

豆粕历史回溯研究专题

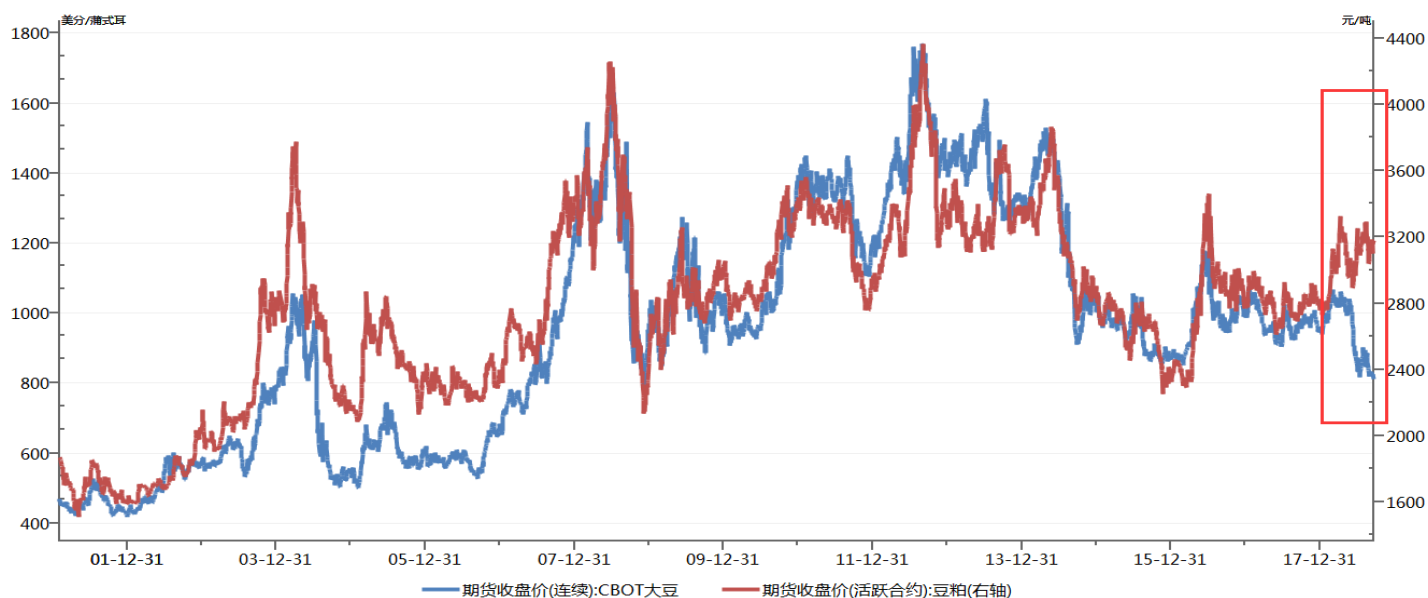
(何曙慧 王瑞 张秀峰)

国内豆粕期货自 2000 年 7 月在大连商品交易所上市以来,经历了 2004 年和 2008 年两次大豆地震后,逐渐成为国内最重要的农产品期货。考虑到数据可获得性和市场结构的转变,本文从 2011 年开始对期货价格进行回溯,从中总结出一些普适性的规律,帮助投资者更好地理解豆粕期货。

一、定价权在国外

大豆的故乡是中国,20 世纪西方才逐渐认识到大豆可用于榨油和制成豆粕。随着西方国家转基因大豆的普及,逐渐占据全球大豆的市场份额。长期以来,美国都是最大的大豆生产国,其次是巴西和阿根廷。2000 年美国大豆占世界大豆产量的 42.7%,巴西及阿根廷大豆产量总和占全球产量的 38.3%。随着南美大豆种植的扩张,美国大豆产量所占的份额逐渐下降,2018 年为 34.6%,巴西及阿根廷大豆产量总和占全球产量的比重上升至 48.1%。而全球大豆采用基差定价模式,令 CBOT 大豆期货成为全球豆系的定价中心。自从豆粕上市以来至 2017 年,豆粕价格与美豆价格相关性在 90%以上,换句话说,国内豆粕价格跟随美豆走势。2018 年 4 月之后,由于中美贸易摩擦,导致外弱内强的局面,也为豆粕交易带来了不确定性风险。

图 1: 美豆与豆粕价格相关性



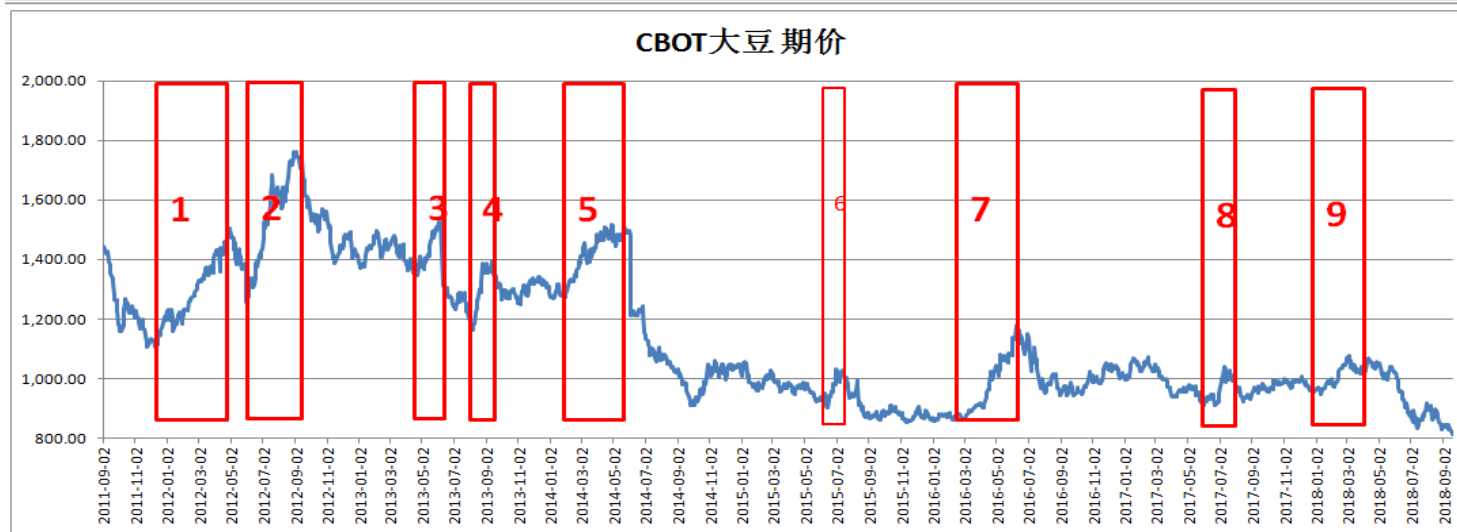
资料来源: WIND 信达期货研发中心

二、美国大豆期价回溯

2.1 历次大豆上涨回溯

由于CBOT具有国际定价权，研究豆粕的锚就是美豆价格。下面我们把2011年以来美豆历次上涨的情形进行历史回溯。

图2：美豆历史回溯



资料来源：WIND 信达期货研发中心

表1：历次美豆上涨回溯

	时间	涨幅	高低点	原因
1	2012.1-2012.5	27.7%	1158-1479	拉尼娜影响，南美遭遇40年不遇干旱。最大预期减产1000万吨，实际减产900万吨
2	2012.6-2012.8	38.8%	1258-1746	美豆主产区遭遇百年不遇干旱，最大预期减产1200万吨，实际减产200万吨
3	2013.4-2013.6	13.0%	1355-1531	阿根廷洪水实际减产200万吨
4	2013.8-2013.9	19.0%	1164-1385	美国干旱
5	2014.1-2014.5	18.0%	1283-1517	南美干旱，预计减产200万吨，实际减产300万吨
6	2015.5-2015.7	11.0%	927-1029	炒作美国干旱天气，但没发生，叠加产量增加，最后跌至850美分
7	2016.2-2016.6	36.0%	866-1177	炒作厄尔尼诺，阿根廷洪水影响收割，预估400-600万吨减产，实际减产150万吨，紧接着美国大豆继续受影响
8	2017.6-2017.7	13.4%	917-1040	美国干旱炒作，基金空头大幅减仓

9	2018.1-2018.3	13.3%	949-1075	阿根廷遭遇 50 年不遇洪水，减产 2000 万吨
---	---------------	-------	----------	---------------------------

资料来源：信达期货研发中心

作为农产品，大豆的商品属性强，金融属性相对较弱，周期性主要来自天气灾害。每次上涨，都是因为天气出现问题，2012 年拉尼娜造成南美 40 年不遇干旱，北美遭遇百年不遇的干旱，豆价从年初涨至 9 月北美收割前夕。上涨幅度和上涨时间均是近 10 年来之最。随后 9 月份北美降雨缓解了干旱，大豆优良率上调，10 月 USDA 将大豆单产由 9 月份的 35.3 蒲式耳/英亩上调至 37.8 蒲式耳/英亩，最终美豆实际减产只有 200 万吨，远低于预期的 1200 万吨，至此美豆进入漫长熊市。在熊市中，也经历了几次反弹。2013 年，先是阿根廷洪水导致大豆减产 200 万吨，夏季美豆遭遇干旱，9 月单产下调引发一轮上涨，随着干旱缓解，单产上调。反弹结束。2014 年南美干旱，实际减产大于预期，引发一轮不小的反弹。2015 年夏季，炒作北美干旱，价格先上涨，但随后被证伪，干旱没有发生叠加大豆增产，反弹结束。直到 2016 年，厄尔尼诺再次引发市场恐慌，先是年初阿根廷洪水影响大豆收割，导致大豆减产。紧接着市场预期美国大豆受厄尔尼诺影响，但随着 6 月种植面积较 3 月增加 1.77%，市场预期丰产概率大，价格重回跌势。但 2016 年这波美豆价格涨幅是继 2012 年以来最大的涨幅。2017 年夏季，美国北部三州遭遇干旱，在低优良率的背景下，市场预期单产大幅下调，结果 USDA 8 月首份单产报告不但没有下调单产，反而把单产上调至 49.4 蒲式耳/英亩。炒作行情快速结束。2018 年，阿根廷遭遇 50 年不遇洪水，实际减产 2000 万吨，但在全球大豆丰产的背景下，这波上涨行情涨幅不及 2012 年和 2016 年。在清明之后，美豆受中美贸易摩擦影响，价格一路下跌。

对最近几年美豆价格的回溯发现，每次美豆上涨，总伴随着天气出现问题。美豆价格背后运行的逻辑主要是种植面积和单产。种植面积相对稳定，单产由天气决定。所以天气是影响价格最重要的因素。每年初，市场先按照天气、上年的产量和价格等因素给一个预期。然后按照种植意向和天气情况，市场不断修正这个预期。而 USDA 则通过发布权威数据进行确认，成为这个预期差的决定者，只要预期有差异，就会发生一些行情。

2.2 豆价上涨基金如何表现

下面我们具体看每次价格上涨，CFTC 基金持仓是如何表现的。基金做为投机力量对价格保持着非常高的敏感性，与价格往往是同涨同跌。从基金持仓上可以看到 2012 年和 2016 年这两波行情，是基金多空双方共同作用的结果，基金多单不断增持，空单不断减持，总持仓不断增加，这样的增仓结构是最健康最安全的。行情也更加持久，其余的单边增持或单边减持，难以让行情持续。此外，我们发现，美豆基金净

多持仓达到 20 万张以上时，或者净空持仓达到 10 万张以上时。投资者需要引起警惕，这样的持仓极值往往容易形成价格顶部或底部。

图 3：美豆上涨基金持仓回溯



资料来源：CFTC 信达期货研发中心

表 2：基金持仓历史回顾

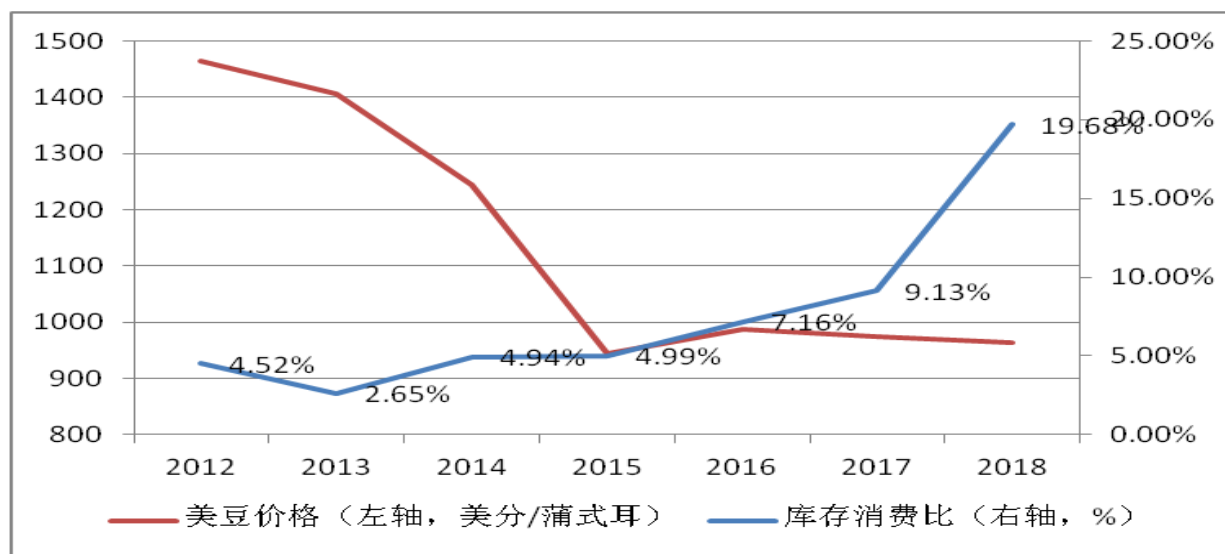
	时间	涨幅	基金持仓
1	2012. 1-2012. 5	27. 7%	总持仓增加，基金多单不断增加，空单不断减少，上涨时间长力度大。此外商业多空持仓均在不断增加。净多持仓处于历史极值 20 万张以上。
2	2012. 6-2012. 8	38. 8%	基金多单增加，空单稳定在 2000-6000 张。净多增加，在 20 万张以上。
3	2013. 4-2013. 6	13. 0%	基金多空均在增加，多单增加的幅度大于空单。导致净多单增加。净多在 10 万张附近。
4	2013. 8-2013. 9	19. 0%	多单稳定，空单减少，净多增加，在 10-13 万张。
5	2014. 1-2014. 5	18. 0%	基金多单先增后减，空单先减后增，基金净多单在 2 月到顶，随后开始减。商业多单大幅增持，空单减持，行情由商业净多推动，至 5 月份到顶。
6	2015. 5-2015. 7	11. 0%	总持仓稳定，基金多空共同作用，净多从-10 万张翻多到 19 万张。
7	2016. 2-2016. 6	36. 0%	总持仓增加，基金多单不断增加，空单不断减少，上涨时间长力度大。净多持仓处于历史极值 20 万张以上。
8	2017. 6-2017. 7	13. 4%	总持仓减少，多单小幅增加，空单大幅减少，净多从-11 万张的历史极值翻多至 5 万张。
9	2018. 1-2018. 3	13. 3%	总持仓增加，基金多单增加，空单减少，基金净多从-10 万张增至 20 万张。

资料来源：信达期货研发中心

2.3 大豆库存消费比决定行情幅度

从价格的回溯上，我们发现另一个问题，2012年和2016年阿根廷减产力度不及2018年，为何价格上涨幅度有限。这就需要结合当时大豆自身的供需情况。库存消费比这一指标能很好地反映供需情况，我们看到2012年和2016年美豆的库存消费比均处于较低的水平，在平衡点8%以下，而2018年是全球丰产年，虽然阿根廷受降雨减产了2000万吨，但巴西2017/18年度增加1150万吨叠加美国丰产，全球整体库消比不减反增。所以库消比的高低，将决定行情的幅度。在一个大豆缺少的大背景下，任何风吹草动都会放大行情，而在一个供给充足的背景下，减产对行情的影响会被缩小。

图4：美豆库消比与价格



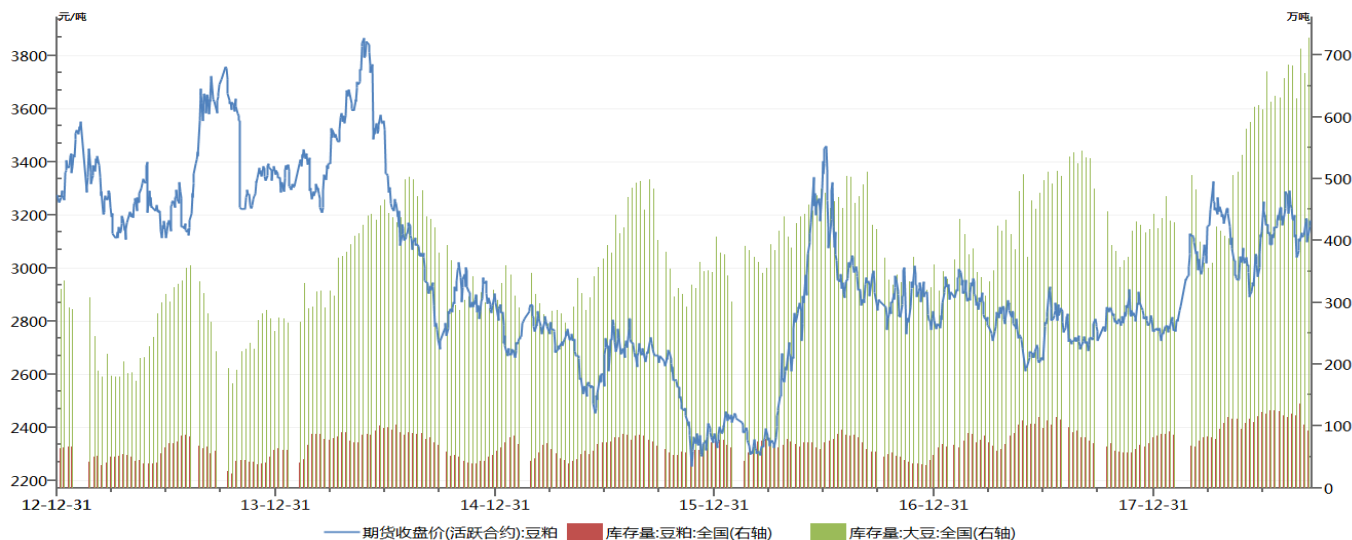
资料来源：WIND 信达期货研发中心

三、国内豆粕指标回溯

3.1 库存与价格关系

通常情况下，我们会简单认为库存增加，价格下跌，库存减少，价格上涨。但研究发现，情况并非如此，我们看下图，大豆库存和豆粕价格并没有明显的负相关关系。有时库存增加，价格不跌反涨，有时库存减少，价格却跟着下跌。那么国内库存指标该如何指导价格？笔者做出自己的解释分析。

图 5: 库存与豆粕价格关系



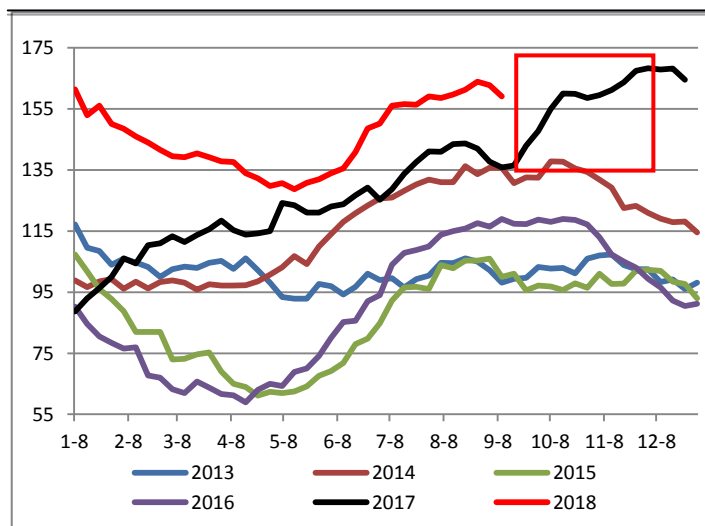
资料来源: WIND 信达期货研发中心

(1) 关注库存反季节性

大豆和豆粕的库存上没有明显的但季节性, 我们以豆油为例, 2017 年一季度和四季度豆油库存反季节性累积, 豆油价格持续下跌。这样的反季节性情况是我们需要密切关注的。对于农产品而言, 库存季节性明显, 一旦出现反季节性走势, 往往说明旺季不旺或者淡季不淡。容易形成较大的行情。

图 6: 国内油厂豆油库存

单位: 万吨



资料来源: 天下粮仓 信达期货研发中心

图 7: 豆油价格走势

单位: 元/吨

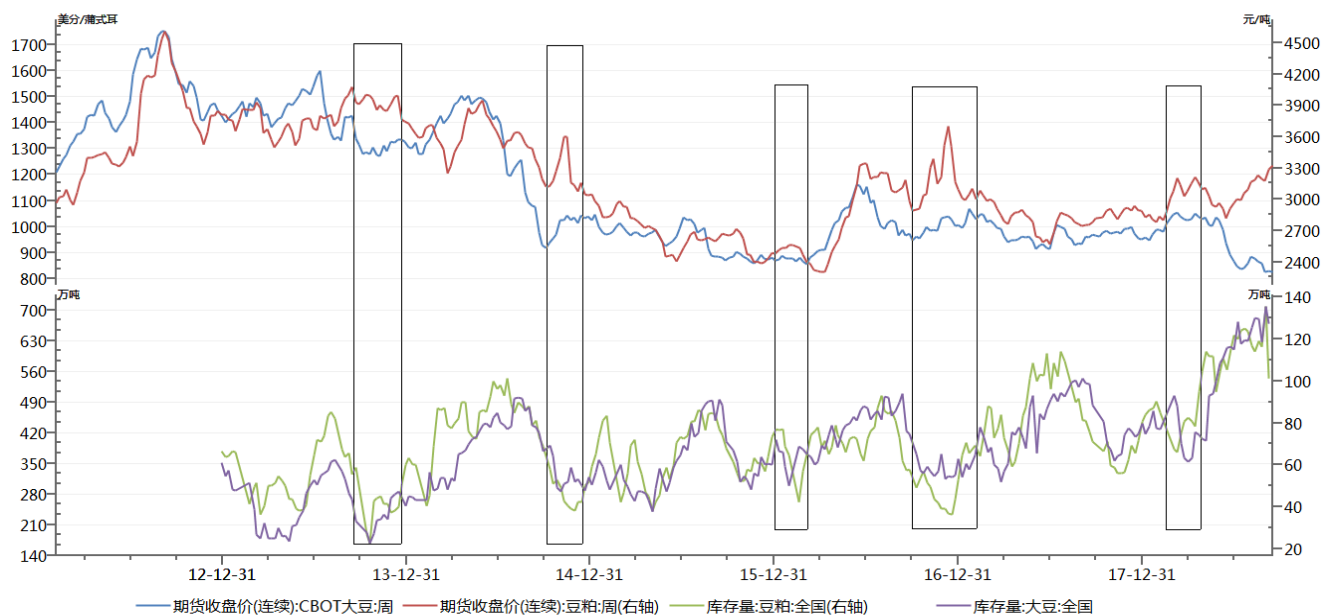


资料来源: 文华财经 信达期货研发中心

(2) 库存高低位改变价格波动幅度

此外，我们发现，每当国内大豆库存处于较低位置时，国内豆粕涨幅均会大于外盘美豆的涨幅。所以可以看出，虽然库存与豆粕价格没有明显的负相关关系，但是低库存会影响内外盘价差。

图 8: 大豆库存与内外盘涨跌幅

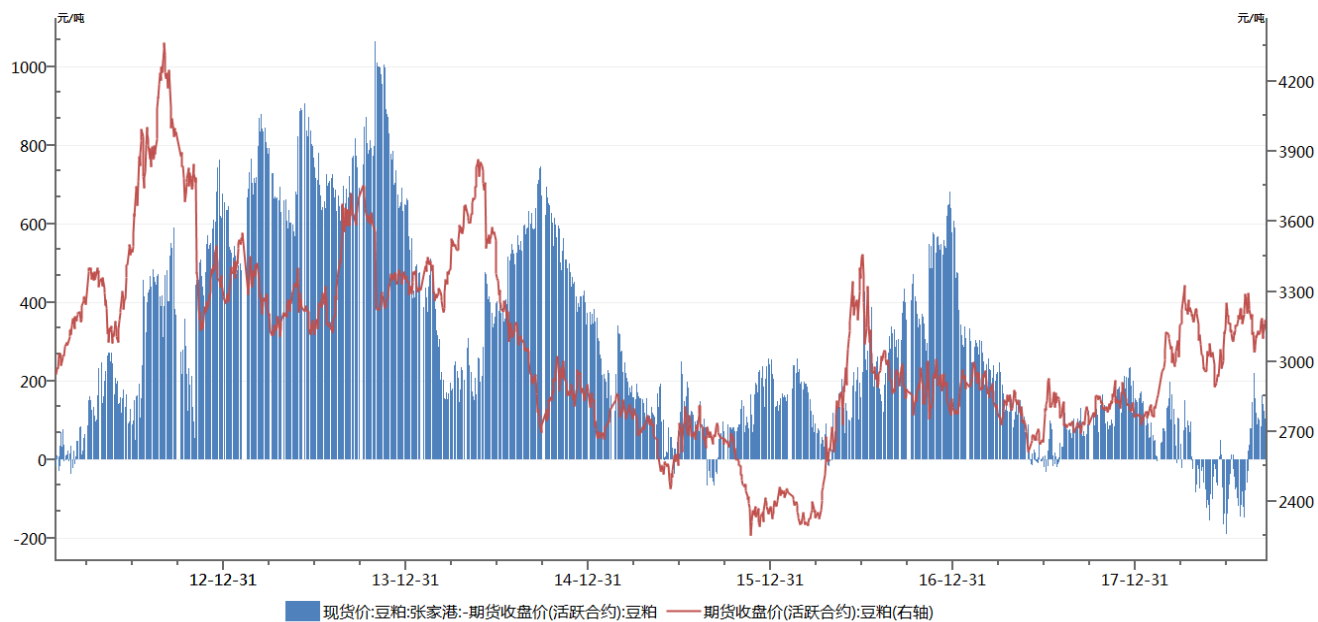


资料来源：WIND 信达期货研发中心

3.2 基差与价格关系

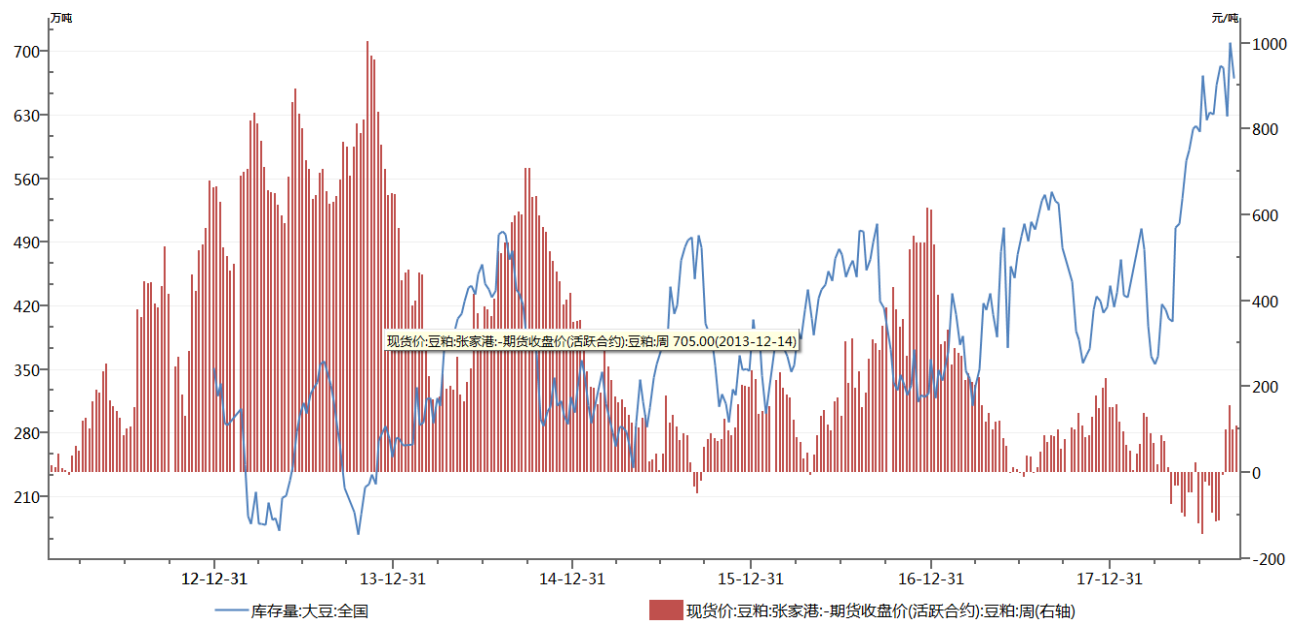
把基差与价格相联系，我们发现基差基本为正，即现货在大多数情况是升水期货。价格与基差并没有明显的相关关系，而基差与国内大豆库存有着较为明显的反向关系。这个比较好理解，当国内大豆货多，将压制现货价格，导致基差走弱。此外，我们把大豆压榨利润与到港大豆数量放在一起，发现到港量高峰通常会出现榨利高峰出现后的三个月，预计到港高峰会提前打压榨利。而到港大豆量大，将直接影响油厂大豆库存，库存量又影响基差。综上，油厂压榨利润将影响三个月后豆粕基差情况，这一结论对做基差贸易的油厂具有一定的指导意义。

图9：基差与豆粕价格关系



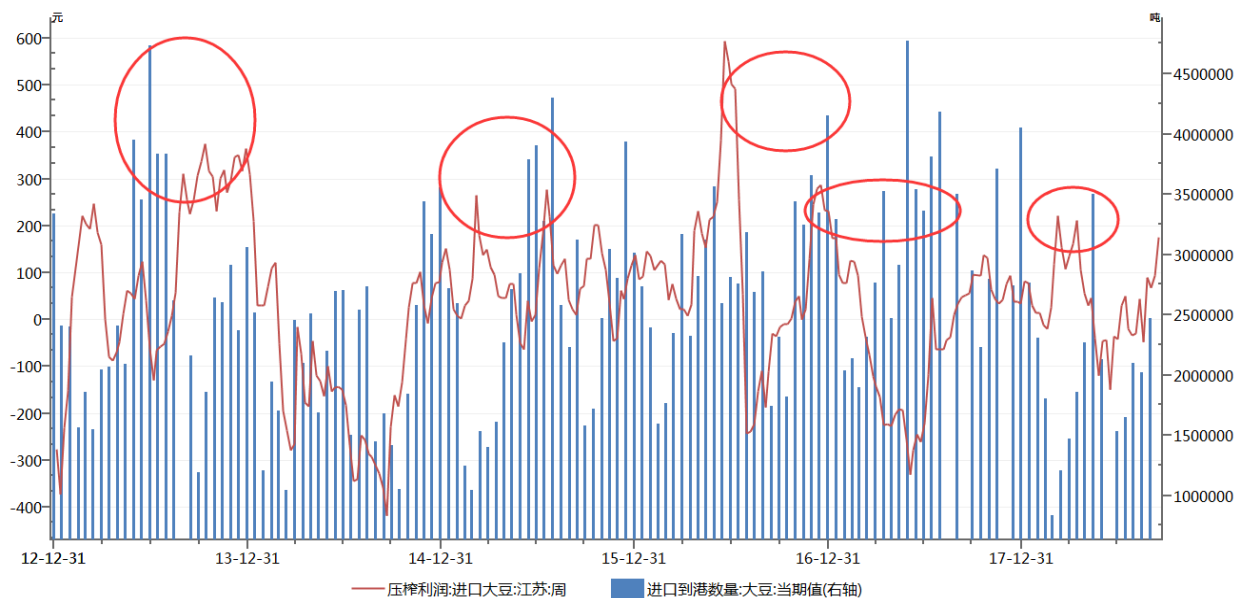
资料来源：WIND 信达期货研发中心

图10：库存与基差关系



资料来源：WIND 信达期货研发中心

图 11：压榨利润与到港大豆数量图



资料来源：WIND 信达期货研发中心

四、总结

对于国内豆系而言，定价权在国外。本文对美豆和国内豆粕相关指标进行回溯发现，每次美豆价格的上升最主要的原因来自天气的炒作。当基金净持仓在极值时，需要格外注意，往往会出现底部和顶部。对于国内大豆库存、基差、压榨利润等指标与价格并没有明显的相关性，但压榨利润会影响三个月后豆粕基差。对于国内大豆库存，更应关注其反季节性走势，库存的高低将决定内外盘涨跌幅。最后，我们要再次强调美国农业部的重要性，对于豆系而言，每年初，市场先按照天气、上年的产量和价格等因素给一个预期。然后按照种植意向和天气情况，市场不断修正这个预期。而 USDA 则通过发布权威数据进行确认，这其中当然会有美国自身利益的考量。USDA 成为这个预期差的决定者，只要预期有差异，就会发生一些行情。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

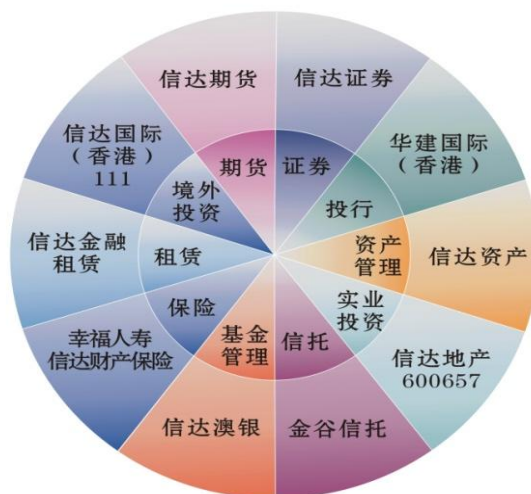
公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。