



豆粕策略推荐:俄乌局势扰动市场, 豆粕多单逢高减仓

趋势观点:

南美方面, 2月上中旬, 巴西南部及阿根廷大部产区重返干旱, 南美大豆减产幅度进一步扩大, 2月下旬至3月上旬阿根廷及巴西南部降水增加, 有利于稳定作物生长状况。随着巴西大豆收割推进, 南美大豆上市高峰期来临, 南美大豆炒作接近尾声。

美豆方面, 南美大豆供应紧缺使得出口份额向美豆转移, 2月份美豆出口节奏明显加快, 同时压榨利润走高对美豆压榨形成提振, 后期美豆出口及压榨利多的兑现将持续对美豆形成支撑。USDA2月展望论坛发布2022/23年度美国新作平衡表, 新作美豆播种面积预估为8800万英亩, 较上年小幅增加0.92%, 2022/23年度美豆库销比维持6.74%的偏低水平, 新作美豆供应偏紧格局延续。

国内方面, 春节后国内进口大豆套盘利润恶化, 且巴西大豆装船偏慢, 2、3月份进口大豆到港或延后, 部分油厂因缺口而停机, 短期豆粕供应偏紧, 对豆粕基差形成支撑。

2月下旬俄乌局势迅速恶化, 成为市场关注的焦点, 俄乌局势升级对全球农产品市场的影响主要体现在小麦、玉米、葵油及葵粕供应的收紧, 美豆在供应担忧下大幅冲高至接近1760美分/蒲的高位, 后因获利了结而回落而考验1580美分/蒲支撑, 目前俄乌局势走向及俄罗斯脱钩SWIFT对商品贸易的影响尚不明朗, 地缘冲突使得市场仍面临较大风险。

综合来看, 俄乌局势成为短期市场关注焦点, 市场情绪变化使得市场表现出高波动状态, 南美大豆产量炒作接近尾声, 南美天气驱动下的上涨空间已经不大, 但2021/22年度全球大豆供应维持紧缺格局, 同时美豆出口及压榨表现良好, 大豆价格回调空间有限, 同时3月份国内豆粕供应偏紧, 预期豆粕跟随美豆呈现高位震荡走势, 但经前期快速上涨后, 豆粕追高风险较大, 操作上建议多单逢高减仓。

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) 随着4、5月份到港量回升, 若国内饲料需求持续未见起色, 需求端的压力将对豆粕走势形成抑制, 届时多单离场。

2022年2月28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

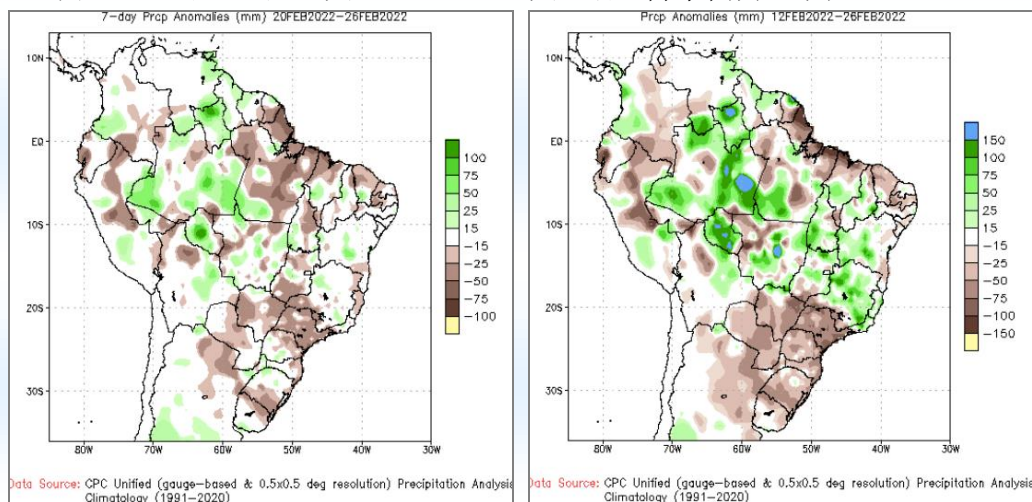
021-60209159

lijiyue@shcifco.com

影响因素分析

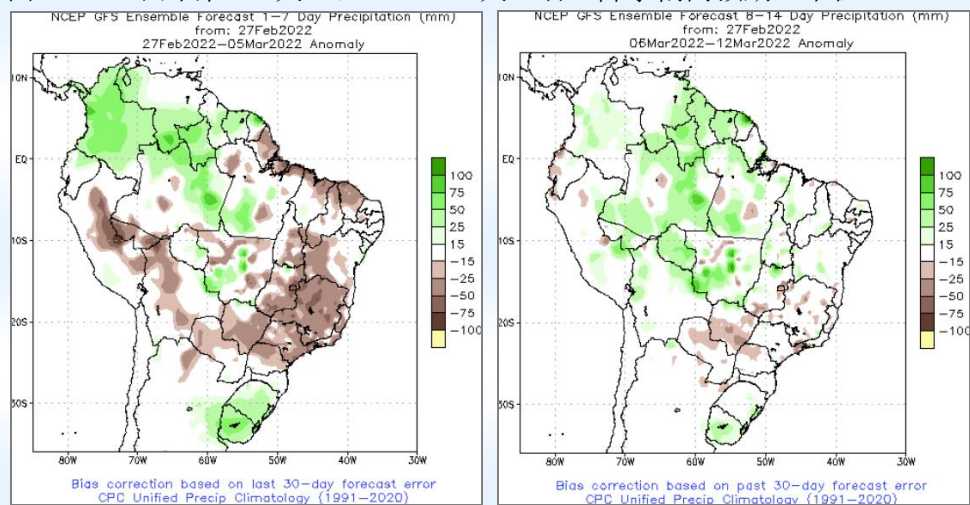
一、南美天气炒作接近尾声，2021/22 年度供应偏紧格局存支撑

图 1-2: 巴西过去 1-7 天（左）、1-15 天（右）降水偏离（单位：mm）



数据来源：NOAA，上海中期

图 3-4: 巴西未来 1-7 天（左）、8-14 天（右）降水偏离预期（单位：mm）



数据来源：NOAA，上海中期

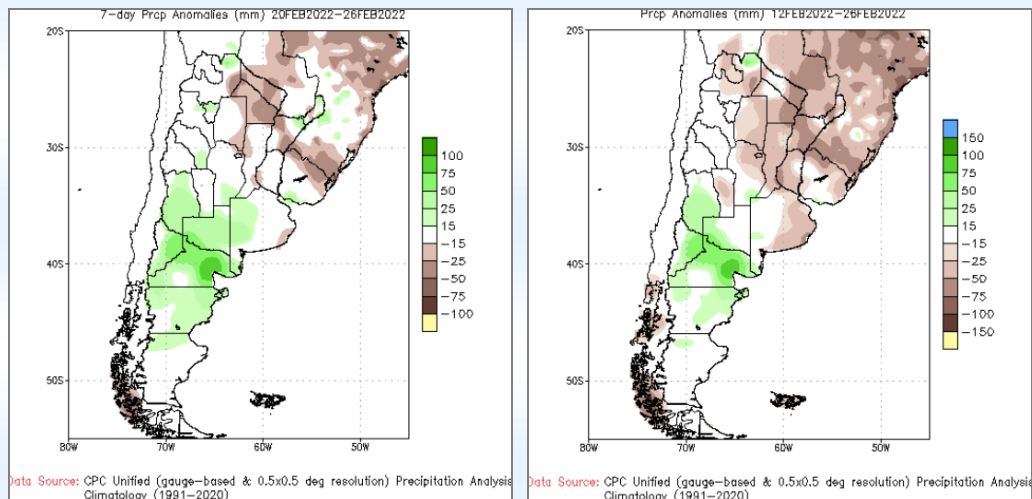
2 月份巴西大豆开启收割，Agrural 数据显示，截至 2 月 17 日，巴西大豆收割进度为 33%。2 月上旬，巴西南部及阿根廷大部产区重返干旱，南美大豆减产幅度进一步扩大，目前南里奥格兰德州大豆仍处于结荚生长期，2 月下旬巴西南部降水增加，有利于稳定作物生长状况。目前市场对巴西大豆产

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。

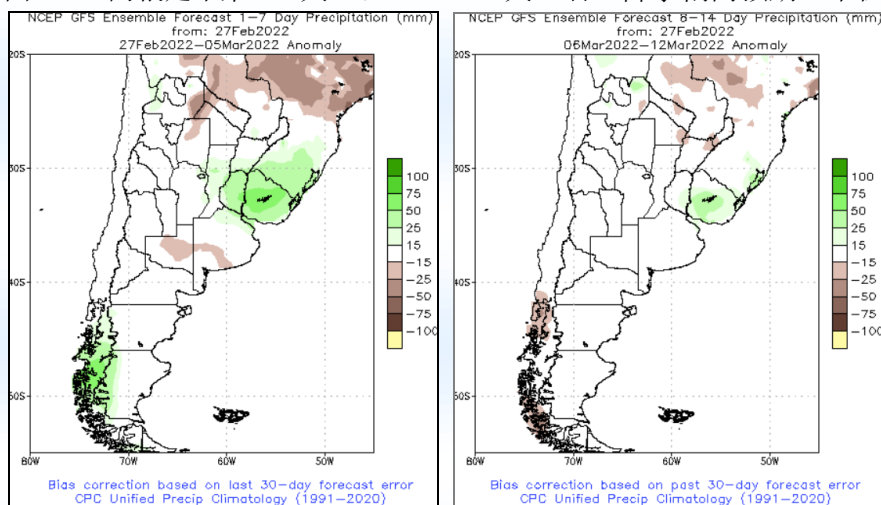
量预估范围较宽，产量预估集中在 1.22-1.35 亿吨，随着巴西大豆收割推进，南美大豆上市高峰期来临，巴西大豆产量将进一步明朗，市场等待大豆产量确认。

图 5-6：阿根廷过去 1-7 天（左）、8-14 天（右）降水偏离（单位：mm）



数据来源：NOAA，上海中期

图 7-8：阿根廷未来 1-7 天（左）、8-14 天（右）降水偏离预期（单位：mm）



数据来源：NOAA，上海中期

2 月份阿根廷大豆将逐步进入关键生长期，截至 2 月 17 日，阿根廷大豆开花率 76.1%，结荚率为 43.5%，鼓粒率为 13.10%，2 月上中旬阿根廷大豆产区降水偏少，开花期及结荚期持续干旱导致阿根廷大豆产量受损，但 2 月下旬阿根廷大部将出现急需的降雨，且未来两周预报显示，3 月上旬阿根廷大豆产区降水充足，而 3 月中旬后阿根廷大豆产量受天气影响减弱，近期的有利降水将阻止产量进一步下滑，目前布宜诺斯艾利斯交易所/罗萨里奥谷物交易所/USDA 对阿根廷大豆产量预估分别为 4200/4050/4500 万吨。

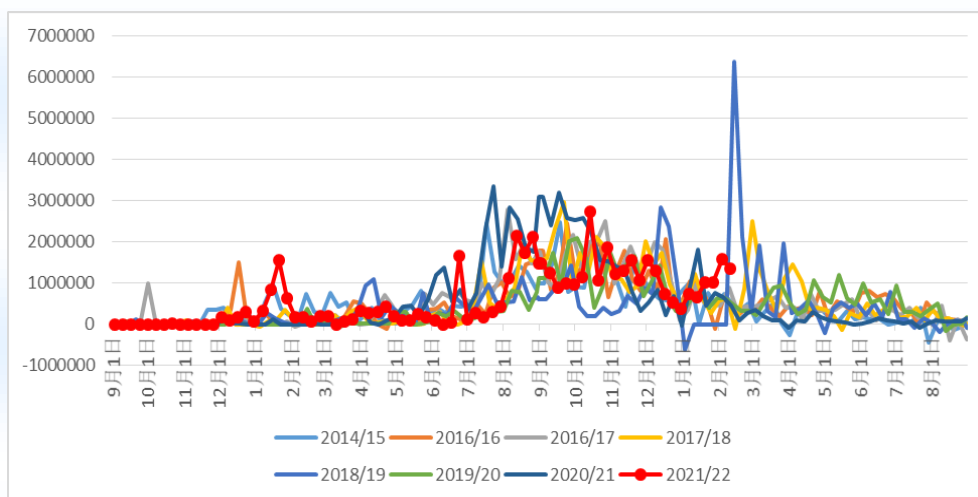
免责声明：

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。

当前 2 月份南美大豆产量下调的利多已经基本得到消化, 随着巴西大豆上市高峰期来临, 以及 2 月下旬至 3 月上旬南美天气好转, 南美大豆天气炒作接近尾声, 后期南美天气驱动下的上涨空间已经不大, 但 2021/22 年度南美大豆供应紧缺格局下, 大豆价格回调空间有限。

二、美豆出口节奏加快, 压榨持续处于高位

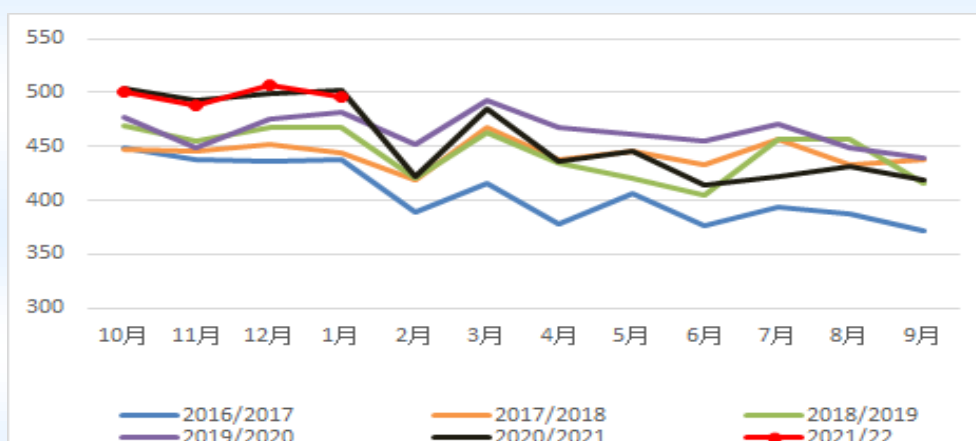
图 9: 美豆周度净销售 (单位: 万吨)



数据来源: USDA, 上海中期

当前美豆出口进度偏快, 截至 2 月 10 日, 美豆已完成 2021/22 年度销售预期的 88.87%, 快于 81.58% 的五年均值, 而南美大豆供应紧缺使得出口份额向美豆转移, 2 月份美豆出口节奏明显加快, 后期美豆出口强劲局面或将延续, 当前 USDA 所给出的 2021/22 年度美豆 5579 万吨出口量尚未反映出美豆出口进度的利多, 后期美豆出口仍有上调可能。

图 10: 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 11：美豆周度压榨利润（单位：美元/蒲）



数据来源：USDA，上海中期

由于大豆压榨需求强劲，美豆压榨利润处于偏高水平，2021/22 年度美豆压榨受到支撑，根据美国油籽加工协会（NOPA）数据，2022 年 1 月美豆压榨量为 496 万吨，同比下降 1.3%，较往年同期处于高位。在出口及压榨支撑之下，2021/22 年度美豆供应或进一步趋紧，后期出口、压榨利多的兑现将持续对美豆形成支撑。

表 1：USDA 美豆供需平衡表（单位：万吨，万英亩，蒲/英亩，美元/蒲）

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23 (2月论坛)
播种面积	7610	8340	8720	8800
收获面积	7490	8260	8630	8702
收获率	98.42%	99.04%	98.97%	98.89%
单产	47.4	51.0	51.4	51.5
期初库存	2474	1428	699	884
产量	9667	11475	12071	12220
进口量	42	54	41	40
压榨量	5891	5826	6028	6124
国内总消费	6177	6092	6347	6464
出口量	4578	6166	5579	5850
期末库存	1428	699	884	830
库存消费比	13.28%	5.70%	7.41%	6.74%
农场均价	8.57	10.80	13.0	12.75

数据来源：USDA，上海中期

新作方面，2022/23 年度美豆播种季临近，2 月 24 日 USDA2 月展望论坛发布 2022/23 年度美国新作平衡表，新作美豆播种面积预估为 8800 万英亩，较上年增加 0.92%，USDA 给出的播种面积低于市场预

免责声明：

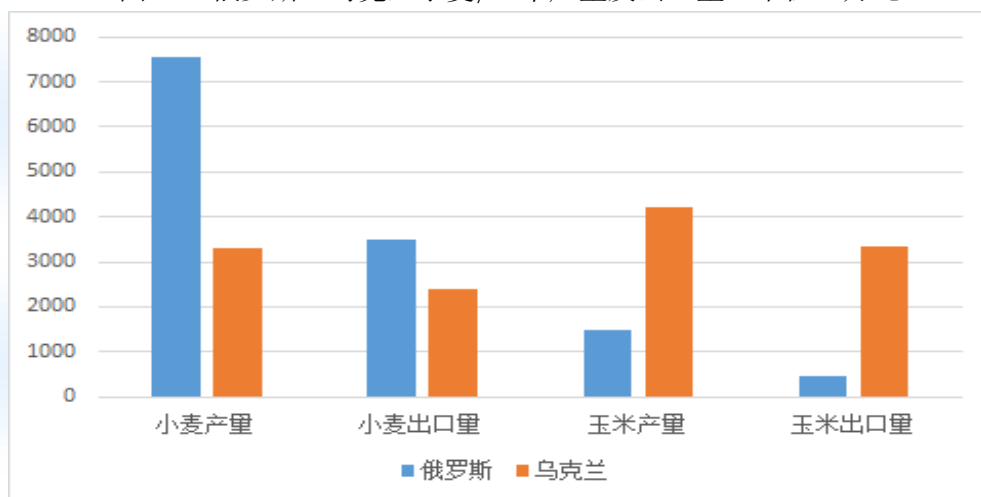
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

估。由于新作美豆面积仅小幅增加，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，在 2022/23 年度美豆供应偏紧背景下，美豆生长季期间对种植面积及单产的炒作会持续引发市场关注。

三、俄乌局势升级，恐慌情绪向全球油籽市场传导

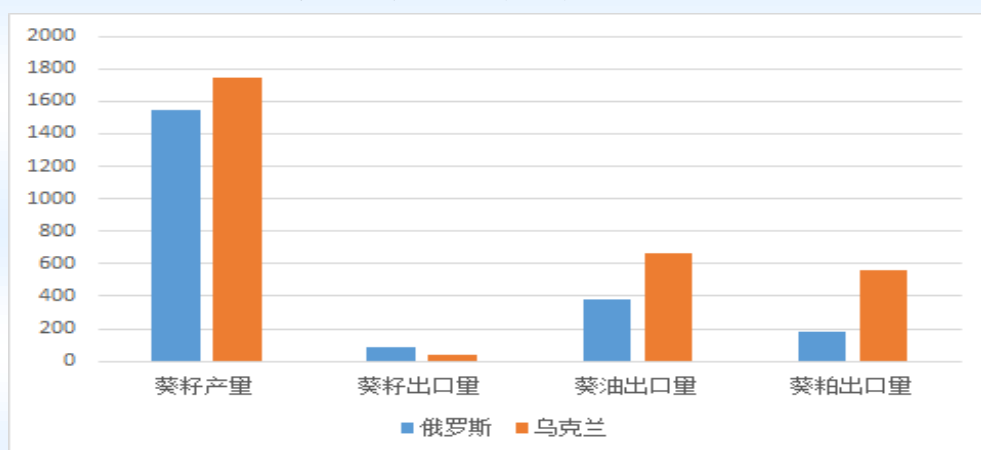
近期俄乌局势升级导致黑海地区供应受阻，成为点燃美豆上涨情绪的导火索。2 月 21 日，普京签署总统令，承认乌东地区的顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国，2 月 24 日，俄军占领乌克兰首都基辅，俄乌局势急速恶化，西方国家宣布对俄采取新的制裁措施，包括将俄罗斯一些银行排除在 SWIFT 之外，目前俄乌局势走向及俄罗斯脱钩 SWIFT 对商品贸易的影响仍有较大的不确定性。

图 12：俄罗斯、乌克兰小麦/玉米产量及出口量（单位：万吨）



数据来源：USDA，上海中期

图 13：俄罗斯、乌克兰葵籽及下游产品产量及出口量（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。

从对农产品影响的角度来看，俄罗斯及乌克兰是全球重要谷物和油料作物主产国及出口国，俄乌局势升级对全球农产品市场的影响主要体现在小麦、玉米、葵油及葵粕供应的收紧。其中，USDA 预估 2021/22 年度俄罗斯和乌克兰小麦产量分别为 7550 万吨/3300 万吨，两国产量合计占全球 14%，出口量分别为 3500 万吨/2400 万吨，两国出口量合计占全球 28.5%。2021/22 年度俄罗斯和乌克兰玉米产量分别为 1500 万吨/4200 万吨，两国产量合计占全球 4.7%，出口量分别为 450 万吨/3350 万吨，两国出口量合计占全球 18.7%。

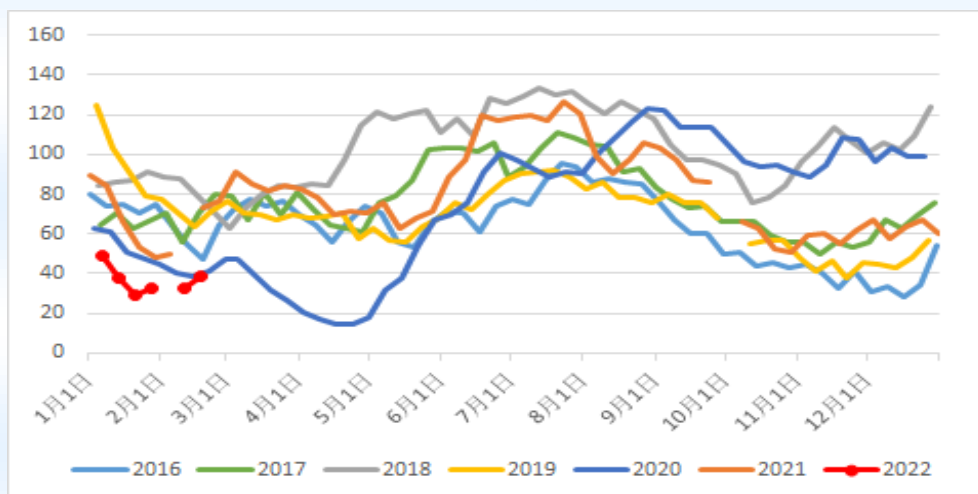
葵粕是全球第三大产量蛋白粕，USDA 预估 2021/22 年度全球葵花粕产量为 2350 万吨，占全球蛋白粕总产量的 6.60%，俄乌两国为全球葵粕主要生产国和出口国，2021/22 年度俄罗斯及乌克兰葵粕产量分别为 582 万吨/700 万吨，两国产量合计占全球 55%，出口量分别为 185 万吨/560 万吨，两国出口量合计占全球 81%。

葵花籽油是全球第四大产量油脂，USDA 预估 2021/22 年度全球葵花籽油产量为 2207 万吨，占全球油脂总产量的 10.35%，俄乌两国为全球葵花油主要生产国和出口国，2021/22 年度俄罗斯及乌克兰葵花籽油产量分别为 584 万吨/729 万吨，两国产量合计占全球 60%，出口量分别为 380 万吨/665 万吨，两国出口量合计占全球 78%。

在 2021/22 年度全球谷物及油粕全面供应紧缺背景之下，市场对黑海地区供应受阻更加敏感，2、3 月份正值乌克兰玉米及葵油、葵粕出口窗口期，近期乌克兰粮油贸易商已经停止报价，主要港口关闭导致贸易流通中断，全球油粕及谷物供应矛盾进一步升温。

四、2、3 月份进口大豆到港偏低，豆粕供应紧张

图 14：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，国内进口大豆套盘利润恶化，国内采购进度偏慢，2、3 月份进口大豆月均到港量仅 600 万吨上下，同时巴西大豆装船偏慢，2、3 月份大豆到港或延后，大豆供应紧张预期加剧，近期部分油厂因缺口而停机，豆粕供应紧张加剧，截至 2 月 18 日当周，豆粕库存为 38.53 万吨,环比增加 17.65%,

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。

同比减少 47.43%，3 月份大豆压榨存在缺口，豆粕供应紧缺对基差形成支撑，但市场传言国储将开启进口豆拍卖，需关注国储拍卖投放力度。

中期来看，受生猪价格疲弱及饲料价格走高影响，生猪养殖利润持续处于低位，年后养殖户观望为主，尚未开启大规模补栏。此外，2 月份农业农村部再次提出深入实施豆粕减量替代，目标实现豆粕消费减量 2300 万吨/年以上，其中推广低蛋白日粮技术减量 1500 万吨，增加杂粕、粮食加工副产物等替代减量 700 万吨，增加优质饲草供应减量 100 万吨，中期生猪饲料需求疲弱及饲料消费结构调整给豆粕需求带来不确定性。

五、操作策略及风险提示

综上所述，俄乌局势成为市场关注焦点，市场情绪变化使得短期市场表现出高波动状态，南美大豆产量炒作接近尾声，南美天气驱动下的上涨空间已经不大，但 2021/22 年度全球大豆供应维持紧缺格局，同时美豆出口及压榨表现良好，大豆价格回调空间有限，同时 3 月份国内豆粕供应偏紧，预期豆粕跟随美豆呈现高位震荡走势，但经前期快速上涨后，追高风险较大，操作上建议多单逢高减仓。

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）随着 4、5 月份到港量回升，若国内饲料需求持续未见起色，需求端的压力将对豆粕走势形成抑制，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。