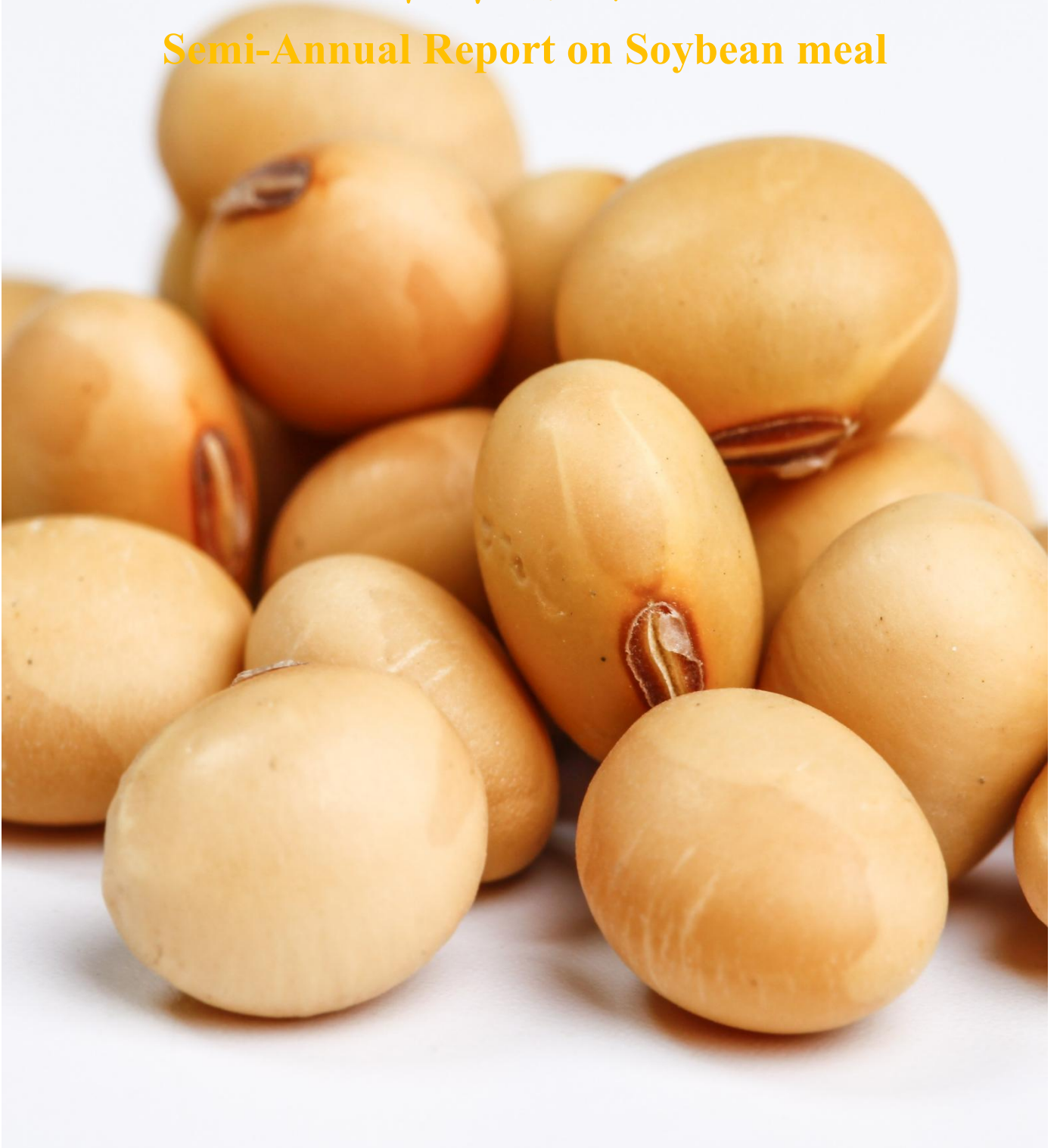




两粕年中报告 2022

Semi-Annual Report on Soybean meal



豆粕：通胀背景下被误判的供需

摘要：

2022 年上半年，在世界范围的通胀益发严重的背景下，世界大豆供需矛盾在巴西干旱的基础上进一步被过度预期，两粕价格也由此上涨并创下历史纪录，国内豆粕现货价格甚至突破了 5600 元/吨的历史高位；然而，从 2021/22 年度巴西收获后的大豆产量以及美豆落后的大豆出口检验和销售数据来看，供需实际上已被误判，供应紧张的格局许是市场多头的一种偏见。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1448 号

陶朝辉

从业资格证号：

F0230158

投资咨询资格证号：

Z0010210

邮箱：

taochaohui@ftol.com.cn

目录

一、两粕半年度行情回顾.....	5
二、世界大豆供需格局的真相.....	6
三、进口菜籽压榨菜粕的困境.....	8
四、结论与投资建议.....	9

图表目录

图 1: 大商所 M2209 价格走势回顾	5
图 2: 郑商所 RM2209 价格走势回顾	6
图 3: 2020-2022 年进口大豆盘面榨利	8
图 4: 2020-2022 年进口油菜籽盘面榨利走势	8
表 1: 世界大豆产量消费及库存	6
表 2: 中国大豆年度进口	7
表 3: 最近两年菜籽菜粕进口	8

一、两粕半年度行情回顾

2022 年上半年，在严重通胀资金推动、巴西干旱炒作以及 2021/22 年度加拿大油菜籽大幅减产等因素的作用下，两粕延续了 2021 年的升势，其中豆粕在三月份创下了十年来的高位 4347 元/吨（主力 2209 合约），菜粕则创历史纪录 4076 元/吨（主力 2209 合约），同时也一度出现了历史上菜粕价格高于豆粕的怪现象；此后，在美联储实现加息预期之后高位震荡并回落；具体走势如下图 1 和图 2。

图 1：大商所 M2209 价格走势回顾



数据来源：博易大师，弘业期货研究院

图 2：郑商所 RM2209 价格走势回顾



数据来源：博易大师，弘业期货研究院

二、世界大豆供需的真相

从供需数据来看，巴西干旱带来的“供应不足”预期显然被过度化了。首先是世界大豆需求、尤其是中国需求并没有多少增长；其次巴西的减产被过度预期；再次从长期看，高价极大地促进了大豆种植积极性，导致供应的增长快于需求。以下即从此三方面逐一加以分析。

1、大豆需求增长乏力

尽管美国农业部在其月度报告中不断地上调世界大豆消费量预期，但世界最大消费国中国的情况来看，大豆的需求在进入 2020/21 年度之后实际上已经增长乏力，如下表 1 和表 2。

表 1：世界大豆产量消费及库存 单位：万吨

		美国	巴西	阿根廷	中国	世界
产量	2020/21	11475	13950	4620	1960	36813
	2021/22	12071	12600	4340	1640	35199
	2022/23	12628	14900	5100	1750	39469
消费	2020/21	6105	4988	4741	11274	36385
	2021/22	6347	5175	4746	10872	36465
	2022/23	6478	5235	4825	11559	37744
期末库存	2020/21	699	2940	2506	3116	9989
	2021/22	558	2186	2065	3074	8615
	2022/23	761	3076	2350	3156	10046

数据来源：USDA（2022 年 6 月 10 日更新），弘业期货研究院

上表 1 中，USDA 六月报告中的世界 2021/22 年度产量相对五月报告进行了上调，其中世界大豆产量预估由上月的 34937 万吨上调至 35199 万吨，巴西产量也由上月的 12500 万吨上调至 12600 万吨，阿根廷产量则由 4200 万吨上调至 4300 万吨；2021/22 年度世界大豆的消费预估也是预期增长，不过消费的增长主要来自美国巴西和阿根廷，中国的消费需求则下滑。在此，需要指出的一点是美国的国内大豆消费增长最主要还是生柴用豆油的增长，其用以食用的大豆豆油二十年来一直保持总体稳定，而生柴用豆油的增长实际上一方面离不开原油价格高涨的带动，另一方面也和牛市中隐性库存的不断增长相关。

表 2：中国大豆年度进口 单位：万吨

市场年度	进口	进口(统计局)*	消费	期末库存	库存/进口
2014/15	7835	8169	8720	1703	0.2085
2015/16	8623	8391	9500	1691	0.2015
2016/17	9350	9553	10280	2039	0.2134
2017/18	9410	8804	10630	2352	0.2672
2018/19	8250	8851	10200	1946	0.2199
2019/20	9853	10031	10920	2680	0.2672
2020/21	9976	9652	11274	3117	0.3229
2021/22	9200	/	10872	3074	/

* 中国统计局数据为自然年度数据（2015-2021 年度）

数据来源：USDA，国家统计局，弘业期货研究院

上表 2 的数据显示最主要消费国中国的需求状况，从表 2 中可看出，2020 年之后，中国的大豆进口实际上已走向下滑，同时从库存角度看，库存/进口比例越来越高，显示增加的进口部分其实转化为库存，实际的消费反而有所萎缩。另外，上表 1 中，USDA 对中国消费给出了 11559 万吨的预估，然而，与此相矛盾的是 2022 年迄今，中国累计的进口总体持稳，并且在进口大豆盘面压榨大幅亏损的情形下，下半年的进口量甚为可忧，且从下游生猪出栏数据来看，目前国内生猪行业实际上尚未回到周期高位，但大豆的消费预估却增长至历史高点。再一个数据是美豆的出口检验，据美国农业部数据，迄今为止，2021/22 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量累计达到 51,372,809 吨，同比减少 10.5%，这反应了美豆出口同比处于下降。

2、巴西减产被过度预期

在巴西大豆实际收获完成后，无论美国农业部（如上表 1）还是巴西国内机构均对其产量预估进行了一些上调，说明了此前的干旱减产预期过度；另外，从巴西最大大豆生产州马托格罗索州的情况来看，巴西的产量在后期仍存在进一步上调的可能。由于 2021/22 年度农作物大获丰收，巴西马托格罗索州仓库库容不足，导致大量玉米被露天堆放，仓库主要被用以存方年初收获的大豆。据咨询机构 AgRural 称，截至 5 月底，马托格罗索州的农户仍存有大约 1100 万吨大豆，远高于一年前的 550 万吨。

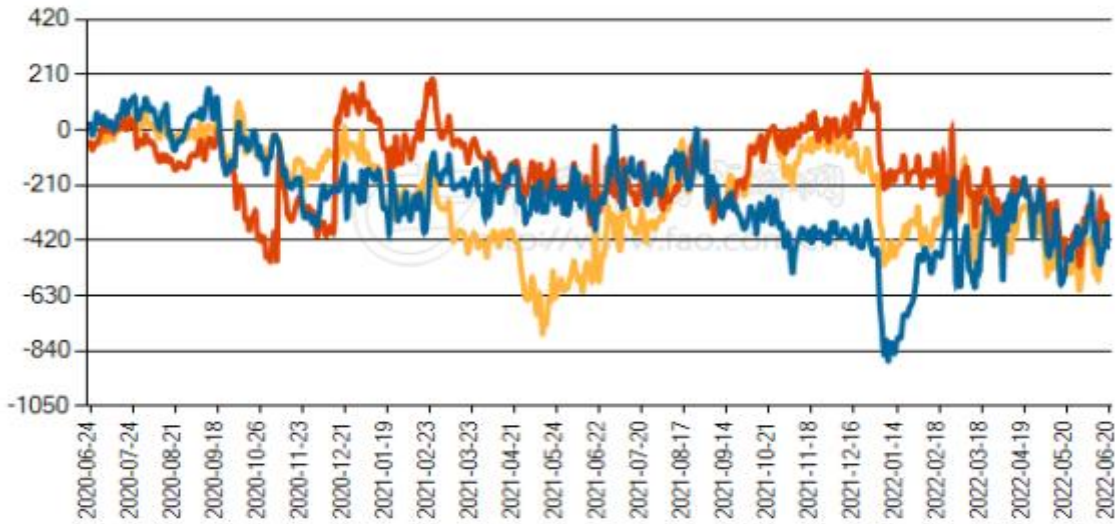
3、高价促进了大豆种植面积

再次，从供应角度看，2020 年以来的大豆高价实际上大大促进了世界大豆的种植积极性，尤其是美国和巴西，两国的大豆种植面积都快速扩张，2022/23 年度，两国的种植面积均创历史最高纪录，其中，美豆种植面积预期 9100 万英亩，巴西种植面积预期 4200 万公顷，连续十六年增长。大豆种植面积的大幅增长，促进了世界大豆的供应也增长，使得 2022/23 年度的大豆产量预期达到近 4 亿吨。

而，另一方面，需求在高通胀的压力下反而有所萎缩，这一点可从中国大豆消费可看出，下游的豆油豆粕需求实则不佳，下游需求缺乏驱动，导致了国内大豆盘面压榨利润长期大幅亏损，豆油豆粕的上涨主要还是受

上游成本支撑以及油厂的定价垄断所致。油厂盘面榨利如下图 3 所示。

图 3：2020-2022 年进口大豆近月盘面榨利 元/吨



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

三、进口菜籽压榨菜粕的困境

再看菜粕，2022 年一季度，菜粕价格疯狂上涨，一度甚至超过了豆粕价格，其中，加拿大油菜籽减产以及国内油菜籽进口的下滑是主要原因，而直接原因则是可用以交割的菜粕数量的不足。

2021 年 4 月份以来，由于盘面榨利的长期亏损，导致油菜籽进口量下滑，使得国内进口菜籽压榨菜粕供应不足，另外因国产 95 型小榨菜粕以及进口菜粕无法用以交割，使得盘面可以交割的菜粕数量严重不足，从而引发了多头资金的逼仓行为。数据如下表 3 和图 4。

表 3：最近两年来菜籽和菜粕进口 万吨

年度	2020	2021	2022.1-5 月
菜籽	311.43	264.63	58.41
菜粕	187.5	202.97	93.54

图 4：2020-2022 年进口油菜籽近月盘面榨利走势 元/吨



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

而另一方面，现货菜粕市场因为极低豆菜粕价差导致菜粕性价比极低、以及国产菜粕和菜饼价格的大幅贴水，使得进口菜籽压榨菜粕需求清寡。进口菜粕形成了期货红火，而现货供需两弱的独特现象。

虽然，郑商所针对进口菜粕无法交割现象进行了交割制度的修改，自 2301 合约开始允许进口菜粕（加拿大和阿联酋）流入交割，但因为设置了交割贴水的原因（每吨贴水 50 元），预期进口菜粕将依旧实际不会流入交割（因进口菜粕粗蛋白含量普遍较国产要高 3%左右，正常情况下进口菜粕对国产菜粕价格上存在升水），后期的菜粕期货交易将继续存在被逼仓的可能性，同时进口菜粕的困境仍然没有改变。

四、结论与投资建议

综上所述，2022 年上半年的两粕“红火”行情更多的是受严重通胀形势下的资金推动，本身基本面的利多因素并不强，甚至某种程度上可以说是利空的，粕类角度上看，世界大豆整体供应格局是过剩的，即便 201/22 年度巴西减产。因此，在美联储开启加息之后，随着追逐通胀投机资金的退出，两粕将逐渐回归基本面走势，价格预期将逐步回落，操作上以偏空思路为主。

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，本报告清晰准确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。