



成本端驱动向下，豆粕价格承压

周方影

农产品研究员

从业资格号：F3036146

投资咨询号：Z0014900

☎ 0755-23375136

✉ zhoufy@wkqh.cn

报告要点：

成本分析：供给驱动向下

累库预期估值偏高：22/23 年度美豆产量料为 1.26 亿吨，出口和压榨维持去年水平，则期末库存为 1245 万吨，同比增加 76%，对应于近 1650 美分的价格偏高估。

供给端驱动向下：受累于玉米转种及大豆种植进展良好，供给端驱动中性偏空。

国内供需：豆粕库存回升

生猪产能持续去化中，终端采购心态谨慎。叠加 4 月起大豆到港增加及进口大豆连续拍卖，豆粕库存从低位回升，供需边际转宽松。

行情展望：豆粕价格承压

种植面积定性累库预期，玉米转种致驱动向下，成本端美豆高位回落。国内豆粕供需边际宽松，基差走低。

策略建议

短期豆粕单边料跟随美豆继续承压，中长期关注产区天气情况。同时，国内豆粕累库预期下可择机参与近远月合约反套机会。



一、行情回顾：窄幅弱势整理

4 月以来蛋白粕期现市场大幅下跌之后窄幅整理，月间价差偏弱震荡。因成本端美豆受累于 22/23 年度累库预期高位弱势整理，且国内大豆到港增加叠加进口大豆拍卖，蛋白粕库存低位回升。同时，宏观通胀预期降温，原油区间震荡，整个商品氛围也较前期明显降温。

图 1：2022 年至今豆粕加权日线



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图 2：2022 年至今菜粕加权日线



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图 3：2022 年至今美豆加权日线



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图 4：2022 年至今文华商品加权日线



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

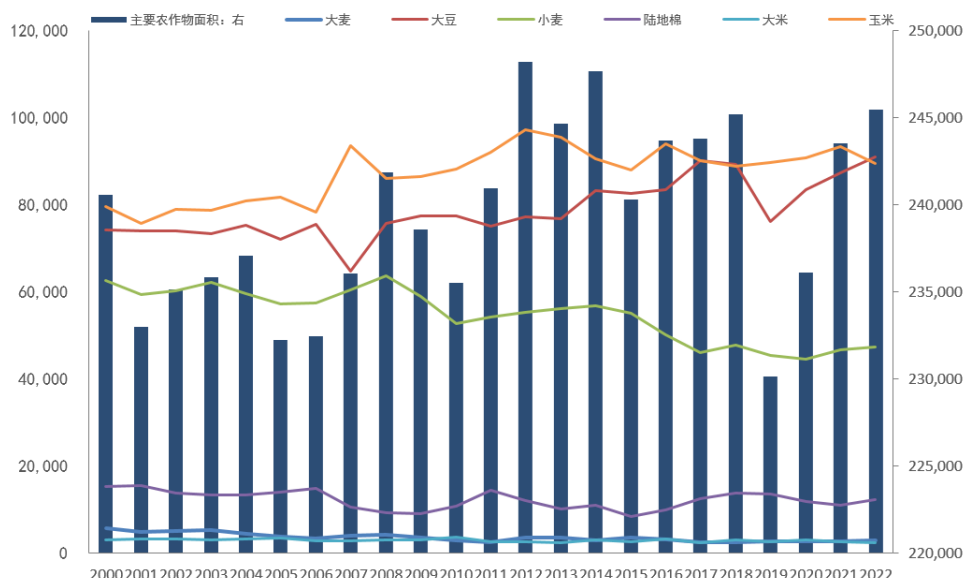
二、成本分析：供给驱动向下

累库预期估值偏高

3 月底 USDA 作物种植意向报告显示，2022 年美豆种植面积达到创纪录的 9095.5 万英亩，同比增 4%，29 个产区中有 24 个种植面积持平或增加，受益于良好的种植利润和化肥的短缺。



图 5：美国主要农作物种植面积（千英亩）



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

结合 3 月种植意向报告和 4 月供需报告，大概可以推导出 5 月即将公布的 22/23 年度美豆供需情况。按照种植面积 9095.5 万英亩，收获面积 9010 万英亩，单产 51.5 蒲计算，22/23 年度美豆产量 1.26 亿吨，出口和压榨维持去年水平，则期末库存为 1245 万吨，同比增加 76%。5 月 USDA 料将对期初库存和新作需求做出小幅调整，实际期末库存应该在 1245 的基础上有所变化，但从定性看 2022 美豆大概率累库。估值角度看，目前近 1650 美分的美豆价格偏高估。

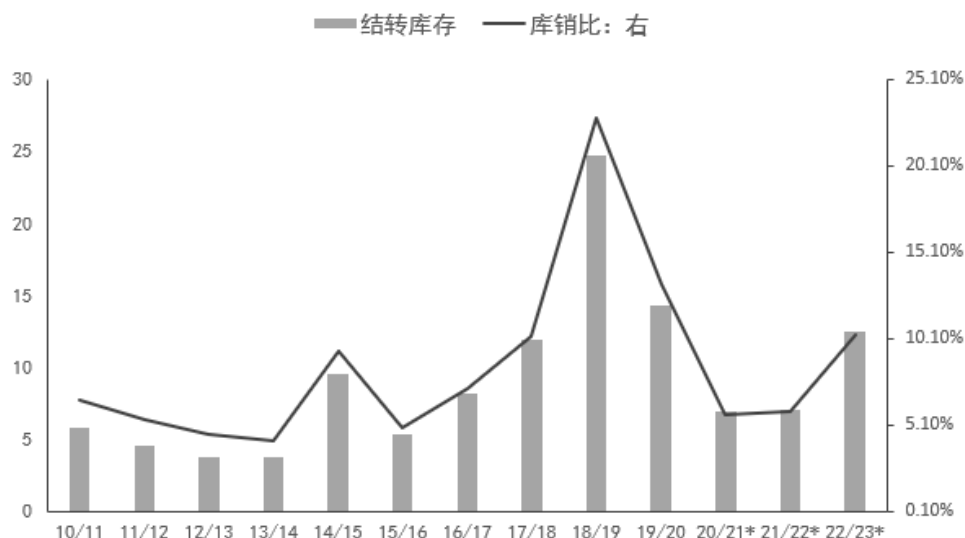
图 6：22/23 年度美豆供需平衡表预估（百万吨，万英亩，蒲/英亩，蒲式耳）

	18/19	19/20	20/21*	21/22*	22/23*
					5月预估
期初库存	11.92	24.74	14.28	6.99	7.07
产量	120.52	96.67	114.75	120.71	126.00
进口	0.38	0.42	0.54	0.41	0.41
总供给	132.82	121.83	129.57	128.11	133.48
压榨量	56.94	58.91	58.26	60.28	60.28
内需总量	60.52	61.85	61.05	63.47	63.47
出口	47.56	45.70	61.52	57.56	57.56
总需求	108.08	107.55	122.57	121.03	121.03
结转库存	24.74	14.28	7.00	7.08	12.45
库销比	22.89%	13.28%	5.71%	5.85%	10.29%
播种面积	8916.7	7610	8308.4	8720	9095
收获面积	8759.4	7493.9	8231.8	8640	9010
单产	50.6	47.4	51	51.2	51.5

数据来源：USDA、五矿期货研究中心



图 7：22/23 年度美豆期末库存与库销比（百万吨，%）

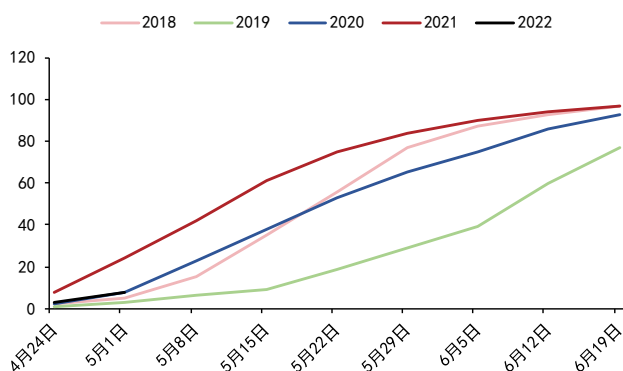


数据来源：USDA、五矿期货研究中心

供给端驱动向下

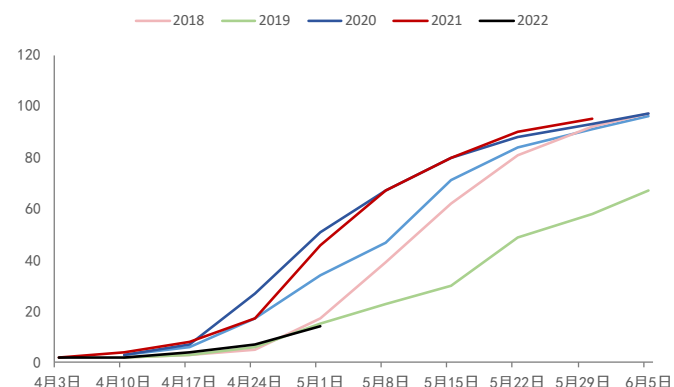
因巴西大豆集中上量及我国生猪产能仍处于去化阶段，需求端驱动不明显。而受累于玉米转种及大豆种植进展良好，供给端驱动中性偏空。上周美玉米播种完成 14%，市场预期 16%，去年同期 42%，五年均值 33%。美豆播种完成 8%，市场预期 8%，去年同期 22%，五年均值为 13%。产区降雨偏多，导致美玉米种植缓慢，市场担心农户可能会转播更多大豆，因为大豆和玉米产区高度重合且大豆播种周期稍微晚于玉米。

图 8：2022 年美豆播种进度 (%)



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 9：2022 年美玉米播种进度 (%)

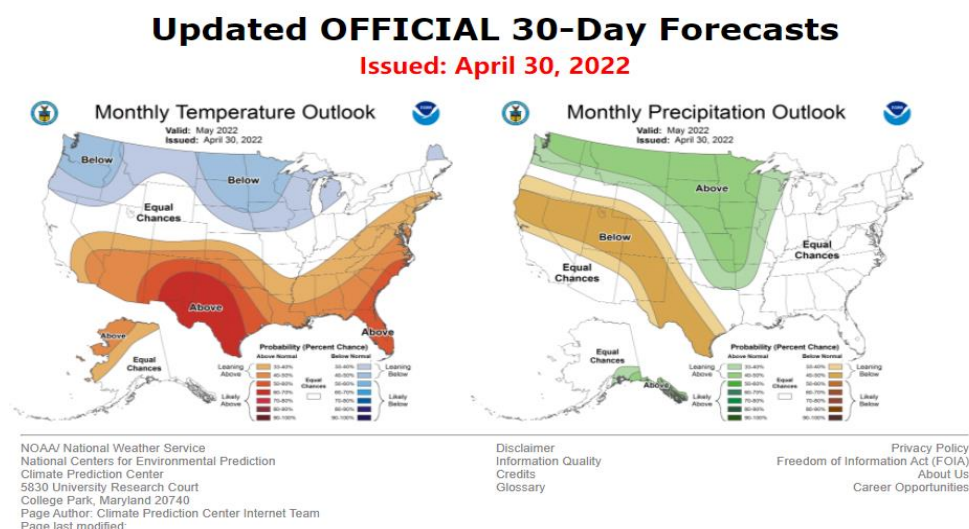


数据来源：USDA、五矿期货研究中心

阶段性受转播预期影响，美豆市场承压。5-6 月继续关注天气对玉米和大豆种植的影响。若玉米没有及时播种，则可能会有更多的农户转种大豆。不过美豆播种及生长期的天气升水仍值得警惕。目前中西部作物区有一定程度的干旱，若后期旱情边际缓解，则美豆继续承压雨丰产预期，若旱情边际严重，则丰产不及预期可能阶段性成为支撑。



图 10：5 月美国中西部产区气温和降雨预测

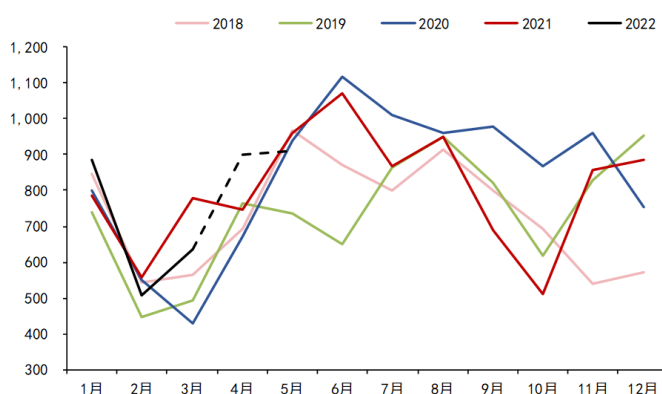


数据来源：NOAA、五矿期货研究中心

三、国内供需：豆粕库存回升

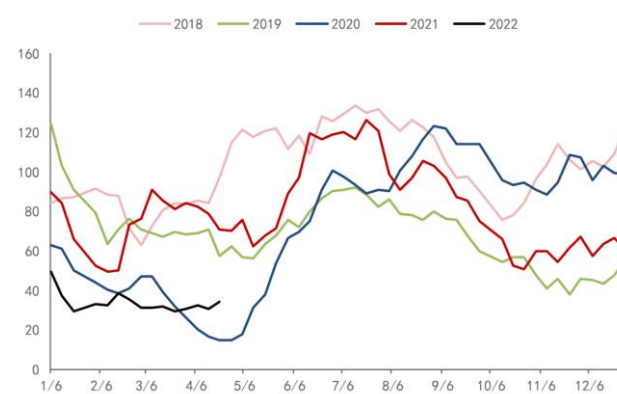
截至 2022 年 3 月末，全国能繁母猪存栏 4185 万头，环比下降 2%，同比下降 3%。现阶段自繁自养生猪头均亏损 280 元，生猪产能持续去化中，终端采购心态谨慎。叠加 4 月起大豆到港增加及进口大豆连续拍卖，豆粕库存从低位回升，供需边际转宽松。上周油厂豆粕库存 34.63 万吨，环比增加 3.91 万吨。5-6 月大豆到港预估分别为 900、910 万吨，同比偏多，豆粕库存料继续回升。

图 11：大豆月度进口及到港预估（万吨）



数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

图 12：沿海主要油厂豆粕库存（万吨）

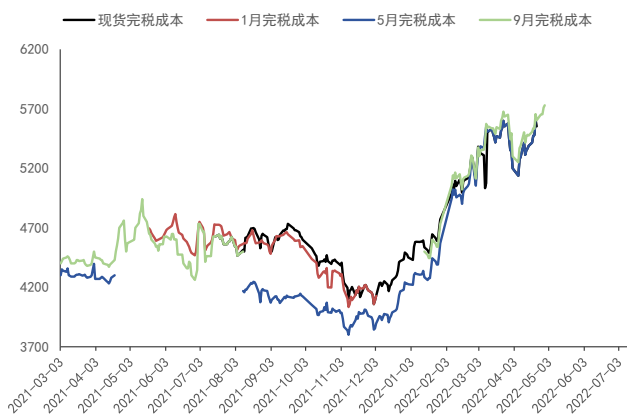


数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

不过目前大豆进口仍处于深度亏损状态，影响贸易商买船积极性，后期买船进度动态调整。上周五大豆现货完税价 5607 元/吨，压榨亏损 266 元/吨，9 月完税价 5729 元/吨，压榨亏损 567 元/吨。



图 13：进口大豆成本（元/吨）



数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

图 14：进口大豆压榨利润（元/吨）



数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

四、行情展望：短期继续承压

成本分析：22/23 年度美豆预计累库 76%，估值同比偏高。现阶段有玉米转播大豆预期，叠加大豆种植进度整体正常，驱动偏空。不过产区局部旱情存在，仍需要警惕大豆增产不及预期的出现。报告认为鉴于创纪录的大豆种植面积，产区天气问题不大的情况下，22/23 年度美豆重心大概率下移。

国内供需：4 月大豆到港增加叠加进口大豆拍卖，豆粕库存低位缓慢回升，5-6 月仍有空间。不过远月进口利润亏损严重，不利于买船。

观点小结：种植面积定性累库预期，玉米转播致驱动向下，成本端美豆高位回落。国内豆粕供需边际宽松，基差走低。综上，短期豆粕单边跟随美豆继续承压，中长期关注产区天气情况。同时，国内豆粕累库预期下可择机参与近远月合约反套机会。

风险点：美豆主产区遭遇极端天气引发减产预期。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为**五矿期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律责任。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn