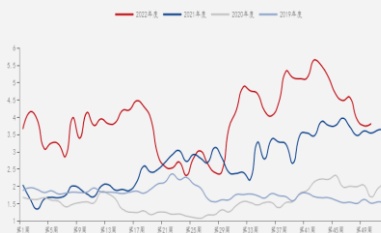


板块 豆粕

美国压榨利润:



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师: 涂迪

电话: 021-58777763

邮箱: tudi@qhfc.net

从业资格号: F3066269

投资咨询号: Z0014790

整体宽松仍需时日

报告摘要

- 美豆期末库存维持低位, 美豆价格虽处偏高区间, 但在美国国内需求仍有承接能力, 压榨利润虽有下滑, 但仍处于往年同期高位。虽然目前天气仍在炒作, 但市场对南美丰产仍有较大程度的认可。未来国际能源价格及美国外地区下游的价格承接能力或对美豆价格仍有主导性影响。
- 国内方面, 未来饲料企业补库阶段, 但大豆及豆粕库存仍未绝对安全, 同时目前 1 月以后买船仍相对谨慎, 短期豆粕或受美豆价格影响推高, 中期国内下游饲料企业补库结束、南美新作尘埃落定后或有阶段性调整, 长期或仍受美豆需求结构性变动美豆端议价能力系统性抬升的支撑维持高位。

重点关注:

- 南美新作产量
- 能源价格
- 美国压榨利润
- 人民币汇率

1 2022 上半年行情回顾

1、2022 年美豆维持震荡

2022 年上半年 CBOT 大豆表现整体较强。1 月南美新作生长期天气偏干等问题已经抬头，市场对巴西新作产量的预期从 1.4 亿吨以上下调至 1.3 亿吨左右，但下游终端养殖行业经营状况普遍不佳，国内油厂压榨利润维持为负，进口窗口长期关闭，国内市场等待巴西大豆新作，刚需集中后移。

春节期间市场大幅下调巴西产量，CBOT 大豆涨至 1550 美分/蒲式耳以上，巴西大豆 FOB 报价也升超 100 美分/蒲式耳，进口成本大幅提升，连豆粕节后开盘涨停。直至 2 月底 CBOT 大豆涨至 1700 美分/蒲式耳以上，中国二季度刚需采购高位完成，但 7 月以后进口窗口依旧关闭。

随后 CBOT 大豆在 1500-1780 美分/蒲式耳区间波动，5 月后大豆到港增加，油厂豆粕库存快速积累，在国内压榨-养殖产业链整体效益不佳的情况下，下游累库意愿较低，供需端博弈加剧。美豆需求端出口压榨两旺，旧作库存紧张形式逐步受确认，市场关注点转向美豆新作种植。

6-8 月随着美豆新作收获临近，8 月报告中美豆新作单产也有明显上调，叠加美国通胀引发衰退预期，连豆粕价格整体以偏弱为主。

随着各商品衰退预期的逐渐定价完成，同时 9 月美国农业部报告中单产大幅下调至 50.5 蒲式耳/英亩，与机构田间调查的丰产预期背道而驰，而且播种面积也意外下调至 8750 万英亩，新作库存降至 2 亿蒲的七年新低水平，CBOT 大豆主力合约收涨 5.13%。在国内三季度大豆买船整体不足背景下，豆粕期现价开启阶段性上涨，部分地区现货价格最高接近 6000 元/吨。期间在 11 月大量到港的预期下连豆粕 1 月合约价格受明显压榨，部分地区豆粕基差也一度高达近 2000 元/吨。直至年底，在基差收敛、南美天气炒作及商品整体气氛较好的支撑下，连豆粕仍维持偏强运行。

2 豆系基本面情况

2.1 全球大豆供需

2.1.1 全球大豆库存维持中性

12月USDA报告中2022/23年度美豆单产维持50.2蒲式耳/英亩，基本符合市场预期，美豆库存维持599万吨的七年低位。同时南美方面巴西产量维持1.52亿吨高位，全球库存回升至1.0271亿吨，库销比在26.97%。

图1 美国大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	11月	12月	环比变化	11月	12月	环比变化	
美国							
期初库存	14.28	6.99	6.99	0.00%	7.45	7.45	0.00%
大豆产量	114.75	121.53	121.53	0.00%	118.27	118.27	0.00%
进口	0.54	0.43	0.43	0.00%	0.41	0.41	0.00%
总供给	129.57	128.95	128.95	0.00%	126.13	126.13	0.00%
大豆压榨量	58.26	59.98	59.98	0.00%	61.10	61.10	0.00%
国内消费总计	61.05	62.78	62.78	0.00%	64.48	64.48	0.00%
大豆出口量	61.52	58.72	58.72	0.00%	55.66	55.66	0.00%
总需求	122.57	121.50	121.50	0.00%	120.14	120.14	0.00%
期末库存	6.99	7.45	7.45	0.00%	5.99	5.99	0.00%
库存消费比	5.71%	6.13%	6.13%	0.00%	4.99%	4.99%	0.00%

数据来源：USDA，前海期货

图2 巴西大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	11月	12月	环比变化	11月	12月	环比变化	
巴西							
期初库存	20.42	29.40	29.40	0.00%	23.34	23.81	2.01%
大豆产量	139.50	127.00	127.00	0.00%	152.00	152.00	0.00%
进口	1.02	0.54	0.54	0.00%	0.75	0.75	0.00%
总供给	160.93	156.94	156.94	0.00%	176.09	176.56	0.27%
大豆压榨量	46.48	51.00	50.75	-0.49%	51.75	51.75	0.00%
国内消费总计	49.88	54.25	54.00	-0.46%	55.35	55.35	0.00%
大豆出口量	81.65	79.36	79.14	-0.28%	89.50	89.50	0.00%
总需求	131.53	133.61	133.14	-0.35%	144.85	144.85	0.00%
期末库存	29.40	23.34	23.81	2.01%	31.24	31.71	1.50%
库存消费比	22.36%	17.47%	17.88%	2.37%	21.57%	21.89%	1.50%

数据来源：USDA，前海期货

图3 阿根廷大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	11月	12月	环比变化	11月	12月	环比变化	
阿根廷							
期初库存	26.65	25.06	25.06	0.00%	23.90	23.90	0.00%
大豆产量	46.20	43.90	43.90	0.00%	49.50	49.50	0.00%
进口	4.82	3.84	3.84	0.00%	4.80	4.80	0.00%
总供给	77.67	72.80	72.80	0.00%	78.20	78.20	0.00%
大豆压榨量	40.16	38.83	38.83	0.00%	39.75	39.75	0.00%
国内消费总计	47.41	46.04	46.04	0.00%	47.00	47.00	0.00%
大豆出口量	5.20	2.86	2.86	0.00%	7.20	7.70	6.94%
总需求	52.61	48.90	48.90	0.00%	54.20	54.70	0.92%
期末库存	25.06	23.90	23.90	0.00%	24.00	23.50	-2.08%
库存消费比	47.64%	48.88%	48.88%	0.00%	44.28%	42.96%	-2.98%

数据来源：USDA，前海期货

图4 全球大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	11月	12月	环比变化	11月	12月	环比变化	
全球							
期初库存	94.65	100.03	100.03	0.00%	94.67	95.59	0.97%
大豆产量	368.13	355.59	355.61	0.01%	390.53	391.17	0.16%
进口	165.47	156.24	157.14	0.58%	166.28	166.21	-0.04%
大豆压榨量	315.09	314.51	314.78	0.09%	329.28	329.32	0.01%
国内消费总计	363.85	363.17	363.38	0.06%	380.17	380.88	0.19%
大豆出口量	164.51	154.02	157.14	2.03%	169.14	169.38	0.14%
期末库存	99.89	94.67	95.59	0.97%	102.17	102.71	0.53%
库存消费比	27.45%	26.07%	26.31%	0.91%	26.87%	26.97%	0.34%

数据来源：USDA，前海期货

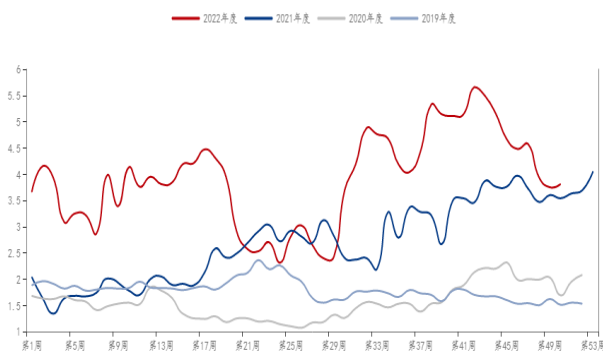
2.1.2 美豆期末库存紧张，压榨利润下滑

美豆方面，EPA公布2023年可再生燃料掺混义务208.2亿加仑，明显低于市场预期。引发美豆油价格剧烈重估，美国国内压榨利润也从高位明显下滑接近去年同期水平，USDA数据显示，截至2022年12月16日的一周，美国

大豆压榨利润为每蒲式耳 3.81 美元，一周前是 3.78 美元/蒲式耳，去年同期为 3.63 美元/蒲式耳。

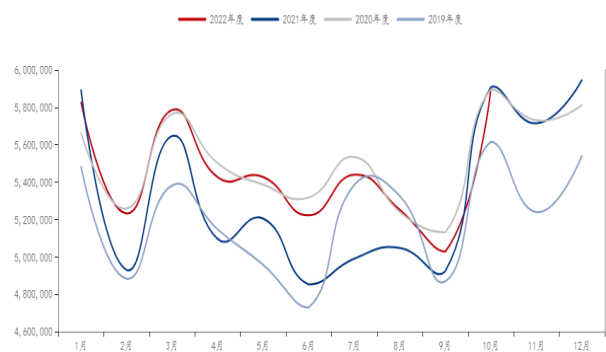
压榨量方面，不及预期预期，NOPA 报告显示该协会的会员单位 11 月份共压榨大豆 1.79184 亿蒲式耳，低于 10 月的 1.84464 亿蒲式耳，并略低于上年同期的 1.79462 亿蒲式耳。此前接受访问的七位分析师平均预估，11 月大豆压榨量较分析师预估的 1.81473 亿蒲式耳低 228.9 万蒲式耳。预估区间介于 1.80-1.83115 亿蒲式耳，预估中值为 1.81265 亿蒲式耳。报告显示，截至 11 月 31 日，NOPA 会员单位的豆油供应量增加至 16.30 亿磅，高于截至 10 月底的 15.28 亿磅，但仍低于上年同期的 18.32 亿磅。

图 5 美豆压榨利润



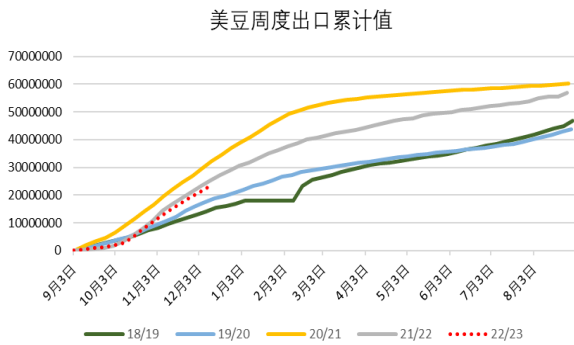
数据来源：USDA，前海期货

图 6 美国国内压榨量

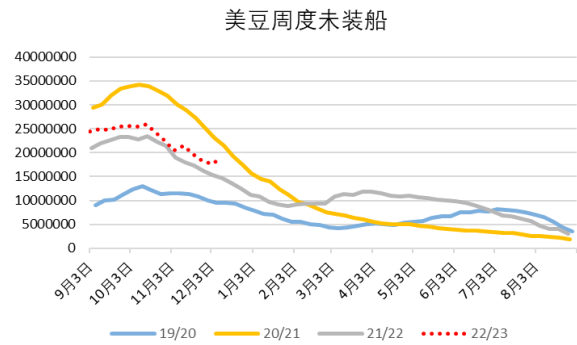


数据来源：USDA，前海期货

美豆出口方面，出口检验进度有所加快。截至 12 月 22 日，2022/23 年度美国大豆出口检验总量累计达到 27,132,746 吨，同比降低 7.0%。上周同比降低 8.7%，两周前同比降低 8.4%。截至 12 月 15 日当周，美国 2022/23 年度累计出口大豆 2492.84 万吨，较去年同期减少 234.88 万吨，减幅为 8.61%；USDA 在 12 月份的供需报告中预计 2022/23 美豆年度出口 5566 万吨，目前完成进度为 44.79%

图 7 美豆周度出口累计


数据来源：USDA，前海期货

图 8 美豆周度未装船


数据来源：USDA，前海期货

可再生柴油和可持续航空燃料等低碳燃料的兴起助推下，美国国内压榨需求也预期持续增长，衣阿华州大豆协会市场开发部门主管格兰特·金伯利表示，现在美国的可再生柴油产能约为每年 15 至 16 亿加仑，预计明年产能将再增加约 5 亿加仑。算上其他宣布过的项目，产能可能会再增加几十亿加仑，到 2030 年时产能有可能达到 60 亿加仑。南达科塔大豆加工厂的首席执行官汤姆·克斯丁表示，这促使公司在南达科他州的米切尔市建设另一家工厂，而且还有更多的项目正在计划当中。他预计未来几年美国大豆压榨能力将会提高约 30%，这意味着大豆压榨量额外增加 6.5 亿蒲式耳。目前 18 家新的大豆加工厂正在建设之中，也有另外一些工厂处在筹划阶段。

美豆整体库存仍在低位，南美新作新作虽有较强的丰产预期但还是存在一定的不确定性，同时新作当前出口销售情况也较好，整体支撑美豆价格。另外下游方面可再生燃料掺混义务不及预期引发的美豆油价格重估，综合影响下美豆压榨利润从高位显著下滑，但仍维持往年偏高位，美豆目前的价格水平下美国国内需求仍有一定承接能力，同时对于出口销售市场也有相对乐观的预期，需求端总体仍有一定支撑。

2.1.3 南美大豆新作预期丰产等待确认

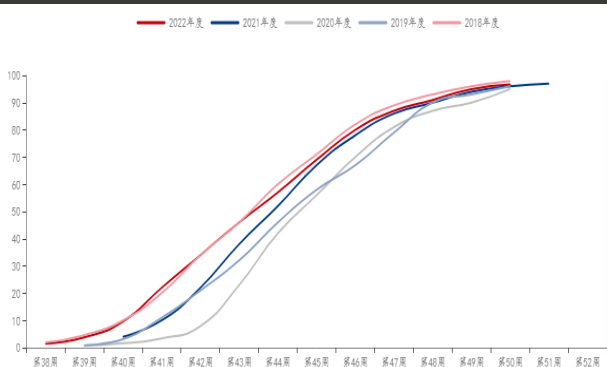
南美新作方面，市场对巴西产量仍有相对乐观的预期，大部分机构产量预测在 1.5-1.55 亿吨左右。

种植方面，巴西由于农民得以在“大豆禁种期”结束后的首日，即 9 月 16 日就开始播种，播种工作较以往提早一些开始，本年度巴西新作种植相对偏

快，截至 12 月 12 日巴西 2022/23 年度大豆种植已接近尾声。据巴西农业部下属的国家商品供应公司 CONAB，截至 12 月 24 日，巴西大豆播种率为 97.6%，上周为 96.7%，去年同期为 97.8%。目前马托格罗索州西部部分地区已经提前开始收获。

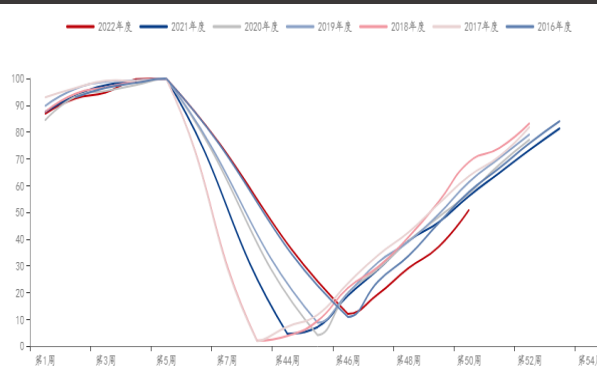
阿根廷受天气偏干影响本年度作物种植维持偏慢进度。截至 12 月 22 日，阿根廷大豆播种率为 60.6%，上年同期为 77.2%，历史同期均值为 78.9%。上周进度略有提速，但仍较均值水平落后 18 个百分点。

图 9 巴西种植进度



数据来源：USDA，钢联数据，前海期货

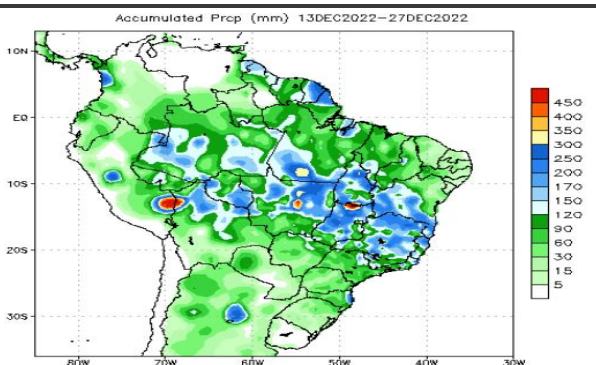
图 10 阿根廷种植进度



数据来源：USDA，钢联数据，前海期货

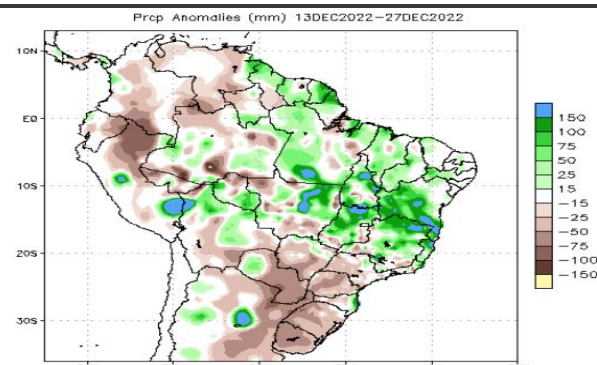
同时作物状况也并不乐观，2022/23 年度大豆作物优良率为 19%，而去年同期为 85%。今年土壤缺水/十分缺水的土壤比例为 32%，去年同期为 9%。阿根廷 2022/23 年度大豆产量预估被下修至 4,500 万吨附近。

图 9 巴西产区天气



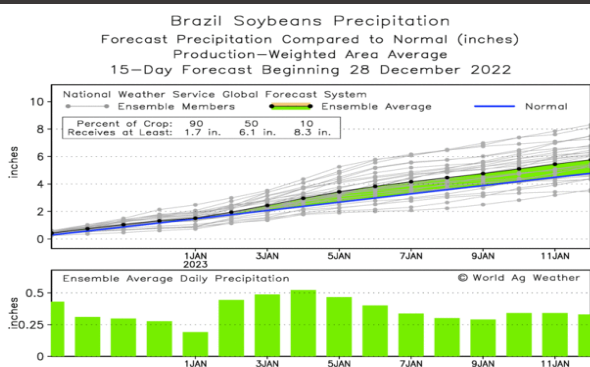
数据来源：NOAA，前海期货

图 10 巴西产区气温



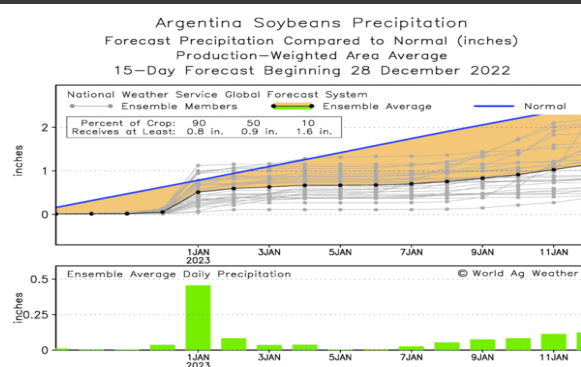
数据来源：NOAA，前海期货

图9 巴西产区降水预测



数据来源: World Ag Weather, 前海期货

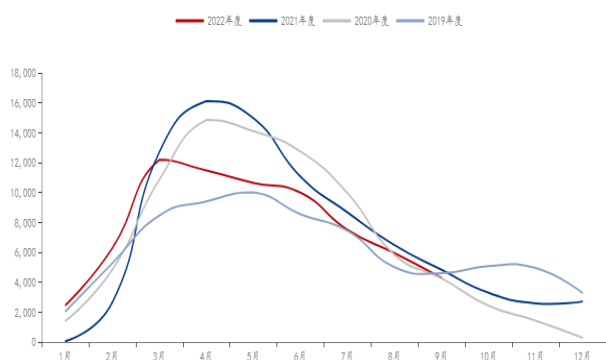
图10 阿根廷产区降水预测



数据来源: World Ag Weather, 前海期货

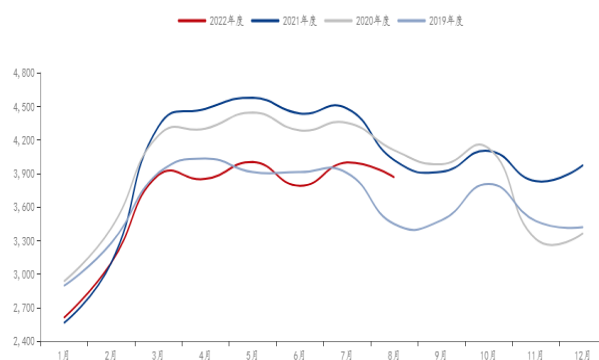
产区天气方面, 目前阿根廷大豆产区仍以偏干为主, 1月初南部布宜诺斯艾利斯州、中部科尔多瓦州、北部圣地亚哥-德尔埃斯特罗州地区有一轮小到中雨, 之后也预计重回偏干状态。巴西南部地区也受市场关注, 目前北部及中部地区有利降雨的支持下大豆保持有利的生长状况, 但南部地区里奥格兰德州和帕拉纳州未来一定时间或仍以干旱为主, 作物生长状况受市场关注。

图9 巴西出口数量



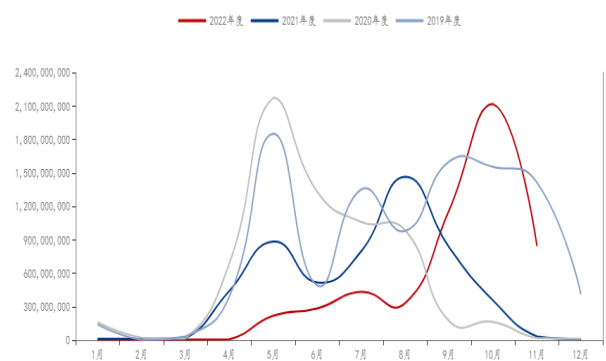
数据来源: ABIOVE, 钢联数据, 前海期货

图10 巴西压榨量



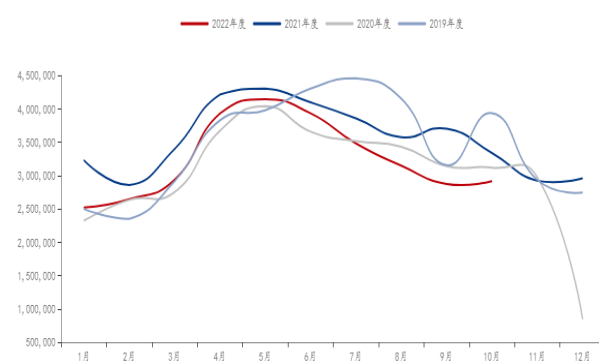
数据来源: ABIOVE, 钢联数据, 前海期货

图9 阿根廷出口数量



数据来源: 阿根廷农业部, 钢联数据, 前海期货

图10 阿根廷压榨量



数据来源: 阿根廷农业部, 钢联数据, 前海期货

2022 年巴西出口量低于去年，巴西全国谷物出口商协会（Anec）预计巴西 12 月大豆出口量为 171.5 万吨，在此预期下 2022 年 1 至 12 月份巴西大豆出口量约为 7800 万吨，低于 2021 年的 8663 万吨。

阿根廷于今年 11 月 28 日宣布推出新一期的大豆出口激励机制，即第二期“大豆美元”，以激励农民销售手中剩余的大豆库存。经过协商，大豆生产商们同意将差异性汇率定为 230 比索兑 1 美元（远高于官方汇率 165 比索兑 1 美元），有效期至 12 月 31 日。根据罗萨里奥谷物交易所的统计，11 月 28 日至 12 月 25 日，阿根廷农民共计售出 511 万吨大豆，占第二期激励机制目标的 74%。

阿根廷农业部周三表示，迄今阿根廷 2021/2022 年度大豆销售已完成 78.9%，农户继续从旨在吸引美元的优惠汇率中获益。迄今的大豆销售进度略微落后于 2020/2021 年度同期的 80%。12 月 15 日至 12 月 21 日，阿根廷农户将 2021/2022 年度 4,400 万吨大豆产量售出 730,300 吨，为最近几个月周度销售数据的最高值。

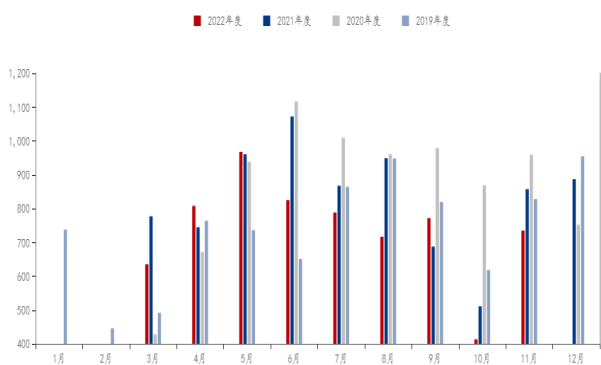
2022 年国际大豆价格整体维持高位，南美也需求较上一年有相对明显的下滑。虽然天气波动仍在被操作，但南美产量较高也得到市场相对广泛的认可，后续如若南美产量没有较大幅度的下调，围绕南美新作供给的价格波动或相对减弱。

2.2 国内供需情况

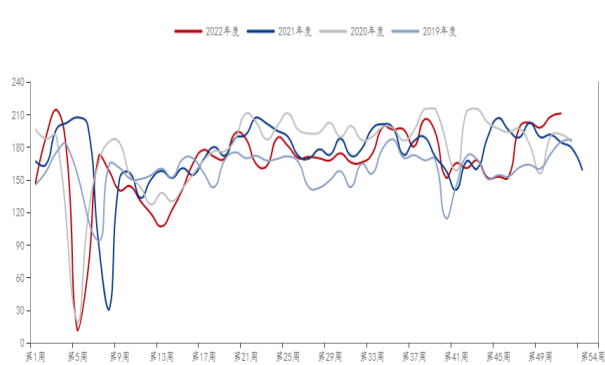
2.2.1 国内进口减少

海关数据显示，中国 11 月大豆进口 735 万吨，环比增加 322 万吨，增幅 78%；同比减少 122 万吨，减幅 14%。2022 年 1 至 11 月大豆进口 8053 万吨，同比减少 714 万吨，减幅 8%。

压榨方面，第 51 周（12 月 17 日至 12 月 23 日）111 家油厂大豆实际压榨量为 210.82 万吨，开机率为 73.28%。2022 年全年主要油厂压榨量约 8700 万吨，较 2021 年的 9220 万吨下滑约 5.6%

图 19 大豆月度进口


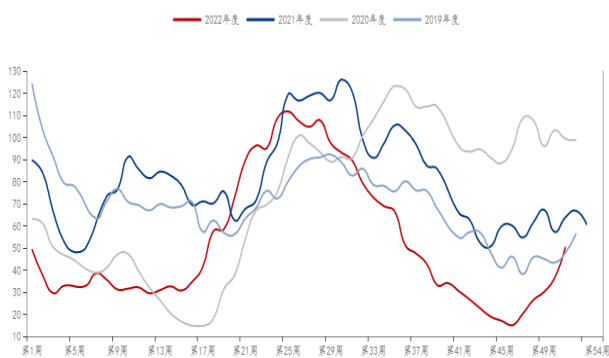
数据来源：海关总署，钢联数据，前海期货

图 20 国内主要地区部分油厂压榨量统计


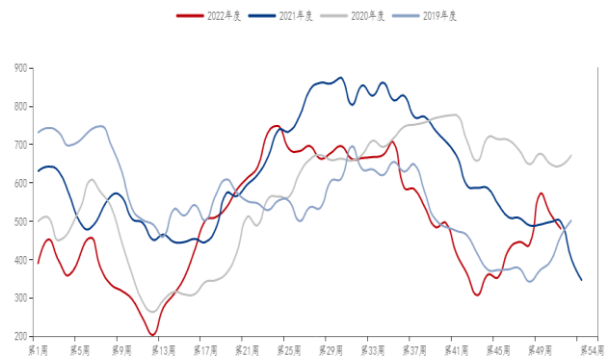
数据来源：钢联数据，前海期货

11 月以后大豆集中到港，港口库存得到有效补充，在近期高压榨量影响下有所下滑，2022 年第 51 周，大豆库存为 369.3 万吨，较上周减少 30 万吨，减幅 7.51%，同比去年增加 48.1 万吨，增幅 14.98%。

豆粕库存也明显修复，但仍处于往年偏低水平。截至 51 周，豆粕库存为 50.39 万吨，较上周增加 13.93 万吨，增幅 38.21%，同比去年减少 16.37 万吨，减幅 24.52。

图 23 国内豆粕库存


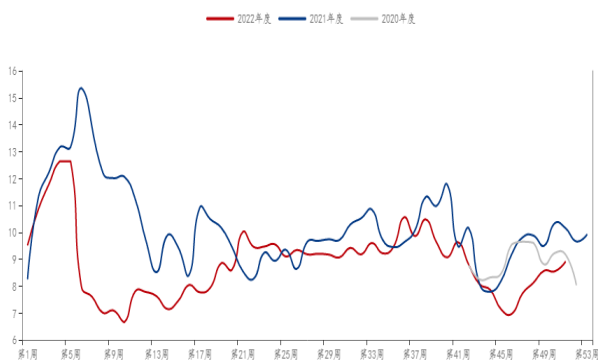
数据来源：WIND，前海期货

图 24 国内港口大豆库存


数据来源：钢联数据，前海期货

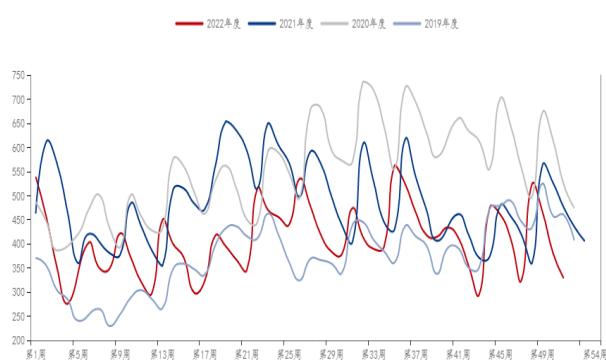
南美新作上市前，下游仍有较浓观望情绪，截至 12 月 29 日当周共成交 42.89 万吨，较上周成交减少 12.22 万吨，减幅 22.17%；日均成交 8.578 万吨，其中现货成交 40.21 万吨，远月基差成交 2.68 万吨。本周豆粕提货量 85.42 万吨，日均提货 17.084 万吨。较前一周减少 0.377 万吨，减幅 0.44%。

图 23 饲料企业库存天数



数据来源：WIND，前海期货

图 24 国内豆粕未执行合同



数据来源：钢联数据，前海期货

伴随豆粕供应的抬升，饲料企业库存天数有所修复，钢联数据显示，截至12月23日国内饲料企业豆粕库存天数（物理库存天数）为8.91天，较上一周增加0.36天，增幅4%。但仍处于往年较低水平。

国内方面，在国际大豆价格高位已经南美新作丰产预期的作用下采购整体处于偏谨慎的状态。近期各环节大豆及豆粕库存都有一定程度的修复，但较往年仍处于相对偏低位置，1月到船也有所下滑，豆粕偏紧的情况仍未完全解决。

2.2.2 下游情况

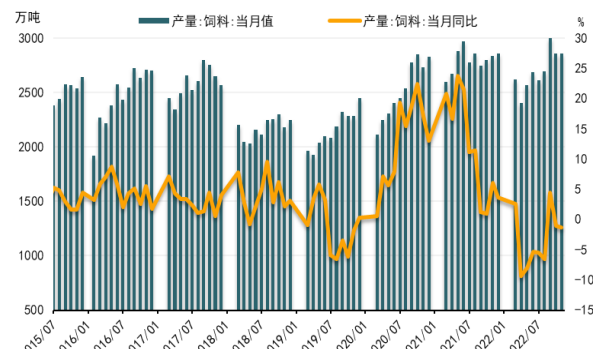
据中国饲料工业协会统计数据显示，2022年11月，全国工业饲料产量2579万吨，环比下降2.8%，同比下降1.5%。2022年1-11月，全国工业饲料产量累计共26831万吨，同比去年增加15万吨，增幅0.1%。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比37.4%，环比增长2.8个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比14.7%，环比下降0.6个百分点。

图 27 猪粮比



数据来源：WIND，前海期货

图 28 饲料产量

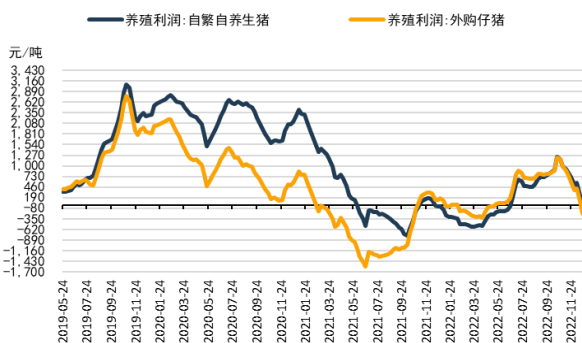


数据来源：中国饲料工业协会，前海期货

生猪方面，市场对年后预期偏悲观，短期维持正常淘补，钢联数据显示，

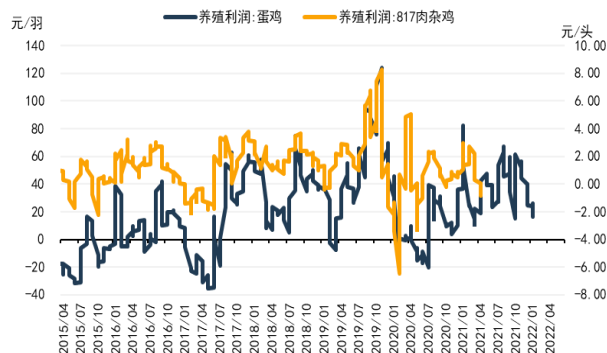
11月能繁母猪存栏量仍在增加但增幅收窄，11月能繁母猪存栏量为508.93万头，环比增加1.08%，同比增加6.09%。受二季度仔猪出生明显增加影响，商品猪存栏仍有上升。11月商品猪存栏量为3143.41万头，环比增加2.39%，同比增加10.51%。

图 29 生猪养殖利润



数据来源：WIND，前海期货

图 30 禽养殖利润

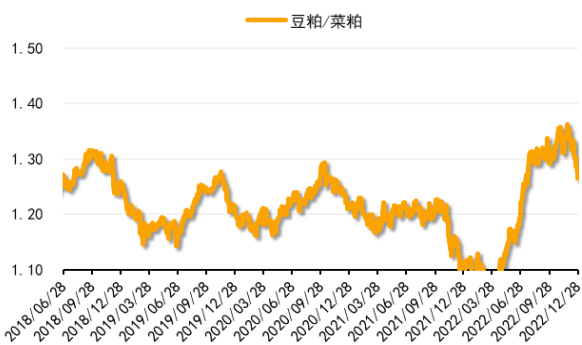


数据来源：WIND，前海期货

下游方面，短期能繁母猪及生猪存栏惯性上升，豆粕需求短期维持稳定。

3 价差监测

图 31 豆菜粕比



数据来源：WIND，前海期货

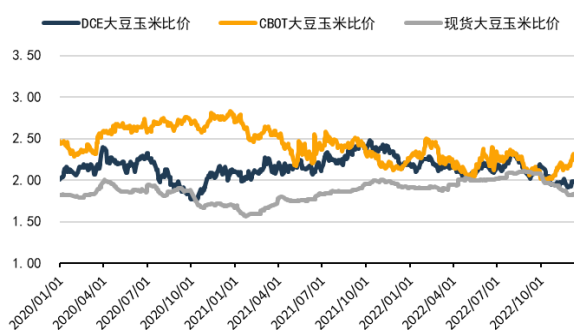
图 32 盘面油粕比



数据来源：WIND，前海期货

图 33 豆棕价差


数据来源：WIND，前海期货

图 34 大豆玉米比价


数据来源：WIND，前海期货

4 行情展望

美豆方面，期末库存仍维持近几年低位，仍处于偏紧状态。受此影响美豆价格仍维持偏高位运行，美国国内仍维持近几年偏高的压榨利润，低碳燃料兴起的支撑下，美国国内需求对当前价格美豆仍有相对充足的承接能力。南美天气仍有波动，新作产量还有不确定性，但是丰产仍相对受市场认可，如果南美产量没有超预期损失，或对美豆价格没有较强的趋势性引导，国际能源价格、美国外下游对于美豆价格的承接能力等需求端因素或仍有相对重要的影响，目前情况看美豆中期受南美新作收获因素波动，长期来看在需求结构调整的阶段，美豆或仍维持偏高位为主。

国内方面，11 月以来大豆集中到港以来，各环节大豆及豆粕库存得到相对有效的补充，但是在南美丰产预期的影响下，1 月后采购仍相对偏谨慎，国内能繁母猪及生猪存栏仍在惯性回升，豆粕短期刚需相对稳定。目前大豆及豆粕库存整体仍未到安全水平，面对美豆价格波动，短期终端议价能力能相对偏弱，南美新作上市后国内豆粕期现价格或有阶段性调整，长期或仍维持偏高位。



免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。



关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

