

研究创造价值

毕慧

宝城期货金融研究所

邮箱: bihui@bcqhgs.com

报告日期: 2017年9月6日

基于区间内震荡偏强运行格局 下的豆粕期货期权策略



一、豆粕期货策略：

1、美农8月份月度报告超预期利空影响持续释放

8月份，美国农业部发布了备受市场关注的8月份月度供需报告。报告中美国农业部上调2017/18年度美国大豆单产预估至49.4蒲式耳/英亩，高于7月份报告中沿用的48蒲式耳/英亩，同时也高于市场预期的47.4蒲式耳/英亩的单产水平。由于播种面积未作调整，推动2017/18年度美国大豆产量上升至43.81亿蒲式耳，超过2016/17年度的43.07亿蒲式耳的产量规模再创历史新高，同时远超出市场预估的42.02亿蒲式耳的预期水平。虽然美国农业部上调2017/18年度美国大豆出口预估至22.25亿蒲式耳，较7月份上调7500万蒲式耳。还是令2017/18年度美豆年末库存预估上升至4.75亿蒲式耳，不仅高于7月份预计的4.6亿蒲式耳，更是远超出市场预期的4.26亿蒲式耳。全球2017/18年度大豆年末库存上调至9778万吨，高于市场预期的9220万吨，也高于7月份报告中预估的9350万吨。整体来看，美国农业部报告上调产量和年末库存与市场对大豆产量和年末库存下调的预期截然相反，不仅大豆产量和库存没有如期出现下降，反而出现显著增长，美国农业部报告大幅超预期给市场带来利空影响。

2、天气炒作降温 不同品种影响分化并呈现区域性特征

在今年的早些时候，暴风雪、干旱等气候一度令农产品天气炒作风生水起，在农作物生长关键期，由于天气因素会主导市场对农作物的产量预期，因此这个阶段天气市成为市场价格波动的主导，其他影响因素被弱化。但由于天气变化的不确定性，也直接导致这个阶段农作物的期货价格跟随天气出现剧烈波动，市场价格的方向切换和变化速度都很快。而对目前的市场而言，天气市是否结

束还要分品种区别对待。小麦市场，对于已经收获的地区随着产量逐渐兑现天气市炒作结束，而对于尚未收获的地区天气炒作还将持续。玉米市场，虽然天气市尚未结束，但随着北半球玉米生长关键期的过去，天气因素对玉米产量的影响程度逐渐衰减。大豆市场，目前正处于北半球大豆结荚关键期，天气因素仍是影响大豆产量的关键因素，天气市仍将持续。

未来一段时间，天气因素对小麦价格的影响将会转为区域性的影响，尤其是德国和澳大利亚的旱情是否持续将继续影响这两个地区的小麦价格。而对于已经进入收获阶段的地区，比如美国和俄罗斯地区的小麦产量进入市场预期的兑现阶段，天气炒作结束之后，市场关注的焦点将转向小麦产量和品质。对于玉米而言，考虑到玉米生长关键期已经过去，未来天气变化对玉米产量的影响程度将会逐渐衰减。这意味着美国农业部很难在当前预测的基础上继续大幅下调玉米的产量数据。因此，在秋季玉米上市之前，天气因素扰动下降的背景下，美国农业部对玉米产量预估的利空影响将持续令 CBOT 玉米期价承压。8 月份大豆结荚期天气因素将成为影响大豆产量的关键因素。8 月底之前的天气形势将对美豆产量产生决定性影响。但 9 月初美国中西部北部的早霜威胁值得警惕。综合评估认为，绝大部分区域排除极端天气威胁，局部小风险仍值得警惕。美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 20 日当周，美豆生长优良率为 60%，符合市场预期，高于前一周的 59%。显示出天气状况整体有利于大豆的生长。就在天气炒作降温之际，中国需求成为市场的亮点，也成为支撑美豆期价的潜在因素。在短期中美签订大豆采购协议带来的利多影响释放之后，市场将持续关注美豆新作的预售情况，虽然 8 月底之前美豆期价仍将受到天气因素的扰动影响，但短期来看在天气炒作降温的背景下，美豆新作的预售进展就将会决定美

豆期价的支撑。同时，国内市场仍在关注中美贸易格局可能生变的最新动态。

3、中美贸易局势可能生变 美国对印阿生物柴油征收高额反补贴税

就在市场刚刚从美国农业部报告的超预期利空影响中缓过神来，关注天气变化的同时，地缘政治风险正在悄然上升。美国当地时间8月14日下午，美国总统特朗普在白宫签署行政备忘录，指示美国贸易代表莱特希泽针对所谓“中国不公平贸易行为”发起调查，正式打响“中美贸易战”第一枪。特朗普不会轻易在经贸问题上让步，这意味着莱特希泽或将援引美国《1974年贸易法》第301条，对中国发起“301调查”。一旦美国对中国启动“301条款”，将会影响中美贸易关系。自2008年以来，中国已经连续5年成为美国最大单一农产品出口市场。在今年4月份中美开启的“百日计划”中，农产品成为双方贸易协定的排头兵。而在中美农产品贸易中，由于中国对美国大豆的依存度较高，今年1-6月份中国进口大豆总量为4480万吨，其中美豆占比达到42.52%。因此一旦中美贸易关系恶化，不排除美国征收高额大豆出口关税并将其转嫁给中国大豆进口商。尤其是美豆新作即将进入预售高峰阶段，而中国厂商对远月进口大豆船期的采购又存在缺口。而不仅是中国市场，南美市场对中美贸易局势同样保持高度关注，一旦美国大豆出口关税上调，届时南美库存大豆的价格竞争优势将会得到凸显，南美大豆出口可能迎来淡季不淡的局面。

巴西发展部发布的初步数据显示，今年迄今为止巴西大豆出口量已经超过2016年全年的出口，因为国内大豆获得丰收。政府数据显示，截至8月份第二周，巴西已经出口5337万吨大豆，比上年全年的出口量增加3.5%。2015年巴西大豆出口量为创纪录的5430万吨。最新的出口数据显示，今年巴西大豆出口

有望打破这一历史纪录。巴西植物油行业协会称，今年巴西有望出口 6400 万吨大豆。一旦中美贸易局势生变，巴西大豆出口规模将会进一步攀升，实现年内出口目标指日可待。

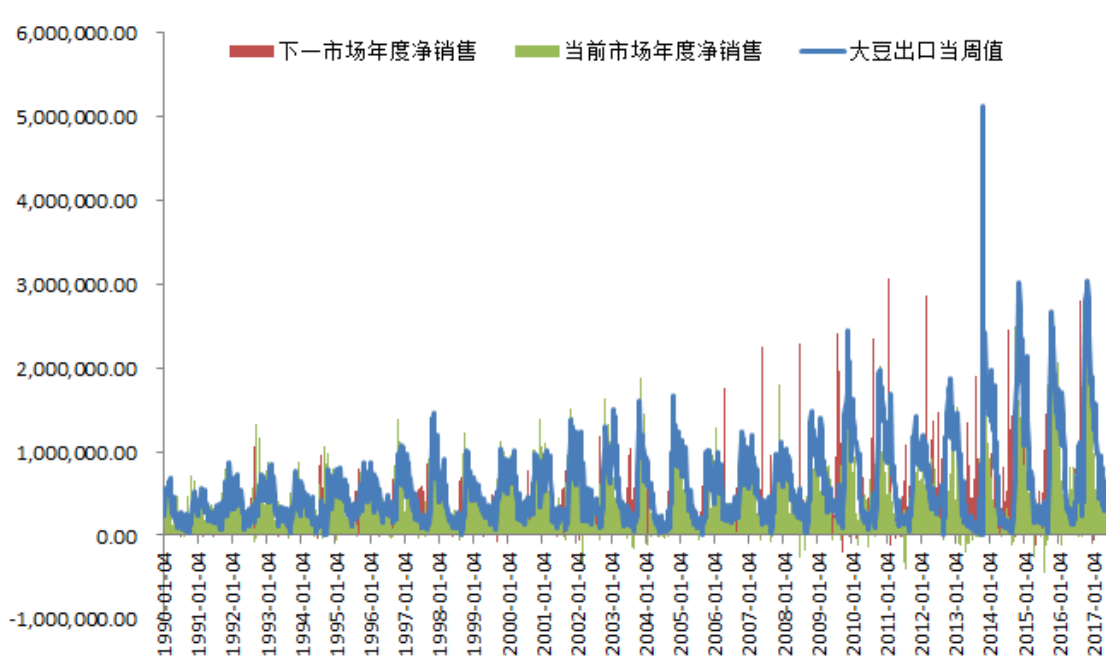
就在市场关注中美贸易局势可能发生变化的最新动态之际，美国商务部 8 月 22 日表示，初步协议对进口自印尼和阿根廷的生物柴油分别征收 41.06-68.28%和 50.29-64.17%的关税。受此影响，市场预期将会提振美国豆油至生物柴油的消费水平，美国豆油期价连续 6 个交易日强势上涨，给国内豆油期价带来联动性影响。短期来看，美国商务部对进口自印尼和阿根廷生物柴油征收反补贴税的消息给豆油市场带来的利多影响仍在释放，国际豆油价格仍将表现明显强势，对国内豆油市场价格带来积极影响。与此同时，我们也看到阿根廷反击美国征收进口生物柴油发补贴政策，阿根廷生物燃料协会主席表示，将停止对美国所有输出。2016 年美国进口 52.02 亿磅生物柴油，其中阿根廷和印尼约占 78%，其中阿根廷占到美国生物柴油进口需求的三分之二。假设生物柴油需求为刚需以及不能依赖生物柴油进口的前提下，为了替代 40.65 亿磅的生物柴油进口，美国需要增加 3.42 亿蒲式耳大豆压榨量以满足生物柴油工业的豆油原料消耗。

4、美豆压榨好于预期 中国需求成为市场亮点

美国全国油籽加工商协会发布 7 月份的大豆压榨量略好于市场预期。7 月份美国大豆压榨量为 1.48 亿蒲式耳，高于 6 月份的 1.38 亿蒲式耳和上年同期的 1.437 亿蒲式耳，也高于此前市场分析师预计的 1.43 亿蒲式耳。截至 7 月 31 日，美国豆油库存下降至 15.58 亿磅，低于 6 月末的 17.03 亿磅和上年同期的 17.43

亿磅。整体来看，报告对豆类价格构成一定支撑，而美国豆油库存水平的持续下降和市场对未来豆油消费水平持续提升的预期将会继续支撑豆油期价。

图 1：美豆出口销售



数据来源：美国农业部 宝城期货金融研究所

美国农业部周度出口销售报告显示，截至 8 月 10 日的一周，下一市场年度大豆净销售量为 89.9 万吨，比上周高出 40.7%。显示出美豆预售节奏的加快。2016/17 年度迄今美国对华大豆出口销售总量比上年同期增长 24.6%，上周是同比提高 24.9%。截止到 2017 年 8 月 10 日，2016/17 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为 3525.6 万吨，高于上年同期的 2856.4 万吨。当周美国对中国（大陆地区）装运 28.2 万吨大豆，一周前为 18.7 万吨，两周前为 7.33 万吨。迄今美国已经对我国售出但尚未装船的 2016/17 年度大豆数量为 140.8 万吨，高于去年同期的 85.9 万吨。2016/17 年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 3666.4 万吨，较去年同期的 2942.3 万吨提高 24.6%，上周是同比提高 24.9%，两周前是同比提高 26.8%。

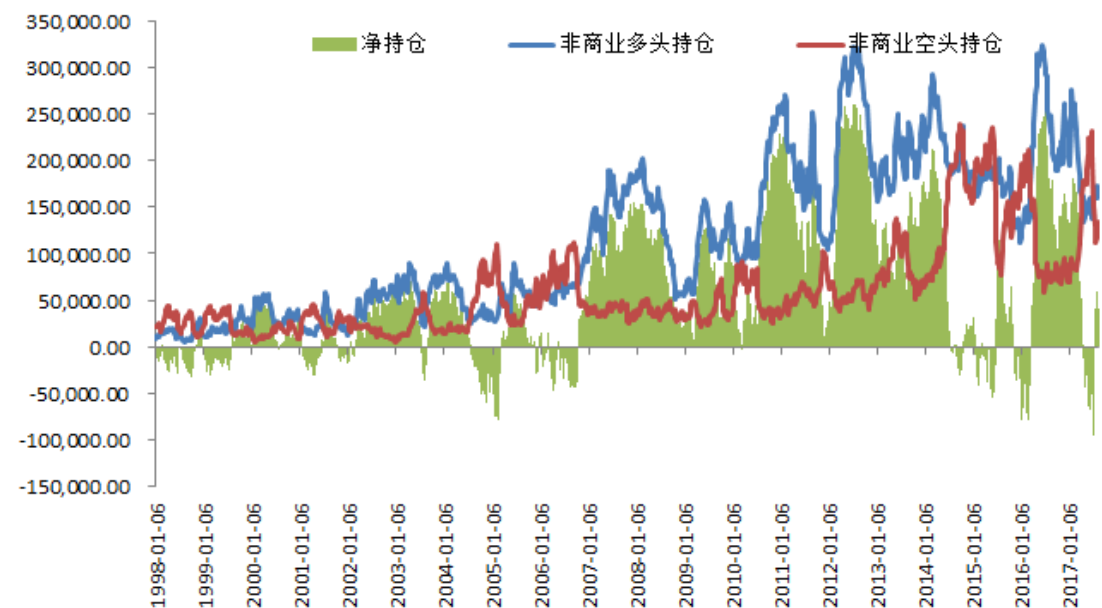
2017/18 年度美国对华大豆销售量为 349 万吨，比一周前提高 39.5 万吨。

近期，全球最大进口国中国的需求被再度唤醒，近几日中国再度购买数十船进口大豆，由于巴西大豆贴水偏高、阿根廷大豆贴水稀少，因而市场更倾向于购买美国大豆。美国大豆出口委员会称，来自中国的大豆买家代表团将采购总量约 380 万吨美国大豆，至此，2017 年中国大豆采购商协议采购美豆数量累计总量高达 1633 万吨，超过 2015 年中美签订的 1318 万吨的采购规模。这将持续提振美豆出口，美豆期价从中受益。在短期中美签订大豆采购协议带来的利多影响释放之后，市场将持续关注美豆新作的预售情况，虽然 8 月底之前美豆期价仍将受到天气因素的扰动影响，但短期来看在天气炒作降温的背景下，美豆新作的预售进展将会决定美豆期价的支撑。

5、投机基金减持净多单 强弩之末对美豆期价支撑减弱

CFTC 公布的持仓报告显示，投机基金在大豆期货和期权市场减持净多单。截至 8 月 15 日的一周，投机基金在芝加哥交易所大豆期货以及期权部位持有净空单 14399 手，上周是持有净多单 12913 手。目前基金持有大豆期货和期权的多单 76451 手，上周 83318 手；持有空单 90850 手，上周是 70405 手。大豆期货期权空盘量为 858554 手，上周是 796479 手。市场乐观情绪减退令美豆期价缺乏反弹动能。继续关注投机基金持仓动向，在天气炒作降温的背景下，投机基金净多头寸是否会减仓加速，也将决定对美豆期价的资金支撑力度，影响美豆期价的运行区间。

图 2：CFTC 大豆非商业持仓净多头寸



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

6、 7月进口大豆量刷新历史纪录 南北美大豆出口竞争日趋激烈

8月份中国海关总署公布的7月份进出口数据显示，7月份进口大豆数量为1008万吨，较去年同期的776万吨增加232万吨，增幅为29.89%，较6月份的769万吨进口量增加239万吨，增幅31.07%，并刷新了今年5月份创下的959万吨历史最高纪录。2017年1-7月份，中国累计进口大豆数量为5489万吨，较去年同期增加16.8%。而7月份进口大豆数量井喷，主要是由于7月份开始受到进口大豆增值税率下调和此前部分大豆货船延期的影响，令7月份进口大豆数量出现井喷，给国内大豆市场带来集中性的供给压力。随着8-9-10月到港压力的逐步缓解，预计豆粕基差将坚挺趋稳。目前预计8月份大豆到港量为818万吨，9月份预期到港量为670-680万吨，10月份预期到港量为700万吨左右。

图3：美国进口大豆完税成本

月份	大豆离岸基差 (美分/蒲式耳)	到岸升贴水(美分/蒲式耳)	CBOT大豆期价 (美分/蒲式耳)	较昨日涨跌(美分/蒲式耳)	CFR价格(美国/吨)	到岸完税价格 (RMB元/吨)	较昨日涨跌 (RMB元/吨)	折算豆粕成本 本价格(RMB元/吨)	汇率(美国)	运费 (美国/吨)	对应 CBOT 月份
9月美湾	72	175.42	946.4	8.40	412.19	3268.57	25.57	2621	6.66	38	X
10月美西	113	164.71	946.4	8.40	408.26	3238.65	8.65	2571	6.66	19	X
10月美湾	71	179.86	946.4	8.40	413.83	3281.06	17.06	2624	6.66	40	X
11月美湾	77	185.86	946.4	8.40	416.03	3297.81	25.81	2645	6.66	40	X

数据来源：汇易网 宝城期货金融研究所

图 4：巴西进口大豆完税成本

月份	大豆离岸基差 (美分/蒲式耳)	到岸升贴水(美分/蒲式耳)	CBOT大豆期价 (美分/蒲式耳)	较昨日涨跌(美分/蒲式耳)	CFR价格(美国/吨)	到岸完税价格 (RMB元/吨)	较昨日涨跌 (RMB元/吨)	折算豆粕成本 本价格(RMB元/吨)	汇率(美国)	运费 (美国/吨)	对应 CBOT 月份
9月桑托斯	111	192.65	946.4	8.40	418.52	3316.77	33.77	2669	6.66	30	X
10月桑托斯	108	189.65	946.4	8.40	417.42	3308.39	25.39	2658	6.66	30	X
11月桑托斯	111	192.65	946.4	8.40	418.52	3316.77	25.77	2669	6.66	30	X
2月桑托斯	70	146.2	963.4	7.40	407.7	3234.38	11.38	2614	6.66	28	H
3月桑托斯	59	135.2	963.4	7.40	403.66	3203.62	2.62	2575	6.66	28	H

数据来源：汇易网 宝城期货金融研究所

图 9：阿根廷进口大豆完税成本

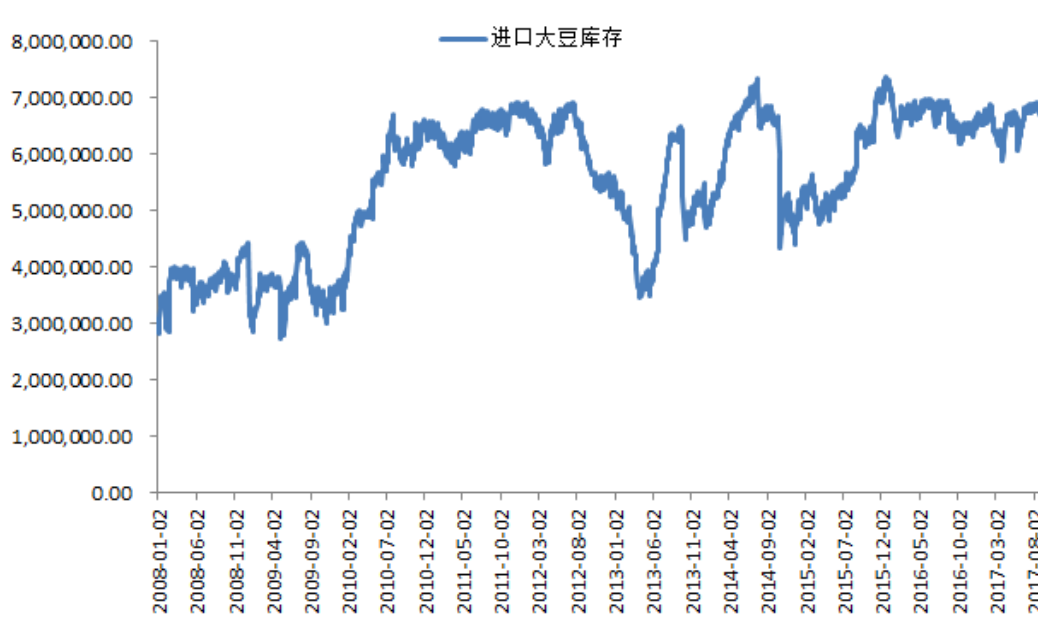
月份	大豆离岸基差 (美分/蒲式耳)	到岸升贴水(美分/蒲式耳)	CBOT大豆期价 (美分/蒲式耳)	较昨日涨跌(美分/蒲式耳)	CFR价格(美国/吨)	到岸完税价格 (RMB元/吨)	较昨日涨跌 (RMB元/吨)	折算豆粕成本 本价格(RMB元/吨)	汇率(美国)	运费 (美国/吨)	对应 CBOT 月份
8月阿根廷	59	156.98	941.2	6.20	403.51	3202.48	13.48	2631	6.66	36	U
9月阿根廷	60	157.98	946.4	8.40	405.79	3219.84	19.84	2653	6.66	36	X
10月阿根廷	60	157.98	946.4	8.40	405.79	3219.84	19.84	2653	6.66	36	X

数据来源：汇易网 宝城期货金融研究所

从当前的进口成本来看，截至 8 月 25 日，9-11 月船期的美湾大豆进口到岸完税成本价格为 3238-3297 元/吨。巴西桑托斯大豆 9-11 月份船期，进口完税成本 3308-3316 元/吨。可见美湾地区的大豆进口完税成本较巴西地区便宜 19-70 元/吨。8-10 月份阿根廷大豆进口完税成本 3202-3219 元/吨。从进口成本来看，9-10 月份船期美湾大豆进口完税价格明显低于巴西地区 59-70 元/吨，9 月份

和 10 月份船期阿根廷大豆比美湾大豆进口完税成本便宜 62-78 元/吨。因此，9 月份以后，南北美大豆出口竞争形势将会日趋激烈。

图 5：进口大豆港口库存



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

从进口大豆港口库存来看，截至 8 月 24 日，国内港口大豆库存为 684.2 万吨。目前本月到港量 576.7 万吨，本月预期到港量 818 万吨。大豆到港压力较 7 月份略有减轻，但整体来看国内大豆市场供给仍旧面临较大压力。

近阶段以来，伴随着盘面压榨利润好转以及我国豆粕终端远月基差合同成交的放大，中国油厂持续加大对于近月大豆船期尾盘的采购，但四季度中后期船货的采购节奏依然偏慢于去年同期水平。这也使得市场在未来进口大豆到港量逐步下降的预期下，持续加大 9-1 月基差合同在低价位区间的采购。而受到南美农民持续惜售导致的大豆贴水及海运费进一步上涨影响，国际市场包括把中国买家的部分需求转向美国市场。因此，我们看到近期中国需求被再度唤醒，8 月下旬以来，中国再度购买数十船进口大豆，由于巴西大豆贴水偏高、阿

根廷大豆贴水稀少，因而市场更倾向于购买美国大豆。美国大豆出口委员会称，来自中国的大豆买家代表团将采购总量约 380 万吨美国大豆，至此，2017 年中国大豆采购商协议采购美豆数量累计总量高达 1633 万吨，超过 2015 年中美签订的 1318 万吨的采购规模。这将持续提振美豆出口，美豆期价从中受益。

7、 国产大豆现货价格承压 远期价格仍受天气因素影响

中国农业部公布 8 月中国农产品供需形势分析报告显示：当前东北产区大豆处于开花至结荚期，由于大部分地区光温水匹配较好，大豆长势基本正常。其中，内蒙古东四盟北部和南部、黑龙江省东北部等地大豆长势较好，而内蒙古东四盟中部、黑龙江省西南部等地因受前期持续高温干旱影响长势不及去年。据农业部卫星遥感和地面网点县监测结果显示，东北产区大豆 76.5% 的长势与去年持平，12% 好于去年，11.5% 不及去年。黄淮产区大豆处于分枝至开花期，近期降雨使土壤墒情利于大豆开花结荚生长。湖北省早熟大豆已上市，单产和产量较去年均有增加。本月对 2017/18 年度大豆市场供需形势预测与上月一致。

本月预测，2016/17 年度中国大豆产量 1286 万吨，比上月预测数增加 10 万吨。主要考虑是，截至 7 月下旬，东北产区大豆种植区域墒情总体适宜，与上年度同期相比 88.1% 的大豆长势持平偏好，单产预计增加，7 月下旬黄淮地区发生强降雨，部分低洼农田受淹受涝，但对单产影响不大，预计 2016/17 年度全国大豆单产每公顷 1797 公斤，较上年度增加 2.0%，总产量较上年度增加 10.8%。2016/17 年度中国大豆进口量 8350 万吨，比上月预测数减少 150 万吨，主要是因为国内临储大豆持续拍卖，且国产大豆产量增加，导致进口需求下降；2016/17 年度大豆消费量 9820 万吨，比上月预测数减少 122 万吨，主要是因为

国内蛋白需求增幅逐步趋于稳定，大豆压榨量下降；年度结余量为-202 万吨，库存水平继续下降。

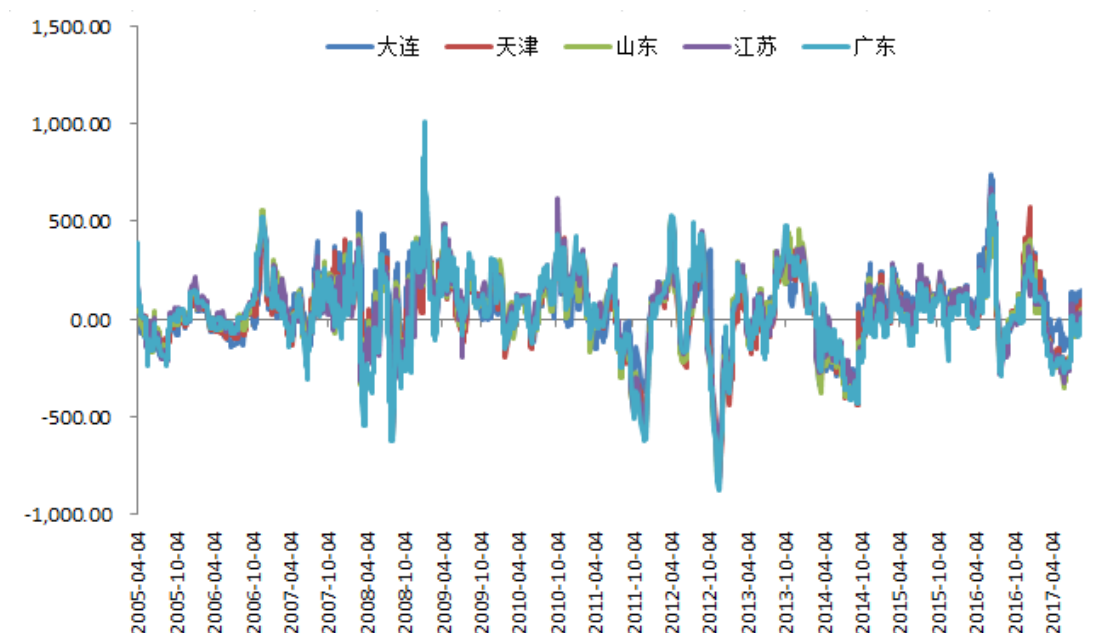
8 月份以来，国产大豆产区库存见底，国产豆短期供应仍然偏紧，价格表现坚挺，但湖北新豆上市，关内大豆价格下跌，后期供应大幅增加的预期令国产豆远月期现货价格走势偏弱。目前，黑龙江食用豆收购价 3800~3940 元/吨，油用豆收购价 3750~3850 元/吨，湖北新豆上市，关内大豆价格普遍回落 40~60 元/吨。当前东北产区库存基本见底，陈豆购销基本结束，东北豆现货青黄不接对价格产生有力支撑，短期优质国产大豆供应仍然偏紧。夏季是豆制品消费淡季，加之今年国内高温天气持续时间长，市场需求环比走弱。由于港口分销大豆价格持续下滑，而国产大豆价格维持稳定，近期国产豆与进口豆的价差扩大，导致进口豆替代增加。国产大豆压榨持续处于亏损状态，油用需求疲软。

目前市场上正在流通着东北 2011 年临储陈豆，市场虽普遍对其质量抱有质疑的态度，但考虑到成本优势，仍有部分企业及批发商选择 2011 年临储陈豆。临储陈豆在市场的流通，令市场供应出现的缺口得到填补，令国产大豆难觅上涨契机。近期东北流传出 2013 年临储陈豆即将进行拍卖或销售传闻，虽此消息未得到证实，但仍然影响市场心理，令市场预期临储大豆大规模拍卖时间日益临近，但由于目前对于拍卖的数量和价格上不得而知，因此对市场的打压仍处于心理层面。后期关注临储拍卖动态对国产大豆价格的影响。若 2013 年临储豆拍卖传闻落实。中期看，国产大豆供应同比增加趋势明显，今年国家对粮豆轮作补贴面积增加，国产大豆新作种植面积将继续增加，7 月底湖北早熟豆已经陆续上市，加之临储大豆拍卖仍可能举行，后期供应料将同比增加。

8、 环保检查导致部分油厂停机限产 豆粕去库存进程加速

8月份起，环保督查在我国山东、河北、河南、四川等北方、内陆省市进一步展开，靠近主城区的饲料企业几乎都处于停产整改检查状态。上周华北、山东地区部分油厂分别因环保、检修以及胀库等原因，面临进一步停机限产局面，影响下游提货，部分油厂豆粕库存持续下降。截至8月18日当周，我国主流油厂豆粕总成交量为131.6万吨，日均成交量为26.32万吨，环比上周80.3万吨增加51.3万吨，增幅为63.88%，本月累计成交291.05万吨，环比上月成交量增幅高达89.42%。8月中旬以来，主流油厂豆粕成交以第四季度基差合同为主，此外8-9月基差合同以及明年1月基差合同也均有大量预售，多数集团预售积极性相当高；而另一方面，盘面压榨利润改善以及高成交量，也伴随更多的外盘大豆点价。

图6：进口大豆压榨利润



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

截至8月24日，沿海主流油厂的进口大豆压榨利润为5-141元/吨，压榨

利润较 8 月中旬有所改善，沿海主流油厂的压榨利润均出现了扭亏为盈的积极转变。其中大连地区仍旧是沿海地区油厂压榨利润表现最好的地区。而在 8 月下旬以来油厂压榨利润改善的阶段，一方面环保限产令油厂豆粕产出水平下降，豆粕去库存进程加速支撑豆粕价格；另一方面豆油期价表现明显强势，尤其是在国际豆油期价强劲上涨和临池棕榈油期价表现强势的共同带动下，豆油现货价格大幅上涨也成为油厂压榨利润快速改善的关键影响因素。中期来看，美国商务部对进口自印尼和阿根廷生物柴油征收高额反补贴税的措施，将会提振美国国内豆油消费水平整体上一台阶，加速美豆豆油库存水平的下降，支撑美豆油期价，给国内豆油价格带来联动性支撑，所谓东方不亮西方亮，油厂压榨利润虽然短期无法受到来自于豆粕价格的提振，但豆油价格持续保持强势将有利于油厂压榨利润的持续改善。9 月份以后，油厂开工积极性将会明显上升。

而饲料企业的采购节奏将会继续影响豆粕去库存进程。在这个过程中，除了饲料企业在对豆粕供应格局有一定的预期之外，也将对下游市场需求做出预估。终端市场库存水平普遍不高，一旦豆粕现货价格受到油粕比的带动出现上涨，市场需求仍然存在被激发的可能。饲料企业的采购节奏仍然取决于对价格的预估和养殖行业的需求判断。因此，饲料企业的采购节奏还将受到下游养殖行业需求变化的影响。

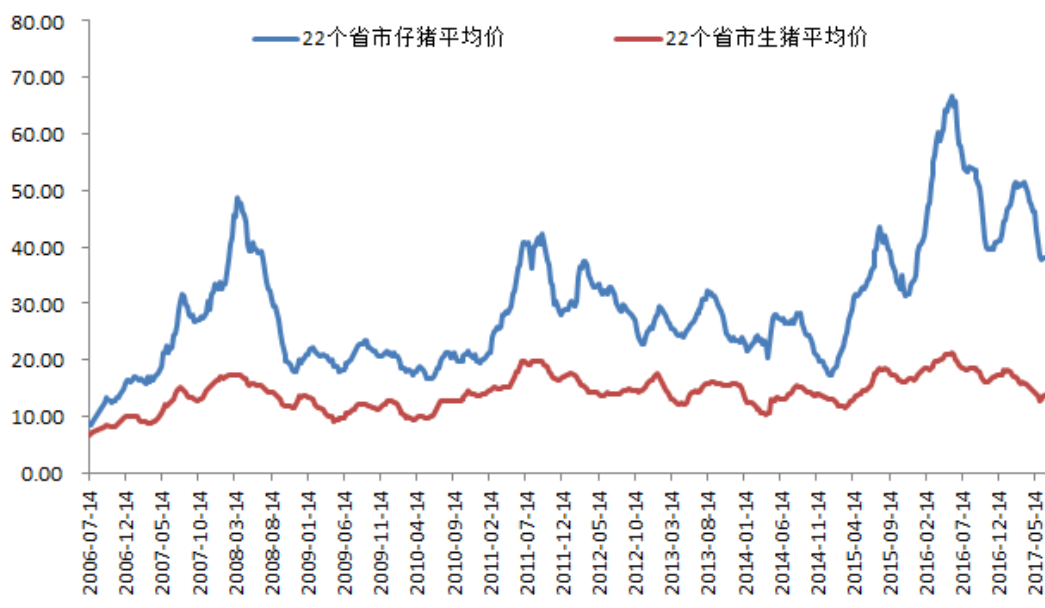
9、需求疲弱猪价下行 生猪存栏支撑豆粕消费

8 月份以来国内生猪市场在小幅冲高的走势。截至 2017 年 32 周，国内毛猪出栏均价为 14.46 元/公斤，周比上涨 0.11 元/公斤，猪粮比为 8.28:1，周比回升 1.4%。另外，根据国家生猪市场监控显示，第 32 周我国生猪市场价格指数为

95.64，周比上升 1.72%，生猪平均成交价为 13.89 元/公斤；全国活禽跨省调运数量为 7279.26 万吨，环比下降 3.52%。其中，生猪 159.42 万头，环比下降 7.22%，家禽 7098 万只，环比下降 3.44%。

受到环保风暴的影响，四川、山东等地区的生猪养殖量和白羽肉鸡养殖量呈现下降趋势。以四川为例，截至 7 月末，四川省整体生猪存栏量环比下降 2%，同比减少 6.51%，规模化企业降幅高达 3.06%，甚至超过了全省。由此可见，政府对于环保的高压政策对于全行业生猪产能恢复的制约仍然十分突出。从目前情况来看，传统型的农业养殖大省仍然受到环保因素的影响，上半年已经出现了减产的情况。通常情况下，进入 9 月份以后，随着季节的转换，以及传统节日性需求和大中院校复课所带来的刚性需求提振，肉品消费量将会有较为明显的增长，在畜产能恢复依然较为迟缓的大趋势下，我国三季度后期我国禽畜养殖效益总体仍有望保持偏强格局。

图 7：生猪及仔猪价格

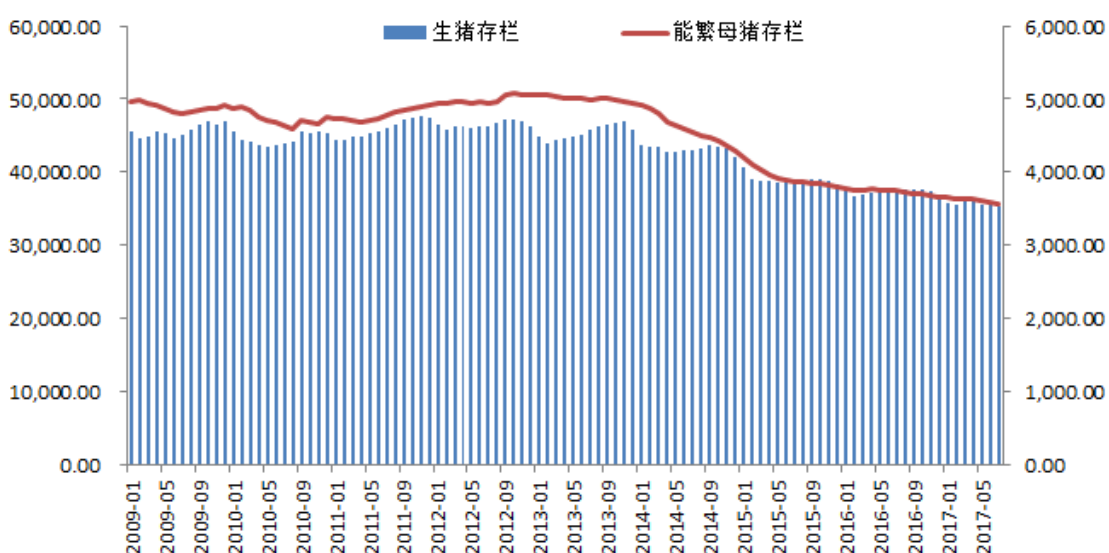


数据来源：wind 宝城期货金融研究所

从 22 省市生猪和仔猪价格水平来看，2017 年以来，生猪价格较年初的高点 18.14 元/公斤出现大幅快速回落，虽然 3 月下旬生猪价格在 16 元/公斤下方出现短暂止跌，但整体仍未改变下行趋势。截至 8 月 11 日当周，生猪均价为 14.49 元/公斤，较 7 月下旬出现止跌回升，并回到 5 月中旬的水平。但仔猪价格仍旧徘徊在 6 月下旬的年中低位附近。截至 8 月 11 日当周，仔猪价格为 37.82 元/公斤。可见，8 月份以来生猪价格和仔猪价格出现走势背离，主要是由于本轮猪价上涨主要是从终端市场开始的，仔猪价格的疲弱运行反映出养殖户补栏积极性较差。

入夏后，可出栏的猪只数量减少，加上农业部监测数据显示，截至 6 月末，我国生猪存栏和能繁母猪存栏数量仍然处于下降过程中，截至 7 月末，生猪存栏量环比下降 0.7%，能繁母猪存栏量下降 0.9%，生猪存栏量和能繁母猪存栏量下降仍对猪价构成支撑。

图 8：生猪存栏量及能繁母猪存栏量



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

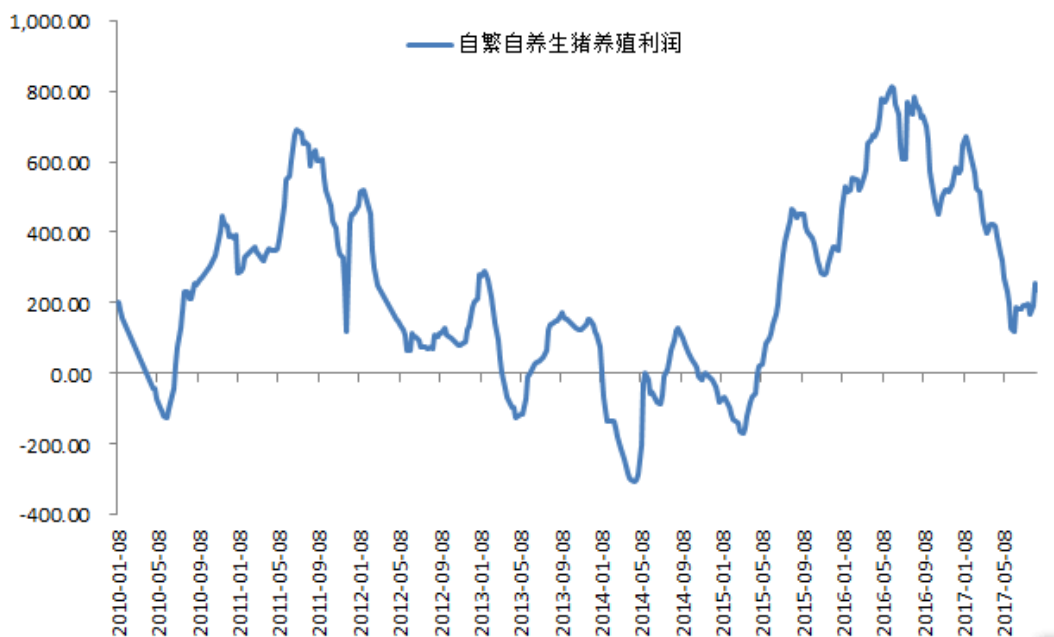
根据农业部最新的监测数据显示，截至 7 月末，我国生猪存栏量为 3.5237

亿头，终结 4 月份的回升趋势，连续 3 个月出现下行，同时能繁母猪存栏量继续下降至 3554 万头。虽然生猪存栏量一度在 3 月份和 4 月份出现回升，但能繁母猪存栏量始终未能出现增长。我们认为能繁母猪存栏的环比数据符合市场趋势。主要是由于 6 月以来农业部对样本方案作了调整，进一步提高了规模养殖场样本数量，因样本中小型养殖场占比偏高可能造成的样本偏差基本消除。同时，出现能繁母猪存栏数据出现环比递增的故意漏报、少报可能性较小。我们认为，存栏数据的下滑，是当下环保趋严、禁养区产能持续出清和非禁养区养殖产能扩张受限的结果，行业壁垒和门槛仍在提高。在样本数据更具代表性的情况下，能繁母猪和生猪存栏量环比仍在继续下滑值得重视，在环保严控的背景下，未来能繁母猪存栏量预计将长期处于低位并且不排除继续下滑可能。

生猪养殖行业一致预期需要修正，行业正进入持续盈利常态下的非典型猪周期。受能繁母猪存栏结构优化及养殖技术进步影响，2016 年生猪养殖效率提升较为明显，MSY 同比大幅提升 12.5%至 17.5，2017 年上半年 MSY 同比提升幅度已经降至 1-2%左右，未来生猪养殖效率仍会提高，但是增速已经在趋缓。结合能繁母猪存栏预计继续下行和 MSY 增长预计趋缓，我们认为 2018 年甚至未来很长一段时间内生猪养殖行业仍将处于供不应求状态。并且 2017 年下半年环保政策执行力度加大背景下，不排除产能出清超预期可能。

整体来看，虽然近期猪肉出现涨价，但涨幅要弱于季节性规律的水平；同时，规模化养殖占比、整体养殖效率仍在提升，根据我们的测算，母猪存栏下降带来的产出缺口是可以被规模化养猪企业补上的；虽然环保政策仍会有一些冲击，但幅度将小于去年；从市场需求来看，猪肉消费需求平稳，对价格影响相对有限。

图 9：自繁自养生猪养殖利润



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

从生猪养殖盈利水平来看，截至 8 月 18 日当周，自繁自养生猪养殖盈利水平维持在 237.66 元/头，养殖盈利水平较 7 月份再上台阶，并回到 5 月下旬的水平。养殖利润的改善主要得益于生猪出栏价格的小幅反弹。

目前国内养殖市场的怪相是，生猪存栏和能繁母猪存栏量持续下降，但猪肉产量增速从去年下半年就在不断回升，截至今年 6 月份累计同比达到 0.8%，重回正增长；同时生猪出栏量和屠宰量增速也是从去年下半年开始回升，今年上半年同比均实现了正增长，分别为 0.7%和 4.2%。由于规模化养殖的改革力度加大、环保政策的收紧，近两年养猪模式从散养向规模化的转变速度在加快。而规模化养猪场的养殖技术和效率都要远高于散养户，导致规模化程度提高后，生产同样多的生猪需要的能繁母猪存栏数量减少了，生猪均重提高速度也在加快。所以就表现出母猪、生猪存栏量下降，而猪肉的供给却在增加。因此，单独从生猪存栏量和能繁母猪存栏量来推导饲料消费水平的逻辑被证伪。

随着 9 月份以后中秋和国庆双节需求的升温，生猪市场迎来出栏小高峰，对饲料需求的增长预期将会继续提振饲料企业采购采购豆粕的积极性，虽然后期油厂开工率仍将决定豆粕产出水平，但在市场潜在需求的支撑下，豆粕市场去库存的进程有望加快。未来一段时间，将会是豆粕产出增速和消费增速的博弈阶段。

后市展望及策略

国际大豆市场来看，随着 8 月份大豆生长关键期的过去，天气炒作逐渐降温，虽然 9 月份仍需防范早霜风险，但市场关注焦点已经开始转向美豆新作预售进展情况。南美市场出口主场的地位随着时间推迟将逐渐被改写，南北美市场出口竞争形势日趋激烈。尤其是在中美签订创纪录大豆进口订单规模的背景下，中国需求将会持续受到市场关注。与此同时，市场将会继续关注地缘政治风险对大豆市场带来的影响，不仅是中美贸易局势的变化，还包括美国生物柴油政策的变化将会影响美国国内大豆消费水平，进而影响美豆期价，对国内豆类市场带来关联影响。

国内市场来看，在 7 月份进口大豆天量到港之后，8-10 月份进口大豆到港量逐渐下降将缓解国内大豆港口压力，而环保检查带来的油厂开工率下滑引发的供应端收紧仅是短期的提振，未来仍需关注养殖行业的饲料需求对豆粕消费的提振力度，将会决定大豆市场的供应压力能否顺利自上而下释放，而不是积压在油厂手中。随着 9 月份以后中秋和国庆双节需求的升温，生猪市场迎来出栏小高峰，对饲料需求的增长预期将会继续提振饲料企业采购采购豆粕的积极性，虽然后期油厂开工率仍将决定豆粕产出水平，但在市场潜在需求的支撑下，

豆粕库存从油厂转移到养殖户手中的速度将会明显加快，豆粕市场去库存有望提速。9月份将会进入豆粕产出增速和消费增速的博弈阶段，豆粕主力1801合约或将呈现出在2650-2800区间内震荡偏强运行的格局。因此，基于区间运行的判断，操作上可以考虑依托下档支撑买入豆粕期货主力1801合约短线少量参与，计划占用资金比例5%。同时可以根据相应的期权策略进行套保。

二、期权策略

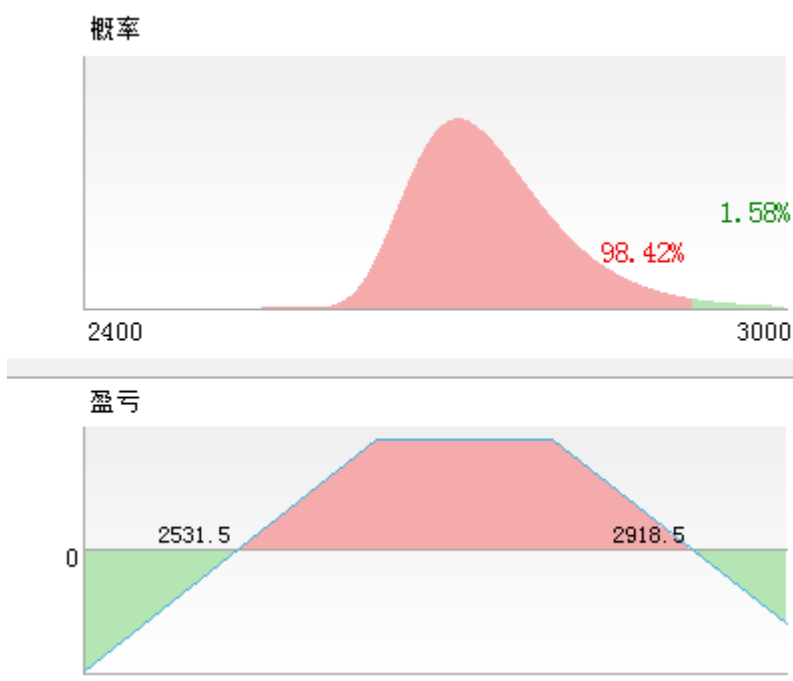
表1：期货期权套保策略

策略一：期货期权套保策略	
操作方式	买入豆粕期货1801同时卖出M1801-C-2800 100手

表2：卖出宽跨式期权策略

策略二：卖出宽跨式期权策略	
操作方式	以40-60的价格区间卖出m1801-P-2650(49) 100手，同时以50-80的价格区间卖出m1801-C-2800(69.5) 100手
风险	随着价格的大幅上涨或下跌，风险不断增大。
收益	在执行价格之间波动时，会产生收益，最大盈利118.5
盈亏平衡点	上盈亏平衡点：2918.5 下盈亏平衡点：2531.5

图 10：宽跨式盘整策略损益图



止盈及止损：

当标的豆粕期货价格超过 2800 时：止损 m1801-C-2800 对应的期权手数，并以当时价买入 50 手 m1801-C-2850。

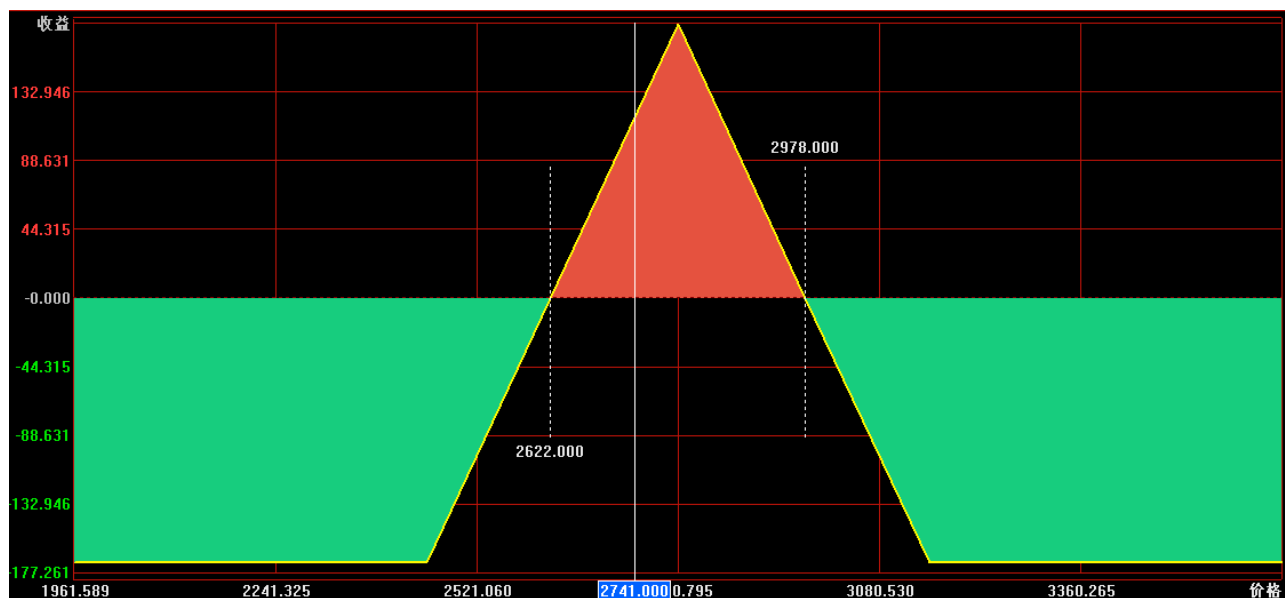
当标的豆粕期货价格低于 2650 时：止损 m1801-P-2600 对应的期权手数，并以当时价买入 50 手 m1801-P-2600。

表 3：蝶式期权策略

策略三：蝶式期权策略	
操作方式	以 290-320 的价格买入 m1801-c-2450 100 手，以 20-50 的价格买入 m1801-c-3050 100 手，以 80-110 的价格卖出 m1801-c-2750 200 手。计划持仓资金不超过总资金的 10%。
最大盈利	178
最大亏损	-172
盈亏平衡点	上盈亏平衡点：2979

下盈亏平衡点：2621

图 11：蝶式期权策略损益



止盈及止损：

当期货价格达到 2780-2820 时可以平仓止盈，当期货价格下跌到 2650 或者上涨到 2950 时提前止损。

当 m1801-c-2450 的价格上涨到 340，m1801-c-3050 的价格上涨到 60，m1801-c-2750 的价格下跌到 70 时止盈；当 m1801-c-2450 的价格下跌到 280，m1801-c-3050 的价格下跌到 10，m1801-c-2750 的价格上涨到 120 时止损。

三、风险控制

(1) 美豆主产区天气突变。虽然美豆生长已经进入尾声，预计不会有太大的变化，但是严重早霜等的变化可能会对大豆最终的产量有一定的影响。所以时刻关注美国主产区最近两周的变化，若预计天气会出现变化，将执行一个看涨或看跌的期权，弥补部分亏损。

(2) 国内环保执行力度加大，生猪存栏继续下降，导致豆粕需求急速下降。截止 2017 年 7 月，国内生猪存栏量 35237 万头，环比下降 0.7%，同比下降 4.8%；能繁母猪 3554 万头，环比下降 0.9%，同比下降 4.2%。所以继续关注国内生猪存栏量，短时期内急速上升是不可能的，所以关注是否会继续减少。若减少那

么对于豆粕的需求将会下降，豆粕的价格也会下降。所以如果有这种趋势出现，将买入 m1801-p-2700。

(3) 环保督查范围加大，导致油厂压榨大面积停工，一方面去库存的进度将被延误，另一方面可能会供不上下游的需求，所以要关注多方面消息来做出判断后进行操作。

(4) 9月 USDA 发布的月度供需报告。市场预期美国农业部 9 月份报告中单产上调空间有限，而出口调增幅度或较大。目前市场预期呈现中性。如果报告与市场预期出现较大偏差，届时引发相关期权合约权利金价格出现大幅波动带来的风险，因此，在报告之前关注市场情绪的变化，必要时考虑买入宽跨式策略：买入 M1801-C-2800 100 手，同时买入 M1801-P-2650 100 手，于报告公布次日立即平仓。

宝城期货各地营业部

宝城期货临海营业部

地址：临海市大洋街道临海大道（中）45 号

电话：0576-85320333

宝城期货南昌营业部

地址：南昌市西湖区中山路 150 号地王广场写字楼 7-V

电话：0791-6259955

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市金湖路 26-1 号东方国际商务港 A 座 6 层

电话：0771-5532168

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号 期货大厦 2001、2006B

电话：0411- 84807257

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市白云路与万华路交汇处滨江俊园 3 幢 3-05 室

电话：0871-65732732

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号（胜利大街和南五马路交界处）中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612832

宝城期货青岛营业部

地址：青岛经济技术开发区紫金山路 117 栋 1 单元 14 楼 1401 号

电话：0532-86108719

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区中山路 347 号中铁大厦 705-707

电话：027-88221981

宝城期货温州营业部

地址：温州鹿城区矮凳桥 228 号 10 幢 1013 室

电话：0577-89999719

北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701-02 单元

电话：010-64795360

宝城期货邯郸营业部

地址：河北省邯郸市丛台区人民路408号锦林大厦1201-1203室

电话:0310-2076686

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。