

粕类专题

2022 年 11 月 1 日

公众号二维码

银河农产品及衍生品



负责人：蒋洪艳

021-65789251

联络对接：贾瑞林

021-65789256

粕猪研究：陈界正

棉禽研究：刘倩楠

航运研究：蒋洪艳

本报告主笔：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资者咨询从业证号：

Z0015458

☎:021-60329673

✉chenjiezheng_qh@chinastock.com.cn

榨利深度亏损下的基差修复 豆粕 01 合约成多配标的

第一部分 摘要

在刚刚过去的一个月中，美豆几乎呈现一条水平运行的 K 线图与一路奔涌而上的豆粕基差、月间价差表现相形见绌，昭示了当前资金的关注热点已经逐步从海关转向国内。相较于传统对于豆粕成本端定价框架而言，国内矛盾逐步成为影响 01 合约价格的核心交易题材。伴随着 9 月以来国内豆粕屡次放量成交后美盘的跟随上涨，略显枯燥的美豆市场也很大程度上受到了国内的驱动，表现出较强的外受内的联动性。我们认为，巴西预售进度偏慢以及中国盘面进口利润窗口关闭是造成联动性反向传播的主要原因。

而回归国内市场来看，近期豆粕近远月合约的大幅上涨，表现强于外盘主要源于压榨利润深度亏损下的基差修复，本质也是下游对高基差抵触情绪下盘面主动修复榨利的表现。整体来看，8 月以来国内豆粕持续上涨一方面受到人民币汇率贬值以及国际贴水上涨带来的潜在影响，另一方面也与当前国内豆粕市场矛盾突出带来的影响有关。在此背景下，榨利以及基差的共同修复将推动 01 合约及 15 价差持续维持偏强态势。

第二部分 基本面分析

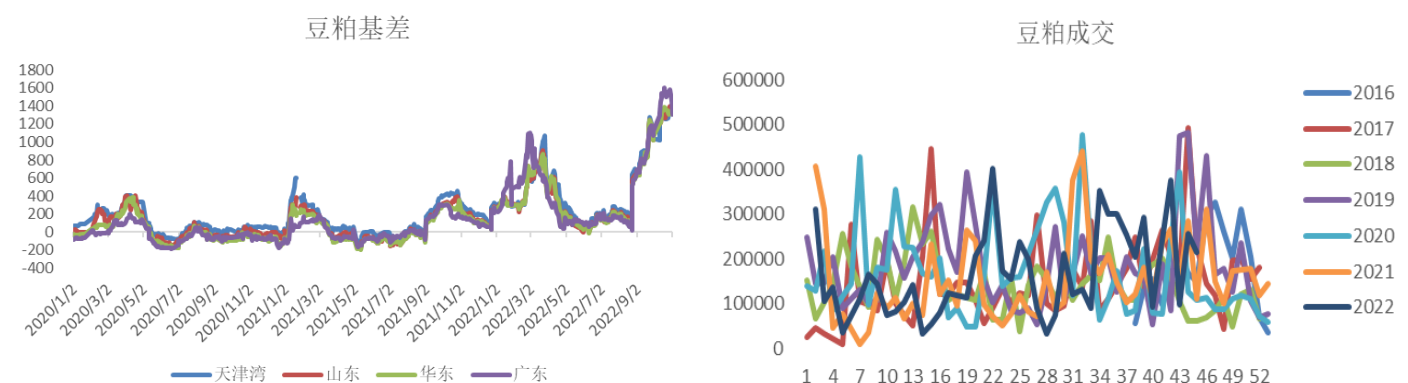
一、压榨利润深度亏损 现货矛盾逐步成为 01 合约市场主逻辑

昨日，豆粕 01 合约盘面大幅增仓 8.4 万手，相较于此前几轮盘面的快速增仓，本轮价格上涨对于豆粕持仓量的快速增加反应更明显，套保盘对于多头压制明显减弱，单日涨幅达到 3.9%，其上涨力度着实令市场显著提振。01 合约 4200 左右的价格在现

期货市场销售属实并不昂贵，以远期基差最弱的华南地区为例，昨日 12 月单月豆粕基差成交 01+700，12-1 月 01+480，这意味着在 12 月逐步接近 1 月的过程中，期现之间需要完成近 500 元左右的基差修复，因而现货情况后续发展情况如何将直接决定 01 合约后续的未来走势。当前豆粕的高基差显然是受到国内的低库存影响，数据显示，在过去的一周中，国内库存下降至 22 万吨左右，这较今年 6 月中旬 110 万吨的高点整体下滑了 88 万吨，去库力度着实惊人，从绝对库存量上看，当前豆粕库存几乎也已经逼近了 2020 年 14 万吨的历史低点。回顾 2020 年 4 月、2021 年 10 月以及 2022 年 3 月最近几年中三轮豆粕基差的牛市行情，本轮豆粕基差无疑牛市特征最明显，从上涨高度以及持续时间来看均较为罕见，虽然从绝对库存量上看当前豆粕库存高于 2020 年，但我们认为在油厂限提以及开机率偏低的影响下，豆粕表需是受到抑制后的结果；从持续时间来看，近期豆粕基差上涨持续时间较的今年 3-4 月行情更为持久，整体来看当前豆粕基差供需两端、市场心态上与当时均有较大差异。首先，供应上看，当前美豆可进口数量有限，同时买船进度也远远滞后，这导致了大豆后市供应明显不及预期，加之此前进口成本一直高企，油厂在采购方面也表现的十分保守。而需求方面看，无论是去年四季度或是 2020 年 3-4 月期间，豆粕需求表现都非常差，养殖利润亏损或终端消费清淡，但今年高企的养殖利润以及热烈的二次育肥市场使得需求被明显提振。因而即使刨除美豆新作与巴西旧作带来的青黄不接的季节性影响，今年四季度国内豆粕市场是典型的供需收紧的阶段。此外，在近年来，国内基差市场一直喜欢交易预期，此前产业在一致性预估基差回调的情况下迟迟未建头寸，也导致货权更多集中在上游，加之榨利亏损，这也是导致近期基差一直维持偏强运行的主要逻辑。

图1：豆粕基差（单位：元/吨）

图2：豆粕成交（吨）



数据来源：银河期货、我的农产品

图3: 豆粕库存 (单位: 元/吨)

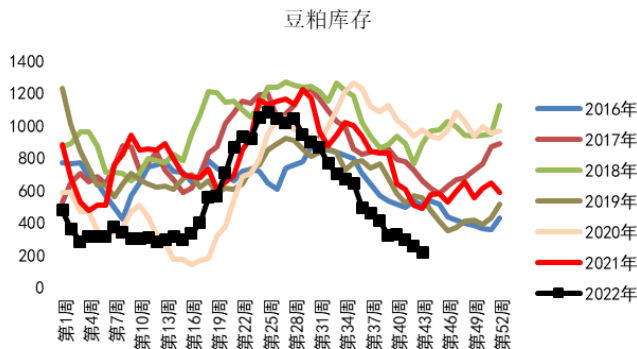
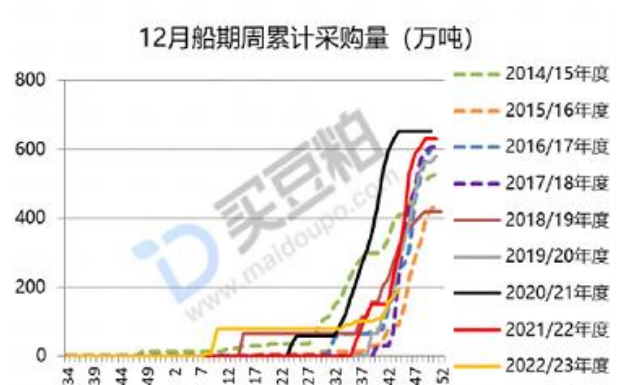


图4: 油厂采购进度 (吨)



数据来源: 银河期货、我的农产品、买豆粕

二、巴西预售进度偏慢 美豆缺乏深跌基础

国内基差的上涨本质源于供需的紧张,而供应方面的紧张则更多源于榨利的亏损,对比历史国内油厂买船进度来看,可以看到今年2季度以来油厂的买船进度持续低于往年,或者说此类情况从2021年年中即有所反应。本质仍然是在于国际大豆供应形式的紧张。这一点在美豆新作方面的解释是相对比较合理的,众所周知,进入每年4季度以后,中国国内大豆供应主要源于北美,无论从装运量或贴水报价来看,都是美豆相对具有优势。而美国产量方面,USDA报告结果着实令市场费解,一方面,3月份种植面积快速增加无疑让多头望而却步,而随后开始频繁调整面积以及单产更是饱受市场诟病,尤其是10月的月度供需报告再度下调单产令9月期间旧作库存的下调被完整抵消,因此,新作的结转库存再度降到2亿蒲的绝对低位,无论绝对库存或库销比均在较大程度上奠定了北美供需偏紧的局面。而在此期间,南美低位的结转库存也在令北美在四季度出口的话语权明显增加,国内基差多头对“密西西比河”牌面的表现更有底气,可以看到,当前北美贴水已经是达到历史同期绝对高位,这与去年同期美湾港口的市场情况具有显著不同。巴西去年的减产显然是基差多头的底牌,可以看到,在去年贴水维持高位情况下,美豆出口受阻,南美开始在四季度市场大幅挤压美豆,即使顶着绝对高位的海运费,从国际传导至国内的压力仍然给出中国市场一波非常好的M15反套机会。不过与去年有所不同的是,今年巴西国内消费仍然是个非常大的未知数,从CONAB最近几年公布的数据来看,巴西去年减产同比在10%左右,但国内压榨量水平表现仅持平或略减,这主要是在良好的豆粕需求及出口背景下压榨利润

持续维持强势所带来的结果，即使偏于过剩的豆油也通过出口的方式得以快速消耗。因而整体来看，当前结转库存是相对偏低的。

图5：22/23年度美豆库存及库销比

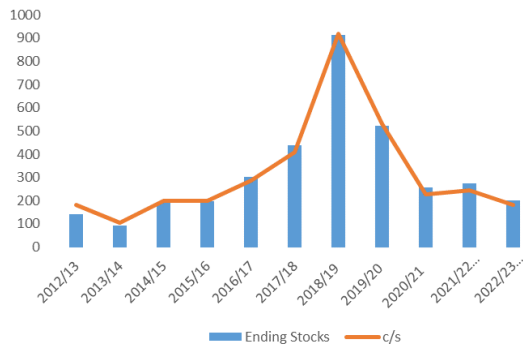
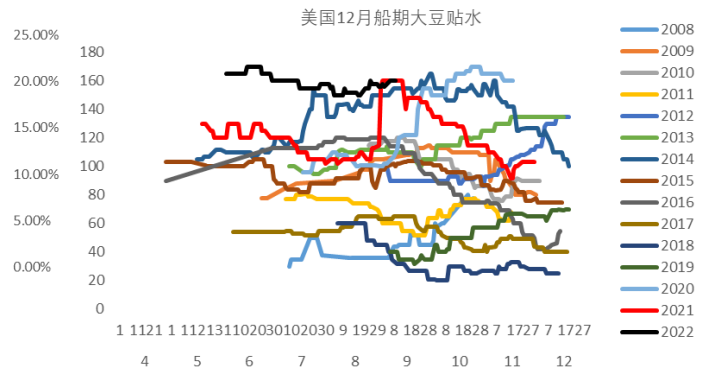


图6：美国大豆贴水



数据来源：银河期货、USDA

图7：巴西至中国海运费

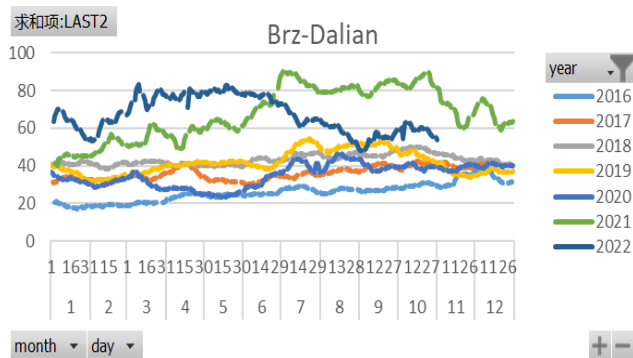
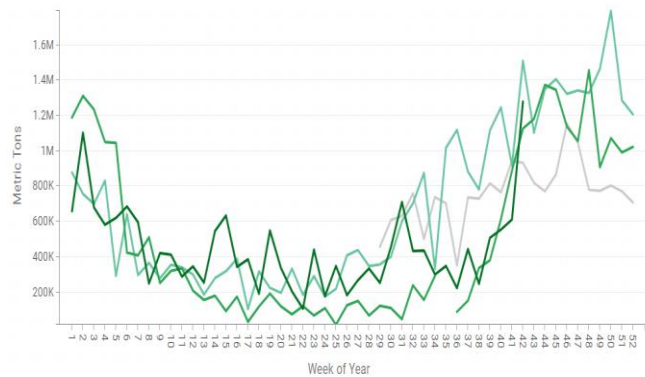


图8：密西西比河大豆周度装运量



数据来源：银河期货、USDA

图9：巴西供需平衡表

PRODUTO	SAFRA			
	2020/21	2021/22	2022/23	同比
1. Soja em grão				
1.1. Estoque Inicial	4,221	8,851	4,328	-51.10%
1.2. Produção	139,385	125,550	152,352	21.35%
1.3. Importação	864	500	500	0.00%
1.4. Sementes/Outros	3,575	3,498	3,855	10.19%
1.5. Exportação	86,110	78,268	95,877	22.50%
1.6. Processamento	45,934	48,806	51,168	4.84%
1.7. Estoque Final	8,851	4,328	6,280	45.11%
2. Farelo				
2.1. Estoque Inicial	1,473	1,773	1,708	-3.63%
2.2. Produção	35,350	37,328	38,836	4.04%
2.3. Importação	4	5	5	0.00%
2.4. Exportação	17,149	19,053	19,000	-0.28%
2.5. Vendas no Mercado Internc	17,905	18,345	18,900	3.03%
2.6. Estoque Final	1,773	1,708	2,650	55.09%
3. Óleo				
3.1. Estoque Inicial	415	124	472	280.65%
3.2. Produção	9,265	9,881	10,260	3.83%
3.3. Importação	107	40	50	25.00%
3.4. Exportação	1,651	2,100	1,800	-14.29%
3.5. Vendas no Mercado Internc	8,013	7,473	8,512	13.90%
3.6. Estoque Final	124	472	470	-0.49%

数据来源：银河期货、CONAB

一般而言，美豆四季度的下跌通常源于对产地基差的持续下行以及巴西出口数量的快速增加，尤其在过去几年中因为巴西产业快速升级中，持续给出中国良好的进口利润使得美豆在 2-3 季度贴水市场处于不利。虽然最近一周中，油世界、stonex 等外资机构普遍在上调巴西大豆产量，但我们认为巴西产量不一定完全等同于对于市场实际出口的投放量，这一点同此前的出口受限的印尼棕榈油道理十分类似，不过这并非完全源于政策，而是在于利润，对比往年甚至去年美豆极度紧张的情况来看，市场通常在关闭近月美豆买船窗口的同时，打开巴西新作的出口，进而带来国内油厂 4-7 甚至 6-9 成交的持续放量。从最近一段时间巴西国内的预售进度来看，速度明显是低于往年同期平均水平的，这主要有两方面因素所致，第一，巴西国内需求仍然是较好的，这一点和今年的逻辑十分类似，当国际豆粕出口开始逐步向巴西在转移的过程中，所承载的压榨产能及压榨量是肉眼可见的增加，此外，政策显示，今年巴西国内豆油的消费需求是在不断增加的，消息传闻计划将在 2023 年 1-2 月将掺混比例上调至 14%，3 月份提高至 15%，高于今年 10% 的掺混比例。此外，今年可以明显看到巴西农户有明显赌后市的表现，这也是最近几年来巴西农户除种田以外一直致力于的活动。由于农户等待价格上涨，下一年度大豆作物的预售已经停止。种植户押注，连续第三年的拉尼娜现象可能导致

巴西最南部和阿根廷出现干旱，造成作物损失。当前气象模型显示，NINO3.4 指数仍然-1 左右，而巴西南部及阿根廷的干旱确实较往年有去年有一定的相似之处。当然，在此纯粹的预测天气是难以令市场信服的，但是从绝对价格以及时间节点来看，在看不到巴西实质性丰产的情况下，美豆出口空间仍然存在，市场本身并不急于给出利润。当我们回到国内市场，近期国内 2-4 月豆粕基差成交放量，实际成交基本是 01+170-200，在给出巴西出口时机的时候也给出美国一定的出口窗口，而按照当前豆粕 15 价差在+500 的价格下，其实仍然是给出 05 合约近+700 左右的基差，其本质仍然是国内较海外更高 back 结构下给出进口利润，进口的推升仍然需要贴水结构的延续。

图10：赤道海水温度距平

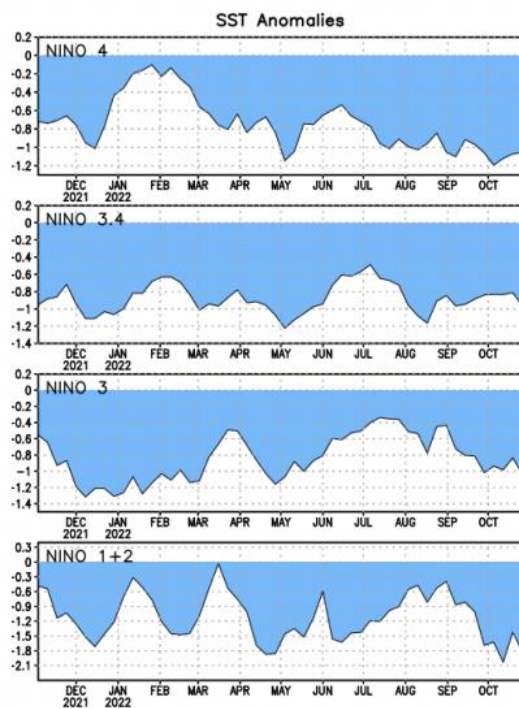
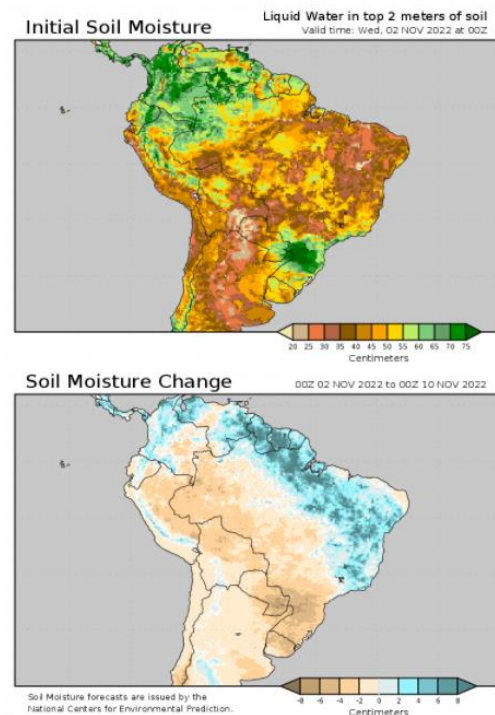


图11：南美产地土壤墒情



数据来源：银河期货、NOAA

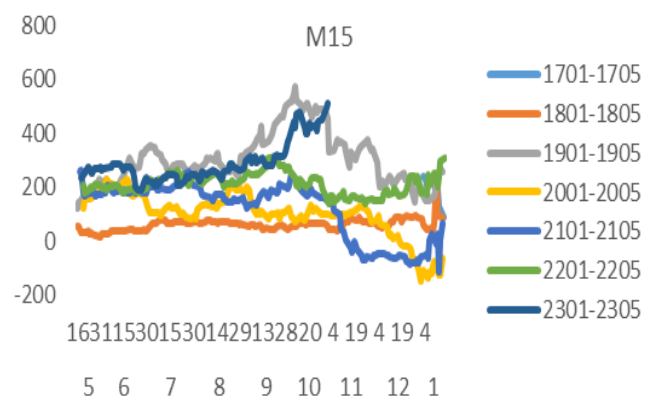
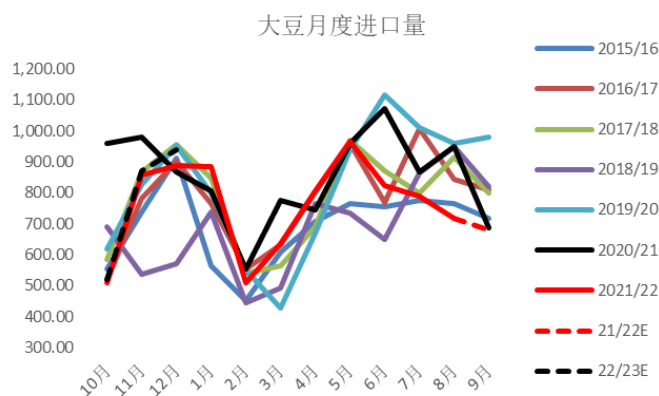
三、高基差仍是驱动进口主要方式 01 合约底部支撑强劲

从对于市场初步了解情况来看，基差下行已经普遍成为国内产业的主流看法。这一点我们认为是毋庸置疑的，在期现出现极度劈叉的情况下，价差将伴随着交割利润的浮现开始逐步回归。但需要关注的是，期现的回归方式通常决定了盘面强弱的不同表现，可以看到即使在今年、去年的 09 和 11 月合约最终的回归均是

以期货主动向现货修复得以实现。当前市场普遍预估今年 11-12 月国内大豆进口将在 850-900 万吨左右，这一进口量确实处于历史同期相对偏高水平，加上储备豆的成交量，确实从豆源的供应上来看，不至于出现货源的缺口，但实际进口量的增加并不等同于豆粕供应量的增加，这只能保证交割的最终执行而并不代表现货的实际走弱。虽然 12 月末国内菜籽以及杂粕进口数量将出现提高，同时大猪以及禽畜的出栏也将在一定程度上影响需求，但今年农历春节在 1 月 21 号左右，刚好处于 01 豆粕交割后的一段时间，无论是处于实际接货或者备货需求均有一定的提振动力。因而我们认为完全从供需方面不至于出现太多实质性影响。这是从供需层面而言的，而完全基于榨利角度来看，在巴西国内预售进度持续滞后的情况下，美豆出口仍然是有一定前景的，虽然近期密西西比河对美湾出口形成较大影响，但美豆国内预售其实表现相对不错，因而海外市场并不基于给出中国盘面压榨利润，而下游在对高基差抵触情绪较强的情况下，远期成交持续淡漠，当前油厂 11-12 月船期采购基本已经完成，而草根调研的预售数量明显偏低，反应了实际货权多集中在上游，在此背景下，豆粕、油脂的基差仍将维持坚挺。

图12：大豆月度进口量

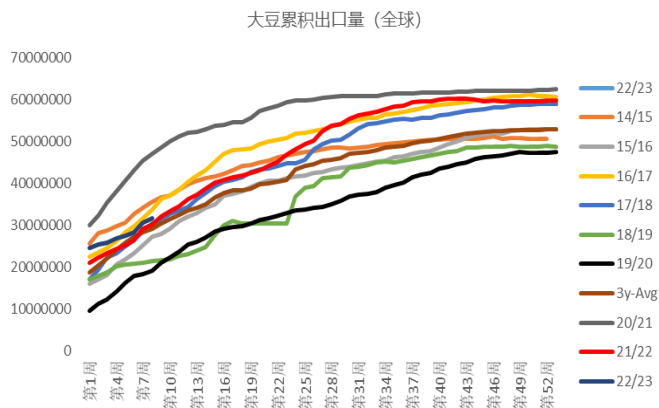
图13：豆粕15价差



数据来源：银河期货、我的农产品、wind

图14：美豆出口销售进度

图15：大豆压榨利润



数据来源：银河期货、USDA

第三部分 总结

01 豆粕合约的强势上涨更多表现为现货方面的矛盾，相较于国际市场，国内市场矛盾对于连盘甚至美盘的提振都十分明显的，当然对于美盘的传导更多基于巴西出口销售进度的持续滞后的一种配合。在农户惜售、巴西国内需求向好的共同配合下，通过海外市场直接给出国内盘面榨利的机会比较有限。

国内豆粕需求继续向好，虽然 12-1 月国内大豆以及杂粕进口数量增加的情况下，国内蛋白粕市场供应仍然难言宽松，尤其下游对于高基差抵触情绪仍然较高，油厂预售进度偏慢，压榨利润亏损的情况下，高基差仍然是驱动进口及压榨的主要方式，01 合约作为矛盾焦点，底部支撑仍然比较强劲。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799