



弘业农产品研究所

陶朝辉 农产品高级分析师
Tel: 0571-87185922
从业资格号:F0230158
投资咨询资格证书: Z0010210

豆粕：高月差削减交易价值

随着美豆即将进入收割期，天气炒作升水逐渐收敛，大豆增产结果也益发肯定；同时良好就业数据为美联储九月再次加息 75 个基点提供了可能，双重利空之下国内豆粕却依然居高不下，究竟底气何在？

1、供增需弱定大局

1.1 新季度增产预期

虽然 2022/23 年度南美大豆天气存变数，但北美大豆生产基本已大局落定，世界大豆供应在种植面积不断扩大的驱动下呈现增产趋势。这一点，在 USDA 八月报告中可见一斑，下表 1 回顾了世界大豆供应库存等方面的具体数据。

表 1：世界及美国大豆产量消费和期末库存 单位：万吨

市场年度		美国	巴西	阿根廷	中国	世界
产量						
2020/21		11475	13950	4620	1960	36944
2021/22	7 月	12071	12600	4400	1640	35274
	8 月	12071	12600	4400	1640	35274
2022/23	7 月	12261	14900	5100	1750	39140
	8 月	12330	14900	5100	1840	39279
消费						
2020/21		6091	4988	4741	11274	36402
2021/22	7 月	6320	5250	4761	10672	36313
	8 月	6319	5325	4776	10672	36303
2022/23	7 月	6449	5285	4825	11559	37775
	8 月	6453	5360	4825	11559	37825

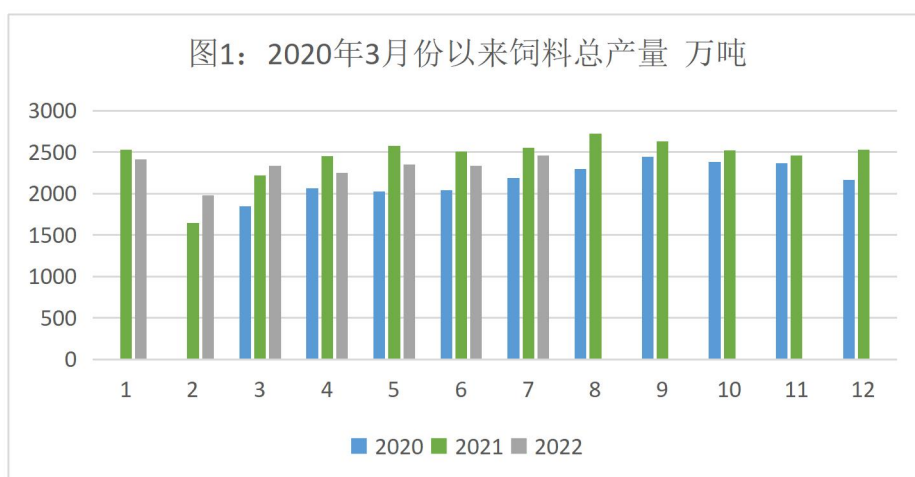
期末库存						
2020/21		699	2940	2506	3116	9988
2021/22	7月	585	2246	2210	3074	8873
	8月	613	2271	2245	3074	8973
2022/23	7月	627	3036	2495	3056	9961
	8月	666	2986	2570	3146	10141

数据来源：USDA，弘业期货研究院

上表 1 中，2022/23 年度，美豆产量预估由七月的 12261 万吨上调至 12330 万吨，中国的产量也由七月的 1750 万吨上调至 1840 万吨，世界产量则由七月的 39140 万吨上调至 39279 万吨，同时，美豆期末库存也由 627 万吨上调至 666 万吨，世界期末库存由 9961 万吨上调至 10141 万吨。南美巴西大豆产量预估也因种植面积十六年连创新高而接近创纪录的 1.5 亿吨。世界大豆供应增加趋势明显。

1.2 需求失速

需求方面，从中国饲料产量角度来看，中国饲料工业协会（暨全国畜牧兽医总站）发布的数据显示 2022 年国内饲料总产量三年来首次出现回落，直接映射了饲料豆粕需求的回落态势，特别是今年 4 月份以来饲料总产量已连续四个月同比下滑，体现了需求端的严峻形势。另外，伴随着饲料总产量回落的是 2022 年油厂大豆加工量以及豆粕现货库存的低位，而豆粕现货库存同比低位则和油厂大豆加工量的下降相关。如下图 1、图 2 和图 3。



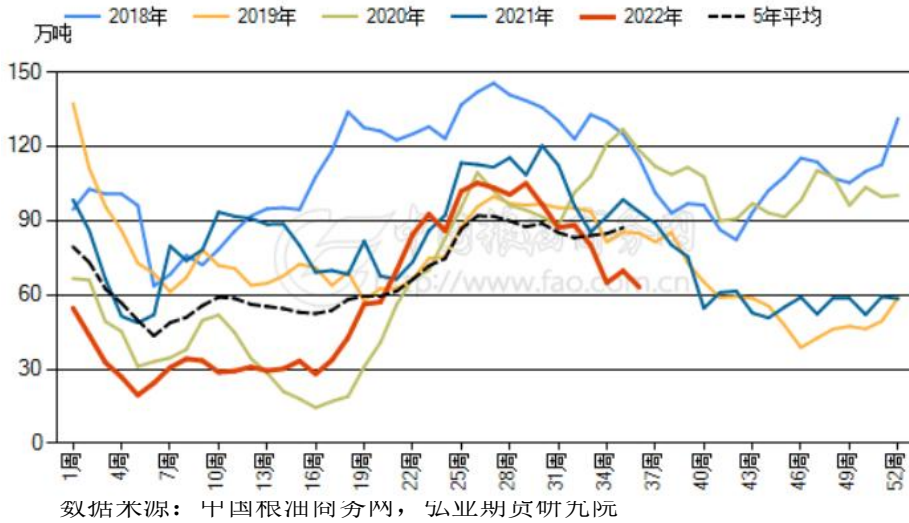
数据来源：中国饲料工业协会，弘业期货研究院

图 2：2020-2022 年 36 周油厂大豆周度加工量与开机率



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 3：2020-2022 年 36 周油厂大豆周度加工量与开机率



2、高月差现象及对交易的影响

2.1 豆粕市场高月差现象

然而，供增需弱形势下豆粕并未随之回落，现货对期货合约的高升水对价格产生了较强支撑，并且，2022 年豆粕现货对期货的升水远超前历史同期，高月差对期货主力价格产生了有力的支撑。如下图 4。

图 4：2020-2022 年江苏豆粕现货对 2301 合约基差对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

通常，高月差出现在现货供应特别紧张、或者预期远期供应特别宽松或需求受到严重打击的情形。但从上面的供需数据来看，年度的大豆进口以及需求端的饲料产量均出现了下滑，和现货供应特别紧张的情形相悖，同时远期虽然预期世界大豆增产，但也存在天气的升水因素，且和历史同期类比并无特别之处，此外远期的需求也并无严重打击之虞。之所以出现如此大的高月差，笔者认为请务必阅读正文最后免责声明部分

主要和以下几点有关：

1、可替代物价格的变化导致替代使用大幅下滑。主要是豆菜粕价差的变化，2022年豆菜粕价差降至极低位，期货合约上三月份甚至一度菜粕期价反超豆粕。由于极低豆菜粕价差，导致了菜粕对豆粕的替代不具经济性，从而使得豆粕消费结构性增加。上图4中，相应地在三月份出现了豆粕最高超过1200元/吨的基差数据：

2、其次，伴随着饲料产量的下滑，进口大豆以及压榨量也同步下滑（上图2），大豆压榨的下滑使得市场豆粕供应也同比下降，同时库存也相应地下降；不过意外地，外盘大豆却并未因中国进口的下降而下跌，反而维持在相对高位；

3、再次，因外盘大豆高位、国内油粕价格在盘面压榨利润上长期亏损，油厂进口大豆无法通过期货市场来保值，而高升水的存在使得油厂可以通过基差贸易方式来保证压榨利润；

4、从长期看，国内蛋白质饲料资源的短缺也是造成市场中上游参与者强势定价地位的根本原因；

2.2 高月差对交易的影响

高月差对市场参与者带来了麻烦。首先，对空头，尽管预期年度大豆供应宽松，但高昂的月度价差使得长期空单的持有在合约换月时产生了巨大的亏损，高月差使得长期持有变得困难；其次，对于多头来说，虽然，买深度贴水的远期合约可期望获得低进货成本，但实际上在预期熊市中长期持有多头将面临严重的时间损耗风险，因为熊市中价格趋势是向下的。故而，无论多空，月差“杀手”都带来了毒害。另外，远月贴水也是期货价格的回落的一种体现方式。

3、小结和建议

综上所述，加息和世界大豆增产利空形势下，价格利空预期相当部分已通过远月深度贴水形式体现，高月差使得市场预期收益大幅下降。因此，操作上，等待关注为主或考虑使用期权工具。

弘业期货 陶朝辉
从业资格证：F0230158
投资咨询：Z0010210

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

本报告中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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。