

豆菜粕 9 月价差扩大操作策略分析

一、买豆粕 9 月空菜粕 9 月

操作头寸：买豆粕 9 月（M1509）空菜粕 9 月（RM1509）

标的价差=M1509-RM1509

每手保证金大概占用：4500 元/手

以下计算按照总持仓 1000 手来计算，也就大致所需总资金在 450 万。

1. 操作步骤

1) 开仓后价差朝着有利的方向走：

目前这个头寸的价差已经到了 530 附近，预计回撤最多回到 500 附近，可在 520-530 附近开始建仓。若价差不会出现大幅回撤直接扩大，建仓过程如下：

表 1：

	开平仓价差范围	开平仓手数（手）	建仓比例（百分比）	资金变化	止损止盈情况手（首开仓按照价差 480 止损，后加仓止损不超过前一次建仓的开仓价）
1	520-530	开 700	70%	-315	(-28, -35)
2	550 附近	开 200	20%	-90	-6
3	580 附近	开 100	10%	-45	-3
3	650	平 600	60%	+270	(72, 78)
4	700 以上	平 400	40%	+180	(59,60),

一般情况，第二次及以上加仓的仓位止损位置的原则保持不超过前一次建仓的开仓价。

这种操作下，最大亏损为-40，盈利为 190，盈亏比 4.75:1。

2) 开仓后价差朝着不利的方向走：

若建仓后，价格朝着不利的方向走，正常情况下我们预计最低价差不会超过 480，若出现低于 480 的情况，则说明可能存在异常价差变化，故定 480 为止损价差位，先止损出场观望，待价差企稳再按照新的策略入场。其建仓如下：

表 2：

	开平仓价差范围	开平仓手数（手）	建仓比例（百分比）	资金变化（1000 手）	止损止盈情况（1000 手）按照价差 480 止损
--	---------	----------	-----------	--------------	---------------------------

1	520-530	开 700	70%	-315	(-28, -35)
2	500 附近	开 200	20%	-90	-4
3	490 附近	开 100	10%	-45	-1
4	650	平 600	60%	+270	(72, 78)
5	700 以上	平 400	40%	+180	(78, 79)

这种操作下，最大亏损为-40，盈利为 190，盈亏比 4.75:1。

2. 操作理由

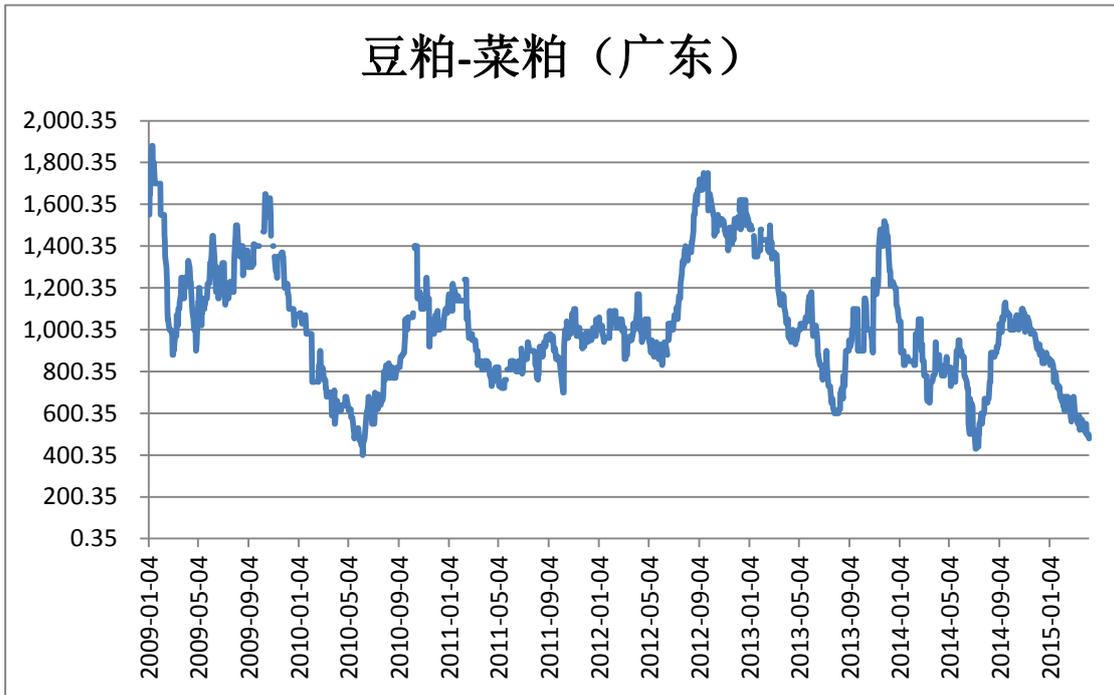
1) 菜粕比豆粕比价过大（豆粕与菜粕的价差过小）

菜豆粕 9 月比价达到 0.8，如图 3 所示。我们对比 9 月豆粕和菜粕的价差图（如图 4）和图 3，我们可以发现历史上出现菜豆粕 9 月价比超过 0.8 的时间段有三个，分别是 2013 年 8 月上旬，而当时对应的豆菜粕 9 月价差是 (600, 680)；2014 年 6 月下旬至 7 月上旬，当时对应的豆菜粕 9 月价差在 (620, 680)；第三个时间段就是目前 2015 年 3 月中下旬持续至今，那么对应的豆菜粕 9 月价差则集中在 (520, 540) 这个范围，且目前的价差也是自菜粕期货上市来最低的价差了。

单从现货菜豆粕比价（如图 2）和豆菜粕价差（如图 1）来看，自菜粕 2012 年上市以来来看，价比超过 0.8 的时间段分别是：2013 年 6 月下旬至 8 月底，当时的豆菜粕现货价差在 (600, 900) 变化；第二个时间段是 2014 年 6 月上旬至 8 月中旬，当时的豆菜粕现货价差在 (430, 780) 变化；第三个时间段就是 2015 年 3 月初至今，豆菜粕现货价差在从 3 月初的 680 跌至目前的 480，而 480 也处于历史低价差区间范围内。

无论从期货价差来看，还是从现货价差来看，菜粕处于被高估的地位。我们单从概率统计的角度，可以按照 1:1 的配比，选择在豆菜粕 9 月价差 (520, 530) 之间开始建仓。如前文所述。

图 1：豆粕菜粕现货价差季节性走势图



数据来源：美尔雅期货

图 2：菜粕与豆粕现货价比季节性走势图



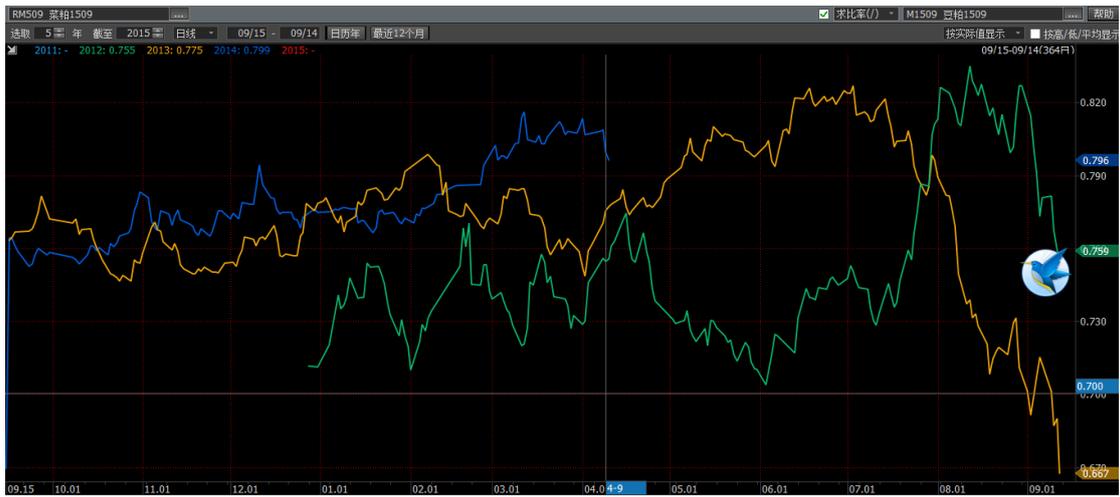
数据来源：美尔雅期货

图 3：豆粕与菜粕 9 月期货价差季节性走势图



数据来源: wind

图 4: 菜粕 9 月合约与豆粕 9 月合约比值季节性走势图



数据来源: wind

图 5: 豆粕-菜粕 5 月价差季节性走势图



数据来源：wind

2) 水产饲料配方调整，未来价差回归

因为价差的失调，水产饲料和禽料都面临配方的大幅调整，从 2015 年 3 月份饲料企业反馈的情况，今年禽料里面基本上很少用菜粕了，有的甚至可以达到不用的地步。我们初步今年，菜粕的需求较正常水平减少 20%-50%不等。

而从去年饲料企业销售情况来看，饲料销售同比减少了 10%左右。在去年销售数据不好的情况下，企业对于菜粕的采购相对来说也较为谨慎。

去年水产这块，由于下半年鱼价较低，大部分鱼塘存在压塘的情况，今年新投苗还未开始，且新投苗积极性还有待观察，若接下来天气转暖后，投苗积极性不高，菜粕的需求也没有想象中那么好。

表 3：各个区域水产饲料配方调整影响预估

	淡水养殖比率	菜粕在饲料配方调整	饲料配方中菜粕减少量
湖北	14%	(30%、40%) --- (20%、25%)	30%
广东	13%	30%---15%	50%
江苏	12%	(30%、40%) --- (20%、25%)	30%
湖南	8%	(30%、40%) --- (20%、25%)	30%
江西	8%	(30%、40%) --- (20%、25%)	30%
山东	6%	(25%、30%) ---15%	30%
广西	5%	30%---15%	50%
浙江	4%	30%---15%	50%
福建	3%	30%---15%	50%
辽宁	3%	30%---15%	50%
海南	2%	30%---15%	50%

数据来源：美尔雅期货

在这种菜粕大幅被替代的情况下，需求将快速下降。在 9 月以前，菜粕的进口在逐步放大，而国产菜籽也在 5 月份会逐步上市，届时压榨的菜粕的供应会逐步增加。从这个角度来看，对目前菜粕形成压力。而从收储政策方面来看，由于去年中储粮定高价菜粕，前期价格拉高不出货，导致后期菜粕销售难压库而无人问津，给了市场很大教训；今年在收储政策上，我们预计会有所改变，不会重蹈覆辙。那么在这种情况下，菜粕的价格前期可能就不会像去

年那么拉升，而豆菜粕价差近年逐步缩小在很大程度上跟菜粕的强势离不开，这样就避免了菜粕单方面强势而导致豆菜粕价差继续缩小了。

再看豆粕方面，国内豆粕价格直接跟随 CBOT 大豆价格波动。随着北美大豆种植即将在 5 月开始，几乎每年种植上都会炒作大豆天气升水。从今年的情况看，东西部地区略微有点干旱，但对于全球来说大豆的数量也是不缺的，供应也是多的，但在我们来看，美国大豆的库存消费比是在历史高位，玉米的库存消费比却在低位。USDA3 月种植意向报告中，大豆种植面积不及预期那么高，从 USDA3 月底的种植意向报告来看，农民增加大豆种植面积的意向没有此前那么强。假如后期，随着大豆价格萎靡不振，而玉米价格节节攀高，那么说不定农民种植大豆的意愿会更加减弱，转而偏向种植玉米。在这种情况下，未来 6 月份种植报告中，可能就会对大豆有偏利多的效应了。再配合上在种植期会炒作天气升水的情况，而且这种概率是非常高的。我们对接下来几个月 USDA 报告是看偏利多的。

表 4：美国农业部种植意向面积

单位：万英亩	2015年3月	平均预测	预测区间	2014年种植面积
玉米	8920	8873.1	8700-8970	9059.7
大豆	8460	8591.9	8310-8800	8370.1
小麦(全部)	5540	5579.6	5495-5680	5682.2

数据来源：美国农业部

3. 风险盈亏评价与分析

有利方面：此套利头寸是未来比较好的一个套利头寸，价差已经到达历史的一个极低值，未来又受价差回归基本面支撑，进场后的收益高风险小。且从季节性上来看，从 4 月-9 月会有一波年内价差扩大的趋势，在 9 月上操作流动性也较好。

不利方面：9 月距离目前来说还有几个月的时间，在这几个月中，正好面临着菜籽上市，若今年菜籽收储政策仍旧利好菜粕继续造成单方面菜粕强势，而又配合北美大豆种植良好，CBOT 大豆继续走弱的话，导致这个价差继续缩小或者就维持小范围变化，不会扩大，那么就要重新再审视一下这个头寸的方向。

目前这个价差位置，做扩大是相对来说比较安全的，但由于全球大豆处于供应宽松的大环境下，这个价差扩大起来可能会相对来说较慢。若我们进场后扩大但又没有达到我们预期的止盈位置，我们也可以根据盈利回撤比率 20%-30%来选择离场。