

豆粕基差下行确定，重点关注节奏



走势评级：豆粕/菜粕：震荡
报告日期：2023年2月26日

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆粕）

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

★南美变数犹存，市场开始关注美国 23/24 年度种植面积

阿根廷及巴西南里奥格兰德州未来2周降水一般，大豆产量前景仍有变数。巴西丰产格局基本确定，但收割和出口速度落后引发市场关注。美国 22/23 年度平衡表偏紧的局面不会改变，市场逐步开始关注 23/24 年度美豆种植面积。预计 CBOT 短期偏强震荡，未来若要明显下行，基本上有赖于南美产量不继续调降、巴西出口尽快恢复正常且美国 23/24 年度面积及天气基本正常。

★豆粕基差下行基本确定，重点关注节奏

CBOT 大豆偏强运行但巴西 FOB 不断下行，近期我国进口大豆成本变动不大。一季度我国大豆进口及压榨大概率同比下降，但是与供应下降同步的是需求疲弱，节后豆粕消费淡季、猪价下跌、豆菜粕高价差等原因共同使然。此外，巴西豆的大量到港可能迟到但不会缺席，届时豆粕累库压力可能激增，相应的豆粕基差也将照例回到全年低位。

★菜籽进口及压榨增加，但替代效应下菜粕累库压力不大

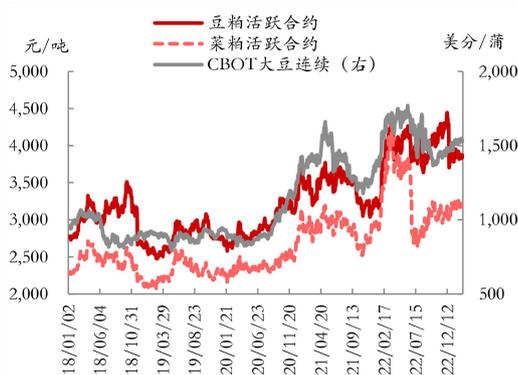
由于 22/23 年度全球菜籽丰产、价格下行，我国进口菜籽成本下降，进口量和压榨量增加。在菜粕进口量保持平稳、冬季是菜粕消费淡季的情况下，油厂菜粕库存和华东颗粒粕库存却始终保持在低水平，主要因豆-菜粕现货极端高价差引发菜粕替代豆粕。随着气温回升、春暖花开，菜粕消费旺季将随之到来。虽然菜籽及菜粕供应增加，未来可能逐渐累库，但菜粕累库压力仍可能小于豆粕。

★行情展望

美豆暂时偏强震荡，国内豆菜粕相对弱于外盘。豆粕现货及基差下行，若菜粕累库压力持续小于豆粕则豆菜粕期货价差有望收窄。

★风险提示

产地天气、巴西港口物流等。



1. 国际市场

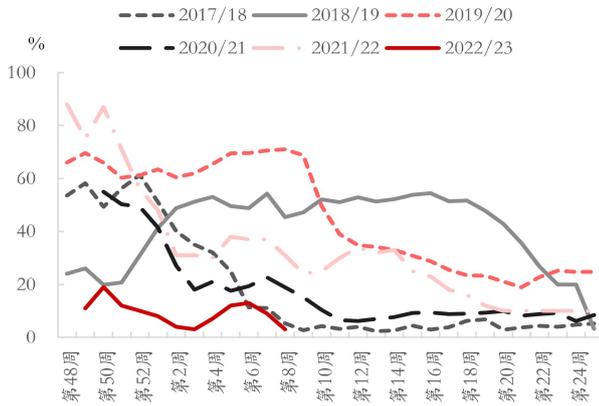
1.1 阿根廷不容乐观，巴西豆收割及出口落后

阿根廷在 22/23 年度遭遇了持久而严重的干旱。干旱导致播种进度缓慢，部分作物因此错过播种窗口，丢失的面积无法找回，布宜诺斯艾利斯谷物交易所将种植面积从 1670 万公顷下调至 1620 万公顷，USDA 2 月供需报告预估为 1590 万公顷。此外干旱还导致优良率下降、单产受损，罗萨里奥交易所和油世界目前预估产量 3450 万吨，布宜诺斯艾利斯谷物交易所在 2 月 23 日最新报告中下调产量至 3350 万吨。未来两周产区降水预报仍不见明显好转，截至 2 月 22 日一周处于结荚期和灌浆期的大豆比例分别为 48.7% 和 16.6%，其中产量占比更大的一季大豆结荚期和灌浆期比例分别为 70.9% 和 25.4%。若 3 月天气形势能有所好转，仍有助于挽回部分产量损失，至少能让产量预估不再继续下调。

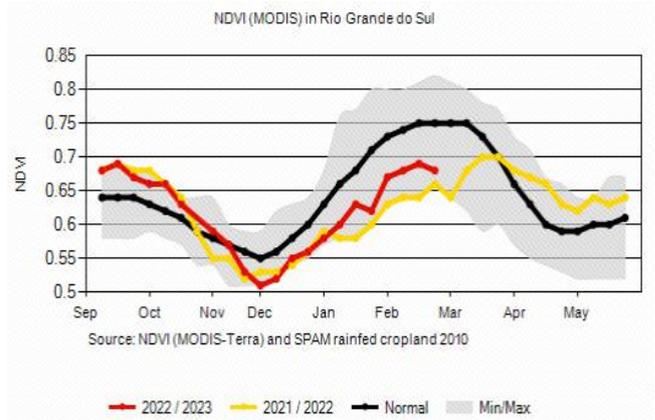
和阿根廷相比，巴西丰产似乎已经没有太多悬念。截至 2 月 23 日，南里奥格兰德州大豆 11% 处于发芽期、34% 开花期、51% 鼓粒期、4% 成熟，鼓粒期和成熟期作物比例落后过去五年均值。CONAB 2 月供需报告将南里奥格兰德州产量预估由 2023 万吨下调至 1898 万吨。未来 2 周这一区域降水表现一般，但同样距离定产还有时间。21/22 年度拉尼娜气候现象下巴西南部主产区也出现大幅减产，NDVI 指数显示 22/23 年度南里奥格兰德州作物生长情况好于去年。假设极端情况下南里奥格兰德州产量同去年一样仅有 910 万吨，那么巴西全国产量为 1.43 亿吨，仍是历史最高。另外今年巴拉圭作物长势良好，USDA 预计其产量从去年的 420 万吨升至 1000 万吨。

参考 USDA 2 月供需报告，南美四国 22/23 年度大豆产量较上年增长 2563 万吨，巴西和巴拉圭贡献主要增量。但由于 USDA 一贯对阿根廷产量的调整滞后且保守，我们假设最差情况——即阿根廷 3350 万吨、巴西 1.43 亿吨产量，则南美四国总产较上年仅增长 825 万吨，如图表 4 所示，这个数量级远不能和 09/10 年度、12/13 年度的增产相比，全球供需改善的程度也大打折扣。

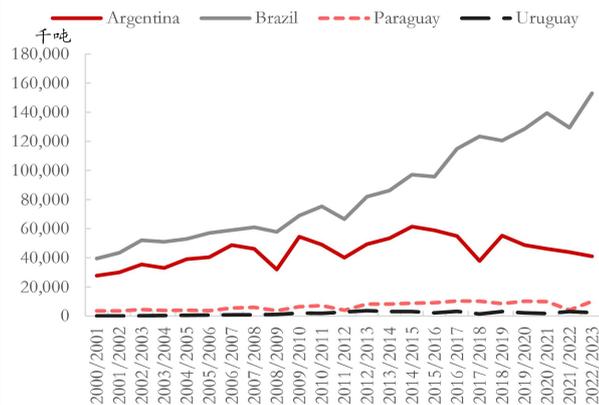
巴西丰产无虞，市场更为关注的是它何时成为有效出口主力。由于降水导致收割进度偏慢，1 月巴西大豆出口量仅 85 万吨。2 月情况逐渐改善但仍不乐观，截至 2 月 18 日巴西全国收割率 23%，去年同期 33%（其中马州 59.6%，去年同期 70.5%）；SECEX 数据显示 2 月前三周巴西装出大豆 255 万吨，日均装运量 19.62 万吨，去年 2 月日均装运量为 33 万吨。巴西全国谷物出口商协会最新预估称 2 月大豆排船量为 832 万吨，但考虑到装船速度缓慢，2 月出口量可能在 760-832 万吨之间。按照目前情况推算，我们认为这一数字不切实际，继续关注巴西实际出口情况。

图表 1: 阿根廷大豆优良率


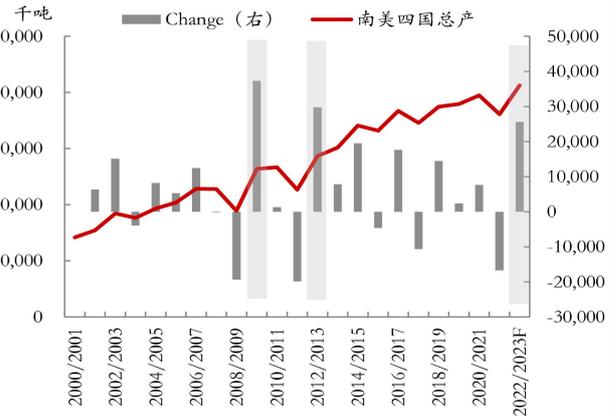
资料来源: BAGE, 东证衍生品研究院

图表 2: 巴西南里奥格兰德作物 NDVI 指数


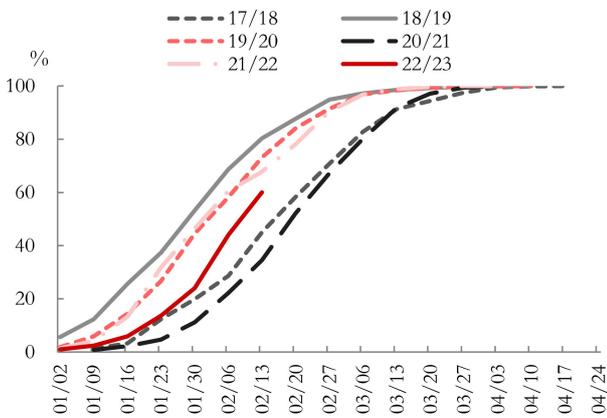
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 3: 南美四国大豆产量变化


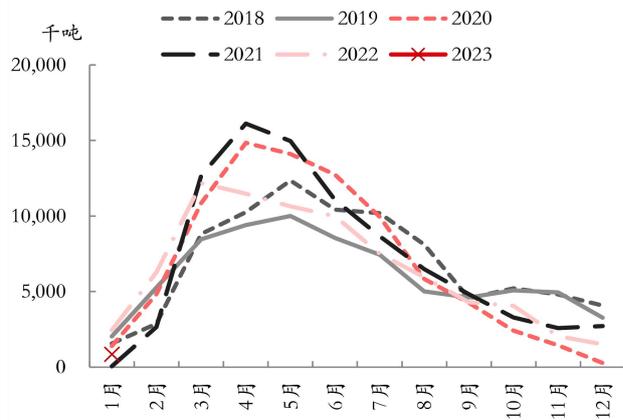
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 4: 南美四国大豆总产 (USDA2 月供需报告)


资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 5: 马托格罗索大豆收获进度


资料来源: IMEA, 东证衍生品研究院

图表 6: 巴西大豆出口


资料来源: 巴西海关, 东证衍生品研究院

1.2 美国 22/23 年度平衡表确定偏紧，23/24 年度面积低于市场预期

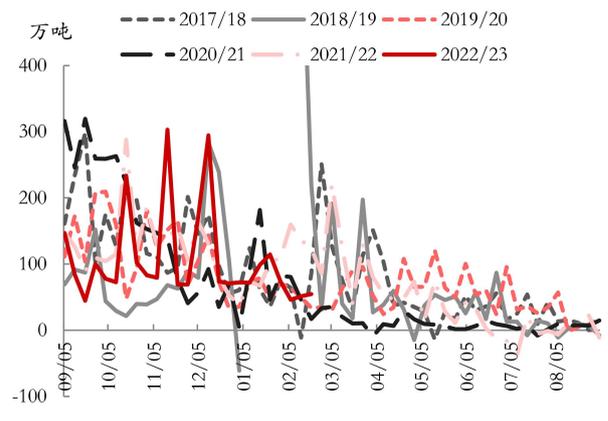
随着巴西丰产逐渐明朗和作物收获推进，产地 FOB 明显下跌，巴西 3 月船期 FOB 甚至跌至 0 以下，相比之下美湾 3 月船期 FOB 高达 105 美分/蒲。从 2 月初开始，美国 22/23 年度大豆订单数降至本市场年度内低水平，周度新增订单数量 45-55 万吨。这符合季节性规律，也意味着美豆出口窗口将随着巴西豆上市而逐渐关闭。当然，我们并不认为 USDA 在未来的月度供需报告中会明显下调美国出口预估。截至 2 月 16 日当周，美国 22/23 年度大豆累计订单为 4858 万吨，累计出口装船量为 4085 万吨，两者同比基本持平，而去年美豆出口量为 5872 万吨。如图表 10 所示，要完成 USDA 2 月供需报告预估的年度出口 5415.9 万吨预估，剩余每周只需要新增订单量 20 万吨、新增装船 47.5 万吨，目前看来完成这一数字并不困难。

图表 7：巴西出口 FOB



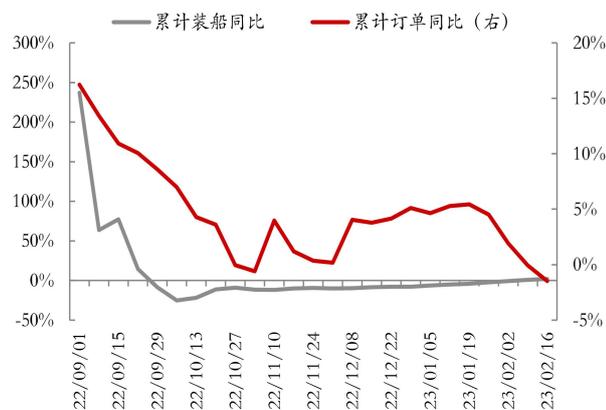
资料来源：路透，东证衍生品研究院

图表 8：美国周度出口销售订单



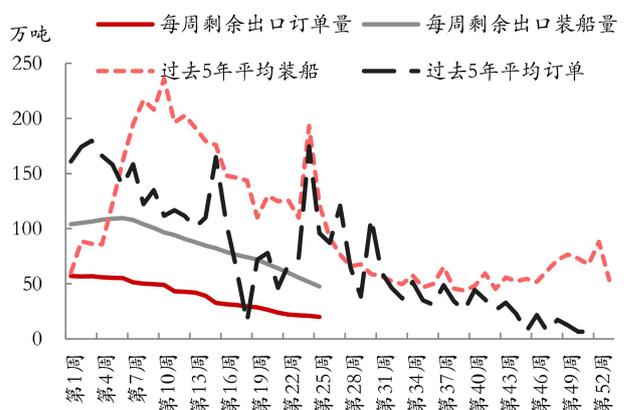
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 9：美豆销售及装船进度同比



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

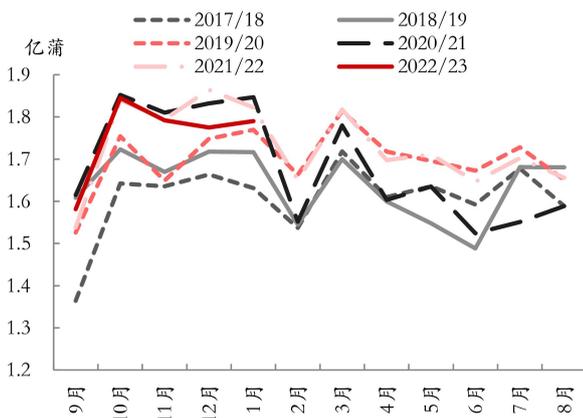
图表 10：完成 USDA 预估所需的每周订单及装船量



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

美豆出口总体良好的情况下，其国内压榨虽长期向好、但短期受挫。NOPA 口径 22/23 年度 9-1 月大豆加工量为 8.7827 亿蒲，累计同比降 0.86%；USDA 口径 9-12 月大豆加工量为 7.4116 亿蒲，累计同比降 1.17%。现货榨利下滑，豆油消费不及预期，且前期美国中部天气原因令压榨厂开机率下滑、物流受阻，均影响美豆压榨需求。

就 22/23 年度而言，未来影响美国平衡表的主要变量在需求上。虽然 USDA2 月供需将压榨下调、期末库存相应上调 0.15 亿蒲至 2.25 亿蒲，美国 22/23 年度平衡表偏紧的局面不会改变。

图表 11: NOPA 月度压榨


资料来源：路透，东证衍生品研究院

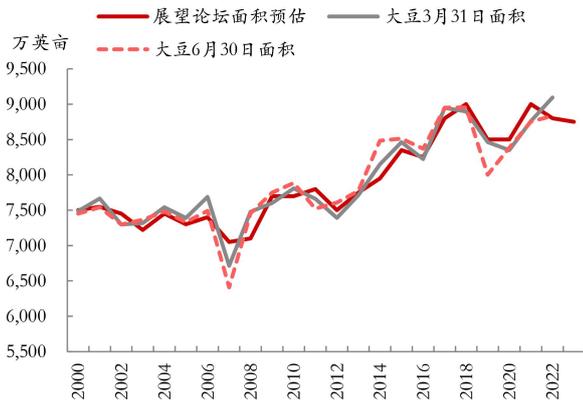
图表 12: 爱荷华大豆现货压榨利润


资料来源：路透，东证衍生品研究院

23/24 年度美豆种植面积也逐渐成为市场关注点。2 月 15 日 USDA 公布未来十年农业预测，报告从长期角度预测未来美国八大农作物总种植面积稳中有降，意味着大豆种植面积不可能大幅增加。2 月 23-24 日 USDA 农业展望论坛发布的报告预测 23/24 年度美豆种植面积 8750 万英亩，低于市场平均预估的 8860 万英亩；单产 52 蒲/英亩，年末库存 2.9 亿蒲，库存消费比 6.5%，这一库存和库消比较上年改善但绝对值仍然偏低。23/24 年度和 22/23 年度面临着相似的局面——CBOT 大豆/玉米比较低、但化肥成本居高不下，去年 USDA 农业展望论坛给出的美豆种植面积预估是 8800 万英亩，3 月 31 日种植意向报告则是历史最高的约 9100 万英亩。

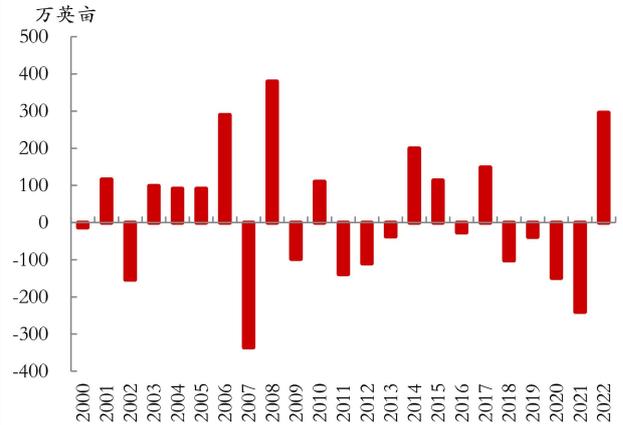
USDA 展望论坛公布后 CBOT 大豆盘面价格波动不大。考虑到 3 月底种植意向报告仍可能较展望论坛预估值有较大偏差，市场似乎仍在等待进一步的信息以给出豆价更明确的方向指引。

图表 13: 美豆种植面积



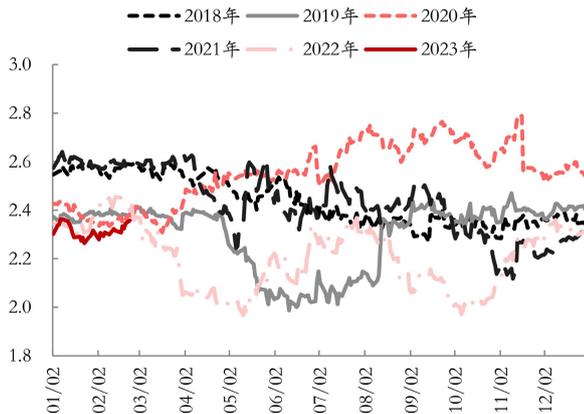
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 14: 3月底美豆种植意向减 USDA 展望论坛预估



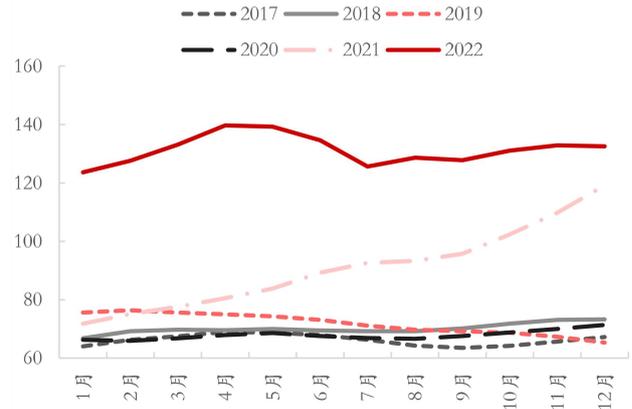
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 15: CBOT 大豆/玉米比价



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 美国化肥成本已付价格指数 (2011 年=100)

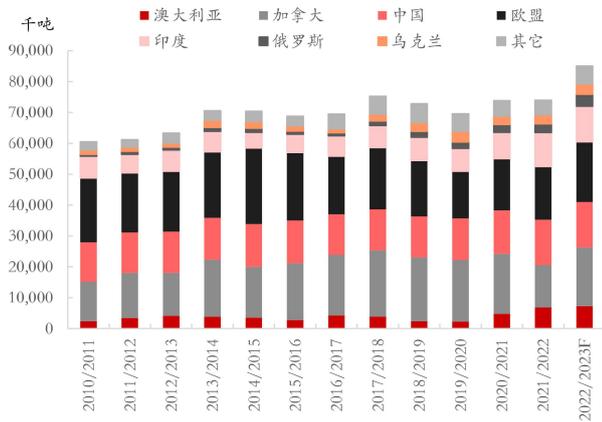


资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

1.3 全球菜籽丰产，我国进口成本明显下滑

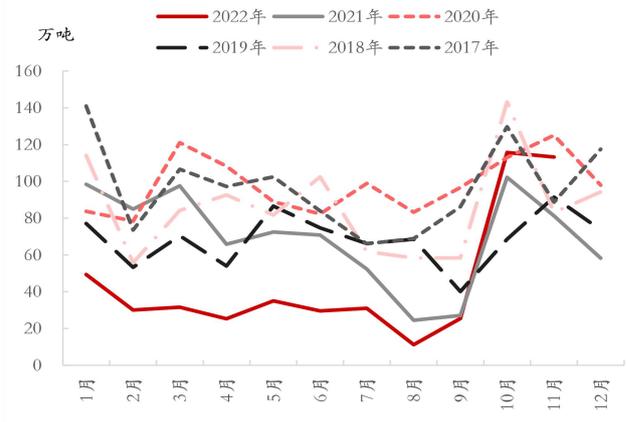
以加拿大、澳大利亚为代表的菜籽主产国和出口国 22/23 年度丰产已经确定：加拿大统计局 2 月报告显示 22/23 年度该国菜籽产量为 1817.4 万吨，ABARES 将澳大利亚菜籽产量定格在 730 万吨历史最高水平。此外，俄罗斯和乌克兰菜籽产量增长，《油世界》称乌克兰菜籽出口持续高于上年，2022 年 7 月至 2023 年 1 月累计出口菜籽达到创纪录的 330 万吨，同比增 23%；最大菜籽进口国欧盟 22/23 年产量也增长了 200 万吨以上。产量大增的背景下，加拿大菜籽出口同比明显增加，ICE 菜籽期货价格也从高位回落。23/24 年度加拿大菜籽将于 4 月底 5 月初开始播种。

图表 17: 菜籽主产国产量



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 18: 加拿大菜籽出口



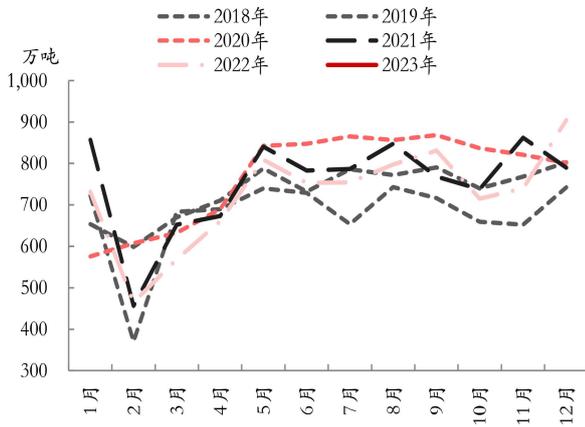
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

2. 国内市场

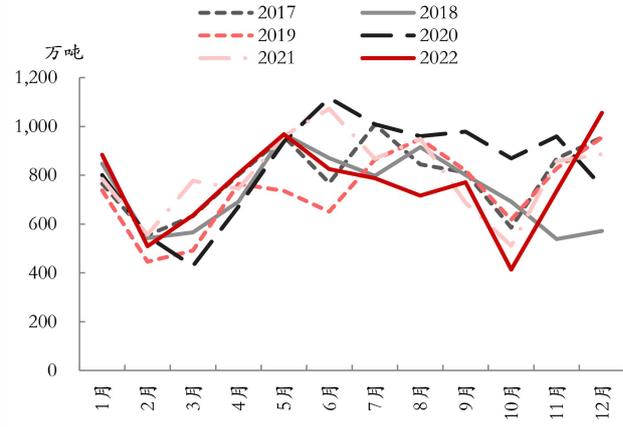
2.1 豆粕基差下行基本确定, 重点关注节奏

CBOT 大豆偏强运行但巴西 FOB 不断下行, 近期我国进口大豆成本变动不大。现货供需面上, 如上文所述, 由于巴西收割和出口延迟, 我国一季度进口大豆到港量大概率同比下降。1-2 月春节长假影响开机率 (1 月大豆压榨量仅 536 万吨), 而 2 月中开始由于部分工厂断豆停机、周度压榨量进入低位区, 预计原料不足对开机率的影响可能持续到 3 月, 豆粕供应相应减少。但是, 与供应下降同步的是需求疲弱。以春节为分水岭、节后为豆粕消费淡季符合季节性规律, 此前猪价大幅下跌侵蚀养殖利润, 豆菜粕高价差令菜粕替代部分豆粕消费, 多重原因共振下, 大豆周度压榨量下降的情况下豆粕库存不降反增。截至 2 月 17 日油厂豆粕库存 61.75 万吨, 连续两周上升, 回到历史同期中等水平。

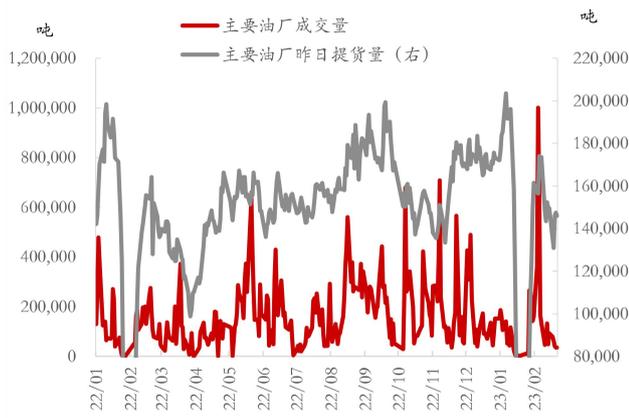
在盘面榨利不断上升情况下, 多家机构统计的我国 3 月买船数量在 1000 万吨以上, 4-5 月预计采购量也在千万吨级别, 这意味着未来大量巴西豆到港后现货压力将骤增。对比往年同期情况, 每年 5-8 月都是大豆原料最充足、同时也是基差最低迷的时期。我们认为今年也不例外, 基差下行基本确定; 但是由于面临巴西豆装船及出口延迟的不确定性, 需要重点关注时间和节奏问题。

图表 19: 我国大豆月度压榨量


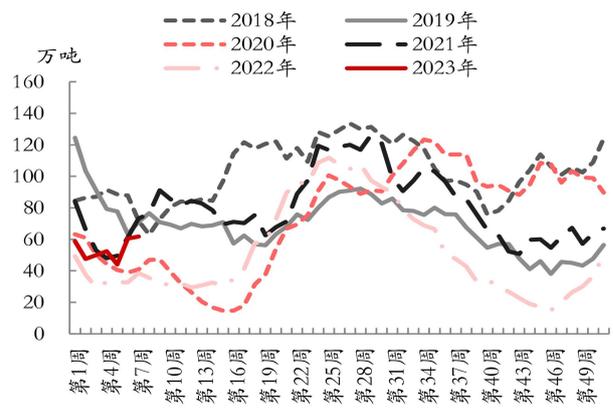
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 20: 中国大豆进口


资料来源: 海关, 东证衍生品研究院

图表 21: 油厂豆粕成交提货


资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 22: 油厂豆粕库存


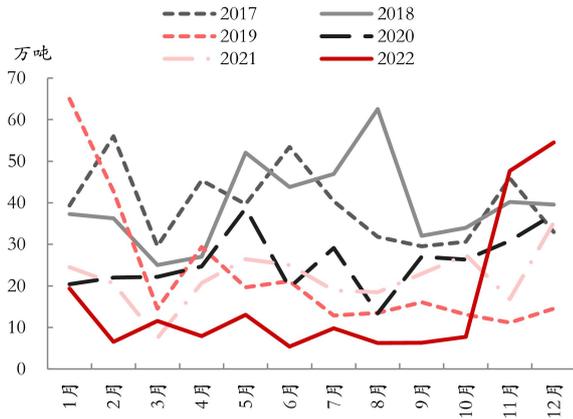
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

2.2 菜籽进口及压榨显著增加, 但替代效应下短期累库压力不大

由于 22/23 年度全球菜籽丰产、价格下行, 我国进口菜籽成本下降, 国内菜籽压榨利润良好对应着新增菜籽买船增加, 2022 年 11-12 月我国进口菜籽分别为 47.7 万吨和 54.5 万吨, 预计 2023 年一季度每月菜籽进口量都在 60 万吨以上。菜籽进口量和压榨量增加、菜粕进口量保持平稳、冬季是菜粕消费淡季的情况下, 油厂菜粕库存和华东颗粒粕库存却始终保持在低水平, 主要因豆-菜粕现货极端高价差引发菜粕替代豆粕。据了解, 菜粕因性价比凸显甚至在猪料中替代了部分豆粕, 广东地区豆菜粕现货价差最高达到 1700 元/吨, 目前已经有所回落至约 1000 元/吨, 但绝对水平仍处于历史高位。

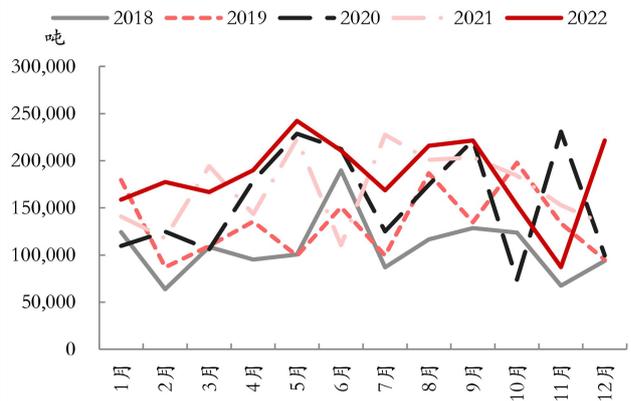
菜粕使用最广的领域是水产料和鸭料，随着气温回升、春暖花开，菜粕消费旺季将随之到来。虽然菜籽及菜粕供应增加，未来可能逐渐累库，但菜粕累库压力仍可能小于豆粕。考虑到此前豆菜粕价差的缩窄主要体现在现货基差上，期货价差变动不大，若我们的判断正确则未来两者期货价差也有望走缩。

图表 23: 中国菜籽进口量



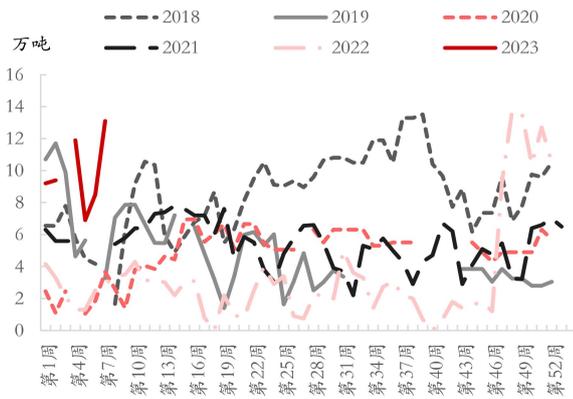
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 24: 中国菜粕进口量



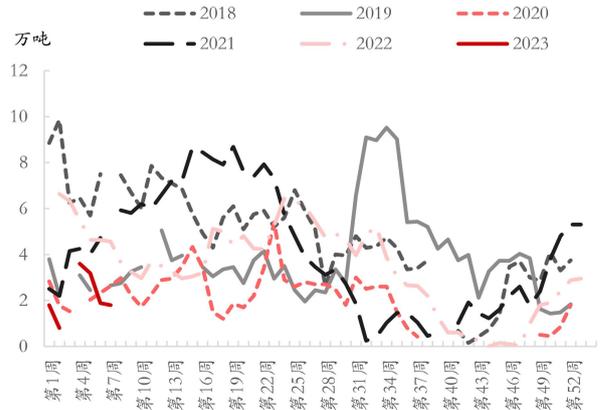
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 25: 沿海油厂菜籽周度压榨



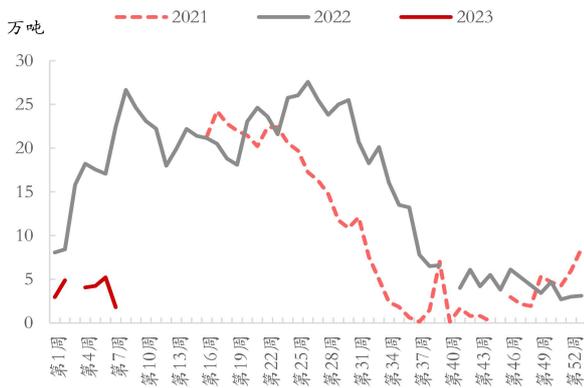
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 26: 油厂菜粕库存



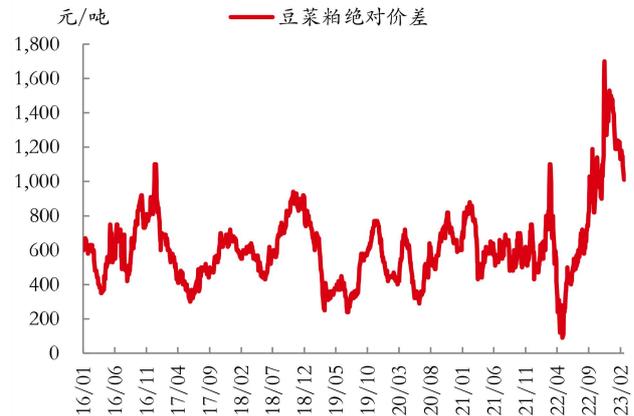
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 27: 华东地区颗粒菜粕库存



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 28: 广东豆菜粕现货价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3. 行情展望

阿根廷及巴西南里奥格兰德州未来 2 周降水一般, 大豆产量前景仍有变数, USDA 在未来的 WASDE 报告中一定会再度下调阿根廷产量预估。巴西丰产格局基本确定, 但收割和出口速度落后引发市场关注。USDA 农业展望论坛预估 23/24 年度美豆种植面积 8750 万英亩, 低于市场预期。多重因素共同影响下 CBOT 短期偏强震荡, 未来若要明显下行, 基本上有赖于南美产量不继续调降、巴西出口尽快恢复正常且美国 23/24 年度面积及天气基本正常。

相比之下国内豆菜粕期价表现相对弱于外盘。一方面, 由于巴西 FOB 下行我国进口大豆成本变动不大。另一方面, 虽然巴西出口偏慢开始影响油厂开机, 但下游需求疲弱; 此外, 巴西豆的大量到港可能迟到但不会缺席, 届时豆粕累库压力可能激增, 相应的豆粕基差也将照例回到全年低位。菜粕走势单边趋同豆粕, 豆菜粕高价差引发的替代消费已经令两者现货价差收窄, 但期价暂无反应。未来天气回暖菜粕水产消费旺季来到, 预计菜粕累库压力大概率小于豆粕, 届时期货价差也有望收缩。

4. 风险提示

产地天气、巴西港口物流等

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com