国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

豆粕期货月报

国元期货研究咨询部 2023 年 5 月 31 日

库存拐点已至，6 月豆粕将继续走弱

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

吴菁琛
电话：010-84555056
邮 箱
yjzx@guoyuanqh.com
期货从业资格号
F3051432
投资咨询资格号
Z0013764

刘金鹭
电话：010-84555100
邮 箱
yjzx@guoyuanqh.com
期货从业资格号
F03086822

【策略观点】

单边：

我们认为，6 月豆粕在成本端支撑不足、供强需弱基本面格局之下，盘面存在继续走弱的空间。USDA5 月报告奠定了美豆趋松供应基调，6 月美豆产区天气预期良好，预计美豆天气炒作窗口将有所延后，美豆市场缺乏利多支撑。国内豆粕供应端来看，6-7 月国内仍维持进口大豆巨量到港预期，海关政策对大豆延迟到港的影响边际减弱，目前国内进口大豆以及豆粕的底部拐点均已出现。需求端来看，国内生猪价格弱势运行、养殖利润疲软、豆粕竞品替代效应凸显等问题将继续发酵，预计 5 月豆粕消费端驱动有限，以利空为主。预计豆粕 2309 合约以偏弱运行为主，运行区间 3200-3600，维持逢高沽空观点。

套利：

（1）油粕比

随着进口大豆到港增加，预计豆系品种将整体承压，油粕比价缺乏持续驱动，以震荡为主，建议观望。

（2）豆菜粕差

09 合约豆菜粕供需面整体偏弱，价差预计震荡运行，观望为主。

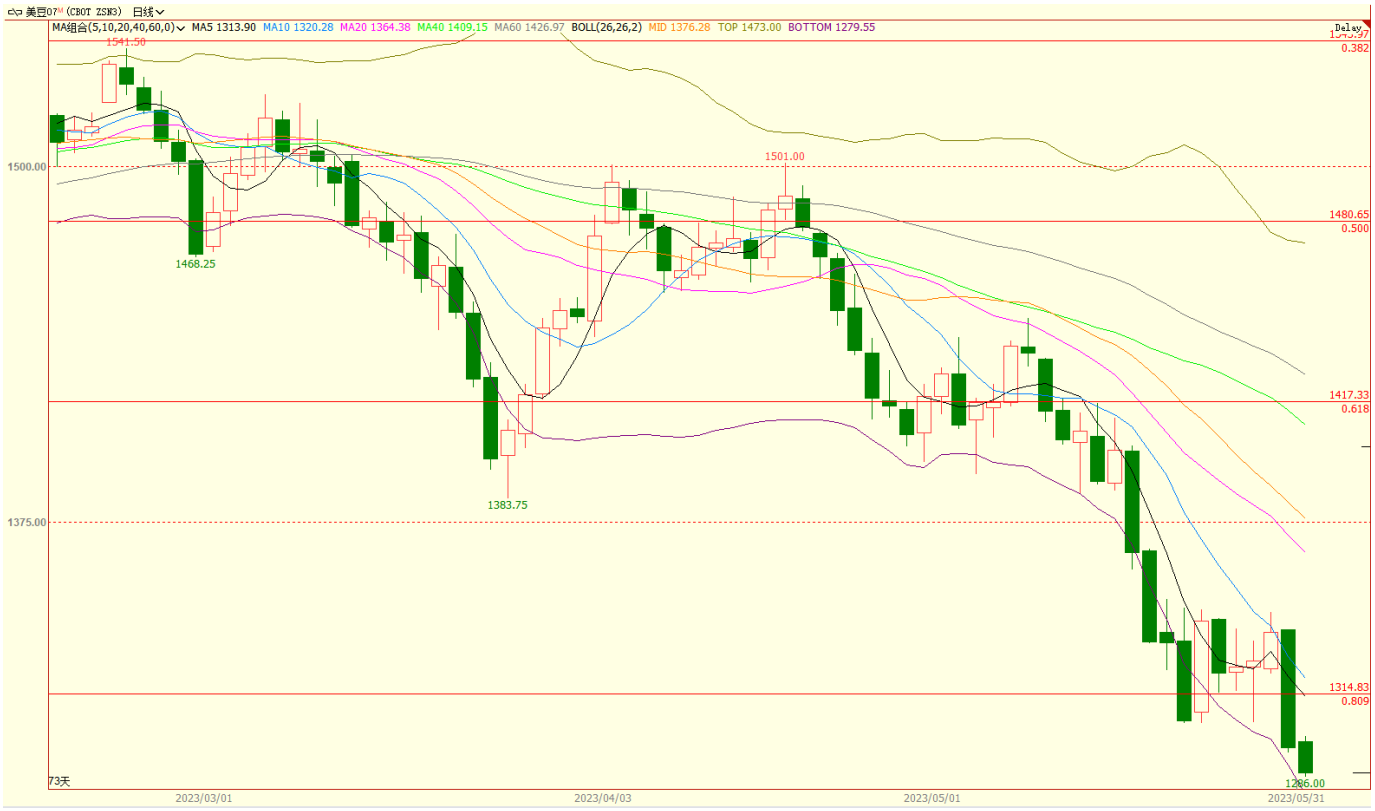
【目　录】

一、行情回顾.....3
二、全球大豆基本面分析.....4
2.1 全球大豆供应——2023/24 年度全球大豆供应趋松.....4
2.2 全球大豆需求——美豆内需较强外需偏弱，巴西出口预计创纪录.....6
三、国内大豆及豆粕基本面分析.....8
3.1 国内豆粕供应——到港延迟影响收尾，豆粕库存拐点将至.....8
3.2 国内豆粕需求——生猪养殖利润低迷，豆粕需求表现疲软.....10
四、行情展望.....12
4.1 单边走势提示.....12
4.2 套利机会提示.....12

一、行情回顾

5 月内盘豆粕较美豆坚韧，盘面呈现先扬后抑走势。本月盘面主要驱动因素在于 USDA5 月供需报告对 2023/24 年度全球大豆的供需预期，报告显示 2023/24 年度美豆、南美大豆单产、产量、压榨量以及期末库存预期同比大幅增加，报告将厄尔尼诺有助于美国大豆单产增加的因素考虑其中，提前定下本轮种植季后美豆供应宽松的格局，另外，美豆 5 月种植进度快于历年同期，天气良好之下天气炒作窗口或有所延后。国内供需来看，海关检疫政策变动影响边际减弱，国内进口大豆库存初现拐点，豆粕供应端供应压力开始显现在盘面上，同时生猪养殖利润率仍为负值，豆粕需求后劲不足，供强需弱预期之下，豆粕缺乏上行动能，盘面价格再度回落至近年历史性低位 3300 附近。

图表 1 2023 年 5 月 CBOT 大豆 & 豆粕主力合约走势





数据来源：Wind、国元期货

二、全球大豆基本面分析

2.1 全球大豆供应——2023/24 年度全球大豆供应趋松

1）USDA5 月报告强利空，全球大豆供应格局趋松

13 日凌晨，美国农业部发布 5 月供需报告，将全球当季大豆产量调高至 3.7042 亿吨，高于上月预测的 3.6964 亿吨，期末库存也调高至 1.0104 亿吨，高于上月预测的 1.0029 亿吨。报告最大亮点在于发布对 2023/24 年度的供需预测，预计全球大豆产量将同比大幅增长。2023/24 年度全球大豆产量预计为创纪录的 4.1059 亿吨，同比提高 4000 多万吨或 10.8%；大豆压榨量预计为 3.3231 亿吨，同比提高 1900 万吨或 6.1%；期末库存预计为 1.225 亿吨，同比提高 2150 万吨或 21.2%。下一年度美国大豆产量预计为 1.2274 亿吨，同比增长 640 万吨或 5.4%；阿根廷大豆产量预计提高到 4800 万吨，同比激增 2100 万吨；巴西大豆产量预计达到 1.63 亿吨，同比提高 900 万吨。中国大豆产量预计为 2050 万吨，同比提高 22 万吨；进口预计为 1 亿吨，同比提高 200 万吨。

2）美豆新作种植良好，产量预期同比涨幅超 5%

USDA5 月供需报告预计 2023/24 年度美国大豆产量将达到创纪录的 45.10 亿蒲，同比增加 5.5%；

但是由于南美竞争预计加剧，下一年度出口预计同比减少 2%，为 19.75 亿蒲；压榨利润良好，生物燃料行业的豆油需求强劲，有助于下一年度的大豆压榨提高到 23.1 亿蒲，同比增加 4%；期末库存预计为 3.35 亿蒲，同比增加 55.8%。大豆农场均价为 12.10 美元/蒲，低于 2022/23 年度的 14.20 美元/蒲。

从美国气候预测中心发布的厄尔尼诺—南方涛动（ENSO）概率图看出，预报机构对厄尔尼诺现象在数周内到达并至少持续到 2024 年初充满信心。厄尔尼诺现象在 2023 年 5 月—7 月期间发生的可能性为 82%，高于一个月前的 62%。2023 年 12 月至次年 2 月发生厄尔尼诺现象的可能性为 93%。而据历史统计，厄尔尼诺发生于美豆种植生长季发生的时候，带来单产增加的概率要高于其它年份。这也意味着 USDA5 月报告在对新作供需进行预测的同时已经包括了这部分的增产预期。同时，受良好天气的带动，美豆新作种植进度保持快于往年同期的水平，据 USDA 周度种植报告显示，截至 5 月 28 日，美国大豆播种进度为 83%，上周 66%，去年同期 64%，五年同期均值为 65%，市场预期为 82%。

3）南美大豆定产，上半年全球大豆供应宽松预期未变

USDA5 月报告维持 2022/23 年度阿根廷大豆产量，但是压榨调低 50 万吨至 3150 万吨，出口调低 10 万吨至 330 万吨。巴西大豆产量调高 100 万吨至 1.55 亿吨，出口调高 30 万吨至 9300 万吨。数据基本验证此前市场预期，尽管阿根廷大豆减产，但巴西增产部分足以弥补阿根廷减产部分，整体南美大豆供应仍同比增长。

巴西生产商将在 2023/24 年度扩大大豆种植面积，至 4520 万公顷，高于 2022/23 年度估计的 4350 万公顷。预计 2023/24 年度大豆产量为 1.59 亿吨，高于本年度估计的 1.525 亿吨。根据当前的市场状况和趋势，包括强劲的需求、高价和有利的汇率，预计大豆种植将增加。所有这些情况预计将持续到 2023/24 年度。

图表 2 USDA 报告整理——2023/24 年度全球大豆 & 美豆供需平衡表

美国大豆供需平衡表					
	2021/22	2022/23*	2023/24		年变动
			4月估计	5月估计	
种植面积（万英亩）	8720	8750	NA	8750	0
收获面积（万英亩）	8630	8630	NA	8670	40
每英亩产量（蒲式耳）	51.7	49.5	NA	52	2.5
期初库存（亿蒲式耳）	2.57	2.74	NA	2.15	-0.59
产量（亿蒲式耳）	44.65	42.76	NA	45.1	2.34
进口量（亿蒲式耳）	0.16	0.2	NA	0.2	0
总供应量（亿蒲式耳）	47.38	45.71	NA	47.45	1.74
压榨量（亿蒲式耳）	22.04	22.2	NA	23.1	0.9
出口量（亿蒲式耳）	21.58	20.15	NA	19.75	-0.4
种子用量（亿蒲式耳）	1.02	1.02	NA	1.01	-0.01
残余用量（亿蒲式耳）	0.01	0.19	NA	0.25	0.06
总使用量（亿蒲式耳）	44.64	43.55	NA	44.11	0.56
期末库存（亿蒲式耳）	2.74	2.15	NA	3.35	1.2
平均农场价格（美元/蒲）	13.3	14.2	NA	12.1	-2.1

2023/2024年度全球大豆供需平衡表									
单位：百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
全球	5月	101.04	410.59	169.77	332.31	386.49	172.41	122.5	21.92%
	4月	99.73	369.64	164.76	315.2	365.83	168	100.29	18.79%
	较4月变动	1.31	40.95	5.01	17.11	20.66	4.41	22.21	3.13%
	2022/2023年度	98.67	370.42	165.2	313.31	364.87	168.37	101.04	18.95%
	较上一年度变动	2.37	40.17	4.57	19	21.62	4.04	21.46	2.97%
美国	5月	5.86	122.74	0.54	62.87	66.29	53.75	9.11	7.59%
	4月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	较4月变动	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	2022/2023年度	7.47	116.38	0.54	60.42	63.69	54.84	5.86	4.94%
	较上一年度变动	-1.61	6.36	0	2.45	2.6	-1.09	3.25	2.65%
巴西	5月	33.1	163	0.45	55.75	59.7	96.5	40.35	25.83%
	4月	27.6	154	0.75	53.25	56.9	92.7	32.75	21.89%
	较4月变动	5.5	9	-0.3	2.5	2.8	3.8	7.6	3.94%
	2022/2023年度	27.6	155	0.5	53.25	57	93	33.1	22.07%
	较上一年度变动	5.5	8	-0.05	2.5	2.7	3.5	7.25	3.77%
阿根廷	5月	18.15	48	5.7	36.5	43.2	4.6	24.05	50.31%
	4月	23.9	27	8.3	32	37.7	3.4	18.1	44.04%
	较4月变动	-5.75	21	-2.6	4.5	5.5	1.2	5.95	6.27%
	2022/2023年度	23.9	27	8.3	31.5	37.75	3.3	18.15	44.21%
	较上一年度变动	-5.75	21	-2.6	5	5.45	1.3	5.9	6.10%
中国	5月	35.8	20.5	100	95	118	0.1	38.2	32.35%
	4月	31.4	20.28	96	91	112.3	0.1	35.28	31.39%
	较4月变动	4.4	0.22	4	4	5.7	0	2.92	0.96%
	2022/2023年度	30.32	20.28	98	91	112.7	0.1	35.8	31.74%
	较上一年度变动	5.48	0.22	2	4	5.3	0	2.4	0.61%

数据来源：USDA、国元期货

2.2 全球大豆需求——美豆内需较强外需偏弱，巴西出口预计创纪录

1）美豆 4 月国内压榨放缓

4 月份美国大豆压榨放慢，低于市场预期，美国全国油籽加工商协会（NOPA）月度压榨数据显示，4 月份 NOPA 会员企业压榨大豆 1.73 亿蒲，比 3 月份的 1.86 亿蒲减少 6.8%，但是仍较去年同期的 1.70 亿蒲提高 2 个百分点，也打破了 2020 年 4 月份的同期历史峰值 1.72 亿蒲。

2）美豆旧作出口销售接近尾声

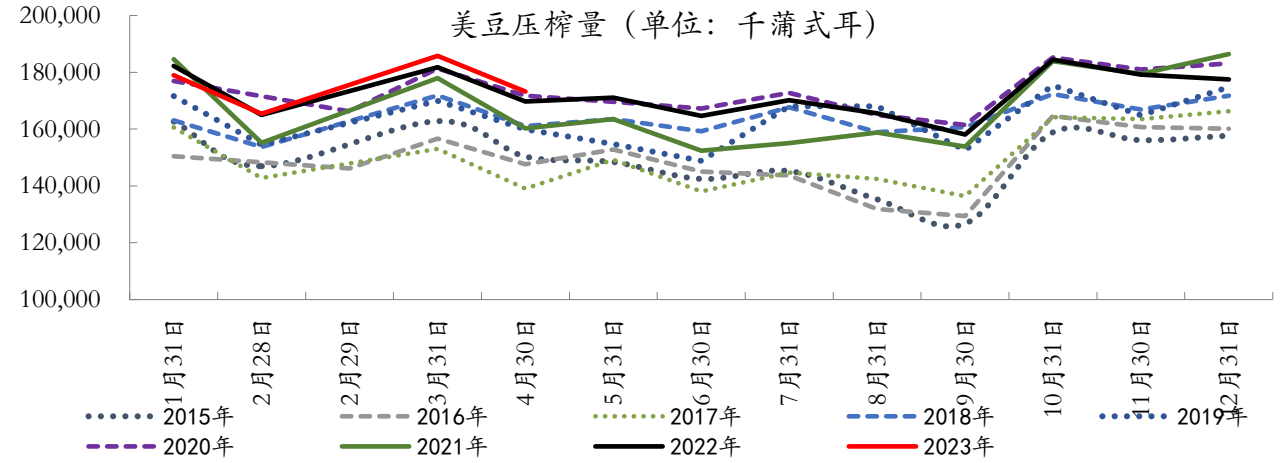
USDA 周度出口销售报告显示，截至 2023 年 5 月 18 日的一周，美国对中国（大陆地区）装出大豆 0.72 万吨；上一周对中国装运大豆 0.82 万吨；当周美国大豆出口检验量为 15.51 万吨，对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 4.66%。

截止到 5 月 18 日的过去四周，美国对华大豆检验装船量累计为 28.03 万吨。迄今为止，2022/23 年度(始于 9 月 1 日)美国大豆出口检验总量累计达到 4819.95 万吨，同比减少 1.9%。上周同比减少 1.2%，两周前同比提高 0.2%。其中对中国出口检验量累计达到 2951.70 万吨，占比 61.24%。截至 5 月 11 日当周，美国 2022/23 年度累计出口大豆 4766.98 万吨，较去年同期减少 105.09 万吨，减幅为 2.16%；USDA 在 5 月份的供需报告中预计 2022/23 美豆年度出口 5375 万吨，目前完成进度为 88.69%。

3）巴西 5 月出口高于此前预期，本年度出口预期创纪录

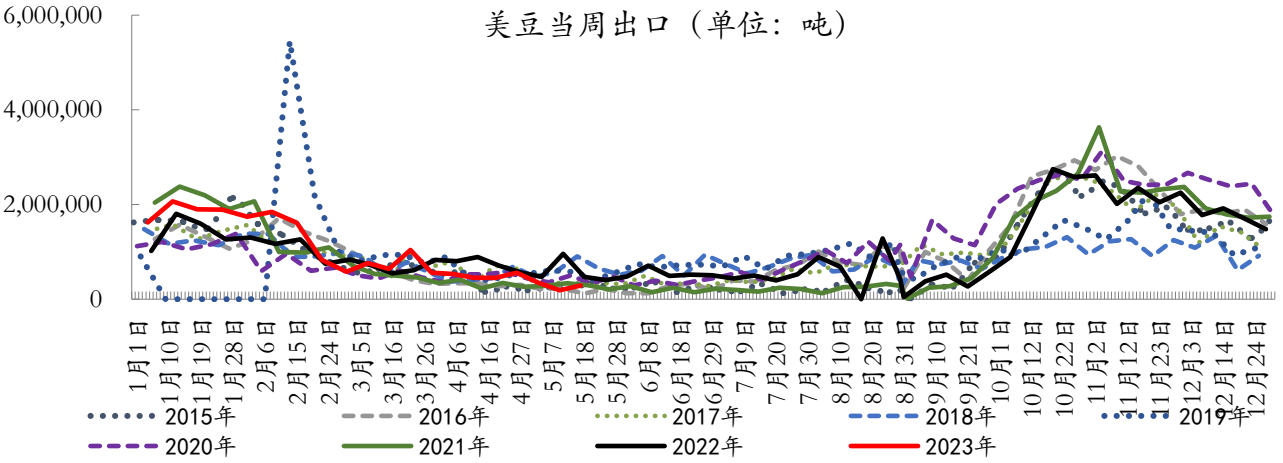
巴西全国谷物出口商协会(Anec)报告显示，巴西 5 月份大豆出口量最高将达到 1590 万吨，高于一周前预测的 1575.6 万吨。如果这一预测成为现实，将创下今年迄今最高单月出口水平。ANEC 的数据显示 4 月份巴西大豆出口量 1396.3 万吨，去年 5 月份为 1026.8 万吨。

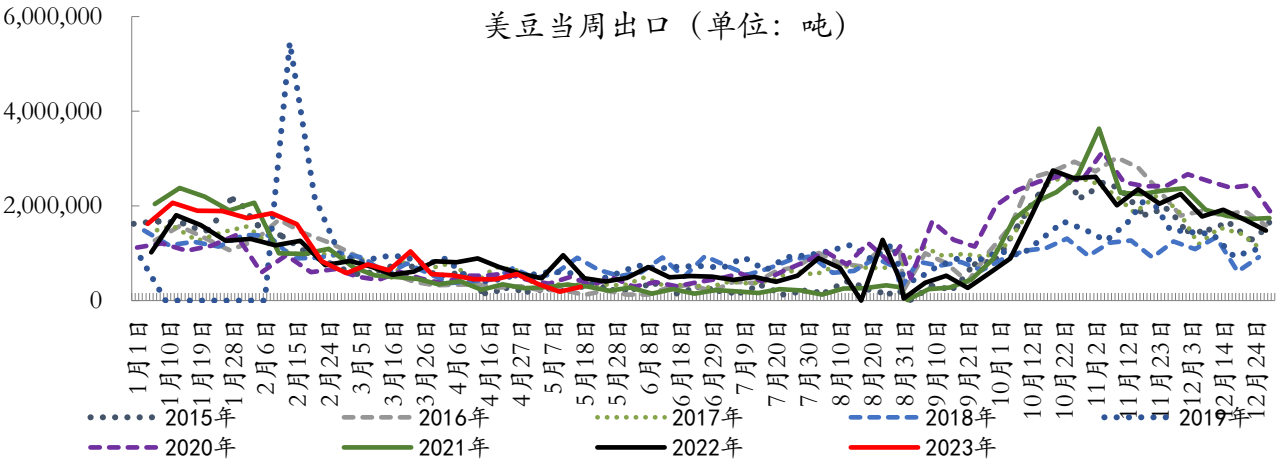
图表 3 美豆压榨情况



数据来源：USDA、国元期货

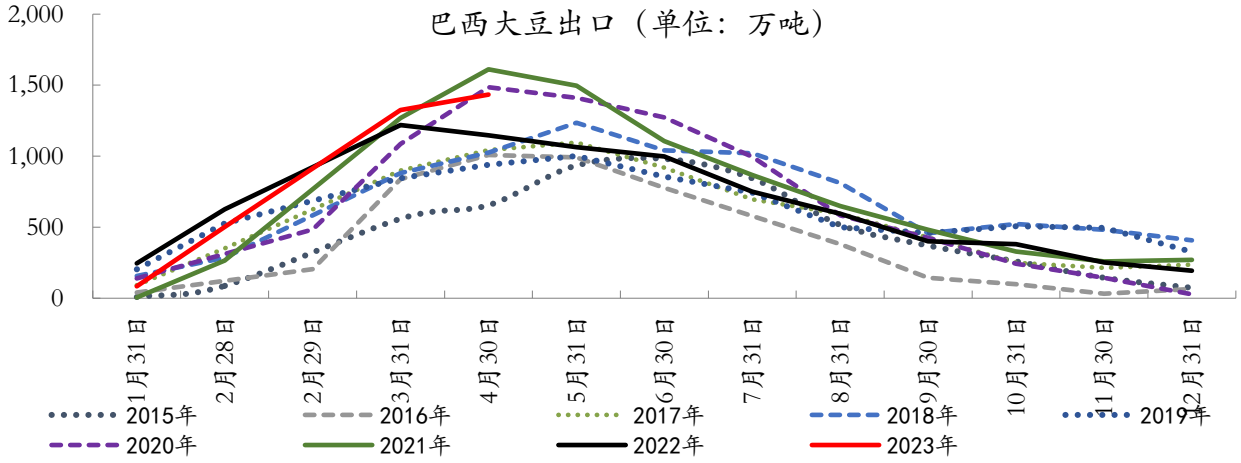
图表 4 美豆检验及出口情况





数据来源：USDA、国元期货

图表 5 巴西大豆出口情况



数据来源：USDA、国元期货

三、国内大豆及豆粕基本面分析

3.1 国内豆粕供应——到港延迟影响收尾，豆粕库存拐点将至

1）6 月将达到本年度大豆进口峰值

海关数据显示，我国 4 月进口大豆 726.3 万吨，高于 3 月份的 685 万吨，但同比减少 82 万吨，减幅 10.1%，由于海关清关放缓，4 月份大豆进口量不及预期。1-4 月累计进口大豆 3028.6 万吨，同比增加 193 万吨，增幅 6.8%。2022/23 年度（10 月到 9 月）迄今进口大豆 5233 万吨，同比增加 141 万吨，增幅 2.8%。全球大豆丰产，价格低于上年，是大豆进口增加的主要原因。国家粮油信息中心 4 月预计 2022/23 年度中国大豆进口量为 9500 万吨，同比增加 339 万吨，增幅 3.7%。

据 Mysteel 农产品团队对 2023 年 6 月及 7 月的进口大豆数量初步统计，其中 6 月进口大豆到港量预计 1080 万吨，7 月进口大豆到港量预计 860 万吨。5 月份国内主要地区 123 家油厂大豆到港预估 142 船，共计约 923 万吨（本月船重按 6.5 万吨计）。

2）油厂压榨预计维持高位

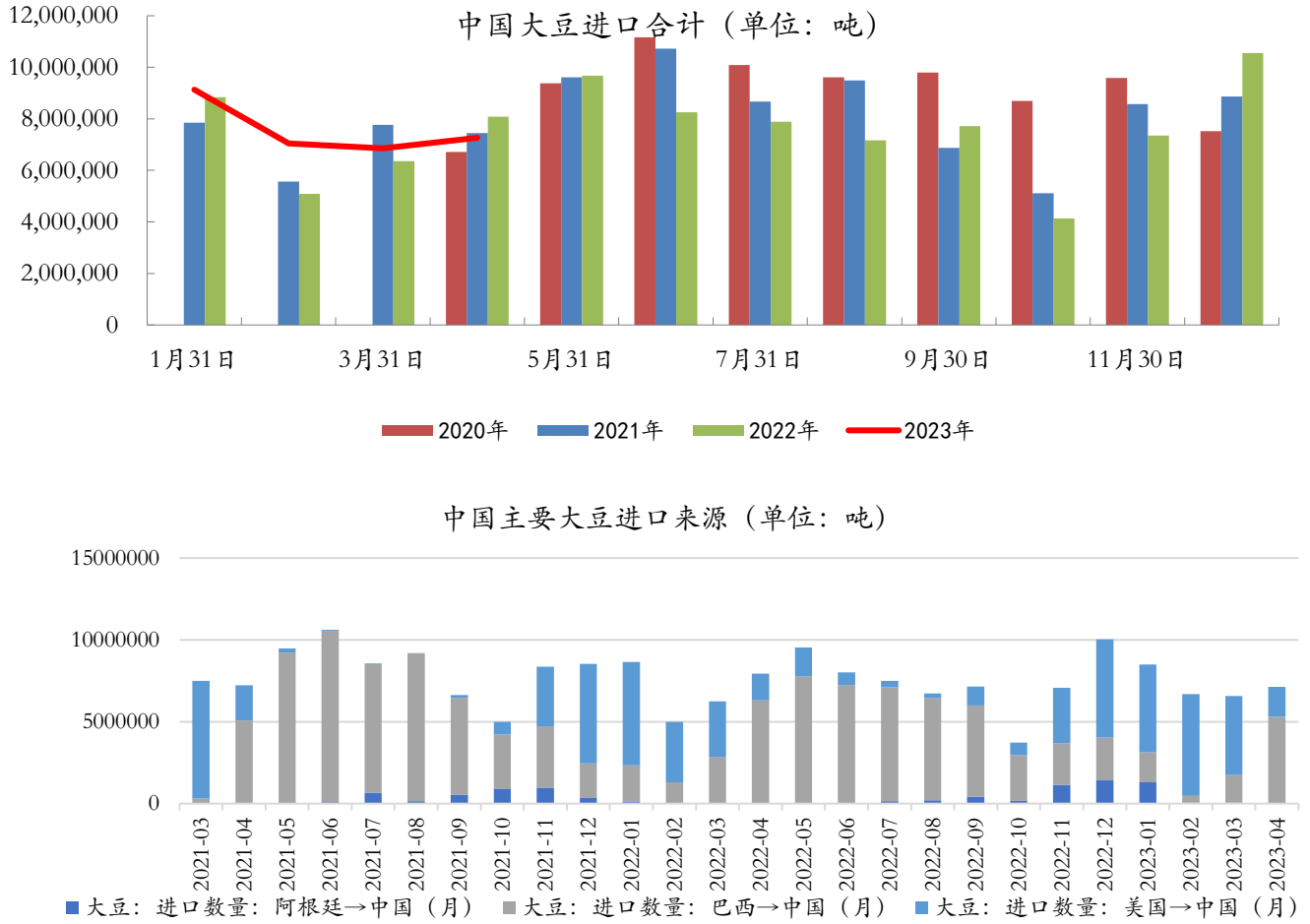
随着进口大豆到港量增加，油厂开机积极性大幅提高。由于南美大豆储存时长较短，预计二季度大豆巨量到港将倒逼油厂继续维持高开机率。根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 20 周（5 月 13 日至 5 月 19 日）123 家油厂大豆实际压榨量为 189.21 万吨，开机率为 54.68%；较预估高 8.27 万吨。预计第 21 周（5 月 20 日至 5 月 26 日）国内油厂开机率继续上升，油厂大豆压榨量预计 201.66 万吨，开机率为 58.28%。

3）5-6 月进口大豆集中到港，豆粕库存拐点已至

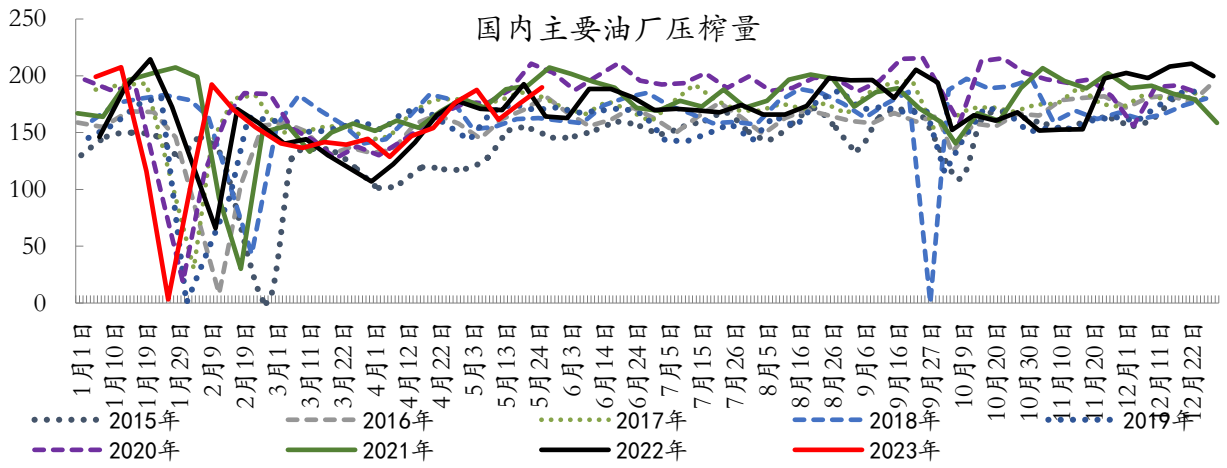
油厂进口大豆库存止跌回升，因进口大豆通关速度加快，油厂大豆陆续放行，开机率也有所回升，前期阶段性供应偏紧的格局有所缓解。但是大豆供给压力后置，预计 5-6 月大豆月度到港供应更为集中。据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示，截至 5 月 26 日，2023 年第 20 周（5.12-

5.19），全国主要油厂大豆库存、豆粕库存均上升。大豆库存为 397.01 万吨，较上周增加 22.15 万吨，增幅 5.91%，同比去年减少 89.39 万吨，减幅 18.38%；大豆库存为 397.01 万吨，较上周增加 22.15 万吨，增幅 5.91%，同比去年减少 89.39 万吨，减幅 18.38%。

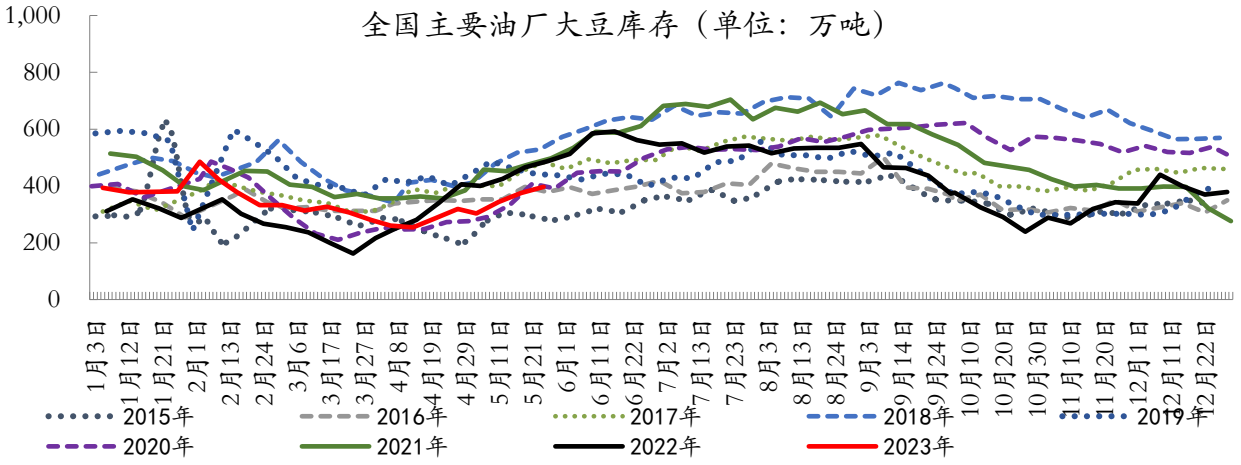
图表 6 国内进口大豆月度走势

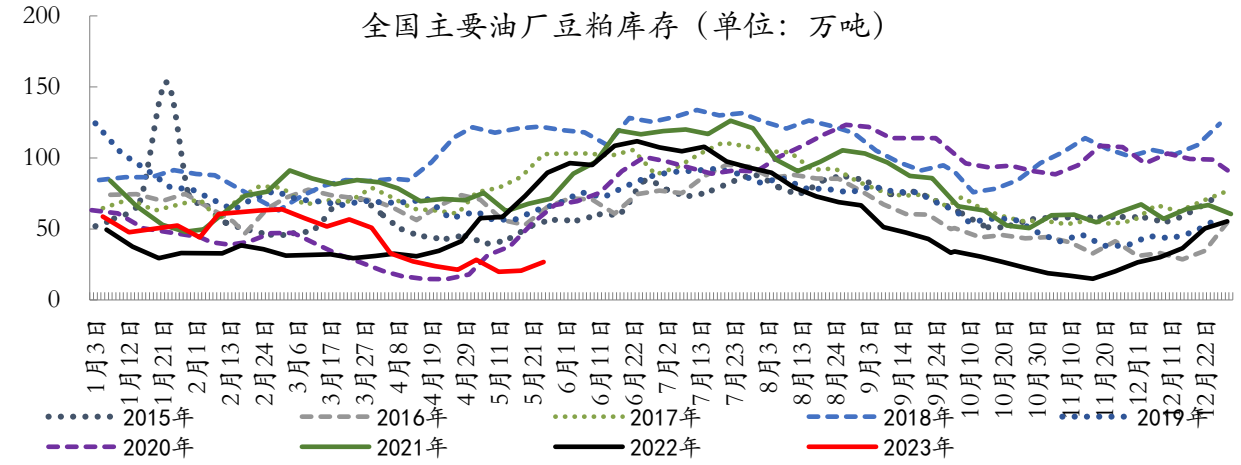


图表 7 国内主要油厂开机及压榨情况



图表 8 国内主要油厂油脂油料库存情况





数据来源：我的农产品网、国元期货

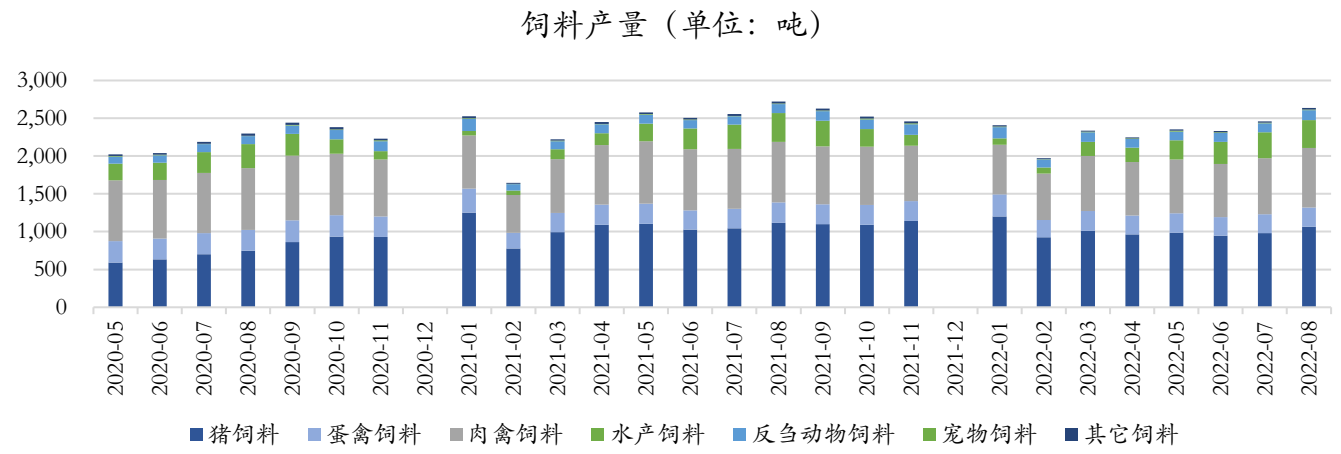
3.2 国内豆粕需求——生猪养殖利润低迷，豆粕需求表现疲软

农业农村部 4 月制定印发的《饲用豆粕减量替代三年行动方案》提出，到 2025 年饲料中豆粕用量占比从 2022 年的 14.5%降至 13%以下。据中国工业饲料协会数据显示，据样本企业数据测算，2023 年 4 月，全国工业饲料产量 2584 万吨，环比增长 2.9%，同比增长 12.4%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 36.6%，同比下降 1.3 个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 12.5%，同比下降 1.9 个百分点。

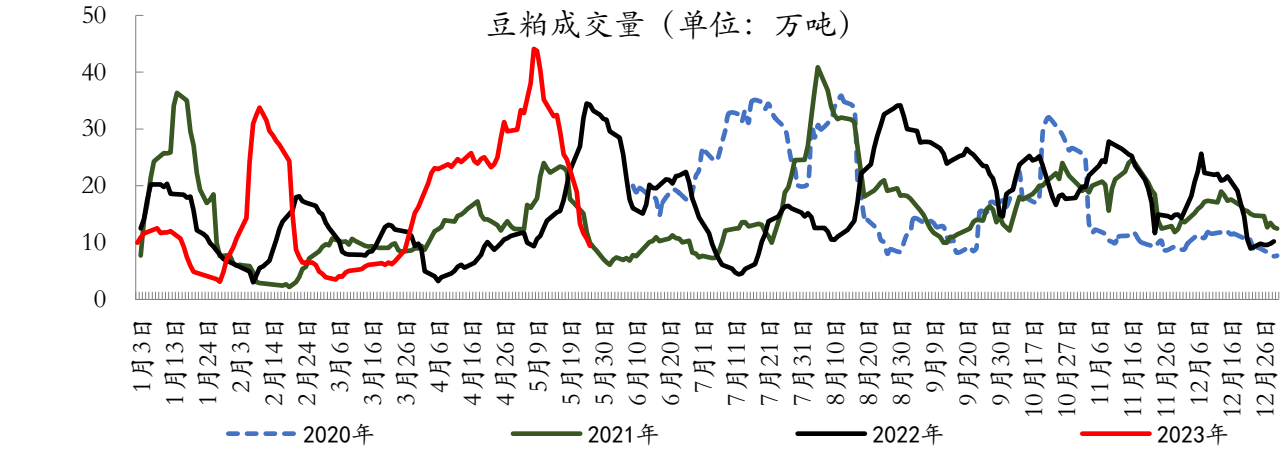
生猪供需来看，供应端企业出栏基本正常，月度计划按部就班，而拉涨后社会场灵活出栏，当前猪源流通状况基本平稳。需求方面来看，正值消费淡季，且天气逐渐转热预期有所走低，不过仍有部分二育灵活入场，短期需求支撑较为有限。整体来看，市场猪源仍有存量，不过当前暂未明显增加，而消费延续淡季表现，猪价或涨后回落、行情仍将承压，不过月末情绪博弈下，预计猪价仍有支撑。4 月猪价窄幅震荡，期间虽有反弹，但月度重心下移明显。

豆粕整体需求方面，受累于生猪养殖利润亏损的现状，豆粕在饲料中的需求承压。以及近 3 个月来，豆粕的相关竞品，如菜粕，葵粕，棉粕等供给相对充足，且相比豆粕更具性价比，进一步挤压豆粕消费量。

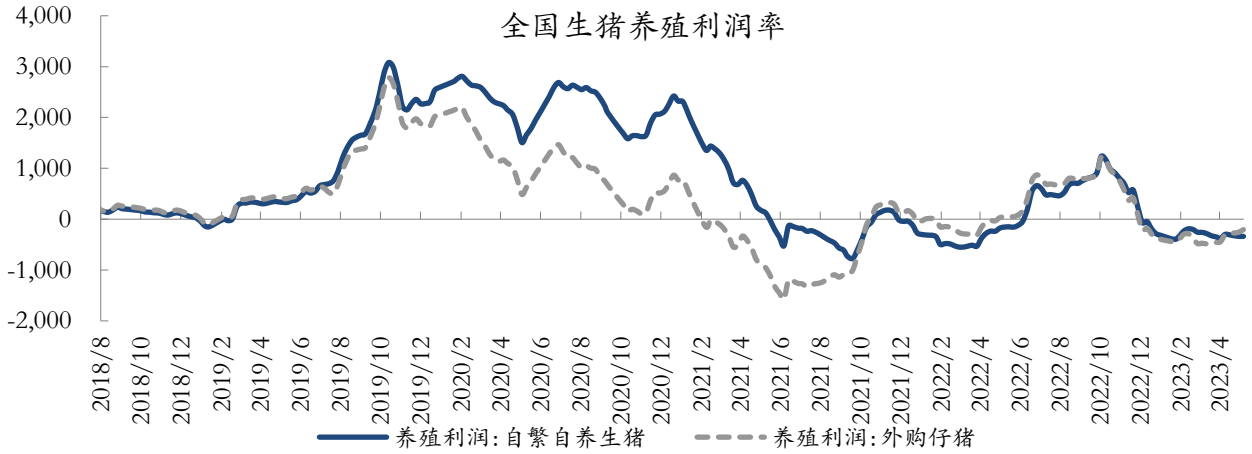
图表 9 国内月度饲料总产量变化



图表 10 国内主要油厂豆油豆粕成交情况



图表 11 全国生猪养殖利润率



图表 12 生猪价格与猪粮比（单位：元/吨）



数据来源：我的农产品网、Wind、国元期货

四、行情展望

4.1 单边走势提示

我们认为，6 月豆粕在成本端支撑不足、供强需弱基本面格局之下，盘面存在继续走弱的空间。USDA5 月报告奠定了美豆趋松供应基调，6 月美豆产区天气预期良好，预计美豆天气炒作窗口将有所延后，美豆市场缺乏利多支撑。国内豆粕供应端来看，6-7 月国内仍维持进口大豆巨量到港预期，海关政策对大豆延迟到港的影响边际减弱，目前国内进口大豆以及豆粕的底部拐点均已出现。需求端来看，国内生猪价格弱势运行、养殖利润疲软、豆粕竞品替代效应凸显等问题将继续发酵，预计 5 月豆粕消费端驱动有限，以利空为主。预计豆粕 2309 合约以偏弱运行为主，运行区间 3200-3600，维持逢高沽空观点。

4.2 套利机会提示

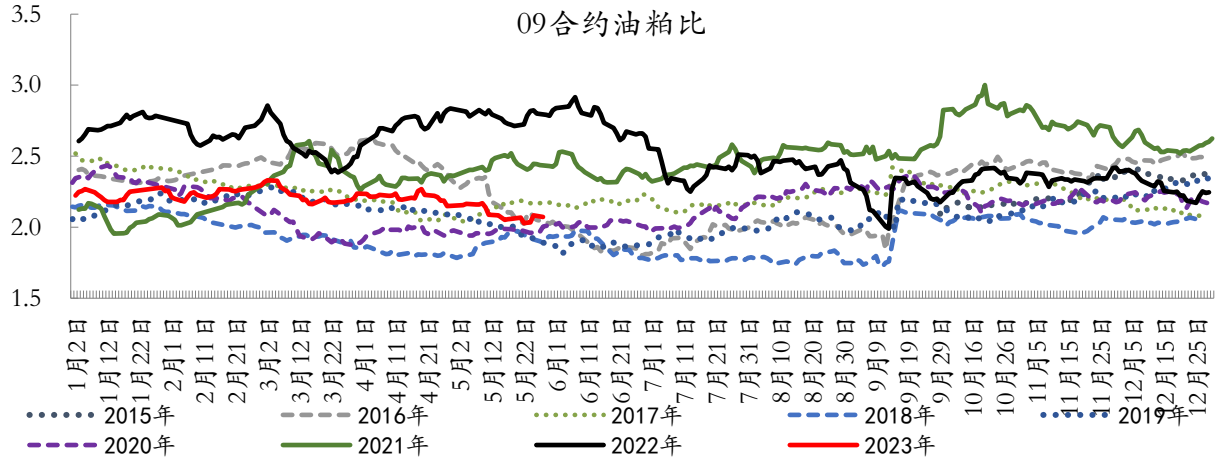
（1）油粕比

随着进口大豆到港增加，预计豆系品种将整体承压，油粕比价缺乏持续驱动，以震荡为主，建议观望。

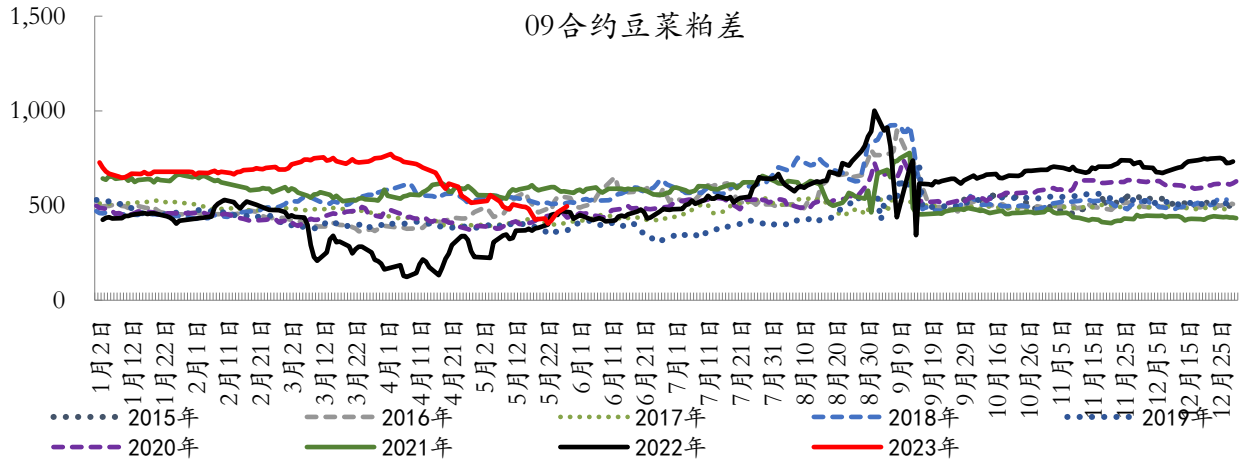
（2）豆菜粕差

09 合约豆菜粕供需面整体偏弱，价差预计震荡运行，观望为主。

图表 13 油粕比套利



图表 14 豆菜粕差套利



数据来源：Wind、国元期货

重要声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000
合肥分公司
地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼 601-607
电话：0551-62895515
福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312922
大连分公司
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840
西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088
上海分公司
地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756
广州分公司
地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681
合肥营业部
地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层
电话：0551-68115888
郑州营业部
地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809
青岛营业部
地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户
电话：0532-66728681
深圳营业部
地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269
杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300
通辽营业部
地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层西侧
电话：0475-6380818
上海中山北路营业部
地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801