

美豆短期缺乏驱动题材，国内豆粕供应迎来拐点

吴晓杰

投资咨询号: Z0014054

近期美豆和国内豆粕市场走势迥异，相对平静震荡的美豆，国内豆粕暗流涌动，豆粕期货在 4100 元/吨关口盘横多时后选择突破上行，而豆粕现货价格却因供应改善承压下跌，期现货市场走势劈叉，期现继续回归。

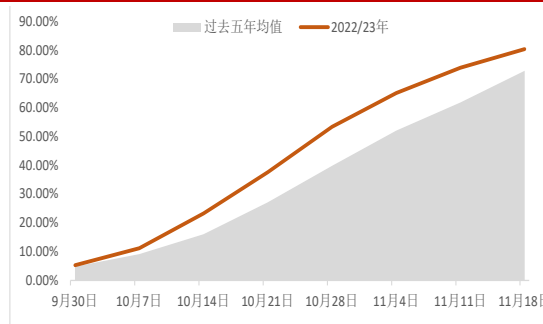
一、国际市场关注南美变化

近期国际大豆市场的交易焦点仍在南美天气，南美产区天气能否保证巴西和阿根廷新作大豆实现丰产预期是未来半年全球大豆供需结构转变的关键，也决定了 CBOT 大豆的价格区间。

1、南美产区差异大，短期不调整产量预估

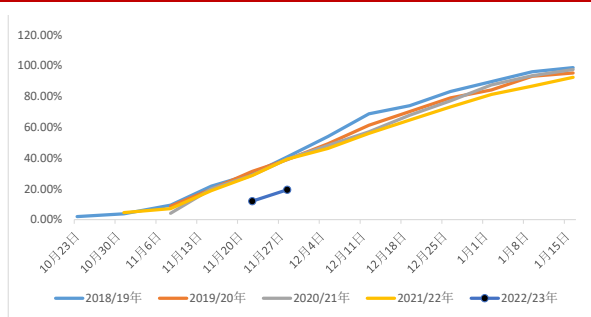
据巴西国内官方数据，截止 11 月 25 日，巴西全国大豆播种工作完成 89%，低于去年同期的 92%，高于过去五年均值的 82%。但巴西大豆种植区纬度跨越大，地形结构有差异，不同区域种植情况差异较大。最早开始新作播种的中西部主产区已基本完成，其中主产州马托格罗索截至 11 月 25 日大豆播种进度为 99.58%，上周为 98.96%，去年同期为 100%，五年均值为 98.56%。而 10 月中旬以后才开启播种工作的南部产区推进缓慢，特别是最南部的南里奥格兰德州，截止 11 月 25 日播种进度仅为 59%。

图 1：巴西大豆种植进度



数据来源：CONAB 中州期货研究所

图 2：阿根廷大豆种植进度



数据来源：布交所 中州期货研究所

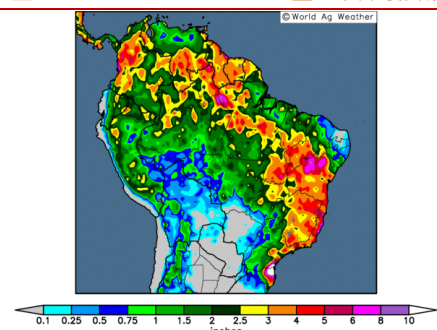


阿根廷大豆种植进度更为落后。据阿根廷国内机构数据，截止 11 月中旬阿根廷大豆的播种进度仅达到了预计面积的 19.4%，低于去年同期的 19.9%，创下最近五年同期的最低水平。

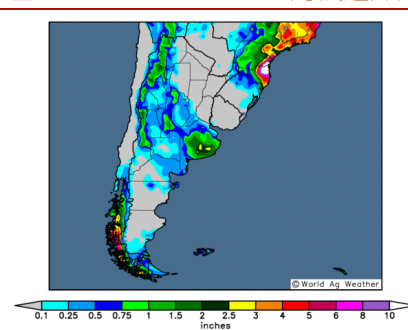
从目前来看，今年南美大豆问题较大的地方仍是巴西的南里奥格兰德州和阿根廷核心产区，同 2021 年一样，均是受拉尼娜气候影响遭受干旱少雨天气从而影响播种工作。

图 3：2022.11.24-12.1 巴西降雨预报

图 4：2022.11.24-12.1 阿根廷降雨预报



数据来源：Ag weather 中州期货研究所

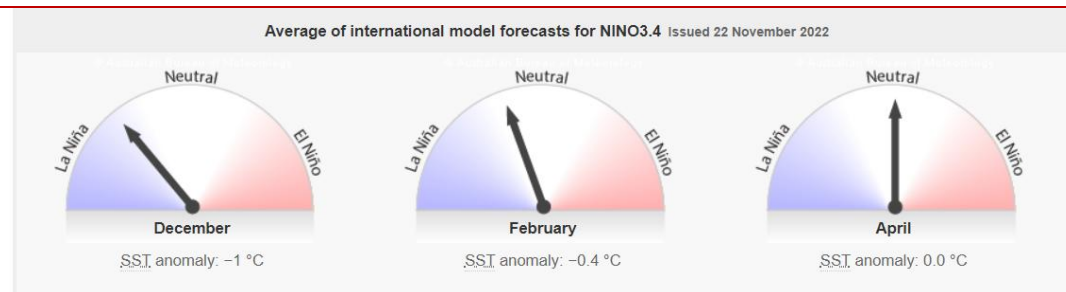


数据来源：Ag weather 中州期货研究所

而从中短期天气预报来看，11 月下旬至 12 月初巴西和阿根廷产区天气几乎延续 10 月以来的差异，巴西中西部主产区仍能获得足够降雨，利于作物生长，而巴西最南部的南里奥格兰德州以及阿根廷核心产区在未来 7-14 天降雨量会再次转差，播种进程预计仍然缓慢。布宜诺斯艾利斯谷物交易所甚至表示，如果不能获得更多的降雨尽快缓解产区干旱，阿根廷农民可能会减少大豆种植面积。

因此中短期受巴西南部 and 阿根廷产区不利天气影响，市场情绪将对价格形成有效支撑，即使面临美豆的出口压力，CBOT 大豆盘面也很难深度回调，在 1400 美分/蒲关口有支撑。

图 5：NINO3.4 指数预测



数据来源：澳大利亚气象局 中州期货研究所

但从中长期来看，今年已经是本轮拉尼娜气候的第三年，影响力大大减弱。且据澳大利亚气象局观察，拉尼娜多项指标已经开始转弱，NINO3.4 指数向中性区间移动，全球拉尼娜气候或将在 12 月底 1 月初结束。

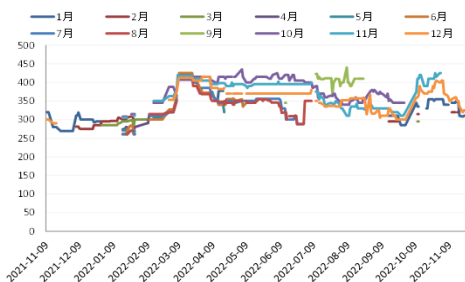
届时，受干旱侵扰的巴西南部和阿根廷核心产区降雨量也会逐渐恢复，恰逢这两个区域的大豆作物处于关键生长期，充足降雨可以提高作物单产潜力，挽回部分面积损失，是保证年度丰产的重要前提。

当然，目前对南美作物讨论产量尚早，巴西主产区刚刚播种完毕，阿根廷产区播种工作才开启，后期留给天气交易的时间窗口仍然充足。

2、水位改善美豆贴水下调，但后期出口并不乐观

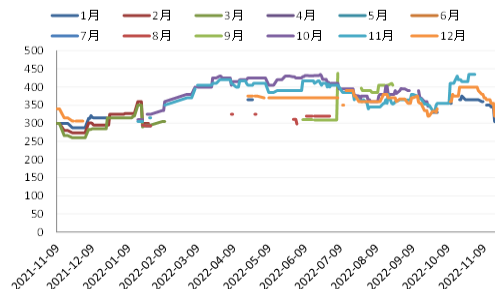
11月中旬以后，随着降雨增加密西西比河水位有所上升，改善内陆运力，美豆内陆驳船费用不断降低。截止11月15日，伊利诺伊河下游运费为55.96美元/吨，周度环比下降0.5美元/吨，较前期峰值105.86美元/吨几乎腰斩。

图 6：美湾对华 CNF 贴水报价



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

图 7：美西对华 CNF 贴水报价

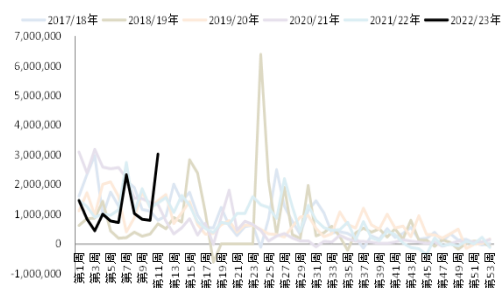


数据来源：上海钢联 中州期货研究所

基于美豆内陆运费持续下降，美豆出口贴水也有所松动。截止11月24日，12月和1月船期美湾大豆对华报价在310-325美分/蒲区间，较中上旬350美分/蒲的报价出现了明显下跌；12月和1月船期美西大豆对华报价在305-310美分/蒲区间，较美湾大豆有5-15美分/蒲的价格优势，较11月中上旬350美分/蒲左右报价同样出现大幅下跌。

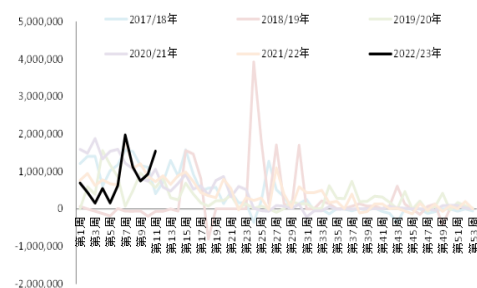
对于中国来说，一方面是美豆 CNF 贴水下落，另一方面人民币汇率也较前期高位略有回调，带动中国进口大豆成本下降。11月24日，中国采购12月船期美西大豆进口成本为5200元/吨，1月船期美西大豆进口成本为5174元/吨，而在11月中上旬，12月船期美西大豆对华进口成本最高达到5600元/吨，1月船期美西大豆对华进口成本约5500元/吨。美湾成本稍高于美西，但也较1月中旬出现约300元/吨的下降。

图 8：美豆旧作对全球当周净销售



数据来源：USDA 中州期货研究所

图 9：美豆旧作对中国当周净销售



数据来源：USDA 中州期货研究所

因此进口成本下降后，需求国也加快了采购进度。截至 11 月 10 日当周，2022/23 年美国 2022/2023 年度大豆出口净销售为 303 万吨，前一周为 79.5 万吨；其中对中国净销售 154 万吨，前周为 92.7 万吨。截止 11 月 10 日，2022/23 年美豆累计销售 3598.4 万吨，占年度出口计划 5566 万吨的 65%，上年同期 60%，五年均值 61%。

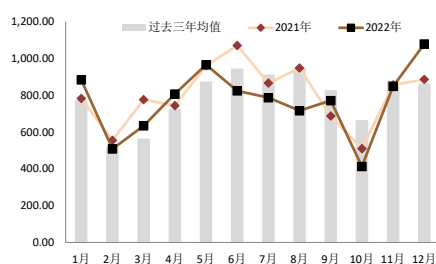
但后期美豆出口仍面临不少难题。首先，密西西比河水位偏低问题并未彻底解决，水位峰值已经过去，后期仍有下降风险，驳船吃水深度或再次降低，影响运力。其次，有来自南美的竞争运力。一方面巴西大豆仍在持续输出，Anec 预计巴西 11 月大豆出口量为 226.8 万吨，上年同期为 210 万吨；另一方面，阿根廷政府将在 12 月再次施行“大豆美元”计划以刺激大豆及其制成品出口。有机构预计第二轮的阿根廷“大豆美元”计划或给市场提供 400-500 万吨左右的大豆，来自中国的采购意愿在 150 万吨左右，正是因此，中国油厂在美豆进口成本下跌后也未表现出强烈的采购意愿，反倒是放慢采购节奏等待南美给出更好价格。

二、国内豆粕供应迎来拐点

1、国内供应增加预期正在兑现

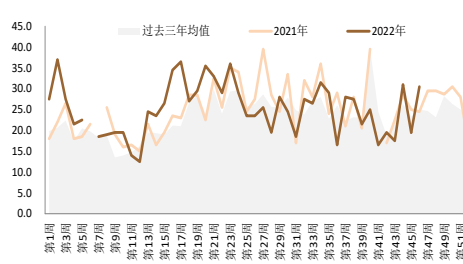
因国内油厂进口大豆榨利不佳，抑制采购意愿，今年国内进口大豆到港数量下降明显。据海关总署数据，2022 年 1 至 10 月国内进口大豆到港量为 7317 万吨，同比减少 592 万吨，减幅 7.4%；进口均价每吨 4429.7 元，上涨 25.6%。

图 10：海关口径大豆月度到港量



数据来源：海关总署 中州期货研究所

图 11：进口大豆周度到港量



数据来源：上海钢联 中州期货研究所

不过 11 月以后，国内进口大豆到港量出现明显回升。以周度计，11 月前三周中，除了第 2 周因为卸港原因到港量仅 127 万吨，第 1 周和第 3 周到港均值为 200 万吨，远高于 10 月周度到港均值 128 万吨。按此速度，11 月国内进口大豆到港量可以完成 830 万吨的预期值。而据上海钢联预计，12 月国内进口大豆到港预估为 1050 万吨，周均到港量可达到 240 万吨，国内进口大豆供应恢复预期兑现。

随着进口大豆到港增加，油厂开机率和周度压榨量也出现明显回升。截止 11 月 25 日当周，全国主要油厂大豆实际压榨量为 197.7 万吨，远高于前期周均 150 万吨的压榨量。而据上海钢联预计，本周（11 月 28 日至 12 月 2 日）国内油厂开机率继续上升，周度大豆压榨量预计可达到 206.51 万吨。

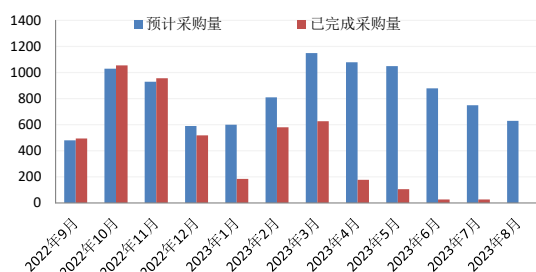
随着油厂压榨开机回升，豆粕供应显著增加，国内豆粕现货和基差高位承压。截止 11 月 28 日，华北地区豆粕现货基差为 850 元/吨（对 M01 合约报价，后同），较月初最高峰的 1400 元/吨报价跌幅高达 40%。而因后期国内供应预期继续增加，远期基差报价更是一路下滑，华北地区 12 月豆粕现货基差报价 780 元/吨，1 月豆粕现货基差报价 420 元/吨。

从需求方面看，随着供应增加中下游企业对后期豆粕价格也以看弱为主，因此主动放慢采购进度，等待更优惠的价格再入场采购。

2、国内近月进口大豆采购仍有缺口

虽然随着美国 CNF 贴水回落以及人民币汇率升值较大程度改善油厂榨利，但为了等待阿根廷新的“大豆美元”出口刺激政策，国内油厂最近两周采购积极性并不高。

图 12：国内进口大豆买船进度



数据来源：中州期货研究所

上周（截止 11 月 25 日当周）国内油厂共采购进口大豆 10 船，主要集中在 12 月和 1 月的美西、美湾大豆以及 2023 年巴西新作和 6 月船期的阿根廷大豆。截止 11 月 25 日，国内 12 月船期大豆已采购 551.5 万吨，完成率 95%；1 月船期采购 218 万吨，完成率仅 38%，缺口仍较大。若后期 1 月船期进口大豆不能及时补齐，2023 年一季度国内豆粕现货不乏再次面临高基差局面。

三、关注交易节奏变化

短期在巴西南里奥格兰德州和阿根廷核心产区降雨不佳下，芝加哥大豆期货将保留部分天气升水，主力合约较难出现深跌，暂时看【1400, 1450】区间震荡。但是中长期来看，澳大利亚气象局目前对拉尼娜气候预测或在 1 月初消退，1 月以后尼诺指数逐渐转至中性。这对于阿根廷和南里奥格兰德来说非常关键，利于正出在关键生长期的作物提高单产潜力。那么当降雨来临以后，美豆期货也会逐渐挤出天气升水，中期有价格走弱预期。

对于国内豆粕，短期来看虽然国内进口大豆和豆粕供应增加预期开始兑现，未来 1-2 个月国内供应整体充足，但目前下游豆粕库存处于超低水平，而今年过年较早再加上疫情问题，预计年前备货可能在 12 月中旬就会启动，所以对于豆粕来说年前累库压力不大。因此在 12 月豆粕现货基差对 01 报价仍能够保持在 500 元/吨以上时，市场选择推动期货向现货靠拢来实现 M01 的期现回归。因此对 M01 短期保持回调买入观点，在 4100 元/吨略下方建仓，上方压力暂时看 4300 元/吨一线。

中期来看，11-12-1 月三个月国内进口大豆到港量或超过 2600 万吨，对应 2330 万吨的压榨预期，进口大豆库存将逐渐累积，至 2023 年 1 月底国内进口大豆库存可能提升到 600 万吨左右的偏高位水平。豆粕库存也会随着油厂压榨量提升而见底回升，基差继续承压。

价差方面，M1-5 价差短期保持偏多观点，因 M01 合约随着交割月临近需要期现回归，而目前油厂对盘报价已经转移至 M05 合约，即套保盘逐步移仓，此结构利于 M1-5 价差继续维持偏多格局，上方空间暂时看至 700 元/吨附近。

■ 免责声明

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做任何保证，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所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■ 联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel：021-68395023

Email：zzzjb@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzyt@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel：0532-85753085 传真：0532-85753085

Email：zzqd@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel：0539-8053287 传真：0539-8053287

Email：zzly@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel：0411-84806738 传真：0411-84806738

山东分公司 250000

地址：济南市市中区经十路 22068 号山东出版智能大厦 205 室

Tel：0531-87903676 传真：0531-87903676

Email：zzjn@zzfco.net

广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel：0771-5505092 Email：zzgx@zzfco.net

烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349

Email：zzqh@zzfco.net

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel：021-58386177 Email：zzsh@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区文化路 77 号 901、904

Tel：024-83189947 传真：024-83189947

Email：zzsy@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 1216 号房

Tel：0535-2169566 传真：0535-2169566

Email：zzlk@zzfco.net

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel：025-66687725

Email：zzjsu@zzfco.net

华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel：027-83555585

Email：zzhz@zzfco.net

宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区沿江大道 188 号新外滩商业楼 000301-01

Tel：0717-6229585 Email：zzyc@zzfco.net