

2022年5月4日

蛋白粕底部震荡行情不变，高基差逐步回归

——2023年5月蛋白粕策略报告

分析师：

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

投资要点：

- 5月USDA对2023/24年油籽供需形势展望将进一步引导远月价格回归，蛋白粕远期将成本下移，或进一步放大近月季现货悲观情绪。宏观及外围市场，欧美银行业危机发酵和美联储加息引发衰退风险增加，美豆基金净多头持仓兴趣将逐步降低，北半球油籽春播形势良好，天气炒作空间小，多头持仓离场也符合季节性行情特点。综合看，5月CBOT大豆价格将进一步下移，07合约关注1380支撑。
- 国内港口和油厂大豆库存持续增，阶段性供需错配行情逐步结束。成本下移和库存修复，豆粕反弹空间有限。M09合约逢高空配为主。5月下旬豆粕现货基差大体能维持到M09+200-300。今年基差高也不是因为供需逻辑，主要是09预期压力太大，期货抢跑把期现拉的太大，5月成本压力对M09的压制会更明显，因此推测5月基差不会太低，上旬或维持在300-400历史高位。5月华东现货预计能到3800左右，豆粕09合约预期观点不变，3400以下估值不高。6月现货价差大体在09+100-200，7月预计在09+0-100。8-10月基差有望小幅走高。
- 菜粕供需双旺，5月蛋白粕整体供给压力较大，豆菜粕09合约价差进一步回撤空间较小，关注450-500区间行情。综合看，蛋白粕5月处于底部震荡行情，区间内或出现抛物线行情，5月下旬下跌行情为主。
- 结论：M09区间行情3400-3600为主，策略建议高抛低吸。

逢低RM09买盘安全边际比M09高。
- 风险因素：港口政策调整，巴西大豆出口装运风险。

正文目录

1. 4 月蛋白粕行情回顾及季节性展望	4
2. 5 月巴西大豆季节性供给压力依然大	5
3. 5 月进口菜籽到港高峰，供应宽松格局不变	6
4. 2023/24 年油料供应宽松，远月蛋白成本将下移	7
5. 北美油籽春播形势好，基金多头持仓兴趣降低	8
6. 5 月蛋白粕供需双强，菜粕需求表现强于豆粕	10
7. 结论及操作建议	11

图表目录

图 1 CBOT 大豆 vs DEC 豆粕期货行情	4
图 2 CZC 菜粕期货行情	4
图 3 豆粕基差	4
图 4 菜粕基差	4
图 5 美国大豆出口量	5
图 6 中国大豆进口量	5
图 7 美国大豆离岸基差	6
图 8 巴西大豆离岸基差	6
图 9 加拿大油菜籽出口量	6
图 10 加拿大油菜籽压榨量	6
图 11 中国菜籽进口量	7
图 12 国产菜籽压榨利润	7
图 13 未来 15 天加拿大菜籽产区降雨预测	8
图 14 未来 15 天加拿大菜籽产区温度预测	8
图 15 未来 15 天美国大豆产区降雨预测	9
图 16 未来 15 天美国大豆产区温度预测	9
图 17 Model Predictions of ENSO	9
图 18 Official NOAA CPC ENSO Probabilities	9
图 19 美豆非商业净持仓	9
图 20 美豆粕非商业净持仓	9
图 21 巴西大豆 5 月船期 CNF 贴水报价	10
图 22 巴西 5 月船期大豆套盘压榨利润	10
图 23 巴西大豆 6 月船期 CNF 贴水报价	10
图 24 巴西 6 月船期大豆套盘压榨利润	10
图 25 生猪存栏量期末值	11
图 26 中国工业饲料产量	11
图 27 生猪存栏量期末值	11
图 28 中国工业饲料产量	11

未找到图形项目表。

1.5 月豆粕行情回顾及季节性展望

图1 CBOT 大豆 vs DEC 豆粕期货行情



资料来源: iFind

图2 CZC 菜粕期货行情

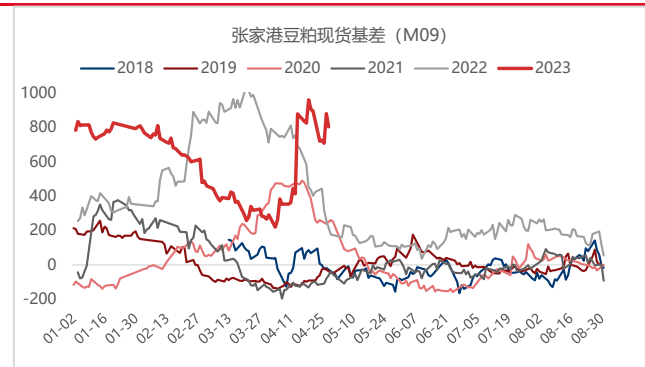


资料来源: iFind

5 月 DEC 市场豆粕 M09 合约跌幅 3.37%，CZC 市场菜粕 RM09 合约跌幅 2.47%，CBOT 市场大豆下跌 8.44%，下跌幅度远远大于豆粕。5 月豆粕现货基差月初冲高破 M09+1000 元/吨，下旬豆粕基差急转而下回落至 M09+350 元/吨。5 月国内海关政策继续影响大豆到厂，港口到油厂的物流障碍直到 5 月下旬基本得到解除，月末大宗抛售，美豆 07 合约刺破 1300 美分/蒲支撑，

4月蛋白粕市场迎来超预期的反弹行情，豆粕05上涨4.07%，09下跌2.02%；菜粕05上涨8.25%，09上涨6.58%，豆粕09合约基于南美大豆丰产、国内大豆大量到港影响，以及下游需求较差的预期，持续偏弱。豆粕05合约自今年1月连续三个月收跌，自3950回落至3500一线，且跌幅逐月扩大。4月豆粕05合约最高反弹至3800一线，最低3486，收至3654，就在国内大豆到港之际，港口进关及检测政策收紧，进口大豆到厂不继，断豆停机，豆粕出现阶段性供需错配，叠加下游库存普遍偏低，恐慌性补库引发基差大幅反转，近月蛋白粕05期货合约走强。菜粕市场，随着大量进口菜籽的到港，油厂静默的压榨产能也逐步恢复，菜粕供需双旺。在5-9月蛋白消费旺季，下游养殖利润亏损，豆粕高位价格及单个蛋白的溢价，使得菜粕的性价比优势比较突出。从价差结构看，4月下旬，豆菜粕05合约价差自700-750高位区间，回落跌至640-680区间；09合约价差自750高位趋势下跌至500。菜粕09合约保持对水产养殖旺季的需求期待，菜粕5-9保持正向结构，豆粕5-9维持倒挂。豆粕的绝对价格下跌之后，近月豆菜粕价差略有反弹。今年水产养殖受下游消费差影响，菜粕整体的刚需量也略下降。

图3 豆粕基差



资料来源：iFind 东海期货整理

图4 菜粕基差



资料来源：iFind 东海期货整理

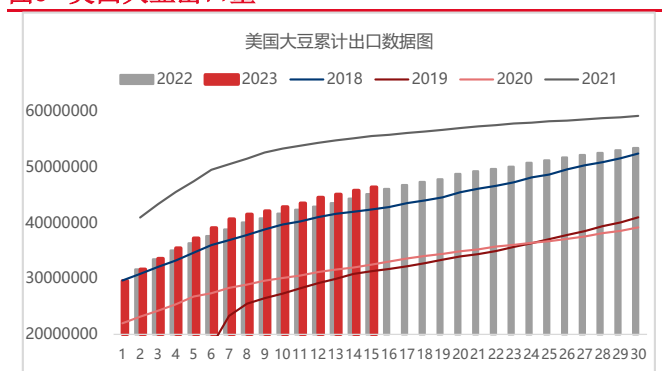
4 月蛋白粕基差触底反弹至历史高位，月初豆粕现货对 09 合约基差自 220 反弹快速拉涨至 900 历史高位，4 月下旬自高位回落 200 点收缩至 700 进入交割月。下游情绪悲观，远月接货意愿不高，导致极端的期现劈叉情况。菜粕基差亦是 130 反弹至 270 高位，月末回归 180 进入交割月。4 月蛋白粕基差波动巨大，但始终处于同期历史高位。

去年 5 月豆粕现货基差 09+100-150，最高 170，基差也是从 4 月 800 的高位逐渐回落的状态。以华东市场为例，目前 5 月的现货基差还 09+800，比去年同期高了一倍，5 月提货的贸易基差大概 09+400-500。往年 5 月处于供需双旺的状态，周度 150 万的提货，油厂 200 万吨的压榨，只要大豆到厂顺利，豆粕供给有保障。今年 3 月，涌益样本统计的大猪的存栏同比减少 14%，一季度工业饲料中豆粕掺混量同比下滑 9.5%，蛋白消费比去年同期要差很多，叠加下游养殖利润依然亏损，预计 5 月下游采购心态依然谨慎。豆粕基差的回落是可预期事件。

2.5 月巴西大豆季节性供给压力依然大

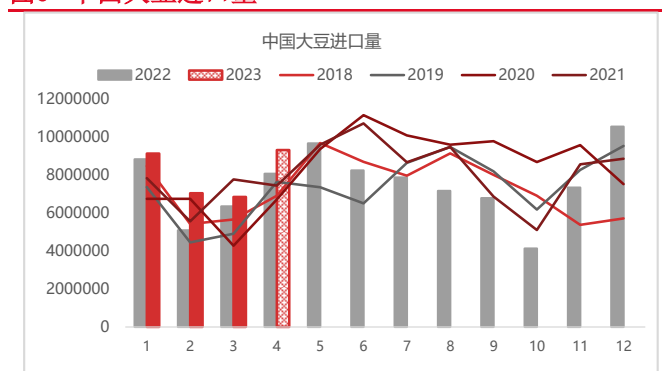
4 月 USDA 预计巴西大豆产量 1.54 亿吨，创历史记录，同比增加 2350 万；巴西国内压榨消费预计增加 254 万至 5325 万；出口预计增加 1364 万至 9270 万，超 2019/22 年出口的 9214 万，当年出口占比产量的 72%，今年作物年内预计出口仅占产量的 60%；库存增至 3275 万吨，库需比从 20%增至 22%。2019/20 年中国进口大豆 9853 万吨，20/21 年中国大豆进口达到记录的 9974 万吨，22/23 年 USDA 预测中国将进口 9600 万，同比增 4.8%，较去年增加 443 万。美国大豆预计出口减少 388 万，阿根廷大豆出口增加 54 万至 340 万。阿根廷大豆减产影响主要表现在增加进口、降低国内消费价和库存上面，阿根廷常年有拿大豆换美元储备的需求，出口占产量比例也较小，减产对大豆直接出口影响不大。巴西大豆出口增量主要流向是弥补美豆出口的折损和中国进口大豆的需求增量，由此看出，巴西大豆的出口压力较大。

图5 美国大豆出口量



资料来源：USDA 东海期货整理

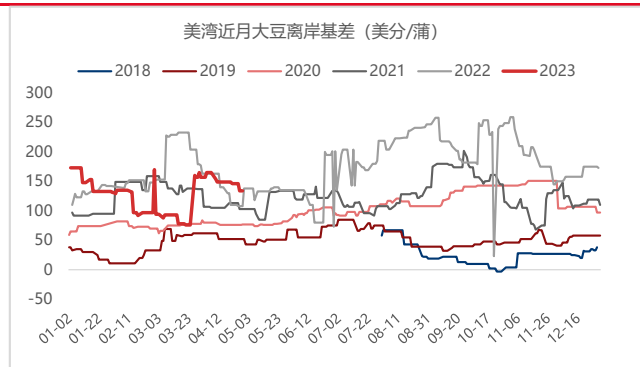
图6 中国大豆进口量



资料来源：海关总署 东海期货整理

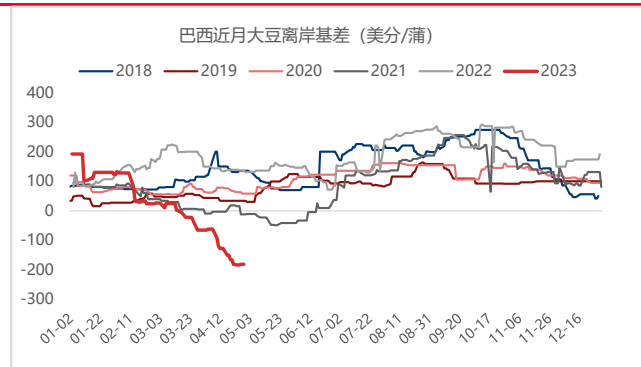
本作物年度迄今，美国大豆出口检验量累计为 4745 吨，上一年度同期 4725 吨，已完成 USDA 预期出口目标的 86.5%，去年同期完成 80%。去年 10 月-今年 3 月中国累积进口大豆同比增加 4.9%。综合看，美豆出口和中国进口趋势调增空间不大，5 月预期巴西的出口压力不减。

图7 美国大豆离岸基差



资料来源：USDA 东海期货整理

图8 巴西大豆离岸基差



资料来源：海关总署 东海期货整理

目前巴西大豆收获已经超过九成。过去几周来，巴西农户加快大豆销售步伐，对 FOB 基差造成压力。巴西农户担心大豆价格进一步走低，且由于二季玉米将在年中收获上市，而农场仓储空间不足，也促使农户加快卖出大豆。此前市场消息提到，今年巴西农作物储存缺口将达到 1.15 亿吨，由于巴西产量连年增长，这一缺口平均每年增长 500 万吨。4 月底，巴西现货大豆在港口的 FOB 基差报价已跌至历史最低水平，中国压榨利润缺乏吸引力也导致需求放缓。中国尚未完成采购的 5 月船期大豆需求也降至了 900 万吨，低于早先评估的 950 万吨。从巴西大豆的离岸价差表现看，巴西的出口压力是确实存在的。近期巴西 6 月、7 月船期 CNF 贴水报价止跌企稳，报价依然存于历史最低位。

3.5 月进口菜籽到港高峰，供应宽松格局不变

4 月 AFCC 供需报告显示，2022/23 年加拿大大油菜籽供应量估计为 1910 万吨，比去年增长 22%，2021/22 年干旱后的产量结转库存紧张问题得到缓解。去年加拿大播种了 870 万公顷油菜籽，收获了 860 万公顷，产量恢复到接近正常 2.11 吨/公顷，产量估计为 1820 万吨。该作物年度内，预计使用量将恢复到历史正常水平，出口量比去年增长 60%，达到 840 万吨，而食品和工业使用量将从 2021/22 年的 860 万吨上升到 950 万吨，同比增 10.5%。2022/23 年度结转库存预计将增加到 100 万吨，在强劲的全球需求支持下，库存需比为 6%。加拿大作为最大的油菜籽出口国，宽松格局不变，菜籽供需基本面主导下行周期不变。根据加拿大谷物委员会统计数据，目前的加拿大菜籽出口和国内压榨消费分别比去年同期上升了 51% 和 11%，符合预期趋势，不过一季度出口同比增加 29%，出口增量有所放缓。

图9 加拿大油菜籽出口量

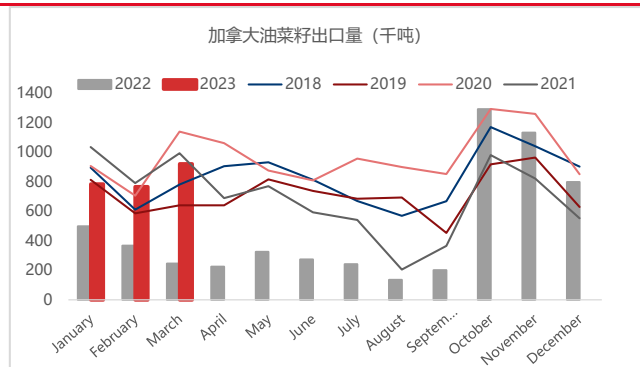
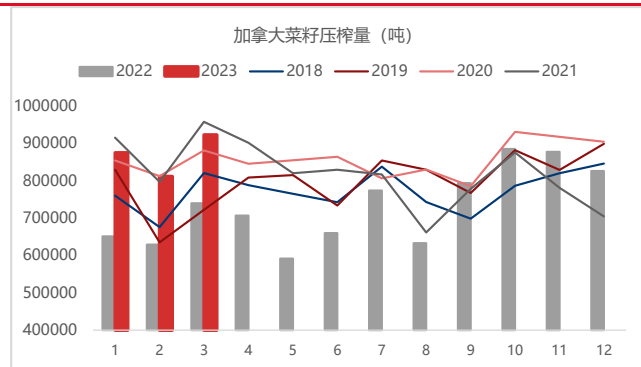


图10 加拿大油菜籽压榨量

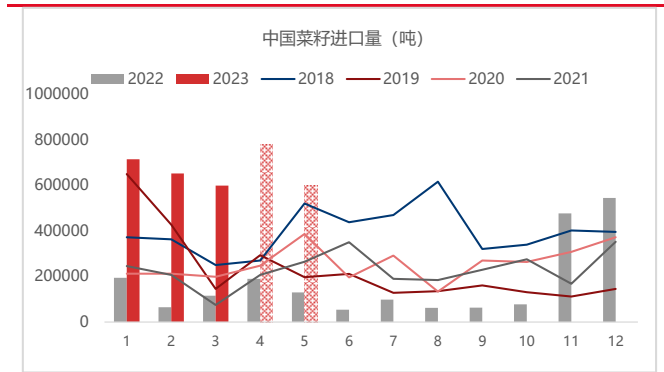


资料来源：CGC 东海期货整理

资料来源：COPA 东海期货整理

5月加拿大菜籽出口已高峰过去，国内将迎来菜籽集中到港期，据 Mysteel 调研显示，2023年4月，沿海地区进口菜籽到港船数12条，菜籽数量约78万吨。5月预计到港9条，约60万吨。2022/23作物年度内（去年10月-今年3月）已累积进口菜籽317万，约是去年同期的1.7倍。5月国产菜籽丰产开始上市，但需求端市场普遍预期不佳，多数主体对后市信心不足，新季菜籽上市收购意愿可能不高，此外，不同于去年，今年大榨利润不佳，国产菜粕供应冲击影响预计不大，进口菜籽压榨和直接进口量主导菜粕主要供应。基于 AFCC 的出口预期，预计加拿大二季度出口或保持历史偏高水平。国内进口的菜籽90%来自加拿大，因此，持续到三季度，国内菜籽进口供应量或依然保持同期较高水平。菜粕直接进口方面，2023年一季度国内菜粕累积进口51万吨，70%来自加拿大，同比增1.4%，历史最高。加拿大菜籽压榨形势好，国内直接进口菜粕渠道供应同样宽松。综合看，今年持续到三季度，菜粕供应宽松格局不变。

图11 中国菜籽进口量



资料来源：海关总署 东海期货整理

图12 国产菜籽压榨利润



资料来源：iFind 东海期货整理

4. 2023/24 年油料供应宽松，远月蛋白成本将下移

4月底 AAFC 对 2023/24 年内加拿大菜籽供需形势做了预测。加拿大新季菜籽种植面积的预计将上升 0.9%至 2160 万英亩，大体与处于五年平均值，在萨斯喀彻温省，该省生产最多的油菜，生产商预计油菜种子面积增加 3.7%至 1180 万英亩，在艾伯塔省，农民预计油菜种子面积减少 2.6%至 640 万英亩，马尼托巴省的农民预计将种植 330 万英亩的油菜，比上一年下降 0.9%。由于宽松的结转库存补充了供应的增长，预计总供应量将小幅上升至 1960 万吨。需求方面，基于对全球对油籽、植物油和蛋白粉的需求持续强劲的预期，AAFC 预计国内压榨量和出口量与 2022/23 年相似，分别为 950 万吨和 880 万吨；预计结转库存将小幅上升至 110 万吨，而 2022/23 年为 100 万吨，五年平均水平为 230 万吨。2023/24 年温哥华一级油菜籽的简单平均价格预计为 820 美元/吨，低于 2022/23 年的 850 美元/吨，菜籽仍处于下行周期，但高于 727 美元/吨的五年平均水平。报告落地，ICE 菜籽价格承压下行。

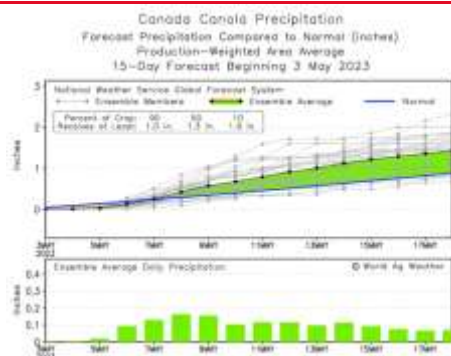
5月 USDA 供需报告中将开始对 2023/24 年美国大豆供需形势做展望，市场将对新季增产预期有所强化，远月价格预计会有所回落。根据 USDA《2023 农业展望报告》的预测，受到高价格高回报的驱动，美国大豆种植面积较此前两年出现大幅反弹，稳定在

近 8700 万英亩，并在未来 10 年展望期的大部分时间内保持稳定。2023 年度美国大豆种植意向报告显示，2022 年度美国大豆的实际种植面积为 8745 万英亩，基于天气调整的趋势单产每英亩 52.0 蒲式耳，假设正常的生长季节天气，2023/24 年度美豆产量预计为 45 亿蒲式耳，比去年同期增长了 5%。新作物年度，大豆压榨量预计将升至创纪录的 23.1 亿蒲式耳，出口预计为 20.3 亿蒲式耳。巴西目前正在创纪录的收获，新季度再丰产将对再次限制美豆出口潜力，2 月展望报告中 USDA 对 2023/24 年出口预测仅比去年增加 3500 万蒲式耳。2023/24 年度的大豆期末库存预计为 2.9 亿蒲式耳，比 2022/23 年增加 6500 万蒲式耳。大豆季节平均农场价格预计为每蒲式耳 12.90 美元，价格从 2022/23 年开始下降，全球大豆产量逐步从南美干旱的影响中恢复。

5. 北美油籽春播形势好，基金多头持仓兴趣降低

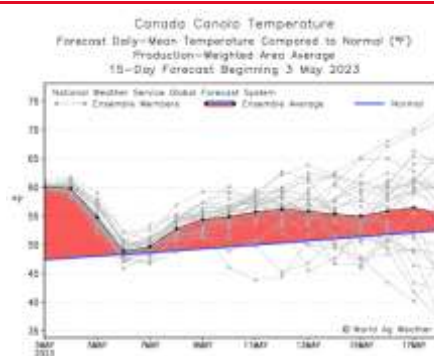
加拿大菜籽主产区，目前萨斯喀彻温省中部的湿度条件比正常情况下要干燥，阿尔伯塔省和马尼托巴省的大部分地区比正常情况下要干燥。春播之际，加拿大西部大部分地区仍需要正常到高于正常的春雨来补充土壤水分。5 月上旬，加拿大菜籽主产区降雨珠江增多，利于菜籽播种。

图13 未来 15 天加拿大菜籽产区降雨预测



资料来源：World Ag Weather

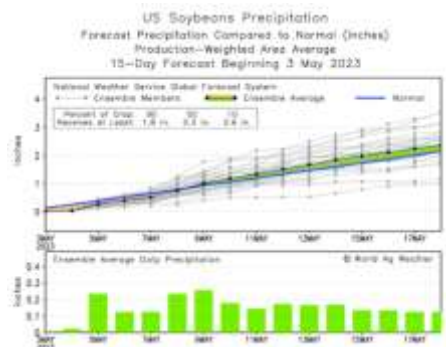
图14 未来 15 天加拿大菜籽产区温度预测



资料来源：World Ag Weather

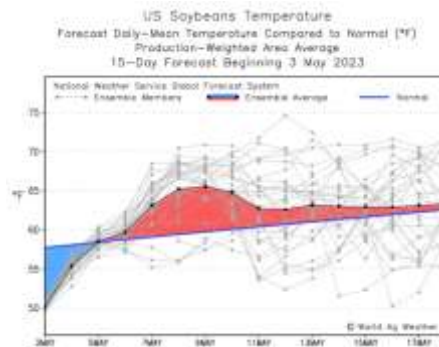
USDA 作物生长报告显示，截至 4 月 30 日当周，美国大豆播种率为 19%，市场预期为 17%，去年同期为 7%，五年均值为 9%，此前一周为 11%。今年美豆播种推进速度较快，5 月上旬，美国大豆主产区温度大体在 7-15 摄氏度，温度偏低，正常大豆播种温度在 15 摄氏度以上，地表温度在 5 摄氏度就能进行，不过 5 月中旬温度开始回升，且逐渐稳定，未来的天气温度延迟播种的可能并不大。5 月整体降雨和温度均适宜春播快速推进。

图15 未来 15 天美国大豆产区降雨预测



资料来源: World Ag Weather

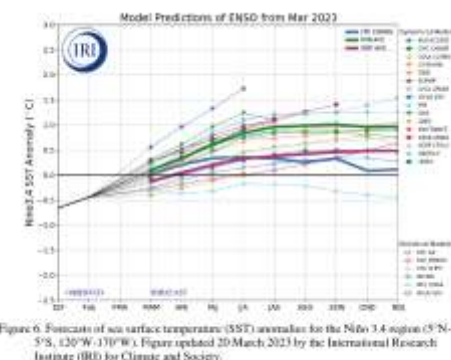
图16 未来 15 天美国大豆产区温度预测



资料来源: World Ag Weather

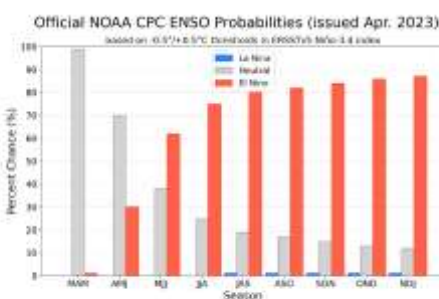
4 月气象模型数据显示, 拉尼娜已经结束, 厄尔尼诺现象已经出现, 到今年年底的可能性范围包括强烈的厄尔尼诺现象 (十分之四的概率出现 $Ni\tilde{no}-3.4 \geq 1.50^{\circ}C$) 到没有厄尔尼诺现象 (十分之一的几率)。ENSO 中性条件预计将持续到北半球春季, 随后在 2023 年 5 月至 7 月期间, 厄尔尼诺现象发展的可能性为 62%。厄尔尼诺/南方涛动(ENSO)现象大大加剧了全球许多地区的季节性气候波动, 通过影响季节温度和降水, 从而影响了许多地区的作物产量。以往研究表明, 厄尔尼诺可能使全球平均大豆产量提高 2.1—5.4%,

图17 Model Predictions of ENSO



资料来源: NOAA

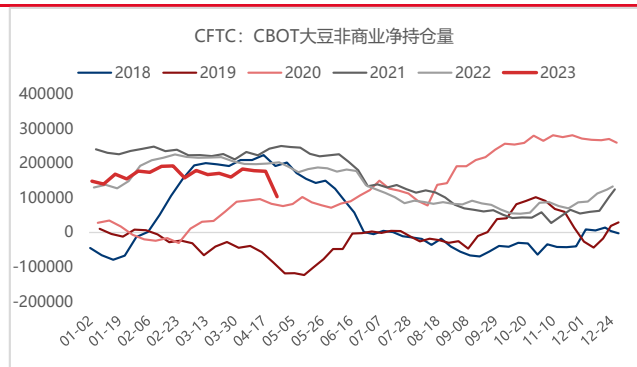
图18 Official NOAA CPC ENSO Probabilities



资料来源: NOAA

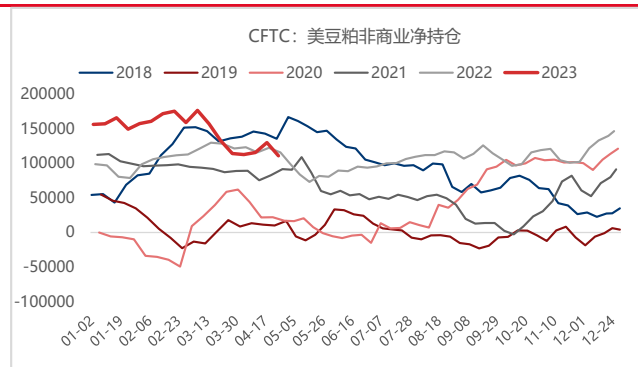
2023/24 年良好的天气形势下, 加拿大菜籽和美豆丰产概率较大; 此外, 欧美银行业危机发酵和美联储加息引发衰退风险增加, 美豆基金多头持仓兴趣逐步降低。

图19 美豆非商业净持仓



资料来源: CFTC 东海期货整理

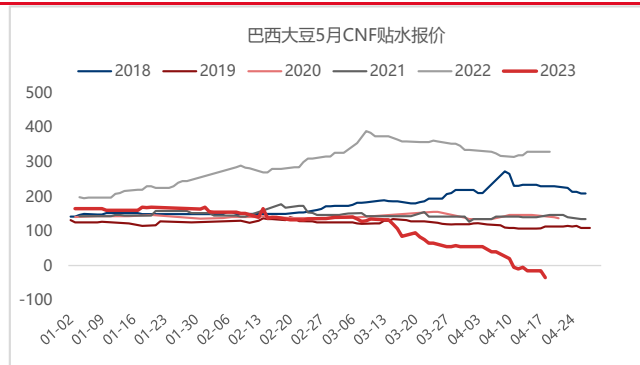
图20 美豆粕非商业净持仓



资料来源: CFTC 东海期货整理

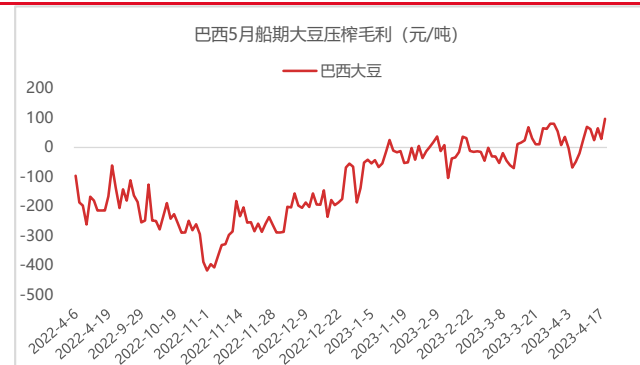
6.5 月蛋白粕供需双强，菜粕需求表现强于豆粕

图21 巴西大豆 5 月船期 CNF 贴水报价



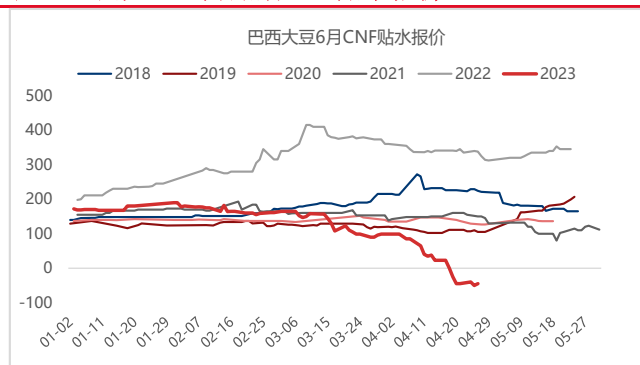
资料来源：iFind 东海期货整理

图22 巴西 5 月船期大豆套盘压榨利润



资料来源：iFind 东海期货整理

图23 巴西大豆 6 月船期 CNF 贴水报价



资料来源：iFind 东海期货整理

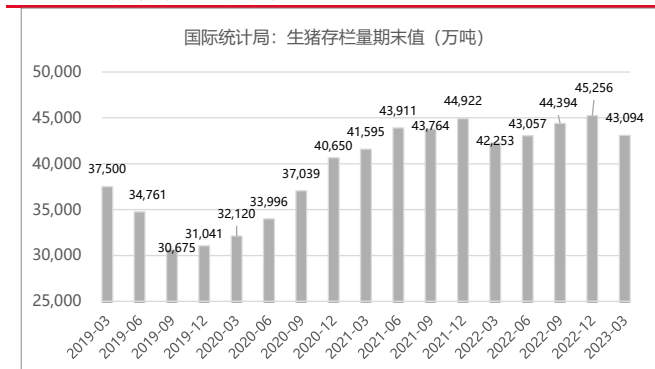
图24 巴西 6 月船期大豆套盘压榨利润



资料来源：iFind 东海期货整理

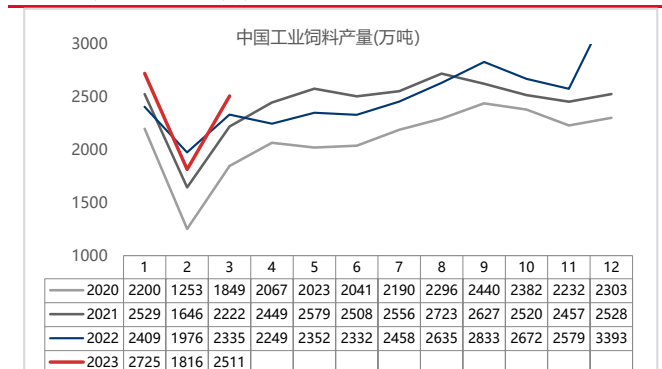
目前近月巴西 CNF 贴水止跌企稳，中国远期大豆压榨利润明显好转，这使得油厂大豆到港，大豆库存转豆粕供应会相对顺利。随着远期基差成交增加，油厂在豆粕 09 合约套盘压力凸显。从需求上看，截至 2023 年 3 月末，国内生猪存栏量同比增加 2%；今年一季度中国工业饲料产量 7052 万吨，同比增加 4.9%，其中，预混及浓缩饲料中豆粕用量占比仅有 12.5%，2021、2022 年饲料中豆粕用量分别为 15.3%、14.5%，主要与今年以来养殖端持续亏损有一定关系。尽管今年工业饲料产量增加，但豆粕的实际用量同比下滑 9.5%。

图25 生猪存栏量期末值



资料来源：国家统计局 东海期货整理

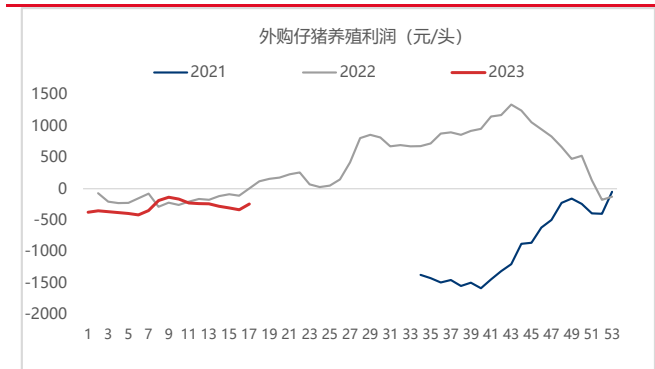
图26 中国工业饲料产量



资料来源：中国工业饲料协会 东海期货整理

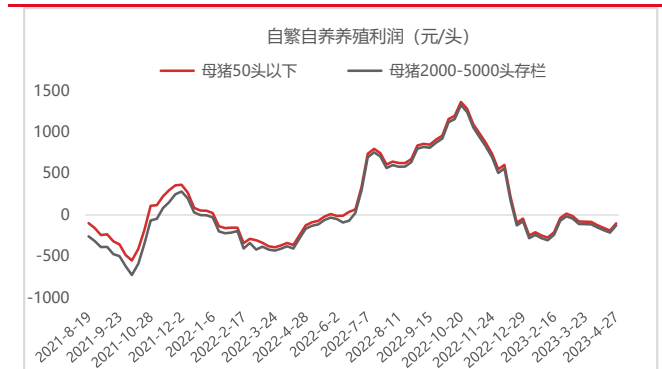
从养殖端看，目前外购仔猪养殖利润-240 元/头，自繁自养养殖利润在-120 元/头，依然处于亏损状态。5 月养殖利润修复空间不大，饲料中豆粕的掺混用量或依然维持在较低的水平。不过虽随着生猪存栏量增加，二季度豆粕整体的消费依然会有所改善。根据我的农产品网统计数据，2023 年 5 月份国内主要地区 123 家油厂大豆到港预估 142 船，共计约 923 万吨（本月船重按 6.5 万吨计）。因此，5 月豆粕面临供需双强的市场。

图27 生猪存栏量期末值



资料来源：国家统计局 东海期货整理

图28 中国工业饲料产量



资料来源：中国工业饲料协会 东海期货整理

今年4月，农业部出台了饲用豆粕减量替代三年方案的文件，要求豆粕在饲料中掺混量每年下降0.5%以上，每年至少减少豆粕用量约300万吨。折合大豆需求约400万吨，相反菜粕、棉粕等杂粕在饲料中用量比例有望逐步增加，2021、2022年饲料中杂粕用量分别是17.9%、18.2%。今年蛋白粕的中菜粕的需求表现或强于豆粕。

7. 结论及操作建议

5 月 USDA 对 2023/24 年油籽供需形势展望将进一步引导远月价格回归，蛋白粕远期将成本下移，或进一步放大近月季现货悲观情绪。宏观及外围市场，欧美银行业危机发酵和美联储加息引发衰退风险增加，美豆基金净多头持仓兴趣将逐步降低，北半球油籽春播形势良好，天气炒作空间小，多头持仓离场也符合季节性行情特点。综合看，5 月 CBOT 大豆价格将进一步下移，07 合约关注 1380 支撑。

国内港口和油厂大豆库存持续增，阶段性供需错配行情逐步结束。成本下移和库存修复，豆粕反弹空间有限。M09 合约逢高空配为主。5 月下旬豆粕现货基差大体能维持到 M09+200-300。今年基差高也不是因为供需逻辑，主要是 09 预期压力太大，期货抢跑把期现拉的太大，5 月成本压力对 M09 的压制会更明显，因此推测 5 月基差不会太低，上旬或维持在 300-400 历史高位。5 月华东现货预计能到 3800 左右，豆粕 09 合约预期观点不变，3400 以下估值不高。6 月现货价差大体在 09+100-200，7 月预计在 09+0-100。8-10 月基差有望小幅走高。

菜粕供需双旺，5 月蛋白粕整体供给压力较大，豆菜粕 09 合约价差进一步回撤空间较小，关注 450-500 区间行情。综合看，蛋白粕 5 月处于底部震荡行情，区间内或出现抛物线行情，5 月下旬下跌行情为主。

重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及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。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

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