

全球豆粕供应紧张，CBOT 豆粕大幅上行



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

豆粕: 震荡

报告日期:

2023 年 10 月 26 日

★旧作大豆库存不足，南美豆粕供应明显下降

阿根廷是世界最大豆粕、豆油出口国。但 22/23 年度在拉尼娜影响下，阿根廷大豆减产至 2500 万吨，即使年进口超过 900 万吨，今年其每月大豆压榨量仍为历史同期最低，1-9 月豆粕出口同比下降 31.2%。巴西大豆压榨及豆粕出口逐年增加，形成阿根廷出口的重要补充，但在当前市场仍是杯水车薪。

★美豆粕出口好转，CBOT 豆粕 12 月合约上演多逼空行情

相比较阿根廷和巴西，正值收获季的美国大豆供应有保证，豆粕供应相对充足，近月豆粕出口报价也更有优势。不过美国同样面临压榨产能的限制，每年大豆收获上市后的 10 月到次年 1 月压榨厂接近满产，但把美国国内豆粕消费及出口都考虑进去，豆粕库存很难明显增加。供需面上的矛盾在资金推动下造就了 CBOT 豆粕期价过去两周的大涨行情。

★后市展望

CBOT 豆粕：即使期价不再继续推升，短期全球豆粕供应紧张、美国国内豆粕供需面良好决定了美豆粕期价仍将偏强运行。

DCE 豆粕：我国主要进口大豆压榨生产豆粕和豆油，直接进口豆粕基本可以忽略不计，在有出口利润时豆粕出口可能增加、但总量仍十分有限，因此豆粕期价和 CBOT 大豆有极高的相关性，但现阶段 CBOT 豆粕走势对我国豆粕价格影响很小。目前我国油厂大豆压榨保持正常水平，下游提货一般，此前市场预期的 9-10 月豆粕大幅去库并未看到，截至 10 月 20 日油厂豆粕库存 74.09 万吨，处于历史同期正常偏高水平。当前国内豆粕供需缺乏突出矛盾，以跟随进口大豆成本区间震荡为主，未来重点关注南美天气及国内 11-12 月实际大豆进口量。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

黄玉萍 资深分析师（油籽&豆类粕）

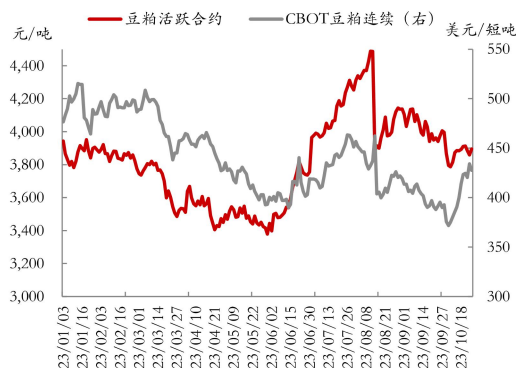
从业资格号： F3079233

投资咨询号： Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

CBOT 豆粕连续及 DCE 豆粕主力行情走势

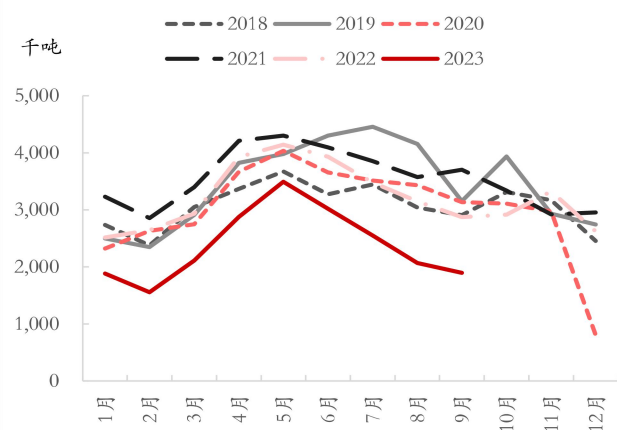


CBOT 豆粕期价与 CBOT 大豆走势高度一致。2023 年下半年，6 月 30 日 USDA 实播面积报告利多影响下美豆粕大涨，随后市场围绕美豆产区天气及大豆单产预期进行交易。进入 9 月，美豆产量基本确定，美国出口疲弱及南美新年度丰产预期占据主导，美豆粕价连续下行并在 10 月陷入弱势震荡。但近期美豆粕走势与美豆明显相悖，CBOT 豆粕主力期价过去两周由 370 美元/短吨最高涨至近 440 美元/短吨，最新收盘价计算的涨幅约 15%。

1. 旧作大豆库存不足，南美豆粕供应明显下降

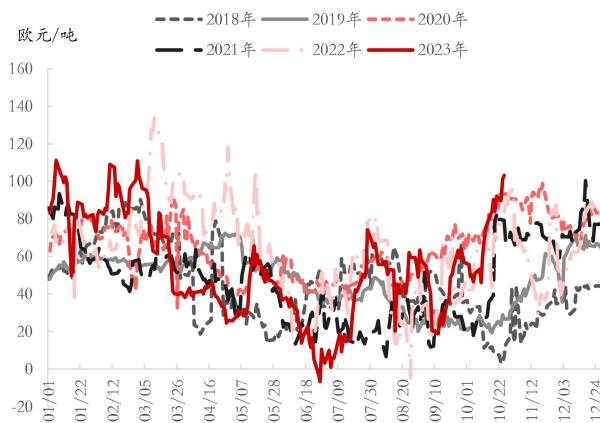
阿根廷是世界最大豆粕、豆油出口国。但 22/23 年度在拉尼娜影响下，阿根廷大豆产量降至 00/01 年度以来最低的 2500 万吨；虽然大减产背景下阿根廷年进口大豆超过 900 万吨（历史最高），今年其每月大豆压榨量仍为历史同期最低。2023 年 1-9 月阿根廷累计压榨大豆 2146 万吨，同比降 27.5%；油世界预计 10-12 月累计压榨量同比降超过 40% 至 490 万吨，进一步限制其豆粕出口量。阿根廷农业部数据显示，1-9 月阿根廷出口豆粕合计 1277 万吨，同比降 31.2%。最新 9 月豆粕出口仅有 103.5 万吨，是近几年单月出口第三低。（2020 年 12 月出口 64.1 万吨为最低值，当时主要受阿根廷港口工人大罢工影响；2023 年 2 月出口 99.6 万吨为第二低，彼时新一季大豆还未收获上市，而 2022 年 9 月和 12 月阿根廷政府连续两次实施“大豆美元计划”鼓励出口大豆创汇，因此阿根廷国内大豆库存衰竭。）

图表 1：阿根廷大豆月度压榨



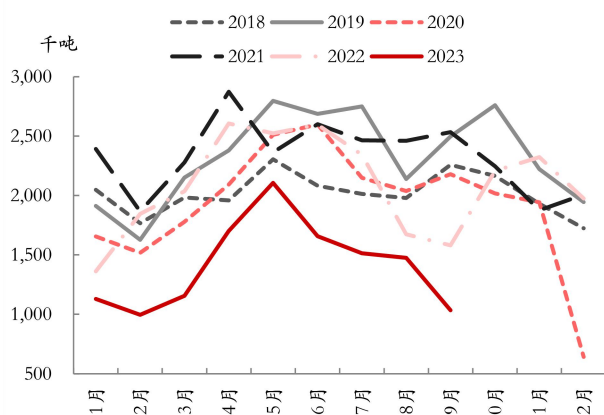
资料来源：阿根廷农业部，东证衍生品研究院

图表 2：阿根廷大豆现货榨利



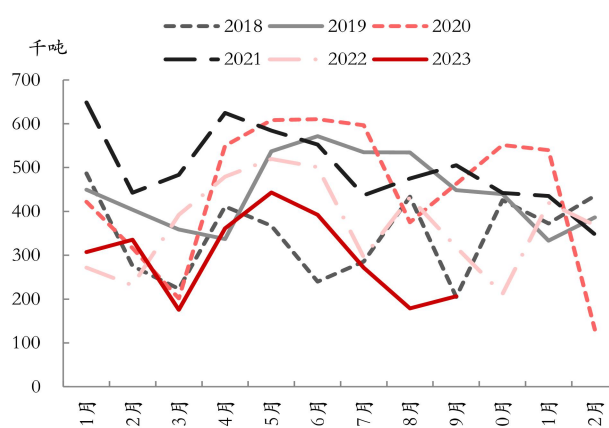
资料来源：路透，东证衍生品研究院

图表 3：阿根廷豆粕出口



资料来源：阿根廷农业部，东证衍生品研究院

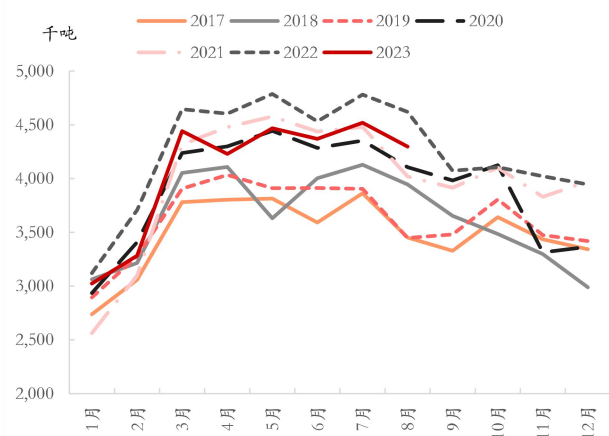
图表 4：阿根廷豆油出口



资料来源：阿根廷农业部，东证衍生品研究院

巴西大豆压榨及豆粕出口逐年增加，形成阿根廷出口的重要补充，但在当前市场仍是杯水车薪。巴西大豆年压榨量从2015年约4000万吨增加至目前超过5000万吨，今年1-8月估算巴西共压榨大豆3653万吨，同比增5%。今年巴西豆粕出口也相应增加，但增量远不足以弥补阿根廷出口减量。尽管当前巴西国内大豆榨利丰厚，但考虑到巴西国内大豆压榨产能（约21万吨/天）限制、仍有大豆出口订单需要执行、当前旧作大豆库存下降而新作正处于播种阶段，难以指望巴西短时大幅提升压榨及出口能力。

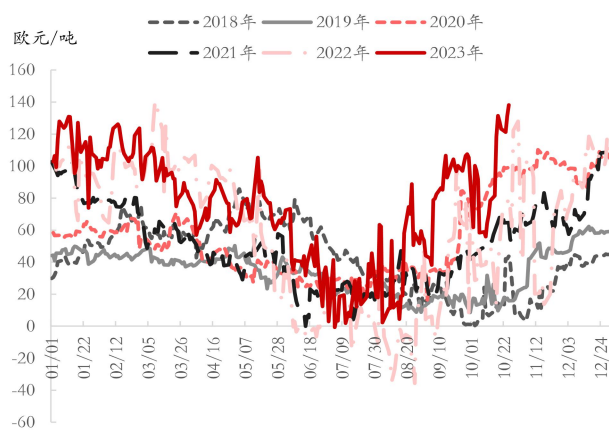
图表 5：巴西大豆月度压榨



资料来源：Abiove，东证衍生品研究院

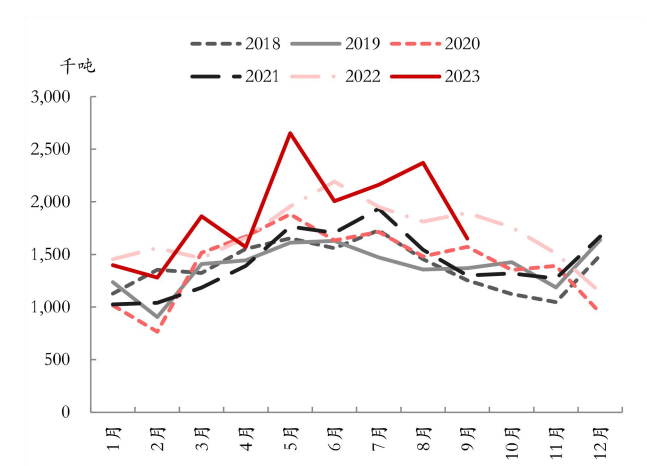
备注：2023年1-8月统计的样本约占巴西全国89.3%压榨量

图表 6：巴西大豆现货榨利



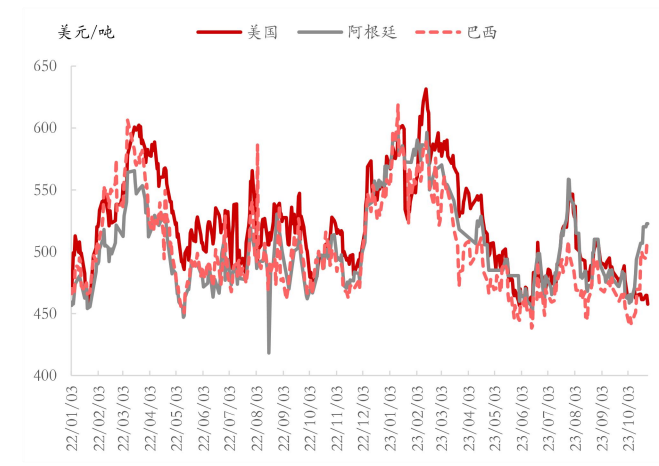
资料来源：路透，东证衍生品研究院

图表 7：巴西豆粕出口



资料来源：Abiove，东证衍生品研究院

图表 8：国际豆粕出口价格

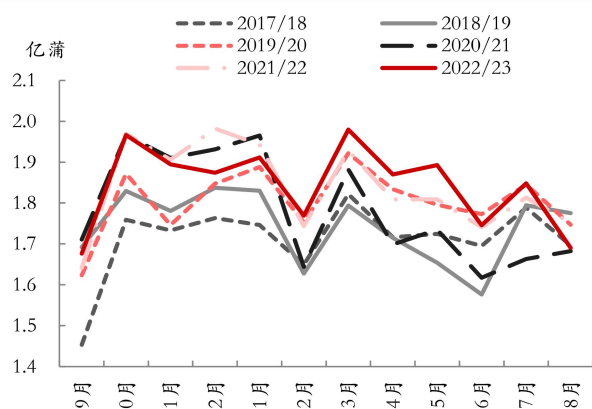


资料来源：路透，东证衍生品研究院

2. 美豆粕出口好转，CBOT 豆粕 12 月合约上演多逼空行情

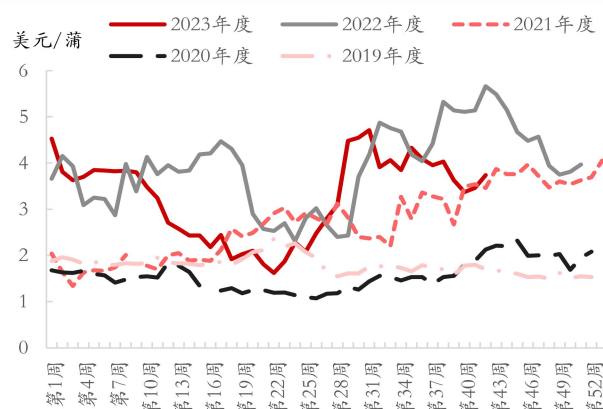
在阿根廷出口大幅下降、巴西补充有限情况下，美豆粕出口持续表现强劲。相比较阿根廷和巴西，正值收获季的美国大豆供应有保证。此外，由于豆油工业需求带动美国大豆压榨产能及压榨量持续增加、美国国内现货压榨利润丰厚，在 USDA 不断下调美豆 23/24 年度单产的情况下美豆压榨需求几乎未做调整，豆粕供应相对充足，近月豆粕出口报价也较巴西、阿根廷更有优势。截至 10 月 12 日当周美豆粕 23/24 年度累计出口订单为 501.4 万吨，同比高 38.1%。不过，美国同样面临压榨产能的限制，每年大豆收获上市后的 10 月到次年 1 月压榨厂接近满产，但把美国国内豆粕消费及出口都考虑进去，豆粕库存很难明显增加。USDA 压榨月报显示 8 月底美豆粕库存 28 万短吨（25.43 万吨），而 CBOT 豆粕 12 月合约当前持仓 15.66 万手（1 手=100 短吨），CFTC 报告显示截至 10 月 17 日一周豆粕基金净多持仓止降并大增 2 万手至 7.6 万手，供需面上的矛盾在资金推动下造就了 CBOT 豆粕期价过去两周的大涨行情。

图表 9：美国大豆月度压榨



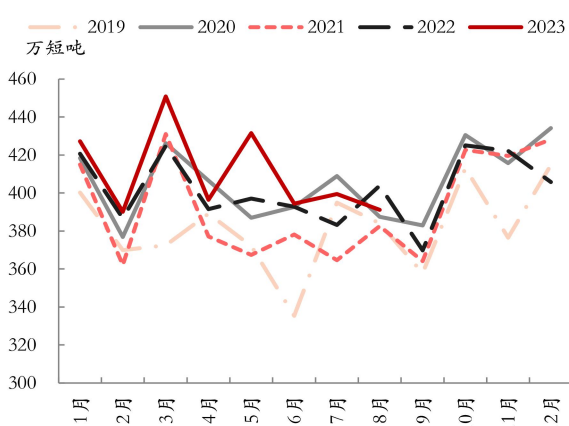
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 10：美豆现货榨利



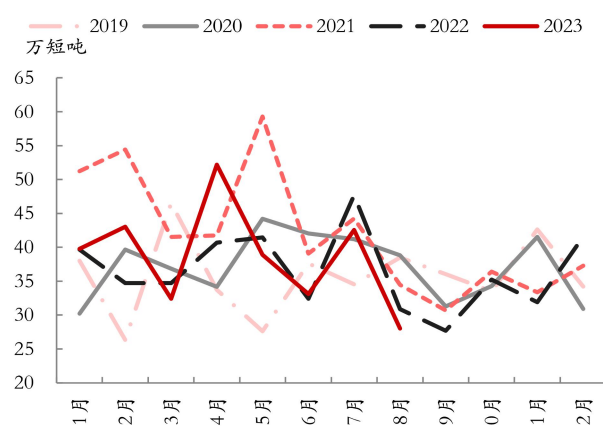
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 11：美国豆粕消费



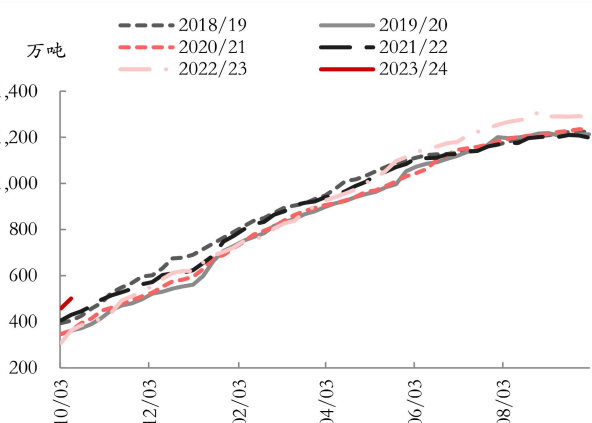
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 12：美国豆粕库存



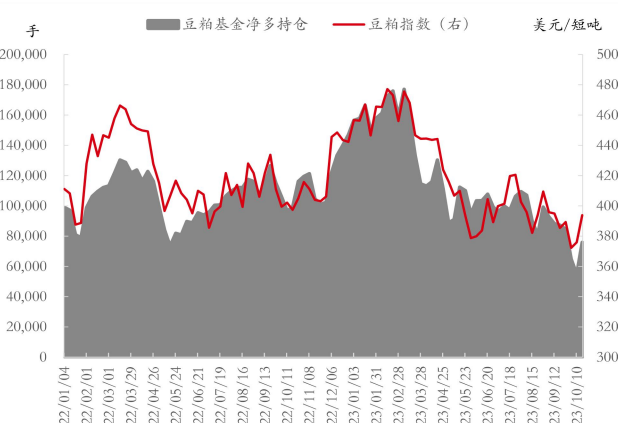
资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 13：美豆粕出口订单



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

图表 14：CFTC 美豆粕基金持仓



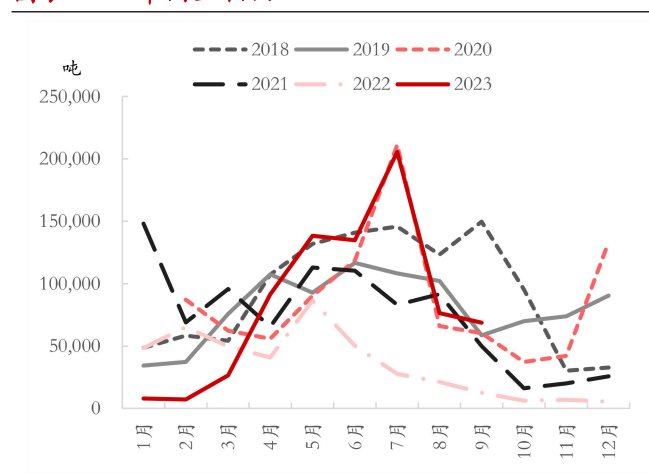
资料来源：CFTC，东证衍生品研究院

3. 后市展望

CBOT 豆粕：即使期价不再继续推升，短期全球豆粕供应紧张、美国国内豆粕供需面良好决定了美豆粕期价仍将偏强运行。接下来的关键变量在于南美大豆产量前景，此外，高企的饲料原料价格削减养殖利润，而主要消费国经济增速放缓可能会令高价对需求的抑制更加明显。

DCE 豆粕：我国主要进口大豆压榨生产豆粕和豆油，直接进口豆粕基本可以忽略不计，在有出口利润时豆粕出口可能增加、但总量仍十分有限（出口商需要有资质，出口目的地主要为东南亚及日本），因此豆粕期价和 CBOT 大豆有极高的相关性，但现阶段 CBOT 豆粕走势对我国豆粕价格影响很小。目前我国油厂大豆压榨保持正常水平，下游提货一般，此前市场预期的 9-10 月豆粕大幅去库并未看到，截至 10 月 20 日油厂豆粕库存 74.09 万吨，处于历史同期正常偏高水平。当前国内豆粕供需缺乏突出矛盾，以跟随进口大豆成本区间震荡为主，未来重点关注南美天气及国内 11-12 月实际大豆进口量。

图表 15：中国豆粕出口



资料来源：海关，东证衍生品研究院

4. 风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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