

等待周期下行，关注月差机会



走势评级:

豆粕: 看跌

报告日期:

2022 年 12 月 15 日

★国际市场

NOAA、澳大利亚气象局、日本气象局均显示拉尼娜气候现象将持续至明年春季，随后转为 ENSO 中性。目前巴西南里奥格兰德轻度干旱，阿根廷严重干旱导致大豆种植进度明显落后。南美产量是决定 22/23 年度美国出口及全球大豆期末库存的关键变量。CBOT 大豆/玉米比价偏低，但化肥成本居高不下，以今年为参照我们预计明年美豆面积继续保持高位。纵观 CBOT 大豆历史走势，大致呈现 3-4 年一个周期，主要因厄尔尼诺和拉尼娜交替发生、周而复始，因此丰产与歉收也轮番上演，且高价和高种植收益刺激下来年作物面积增加。全球气候异常及外部事件（俄乌冲突等）背景下，2022 年美豆价格仍在高位运行，2023 年等待美豆周期下行机会。若明年南美及美国均实现丰产，CBOT 大豆有望回落至 1200-1300 美分/蒲。

★国内市场

2022 年由于超预期事件频发，豆粕主观单边较难把握；相比之下，供需失衡下的月间套利逻辑清晰、走势流畅。目前豆粕远月期价单边仍以跟随 CBOT 大豆为主，但由于 5 月合约深度贴水近月已经部分反映南美丰产，若产量符合预期则单边跌幅或小于外盘。我们预计 2023 年豆粕需求回到正轨，因生猪存栏处于上升趋势，平均养殖利润较今年下降但仍在成本线上运行。预计全年盘面榨利较 2022 年好转（主要以美豆下行来实现），中国进口大豆需求止降回升。豆粕库存与现货基差、月差高度相关，目前现货基本上能确定的是，油厂豆粕库存虽然止跌回升但绝对水平仍极低，预计到 12 月底甚至春节前豆粕供应仍难言宽松。远期基差和月差的机会需重点关注油厂买船及进口大豆到港变化。

★风险提示

产地天气，俄乌冲突，国内疫情形势等

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆菜粕）

从业资格号： F3079233

投资咨询号： Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com



目录

1、行情回顾.....	5
2、 国际市场：南美产量是全球大豆库存重建的关键变量.....	6
2.1、 拉尼娜余威尚存，阿根廷干旱严重	6
2.2、 南美产量决定 22/23 年度美国及全球大豆平衡表调整方向	8
2.3、 美国需求：还需关注物流对出口影响，压榨长期向好趋势不变.....	10
2.4、 23/24 年度：美豆新年度面积或保持高位	13
3、 国内市场：需求回归正轨，中国进口大豆需求有望增加.....	16
3.1、 国产大豆面积、产量双双增加，流入压榨数量有所增加	16
3.2、 盘面榨利好转有望提振中国买需	17
3.3、 22/23 年度豆粕需求或回归正轨.....	19
4、 行情展望.....	20
5、 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 2022 年内外盘走势	6
图表 2: 美国海洋及大气管理局 ENSO 展望	7
图表 3: 日本气象局 ENSO 展望	7
图表 4: 澳大利亚气象局 ENSO 展望	7
图表 5: 巴西大豆种植进度	7
图表 6: 阿根廷大豆种植进度	7
图表 7: 美豆累计出口订单	8
图表 8: 美豆累计出口装船	8
图表 9: 美国驳船运费	9
图表 10: 阿根廷大豆月度出口	9
图表 11: 巴西大豆月度出口	9
图表 12: 美国大豆月度出口	9
图表 13: 巴西及美湾远期出口 CNF	9
图表 14: 全球大豆期末库存及库存消费比	9
图表 15: 孟菲斯监测站水位情况	10
图表 16: 美豆铁路运输线路图	10
图表 17: 美国国内大豆压榨利润	11
图表 18: NOPA 美豆月度压榨	11
图表 19: NOPA 美豆油库存	11
图表 20: 美豆粕月度库存	11
图表 21: 生柴生产利润 vs 美豆油价格	12
图表 22: RINs 价格	12
图表 23: 生柴掺混利润+税收抵免+RIN-D4 价格	12
图表 24: 美国 BD 和 RD 产能	12
图表 25: Biofuels 油脂原料中豆油占比	12
图表 26: 美豆油需求分类	12
图表 27: 完全成本下美国农作物种植收益	13
图表 28: CBOT 大豆/玉米比价	13
图表 29: 大豆/玉米比价和美豆种植面积	14
图表 30: 美国大豆及玉米弃种面积	14
图表 31: 美国肥料已付价格指数-月度 (2011 年=100)	14
图表 32: 美国肥料已付价格指数-年度 (2011 年=100)	14
图表 33: 美国三大农作物种植面积	14

图表 34: 巴西大豆及玉米收获面积	14
图表 35: 巴西大豆成本与收入 (2022 年 7 月)	15
图表 36: 巴西玉米成本与收入 (2022 年 7 月)	15
图表 37: 马托格罗索州大豆种植成本收益变化	15
图表 38: 马托格罗索州玉米种植成本收益变化	15
图表 39: 国产大豆产量及中国大豆进口量	17
图表 40: 国产大豆压榨毛利	17
图表 41: 盘面压榨毛利	18
图表 42: 中国大豆进口量	18
图表 43: 中国大豆压榨量	18
图表 44: 油厂大豆库存	18
图表 45: 油厂豆粕库存	18
图表 46: 华东-1 月豆粕基差	18
图表 47: 我国豆粕年度消费及增速	19
图表 48: 生猪养殖利润	19
图表 49: 中国菜籽及菜粕进口量	20
图表 50: 广东菜粕/豆粕现货比价	20
图表 51: 美豆库存消费比与 CBOT 大豆价格	21
图表 52: 油厂豆粕库存与现货基差	21

1、行情回顾

国际市场：在 2021 年 12 月以前，巴西及阿根廷大豆种植进度及生长情况均表现良好，12 月起降水不足、优良率持续下降。但市场反应滞后，各大机构 1 月才相继下调巴西产量预估；此后干旱持续不利产量，CONAB 于 2022 年 3 月对巴西产量预估降至 1.2277 亿吨，较 2021 年 11 月预估值调降约 2000 万吨，21/22 年度南美四国大豆总产降幅历史之最，超预期减产令 CBOT 大豆大幅上涨。与南美减产预期不断加强同时发生的是俄乌冲突愈演愈烈，两国于 2 月 24 日进入战争状态，美豆加权也因此涨至最高 1698.25 美分/蒲。俄罗斯和乌克兰作为世界上最重要的谷物及油籽类产品生产国和出口国，两国冲突加剧全球农产品供应担忧。随后直至 6 月中旬美豆整体呈现高位震荡走势，期间 USDA 种植意向报告利空、美联储加息及流动性收紧、预期俄乌将达成“黑海农产品出口协议”等事件造成价格波动。6 月下旬，全球经济放缓担忧拖累整体商品，美豆主力两个交易日大跌超过 100 美分。7 月至今，市场再度回归基本面主导，多数涨跌围绕 USDA 对美豆实播面积、单产的调整而展开。现在美豆收获已经结束，南美大豆产量前景成为市场关注重点；巴西大豆种植进度和生长情况总体良好，受干旱影响阿根廷种植进度严重落后，但目前市场机构仍对南美 22/23 年度大豆产量持乐观预估。

国内市场：糟糕的盘面榨利几乎持续了 2022 年整年，基差及月差的走势比单边更为流畅。2022 年一季度油厂豆粕持续去库，现货基差相应走强；二季度迎来转折，进口大豆到港增加，国家粮食交易中心定期向市场拍卖进口大豆增加供应，基差掉头向下。5 月我国进口大豆 966.5 万吨，随后逐月下降，10 月进口大豆仅 413 万吨；与此同时下半年随着猪价及养殖利润持续改善，豆粕需求不断增加，油厂豆粕库存自 6 月下旬最高 112 万吨连续下降至 11 月下旬最低 15 万吨，豆粕现货基差随之上涨最高至 1400+ 元/吨。但 11 月进口大豆增加，供需改善预期下基差快速回落至 400 以下。和上述基差走势对应的月差套利机会分别是一季度的 5-9 反套，随后的 9-1 正套、11-1 正套、1-5 正套。单边走势上，豆粕 2305 合约在 3600-3800 区间运行；由于前期盘面榨利不佳及现阶段豆粕库存仍处于历史低位，目前豆粕 2301 合约仍在接近历史最高位置波动，从价格历史分位上看显著高于 CBOT 大豆。

图表 1：2022 年内外盘走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、国际市场：南美产量是全球大豆库存重建的关键变量

每年这个时候当年度美豆产量基本确定，市场交易重点转向南美产量及美豆需求；明年2月市场又将照例交易美国23/24年度面积、天气、大豆生长情况。下文我们将就这些问题加以分析。

2.1、拉尼娜余威尚存，阿根廷干旱严重

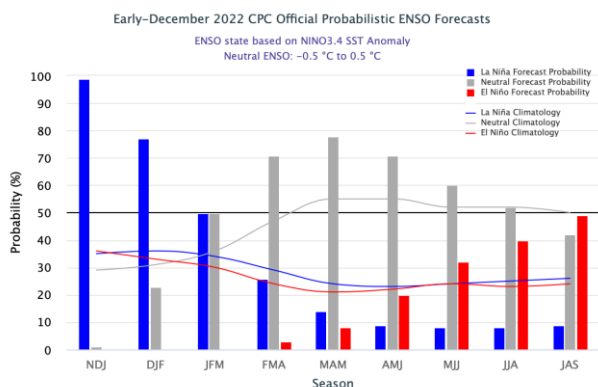
NOAA、澳大利亚气象局、日本气象局均显示拉尼娜气候现象将持续至明年春季，随后转为ENSO中性。我们在2021年年报中详细回顾过历史数据，发现拉尼娜持续的时间、强度（尼诺海区海平面温度异常值）和单产是否下降、降幅多少之间并不存在线性规律，但较为明确的是巴西南部 and 阿根廷大豆单产在拉尼娜年份里下降概率更大。

到目前为止，巴西南部 and 阿根廷确实面临更为严重的干旱，符合拉尼娜气候现象的特征。CONAB报告显示截至12月10日巴西全国大豆种植率95.9%，其中南部主产州帕拉纳种植率99%，南里奥格兰德85%，南里奥格兰德大豆面临轻度干旱。阿根廷干旱尤为严重，截至12月6日全国大豆种植率37.1%（去年同期和五年均值分别为57.1%和61.4%），出苗率14.9%（去年同期和五年均值分别为34.1%和37.2%）；优良率和土壤墒情均较一周前下降，远不及去年同期；且气象预报显示未来2周阿根廷大豆核心产区仍难见到充足的降水。

现在判断南美的最终单产为时尚早，巴西产区从12月起才陆续进入关键生长期，阿根廷则至少要等到1-2月（考虑到今年晚播，关键生长期可能更晚），因此后期还需密切关注产区的天气形势及大豆生长情况。目前机构维持对南美产量的乐观预期，CONAB和

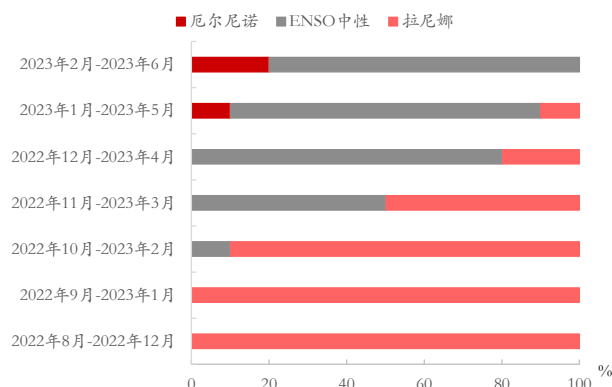
USDA 在 12 月供需报告中分别预估巴西 22/23 年度产量为 1.5348 亿吨和 1.52 亿吨；布宜诺斯艾利斯、罗萨里奥谷物交易所预估阿根廷产量为 4800 万吨，USDA12 月供需报告预估为 4950 万吨。

图表 2：美国海洋及大气管理局 ENSO 展望



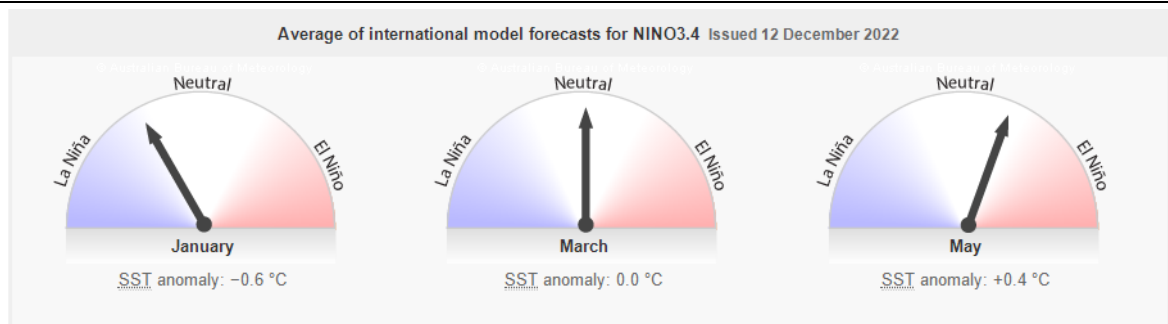
资料来源：NOAA

图表 3：日本气象局 ENSO 展望



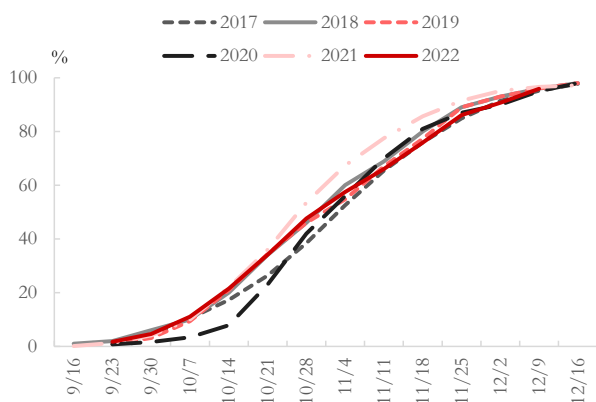
资料来源：日本气象局，东证衍生品研究院

图表 4：澳大利亚气象局 ENSO 展望



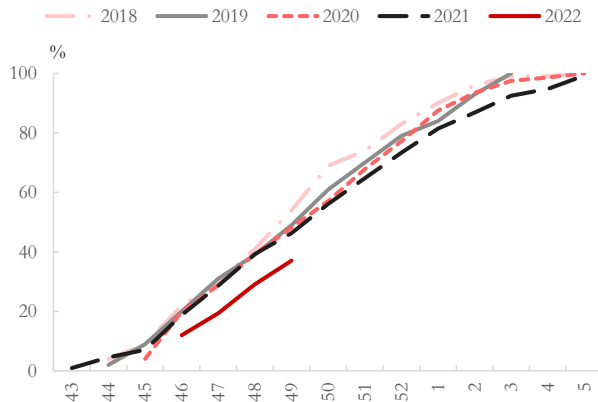
资料来源：澳大利亚气象局

图表 5：巴西大豆种植进度



资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 6：阿根廷大豆种植进度



资料来源：布宜诺斯艾利斯谷物交易所，东证衍生品研究院

2.2、南美产量决定 22/23 年度美国及全球大豆平衡表调整方向

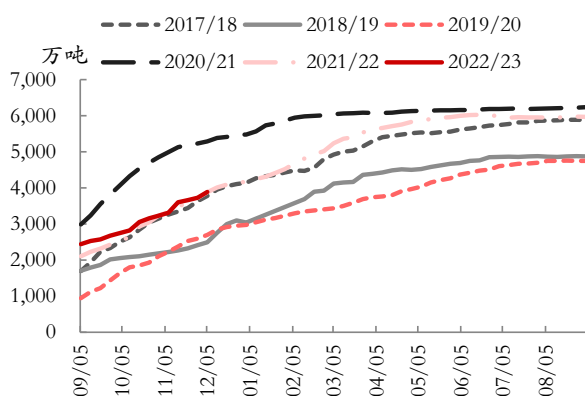
南美产量对美国及全球大豆平衡表未来调整方向至关重要，它既会影响 USDA 后期对美国出口需求的调整，也决定了 22/23 年度全球大豆期末库存水平。

USDA 数据显示截至 12 月 1 日 22/23 年度累计出口订单为 3887.4 万吨（同比增 0.18%），累计出口装船 2117.3 万吨（同比降 9.92%），均处于历史同期中等水平。今年美国出口数据本就差强人意，主要原因有二：首先，9 月下旬至整个 10 月美国密西西比河水位明显偏低，驳船运费和出口 CNF 相应大涨，内河运输受阻不利美国出口。其次，阿根廷 9 月 5-30 日实施大豆优惠汇率政策，刺激农户销售意愿，9-10 月阿根廷共出口大豆 328 万吨，一定程度挤占美豆出口份额。而 11 月底阿根廷政府宣布 11 月 28 日至 12 月 31 日再次恢复大豆优惠汇率，新一轮优惠汇率相比 9 月激励程度更大，因此保守估计在新政策下阿根廷至少还能够再出口 300+万吨大豆。

巴西是美国出口大豆的重要竞争对手。21/22 年度巴西和美国大豆出口占全球比重分别为 51.5%和 38%，一般情况下巴西在 2 月接棒美国成为全球大豆出口主力。由于目前市场对巴西新作产量持乐观预估，巴西远月船期 CNF 具有显著优势。如果巴西能否如期丰产，留给美豆出口的时间似乎并不太多。

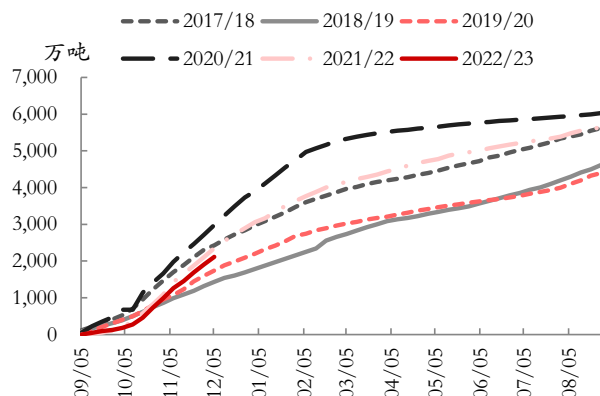
除此之外，在经历了 21/22 年度南美历史最大幅度减产、22/23 年度美国单产不及预期之后，22/23 年度南美产量决定了全球大豆期末库存水平。USDA 12 月供需报告预估 22/23 年度巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.52 亿吨和 4950 万吨；全球期末库存 1.02714 亿吨，较 21/22 年度增加 713 万吨，全球期末库存的恢复几乎完全取决于南美产量。

图表 7：美豆累计出口订单



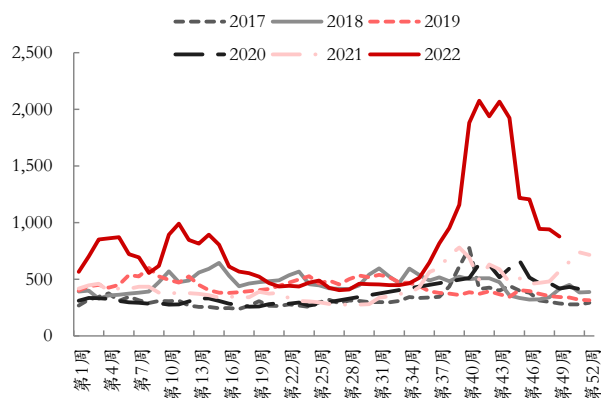
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 8：美豆累计出口装船



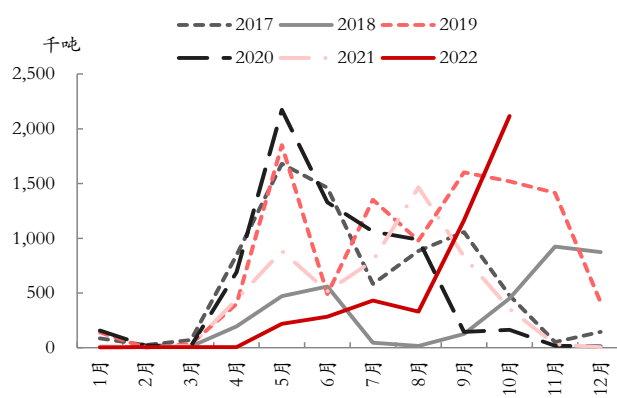
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 9: 美国驳船运费



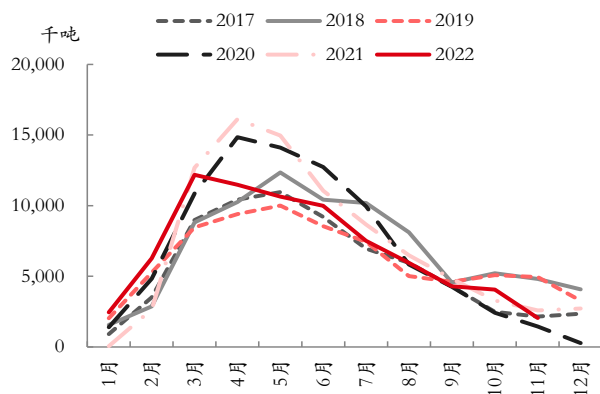
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 10: 阿根廷大豆月度出口



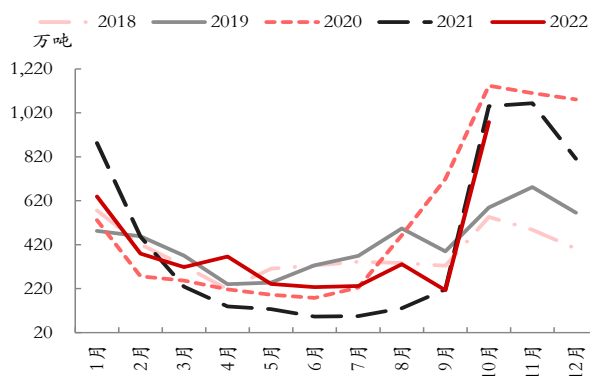
资料来源: 阿根廷农业部, 东证衍生品研究院

图表 11: 巴西大豆月度出口



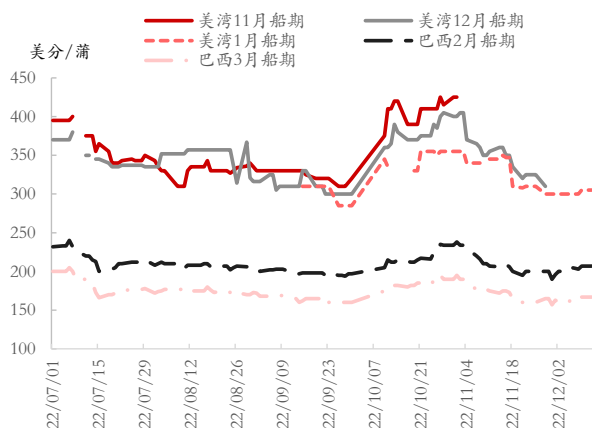
资料来源: 巴西海关, 东证衍生品研究院

图表 12: 美国大豆月度出口



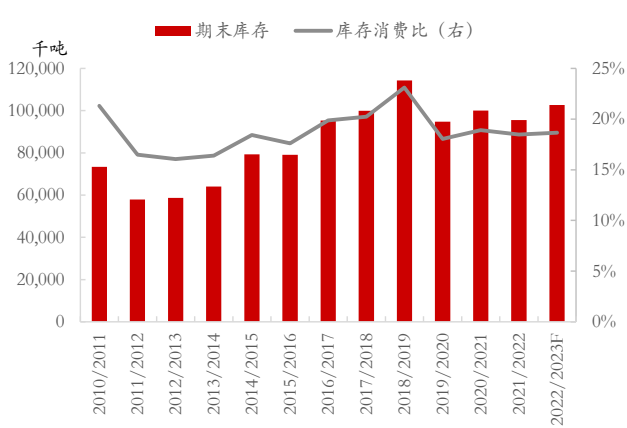
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 13: 巴西及美湾远期出口 CNF



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 14: 全球大豆期末库存及库存消费比



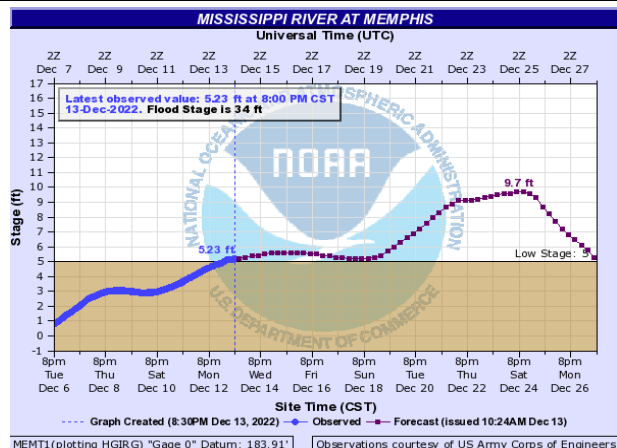
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

2.3、美国需求：还需关注物流对出口影响，压榨长期向好趋势不变

上文我们分析了巴西产量前景、阿根廷出口政策潜在利空美豆出口，除此之外我们还需要关注物流对美国出口的影响。2022年9月下旬-10月美国内河运输一度扰乱秋粮装运和出口，现阶段担忧暂时告一段落。过去一周密西西比河谷降水持续提升水位，未来7天密西西比河一带还有最多累计超过5英寸的降水；NOAA最新调整后的田纳西孟菲斯水位为5.23英尺（低水位线位5英尺），12月下旬水位峰值将达到9.7英尺，随后逐渐回落。河流水位归根结底是天气问题，未来持续关注。

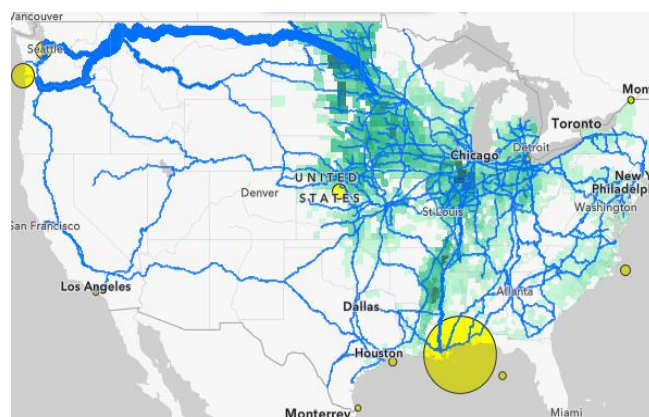
对大豆而言，铁路是次于水路的最重要运输方式。2019年美国驳船共运输3120万吨大豆，铁路共运输2375万吨大豆。美湾出口主要依靠驳船或铁路+驳船的组合方式，美西出口则主要依靠铁路。由于前期水位偏低影响驳船运输，预计铁路运输占比可能提升。和驳船运费类似，铁路运输也存在着显著的季节性，每年秋收后的10月至次年1月需求量增加；但和驳船运费多年来走势相对稳定不同，铁路运价持续上行，大豆铁路运费从2010年的3400美元/车（91.9美分/蒲）升至目前近6000美元/车（162.2美分/蒲），铁路运价也将影响美豆出口报价。

图表 15：孟菲斯监测站水位情况



资料来源：NOAA，东证衍生品研究院

图表 16：美豆铁路运输线路图



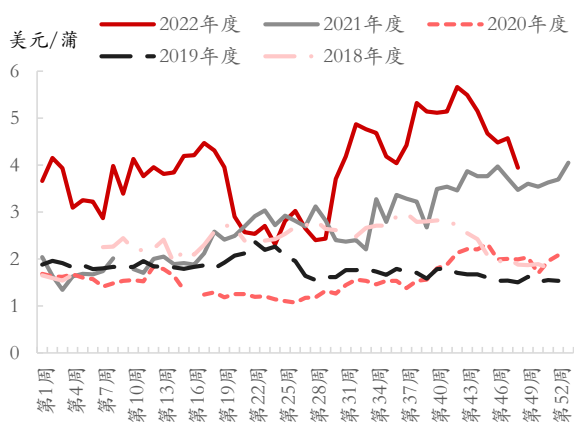
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

备注：绿色大豆主产区，黄圈港口大豆检验量，蓝线大豆铁路运输量

由于压榨利润丰厚、美国政策支持，市场长期看好美国国内大豆压榨需求。目前产地大豆榨利仍处于历史高位，USDA12月12日报告显示主产地大豆压榨利润在4.06-4.33美元/蒲区间。生柴生产利润和掺混利润良好，RINs价格高位运行，可再生柴油产能不断增加并超过第一代生柴产能。美豆压榨数据也表现良好，NOPA报告22/23年度9、10月合计压榨大豆3.4257亿蒲，同比增1.42%。

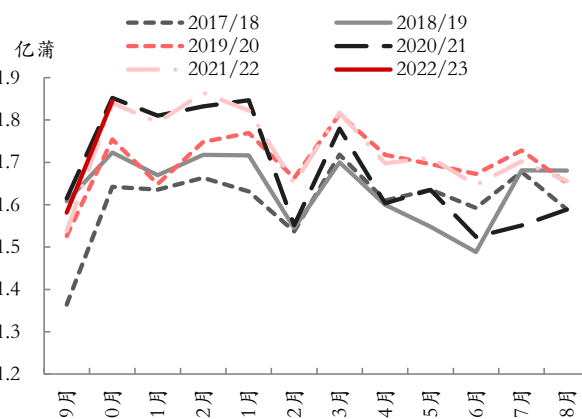
但12月1日EPA未来三年可再生燃料掺混义务量(RVOs)不及市场预期,同时EPA还允许菜油作为投料生产可再生柴油和其它生物燃料、将电力纳入RINs交易,这些都潜在利空美豆油工业需求,造成短期美豆油剧烈下跌。不过我们认为这一短期事件并不改变美豆压榨需求长期向好的趋势,USDA在12月供需报告中下调22/23年度豆油工业需求2亿磅,但22/23年度全年豆油作为生物燃料的消费仍能达到116亿磅,年比增12.1%。随着美国可再生柴油产能不断增加和投产,美国压榨逐年稳定增长相对确定。

图表 17: 美国国内大豆压榨利润



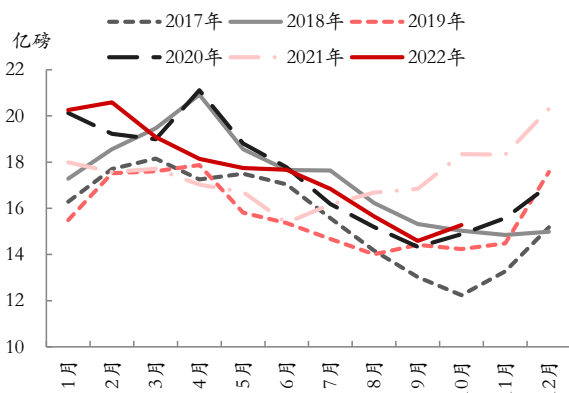
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 18: NOPA 美豆月度压榨



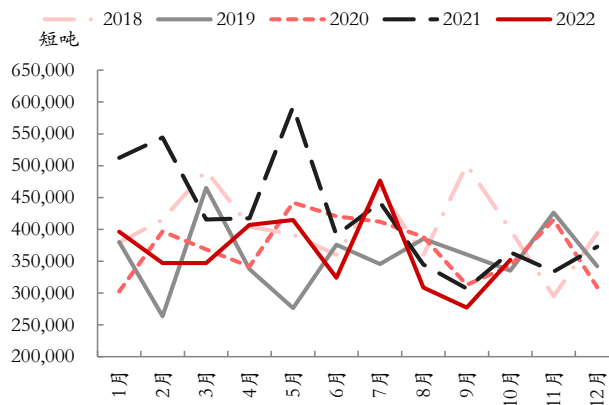
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 19: NOPA 美豆油库存



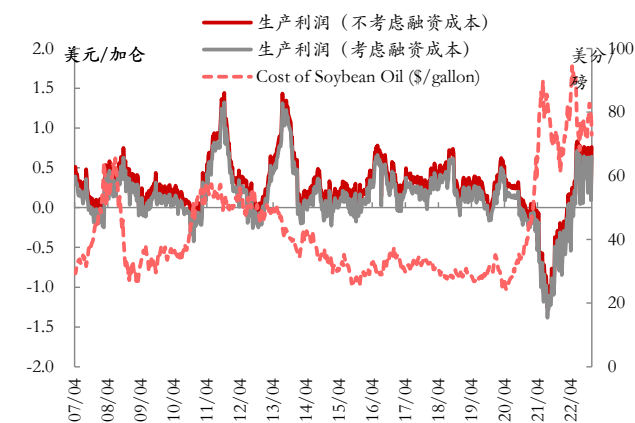
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 20: 美豆粕月度库存



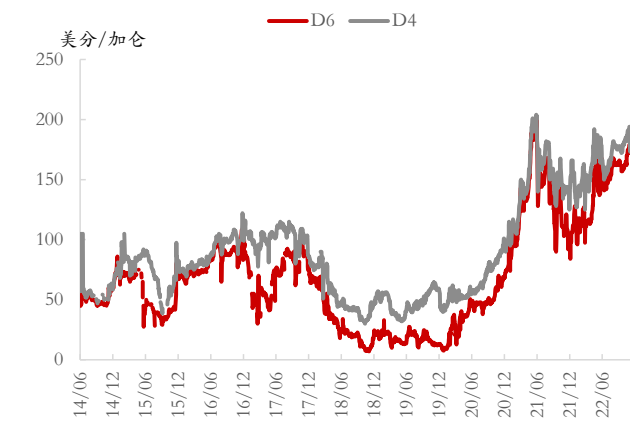
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 21: 生柴生产利润 vs 美豆油价格



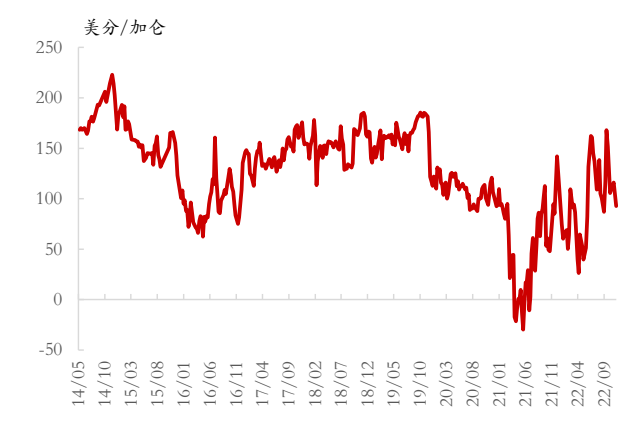
资料来源: CARD, 东证衍生品研究院

图表 22: RINs 价格



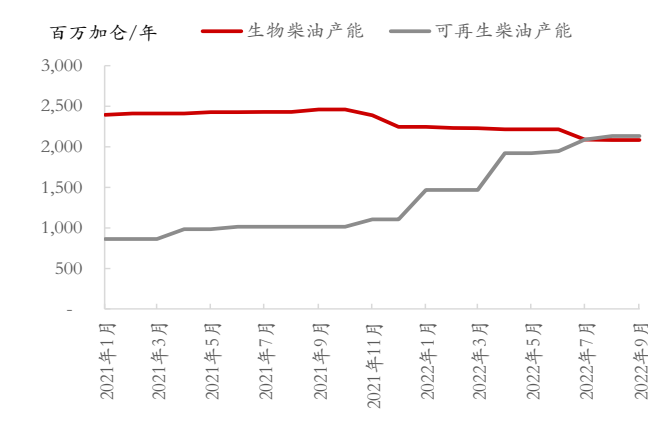
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 23: 生柴掺混利润+税收抵免+RIN-D4 价格



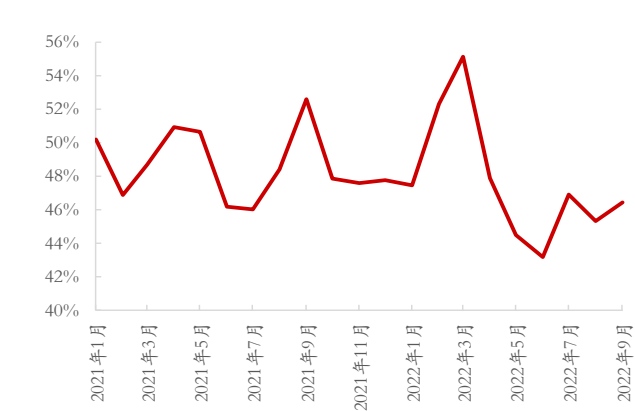
资料来源: CARD, 路透, 东证衍生品研究院

图表 24: 美国 BD 和 RD 产能



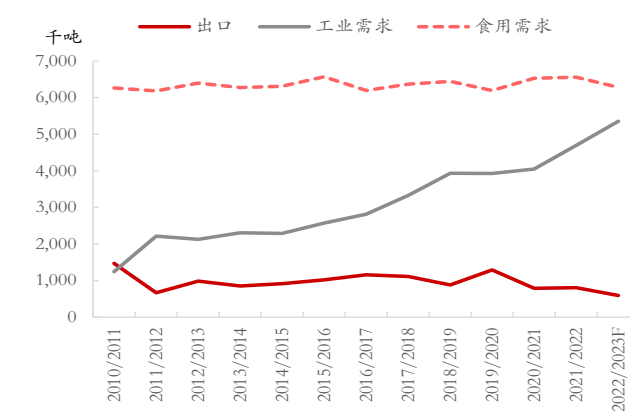
资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

图表 25: Biofuels 油脂原料中豆油占比



资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

图表 26: 美豆油需求分类



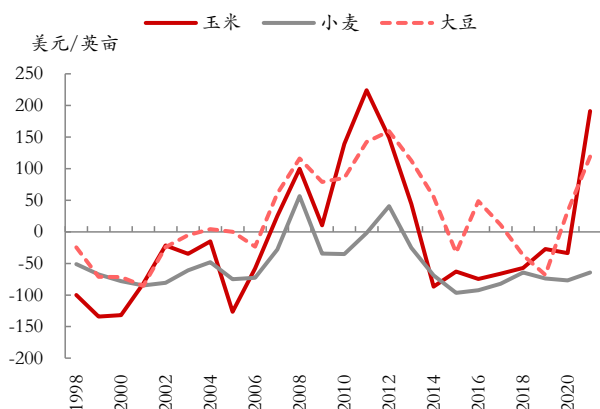
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

2.4、23/24 年度：美豆新年度面积或保持高位

2022/23 年度 USDA 每次公布大豆种植面积都格外牵动市场神经。一方面，受俄乌冲突更加利好谷物影响，CBOT 大豆 11 月合约/玉米 12 月合约比价在 2-5 月持续走低。大豆/玉米比价作为面积的最好前瞻指标，比价下降不利大豆种植面积增加。另一方面，能源危机背景下又遇到俄乌战争，俄罗斯和白俄罗斯是世界重要的化肥出口国，化肥成本成倍增加对玉米种植影响更大，又预示着大豆面积可能因此增加。在今年 3 月 31 日种植意向报告中，USDA 预计美国 22/23 年度大豆种植面积为历史最高 9095.5 万英亩，远超市场平均预估的 8870 万英亩，比价指标失效、化肥成本影响占据主导。但随后由于春播时期北部主产州降水过多影响种植，在 6 月 30 日实播面积报告中 USDA 又下调美豆种植面积至 8830 万英亩，远低于市场平均预估的 9045 万英亩。在市场对面积不乏疑惑、等待 9 月供需报告中 USDA 再次调整面积时，我们参考 FSA 和 NASS 历史数据得出的规律失效，USDA 数据第三次超市场预期。

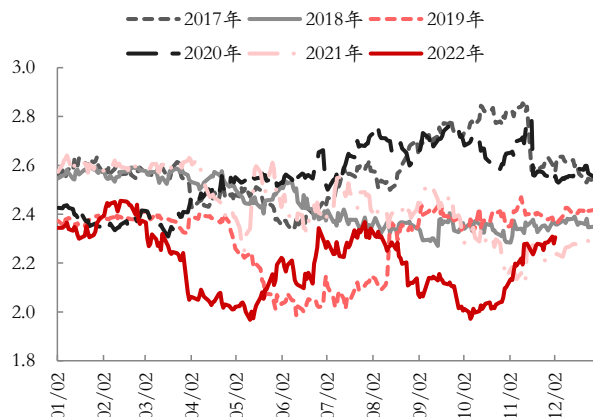
展望 23/24 年度，当下和一年前都面临着大豆/玉米比价偏低、化肥成本居高不下的局面。如果参考去年，化肥成本对种植面积的影响更大，那么 23/24 年度美国大豆种植面积有望继续保持高位。同时，我们预计小麦仍然是美国三大作物中种植收益最差的一个，面积可能持续压缩，在大豆+玉米+小麦三者总面积相对稳定的情况下，农户将分配更多面积给大豆和玉米。2023 年 2 月 USDA 将公布未来十年基线预测(Baseline Projections)，2023 年 2 月 23-24 日 USDA 展望论坛召开，USDA 将于 3 月 31 日公布种植意向报告，6 月 31 日公布实播面积报告，从 2022 年起改为在每年 9 月供需报告中再次调整面积（以往大多数年份是 10 月），保持关注。

图表 27：完全成本下美国农作物种植收益



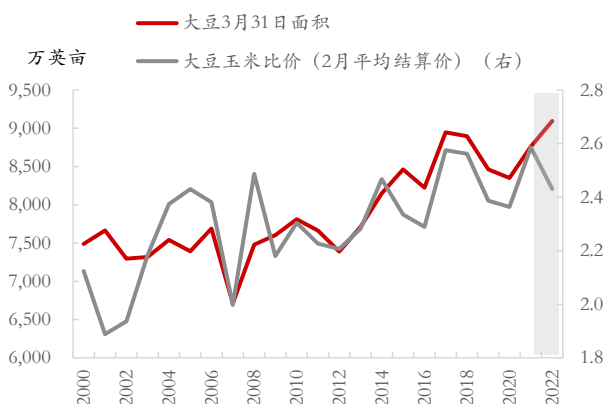
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 28：CBOT 大豆/玉米比价



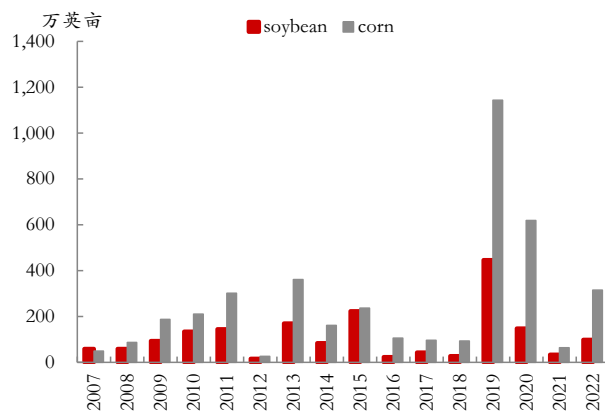
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 29: 大豆/玉米比价和黄豆种植面积



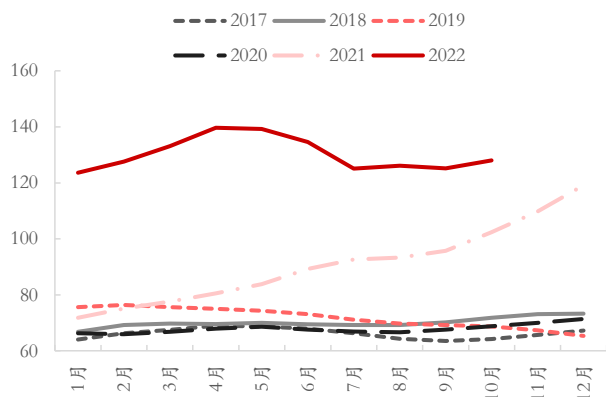
资料来源: USDA, Wind, 东证衍生品研究院

图表 30: 美国大豆及玉米弃种面积



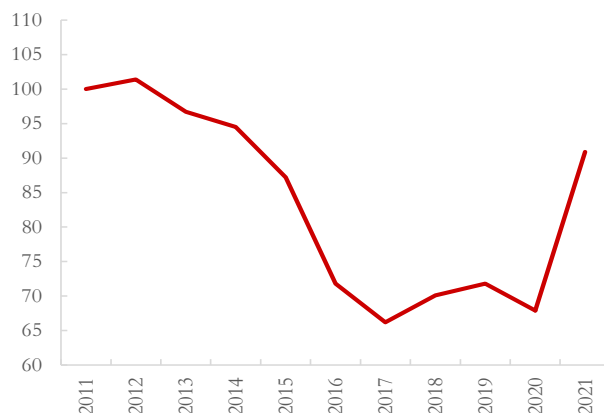
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 31: 美国肥料已付价格指数-月度 (2011 年=100)



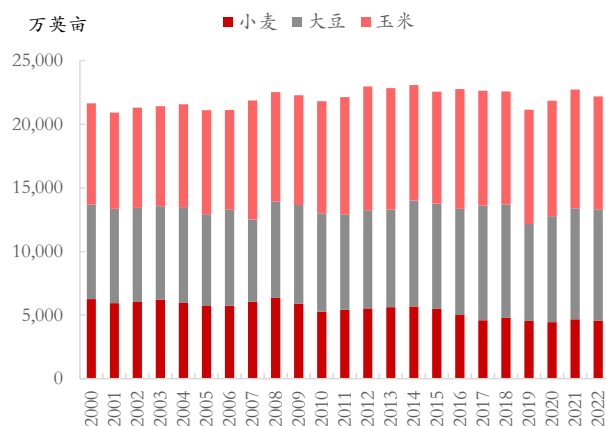
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 32: 美国肥料已付价格指数-年度 (2011 年=100)



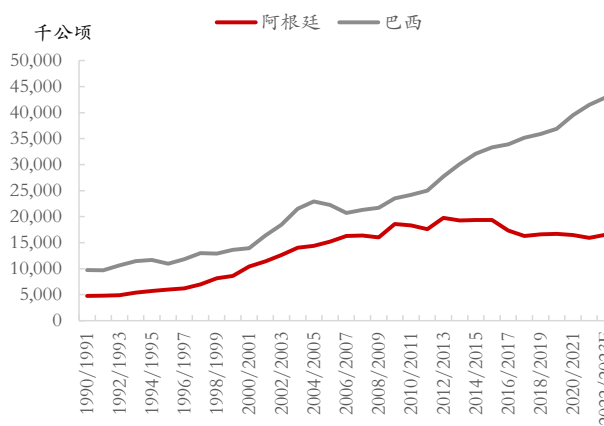
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 33: 美国三大农作物种植面积



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 34: 巴西大豆及玉米收获面积

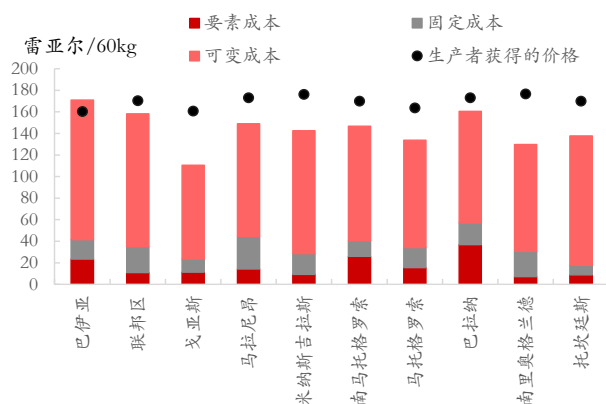


资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

巴西大豆种植面积连续多年增长。2022 年在雷亚尔汇率总体稳定、国际大豆价格维持高位的情况下，主要因化肥等成本上升，巴西大豆和玉米种植收益均有所下降，但大豆种植收益仍显著好于玉米。CONAB 在 12 月供需报告中预估巴西 22/23 年度大豆种植面积为 4340.78 万公顷，较 11 月预估略上调，较上年增加 4.6%。

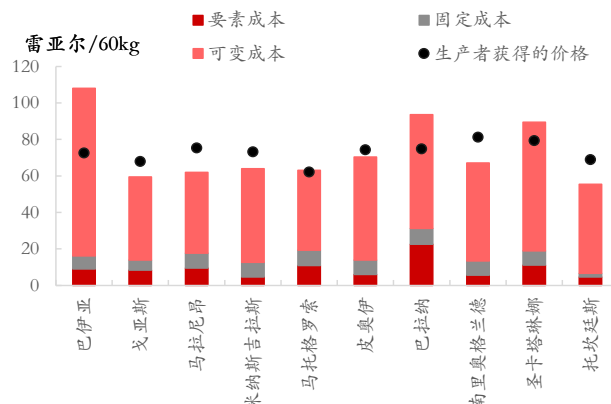
联合国粮农组织数据显示巴西可耕地资源持续稳定增加，巴西大豆种植面积在过去 30 年里从 975 万公顷增加至 4000 万公顷以上。大豆种植收益好于其它农作物固然是原因之一，但如此多的新增面积从何而来？不同机构各执一词，有报告称巴西新增大豆种植面积主要来自于退化的草场，但也有研究表明过去 30 年里超过 2000 万公顷的森林覆盖率因大豆种植而消失。2022 年 11 月巴西新任总统卢拉承诺抢救亚马逊雨林，从长期角度，卢拉的施政纲领能否落实将切实影响巴西大豆面积继续增长空间。

图表 35：巴西大豆成本与收入（2022 年 7 月）



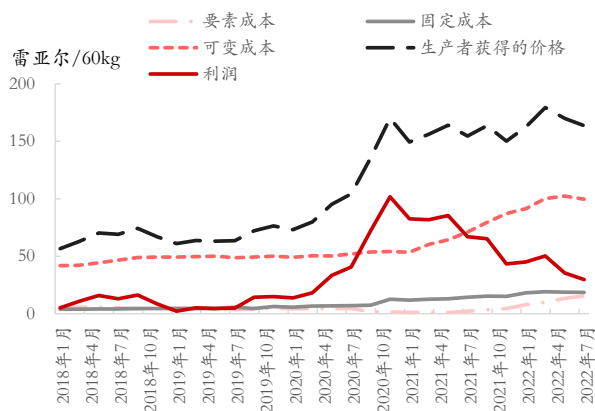
资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 36：巴西玉米成本与收入（2022 年 7 月）



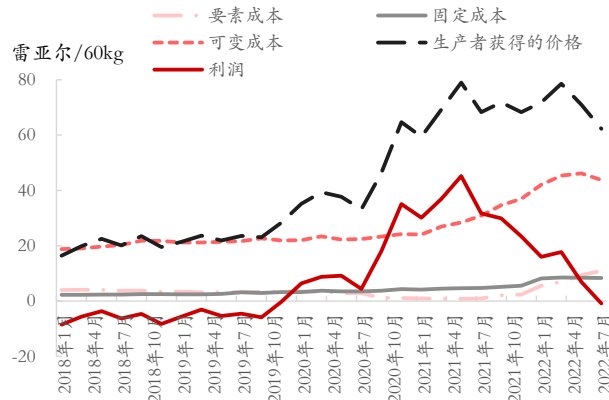
资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 37：马托格罗索州大豆种植成本收益变化



资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

图表 38：马托格罗索州玉米种植成本收益变化



资料来源：CONAB，东证衍生品研究院

3、国内市场：需求回归正轨，中国进口大豆需求有望增加

21/22 年度是我国鼓励大豆等油料作物种植的一年，是进口大豆盘面榨利亏损、正套逻辑屡试不爽的一年，也是新冠疫情反复、豆粕需求先抑后扬的一年。22/23 年度，市场将会有怎样的变化，我们分别从供需角度加以分析。

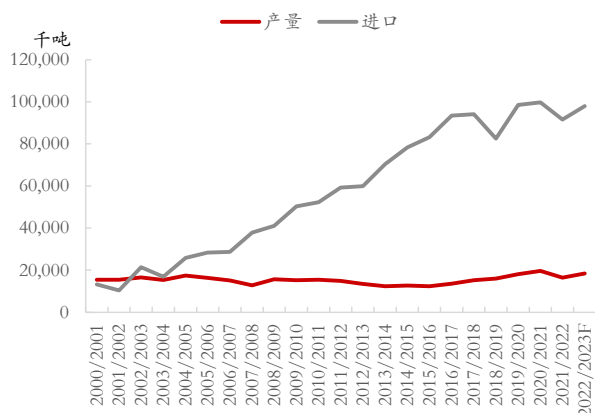
3.1、国产大豆面积、产量双双增加，流入压榨数量有所增加

2021 年 12 月 25 日中央农村工作会议、2022 年 1 月 4 日中央一号文件明确“大力实施大豆和油料产能提升工程”。提出加大耕地轮作补贴和产油大县奖励力度，在黄淮海、西北、西南地区推广玉米大豆带状复合种植，在东北地区开展粮豆轮作，在黑龙江省部分地下水超采区、寒地井灌稻区推进水改旱、稻改豆试点，在长江流域开发冬闲田扩种油菜，开展盐碱地种植大豆示范。2022 年 1 月中旬《“十四五”全国种植业发展规划》提出到 2025 年力争大豆种植面积达到 1.6 亿亩左右、产量达到 2300 万吨左右，推动提升大豆自给率。

在政策引导下，各省份积极制定目标任务，根据中国大豆产业协会，2022 年黑龙江、内蒙古、吉林、辽宁面积同比增 17%、32%、22%、6%，四省共增加大豆种植面积约 1500 万亩至 9250 万亩，增幅 20%。根据 CAOC（农业农村部市场预警专家委员会）发布的 12 月供需报告，2022 年我国国产大豆产量达到 1948 万吨，同比增 18.8%。

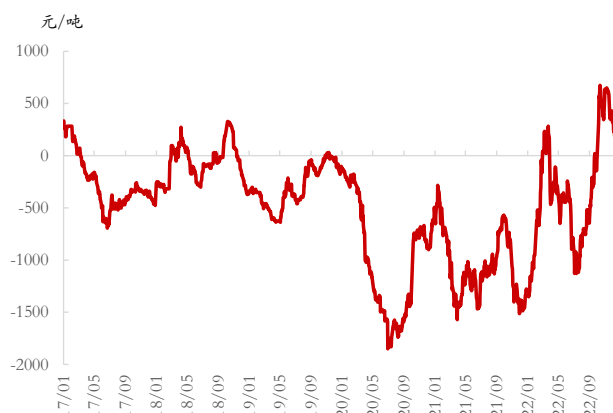
国产大豆增产价跌，而年内豆油豆粕现货价格出现几波大涨行情，以至于国产大豆压榨也出现不菲利润。在良好榨利的提振下，据悉黑龙江省内油脂加工企业陆续开机甚至满负荷加工。根据中国大豆产业协会，如果闲置的压榨企业重新开机直至满负荷加工，每月大约能新增 15-20 万吨国产大豆需求；如果按照全年满负荷开机计算则新增国产大豆需求量在 200 万吨左右。不过，和进口大豆数量相比，国产大豆压榨能够提供的豆粕、豆油供应增量仍十分有限，豆粕的成本及供给主要由进口大豆决定。

图表 39: 国产大豆产量及中国大豆进口量



资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 40: 国产大豆压榨毛利



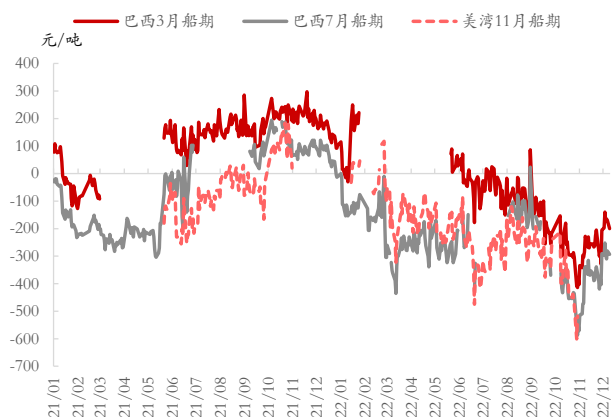
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.2、盘面榨利好转有望提振中国买需

盘面榨利是未来数月我国进口大豆数量的前瞻指标，一般榨利越差则油厂买船数量下降、节奏放缓。除非遇到极端情况，如非洲猪瘟疫情爆发、下游养殖持续深度亏损等，豆粕需求表现相对平稳，因此进口大豆数量下降往往意味着油厂大豆和豆粕去库，对应的就是现货基差走强。此外，油厂实际经营利润由豆油、豆粕现货价及进口大豆成本决定，如果盘面给不出良好的榨利，油厂的远期基差报价势必上涨。以上所述正是贯穿 2022 年全年的主基调。除此之外，阶段性新冠疫情蔓延导致的卸货速度缓慢也在某些月份导致海关进口数据低于市场预期。

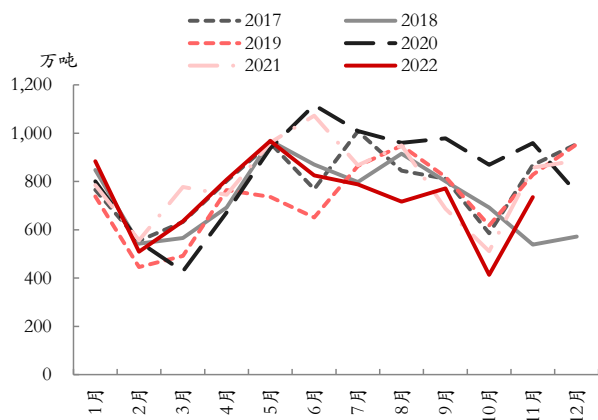
11 月起至今我国进口大豆盘面榨利持续好转，巴西 3 月船期对连盘 5 月压榨毛利由-414 元/吨升至目前-200 元/吨左右。盘面榨利的持续好转有利于中国增加大豆进口。根据钢联最新统计，12 月油厂进口大豆数量为 910 万吨（加上进储备数量则大豆到港数量超过 1000 万吨），1 月 750 万吨，2 月 530 万吨，远期进口到港还可能调整。

图表 41: 盘面压榨毛利



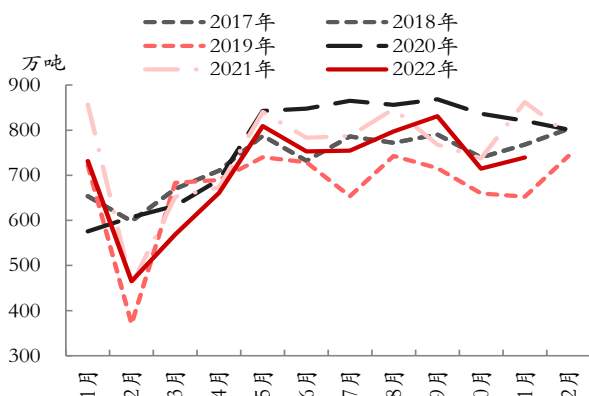
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 42: 中国大豆进口量



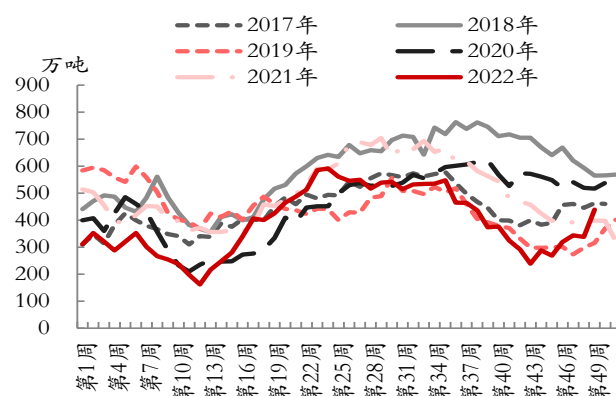
资料来源: 海关, 东证衍生品研究院

图表 43: 中国大豆压榨量



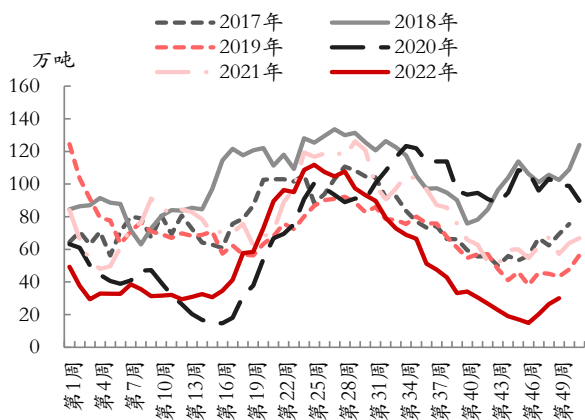
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 44: 油厂大豆库存



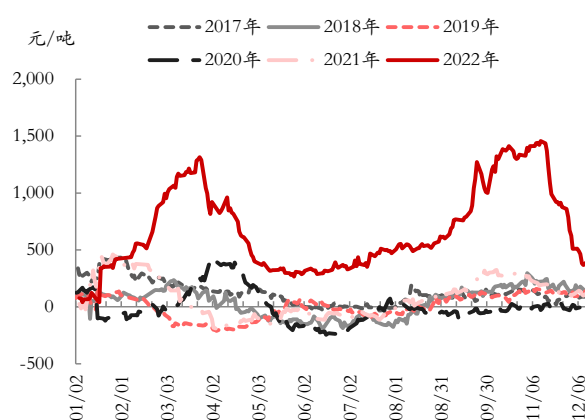
资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 45: 油厂豆粕库存



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

图表 46: 华东-1月豆粕基差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.3、22/23 年度豆粕需求或回归正轨

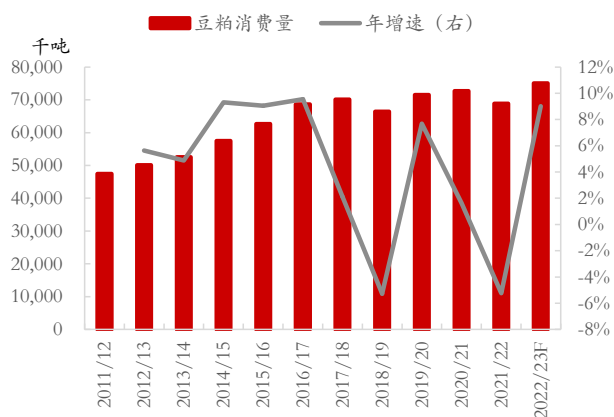
豆粕需求首先要关注生猪存栏及养殖利润。存栏增加有利豆粕消费，但存栏增加往往意味着养殖利润恶化，反过来又不利豆粕消费。养殖利润是能繁母猪及生猪存栏变化的最有效前瞻指标，假设暂不考虑其它变量，养殖利润上升刺激存栏稳定增加的阶段，豆粕消费最好；反之，养殖利润持续恶化导致存栏逐渐去化的过程中，豆粕消费最差。其余时间内，养殖利润和豆粕消费的相关性更高。

11-12 月生猪价格大幅下跌，养殖利润随之下降，但目前仍为正利润。冬季及节假日消费旺季到来，需求的确有所增加但增幅不及预期。此外，前期由于看好旺季价格导致的二次育肥及压栏供给在此时陆续释放、疫情政策优化后需求的恢复还需要时间、情绪利空等因素共同影响下猪价重挫。不过，随着养殖利润逐渐收窄，下游补栏心态受挫，能繁母猪存栏增速明显放缓，因此远期猪价还存在不确定性。展望明年，我们认为全年存栏处于上升趋势，平均养殖利润较今年下降但仍在成本线上运行，意味着豆粕整体饲料需求有一定保障，但不可指望高养殖利润带来的出栏体重增加、蛋白添比增加等因素为豆粕消费带来额外增量。

疫情防控政策也对豆粕需求产生间接影响。国家不断优化疫情防控政策后，早期市场仍呈现一定程度混乱状态，后期若能够逐步趋向平稳、所有经济生产活动恢复正常，则 2023 年我们不会再看到因大范围封控居家导致的外出餐饮消费需求骤降（利好植物油及猪肉需求），也不会看到港口卸货缓慢、企业开机率下降、物流受阻导致区域间供需严重错配。

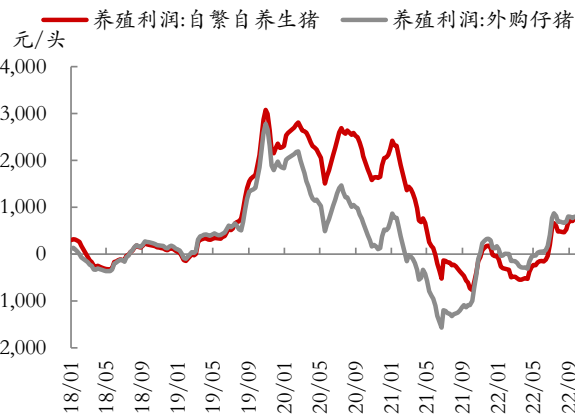
替代品方面，豆菜粕的需求替代只是影响价格的一方面，供应端的差异可能更加重要；另外统计套利并不牢靠。当前豆菜粕价差处于历史高位，供给端的原因包括南美能否丰产还具有不确定性、中国进口大豆盘面榨利不佳、大豆进口量不及预期，而加拿大菜籽丰产、进口菜籽榨利良好、预计 11-12 月我国合计进口菜籽数量超过 100 万吨；需求端的原因则在于冬季是菜粕水产需求淡季、而四季度至春节前是豆粕消费旺季。目前不具备做缩价差的基本面条件及驱动。

图表 47：我国豆粕年度消费及增速



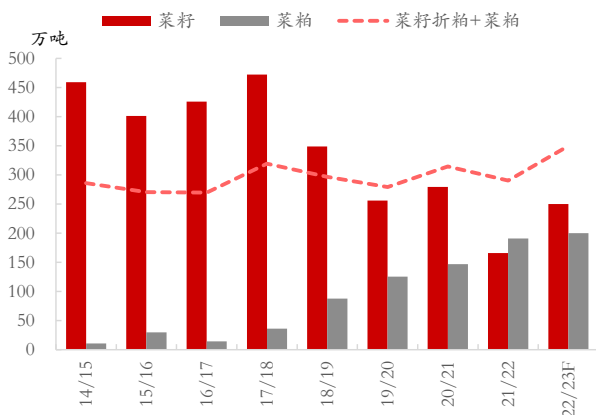
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 48：生猪养殖利润



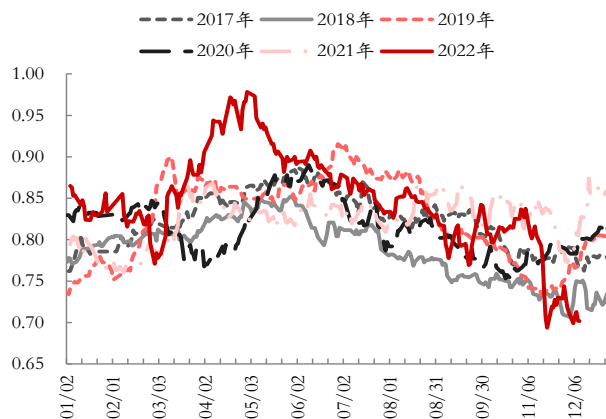
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 49：中国菜籽及菜粕进口量



资料来源：海关，USDA，东证衍生品研究院

图表 50：广东菜粕/豆粕现货比价



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

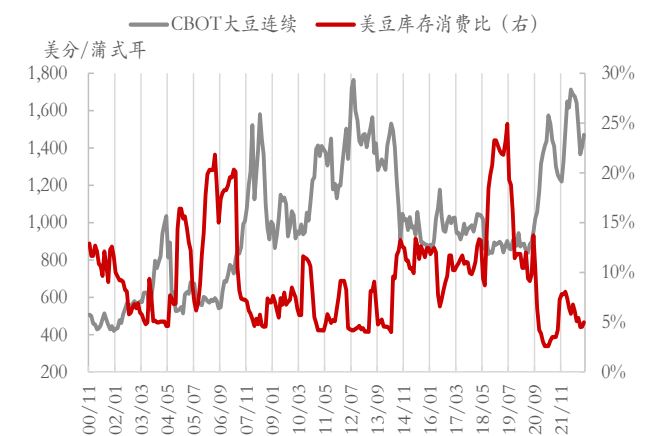
4、行情展望

纵观 CBOT 大豆历史走势，大致呈现 3-4 年一个周期。根本原因有二：最重要的是气候周期——历史上多数年份里厄尔尼诺和拉尼娜交替发生、周而复始，因此丰产与歉收也轮番上演。其次在于蛛网模型——农场主往往根据上一年的价格（种植收益）决定当年的种植面积，而需求的变动相对稳定，造成了库存和价格的变动。不过这一原因较为次要，美国农民参考 CBOT 大豆/玉米比价、也就是依据当年的预期种植收益而不是上年的种植收益来决定面积，且美国农业保险普及，农场主面临的产量及价格风险有所下降。

为何 2022 年周期的力量似乎失效，我们始终没有等来库存的重建和价格的下行？除俄乌战争、新冠疫情等外部因素外，气候仍是重要原因。厄尔尼诺-拉尼娜交替发生，变成了双峰拉尼娜，今年又再次发展成三峰拉尼娜。2022 年北半球异常高温再次给人类敲响警钟，气候异常影响范围之广之深远或许远超我们想象。在 21/22 年度南美历史大幅度减产、春播期美国北部降水过多导致面积下降之后，22/23 年度南美丰产预期能否兑现决定了全球期末库存水平，也决定了 CBOT 运行中枢。

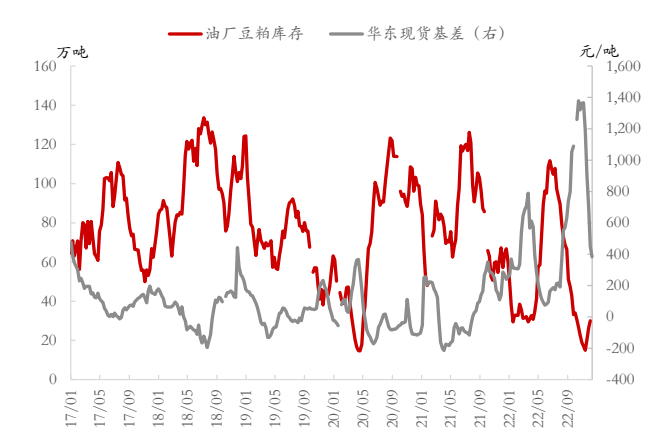
国内方面，2022 年由于超预期事件频发，豆粕主观单边较难把握；相比之下，供需失衡下的月间套利逻辑清晰、走势流畅。目前豆粕远月期价单边仍以跟随 CBOT 大豆为主，但由于 5 月合约深度贴水近月已经部分反映南美丰产，若产量符合预期则单边波动相对有限。现货供需变化（豆粕库存）和现货基差、月差走势高度相关，目前能确定的是，油厂豆粕库存虽然止跌回升但绝对水平仍极低，预计到 12 月底甚至春节前豆粕供应仍难言宽松。远期基差和月差的机会需重点关注油厂买船及进口大豆到港变化。

图表 51: 美豆库存消费比与 CBOT 大豆价格



资料来源: USDA, Wind, 东证衍生品研究院

图表 52: 油厂豆粕库存与现货基差



资料来源: 钢联, 东证衍生品研究院

5、风险提示

产地天气, 俄乌冲突, 国内疫情形势等

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