

## 目 录

第一部分 前言概要 .....	2
【行情回顾】 .....	2
【市场展望】 .....	2
【策略推荐】 .....	2
第二部分 国际大豆基本面情况 .....	3
一、供应端：美豆新作播种推进良好 南美产量整体高位运行 .....	3
二、需求端：美豆需求好转 南美出口整体缓慢 .....	5
三、综合分析：旧作压力较大 新作种植良好 .....	7
第三部分 国内粕类基本面情况 .....	8
一、供应压力增加 现货整体下行 .....	8
二、压榨利润亏损 远期供应不确定增加 .....	10
三、供应压力增加 盘面整体下行 .....	11
第四部分 综合分析与后市展望 .....	13
一、综合分析 .....	13
二、策略分析 .....	14
免责声明 .....	15

# 供应压力增加 粕类整体下行

## 第一部分 前言概要

### 【行情回顾】

本月美豆整体呈现宽幅震荡表现，主要因市场影响因素变动较快，但由于基本面利空压力仍然比较明显并且宏观方面缺乏明显带动，美豆整体价格变化比较有限，整体以宽幅震荡为主。

本月国内豆粕盘面整体呈现一定下移表现，国际以及国内市场压力整体都有增加。期货盘面受到成本端影响，整体下行压力比较明显，现货方面整体库存整体维持低位，但后续大豆供应增加情况下整体压力仍然存在。

本月国内菜粕盘面整体呈现一定下移表现，整体下跌幅度大于豆粕。菜籽菜粕近端压力相对比较有限，加之菜粕需求表现比较一般，整体价格压力相对比较明显，豆粕整体承压情况下菜粕也存在一定压力。

### 【市场展望】

美豆整体压力可能相对比较明显，中长期来看国际大豆基本面可能存在一定支撑，但近端压力相对比较明显，美豆产区天气状况相对比较良好，南美产量维持高位且卖货进度比较一般，预计整体价格存在一定压力。

国内豆粕整体以供需偏宽松为主，近端库存压力比较一般，但后续大豆到港量整体呈现增加状态，并且成交状况良好，大豆压榨量预计有所增加，预计豆粕库存可能有所增加。大豆压榨利润比较一般，远端供应不确定较多。

国内菜粕压力相对比较明显，近端整体库存压力比较一般，后续菜籽到港量整体呈现增加状态，压榨量整体也以相对偏多为主，预计供应方面仍然相对偏宽松，需求支撑比较一般，整体菜粕库存压力预计较明显。

### 【策略推荐】

- 1.单边：豆菜粕预计整体以宽幅震荡为主，建议整体以偏空思路为主
- 2.套利：MRM09 价差扩大
- 3.期权：海鸥看跌期权

(以上观点仅供参考，不作为入市依据)。

**风险提示：**产量及天气变化，宏观变化影响。

### 交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：陈界正

电话：021-65789252

邮箱：

chenjiezheng\_qh@chinastock.com.

cn

期货从业资格证号：F3045719

投资咨询资格证号：Z0015458

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



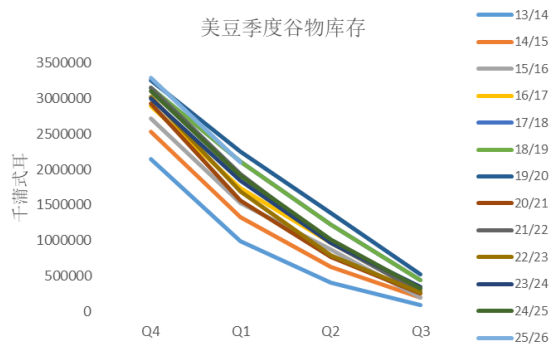
银河期货

## 第二部分 国际大豆基本面情况

### 一、供应端：美豆新作播种推进良好 南美产量整体高位运行

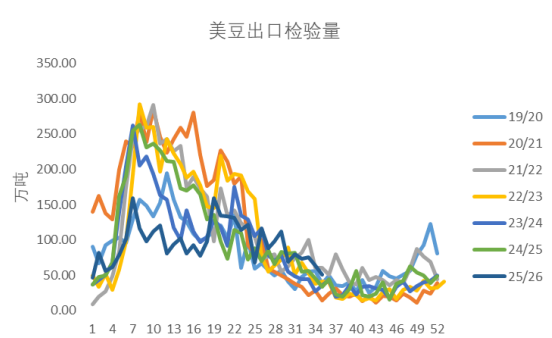
美豆旧作库存预计整体仍然维持高位运行，一方面在于此前期初结转库存相对较高，市场供应相对充足，另一方面在于市场需求表现相对比较一般，压榨虽然维持高位运行，但近期受到检修停机影响，压榨量有所下降，加之整体出口检验表现一般，因此总体库存预计仍然维持相对较高水平。最新公布的月度供需报告数据显示，美豆结转库存整体有所下调，主要因需求方面有所好转。总体来看，美豆旧作库存预计仍然以高位运行为主，总体供应相对比较充足。

图 1：美豆结转库存



数据来源：银河期货，USDA

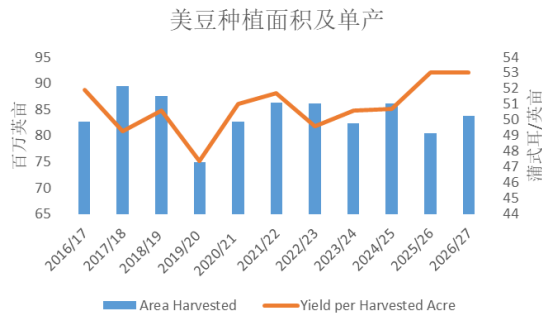
图 2：美豆出口检验



数据来源：银河期货，USDA

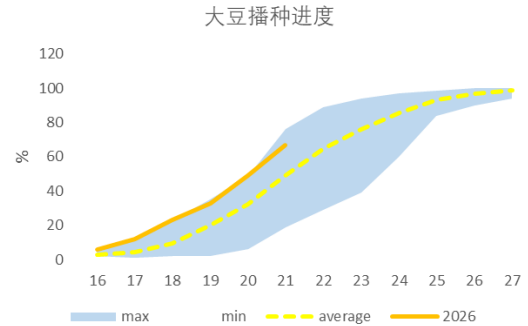
美豆新作进入全面种植状态，此前产区天气状况比较良好，因此作物种植进度相对较快。数据显示，截止 5 月 17 日当周，美豆新作种植进度 67%左右，出芽率 32%左右，二者均处于历史同期相对较高水平。在本次月度供需报告中，市场对于种植面积评估延续了 3 月末所给到的 8470 万英亩的评估，后续具体面积确定可能要进一步等待调研结果，总体来看，由于今年种植面积增加，美豆产量整体呈现较大幅度增加。对于单产方面评估仍然延续了此前 53 蒲式耳/英亩的评估，预计 2026/27 年度美豆产量维持在 44.35 亿蒲，整体大幅增加。近期产区天气状况良好，供应方面可能呈现明显好转。

图 3：美豆新作种植面积预估



数据来源：银河期货，USDA

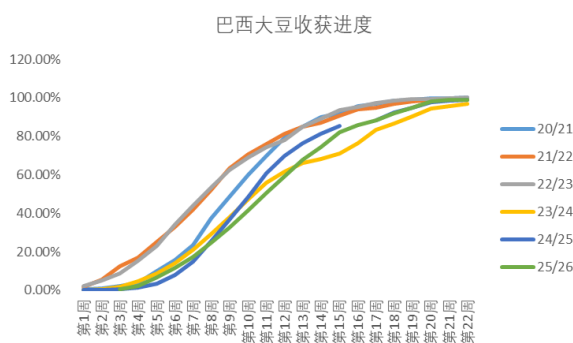
图 4：美豆播种进度



数据来源：银河期货，USDA

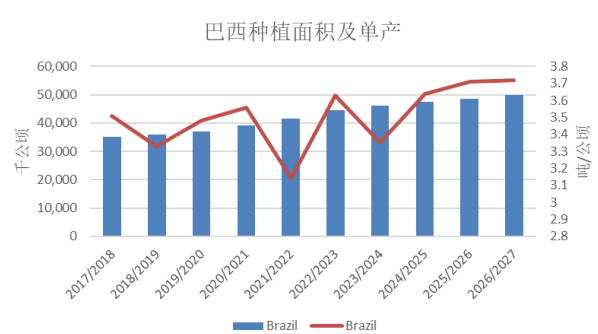
巴西大豆整体进入收获尾声，产区天气状况良好，收获方面维持相对较好水平。根据 CONAB 数据显示，截止 5 月 22 日当周，美豆种植进度 99%左右，处于历史同期较高水平。巴西收获情况相对良好，近期机构普遍上调巴西大豆产量，主要因收获情况良好，总体预估水平在 1.8 亿吨以上。其中 USDA 预估巴西大豆产量 1.8 亿吨不变，包括 CONAB 在内的其他机构有一定幅度上调，巴西高供应状况维持。从整体卖货进度来看，巴西农户卖货进度处于中性偏低水平，一方面因为产量相对较大，另一方面也因为此前一段时间卖货数量有所减少。近期，巴西卖货压力有所增加，一方面因为此前一段时间卖货进度相对较低，另一方面也因为收获情况相对良好，巴西大豆港口报价整体呈现一定下行表现。

图 5：巴西大豆收获进度



数据来源：银河期货，conab

图 6：巴西大豆产量

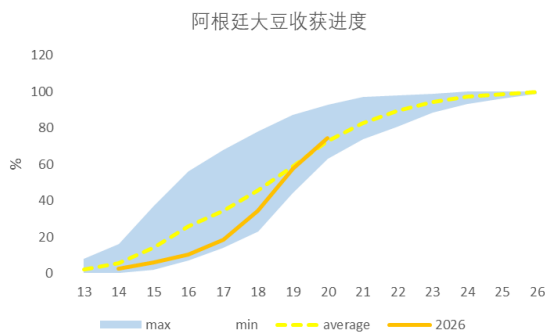


数据来源：银河期货，USDA

阿根廷大豆收获开始有所加快，数据显示，截止 5 月 21 日当周，阿根廷大豆收获进度

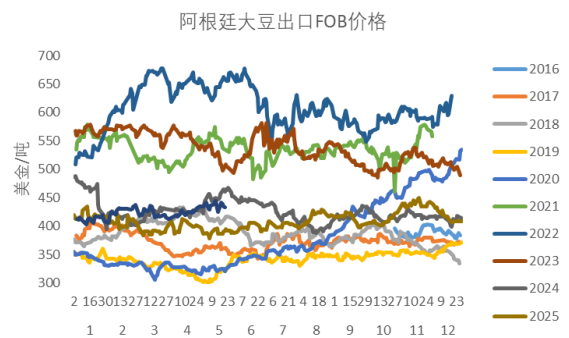
在 74.7%左右，处于历史同期正常水平，但速度整体有所加快。阿根廷大豆收获情况相对比较良好，作物产量整体有所上调。其中布交所预估阿根廷大豆产量上调至 5010 万吨，较此前预估的 5000 万吨小幅上调，其他机构也有一定上调表现。另外 USDA 近期预估阿根廷大豆产量仍然维持在 4800 万吨左右。总体来看，阿根廷产区状况较此前有所好转。供应方面仍然整体以高位运行为主。阿根廷大豆价格整体有所上涨，截止 5 月 22 日，阿根廷大豆价格整体维持在 432 美金/吨左右，较此前有所上涨，市场买货积极性有所增加。总体市场供应状况基本正常。

图 7：阿根廷大豆收获进度



数据来源：银河期货，布交所

图 8：阿根廷大豆价格



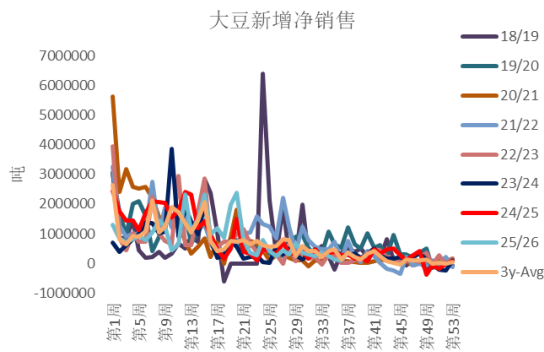
数据来源：银河期货，钢联

## 二、需求端：美豆需求好转 南美出口整体缓慢

美豆 4 月压榨量呈现一定下行表现，根据 NOPA 数据显示，截止 4 月期间，美豆压榨量整体仍然维持在 2.11856 亿蒲，较上月环比下降 6.33%，整体低于此前市场评估结果，美豆压榨量环比下降主要因为维修停机所致，但总体压榨量仍然维持高位。参考 USDA 公布的 3 月期间大豆压榨量数据，整体完成情况相对比较良好。本次 USDA 预估全年大豆压榨量在 26.3 亿蒲或 7160 万吨，这意味着后续美豆月均压榨量大概率要维持在 570 万吨左右水平，近期美豆压榨利润整体仍然处于相对较高水平，压榨方面预计仍然维持较高水平，从近期压榨增速表现来看，后续完成难度并不大。出口方面来看，最近一周美豆出口销售整体略有改善，数据显示，截止 5 月 14 日当周，美豆旧作新增出口销售 35.1423 万吨，较过去几周有所增加，但绝对量仍然处于历史同期中性水平，加之此前几周美豆出口方面表现一般，预计月内美豆出口整体比较一般。最近几周以来，美豆价格整体维持稳定，市场出口方面改善比

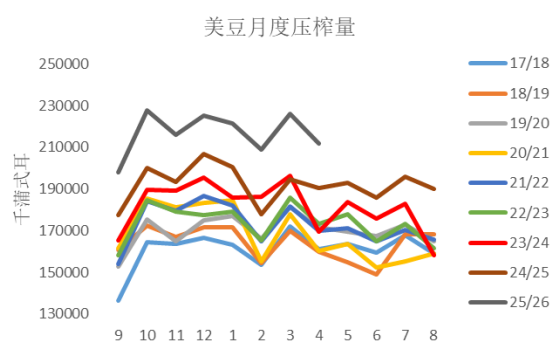
较有限。预计全月美豆出口仍然缺乏增加。出口检验方面来看，总体相对较好，但主要因此前一段时间美豆出口进度偏慢。本月 USDA 月度供需报告数据显示，预计 25/26 年度美豆出口量在 15.3 亿蒲或 4164 万吨，较上月整体有所下调，预计美豆后续整体出口增量空间有限。

图 9：美豆出口销售



数据来源：银河期货，USDA

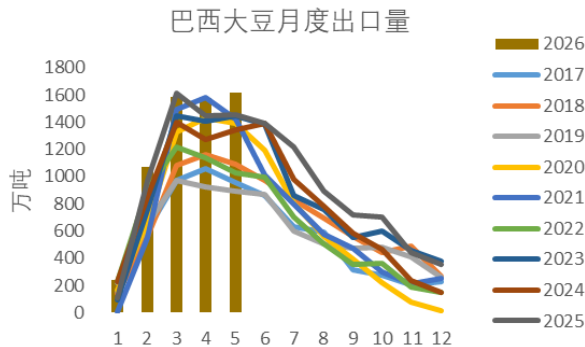
图 10：美豆月度压榨量



数据来源：银河期货，NOPA

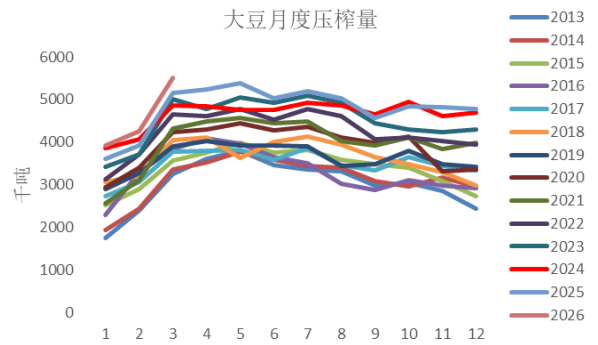
巴西国内需求整体维持良好，压榨以及出口均维持高位运行。过去几个月中巴西大豆压榨量相对较大，在市场变化有限的情况下，预计 4 月期间大豆压榨量仍然维持高位运行，大豆供应充足以及压榨利润良好仍然是支撑压榨量高位的主要原因。受国内生柴政策提振影响，巴西国内生柴产量以及豆油表观需求量呈现明显增加，豆油价格整体也以偏强运行为主。同时，巴西豆粕出口增量相对比较明显，总体维持在相对较高水平，终端商品表现出比较明显的支撑，巴西大豆压榨利润整体维持高位运行。出口方面来看，巴西本月前几周大豆出口量基本维持在 460 万吨左右，预计全月大豆出口量维持在 1500-1726 万吨，总体处于历史同期较高水平，机构普遍预估年度巴西大豆出口量维持高位水平，总体出口量增加空间相对较大。近期，巴西国内大豆报价整体有所下调，主要受近端卖货压力影响，近端卖货数量增加后巴西大豆出口可能有一定增加表现。总体来看，巴西国内供应仍然相对比较宽松，同时市场需求方面支撑也相对比较明显，近期南美市场供应压力仍在逐步增加，预计巴西后续出口方面可能有所减少，南美市场压力整体有所增加。

图 11: 巴西大豆出口量



数据来源: 银河期货, Anec

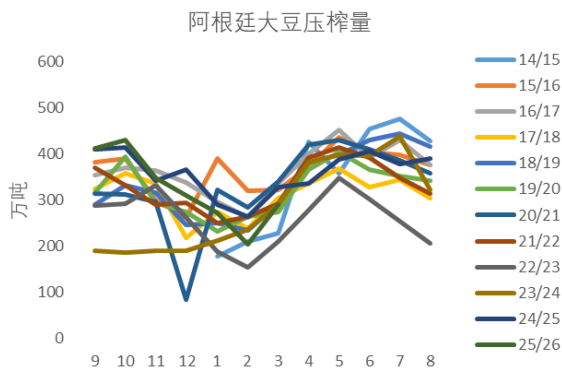
图 12: 巴西大豆压榨量



数据来源: 银河期货, Abiove

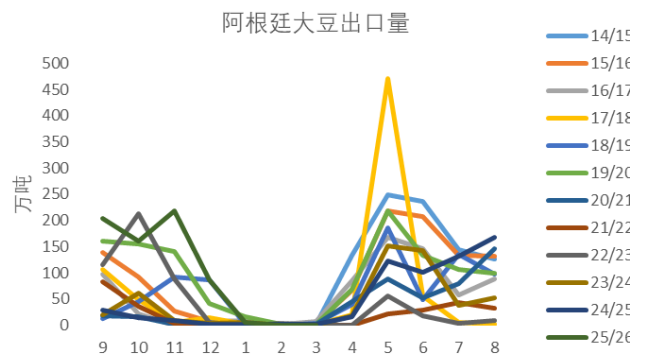
阿根廷需求在 4 月期间预计呈现增加表现, 近期阿根廷大豆收获进度有所加快, 整体大豆供应较此前有所好转。大豆压榨量预计整体有所增加。出口方面来看, 此前一段时间阿根廷国内大豆货源供应紧张, 出口一直维持低位运行, 预计近期可能开始有一定好转表现。不过从总量方面来看, 阿根廷大豆出口量预计仍然维持低位。本月以来, 阿根廷豆粕出口整体受到一定影响, 后续不确定因素仍然相对较多, 在豆粕总体需求表现良好的情况下, 阿根廷豆粕出口受阻可能一定程度对于其他国家豆粕出口产生利好。

图 13: 阿根廷大豆压榨量



数据来源: 银河期货, 阿根廷农业部

图 14: 阿根廷大豆出口量



数据来源: 银河期货, 阿根廷农业部

### 三、综合分析: 旧作压力较大 新作种植良好

总体来看, 国际大豆市场旧作压力仍然比较明显。其中, 美豆需求增加一定程度带动美豆旧作结转库存下调, 但总需求增加主要集中在压榨方面, 受美豆油影响较大, 近期美豆油整

体呈现较大幅度波动，一定程度可能也将使得美豆库存下降速度受限。南美市场压力仍然是豆类市场最主要的影响因素，巴西产量整体维持高位，虽然国内以及国际需求维持良好，但巴西后续出口可能仍然维持相对高位，从近期巴西农户卖货节奏来看，速度仍然相对偏慢，预计后续可能有一定卖货压力。从近期市场表现来看，巴西加速卖货以后整体价格下行幅度相对较大，一定程度反应了巴西市场的冲击影响。并且，近期阿根廷大豆也开始逐步进入收获状态，后续供应可能也将开始有所好转，因此对于巴西后续出口也将产生一定冲击，总体市场压力可能有所增加。总体来看，旧作市场压力仍在逐步反应，南美供应逐步增加的情况下，预计整体压力仍将继续反应。

新作中长期来看相对偏利多，主要因为国际生物柴油需求增长带来的大豆压榨量增加以及美豆出口存在的可能利好。同时，巴西大豆价格深跌后，新作种植可能有所减少，供应端可能也有一定收紧表现。但是其中存在较大变化，一方面近期美豆种植推进比较良好，可能对于供应端产生较大影响。另一方面，美豆出口仍然看不到明显支撑，压榨虽然保持良好，但整体价格对于利多反应也比较明显。近期南美旧作出口压力也在持续增加，可能对于美豆旧作结转库存或是新作出口产生一定压力。国际大豆市场预计仍有一定压力。

近期市场主要影响因素仍然在于美国产区天气变化情况，美豆初期种植状况良好一定程度确定了新作比较好的种植开局，但不确定因素仍然较多，尤其在新作平衡表整体收紧的情况下，预计价格深跌空间可能也相对有限，整体以偏震荡为主。

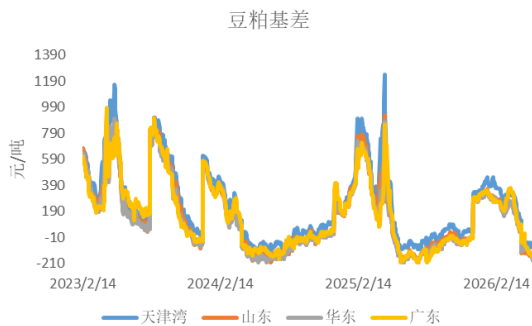
## 第三部分 国内粕类基本面情况

### 一、供应压力增加 现货整体下行

本月国内豆粕现货市场整体以供需偏宽松为主，基差整体维持低位震荡。截止 5 月末，国内豆粕现货基差跌幅普遍在 40-90 元/吨。近期豆粕现货基差大幅下行反应在现货压力较大以及后续供应宽松的综合考虑。首先，从现货方面来看，近期国内豆粕库存本身并不高，截止 5 月 22 日当周，国内豆粕现货库存预计维持在 31 万吨左右，整体处于历史同期偏低水平，但是大豆库存达到 623 万吨，整体库存量相对较大，大豆以及豆粕库存较高整体反应了

市场相对较高的供应压力。本月以来，油厂开机率整体呈现明显增加表现，本月前三周中，国内油厂周度压榨量基本维持在 185 万吨，但是压榨量整体呈现逐步增加状态。需求方面来看，国内豆粕提货量整体维持相对良好水平，过去几周豆粕提货量基本维持在每周 151 万吨左右，市场提货积极性相对较高，总体豆粕没有明显压力。从市场成交方面来看，本月国内豆粕现货成交量明显减少，市场主动买货积极性不高，同时由于此前成交状况良好，油厂主动卖货积极性也相对比较有限。总体来看，豆粕现货市场更多以供需状况逐步好转为主，但总体需求方面表现出比较明显的支撑。近期现货基差下行另一方面也反应了后续压力的逐步增加。总体来看，预计未来一段时间中国内大豆到港量以及开机率均维持相对较高水平，供应压力可能有所增加。需求方面来看，虽然近端表现出比较明显的支撑，但是幅度可能相对有限。并且从养殖端情况来看，近期生猪整体去库存表现开始有所增加，预计进一步维持相对较好需求可能难度较大。总体来看，后续大豆到港量逐步增加的情况下，预计豆粕累库压力可能呈现明显增加。

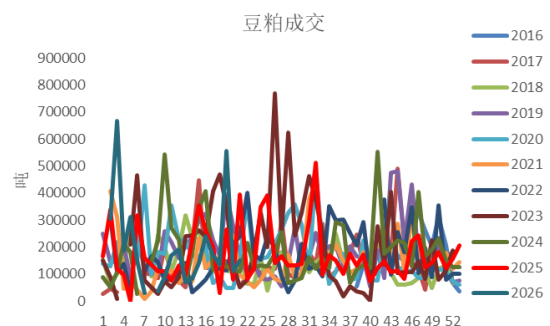
图 15: 豆粕现货基差



数据来源：银河期货，我的农产品

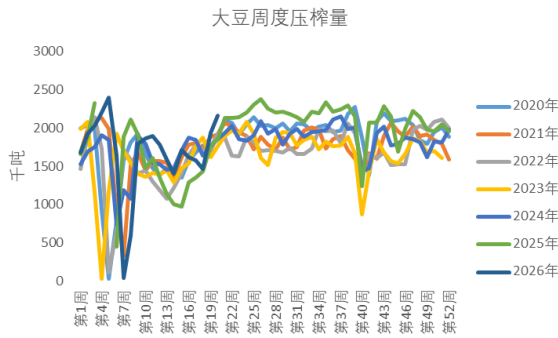
图 17: 油厂大豆压榨量

图 16: 豆粕成交



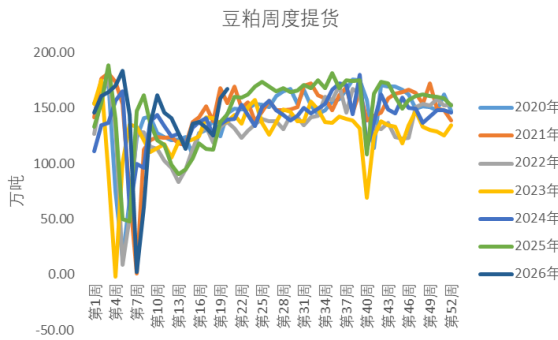
数据来源：银河期货，我的农产品

图 18: 国内大豆库存

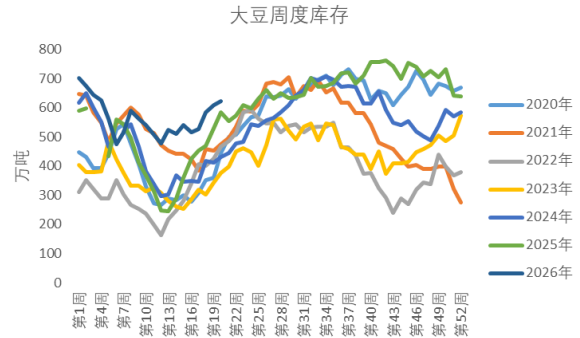


数据来源：银河期货，我的农产品

图 19：豆粕提货量

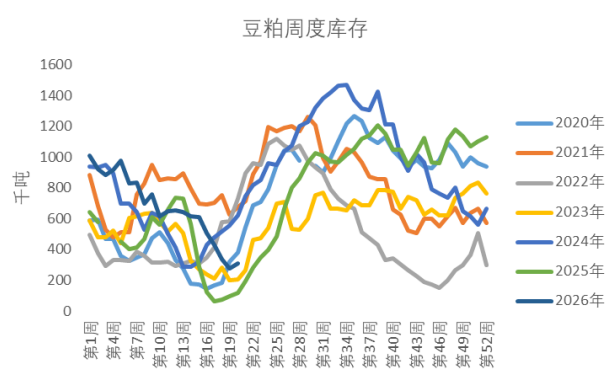


数据来源：银河期货，我的农产品



数据来源：银河期货，我的农产品

图 20：国内豆粕库存



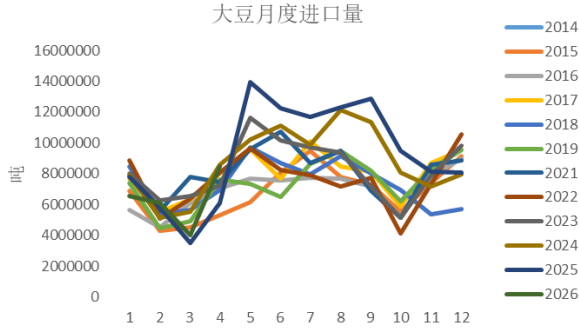
数据来源：银河期货，我的农产品

## 二、压榨利润亏损 远期供应不确定增加

国内近月大豆到港量整体呈现增加状态，钢联口径数据显示，预计 5 月期间国内大豆到港量在 988 万吨左右，最近几周大豆到港量来看，整体也维持相对较高水平，总体来看，本月大豆供应方面整体维持高位。近期产区装运情况整体维持良好，巴西大豆周度装运量整体维持在 270-280 万吨左右，同时阿根廷对于中国也有一定排船数量，美豆出口量虽然有所减少，但总体大豆装运量维持较高水平。因此整体大豆装运量维持相对较高水平，预计后续大豆到港量继续维持高位。本月以来油厂大豆压榨利润亏损明显加深，其中 8 月及以后船期榨利亏损幅度下跌相对比较明显。国内大豆到港压力增加后，盘面整体表现比较一般，国内压榨利润亏损持续加深。产区压力逐步增加后，市场卖货积极性有所增加，报价整体下调，大豆压榨利润改善比较明显，但总体来看仍然维持低位运行。大豆压榨利润下行比较明显后，油厂买船积极性整体有所下降，从近期市场买船情况来看，预计最近几个月国内大豆供应充

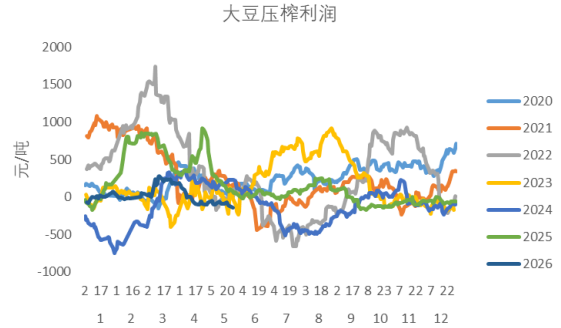
足，后续不确定因素仍然相对较多。

图 21：大豆月度进口量



数据来源：银河期货，我的农产品

图 22：大豆压榨利润



数据来源：银河期货，同花顺

### 三、供应压力增加 盘面整体下行

本月国内菜粕现货整体呈现一定压力，但现货基差变动整体比较有限。市场需求整体一般，现货成交相对比较有限，总体市场买货积极性仍然比较一般。

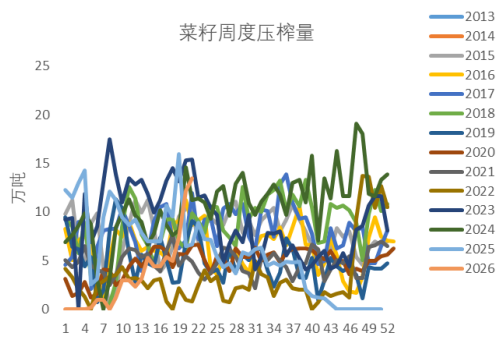
菜籽方面来看，本月国内菜籽到港量整体有所增加，油厂压榨量也呈现逐步增加表现，数据显示在过去几周中，菜籽周度压榨量明显增加，菜籽供应量呈现明显改善。需求方面来看，菜粕供应逐步转入宽松，菜粕周度提货量呈现明显增加表现。不过，从实际需求方面来看，菜粕需求仍然比较一般，近期水产方面仍然缺乏明显增加。价差方面来看，豆粕现货基差整体下行幅度较大，豆菜粕现货价差整体也维持低位运行，菜粕需求整体表现比较一般，总体支撑仍然比较有限。菜籽以及菜粕供应端明显改善，菜粕需求方面相对比较一般，整体菜籽菜粕库存呈现明显增加表现。

进口菜粕方面来看，近期国内颗粒菜粕库存整体呈现逐步下降，一方面因为菜粕进口数量整体呈现逐步减少，另一方面也因为颗粒菜粕需求近期整体有所增加，在压榨菜粕库存维持低位的情况下，颗粒菜粕需求整体表现良好，库存逐步下降。

总体来看，近期国内菜籽以及颗粒菜粕供应整体有所好转，菜籽到港量整体呈现增加表现，并且由于菜籽压榨利润维持良好，后续菜籽供应量可能继续呈现增加状态。颗粒菜粕供应方面虽然变化比较有限，但整体库存仍然维持高位运行，市场供应仍然相对比较宽松。并且后续国内进口颗粒菜粕数量可能也将呈现一定增加表现。需求方面来看，水产需求方面整

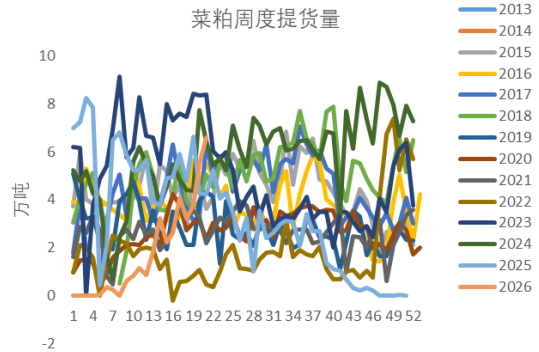
体呈现一定增加表现，但幅度可能相对比较有限，并且后续大豆到港量增加相对比较明显，价差方面难以支撑菜粕表现出相对较好需求。国内菜籽以及颗粒菜粕供应相对比较宽松的情况下，预计国内菜籽菜粕以及颗粒菜粕仍将表现出一定压力。

图 23: 菜籽周度压榨量



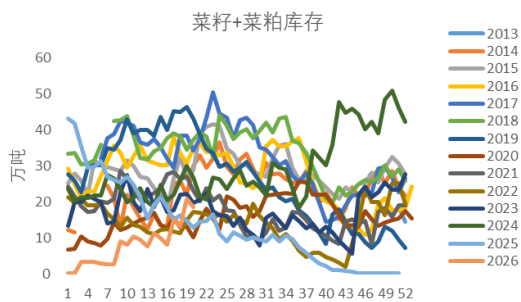
数据来源：银河期货，我的农产品

图 24: 菜粕周度提货量



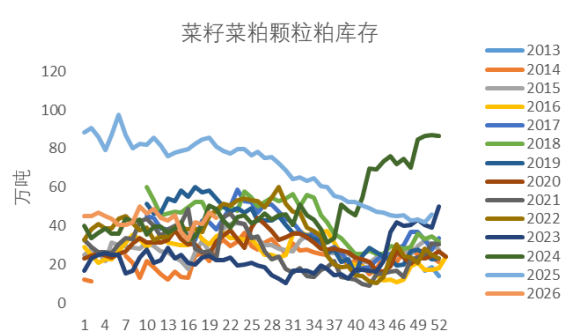
数据来源：银河期货，我的农产品

图 25: 菜籽折菜粕加菜粕库存



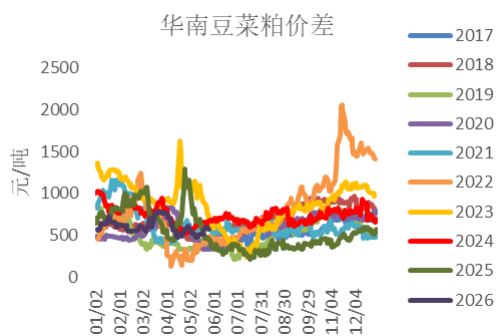
数据来源：银河期货，我的农产品

图 26: 菜籽折菜粕加菜粕及颗粒菜粕库存



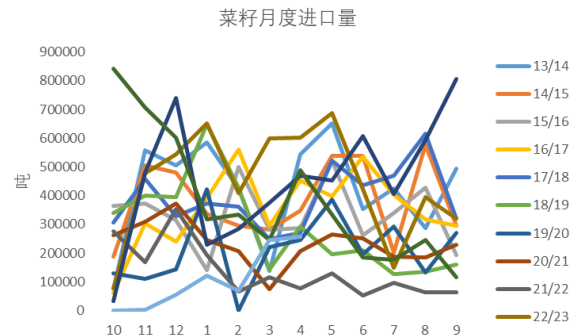
数据来源：银河期货，我的农产品

图 27: 豆菜粕价差



数据来源：银河期货，我的农产品

图 28: 菜籽月度进口量



数据来源：银河期货，我的农产品

## 第四部分 综合分析后市展望

### 一、综合分析

**国际大豆：**国际大豆市场压力总体比较明显，虽然从中长期来看，美国以及巴西生柴需求可能呈现明显增长对于大豆压榨产生带动，并且巴西种植利润比较一般，大豆种植面积可能不具备明显增长空间，国际大豆供需平衡表呈现收紧，但可能难以成为近端市场主要影响因素。近期市场主要影响仍然在于北美新作产地情况以及南美市场旧作压力。北美市场方面来看，产区天气状况相对比较好，大豆播种推进相对较快，并且在后续一段时间中降雨状况仍然相对比较好，预计作物生长受影响相对比较有限，并且近期美豆出口方面也没有看到明显增长表现，压榨方面虽然比较好，但总体对于利多反应也相对比较充分，因此预计市场压力可能仍然存在。南美市场方面来看，近期机构整体上调巴西以及阿根廷大豆产量水平，并且总体卖货进度相对偏满，预计后续可能仍然存在一定卖货压力，需求方面虽然表现良好，但总体供应端仍然占主导，预计压力仍将继续反应。

**国内豆粕：**国内豆粕近端压力比较明显，虽然近期国内豆粕库存水平相对比较一般，但大豆库存维持高位并且此前市场成交状况相对良好，预计后续大豆压榨量可能呈现明显增加表现。根据市场预估结果来看，预计后续大豆到港量可能呈现增加，近期产区发运状况表现比较好，后续大豆到港量可能呈现明显增加，加之油厂开机率维持高位，整体豆粕市场供应相对偏宽松。需求方面来看，生猪存栏预计呈现逐步下行，可能对于豆粕需求产生一定影响。预计国内豆粕库存整体呈现逐步增加状态。但是近期国内大豆压榨利润比较一般，远期供应不确定因素仍然相对较多。

**国内菜粕：**国内菜粕整体现货压力仍然比较明显，压榨菜粕供应整体宽松，但库存维持低位水平，市场需求表现比较一般。后续国内菜籽到港量整体呈现增加状态，油厂压榨量可能也将呈现逐步增加，总体供应方面呈现逐步增加表现。需求方面来看，总体水产方面需求支撑相对比较有限，加之国内豆粕供应偏宽松，菜粕需求整体受到一定影响。颗粒菜粕方面来看，近期呈现逐步去库状态，但绝对库存仍然维持高位，颗粒菜粕到港量整体减少，需求方面表现整体一般，后续压力可能有所增加。

## 二、策略分析

- 1.单边：预计豆菜粕整体仍以宽幅震荡为主，建议整体以偏空思路对待。
- 2.套利：MRM09 价差扩大。
- 3.期权：海鸥看跌期权。（以上观点仅供参考，不作为入市依据）。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的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。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799