

# 豆粕菜粕走势复盘

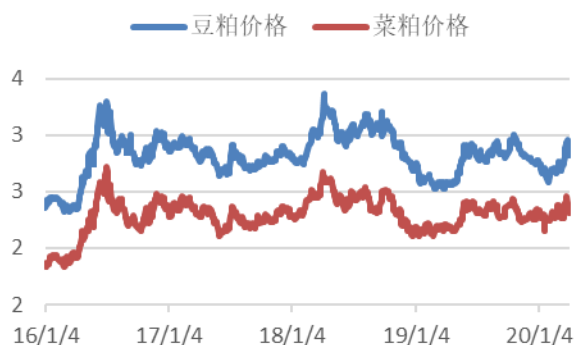
--杜少伦

2020-04-06

\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

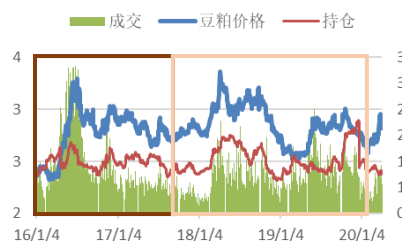
豆粕菜粕作为主要饲料原材料，豆粕适用于家禽，菜粕适用于水产。由于养殖业的周期特点，饲料价格会有明显的季节性运行规律。中国是主要的饲料进口国，每年进口大量的饲料，所以饲料价格和人民币价格之间会有一定的负相关作用，也就是人民币升值会带来饲料价格的下降，反之亦然。我们同时通过生猪养殖和饲料生产商的股票指数构建出饲料需求端对应的价格指数。下面我们从饲料的盘面价格成仓和成交，饲料和盘面价格曲线，饲料和仓单，饲料和饲料股票指数，饲料和人民币价格这几个方面来进行大豆走势复盘，时间选取范围从 2016 年到 2020 年。

菜粕和豆粕的价格走势历史来看呈现高度的正相关特点，主要是因为他们的基本上是同质商品的不通用图的原因。见下图：

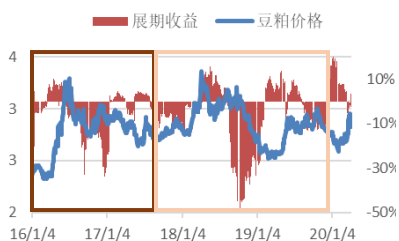


图一、豆粕菜粕对比

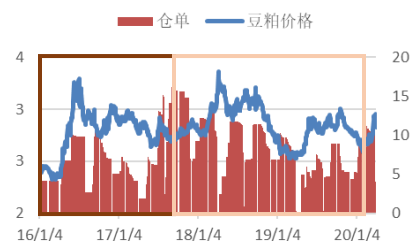
下面我们开始分类讨论豆粕和菜粕的各自特点和历史走势：



图二、豆粕盘面



图三、豆粕和展期收益

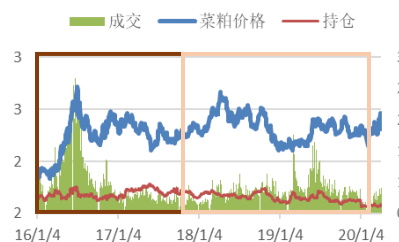


图四、豆粕和仓单

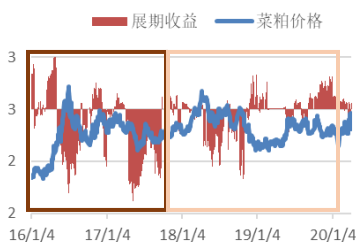
豆粕历史来看一直遵循均值恢复运动，呈现明显的宽幅震荡这一点和之前的大豆走势如出一辙。从 2016 年商品大反弹来看豆粕也没有表现十分亮眼，大概从底部 3000 左右上涨了 25%，最后也没有超过 4000 价位。当时得盘面远期价格在上涨的时候是升水结构的说明这依然是一波预期拉升的行情，但是现货商并没有很高看这一次的行情，在盘面拉升过程中仓单也是跟随上行的，贸易

商在不停的抛售库存到金融市场。我们在这里将豆粕走势分成两次完整的均值恢复过程：第一次 2016 到 2018 年，第二次 2018 年到 2020 年初。第一阶段：首先从 2016 年反弹开始豆粕价格短期内快速拉升，同时伴随升水行情结构，仓单跟随上行。到达峰值的位置之后价格结构首先崩塌，从升水一下子变成了贴水行情，同时仓单开始下降，价格开始回落，随着价格回落贴水率不停拉大，说明当时的下跌是远期价格拉动的，远期跌幅要大于近期，贸易商看到远期崩溃就不在抛售库存了，随着仓单的有效减少价格开始筑底止跌。同时可以看到价格筑底过程中盘面的远期结构开始收敛，从之前的高升水或者高贴水行情转换到了远期基本上平水结构，说明当时市场上的参与者对现在的价格比较满意，并且意见一致。紧接着到了 2018 年初，第一阶段基本结束，豆粕的盘面再次出现了远期贴水拉大的走势，同时仓单开始增长，我们可以看到当时的盘面其实是有力的做空信号，因为远期倒挂同时贸易商抛售，强烈看空，但是这一次看空信号失败了，豆粕价格在 2018 年二月份左右大幅突破上行，同时远期结构一瞬间改变成了正向，说明豆粕价格在那段时间内远期大幅拉升，近期价格不变，当时的主要作用因素导致远期价格变得是贸易战，中国决定给美国进口的大豆加关税导致的。但是这一次拉升更像是一次脉冲行情，只持续了大概两周时间就销声匿迹。可以看到这次拉升之后过了两个礼拜远期结构再次从升水转向了贴水结构，同时价格开始下跌，当时的盘面信息是：远期贴水+高仓单压力=看空信号。盘面一口气跌回了 2016 年初的启动价格附近，然后远期的贴水结构瞬间收敛，价格结构再次转变成了远期升水，价格开始止跌回升，同时当时的仓单已经到了最近几年的最小值附近，这有给出了明显的做多信号：远期升水加大+仓单最小=强烈做多信号。行情从这里开始反弹，但是同样的事情再次发生了，反弹的第一个平台远期结构首先崩坏，再次变成了贴水结构同时仓单小幅上行，行情再次回调，回调到了深处之后远期结构又转变成了升水，再次反弹。。。循环往复。总结下来基本上就是：远期升水出现+仓单压力减小=做多→远期结构崩坏+仓单压力上行=做空→循环往复出现均值恢复运动。

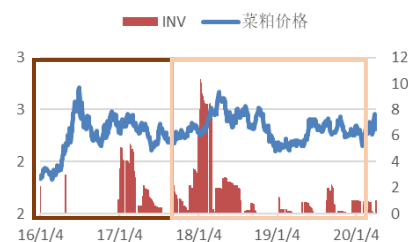
下面我们再看菜粕是不是也有类似的运行逻辑：



图五、菜粕盘面



图六、菜粕和展期收益

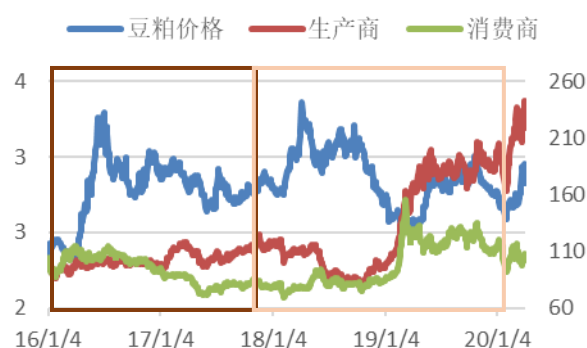


图七、菜粕和仓单

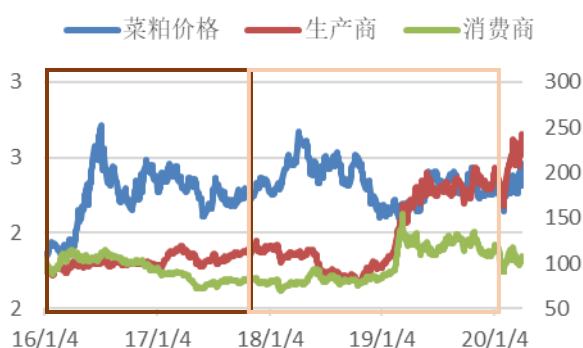
菜粕盘面走势和豆粕高度正相关，但是从菜粕的远期结构就能一下看出，菜粕的远期结构比豆粕差了很多，首先菜粕的远期结构十分凌乱，没有明显的规律性，同时总体来看菜粕的价格结构呈现倒挂的情况居多，最近几年从 2016 年开始大部分时间都有一个比较深度的倒挂盘面结构。这种倒挂结构主要是来自菜粕的低库存影响下，投机者可以进场做多近期价格在移仓换月的时候有一个成本节省的过程。这里我们按照同样的分段方式对菜粕进行历史复盘。第一阶段 2016 年到 2018 年，第二阶段 2018 年到 2020 年初。从 2016 年初的大反弹开始，菜粕出现了一段时间的正向价格结构同时伴随小仓单压力，这是明显的做多信号，菜粕价格如期反弹，但是随着反弹的进行菜粕马上准变成了倒挂的价格结构，说明远期价格并不跟涨，预期并不乐观，之后跟豆粕一样开始回调，从 16 年中旬之后菜粕的远期价格就一直处在倒挂走势，只有偶尔的正向结构出现。但

是菜粕每次出现大褂结构的时候仓单压力都能够明显的减小，说明贸易商也不愿意在倒挂的时候在抛售库存，菜粕总体上处在一个不上不下的局面这当中，上涨的话远期预期不跟随，下跌的话近期贸易商会停止抛售。这种尴尬的局面一直维持到了 2019 年之后才有所缓解。可以看到一个明显的转变就是从 19 年开始菜粕的贴水结构消失了，转而出现了长期的平水，伴随少量的升水结构，说明从 19 年之后菜粕的远期已经准变成了乐观趋势，同时从 19 年之后菜粕的仓单抛售就没有再出现过大量增加的情况了，整体上来讲菜粕的预期已经转成了乐观。从图六可以看到菜粕从 19 年末期开始出现了连续的升水结构一直维持了长达半年时间这是最近 5 年内都没有出现过的乐观预期。所以菜粕的内部结构发生了明显的转变，这种转变有望成为菜粕上行的动力。目前来看：远期的升水+低仓单压力=强烈做多信号。

下面我们再看看菜粕和豆粕对宏观变量的反应灵敏度和相关性：



图八、豆粕和股票指数



图十、菜粕和股票指数



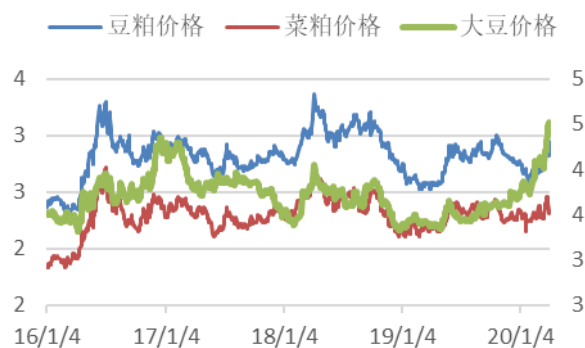
图九、豆粕和人民币



图十一、菜粕和人民币

这里我们采用的是同样的股票指数来分析菜粕和豆粕，生产商主要是养殖企业和饲料生产企业，消费商主要是猪肉生产企业，这种划分不算贴切，但是纯粹的豆粕菜粕生产企业中国是没有的，因为我们大量的豆粕是通过进口的，同时豆粕只能作为大豆压榨的副产品不是一个企业的主要经营目的。从股票端可以看到，从 19 年开始两个指数一起突破航行进入多头，但是消费商指数反弹之后开始走弱，由于大豆价格上行和养殖企业的存栏量回升生产商以养殖为代表的指数还在节节攀升。这说明整体上来讲饲料行业利润在提高，总体上需求端是乐观的。再看两者对人民币相关性。由于中国豆粕严重依赖进口，豆粕价格对人民币呈现出明显的负相关性，人民币升值豆粕价

格下降，人民币贬值豆粕价格上升。但是相对来讲菜粕就没有那么强烈的相关性，总体上菜粕的价格变动是伴随豆粕进行的。从图中可以看到 2018 年以来人民币持续贬值，两粕的价格就开始有了支撑。考虑到现在大宗商品暴跌，两粕走势颇为强势，部分原因和人民币贬值有关，另一部分主要原因还是大豆价格的过快上行，导致成本端有了很大提升。



图十二、两粕和大豆价格

从上图我们看到，大豆近期的强势有效拉动了豆粕价格的上行，但是没有给与菜粕价格足够支撑，这是情理之中的。同时反映出，近期的豆粕价格上行主要来自大豆的成本端的支撑而不是人民币的贬值导致的。但是从两粕的抗跌性来看，人民币贬值确实起到了支撑作用。长期来讲这种严重依赖进口的商品价格势必会受到人民币价格变动的间接作用得到支撑或者压力。