

2023 年 10 月 10 日

豆菜粕价差影响因素分析及四季度展望

傅博

投资咨询从业资格号: Z0016727

Fubo025132@gtjas.com

报告导读:

今年以来豆菜粕的期货、现货的价差的波动都非常大。从根本原因来看,豆菜粕价差的波动是由豆粕和菜粕的基本面差异引起的。

豆菜粕价差走势主要由豆粕和菜粕的基本面差异决定的,如果豆粕的基本面驱动强则豆菜粕价差扩大,反之则缩小。通过对历史数据进行分析发现,豆粕的基差和豆菜粕价差呈比较强的正相关关系、菜粕未来 3 个月的进口量和豆菜粕之间也有一定的负相关性;另外, CBOT 大豆走势和大豆进口量预期这两个因素阶段性对豆菜粕价差有影响。从季节性来看,豆菜粕价差通常 3-6 月份偏缩小,7-10 月份偏扩大。从估值角度来说,豆菜粕价差大部分时间在 340-900 元/吨之间,下限相对更有实际参考意义;菜粕/豆粕的比值大部分时间在 0.75-0.889 之间。

预计 10-1 月豆粕可能先弱后强,转强的驱动要看南美天气以及国内下游补库节奏。目前看菜粕 10-1 月的供应充足,没有明显驱动,关注菜粕的替代需求和菜籽到港情况。所以,短期豆粕没有强驱动,豆菜粕现货价差偏高,豆菜粕价差有一定的回落风险,关注菜粕对豆粕的替代情况;后期,关注 12 月船期大豆采购进度,以及 11 月和 12 月南美天气,如果 12 月大豆采购偏慢,且市场炒作南美大豆产区天气,则豆粕的驱动转强,豆菜粕价差预计在回落后仍将偏向于扩大。

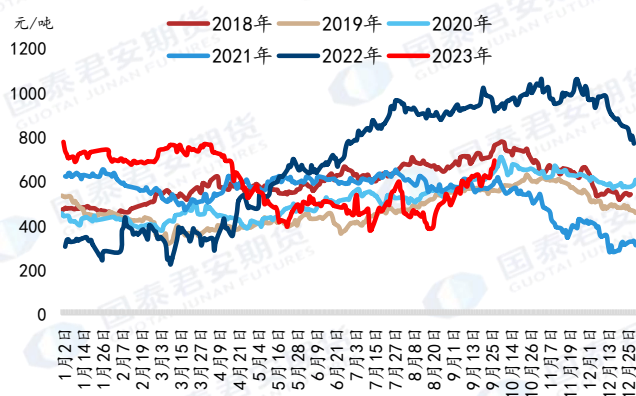
风险点:菜粕持续低库存,南美天气,国际物流

(正文)

1. 今年以来豆菜粕价差波动非常大

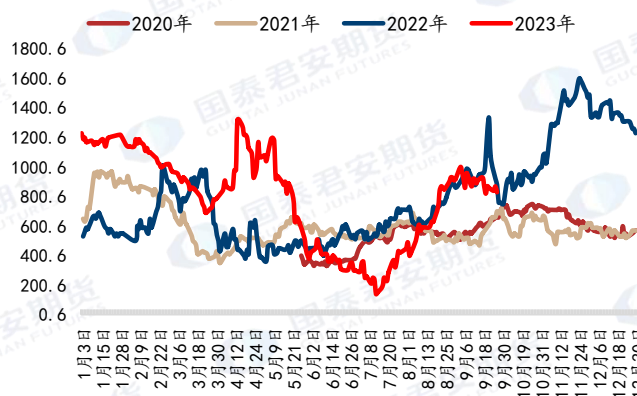
今年以来豆菜粕的期货、现货的价差的波动都非常大。从豆菜粕期货指数的价差情况来看，1-3月份，豆菜粕期货价差处于历史同期高位，延续了去年下半年以来的高价差，4、5月份豆菜粕期货价差大幅回落，6月至今豆菜粕期货价差没有明显的趋势，以区间震荡为主。现货方面，豆菜粕价差的波动更加剧烈，2、3月份豆菜粕价差有一波回落，但是4月-5月上旬，豆菜粕现货价格再次回升，并且远高于历史同期，5月中旬到7月上旬，豆菜粕价差持续回落，7月份豆菜粕价差又远低于历史同期，7月下半月开始到9月初，豆菜粕价差又从低位持续回升，一度超过去年同期的水平，9月份豆菜粕价差小幅回落。

图 1：豆菜粕期货指数价差



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 2：豆菜粕现货价差（江苏）



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

2. 豆菜粕价差波动的原因分析

豆菜粕价差的波动，从根本原因来看，是由豆粕和菜粕的基本面差异引起的。豆粕：今年以来，1、2月份市场交易阿根廷大豆减产，豆粕跟随美豆偏强，3月份之后随着巴西大豆丰产确定并且大量上市，国际大豆价格大幅下跌，豆粕也随之走弱，一直持续至5月份，国内大豆出现卸港问题推动豆粕基差走强，然后6月市场的焦点转向美国，由于美国大豆主产区中西部地区持续偏干，以及美豆种植面积出乎意料地较去年减少了4.5%，推动CBOT大豆上涨，带动豆粕开启上涨行情，7月底8月初，虽然美豆主产区天气改善，但是市场交易9、10月份国内大豆到港量偏少，而豆粕需求强劲，对豆粕供应（大豆供应）偏紧的担忧情绪推动豆粕期、现货价格上涨到5000元/吨左右，8月下半月，美豆主产区再次出现持续性干热天气，继续对豆粕价格构成支撑，直至豆粕09合约进入交割月以及USDA初步确定美豆产量，这波内外盘因素共振的豆粕上涨行情才告一段落。菜粕：5月份之前，国内菜籽到港量处于历史同期高位，而菜粕的水产需求还未完全启动，菜粕的供应相对来说是充足的，不过由于菜粕大量替代豆粕，菜粕的库存没有累起来；6月份以后，国内菜粕库存偏低，菜籽的到港量明显下降，菜粕供应边际减少，而水产需求开始进入旺季，菜粕的基本面转好，期间市场还交易了加拿大菜籽减产的预期，到7月中旬菜粕的多头情绪达到高点，7月下旬以后，加拿大菜籽主产区出现降雨，市场对加菜籽减产的预期降温，8月份市场交易加拿大菜籽旧作库存偏高以及国内反映今年的水产需求不佳，菜粕的上涨动能进一步减弱。从以上的回顾可以发现，如果把基本面按照强、中、弱三个程度打分的话，月度来看，豆粕2-9月份的基本面分别是“强弱弱中强强中”，菜粕2-9月份的基本面评估则是“弱弱中中强强中中”。对比发现，在2、4、8、9月豆菜粕的基本面强弱有差异，且豆、菜粕的强弱转化今年以来非常频繁，所以导致豆菜粕价差波动较大。

表 1：豆粕、菜粕基本面对比

月份	豆粕				菜粕				豆菜粕价差	
	库存		基差	供需预期	库存		基差	供需预期	期货价差	现货价
	月内变化	月均值	月均值	强弱打分	月内变化	月均值	月均值	强弱打分	月均值	月均
2月	上升	57	703	1	先升后降	6.1	204	-1	664	110
3月	下降	56	406	-1	月底上升	6.2	262	-1	732	848
4月	下降	26	638	-1	先升后降	7.4	201	0	712	103
5月	震荡	24	780	0	维持低位	3.7	264	0	476	845
6月	上升	58	302	1	维持低位	4.4	294	1	483	379
7月	先降再升	60	183	2	维持低位	4.2	324	1	430	287
8月	下降	69	562	2	小幅回升	4.7	483	0	679	672
9月	上升	74	777	1	小幅回升	5.5	703	-1	827	896

资料来源：国泰君安期货研究

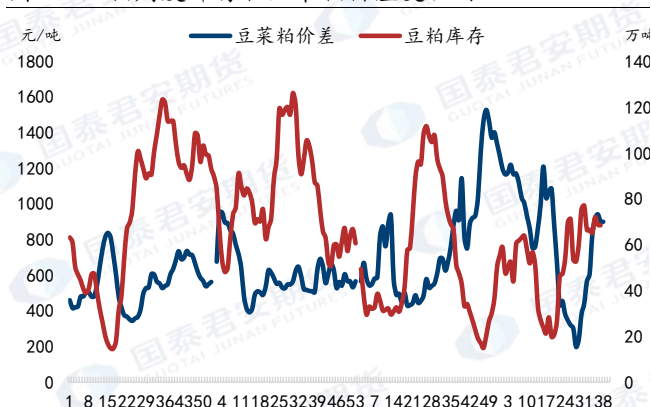
由于豆菜粕的价差和豆菜粕基本面差异有关，而从趋势上来说，菜粕大部分时间的走势是跟随豆粕走势的，所以，**理论上豆粕的单边驱动对豆菜粕价差的方向的影响是最大的**。从表 1 展示的变化来看，初步认为，当豆粕基差走强时豆菜粕现货价差走扩，反之，当豆粕基差走弱时，豆菜粕现货价差缩小。对历史数据进行分析后发现，2014 年以来豆粕基差和豆菜粕现货价差的相关性达到 0.72 左右，今年以来两者的相关性更是上升到 0.78 左右（见图）。从表 1 展示的情况来看，豆粕的库存变化似乎和豆菜粕价差的变化的相关度不高，通过对历史数据进行分析后发现，2020 年以来，豆粕库存和豆菜粕价差的相关性为 -0.43，的确相关性不高，但是从图 4 可以发现，豆粕库存和豆菜粕价差有一定的联系，主要表现在库存的高点和基差的低点，或者库存的低点和基差的高点有一定的对应，但是在时序上并没有非常明显的对应（基差领先或者延迟于库存的情况都存在）。

图 3：豆粕基差和豆菜粕价差走势对比



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

图 4：豆粕周度库存和豆菜粕价差变化对比

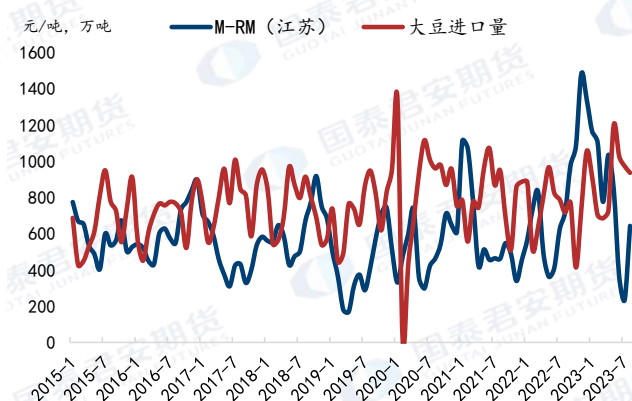


资料来源：钢联，国泰君安期货研究

上面讲的基差和库存是影响豆粕走势的国内因素，另外 **CBOT 大豆走势和大豆进口量也是影响豆粕价格的主要因素**，是偏国际市场的因素。但是从历史数据的对比来看，CBOT 大豆走势和豆菜粕价差的相关度不高，历史相关度只有 0.3 左右，从走势来看，当 CBOT 大豆出现牛市的时候，豆菜粕价差比较容易出现牛市。然后用大豆月度进口量、菜籽月度进口量和豆菜粕价差（M-RM 价差）做对比发现，豆菜粕价差和大豆到港量呈负相关性，但是 2015 年以来的历史相关性只有 -0.1 左右，2020 年以来负相关性上升到 -0.25，仍然不是强相关；回溯豆菜粕价差和未来 3 个月的大豆到港量，发现两者变成正相关，相关性不强，2015 年以来相关性 0.03，2020 年以来相关性 0.11；豆菜粕价差和菜籽进口量为正相关关系，2015 年以来相关性为 0.15 左右，2020 年以来相关性上升到 0.4，如果把豆菜粕价差和未来几个月的菜籽进口

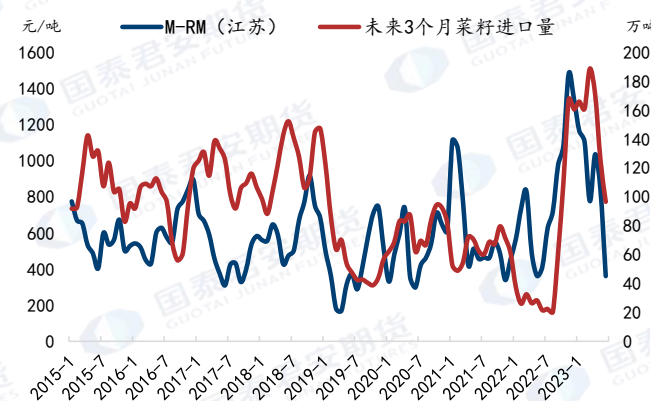
量做回溯，发现相关性大幅上升，豆菜粕价差和未来 2-4 个月的菜籽到港量的相关性可以达到 0.5-0.67 的中等相关程度。从以上分析可以发现，豆菜粕价差会受到 CBOT 大豆走势影响，但是在 CBOT 大豆牛市中更加明显；在预期菜籽进口将大量增加的情况下，通常豆菜粕价差会走强。

图 5：豆菜粕价差和大豆进口量对比



资料来源：海关总署，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

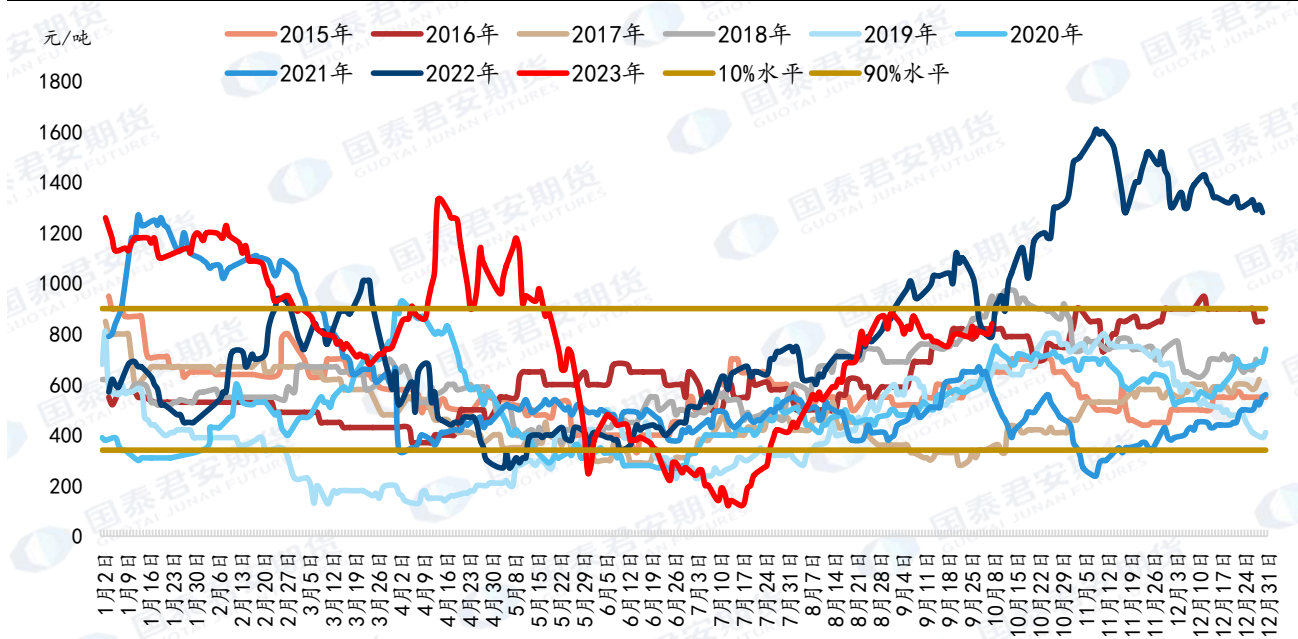
图 6：豆菜粕价差和菜籽进口量（未来 3 个月）对比



资料来源：海关总署，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

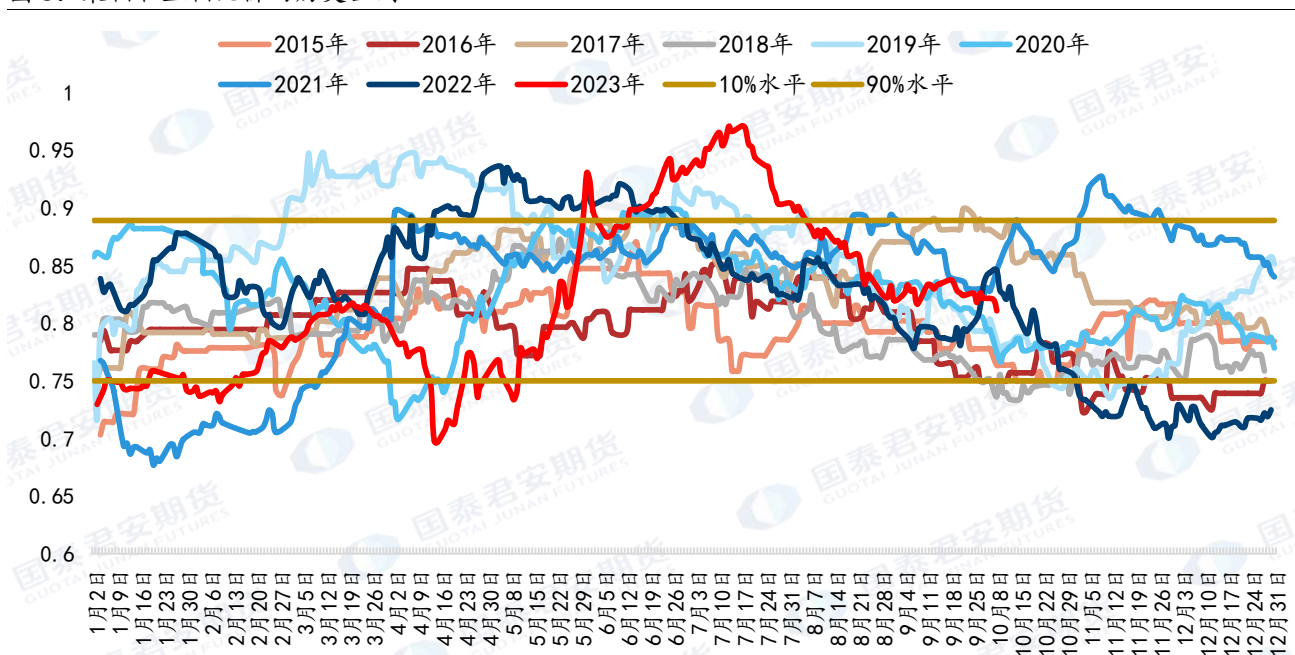
市场通常从替代的角度去考虑豆菜粕价差。豆、菜粕之间的替代主要还是看价差或者比价，2015 年以来，豆菜粕现货价差（江苏）的 10%-90% 的波动区间是 340-900 元/吨，2020 年以来，豆菜粕现货价差（江苏）的 10%-90% 的波动区间是 350-1140 元/吨；2015 年以来，豆菜粕比价（江苏）的 10%-90% 的波动区间是 0.75-0.889，2020 年以来，豆菜粕比价（江苏）的 10%-90% 的波动区间是 0.736-0.897。从以上两组数据的对比来看，比价关系要比价差关系更加稳定，价差的波动因为价格的绝对值的上升而上升，价差的底部区域相对稳定，从历史数据统计来看 340 元/吨以下的价差算是偏低的价差。从逻辑上来看，比价更能反映豆菜粕的替代，因为豆菜粕的性价比主要体现在单位蛋白价差上，而豆粕和菜粕的蛋白含量基本稳定，市场上流通的主要是 43% 蛋白的豆粕和 36% 蛋白的菜粕。

图 7：豆菜粕价差的历史区间



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

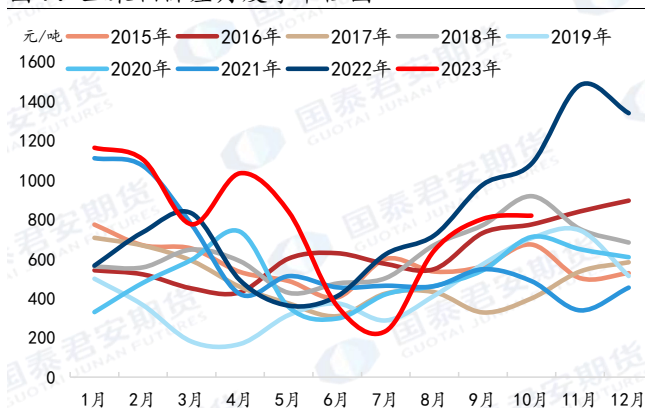
图 8：菜粕和豆粕比价的历史区间



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

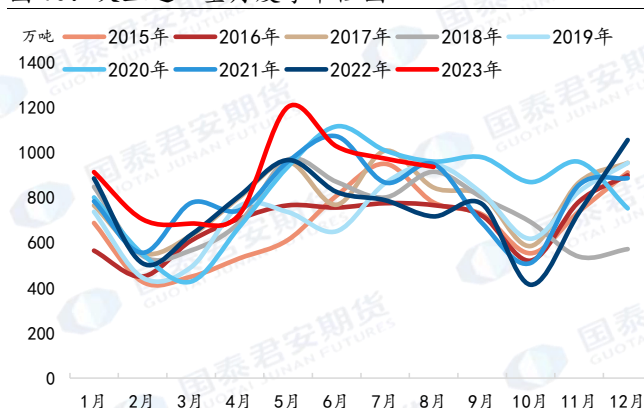
豆菜粕价差有一定季节性特征。每年的 2 月到 6 月（主要是 3-5 月）通常豆菜粕价差会有一波走弱（缩小），从基本面来看，和这个时间南美大豆供应增加而菜籽进口量逐渐减少，菜粕的水产需求开始转强有关。7-10 月，通常豆菜粕价差偏强（扩大）走势，因为这个时段 CBOT 大豆容易因为美豆主产区的天气问题而走强，进而带动国内豆粕走强，另外国内大豆进口量在 9、10 月份通常是偏低的。11、12 月，豆菜粕价差通常有一波小的回落（缩小），因大豆（豆粕）供应再次充足，而豆粕需求会有短暂的淡季。

图 9：豆菜粕价差月度季节性图



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 10：大豆进口量月度季节性图



资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

3. 结论及四季度豆菜粕价差展望

根据上述分析，豆菜粕价差走势主要由豆粕和菜粕的基本面差异决定的，如果豆粕的基本面驱动强则豆菜粕价差扩大，反之则缩小。从历史数据来看，豆粕的基差和豆菜粕价差呈比较强的正相关关系、菜粕未来 3 个月的进口量和豆菜粕之间也有一定的负相关性；另外，CBOT 大豆走势和大豆进口量预期这两个因素阶段性对豆菜粕价差有影响。从季节性来看，豆菜粕价差通常 3-6 月份偏缩小，7-10 月份偏扩大。从估值角度来说，豆菜粕价差大部分时间在 340-900 元/吨之间，下限相对更有实际参考意义；菜粕/豆

粕的比值大部分时间在 0.75-0.889 之间。

四季度豆菜粕基本面对比。**豆粕：**由于美豆正处于集中上市阶段，而美豆出口不佳，令 CBOT 大豆和国际大豆升贴水承压，豆粕成本端的支撑减弱，这种情况将持续到美豆出口改善或者南美大豆产区天气出问题；国内豆粕现货情绪差，下游库存较充足，10 月供应紧张的担忧缓解，豆粕基差有所转弱，11 月和 12 月预计大豆进口量充足，豆粕的供应可能偏紧的时间点在 1 月份。所以，预计 10-1 月豆粕可能先弱后强，转强的驱动要看南美天气以及国内下游补库节奏。**菜粕：**目前来看 10-12 月的菜籽进口量比较充足，预计超过 100 万吨，预计 11 月的菜籽到港量比较大，但是加菜籽可能存在一定的延迟到港可能；菜粕的水产需求今年不理想，四季度主要看菜粕对豆粕的替代，考虑现在豆菜粕的现货比价以及下游养殖利润状况，预计四季度菜粕替代需求会比较好。所以，暂时看菜粕供应还算充足，没有明显驱动。综上所述，短期豆粕没有强驱动，豆菜粕现货价差偏高，豆菜粕价差有一定的回落风险，主要关注菜粕对豆粕的替代需求；关注 12 月船期大豆采购进度，以及 11 月和 12 月南美天气，如果 12 月大豆采购偏慢，且市场炒作南美大豆产区天气，则豆粕的驱动转强，豆菜粕价差预计在回落后仍将偏向于扩大。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。