

【豆系观察】对现实的极致定价退潮之后

发布日期：2025 年 4 月 25 日

分析师：刘昊

期货交易咨询从业信息：Z0021277

近几周豆粕现货价格持续上涨，华北地区涨幅最大，天津豆粕现货基差从月初 300 元/吨上涨至周四 1200 元/吨附近，华东、华南等地各有不同涨幅。现货上涨的背后实质是市场对此前大豆到港预期的纠偏，演进为极短期内对大豆供应紧缺现实的极致定价。但周五各方主体开启“清仓甩卖”模式，豆粕现货基差及 05 合约大幅回落，以反映大量南美大豆即将到港的新现实，同时远月合约跌幅相对有限。

图表 1：国内豆粕现货及基差报价（元/吨）

		4月25日	4月24日	4月18日	3月25日	较前一日	周度涨跌	月度涨跌
盘锦	一口价	4000	4200	3650	3280	-200	350	720
	基差	970	1150	800	410	-180	170	560
天津	一口价	4000	4300	3650	3190	-300	350	810
	基差	960	1240	800	330	-280	160	630
日照	一口价	3820	4000	3320	3160	-180	500	660
	基差	790	930	470	290	-140	320	500
南通	一口价	3800	3950	3170	3150	-150	630	650
	基差	770	880	320	280	-110	450	490
东莞	一口价	3900	3930	3110	3120	-30	790	780
	基差	860	860	260	250	0	600	610

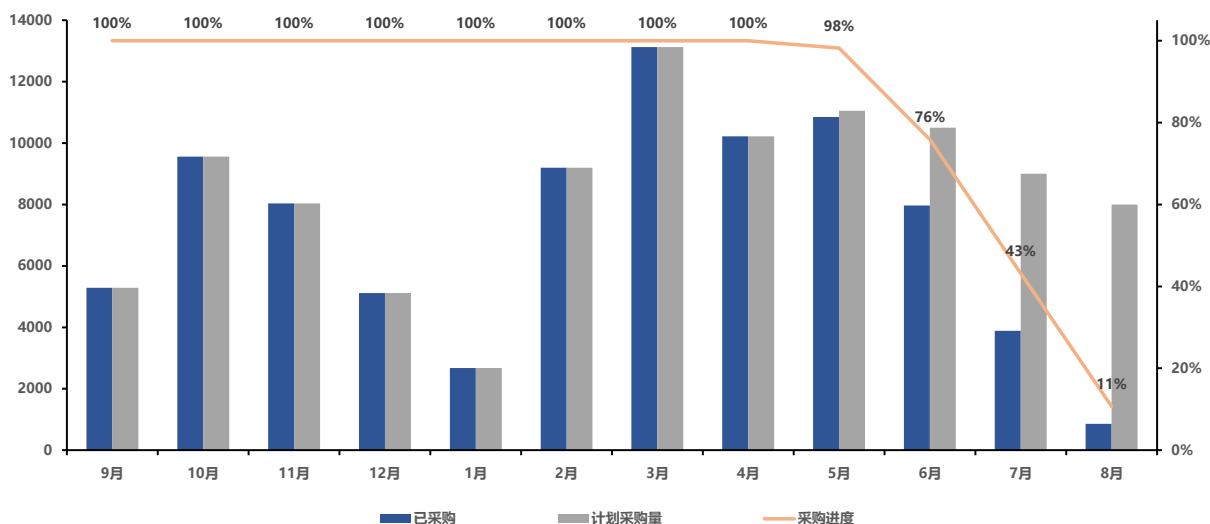
资料来源：Mysteel，中信建投期货整理 注：当日报价具有时效性，仅供参考

基于买船进度，市场早在 2 月份便逐步形成 5-7 月大豆大量到港（月均 1000 万吨以上）的共识，并且已经在盘面中有所计价。因此，市场的定价倾向也从大豆库存是否增长的一阶定价转变为增长斜率大小的二阶定价。进口大豆从到港到投入压榨的时间是影响斜率大小的重要因素，由于这一过程因受到各地通关政策的不同而难以量化和提前捕捉，致使它只能当作外生变量予以处理。而当市场开始对到港预期进行纠偏时，交易上有两种处理方式，一是再度“内卷”去做斜率之斜率的三阶定价；二是回到现实端，定价现实。目前来看，市场选择了后者。

近几周国内油厂大豆库存、周度到港数量持续环比回升，但油厂豆粕库存却在不断下降。这一背离大致与海关的附条件提离政策有关，进口大豆满足海关有关货物准予提离的条件，进而油厂采购的大豆报关后，

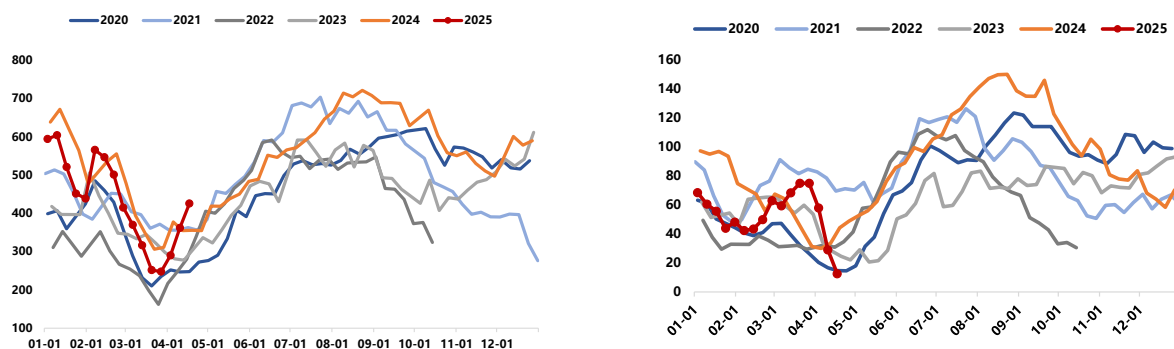
可以将大豆提前提取至筒仓中，表现为油厂大豆库存增长。但这部分豆源在检疫完成前不被允许进入压榨环节，因此油厂开机率近几周仍然处于低位。与此同时，下游饲料企业豆粕物理库存较低，引发补库需求，导致油厂豆粕库存不断减少，共同导致了近期国内一粕难求的局面。

图表 2：国内二三季度大豆供应充裕早已是市场共识（千吨，截至 4 月 22 日）



资料来源：McDonald，中信建投期货整理

图表 3：国内油厂大豆、豆粕库存（万吨）



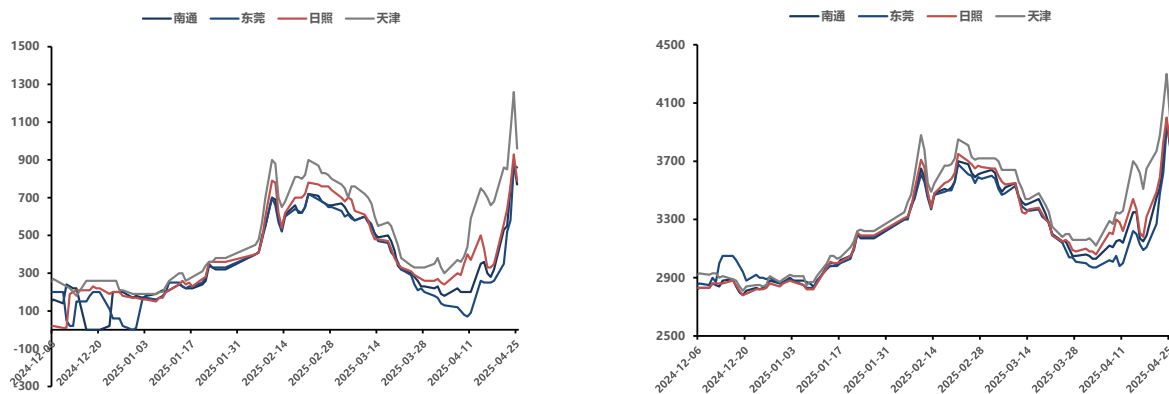
资料来源：Mysteel，中信建投期货整理

“薛定谔式”的大豆到港成为短期多空博弈的“楚河汉界”，多头但凡没有看到油厂开机率、豆粕库存显著回升，即抓住这段时期将对现实的定价演绎到极致，而空头则坚信供应压力即将兑现，在左侧交易的路上不断前行。从时间进程来看，我们理解至少在今年四季度之前，本轮基差的顶点基本盖棺定论，其以巴西



大豆收割延迟向后传导、大豆到港延误、下游饲料企业备货不足等一系列因素为国内豆粕现货演绎了一轮定价现实的上涨行情。在后续 2-3 个月里，国内大豆供应难以再有如此缺口，未来几个月基差大概率将重新回落以反映新的基本面现实。此外，在每一轮基差下行的初期，通常伴随着中下游产业主体的亏损扩大，这将显著抑制补货的强度，叠加油厂锁榨利的倾向加深，甚至对于近月期货也产生负向冲击。换言之，即使由现货回落修复期货贴水结构，期货盘面通常也遭遇联动下行，05、07 合约首当其冲。

图表 4：部分城市豆粕现货及基差走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，中信建投期货整理 注：当日报价具有时效性，仅供参考

本轮华北、东北地区豆粕现货价格的大幅上涨同样外溢至国产大豆，东北地区净粮收购价格从月初 3950-4000 元/吨上涨至 4150-4200 元/吨，部分地区高蛋白豆源收购价格达到 4500 元/吨。当前东北地区基层余粮不足 1 成，社会库存不断消耗，致使部分地区呈现“有价无市”状态。同时豆粕现货价格大涨打开国产大豆压榨利润空间，驱动压榨企业竞拍储备豆源。本周内蒙古储备大豆拍卖成交 13.3 万吨，成交率 93%，成交均价 3884 元/吨（底价 3820 元/吨），多数溢价成交。考虑增扣量价格及出库费后，实际出库价格或在 4050-4150 元/吨¹。尽管拍卖豆源短期缓解供应压力，但高价高成交暗示非转基因大豆压榨需求空间仍存，强化市场看涨心态。另一方面，销区市场大豆走货相对一般，因下游加工企业同时面临豆制品消费淡季及大豆高成本双重压力，采购较为谨慎，以规避高价风险。中期来看，本轮豆一上涨实质是由压榨利润空间打开所驱动，因此如前文所述，若后续进口大豆顺利到港，现实供需格局反转，豆粕价格回落将导致压榨利润空间重新缩窄，叠加储备豆源可能继续投放，届时国产大豆价格亦可能承压回落，需关注东北地区非转基因大豆库存消耗情况。

¹ 《关于执行粮食质量国家标准有关问题的规定》：（1）水分含量：以标准规定的水分限量（≤13%）为基础，实际水分含量高于标准规定水分限量的粮食，每高 0.5 个百分点，扣量 0.65%；实际水分含量低于标准规定水分限量的粮食，每低 0.5 个百分点，增量 0.65%；但低于标准规定指标 2.5 个百分点及以上的，不再增量。高或低不足 0.5 个百分点的，不计增扣量。（3）杂质含量：以标准规定的杂质限量（≤1%）为基础，实际杂质含量高于标准规定杂质限量的粮食，每高 0.3 个百分点，扣量 0.3%；实际杂质含量低于标准规定杂质限量的粮食，每低 0.3 个百分点，增量 0.3%。高或低不足 0.3 个百分点的，不计增扣量。简例：若某批豆源成交价 3900 元/吨，其水分含量为 10.5%，杂质含量为 0.7%，出库费 30 元/吨，则该豆源实际出库价为 $3900 \times \{100 + [13 - 10.5] / 0.5 \times 0.65 + [1 - 0.7] / 0.3 \times 0.3\} / 100 + 30 \approx 4070$ 元/吨。

图表 5：东北地区国产大豆净粮收购价格（元/吨）

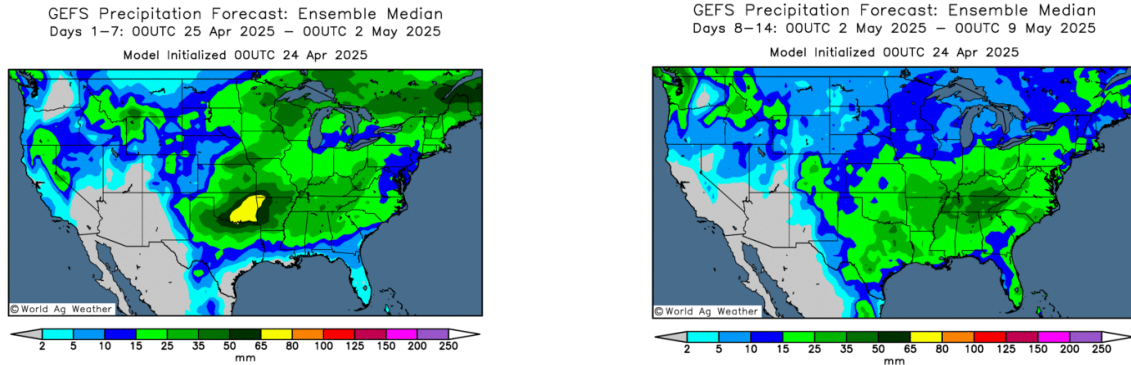
	4月25日	4月18日	3月25日	周度涨跌	月度涨跌
绥化	4180	4140	4000	40	180
绥棱	4180	4140	4000	40	180
海伦	4200	4160	4020	40	180
北安	4160	4120	3980	40	180
黑河	4120	4080	3940	40	180
嫩江	4120	4080	3940	40	180
讷河	4140	4100	3960	40	180
敦化	4160	4120	4000	40	160
牡丹江	4140	4100	3960	40	180
宝泉岭	4120	4060	3920	60	200
佳木斯	4140	4100	3960	40	180
大杨树	4120	4080	3900	40	220

资料来源：粮油商务网、Mysteel，中信建投期货整理 注：净粮 39.5 左右蛋白收购价格。

近期围绕现实的博弈并不改变我们对远月的看法。在 5-6 月新作美豆面临减种、7-8 月北美天气交易、中美贸易博弈持续以及美国生柴政策转好的背景下，远月 CBOT 大豆存在向上叙事空间，有望为豆粕远月合约提供向上弹性。当前美豆播种已经开启，短期来看，玉米带西部、平原地区相对干燥，有利于大豆播种推进；玉米带东部土壤略显潮湿，或阻碍播种开展。南部的密苏里州、阿肯色州播种进度达到 30% 以上，温暖天气利于早播大豆出苗。另一方面，NOAA 预测 4 月中旬至 7 月末，美国平原地区、明尼苏达州以及爱荷华州等产区或面临干旱（Drought Persist），初步为后续天气交易打开想象空间。此外，随着巴西雷亚尔重新走强，农户销售速度放缓，巴西 CNF 报价止跌企稳，有望为远期进口大豆成本带来支撑。市场目前正逐步形成的另一个共识是，若未来几月中美贸易关系仍未改善，届时国内可能不再进口新作美豆，四季度大豆供应或再度面临短缺，短缺幅度取决于巴西大豆在未来几个月的出口节奏以及储备大豆的拍卖情况。

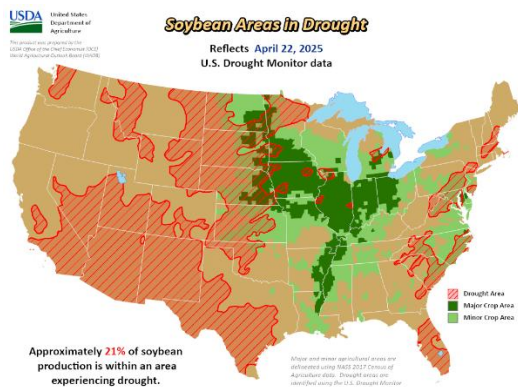
尽管本周特朗普政府表态称考虑降低对中国进口商品的关税，以缓和贸易紧张局势。但我们理解此举更多是缓解资本市场情绪，难以视作中美贸易关系缓和的信号。此前关税冲击落地后，市场在豆粕 09 与 11 合约上定价迅速，单边冲高后又快速回落，其中包含了市场对未来中美谈判的预期。2018 年中美贸易争端的经验可能令市场对中美最终达成某种贸易协议形成一定的路径依赖，但今年国内的表态或暗示已经做好了充分准备应对本轮贸易争端，不排除中美关税僵局持续数个月的可能性，因此这一共识的过早形成也可能在后续被纠偏，毕竟在 2018 年中美贸易争端期间，豆粕上涨的驱动之一便是市场过早定价了中美谈判预期，进而一旦中美谈判未取得实质性进展（尤其是首轮），将引致一轮显著反弹。

图表 6：北美天气预报（GFS 模式）



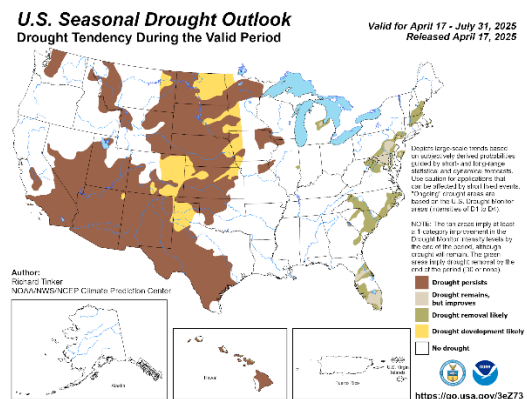
资料来源：World Ag Weather 注：天气预报具有较强时效性，请及时关注最新预报。

图表 7：美豆产区干旱覆盖情况



资料来源：USDA

图表 8：NOAA 季度干旱预测



资料来源：NOAA

策略方面，单边我们依然维持豆粕远月合约逢低试多的看法；基于未来几个月国内大豆供应充裕的事实，近月 07 合约中枢偏空看待；尽管“近弱远强”的供应格局暗示可以寻找机会介入 M79、M7-11 反套，但当前二者价差均已来到偏低位置，后续空间可能有限。相比之下，我们倾向寻找远月 M91、M11-1 的正套机会。豆一方面，进口大豆大量到港以及储备拍卖或令豆价承压回落，然而前期国产大豆流入压榨而导致社会库存下降有望给予支撑，单边暂时偏震荡看待；中长期关注今年新作产量变化以及四季度国内是否会因豆源偏紧而重新驱动国产大豆大规模进入压榨。

风险提示：国内大豆到港节奏超预期；进口大豆拍卖超预期；中美贸易关系走向超预期等。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。