

粕类半年报

2024年6月23日

研究员：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资咨询证号：

Z0015458

联系方式：✉

chenjiezheng_qh@chinastock.com.cn

粕类市场驱动有限 交易主线或为预期差

第一部分 前言概要

今年上半年以来，国际豆系以及国内豆粕单边整体呈现出一定的抢跑表现，往往在市场缺乏实质驱动的情况下呈现出一轮比较明显的上涨或下跌，我们认为这一交易思路仍然是主要围绕预期以及预期差进行布局操作，而非实质的基本面因素影响。上半年国际市场基本面矛盾主要体现在几方面：首先，巴西市场减产的持续发酵以及压榨量的快速攀升导致供应量相对偏紧，支撑大豆价格维持偏强运行，并由此引来一轮交易南美的上涨行情；其次，进入5月后，美豆种植状况良好，种植推进速度较快，预期面积上调以及出口持续不畅带来的新作预期大幅累库的修正；最后，阿根廷进口增加后带来的压榨增加一度冲击国际豆粕市场，带来主要产区大豆压榨利润的下滑。而国内市场的矛盾则并不明显，更多体现在二季度大豆到港量的快速增加以及基差月差的持续下行。相较于豆类而言，菜系则表现的矛盾更加突出，其核心逻辑在于国际菜籽供应宽松的尾声仍在波及市场，良好的压榨利润催生进口量的快速增加，而与此同时今年水产需求的疲软更进一步加剧了菜粕市场的宽松压力。

基于此，我们认为当前国际豆类市场基本已经进入对利空交易非常充分的阶段，按照当前美豆价位来看，当前年度的丰产已经有所体现，所以下半年交易中，需要重点关注预期差的情况，例如美豆丰产不及预期以及需求国买船的回归，同时中国当前进口量的快速增加同时远期压榨利润被压制后供应的不及预期。但对于菜系市场而言，我们认为国内供需宽松的矛盾可能还要继续关注，国际菜系虽然开始有企稳表现，但国内情况预计仍然难以彻底改变。

策略推荐：

1. 单边：豆粕三季度不建议看空，重点交易预期差，四季度如最终兑现丰产可以考虑逢高空；菜粕单边以空配思路对待为主，策略继续逢高空布局，需要足够的价差支撑菜粕需求。

2. 套利：MRM 价差扩大思路对待、M11-1 正套、RM91 反套

3. 期权：以偏看多的衣领结构，同时适当辅以做多波动率策略为主。

*注：月度级别策略难以做到一层不变，因此更多重视方向和大致区间，在节奏落实以及需要结合实际情况参与

第二部分 基本面情况

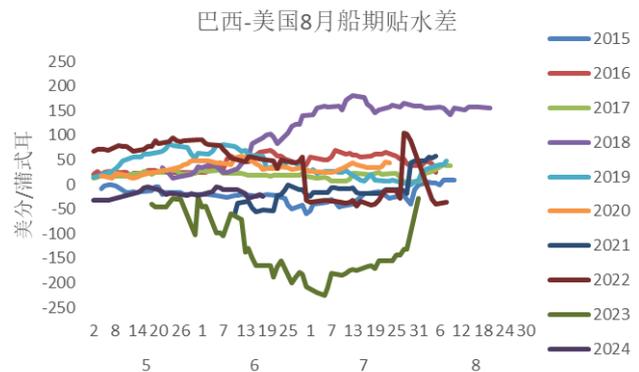
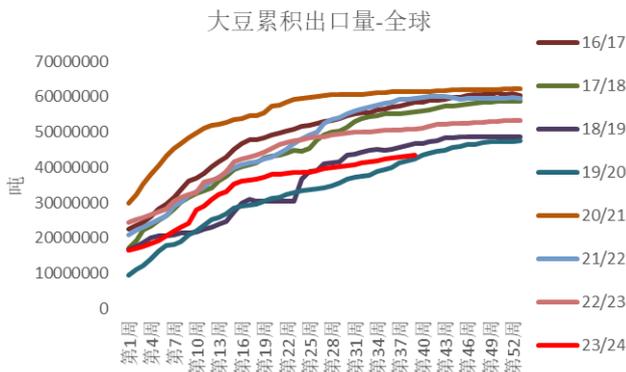
一、国际市场

1. 美国：23/24 年度平衡表调整仍有余地 新作等待否极泰来

由于今年上半年市场关注焦点主要在南美市场，因此在此期间市场交易美豆 23/24 年度作物基本面问题并不多，从 1 月以来平衡表最主要的调整项便是集中在出口方面，陆续调整下，23/24 年度美豆出口共下调约 5500 万蒲式耳，主要因美豆此前出口进度一直不见起色。今年美豆出口进度偏慢的核心原因仍然在于巴西市场的冲击，虽然 3 月以来，巴西贴水迎来一轮报复性反弹，但是相较于出口淡季的美豆而言仍然极具竞争优势，而美豆对此前出口的高估同样导致其出口不免连续被动下调。截止 5 月末，美豆出口累积同比下降约 14.84%，与之对应的是 USDA 月度供需报告出口下调预估在 14.66%，并且在 6 月的报告中，USDA 官方并未进行调整，虽然进度保持基本一致，但如果按照当前状况来看，美豆未来每周出口在 15.7 万吨左右，按照 3 年均值水平评估仅 8 万吨，预计难度相对较大，因此，未来需要重点关注巴西和美国市场的竞争力对比，今年美国和巴西差异不大，8 月需求国的船期缺口将是重要的博弈点。如果美国优势缺乏，那么后续出口方面可能还是会有一定的下调风险。

图 1：美豆累积出口

图 2：巴西-美国贴水



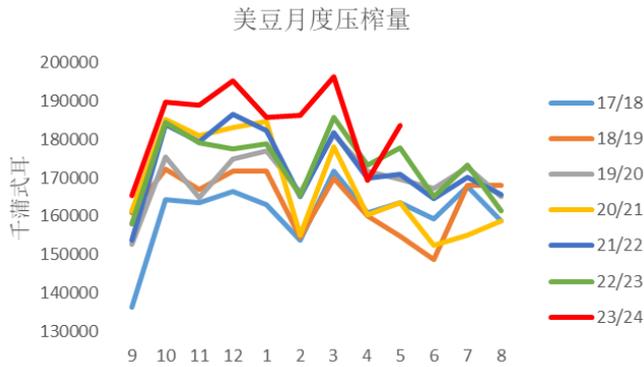
数据来源：银河期货，USDA

数据来源：银河期货，路透

压榨量的调整同样是今年美豆旧作的关节点，今年美国旧作大豆压榨表现极为透支，按照作物年度推算来看，截止今年 5 月期间，累积出口同比增加 5.09%，其中 1-5 月期间同比增幅达到 4.5%，创出最近几年来的绝对新高，其中 3 月前压榨增量极为显著，这其中主要原因在于美国良好的豆粕需求，截止今年 4 月，作物年度豆油表观消费量累积同比增加 2.14%，豆粕表观消费累积同比增加 4.15%，与过去几年所不同的是，今年大豆压榨量的增加主要源于美豆粕需求的提振，其中出口增加改善是最主要驱动，豆油方面，虽然生柴需求表现良好，但是需要关注的是今年美国生柴原料需求增加的核心驱动点仍然在于玉米油、废弃油脂以及动物油脂用量的增加，豆油同比增量基本持平，这也一定程度解释了后续美豆压榨出现增量受限，后劲不足的情况，尤其在阿根廷豆粕出口增加冲击市场的情况下，美豆粕以及巴西豆粕出口均对国内大豆产生不利冲击。截止当前 23/24 年度美豆压榨同比增加大约

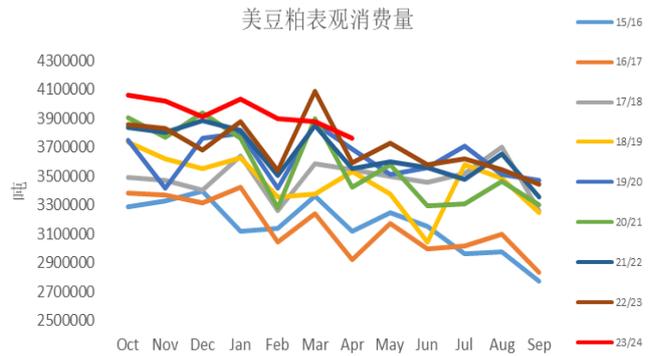
5.09%，但 USDA 阅读供需报告给到的是偏保守的 3.53%，我们认为这种预估基本还是相对合理的，其中最主要的原因还是南美市场的冲击仍然存在，不过考虑到今年美豆压榨利润已经有明显恢复，后续进一步深跌空间可能会变得更加有限。

图 3：美豆月度压榨量



数据来源：银河期货，NOPA

图 4：美豆粕表观消费量



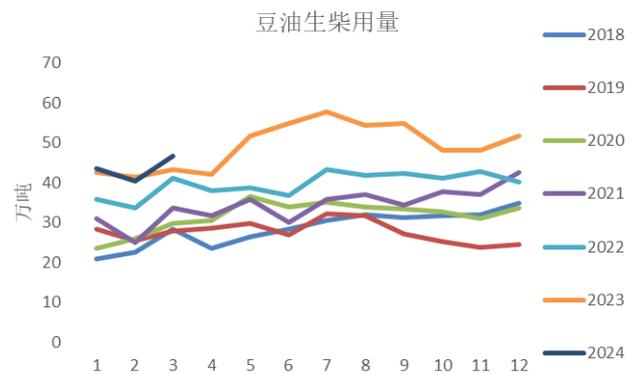
数据来源：银河期货，USDA

图 5：美豆油表观消费量



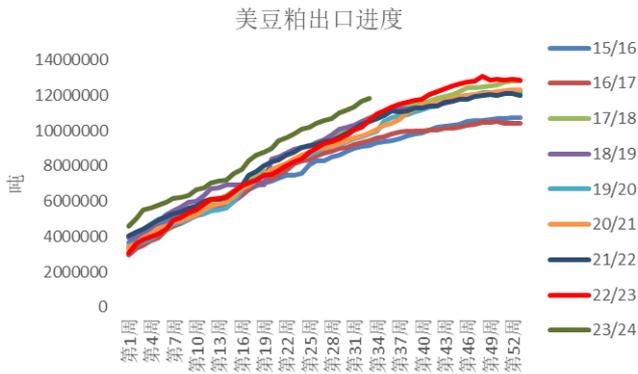
数据来源：银河期货，USDA

图 6：美国生物柴油中的豆油用量



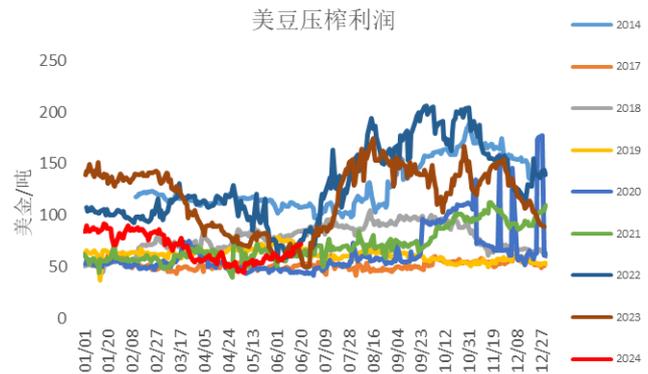
数据来源：银河期货，EPA

图 7: 美豆粕累积出口量



数据来源：银河期货，USDA

图 8: 美豆压榨量利润

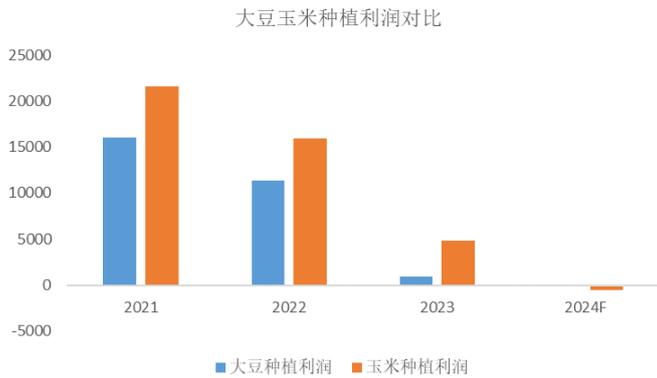


数据来源：银河期货，USDA

总体而言，旧作虽然临近结束，但实际后续变数很大，出口和压榨方面整体都面临着比较大的调整空间，方面变化整体并不明确。但是24/25年度方面则整体表现出比较明显的利空点，5月下旬以来盘面的下跌也大抵在交易此逻辑。

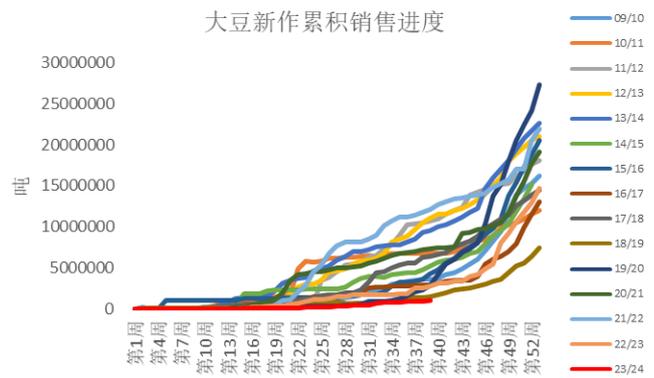
一方面大豆供应端来看，整体表现比较宽松，虽然3月种植面积报告表现的波澜不惊，8650万英亩的种植面积整体也是非常中性，但是3月种植面积数据主要基于调研，后续实际的种植面积还要取决于利润以及天气的调整，虽然在此期间大豆玉米比价呈现明显回落，但从播种期实际价格情况来看，4月中旬到6月中旬期间，大豆11月合约价格均值在1180美分/蒲式耳左右，美玉米12月合约的价格基本在475美分/蒲式耳，因此可以看到大豆种植利润实际相对优于玉米，并且我们可以看到，在此前的几周中，美国产地受到潮湿天气的影响，玉米播种进度偏慢的情况，因此基于此来看，极有可能出现玉米种植面积向大豆转换的可能。另一方面，从需求上来看，截止5月末，美豆24/25年度累积出口仅103万吨，明显处于历史同期低位，与之较为相似的年份是18/19年的152万吨和22/23年度的285万吨，而这两者的时间背景分别是中美贸易摩擦和2022年度巴西大豆的减产。今年美豆出口进度偏慢的核心原因仍然在于中国采购进度偏慢，美豆主要出口目标主要在其他国家，未来中国的买船仍然是决定美豆变化的主要原因。

图 9：大豆玉米种植利润



数据来源：银河期货，USDA

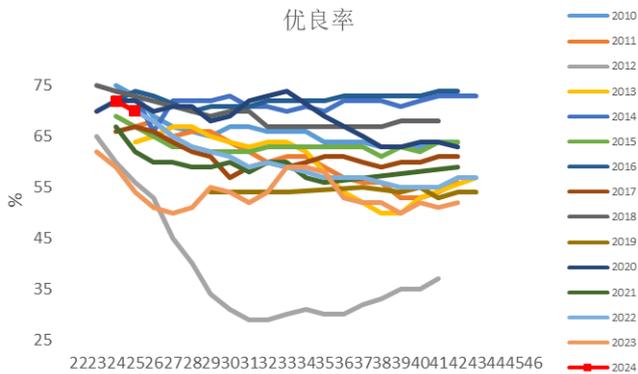
图 10：美豆新作出口进度



数据来源：银河期货，USDA

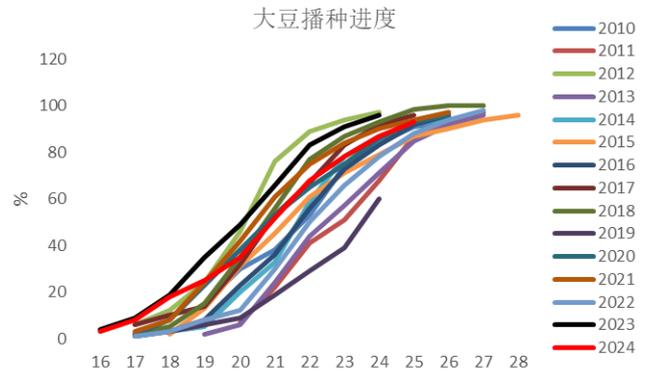
整体来看，新作供应方面的另一大重要压力仍然在于产区的天气状况。USDA 公布的前两份作物优良率报告可以看到美豆生长状况极为良好，数据显示，截止 6 月 16 日当周，美豆优良率大约在 70%左右，而与之对应的是去年同期的 54%和过去 4 年均值的 64.5%。美豆今年优良率状况较好大概率还是因为前期降雨状况良好，美国气象局数据显示，4 月期间美国产地日均降雨量 2.26mm，同比增加 30%，气温同比增加 14%，5 月产区日均降雨量 2.82mm，同比增加 28%，气温同比增 8%。

图 11：作物优良率



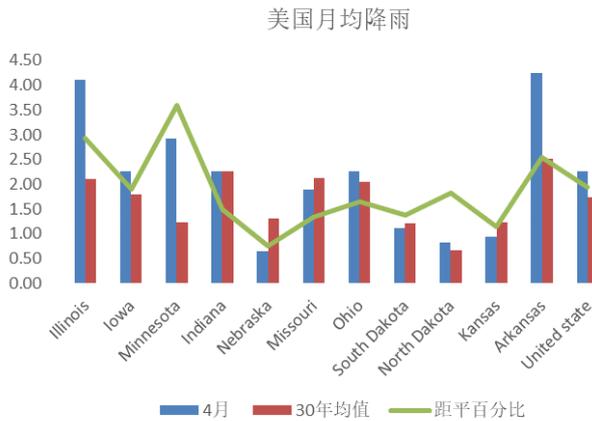
数据来源：银河期货，USDA

图 12：大豆播种进度



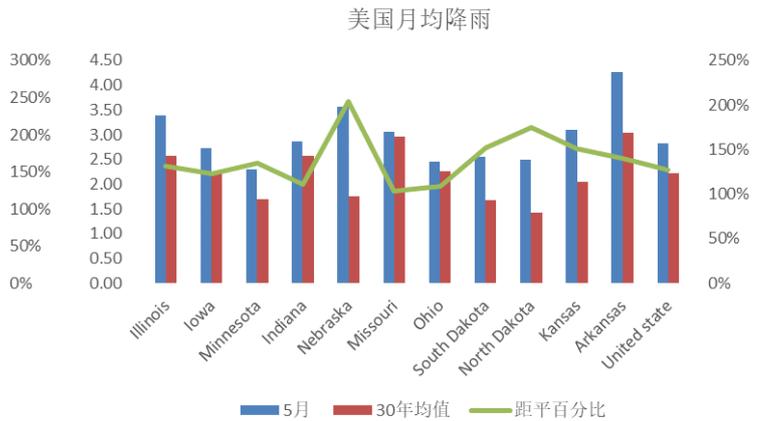
数据来源：银河期货，USDA

图 13: 4 月降雨距平



数据来源: 银河期货, 路透

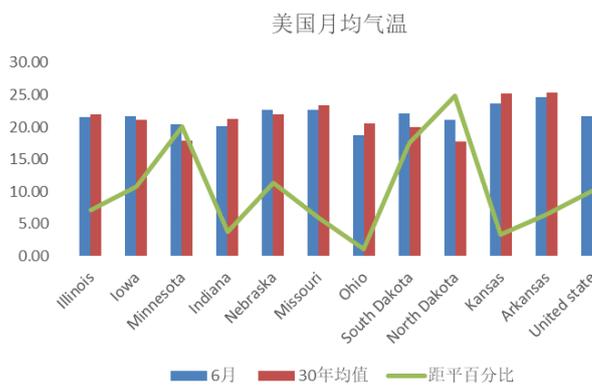
图 14: 5 月降雨距平



数据来源: 银河期货, 路透

不过进入6月以后, 产区天气开始有转为炎热干旱的态势, 可以看到6月中上旬以来, 产区降雨量平均水平较历史平均水平下降近 50%, 这主要是因为6月中旬期间产区持续维持炎热干燥天气所致, 并且气温也较历史同期明显偏高, 增幅约 10-11%左右, 不过由于前期产区积累了比较好的底墒, 同时作物初期生长状况对于水分需求度不高, 并未能有效引发市场的炒作, 但整体来看, 进入6月份以后天气状况的调整需要引发我们对后续天气情况的进一步关注。

图 15: 6 月气温距平



数据来源: 银河期货, 路透

图 16: 6 月降雨距平



数据来源: 银河期货, 路透

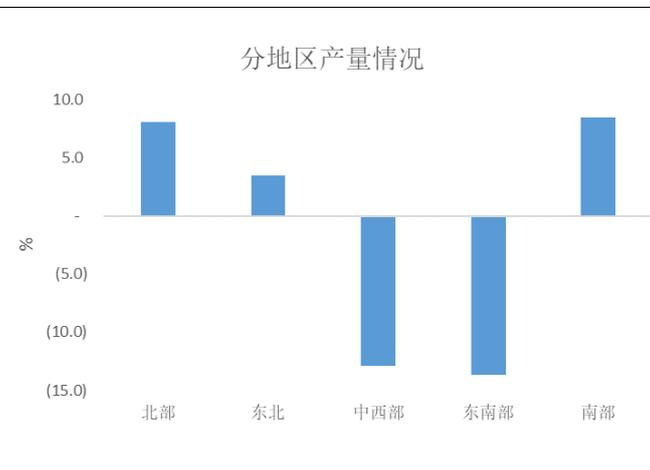
总体来看, 在进入美国种植季初期, 市场对面积上调、天气状况良好、需求不及预期等因素交易的比较充分, 这也确实是受到了基本面偏利空的影响。但是这同样有可能会盘出现提前透支性下跌的情况, 而如果后续出现天气状况不佳, 同时需求国买船开始回归的

情况，那么美豆仍是极有可能出现比较大幅度的反弹。

2.巴西：市场产量分歧大 近期高出口可能会有透支

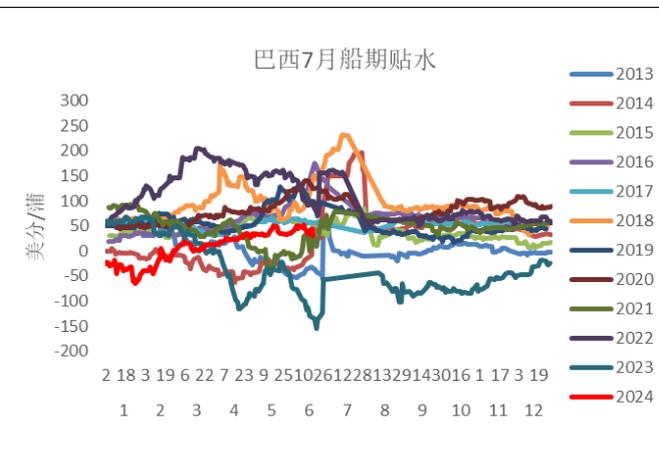
23/24 年度巴西大豆产量其实产生了比较大的分歧，USDA 对巴西 23/24 年度产量预估在 1.53 亿吨，conab 预估是 1.47 亿吨，其实，进入 4-5 月份以后两者都进行了一定程度的收拢式调整，但截止当下，两者仍然达到 600 万吨以上差值。我们预计这其中的差距主要体现在对北部和中北部地区产量的评估上，原因在于，从巴西官方公布的分产区数量上来看，中西部、东南部以及南部地区产量评估与主流预估偏差不大，但北部地区增幅相对比较有限，去年巴西产地的干旱主要发生在中西部地区，北方地区实际上状况良好，并且由于今年来面积拓宽主要就是发生在北部地区，因此 CONAB 所给到的 5%左右的增幅可能相对偏低。另一方面，需要关注的是，从巴西今年的压榨以及出口表现上来看，1.47 亿吨的产量会导致后续供应更加紧张，进而带来国内贴水走势更加强势，但实际上贴水走势比预期相对偏弱，基于此，我们预计实际产量应当在 1.5 亿吨以上。

图 17：巴西分地区产量情况



数据来源：银河期货，CONAB

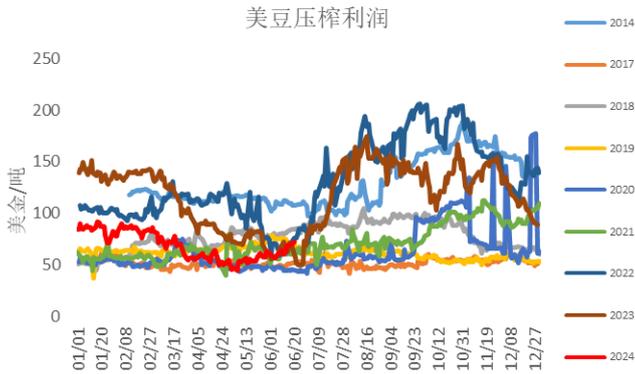
图 18：巴西大豆贴水



数据来源：银河期货，路透

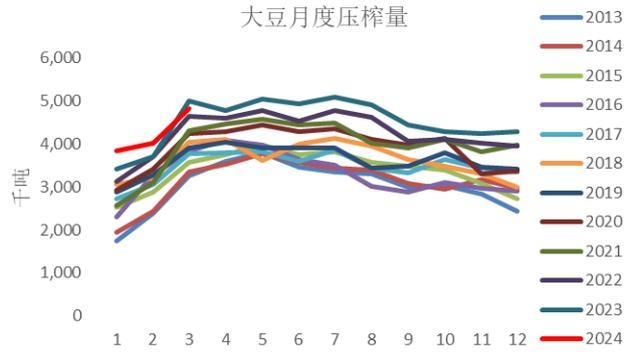
今年巴西贴水的强势其实一定程度已经反应了巴西国内供需偏紧的矛盾，在国内生柴政策掺混比例调整下，今年巴西大豆用量继续攀升，虽然 4-5 月同比增速已经放缓，但我们预计上半年同比增速仍然能达到 2-3%左右，基本与我们年前所预估的增速接近，其中 4-5 月有所放缓，期主要原因还是因为巴西国内大豆压榨利润下降速度较快所致，而实际上，其压榨量的下滑主要因为在此期间阿根廷豆粕出口的恢复正常。我们在此前的年度平衡表中评估的结果认为今年巴西大豆出口量可能会在 9200 万吨左右，按照当前情况来看，出口量可能会因为压榨的减少以及产量的增加上调至 9400 万吨，同比下降 7.7%，而实际上如果将 1-6 月大豆出口量进行单列，则当前的出口同比增加大约在 1%左右，因此，我们预计在未来的几个月中，巴西出口则仍然有可能会面临紧张。

图 19: 巴西大豆压榨利润



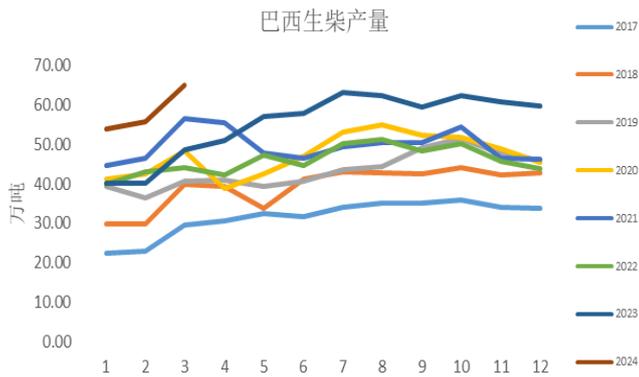
数据来源: 银河期货, 路透

图 20: 巴西大豆月度压榨量



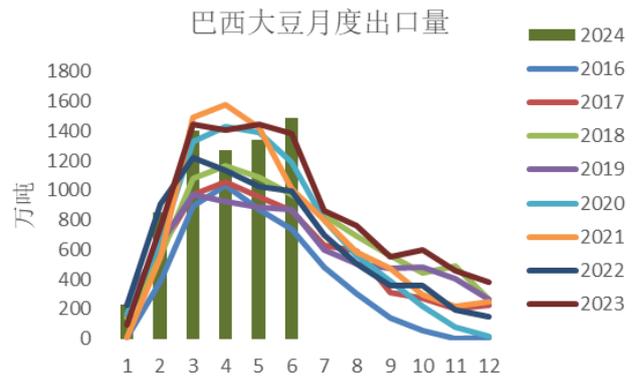
数据来源: 银河期货, abiove

图 21: 巴西生物柴油产量



数据来源: 银河期货, abiove

图 22: 巴西大豆月度出口量



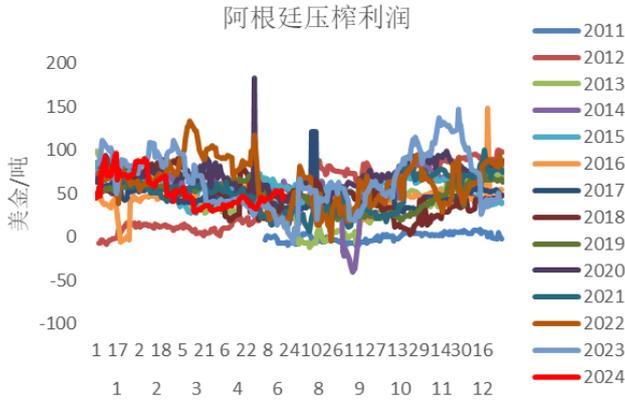
数据来源: 银河期货, anec

3. 阿根廷: 榨利良好驱动进口 但国内农户销售仍然缓慢

阿根廷成为今年市场的最大不确定性因素, 对于空头而言, 今年阿根廷产量的快速增加带动国际大豆形成快速累库, 全球高库存是导致大豆以及豆粕价格回落的最主要因素, 而对于多头而言, 阿根廷供应过去几年中持续无法恢复正常不仅仅是受到了产量的影响, 同时也与其国内的政策关系密切。

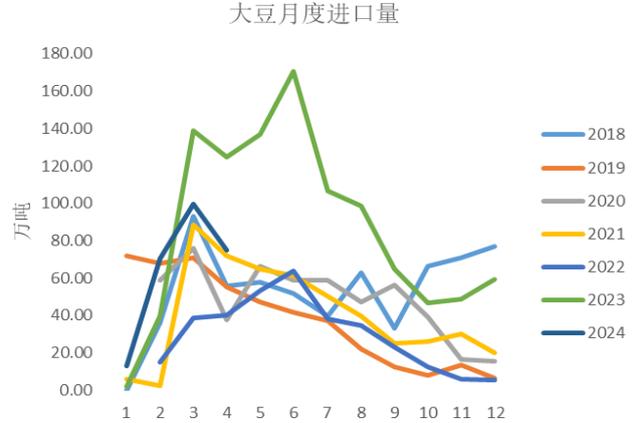
具体来看, 今年阿根廷压榨恢复速度较快, 数据显示, 作物年度至今累计压榨 1877 万吨, 累计同比降幅由此前的 34.91% 缩窄至 6.51%, 并且由此可以看到阿根廷豆粕及豆油出口量的快速增加, 截止 4 月, 阿根廷国内豆粕出口累计同比下降 6.85%, 豆油出口累计同比增加 3.39%。但需要关注的是阿根廷压榨量的增加主要受益于进口的驱动而非农户销售增加的驱动, 数据上看, 作物年度以来, 阿根廷进口仅次于去年水平。而从实际销售数据上看, 本身仍然处于历史同期偏低水平。

图 23: 阿根廷大豆压榨利润



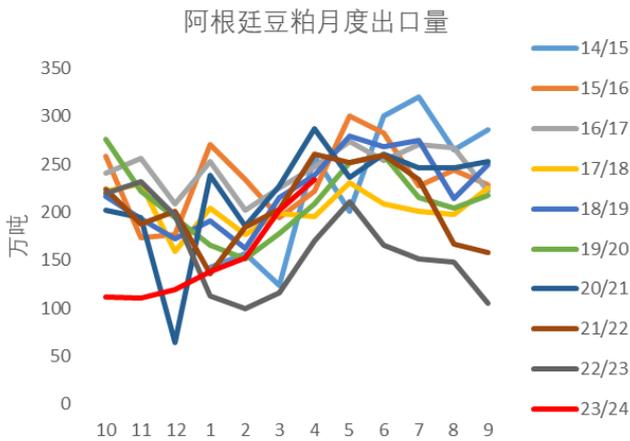
数据来源: 银河期货, abiove

图 24: 阿根廷大豆月度进口量



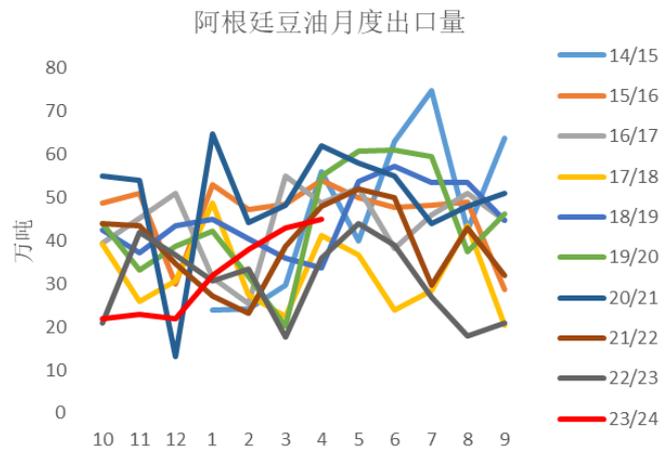
数据来源: 银河期货, 阿根廷农业部

图 25: 阿根廷豆粕月度出口



数据来源: 银河期货, 阿根廷农业部

图 26: 阿根廷豆油月度出口



数据来源: 银河期货, 阿根廷农业部

综合来看, 作为国际大豆市场最大变数的国家阿根廷而言, 其上半年的表现并未能给出市场一个更加明确的方向性指引, 实际上, 自从米莱推行其“休克”疗法以后, 国内反对声音也是不断, 由此在6月中上旬出现了罢工和动乱, 虽然米莱本身的政治举措在于解决国内持续的债务问题, 但由于其改革方式过于激进, 未来在执行过程中, 不免出现很多不确定性, 因此短期来看, 国内大豆或在一定程度上被赋予更高的金融属性, 未来出口方面可能仍然看不到太多亮点, 而其国内压榨量的增加本质更多也只是将其他国家的大豆采用另一种方式转移到国际油粕市场上, 因此下半年其基本面上的变动影响可能仍然比较有限。

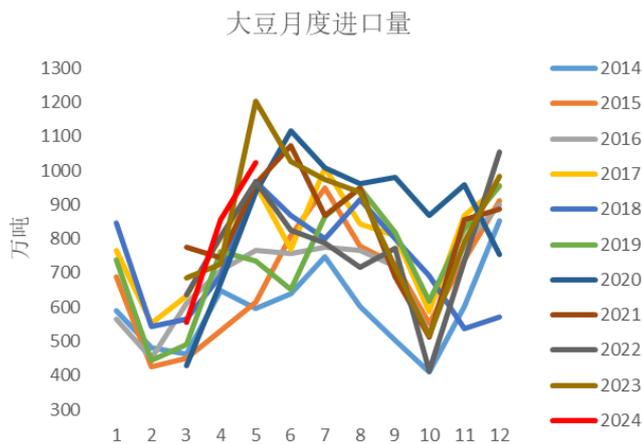
二、国内市场

1. 豆粕需求同比增加 压榨利润好转带动基差回落

今年豆类市场数据存在一些偏差，海关口径显示，上半年以来，大豆进口同比下降 8% 左右，但我们认为这显然有被低估，因为上半年豆粕提货同比增加 2.02%，同时压榨量同比增加也大约有 2.79% 左右，因此，如果大豆进口量出现下滑则大概率会出现供需缺口进而带动基差上涨的情况，但是最终显示的结果来看，豆粕基差不涨反跌，胀库现象严重，因此供应方面大概率会存在一定压力，市场数据统计口径大概率进行了一定调整，仅做环比参照即可，同比参考意义本身并不大。

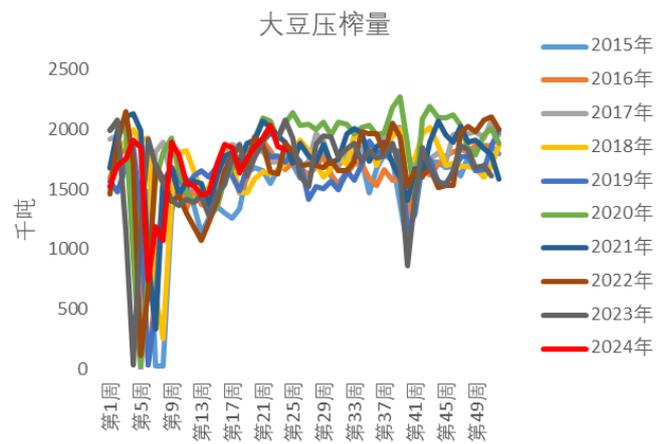
上半年豆粕需求本身缺乏亮点，今年豆粕提货同比的快速增加主要因为胀库催提以及饲料配方调整所致。原因在于，根据饲料工业协会口径统计的数据来看，截止 5 月期间，国内饲料消费同比下降大约 3.8% 左右，其中固然有饲料厂库存变化以及全价料和自配料用量的考虑，但预计实际影响不会太大。饲料消费同比下降的主要原因在于禽料以及水产料消费的疲软。豆粕用量的快速增加可能主要受到配方上调的影响，去年 3 月前后，由于小麦用量快速增加导致豆粕面临较大数量的替代进而导致其基数相对偏低，因此，这可能是近期表现消费调整的主要原因。

图 27：大豆月度进口量



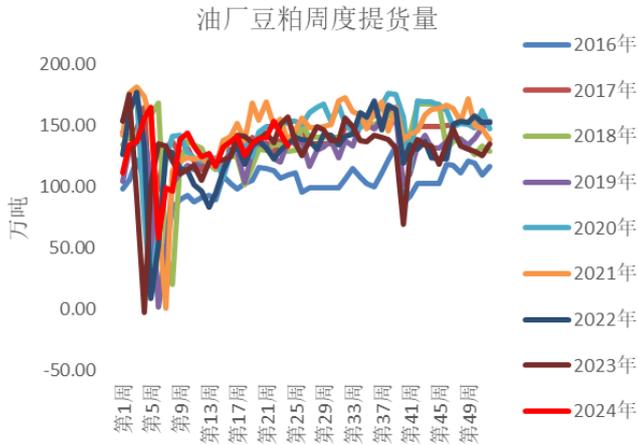
数据来源：银河期货，海关

图 28：大豆压榨量



数据来源：银河期货，我的农产品

图 29: 豆粕提货量



数据来源：银河期货，我的农产品

图 30: 豆粕现货基差



数据来源：银河期货，我的农产品

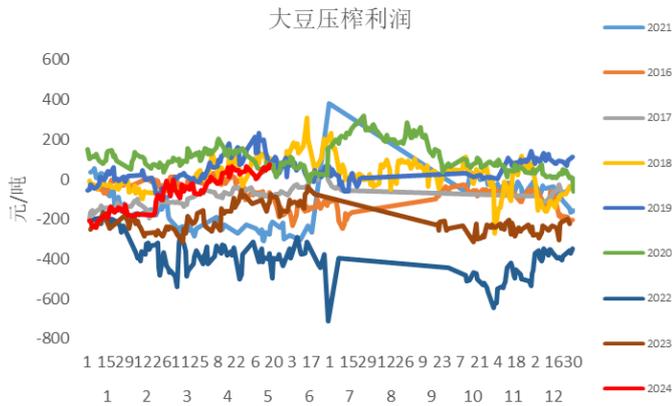
此外，今年上半年豆粕现货基差走势明显弱于去年，截止6月末，全国多数地区豆粕现货基差已经下跌至-180/200左右区间，这一方面与国内基本面关系密切，另一方面则更多受到压榨利润调整的影响，回顾去年市场情况，开机节奏调整本身反应了油厂在开工和榨利之间的选择。今年虽然一度出现装运相关的问题，但由于压榨利润状况良好，油厂卖货积极性非常高，加剧了基差下行的压力。

2.短期供应过剩矛盾仍然突出 关注四季度国内买船缺口

我们认为短期国内豆粕现货市场供应矛盾仍然比较突出，一方面，未来几个月大豆到港量仍仍然庞大，8月前国内大豆月均到港量基本在1000万吨以上，即使考虑部分其他用途，理论压榨量也大概率能达到850万吨以上，这也意味着后续豆粕的周均供应量基本要维持在160万吨以上，但实际上今年2季度需求偏强的时期豆粕周均提货量也仅能达到150万吨左右，与上半年有所不同的是，豆粕当前国内库存基本已经达到90万吨以上，且豆粕现货基差已经下跌至-200附近。而另一方面，从需求上来看，上半年整体生猪存栏还是维持在相对比较高的水平，但是进入下半年后生猪存栏的下滑大概率可能导致饲料消费进一步减弱，豆粕消费前景仍然相对偏悲观，考虑到前期豆粕预售进度相对较快，这也导致了未来供应压力大概率只能通过提高性价比来实现，短期来看豆粕现货大方向仍然缺乏亮点。

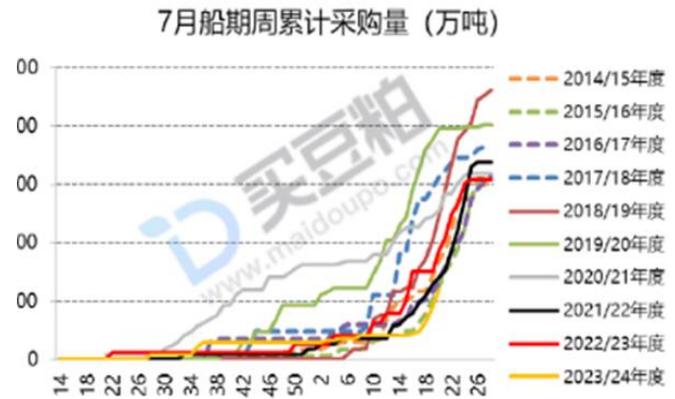
预计未来现货方面的转折点可能在4季度以后，今年豆类市场比较明显的问题仍然在于油厂买船谨慎，截止当前，国内8月及以后船期均未进行太多采购，这其中一方面因为大豆压榨利润亏损，另一方面也因为下游整体买货积极性不高，油厂预售相对比较困难，此外，从前文来看，巴西供应压力前置将使得后续国内进口数量减少，这会在一定程度上给予国际大豆贴水比较强的支撑，因此大豆压榨利润大概率走弱，由此可能会导致豆粕市场节奏出现转变。

图 31: 大豆压榨利润



数据来源: 银河期货

图 32: 国内油厂买船进度



数据来源: 银河期货, 买豆粕

3. 海外市场矛盾逐步减弱 菜粕现货整体偏弱运行

上半年以来, 国际菜籽价格整体呈现企稳回升态势, 低点主要出现在今年2月期间, 随后开始逐步呈现反弹态势, 菜系价格的持续下跌主要反映了前期市场的供应压力, 由于23/24年度, 加拿大、欧盟等地区整体供应维持宽松, 澳大利亚虽然菜籽出现一定程度减产, 但去年菜籽产量相对较大创造了比较充足的结转库存, 因此全球供应方面来看, 整体是维持宽松的。从加拿大农业部公布的平衡表数据来看, 加菜籽虽然今年压榨量预期有所增加, 但是由于澳大利亚前期出口的补充, 因此今年整体出口量仍然能达到700万吨以上, 这直接导致了加菜籽与欧菜籽之间的倒挂。

图 33: 加菜籽价格



数据来源: 银河期货, 路透

图 34: 国际菜籽库存及库销比



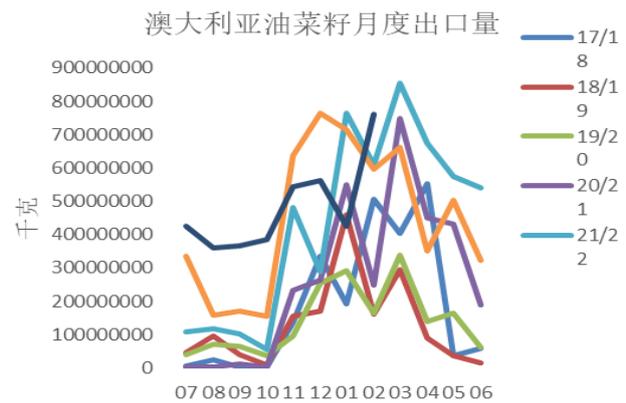
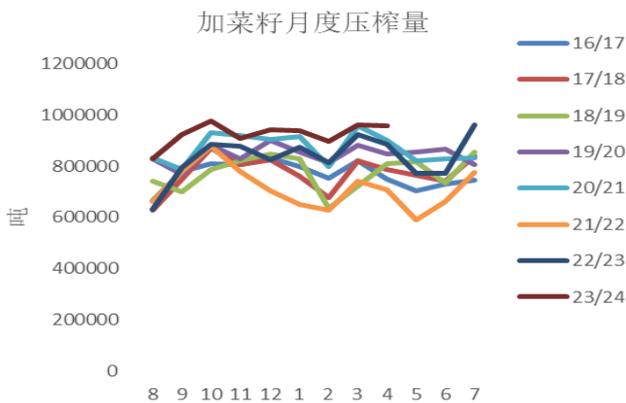
数据来源: 银河期货, USDA

不过可以看到, 进入4月份以后, 国际菜籽的供应压力已经开始逐步见底, 一方面, 今年美国生物柴油用量增加以及加拿大国内压榨产能的快速扩张给国内带来了比较可观的压

榨增量，虽然出口方面压力仍然较大，但因为中国前期菜籽采购充足，后续几个月中菜籽整体销售压力不大，从近期国际菜籽报价上来看，菜籽整体出口仍然以新作为主。另一方面，欧盟市场上看，前期乌克兰霜冻天气同样对菜籽产量产生了一定的不利影响，欧盟地区压力已经有所减弱；此外，今年加拿大市场主要竞争对手澳大利亚出口竞争优势已经有了明显缓解，在今年上半年中，澳大利亚菜籽出口同比整体增幅较大，这直接导致了墨西哥、日本等国菜籽进口开始转向澳大利亚，不过随后澳菜籽结转库存压力缓解后，加拿大菜籽支撑表现会更加明显。

图 35: 加菜籽月度压榨量

图 36: 澳大利亚菜籽月度出口量



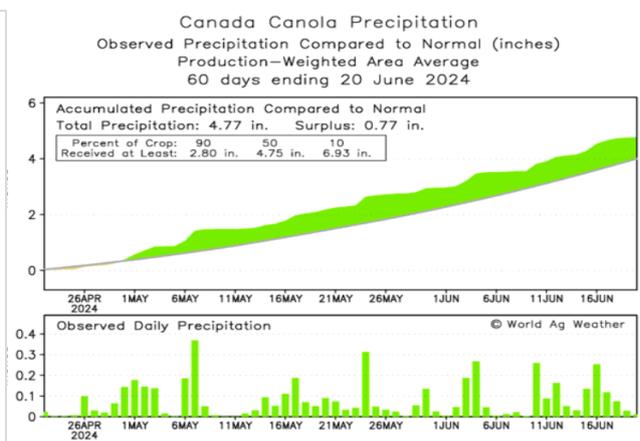
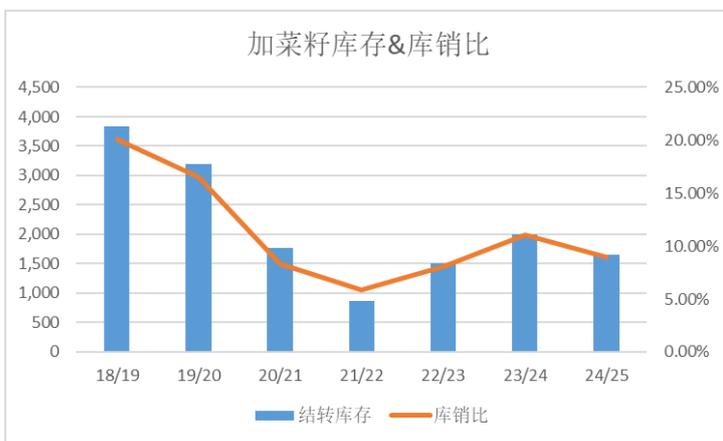
数据来源：银河期货，加拿大统计局

数据来源：银河期货，澳大利亚统计局

从新作市场状况来看，USDA 和加拿大农业部对加菜籽平衡表评估存在较大差异，按照 USDA 评估结果来看，菜籽相对宽松，但是按照加拿大官方评估结果来看，产量相对偏低，后续供应会偏紧。近期产地天气状况来看，作物生长初期天气状况良好，作物优良率状况整体尚可，因此预期前景整体会比较良好，但是由于近年来加拿大压榨产能持续扩增以及美国生柴需求量的持续攀升，其压榨与出口大概率也会呈现增加态势，因此综合来看矛盾不大，但是我们认为，随着澳大利亚、欧盟等地区矛盾逐步减弱，国际菜籽压力也会逐步减弱，进而在一定程度上给予菜籽价格底部支撑。

图 37: 加菜籽库存及库销比

图 38: 加菜籽产区天气

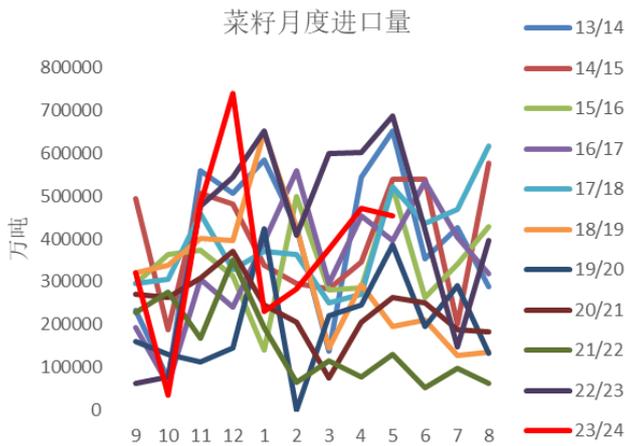


数据来源：银河期货，加拿大统计局

数据来源：银河期货，WAG

回到国内市场看，今年菜粕市场供需矛盾几乎没有进行过调整，供应端持续主导菜籽供应偏宽松的情况，数据显示，今年1-5月期间，中国进口菜籽数量大约在181万吨，同比虽然下降38%，但较过去5年均值仍然增加20.63%，并且未来几个月中，菜籽月均进口量较多保持在50-60万吨左右，这使得今年菜籽进口一直维持宽松，由于海外菜籽报价相对较低，并且国内菜油在国际油脂强势的助推下，盘面压榨利润一直维持偏强态势，这也持续给出国内油厂买船、预售的积极性，在此背景下，即使未来菜籽价格上涨，“洗船”风险也是大大减弱，因此大方向来看，市场供需宽松的特点是今年的主要矛盾，与供应宽松对比来看，菜粕需求同样不容乐观，可以看到，年初以来菜粕在其他各类杂粕冲击影响下，提货持续表现偏弱，由于前期预售较多，市场整体以执行合同为主，现货成交数量一直比较有限，并且最近几周以来国内进入水产旺季，但是周均消费量整体均基本维持在5-6万吨左右的水平，明显低于历史同期水平，这主要是由于今年水产需求表现偏弱所致，高供应弱需求背景下，菜粕预计整体仍以偏弱运行为主。

图 39：菜籽月度进口量



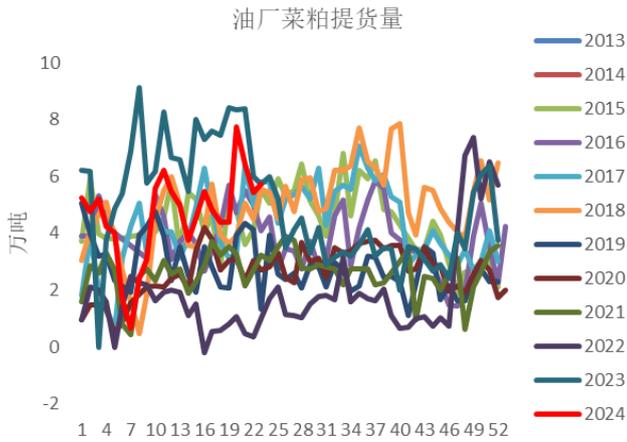
数据来源：银河期货，我的农产品

图 40：进口菜籽压榨利润



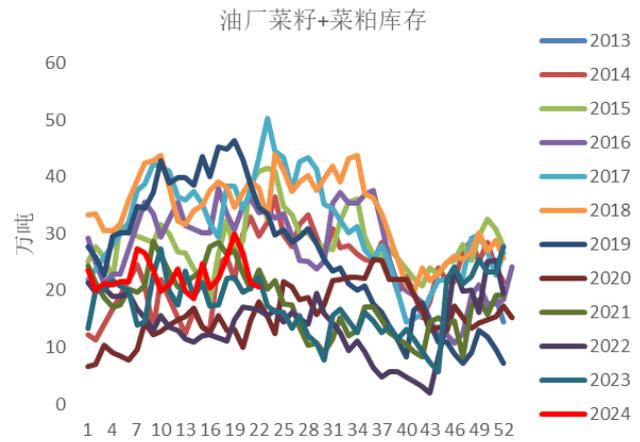
数据来源：银河期货，Ifind

图 41: 菜粕周度提货量



数据来源: 银河期货, 我的农产品

图 42: 菜粕周度库存



数据来源: 银河期货, 我的农产品

第三部分 综合分析&策略评估

一、综合分析

今年上半年以来,国际豆系以及国内豆菜粕单边整体呈现出一定的抢跑表现,往往在市场缺乏实质驱动的情况下呈现出一轮比较明显的上涨或下跌,我们认为这一交易思路仍然是主要围绕预期以及预期差进行布局操作,而非实质的基本面因素影响。上半年国际市场基本面矛盾主要体现在几方面:首先,巴西市场减产的持续发酵以及压榨量的快速攀升导致供应量相对偏紧,支撑大豆价格维持偏强运行,并由此引来一轮交易南美的上涨行情;其次,进入5月后,美豆种植状况良好,种植推进速度较快,预期面积上调以及出口持续不畅带来的新作预期大幅累库的修正;最后,阿根廷进口增加后带来的压榨增加一度冲击国际豆粕市场,带来主要产区大豆压榨利润的下滑。而国内市场的矛盾则并不明显,更多体现在二季度大豆到港量的快速增加以及基差月差的持续下行。相较于豆类而言,菜系则表现的矛盾更加突出,其核心逻辑在于国际菜籽供应宽松的尾声仍在波及市场,良好的压榨利润催生进口量的快速增加,而与此同时今年水产需求的疲软更进一步加剧了菜粕市场的宽松压力。

基于此,我们认为当前国际豆类市场基本已经进入对利空交易非常充分的阶段,按照当前美豆价位来看,当前年度的丰产已经有所体现,所以下半年交易中,需要重点关注预期差的情况,例如美豆丰产不及预期以及需求国买船的回归,同时中国当前进口量的快速增加同时远期压榨利润被压制后供应的不及预期。但对于菜系市场而言,我们认为国内供需宽松的矛盾可能还要继续关注,国际菜系虽然开始有企稳表现,但国内情况预计仍然难以彻底改变。

二、策略建议

1.单边:豆粕三季度不建议看空,重点交易预期差,四季度如最终兑现丰产可以考虑逢高空;菜粕单边以空配思路对待为主,策略继续逢高空布局,需要足够的价差支撑菜粕需求。

2.套利：MRM 价差扩大思路对待、M11-1 正套、RM91 反套

3.期权：以偏看多的衣领结构，同时适当辅以做多波动率策略为主。

*注：月度级别策略难以做到一层不变，因此更多重视方向和大致区间，在节奏落实以及需要结合实际情况参与

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 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799