

# 双粕反弹是“昙花一现”还是“拐点将至”？

近期国内双粕强势反弹之后缩量整理,等待进一步指引。目前双粕基本面出现了哪些变化?市场拐点来了吗?市场人士认为,后续能否延续升势主要关注两点,一是要看巴西大豆产量是否具有进一步调减空间,二是除了肉禽市场季节性的需求回升外,国内生猪的育肥需求是否存在支撑。

## 深度分析

## 菜粕 两轮寒潮天气影响有限

■ 聂波

近期随着巴西大豆贴水涨价以及美盘大豆的反弹,国内菜粕期货主力合约再度上涨并突破2500元/吨,ICE菜籽主力合约也从低位反弹,截至3月5日收盘于596加元/吨,涨幅4.49%。

春节前后,我国黄淮和长江中下游地区先后遭遇两轮寒潮,主要是湖北、湖南、安徽、江苏部分地区和贵州部分高海拔地区受冻,这些地区的油菜大部分处于抽薹现蕾期,很少进入开花期,能够耐受低温,冻伤程度低,没有出现大面积的冻死情况,部分植株出现了叶片冻伤、枝叶枯萎、植株弯曲等症状,但是如果气温回升,植株还能发育出新的枝叶。长江上游的四川、重庆、云南和陕西等地方气温下降的幅度较小,降温也未长时间持续,油菜生长受到的影响小。现阶段可以采取排除田间积水,减少二次伤害,降低油菜的死亡率,并施加肥料,促进植株生长,恢复油菜的生长发育。

因此,2月份的两轮寒潮天气尚未对国产菜籽产生较大影响,发生灾害的地方集中,油菜受灾的比例也少,灾后也能恢复。

### 关注加拿大菜籽数据

加拿大旧作菜籽出口和消费偏低,新作供应存疑。截至2月25日,加拿大2023/2024年度菜籽累计出口装船337.83万吨,比2022/2023年度同期减少165.86万吨,是2020/2021年度以来同期最低数量。加拿大2023/2024年度累计消耗菜籽572.71万吨,比2022/2023年度同期减少17.7万吨,累计消耗量略高于2021/2022年度,是2020/2021年度以来次新低水平。

2023/2024年度出口和消费合计比2022/2023年度减少183.56万吨。截至2月25日,2023/2024年度加拿大农场累计交付菜籽952.34万吨,比

2022/2023年度减少222.79万吨,然而2023/2024年度和2022/2023年度菜籽期初库存加菜籽产量基本接近,2023/2024年度待售菜籽数量多,出口和消费比较差。

截至3月1日,德国菜籽FOB报价447.7美元/吨,乌克兰菜籽FOB报价350美元/吨,加拿大菜籽FOB报价470美元/吨,澳大利亚菜籽FOB报价468.7美元/吨,加拿大菜籽报价略高于澳大利亚菜籽,随后是德国菜籽,乌克兰菜籽价格最低。2022/2023年度欧盟会进口一些加拿大菜籽,但2023/2024年度加拿大菜籽价格高,主要采购方是中国,欧盟基本不进口。据不完全统计,春节后国内菜籽买船成交17船,数量在100万吨左右,即使这部分菜籽全部来自加拿大,相比2023/2024年度加拿大菜籽出口消费183.56万吨的减量还是不足,因此也就不难理解为何近期加拿大菜籽价格再度与澳大利亚菜籽价格走平,甚至出现比澳大利亚菜籽价格更低的时候。当前农场交付的数量低,使得旧作供应延后,因此加拿大菜籽还需要降低和其他国家菜籽的价差促进进口消费。

加拿大农业部预估2024/2025年度加拿大菜籽播种面积880万公顷(旧作893.6万公顷),单产2.11吨/公顷(2.07吨/公顷),总产量1836.5万吨,略高于2023/2024年度1832.8万吨。加拿大春季作物种植以春小麦和菜籽为主,二者合计占70%以上,然而菜籽价格相对小麦没有优势,实际播种面积有待关注。数据较为权威的加拿大统计局将在3月11日公布2024/2025年度菜籽供需数据。

如果2024/2025年度加拿大菜籽播种面积降幅较大,价格则有望企稳。值得注意的是,截至2月27日,管理基金净空持仓量达到15万手,这是2018年以来净空持仓最高值,远高于次新低7.3万手。和管理基金在大豆的净空持仓一样,一致性利空预期走完之后,出现新利多,空头减仓也会带动盘面大幅反弹。

### 近月合约压力明显

目前中国海关还未公布1月和2月菜籽、菜粕进口数据,从跟踪的排船数据来看,2024年1月国内菜籽到港25万吨,2月38万吨,3月到港43万吨,4月42万吨,5月30万吨,6月24万吨,1—5月累计到港178万吨,低于2023年同期295万吨,5月之后的船期还在采购,最终旧作菜籽的累计到港量将比2023年同期减少,毕竟加拿大旧作供应压力延后,预计仍将继续以出口中国为主。

另外,国内菜粕面临进口颗粒菜粕到港的问题,3—5月进口颗粒菜粕月均到港20万吨左右,累计到港比2023年同期多10万吨。

需求同比下降是近月菜粕面对的突出问题。2023年由于进口大豆到港压榨供应不及预期,叠加阿根廷大豆减产的影响,2023年1—4月,华东地区豆粕和菜粕现货价差大多在1000元/吨附近,最高在1300元/吨,两者现货价差较高。生猪存栏量处于阶段性高位,禽类养殖利润较好,下游主动备货,菜粕消费较好。然而进入2024年,国内生猪存栏数量下降,禽类的养殖利润差于2023年同期,新赛季南美大豆供应预期丰产,下游随用随买,大量备货的意愿差。2023年四季度北美大豆大量到港之后,豆粕、菜粕现货价差自1000元/吨回落,目前两者的现货价差在700元/吨左右,低于2023年同期,个别饲料厂逐步恢复豆粕的添加比例,在2024年水产需求启动之前,菜粕表现消费不振,5月前面临累库,近月菜粕压力明显。

短期豆粕、菜粕可能因为内外盘空头减仓而继续反弹,巴西新作产量趋于稳定,产量不及预期,巴西大豆贴水价格走势比加拿大菜籽更强。最近内盘近月豆粕、菜粕价差扩大,重点关注2024/2025年度美豆、欧洲菜籽和加菜籽的供应情况,如果新作菜籽供应不及预期,两者的价差可能再度回落,单边也有回调风险。(作者单位:紫金天风期货)

## 市场观察

分析人士:

## 供需面并未体现出强驱动

■ 记者 郑泉

近期,国内双粕一改春节前连续下跌之势,横盘振荡之后选择强劲上扬,豆粕2405合约在过去两个交易日上涨超过100点;菜粕2405合约受豆粕提振,也反弹超过70点。市场人士表示,近期双粕强势反弹,一方面海外基本面好转,另一方面市场预期较为乐观。

据银河期货油料分析师陈界正介绍,当前国内豆粕整体定价中心在巴西,虽然今年南美洲产量增幅较大,但巴西实际上受到了干旱减产的影响,由于前期价格跌幅较大,农户种植面临亏损,因此挺价惜售意愿开始增加。2月以来,巴西大豆贴水呈现较大幅度反弹;当前巴西农户销售进度偏慢,同时其国内因为有生柴掺混比例上调的助推,需求较此前有所回暖,内陆大豆压榨利润好转,并且,持续下调的大豆产量导致作物供应紧张问题有所加剧。因此,短期巴西国内基本面较好对大豆出口成本有支撑。

“从根本上讲,国内双粕近期强势反弹的原因在南美大豆出口贴水。”中州期货油料分析师吴晓杰告诉记者,2月中旬以来,以巴西为主的南美大豆出口贴水开启了修正反弹之路。4月船期巴西大豆对华CNF报价从春节前最低点15美分/蒲式耳反弹至70美分/蒲式耳,对国内进口大豆成本提振接近150元/吨,引领国内蛋白粕估值上扬。

吴晓杰分析称,巴西大豆贴水止跌反弹是因为2023/2024年巴西大豆基本定产,从CONAB数据来看,巴西大豆同比减产500万吨,压缩了2024年巴西大豆的出口潜力,部分缓解了出口贴水压力。而对于巴西农民来讲,因为CBOT大豆估值同比大幅下跌,2024年大豆出口FOB价格甚至低于去年同期,农民并未从出口中赚取太多收益,因此出现惜售情绪。另外,因为南美4—8月船期给出了不错的进口利润,且4—6月中国待采量接近2000万吨。因此,短期中国油厂加快了对南美大豆的买船节奏。

“此外,近期阿根廷大豆销售数量不高,在新作上市前可能会维持相对紧张状况,后续供应的释放取决于其国内宏观变化的影响。”陈界正表示,资金交易预期的主要安全边际可能在于各地区大豆种植利润亏损以及市场上利空交易充分,例如阿根廷的丰产、巴西的收割压力及美豆新作种植面积增加的预期等。

观察菜籽市场,冠通期货油料分析师姜庭煜分析称,尽管加拿大阿尔伯塔和萨斯喀彻温省部分地区偏干,但尚未进入到播种季,且旧作销售偏慢;国内受寒潮影响,有一定减产预期,但利多驱动整体有限,更多为跟随豆粕市场运行,盘面表现相对偏弱。

展望后市,吴晓杰认为,巴西大豆的卖压还未完全释放。一方面,库容问题。截至上周,巴西大豆收割了46%,但销售只进行了31%,需要大量的仓容去装大豆,这将会是在后期压榨巴西大豆贴水的重要因素之一。另一方面,3—6月是巴西大豆的出口高峰,待销量超过6000万吨,同时受到美豆旧作和巴西旧作的竞争,需要保持价差优势才能顺利完税出口。因此,后期巴西贴水或有反复,行情并未完全转向多头。但是基于美豆的估值,2024年巴西大豆贴水不可能再出现去年的负基差。

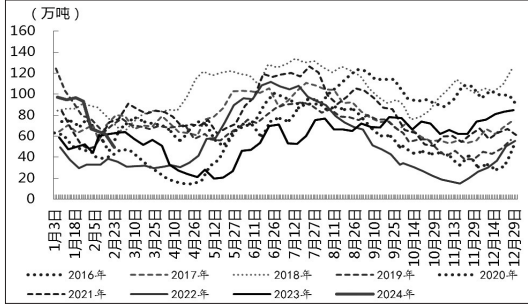
在陈界正看来,当前基本面并未体现出豆粕上涨的强驱动。一方面,国内目前需求较弱,如果过度拉涨,很容易给出国内进口窗口,目前在贴水市场上最有竞争力的还是阿根廷;另一方面,市场仍然倾向于美国种植面积以及阿根廷供应压力还没有完全交易,尤其是最近美国压榨利润表现比较弱,所以近期的上涨会相对谨慎。

姜庭煜提示,行情能否延续升势主要关注两点,一是要看巴西大豆产量是否具有进一步调减空间,农业咨询机构Stonex在3月1日的声明中将巴西2023/2024年度大豆产量预估从之前的1.5035亿吨上修至1.515亿吨,因戈亚斯州、马拉尼昂州、托坎廷斯州、皮奥伊州、帕拉州和巴伊亚州的作物单产优于预期。显然,市场对于供应的分歧已经显现,这部分带来的支撑趋于力竭。二是除了肉禽市场季节性的需求回升外,更大的驱动在于国内生猪的育肥需求支撑。春节前,外购育肥利润的好转更多还是依托于低价仔猪。春节以后,随着外购利润转负,以及仔猪供应相对充裕,高价仔猪并未被市场所接受,成交清淡。国内产能,供应过剩的背景尚未扭转,反季节性的增重难以以长久摆脱淡季影响,因此在产能去化不足下,育肥需求有限。

## 豆粕 下游补库缺乏持续性

■ 刘金鹭

随着南美白大豆集中上市,国内进口大豆存在巨量补充的预期,豆粕供应将再度走高。需求端,国内养殖业亏损仍限制饲料需求。预计豆粕二季度易跌难涨,关注逢高沽空机会。



图为国内豆粕库存(单位:万吨)

### 卖压限制巴西大豆升贴水

2月29日以来,美豆主力期货在触及1128美分/蒲式耳的历史低位后阶段性企稳,不过国内豆粕与美豆呈现分化走势,连粕主力2405合约于2月27日起站上3000元/吨关口,于3月1日破位走高,连续收复多条均线,本周亦延续该趋势。

现货市场来看,截至3月5日,沿海主流区域油厂报价为3260—3350元/吨,天津3350元/吨跌10元/吨,山东3280元/吨跌10元/吨,江苏3290元/吨跌10元/吨,广东3260元/吨持稳。本轮豆粕上行主要受到巴西大豆升贴水上涨的成本端推动,国内基本面临缺乏翻转性变化,价格以阶段性上涨为主。

2024年以来,巴西大豆升贴水出现了剧烈波动,整体走出V形走势,1月连续下挫,2月止跌反弹,春节期间上行加速。3月以来,巴西大豆升贴水高位振荡为主。从巴西大豆CNF报价来看,巴西4月、5月、6月、7月船期报价为70、90、101、125美分/蒲式耳,均

较前期有所反弹。根据USDA1月供需报告数据预期,2023/2024年度巴西大豆产量环比下调至1.57亿吨,市场预期1.567亿吨,前一个月为1.61亿吨,而且巴西咨询机构也纷纷下调巴西大豆产量预期,巴西官方CONAB2月报告预计产量为1.4940亿吨,较1月报告1.5527亿吨大幅下调近600万吨。当前市场各机构对巴西大豆新作产量预期在1.4亿—1.57亿吨之间,整体未改变南美丰产的基调,因此巴西大豆仍存在较强的卖压,后续或施压巴西大豆升贴水。

### 美豆新作供应基调宽松

二季度随着南美白大豆收割进入尾声,美豆新作将开始种植,全球大豆市场再度进入美豆种植季定价周期。2月中旬,美国农业部在农业展望论坛上首次发布了对2024/2025年度的供需平衡预测,预计2024/2025年度美国大豆种植面积8750万英亩,比上年提高390万英亩,高于前期市场预期。大豆产量将达到创纪录的45.05亿蒲式耳,同比提高3.4亿蒲式耳或8.2%;大豆压榨预计达到创纪录的24亿蒲式耳,同比增长1亿蒲式耳或4.3%;出口预计为18.75亿蒲式耳,同比增长1.55亿蒲式耳或9.0%;期末库存将激增1.2亿蒲式耳或38%,从上年度的3.15亿蒲式耳增至4.35亿蒲式耳。

报告提前给出了美豆新作供应宽松的基调,利空市场,虽然3月和6月会对种植面积进行调整,但在美豆尚未开始种植时,加上在南美种植季即将收尾,市场消息青黄不接之际,展望论坛数据仍可给予市场以指引,给美国大豆市场价格带来压力。

在南美白大豆收割期稳步推进过程中,市场对南美大豆供应压力的预期逐步兑现。由于1月巴西大豆升贴水持续下调,相较美豆更具性价比,因而对美豆出口销售存在挤占。美国农业部数据显示,截至2月29日当周,美国大豆出口检验量为102万吨,前一周修正后为106万吨。3月2日当周,美国大豆出口检验量为55万吨。本作物年度迄今,美国大豆出

口检验量累计为3416万吨,同比减少20.0%。不过从近两周数据来看,中国开始采购美国大豆,对美豆消费端预期存在一定支撑。

### 迎来新一轮累库周期

一季度以来,国内周度进口大豆到港量持续下滑,春节后随着油厂开机逐渐恢复,油厂压榨已回归至常规水平,不过华北、山东、东北等地部分油厂3月有停机计划,进而提振成交,东北地区出现排队提货现象。整体来看,大豆压榨量维持增加态势,以消耗库存为主,进口大豆库存迎来阶段性下滑,豆粕受到春节前下游备货带动,库存加速回落至历年同期偏低水平。截至2月29日,国内主要油厂豆粕库存为55.56万吨,较前一周减少11.82万吨,减幅17.48%,同比减少9.75万吨,减幅14.93%。供应偏紧的强现实对现货价格有所支撑。不过,随着二季度南美白大豆集中到港,同时南美白大豆储存时间较短,倒逼油厂维持高开机率,后续豆粕供应端预期偏松。

需求端来看,当前豆粕下游饲料企业库存偏低,后续存在刚需补库预期,带动2月底以来国内油厂豆粕成交良好,但本轮补库以阶段性为主,缺乏持续性支撑。另外,从下游消费情况来看,农业农村部将全国能繁母猪正常保有目标从4100万头调整为3900万头,生猪现货弱势延续,在强预期影响下,养殖端压栏、二育情绪或升温,供给压力延后,短期支撑生猪价格上行。不过,从当前养殖利润来看,仍缺乏转好的驱动点。水产养殖方面,二季度将开启的水产旺季存在对两粕需求端的提振预期。不过对当下的豆粕下游采购影响有限,预计豆粕将迎来新一轮累库周期。

对于后市,我们认为南美白大豆丰产充分兑现过程中,巴西大豆卖压仍限制升贴水上涨的空间,而从美豆来看,在新种植季到来前缺乏上行驱动,于成本端拖累内盘豆系品种。

(作者单位:国元期货)