

豆类月报

2023年5月30日

金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com扫码关注微信公众号
了解更多资讯

进口压力不断累积 豆类预计易跌难涨

摘要

豆一：

- 今年的种植补贴要高于往年，这在一定程度上降低了农户的种植成本
- 目前步入春耕时期，农户的卖粮积极性有所下降。
- 不过相比于往年，由于去年增产较大，今年的余粮仍较多
- 从后期进口豆的情况来看，在巴西豆丰产，且出口较为顺利，美豆开局也表现良好的背景下，后期的供应预计还是增加的，

豆二：

- USDA 增加市场偏空的氛围
- 美豆播种表现良好，播种进度处在近几年的较快的位置
- 南美方面，巴西收割基本结束，阿根廷收割过半
- 从国内的进口情况来看，由于4月开始实行严格的进口通关政策，导致进口通关速度明显放缓

豆粕：

- 短期海关通关问题还是持续困扰豆粕的供应
- 不过随着通关的逐渐加快，后期油厂的开机率有望回升
- 需求端来看，需求依然表现不佳。生猪的养殖利润持续亏损，补栏热情有限。出栏计划方面，6月出栏预计还是呈现微增的态势。肥猪方面，随着天气的转暖，肥猪消费更淡，预计出栏也较多。
- 从替代品来说，菜粕的价格持续下跌，也给豆粕的需求一定的冲击。

豆油：

- 目前库存压力有限，不过随着海关通关的加快，油厂开机率的回升，预计后期有累库的预期。
- 需求以按需采购为主。
- 从宏观方面来看，美国债务上限问题会持续困扰市场，造成扰动
- 从替代品油脂方面来看，棕榈油进入增产季，而出口方面，虽然5月出口增长，不过增幅不断缩窄，利好有限。
- 菜油方面，受进口菜籽持续高位的影响，菜油的库存持续累积

目录

一、2023年5月豆类市场回顾.....	2
1、豆一市场回顾.....	2
2、豆二市场回顾.....	2
3、豆粕市场回顾.....	3
4、豆油市场回顾.....	4
二、国际豆类基本面分析.....	4
1、新季大豆预计供应偏宽松.....	4
2、南美出口压力较大.....	5
3、美豆开局表现良好.....	6
4、港口通关缓慢限制大豆供应.....	7
三、国产大豆基本面分析.....	7
1、补贴力度加强 成本支撑下降.....	7
2、市场仍有收购预期.....	7
3、下游需求疲弱.....	8
4、进口压力犹存.....	8
四、豆粕基本面分析.....	9
1、豆粕近期库存压力不大 不过远期有压力.....	9
2、猪饲料需求预计有限 豆粕饲料占比下降.....	10
3、菜粕对豆粕有较强的替代性.....	11
4、后期或按需采购为主.....	12
5、季节性分析.....	12
五、豆油基本面分析.....	13
1、豆油供应预计增加.....	13
2、巴西豆压榨利润回升.....	14
3、进口成本偏低.....	14
4、原油价格震荡.....	15
5、马棕产量增长 出口有小幅恢复.....	15
6、菜油供应增加.....	16
7、三大油脂间价差套利分析.....	17
8、油粕套利分析.....	18
9、油脂季节性分析.....	18
六、基差与价差分析.....	19
七、资金面及期权分析.....	21
1、资金面分析.....	21
2、豆粕期权分析.....	22
八、总结与展望.....	23
免责声明.....	25

一、2023年5月豆类市场回顾

1、豆一市场回顾

2023年5月，豆一在经过一轮的快速拉涨后，结束了持续性下跌的走势，开始有所企稳。月初，主要受到政府部门实地调研的影响，市场预期后期政策有所偏多，快速拉涨，但是缺乏基本面的有利支撑，市场陷入震荡的走势。



资料来源：博易大师

2、豆二市场回顾

5月，豆二走出震荡偏强，而后回落的走势。前期受进口通关较慢，到港量有限的影响，豆二走势偏强，后期，随着通关的逐渐放开，大豆到港稍有恢复，豆二价格有所回落。



资料来源：博易大师

3、豆粕市场回顾

5月，豆粕走出了横盘震荡的走势。总体主要受到进口通关较慢的影响，限制供应。不过下游需求不佳，也缺乏反弹的动能。总体走势趋于震荡。



资料来源：博易大师

4、豆油市场回顾

5月，豆油走出了震荡走弱的走势。主要受到经济环境不理想，总体的下游需求表现一般，加上巴西豆的到港对市场的压力，豆油走势偏弱。



资料来源：博易大师

二、国际豆类基本面分析

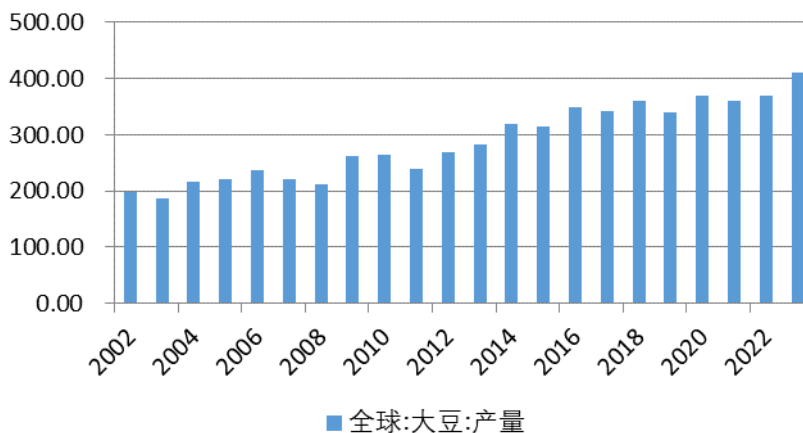
1、新季大豆预计供应偏宽松

从近期公布的 USDA 报告来看，USDA 首度公布了 2023/24 年度大豆种植的预期情况。报告预期，全球大豆产量预计将历史上首次突破 4 亿吨大关 2023/24 年度全球大豆产量预计为创纪录的 4.1059 亿吨，同比提高 4000 多万吨或 10.8%；期末库存预计为 1.225 亿吨，同比提高 2150 万吨或 21.2%。下一年度阿根廷大豆产量预计提高到 4800 万吨，同比激增 2100 万吨；巴西大豆产量预计达到 1.63 亿吨，同比提高 900 万吨。中国大豆产量预计为 2050 万吨，同比提高 22 万吨；美国大豆产量预计为 1.2274 亿吨，同比增长 640 万吨或 5.4%。

2022/23 年度，美豆受天气因素影响，仍有减产的情况，且库存偏低，2023/24 年度，美豆开局表现良好，利于后期播种面积的进一步提升，因此，对美豆后期的累库预期有所增加，供应量有恢复的预期。从南美方面来看，如果巴西继续增产，巴西产量将再创历史新高，在 2022/23 年度，巴西已经实现大丰产的背景下，全球库存有所累积，如果巴西再度丰产，将给全球大豆供应带来压力。阿根廷方面，2022/23 年度受天气影响，大幅减产，

2023/24 年度，如果产量能有所恢复，全球大豆的供应也将相应增加。

全球:大豆:产量

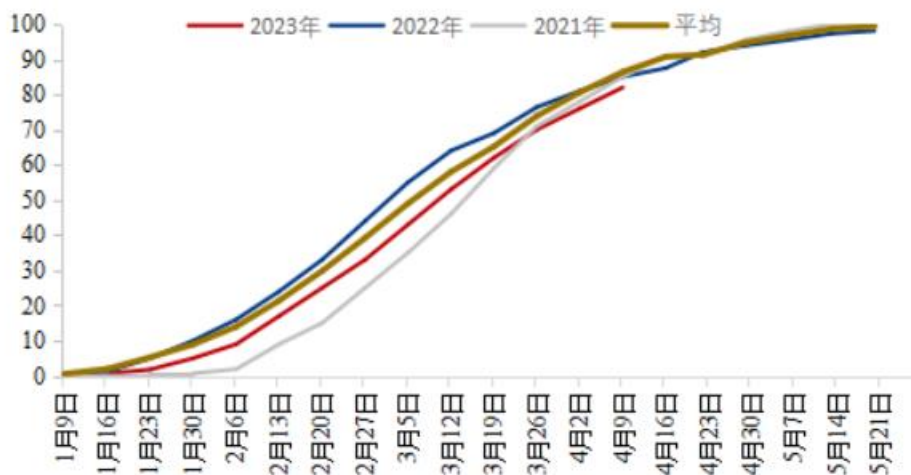


数据来源：USDA 瑞达研究院

2、南美出口压力较大

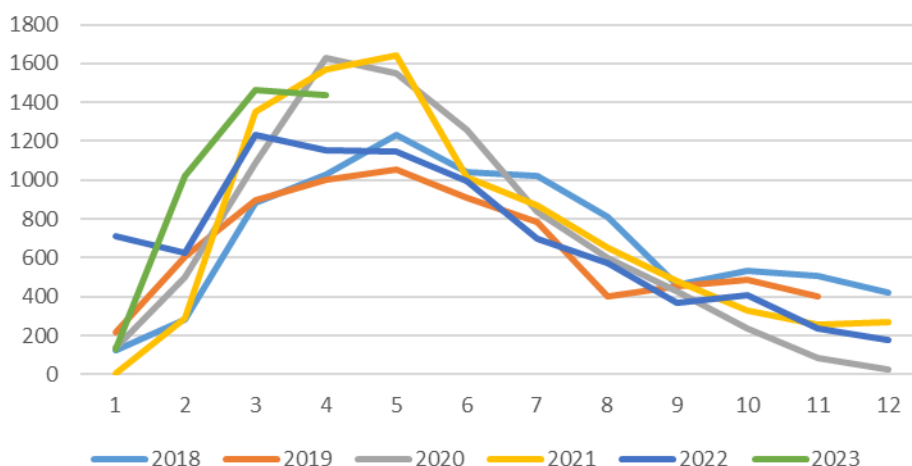
从南美方面近期的收割情况来看，截至 5 月 12 日，巴西大豆收割已完成 98%，好于之前一周的 96.6%。在开局放缓后，收割进度持平于过去五年均值，去年同期为 97.3%。巴西大豆收割基本完成。布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)称，截至 5 月 17 日的一周，阿根廷大豆收获进度为 69.2%，比一周前推进 17.6%。平均单产为 1.52 吨/公顷，低于一周前的 1.56 吨/公顷。阿根廷大豆收割过半。后期的出口压力还是较大的。今年巴西创纪录的丰产，给巴西的仓储造成较大的压力，且前期受天气因素的影响，巴西收割偏慢，目前出口的压力还是较大的。巴西全国谷物出口商协会(ANEC)的数据显示，巴西 5 月份大豆出口量将达到 1575.6 万吨，高于一周前预测的 1535.4 万吨。如果这一预测成为现实，将创下今年迄今最高单月出口水平。另外，由于二季玉米即将于 6 月上市，巴西农户也需要赶在之前尽快销售大豆，否则会与大豆竞争出口设施，也增加了巴西大豆的出口压力。阿根廷方面的出口数量虽然受减产的影响，不及往年，不过阿根廷还是在积极施行大豆美元计划，促进出口。

巴西大豆收割进度



数据来源: Mysteel 瑞达研究院

巴西大豆出口

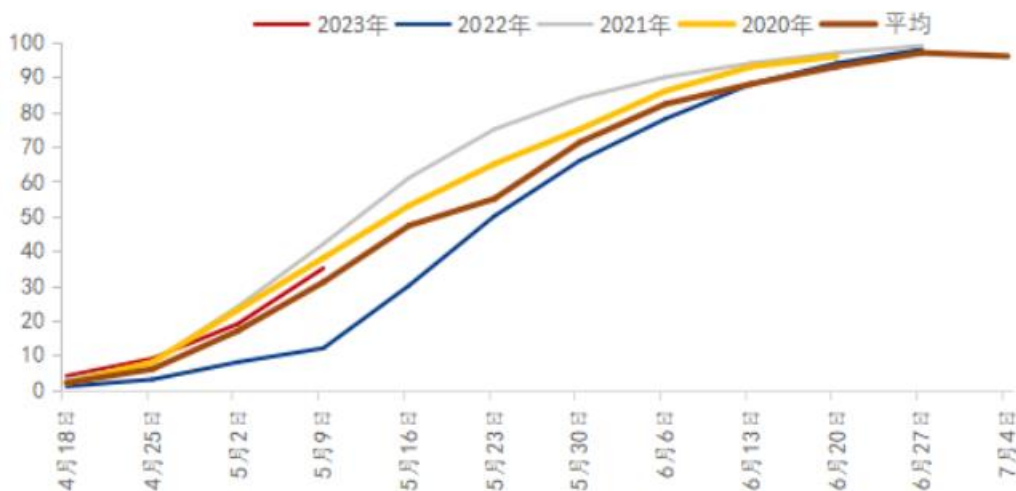


数据来源: WIND 瑞达研究院

3、美豆开局表现良好

从美豆的情况来看,今年天气条件目前来看较为良好,没有天气炒作的迹象,美豆的播种开局也表现良好。美国农业部网站5月15日消息,美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称,截至2023年5月14日当周,美国大豆种植率为49%,不及市场预期的51%,此前一周为35%,去年同期为27%,五年均值为36%。美豆种植率明显好于去年同期以及五年均值,给美豆生长奠定了良好的基础。后期关注7月份,美豆生长期的天气情况。

美国大豆播种进度



数据来源：USDA 瑞达研究院

4、港口通关缓慢限制大豆供应

随着港口加强了进口大豆船货的检查，中国大豆供应出现短缺。贸易商称，港口增加了对进口船货的抽样检查，并且增加了检查项目清单，这导致进口大豆通关延迟。一些抵达港口的大豆船货可能需要 20 天才能通关，而不是通常的 3 到 5 天，这导致一些油厂因原料供应不足而暂停压榨。自 4 月初以来，装载着 49,400 吨美国大豆的沙漠鱼鹰号货轮 (Desert Osprey) 一直停靠在天津港。航运数据显示，这艘货轮是今年 2 月份在美国路易斯安那州日本全农谷物商社 (Zen-Noh Grain Corp) 的仓库装载大豆。

三、国产大豆基本面分析

1、补贴力度加强 成本支撑下降

从今年的大豆种植补贴政策来看，好于去年的情况，国家鼓励种植大豆的意向仍十分的明显。根据目前的补贴政策，吉林、内蒙古种植大豆比种植玉米可以多拿 3300-4000 元/垧，相当于多拿 220-260 元/亩，黑龙江地区的补贴为 350 元/亩，而去年只有 248 元/亩。如果按照去年 1050 元/亩的成本来测算，如果天气情况影响不大，产量的情况也接近于去年的 330 斤/亩，那么盈亏平衡预计在 2.12 元/斤，相当于 4240 元/吨。那么当前的市场的价格明显高于盈亏平衡的价格。对市场的价格有一定的压力。

2、市场仍有收购预期

目前处在春耕时间，国产大豆播种顺利，好于去年。从天气情况来看，播种期内天气良好，利于播种工作的展开。目前推广大豆种植的执行情况良好，在补贴的刺激下，今年大豆播种面积有望继续出现同比增幅。下游需求稳中有增，油厂收购积极性增加。近期市

场传言国储收购，虽然暂时未确定，但对于国产大豆来说仍带来了情绪利好。近期由于黑龙江各地粮库开始进行提价收购大豆，且不看蛋白，这一举措使得东北产区豆价重心整体上移。

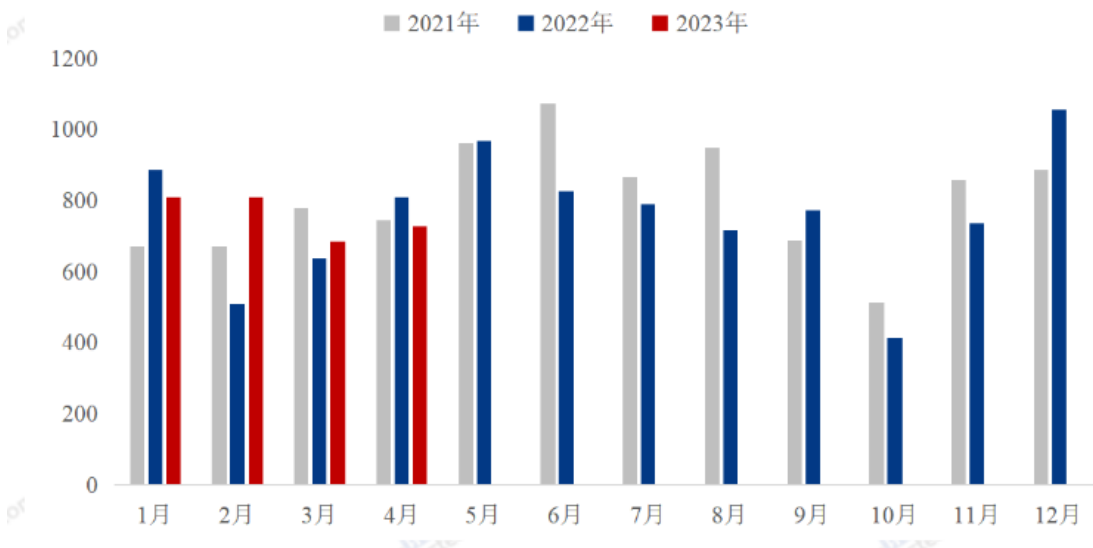
3、下游需求疲弱

随着夏季来临，各类蔬菜纷纷上市，商品市场大豆需求疲软。南方产区随着夏季来临，小麦和菜籽临近收获期，部分厂商开始进行腾库，市场走货节奏渐快。另外，今年情况比较特殊，去年国内大豆主产区种植面积大增使产量大增，在全球油料供给充裕的情况下，即便国储收购了很多大豆，目前的余粮仍较往年要多得多，下游无法消化的过剩部分，只能靠下跌来去库。

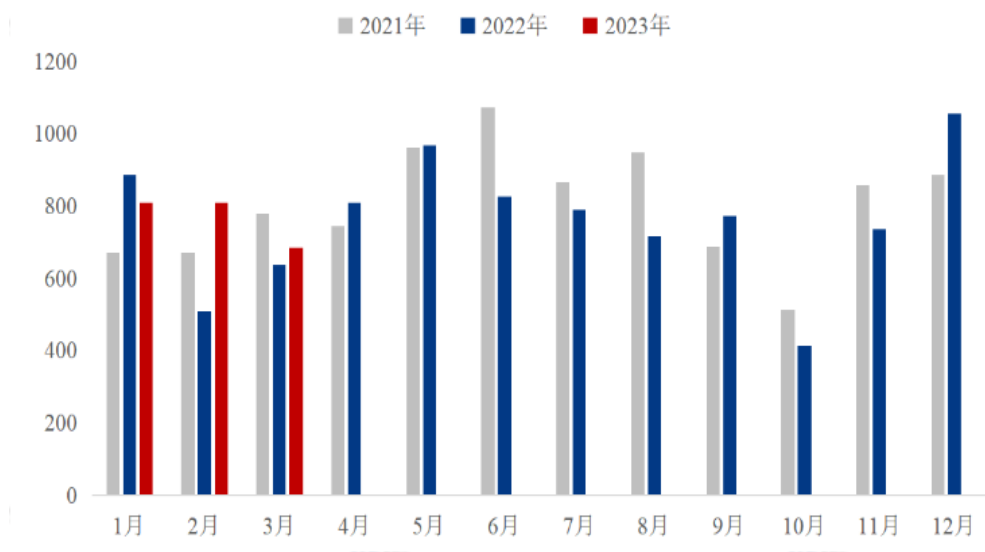
4、进口压力犹存

从国内大豆的进口来看，海关总署：2023年4月中国进口大豆量为726.3万吨，环比增加41万吨，增幅5.98%；同比下降81.6万吨，降幅10.1%。2023年1-4月累计进口量为3028.6万吨，同比增加191.4万吨，增幅6.7%。4月份海关开始执行更严的大豆清关程序，导致进口大豆的卸货时间推迟长达两周，造成当月进口量远低于市场预期的800-900万吨。据Mysteel统计，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）。此外，6月进口大豆到港量预计1080万吨，7月进口大豆到港量预计860万吨。目前国外巴西大豆出口进度良好，美国大豆新作播种状况不错，加之国内大豆供应近期已经呈现好转的趋势，预计进口豆后期供应偏宽松。

中国进口大豆分月走势（万吨）



中国进口大豆分月走势 (万吨)



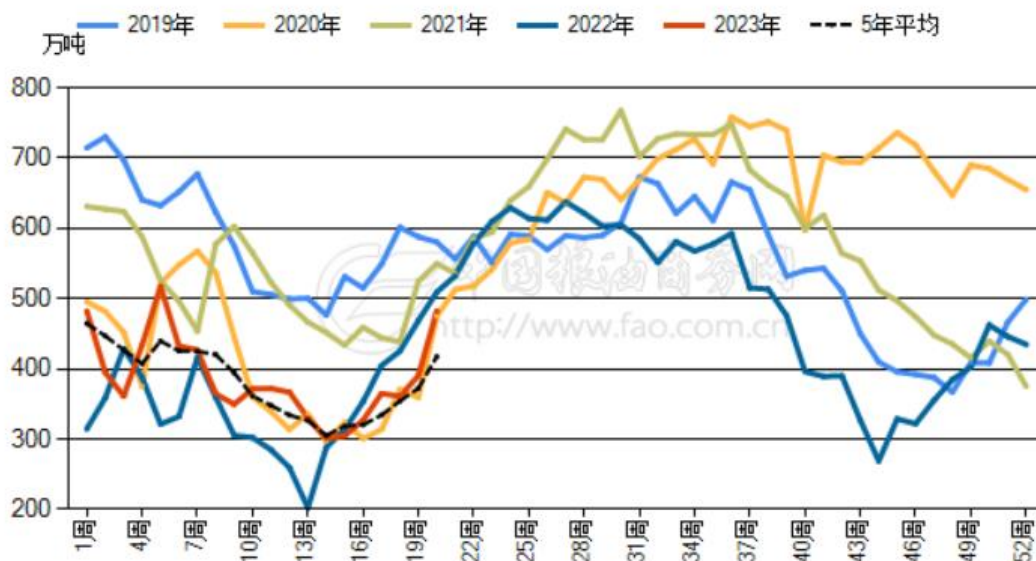
数据来源: Mysteel 瑞达研究院

四、豆粕基本面分析

1、豆粕近期库存压力不大 不过远期有压力

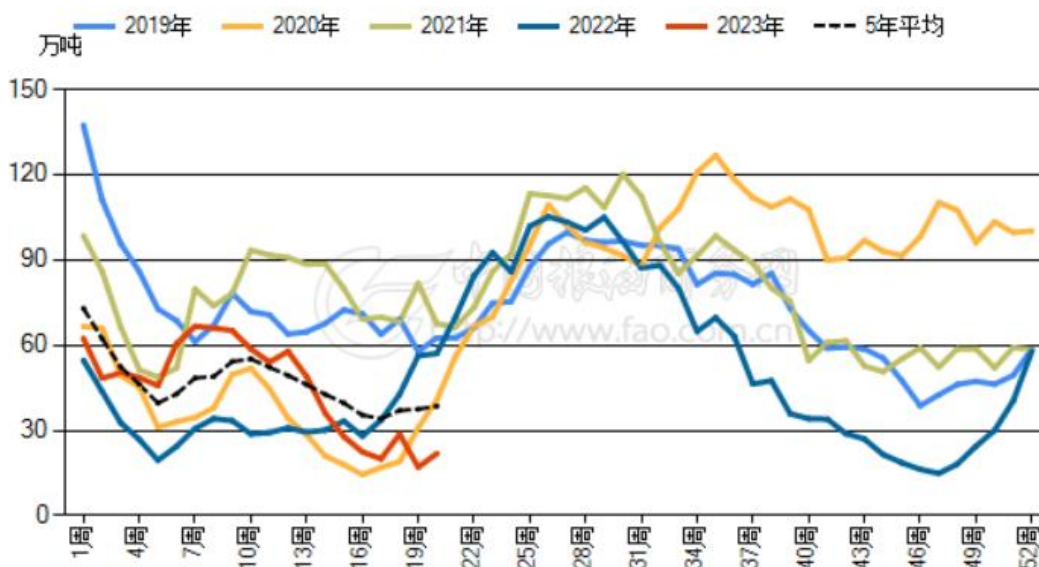
豆粕方面,根据国家粮油信息中心的数据显示,上周进口大豆进厂增多,大豆库存继续回升。监测显示,截至上周末,全国主要油厂进口大豆商业库存 410 万吨,周环比增加 30 万吨,比上月同期增加 87 万吨,比上年同期增加 29 万吨。市场普遍预期,港口通关速度会延迟 1-2 周,后期随着通关速度的加快,预计大豆库存有所回升。油厂的压榨开工也将回升。根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示,第 20 周(5 月 13 日至 5 月 19 日) 111 家油厂大豆实际压榨量为 176.12 万吨,开机率为 59.19%;较预估高 6.32 万吨。预计第 21 周(5 月 20 日至 5 月 26 日)国内油厂开机率继续上升,油厂大豆压榨量预计 187.31 万吨,开机率为 62.95%。从豆粕的库存方面来看,上周国内油厂开机率提高,提货情况一般,豆粕库存小幅回升,5 月 19 日,国内主要油厂豆粕库存 22 万吨,比上周同期增加 1 万吨,比上月同期减少 4 万吨,比上年同期减少 13 万吨,比过去三年同期均值减少 17 万吨。不过后期,随着大豆通关的恢复,预计豆粕库存呈现恢复的态势。

2019-2023年第20周全国油厂进口大豆周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2019-2023年第20周全国油厂豆粕周度库存对比



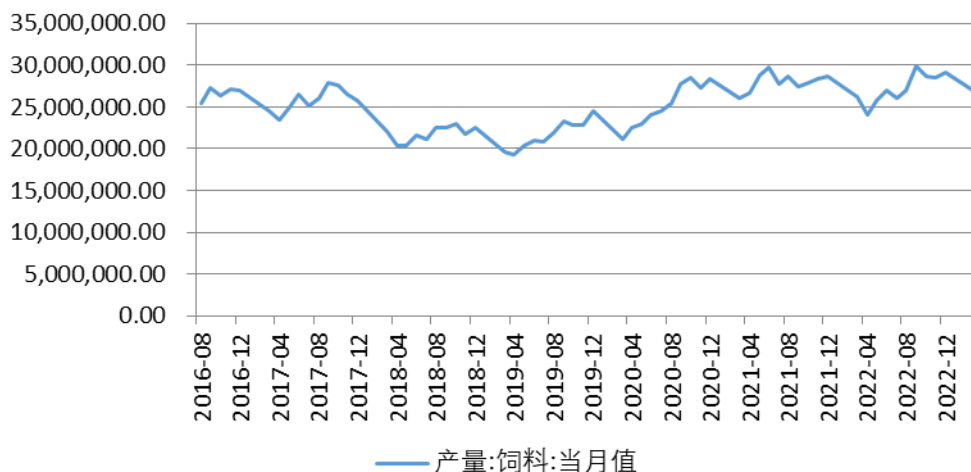
数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2、猪饲料需求预计有限 豆粕饲料占比下降

从下游的情况来看，目前生猪的养殖利润仍处在亏损的状态下，养殖户补栏的热情有限。且生猪下游需求不振，整体供大于求的背景下，猪价处在持续磨底的态势下，也不利于生猪的养殖。另外，从出栏的节奏来看，6月份，规模场出栏有增有减，总体预计呈现微增的状态。随着天气的转暖，肥猪出栏预计也会加快。此外，由于今年1-2月疫情的影响，仔猪供应偏紧，导致6个月后，也就是今年6-7月可能面临短期的断档的可能，限制猪饲料的需求。

据中国饲料工业协会公布的数据显示，据样本企业数据测算，2023年4月，全国工业饲料产量2584万吨，环比增长2.9%，同比增长12.4%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格环比以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为36.6%，同比下降1.3个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比12.5%，同比下降1.9个百分点。虽然总体饲料的需求有所抬升，不过豆粕占比下降，限制豆粕需求。

产量:饲料:当月值



数据来源: Wind 瑞达研究院

3、菜粕对豆粕有较强的替代性

从替代品菜粕方面来看，本年度全球菜籽丰产，国内外菜籽集中供应给菜粕形成较大的利空。根据中国粮油商务网的数据显示，2023年1-5月的油菜籽到港预估量为290.5万吨，去年同期累计到港量预估为70万吨，增加220.5万吨；2022/2023年度油菜籽目前累计到港量预估为451.5万吨，上年度同期的到港量为189.5万吨，增加262万吨。随着菜籽集中大量到港，油厂开机率也有较大的提升，菜粕供应量大幅增加，对菜粕价格带来较大的压力。不过从价差的表现来看，近期豆粕的价格要弱于菜粕的价格，主要表现为前期菜粕下跌较多，目前有技术性修复的需求，加上豆粕面临巴西豆到港的压力，走势相对乏力。另外，菜粕相对豆粕更有性价比，饲料企业会相对多用一些菜粕替代豆粕。

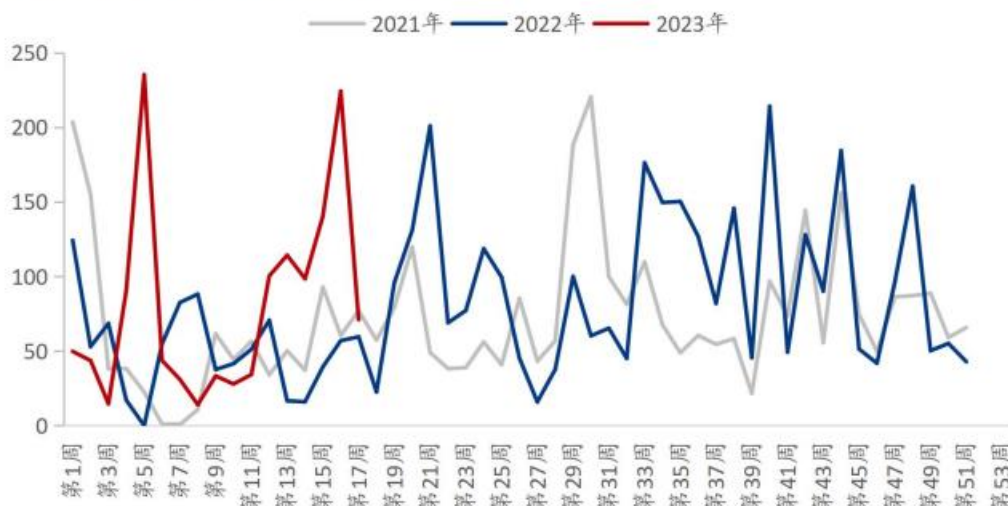


数据来源：博易大师 瑞达研究院

4、后期或按需采购为主

第 19 周国内（截止到 5 月 17 日）豆粕市场成交转淡，周内共成交 71.065 万吨，较上周成交减少 153.235 万吨，日均成交 14.213 万吨，较上周日均减少 30.647 万吨，减幅为 68.32%。本周豆粕提货总量为 72.85 万吨，较前一周减少 1.63 万吨，日均提货 14.57 万吨，较上周日均减少 0.33 万吨，减幅为 2.38%。前期由于五一的到来，市场有一定的补库的需求，加上海关通关的问题，导致阶段性供应偏紧，企业的安全库存偏低，导致企业提货量大增。后期，随着通关的逐渐改善，预计企业多以按需采购为主，限制豆粕的成交量。

全国豆粕周度成交量趋势图（万吨）

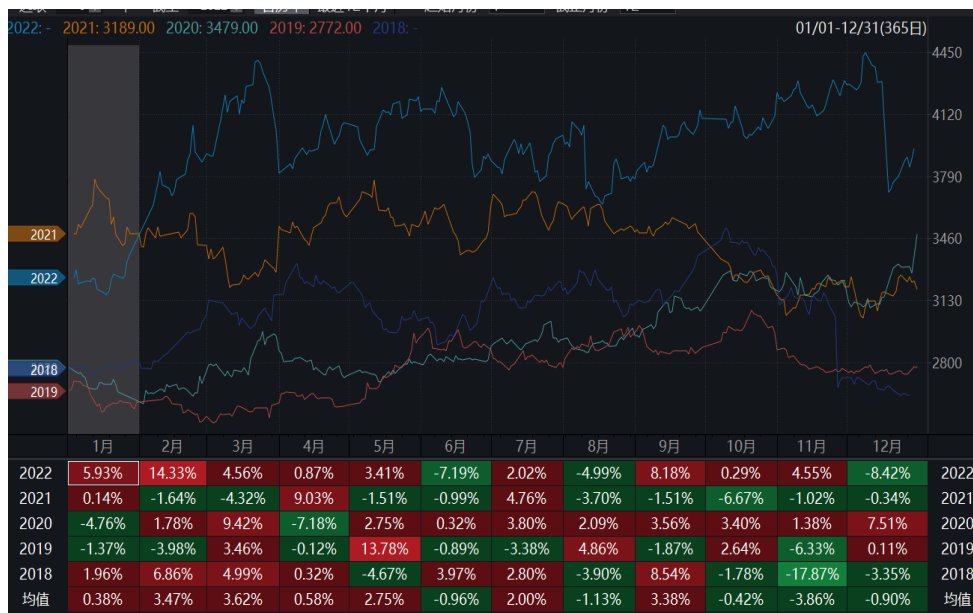


数据来源：Mysteel 瑞达研究院

5、季节性分析

从豆粕的季节性来看，从需求来看，春节过后一个月（2—3月）是畜禽存栏量较低的时期，需求量较低。3—4月随着气温的回升，国内畜禽补栏量开始增加，对豆粕的需求也开始回升。从供应端来看，6~8月，大豆价格主要受天气的影响，处于全年中价格波动幅

度最大的阶段，豆粕的价格跟随外盘波动。10 月以后，随着国内大豆和美国大豆的上市，国内压榨进入高潮，国内豆粕供应增加。不同阶段，豆粕主要矛盾有所不同，价格波动较大。



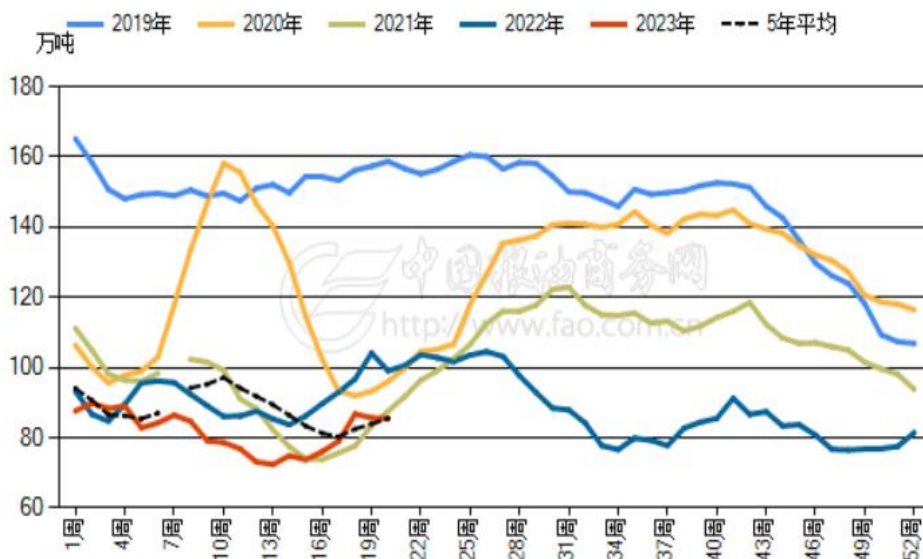
数据来源：Wind 瑞达研究院

五、豆油基本面分析

1、豆油供应预计增加

从供应端来看，目前困扰豆类供应的主要是国内海关通关的问题，导致进口船只通关慢了 1-2 周，而不是正常的 3-5 天。但是后期来自巴西和阿根廷的大豆还是会集中到港，届时供应压力依然较大。从需求方面来看，需求多已刚需采货为主，近期豆油盘面和价格一直在低位游走，市场拿货谨慎。从库存方面来看，上周大豆进厂有所增多，油厂开机率提高，豆油库存小幅上升。监测显示，5 月 19 日，全国主要油厂豆油库存 64 万吨，周环比增加 1 万吨，月环比增加 4 万吨，比上年同期减少 27 万吨。后期大豆大量到港预期仍在，豆油长期累库趋势不改。

2019-2023年第20周全国油厂豆油周度库存对比

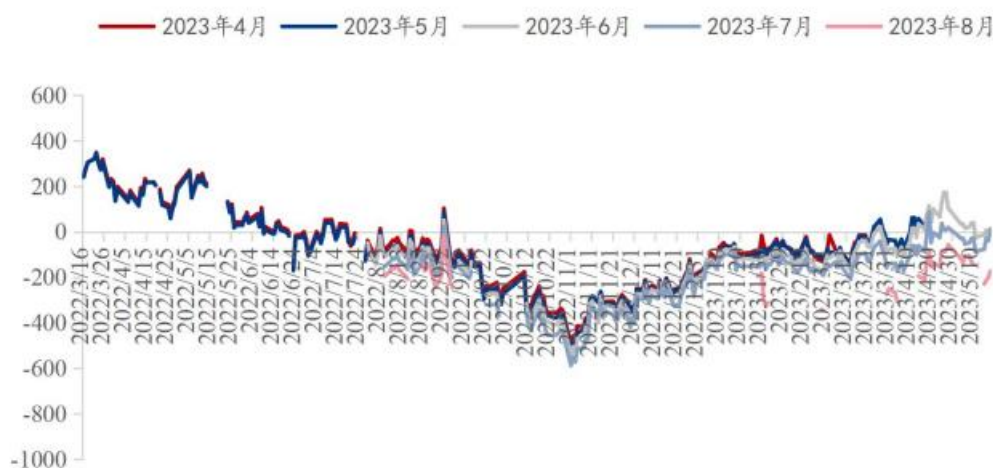


数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2、巴西豆压榨利润回升

截至 5 月 12 日-18 日当周，巴西 7 月升贴水报价稳定，2024 年 3 月下调 13 美分。美湾 11-12 月升贴水报价下调 10-18 美分。本周国内盘面在现货紧张影响下明显强于外盘，叠加贴水报价的下调，远月船期对盘面压榨利润改善明显。其中巴西 7 月船期对盘面压榨利润较上周上调 96 元/吨，美湾 11-12 月船期对盘面压榨利润较上周上调 60-86 元/吨。巴西豆压榨利润持续处在恢复的状态下，利于国内大豆的进口需求。

巴西大豆盘面毛利（元/吨）



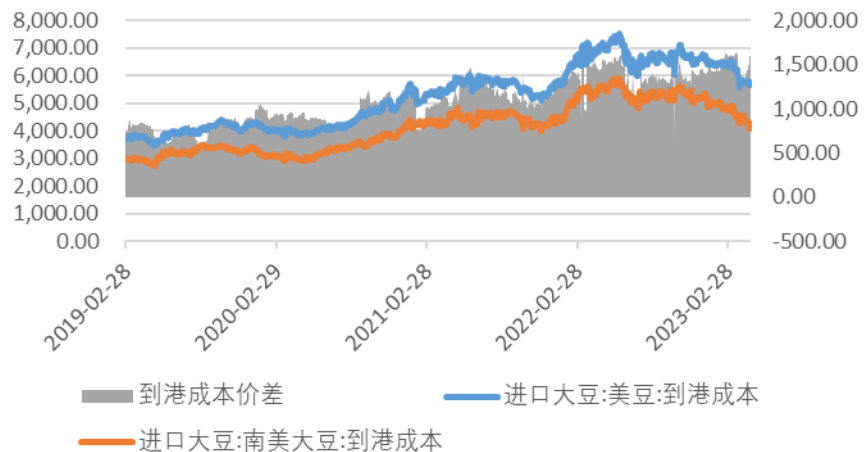
数据来源：Mysteel 瑞达研究院

3、进口成本偏低

从进口成本来看，截止 5 月 24 日，美湾大豆 5 月进口成本 4592 元/吨，较上月 28 日进口成本 4845 元/吨下降了 5.2%。阿根廷 5 月进口大豆成本 4530 元/吨，与上月 28 号进

口成本 4502 元/吨基本保持不变。巴西 5 月进口大豆成本 4109 元/吨，与上月 28 号进口成本 4104 元/吨相比基本保持不变%。总体受巴西丰产，且目前集中出口的影响，巴西的进口成本最低，且有不断创新低的迹象，总体影响豆类的成本支撑。且美豆方面，为了保持出口的竞争力，也在不断调降出口价格。

大豆进口成本及价差



数据来源：WIND 瑞达研究院

4、原油价格震荡

在新一轮多空博弈后，油价在更低一些的均衡位置上似乎再次失去了方向性指引。关于经济衰退引发需求疲弱的预期已经基本被消化，现在宏观层面关注的焦点之一是美国债务上限问题何去何从。从近期的宏观层面来看，当地时间 9 日，美国总统拜登在白宫与国会两党党团领袖就提升债务上限展开谈判。谈判持续了不到一个小时，由于民主、共和两党的立场分歧依然很大，当天的谈判没有取得任何进展。什么是债务上限呢，它规定了美国政府可以承担的未偿还联邦债务的最高数额，也就是国会对财政部可以借入的金额设定了法定上限。当美国达到债务上限的背景下，就可能面临债务违约的风险，市场会抛售债券，债券收益率大幅上涨，股市下跌，而美国部分银行的投资也选择债券作为主要的投资工具，债券价格下跌也增加了银行的危机。不过也需要注意，在过去一个世纪的大部分时间里，提高上限一直是国会的一项相对常规的程序。自 1960 年以来，国会已将上限提高了 78 次，最近一次是在 2021 年。因此虽然美国面临债务上限问题，但是大概率还是会达成协议，或者暂停或者延期，否则会对美国的经济产生较大的冲击。不过在尘埃落定前将给金融市场带来更多波动，6 月最后通牒临近或拖累原油走势。

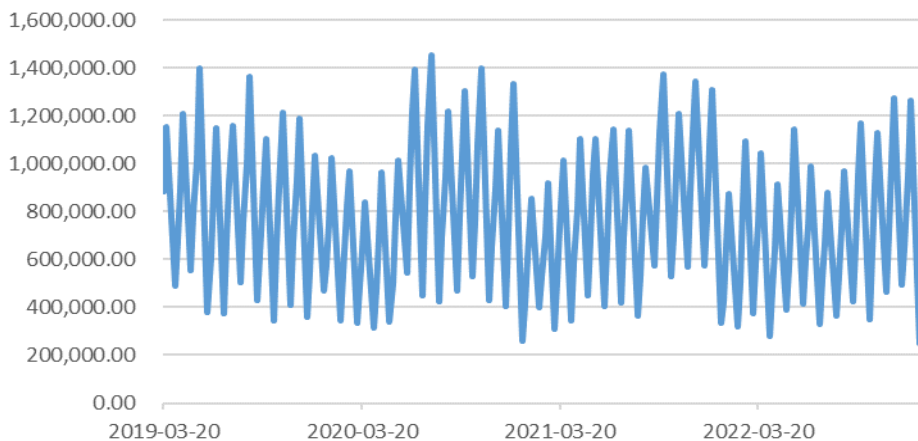
5、马棕产量增长 出口有小幅恢复

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，5 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环

比增加 18.5%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加 17.11%，出油率（OER）环比增加 0.22%。从数据来看，马棕产量有所恢复，进入季节性的增产季。从季节性来看，马棕 2 月为全年产量低点，随后产量开始恢复，至 5 月开始进入高产季。

从高频的出口数据来看，根据船运调查机构 ITS 公布数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油出口量为 760220 吨，较 4 月 1-20 日出口的 748535 吨增加 1.6%。根据船运调查机构 SGS 公布数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油出口量为 749027 吨，较 4 月 1-20 日出口的 740545 吨增加 1.1%。虽然出口显示均呈现上升的态势，不过增幅逐渐缩窄，出口恢复的情况不是很乐观。

ITS:棕榈油:出口数量

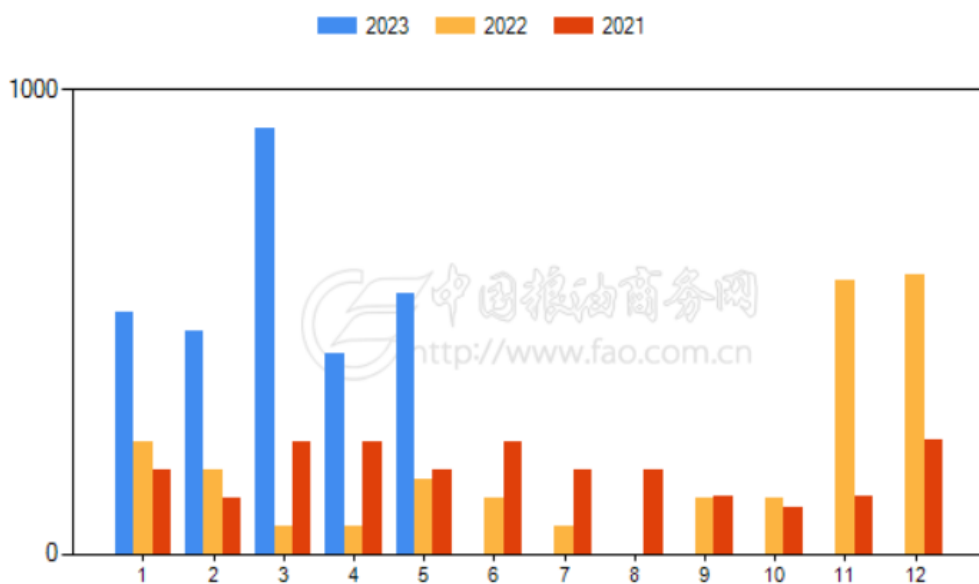


数据来源：ITS 瑞达期货研究院

6、菜油供应增加

菜油方面，根据中国粮油商务网跟踪统计的数据显示，2023 年 5 月油菜籽到港量为 56 万吨，较上月预报的 43 万吨到港量增加了 13 万吨，环比变化为 30.23%；较去年同期 16 万吨的到港船期量增加 40 万吨，同比变化为 250.0%。这样 2023 年 1-5 月的油菜籽到港预估量为 290.5 万吨，去年同期累计到港量预估为 70 万吨，增加 220.5 万吨；2022/2023 年度油菜籽目前累计到港量预估为 451.5 万吨，上年度同期的到港量为 189.5 万吨，增加 262 万吨。大量的菜籽到港，提高油厂的开工率，将对菜油价格形成较强的压制作用。

2021-2023年各月油菜籽船期预报跟踪统计(千吨)



数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

7、三大油脂间价差套利分析

从近期豆棕的价格来看，有所走弱，主要体现在豆油较棕榈油偏弱的态势。从绝对值来看，除非有特殊的情况，豆棕价差已经回落至相对偏低的位置，继续回落的空间有限。从基本面来看，后期豆油面临巴西豆集中到港，棕榈油面临季节性的增产，在天气条件正常的背景下，预计强弱不会有明显的变化。加上随着豆油的下跌，棕榈油的替代需求也有所回落，限制棕榈油需求。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

从菜豆价差来看，回归的迹象有所放缓。菜油方面，受进口量较大的影响，总体走势偏弱。而豆油方面，也受进口压力的影响，走势偏弱，总体供应压力都较大，下游需求有限，导致跌幅相近。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

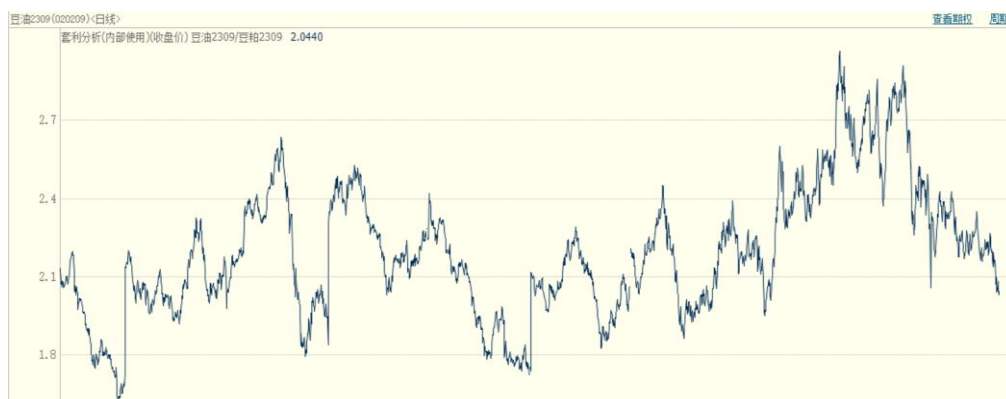
从菜棕价差来看，总体仍保持下跌的态势，主要体现为菜油较棕榈油偏弱。就油脂的走势来看，棕榈油有去库存的预期，且随着天气转暖，下游消费有所好转，均支撑棕榈油的价格。不过菜油方面，库存仍持续累积，压制菜油价格难有明显的好转。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

8、油粕套利分析

从油粕比价的情况来看，表现为粕强油弱的走势。造成这样的原因主要在于豆粕受进口通关偏慢的影响，供应偏紧，油厂以消耗库存为主。豆油方面，由于总体油脂供应预期偏多，供应压力较大，加上宏观面的影响，油脂金融属性的影响，导致油脂较粕类偏弱。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

9、油脂季节性分析

从季节性来看，供应端，一般一季度，油厂开机率下降，大豆库存处在低位，二季度南美大豆集中到港，三季度北美炒作天气因素，市场随外盘影响，四季度美豆集中上市，市场压力增加。从需求方面来看，一季度处在消费旺季，二三季度，随着气温的回升，油脂需求有所回落，四季度节日备货，进入油脂消费旺季。不同阶段，油脂受供需的影响不同，价格受主要矛盾的影响也不同，走势也有所变化。

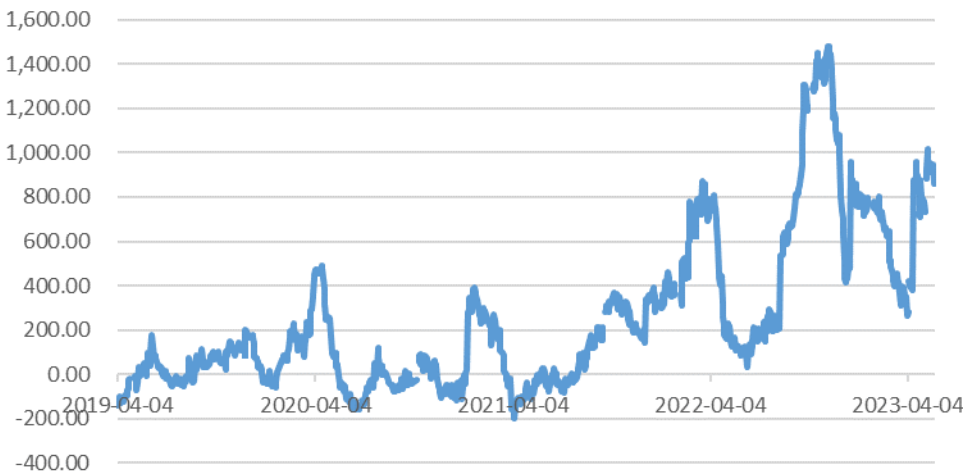


数据来源：WIND 瑞达研究院

六、基差与价差分析

从豆粕基差的情况来看，基差快速回升。截止 5 月 23 日，豆粕张家港地区与期货主力合约基差在 860 元/吨。短期基差走强，主要体现在海关通关偏慢，导致短期油厂断豆停机的现象较为明显，豆粕供应偏紧，不过随着后期通关的加快，巴西豆集中到港，预计豆粕基差回升幅度有限。

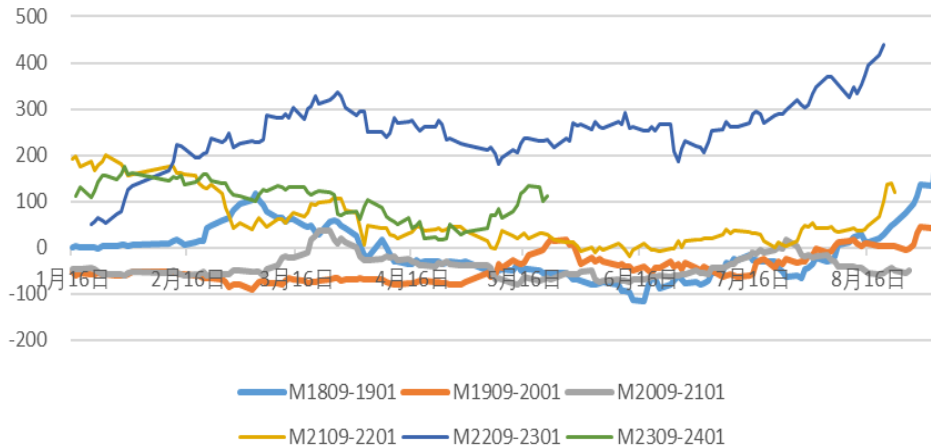
豆粕主力基差



数据来源：同花顺 瑞达研究院

从豆粕的近远月价差情况来看，截止 5 月 23 日，豆粕 9-1 月价差为 111 元/吨。总体价差有扩大的迹象，主要表现为近强远弱的格局。主要受到近月受海关通关偏慢的影响，供应偏紧，而远月预期供应趋于宽松，限制远月的价格。

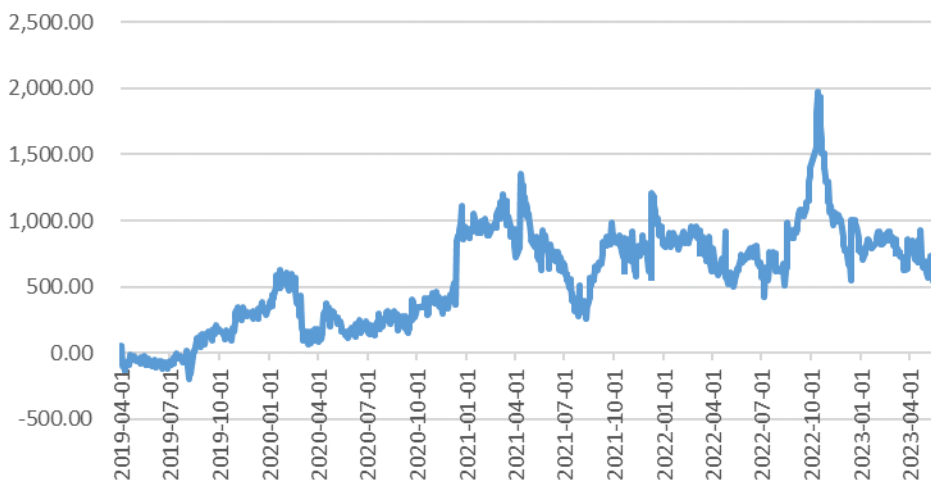
豆粕9月与1月历史价差趋势图



数据来源：WIND 瑞达研究院

从豆油的基差来看，截止 5 月 23 日，张家港豆油与主力合约基差为 580 元/吨。豆油的基差继续维持震荡的走势。后期随着通关量的回升，油厂断豆停机的现象有所缓解，压榨量回升，预计豆油的基差有回落的空间。

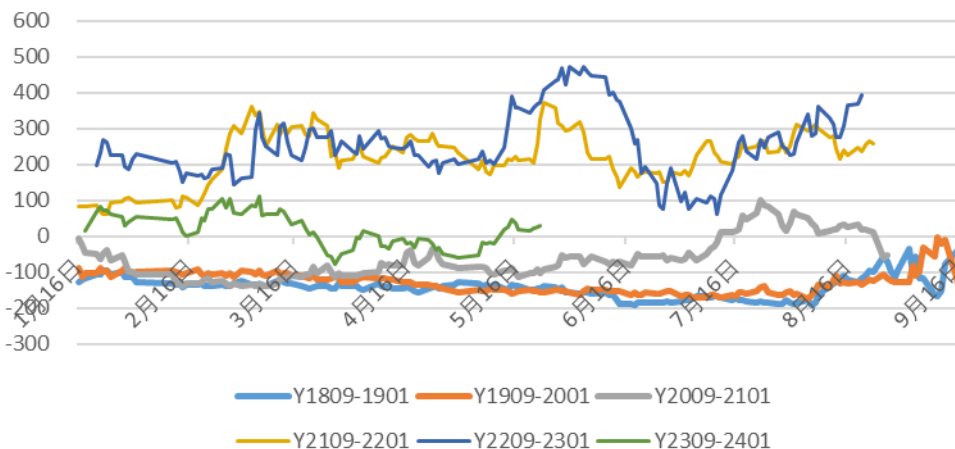
豆油基差



数据来源：同花顺 瑞达研究院

从豆油的近远月价差来看，截止5月23日，豆油的9-1价差为28元/吨。近远月价差有扩大的迹象，主要表现为近月强于远月的走势。主要受到近月受海关通关限制的影响，供应受阻，不过远月的供应预期还是增加的。

豆油9月与1月历史价差趋势图



数据来源：WIND 瑞达研究院

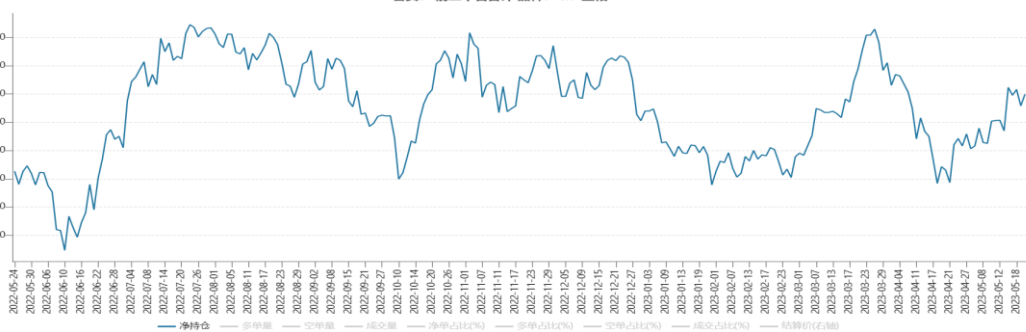
七、资金面及期权分析

1、资金面分析

从豆粕的前20名持仓情况来看，截止5月23日，品种净持仓为80508手。总体表现为空头占优。且从净空单的走势来看，表现为增长的态势。从资金面来看，资金先流入再流出，显示空头有流入再流出的迹象，继续下跌动能有所减弱。

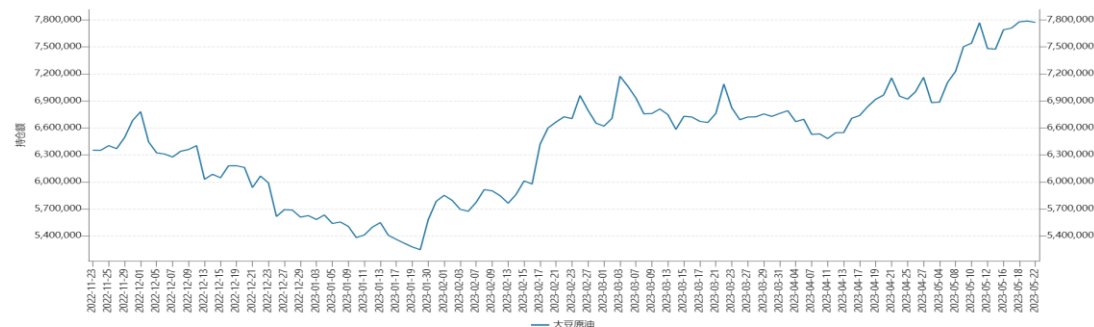


会员：前二十名合计品种：M 豆粕

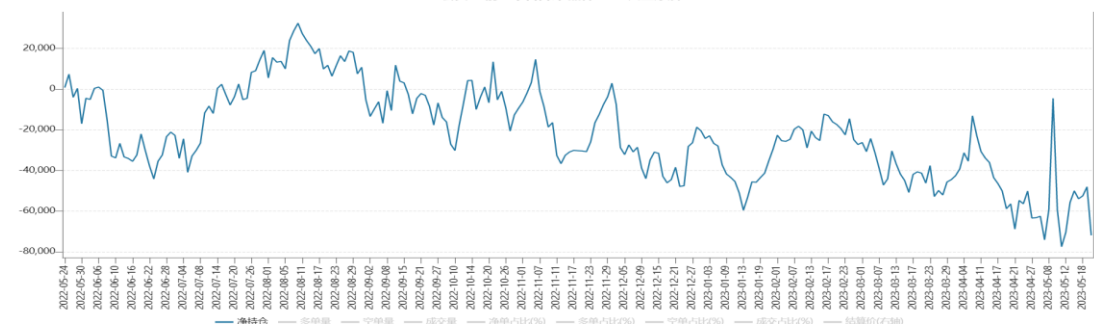


数据来源：WIND 瑞达研究院

从豆油的前 20 名持仓情况来看，截止 5 月 23 日，品种净持仓为 71879 手。总体表现为空头占优，从趋势上来看，净空单有所增加。结合资金面，资金总体呈现流入的迹象，显示空头势力依然较强。



会员：前二十名合计品种：Y 大豆原油



数据来源：WIND 瑞达研究院

2、豆粕期权分析

受豆粕期货价格走势偏弱的影响，豆粕看涨期权的价格也有所下降。截止5月29日，豆粕平值期权 m2309-C-3400，收盘价位 110.5，较月初收盘价 159，跌幅 30.5%。后期豆粕预计以偏弱为主。



数据来源：WIND 瑞达研究院

八、总结与展望

豆一：国产豆方面，今年的种植补贴要高于往年，这在一定程度上降低了农户的种植成本，降低了农户卖粮的价格，对远期价格有一定的压力。目前步入春耕时期，农户的卖粮积极性有所下降。不过相比于往年，由于去年增产较大，今年的余粮仍较多，下游走货不畅，去库存只能通过降价来进行。从后期进口豆的情况来看，在巴西豆丰产，且出口较为顺利，美豆开局也表现良好的背景下，后期的供应预计还是增加的，不过短期的通关问题还未解决，继续限制进口豆的供应，也减缓了对国产豆的冲击。预计后期，豆一短期下跌空间有限。

豆二：USDA 报告首次公布了 2023/24 年度的供应情况预估，总体全球大豆的供应有所恢复，市场对未来的供应恢复有所预期，增加市场偏空的氛围。从近期的情况来看，美豆播种表现良好，播种进度处在近几年的较快的位置，南美方面，巴西收割基本结束，阿根廷收割过半，总体的出口压力较大。尤其是巴西方面，受今年丰产的影响，以及未来玉米即将上市，巴西的库存明显不足，库存缺口较大，增加了巴西的出口压力。阿根廷方面，也在积极出口，通过出口大豆补充外汇收入。从国内的进口情况来看，由于 4 月开始实行严格的进口通关政策，导致进口通关速度明显放缓，这也是导致近期国内大豆价格下跌较慢的主要原因。综合来看，中线来看，总体供应仍偏宽松，偏弱的格局不变，不过进口通

关问题不解决，市场的下跌动能预计有限。

豆粕：从供应端来看，短期海关通关问题还是持续困扰豆粕的供应，不过随着通关的逐渐加快，后期油厂的开机率有望回升，豆粕供应偏紧的格局或有望缓解。从需求端来看，需求依然表现不佳。生猪的养殖利润持续亏损，补栏热情有限。出栏计划方面，6月出栏预计还是呈现微增的态势。肥猪方面，随着天气的转暖，肥猪消费更淡，预计出栏也较多。总体预计生猪的饲料需求有限。另外，饲料添加中，豆粕的添加比例持续下滑，也限制豆粕的需求。从替代品来说，菜粕的价格持续下跌，也给豆粕的需求一定的冲击。总体预计豆粕价格难有明显的反弹，走势弱势震荡为主。

豆油：从供应端来看，目前库存压力有限，不过随着海关通关的加快，油厂开机率的回升，预计后期有累库的预期。需求以按需采购为主。从宏观方面来看，美国债务上限问题会持续困扰市场，造成扰动，虽然后期上限大概率回升，不过谨防期间的产生的不确定因素的影响。从替代品油脂方面来看，棕榈油进入增产季，市场对后期的产量预期增加。而出口方面，虽然5月出口增长，不过增幅不断缩窄，利好有限。菜油方面，受进口菜籽持续高位的影响，菜油的库存持续累积，给菜油较大的压力。总体油脂的供应压力较大，而需求有限，预计还是以偏弱震荡为主。

操作建议：

1、投资策略：

建议豆一 2307 合约在区间 4800-5200 元/吨高抛低吸，止损 50 个点。

建议豆二 2307 合约背靠 4000 元/吨逢高沽空，止损 50 个点

建议豆粕 2309 合约背靠 3500 元/吨逢高沽空，止损 50 个点。

建议豆油 2309 合约背靠 7300 元/吨逢高沽空，止损 100 个点

2、套保策略

截至 5 月 29 日，江苏张家港 43%蛋白豆粕现货价格为 3650 元/吨，期货 M2309 合约收盘价 3424 元/吨，对应基差为 226 元/吨。上游企业根据盘面利润、装船情况在 3500 元/吨上方进行做空套保，止损 3550 元/吨，下游企业在豆粕 3200 元/吨区间择机入场建立虚拟库存，止损 3150 元/吨。

江苏地区一级豆油现货价格为 7700，期货 Y2309 合约收盘价为 7098 元/吨，基差为 602 元/吨。上游企业根据盘面利润、装船情况在 7300 元/吨上方进行卖出套保，止损 7400 元/吨，下游低库存企业在 6900 元/吨适度买入套保，止损 6800 元/吨。

3、期权操作

考虑到豆粕价格可能有所下跌，可以考虑买入平值看跌期权，M2309-P-3400。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。