



2022年11月25日

豆粕：警惕高进口成本低库存下的逼仓风险

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

1、11月来进口大豆成本高位

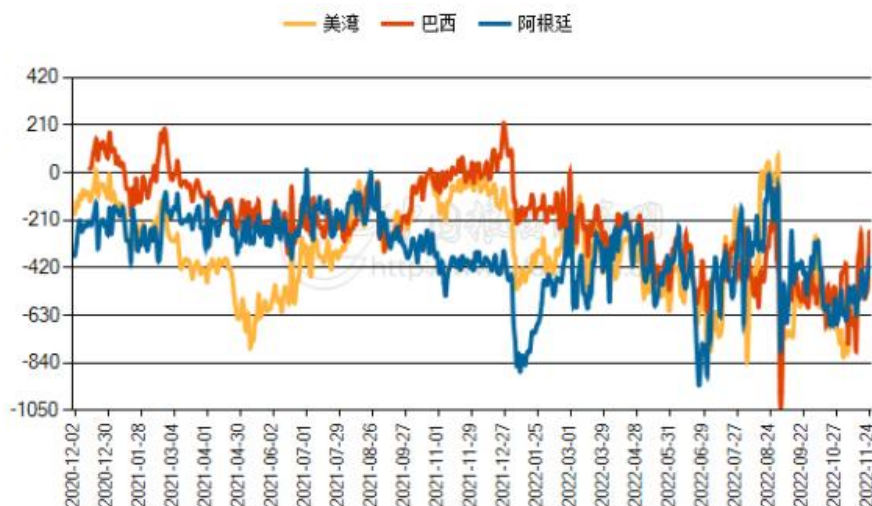
十一月初以来，在美豆价格居高不下，FOB升贴水高位且人民币疲弱等因素的共同影响下，国内大豆进口成本大约处于5300-5800一线的高位，如下图1；其次，由于盘面榨利在此期间维持在负600元到负400元/吨的区间（美湾），使得进口大豆无非进行盘面榨利保值，如下图2。

图1：2021-11-29至2022-11-25日进口大豆到港成本走势 单位：元/吨



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

图 2：2020-2022 年进口大豆近月盘面榨利走势 单位：元/吨



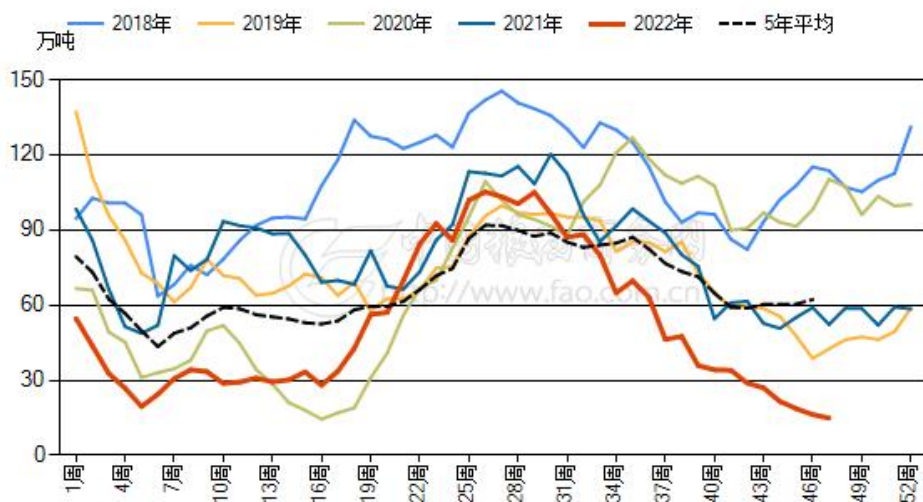
数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

从大豆进口到港的时间来看，11月进口的大豆大致对应于一月合约，由于进口大豆成本高位，以及盘面榨利的大幅亏损，使得到时（一月份）油厂的大豆压榨面临着亏损的风险。

2、低库存为油厂控制压榨进度提供了可能

随着进口美豆、巴西和阿根廷大豆在12月份并1月份的逐渐到港，理论上看起来大豆豆粕的供应均会增加，从而对价格产生利空预期。然而，在大豆豆粕供应增加、价格下滑的过程中，当油厂压榨出现亏损之时，出于控制亏损的目的，油厂减慢压榨进度是一种很自然的现象。除非大豆豆粕库容不足，否则在价格疲弱情形下油厂的压榨开机率将会下降。故即便预期12月份到1月份到港量大，但仍然存在届时豆粕供应依然不足的情形。下图3是油厂豆粕现货库存的走势对比。

图 3：2018-2022 年 47 周油厂豆粕现货库存对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

3、阿根廷大豆种植进度较慢留炒作空间

再次，虽然巴西 2022/23 年度大豆产量预估庞大，大约同比预估增加 21% 的样子。但后期天气炒作总是一个保留项目。从最近几年的情形来看，包括 USDA 在内的诸多机构总是先预估较大可能的

增产，然后随天气而逐渐调低。

据 11 月 25 日布宜诺斯艾利斯交易所报告，阿根廷 22/23 年度大豆播种较上年迟缓，同时土壤水分不足，阿根廷大豆种植开局的天气为后期的炒作留下了空间。

4、小结和建议

综上，虽然 22/23 年度世界大豆产量将高达 3.9 亿吨，但对应于一月合约的大豆供应存在高进口成本的限制，出于维护自身利益的反应，在大豆豆粕低库存的情形下，油厂降低大豆压榨以减少豆粕供应的行为料对一月豆粕价格产生支撑甚至驱动，一月合约存在逼仓的可能。操作上建议一月合约加强风险控制。

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。