

# THE HIGHTOWER REPORT

Futures Analysis & Forecasting

SPECIAL REPORT

HightowerReport.com

June 23, 2015

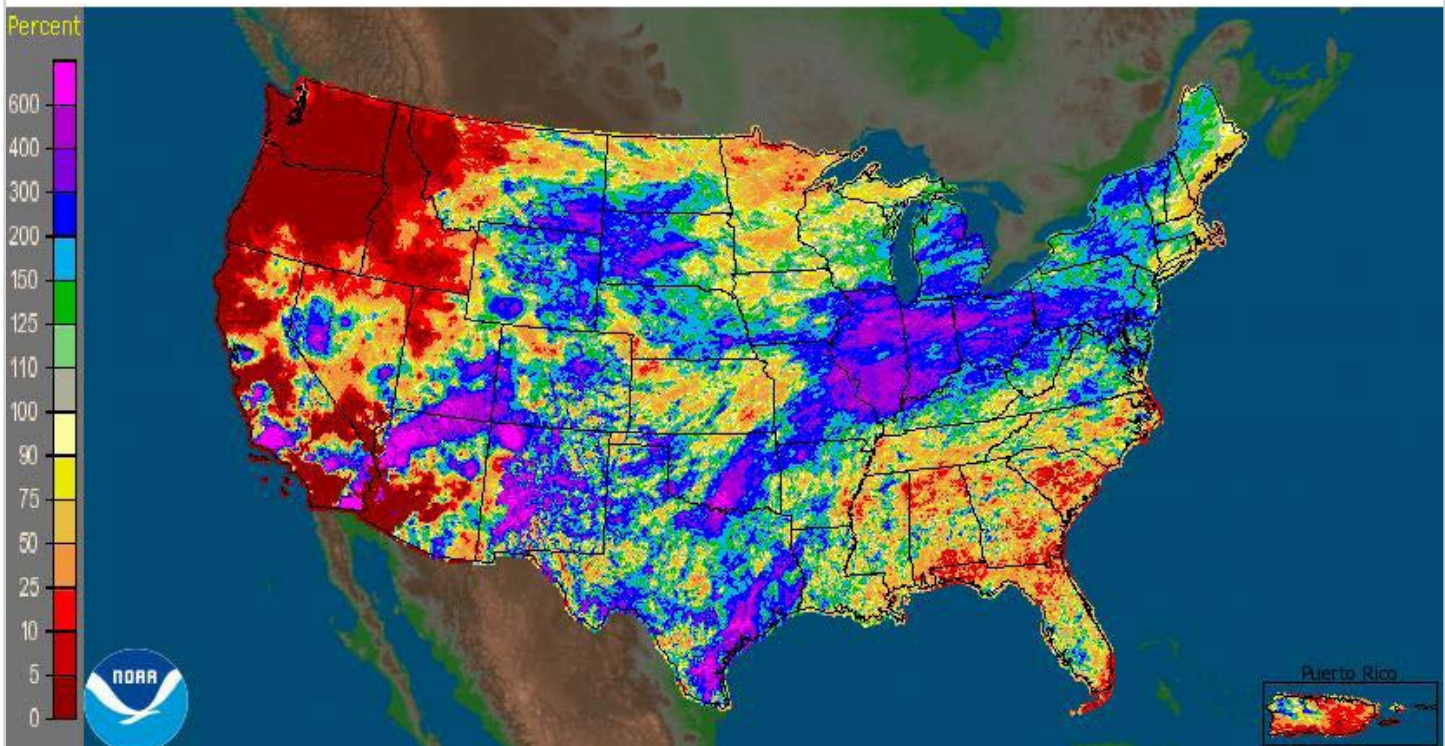
## 미국 농무부(USDA)의 6월 30일 보고서에 대비하고 계십니까?

트레이더들, 특히 최종 소비자와 생산업자들은 6월 30일 미국 농무부의 파종면적 및 곡물 재고량 보고서 발표 전후로 중대한 변동성에 직면하게 됩니다. 과거 이 보고서는 옥수수과 대두 시장의 한 해 가격 펀더멘털을 결정하는 데 큰 영향을 미쳤습니다. 예를 들어 지난 6년간 11월물 대두는 이 보고서 발표 당일 평균 18.5센트 하락했습니다. 12월물 대두의 경우는 지난 12년간 발표 당일 평균 11센트 하락했습니다. 이 중요한

보고서 발표를 앞두고 최종 소비자와 생산업자가 고려해야 할 몇 가지 전략을 이 보고서에서 다룰 것입니다. (2, 3페이지의 도표 참조)

옥수수와 대두 시장 모두 올 시즌 기말 막대한 재고 물량을 쌓을 것으로 보이며 재고/소비 비율 또한 상당히 “여유” 있는 수준인 것으로 고려되고 있습니다. 하지만 식물성 유지의 경우는

CONUS + Puerto Rico: Current 14-Day Percent of Normal Precipitation  
Valid at 6/21/2015 1200 UTC- Created 6/22/15 13:47 UTC



## CME WEBINARS

June 24 & June 30

See page 12 for details.

[www.HightowerReport.com](http://www.HightowerReport.com)

Trade Recommendations  
Pre-open and Midday Audio Updates  
Fundamental & Technical Chart Library  
Daily Fundamental & Technical Analysis

141WestJackson • Suite4002 • Chicago, Illinois • 60604 • 800-662-9346 • 312-786-4450 • [info@HightowerReport.com](mailto:info@HightowerReport.com) • @HightowerReport

Trading futures contracts and commodity options involves substantial risk of loss, and thus is not appropriate for all investors.  
Investors should carefully consider the inherent risks of such an investment in light of their financial condition.

Page 1

## NOVEMBER SOYBEAN FUTURES REACTION TO JUNE STOCKS/ACREAGE REPORT

Year	Price Changes Day of Report	10 Days Later	Aug 1st	Sep 1st	Oct 31st	Notes
1990	0.00	0.25	-37.25	-8.00	-40.25	
1991	-11.00	-29.25	87.25	26.75	-2.25	
<b>1992</b>	<b>-4.00</b>	<b>-43.00</b>	<b>-68.50</b>	<b>-70.00</b>	<b>-69.50</b>	<b>Record Yield</b>
1993	21.50	53.50	48.00	2.50	-38.75	
<b>1994</b>	<b>-6.25</b>	<b>-52.00</b>	<b>-68.75</b>	<b>-53.25</b>	<b>-86.50</b>	<b>Record Yield</b>
1995	-4.00	60.00	10.50	29.25	80.25	
1996	14.25	62.50	-8.50	49.25	-78.50	
1997	-30.00	8.25	28.75	16.25	73.25	
1998	10.75	-38.75	-64.75	-95.75	-58.25	
1999	4.50	-33.50	2.50	34.75	9.75	
2000	-15.00	-28.25	-20.50	36.00	-17.00	
2001	23.00	44.75	27.75	20.25	-35.50	
2002	15.25	26.50	34.50	42.75	58.50	
2003	-5.75	-31.25	-36.25	22.00	241.75	
<b>2004</b>	<b>-30.75</b>	<b>-23.50</b>	<b>-103.00</b>	<b>-40.25</b>	<b>-141.50</b>	<b>Record Yield</b>
<b>2005</b>	<b>-22.75</b>	<b>65.25</b>	<b>38.25</b>	<b>-67.25</b>	<b>-101.50</b>	<b>Record Yield</b>
2006	13.00	-11.25	-21.25	-68.25	7.75	
2007	39.50	17.00	-27.25	25.75	128.25	
2008	14.50	-58.00	-279.00	-275.50	-648.75	
<b>2009</b>	<b>-2.50</b>	<b>-76.50</b>	<b>49.50</b>	<b>-30.00</b>	<b>-3.00</b>	<b>Record Yield</b>
2010	-9.50	85.50	107.50	<b>106.50</b>	323.50	<b>Weather Impact</b>
2011	-29.00	93.00	85.75	<b>151.75</b>	-86.50	<b>Weather Impact</b>
2012	24.25	162.75	188.75	<b>340.50</b>	119.25	<b>Weather Impact</b>
2013	-23.25	11.75	-70.50	<b>134.75</b>	28.25	<b>Weather Impact</b>
2014	-70.75	-71.00	-98.75	<b>-125.25</b>	-240.5	
<b>Higher</b>						
Count	10	13	12	15	10	
Average	18.05	53.15	59.08	69.27	107.05	
Max	39.50	162.75	188.75	340.50	323.50	
<b>Lower</b>						
Count	14	12	13	10	15	
Average	-18.89	-41.35	-69.56	-83.35	-109.88	
Max	-70.75	-76.50	-279.00	-275.50	-648.75	

DECEMBER CORN FUTURES REACTION TO JUNE STOCKS/ACREAGE REPORT						
Year	Price Changes Day of Report	10 Days Later	Aug 1st	Sep 1st	Oct 31st	Notes
1990	3.25	-19.75	-40.25	-52.75	-57.75	
1991	-4.50	-8.50	33.00	18.75	15.50	
<b>1992</b>	<b>-2.50</b>	<b>-23.00</b>	<b>-35.75</b>	<b>-37.50</b>	<b>-51.25</b>	<b>Record Yield</b>
1993	4.75	6.75	8.50	-3.00	19.50	
<b>1994</b>	<b>2.25</b>	<b>-18.75</b>	<b>-20.25</b>	<b>-18.25</b>	<b>-26.25</b>	<b>Record Yield</b>
1995	6.25	16.00	-2.25	12.50	52.00	
1996	8.75	18.00	-37.00	-19.75	-95.25	
1997	2.75	18.25	26.75	34.00	41.50	
1998	7.00	-26.00	-39.00	-55.00	-40.50	
1999	1.50	-21.00	0.25	-4.25	-26.75	
2000	-8.50	-16.25	-14.75	-9.50	-1.50	
2001	0.00	20.25	16.75	23.00	-2.75	
2002	-1.00	-6.25	19.50	30.75	4.00	
<b>2003</b>	<b>-6.25</b>	<b>-11.50</b>	<b>-6.50</b>	<b>16.25</b>	<b>23.50</b>	<b>Record Yield</b>
<b>2004</b>	<b>-10.50</b>	<b>-16.75</b>	<b>-39.25</b>	<b>-30.75</b>	<b>-64.50</b>	<b>Record Yield</b>
2005	-5.25	36.25	13.75	-14.50	-35.50	
2006	5.75	7.75	4.00	-16.00	60.50	
2007	-7.50	-2.25	-9.50	2.50	24.75	
2008	<b>-30.00</b>	-90.25	-201.50	-187.75	-355.50	
<b>2009</b>	<b>-30.00</b>	<b>-29.75</b>	<b>1.75</b>	<b>-48.00</b>	<b>-1.25</b>	<b>Record Yield</b>
2010	<b>29.50</b>	31.75	31.00	74.00	208.50	
2011	<b>-30.00</b>	64.50	95.25	139.50	26.50	
2012	<b>2.50</b>	137.75	161.00	170.25	121.00	
2013	<b>-27.50</b>	-7.50	-47.25	-35.75	-82.75	
2014	<b>-22.00</b>	-43.50	-63.00	-61.50	-104.00	
<b>Higher</b>						
Count	11	10	12	10	11	
Average	6.75	35.73	34.29	52.15	54.30	
Max	29.50	137.75	161.00	170.25	208.50	
<b>Lower</b>						
Count	13	15	13	15	14	
Average	-14.27	-22.73	-42.79	-39.62	-67.54	
Max	-30.00	-90.25	-201.50	-187.75	-355.50	

2015/16 마케팅 1년 주기에 돌입하는 시점에서 공급량이 비교적 압박을 받고 있는 상황으로 식물성 유지 최종 소비자는 매우 다른 상황에 처해 있습니다. 엘니뇨가 동남아시아 지역에 상당한 가뭄을 가져올 경우, 식물성 유지 가격이 급격히 상승할 수도 있습니다. 본 문서에서 저희는 식물성 유지 최종 소비자에 권유할 만한 헤징 전략도 제시할 것입니다.

## 5월 중 역대 최대 강우량 기록

"비가 곡물 수확량을 결정한다"는 것과 봄철의 적절한 강우량이 풍작으로 이어진다는 것이 일반적인 상식이지만 올해 미국의 기후는 강우량이 지나치게 많았습니다. 대두는 재배 초기에 수분이 지나치면 잘 성장하지 않습니다. 그리고 비가 지속적으로 많이 내리면 옥수수밭이 침수될 수 있습니다. 침수된 부분을 빨리 건조하여 적시에 다시 파종하지 않으면 수확률이 하락할 가능성이 매우 큼니다.

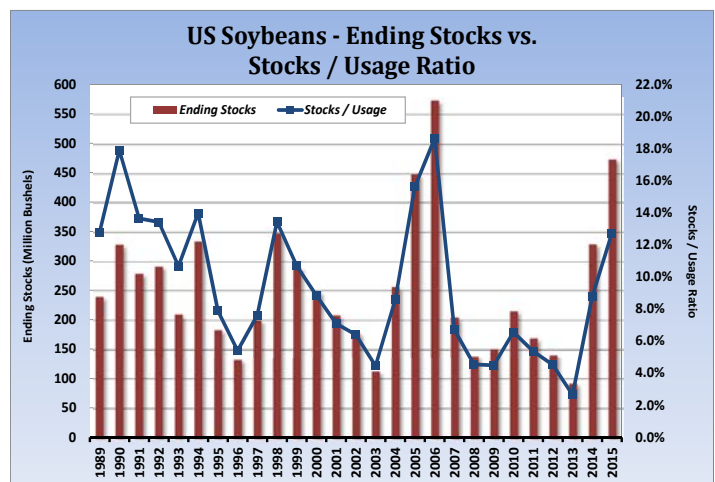
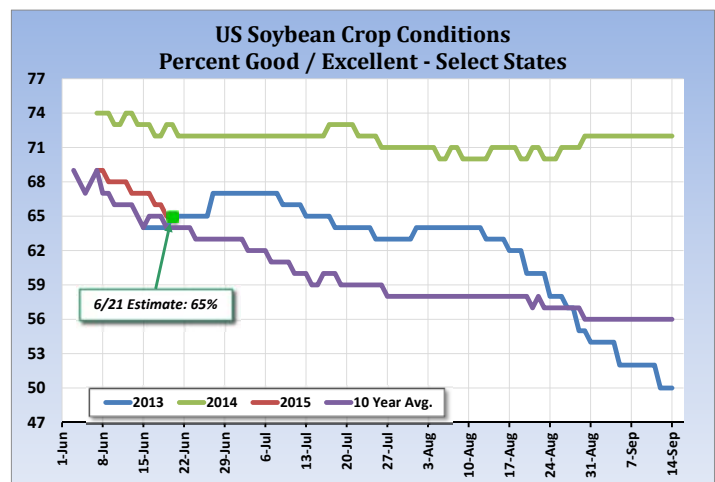
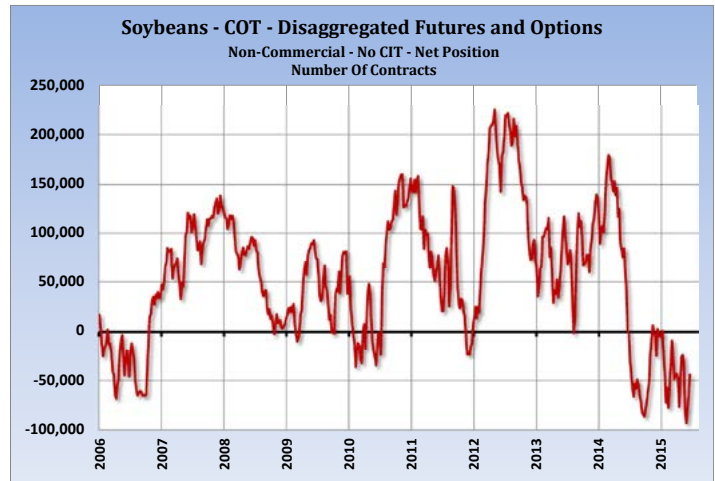
NOAA(미국해양대기청)에 따르면 강우량은 121년 전부터 기후를 기록하기 시작한 이래 5월 중 최고 강우량을 기록했습니다. 동시에 한 달 강우량으로도 역대 최고를 기록했습니다. 1페이지의 지도는 6월 21일로 끝나는 기간의 14일간 정상 강우량을 표시합니다. 중부와 동부 옥수수 벨트 지역의 강수량은 예년 평균의 무려 200~600%에 달했습니다.

COT(Commitments of Traders) 보고서만 간단히 봐도 스펙 거래자들이 올해의 기후를 시장 가격 측면에서 부정적으로 보고 있고, 상당수 트레이더들이 7월 기후가 대두 재배에 좋을 것으로 보고 있다는 사실을 알 수 있으나 과연 이러한 추측이 맞을지는 의문시됩니다.

## 대두 - 전년 수확물 재고 축소, 신곡 수확량에 대한 우려

5월 26일 기준으로 추세 추종 펀드 트레이더들은 역대 수준의 매도 포지션(92,991계약)을 보유 중이었습니다. 이것은 어느 정도 예견된 상황이었습니다. 미국의 파종면적이 역대 최고 수준이었고 브라질과 아르헨티나의 기록적인 풍작, 역대 최고 수준의 세계 기말 재고량, 그리고 기록적인 재고/소비 비율이 조화를 이루며 가격이 지속해서 하락했습니다. 하지만 6월 19일에 종료된 주를 볼 때, 11월 대두는 계약 저점을 기록한 직후, 급격한 상승세로 돌아서며 한 주를 마감했습니다. 이 주의 주요 반전은 대두 가격이 바닥을 쳤다는 강력한 신호였습니다. 왜 이러한 급격한 변화가 일어났을까요? 미국 대차대조표의 이른바 "what if" 시나리오에 대한 시각이 바뀌면서 그간 시장이 예상했던 것보다는 한층 타이트한 전망이 필요한 시점이 되었음을 나타내는 신호탄이 되고 있는 셈입니다.

몇 주 전까지 트레이더들은 파종면적이 약 200만 에이커가량 증가할 것으로 전망했습니다. 그리고 기후 여건이 좋을 경우,





USDA SUPPLY/DEMAND US SOYBEANS								"What If's" for 2015/16		
	09-10	10-11	11-12	12-13	Jun USDA 14-15	May USDA 15-16	Jun USDA 15-16	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Planted Area (M Acres)	77.5	77.4	75.0	77.2	83.7	84.6	84.6	84.0	84.6	86.2
Harvested Area (Acres)	76.4	76.6	73.8	76.1	83.1	83.7	83.7	83.1	83.7	85.3
Yield (Bu/Acre)	44.0	43.5	42.0	40.0	47.8	46.0	46.0	44.5	46.0	46.7
Beginning Stocks (M Bu)	138	151	215	169	92	350	330	280	330	330
Production	3,361	3,331	3,097	3,042	3,969	3,850	3,850	3,698	3,850	3,983
Imports	15	14	16	41	30	30	30	30	30	30
Supply, Total	3,514	3,497	3,328	3,252	4,091	4,230	4,210	4,008	4,210	4,343
Crushings	1,752	1,648	1,703	1,689	1,815	1,825	1,830	1,830	1,830	1,830
Exports	1,499	1,505	1,365	1,317	1,810	1,775	1,775	1,775	1,775	1,775
Seed	90	87	90	89	98	92	92	92	92	92
Residual	20	43	-2	16	38	38	38	38	38	38
Use, Total	3,363	3,282	3,159	3,111	3,761	3,729	3,734	3,735	3,735	3,735
Ending Stocks	151	215	169	141	330	500	475	273	475	608
Stocks/Use Ratio	4.5%	6.6%	5.4%	4.5%	8.8%	13.4%	12.7%	7.3%	12.7%	16.3%

수확률이 에이커당 46.7부셀(전년 대비 1에이커)에 이를 것으로 예상했습니다. 이 예상이 적중할 경우, 올 시즌 기말 재고량은 6억8백만 부셀에 이르게 되며 재고/소비 비율은 16.3%가 됩니다. (5페이지 시나리오 C)

하지만 트레이더들이 이제 시작 재고 물량 및 파종면적의 축소, 그리고 수확률 감소 가능성을 보기 시작했습니다. 트레이더들은 USDA의 차기 시즌 기말 재고량 추정치 3억3천만 부셀이 과다하다고 믿습니다. 5월의 대두 가공 물량은 역대 최고치를 경신했고 수요 기반은 강세를 유지해 왔습니다. 추가로 시장의 수익률 곡선이 역전되면서 7월 선물미 8월 선물 대비 16 1/4센트 프리미엄에, 8월 선물은 9월 선물 대비 29 1/2센트 프리미엄에 거래되고 있습니다. 그 결과로 더 많은 트레이더들은 USDA가 이번 보고서에서 2014/15 예상 소비량은 상향 조정하고 예상 생산량은 하향 조정할 것으로 보고 있습니다. 이 예측이 맞다면 시즌 마감 재고량이 2억8천만 부셀로 축소될 것입니다. 이러한 공급 물량의 축소는 6월 30일 보고서에 예상보다는 낮은 재고량의 형태로 나타날 수 있습니다.

캔자스주와 미주리주는 5월 전체와 6월 대부분 기간 중 내린 폭우로 인해 수백만 에이커의 대두 파종면적을 잃었습니다. 추가로, 중서부 지역 전반에 걸쳐 일부 경작지가 침수되면서 수확 여건이 악화되었고 이는 수확률이 당초 예상만큼 많지 않을 수도 있음을 시사합니다. 6월 21일 기준으로 풍작과 대풍작 구간의 수확률은 64-65%에 이를 것으로 예상하며 이는 지난 해 이 시점의 72%에 비해 낮은 수치입니다. 파종면적이 감소한다고 가정할 경우, 에이커당 44.5부셀(여전히 역대 2위의 수치임)에 더 낮은 기초 재고량을 감안하면 향후 1년

시즌의 기말 재고량은 2억7300만 부셀(재고/소비 비율 7.3%)로 줄어든 것입니다. (상기 시나리오 A)

USDA는 6월 공급/수요 현황 업데이트 시 old crop의 기말 재고를 3억3천만 부셀로 기록했으며 이는 5월 보고서에서 전망했던 3억5천만 부셀에서 축소된 수치입니다. 차기 신곡 수확 시즌의 경우, 이 업데이트에 발표된 기말 예상 재고량은 4억7500만 부셀로 업계 추정치 4억8700만 부셀 및 5월 보고서에서 전망했던 5억 부셀보다 낮았습니다. 전 세계 2014/15 시즌 기말 재고는 8억3700만 톤을 기록하여 전월 업데이트 시 예상했던 8억5800만 톤보다 낮았습니다. 2015/16 시즌의 세계 기말 재고는 9322만 톤으로 전망하였으며, 전월 업데이트 시점의 전망값은 9600만 톤 수준이었으며 5월 보고서에 발표한 전망치 9622만 톤보다 높은 수준이었습니다. 이는 예상에 비해 낮은 수준이었으나 여전히 역대 최고 수준을 유지했습니다. 아르헨티나 대두 생산량은 5950만 톤으로 추산돼 5월에 전망했던 5850만 톤을 상회했습니다.

대두 수확에 가장 큰 영향을 미치는 기간은 7월 말과 8월 초입니다. 현재로선 향후 가격 추이가 어느 방향으로 움직일지 전혀 예측할 수 없습니다. 6월 14일 현재 미주리와 캔자스에는 각 330만 에이커와 160만 에이커의 파종 가능 면적이 남아 있습니다. 하지만 이 수치는 6월 초 조사에 기준한 것이므로 앞으로 손실되는 파종면적은 보고서에 표시되지 않을 것입니다. 기후가 건조해질 경우, USDA는 파종면적을 수백만 에이커 정도 상향 조정하며 8월 기후가 작황에 유리할 경우, 앞으로도 가격 하락세가 이어질 수 있습니다.

## 생산업자의 대두 헤지 방법

단기 전략: 내가격 9월물 대두 단기신곡(SDNC) \$9.60 풋옵션을 45 1/2센트 정도에 매도하고 9월물 대두 SDNC \$9.10 풋옵션 3계약을 각 19.5센트 선에 매수. 순 자본 지출은 13센트가 됩니다.

내가격 풋옵션 매도는 USDA 보고서 발표 후 일시적인 가격 회복에 대한 보호장치의 역할을 하는 것은 물론, 매수한 외가격 풋 포지션의 가격 민감도를 낮출 여름철 초기의 예상 밖 기후로 인한 위협으로부터도 보호해 줄 것입니다. 근월물 가격 랠리 발생 시, 생산업자는 풋 매도 포지션에서 일정 부분 이익을 취함으로써 남은 대두 성장 시기 동안 숏 포지션 헤지의 민감도를 높이는 효과를 얻을 수 있습니다! 50센트 하락 시, 이 풋옵션 매도 포지션은 36센트의 손실을 입는 반면, 풋 매수 포지션 3계약은 총 84센트의 이익을 거둬 48센트의 순이익을 창출할 것으로 기대할 수 있습니다.\* 기후가 대두 수확에 불리한 형태로 악화하고 대두 시장이 상승세로 돌아서면 헤지 순 비용을 최대 부셴당 13센트로 제한할 수 있습니다.

이후 전략: 11월물 대두 선물 1계약을 매수하고 9월물 대두 SDNC \$8.80 풋옵션 4계약을 각 10센트에 매수. 초기 델타는 낮겠지만, 수확에 결정적인 영향을 미치는 7월 말과 8월 초 성장 시기에 좋은 날씨가 이어지면 이 포지션은 순매도 포지션으로 변신할 것입니다.

이 전략의 선물 매수 포지션 부분은 예상치 못한 가격 상승 이벤트 발생 시에 대비하여 매도 헤지를 보호하도록 설계한 것이므로 "헤지에 대한 헤지"인 셈입니다. 이러한 헤지가 필요하지 않은 상황이 되고 시장이 더 큰 폭의 상승세를 이어가면 헤지는 옵션 프리미엄에서 발생한 손실의 상당 부분을 되찾을 수 있습니다. 이 개념은 가격이 더 유리한 수준에 이른 시점에 새로운 헤지를 추가로 구현하는 데에도 사용될 수 있습니다. 이 전략의 선물 매수 포지션 부분은 이 헤지를 "

변동성 헤지"로 만듭니다. 상승하든 하락하든 가격 변동폭만 크면 헤지의 순 포지션에 이익을 가져다줍니다.

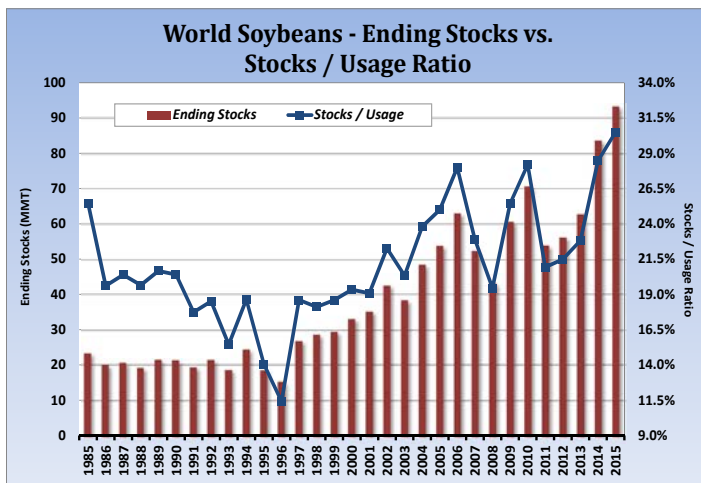
## 최종 소비자의 대두 헤지 방법

단기 전략: 11월물 대두 선물을 매수하고 8월물 대두 SDNC \$9.60 풋옵션 1계약을 26센트에 매수한 후 기다렸다가 8월물 대두 SDNC \$9.00 풋옵션을 12센트에 매도. 이 거래의 헤지 부분은 선물 매수 포지션으로 풋옵션 매수를 통해 보호합니다.

더 깊은 외가격 풋옵션의 매도 포지션은 일종의 파이낸싱 메커니즘으로 헤저에게 더 비싼 가격에 \$9.40 풋옵션을 매수할 수 있는 여유를 제공합니다. \$8.80 풋옵션을 매도하는 것은 선물 매수 포지션의 최대 보호력을 제한하지만, 대두 가격이 극단적으로 변동할 경우, 최종 소비자는 현금 시장에서 훨씬 낮은 구매 가격을 보기 시작할 것입니다.

이후 전략: 3월물 대두 선물 1계약을 \$9.50에 매도하고 3월물 대두 \$12.20 콜옵션 10계약을 각 6센트에 매수. 3월물 대두가 6월 저점으로부터 복귀한 시점에 해당 선물을 다시 매수하여 43센트의 이익을 취하고 콜옵션을 보유함으로써 2016년 초반을 헤지합니다.

이 전략은 가격 상승에 대비하는 레버리지 활용 장기 헤지입니다. 이 헤지는 시장 변동성을 통해 레버리지 일부 또는 전액을 충당할 수 있습니다. 전체 수확 규모와 잦은 기후 변동 상태를 감안할 때 가능한 시나리오입니다. USDA 보고서 발표를 앞두고 대두 가격이 이미 부셴당 \$1.56 랠리한 사실을 고려할 때, 내년 봄까지 \$1.00-\$2.00 범위의 변동을 예상하는 것이 그리 무리는 아닐 것입니다. 그러한 하방 쪽에 그러한 변동폭이 발생하려면 주기적으로 비가 오고 매우 더운 날씨가 없어야 할 것입니다. 이 전략은 지속적인 가격 하락을 통해 미래의 전략을 보호합니다.



옥수수 - 트레이더들이 수요에 지나치게 부정적인 시각을 가진 반면 공급은 지나치게 낙관하고 있는 것은 아닌가?

대두가 주요 성장 시기에 돌입하는 이 시점에 시장의 비관이 과다할 수도 있습니다. 트레이더들이 수요에 대해 지나치게 부정적인 반면 공급을 지나치게 낙관적으로 보고 있는 것인지는 모릅니다. 미국과 전 세계의 재고 물량도 높은 수준에 이르고 있지만, 현재 소비 수준을 고려할 때 부담이 되는 수준은 아닌 것으로 보입니다. 기후에 대한 몇 가지 심각한 우려가 시장의 추가 하락을 가져올 수는 있겠으나 현재 수준에서 시장이 더 하락하기는 어려울 것으로 보입니다.

달걀 가격이 상승하는 가운데 조류 인플루엔자로 인해 미국의 사료 수요가 하락할 것이라는 보도가 트레이드 미디어에 줄을 잇고 있습니다. 하지만 육계 생산 부문은 현재까지 조류 인플루엔자의 영향을 받지 않고 있으며 육계 생산에 미치는 영향 또한 미미하거나 전무한 상황입니다. 주로 달걀과 칠면조 및 가금류 고기의 수출 감소에만 영향을 미치고 있습니다.

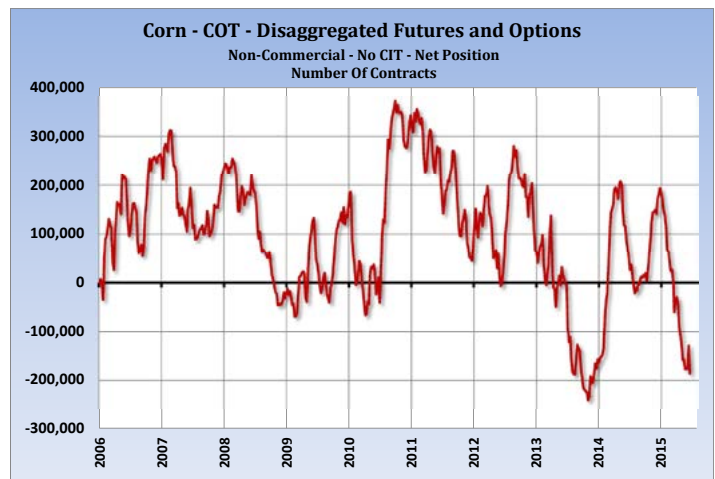
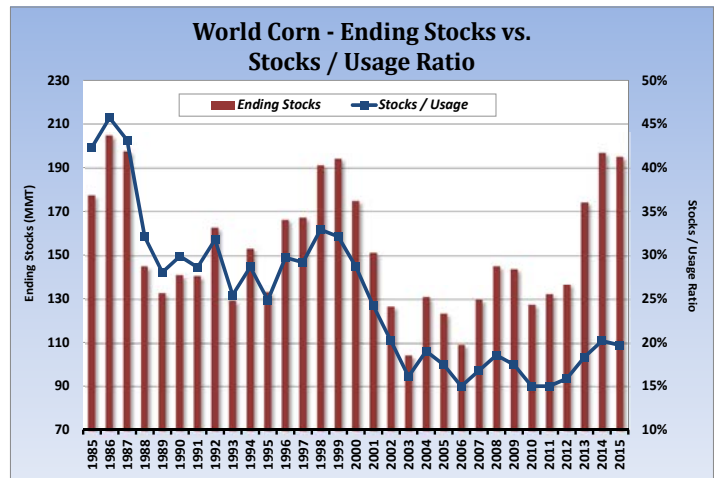
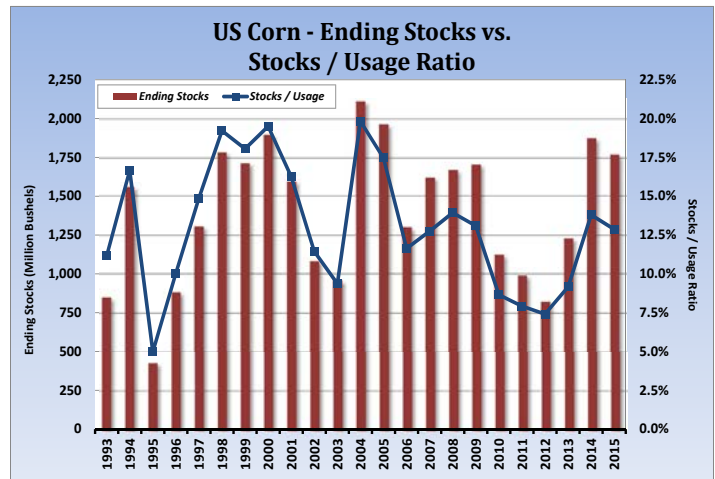
6월 6일까지 이전 5주의 기간 동안 육계 생산에 투입된 병아리 수(주당)는 전년 동기 대비 3.7% 증가했습니다. 2분기 육계 생산량은 101억 파운드에 달해 전년 동기 대비 5% 증가했습니다.

돈육 또한 증가세를 보이고 있습니다. 6월 26일의 USDA 분기별 Hogs and Pigs 보고서에서 트레이더들은 6월 1일 기준 돈육 개체 수가 전년 동기 대비 8% 정도 증가할 것으로 예상하고 있습니다. 사료 수요 감소를 논하기는 쉽지만 이를 뒷받침하는 통계는 찾을 수 없는 상황입니다.

USDA의 6월 공급/수요 업데이트는 세계 수치의 경우 부정적, 미국 수치의 경우 중립적인 것으로 고려됩니다. USDA는 이 업데이트에서 2014/15 시즌의 기말 재고를 18억7600만 부셸로 기록했으며 이전 전망치는 18억5900만 부셸, 5월 보고서 전망치는 1851억 부셸이었습니다. 이 업데이트에서 2015/16 시즌 기말 예상 재고는 17억7100만 부셸이었고 이전 기말 재고 예상은 17억7900만이었고, 5월 보고서 전망치는 17억 4600만 부셸이었습니다.

이 업데이트에서 2014/15 시즌 세계 기말 재고는 1억9701만 톤이었습니다. 5월 보고서 전망 수치는 1억9250만 톤이었습니다. 이 업데이트에 보고된 2015/16 시즌 세계 기말 재고 전망치는 1억9519만 톤이었으며 전월 전망치는 1억9194만 톤이었습니다.

추세 추종 펀드 트레이더들은 6월 16일 현재 막대한 규모 (186,216계약)의 순매도 포지션을 보유 중입니다. 따라서 수확물, 재고나 파종면적이 트레이드 기대치에 미달할 경우, 숏커버링에 취약한 상황에 있습니다.



USDA SUPPLY/DEMAND US CORN								"What If's" for 2015/16		
	10-11	11-12	12-13	13-14	Jun USDA 14-15	May USDA 15-16	Jun USDA 15-16	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Planted Area (M Acres)	88.2	91.9	97.3	95.4	90.6	89.2	89.2	88.7	89.2	88.7
Harvested Area (Acres)	81.4	83.9	87.4	87.5	83.1	81.7	81.7	81.2	81.7	81.2
Yield (Bu/Acre)	152.6	146.7	123.2	158.1	171.0	166.8	166.8	162.0	166.8	167.0
Beginning Stocks (M Bu)	1,708	1,128	989	821	1,232	1,851	1,876	1,876	1,876	1,876
Production	12,425	12,314	10,755	13,829	14,216	13,630	13,630	13,161	13,628	13,567
Imports	28	29	160	36	25	125	25	25	27	25
Supply, Total	14,161	13,471	11,904	14,686	15,472	15,506	15,531	15,062	15,531	15,468
Feed & Residual	4,777	4,520	4,315	5,034	5,250	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300
Food, Seed & Industry	6,425	6,421	6,038	6,503	6,522	6,560	6,560	6,560	6,560	6,560
Ethanol for Fuel	5,019	5,000	4,641	5,134	5,175	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
Domestic Total	11,202	10,941	10,353	11,537	11,772	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860
Total Exports	1,831	1,541	730	1,917	1,825	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
Use, Total	13,033	12,482	11,083	13,454	13,597	13,760	13,760	13,760	13,760	13,760
Ending Stocks	1,128	989	821	1,232	1,876	1,746	1,771	1,302	1,771	1,708
Stocks/Use Ratio	8.7%	7.9%	7.4%	9.2%	13.8%	12.7%	12.9%	9.5%	12.9%	12.4%

현재로써는 업계가 엘니뇨 현상으로 인해 강수량이 예년 수준을 넘고 7월 기후가 선선할 것으로 굳게 믿고 있습니다. USDA는 새 시즌 전망을 산출하는 과정에서 예년의 평균 수확물인 에이커당 166.8을 초과하는 수확률을 사용하고 있으며 이는 역대 두 번째로 높은 수치입니다. 기후가 정상적인 상태를 유지할 경우, 이는 정확한 예측일 수 있습니다. 하지만 5월과 6월의 높은 강수량으로 파종면적 일부가 침수됐고 적시에 이면적을 다시 파종하지 못할 수도 있으며 이로 인해 수확률이 감소할 수 있습니다.

서부 옥수수 벨트(미주리와 같은) 일부 지역의 파종면적 문제를 감안할 때, 총 파종면적이 궁극적으로 50만 에이커 정도 감소할 수 있습니다. 에이커당 167부셀의 수확률을 가정할 경우, 기말 재고는 17억800만 부셀 수준이 될 것입니다. (시나리오 C)

하지만 수확률을 지난 20년의 평균치인 162부셀로 하향 조정하여 계산하면 기말 재고는 13억300만 부셀로 감소합니다. 이 시점에서는 재고/소비 비율이 비교적 타이트한 9.5%가 됩니다. (시나리오 A)

이러한 다양한 예를 제시하는 것은 기후가 유리하게 전개되어야만 166.8의 수확률을 기대할 수 있다는 것을 보여주기 위한 것입니다. 지난 10년간의 수치를 볼 때 최고 기록을 그대로 두고 가뭄이 극심했던 해를 제외하더라도 평균 수확률은 에이커당 154.9부셀에 불과합니다. 현재 USDA가 사용하는 전망치를 사용하되 154.9의 수확률을 대입할 경우, 기말 재고는 7억9800만 부셀 수준까지 떨어지며 이 시점의 재고/소비 비율은 매우 타이트한 수준인 5.8%로 줄어듭니다. 2014년처럼 다시 한 번 훌륭한 기후가 이어질 수는 있으나 수분의 관점에서나 7월의 예상치 못한 더위로 인해 수확률 전망을 하향 조정해야 하는 상황이 발생하는 상황을 절대 배제할 수는 없습니다.



## 생산업자의 옥수수 헤지 방법

단기 전략: 12월 옥수수 선물을 매도하고 8월물 옥수수 SDNC \$3.70/\$4.00 볼(bull) 콜 스프레드를 11센트 선에 매수하여 선물 매도 포지션을 보호.

이 전략은 최근 옥수수가 6월의 저점을 탈피해 부셸당 73센트 상승했다는 점에서 매력적입니다. 옥수수 선물 매도 포지션은 이 헤지를 확대되고 있는 풍작에 대한 두려움에 민감하게 만드는 한편, 볼 콜 스프레드 SDNC 옵션은 급작스러운 랠리에 대해 저렴하고 임시적인 보호 장치를 제공합니다. 생산업자는 민감하게 반응하는 헤지를 보유하고 있지만, 시장의 급작스러운 하방 움직임에 대비한 적절한 "헤지의 헤지"도 보유하게 됩니다.

이후 전략: 12월물 옥수수 \$3.60 풋옵션 1계약을 20센트에 매도하고 9월물 옥수수 SDNC \$3.45 풋옵션 5계약을 각 4.5센트(총 22 1/2센트)에 매수. 순 자본 지출은 2 1/2센트가 됩니다.

이 전략은 축소된 비용에 레버리지 매도 헤지 포지션을 제공합니다. 아울러 일정 수준의 보호 장치를 제공하는 한편, 단기 풋옵션 매도를 통한 헤지 비용의 파이낸싱이 가능합니다. 9월물 SDNC \$3.45 풋옵션의 만기 전, 12월물 \$3.60 풋옵션이 깊은 내가격이 되면 9월물 풋옵션은 더욱 깊은 내가격 상태에 이를 것이며 거의 선물 포지션처럼 움직일 것입니다. 조기에 상방 확대가 있을 때, 헤지는 12월물 \$3.60 풋옵션의 이익을 취할 수 있으며, 그럴 경우 풋 매수 포지션의 민감도가 높아지고 헤지 순 비용에 제한적이고 확정된 금액의 익스포저를 추가할 것입니다. 예를 들어, \$3.60 풋 매도 포지션을 10에 청산하면 헤지당 추가 비용은 \$500가 되지만 여름철 옥수수 가격 하락 시 마음껏 이익을 취할 수 있습니다.

## 최종 소비자의 옥수수 헤지 방법

단기 전략: 12월물 옥수수 선물을 매수하고 9월물 옥수수 SDNC \$3.60 풋옵션을 10센트에 매수하고 9월물 옥수수 SDNC \$4.15 콜옵션을 6 1/2센트에 매도.

이 옵션의 순 자본 지출은 3 1/2센트가 됩니다. 이 헤지는 시간 가치 소멸에 대한 직접적이고 부정적인 위협과 함께 민감한 매수 보호 장치를 제공합니다. 매수 헤지 부분은 12월 옥수수 선물이 만기될 때까지 민감성을 유지합니다. SDNC \$3.60 풋옵션 매수는 이 헤지의 보호장치 역할을 하며 SDNC \$4.15 콜옵션 매도는 풋옵션 비용을 상쇄하는 도구입니다. 최종 소비자가 옥수수 펀더멘털이 상승장 환경으로 변환하는 것에 대한 보호장치를 확보하고자 할 경우, \$4.15 콜옵션을 매도해서는 안 됩니다. 반면, 최종 소비자는 콜옵션을 매도하고 서둘러 이익을 취하거나, 기후가 더 위협적으로 변할 경우, 엑시트할 수도 있습니다.

이후 전략:

1) 9월물 SDNC \$3.60 콜옵션 1계약을 24센트에 매도하고 12월물 옥수수 \$4.30 콜옵션 4계약을 각 8센트에 매수.

이 전략은 장기 레버리지 콜 보호장치를 활용하며 만기에 더 가까운 콜옵션 1계약의 매도로 비용 일부분을 조달합니다. 즉각 상승장이 나타나지 않는 한 9월물 SDNC 콜옵션은 만기일까지 52일(USDA 보고서 발표일 기준)밖에 남지 않았기 때문에 민감성을 잃게 됩니다. 초기 가격 약세가 콜 매도 포지션에서 이익을 가져다주기를 바라고, 이후 헤지는 헤지 커버리지를 개시해 포지션을 단순화할 수 있습니다.

2) 12월물 옥수수 선물 매도하고 2016년 5월물 옥수수 \$5.10 콜옵션 5계약을 각 6센트에 매수.

이 전략은 최종 소비자에게 레버리지 옵션 포지션에 대한 더 장기적인 커버리지를 제공합니다. 프리미엄 비용은 초기 옥수수 선물 매도로 보호하며, 레버리지 콜 포지션은 300일 가까이 효력을 유지하게 됩니다. USDA 보고서 발표 후 옥수수 가격이 급락하거나 성장 시기 중 작황 환경 향상으로 가격이 하락할 경우, 헤지는 선물 매도 포지션에서 이익을 취함으로써 콜에 지불한 30센트의 프리미엄 비용을 회수할 수 있을 것입니다. 옥수수 가격이 더 낮은 수준으로 하락하면 헤지는 이 전략을 통해 프리미엄 비용 전액을 회수하고 더 낮은 수준에 같은 전략을 재설정할 수 있습니다!

## 대두유의 잠재적 변동성

유지종자 생산 전망이 가격 측면에서 매우 부정적인 가운데 식물성 유지 최종 소비자 및 스펙 트레이더들은 올해 어려운 입지에 처해 있습니다. 하지만 유지 재고량은 비교적 타이트한 편입니다. 동남아 지역에서 엘니뇨 기후 문제가 부상할 경우, 세계 식물용 유지 가격이 상승할 가능성이 있습니다.

글로벌 대두 가격이 현재보다 심한 하락 장세를 보인 적은 드뭅니다. 세계 기말 재고, 재고/소비 비율 및 수출입자 보유 재고 모두 하락장세를 예고하고 있지만, 재고량이 우려하는 대로 현실화할 경우, 가격은 더 하락할 수 있습니다.

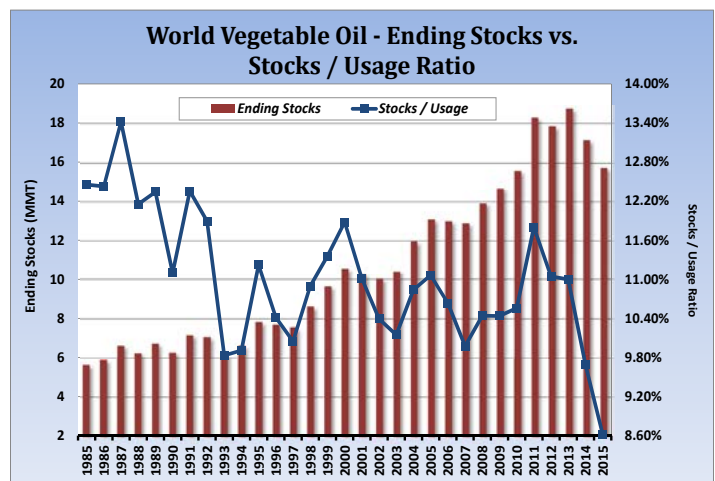
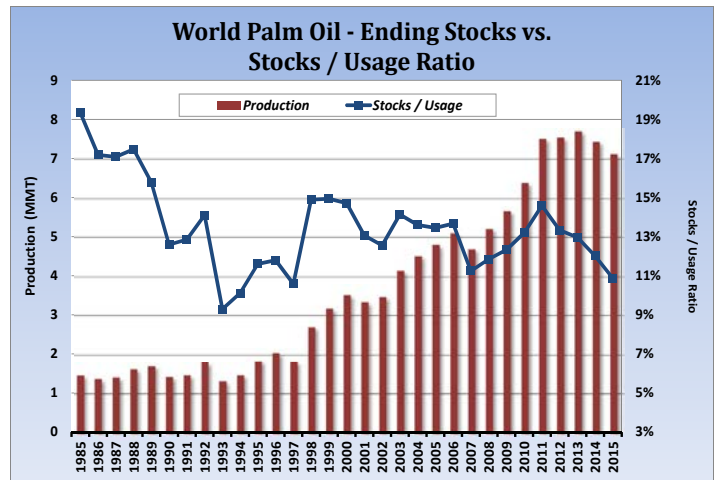
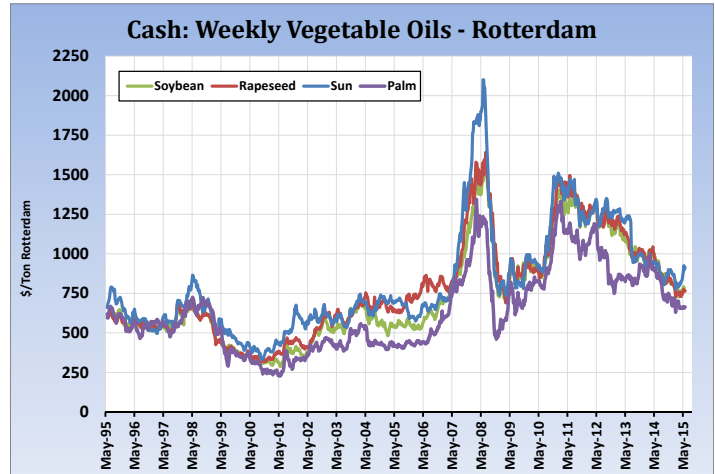
엘니뇨로 인한 기후가 미칠 1차적인 영향은 미국과 브라질의 강수량을 높이는 것이므로 대두에 불리하게 작용합니다. 하지만 엘니뇨가 올 후반과 내년 초까지 계속해서 심각한 영향을 미칠 경우, 야자유 생산 및 야자유, 대두유, 식물성 유지 가격에 가장 큰 영향을 미칠 것입니다. 대두의 과잉공급은 유지 구매자의 리스크를 줄이는 것으로 보이지만 시장 급변 상황을 가져올 이벤트 발생 가능성을 간과해서는 안 됩니다. 대두유 가격이 이미 2015년 저점에서 15.5% 반등한 것을 볼 때 미래 기후 여건을 우려하는 분위기가 감지되고 있습니다.

아르헨티나와 브라질의 기록적인 수확에 이어 미국의 파종면적이 역대 최고치를 기록하고 있는 만큼 세계 대두유 수요를 충족할 충분한 대두가 있다고 생각하는 것은 자연스러운 일입니다. 하지만 야자유 생산량이 최고 기록을 세우고 세계 시장 수출량이 4550만 톤에 이르는 가운데에도 세계 식물성 유지의 재고/소비 비율은 타이트한 수준을 유지해 왔습니다.

엘니뇨에 따른 말레이시아와 인도네시아의 가뭄이 큰 우려를 낳고 있는 가장 큰 이유는 이 두 지역이 세계 야자유 생산량의 86%를 차지하고 있기 때문입니다. 생산에 차질이 발생하고 수출 물량이 감소하면 대두유 수출이 그 공백을 메꿔야 합니다. 글로벌 대두유 수출 예상량은 1077만 톤입니다. 야자유 수출이 10% 하락하면 대두유 수출이 1530만 톤으로 늘어날 것입니다. 이는 현재 예상량과 비교하면 42%나 많은 물량입니다.

아르헨티나는 올해 510만 톤을 수출할 것으로 예상하는 세계 최대 규모의 대두유 수출국입니다. 미국의 대두유 수출 예상 물량은 907,000톤에 불과합니다. 따라서 동남아 지역의 야자유 생산 부족분을 메꿀 잔여 455만 톤을 빨리 찾기는 쉽지 않을 것입니다. 미국, 남미 및 동남아시아 지역의 상당한 바이오디젤 소비 증가 또한 대두유 재고에 압박을 가할 수 있습니다.

인도의 정상적인 우기가 중요해집니다. 아니면 인도의 수입 요건 또한 강화될 것입니다. 중국의 수요도 지속적으로 증가하고 있습니다.

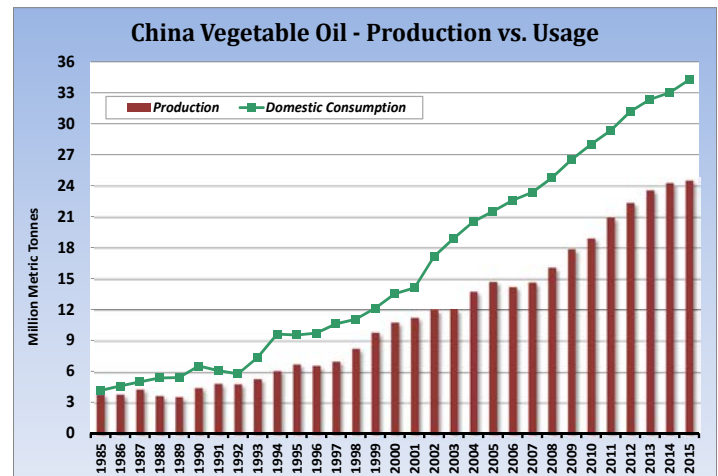
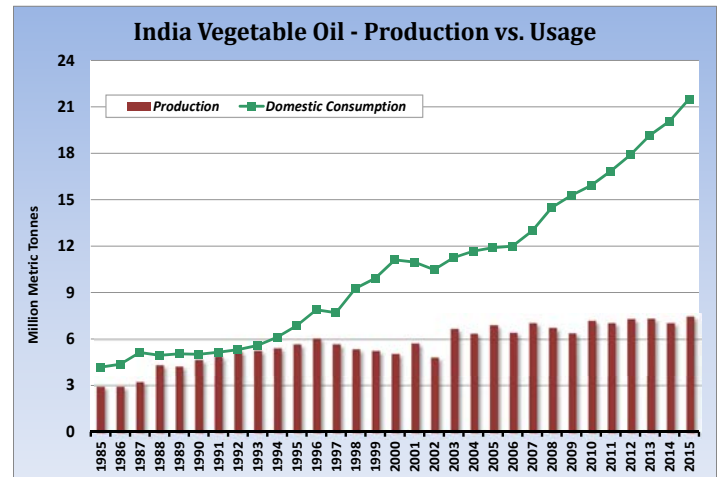
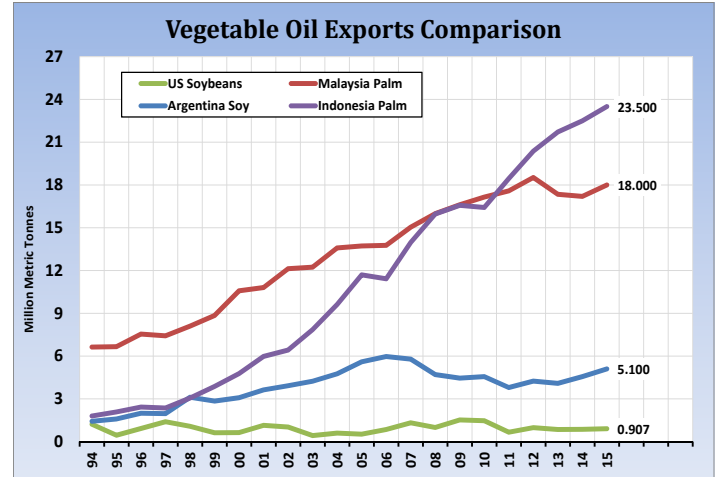


## 최종 소비자의 대두유 헤지 방법

과거의 경험에 비춰볼 때 높은 기말 재고에 대한 전망이 기후 악화로 빗나갈 가능성은 얼마든지 있고, 따라서 대두유 가격에 상당한 변동성이 발생할 가능성 또한 높습니다. 최종 소비자들은 이를 이익 창출 기회로 활용할 수 있습니다.

현재의 전망이 빗나갈 경우에 대비한 헤지로 복수의 2016년 5월물(또는 이후의 월물) 콜옵션 계약을 매수하는 전략을 최종 소비자에 추천할 만합니다. 2016년 5월 인도분 대두유 가격이 2015년 저점 대비 3.5센트 높은 상황을 감안할 때, 헤저들은 대두유 선물 1계약을 매도하여 콜옵션 프리미엄 비용을 헤지하는 것을 고려할 수 있습니다. 이는 변동성 전략으로 거액의 이익을 얻기 위해서는 상당한 폭의 가격 변동이 있어야만 합니다. 하지만 미국 수확물의 가격에 불리하게 작용할 기후로 인해 기말 재고 예상량이 더욱 증가하고 (또는) 엘니뇨의 위협이 사라지면 이 선물 매도 포지션을 통해 헤지 프리미엄의 상당 부분을 회수할 수 있게 됩니다.

이 전략은 근본적으로 "변동성" 헤지입니다. 복수의 콜옵션/선물 매도 포지션의 조합에서 헤저에게 발생할 수 있는 최악의 시나리오는 시장이 급격하게 움직이지 않는 것입니다. 이 전략에 관한 당사의 관심은 미국의 작황에 유리한 기후가 이어진 후, 올 후반 말레이시아와 인도네시아의 생산량에 부정적인 영향을 미칠 기후가 발생할 가능성에 근거한 것입니다. 헤저가 외가격 5월물 콜옵션 3~4계약을 매수하고 5월물 선물 1계약을 매도할 경우, 최종 소비자는 매도 선물 포지션을 올여름 초반의 약세장에서 처분함으로써 2016년까지 계속될지 모를 일체의 가격 상승에 대한 보호장치를 확보하게 됩니다.



## CME Webinars: Are You Prepared for the USDA Acreage Report?

June 24 | June 30

2:30 - 3:30 p.m. CT

Both events will be hosted as online webinars

To help commercial hedgers and end users prepare for the June 30 USDA Acreage Report, we're bringing in the experts. In this two-part webinar series, top industry analysts share their insights pre- and post-report to help you prepare for any major impacts to the agricultural markets.

### Pre-USDA Webinar

- The impact of El Nino – *Blu Putnam, Chief Economist, CME Group*
- Expectations and Strategy – *David Hightower, President, The Hightower Report*

### Post-USDA Webinar

- Analysis and outlook panel discussion – *Dan Basse, AgResource*

**Click here to register!**

## Disclaimer

The information in this report may be considered dated upon its release and should not be considered interpersonal advice. This report is merely an opinion on the market and is a reflection of conditions as of its publication. Market conditions change! Traders should not consider entering positions without their own independent analysis of the market's current situation, nor without further consideration of any changes to the information contained herein that may have occurred since this report was written. The authors are not responsible for any verbal or written claims and opinions that might be provided in conjunction with this report. The trading suggestions contained herein have been provided merely as a general guide and only for the purpose of quantifying the authors' opinions.

This report includes information from sources believed to be reliable but no independent verification has been made and we do not guarantee its accuracy or completeness. Opinions expressed are subject to change without notice. This report should not be construed as a request to engage in any transaction involving the purchase or sale of a futures contract and/or commodity option thereon. The risk of loss in trading futures contracts or commodity options can be substantial, and investors should carefully consider the inherent risks of such an investment in light of their financial condition. Any reproduction or retransmission of this report without the express written consent of The Hightower Report is strictly prohibited.