

2023 年 3 月 24 日

公众号二维码

银河农产品及衍生品



负责人：蒋洪艳

021-65789251

联络对接：贾瑞林

021-65789256

粕猪研究：陈界正

油脂研究：陈界正

棉禽研究：刘倩楠

航运研究：蒋洪艳

玉米鸡肉：蒋洪艳

本报告主笔：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资者咨询从业证号：

Z0015458

☎:021-60329673

✉chenjiezheng_qh@chinastock.cn

多重利空因素叠加 粕类共振下行

第一部分 摘要

最近两周以来，美豆及国内豆菜粕价格在多重利空因素叠加下呈现超预期下行，美豆指数自 1480 美分下跌至近期的 1360 美分，创最近几个月来的最大跌幅。我们认为近期盘面回落的主要原因仍然在于高估值后的回落，而驱动方面看共有以下几大因素：

1.从全球供需结构来看，今年全球大豆产量增幅大于压榨增幅，并且前期市场对美国及阿根廷的减产基本已告一段落，在雷亚尔汇率贬值的情况下，巴西供应压力逐步被市场关注；

2.巴西收获进度加快导致贴水出现超预期下行，5-6 月船期 FOB 基差较美湾低 120-150 美分，已经足以覆盖两地运费，巴西大豆可能向产区倒挤；

3.阿根廷可能于 4 月开始执行新一轮的“大豆美元”计划，当前阿根廷黑市美元汇率已经达到 400 比索，远高于官方的 200 比索，虽然阿根廷新作减产已基本确定，但旧作并未减产且此前销售慢，因而供应仍然充裕，受此影响，阿根廷国内及欧洲地区豆粕价格下跌严重，间接拖累产区榨利；

4.菜籽供应外溢压力增加，美豆油粕需求前景都较差，受加拿大国内菜籽压榨利润良好以及前期美玉米价格下跌压力较大影响，其他蛋白供应增加，利好菜粕及 DDGS 消费，而美豆油消费也未见实质利好，美国压榨利润走弱带动后续累库风险；

我们认为近期行情的回落是 22/23 年度油籽丰产压力投放后的集中表现，在库存重建以及贸易恢复正常的情况下，油脂油料压力或仍将延续。

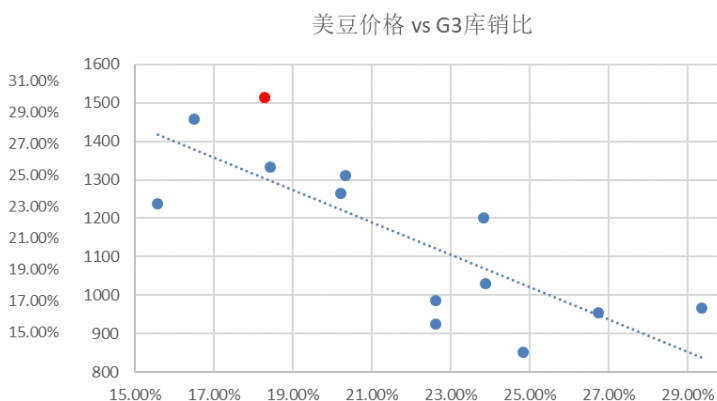
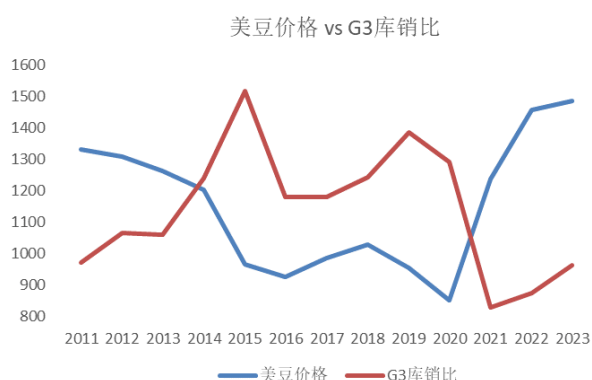
第二部分 基本面分析

一、新作年度库存重建与贸易流回归 估值修复带动价格重心下移

长期来看，大豆价格与主产国库销比之间呈现明显的反向关系。这一方法基本成为行业对美豆进行长期定价的思路，测算近 10 余年来的相关性，可以看到二者相关系数达到-79%，虽然库销比并不能作为解释国际大豆价格的唯一变量，但从数据表现至少说明了库销比与美豆价格之间具有统计意义上的回归关系。22/23 年度南美市场未能重演全面减产的剧情，USDA 月度供需报告显示 22/23 年度巴西、巴拉圭的增产 2900 万吨，阿根廷、美国减产 1600 万吨，主要四国增量达到 1300 万吨，全球产量增加 1700 万吨，而总体消费仅增加 880 万吨，库存重建导致美豆运行重心下移。从下图美豆与库销比关系图来看，3 月初以来 1500 美分的价格对比库销比明显处于估值偏高的水平，在近期宏观压力向下，阿根廷减产被充分交易后，商品自身的价值升水被逐步挤出。

图1：美豆价格与库销比

图2：月初美豆价格估值相对偏高



数据来源：银河期货、USDA

此外，国际大豆较强的贸易属性导致其价格容易伴随着贸易流的紧张与宽松出现涨跌。可以看到过去两年中国际大豆的高价不仅因为库销比达到低位，也因产区需求良好情况下整体贸易量下滑有关，我们也因此见证了中国过去两年中国内豆粕基差的暴力行情。所以，虽然今年大豆库存及库销比本身增幅并不大，但是产地供应缺口的缓解将较大程度改善大豆贸易流，受此影响，大豆价格和贴水压力将逐步走弱。

因而综合来看，虽然本轮美豆及豆粕价格下跌略显突然，但本身属于基本面利空背景下盘面出现产业面和宏观面的共同驱动所致，估值修复成为价格下行的主要原因。

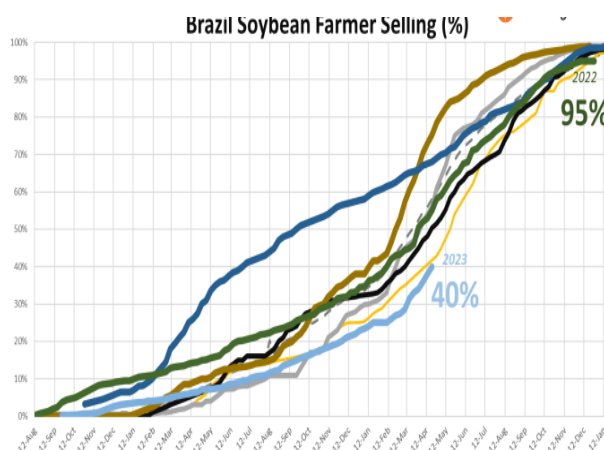
二、巴西收割压力临近 贴水下行压力加大

随着新作上市，巴西收割压力明显增加，CONAB 显示截止上周，巴西全境收割进度已经达到 62.5%，基本与去年水平持平。而与收割所不匹配的是偏慢的销售进度，近年来国际大豆价格的快速上涨导致农户惜售意愿增加，而最近两年巴西国内良好的压榨利润使得农户与油厂之间议价权提高，销售积极性转淡，前期雷亚尔汇率的走弱一定程度刺激了农户的卖货，贴水下跌压力开始逐步增加。

图3：巴西大豆收获进度

Estado	Semana até:		
	2022 19/Mar	2023 12/Mar	2023 18/Mar
Tocantins	76.0%	80.0%	80.0%
Maranhão	55.0%	41.0%	49.0%
Piauí	36.0%	23.0%	32.0%
Bahia	50.0%	21.0%	34.0%
Mato Grosso	98.2%	94.7%	97.9%
Mato Grosso do Sul	94.0%	58.0%	80.0%
Goiás	92.0%	72.0%	80.5%
Minas Gerais	80.0%	54.9%	66.0%
São Paulo	80.0%	40.0%	60.0%
Paraná	68.0%	33.0%	55.0%
Santa Catarina	52.0%	4.0%	4.0%
Rio Grande do Sul	9.0%	0.0%	0.0%
12 estados	70.6%	53.4%	62.5%

图4：巴西农户预售进度

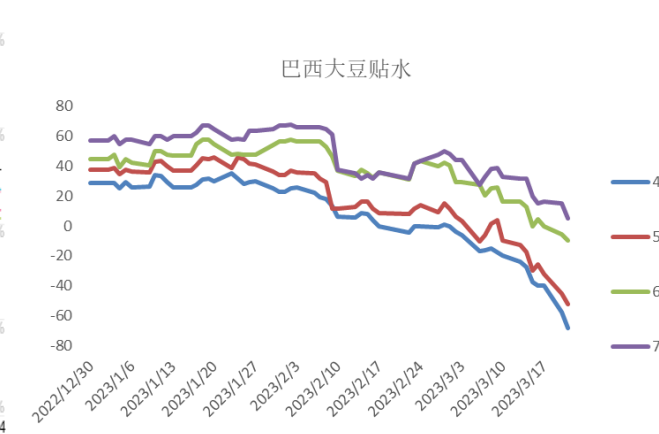


数据来源：银河期货、CONAB、OLAM

图5：美元兑雷亚尔汇率



图6：巴西大豆贴水



数据来源：银河期货、新浪财经

整体来看，今年巴西大豆压榨会维持在良好水平，但并不能完全缓解对国际市场的销售压力。一方面，近年来巴西国内压榨驱动主要源于出口而非内需；另一方面，压榨所带来的需求增量潜力仍远低于产量的抬升。具体来看，去年巴西大豆压榨增加近 350 万吨，其中豆粕出口增加 18.7%，豆油出口增加 57%，豆粕内需持平，

豆油内需-3%。巴西油粕出口的好转主要因为全年植物油和蛋白紧缺，同时也因为对阿根廷压榨产能的承接。按当前市场预估，22/23 年度阿根廷大豆压榨量有望下降至 3000 万吨以下，同比下降约 800 万吨，即使巴西国内全面承接，该数值也远低于国内新增的大豆供应压力。从全球油粕需求上来看，今年植物油以及油籽产量较去年都有明显增加，巴西出口潜力也低于预期，未来需要通过国内消化产能的承接，预计今年 4 月 23 日起巴西将生柴掺混义务上调至 12%（此前为 10%），预计对巴西国内影响在 45-50 万吨左右，仍远低于 1000 万吨左右的出口+消费量。因而即使极限预估情况下看，我们认为巴西今年的供应压力还会继续外溢，贴水持续下行。近期巴西 5-6 月船期 FOB 贴水较美湾有 120-150 美分左右的优势，而美国本周也开始有进口巴西豆的情况，这会导致贴水压力逐步向大豆单边转移。

PRODUTO	SAFRA			21/22				22/23			
	2020/21	2021/22	2022/23	mom (volume)	mom (%)	yoy (volume)	yoy (%)	mom (volume)	mom (%)	yoy (volume)	yoy (%)
1. Soja em grão											
1.1. Estoque Inicial	4,221	8,851	3,196	0	0.00%	4,631	109.71%	294	10.13%	-5,655	-63.89%
1.2. Produção	139,385	125,550	151,419	-0	-0.00%	-13,836	-9.93%	-1,471	-0.96%	25,870	20.61%
1.3. Importação	864	419	500	0	0.04%	-445	-51.47%	0	0.00%	81	19.28%
1.4. Sementes/Outros	3,575	3,498	3,890	0	0.01%	-76	-2.14%	0	0.00%	392	11.20%
1.5. Exportação	86,110	78,730	92,990	-202	-0.26%	-7,380	-8.57%	-917	-0.98%	14,260	18.11%
1.6. Processamento	45,934	49,396	52,745	-92	-0.19%	3,462	7.54%	0	0.00%	3,349	6.78%
1.7. Estoque Final	8,851	3,196	5,490	294	10.13%	-5,655	-63.89%	-260	-4.52%	2,294	71.78%
2. Farelo											
2.1. Estoque Inicial	1,473	1,773	1,354	-0	-0.01%	300	20.36%	-64	-4.51%	-419	-23.62%
2.2. Produção	35,350	37,831	40,388	-71	-0.19%	2,481	7.02%	-0	-0.00%	2,557	6.76%
2.3. Importação	4	3	5	0	8.00%	-1	-25.69%	-0	-0.87%	2	52.98%
2.4. Exportação	17,149	20,353	20,000	-7	-0.03%	3,204	18.68%	0	0.00%	-353	-1.73%
2.5. Vendas no Mercado Interno	17,905	17,900	18,100	0	0.00%	-5	-0.03%	0	0.00%	200	1.12%
2.6. Estoque Final	1,773	1,354	3,647	-64	-4.51%	-419	-23.62%	-63	-1.70%	2,293	169.33%
3. Óleo											
3.1. Estoque Inicial	415	492	507	0	0.00%	77	18.55%	0	0.08%	15	3.13%
3.2. Produção	9,265	9,997	10,750	-18	-0.18%	732	7.90%	0	0.00%	753	7.53%
3.3. Importação	107	24	50	0	1.74%	-83	-77.21%	0	0.00%	26	104.77%
3.4. Exportação	1,651	2,597	1,800	-12	-0.46%	946	57.31%	0	0.00%	-797	-30.69%
3.5. Vendas no Mercado Interno	7,645	7,409	9,150	-6	-0.08%	-236	-3.08%	0	0.00%	1,741	23.50%
3.6. Estoque Final	492	507	357	0	0.08%	15	3.13%	0	0.12%	-150	-29.56%

三、阿根廷大豆美元计划将近 全球豆粕供应紧张格局有望缓解

回顾最近一轮大豆及油粕走势，表现最为强势的是美豆粕，受阿根廷大幅减产影响，美豆粕价格持续维持高位，而包括阿根廷、欧盟在内的多数地区豆粕现货价格也已经创出历史新高。这反映了在阿根廷压榨量持续受限的情况下，其他豆粕产区的新增供应本身难以满足进口国需求。

最近几周来，阿根廷及欧盟地区豆粕已经开始下行，这可能与高价豆粕对于需求产生的不利影响有一定关系，这可能也昭示了阿根廷国内已经错过了一轮良好的出口时机。整体来看，阿根廷国内的通胀以及货币贬值问题是宏观方面的最大风险，对于高度依赖于农业出口的国家而言，今年小麦的减产使得阿根廷大豆出口依赖度在增加，因而大豆美元政策的执行只是时间问题。当前阿根廷黑市美元汇率已经达到 400 比索，远高于官方的 200 比索，当前阿根廷大豆及其衍生品主要以旧作为主，2022 年阿根廷大豆并未怎么减产，整体销售进度也相对偏慢，所以我们认为当前阿根廷还是有足够的出口量。受此影响，近期阿根廷与欧盟地区豆粕价格下行，美豆粕盘面也随之反应。

图7：阿根廷豆粕FOB

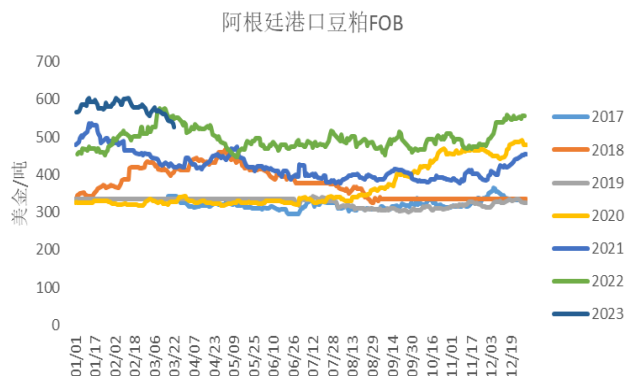
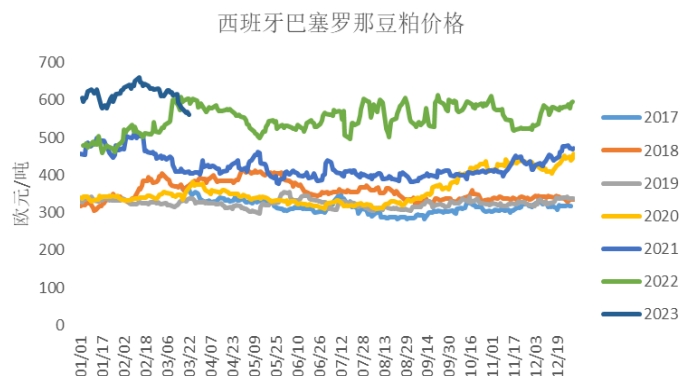


图8：西班牙豆粕价格



数据来源：银河期货

四、菜系压力外溢 美豆榨利承压

回顾本轮油脂油料市场下行，压力最大部分主要体现在菜系市场，加拿大以及澳洲丰产导致菜系供应外溢压力明显增加，这在情绪以及基本面上都对美豆、粕类形成拖累。截止最近一周，加拿大累积压榨同比增加约12.4%，国内菜籽压榨利润连续创出新高，与阿根廷生产结构相类似的是，加拿大不仅是菜籽的主产区同时也是菜油菜粕的主产区，菜籽主要出口国包括中国、墨西哥、日本，而油粕需求主要来源于美国和中国，美国占比最大。近年来美国菜豆油价格持续下行，菜油性价比逐步提高刺激需求，这也在一定程度上刺激了加拿大菜粕对美国的供应，虽然从美国整体蛋白消费结构上来看，菜粕占比较少，但边际影响仍然存在。

另一方面，当前欧盟地区菜系压力在明显增加，欧盟地区菜籽除自身使用外同时还需要向澳大利亚和乌克兰进口，根据 USDA 数据显示 22/23 年度三国油菜籽产量增加 420 万吨左右，且上半年来，凭借着良好的价格优势，澳大利亚对欧洲地区菜籽出口量明显增加，与美国饲料消费结构有所不同之处在于欧洲地区菜粕消费占比相对较高，因而在上半年整体国际豆粕供应比较紧俏的情况下，菜籽进口较好满足了国内的粕类需求。与之相伴生的是欧洲地区菜油供应激增，近年来，欧盟地区菜油工业消费增量比较有限，而菜油价格的下行进一步对菜油食用消费形成拖累，因而欧洲地区菜油整体形成了较强的外溢压力。

情绪和基本面共同影响下，国际油粕市场都出现明显走弱，这也较大程度对美国压榨利润带来不利影响，在今年美国国内大豆压榨更多依靠豆粕的情况下，美豆压榨利润近期也呈现较大跌幅。

图9：加拿大菜籽价格

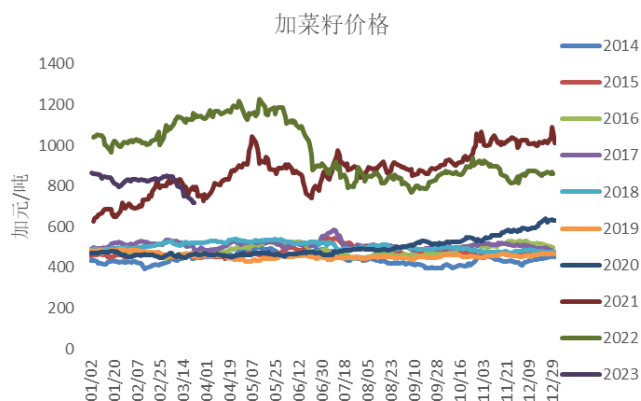
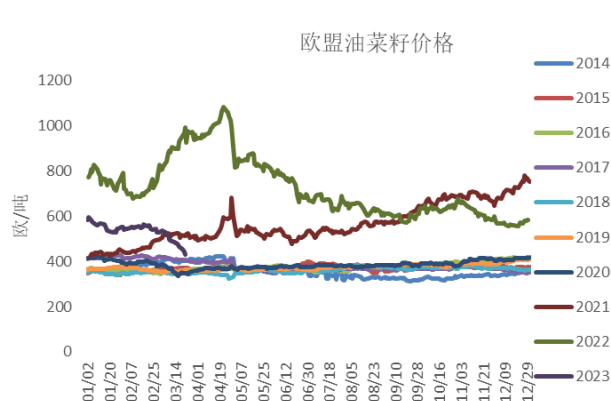


图10：欧盟油菜籽价格



数据来源：银河期货、ICE、Matif

图11：加拿大菜籽压榨量

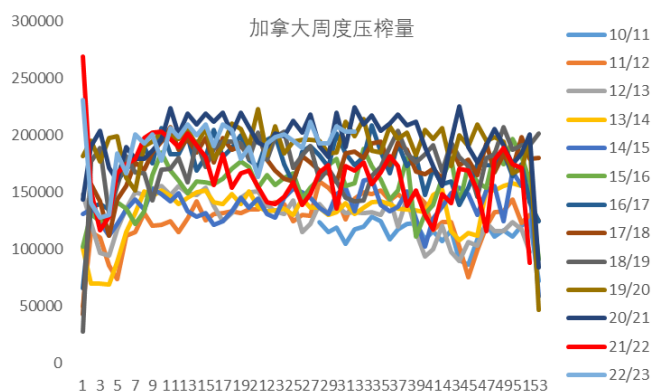
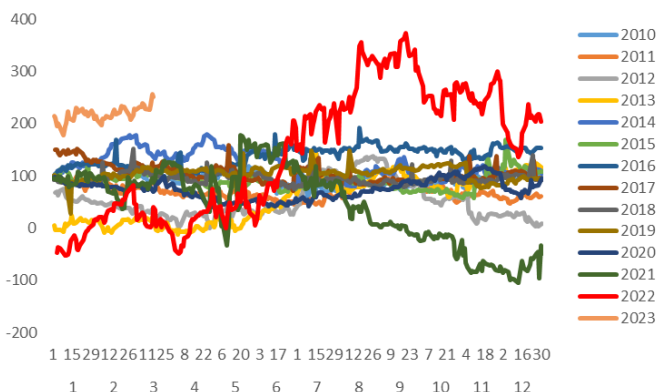


图12：加拿大菜籽压榨利润



数据来源：银河期货、COPA

图13：美国菜豆油价差

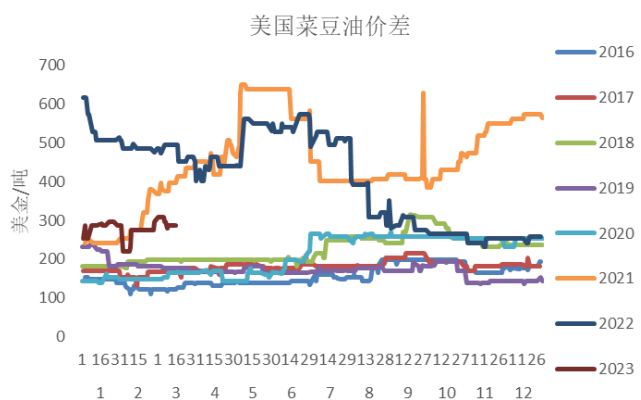
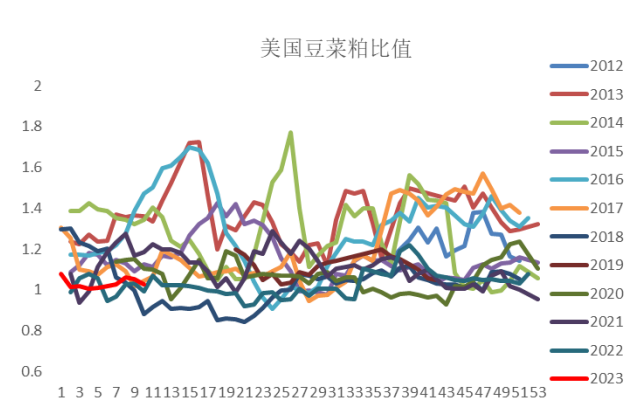


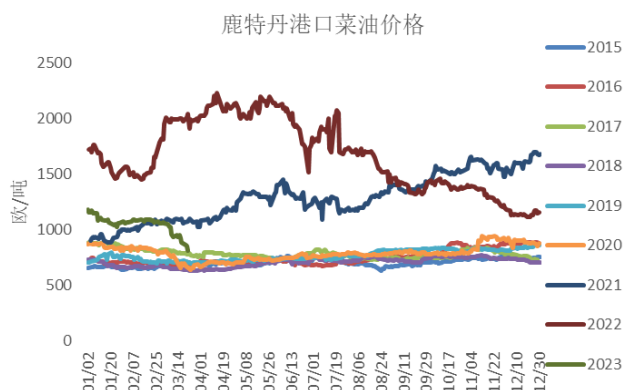
图14：美国豆菜粕比值



数据来源：银河期货、彭博

图15: 欧盟鹿特丹港口菜油价格

图16: 美国压榨利润



数据来源：银河期货、同花顺

第三部分 综合分析

整体来看，最近两周美豆及国内豆菜粕的快速下行驱动源于宏观和基本面各种边际利空的叠加影响，但核心原因仍然在于此前高估值的修复以及贸易流的回归正常。在当前宏观方面仍未能完全企稳同时海外市场压力仍在释放的过程中，油脂油料市场大方向仍然以偏弱运行为主。

其他进口国的承接可能缓解巴西贴水的下行节奏，但大豆出口向产区倒挤也间接说明了国际大豆市场整体的供应压力，因此未来贴水的实质企稳可能要取决于销区进口利润窗口打开后对供应的消化。虽然近期农户加快了销售进度，但同比来看巴西整体销售仍然落后，2季度仍然是巴西大豆销售的重要窗口期，供应压力或将延续。而从全球油籽看，上半年（作物年度）澳洲和欧盟菜籽的供应压力才刚刚释放，加拿大农户惜售导致产区供应压力可能还未完全释放，未来新作不出现深度减产的情况下，供应压力在2-3季度还会继续释放。后续油籽市场大方向可能并不乐观。

未来市场关注点将逐步转向北美的春播情况，但结合各类现有数据综合评估，今年3月种植初期能够形成的扰动可能比较有限，行情最主要的影响因素或仍然在于南美产量情况以及整体油籽的销售压力。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28F

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799