

2023-03-17

产业服务总部

饲料养殖团队

长江专题：

大豆进口榨利修复下的豆粕基差走势分析

核心观点

基差贸易已经成为豆粕行业的主要贸易模式，本文通过 2020-2022 年豆粕基差的复盘分析，确定基差的主要影响因素，其中压榨利润确定基差底部，供需决定基差价格走势，极端供需矛盾成就基差的极端行情。并通过压榨利润、大豆供需变化以及极端供需矛盾判断 2023 年豆粕基差价格走势。

压榨利润方面，2023 年整体全球大豆进入累库阶段，大豆升贴水较 2022 年也有所回落，但整体全球库销比依旧处于偏紧区间，因此整体大豆升贴水降幅有限。随着防疫政策放开，人民币汇率下行空间有限，预计对榨利影响有限。从目前监测的数据来看，2-6 月船期盘面压榨利润在-260 元/吨，预计全年依旧处于负值区间，奠定全年豆粕基差均值依旧维持在历史均值以上位置。

大豆到港方面，受全球供应增加影响，中国 2023 年全年大豆进口较 2022 年放增 500 万吨。具体数据预估如下：4-6 月到港均值在 1000 万吨左右，4-6 月大豆进入累库阶段，基差走势偏弱，油厂亏损销售。7-8 月到港，从预估买船来看，7-8 月到港小幅减少，预计在 700-750 万吨之间，大豆库存趋稳，基差触底反弹。9-10 月，受阿根廷减产影响，巴西大豆无法供应至美豆新作上市，故将 9-10 月到港预计 650 万吨以下，大豆库存去化，推动基差走强。11-次年 1 月，美豆新作到港，国内大豆库存增加，基差回落。

极端行情方面，关注市场对于 5-9 月基差采买情况，目前油厂出现涨库，下游市场普遍看空，对于远期基差采买情绪较差，预计会影响后期买船数量，从而影响 9-10 月大豆到港，从而在 9-10 月出现阶段性供需偏紧行情。

基于以上分析，我们对 2023 年行情进行预估，3-6 月基差回落，预计 6 月见底，同比 2022 年基差底部，我们预估 2023 年基差底部在-100 附近，7-8 月基差触底反弹，9-10 月基差见顶，顶部预计在 500 以上。11-1 月基差再次回落，基差预计在 200-300 区间。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

饲料养殖团队

研究员

 韦蕾

☎：(027) 65261505

◇ 从业证号：F0244258

◇ 投资咨询编号：Z0011781

联系人

 叶天

☎：(027) 65261508

◇ 从业证号：F03089203

 刘汉缘

☎：(027) 65261549

◇ 从业证号：F03101804

一、基差贸易及基差影响因素

基差是某一时间某一商品的某地现货价格与期货价格的差值。因为现货的持有成本较期货及现货价格更稳定，所以基差的变动幅度相对期现价格变动较小。通过在贸易中引入基差，企业可以将波幅较大的期现价格波动风险，转变为波幅较小的基差波动风险，从而实现经营的稳健性。在现实中，企业运用基差的方式主要有以下两种，一种是根据基差的变化低买高卖进行套利，另一种是在现货贸易中以“期货价格+基差”的模式对现货商品定价，后一种方法又被称为基差贸易。

在基差贸易中，买卖双方约定在未来的某一时间对合同标的物进行实物交割，并规定实物的销售价格为交货之前某一时间该标的物的期货价格加上双方事先约定的升贴水。升贴水可以为正也可以为负。在实际操作中，提供升贴水报价的一方被称为基差卖方，而接受升贴水报价并拥有点价权的一方是基差买方。

基于对产业基差贸易的了解，本文搭建观测基差变化的参考指标。首先，现货市场实际成交的基差报价是油厂和下游买家共同协商的结果。从油厂报价的角度考虑，利润是决定价格的第一要素，而综合榨利等于盘面榨利加上油粕基差收益，由于不同油厂对油粕基差的取定方式不一，盘面榨利相对综合榨利更好获取，对历史数据进行跟踪可知，豆粕基差和盘面榨利有较强的负相关性。其次，油厂也会根据国内主要的现货指标去预判后面一段时间的供需松紧情况，进而给出报价，例如大豆买船进度、到港情况、油厂压榨开机等，最后聚焦库存消费比或库存预期情变化，从相关性检验来看，库存与基差联动性表现更好，2015 年至今库存与基差相关系数为-0.69。

图 1：大豆库存与基差价格走势（万吨，元/吨）



资料来源：同花顺 长江期货

图 2：压榨利润与基差走势关系（元/吨）



资料来源：同花顺 长江期货

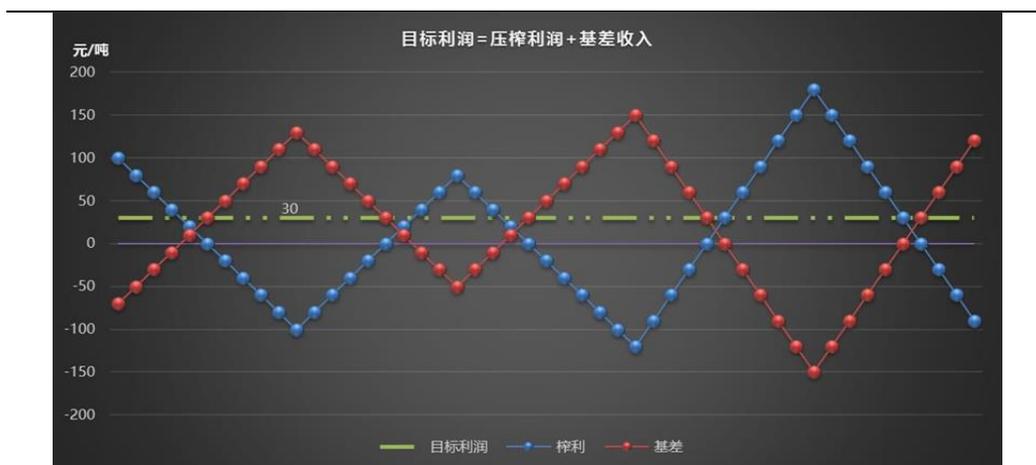
二、历年豆粕基差走势分析

由于 2018-2019 年中美贸易摩擦升级及非洲猪瘟影响，2020 年以后豆粕贸易中的基差贸易占比逐步提高，本次我们将重点从压榨利润、库存以及市场接受程度来分析 2020-2022 年三年基差走势。

（一）压榨利润对豆粕基差的影响

盘面压榨利润决定油厂采买节奏，压榨利润好，油厂主动买船，保证后期供应；压榨利润差，油厂通过以销定采，间接影响后期基差走势。这主要是受油厂特殊的利润模式带来的，油厂的利润主要来自盘面利润+基差收入，当盘面利润较好时，油厂可以让利基差给终端，但当盘面利润较差时，油厂需要通过提高基差来增加预期压榨利润。根据我们的统计计算，国内油厂目标利润一般在 30 元/吨左右，其中大豆集中到港阶段油厂的压榨利润会小幅亏损，但全年基差满足此规律。

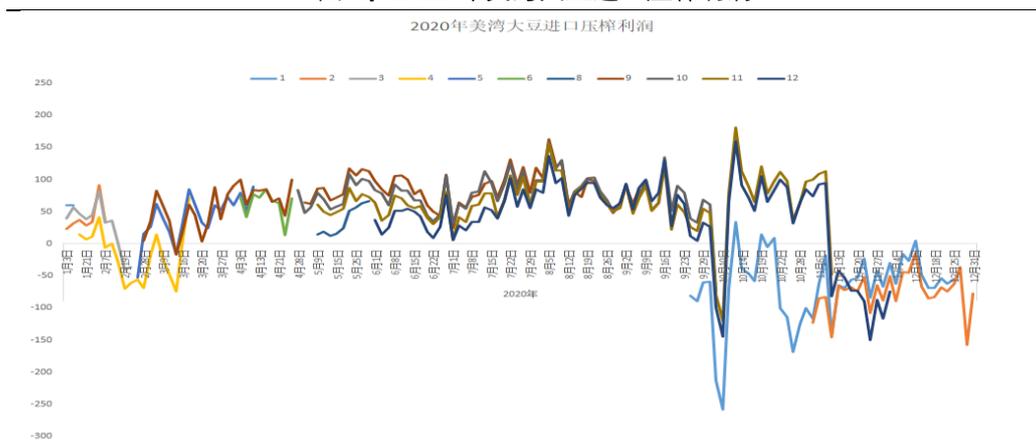
图 3：目标利润与基差价格关系



资料来源：长江期货

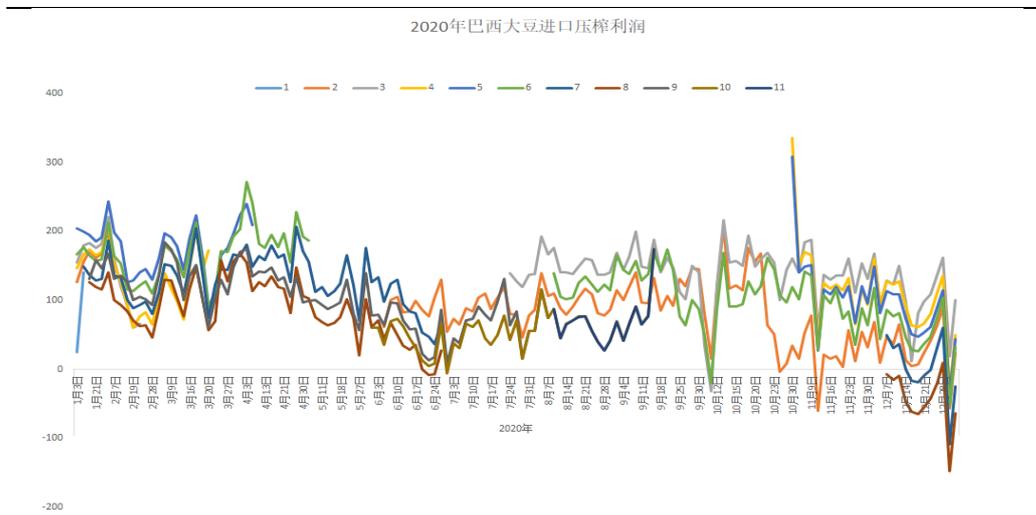
我们根据进口压榨利润分析，2020年美湾大豆压榨利润基本处于-200至100元/吨区间，巴西大豆压榨利润基本处于-50至200元/吨区间，节奏来看，1-3月份从美湾压榨利润来看，压榨利润在-100至0区间，对应2-5月豆粕基差底部在30-130元/吨之间，1-4月基差均处于30元之上。5-8月巴西压榨利润在0-200元/吨区间，对应5-8月预估基差底部区间在-170至30元/吨。实际5-9月豆粕基差处于-100至0区间，在-170之上。10-12月美湾压榨利润在-150至150之间，对应10-12月豆粕基差底部在-120至180元/吨区间，实际10-12月豆粕基差处于-90至10区间，在-120元以上。

图4：2020年美湾大豆进口压榨利润



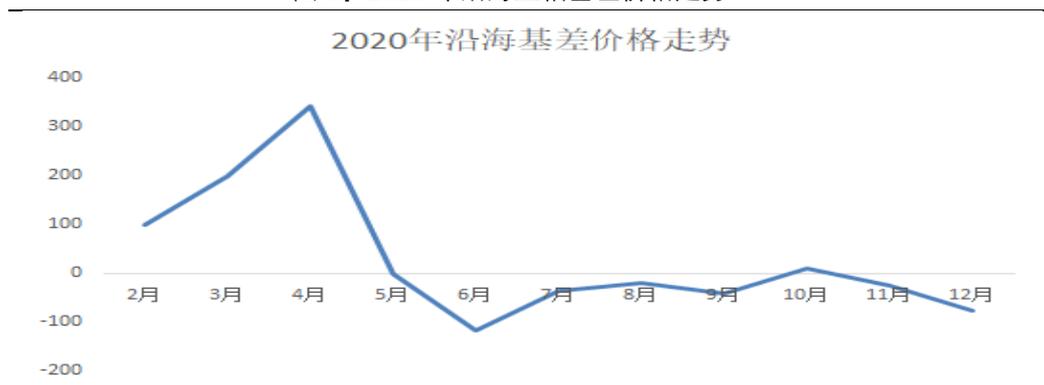
资料来源：长江期货

图5：2020年巴西大豆进口压榨利润



资料来源：长江期货

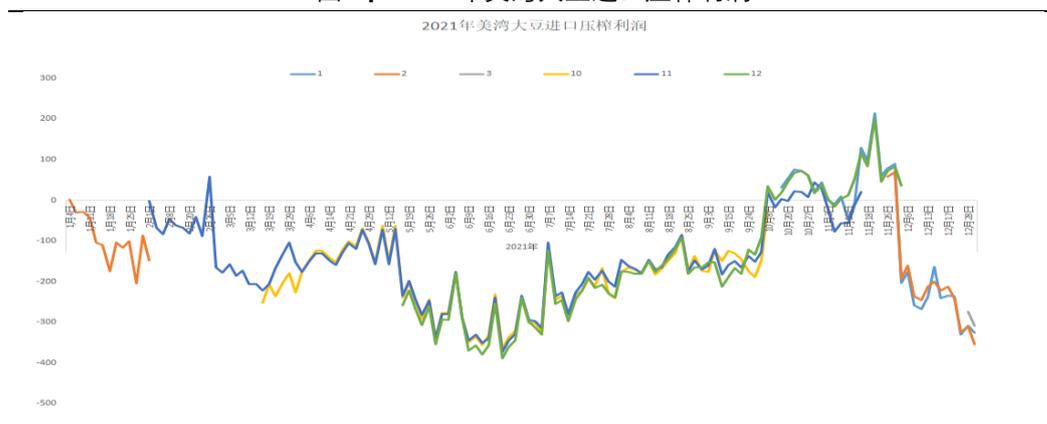
图 6：2020 年沿海豆粕基差价格走势



资料来源：Wind 长江期货

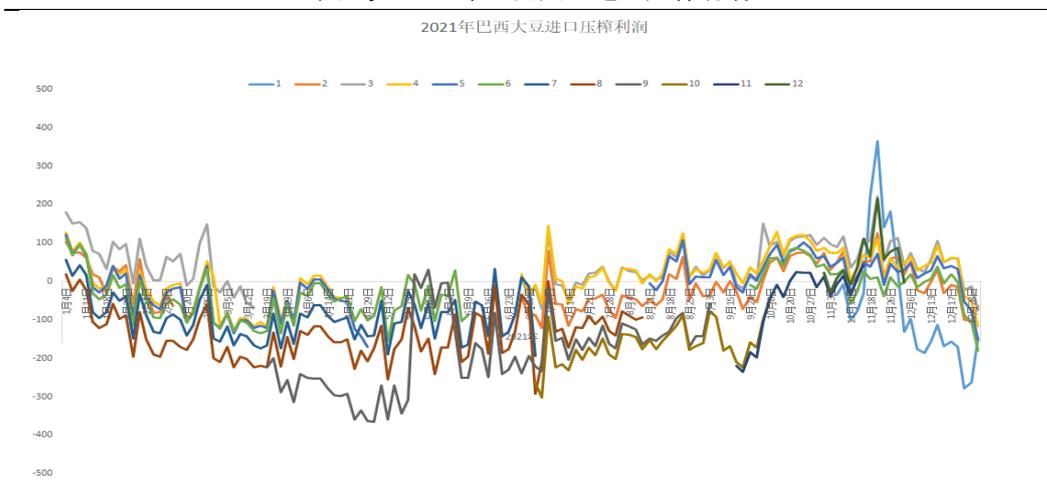
2021 年整体大豆进口压榨利润走差，受美豆库销比减弱，整体进口大豆升贴水上涨，进口利润持续恶化，阶段性修复。国内方面，1-2 季度受非洲猪瘟影响，需求持续较差。1-2 月美湾大豆压榨利润在-100 至 80，巴西大豆压榨利润在-80 至 200 元/吨之间。对应 2-4 月大豆基差成本在-110 至 120 区间内。2-4 月国内大豆基差价格处于-140 至 300 元/吨。4 月小幅亏损，在油厂高库存下亏损范围内。3-7 月巴西大豆进口利润在-150 至 170 元/吨之间，对应进口大豆基差成本在-140 至 180 元/吨之间，结合油厂高库存基差小幅亏损，将区间调整至-240 至 80 元/吨。整体 4-7 月基差持续走负，但处于在此成本区间内。8-12 月美湾大豆进口压榨利润在-300 至 140 元/吨之间，对应基差成本在-110 至 330 元/吨，8-12 月基差在 62-323 元/吨，处于在此区间。整体全年压榨利润均值在-77 元/吨，基差均价在 103 元/吨，符合油厂 30 元/吨压榨利润。

图 7：2021 年美湾大豆进口压榨利润



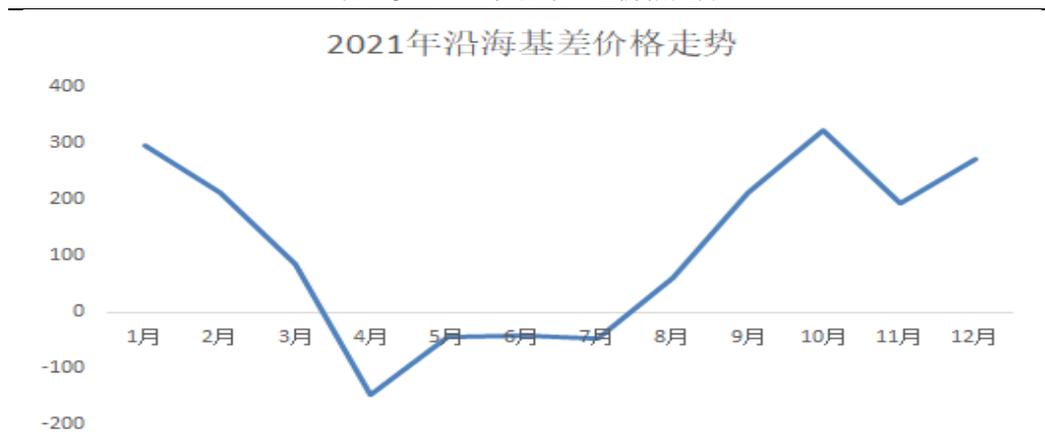
资料来源：长江期货

图 8：2021 年巴西大豆进口压榨利润



资料来源：长江期货

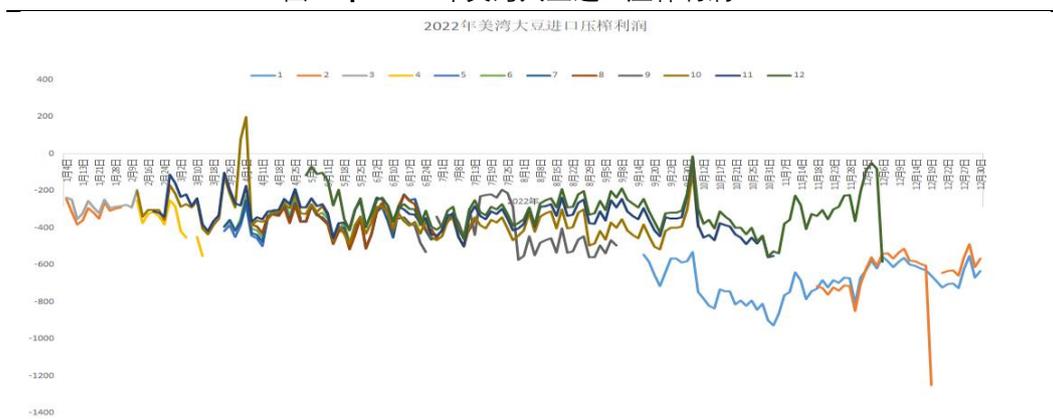
图 9：2021 年沿海基差价格走势



资料来源：Wind 长江期货

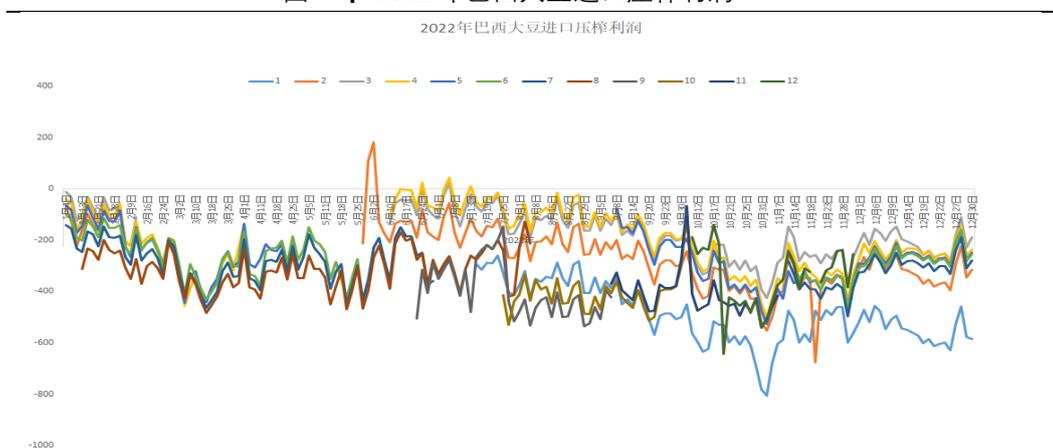
2022 年，巴西大豆超预期减产叠加俄乌战争带来的全球农产品价格升水，大豆升贴水报价上涨，进入 2 季度，美联储进入加息周期，美元走强，人民币大幅贬值，进口压榨利润进一步缩水。1-2 月船期，大豆进口压榨利润在-200 至-73 元/吨，对应基差成本在 103 至 230 元/吨，实际 1-3 月基差区间在 325-666 元/吨，处于该区间内。2-5 月船期，大豆进口利润均值在-260 元/吨，对应基差成本在 290 元/吨，实际 4-7 月大豆基差均值在 197 元/吨，油厂亏损 100 元/吨，符合涨库期间亏损预期。6-8 月船期，进口大豆压榨利润均值在-405 元/吨，对应 8-10 月基差成本在 435 元/吨，实际 8-10 月基差均值在 859 元/吨。9-10 月船期，进口大豆压榨利润均值在-491 元/吨，对于基差成本在 520 元/吨，实际 10-12 月基差在 865 元/吨。

图 10：2022 年美湾大豆进口压榨利润



资料来源：长江期货

图 11：2022 年巴西大豆进口压榨利润



资料来源：长江期货

图 12：2022 年沿海豆粕基差价格走势



资料来源：Wind 长江期货

通过对这三年行情走势来看，进口大豆压榨利润决定油厂大豆基差成本，压榨利润决定基差走势底部，阶段性供应压力下会跌破该成本，但跌幅有限。盘面压榨利润决定油厂采买节奏，压榨利润好，油厂主动买船，保证后期供应；压榨利润差，油厂通过以销定采，间接影响后期基差走势。

（二）库存对豆粕基差的影响

我们通过分析压榨利润与基差的关系，发现榨利会间接通过影响买船从而影响后期基差走势，实际的影响是榨利→买船→到港→大豆库存→基差，豆粕基差的走势实际直接受其供需变化的影响。

2020 年大豆库存 1-3 月去化，基差呈现走强趋势。4-7 月南美大豆到港后，大豆进入累库阶段，基差快速回落。7 月下旬-10 月下旬，巴西供应压力减弱，大豆库存小幅去化，基差触底反弹，10 月美豆到港后，基差再次回落。

图 13：2020 年全国大豆商业库存



数据来源：我的农产品 长江期货

2021 年同样在 1 季度大豆库存去化，基差走强，走强时间较 2020 年稍早，2021 年春节备货，市场提前进行采购，导致基差走强提前。2 月底，大豆依旧去库存，但基差开始高位回落，主要是前期大量备货，叠加年后需求偏弱，基差开始承压下行。4 月南美大豆到港后，基差大幅下跌，且 4-8 月基差都偏弱运行，8 月底受前期买船不足，大豆到港偏少，低于历年均值，导致大豆库存大幅去化，基差开始快速上行，4 季度美豆到港后，基差冲高回落。

图 15：2021 年全国大豆商业库存

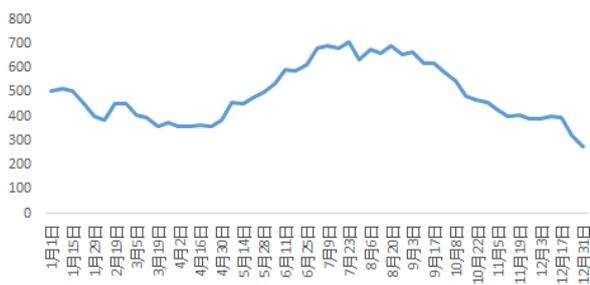
图 14：2020 年沿海豆粕基差价格走势



数据来源：Wind 长江期货

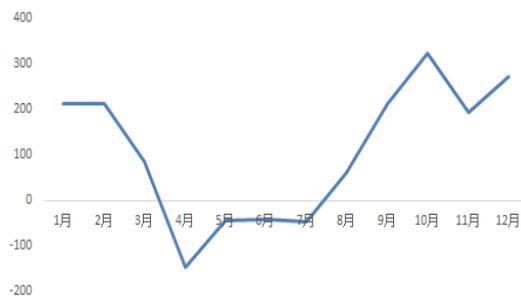
图 16：2021 年沿海豆粕基差价格走势

2021年大豆商业库存



数据来源：长江期货

2021年沿海基差价格走势



数据来源：Wind 长江期货

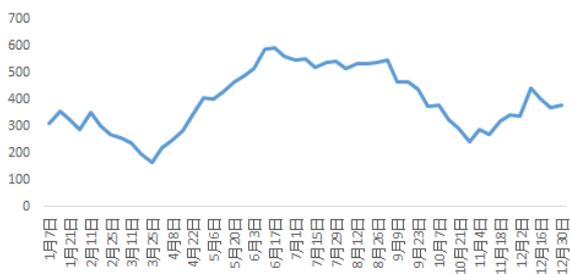
2022年1-3月大豆去库存，基差走强，叠加2021年市场备货风险后，市场备货谨慎，春节后需求挤兑，供不应求，基差大幅走强。4月以后南美大豆到港，基差开始走弱。8-11月，到港偏少，大豆库存去化，基差再度上涨，11月下旬美豆到港后，基差回落。

我们分析基差与大豆库存的关系，发现现货基差走势主要受大豆库存影响，大豆去库存，基差走强，大豆增库存，基差走弱，阶段性供需矛盾，会导致基差走强或走弱趋势提前或延后。

图 17：2022 年全国大豆商业库存

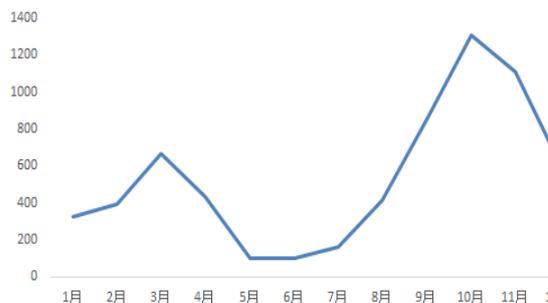
图 18：2022 年沿海豆粕基差价格走势

2022年大豆商业库存



数据来源：长江期货

2022年沿海基差价格走势



数据来源：Wind 长江期货

（三）极端行情对豆粕基差的影响

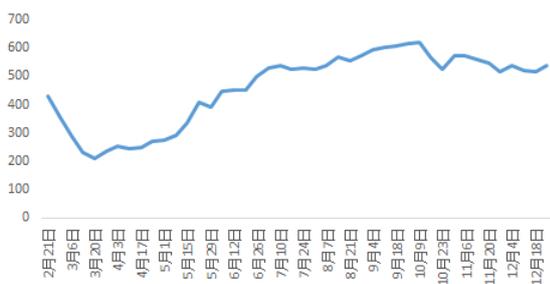
2020-2022年基差走势中，出现了部分极端的基差行情，例如2020年一季度500左右的基差，2021年1-2月1000左右的基差，2022年9-11月1500左右的基差。我们对极端基差行情做了相关分析发现，极端基差行情主要是市场极端供需结构影响市场情绪导致的。

2020年1季度，全国受新冠来临，市场大豆到港正常，但全国隔离，油厂无法开机，豆粕供应紧张，市场恐慌性抢货，加价收购豆粕，导致基差大幅上涨。整体在大的供需背景下更加极端的供需矛盾导致基差出现新高度。

图 19：2020 年全国大豆商业库存

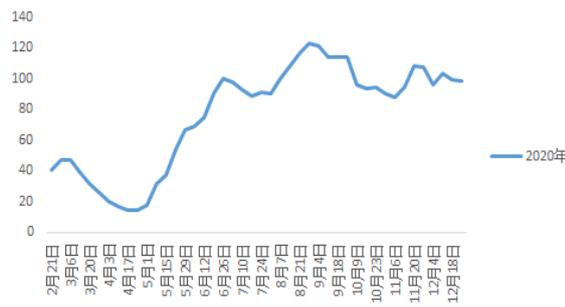
图 20：2020 年全国豆粕库存

2020年大豆商业库存



数据来源：我的农产品 长江期货

2020年全国豆粕库存



数据来源：我的农产品 长江期货

图 21：20 年豆粕基差价格走势



数据来源：我的农产品 长江期货

2021 年 1-2 月，市场担忧新冠影响发货，提前采购大量头寸，导致极端供需矛盾，基差在 1-2 月大幅上涨。节后，供应虽然减少，但市场需求前期透支，需求不佳，基差高位回落。

图 22：2021 年全国大豆商业库存



数据来源：我的农产品 长江期货

图 23：2021 年沿海基差价格走势



数据来源：我的农产品 长江期货

图 24：21 年豆粕基差价格走势



数据来源：我的农产品 长江期货

2022年2-3月，市场春节备货较少，节后供需矛盾加剧，市场抢货，现货基差大幅走强。同年9-11月，市场前期过分看空后期价格，导致前期采购较少，9-11月供应矛盾加剧，基差大幅走强。

图 25：2022 年全国大豆商业库存



数据来源：我的农产品 长江期货

图 26：2022 年全国豆粕库存



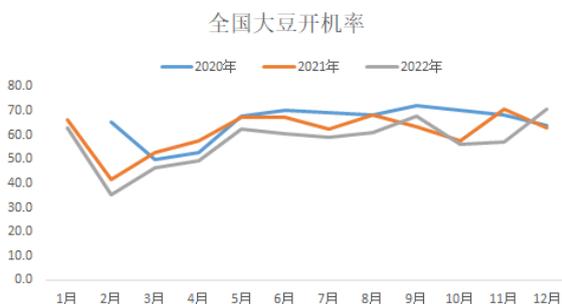
数据来源：我的农产品 长江期货

图 27：22 年豆粕基差价格走势



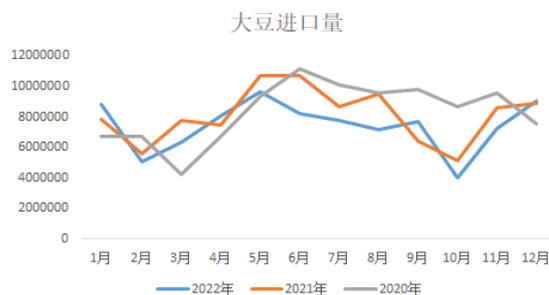
数据来源：我的农产品 长江期货

图 28：2020-2022 年油厂开机率



数据来源：我的农产品 长江期货

图 29：月度大豆进口量



数据来源：我的农产品 长江期货

分析 2020-2022 年三年极端行情，我们发现极端基差的出现主要来自极端的供需矛盾，前期一致性看空，渠道及终端库存过低，后期供应紧张后，一致性补货，导致极端的供需矛盾，从而出现极端的基差价格。

通过以上分析我们发现，压榨利润决定了油厂基差的成本价格，基差价格都是在预估基差底部

之上。后期基差价格走势基本围绕油厂的基差成本上下波动，上下波动的原因主要来自市场供需情况。供应增加，基差走弱至成本或小幅跌破成本价格；供应减少，基差走强至成本之上；极端供需矛盾会导致基差大幅远离成本价格。最终我们得到进口压榨利润决定基差底部，供需走势决定基差价格走势，极端行情决定基差高度。

三、2023 年基差走势分析

基于以上影响因素，我们对 2023 年影响基差的相关因素进行分析，即通过压榨利润、大豆供需变化以及极端供需矛盾判断 2023 年豆粕基差价格走势。

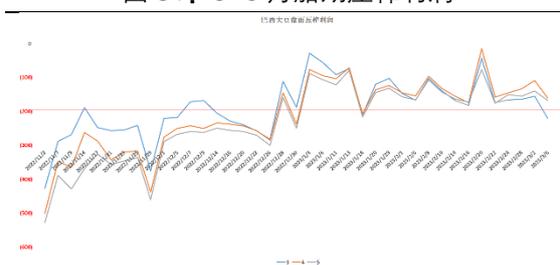
压榨利润方面，2023 年整体全球大豆进入累库阶段，对应升贴水较 2022 年也有所回落，但整体全球库销比依旧处于偏紧区间，因此整体大豆升贴水降幅有限。随着防疫政策放开，人民币汇率下行空间有限，预计对榨利影响有限。从目前监测的数据来看，目前 2-6 月船期盘面压榨利润在-260 元/吨，全年预计依旧处于负值区间，奠定全年豆粕基差均值依旧维持较高位置。

图 30：12-2 月船期压榨利润



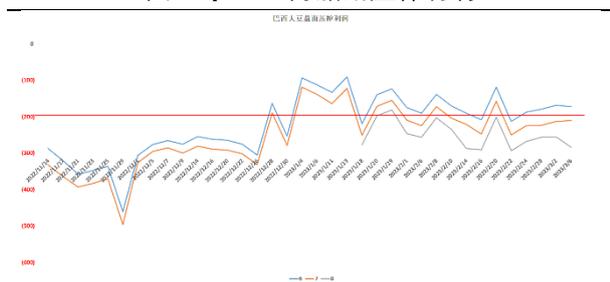
数据来源：长江期货

图 31：3-5 月船期压榨利润



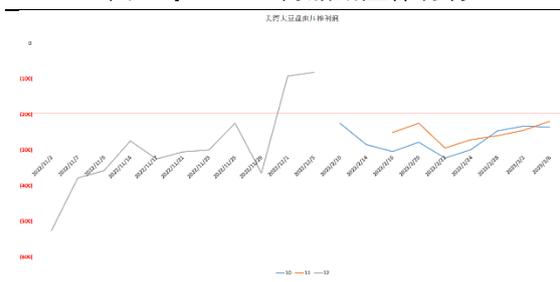
数据来源：长江期货

图 32：6-8 月船期压榨利润



数据来源：长江期货

图 33：10-12 月船期压榨利润



数据来源：长江期货

具体来看，12-2 月船期压榨利润均值在-550 元/吨，对应国内 1-3 月到港的基差成本 550 元/吨附近。3-5 月船期压榨利润均值在-150 元/吨，对应国内 3-7 月到港的基差成本在 150 元/吨附近。6-8 月船期压榨利润均值在-200 元/吨，对应国内 8-10 月到港的基差成本在 200 元/吨附近。9-11 月船期为美豆新作，当前报价榨利在-500 附近，但参考意义不强，可以根据 6-8 月压榨利润进行测算，按照 200/吨的基差成本进行估算。整体南美上市压力还未全部兑现，预计南美后期 4-5 月升贴水还有进一步下跌空间，3-5 月船期榨利预计还有进一步好转空间。6 月压榨利润还需要关注美国种植及产量情况，当前按照榨利趋稳进行预估。

大豆到港方面，受全球供应增加影响，中国 2023 年全年大豆进口较 2022 年放增 500 万吨。具体数据预估如下：4-6 月到港，从目前已经买船的数据来看，4-6 月大豆进入累库阶段，基差走势偏弱，油厂亏损销售。7-8 月到港，从预估买船来看，7-9 月到港小幅减少，预计在 700-750 万吨之间，大豆库存趋稳，基差触底反弹。8-10 月，受阿根廷减产影响，巴西大豆无法供应至美豆新作上市，故将 8-10 月到港预计 650 万吨以下，大豆库存去化，推动基差走强。11-次年 1 月，美豆新作到港，国内大豆库存增加，基差回落。

极端行情方面，关注市场对于 5-9 月基差采买情况，目前油厂出现涨库，预计会影响后期买船数量，若终端对于后期基差接受度不高，不排除油厂会下调 7-10 月大豆到港，从而在 9-10 月出现

阶段性供需偏紧行情。

基于以上分析，我们对整体 2023 年行情进行预估，3-6 月基差回落，预计 6 月见底，同比 2022 年基差底部，我们预估 2023 年基差底部在 -100 至 -200 附近，7-8 月基差触底反弹，9-10 月基差见顶，顶部预计在 500 以上。11-1 月基差再次回落，基差预计在 200-300 区间。

表 1: G4 平衡表

22/23	美国	巴西	阿根廷	巴拉圭	合计
期初库存	7.47	26.82	23.9	0.18	58.37
产量	116.38	153	33	10	312.38
进口	0.41	0.75	7.45	0.01	8.62
压榨	60.42	52.75	35.25	3.45	151.87
消费	63.69	56.4	40.95	3.58	164.62
出口	54.84	92.7	3.4	6.4	157.34
期末库存	5.73	31.47	20	0.21	57.41
总供应	124.26	180.57	64.35	10.19	379.37
总需求	118.53	149.1	44.35	9.98	321.96
库消比	5%	21%	45%	2%	18%

资料来源: USDA 长江期货

表 2: 进口大豆买船进度 (万吨)

船期	买船进度					合计	买船进度	预计买船
	阿根廷	巴西	美西	美湾	加拿大			
2022年9月	100	252	44	57	0	453	100%	466
2022年10月	196	291	394	295	13	1188	100%	1190
2022年11月	82	145	299	357	50	933	104%	900
2022年12月	0	91	176	304	23	593	91%	650
2023年1月	0	75	209	292	21	596	108%	550
2023年2月	0	540.7	90.5	201.9	6	839	100%	839
2023年3月	0	947.5	0	151.5	0	1099	107%	1030
2023年4月	0	714.4	20.6	66.2	0	801	80%	1000
2023年5月	100.8	467.5	0	6.6	0	575	57%	1000
2023年6月	12.6	211.7	0	0	0	224	28%	800
2023年7月	0	8	0	0	0	8	1%	780
2023年8月	0	0	0	0	0	0	0%	700

资料来源: 长江期货

图 34: 大豆到港及预估 (万吨)



资料来源: 长江期货

图 35: 基差价格走势图预估 (元/吨)



资料来源: 长江期货

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430000

电话：(027) 65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>