



豆粕策略推荐:2022/23 年度供应偏紧格局延续, 豆粕逢低建多

趋势观点:

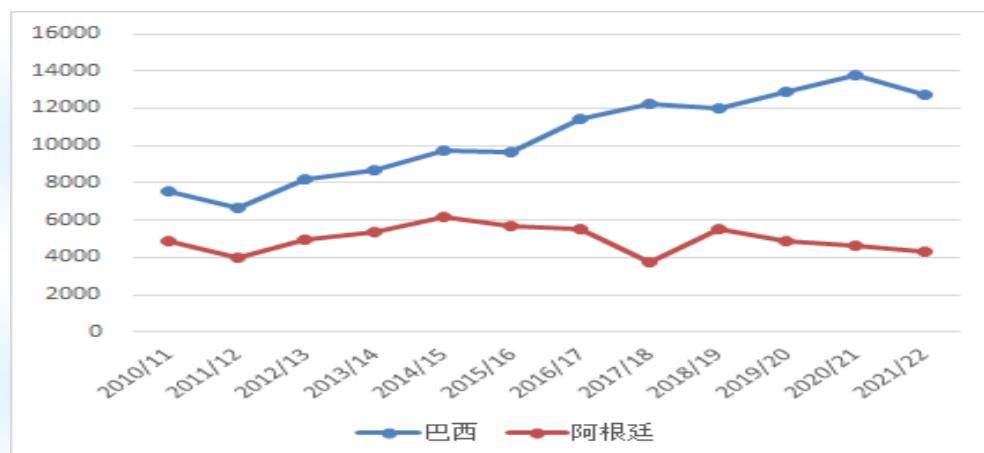
21/22 年度南美大豆进入上市高峰期, 但全球大豆供应紧缺格局下, 收割压力不宜高估, 同时美豆出口及压榨表现良好, 美豆旧作供应偏紧。在 2022/23 年度美豆播种前夕, 市场关注焦点也逐步由旧作大豆旧作向美豆新作转移。USDA 将于 3 月 31 日发布美豆种植意向报告, 如果新作美豆面积扩增不及预期, 将进一步奠定看涨基础, 中期上涨空间要根据美豆播种面积和生长期天气动态评估。国内方面, 2、3 月份进口大豆到港偏低, 部分油厂因缺口而停机, 但随着 4 月份进口大豆到港量增加, 以及大豆拍卖持续推进, 在供应上升以及消费疲弱预期下, 4 月份豆粕供应紧张局面或得到缓解。

综合来看, 4、5 月份进口大豆到港量回升, 加之国内政策性大豆拍卖开启, 短期对豆粕抑制作用明显, 但全球大豆供应偏紧格局将贯穿 21/22 和 22/23 两个年度, 而美豆种植生长季天气炒作作为豆粕提供潜在驱动, 短期回调压力释放后, 中期仍维持偏多思路, 操作上建议逢低布局 M2209 多单。

影响因素分析

一、2021/22 年度全球大豆库销比降至低位, 供应偏紧格局存支撑

图 1: 巴西和阿根廷大豆产量 (单位: 万吨)



数据来源: USDA, 上海中期

2022 年 3 月 31 日

上海中期期货研究所

农产品研发团队

雍恒

021-60209121

yongheng@shcifco.com

李天尧

021-60209149

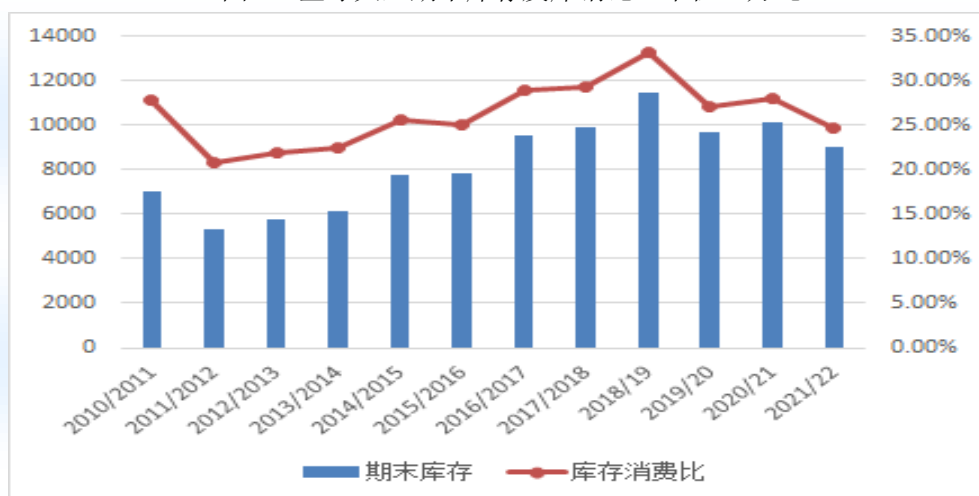
litianyao@shcifco.com

李霁月

021-60209159

lijiyue@shcifco.com

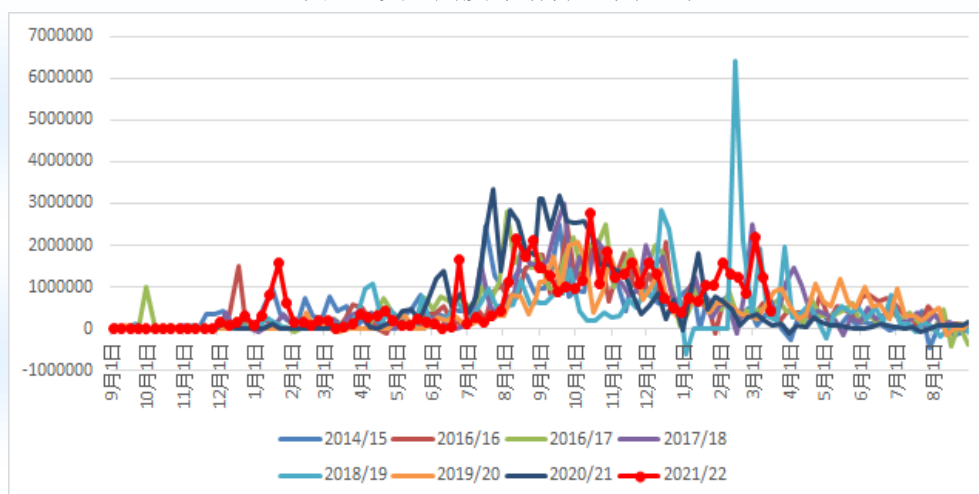
图 2：全球大豆期末库存及库销比（单位：万吨）



数据来源：USDA，上海中期

目前巴西大豆已经完成大部分的收割，Agrural 数据显示，截至 3 月 17 日，巴西大豆收割率为 69%，去年同期收割率为 59%，阿根廷大豆关键生长季也进入尾声，4 月份阿根廷大豆即将开启收割。从产量来看，2021/22 年度南美大豆因干旱出现大幅减产，其中 2021/22 年度巴西大豆产量自高点回落，大豆产量较上年下降 1100 万吨至 1.27 亿吨，阿根廷大豆产量连续三年下滑，2021/22 年度大豆产量较上年下降 270 万吨至 4350 万吨。总体来看，随着 2021/22 年度南美大豆产量下滑，全球大豆期末库存较上年下降 1178 万吨至 8996 万吨，库销比降至 24.74% 的低位水平，供应偏紧格局下，南美大豆上市压力不宜过分高估。

图 3：美豆周度净销售（单位：万吨）

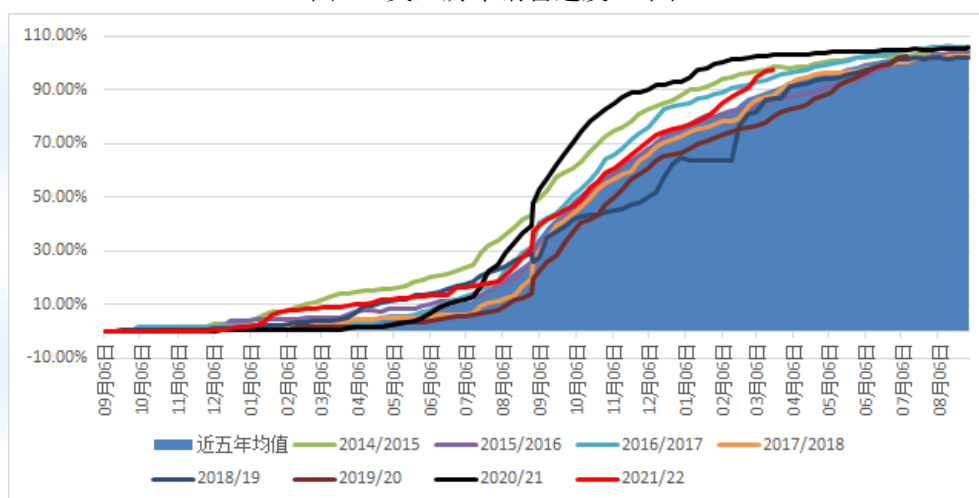


数据来源：USDA，上海中期

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

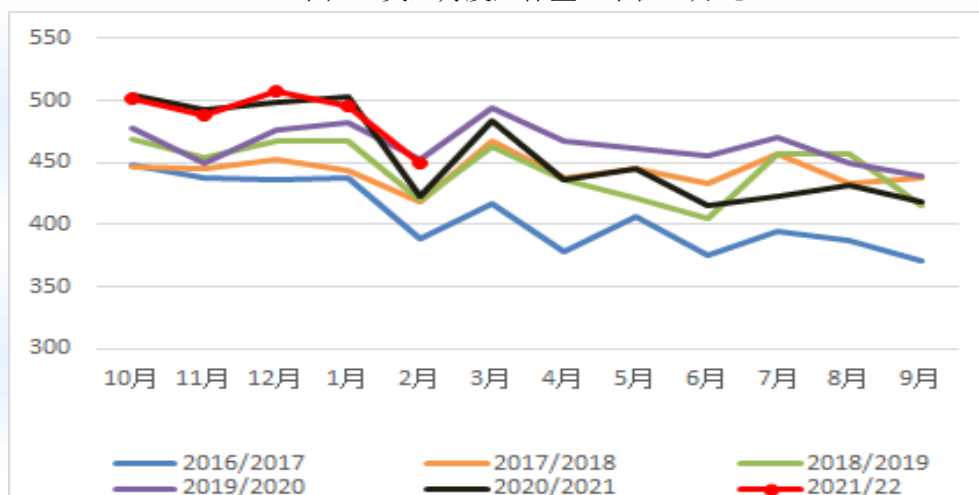
图 4：美豆历年销售进度（单位：%）



数据来源：USDA，上海中期

对美豆来说，2021/22 年度南美大豆供应紧缺使得出口份额向美豆转移，同时，为抑制国内通胀，豆油和豆粕的头号出口国阿根廷于 3 月 19 日将豆油和豆粕出口税从 31% 调高到 33%，有效期持续到 2022 年 12 月 31 日，阿根廷豆粕成本进一步上移，美豆出口受到支撑，2021/22 年度美豆出口进度整体偏快，截至 3 月 17 日当周，2021/22 年度美豆完成预期销售的 97.56%，高于五年均值 90.32%，然而，随着 3-5 月份南美大豆出口高峰季来临，3 月下旬美豆出口销售有所回落，同时 2 月份以来中国豆粕消费表现不佳且国内开启政策性大豆拍卖，市场对于进口大豆抛储数量依然敏感，二季度美豆销售的强劲局面或难以持续，美豆出口调增空间暂谨慎看待。

图 5：美豆月度压榨量（单位：万吨）

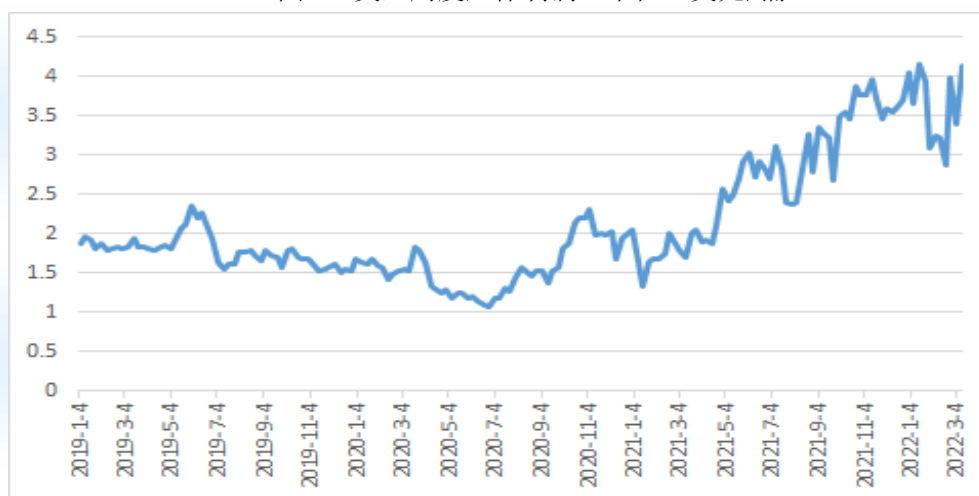


数据来源：NOPA，上海中期

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 6：美豆周度压榨利润（单位：美元/蒲）

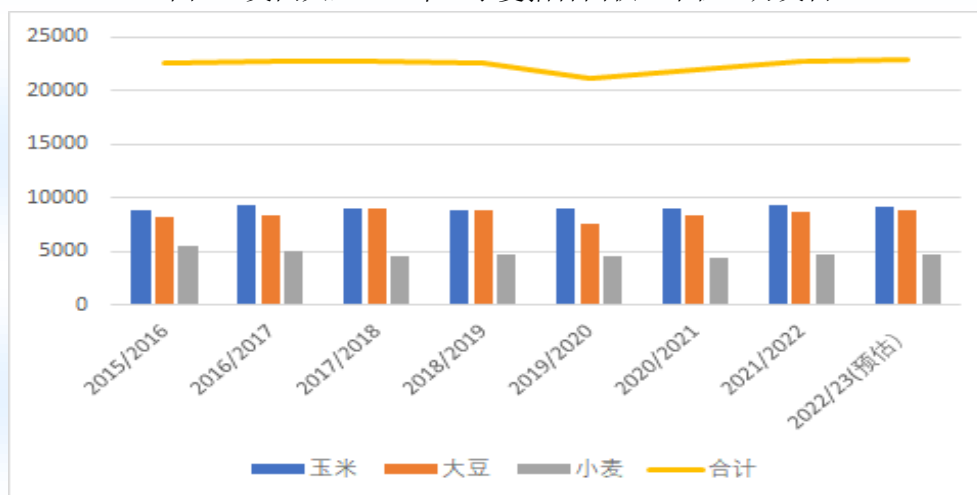


数据来源：USDA，上海中期

另一方面，由于豆粕及豆油需求旺盛，2021/22 年度美豆压榨利润持续处于偏高水平，美豆压榨量较往年同期维持高位，根据美国油籽加工协会（NOPA）数据，2022 年 2 月美豆压榨量为 449 万吨，同比上升 6.3%，环比下降 9.5%。由于 2021/22 年度美豆出口及压榨均表现良好，2021/22 年度美豆期末库存处于 777 万吨的低位水平，6.46%的库销比显示美豆仍处于供应偏紧格局，大豆价格回调空间有限。

二、新季大豆播种即将开启，市场关注焦点向新作转移

图 7：美国大豆、玉米、小麦播种面积（单位：万英亩）



数据来源：USDA，上海中期

免责声明：

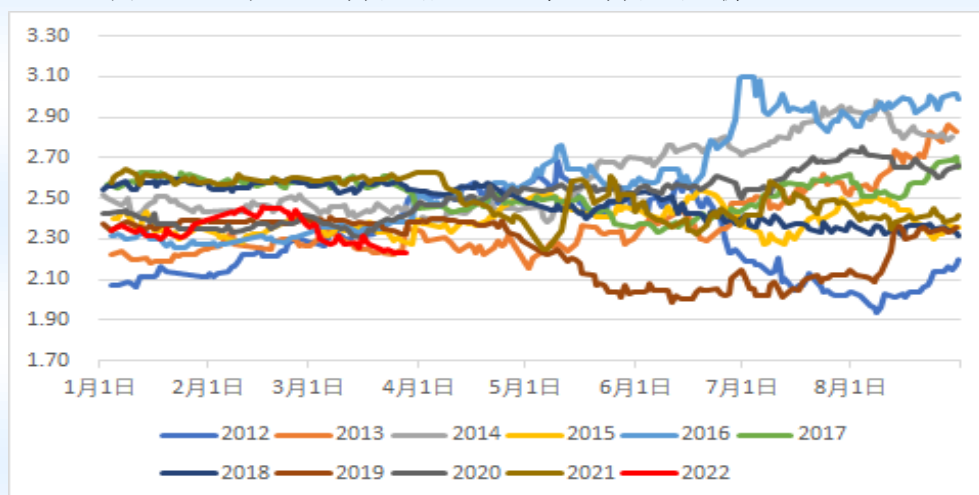
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2021/22 年度全球大豆供应紧缺，也使得市场对于 2022/23 年度美豆新作产量异常敏感，在 4 月份 2022/23 年度美豆播种前夕，市场关注焦点也逐步由旧作大豆旧作向美豆新作转移。

在 2022 年 2 月份的农业展望论坛上，USDA 预估 2022/23 年度新作美豆播种面积预估为 8800 万英亩，较上年增加 80 万英亩，增幅 0.92%，玉米播种面积为 9200 万英亩，较上年减少 150 万英亩，降幅 1.5%，小麦播种面积为 4800 万英亩，较上年增加 130 万英亩，增幅 2.78%，三大作物总面积 22800 万英亩，较上年增加 70 万英亩，增幅 0.31%。从面积调整来看，2022/23 年度三大作物总面积处于近五年来最高值，小麦面积增长预期最为显著，而大豆播种面积虽有扩增，但低于市场预期，玉米播种面积则受到小麦和大豆挤占而出现下滑。按照 2 月份农业展望论坛给出的预估，2022/23 年度美豆供应偏紧格局延续，库销比维持 6.74% 的偏低水平。

USDA 将于 3 月 31 日发布美豆种植意向报告，该报告将为新作美豆产量提供重要指引，但 3 月份种植意向报告与 2 月份展望论坛对播种面积的预估常常存在较大差异，回顾 2021/22 年度 3 月份种植意向报告预估美豆种植面积为 8760 万英亩，较 2 月展望论坛下调 240 万英亩，显著低于市场预期，引发 4 月份之后美豆走高。

图 8：CBOT 大豆 11 月合约/CBOT 玉米 12 月合约比价

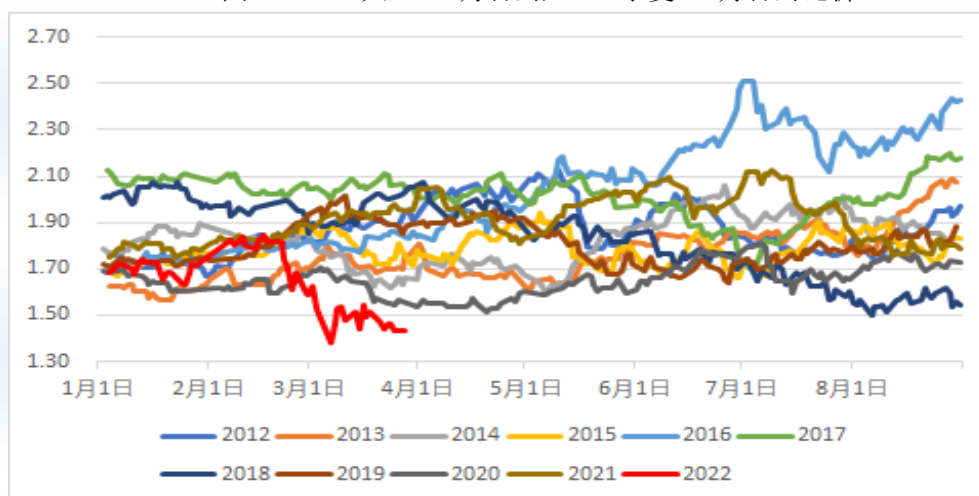


数据来源：Wind，上海中期

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 9: CBOT 大豆 11 月合约/CBOT 小麦 12 月合约比价



数据来源: Wind, 上海中期

2月下旬俄乌局势开始升温,给2022/23年度美作物面积之争增添新的不确定性,一方面,俄罗斯和乌克兰小麦产量约占全球14%,出口量约占全球28.5%,玉米产量约占全球4.7%,出口量约占全球18.7%,相对而言,俄罗斯和乌克兰大豆产量较低,俄乌局势对谷物的影响要高于大豆。另一方面,俄罗斯化肥年产量超过5000万吨,占全球化肥产量的13%,是世界最大氮肥出口国,第二大钾肥出口国,第三大磷肥出口国,俄罗斯化肥供应减少引发化肥价格大幅上涨,也将引发种植成本的上升,而2021/22年度大豆,小麦,玉米化肥成本占总成本的比例分别为18%/37%/37%,化肥价格走高对小麦和玉米的传导效应更加显著。

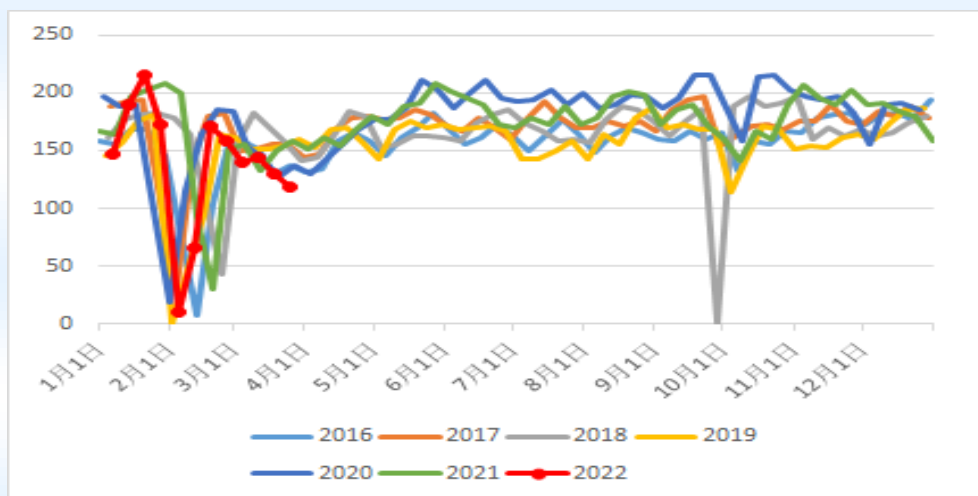
在2月21日至3月28日期间,CBOT小麦12月合约、大豆11月合约、玉米12月合约上涨幅度分别为29.5%,2.1%,12.0%,小麦、玉米涨幅明显高于大豆,同时,CBOT大豆与玉米小麦比价发生急剧变化,3月末CBOT大豆11月合约/玉米12月合约比价降至2.2,去年同期为2.6,CBOT大豆11月合约/小麦12月合约比价降至1.4,去年同期为2.0,3月末大豆/玉米及大豆/小麦比价均降至往年同期低位,比价的走低既受到全球玉米、小麦供应收紧的影响,更重要的则是对成本端的变化反应,2022/23年度种植面积之争仍具有较高不确定性。从市场预估来看,目前除Pro Farmer预估2022/23年度美豆播种面积8780万英亩较2月展望论坛偏低之外,其余各机构普遍预期美豆播种面积预估将较2月份展望论坛进一步调增,预估范围在8858-9238万英亩区间。

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点,不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息,仅供投资者参考,并不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性,但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告,版权均属于上海中期期货有限公司,未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

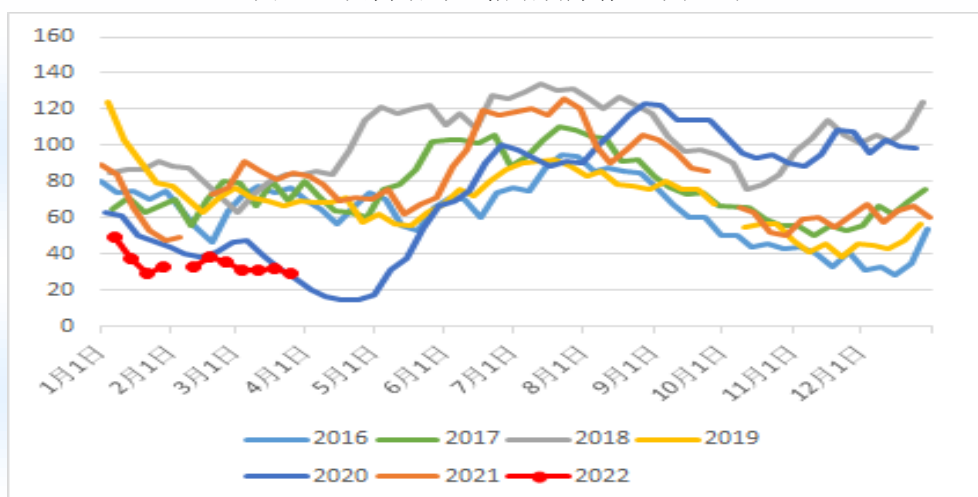
三、4 月份供应恢复消费低迷，豆粕供应紧张有望缓解

图 10：国内主要油厂周度压榨量（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

图 11：国内沿海豆粕结转库存（单位：万吨）



数据来源：我的农产品网，上海中期

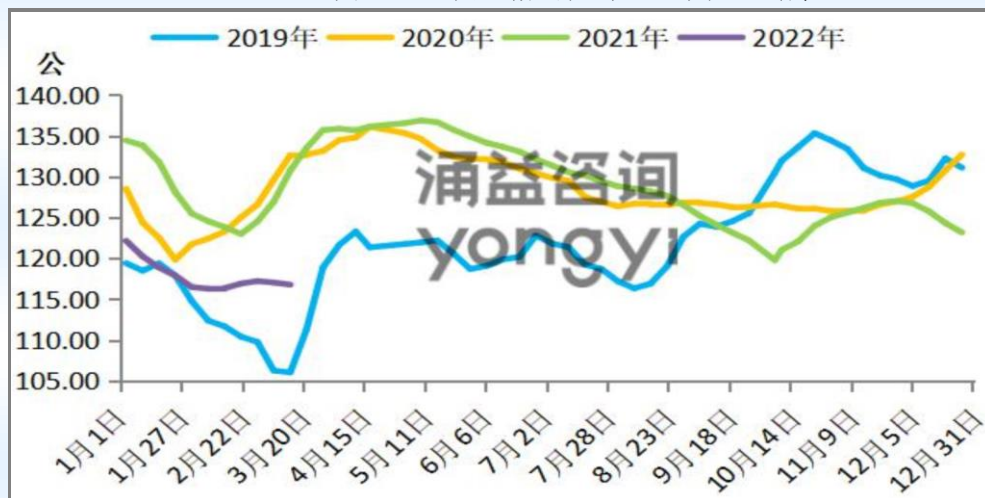
国内方面，2、3 月份大豆月均到港不足 600 万吨，部分油厂因缺口而停机，油厂压榨量降至低位，截至 3 月 25 日当周，大豆压榨量为 119 万吨，低于上周 130 万吨，同时受疫情影响，豆粕提货和运输受限，豆粕库存维持低位，截至 3 月 25 日当周，国内进口大豆库存为 161.98 万吨，环比减少 18.1%，同比减少 56.4%，豆粕库存为 29.47 万吨，环比减少 8.4%，同比减少 65.1%。但是 4 月份大豆到港量回升，我的农产品网预估 4、5 月份大豆到港量分别为 770 万吨/870 万吨，同时国内政策性大豆拍卖开启，国家粮食交易中心在 3 月 14 日及 4 月 1 日分别组织 30 万吨/50 万吨进口大豆拍卖，后期关注拍卖投放量

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

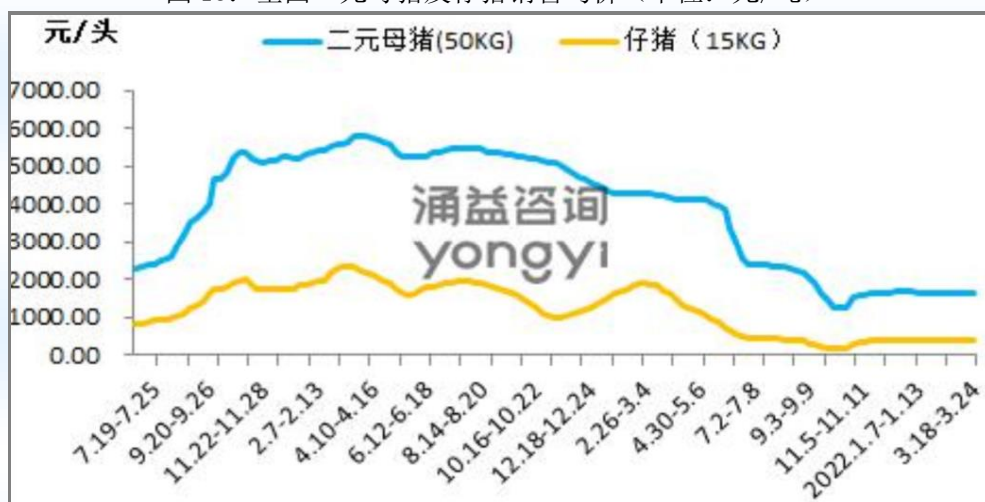
及投放节奏。随着4月份进口大豆到港量增加，以及大豆拍卖持续推进，在供应上升以及消费疲弱预期下，4月份豆粕供应紧张局面或得到缓解，豆粕基差快速回落。

图 12：全国生猪出栏均重（单位：公斤）



数据来源：涌益咨询，上海中期

图 13：全国二元母猪及仔猪销售均价（单位：元/吨）



数据来源：涌益咨询，上海中期

从消费端来看，3月份豆粕终端消费降至低位，由于猪价持续下降，养殖户压栏谨慎，生猪出栏体重维持低位，此前市场预估3月份将进入仔猪补栏窗口期，但在生猪价格走弱以及饲料价格高企背景下，生猪养殖利润被进一步压缩，市场补栏情绪不佳，3月份仔猪补栏和二次育肥节奏均表现偏慢，短期豆粕需求难有起色。整体来看，4月份大豆供应恢复，但豆粕消费预期低迷，豆粕供应紧张局面预期逐步缓解。

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

四、操作策略及风险提示

综上所述，4、5 月份进口大豆到港量回升，加之国内政策性大豆拍卖开启，对豆粕价格抑制作用明显，但全球大豆供应偏紧格局将贯穿 21/22 和 22/23 两个年度，而美豆种植生长季天气炒作作为豆粕提供潜在驱动，短期回调压力释放后，中期仍维持偏多思路，操作上建议逢低布局 M2209 多单。

风险点：（1）若俄乌局势缓和，多头获利了结或引发美豆大幅回调，届时多单离场。
（2）若 2022/23 年度美豆播种面积超预期，届时多单离场。

(执笔:雍恒)

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。