

## 热点报告-豆粕

### 阿根廷恢复大豆优惠汇率影响分析

走势评级:

豆粕: 震荡

报告日期:

2022 年 11 月 30 日

#### ★阿根廷: 世界上少数对农产品征收高额出口关税的国家

阿根廷对豆类产品征收高额关税由来已久, 除 2015 年更主张市场化的马克里当选总统后曾致力于削减农产品出口关税(后期政策实施受阻), 绝大部分时期阿根廷对出口大豆都征收 30% 以上的关税。2022 年 9 月, 为了刺激农户出售大豆以获得美元, 阿根廷曾实施优惠汇率政策, 2022 年 11 月底阿根廷政府宣布再次恢复大豆优惠汇率。由于阿根廷国内面临恶性通货膨胀, 农民往往愿意持有大豆作为保值资产, 也正因如此, 出口政策的变化直接影响农民的销售积极性。每在降税之后或加税前夕, 农户售粮积极性提振、大豆出口量也相应增加。

#### ★阿根廷大豆优惠汇率政策影响

目前美豆收获完成, 正是美豆出口高峰, 阿根廷大豆 FOB 及海运费用均具有明显价格优势, 阿根廷优惠汇率政策可能挤占美豆出口份额。中国是阿根廷最大大豆出口目的地, 9 月优惠汇率政策下中国增加采购阿根廷大豆, 12 月预计中国仍可能增加购买, 但到港时间可能将在 2-3 月, 难以影响到 1 月豆粕供需。

#### ★后市展望: 国内豆粕供需边际改善, 但仍难言宽松

豆粕 5 月期价主要关注南美大豆产量前景, 1 月合约同时受国际市场及现货供需预期影响。截至 11 月 25 日油厂大豆库存 343 万吨, 豆粕库存 20.2 万吨。钢联预估 12 月我国进口大豆 910 万吨; 考虑到我们对 12 月豆粕需求持乐观态度, 假设 12 月豆粕表需 650 万吨、大豆压榨量 850 万吨, 可推算至 12 月底豆粕库存不过 50-60 万吨(仍在历史同期低位), 大豆库存 400+ 万吨(历史同期中等水平)。因此, 现货对豆粕 1 月期价的支撑仍然存在, 1-5 近强远弱的局面或持续。

#### ★风险提示

天气风险。



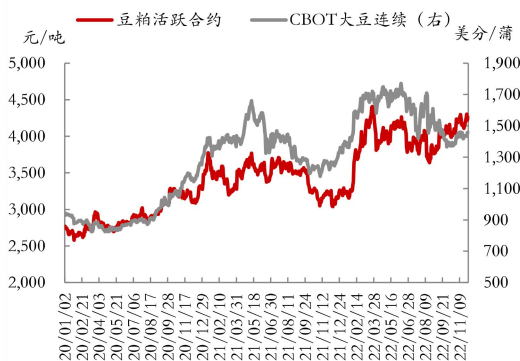
黄玉萍 资深分析师 (油籽&豆类粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询号: Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: [yuping.huang@orientfutures.com](mailto:yuping.huang@orientfutures.com)



**重要事项:** 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告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任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成交易建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺, 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

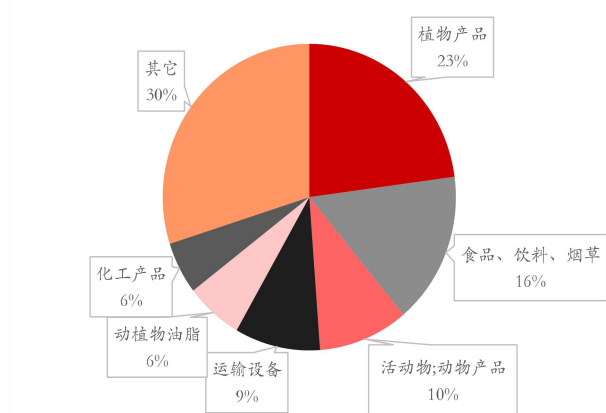
## 1. 阿根廷：世界上少数对农产品征收高额出口关税的国家

阿根廷是全球征收出口关税最高的国家之一，其征税产品范围之广、征税额度之高在全球都极其罕见。阿根廷政府在财政上高度依赖出口关税，2019 年阿根廷对外出口 650.34 亿美元，对华出口 68.14 亿美元，主要以初级产品为主，对大豆、牛肉等征收出口关税是阿根廷重要财政收入来源。

阿根廷是世界第四大大豆生产国，最大的豆油和豆粕出口国，阿根廷对豆类农产品征收高额关税由来已久。如图表 5 所示，出口关税是历届政府重要的施政政策，总体而言，除 2015 年更主张市场化的马克里当选总统后曾致力于削减农产品出口关税（后期政策实施受阻），绝大部分时期阿根廷对出口大豆都征收 30% 以上的关税。2022 年 9 月，为了刺激农户出售大豆以获得美元，阿根廷曾实施优惠汇率政策，2022 年 11 月底阿根廷政府宣布再次恢复大豆优惠汇率。

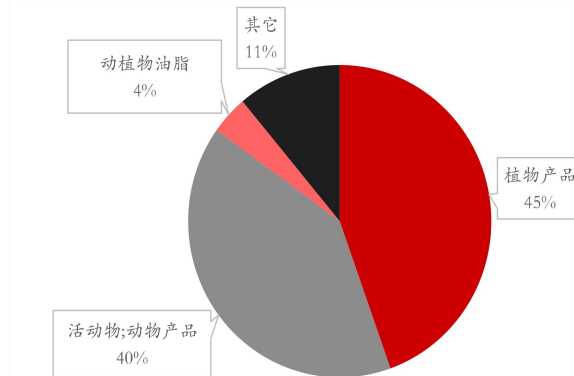
由于阿根廷国内面临恶性通货膨胀，农民往往愿意持有大豆作为保值资产，也正因如此，出口政策的变化直接影响农民的销售积极性。将出口关税政策及阿根廷农户周度大豆销售量、月度大豆出口量对照，很明显每在降税之后或加税前夕，农户售粮积极性提振、大豆出口量也相应增加。

图表 1：阿根廷对外出口商品结构



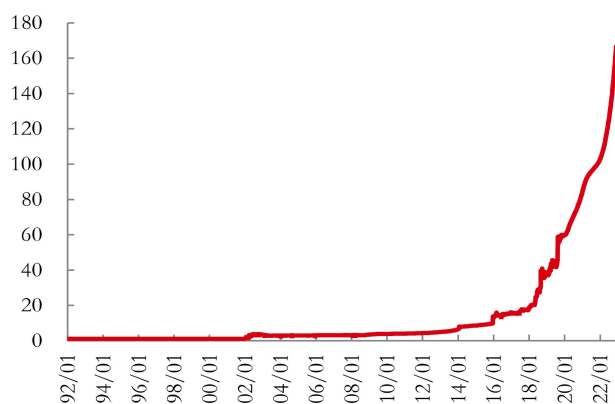
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：阿根廷对华出口商品结构



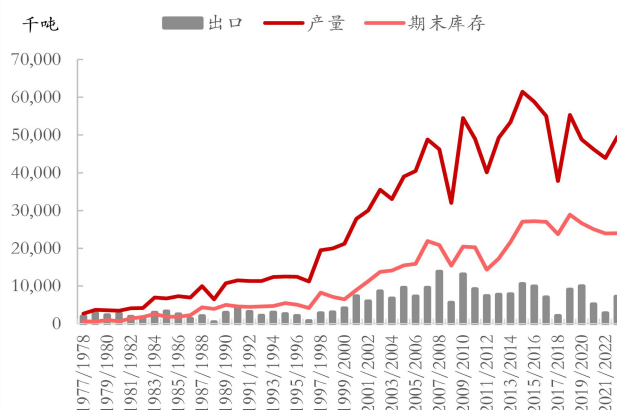
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3: 美元兑阿根廷比索汇率



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 阿根廷大豆出口多年未见明显增加



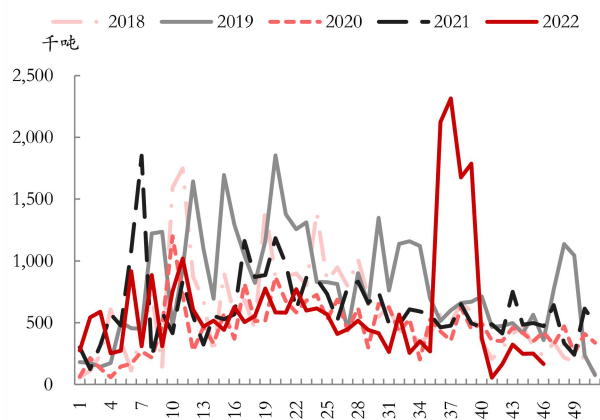
资料来源: USDA, 东证衍生品研究院

图表 5: 阿根廷豆类出口关税演变

时间	出口关税政策
2007-2015 年	总统克里斯蒂娜·费尔南德斯。大豆出口关税 35%，豆油、豆粕出口关税 32%。
2015 年 12 月-2018 年 9 月	2015 年 11 月毛里西奥·马克里当选新一任总统，宣布将大豆出口关税下调至 30%，豆粕出口关税均下调至 27%，并表示将在任期的每一年里下调三者关税 5%。但因财政收支方面考量，2017 年三者出口关税维持不变，但宣布从 2018 年 1 月起每个月下调出口关税 0.5%、持续 2 年，直至大豆和豆粕出口关税分别降至 18%、15%。
2018 年 9 月 3 日	大豆、豆粕出口关税立即从 26%和 23%下调至 18%和 15%，但同时对大豆和豆粕出口分别征收 4 比索/美元和 3 比索/美元的预提税。按照当时美元对比索的汇率，此举实质增加约 10%的关税，出口关税不降反升。该政策于 2018 年 9 月 11 日生效。
2019 年 12 月	新总统阿尔韦托·费尔南德斯就职。宣布将大豆和豆油、豆粕出口关税上调至 30%，随后很快又宣布 2020 年 3 月起上调至 33%。
2020-2021 年	新冠疫情爆发期间，阿根廷政府曾不同程度下调出口关税，但 2021 年 1 月起恢复原税率，即大豆 33%、豆油和豆粕 31%。
2022 年 9 月 5-30 日	为刺激出口增加美元储备，阿根廷政府实施优惠汇率政策，即在此期间可以按照 1 美元=200 比索的汇率（当时官方汇率约 1 美元=150 比索）销售大豆。
2022 年 12 月 1 日起	11 月下旬阿根廷宣布将于 12 月重启大豆优惠汇率政策，汇率将比 9 月时更为优惠，为 1 美元=230 比索。

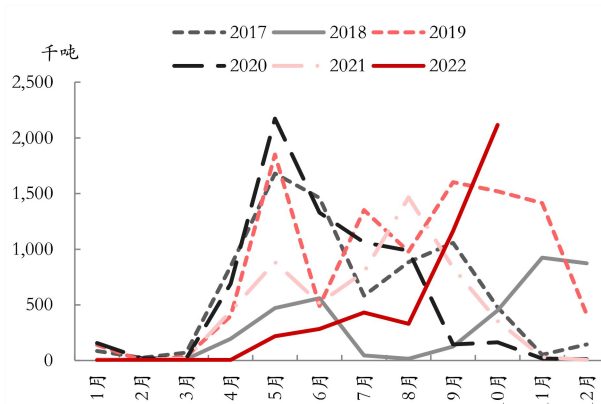
资料来源: 市场公开资料, 东证衍生品研究院

图表 6：阿根廷大豆周度销量



资料来源：阿根廷农业部，东证衍生品研究院

图表 7：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

## 2. 阿根廷大豆优惠汇率政策影响

目前美豆收获完成，正是美豆出口高峰，阿根廷大豆 FOB 及海运费均具有明显价格优势，阿根廷优惠汇率政策可能挤占美豆出口份额。9-10 月阿根廷累计出口大豆 328 万吨，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。截至 11 月 17 日美国 22/23 年度大豆累计订单共 3660 万吨，同比增 1.2%；累计出口装船 1695 万吨，同比落后 9.9%。前期美国内河运输问题一定程度影响大豆出口装运，而往后看如果巴西还如期实现丰产，留给美豆出口的时间似乎并不太多。关注后期 USDA 对美国出口的调整。

中国是阿根廷最大大豆出口目的地，2017-2021 年对华出口平均占其年出口量的 82%。虽然阿根廷豆占我国进口大豆比例不高（2%-10%不等），但也是我国进口大豆的稳定来源之一。9 月优惠汇率政策下中国增加采购阿根廷大豆，9、10 月阿根廷对中国出口量分别为 107 万吨和 205 万吨。12 月预计中国仍可能增加购买阿根廷大豆，但到港时间可能将在 2-3 月，难以影响到 1 月豆粕供需。

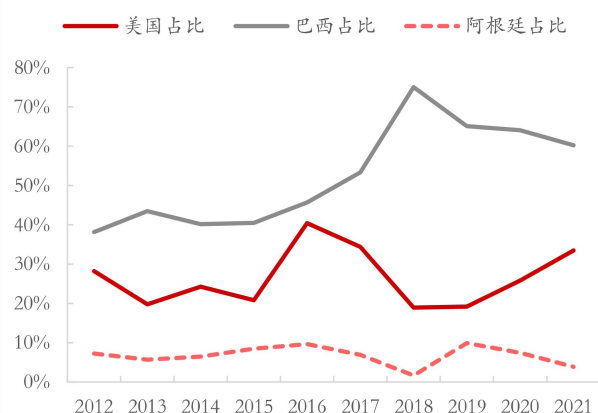
## 3. 后市展望：国内豆粕供需边际改善，但仍难言宽松

豆粕 5 月期价主要关注南美大豆产量前景。目前巴西大豆种植和作物生长总体正常，但阿根廷产区干旱使其种植进度严重落后。12 月巴西产区将陆续进入关键生长期，密切留意天气形势。

豆粕 1 月合约同时受国际市场及现货供需预期影响。由于 11 月以前我国进口大豆不足，大豆和豆粕库存持续下降至历史低位，豆粕基差也因此涨至历史最高。11 月原料供应改善，大豆和豆粕库存先后止跌回升，但绝对水平仍处于历史同期低位。根据钢联数据，

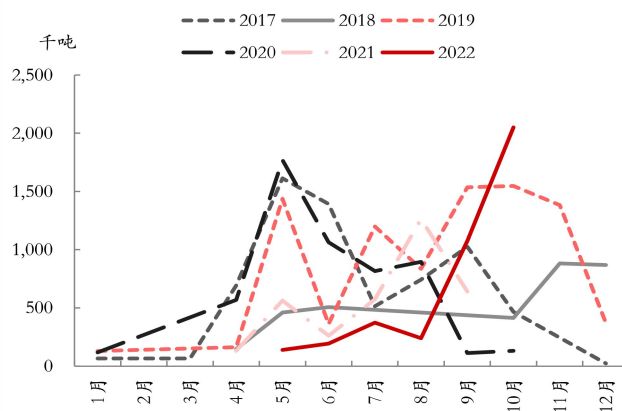
截至11月25日油厂大豆库存343万吨，豆粕库存20.2万吨。钢联预估12月我国进口大豆910万吨；考虑到我们对12月豆粕需求持乐观态度，假设12月豆粕表需650万吨、大豆压榨量850万吨，可推算至12月底豆粕库存不过50-60万吨（仍在历史同期低位），大豆库存400+万吨（历史同期中等水平）。因此，现货对豆粕1月期价的支撑仍然存在，1-5近强远弱的局面或持续。

图表 8：中国进口大豆来源国



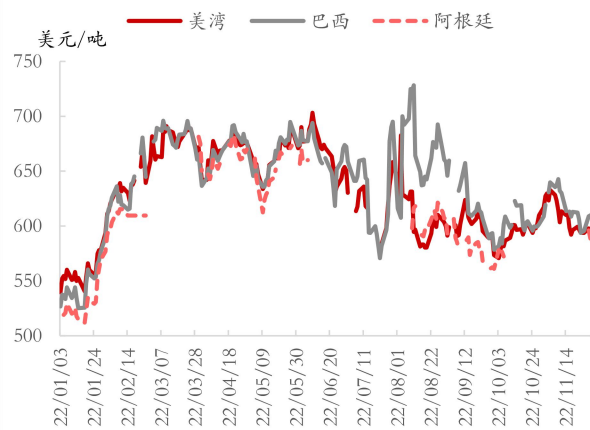
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 9：阿根廷月度对华出口



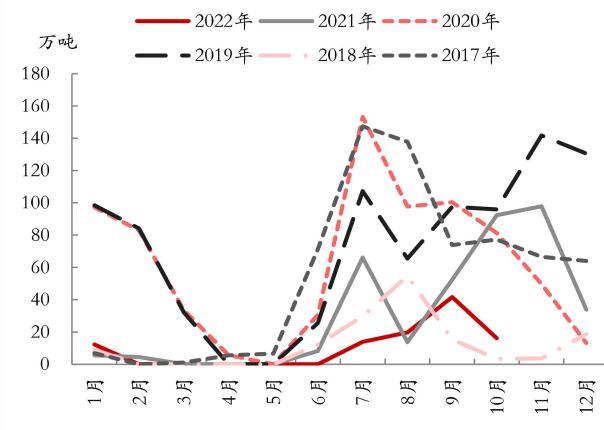
资料来源：阿根廷农业部，东证衍生品研究院

图表 10：12月船期 G3 出口 FOB



资料来源：路透，东证衍生品研究院

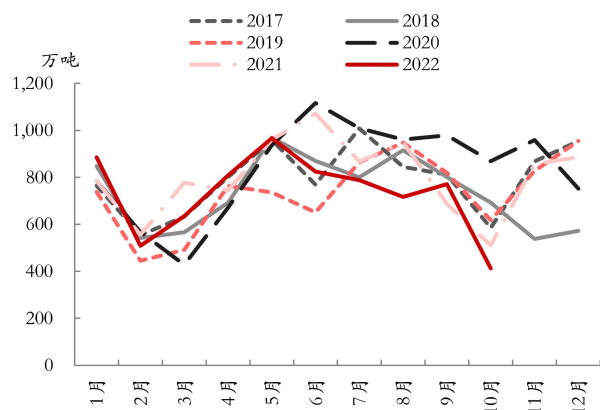
图表 11：中国自阿根廷进口大豆



资料来源：海关，东证衍生品研究院

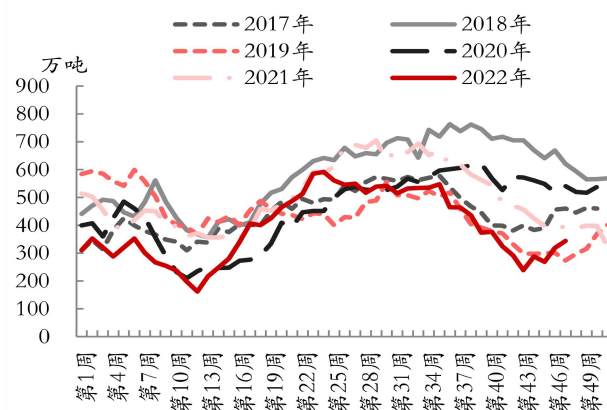


图表 12: 中国大豆进口



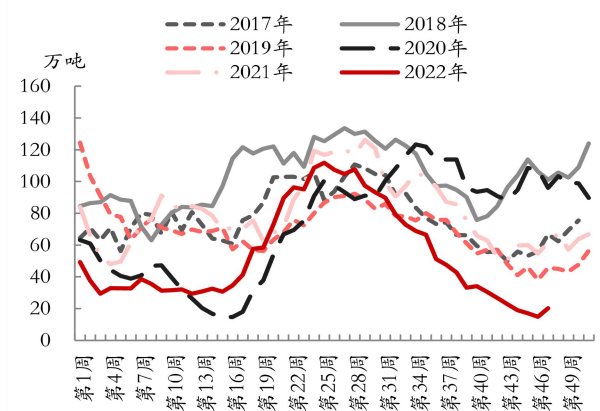
资料来源：海关，东证衍生品研究院

图表 13: 油厂大豆库存



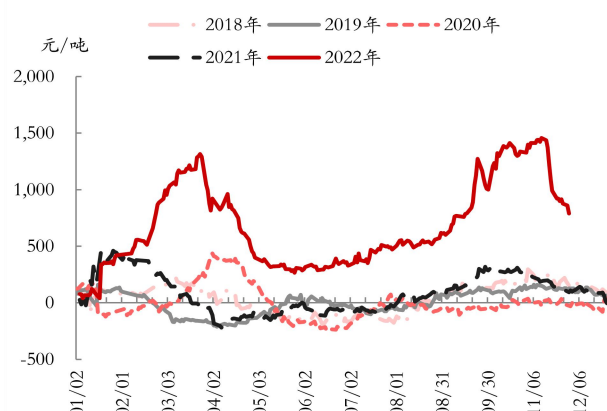
资料来源：钢联农产品，东证衍生品研究院

图表 14: 油厂豆粕库存



资料来源：钢联农产品，东证衍生品研究院

图表 15: 华东-豆粕1月现货基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4. 风险提示

天气风险。

### 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)