

大豆市场多空交织，豆类 合约延续震荡运行

2023年5月5日 星期五

兴证期货·研发中心

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

4月内外盘大豆均呈现下行走势，内盘行情整体跟随外盘走势变动，但表现相强势。4月豆系合约的交易逻辑为美豆播种进度与巴西大豆出口贴水情况。4月上半月内外盘豆类合约整体保持低位震荡，美豆出口符合预期，市场缺乏题材并等待美豆播种进度报告；下半月外盘大豆出现明显下跌，国内豆类合约随即走弱。

后市展望与策略建议

未来大豆、豆粕整体呈现震荡走势。供应方面，巴西收割接近尾声，产量基本确定，巴西大豆出口强劲与美豆播种进度良好对盘面形成多空扰动，豆类合约交易逻辑尚不明晰，外盘大豆整体呈现震荡走势。我国大豆供应存在趋松预期，二季度存在大量到港，豆类加工原料相对充裕。需求方面，随着巴西大豆CNF持续贴水，大豆压榨整体持续盈利，利好油厂开工，豆油、豆粕潜在供应量有所提升；但是华东、华北部分油厂5月计划停工检修，豆粕供应偏紧这一现实短期内难以逆转，同时豆粕库存持续下降，目前已经低于历史水平，在供应偏紧情况下，油厂挺粕将支持豆粕盘面价格，下游养殖端节前备货短期提振豆粕需求，



生猪养殖利润有所回升，但是该需求能否持续仍然存疑，未来关注养殖企业补栏意愿，豆粕整体保持震荡走势。

- **风险因素**

美国天气情况；巴西出口进度；下游豆粕需求变化

1. 行情回顾

截至 4 月 28 日，CBOT 大豆收盘价为 1419.25 美分/蒲式耳，较月初收盘价下跌 5.7%，内盘豆二合约收盘价为 3999 元/吨，较月初下跌 2.18%，豆粕合约收盘价为 3497 元/吨，较月初下跌 0.4%。4 月内外盘大豆均呈现下行走势，内盘行情整体跟随外盘走势变动，但表现相强势。

4 月豆系合约的交易逻辑为美豆播种进度与巴西大豆出口贴水情况。4 月上半月内外盘豆类合约整体保持低位震荡，美豆出口符合预期，市场缺乏题材并等待美豆播种进度报告；下半月外盘大豆出现明显下跌，国内豆类合约随即走弱。美豆播种进度方面，本年度美豆整种植环境较上年有所改善，市场对其播种较为乐观。美豆种植进度发布后，本期美豆播种进度远高于去年同期水平与近 5 年平均水平，播种进度超预期暗示的美豆种植良好开局释放利空情绪，外盘大豆整体下跌。同时，美国在 4 月下旬开始进口巴西大豆，巴西大豆的价格优势可能使美豆均价下降，外盘大豆现货价下降可能引发盘面抛售。因此，内外盘大豆在 4 月下旬集体下行。豆粕方面，现实情况对行情的影响强于预期，供应偏紧现实与节前备货需求支撑盘面。虽然进口大豆逐渐通关，原料供应趋松兑现，压榨利润上升提升油厂开工意愿，但是下游仍有部分油厂面临缺豆困境，同时 5 月华东、华北油厂将停工检修，原料供应宽松尚未完全转化为豆粕的实际产出；并且五一假期下游备货需求上升，豆粕成交量放大、油厂挺粕均对盘面价格形成一定支撑。但是我们同样发现，油厂与下游企业只争朝夕，在需求偏弱的情况下，一旦供应端出现利空预兆，豆粕价格支撑将快速坍塌。因此，豆粕潜在供应量的释放可能带来豆粕阶段性下跌行情。

图表 1：豆二主力合约 K 线图



图表 2：豆粕主力合约 K 线图



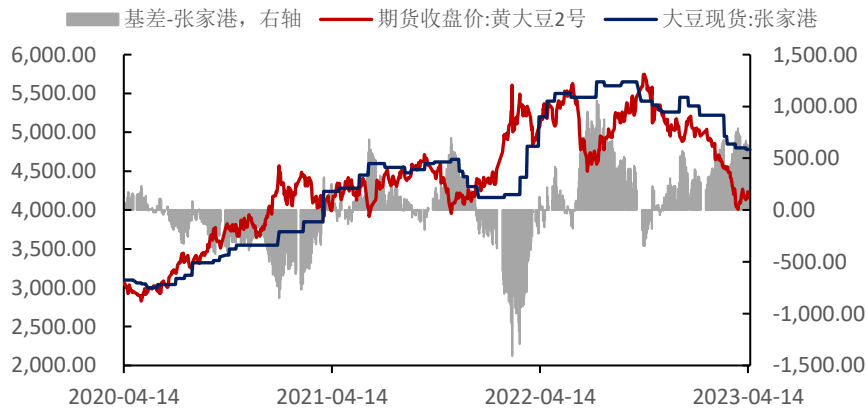
数据来源：同花顺，兴证期货研发部

图表 3: CBOT 大豆 K 线图



数据来源: 同花顺, 兴证期货研发部

图表 4: 豆二现货及基差



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

图表 5: 豆粕现货及基差



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

2. 基本面情况

2.1 供应端

2.1.1 主产国大豆种植生长情况与预期

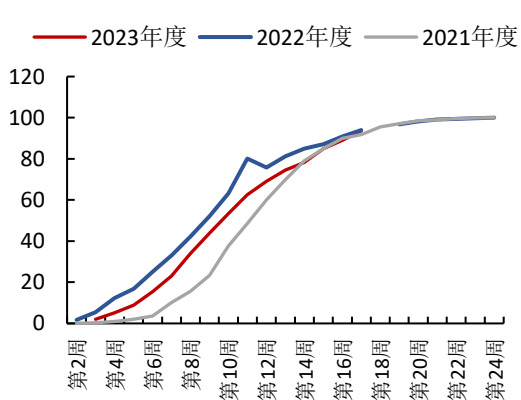
南美产量方面，巴西新作产量乐观，阿根廷减产已成定局，但存在进一步下降可能。巴西方面，大豆收割进度达到 93.7%，巴西大豆收获接近尾声，StoneX 产量调查基本维持原值不变，巴西 1.577 亿吨产量基本确定。

阿根廷方面，USDA4 月报下调产量至 2700 万吨，布交所报告则进一步下调至 2250 万吨，并表示当季产量存在进一步下调可能。虽然本年度阿根廷常量对全球大豆供应的贡献较低，但是该国产量的持续下降仍将对全球供应情况以及市场情绪产生一定影响。截至 4 月 27 日，阿根廷大豆收割进度为 28.2%，较去年同期下降 17.8%，第一季大豆收割进度达到 60%以上，第二季大豆整体进入灌浆期，但是存在二季大豆存在 60%的收割面积面临产量损失，阿根廷较大程度的减产成为事实。

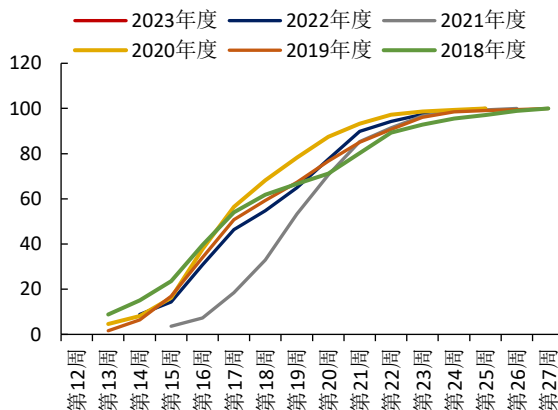
新季美豆方面，种植进度好于预期与去年同期水平，气候条件良好。气候预测显示，美国南部气候凉爽干燥，利于大豆等作物种植，同时主产区未来两周气温回升，并将迎来充沛降水，同时，大豆主产区干旱比例小幅下降至 19%，大豆整体生长环境良好。种植进度方面，截至 5 月 1 日，美豆种植进度达到 19%，高于去年同期 7%与近 5 年平均进度 11%，种植进度整体偏快，美豆种植前景较为乐观。

总体而言，上半年巴西 1.5 亿吨及以上总产量基本兑现，阿根廷产量扰动对盘面影响逐渐下降；美豆种植情况良好，市场对其持乐观态度，但未来仍需关注美国天气波动情况。

图表 6：巴西大豆收割进度

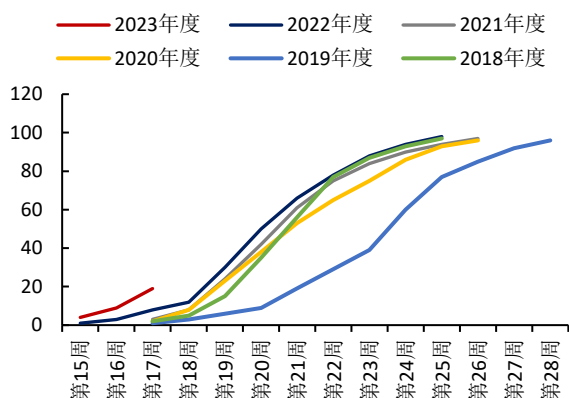


图表 7：阿根廷大豆收割进度

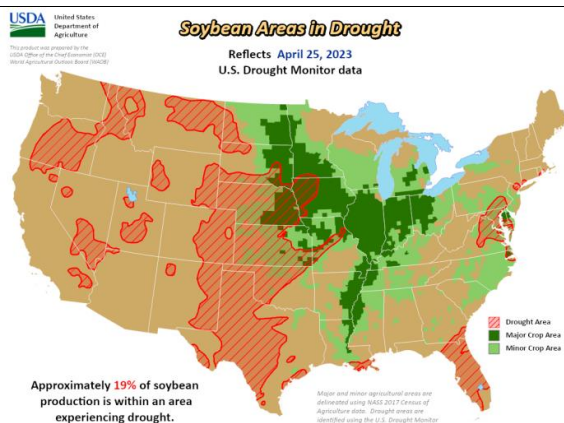


数据来源：conab，阿根廷农业部，兴证期货研发部

图表 8：美豆播种进度

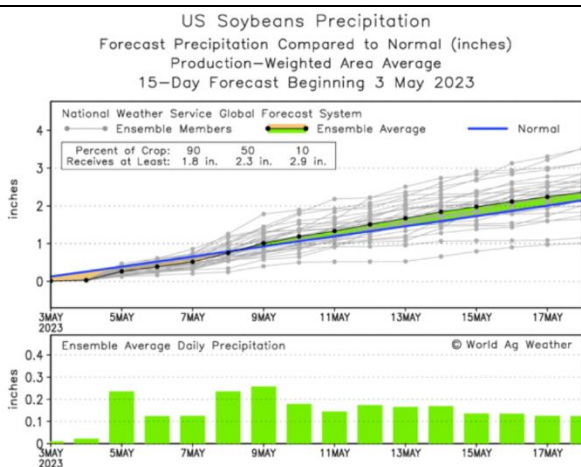


图表 9：美豆主产区干旱情况

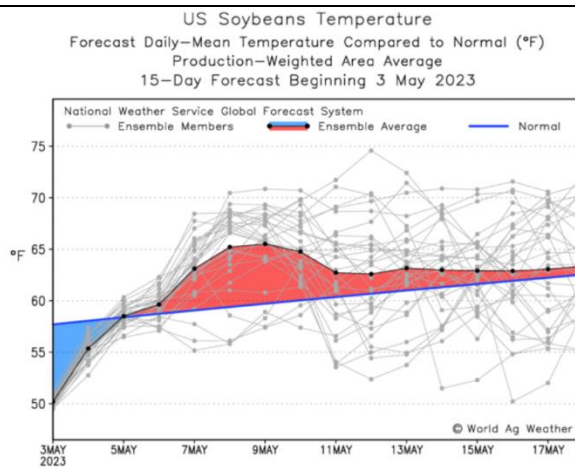


数据来源：USDA，兴证期货研发部

图表 10：美国未来 15 日降水预测



图表 11：美国未来 15 日温度预测



数据来源：AG weather，兴证期货研发部

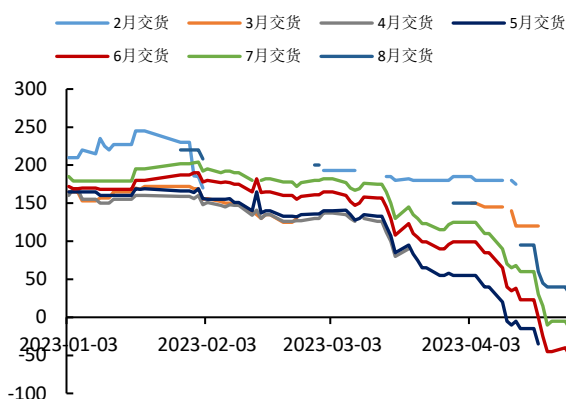
2.1.2 主产国大豆销售情况

巴西大豆大量出口，二季度整体大豆供应较为充裕。巴西新作大豆集中上市，巴西国内豆价下跌，5月船期CNF贴水一度达到-30美分/蒲式耳，巴西大豆的价格优势利好出口。本年度巴西大豆出口量较上年同期具有明显提升。巴西外贸秘书处数据显示，4月份巴西大豆出口量为1434万吨，较上年同期提高了25%，1-4月累计出口量较上年度提升3.4%，目前巴西大豆出口较为乐观。但是未来巴西出口量存在小幅下降预期。由于中国大豆需求有所下降，海运机构Cagonave预测，5月巴西大豆出口量预计为1200万吨，整体低于4月1400万吨水平。但是未来巴西大豆出口量仍将保持较高水平，目前巴西大豆出口量完成接近1/3，未来7个月内月均出口量可达到800万吨以上，因此，巴西大豆的价格优势以及美豆库存下降将使得巴西大豆仍为出口主力，市场关注巴西大豆的出

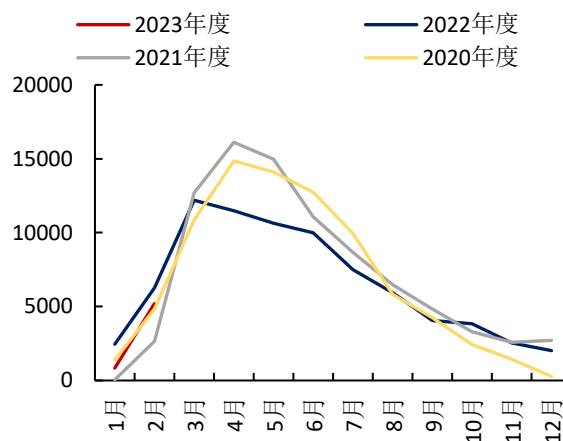
口情况，未来大豆给供应宽松预期基本不变。

美豆出口下降。截至4月20日，本月美豆累计销售总量为165.5万吨，较上月同期减少32.22%，美国累计向中国出口80.29万吨，较上月下降了30.8%，美豆进入出口淡季，销售进度基本完成。受限于与美豆低库存，压榨企业开始进口巴西大豆，进口成本下降对美豆均价存在不利影响，美豆盘面价格有所下降。

图表 12：巴西 CNF 价大幅贴水

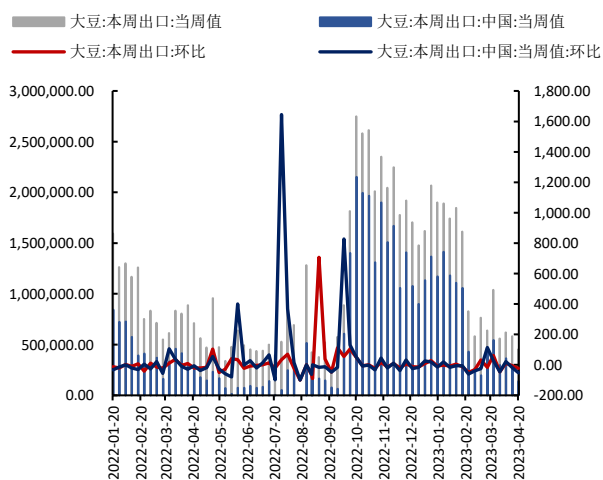


图表 13：巴西大豆出口数量



数据来源：海关总署，兴证期货研发部

图表 14：美豆销售进度



数据来源：USDA，兴证期货研发部

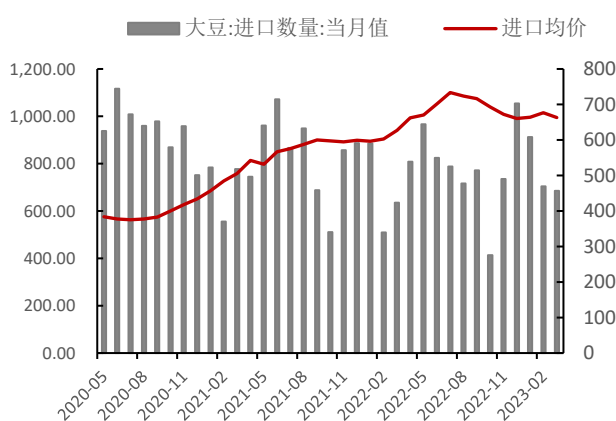
2.1.3 大豆进口与库存

我国3月进口大豆685万吨，到港量为510.25万吨，较上月下降2.7%，巴西港口拥挤以及国内进口大豆通关缓慢导致3月到港量相对较低。4月到港量为643.5万吨，较上月相比显著回升，

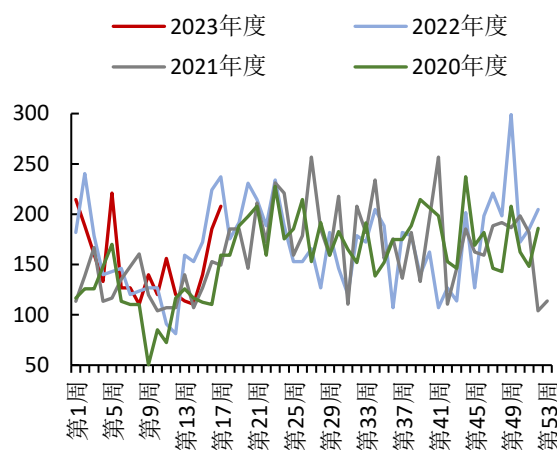
但不及预期 825.5 万吨。随着进口大豆陆续通关，未来大豆到港量整体较为乐观。目前巴西排船量与发运量数据整体保持高位，4 月 28 日当周，巴西排船量为 608.6 万吨，发运量为 260 万吨，发运-排船差值逐渐下降，巴西港口情况或将有所改善，大豆大量到港存在兑现可能。根据 Mysteel 预测，5、6 月将迎来月均 1000 万吨以上到港量，我国二季度大豆供应宽松预期不变。

国内库存方面，我国大豆库存持续回升。截至 4 月 28 日当周，进口大豆港口库存为 413.86 万吨，较上期 371.22 万吨增加 42.64 万吨，大豆港口库存持续类库。根据 Mysteel 调研显示，截至 4 月 28 日，主要港口与油厂大豆库存差值 95.15 万吨，库存差值逐渐上升，油厂大豆供应逐渐恢复，国内大豆供应逐渐稳定。

图表 15：中国进口大豆数量

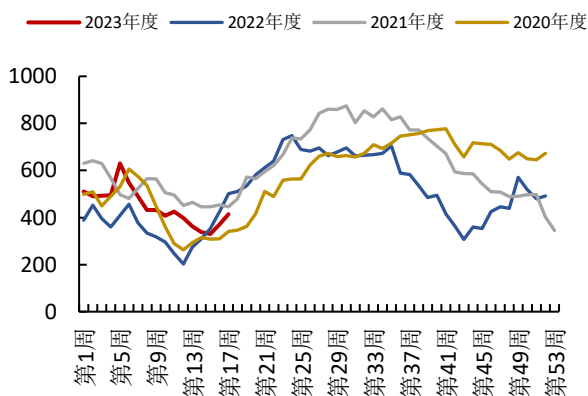


图表 16：大豆实际到港量

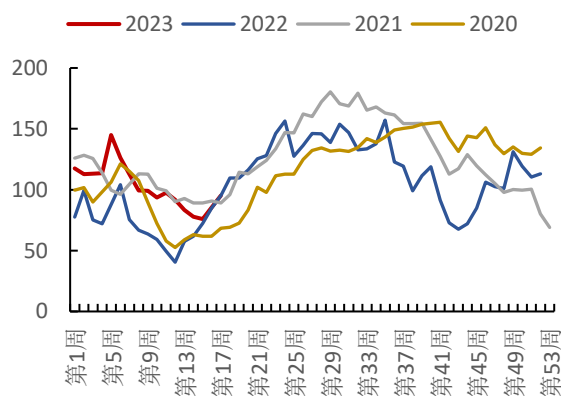


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

图表 17：大豆港口库存回升

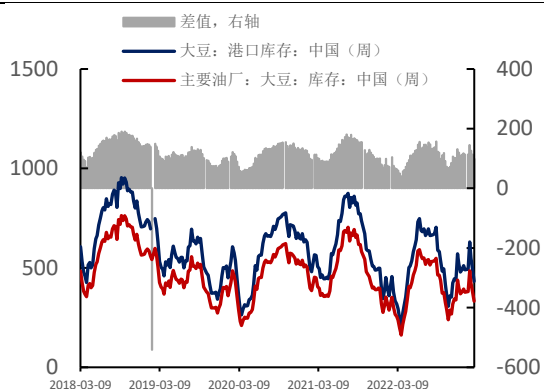


图表 18：港口-油厂大豆库存差值

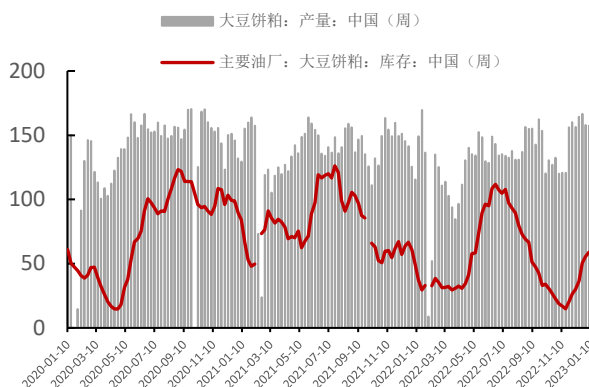


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

图表 19: 大豆港口与主要油厂库存



图表 20: 豆粕产量与油厂库存



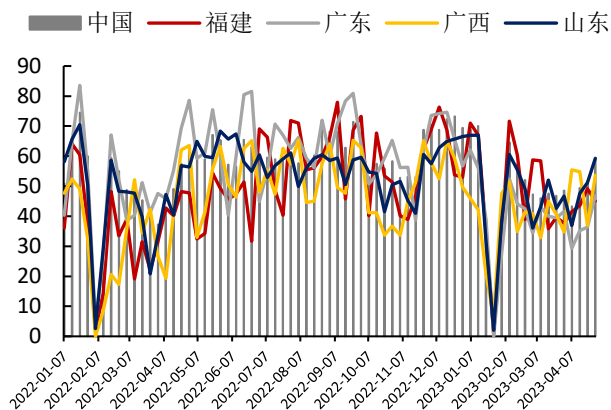
数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

2.2 需求端

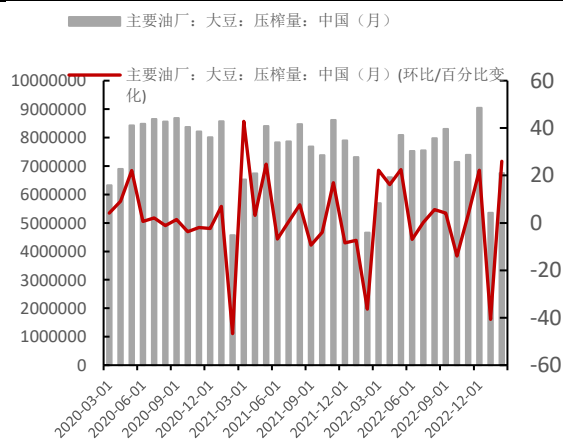
2.2.1 国内大豆压榨情况

全国油厂开工率较上月小幅上升。受大豆压榨利润上升、进口大豆通关加快影响, 4 月油厂开工率较上月相比小幅上升, 截至 4 月 28 日, 主要油厂大豆压榨量为 606 万吨, 辽宁、天津、山东、江苏、广东等地压榨利润分别为 213.8 元/吨、142.6 元/吨、13.8 元/吨、13.8 元/吨以及 -6.2 元/吨, 整体压榨利润相对较高, 全国、山东、福建、两广开工率为 59.25%、59.28%、45.05%、46.85%以及 53.65%, 整体开工率有所上升。

图表 21: 油厂开机率

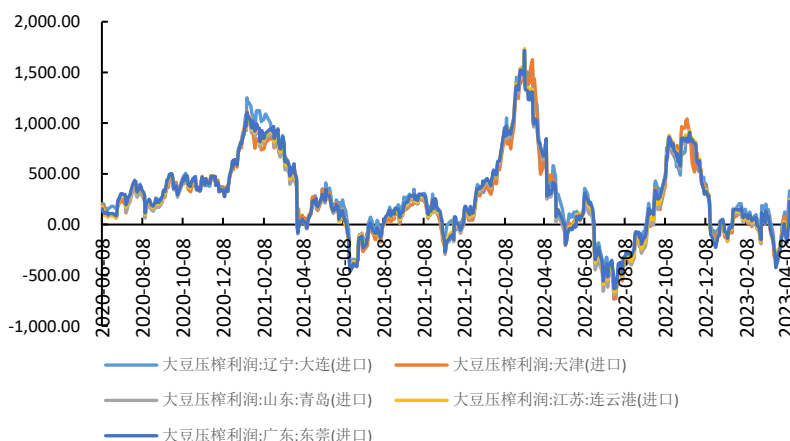


图表 22: 大豆月度压榨量



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 23：进口大豆压榨利润



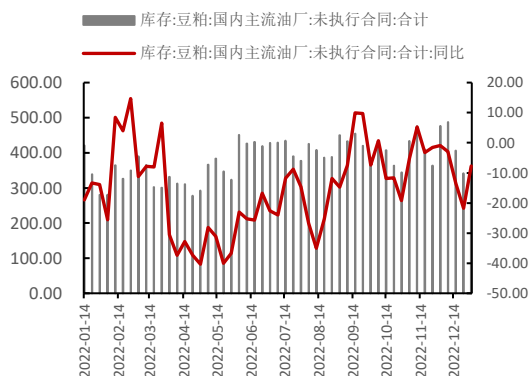
数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

2.2.2 国内豆粕需求

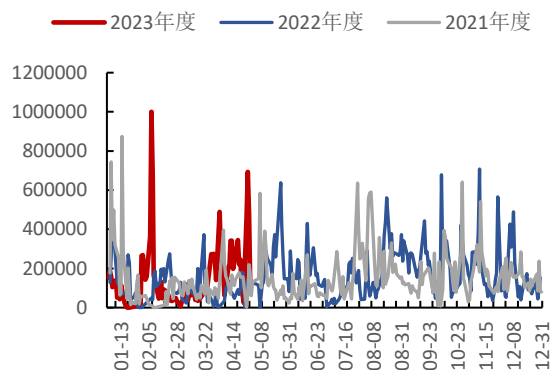
豆粕供应偏紧担忧叠加节日备货需求，豆粕成交量大幅上升。截至 4 月 28 日，国内豆粕成交量为 553.68 万吨，较上月增加了接近 141%。4 月受油厂缺豆停工影响，豆粕库存持续下降，在价格不确定性与供应担忧的双重影响下，饲料企业等下游厂商备货需求上升，豆粕供应偏紧油厂挺价，4 月豆粕现货价格波动较为剧烈，同时节日备货需求短期提振盘面，豆粕整体相对强势。截至 4 月 30 日，豆粕库存下降至 21.29 万吨，低于往年水平，但是豆粕产量企稳回升，豆粕库存或将止跌，但五一节后豆粕需求延续强劲态势存疑，未来恢复情况仍需进一步观察。

养殖方面，五一节日需求带动，生猪养殖利润止跌回升，节日需求带动猪肉消费，猪肉市场价为维持在 14.3-14.7 元/公斤，自繁自养生猪与外购仔猪养殖利润同样有所上升，分别为-299.36 元/头与-305.75 元/头，亏损程度有所减轻。目前能繁母猪与生猪存栏数持续小幅下降，但仍然保持在正常水平上，上半年生猪整体供应相对充裕，饲料产量小幅上升，关注养殖企业补栏、下半年猪肉供应情况以及下游猪肉消费修复情况。随着气温回暖，水产养殖逐渐开始，在一定程度上增加下游的豆粕需求，但豆粕主要需求为生猪养殖与禽类养殖，豆粕需求能否提振主要关注养殖业的补栏意愿。

图表 24: 豆粕未执行合约数量

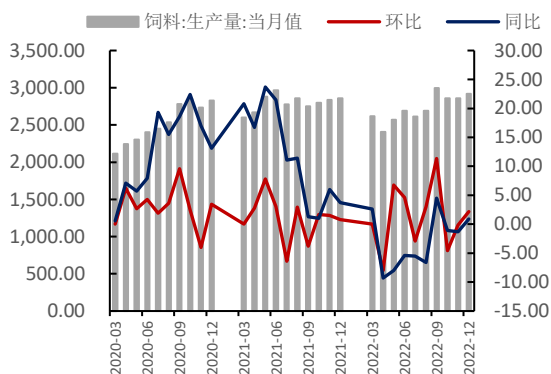


图表 25: 豆粕现货市场成交量



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 26: 饲料月度产量

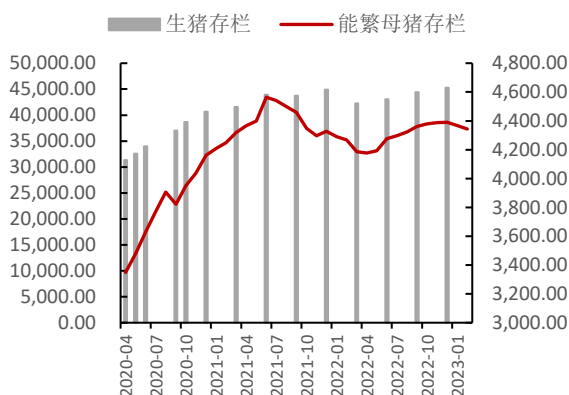


图表 27: 生猪饲料价格

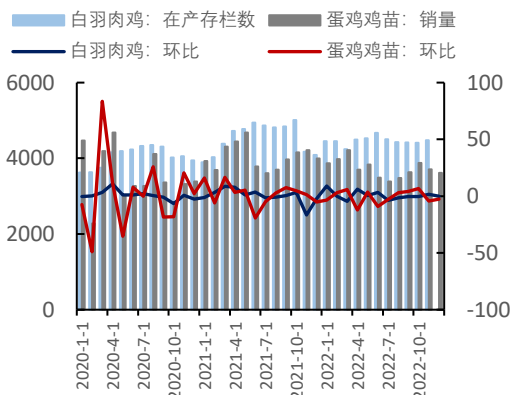


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 28: 生猪与能繁母猪存栏



图表 29: 禽类存栏数量

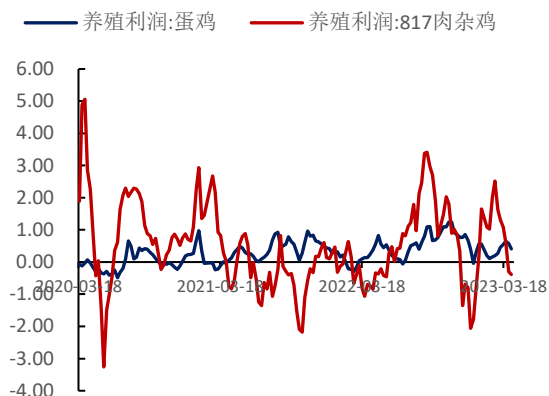


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 30：生猪养殖利润



图表 31：禽类养殖利润



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

3. 结论

4 月内外盘大豆、豆粕整体呈现震荡偏空格局。供应方面，巴西收割接近尾声，产量基本确定，巴西大豆出口强劲与美豆播种进度良好对盘面形成多空扰动，豆类合约交易逻辑尚不明晰，外盘大豆整体呈现震荡走势。我国大豆供应存在趋松预期，二季度存在大量到港，豆类加工原料相对充裕。需求方面，随着巴西大豆 CNF 持续贴水，大豆压榨整体持续盈利，利好油厂开工，豆油、豆粕潜在供应量有所提升；但是华东、华北部分油厂 5 月计划停工检修，豆粕供应偏紧这一现实短期内难以逆转，同时豆粕库存持续下降，目前已经低于历史水平，在供应偏紧情况下，油厂挺粕将支持豆粕盘面价格，下游养殖端节前备货短期提振豆粕需求，生猪养殖利润有所回升，但是该需求能否持续仍然存疑，未来关注养殖企业补栏意愿，豆粕整体保持震荡走势。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。