

2024 年 2 月 1 日

历年春节前后豆粕行情回顾

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772 号

广金期货研究中心

农产品板块-首席分析师

秦海垠

期货从业资格证号：

F03099045

期货投资咨询证书：

Z0017728

摘要

每当长假来临，各类资产价格的涨跌会成为交易者讨论的话题；而中国的春节，刚好处于南美大豆生长期。对于持仓过节的交易者，不妨探讨一下历年来春节期间的豆粕期货价格波动。

回顾期货价格走势可以发现，自 2010 年以来的过去年份中，春节前最后一个交易日，和春节后第一个交易日，豆粕期货主力上涨概率略大于下跌。

春节长假前后价格波动大的年份，都是长假期间国际大豆的供需情况出现了重大变动。

回顾期权价格走势可以发现，自 2018 年以来的过去年份中，春节前几乎都出现了豆粕期权隐含波动率的升高。对于投机型交易者，在节前通过“买入平值跨式期权”来交易隐含波动率 IV 上涨，有一定可取之处。但对于避险型交易者，如果春节长假期间仍持有大量期货头寸，那么仅仅“买入平值跨式期权”难以对冲期货头寸的价格风险。

一、历年春节前后豆粕行情回顾

豆粕是现货和期货结合较为紧密的品种，部分国内的贸易、压榨、饲用企业等乐于使用豆粕期货进行价格套保，甚至采用基差定价的方式进行现货报价。豆粕期货价格和现货价格一般情况下涨跌方向一致，涨跌幅度较为接近。

豆粕期货市场的运行情况发生过调整。而 2012 年之前，期货市场对近远月合约的选择与近年较为不同。2008 年、2010 年至 2012 年，春节期间的的主力合约均为当年 9 月合约，而不是 5 月合约。这些年份，春节期间 5 月合约已成为“旧主力”，当时的成交量已经大幅萎缩。我们统计春节豆粕涨跌幅，选用主力合约。

图表：历年春节长假 - 豆粕主力合约涨跌幅统计

豆粕期货合约	春节前最后交易日	春节后首个交易日	长假期间涨跌幅
M1009	2010-02-12	2010-02-22	1.04%
M1109	2011-02-01	2011-02-09	2.01%
M1209	2012-01-20	2012-01-30	1.16%
M1305	2013-02-08	2013-02-18	-0.96%
M1405	2014-01-30	2014-02-07	3.10%
M1505	2015-02-17	2015-02-25	1.61%
M1605	2016-02-05	2016-02-15	-0.98%
M1705	2017-01-26	2017-02-03	0.14%
M1805	2018-02-14	2018-02-22	3.90%
M1905	2019-02-01	2019-02-11	0.46%
M2005	2020-01-23	2020-02-03	-3.70%
M2105	2021-02-10	2021-02-18	-0.91%
M2205	2022-01-28	2022-02-07	8.28%
M2305	2023-01-20	2023-01-30	0.26%

来源：wh6，广州金控期货研究中心

从统计结果可知，过去 14 个春节长假期间，豆粕期货上涨和下跌的情况均有出现，其中不乏跳空开盘的大涨大跌行情。总体而言，上涨概率略大于下跌。

从重要事件时间节点看，有一些年份的春节假期期间，如 2016 年，正好是 USDA 的 2 月报告发布日；然而春节假期横跨了报告披露日，并不一定会导致外盘美豆和国内豆粕期货的剧烈波动。反之，春节长假期间豆粕发生过大幅波动的年份，交易者参考的也不一定是美国 USDA 或巴西政府官方的数据披露。

根据市场上现存的机构资料整理，我们可以了解到最近几年春节长假期间，豆粕期货巨幅波动的原因：

【2018 年】总的来说，2018 年 2 月至 4 月的上涨是阿根廷持续干旱导致大豆减产所致。而具体到春节前后的 1 月 28 日和 2 月 7 日，国内 m1805 合约跳空高开，原因有好几方面。（1）以 Agroconsult 公司为代表的商业机构上调巴西产量约 300 万吨，也下调了阿根廷同等幅度，而且当时天气预报预测接下来 4 周阿根廷天气干旱，而后在 3 月被证实；（2）巴西的公路运输和美国港口都遭遇了暴雨，影响短期出口效率；（3）巴西收割率 25%，略微落后 5 年平均。春节期间主导外盘美豆行情的，基本是以上几个普通程度的利多因素同时共振。

另外值得一提，2018 年全年大豆最瞩目事件是中美贸易战，一般认为开始于 3 月 23 日。春节期间的豆粕价格波动，应该还没有反应中美贸易战因素。

【2020 年】2020 年春节后第一个交易日，国内多数权益资产和商品价格都跳空低开；相信大家印象深刻，这其中最主要原因就是新冠疫情的爆发。归纳大豆品种内因素有：（1）春节疫情使全球各国下调中国的年度大豆消费预期，这也影响了当年主产国大豆的出口预期；（2）当年仍有一定的贸易战后的交易思维，

而春节前中美已经签署了大豆采购协议，国内大豆季节性垒库，当时和预期的大豆供应都充足。横向对比其他品种：（1）国内豆粕期货与外盘美豆期货跌幅相当；（2）大豆期货跌幅仅约为 WTI 原油期货跌幅一半，也小于主要金属跌幅。

2020 年的疫情不仅仅影响春节行情，其影响波及全年；但疫情国际化已是 3 月之后的故事了。

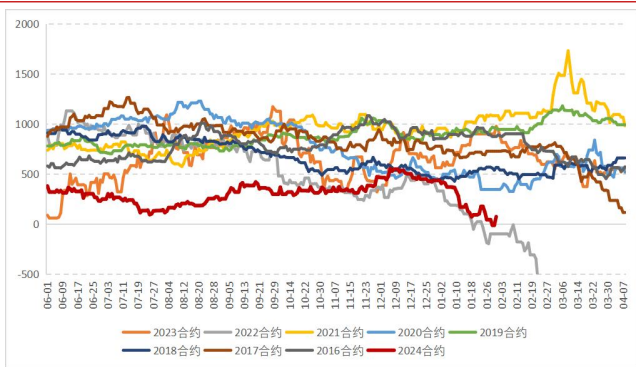
【2022 年】2022 年 2 月到 4 月大豆系价格持续上涨，南美大豆总产量也出现了持续的下调，主要原因也是生长期遭遇了天气不测。春节期间大豆消息事件归纳如下：（1）多家商业机构对巴西大豆产量预估下调 600 万吨到 1200 万吨不等，这些机构包括 Datagro、StoneX、AgRural、Cogo 等，均不是政府机构而是商业机构；（2）阿根廷首都布宜诺斯交易所下调该国 200 万吨产量；（3）同年，恰逢加拿大油菜籽大幅减产，作为油料替代品的油菜籽价格居高不下，烘托了大豆涨势。

2022 年这春节行情也有特别之处。巴西减产是因为遭遇了暴雨；阿根廷减产却是因为遭遇了干旱。更进一步地，这与大豆作物生长客观规律有关，大豆生长期大约需要获取 500mL 到 1000mL 的降水，即使巴西稍微干旱，本身地处热带，巴西大豆也几乎不缺水；而阿根廷产区降水短缺，大豆单产或将锐减达 30%。

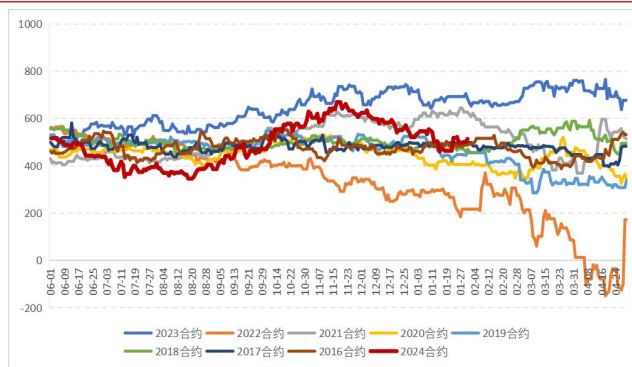
综上，过去 2018 年、2020 年、2022 年的豆粕春节行情，各自有各自的缘由。要说共同点，则都是大豆主产国（南美天气等）或者非国内物流贸易因素（疫情）。此时，春节假期国内压榨厂几乎是不开机的，贸易运输物流的开工率也比较低，下游饲料等行业已经在春节前备好了原料，港口大豆此时也季节性充足。春节前后，大豆系在国内的不确定因素比较少，基本都跟随外盘大豆走势为主。

眼下春节又将临近，今年 2024 春节前，豆粕是否有值得布局的行情呢？仅从涨跌方向的视角来看，当前国内豆粕期货偏阴跌为主，但也不能排除“经典的”南美天气行情导致的上涨驱动；如果以投机型交易的盈利作为目标，也许当下做跨品种价差策略的胜率会相对较高。

图表：豆油 2405 - 棕榈油 2405



图表：豆粕 2405 - 菜粕 2405



来源：Wind，广金期货研究中心

其一，豆油 5 月-棕榈油 5 月价差已经来到历史区间极低的位置，仅 2017 年 4 月时达到过同等低位（已忽略 2022 年印尼出口政策的异常年份）。这反应了当前棕榈油 12 月和 1 月连续减产，和南美两国大豆丰产预期。基本面供应的利空和利多因素或已基本出尽，入场做扩价差将有较大胜率。

其二，豆粕 5 月-菜粕 5 月价差也处于历史区间偏低位置。豆粕在功能上对菜粕有较好替代，通常价差维持在 400 元以上。当前，豆粕和菜粕的春节前备货已过大半，开年后的行情除了国际主产国因素外，还有养殖需求因素。今年生猪存栏仍然偏高，而今年开春后水产养殖总体量尚属未知，需在二季度徐徐展开。当前在豆菜粕价差低位入场做扩，或有较大赢面。

二、春节前后交易期权会是好策略吗？

常交易期权的投资者，会注意到“长假前期权隐含波动率上升”常常出现。春节长假前，避险型交易者也乐于选用场内期权来规避价格波动的风险。直观来看，就是豆粕期权 VIX 指数的上涨。

图表：历年春节长假 - 豆粕期权 VIX 指数涨跌幅统计

标的合约	春节前一周的周四	春节前最后交易日	VIX 涨跌（数值）
M1805	2018-02-08	2018-02-14	3.15%
M1905	2019-01-24	2019-02-01	0.84%
M2005	2020-01-16	2020-01-23	2.57%
M2105	2021-02-04	2021-02-10	-0.55%
M2205	2022-01-20	2022-01-28	2.15%
M2305	2023-01-12	2023-01-20	1.75%

来源：wh6，广州金控期货研究中心

无一例外地，春节前一周豆粕期权的 VIX（可视作平均隐含波动率）均会上升。仅 2021 年春节前例外，因 2 月 10 日当天正好是 USDA 报告发布日，不确定事件落地，导致 VIX 指数有下降释放的需求。

图表：历年春节长假 - 豆粕期权跨式组合涨跌统计

期权跨式组合	前周周四 买入价格	节前交易日开盘卖出	盈亏（数值）
M1805-C(P)-2800	108	130.5	22.5
M1905-C(P)-2600	180	180.5	0.5
M2005-C(P)-2700	146	147	1.0
M2105-C(P)-3500	249	236.5	-12.5
M2205-C(P)-3250	203.5	230	26.5
M2305-C(P)-3900	298	302.5	4.5

来源：优矿网 uqer.datayes.com，广州金控期货研究中心

商品期权交易员在推荐策略时会提及“VIX 上涨前买入平值跨式期权组合，待 VIX 涨到位后卖出”。在此，假若在春节前一周的周四按收盘价买入当时平值期权组合，再等到节前最后一个交易日按开盘价卖出，赢面会有多大？

从上表中看出，此类交易波动率上涨的期权策略有其合理性，胜率较高。但真正盈利的 2018 和 2022 年份，都出现了基本面供应偏紧的配合消息。期权市场交易定价者在赋予“隐含波动率 IV 升水”的时候，对豆粕基本面嗅觉挺灵敏的。

图表：历年春节长假 - 豆粕期权对冲豆粕期货价格波动的能力

标的合约	期货合约涨跌(数值)	期权跨式组合	期权组合盈亏(数值)
M1805	111	M1805-C(P)-2850	22.5
M1905	12	M1905-C(P)-2600	-11.5
M2005	-60	M2005-C(P)-2650	7.5
M2105	22	M2105-C(P)-3500	-26.5
M2205	258	M2205-C(P)-3400	100
M2305	55	M2305-C(P)-3850	-17.5

来源：优矿网 uqer.datayes.com，广州金控期货研究中心

不少交易者认为，买入型期权策略可以对冲长假期间的期货持仓价格风险。然而实际上，如果对期货涨跌方向完全没有判断，光凭买入跨式或者宽跨式期权组合，是无法有效对冲期货持仓的价格波动的。

其一，长假期间持有期权组合会损耗时间价值。如果长假过后，标的期货合约出现较大波动，期权的 Gamma 和 Vega 合在倾向盈利，抵消时间价值损耗，那么持有跨式期权度过长假，前后的权利金之和并不亏；但如果长假过后期货无波动，期权买方就损失时间价值。其二，即使跨式期权组合的买方在期权端获利，数值配比上，也难以弥补期货端的涨跌波动。

更推荐，持有期货多头+买入 Put，或持有期货空头+买入 Call 的保护型组合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

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，如与广州金控期货有限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有限公司的立场，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有限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。未经广州金控期货有限公司允许批准，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“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1772号

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

<p>• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555</p>	<p>• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<p>• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645</p>	<p>• 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 电话：0531-55554330</p>
<p>• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021</p>	<p>• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385</p>
<p>• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314</p>	<p>• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603</p>
<p>• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880</p>	<p>• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123、1124号 电话：0351-7876105</p>
<p>• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718</p>	<p>• 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦1905室 电话：0755-23615564</p>