

# 豆粕基差坚挺, M9-1 维持正套逻辑

吴晓杰

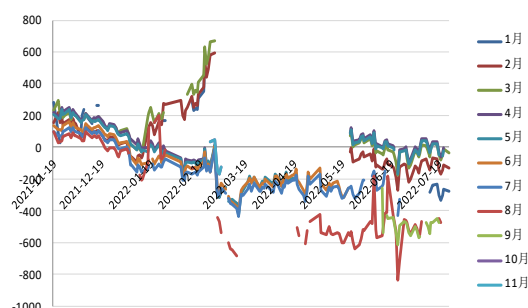
投资咨询号: Z0014054

6月中旬以来,国内豆粕期货跟随美豆节奏重心整体下移,主力合约M09价格运行区间已从前期的【4150,4250】下跌至目前的【3800,3950】,期间盘中最大跌幅超过600点。但国内豆粕现货报价却相对稳定,近月基差甚至在期货快跌后震荡走强。截止本周二,华北地区豆粕现货基差报价为280元/吨,较6月中旬上调约200元/吨左右。而在目前国内油厂买船偏慢和三季度进口大豆到港环比下降预期下,后期豆粕现货基差大概率维持坚挺,支持豆粕月间正套逻辑。

## 三季度进口大豆到港预期偏紧

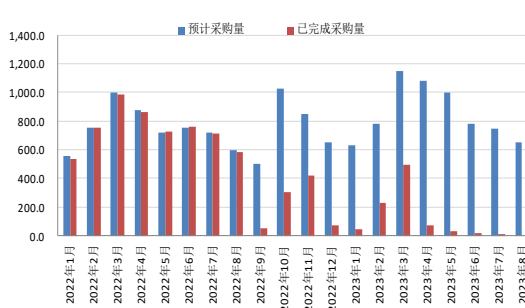
上周因CBOT大豆期货快速下跌叠加出口国贴水报价小幅下调,国内买船进度有所加快,采购26船进口大豆,主要集中在近月巴西大豆以及明年2-3月美湾大豆,大幅高于过去四周周均10船的采购速度。

图 1: 进口巴西大豆对盘榨利



数据来源: 我的农产品网 中州期货研究所

图 2: 国内进口大豆买船进度



数据来源: 中州期货研究所

但回顾去年三季度至今,国内油厂进口大豆采购进度偏慢才是主基调,这主要是由于



进口大豆压榨利润不佳，无法支持采购。自去年年中至今，国内油厂的近月买船对盘榨利就持续倒挂，至今未有明显改善。即使近期 CBOT 大豆价格大幅下跌，但出口国贴水居高不下，国内进口大豆成本仍然高企，对盘迟迟不能给出压榨利润，倒逼国内油厂放缓采购进度。

截止本周二，国内 7、8 月进口大豆采购已基本完成，8 月仅剩 13.9 万吨待采，但 9 月-12 月采购进度偏低，9 月仅完成 10%，10 月完成 30%，11 月完成 50%，12 月完成 11%。特别是 9 月已经较为接近，剩余的时间窗口并不充裕，而美、巴贴水仍维持 400 美分/蒲高位，国内买船难以推进。若后期采购进度不能赶上，对四季度国内进口大豆到港预期影响较大。

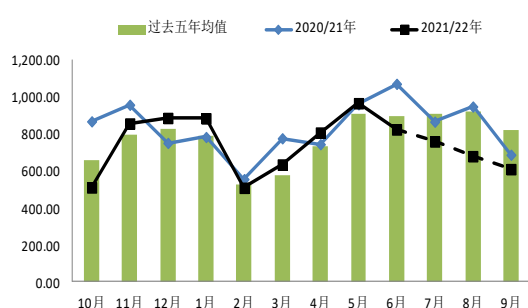
## 豆粕去库预期较强，现货基差维持坚挺

从全年进口情况看，买船进度偏慢以及养殖消费疲弱对国内进口需求抑制明显。据海关数据，2021/22 年迄今（2021 年 10 月-2022 年 6 月）我国进口大豆累积到港 6884 万吨，同比减少 591 万吨，降幅达 7.9%。目前预估 7-9 月进口大豆到港量分别为 760 万、680 万和 610 万吨，则 2021/22 年进口大豆到港共计为 8934 万吨，同比下降 10.47%，较过去两年接近亿吨的进口量下降明显。

目前市场主要关注三、四季度的到港情况，从到港预估来看，三季度合计到港量为 2050 万吨，远低于过去五年均值 2652 万吨和去年同期 2504 万吨。而四季度到港量还有较大变数，需继续跟踪国内买船进度。

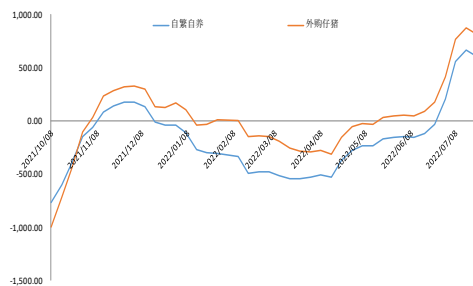
当然国内除了直接进口大豆，还有国储大豆拍卖补充。自 4 月 1 日开始，每周 50 万吨的进口大豆拍卖工作持续了近 4 个月，截止 7 月 22 日已经向市场输入了 245.5 万吨进口大豆。预计三季度拍卖工作还会持续，对国内进口大豆供应提供补充。

图 3：国内进口大豆月度到港量



数据来源：海关总署 中州期货研究所

图 4：国内生猪养殖利润变化

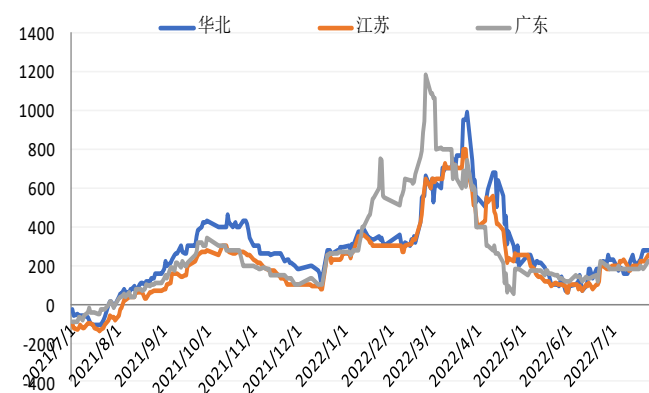


数据来源：农村农业部 中州期货研究所

消费方面，上半年国内豆粕消费相对疲软，除受到现货高价抑制外，终端养殖需求同样低迷。但经过 6 月份生猪价格的大幅上涨，国内生猪养殖利润出现明显修复，截止 7 月 22 日当周，国内生猪自繁自养养殖利润已经达到 603 元/头，周环比小幅下降 8.7%，但较 6 月同期价格上涨 17 倍；外购仔猪养殖利润达到 814 元/头，周环比小幅下降 6.6%，但较 6 月同期价格上涨 3.72 倍。

生猪养殖利润的大幅改善可能会刺激饲料消费，且三、四季度本身是肉类和豆粕消费旺季，市场预期豆粕消费或逐渐好转，从而带动油厂压榨开机。预计三季度国内进口大豆压榨量或达 2350 万吨，较二季度小幅增长 110 万吨，四季度压榨量或较三季度继续小幅回升。

图 5：国内主要地区豆粕现货基差跟踪



数据来源：我的农产品网 中州期货研究所

以此推断，三季度国内进口大豆和豆粕存在较强的去库预期。在不考虑国储拍卖的情况下，预计 9 月底国内进口大豆油厂库存或降至 300 万吨以下，与年初持平，而豆粕

库存或降至 80 万吨量级，支撑现货基差维持坚挺，也支持豆粕期货月间价差维持正套逻辑。特别是 09 合约临近交割月，存在期现回归要求，而豆粕现货价格坚挺，未来 09 合约期现回归实现路径或是期货单边上涨或是 M9-1 价差继续扩大。

## 行情展望

短期美豆仍处生长期，天气噪音持续存在，但从中期来看，留给天气交易的时间窗口逐渐缩窄，美豆出现实质性减产风险不高，叠加出口和压榨需求下滑较快，新作累库预期依然较强。若后期美豆新作实现丰产，美豆期货价格将进一步下跌，带动国内豆粕期货价格重心继续下移。

但基差方面，三季度到港偏紧基本确定，而豆粕消费存在好转预期，供需共同作用下，去库预期较强，基差维持坚挺。目前国内沿海区域 10-1 月豆粕基差对 01 合约已到 400-500 元/吨区间，中下游企业目前继续追加采购高基差的难度较大，短期可维持随用随采节奏。后期基差也存在回落风险，若美豆实现丰产，销售压力增大，或下调贴水报价，给出国内采购窗口，改变国内进口大豆供应预期，从而施压基差。

## ■ 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## ■ 联系我们

### 管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel：021-68395023

Email：zzzjb@zzfco.net

### 烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzyt@zzfco.net

### 青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel：0532-85753085 传真：0532-85753085

Email：zzqd@zzfco.net

### 临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel：0539-8053287 传真：0539-8053287

Email：zzly@zzfco.net

### 大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel：0411-84806738 传真：0411-84806738

### 山东分公司 250000

地址：济南市市中区经十路 22068 号山东出版智能大厦 205 室

Tel：0531-87903676 传真：0531-87903676

Email：zzjn@zzfco.net

### 广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel：0771-5505092 Email：zzgx@zzfco.net

### 烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzqh@zzfco.net

### 上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel：021-58386177 Email：zzsh@zzfco.net

### 沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区文化路 77 号 901、904

Tel：024-83189947 传真：024-83189947

Email：zzsy@zzfco.net

### 烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 1216 号房

Tel：0535-2169566 传真：0535-2169566

Email：zzlk@zzfco.net

### 江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel：025-66687725

Email：zzjsu@zzfco.net

### 华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel：027-83555585

Email：zzhz@zzfco.net

### 宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区沿江大道 188 号新外滩商业楼 000301-01

Tel：0717-6229585 Email：zzyc@zzfco.net