



2022年12月2日

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

豆粕：报告利多强化成本驱动

一、美农报告利多

出乎市场意料，USDA 在其一月月度报告中，意外下调美豆单产、产量以及期末库存，同时下调至 12 月 1 日的季度末大豆库存，且大幅下调南美阿根廷 22/23 年度大豆产量；另外，世界大豆产量也相应下调，不过世界期末库存却有所上调。整体上，报告向市场传递了强烈的利多信号。具体数据如下表 1。

表 1：世界及美国大豆产量消费和期末库存 单位：万吨

市场年度		美国	巴西	阿根廷	中国	世界
产量						
2020/21		11475	13950	4620	1960	36852
2021/22		12153	12950	4390	1640	35810
2022/23	7 月	12261	14900	5100	1750	39140
	12 月	11827	15200	4950	1840	39117
	1 月	11638	15300	4550	1840	38801
消费						
2020/21		6091	4988	4741	11274	36377
2021/22		6277	5350	4604	10760	36316
2022/23	7 月	6449	5285	4825	11559	37775
	12 月	6448	5535	4700	11659	38088
	1 月	6437	5610	4525	11630	37949
期末库存						
2020/21		699	2940	2506	3115	10003
2021/22		747	2681	2390	3140	9822

2022/23	7月	627	3036	2495	3056	9961
	12月	599	3171	2350	3150	10271
	1月	572	3346	2345	3133	10352

数据来源：USDA（2023年1月12日更新），弘业期货研究院

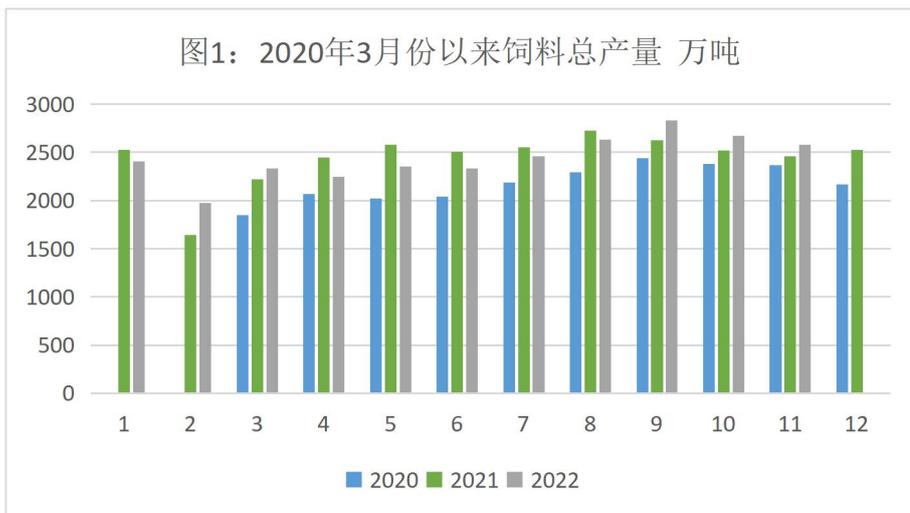
从上表1可看出，由于美豆产量以及阿根廷产量的下调，使得世界大豆产量较2022年12月预估下调了316万吨。而且，阿根廷产量的下调传递了一个隐含的更低产量风险信号。

另外，从表中也可看出，美国和巴西两国的大豆消费2020/21年度以来也有较大幅度的增长，这一定程度填补了中国大豆进口下滑的缺口：中国2022年的进口却下滑至8987.4万吨（2020年，10033；2021年，9653.4；中国粮油商务网，海关总署）。

需要注意的是，1月报告对21/22年度的数据也进行了调整，其中最显著的是巴西大豆21/22年度的产量由上月的12700万吨上调至12950万吨（该数据预估曾低至12500万吨），世界21/22年度大豆产量也由上月的35561万吨上调至35810万吨。在此，可看出当时巴西干旱之时的产量预估和现在的预估的巨大偏差。

二、国内豆粕成本支撑主导

从国内豆粕的情形来看，需求端，2022年三季度以来，生猪价格一路下滑，目前国内生猪现货价格已跌近15元/公斤的行业亏损价，同时随着年底大猪的较多出栏，2023年一二季度预计猪饲料消费难言乐观。另外从年度需求来看，2022年，无论是看年度大豆进口总量还是年度饲料产量（下图1），豆粕需求均无增长迹象。



数据来源：中国饲料工业协会，弘业期货研究院

其次供应端，美豆高价带来的进口大豆成本支撑依然是影响豆粕价格的主要因素。

由于国内豆粕的供应基本上是依赖于进口大豆（国产大豆虽然也供应了一小部分），所以进口大豆的成本和国内豆粕的价格之间形成了非常强的对应关系。并且由于国内外不同价差结构（美豆正向市场结构、国内豆粕反向市场结构），使得中国进口大豆之时，远期进口大豆的价格相对下游产品豆粕存在升水；这使得油厂在进口大豆时，不可避免地将面临未来的较低的豆粕销售价格。换言之，较高的远期进口大豆成本对远期的豆粕销售形成了成本支撑。下表2测算了美湾3月船期进口大豆到张家港进口完税成本以及依据5月豆粕盘面价格的压榨利润。

表2：美湾3月进口大豆到港及盘面榨利估算

大豆进口到岸估算（张家港）									
	CBOT 期价	FOB 升贴水	蒲吨换算*	海运费(美)	汇率	关税	增值税	港杂费	到岸价

	(美分/蒲)	(美分/蒲)		元/吨)					
美湾 3 月船期	1493	120	0.367433	53.5	6.76	1.03	1.09	100	5004

进口大豆盘面压榨利润估算 元/吨							
	豆粕期价	出粕率	豆油期价	出油率	加工费	大豆成本	压榨利润
进口美湾	3880	0.795	8544	0.185	150	5004	-488.76

注 1、进口美湾 3 月大豆对应 5 月豆粕豆油期价的盘面榨利估算

数据来源：中国粮油商务网，弘业期货

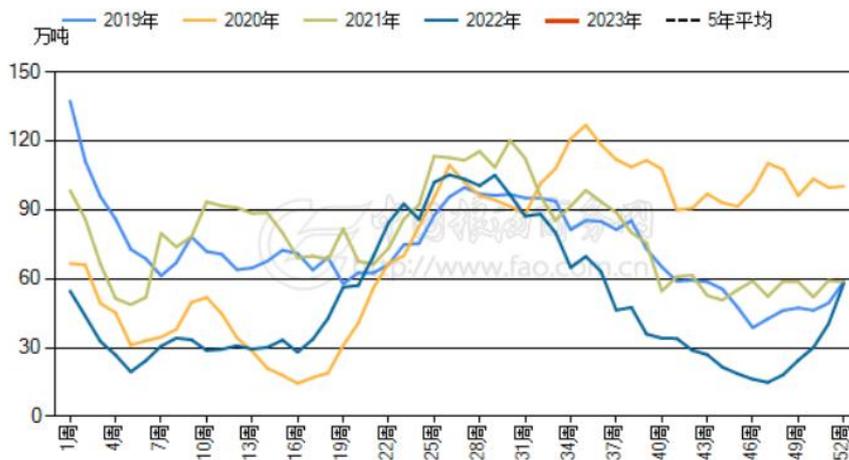
从表 2 可看到，美湾 3 月船期进口大豆到张家港对 5 月油粕盘面价格的压榨利润亏损高达近 500 元/吨。

另外，尽管 2022 年 11 月份以来，随着进口大豆到港数量的增加，现货对主力合约基差有所回落，但目前还是处在历史高位，如下图 2。当然，高基差现象某种程度也反应了进口盘面榨利大幅亏损情形下的成本支撑作用。其中逻辑大致如下。



正是因为压榨利润的亏损（盘面榨利），使得中国进口大豆数量下降，从而导致了国内大豆以及豆粕供应的区域性不足，最终引发了豆粕现货紧张，现货库存处于历史低位（下图 3）；而世界大豆可能的减产则将进一步加剧上述矛盾。

图 3：2019-2023 年第 1 周全国油厂豆粕周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网，弘业期货研究院

三、小结和建议

综上，在中国进口下滑未能引发美豆价格下滑、未来两个月左右阿根廷天气干旱对产量存在较大威胁的情形下，受限于大豆对进口的高度依赖，国内豆粕的成本支撑将是一二季度影响期价的最主要因素。因而，在美豆强势的引领下，豆粕预期受成本支撑并驱动易涨难跌，操作上建议考虑多头思路为主。

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。