



弘业农产品研究所

陶朝辉 农产品高级分析师

Tel: 0571-87185922

从业资格号:F0230158

投资咨询资格证书: Z0010210

豆粕：恐慌性下跌，区间操作思路

一、美联储加息引发恐慌性下跌

3月9日，受投资者和储户试图从硅谷银行提取420亿美元的挤兑，硅谷银行不得不抛售债券以偿还本息，导致两日内股价跌幅达128%；随后，硅谷银行事件扩散，瑞士信贷接着暴雷，引发了全球金融市场动荡，商品市场以原油为首快速下跌。国内油脂油料市场特别是菜油由于本身供应预期转向宽松，也因此受累连续大幅下滑。此后，3月22日，美联储继续加息25个基点，进一步加剧了市场恐慌情绪。按国内盘面主力合约数据统计，3月8日到3月24日的十四个交易日中，三大油脂菜油、豆油和棕榈油的最大跌幅（最高到最低）分别为17.2%、14.8%、14.2%，豆粕的跌幅相对较小，为9.7%。

二、外盘面临乐观预期修正

期间，外盘美豆指标五月也下跌了8.4%，国内油脂油料的大幅下跌以及巴西大豆产量预期提高使得美豆出口下滑，其中一方面国内豆油豆粕的大幅下跌使得油厂压榨利润急剧转向亏损，这影响到了后续大豆的采购；另一方面，巴西大豆丰产和收割的接近完成给美豆出口带来了压力；据USDA一周出口销售报告，止3月16日当周，美国大豆出口销售净增15.25万吨，环比下降77%，且不及此前预期的净增40-90万吨。基本面的利空影响以及大量多头基金的平仓引发了美豆价格对此前乐观供应局势的修正。

然而，尽管2022/23年度世界大豆供应增加，供需形势较上一年度相对宽松，但由于阿根廷的历史性干旱天气带来的大幅减产，世界大豆产量和先前的预估还是有将近2000万吨左右的下调，再加上生物柴油政策对油脂消费的吸收作用（如巴西将从下个月开始将生物柴油掺混率从10%提高到12%，2月份，印尼将生物柴油掺混率从30%进一步提高到35%），世界大豆的供应过剩或显得并不十分严重。具体供需数据可参考下表1。

表1：世界及美国大豆产量消费和期末库存 单位：万吨

市场年度	美国	巴西	阿根廷	中国	世界
产量					

2020/21		11475	13950	4620	1960	36848
2021/22		12153	12950	4390	1640	35814
2022/23	7月	12261	14900	5100	1750	39140
	2月	11638	15300	4100	2033	38301
	3月	11638	15300	3300	2028	37515
消费						
2020/21		6091	4988	4741	11274	36397
2021/22		6277	5350	4604	10760	36227
2022/23	7月	6449	5285	4825	11559	37775
	2月	6397	5635	4455	11530	37641
	3月	6369	5640	4095	11330	37113
期末库存						
2020/21		699	2940	2506	3115	10003
2021/22		747	2681	2390	3140	9822
2022/23	7月	627	3036	2495	3056	9961
	2月	613	3222	2240	3233	10203
	3月	572	3154	1980	3428	10001

数据来源：USDA（2023年2月8日更新），弘业期货研究院

上表中，美国农业部下调阿根廷大豆产量 800 万吨至 3300 万吨，下调幅度之大远超市场此前预期的 435 万吨；同时 USDA 还下调了世界大豆产量 786 万吨至 37515 万吨，下调期末库存 202 万吨至 10001 万吨。相比二月报告，三月报告反应了美农对世界大豆供需持进一步收紧的看法。

另一个新的变化是中国的需求，由于近期豆粕玉米价格的快速回落，同时远月九月生猪价格的坚挺，令预期生猪养殖利润得到大幅改善，且目前较高的能繁母猪数量使得仔猪供应相对充裕（数据显示，今年 2 月份全国能繁母猪存栏量为 4343 万头，同比增长 1.7%，比 4100 万头的正常保有量多 243 万头，相当于正常产能调控目标的 105.9%），这使得生猪产能快速增加成为可能，也使得后期饲料豆粕需求得到支持。

三、后市近月或存成本支撑

对于近月五月合约，虽然近日进口大豆成本较中旬有较大幅度下降，但因油粕的大幅下跌，使得盘面榨利亏损反而更加严重。这料连锁引发后期特别是 4 月份的大豆进口的下滑至不及 800 万吨，之前中国粮油商务网预期 4 月份大豆进口 960 万吨，同时引发油厂压榨开机率的下滑，进而使得豆粕供应减少、而对价格产生较强的成本支撑。

进口大豆盘面压榨利润平衡时的豆粕成本估算如下表 2。

表 2：进口美湾及巴西大豆折算豆粕成本价估算

	豆粕成本	出粕率	豆油期价	出油率	加工费	大豆成本	压榨利润
进口美湾 3月10日	4630	0.795	8600	0.185	150	5121	0.85
进口美湾 3月24日	3990	0.795	7848	0.185	150	4475	-1.07
进口巴西 3月10日	4103	0.793	8600	0.19	150	4738	-0.32
进口巴西 3月24日	3700	0.793	7848	0.19	150	4274	1.22

数据来源：中国粮油商务网，国家粮油信息中心，弘业期货研究院

假设豆油期价按 8600 元/吨计。

四、小结和建议

综上，受加息周期引发的银行业危机冲击、以及巴西大豆产量预期上调的影响，近期油脂油料出现恐慌性的急跌。然而，考虑到后期市场对阿根廷大豆减产题材的重新关注，及生物柴油对油脂额外消费的吸收，并油脂疲弱状态下豆粕的成本支撑作用，近月五月不宜过度看空，操作上考虑 3450-3750 一线区间高抛低吸。

弘业期货 陶朝辉
从业资格证：F0230158
投资咨询：Z0010210

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。