



豆粕压力短期无法释放，价格颓势难挡

吴晓杰

投资咨询号: Z0014054

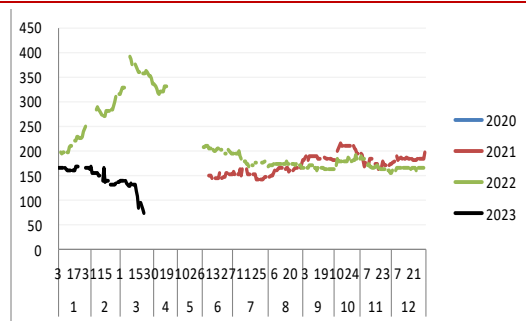
3 月中旬以后，国内连粕一改前期小踏步下行之势而快速下跌，主力 M05 连续跌破 3800 元/吨、3700 元/吨和 3600 元/吨整数关口，走势羸弱。豆粕现货下跌更为顺畅，春节以后国内豆粕现货保持下跌走势从未止步，截止 3 月 22 日，沿海主要地区豆粕现货报价已经全部跌至 3800 元/吨关口，较节前最后一个工作日下跌接近 17%。

究其原因，除近期美国银行破产带来的金融危机担忧外，来自基本面的巴西供应和国内养殖需求惨淡等多项因素同时施压。

一、产地贴水大幅走弱，国内进口大豆成本下降

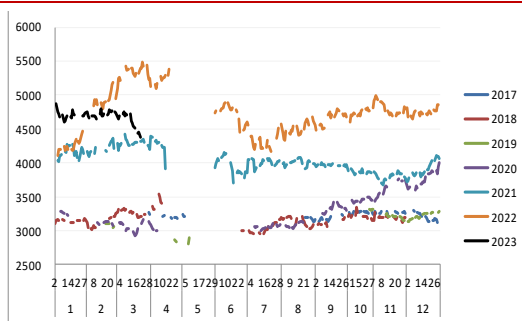
虽然今年巴西大豆收割进度持续慢于往年同期，但有创纪录产量托底使得绝对收割量超过往年水平。以 CONAB 统计口径为准，截止 3 月 18 日，巴西已收割大豆达到 9464 万吨，较去年同期的 8864 万吨多出 600 万吨。

图 1: 巴西 5 月船期大豆出口贴水报价



数据来源: Mysteel 中州期货研究所

图 2: 中国对 5 月船期巴西大豆进口成本



数据来源: Mysteel 中州期货研究所

收割之后就是上市销售的压力，施压巴西大豆出口贴水不断下降。截止 3 月 23 日，4-5 月船期巴西大豆对中国 CNF 贴水报价已降至 50-60 美分/蒲区间，而一周前此报价还在 110-120 美分/蒲区间，收割初期（2023 年 1 月初）报价约为 160-170 美分/蒲，去年同期更是高达 360-380 美分/蒲。产地出口贴水的大幅下降对国内来讲意味着进口成本降低。目前中国采购巴西 4-5 月船期大豆成本在 4300-4400 元/吨区间，相比一周之前的 4600 元/吨下降接近 300 元/吨，而年初此报价为 4860-4870 元/吨，去年同期为 5400 元/吨。



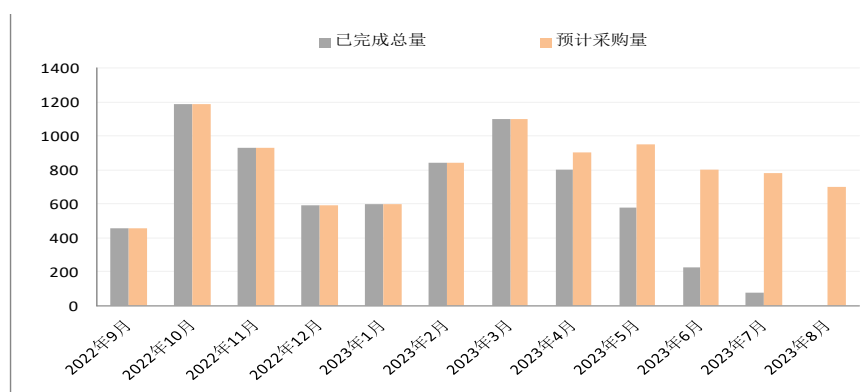
作为成本端定价品种，进口成本下降不免施压国内豆系，带动豆二、豆粕和豆油期货价格同步大幅下跌。

二、国内进口大豆到港逐渐改善，中期供应充足

2月中旬至3月中旬，国内进口大豆到港量经历了阶段性紧缩，周均到港量约125万吨，对比同期159万吨的周均压榨，国内进口大豆持续去库。但从产地排船来看，预计3月下旬以后国内进口大豆到港量就会逐周回升，至4月中旬周度到港量将回升至200万吨附近。从月度到港预估来看，3月国内进口大豆到港预估为618万吨，4月进口大豆到港预估为940万吨，5月为850万吨，对应不足850万吨的压榨预估，即随后两个月国内进口大豆供应充足。且到港结构会逐渐转至南美大豆，3月到港进口大豆仍主要以美豆为主，到了4月，巴西大豆到港占比将超过80%。

而近期随着进口成本下降后国内油厂对盘榨利改善，国内油厂对近月巴西大豆采购节奏加快。最近两周国内油厂买船集中在4-5-6月巴西大豆，两周共42船或277万吨。截止3月17日当周，国内3月船期大豆共采购1099万吨，采购结束；4月船期完成801万吨，缺口99万吨；5月船期大豆采购完成545万吨，缺口375万吨；6月船期大豆采购完成224万吨，缺口576万吨。

图3：国内进口大豆买船进度



数据来源：中州期货研究所

而巴西大豆收割进度仅完成60%左右，后期还要与二茬玉米抢夺存储空间，出口贴水报价仍有下跌空间，即国内近月船期进口大豆仍有采购窗口，后期国内进口商应该会继续采购近月巴西大豆，对应国内中期进口大豆到港量充足。

在此预期下，市场对中期国内进口大豆和豆粕供应预期充足，价格相对悲观，看空氛围浓厚。

三、豆粕需求惨淡

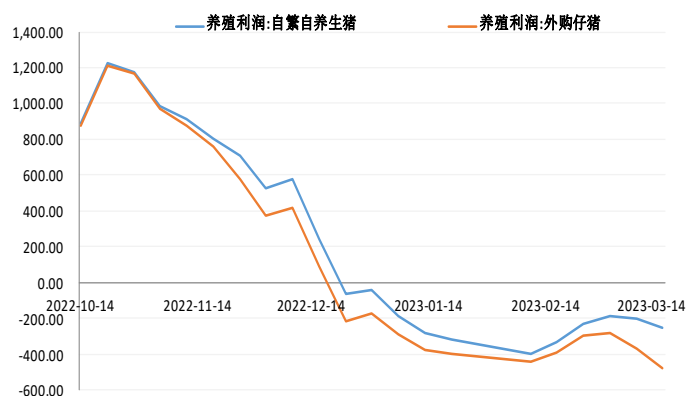
因国内阶段性到港偏少造成部分油厂缺豆停机，也有部分油厂胀库停机，2月底至今国内油厂进口大豆周度压榨量维持偏低开机率，周均压榨量不足145万吨，低于过去三

年 173 万吨的周均水平。但国内豆粕商业库存并未同步下降，3 月初国内豆粕商业库存达到 63 万吨，较 2 月初的 44 万吨库存增长 45%；最近两周因压榨下降库存也降至 50 万吨附近。

需求数据能更加直观的反应出豆粕消费惨淡。截止 3 月 17 日当周，国内豆粕销售成交 25.45 万吨，其中全部为现货成交，基差成交量为 0；而去年同期周度成交量约为 51.2 万吨，其中现货成交 23.92 万吨，基差成交 27.28 万吨。截止 3 月 17 日当周，国内豆粕周度提货量为 61.88 万吨，去年同期为 101.65 万吨，过去三年均值为 114.54 万吨。这就能理解为什么春节后国内豆粕现货基差从高位 700 元/吨直线下降至 200 元/吨水平。

从逻辑上看，豆粕需求偏弱或主要因为以下因素。

图 4：国内生猪养殖利润跟踪



数据来源：农业农村部 中州期货研究所

首先，国内养殖深度亏损挫伤对高价饲料需求。近几年豆粕养殖需求与畜禽养殖利润正相关关系明显，通常在丰厚利润下养殖企业更愿意投入更多的豆粕以加快畜禽生长和出栏速度，反之则减少豆粕使用。因此从去年底国内生猪养殖利润开始转负之后，企业通过降低添比、增加杂粕替代等多种方式减少豆粕使用，从根本上打击豆粕终端消费。

当然同期豆粕与其他杂粕价差偏高同样支撑杂粕替代。从去年四季度至今，广西地区豆、菜粕现货价差最高时曾超过 2000 元/吨，达到历史最高水平，而在 1000 元/吨以上高位也盘亘长达 4 个月之久，支持以菜粕为主的杂粕替代豆粕使用。

其次，在供应预期充足、终端需求惨淡下，中下游市场预期一致加剧了行情波动。悲观预期下中下游企业同时放缓采购和提货步调，主动清空渠道库存甚至放空现货，造成在低压榨阶段仍出现油厂胀库情况。

因此，终端需求疲弱无法承接供应继续施压豆粕，期、现货很难不跌。

四、总结

目前来看，国内以豆二、豆粕为主的豆系期货品种下跌的根源一方面是产地出口贴水快速下跌带动国内成本下降，另一方面是国内需求疲弱无法支撑供应。而市场各环节参与主体情绪加剧波动，贸易商甩货、下游延缓采购等行为加重悲观情绪，期现货同时下跌。

短期来看，豆系利空压力仍不能有效缓解。巴西收割进度推进刚刚过半，出口压力下贴水仍有下跌空间；二季度国内进口大豆集中到港已成定局，未来将面临更多的大豆和回升的开机率，豆粕供应将大幅增加；国内生猪养殖利润短期无法改善，对饲料原料需求抑制。因此无论从供应还是需求来看，国内豆粕期现货短期都很难从颓势中走出，现货压力会继续释放，基差负值不可避免。

■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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel：021-68395023

Email：zzzjb@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzyt@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel：0532-85753085 传真：0532-85753085

Email：zzqd@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel：0539-8053287 传真：0539-8053287

Email：zzly@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel：0411-84806738 传真：0411-84806738

山东分公司 250000

地址：济南市市中区经十路 22068 号山东出版智能大厦 205 室

Tel：0531-87903676 传真：0531-87903676

Email：zzjn@zzfco.net

广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel：0771-5505092 Email：zzgx@zzfco.net

烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzqh@zzfco.net

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel：021-58386177 Email：zzsh@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区文化路 77 号 901、904

Tel：024-83189947 传真：024-83189947

Email：zzsy@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 1216 号房

Tel：0535-2169566 传真：0535-2169566

Email：zzlk@zzfco.net

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel：025-66687725

Email：zzjsu@zzfco.net

华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel：027-83555585

Email：zzhz@zzfco.net

宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区沿江大道 188 号新外滩商业楼 000301-01

Tel：0717-6229585 Email：zzyc@zzfco.net