豆粕库存处于低位，对价格有一定支撑

影响因素分析：

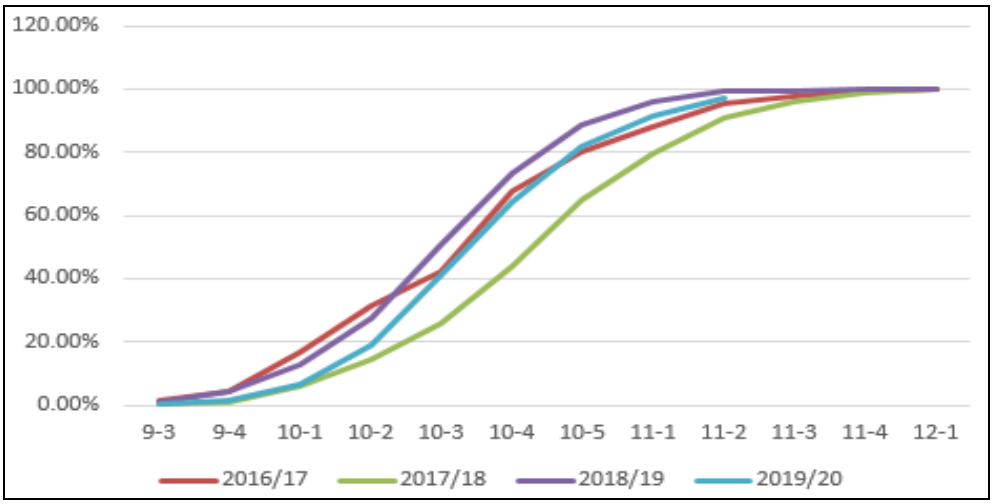
一、巴西大豆播种进度及天气

表 1：美豆供需平衡表（单位：百万英亩，百万蒲式耳）

项目	15/16	16/17	17/18	18/19	18/19		19/20	19/20	
				10月	11月	变化	10月	11月	变化
种植面积	82.7	83.4	90.2	89.2	89.2	0	76.5	76.5	0
收获面积	81.8	82.7	89.5	88.1	87.6	-0.5	75.6	75.6	0
单产	48.0	52.0	49.3	51.6	50.6	-1	46.9	46.9	0
						0			0
期初库存	191	197	302	438	438	0	913	913	0
产量	3926	4296	4412	4428	4428	0	3550	3550	0
进口量	24	22	22	14	14	0	20	20	0
总供应量	4141	4515	4735	4880	4880	0	4483	4483	0
						0			0
压榨量	1886	1901	2055	2092	2092	0	2120	2105	-15
种用	97	105	104	89	89	0	96	96	0
残余	24	41	9	39	39	0	32	32	0
国内消费量	2007	2047	2168	2220	2220	0	2248	2233	-15
						0			0
出口量	1936	2166	2129	1748	1748	0	1775	1775	0
总需求量	3943	4213	4297	3968	3968	0	4023	4008	-15
						0			0
结转库存	197	302	438	913	913	0	460	475	15
库存/需求比	5.00%	7.17%	10.19%	23.01%	23.01%	0%	11.43%	11.85%	0%

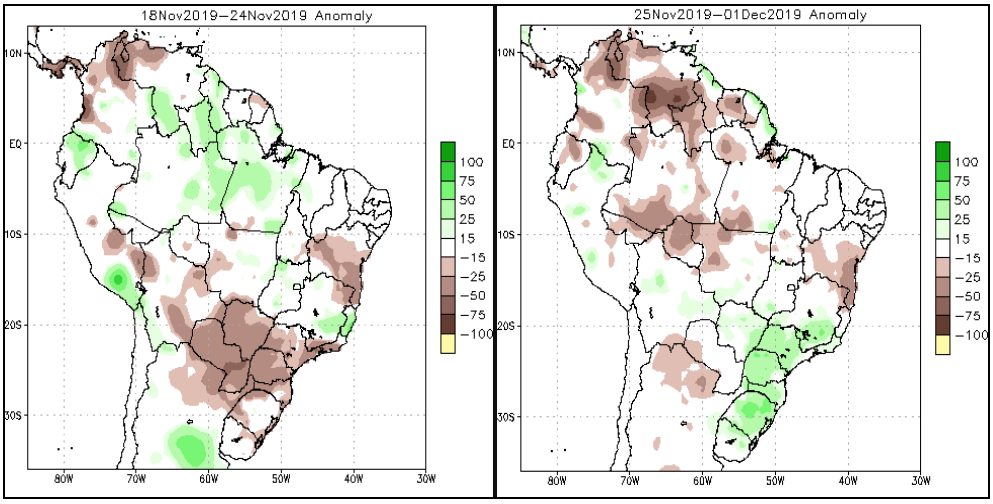
数据来源：USDA，上海中期

图 1：马托格罗索州大豆播种进度（单位：%）



数据来源：USDA，上海中期

图 2：巴西主产州降水异常情况（单位：mm）



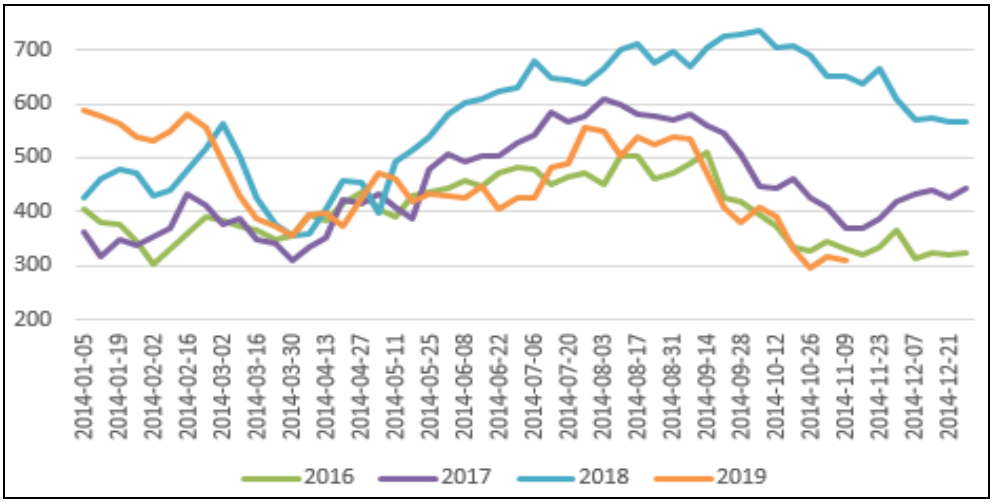
数据来源：NOAA，上海中期

11 月 8 日 USDA 发布了 11 月份大豆供需报告，本次报告调整较小，2019/20 年度美豆供应维持 10 月预估不变，需求方面下调了其国内压榨需求，21.2 亿蒲式耳下调至 21.05 亿蒲式耳，相应的，期末库存上调 150 百万蒲至 4.75 亿蒲式耳，报告相对中性，后期需重点关注中美关系的变化对美豆出口需求方面的影响。

巴西大豆播种接近尾声，巴托格罗索州大豆播种进度为 96.98%，后期大豆进入生长期。从天气预报看，未来第一周和未来第二周主产区降水均较为正常，利于大豆生长，短期看，巴西大豆主产区天气无碍。

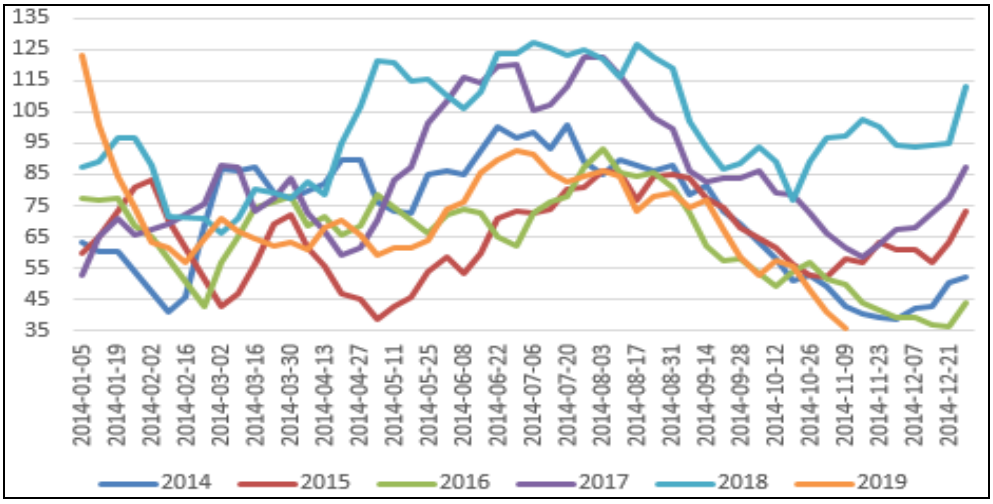
二、国内大豆豆粕库存持续下降

图 3：大豆库存（单位：万吨）



数据来源：天下粮仓，上海中期

图 4：豆粕库存（单位：万吨）

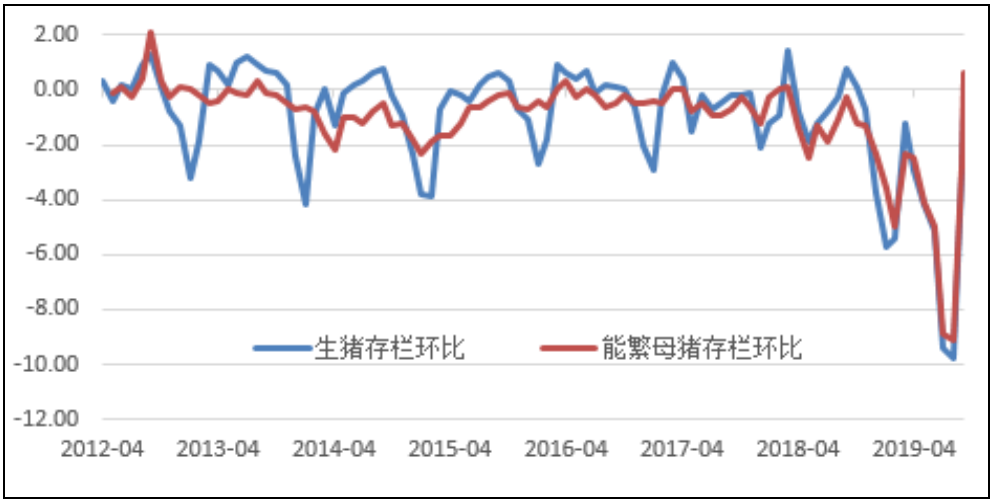


数据来源：天下粮仓，上海中期

国内方面，本周油厂压榨量小幅回升至 163 万吨，导致本周油厂进口大豆库存有所下降，目前沿海地区油厂进口大豆总库存为 310.56 万吨，较上周进一步下降。而本周豆粕成交再度放量，令豆粕库存也是继续下降，目前豆粕库存为 35.51 万吨，已降至近 6 年来的新低。未来两周油厂压榨量小幅回升，预计豆粕库存降幅或缩窄，但短期豆粕库存仍将是偏紧局面。

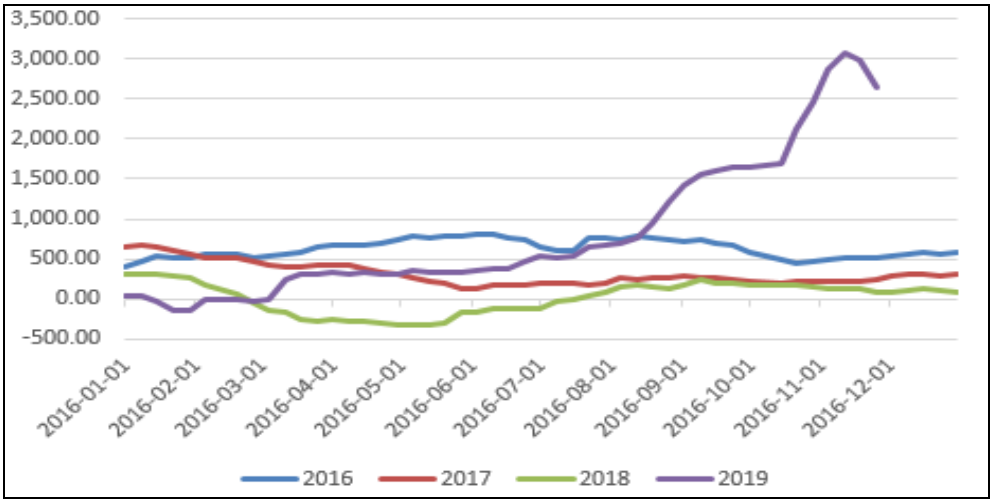
三、生猪存栏降幅放缓

图 5：生猪存栏环比和能繁母猪存栏环比（单位：%）



数据来源：Wind，上海中期

图 6：生猪养殖利润（单位：元/头）

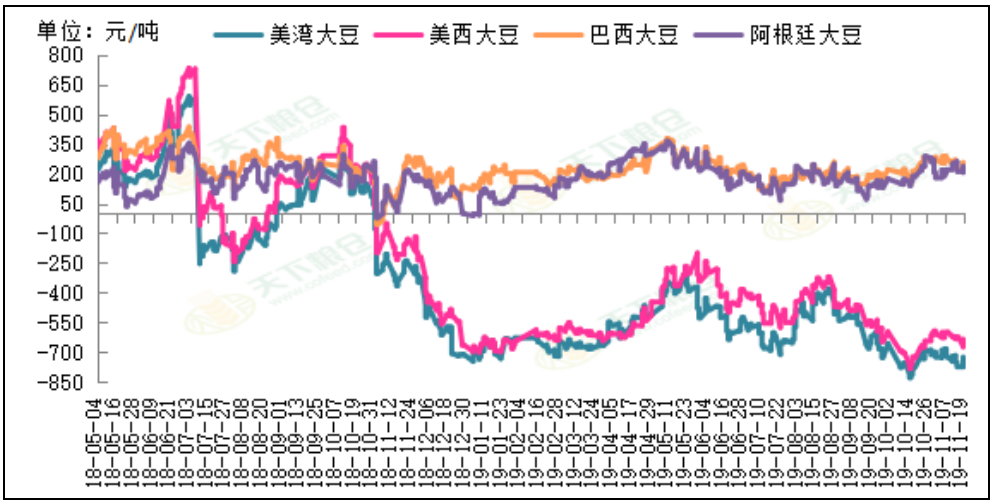


数据来源：Wind，上海中期

农业部 10 月数据显示，全国生猪存栏下降幅度明显收窄，能繁母猪存栏环比止降回升。10 月份，生猪存栏环比下降 0.6%，能繁母猪存栏环比增长 0.6%。目前自繁自养生猪养殖利润为 2637 元/头，处于历史同期最高。在高养殖利润以及国家的一系列措施的鼓励下，生猪存栏降幅较前期明显缩窄，后期或得到恢复。但是生猪存栏恢复需要一定的时间，同时面临过年期间生猪的大量出栏，短期内市场对豆粕需求存在一定担忧。

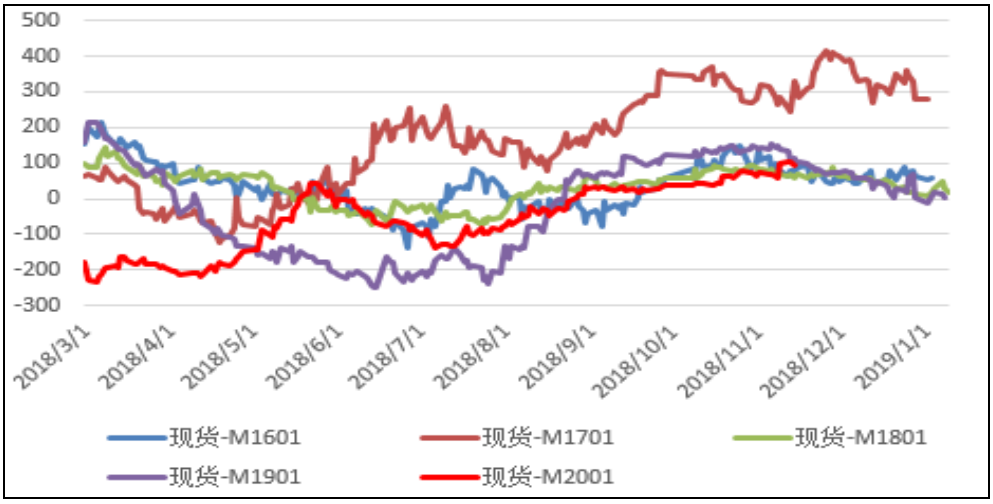
四、进口南美大豆压榨利润较好，对豆粕价格形成一定的压制

图 7：豆粕压榨利润（单位：元/吨）



数据来源：天下粮仓，上海中期

图 8：华东豆粕 1 月基差（单位：元/吨）



数据来源：天下粮仓，上海中期

目前，巴西大豆 12 月船期盘面榨利盈利为 221 元/吨，榨利依然处于较好的水平，而美豆由于在 33%的高关税下，依然处于深度亏损状态。在高榨利的情况下，对豆粕价格有一定的压制。目前，华东豆粕的基差为 90 元/吨，在低库存的情况下，预计现货仍将维持坚挺，后期期现回归或主要靠盘面的走强来带动。

期权方面

基本面简述

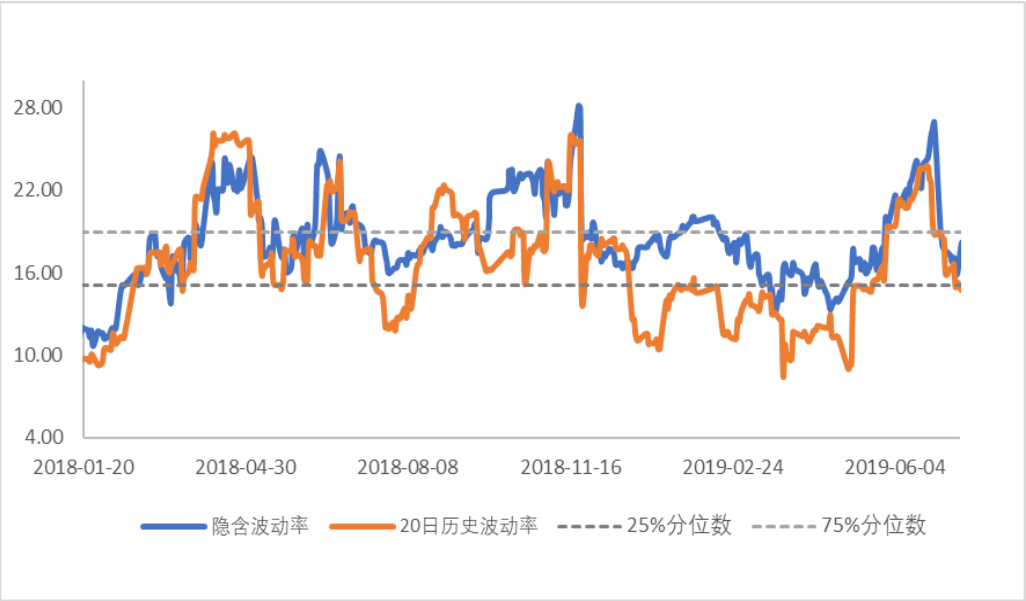
供应端：11 月 USDA 报告相对偏空，巴西大豆进入生长期，目前主产区天气适宜；国内方面，大豆和豆粕库存均于历史低位。需求端：生猪存栏降幅有所收窄，存栏数量或将缓慢恢复，目前压榨利润较好。综上所述，虽目前国内大豆、豆粕库存处于低位，但生猪存栏绝对数量仍处历史地位，且依据往年经验，年前生猪将会大量出栏，即使近期养殖利润高企，短期豆粕的需求依然疲弱；加之，近期压榨利润较好，对豆粕价格有所压制，故各方也无补库需求。长期来看，美豆收割接近尾声，面临收割压力；随着国家各项生猪养殖鼓励政策的出台以及生猪养殖利润的居高不下，生猪存栏有望在明年上半年稳步回升，故对豆粕价格形成有效支撑，豆粕价格易涨难跌。

波动率

从豆粕的历史波动率、隐含波动率的统计规律以及结合基本面的情况分析，我们可以归纳出豆粕的季节性波动规律，如图 9 所示，每年 4-8 月左右豆粕波动率受美豆生长季状况的影响常常呈现上升趋势，同理每年 11-12 月

份豆粕波动率的升高通常伴随巴西天气因素的炒作。

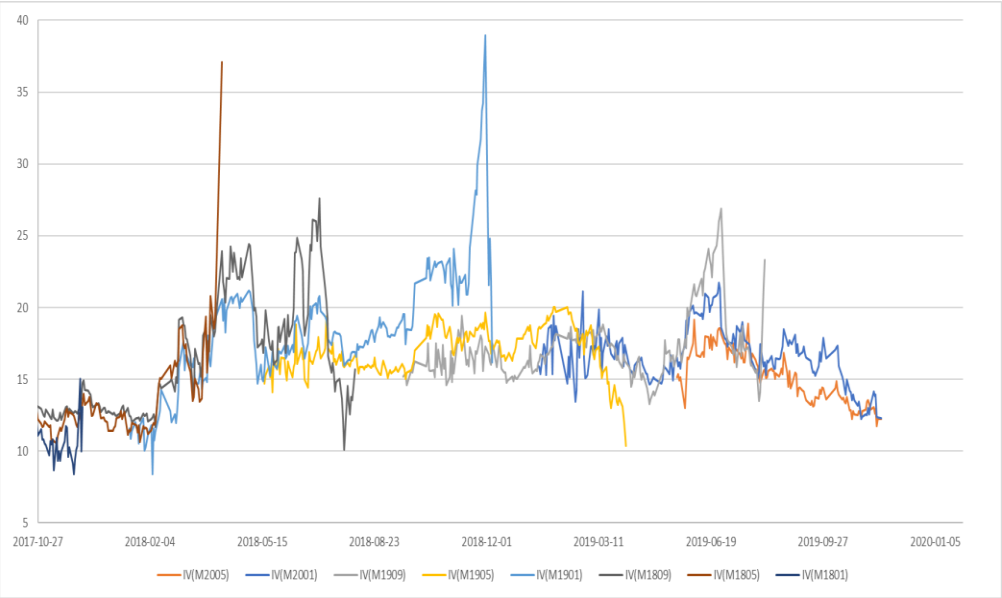
图 9：豆粕历史波动率以及隐含波动率（单位：%）



数据来源：Wind，上海中期

从各主力合约自身的隐含波动率状况来看，如图 10 所示，同一时期存在的各期权合约走势基本一致；若期权标的为次主力合约相较于标的为主力合约的期权的隐波较低，随着时间的推移，次主力合约进入主力月相应的期权的隐含波动率也会有所提升。

图 10：豆粕隐含波动率（单位：%）

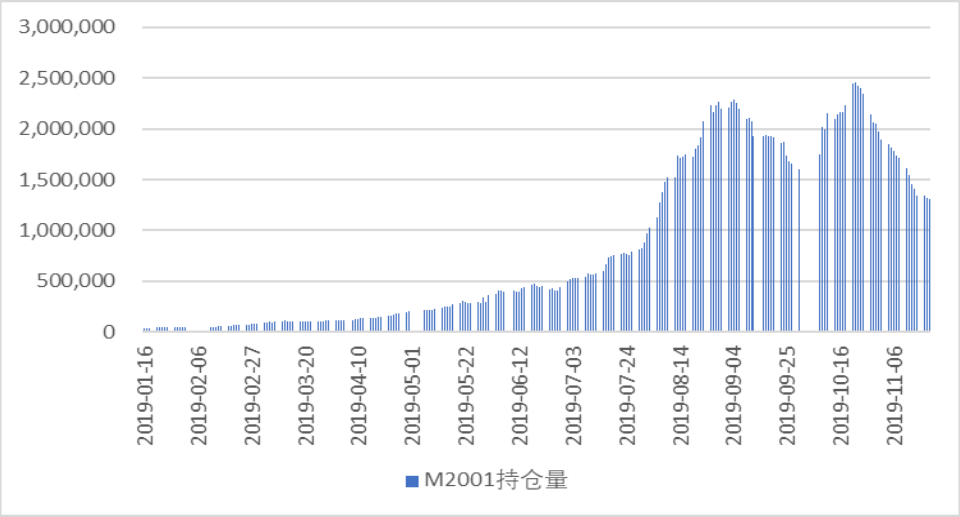


数据来源：Wind，上海中期

持仓量

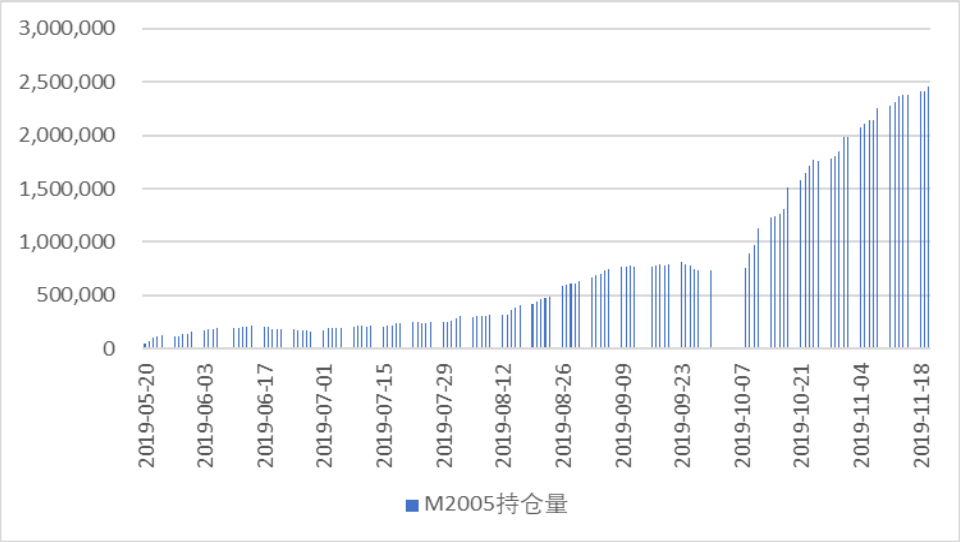
就目前豆粕期货 2001 与 2005 的持仓量来看，主力合约已切换至 05 合约并且 01 合约持仓量逐步下降，仓位状况较为正常，从而减弱了 01 合约爆发行情的概率。

图 11：豆粕期货 01 合约持仓量



数据来源：Wind，上海中期

图 12：豆粕期货 05 合约持仓量



数据来源：Wind，上海中期

操作策略

目前美豆收割接近尾声，11 月 USDA 报告相对偏空，短期美豆或存在一定的收获压力，但长期看，其供应端压力缓解，供需趋于好转。巴西播种接近尾声，后期进入生长期，未来 1-2 周，主产区天气较为适宜，利于大豆生长。国内方面，开机较前期有所恢复，近期豆粕成交较好，大豆和豆粕库存均处于低位。生猪在高养殖利润以及国家的鼓励下，存栏降幅较之前有所收窄，后期生猪存栏或有望恢复，但是短期内面临年前的大量出栏，市场对 1 月豆粕需求存一定的担忧。且目前压榨利润较好，对豆粕价格也形成一定的压制。总的来说，在美豆供需好转，巴西大豆进入生长期，国内生猪存栏有望恢复的情况下，豆粕可以逢低做多。后期的风险，年前生猪的出栏，导致需求变差，中美经贸关系的缓和，对市场情绪的影响以及后期非洲猪瘟是否还会大规模爆发。

综合上述分析，我们认为当前情况可以考虑构建**对角价差**或**日历价差**，短期来看豆粕大幅上涨的概率较小，加之需求疲弱供应端无较大的变化，01 合约对应期权的隐含波动率可能进一步走低。长期来看，随着明年生猪存栏的恢复豆粕需求端修复，对于豆粕 05 合约的价格形成支撑，且就豆粕波动率的季节性规律来看，3 月-5 月豆粕波动率大概率走高。因此，我们选择**卖出豆粕 01 平值看涨期权，买入 05 平值或者略虚的看涨期权**。若行情延续假设情况，届时可以选择择机平仓或者待 01 合约到期后继续持有隐波成本较低的 05 合约后续平仓。

风险提示

若近期巴西天气异常，或中美关系再次产生变数，短期内豆粕价格抬升，可考虑重新在 01 合约上构建短期的牛市价差策略、比例价差策略或买入看涨期权等。