

需求疲软叠加供应边际改善，油粕期现走弱预期增强

——豆类5月月度投资策略

2022-5-5**农产品策略组**

研究员

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：Jialj@qh168.com.cn

联系人

刘兵

从业资格证号：F03091165

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

李根

从业资格证号：F3079958

电话：021-68757023

邮箱：lig@qh168.com.cn

◎投资要点：

◆**宏观**：5月美联储议息会议落地，基本符合市场预期。尽管鲍威尔对加息之路上经济会软着陆的表态，给予了金融市场一定的信心，但总体而言，美联储带来的流动性冲击预计在未来一个月内可能仍然存在。这意味着非美货币的汇率贬值可能还要持续一段时间，这也必然使得大宗商品承受更大的压力。

◆**美豆**：全球流动性进一步收紧，美豆盘中风险资金流动性也会收窄，这让背离供需面的突破行情缺乏长效支撑。5月潜在的利多行情预期不会发酵：其一，南美减产题材交易窗口关闭，北美作物播种初期天气炒作不具备条件；其二，5月中国的采购预计仍会增加，会支撑近月合约，但国内需求不佳，不会出现激进的采购动作，以此推动美豆价格再度突破是国内下游及终端无法接受的；其三，美豆油对美豆行情提振空间有限，美豆油高位再被拉动或受自身受政策性消费预期提振走强的可能性不大。当前围绕1700价格的拉锯的行情或宣告结束，价格重心有望下移至1600-1700。

◆**豆粕**：从4月份美国和巴西大豆装船数据来看，国内5月大豆到港量预计有940万，在较高水平的开机率下，相较于近800万压榨消费量，大豆的累库趋势比较确定；此外，4月以来储备一直维持对进口大豆的抛售，这使得国内5-6月大豆供应充足，豆粕供应也会大大改善。无论是供应还是需求上考量，预计5月豆粕基差仍将面临回落的风险，这也将拖累豆粕期货价格。后期在成本和现货双重压力下，预计豆粕期价调整幅度相比美豆会更大。价格区间有望回落到3900以内。

◆**豆油**：目前国内油脂供应紧缩局面仍在，库存仍处于历史低位，油脂高基差预期不变，但豆油作为驱动库存修复的核心品种，二季度供应边际改善预期最为确定，这使得豆油在三大油脂中，是相当弱势的存在。反观菜油，国内供给和库存的修复很大程度上依然依赖进口，在加拿大新季菜籽上市之前，供给依然受限；此外，加拿大新季菜籽种植面积预期有所缩减，新季菜籽的增量供应对于良好的天气条件更为依赖，一旦天气出现炒作机会，国内菜系势必也会引入天气升水。预计5月开始菜豆油价差有望走扩，关注油脂盘中的套利机会。

◆**结论及操作建议**：豆粕09逢高空配；菜豆油09逢低买入。

◆**风险因素**：北美天气恶化，国内菜油增量抛售。

相关研究报告

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 行情回顾及季节性展望	3
2. 美国 5 月将加快收紧货币政策，流动性冲击使大宗商品承压	4
3. 人民币汇率仍将趋于贬值，国内大豆进口成本依然高企	5
4. 中国压榨利润继续承压，后期采购不足以刺激美豆上涨	6
5. 美豆压榨利润丰厚，国内消费给予价格更多支撑	7
6. 豆粕期价受成本价格支撑，现货拖累基差走弱风险的仍在	8
7. 豆油驱动油脂供应边际改善，菜豆价差存在走扩套利机会	9

图表目录

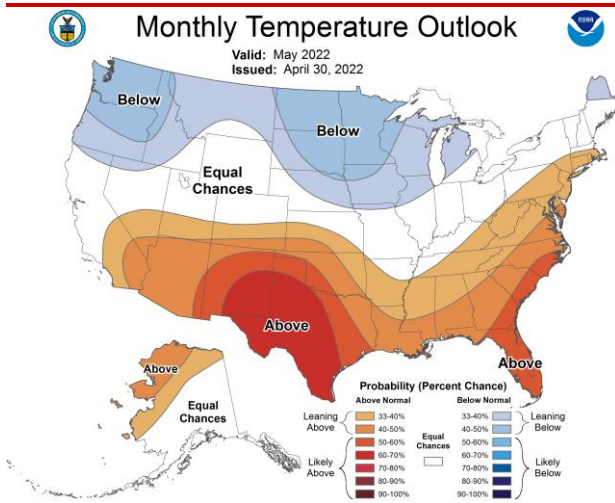
图 1 美国 5 月气温预报展望	3
图 2 美国 5 月降雨预期展望	3
图 3 美国玉米作物播种进度 (%)	4
图 4 美国大豆作物种植进度 (%)	4
图 5 美国消费者价格指数 (CPI)	4
图 6 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线	4
图 7 美元指数期数	5
图 8 USD/CNY—美元/人民币	5
图 9 USD/BRL—美元/雷亚尔	6
图 10 巴西大豆 6 月 CNF 升贴水报价	6
图 11 中国大豆进口量(含预估)(吨)	6
图 12 全国主要油厂月度压榨(吨)	6
图 13 国内 9 月合约套盘压榨毛利(元/吨)	7
图 14 国内 1 月合约套盘压榨毛利(元/吨)	7
图 15 NOPA 美国豆油消费量	7
图 16 NOPA 美国国内豆油库存	7
图 17 USDA 美国国内大豆压榨毛利润	8
图 18 USDA 美国国内大豆月度压榨量	8
图 19 全国主要油厂大豆库存	8
图 20 全国主要油厂豆粕库存	8
图 21 豆粕基差 (现货-期货)	9
图 22 豆菜粕现货价差	9
图 23 国内三大油脂库存	9
图 24 豆油基差 (现货-期货)	9

未找到图形项目表。

1.行情回顾及季节性展望

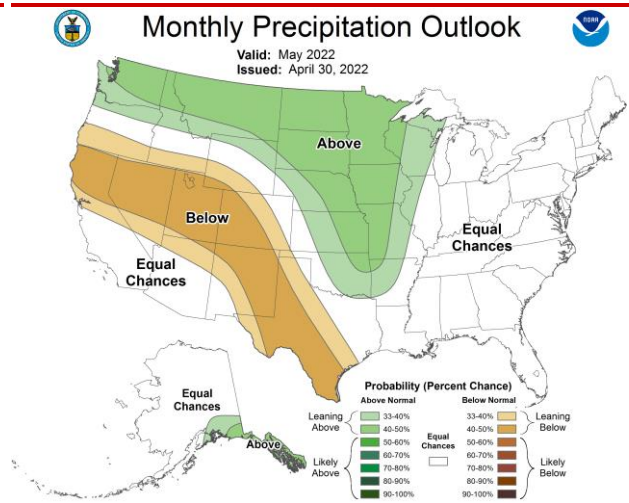
4 月 USDA 供需报告利多兑现，南美大豆产量进一步调减，全球大豆供应收缩，使得贸易流苏放缓，中国进口的消费较预期进一步下滑，也被国内较慢的压榨速度放缓拖累。4 月报告强化了全球大豆供需双弱的局面，也基本宣告了南美减产题材交易的结束，在其他利多因素进一步发酵之前，美豆的突破行情缺乏较强支撑。回顾过往，4 月美豆在外围市场推动下，期盘价整体围绕 1700 一线拉锯，此前市场关注的焦点，如玉米应对寒流天气困扰下播种偏慢问题，以及阿根廷霜冻天气对产量，还有巴西受降雨影响收割进度偏慢问题，都没有发酵形成利多行情。

图 1 美国 5 月气温预报展望



资料来源：NOAA

图 2 美国 5 月降雨预期展望

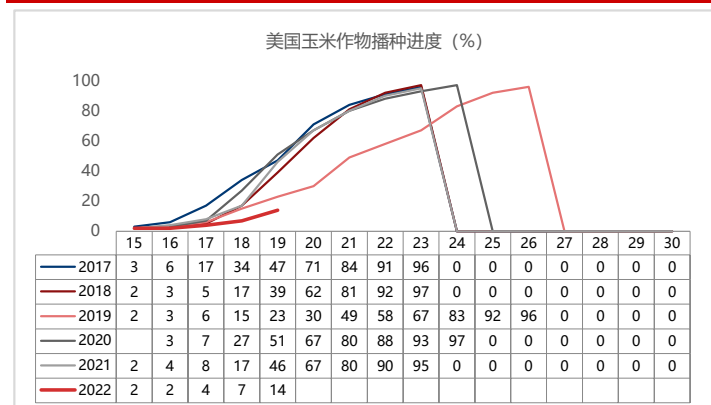


资料来源：NOAA

5 月预计南美产量不会有重大变化，近期阿根廷天转暖，收割进展也比较顺利；巴西的收割工作也正进入尾声。不过值得关注的是，巴西南里奥格兰德州较慢的收割进度，大豆生长后期过量的降雨可能会对产量做一些调整。当前北美作物进入集中播种期，产地天气成为市场关注的主要焦点。目前，美国种植带的干旱地区气温转暖，并伴随降雨，有助于播种落后地区的种植进度加快。后期除了重点关注美豆能否播种顺利之外，还应留意玉米的播种完成情况，由于大豆种植窗口比玉米长，如果玉米播种进度维持同期较低的水平，这使得农民从玉米转向大豆种植的可能性增加，大豆种植面积可能的增量会给美豆带来的较大的压力。此外，预期 5 月大宗商品市场宏观压力将有所增加，全球金融及外围市场进一步下跌对农作物价格也会构成额外的压力。

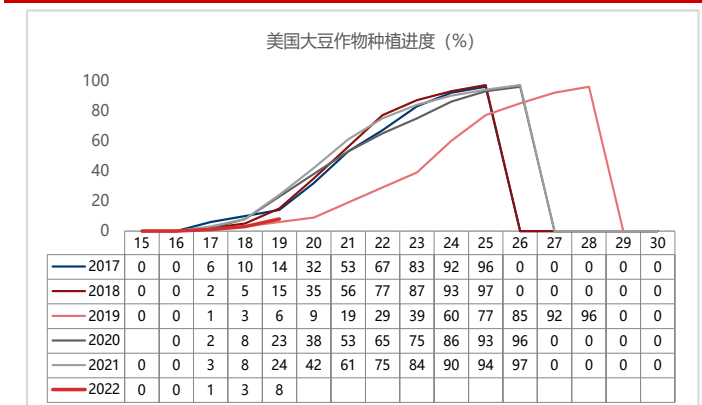
重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

图3 美国玉米作物播种进度 (%)



资料来源: USDA 东海期货整理

图4 美国大豆作物种植进度 (%)



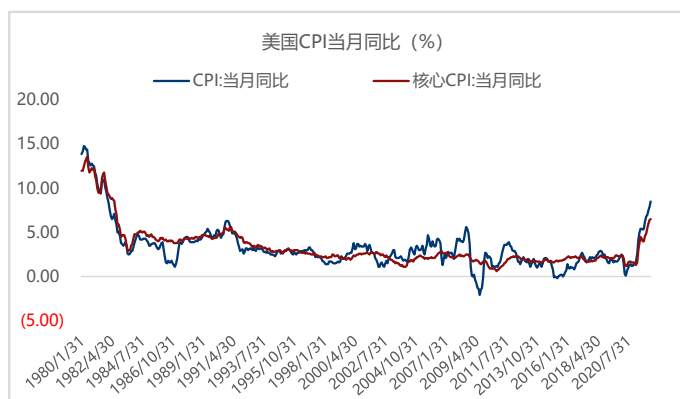
资料来源: USDA 东海期货整理

国内方面, 4 月进口大豆集中到港预期逐步兑现, 叠加国内储备对进口大豆持续的抛售, 供应压力逐步释放, 且随着油厂开机快速提升, 国内豆粕、豆油供应边际大幅改善。豆油方面, 消费进入淡季叠加疫情对需求的进一步限制, 使得库存修复趋势逐步显现, 期现回归也相对顺利。豆粕方面, 疫情对物流影响的风险释放, 然而面临较差的养殖利润, 豆粕依然高昂的价格让下游及终端依然维持较低的库存水平。4 月豆粕在现货压力下, 相较于美豆价格表现相对弱势。展望后市, 随着水产养殖旺季的到来, 豆粕也将进入传统的消费旺季, 在供应不断增量的当下, 豆粕需求能否回暖给予现货更多支撑, 依然值得关注。此外, 豆油虽然处于消费淡季, 但在疫情发展后期, 各地管控解封, 学校、工厂的消费回流及可能出现性的报复性消费同样需要关注。

2.美国 5 月将加快收紧货币政策, 流动性冲击使大宗商品承压

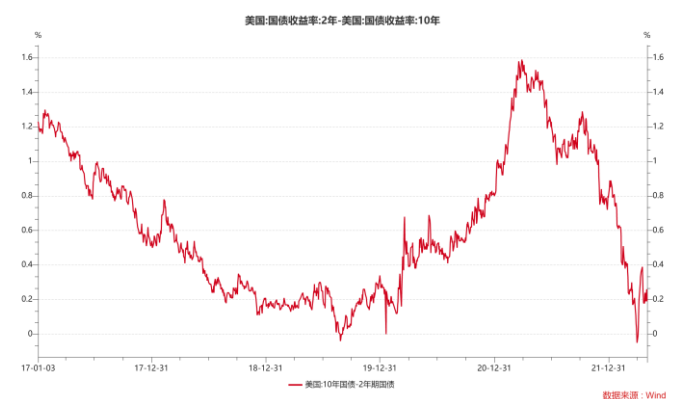
根据美国劳工部公布的数据显示, 3 月份美国通货膨胀率激增, 消费者价格指数 (CPI) 同比增长 8.5%, 创 1981 年 12 月以来最高水平。俄乌冲突也在不断的推升食品和能源的价格, 使得美联储正在急于收紧货币政策。根据美联储 3 月会议纪要显示, 由于俄乌局势仅加息 25 基点, 受此影响, 美国国债收益率自 2019 年以来首次出现倒挂, 这通常被看作是经济衰退的预警信号。美经济若走向衰退, 将给世界经济带来更大的冲击。

图5 美国消费者价格指数 (CPI)



资料来源: 东海期货整理

图6 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线



资料来源: WIND

近期美联储成员接连发表鹰派言论，市场对美联储的加息缩表速度，呈现进一步加快的预期，这会对新兴市场的股票和汇率构成压力。当前5月份FOMC议息会议临近，加息50个基点基本板上钉钉，这是美联储20多年来首度一次性加息50个基点，这也表明了美联储积极对抗通胀的决心，市场预期后续或仍会大幅度加息政策。此外，5月中旬美联储还可能宣布计划开始以每月950亿美元的速度缩减其近9万亿美元的资产负债表。这意味着非美货币的汇率贬值可能还要持续一段时间，这也必然使得大宗商品承受更大的宏观压力。不过高盛基于5月和6月各加息50个基点的预期，预计即使美联储收紧货币政策以平息通胀，美国经济今年仍可能增长3.1%。

3.人民币 汇率仍将趋于贬值，国内大豆进口成本依然高企

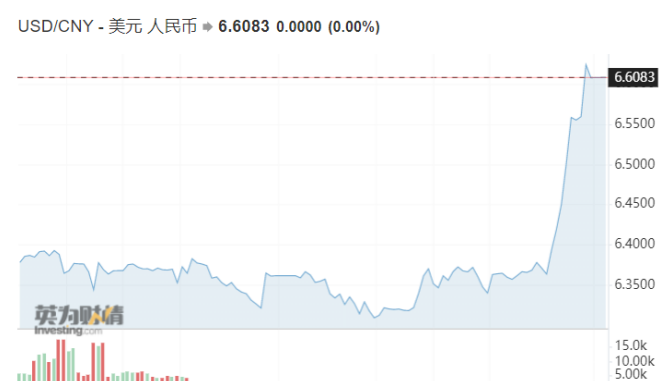
人民币贬值增加了国内油脂油料进口成本。随着美联储激进加息的预期逐步落地，推动美元美债双双走高，中美利或继续收窄甚至倒挂，使得人民币资产吸引力下降。此外，美国加息一方面或让全球流动性收紧，另一方面也明晰了过外资的流出趋势，叠加国内疫情封控导致对经济基本面信心转差，俄乌冲突也让中美关系发展有很不确定，这都使得资本外流的风险更为真切。最终，在多方因素共振下，近期境内外人民币双双下跌。展望后市，4月底政治局会议上提出“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，政策导向和工作重心向稳增长和稳预期方向偏移，后期维持流动性水平合理充裕是可预期的，不过此次会议对于财政政策和货币政策一句带过，主要也是因为3月以来各项政策已在加快落地。其中，央行4.25调降外汇存款准备金率，释放了稳汇率的信号，但实际效用一般。短期内，美国加紧货币收缩带来的流动性风险，或仍将会让人民币趋于贬值。

图7 美元指数期数



资料来源：英为财经

图8 USD/CNY-美元/人民币



资料来源：英为财经

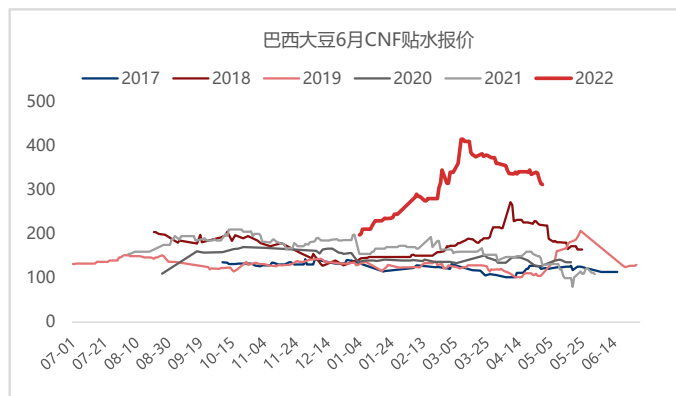
美国加息对非美元货币均有压力。近期巴西雷亚尔也维持弱势，这也提振了农户销售大豆的积极性，大豆出口基差也因此承压，中国则顺势加紧采购6-7月船期大豆。前期在南美大豆减产背景下，收割初期的质量又不佳，巴西农户惜售情绪十分浓重，同时美豆价格处于历史高位，中国的采购十分谨慎，这也使得巴西大豆出口装运速度较慢。反观当前，巴西大豆收割步入尾声，生长后期及时的降雨也大大改善了晚播大豆质量；此外，美豆高位滞涨，美豆旧作大豆抛售在增加，这使得美湾CNF贴水承压，且价格一度比巴西大豆还要低，叠加雷亚尔走弱影响，这也迫使巴西农户开始降价销售大豆换取美元。对于国内油厂而言，尽管大豆成本价格有所下滑，然而人民币汇率的走弱，使得进口大豆到港成本维持高位，压榨利润继续承压。

图 9 USD/BRL-美元/雷亚尔



资料来源：英为财经

图 10 巴西大豆 6 月 CNF 升贴水报价



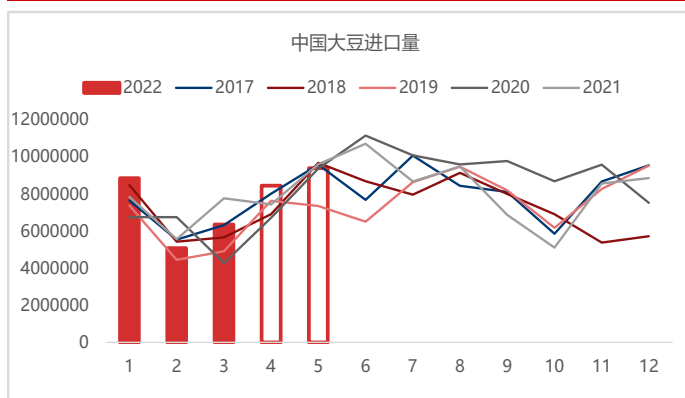
资料来源：东海期货研究所

4. 中国压榨利润继续承压，后期采购不足以刺激美豆上涨

从当前的平衡表及调整预期来看，南美大豆减产使得全球大豆供应紧缩，库存见底，这让美豆高位支撑有较强支撑。作为最大的大豆进口国，中国国内养殖端正经历去产能周期，同时高昂的饲料成本使养殖利润进一步承压，终端消费也正在遭遇新一轮的新冠疫情打压，养殖成本和需求疲软双重压力下，加速了生猪产能去化，国内豆粕的需求被严重挤压。这也使得国内油厂大豆压榨和采购需求大幅下滑。

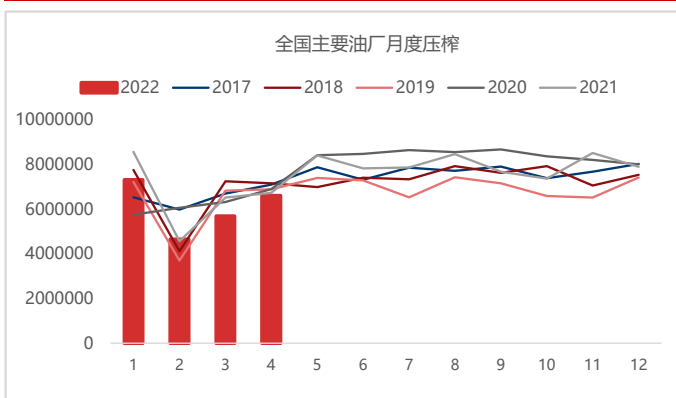
据海关统计数据显示，2022 年 1-3 月份累计进口大豆达到 2117.65 万吨，较上年同期减少 4.16%。据 mysteel 船期数据推，预计 4 月国内大豆到港约 845 万，5 月到港约 940 万，均于历史高位水平。从压榨消费数据来看，2022 年 1-4 月全国大豆压榨量为 2426.59 万吨，较去年同期减幅 8.06%；其中 4 月压榨仅有 660 万，较去年幅 1.91%。2022 年 1-3 月国内大豆供给不足很大程度限制了油厂开机，然而进入 4 月，随着巴西大豆的集中到港，再加上国内储备抛售调控，大豆供给边际已经大幅改善，压榨消费不及历史同期，充分反映出来下游及终端刚性需求的疲软。

图 11 中国大豆进口量(含预估)(吨)



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

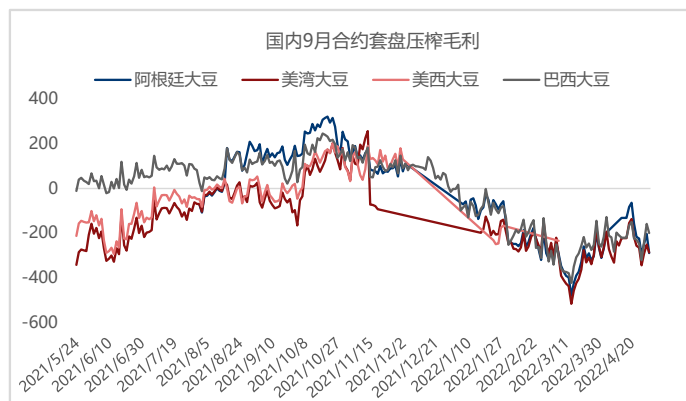
图 12 全国主要油厂月度压榨(吨)



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

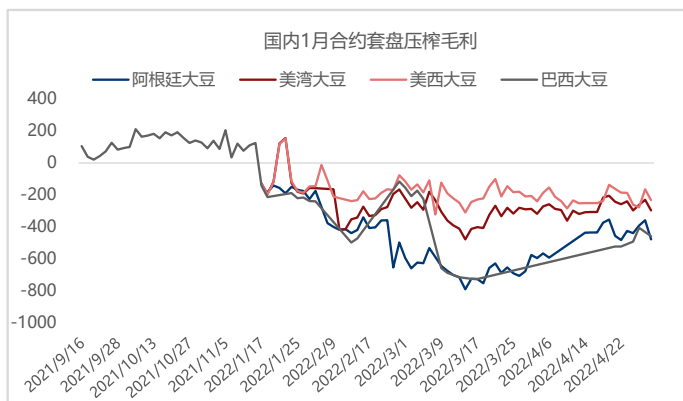
尽管近期大豆价格回调之后，国内出现了较为积极的采购动作，但从远月套盘的压榨利润来看，国内采购或仍将维持偏紧的采购结构和相对较低的采购量，后期美国和巴西旧作大豆库存探底也是限制国内采购量的主要因素。当前的国内消费现状和趋势，不足以让油厂又更加激进的采购动作，以此推动美豆价格再度突破是国内下游及终端无法接受的。

图 13 国内 9 月合约套盘压榨毛利(元/吨)



资料来源：东海期货研究所

图 14 国内 1 月合约套盘压榨毛利(元/吨)

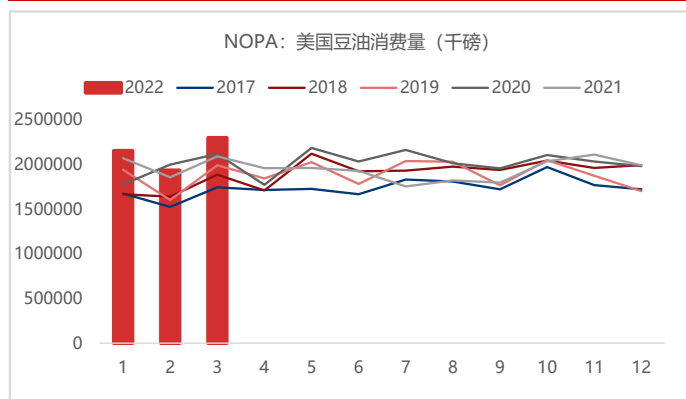


资料来源：东海期货研究所

5. 美豆压榨利润丰厚, 国内消费给予价格更多支撑

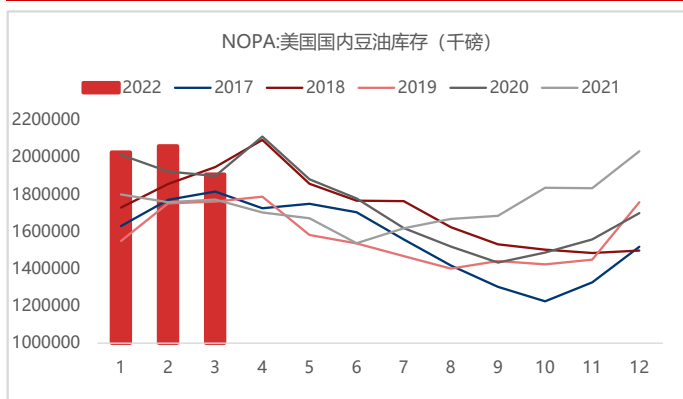
4 月以来, 黑海地区葵油出口受限, 加拿大菜油供给不足愈发凸显, 美豆油作为消费替代的存在, 价格大幅走高, 而后受拜登政策对生柴政策的坚定态度提振, 美豆油价格接连突破技术阻力上涨, 这也使得国际豆棕价差走强, 美豆油出口需求面临收缩。然而, 4 月末, 印尼棕榈油出口限制措施再度升级, 东南亚油脂供应受限, 这使得美豆油再次被拉爆, 突破历史高位。

图 15 NOPA 美国豆油消费量



资料来源：NOPA 东海期货研究所整理

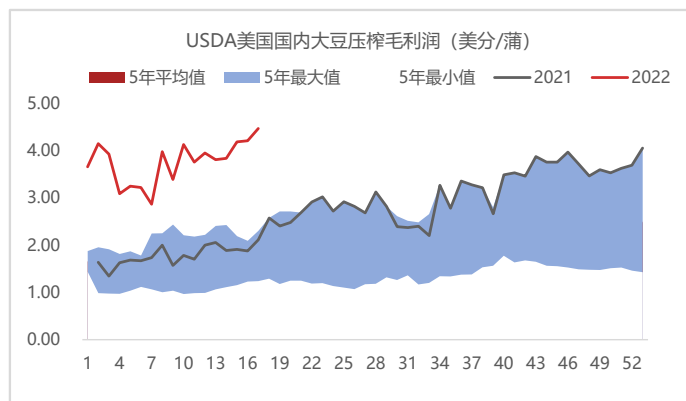
图 16 NOPA 美国国内豆油库存



资料来源：NOPA 东海期货研究所整理

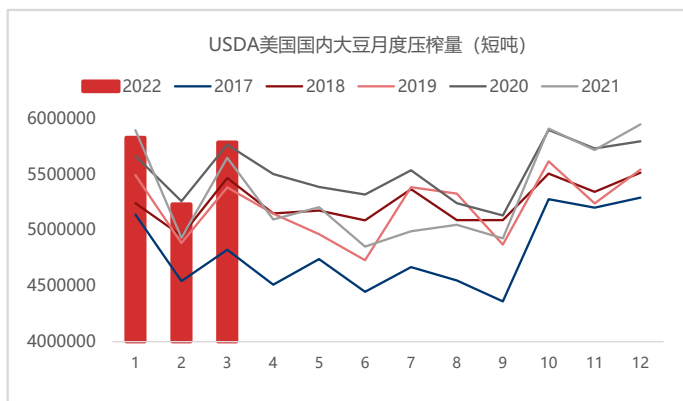
面对全球油脂紧缩的现状, 当前美豆油消费仍然有良好的消费预期, 远月消费同样有生柴政策提振, 美豆油或仍将保持高位价格, 这也让国内的大豆压榨利润依旧保持在历史较好水平。利润刺激下良好的压榨量也屡创同期新高, 据 USDA 统计数据显示, 2021/22 年度 9 月-3 月累积压榨 13.04 亿蒲, 同比增加 300 万蒲, 创历史高位。据 USDA 报告预估, 2021/22 年度美国国内压榨量预期比去年增加 7400 万蒲, 这部分冲抵了出口消费的缩量。当前美国国内已完成了预期压榨目标的 58.9%, 较慢于去年同期的 60.7%, 这主要是前期豆油库存压力大, 限制了开机。根据当前利润水平及供需平衡表给出的消费趋势来看, 未来美豆压榨量将维持同期历史高位的水平。这相比出口数据的提振, 将给予美豆更大的利多支撑。

图 17 USDA 美国国内大豆压榨毛利润



资料来源：USDA 东海期货研究所整理

图 18 USDA 美国国内大豆月度压榨量

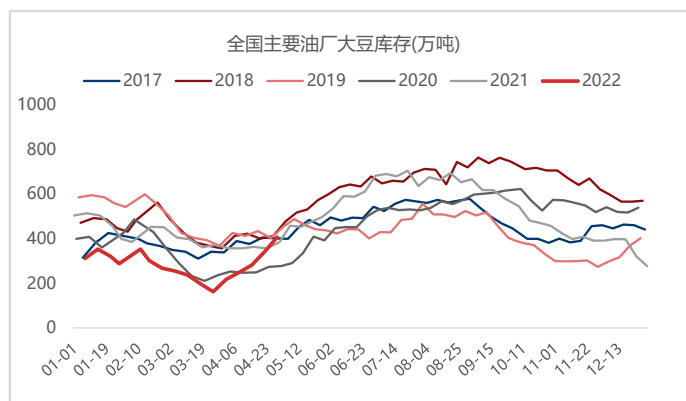


资料来源：USDA 东海期货研究所整理

6. 豆粕期价受成本价格支撑，现货拖累基差走弱风险的仍在

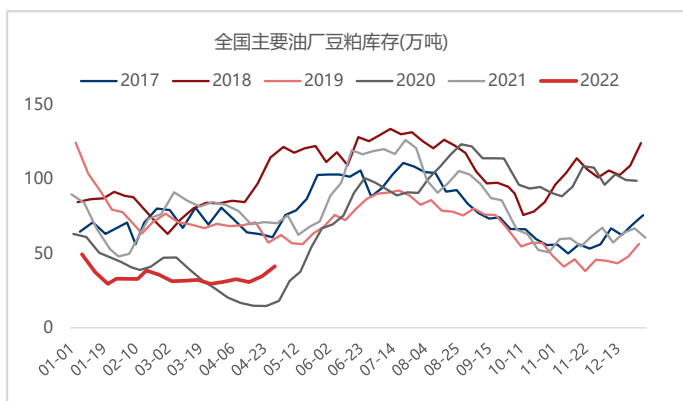
豆粕现货价格的疲软，主要是来自供应边际增加的压力，现货承压、基差回落也契合季节性规律。二季度巴西大豆的集中到港压力下，国内大豆供应往往处于高峰水平，大豆和豆粕库存都将得到修复，增库趋势也较为明显。从 4 月份美国和巴西大豆装船数据来看，国内 5 月大豆到港量预计有 940 万，在较高水平的开机率下，相较于近 800 万压榨消费量，大豆的累库趋势比较确定；此外，4 月以来储备一直维持对进口大豆的抛售，这使得国内 5-6 月大豆供应充足，豆粕供应也会大大改善。在供应压力下，下游的现货采购相对谨慎，这使得现货基差依然有走弱的风险。

图 19 全国主要油厂大豆库存



资料来源：我的农产品网 东海期货研究所整理

图 20 全国主要油厂豆粕库存



资料来源：我的农产品网 东海期货研究所整理

豆粕期货价格历史高位，也让豆粕刚需再次被挤压。一方面，在粮食安全的大背景下，政策层面积极利导下游及终端不断调整饲料配方，通过控制豆粕蛋白的使用而达到减少对进口大豆依赖。豆粕的历史行情也在加快国内低蛋白饲料配送的广泛应用，后期即便豆粕价格回落、养殖利润回归，豆粕在饲料掺混比例也很难有较大的提升。另一方面，国内猪周期拐带将至，生猪存栏量面临大幅下滑的风险。这让市场对豆粕后期消费依然悲观，下游对远月合约的采购也相对谨慎。

无论是供应还是需求上考量，预计 5 月豆粕基差仍将面临回落的风险，这也将拖累豆粕期货价格。不过随着水产旺季的到来，菜粕供给不足，极低的豆菜价差，预计豆粕基差底

部仍有支撑。此外，油厂目前压榨利润低，又没有库存压力，预计也会挺价销售。展望后市，从目前对6月份国内大豆到港和三季度供应预期来看，预计6月份将是豆粕基差的底部。

图 21 豆粕基差（现货-期货）



资料来源：东海期货研究所整理

图 22 豆菜粕现货价差

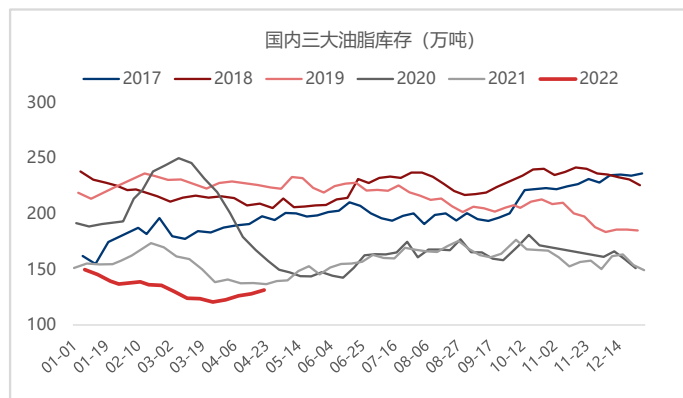


资料来源：东海期货研究所整理

7. 豆油驱动油脂供应边际改善，菜豆价差存在走扩套利机会

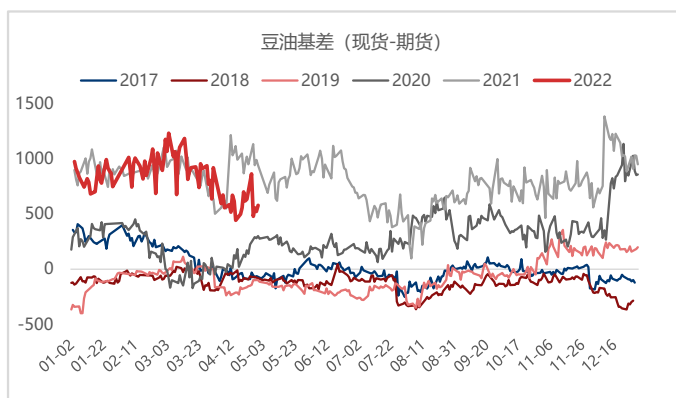
豆油占国内油脂市场的半壁江山。随着油厂压榨量的增加，豆油供应大幅增加，并带动全国油脂库存开始触底反弹。目前国内油脂供应紧缩局面仍在，库存仍处于历史低位，油脂高基差预期不变，但豆油作为驱动库存修复的核心品种，二季度供应边际改善预期最为确定，这使得豆油在三大油脂中，是相当弱势的存在。

图 23 国内三大油脂库存



资料来源：我的农产品网 东海期货研究所整理

图 24 豆油基差（现货-期货）



资料来源：东海期货研究所整理

油脂市场最大的变数仍在棕榈油，棕榈油也是驱动油脂行情的核心。后市无论是增产周期内天气变化，还是印尼出口限制政策调整，都会引发棕榈油的剧烈波动。展望后市，国内菜油上市及豆油供应增量，也会很大程度上限制油脂的突破行情。此外，棕榈油在宏观压力下，随着政策风险释放或季节性增产逐步兑现，引导油脂整体回落的可能性较大。分品种看，棕榈油系统性风险较大；国内菜油供给和库存的修复很大程度上依然依赖进口，在加拿大新季菜籽上市之前，供给依然受限，这对高位区间支撑相较豆油更为明确。此外，加拿大新季菜籽种植面积预期有所缩减，新季菜籽的增量供应对于良好的天气条件更为依赖，一旦天气出现炒作机会，国内菜系势必也会引发天气升水。因此，5月开始菜豆油价差有望走扩，关注油脂盘中的套利机会。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn