

供应端利空叠加宏观扰动压制盘面，豆类合约弱势运行

2023年6月2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

5月内外盘大豆先升后降，内盘行情整体跟随外盘走势变动，但跌幅小于外盘，交易逻辑为寒潮影响、产量趋松预期以及宏观扰动。5月上旬受寒潮影响，外盘大豆震荡上行，国内大豆整体跟随外盘走势；5月中下旬 USDA 超预期利空引发盘面跳水，外盘大豆一度跌破1300美分/蒲式耳，整体呈现弱势运行，国内受海关检疫缓慢影响，缺豆担忧对盘面形成一定支撑，但是走弱趋势不改。

后市展望与策略建议

5月内外盘大豆、豆粕整体呈现震荡偏空格局外盘跌幅强于内盘。供应方面，USDA 新作大豆供应预期宽松，厄尔尼诺气候利好美洲大豆种植，产量前景乐观，同时美豆持续的偏快播种利空盘面，供应端宽松成为美豆下行的主导因素。进口方面，虽然进口政策变动对我国到影响我国到港节奏，但该事件并未对豆类基本面形成明显影响，各地油厂将提前申报进口大豆流程，海关扰动对豆类合约的影响将逐渐消失。我国6、7月将迎来大量到港，进口大豆持续累库，国内供应相对稳定，宽松预期不变。同时随着油厂开工率提升，豆粕产量恢复至同期水平，豆粕开始累库，第三季度我国豆类产品供应整体呈现宽松情况。需求方面，

豆粕下游成交量下降，生猪存栏量未出现下降，下游需求尚未恢复。猪肉价格持续低迷导致养殖亏损这一情形尚未改变但 5 月中下旬豆粕价格下降，饲料成本下行使得亏损收窄，但是在生猪需求未出现明显好转前，下游豆粕增量驱动可能较低。因此，大豆、豆粕未来将延续偏弱运行，但需要警惕美国天气变化对大豆生长的影响。

● 风险因素

美国天气情况；下游豆粕需求变化

1. 行情回顾

截至 5 月 31 日，CBOT 大豆收盘价为 1299.5 美分/蒲式耳，较月初收盘价下跌 8.44%，内盘豆二合约收盘价为 3763 元/吨，较月初下跌 5.9%，豆粕合约收盘价为 3379 元/吨，较月初下跌 3.37%。5 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，但表现相对强势。

5 月豆系合约的整体存在较大利空，天气影响、产量预期、宏观扰动共同导致豆类价格的快速下行。5 月上旬受寒潮影响，美国大平原气温偏低，种植端担忧带动美豆价格上行，随着气温逐渐回升，霜冻影响程度下降，同时新季大豆供需表即将公布，市场整体保持观望，天气扰动带来的震荡上行运行趋势不变。5 月 USDA 报告带来超预期利空，气候改善形成的新作美豆、南美豆丰产改善全球库销比，大豆供应预期转向宽松，种植成本回落至 12 美元/蒲式耳左右同样打开美豆下方空间，报告发布后外盘大豆价格跳水，跌破 1300 美分/蒲式耳支撑位，美豆 11 月合约甚至降至 1230 美分/蒲式耳，美豆近强远弱格局逐渐形成，在基本面趋松的情况下，5 月中下旬外盘大豆整体呈现下行走势。同时，美债上限协议迟迟未达成共识，衰退预期利空整个大宗商品市场，豆油价格下跌成为后半月大豆价格下行的因素之一。国内方面，豆二合约整体走势与外盘大豆相似，但受突发事件影响，跌幅小于外盘。5 月上旬海关检疫政策趋严事件发酵，大豆入库时间将推迟 15-20 天不等，油厂缺豆担忧支持盘面，同时 5 月部分油厂仍将进行停工检修作业，在大豆阶段性短缺与开工率下行的情况下，豆粕阶段性供应紧张，库存一度降至 19 万吨的历史地点，在此情形下，油厂挺价叠加下游饲料企业“买涨不买跌”采购行为，豆粕现货价格与基差持续上行，阶段性紧缺未对豆粕未来基本面产生影响，期货盘面呈现震荡运行。

图表 1：豆二主力合约 K 线图



图表 2：豆粕主力合约 K 线图



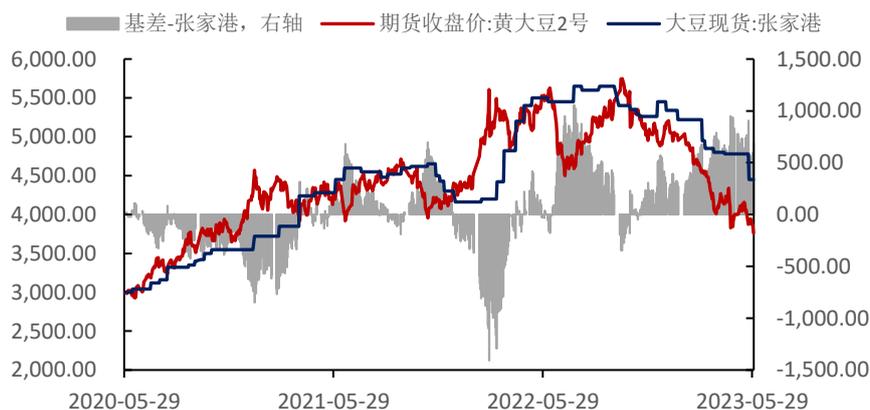
数据来源：同花顺，兴证期货研发部

图表 3: CBOT 大豆 K 线图



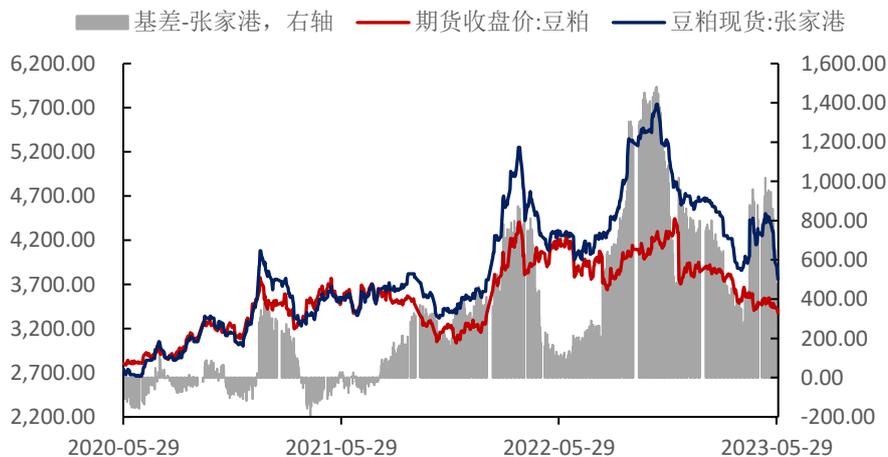
数据来源: 同花顺, 兴证期货研发部

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

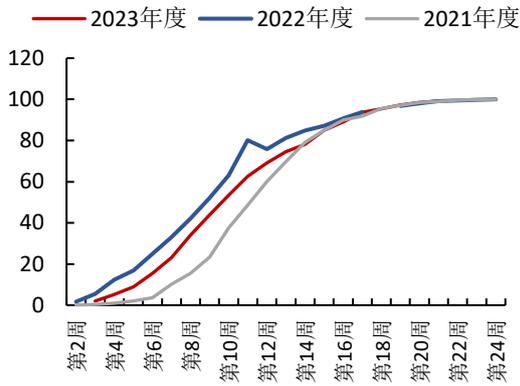
巴西大豆收割完成，2022/23 年度产量基本稳定。巴西大豆收割进度达到 99.3%，基本完成收割，根据 USDA、Conab、StoneX 等多家机构测算，最终产量将达到 1.566 万吨左右，较上月估计值上升 150 万吨，同时南里奥格兰德州产量有所恢复，巴西整体产量存在小幅波动，但丰产现状维持不变。同时，2023/24 年度巴西产量将达到 1.63 亿吨，仍然延续丰产预期。

阿根廷产量持续收缩，USDA5 月报下调产量至 2700 万吨，布交所报告则进一步下调至 2100 万吨，并表示当季产量存在进一步下调可能。阿根廷进度为 78.6%，低于去年同期水平。目前阿根廷 2022/23 年度大豆产量下降对市场影响基本消失。2023/24 年度中，由于气候转向厄尔尼诺，阿根廷种植环境较上年种植季将产生明显改善，USDA 报告预估期产量将恢复至 4800 万吨，全球大豆供应进一步趋松。

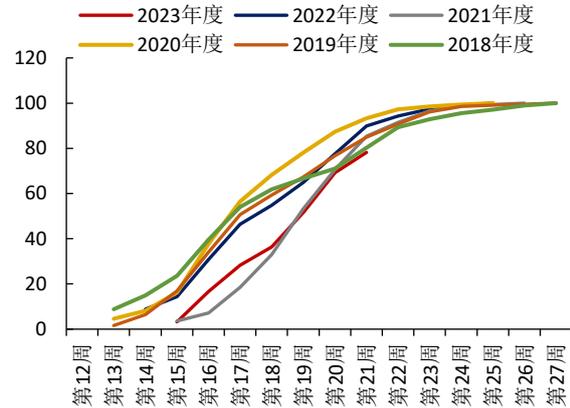
新季美豆方面，大豆播种完成 8 成，种植进度持续快于去年同期水平。5 月全月美豆主产区气候回升，降水有所减少，利好大豆播种工作，截至 5 月 30 日，大豆播种进度完成 83%，出芽率同样高于去年同期水平，2023/24 年度产量将达到 1.22 亿吨，远高于上年水平，整体而言美豆种植前进似乎非常乐观。但是近期干旱担忧小幅上升，根据气候模型显示，6 月美豆主产区降水情况仍然偏低，干旱水平维持在 20%左右，部分主产区存在干旱威胁，同时未来 7-10 周美豆将进入种植关键期，若厄尔尼诺带来的降水改善不及预期，在当前缺乏外盘缺乏题材、价格持续走低的情况下，美豆或将迎来较大幅度的反弹，因此未来将重点关注美豆产区降水变动与干旱发展情况。

总体而言，美国、巴西、阿根廷大豆产量预期均较为乐观，同时在美国、巴西丰产预期下，全球大豆进一步趋松，由供应边际趋松转向全面趋松，若天气情况保持良好，在未出现突然事件扰动的前提下，外盘大豆价格重心将逐渐下移。

图表 6：巴西大豆收割进度

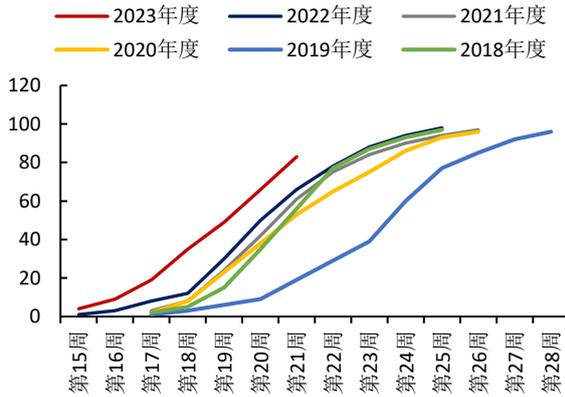


图表 7：阿根廷大豆收割进度

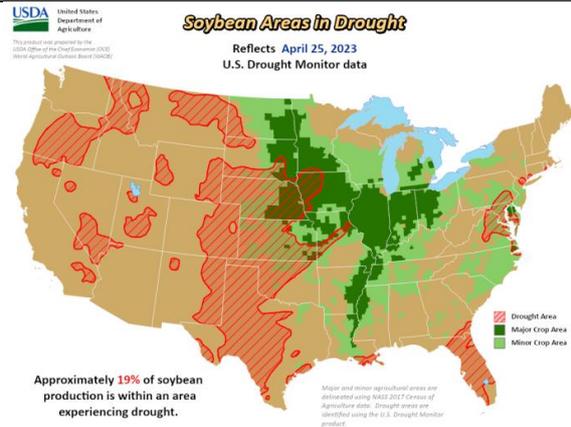


数据来源：conab，阿根廷农业部，兴证期货研发部

图表 8：美豆播种进度

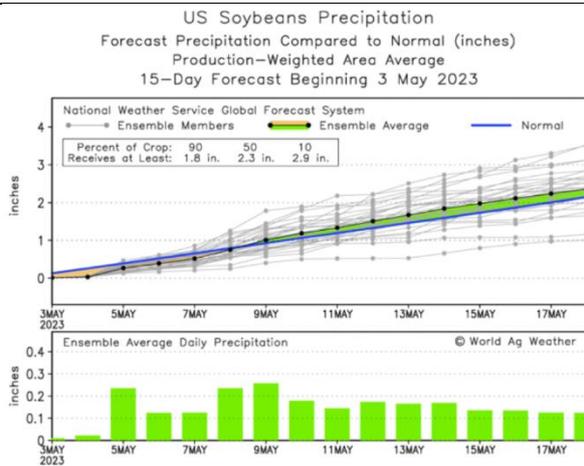


图表 9：美豆主产区干旱情况

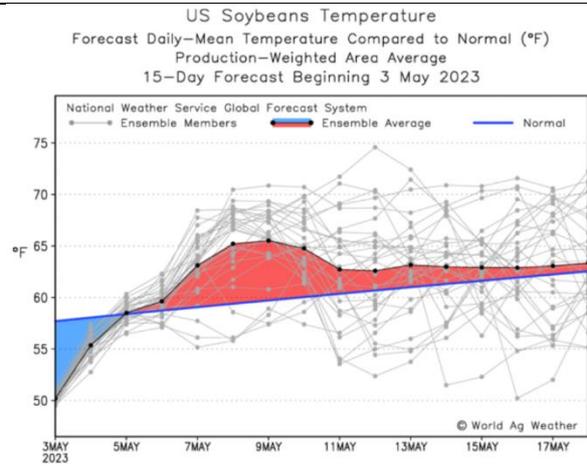


数据来源：USDA，兴证期货研发部

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



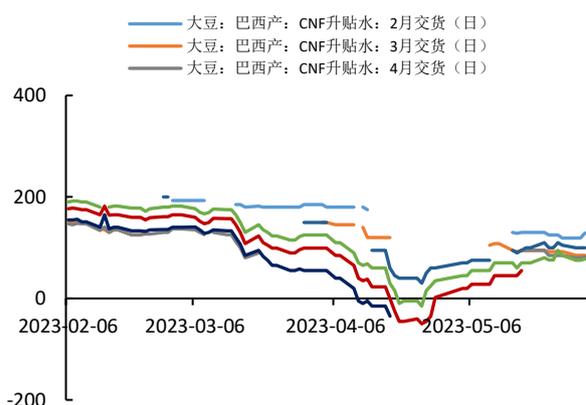
数据来源：AG weather，兴证期货研发部

2.1.2 主产国大豆销售情况

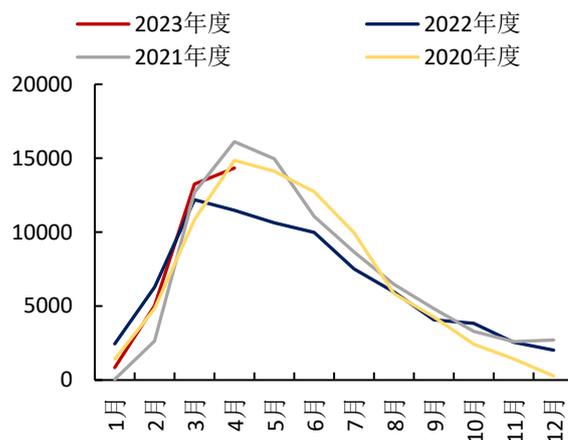
巴西大豆大量出口，预计可维持至8月。4月巴西大豆出口量达到1433.6万吨，Ance估计，5月大豆出口量将达到1460万吨，均高于去年同期水平，目前，巴西大豆卖压减轻，7、8月CNF升贴水回升至85美分/蒲式耳与100美分/蒲式耳，但由于在我国需求下降，巴西大豆销售进度受阻，第三季度仍然面临一定出口压力。巴西大豆的价格优势以及美豆库存下降将使得巴西大豆仍为出口主力，市场关注巴西大豆的出口情况，未来大豆给供应宽松预期基本不变。

美豆销售进度基本完成，出口数量持续下降。美豆4月出口量为200万吨左右，较上月下降近40%，同时美国压榨企业进口巴西大豆，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 价升水

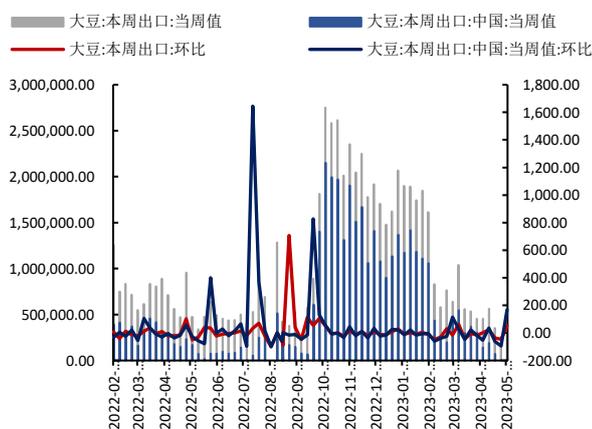


图表 13：巴西大豆出口数量



数据来源：海关总署，兴证期货研发部

图表 14：美豆销售进度



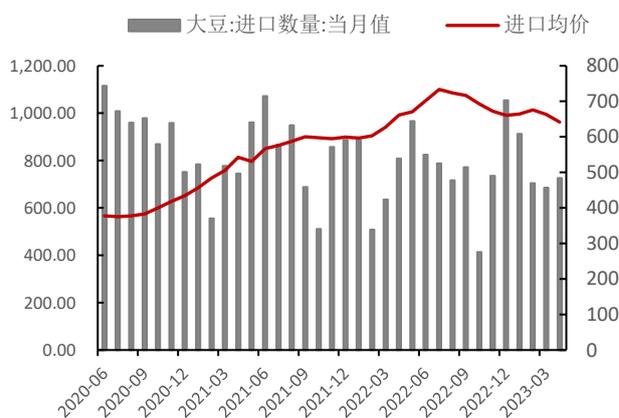
数据来源：USDA，兴证期货研发部

2.1.3 大豆进口与库存

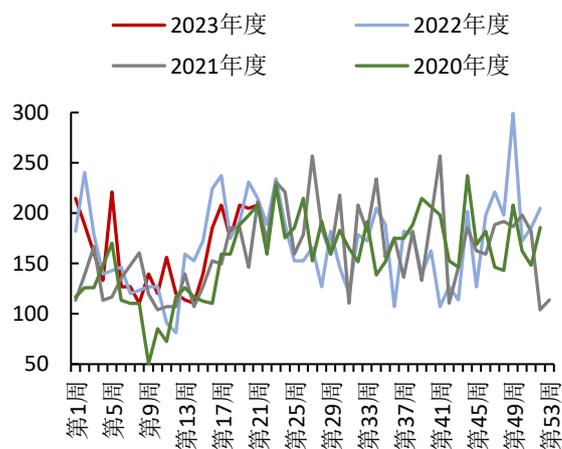
受海关政策收紧影响，我国 4、5 月大豆进口数量偏少。我国 4 月进口大豆 726 万吨，低于去年同期近 80 万吨，海关通关延缓影响 4 月下旬大豆通关进度。截至 5 月 26 日，5 月大豆到港量为 796.25 万吨，低于月初估计值 923 万吨，同样低于去年 5 月进口量 967 万吨，根据钢联数据统计，4、5 月至少将结转 200 万吨大豆至下月，排船方面，5 月截至 5 月 26 日，巴西计划排船总量将达到 2280 万吨左右，发运量为 816 万吨，周排船-发运差值为 326 万吨，较五月中上旬 420 万吨以上的排船产值有所下降，差值下降表明巴西港口拥堵正在逐渐减轻，出口中国的发运速度或将加快。因此，6、月我国将存在大量大豆到港，6 月到港量预计将达到 939.25 万吨。同时，由于巴西大豆含水量较高，近千万吨的进口量形成一定库存与供应压力，第三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 5 月 26 日当周，进口大豆港口库存为 515.6 万吨，较上期 4863.83 万吨增加 28.77 万吨，大豆港口库存持续上升，油厂库存同样呈现上升趋势，截至 5 月 26 日，油厂库存为 397.01 万吨，连续 7 周累库，但是较上年同期 486 万吨而言，油厂库存整体偏低。根据 Mysteel 调研显示，截至 5 月 26 日，主要港口与油厂大豆库存差值 118.59 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

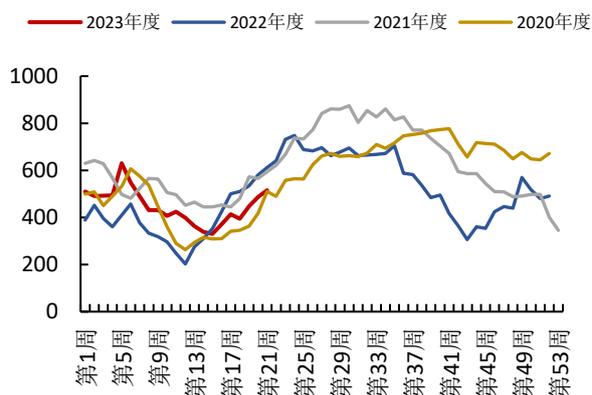


图表 16：大豆实际到港量

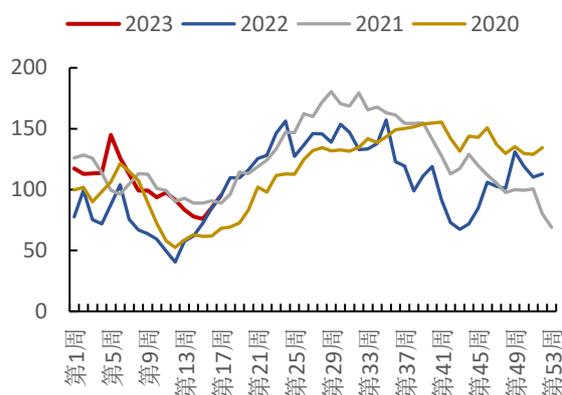


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

图表 17：大豆港口库存回升

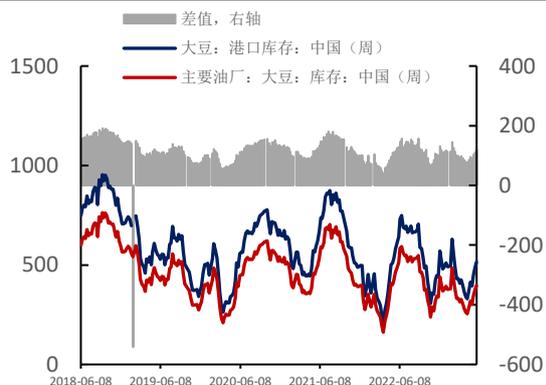


图表 18：港口-油厂大豆库存差值

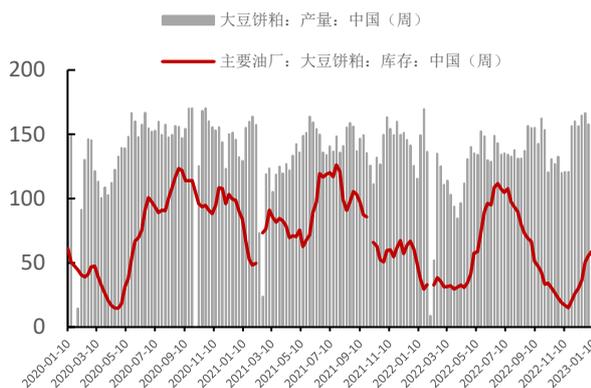


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

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



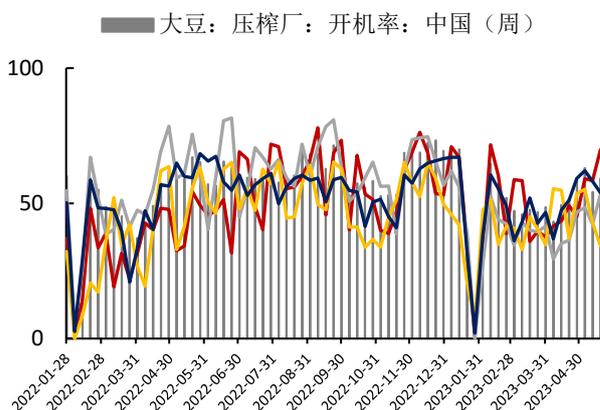
数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

2.2 需求端

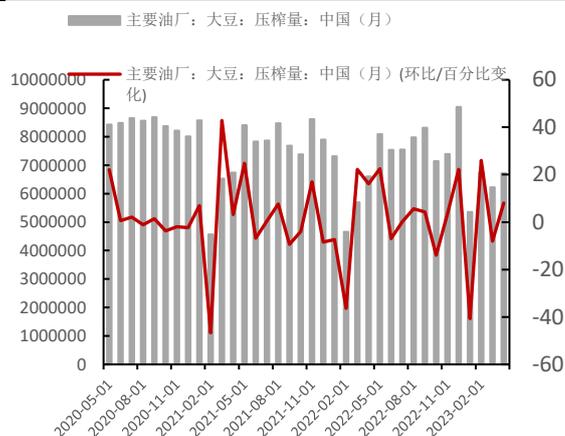
2.2.1 国内大豆压榨情况

全国油厂开工率先降后升，整体高于上月水平。截至 5 月 26 日，全国油厂开工率回升至 63%，接近去年开工水平。压榨量也同步回升，5 月油厂压榨量为 808 万吨，环比上升 20%，与去年同期压榨量相当，开工率与压榨量逐渐回归正常。压榨利润方面，5 月豆粕、豆油价格下行，全月压榨利润持续下降，目前出现出现较大亏损。辽宁、天津、山东、江苏、广东等地压榨利润降至-347.4 元/吨、-356.5 元/吨，-241 元/吨以及-191 元/吨，全国、山东、福建、两广开工率为 63.8%、68.64%、49.4%、48.5%以及 58.04%，整体开工率有所上升。

图表 21: 油厂开机率

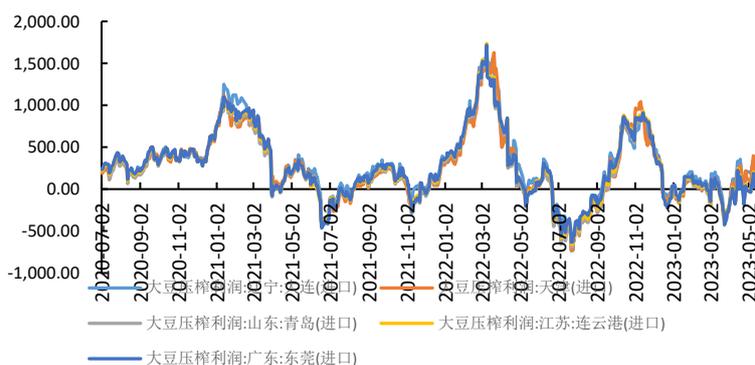


图表 22: 大豆月度压榨量



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

豆粕库存回升，豆粕日成交量大幅下降。5 月随着油厂开机率上升，国内豆粕产量为回升至 638.8 万吨，日均成交量由 56 万吨下降至 5 万吨左右，出现较大降幅，总成交量不到 400 万吨，豆粕累库开始。截至 5 月 26 日，豆粕库存回升至 26.8 万吨，整体仍然低于往年水平。目前豆粕产量上升企稳趋势不变，但第三季度节假日较少，豆粕成交量明显上升可能性较小，未来或将呈现供强于求格局。

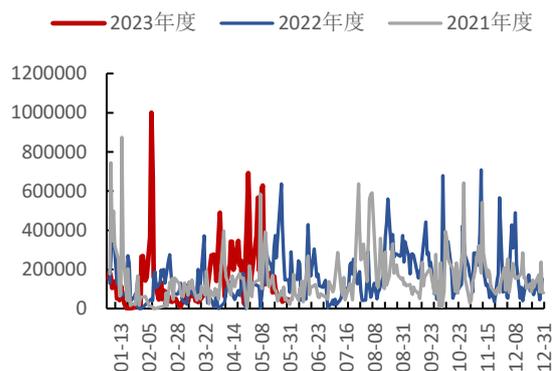
养殖方面，升值存栏未见明显下降，养殖利润亏损情况延续。养殖利润方面，5 月整体养殖利润亏损收窄，但是亏损局面尚未改变。截至 5 月 26 日，外购仔猪养殖利润为-311.86 元/

头，自繁自养利润为-223.62元/头，企业补栏谨慎。同时，商品猪存栏量为3384.31万头，较上月上升0.6万头，生猪库存去化缓慢，能繁母猪数量较上月下降20万头，但仍位于4382万头的高位水平，生猪供应整体较为充裕，猪肉价格同样维持低位，下游消费未见提振，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

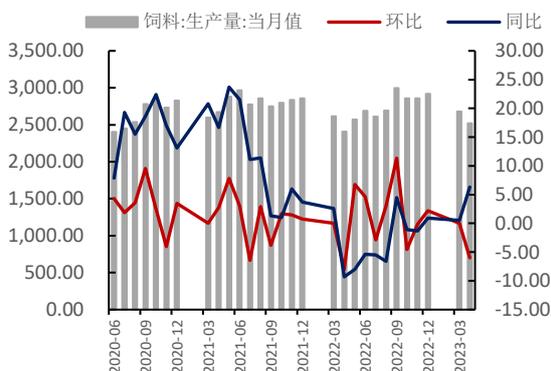


图表 25：豆粕现货市场成交量

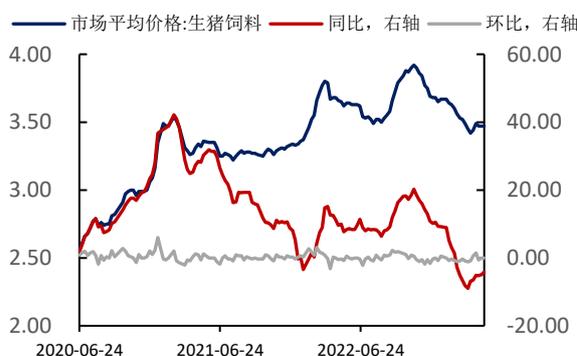


数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图表 26：饲料月度产量



图表 27：生猪饲料价格

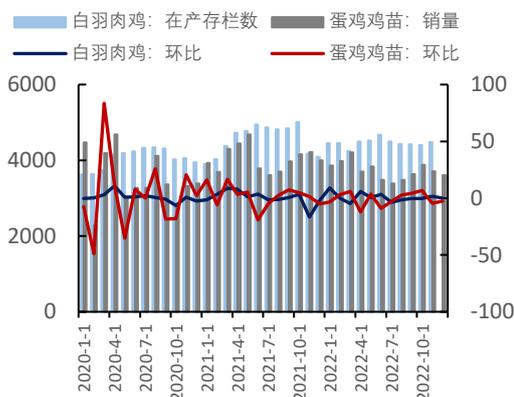


数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图表 28：生猪与能繁母猪存栏

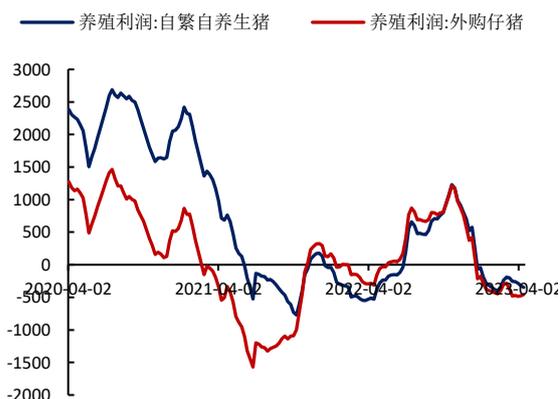


图表 29：禽类存栏数量



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

5 月内外盘大豆、豆粕整体呈现震荡偏空格局外盘跌幅强于内盘。供应方面，USDA 新作大豆供应预期宽松，厄尔尼诺气候利好美洲大豆种植，产量前景乐观，同时美豆持续的偏快播种利空盘面，供应端宽松成为美豆下行的主导因素。进口方面，虽然进口政策变动对我国到影响我国到港节奏，但该事件并未对豆类基本面形成明显影响，同时各地油厂将提前申报进口大豆流程，海关扰动对豆类合约的影响将逐渐消失，并且我国 6、7 月将迎来大量到港，进口大豆持续累库，国内供应相对稳定，宽松预期不变。同时随着油厂开工率提升，豆粕产量恢复至同期水平，豆粕库存明显上升，开始累库，第三季度我国豆类产品供应整体呈现宽松情况。需求方面，豆粕下游成交量下降，生猪存栏量未出现下降，同时下游需求尚未恢复，猪肉价格持续

低迷导致养殖亏损这一情形尚未改变。但 5 月中下旬豆粕价格下降，饲料成本下行使得亏损收窄，但是在生猪需求未出现明显好转前，下游豆粕增量驱动可能较低。因此，大豆、豆粕未来将延续偏弱运行，但需要警惕美国天气变化对大豆生长的影响。

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。