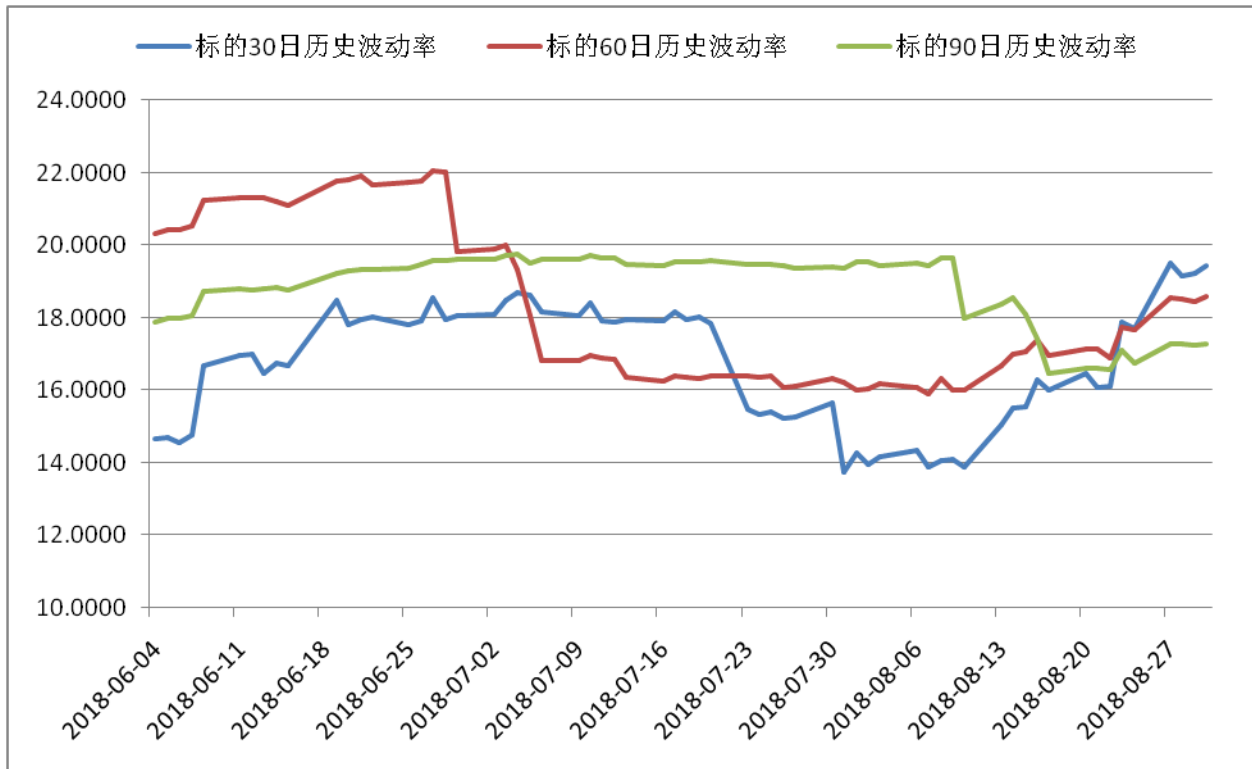
图表 31: 豆粕期货主力合约行权价 3050 和 3100 的看涨和期权隐含波动率



数据来源: WIND, 广金期货数据库

标的方面, 近期豆粕期货历史波动率维持在 16-20 之间, 波动有所回升, 其中 30 日历史波动率较高, 90 日最低, 表明豆粕期货长期波动相对于短期波动率较小。

图表 10: 豆粕期货主力合约历史波动率



数据来源: WIND, 广金期货数据库

通过对豆粕期权和标的的波动率分析, 我们发现, 当前豆粕期权隐含波动率维持在相对稳定的水平, 标的 90 日历史波动率相对较低, 但有所回升, 说明, 未来期权波动率上升的概率较大。

三、总结

期货方面，前期设备检修的油厂近期陆续恢复开工，整体压榨量受压榨利润的驱动处于较高水平，国内豆粕产出较高。后期随着大豆到港相对减少，豆粕库存将会随着大豆库存下降而下降。非洲猪瘟暂时无法彻底排除，市场情绪受疫情影响而波动，抑制消费需求，从消费端利空粕价，不过近期价格急跌更多反应的是非洲猪瘟背景下市场的恐慌情绪，继续向下的空间相对有限，不宜过分看空。倘若疫情得以控制，贸易争端仍使得豆粕后期回归偏强态势。

期权方面，由于标的受多重因素影响保持宽幅震荡走势，使得豆粕期权方面保持宽幅震荡概率也较大，整体波动率将继续保持稳定或震荡，因此，在策略上，在中期偏多的震荡行情下，可逢低买入平值或轻度虚值看涨期权，做多短线波动率，或进行牛市价差策略，买入平值或轻度虚值看涨期权，卖出震荡区间上方 3300 行权价的看涨期权，或逢低买入豆粕期货，买入豆粕看跌期权，或逢高卖出豆粕期货，买入豆粕看涨期权进行备兑保护。

需要关注影响大豆和豆粕的基本面变化因素，如猪瘟疫情进展、美豆产量情况及中美贸易战等对豆类的影响。受此影响，在策略上，关键时点需关注此类影响对波动率的影响，及时调整期权策略，做多或做空波动率的跨式组合。

风险提示：

- ✓ 美豆产量维持高位；
- ✓ 中美贸易战后续影响；
- ✓ 猪瘟疫情影响下游需求未能有效改善；
- ✓ 金融市场系统性风险；
- ✓ 美国农业部报告

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司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广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元
电话：020-38298555

顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层(528305)
电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼
电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房
电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室
电话：0531-58762272

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间
电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室
联系电话：0571-85231387

成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室
电话：028-61320595

深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田区中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A
电话：0755-82549070

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19
电话：0753-2185061

清河营业部

地址：河北省邢台市清河县长江东街 156 号（原济华路东、长江街南侧）
电话：0531-58766302

福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室
电话：0591-87219989