

短期扰动推升现货，二季度供应充足确定



走势评级：豆粕：震荡
报告日期：2023年4月17日

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

★调研背景

随着巴西大豆出口加速，市场一致预期4月起我国进口大豆到港将迅速增加；叠加养殖行业普遍亏损，下游看空后市，2023开年以来基差稳步下行。直至3月下旬，CIQ证书审批时间延长的消息在市场流传，基差止跌并在上周大涨。

华东地区是全国大豆压榨产能最集中、畜禽水产养殖最重要的地区之一。本次调研我们走访华东具有代表性的油厂、贸易商及饲料厂，就当前市场关心的问题与走访企业进行交流，并探讨短期及中期豆粕期现货价格走势。

★调研总结

- 一、证书及检验检疫问题导致油厂开机不足。
- 二、价差影响豆粕添比，关注小麦-玉米替代情况。
- 三、国内豆粕出口不会成倍增加。
- 四、养殖需求不佳，关注水产投苗。
- 五、后市展望：关于对豆粕后市看法，我们走访的企业中，悲观者着眼于大供应、认为5-6月负基差指日可待；也不乏相对谨慎者，认为豆粕表需差很大一部分是渠道及终端低库存所致，那么在上下游博弈的过程中，只要补库需求回暖就可能利好价格。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等。



1. 调研背景

随着巴西大豆出口加速，市场一致预期4月起我国进口大豆到港将迅速增加；叠加养殖行业普遍亏损，下游看空后市，2023开年以来基差稳步下行。直至3月下旬，CIQ证书审批时间延长的消息在市场流传，基差止跌并在上周大涨。

华东地区是全国大豆压榨产能最集中、畜禽水产养殖最重要的地区之一。本次调研我们走访华东具有代表性的油厂、贸易商及饲料厂，就CIQ证书、豆粕添比及饲料原料替代、养殖需求、豆粕出口等市场关心的问题与走访企业进行交流，并探讨短期及中期豆粕期现货价格走势。

调研时间：2023年4月10-14日

调研路线：上海—张家港—常州—镇江—泰州—南通—上海

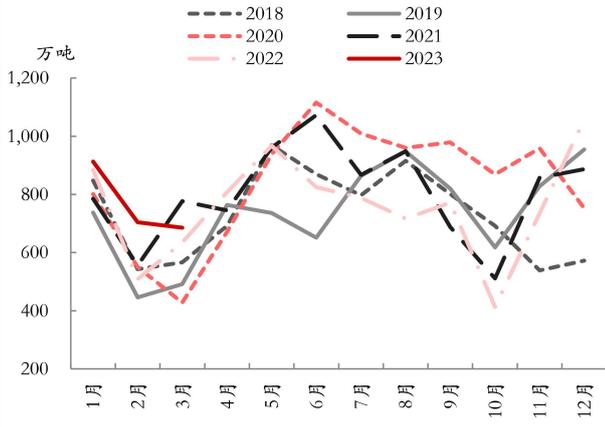
2. 调研总结

2.1 证书及检验检疫问题导致油厂开机不足

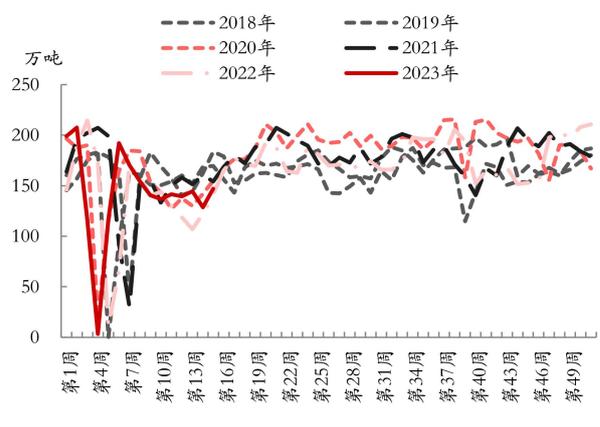
据了解，国内关于CIQ证书的规定并未改变（20个工作日内），但以往通常7-8个工作日证书可下发。大豆压榨厂依据以往经验申请证书，又或者一些计划外的临时买船申请证书时间较晚，导致大豆到港后因缺少证书不能通关。检验检疫的规定确实发生了一些变化，海关总署在4月初通知粮食类不再适用“两段准入”监管模式，要求所有卸货大豆需先卸入码头监管场所，等海关技术中心检验结果出来后才能提离码头用于生产加工，检验结果在卸货后两周左右才出结果（以往油厂可先提离码头卸货进厂，等待检验结果出来后可直接压榨生产）。两个原因共同影响下，大豆到港却不能顺利进入油厂压榨生产，油厂开机率始终保持在低位。

令短期现货价格大涨的另一个重要原因在于，随着巴西大豆出口加速，市场一致预期4月起我国进口大豆到港将迅速增加；叠加养殖行业普遍亏损，下游看空后市，渠道及终端用户基本保持最低库存使用天数。屋漏偏逢连夜雨，不料证书和检验检疫问题导致豆粕现货一车难求，价格也因此节节攀升。华东现货豆粕从3月24日最低3660元/吨涨至4月14日4400元/吨，基差和近月期价也明显上涨。

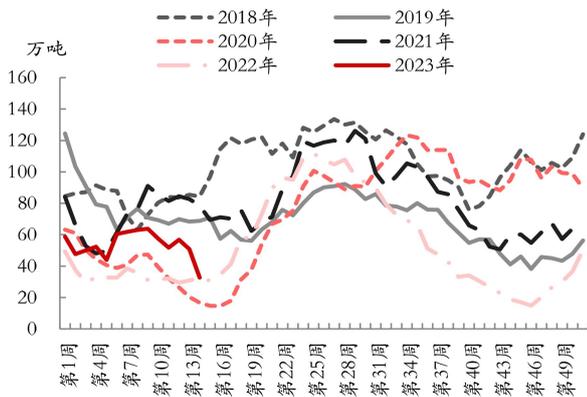
不过这一因素不是影响豆粕价格的长期因素，油厂预留充足的时间申请证书、检验检疫模式固定后，这一短期扰动因素就不复存在。产业链上下游也清楚的意识到这个问题，因此油厂按照不同提货时间报价，例如15日以前、15-20号、20号以后等；贸易商和饲料厂整体而言也理性看待，并未盲目补库。

图表 1：中国月度大豆进口


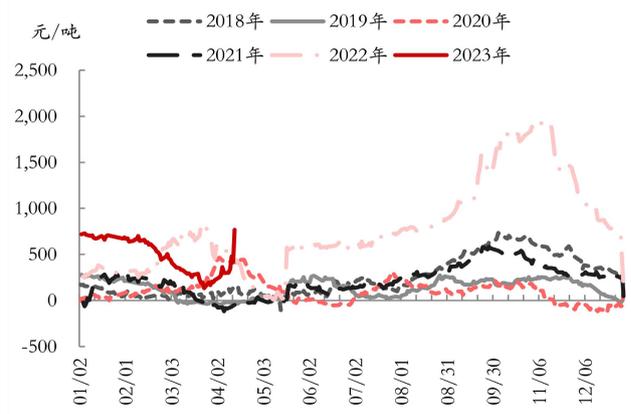
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 2：油厂周度大豆压榨


资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 3：油厂豆粕库存


资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：华东现货-M05 基差


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2 价差影响豆粕添比，关注小麦-玉米替代情况

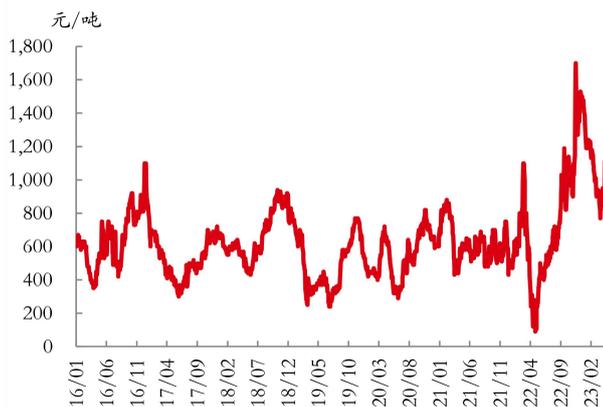
过去一年豆菜粕现货价差经历了大涨大跌。广东豆菜粕现货价差在 2022 年 4-11 月从最低 90 元/吨持续扩大到最高 1700 元/吨，价差扩大综合反映了利润驱使下国产菜籽流入大榨、加拿大等主产国菜籽丰产逐步兑现、豆粕替代菜粕消费、去年四季度在超高的现货榨利下国内采购大量加菜籽。因高价差下菜粕大量替代豆粕，即使在菜籽进口、压榨不断增加的情况下，菜粕却并未出现库存压力，因此价差又从 1700 元/吨持续缩小至今年 3 月下旬最低不足 800 元/吨（4 月因油厂开机不足、价差再度扩大至 1000 以上）。

我们走访的饲料养殖企业都表示，饲料配方技术已经非常成熟，保证动物影响前提下会使用任何可获得的、具有性价比的饲料原料。每家企业的饲料配方会有差别，但是基本

不存在所谓的添比上限和下限，尤其是自用料的配方调整更加灵活。企业一般会维持商品料较为稳定的配方，这和客群认知、竞争对手等众多因素有关，某企业表示例如山东客户对商品料肉比有最低要求，因此豆粕添比最低约为 11%。

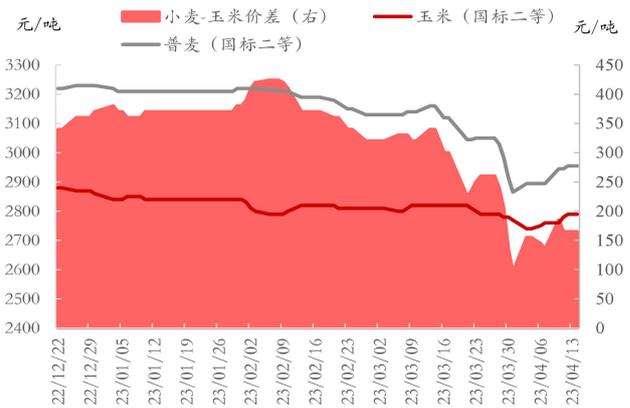
与此同时，小麦价格下跌、替代玉米的问题也引起市场关注。小麦-玉米合理的价差约为 200 元/吨，同作为能量饲料原料小麦可以完全替代玉米。但由于小麦粗蛋白水平高于玉米，小麦广泛替代玉米将导致豆粕添比下降约 3%，这一因素在 2021 年就导致大豆压榨量下降约 600-700 万吨。目前部分地区小麦替代玉米已经有性价比，持续关注配方调整可能对豆粕需求的影响。

图表 5: 广东豆菜粕现货价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 山东潍坊小麦-玉米价差



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

2.3 国内豆粕出口不会成倍增加

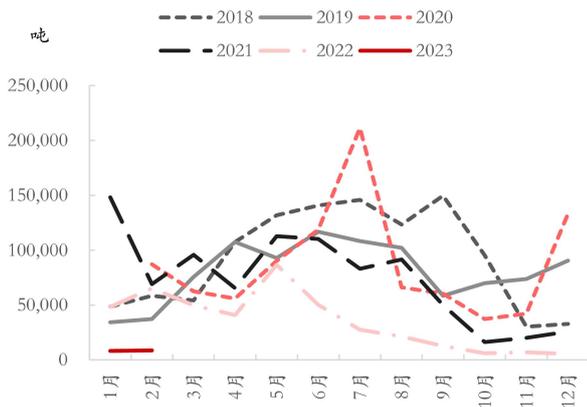
国内外豆粕价格差别巨大。国际市场上，由于美国 22/23 年度供需平衡表偏紧，而作为全球最大豆粕出口国的阿根廷 22/23 年度大豆产量可能创 20 年来最低，因此 CBOT 豆粕期货长时间在豆类（大豆、豆粕、豆油）品种中表现最强。国内市场面临的是迥然不同的供需：我国主要进口大豆压榨生产（直接进口豆粕数量可忽略不计），每年 4-9 月巴西是我国主要进口大豆来源国，今年巴西大豆产量为历史最高纪录 1.54 亿吨，3 月起出口加速、FOB 暴跌，我国二季度起的大豆及豆粕供应十分充足。

在这一背景下，市场好奇油厂能否通过加大豆粕出口（跨境套利）来抹平这一价差。我们调研走访的油厂表示，我国豆粕出口目的地主要是日韩、东南亚为主，油厂是否出口取决于利润；但是豆粕出口需要油厂具有相关资质，资质不易申请，而且有资质能够获得退税出口才可能更有利润。可见豆粕价格不是唯一考量因素，暂时不必考虑我国豆粕出口成倍增加的情况发生。

2.4 养殖需求不佳，关注水产投苗

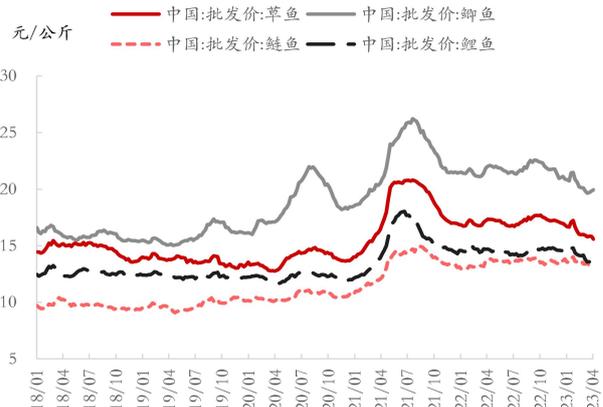
豆粕需求和养殖需求息息相关。今年除蛋鸡养殖利润尚可，生猪、肉鸡、水产养殖均亏损。华东作为我国水产养殖重要区域，调研途中众多企业提到今年迄今为止水产需求同比降 10-20%。去年四季度开始以草鱼、鲫鱼为代表的淡水鱼价格持续下跌，亏损情况下养殖户销售缓慢、存塘鱼数量高，存塘鱼数量高又直接影响到 4-5 月水产投苗；此外今年气温偏低，而鱼类在高温持续数天后才会大量采食。一般来说，4-5 月是水产集中投苗期，保持关注。

图表 7：国内豆粕月度出口



资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 8：淡水鱼批发价



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.5 后市展望

供给端，5-6 月天量巴西豆到港基本确定，但 7 月以后还存在不确定性。一方面，今年以来现货及基差下行，油厂榨利欠佳，可能影响后期买船数量及节奏；另一方面，四季度的进口量及进口成本还取决于美国 23/24 年度平衡表。需求端，一季度豆粕需求不佳已是既定事实，我们走访的企业对豆粕全年增速看在 1-2% 居多，当然后期还需要跟踪饲料原料替代、养殖利润变化等。

关于对豆粕后市看法，我们走访的企业中，悲观者着眼于大供应、认为 5-6 月负基差指日可待；也不乏相对谨慎者，认为豆粕表需差很大一部分是渠道及终端低库存所致，那么在上下游博弈的过程中，只要补库需求回暖就可能利好价格。

3. 附录：调研纪要

3.1 油厂 A

目前四个工厂，产能 3000 吨/天，今年还将扩产能 2000 吨/天。工厂销售范围广，除华东外还涉及东北、河南、华东、华中、西南。处于停机状态，豆油长时间紧张，目前油

粕提货都要排队，预计4月下半月获得进口大豆证书后能够开机生产。客户结构60%饲料厂、40%贸易商。远期和一口价两种销售模式并存；贸易商对远期基差买的更多，饲料厂在一口价价格合适、或水产饲料厂春节后旺季前会买一些远期。大豆库容可放1条船，豆粕库容6000吨。

转基因证书问题：关于转基因证书审批时间的规定没有改变，但是具体执行力度会有差别。目前证书审批时间10到15个工作日，以前7到8个工作日。山东最先断豆停机，但预计情况在4月下半月能改善。现在每船大豆都要检验，以前抽检。这周的大豆供应就能改善，已经陆续取得证书。

豆粕出口问题：国内豆粕价格明显低于国际市场。该工厂4月出口豆粕约3万吨，5月预计2万吨，均为春节后订单，现阶段并无新订单，豆粕出口目的地都是日韩为主。豆粕出口需要油厂具有相关资质，资质很难申请，有资质能够获得退税出口才有利润，因此价格不是唯一考量因素、豆粕出口不会成倍增加。

销售进度：4月该工厂基本卖完，4月整体华东销售进度50%，5月华东整体进度30%。

后市看法：巴西装船恢复太快，国内倒逼产地FOB。5到7月的大豆到港量非常大，预计5到6月大豆满榨，7月还不很确定。一般外资预售更多，根据预售情况买豆，留部分比例现货销售。

对需求的判断：预计水产需求至多和去年持平，豆粕全年需求增速1%到2%。下游库存使用天数5到7天，近一周合同库存增加1到2天。

3.2 油厂B

该工厂2条线产能6500吨，有精炼、膨化大豆2400吨生产线，有自有码头。共4家工厂，还要扩产2个工厂，计划今年底明年投产。销售区域包括江浙沪、汽运河南、长江流域西南、船运往东北。

该工厂4月6日开机，开到20号左右。短期供应紧张，因大豆供应不上。报价都分时间段，15日以前、15-20号、20号以后，20号以后供应上来基差就得跌。5月该工厂大豆10万吨，数量不多压力不大。5-9月卖的不多，因为买船也慢。客户结构是饲料厂比例30%增至40%，贸易商70%降至60%。

该工厂目前不出口，考虑运费成本、沿海工厂出口或东北铁路运往朝鲜，内陆地区出口不划算，出口往日韩和东南亚。

销售模式以近月基差销售为主、比例约80%；一口价现货卖的少，看行情，近期卖的多。

转基因证书是否影响大豆到港和卸船，还是看政府执行是否严格。

油脂消费：小包装相比疫情期间明显不好，中包装不及19年，很多餐饮店关门。油脂消费好，但是豆油差，菜油替代豆油。

3.3 油厂 C

该工厂目前产能10000吨/天。一年开机率能达到70%，处于较高水平。共3个工厂，自己不直接参与美豆点价和套保。做现货，不做预售。辐射江浙沪、华中、长江流域上游。

筒仓大豆容量30万，不一定是大豆进来了马上压榨；油库存10万吨，粕的库容4-5万吨。美豆和阿根廷豆储存时间长，巴西豆水分含量高、存放时间短，国储通常轮出巴西豆，收美豆和阿根廷豆。

后市看法：今年觉得大豆榨利不好，能不亏钱就不错。

证书：4月底3条船，但是证书可能延到5月。照目前情况5-6月大豆供应充足，油厂满产，但预计照此情况可能憋库停机。规定不变，有些是因为证书申请晚。出于国家粮食安全问题的考虑，认为证书检验严格可能是持续性的。20号之前市场偏紧，20号以后趋松。

需求：真实需求就很差，不完全是渠道库存低。4月是鱼苗投苗关键期，4月前期气温偏低，投苗量不一定能达到预期，水产料需求不佳。整个养殖行业需求都不好。没有出口豆粕。

客户结构：饲料厂占3成左右，饲料厂有账期；油厂只给大饲料厂账期，另外有时贸易商的价格比油厂更有优势。

销售进度：4月卖的很少，价格高卖不动。卖给东北工厂在东北销售，散船3-5天就到东北。东北现货价比华东贵200，运输等所有成本100，因此有利润。一年运往东北20万吨左右。

油脂需求：过年后好了两波，随后一直非常平淡。卖货不好，市场上现货和远月买卖都不活跃。消费还行，但渠道库存低、预期差，油粕压力最大的可能是5月（4月延期到5月增加5月压力）。

3.4 油厂 D

三个工厂，自有码头，仓储能力大。进口葵籽粕和菜粕，华东周边需要就车提或者船提。

看利润生产，否则停机或者代加工。4月1条船，5月4条船，可能洗船。客户结构：饲料厂很少，贸易商为主。基差和一口价都卖。转基因证书发放最多20个工作日，检验检疫放行7-10天。对河南来说，华东运费比华北贵80-100，华东产能大价格便宜。华

东到九江船运 5-6 天，到重庆最少半个月，最长 40 天也正常。仓库保存大豆比船里保存时间更长。

3.5 贸易商 A

下分三个事业部，蛋白贸易中豆粕占比 90%，菜粕和葵粕占 10%。目前大豆到港少，油厂开机率低。现货价格一路下跌后油厂榨利不佳，且远期基差报价还在跌势。

豆粕配方及需求：去年四季度开始豆粕被菜粕替代、添比降至最低，目前现货价差下跌后豆粕添比止跌回升。小麦价格下跌、替代玉米的问题引起市场关注，如果后期小麦替代玉米，豆粕添比可能再度下降。今年水产需求不佳，因气温较低，鱼价下跌，存塘鱼量高，养殖亏损。随着气温升高水产需求旺季到来，但仍预计后期豆粕在水产料中的添比较往年偏高。目前饲料配方技术成熟，例如菜粕在猪料中添加影响适口性的问题，完全可以通过添加诱导剂等其它原料解决，自用料中的原料比例添加非常灵活，市场料配方会受一定限制（禽料多为市场料）。市场料对料肉比要求较高，例如山东最低要求 1.5，但豆粕添比下降后无法达到次要要求，因此添比最低约 11%。菜粕在水产料中确实存在刚性添加约 8%-10%，菜粕添比影响鱼类色泽卖相等。预计全年豆粕需求增速 2%，意味着相对看好未来三季度豆粕消费，但仍要边走边看、不断调整。

后市看法：贸易商对豆粕的心态躺平，不觉得现在是现货价最低的时候。4 月稍好，5 月起现货压力会更大，不看好 5-7 月豆粕基差，不建议下游多买或建库存。

3.6 贸易商 B

主营豆粕，小品种菜粕不涉及，基本全是基差。此前看空基差和单边，库存极低，现在是最难受的时候，亟需现货。

华南大豆和豆粕库容低。水产料市场，华南集团饲料厂占比 80%以上，华东集团厂占比 40%左右。华东没货可以调进，华南可以运往西南，河南能从山东调运，华东价格高。

3.7 饲料厂 A

华东市场透明，原料降价饲料厂很快降价，利润好坏看原料成本。

该厂所在区域蛋鸡养殖密集。饲料销量春节后下滑明显，以前没有遇到过。蛋鸡饲料为主，本土市场禽流感引发恐慌，淘汰鸡影响饲料需求。养殖利润不好，蛋鸡相对好一点，因为存栏下降。预混料卖外地更容易，全价料价格好且养殖利润不好会有全价料转为自配料。直销占比 50%以上，直销的养殖户资金实力充足。整个产业链每个环节都不是很赚钱，中国经济和环境消费都有点问题。

正常小麦比玉米贵 200 左右正常。目前屯粮食的都是亏损，不论玉米小麦稻谷。去年存塘鱼高水产养殖亏钱，气温连续 3 天 30 度以上鱼类进食大量增加，气温升高以后要投苗被迫卖一些。

菜粕等杂粕在鸡料中使用很少，颜色太深，肉鸡中蛋白添比高于蛋鸡。商品料配方调整受到的制约更多。蛋鸡季节性不明显，肉鸡季节性明显，3 月补栏 7-8 月达到高峰 10 月冬季慢慢出栏，冬季料肉比高疾病多，肉杂 718 大概 52 天出栏。

以一口价为主，物理库存 10 天左右，看价格决定采购渠道。销售半径一般 50 公里，下游备货饲料厂不敢给客户断供，不像油厂可以停机。肉鸡料里豆油加的最多能到 5%，蛋鸡料里用的少，出于色泽考虑等。

3.8 饲料养殖企业 A

一条龙企业，除劳动力以外该企业负责所有，农户只负责喂养，保证农户最低收入。企业有育种、孵化、饲料、疫苗、屠宰等其它所有配套。养殖以黄鸡为主，针对家庭和餐饮消费。都是自己育种，祖代也都是自己培育选育。养猪占比 10%，后面还将扩张。

配方软件，按照原料性价比。商业市场豆粕添比稳定、颜色等等，自用料添比变化大，豆粕最低 5-6%、甚至不用，菜粕、棉粕有抗营养因子影响适口性。

豆粕采购以基差为主。认为创造利润的关键是育种。对豆粕后市的看法：基差不看好则少买，采购灵活；从贸易商和油厂都买，更倾向战略合作的油厂，重点是能够提货。目前豆粕库存天数 10-20 天，最低 4-6 天。豆油在饲料中的添加比例，最低 1%，最高 6-7%，豆油棕榈油猪油都可以用、都是能量类原料。销售毛鸡为主。屠宰对环保要求更高。

肉鸡需求相对平稳，影响价格的还是看供应。肉鸡需求有一定季节性。减抗（抗生素）是指饲料里不添加抗生素，生产过程中仍然会使用。低蛋白日粮从技术上没有问题，但存在不同市场主体博弈（因为蛋白高生长更快），生产成绩也很重要。动物蛋白都比植物蛋白好，氨基酸更平衡，吸收更好。

禽流感：美国很严重，日韩最近也有，国内目前没有报道。禽流感国内打疫苗，不是主要问题。

3.9 饲料养殖企业 B

水产料生产大厂。总部采购远期分配给各区（总部集采），各片区做现货库存。采购优先选择厂家、其次是贸易商。

水产需求：今年下降，1-3 月同比降 20%+，估计和前年差不多（去年不具有可比性，疫情原因 3 月超卖 4 月及以后）。投苗不好，以往每年 3 月投苗，今年 3 月完全没有投苗，气温低、鱼价低，市场对后面水产需求悲观。水产 3-4 月投苗、9-10 月销售，有的留到

春节卖。今年存塘鱼历史最高 55%，以往每年都有但是比例在 40-50%。水产一直是供过于求，鱼价过去十年只有去年较高，所以不看好今年水产需求只是和去年比，但是今年水产需求和前几年相比可能持平。

目前原料库存低，证书问题不解决基差还要涨。

饲料配方：小麦替代增加，小麦可以完全替代玉米。肉鸡料里可以完全不用豆粕，蛋鸡料里需要用一些。现在豆菜粕价差缩小到 600 多，用豆粕不用菜粕。水产料里各种杂粕都会使用。水产料里面油脂添加比例 1-5%，水产里面添加植物油，禽料里面添加动物油。

4. 风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com