

■ “舌尖上的期货”系列之三

# 双粕价差走高 油厂“挺粕战”在即

□本报实习记者 叶斯琦

7月以来，双粕都处于整体下行格局，不过近期二者走势却出现分化。菜粕一路熊途漫漫，而豆粕期货的价格则有所回暖，近期豆粕与菜粕期货之间的价差明显扩大。同样都是饲料产品，为何豆粕期价会出现分化？接受中国证券报采访的分析人士指出，前期双粕现货价差过大，引发现货间的替代效应，抑制了菜粕消费，导致各主产区菜粕库存积压，这是近期菜粕相对豆粕大幅补跌的主要原因。作为油厂主要利润来源，粕类价格下跌，或坚定油厂挺粕价的心理，国内油厂可能全面展开挺粕价行动。

## 双粕走势现分化

7月以来，在供需不平衡的驱动下，菜粕和豆粕期货都处于整体下行的调整格局。数据显示，7月1日以来，菜粕指数在32个交易日内累计下跌了16.61%，豆粕指数则累计下跌了9.77%。截至8月13日，菜粕1501合约报收于2382元/吨，豆粕1501合约报收于3247元/吨。

值得注意的是，虽然双粕都处于下行格局，但近期二者走势却出现明显分化。菜粕一路熊途漫漫，而豆粕价格却有所回暖，近期豆粕与菜粕期货之间的价差明显扩大。

对此，市场人士普遍认为，前期双粕现货间价差过大导致当前的回调，这是近期豆粕比菜粕抗跌的主要原因。

“前期豆粕下跌时，菜粕因受国储指导价影响，一直没有跟随下跌，这引发现货间的替代效应。”银河期货油脂油料事业部副总经理孙鹏表示，当双粕之间价差偏小时，饲料企业会优先使用豆粕；反之，当两者价差扩大时，饲料企业会增加菜粕对豆粕的替代，减少豆粕需求。

“在今年菜粕现货集中上市之前，其与豆粕价差已经拉到历史高位。”中粮期货分析师程龙云认为，相对高价抑制了菜粕消费，导致各主产区菜粕销售不畅，库存积压，菜粕只有相对豆粕价格下跌，才能赢回市场份额，进而逐步去除库存。

银河期货首席农产品分析师梁勇同时指出，菜粕和豆粕之间虽有一定替代性，但需求范围并不完全相同。菜粕主要作为水产饲料，而豆粕主要用在牲畜和禽类饲料中。需求端的差异，也是两个品种走势分化的原因。



新华社图片 合成/刘海洋

资料显示，在我国，豆粕和菜粕占据蛋白饲料总需求的前两位。90%以上的豆粕消费用于各类饲料，是牲畜与家禽饲料的主要原料；而我国水产饲料养殖行业菜籽粕用量占到菜籽粕产量的50%以上。

业内人士认为，交易所之间的差异也可能导致了双粕走势分化。梁勇表示，菜粕和豆粕期货是不同交易所的品种，其中菜粕期货在郑州商品交易所挂牌交易，而豆粕期货在大连商品交易所挂牌交易，两个交易所的资金池并不相同，因此菜粕和豆粕的资金博弈程度也存在一定差异。

## 油厂挺粕意愿强

粕与油是油厂的两个主要利润来源。近期，粕价下跌之后，油厂将何去何从？

“大多数油厂进行了套期保值操作，因此菜粕价格下跌给油厂带来的风险并不大。反倒是对于菜油，油厂的套期保值率比较低，菜油价格下跌将令油厂承压较大。当前，虽然粕类价格下跌，不过进行套期保值的油厂盈利尚可，没有保值的油厂无疑亏损严重。当下菜籽的压榨利润比较低，后期压榨利润回归需要一个漫长的过程。”程龙云说。

当前，油脂供给稳定，消费不济，造成的亏损导致油厂转向挺粕价。而近期菜粕价格的下行导致油厂亏损扩大，更

坚定油厂挺粕价的心理。油粕比走势表明，自2011年起，油粕比一路走低，油厂挺粕意愿明显。

金友期货分析师郑晓艳指出，目前到港的大豆、菜粕都是5月份之前订的货，但自5月底以来，美豆价格不断下行，导致油厂亏损加大。若后期豆粕、菜粕继续下行，油厂挺粕价心理必将加强。

“油厂挺粕主要出于两个因素。首先，油厂垄断国内压榨市场，因此具有挺价的能力；其次，近两个月菜粕利润低迷，使油厂有挺价的需求。在能力与需求的推动下，国内油厂可能全面展开挺粕价行动。”郑晓艳说。

不过，短期来看，高开机率可能使油厂挺价较为困难。海关总署数据显示，7月份我国进口大豆747万吨，环比增长108万吨。由于大豆到港时间比较集中，近期油厂开机率一度达到56.27%的超高水平。宝城期货分析师龚萍认为，从大豆到港预报来看，预计这种高开机率还将持续数周。经过7月豆粕下行行情中的放量采购，当前饲料企业的豆粕库存可用天数大约在15天以上，因此短期内饲料企业的采购心态恢复谨慎，买涨意愿不强。如果后期油厂因压榨亏损而减少大豆进口，挺价可能才有实际效果。

展望后市，程龙云表示，在供给平稳而需求并不强劲的情况下，粕类市场依旧偏空，因此双粕很难重现去年上涨行情，油厂仍宜积极销售现货。

## 油脂积弱难返

告，上半年印尼棕榈油出口量为975万吨，低于2013年同期的1100万吨，预计2014年全年印尼将出口1900—2000万吨棕榈油，比2013年的2100万吨减少约9.5%。消费方面，今年上半年印尼国内生物柴油消费量只有280万吨，远低于预期的330万吨，降低了棕榈油的消费预期。

美豆增产预期强烈，开工回升致豆油库存高企。USDA8月13日凌晨公布最新月度报告，预计2014/2015年度美豆播种面积8480万英亩，单产45.4蒲/英亩，较上月报告上调0.2蒲/英亩，略低于市场预期45.5蒲/英亩；美豆产量预计38.16亿蒲式耳，较上月报告上调0.16亿蒲式耳；库存4.3亿蒲，较上月报告上调1500万蒲，高于市场预期的4.09亿蒲。美豆增产预期再度利空豆类市场。

7月中下旬以来国内油厂开工率再度回升，油脂库存突破130万吨。目前下游养殖行业正处于修复阶段，预计饲料需求将

刺激豆粕需求好转。油厂一方面预期下游消费好转，积极实施挺粕策略，另一方面前期积累大量豆粕订单需要执行。预计油厂开工率将持续回升，豆油产量随着增长，预计库存高企的局面短期内难有改观。

菜油库存压力最轻。一方面油菜籽进入减产周期。Inform在其8月供需报告中预期，2014/2015年度（6月至次年5月）全球油菜籽产量为6900万吨，低于此前预期的6950万吨，上年该值为7190万吨。国内方面，据国家粮食局消息，截至8月5日，湖北、四川等12个油菜籽主产区各类粮食企业累计收购新产油菜籽298万吨，比上年同期减少240万吨。另一方面，伴随着菜粕合同的执行，沿海菜籽压榨厂开工率回落，而菜籽油销售的去库存程度相对较好，截至8月8日，沿海库存11万吨，较上月同期最高20万吨的水平下降近50%。就三大油脂相比较看，菜油的压力最小，也可能在后期率先企稳回升。

## 高库存料继续“重压”矿价

材社会库存仅1300万吨，低于前几年同期1500万吨的水平。

7月下旬以来，宏观数据偏暖伴随稳增长信号持续释放，市场情绪开始好转，螺纹钢期价小幅上行。6月以来的发电量、水泥等高频数据表明，此轮经济反弹仍多由财政刺激支撑，实体行业基础并不稳固。随着上半年财政赤字的过度透支，宏观层面下半年财政刺激并不看好，经济反弹持续性值得质疑。且对于钢材行业来说，最主要的需求仍然来自房地产行业。在下半年房地产投资增速下滑背景下，需求趋势性好转几无可能。

钢厂维持盈利，但补库刺激愈渐疲弱。除了终端需求预期不佳，钢厂中间端对铁矿石的补库刺激也是逐渐减弱。回顾矿价3月末和6月末的两次反弹，触发因素均来自钢厂的原料补库行为。

6月下旬的这波补库，钢厂外矿可用天数由24天增加至30天，普式指数仅由92美元涨至97美元，涨幅5%，期矿主力由660元/吨涨至725元/吨，涨幅10%。

尽管4月以来钢厂持续盈利，但在悲观情绪及资金限制下，钢厂对矿价可接受范围也就在[90—97]美元/吨之间。港口1.1亿吨库存及不断攀高的发货量支撑钢厂这一心态。

库存风险压制上方空间，期价等待向下突破。除了钢厂补库这一阶段性利多支撑的减弱外，港口库存仍是矿价最大的隐患。尽管从库存总量看，7月份以来，港口铁矿石库存小幅回落。由从7月初最高1.16亿吨小幅回落至1.13亿吨。但较8000—9000万吨的正常库存量仍然十分富余。港口库存总量压制虽未进一

## 告别“冷夏” 菜粕将迎“暖秋”

□南华期货 刘冰欣

同为涨势强劲的粕类，进入三季度的菜粕明显“熄火”了，尽管整体走势仍好于油脂，但抗跌系数已然明显低于豆粕，上涨系数也依然低于豆粕。加上豆粕菜粕无论从现货价还是期价上均呈现价差收窄震荡的走势，更使得部分投资者看好价差的扩大走势做买豆粕抛菜粕的套利。而菜粕能否再度“崛起”也是投资者们关心的话题。

笔者认为，菜粕由于“内忧外患”等多重因素影响，现货期价均弱势下行，尤其是需求较差使得油厂挺价心理松动，胀库现象可能出现。目前菜粕的现货价格已经由7月中旬的3100元/吨下滑至现在的2950元/吨。后期九月、十月为全年水产消费的大旺季，随着菜粕现货的不断下跌，届时豆粕菜粕二者价差有望缓慢回归，8月下旬菜粕预计会有行情启动，需静待利空释放殆尽。

首先，豆菜粕的价差底部震荡使得企业采购需求转向豆粕。自今年三季度的回落以来，菜粕的熊市就一发不可收拾，上涨之时总是心有余而力不足，由于加拿大进口菜籽的不断下降，降低油厂采购成本，也对期价构成持续打压。

豆粕与菜粕在饲料添加上存在一定的替代关系。按照市场运行规律，豆粕与菜粕历史平均价差为1000元/吨，价差过小的话，在饲料配比中菜粕将会被豆粕配合其他品种大规模替代，从而菜粕价格面临夹缝性的压力。从现货价格来看，自2010年以来，六月通常是豆粕和菜粕价差最低值，因冬油菜一般在五月收获，六月上市，因此菜粕在六月份供给是最充裕的，之后二者价差会缓慢回升，九、十月份会达到年内的高点。今年自六月开始二者的价差就一直在800元之下，而七月开始就在500—650元/吨左右徘徊。价差的缩窄使得采购企业将需求转向豆粕。因此尽管此时处于水产旺季，菜粕的需求委实难以向好。

其次，库存消化缓慢，现货价格下跌双重利空。近日有消息称，江西省中储菜粕指导价下调至2900元/吨，安徽省中储菜粕指导价格在2880元/吨，执行有效期为7月26日—8月11日，8月11日之后，安徽省菜粕指导价格将下调至2800元/吨。指导价持续下调，加上进口菜籽的成本不断下跌，导致菜粕下方空间不断被打开。

截至8月10日，两港地区和福建地区的菜粕库存环比增加了0.238万吨至5.51万吨，而未执行合同减少了18.5万吨至35.35万吨，库存的增加而未执行合同数量减少，明显是需求放缓的态势，无形中使得现货压力增大。

再次，国内DDGS相关规定对期价提振有限。中国质检总局出台新规，要求美国运至中国的DDGS必须附有不含MIR162证明，DDGS进口减少甚至中断对后期菜粕需求预计有所提振。之前菜粕两拨牛市行情均因DDGS退运而到来，预计即便此番消息再度出现，对期价的提振力度也有限。

最后，USDA报告对菜粕影响中性。华盛顿8月12日消息，美国农业部（USDA）周二公布了8月的月度供需报告数据，预测今年大豆单产将达到45.4蒲式耳/英亩，比上年提高2.1%，7月份供需报告里预测美国大豆单产为45.2蒲式耳/英亩。大豆产量将达到38.2亿蒲式耳，比上年提高16%。相比之下，产量预测为38亿蒲式耳。平均单产和产量将双双创下历史最高纪录，但略低于业内平均预期值。

步增加，但库存结构仍对价格十分不利。据调研，当前港口仍有不少高价库存锁定其中，一旦矿价反弹过高即会流出从而压制价格。由于港口库存总体结构复杂且属性难以区分，我们以港口保税区库存作为锁定库存的样本。据Mysteel的数据，今年5月份时，港口铁矿石保税库存/总库存比例由前期5%突增增至7%。考虑当月普氏指数均价在100美元，因此在下游需求平稳背景下，预计普氏突破100美元即会有大量死库存流出。港口库存结构压制下，矿价难以突破100美元。

## ETF期权面世或推迟至11月

□本报实习记者 张犀

日前，对于其他工作将为沪港通推出让路的传闻，证监会层面作出“ETF期权与沪港通并行不悖”的表态，这让此前担心年内期权上市无望的市场人士吃了一颗“定心丸”。然而，时间已经到了8月中旬，尚未出现ETF期权明确上市时间信息，市场人士担心此前有关ETF期权8月面世的传言或成泡影。

记者从多家券商人士处获悉，ETF期权上市时间可能较此前市场预期的8月底这一时间点稍有延迟。

“之前我们预计最有可能是在8月28日或29日推出ETF期权。”一位之前就职于期货公司、现在就职于券商的市场人士告诉记者，从目前看，8月底推出的可能性不大，一周前，上海证券交易所通知让他们带客户于8月13日再度征求意见。“之前曾经也征求过数次意见，但对象主要是个人投资者。”

据了解，昨日参加此次会议的为部分大型券商的ETF期权负责人，每家券商需带三至四位个人投资者。据消息人士透露，此次座谈会的目的主要是向个人投资者征询意见同时对其进行相关培训。“参加此次会议的券商可能在10家以内，具体上市时间可能还没有确定。”

## BDI持续反弹 商品潜伏金九银十

□本报记者 王朱莹

随着“金九银十”渐行渐近，BDI指数也出现了企稳反弹态势，自7月21日以来累计涨幅高达14.21%，一扫此前颓势。

分析人士指出，国际矿山加大发货量及旺季来临是指数反弹的主要原因，未来随着矿山加快抢占中国市场份额的脚步，BDI指数仍有反弹动力。

## BDI指数企稳反弹

自7月21日创下阶段低点723点之后，BDI指数便开启了一轮企稳反弹，尤其8月7日以来更是加速上行，8月12日，指数报836点，单日涨幅5.56%，创5月以来最高单日涨幅，而自7月21日以来累计涨幅则高达14.21%。

BDI指数的强势反弹主要缘于海岬型船运价指数上扬。波罗地海海岬型船运价指数8月12日上漲153点或12.78%，至1350点，百分比升幅为去年11月来最大值。该型船舶的通常运载量为15万吨，运载铁矿石或煤炭等货物。

“从BDI最近走势来看，明显有反弹的迹象。我认为可能有两个原因：一方面，尽管中国铁矿石需求疲弱，但是由于国际矿山加大对中国铁矿石的发货量，导致海运费有所回升；另一方面，这可能与‘金九银十’季节性备货有关，在备货补库的预期下巴拿马型船舶有了提前反映。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇分析称。

国泰君安期货分析师刘秋平指出，8月以来，全球现货租船交易数量有所增加，这让整个现货运价持续得到支持。近期发布的数据显示，中国6月沿海煤炭运输量共计5730万吨，较5月仅减少110万吨（2%），但较去年同期增加480万吨（9%）。今年上半年全国沿海煤炭运输量共计3.387亿吨，较去年同期增加2250万吨。中国沿海煤炭运输量依然让干散货市场尤其对中小型船舶市场前景乐观。

程小勇认为，BDI反弹一方面反映出国际市场对于中国经济三季度信心有所好转；另一方面主要是季节性因素，特别是每年中国“金九银十”的消费旺季

此外，记者昨日拿到的最新《上证所ETF市场动态报告》中，也未提及ETF期权上市时间。

“在13日征求意见完毕之后，本月还剩下两周时间，根据以往的测试等经验来看，两周时间是不够的。目前还有一种观点认为，如果8月份推不出来，可能会推迟到11月份了。”上述市场人士说。

另一家券商结算部门相关负责人告诉记者，他在证券公司对ETF期权的普遍准备情况是：总部人员基本配置到位，系统还在开发完善，营业部的培训在开展中，客户的投教也在持续进行中。“ETF期权的上市工作可能会在10月底或11月开展。这样，对公司和行业来说准备期延长，可以准备得更充分。”

一位打算做ETF期权和股指期货套利的个人投资者表示，ETF期权推出以后，自己就可以正式做策略套利了。他表示，作为期货投资者，ETF期权将为自己在做股指期货投资和ETF投资之间搭建桥梁，增加策略的应用度和灵活性。“在持有ETF现货的情况下，一是可以通过买入相应数量的ETF认沽期权，可以锁定市场下行风险；其次还能通过备兑开仓，即在预期收益的行权价位卖出相应数量认购期权，赚取一定权利金。这些和股指期货结合起来有很大操作空间，希望等待时间不要太久。”他说。

的炒作。另外，海运过剩压力可能在下半年投放放缓的情况下有所缓解。

## 国际矿山争抢份额

BDI指数是目前世界上衡量国际海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数。如果该指数出现显著的上扬，说明各国经济情况良好，国际间的贸易火热。业内人士预计，随着未来铁矿石海运贸易量增加，BDI指数低位缓慢回升的动力仍然存在。

目前，四大矿山都在扩产当中，数据显示，2014年上半年，力拓、必和必拓、淡水河谷、FMG四大国际矿商合计铁矿石产量4.69亿吨，同比增长12.9%，进而推动全球铁矿石供给大增。同期，我国进口铁矿石4.57亿吨，同比增长19.1%。而后期国际矿山的产量还将更上一层楼。

具体来看，业内预计，必和必拓计划以低成本扩建Jimblebar矿年产能至5500万吨以及供应链去瓶颈化将支持其年产能能进一步提升至2.7亿吨。力拓则预计2015年上半年末还将提至3.6亿吨；FMG二季度铁矿石产销均创历史新纪录，2013/2014财年，FMG投资92亿美元的年产1.55亿吨扩建项目完成，2014年6月年化产能达到1.6亿吨。而巴西矿商淡水河谷的有色金属负责人则透露，计划五年内将出口中国的铁矿石数量加倍。

“目前，钢厂‘铁矿石’库存可用天数维持在15天左右，而铁矿石港口库存还很高，钢厂没有加大采购力度的迹象。而三大矿山加大发货力度是为了解化本身的产成品库存压力，抢占中国国产铁矿石市场份额。”刘秋平说。

对大宗商品而言，程小勇指出，“金九银十”的旺季可能会提供一定的反弹动力。然而从近日公布的经济数据来看，固定资产投资放缓，房地产投资继续低迷，制造业投资不见起色，预计“金九银十”旺季可能出现旺季不旺的情况。特别是7月份信贷数据显示货币政策并没有全面转向宽松，三季度政策力度会有所减弱，这使得大宗商品的反弹缺乏持续性。

中国期货保证金监控中心商品指数（2014年8月13日）							
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		78.58			78.42	0.16	0.20
农产品期货指数	931.79	928.04	933.17	927.26	931.65	-3.61	-0.39
油脂指数	632.14	630.85	633.94	630.66	631.86	-1.01	-0.16
粮食指数	1445.34	1443.27	1454.48	1439.00	1446.48	-3.21	-0.22
软商品指数	795.42	791.24	797.12	790.26	799.64	-8.40	-1.05
工业品期货指数	814.80	808.97	815.05	808.88	814.20	-5.23	-0.64
能化指数	763.95	763.89	769.63	762.70	766.66	-2.78	-0.36
钢铁指数	600.44	597.36	602.73	597.09	600.32	-2.96	-0.49
建材指数	694.36	691.34	696.76	691.06	693.86	-2.53	-0.36

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2014年8月13日）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1059.71	1062.06	1051.01	1051.57	-13.54	1056.37
易盛农基指数	1153.45	1154.45	1132.21	1134.73	-26.77	1140.09



南华期货  
NANHUA FUTURES

上海期货交易所2013年度 优秀创新项目

## 南华智创分析系统

让投资变得更简单

详询 400 8888 910