

# 美豆增产存疑 豆系易涨难跌

## 主要内容：

第一部分：上半年行情回顾

第二部分：全球供需形势

第三部分：国内供需形势

第四部分：总结及策略

姜颖

从业资格证号：F3063843

投资咨询证号：Z0013161

苏亚菁（联系人）

从业资格证号：F03098916

2023 年 7 月 2 日

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773 号

## 摘要

由于美豆种植面积下调幅度较大，市场对于 2023/24 年度美豆供应向宽松转变的预期再度变得紧张。干旱天气影响下，美豆优良率低开低走，厄尔尼诺气候模式逐渐形成，后期降雨及单产即使存在改善，也难以弥补种植面积下降带来的产量下降。并且天气的容错率进一步降低，天气市交易将加剧豆系品种盘面价格波动。减产预期下，国内油厂提高远月基差报价，刺激下游需求增长。预计美豆定产前国内豆粕价格易涨难跌，主力合约可逢低做多，或继续持有豆粕 9-1 正套。豆油上涨趋势基本确立，美豆面积下调、天气市加持叠加宏观环境缓和、生物柴油政策转好以及国内消费向好等因素，支撑豆油修复前期跌幅，替代性油脂价格上涨与豆油基本面相互作用，进一步加强豆油上行驱动，豆油单边可逢低介入多单。

风险点：宏观风险、美豆种植面积增加、天气、需求超预期下降等。

## 一、上半年行情回顾

### 1、豆粕行情回顾

2023 年上半年豆粕走势经历了横盘震荡-下跌-上涨三个阶段。年初至 2 月末，豆粕主力合约在 3770-3970 元/吨区间内震荡。这一阶段，阿根廷大豆关键生长期内的严重干旱问题受到市场关注，1 月开始，USDA 连续下调阿根廷 2022/23 年度大豆产量，至 6 月时阿根廷产量已下调至 2500 万吨，创下 2000 年以来的最低产量，较去年 12 月减少了 2450 万吨。进入 3 月份，巴西大豆收获过半，丰产兑现，巴西国内大豆销售压力逐渐显现，FOB 贴水开始跌至负值，至 4 月下旬贴水跌至-145 美分/蒲的极低水平，随后开始回升，但总体仍维持在负值区间。5 月 USDA 首次公布 2023/24 年度全球大豆供需预测，美豆新作产量预计创新高，巴西产量继续增长，阿根廷产量恢复正常，全球大豆供需长期转向宽松的预期施压 CBOT 大豆。美国大豆播种推进顺利，播种和出苗进度显著快于 5 年均值水平，进一步强化市场对于美豆新作丰产的预期。与此同时，国内 5 月进口大豆量达到 1202 万吨，创下历史单月最高进口记录，国内大豆供应压力增加。3-5 月这一阶段，豆粕主力合约震荡下行，除上述压力导致下跌之外，国内海关检验检疫方式转变导致大豆通关时间延长、国内油厂前期进口成本偏高出现挺价心态、油厂豆粕库存降至偏低水平等因素使得下跌趋势中出现震荡或反弹。进入 6 月，连粕出现急速上涨。美豆开始公布优良率情况，偏干的土壤墒情有利于播种快速推进但不利于大豆生长，美豆优良率开局偏低且持续下滑，伊利诺伊州及附近区域降雨稀少，优良率状况逼近 2012 年极度干旱时期，引发市场强烈的天气担忧，豆粕主力合约涨至 3800 元/吨附近。

图1 豆粕主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

## 2、豆油行情回顾

豆油的走势与趋势变化的关键时间节点与豆粕基本相同，即同样出现了1-2月震荡、3-5月下跌、6月上涨的走势。豆油基本面比豆粕更弱，除了巴西大豆丰产以及国内进口大豆大量到港的压力外，替代性油脂的供应压力也在今年上半年不断积聚，其中棕榈油的国内商业库存3月末前一直维持在100万吨高位附近；菜油方面，进口菜籽的到港压榨量以及菜油的直接进口量均处于较高水平，菜油库存迅速增长。反观油脂消费，除了春节前需求恢复较为强劲外，后续月份的消费表现乏善可陈，国内消费环境偏紧。此外，美国银行业暴雷事件在3月初加速了豆油的下跌，宏观风险因素成为豆油由震荡转为下跌的导火索。在宏观和供应压力的双重作用下，豆油一路下跌至5月末，下跌幅度超过2000元/吨。进入6月，前期利空因素逐渐被市场消化，油脂整体出现反弹。豆油方面，美国可再生燃料政策的变更对豆油的工业消费量略有上调，调整幅度仍不及预期。利空出尽后，豆油或将进入新的趋势当中。

图2 豆油主连走势



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

## 二、全球供需形势

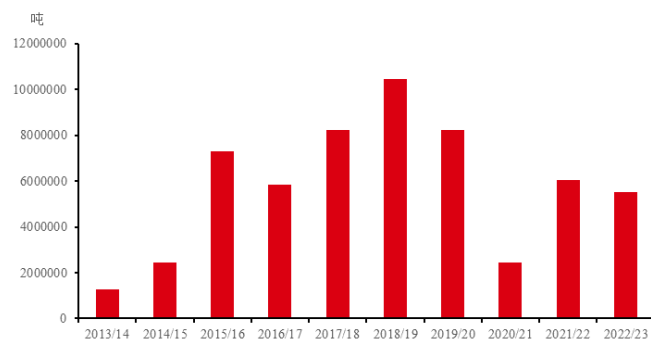
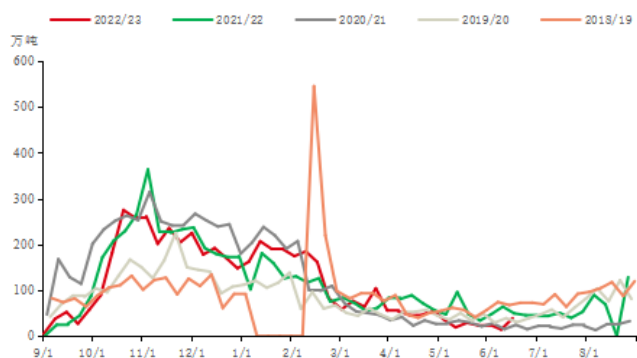
### 1、美国大豆供需情况

USDA 公布的美豆供需报告给出了较为宽松的新作预估。大豆供应量 47.6 亿蒲，包括 2.3 亿蒲期初库存、45.1 亿蒲产量以及 2000 万蒲进口。总需求为 44.11 亿蒲，其中压榨量和出口量分别为 23.1 亿蒲和 19.75 亿蒲。期末库存为 3.5 亿蒲，库销比由上年度的 5.3% 提升至 7.93%。

2023/24 年度期初库存预计存在上调空间。6 月 USDA 供需报告将旧作出口量下调至 5443 万吨，截止至 6 月 22 日当周，美豆累计出口 4891 万吨，和预期的出口量差距为 552 万吨，目前距离 2023/24 年度结束还有 11 周，周均出口量须达到 50 万吨才有可能完成目标出口量。但在巴西大豆丰产的压力下，美国近期的大豆出口量已压缩至 10-40 万吨，且我国油厂对美豆的采购也出现了洗船的现象，预计旧作出口量还存在一定的下调空间。

图 3 美国大豆周度出口量

图 4 6 月末-8 月美豆出口量



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

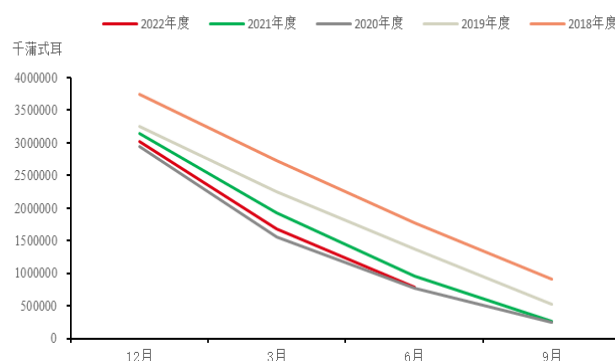
6 月 USDA 供需报告没有对美豆旧作大压榨量进行调整，压榨量还是预期在 22.2 亿蒲。根据 USDA 发布的压榨数据，截止至 2023 年 4 月，2022/23 年度美豆累计压榨量为 13.07 亿蒲，和预期目标存在 9.13 亿蒲的差距，若要完成目标，5-8 月月均压榨量须达到 2.28 亿蒲。NOPA 发布的 5 月压榨量数据为 1.78 亿蒲，当月压榨量创出历史同期高位，按照 NOPA 统计的样本量占美国压榨产能的 95%推算，5 月的实际压榨量在 1.9 亿蒲上下。按照季节性规律，后续月份美国大豆压榨量将逐渐减少，因此完成预期压榨目标存在一定困难，旧作压榨量预计将略有下调。

USDA 公布的 6 月 1 日季度库存数据为 7.956 亿蒲式耳，彭博和路透分别给出了 8.05 和 8.12 亿蒲的库存预估，去年同期的库存数据为 9.68 亿蒲，库存量低于市场预期，且仍然处于偏紧的状态中。

3-6 月期间，美豆的压榨量维持在相对高位，但出口量受到了巴西大豆旺盛出口需求的挤压，表现较为平淡。6 月的季度库存环比降幅为 53%，去年同期为 50%，今年 6 月季度库存的下降幅度偏大，在美豆旧作偏紧的供需状况下，大豆需求显得较强。在偏低的 6 月大豆库存情况下，后续 3 个月美豆压榨量和出口情况的变化更加关键，并将最终影响到结转库存的数量。

图 5 美国大豆压榨量 (NOPA)

图 6 美豆季度库存



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

对于新作美豆，目前市场关注的焦点在于产量的预估。USDA 6 月供需报告延续了 8750 万英亩的播种面积和 52 蒲/英亩的趋势单产，最终给出 45.1 亿蒲创纪录的产量。而 6 月末公布的种植面积报告中预测美国 2023 年大豆种植面积为 8350.5 万英亩，同比减少 5%。这一面积公布后，CBOT 大豆直线拉涨，相比之下，彭博和路透对于大豆种植面积的预估分别为 8770 万英亩和 8767.3 万英亩，均远高于实际公布的面积数据。大豆面积意外下降的主要原因来自于玉米种植面积的增长，报告显示 2023 年美国玉米种植面积为 9409.6 万英亩，同比增加 6%，两种作物面积总和仍然稳定在 1.78 亿英亩。同时报告也显示，目前大豆尚有 822.1 万英亩的面积尚未播种，实际种植面积仍然有调整的可能。回顾近 10 年 6 月大豆种植面积报告与最终定产面积的差异，基本上种植面积报告的预测数据都要高于实际播种面积，只有 2017 年最终的种植面积比预期略高。大豆种植面积的意外减少加上 6 月季度库存的降幅较大，导致原本转向宽松的美豆新作平衡表出现了再度紧张的预期，今年天气和单产的容错率将大大降低，在较低的种植面积基础上，盘面价格对于天气的扰动将更加敏感。



图7 美国大豆、玉米种植面积

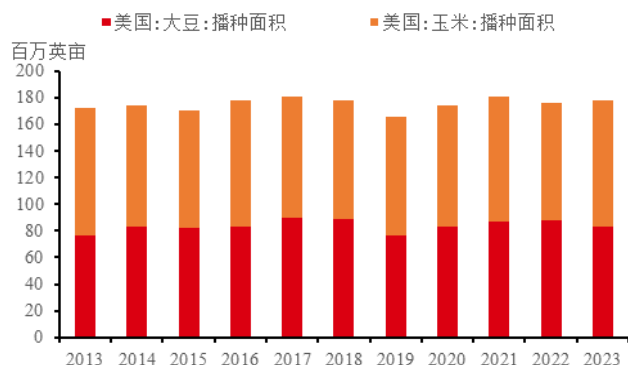
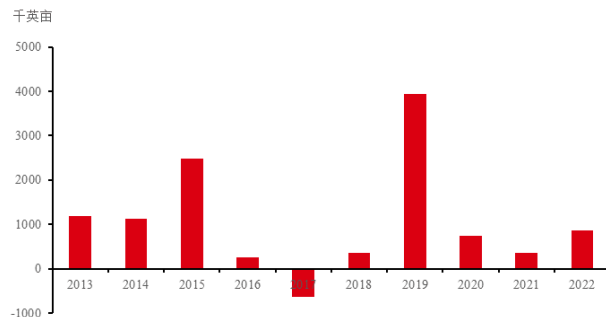


图8 6月面积报告与最终面积差异



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

52 蒲/英亩的单产预估创下了历史最高单产记录。从美国单产的历史变化来看，单产实现阶梯跨越的时间在缩短，且历年的单产和优良率基本呈同向变化，但单产的变动幅度小于优良率，即优良率同比大幅下跌时，减产的幅度相对较小，而当优良率同比大幅提升时，产量增长也较为有限。这一规律与美国大豆种业技术、种植水平、灌溉水平等的提升密切相关。今年美豆优良率开局不利，截至6月23日，美豆优良率已由最初的62%下滑至51%，绝对值低于2012年和2019年同期，而这两年美国均存在较为严重的干旱问题，减产幅度分别为5%和6%。回顾2012年和2019年美国大豆生长期间的气候，均未形成持续的厄尔尼诺，气候整体偏中性（厄尔尼诺指数连续5个月大于0.5时厄尔尼诺进入成熟阶段，连续5个月小于-0.5时拉尼娜进入成熟阶段）。而目前厄尔尼诺正在形成和加强的过程中，据NOAA预测，6月起厄尔尼诺发生的概率已经超过90%，并将在今年冬季进一步加强。中东太平洋表层海水温度的偏离值已从今年2月起由负转正，3月时偏离值超过0.5℃阈值，5月下旬海水温度快速升高，偏离值超过1.2℃。

图9 美豆单产与优良率

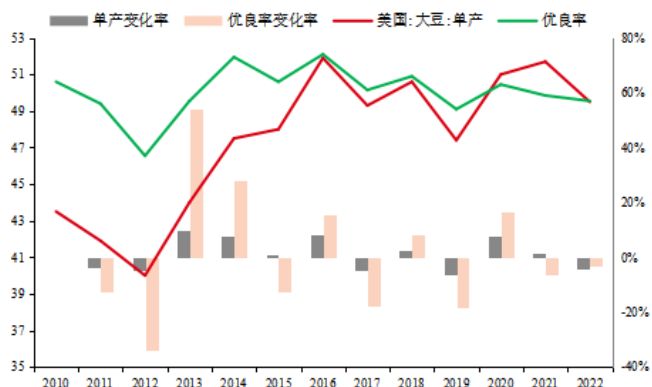
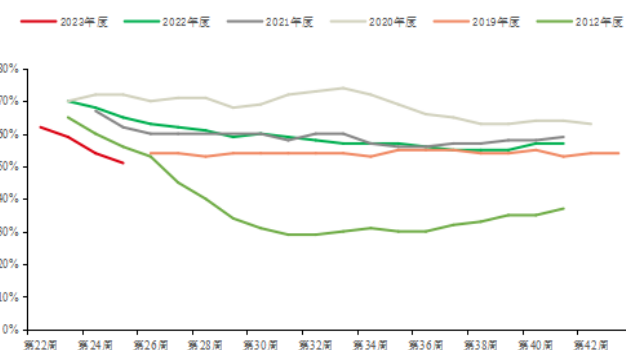


图10 美豆优良率



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 11 厄尔尼诺发生概率

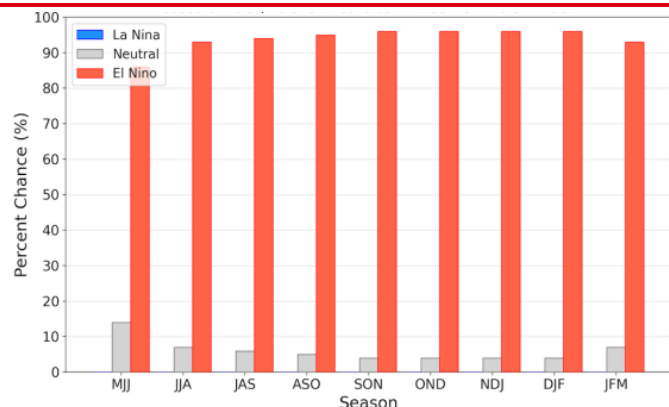
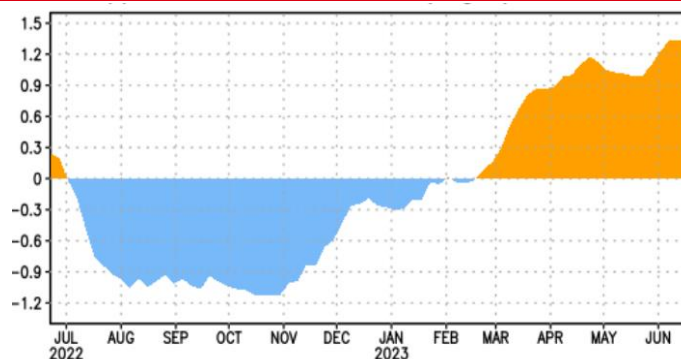


图 12 中东太平洋海表温度偏离值



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

表 1 厄尔尼诺指数

单位：℃	12-2月	1-3月	2-4月	3-5月	4-6月	5-7月	6-8月	7-9月	8-10月	9-11月	10-12月	11-1月
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1	-1.1	-1
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0	0.2	0.2	0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1	-1
2022	-1	-0.9	-1	-1.1	-1	-0.9	-0.8	-0.9	-1	-1	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.1								

数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

截至 6 月 27 日，美国仍然有 53.48% 的区域被干旱覆盖，大豆主产区中较为干旱的区域主要集中在美国中西部以及高原地区，多地干旱情况已经对种植业形成了短期或长期的影响，受影响的大豆产量接近 63%。从天气预报情况来看，7 月 6 日至 12 日美国大豆主产区降雨充沛；7 月 8 日至 21 日，威斯康星州和密歇根州全域、伊利诺伊州、明尼苏达州等局部地区降水量低于正常水平；7-9 月仅威斯康星州和密歇根州局部地区存在降雨量偏低的问题，其余主产区降雨量正常或偏多。这也意味着天气题材的炒作在 7 月份仍有发挥的空间，后期如果降雨正常，优良率和单产或有转好的可能。我们对四个主产州大豆出苗~开花期间的降雨量进行了监测，并与该生长阶段的最小需水量进行了比较，目前只有北达科他州和明尼苏达州基本能够满足生长所需的降水量，差值越大的州优良率也越差，关键生长期内的降雨量与需水量基本持平就能获得相对正常的优良率。

图 13 美国干旱监测

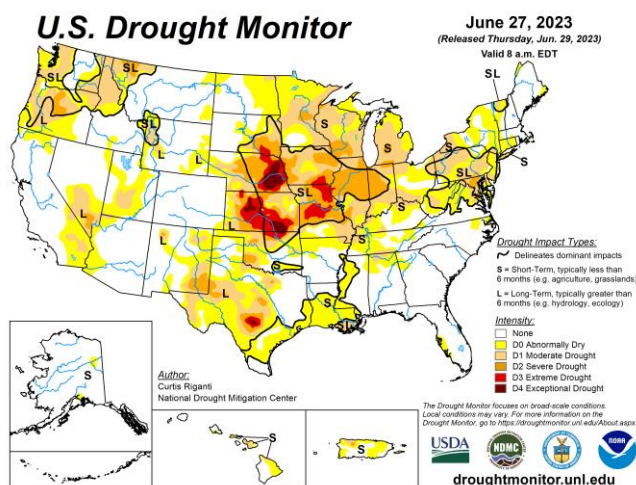
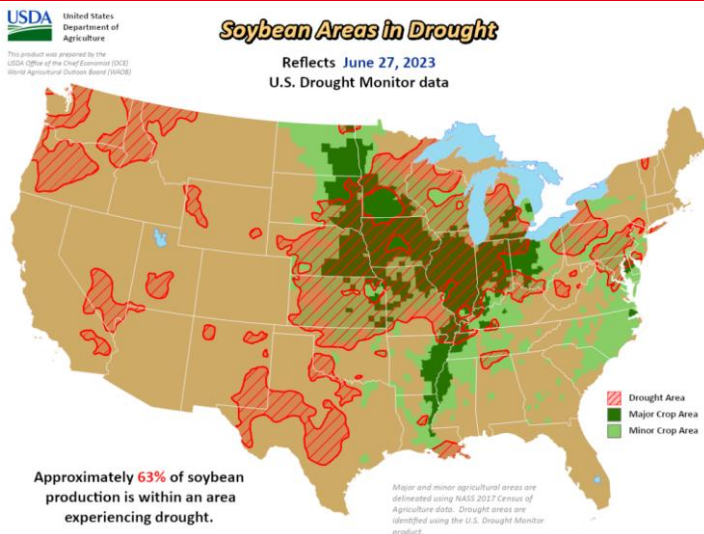


图 14 美国大豆主产区干旱情况



数据来源：NOAA、USDA、国联期货农产品事业部

图 15 美国 3-4 周降雨展望

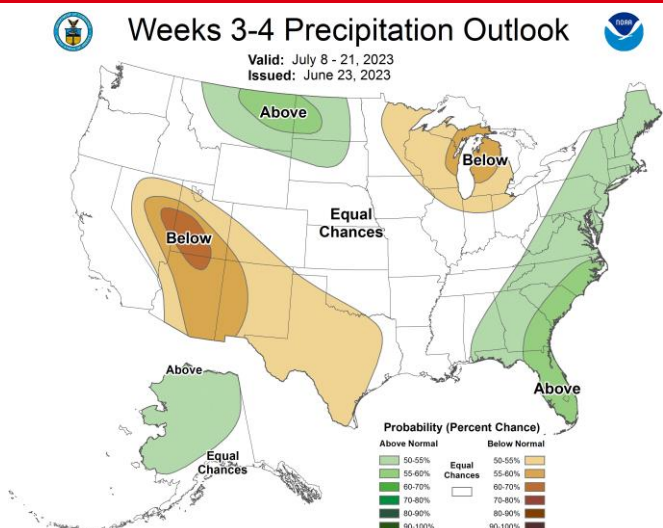
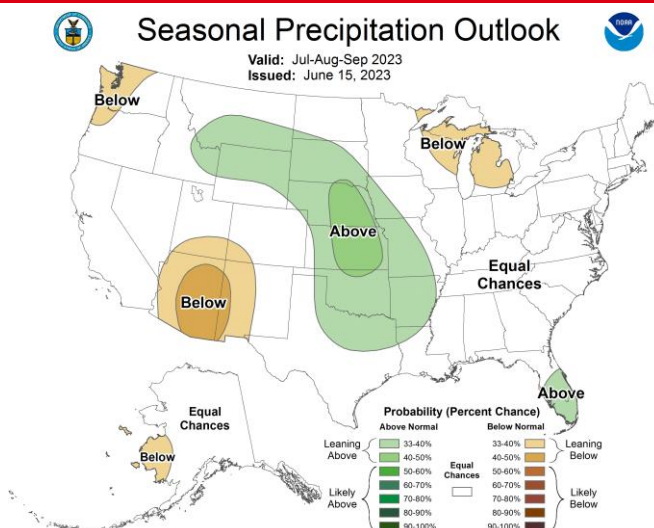


图 16 美国三季度降雨展望



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

表 2 大豆生长需水量与降雨量

单位：英寸	最小需水量				
	日均需水量	伊利诺伊州	爱荷华州	明尼苏达州	北达科他州
出苗~分枝	0.11	4.07	3.63	3.08	2.53
分枝~开花	0.15	2.85	2.4	2.1	1.8
累计最小需水量	—	6.92	6.03	5.18	4.33
累计降雨量	—	2.59	4.92	4.22	5.54
差值	—	-4.33	-1.11	-0.96	1.21
优良率	—	25%	48%	63%	62%

数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部



2023/24 年度美豆的需求项尚存在较大不确定性。新作美豆压榨量预计在 23.1 亿蒲，较 2022/23 年度增加了 9000 万蒲。在美豆油的平衡表中，2023/24 年度用于生物燃料消费的豆油数量为 125 亿磅，同比增加 9 亿磅，2023/24 年度豆油的食用消费量为 145 亿磅，同比减少 2500 万磅。也就是说，豆油工业消费的增量是影响美豆压榨量的关键因素。截至 2022 年 1 月 1 日，美国共有 83 家生物柴油生产厂商和 40.07 亿加仑/年的产能。NOPA 预测到 2026 年美国大豆压榨产能将增长 30%。2022 年美国生物柴油产量为 31.03 亿加仑，产能利用率为 77%，国内消费量为 32.95 亿加仑，而 EPA 制定的 2022 年美国生物柴油强制掺混义务量为 27.6 亿加仑，2022 年 BOHO 价差不断走低对美国生柴消费形成了一定支撑，除强制掺混义务外，生柴的商业消费量也出现一定增长。6 月 21 日 EPA 公布了最新的 2023-2025 年可再生燃料政策，与 2022 年末草案相比，2023 年生物柴油掺混量维持在 28.2 亿加仑，2024 年和 2025 年均较此前提案有所增加；高级生物燃料方面，2023 年义务量提高而 2024 年和 2025 年下降。若假设除纤维素燃料外其他所有高级生物燃料均由生物柴油交付，则生柴总的义务量在 2023 年维持稳定，2024-2025 年中的仍然是增长的，但到 2025 年的增幅仅为 17%，与 NOPA 预期的大豆压榨产能增长存在一定差距。并且这还是在所有生物柴油都用豆油作为投料的情况下计算的增长率，实际上豆油在生柴中的用量还受到菜油、废弃油脂、动物油脂等的竞争，生柴需求量的增幅与豆油工业消费增幅并不一致，因此从长期来看，生柴消费量增幅不及豆油产能增幅是美国大豆压榨产业面临的最主要问题。这一矛盾对美豆压榨量形成负反馈还需要较长的时间。

**表 3 美国可再生燃料年度标准**

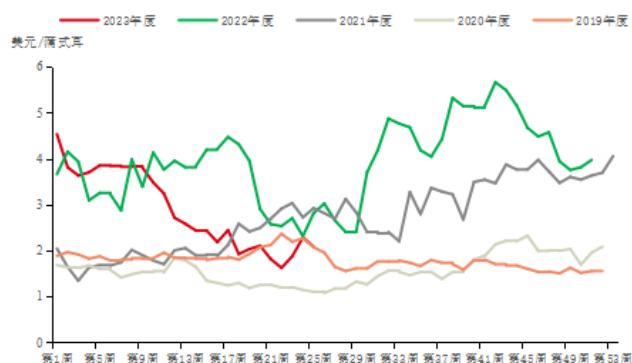
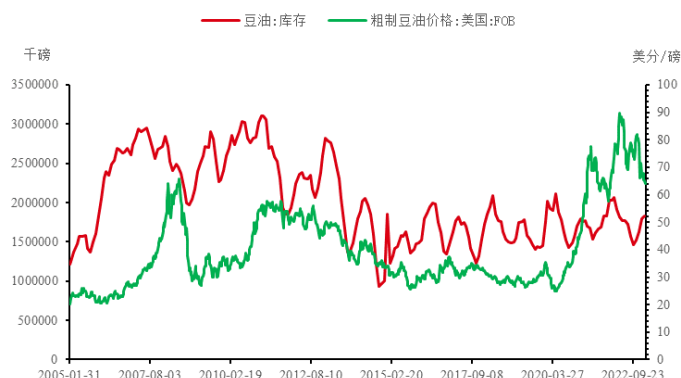
单位：十亿 RINs/十亿加仑 (生物柴油)	旧版			新版		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
纤维素燃料 (D3)	0.72	1.42	2.13	0.84	1.09	1.38
生物质柴油 (D4)	2.82	2.89	2.95	2.82	3.04	3.35
高级生物燃料 (D5)	5.82	6.62	7.43	5.94	6.54	7.33
可再生燃料 (D6)	20.82	21.87	22.68	20.94	21.54	22.33
补充标准	0.25	-	-	0.25	-	-
D5-D3	5.1	5.2	5.3	5.1	5.45	5.95

数据来源：EPA、国联期货农产品事业部

中期来看，美国豆油库存略偏高，回溯历史豆油库存与价格变化，当前的美豆油价格尚处于偏高区间。虽然美豆压榨利润已经出现下滑，但高价仍将刺激压榨量增长，美豆压榨利润存在进一步下行的空间。结合美国生柴消费增量以及 2024 年美国可能存在的经济复苏来考虑，我们认为美豆新作平衡表中的压榨数据预估偏保守，后期或存在上调可能。

图 17 美国豆油库存与价格

图 18 美国豆油压榨利润



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

新作美豆的出口仍然受到来自巴西大豆的竞争。6 月供需报告将新作美豆的出口量下调至 19.75 亿蒲，比 2022/23 年度下降了 2500 万蒲，折合 68 万吨；同时预期 2023/24 年度巴西大豆继续增产，产量达到 1.63 亿吨，较 2022/23 年度增加 700 万吨，出口量较 2022/23 年度增加 350 万吨。新作美豆出口量除了受到主要消费国需求的影响外，还受到新作美豆产量以及巴西大豆方面的影响。美豆产量较低，会推升美豆的出口需求，同时巴西在 10 月后的可出口大豆数量以及 2023/24 年度的产量预期将对美豆出口需求产生反向影响。

由于 2023/24 年度的需求情况尚存在较大变数，我们仅对新作美豆的单产进行敏感性分析。只有当美豆单产达到 54.5 蒲式耳的水平，美豆的库销比才有可能保持稳定，否则期末库存的下降将是显著的。当单产为 51 蒲式耳时，期末库存仅为 5600 万蒲。基于天气情况的分析，今年美豆单产或将处于 52 蒲式耳及以下水平，美豆供需进一步收紧的概率更高，CBOT 大豆价格有望继续上涨。

表 4 美豆供需平衡表

	2021/22	2022/23	2023/24 (6 月)	2023/24 (国联)	2023/24 (国联)	2023/24 (国联)
单位：百万英亩						
播种面积	87.2	87.5	87.5	83.5	83.5	83.5
收获面积	86.3	86.3	86.7	82.7	82.7	82.7
单位：蒲式耳						
单产	51.7	49.5	52	51	52	54.5
单位：百万蒲式耳						
期初库存	257	274	230	230	230	230
产量	4465	4276	4510	4217	4300	4507
进口	16	20	20	20	20	20

总供应	4738	4571	4760	4467	4550	4757
压榨	2204	2220	2310	2310	2310	2310
出口	2158	2000	1975	1975	1975	1975
种用	102	102	101	101	101	101
残值	1	19	25	25	25	25
总需求	4464	4340	4411	4411	4411	4411
期末库存	274	230	350	56	139	346
库销比	6.14%	5.30%	7.93%	1.28%	3.16%	7.84%

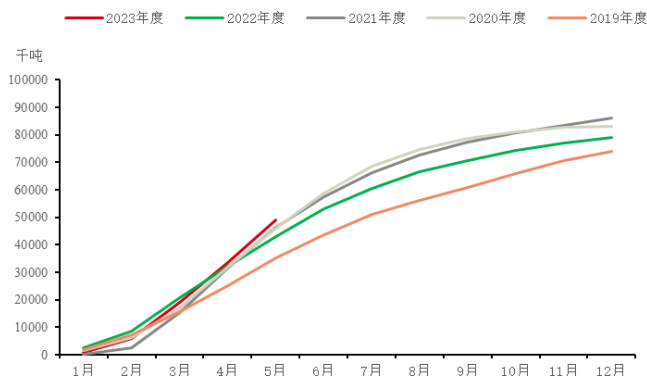
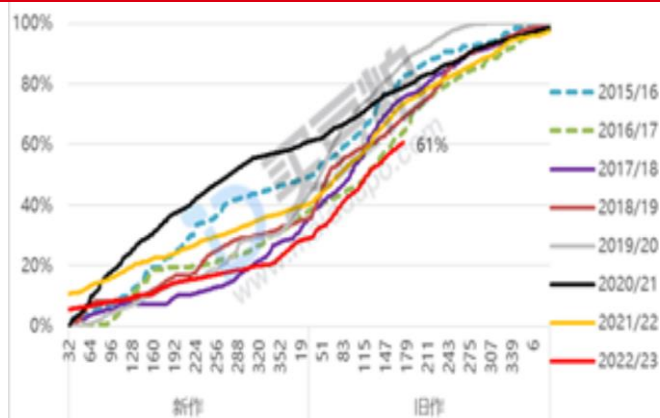
数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

## 2、南美大豆供需情况

巴西大豆在 2022/23 年度实现了 1.56 亿吨创纪录的产量，与丰产相伴的是出口量与压榨量的增长。USDA 预估 2022/23 年度巴西大豆出口量为 9300 万吨，较上年度增长 1394 万吨，2022/23 年度巴西大豆压榨量为 5350 万吨，较上年度增长 279 万吨。3-5 月，巴西大豆出口量均维持在较高水平，1-5 月累计出口量达到 4903 万吨，创历史记录。在沉重的卖压下，今年巴西大豆的 FOB 贴水跌出新低，负贴水的状态从 3 月持续到现在。由于巴西农户销售大豆采用一口价，因此 CBOT 大豆价格的上涨会导致巴西的 FOB 贴水在未来一段时间内仍维持在负值状态，直至卖压减轻。目前巴西农户大豆销售进度达到 61%，虽然已售出大部分大豆，但销售进度与历史同期相比仍然偏慢，巴西雷亚尔的走强同样抑制了农户的销售意愿。按照市场年度测算，截至今年 5 月，2022/23 年度巴西已出口大豆 5729 万吨，6-9 月尚需出口 3571 万吨大豆才能完成 USDA 预测的出口量，月均出口量须达到 893 万吨。据 Anec 预计，巴西 6 月的大豆出口量为 1476 万吨，后续月份在美豆新作减产的预期下，巴西大豆的需求情况亦不会太差，因此 USDA 对于 2022/23 年度巴西大豆的出口量或有进一步上调的空间，而结转库存的降低将导致今年 10 月份后巴西大豆与美豆的竞争关系减弱。

图 19 巴西农户大豆销售进度

图 20 巴西大豆累计销售进度

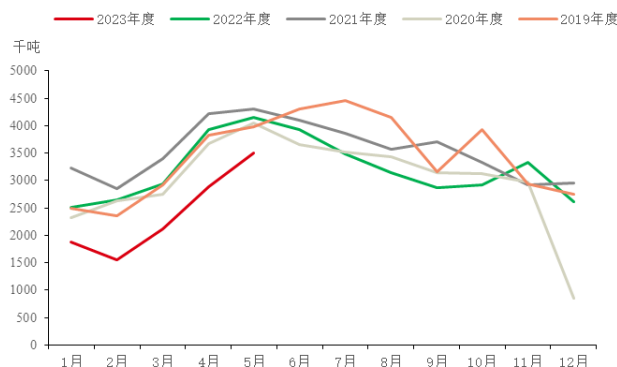
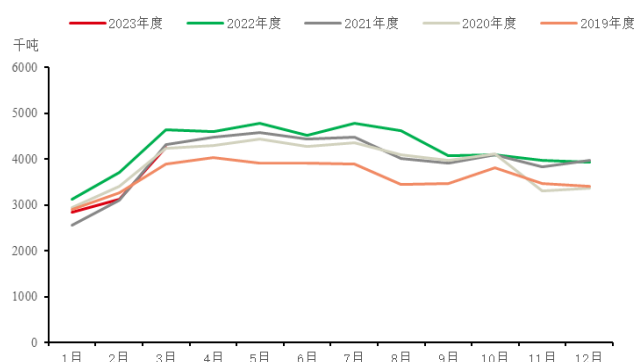


数据来源：买豆粕、钢联、国联期货农产品事业部

USDA 对于 2022/23 年度巴西大豆压榨量的预估也保持在较高水平，由于巴西压榨数据公布的滞后性，目前仅能看到截止至今年 3 月份大压榨情况。相比之下，由于阿根廷大豆大幅减产导致的压榨量的下滑预计达到 883 万吨，豆粕出口量预计将减少 549 万吨，损失的压榨量将部分由巴西填补。此外巴西在 2023 年 4 月将生物柴油的强制掺混比例由 10% 提高到 12%，并在 2024-2026 年逐年上调 1%，2026 年时达到 15% 的掺混比例，长期来看有利于巴西大豆压榨行业和大豆压榨量的增长。

图 21 巴西大豆压榨量

图 22 阿根廷大豆压榨量



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

USDA 预计 2022/23 年度阿根廷大豆产量为 2500 万吨，阿根廷罗萨里奥谷物交易所和布宜诺斯艾利斯谷物交易所则分别给出了 2050 万吨和 2100 万吨的产量预估，与 USDA 预估数据存在一定差异。与 2021/22 年度相比，减产幅度达到 1890 万吨。由于减产幅度较大，阿根廷不得不更多的进口大豆来满足国内油厂的加工需求，巴西成为阿根廷的首要进口来源国。USDA 预测 2022/23 年度阿根廷大豆进口量为 870 万吨，而 2021/22 年度仅为 384 万吨，阿根廷在大豆国际贸易中的地位由净出口国转变为净进口国。但即便进口增加，阿根廷大豆压榨量仍然处于历史同期低位。

4-5 月阿根廷政府为增加外汇储备，在国内实施了第三轮“大豆美元”计划，农户累计销售 831 万吨大豆。得益于该政策的实施，阿根廷 2022/23 年度的大豆出口量不降反增，预计达到 380 万吨，较 2021/22 年度增加 96 万吨，预计出口上的增量将在 5、6 月的出口数据中体现。但随着第三轮大豆美元项目结束，农户再次恢复观望。截至 6 月 21 日，阿根廷农户预售了 1080 万吨 2022/23 年度大豆，去年同期为 1910 万吨，阿根廷农户的大豆销售进度也是偏慢的。



图 23 阿根廷大豆产量

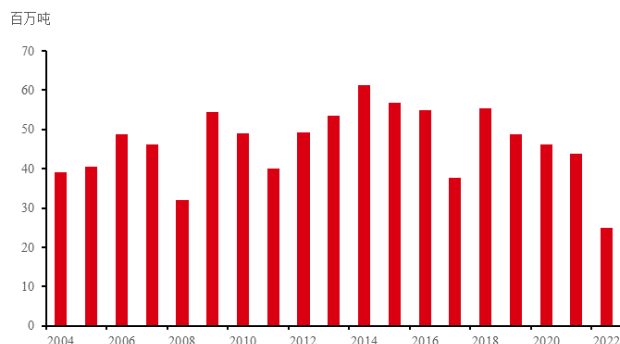
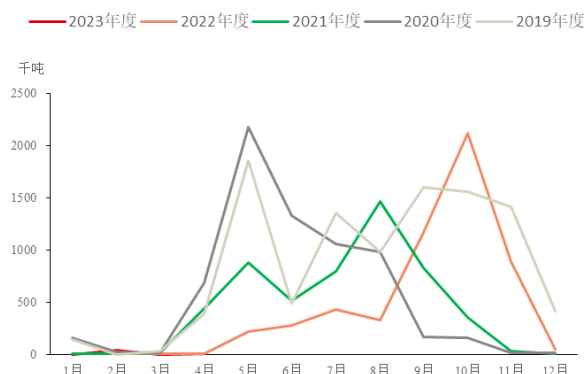


图 24 阿根廷大豆出口量



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

2023/24 年度南美大豆产量预计将进一步增长,其中巴西大豆产量预计达到 1.63 亿吨,较 2022/23 年度增加 700 万吨,阿根廷大豆产量也将从严重的减产中恢复至正常水平,预计产量达到 4800 万吨。在全球气候由拉尼娜转为厄尔尼诺之后,南美的继续增产应该是 2023/24 年度的发展方向,但增长的具体幅度还要考虑播种面积以及种植期天气条件的变化。全球来看,USDA6 月的供需平衡表尚未考虑美国潜在的减产问题,全球大豆供需走向是趋于宽松的,但在美国下调播种面积之后,2023/24 年度全球大豆供需平衡表也将面临较大调整。按照目前南美的产量预估,巴西和阿根廷两国的增产预计能够弥补美国的减产,全球大豆供应仍然趋于宽松,但是时间上将延后至 2024 年南美大豆上市之后,宽松程度也较之前的预估收窄。

表 5 南美、全球大豆供需平衡表

单位: 百万吨	年度	期初库存	产量	进口	压榨	国内消费	出口	期末库存
巴西	2021/22	29.58	130.5	0.54	50.71	53.96	79.06	27.6
	2022/23	27.6	156	0.25	53.5	57.3	93	33.55
	2023/24	33.55	163	0.45	55.75	59.7	96.5	40.8
阿根廷	2021/22	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9
	2022/23	23.9	25	8.7	30	36.25	3.8	17.55
	2023/24	17.55	48	5.7	36	42.7	4.6	23.95
全球	2021/22	100.06	359.91	156.59	314.23	363.82	154.02	98.73
	2022/23	98.73	369.57	165.32	312.2	363.82	168.49	101.32
	2023/24	101.32	410.7	169.82	331.91	386.09	172.41	123.34

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

### 三、国内供需形势

#### 1、国内豆粕供需情况

今年我国大豆进口量存在明显增长，1-5 月累计进口大豆 4231 万吨，同比增长 11%。5 月单月进口量达到 1202 万吨，进口量创历史单月最高，6 月和 7 月预计进口大豆的月均到港量也将超过 1000 万吨，国内大豆供应阶段性较为充裕。目前 6 月与 7 月船期的进口大豆采购量已经完成，8 月船期的采购量过半，未采购量约 220 万吨，9-11 月船期大豆的采购进度均偏慢。这样的采购节奏也预示着 09 合约豆粕和豆油的盘面套保压力已基本在前期释放，7-8 月 09 合约来自产业的套盘压力不算太大，价格上涨的阻力较小。

从进口大豆的盘面榨利情况看，8 月和 10 月船期的榨利走势出现了明显的分化，反映出新作和大豆供应紧张程度的变化。虽然近期人民币贬值幅度较大，但由于盘面涨幅较大，且巴西贴水仍然疲弱，近月船期的大豆榨利存在修复，而 10 月船期大豆的榨利开始出现恶化，这也意味着豆粕远月基差与近月基差间的差值是在扩大的，反映在月间价差上会出现 9-1 价差走扩的现象。针对未来可能存在的大豆紧缺，国内油厂已经提高了豆粕远月的基差报价，6 月油厂压榨量见顶之后开机率开始下降，预计 7 月大豆压榨量将较 6 月减少，国储也于 6 月 20 日开始开展进口大豆拍卖。可以说今年的情况与去年十分相似，去年豆粕价格自 7 月下旬起出现连续上涨，正是因为受到进口大豆盘面榨利不断恶化而需求转好的共同作用。相较于去年，目前国内豆粕的库存水平更低，好在供应量暂时较多，下游生猪养殖行业利润较差，抑制了需求的过快增长。

图 25 进口大豆采购进度

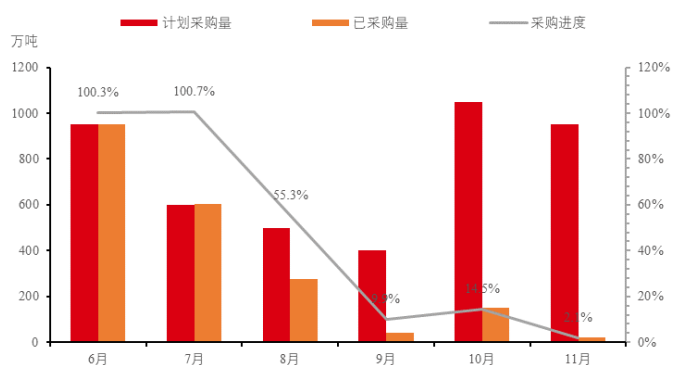
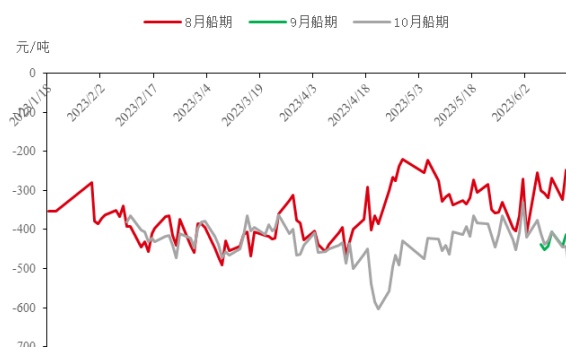


图 26 进口大豆最优压榨利润



数据来源：粮油商务网、钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 27 国内 111 家油厂大豆压榨量

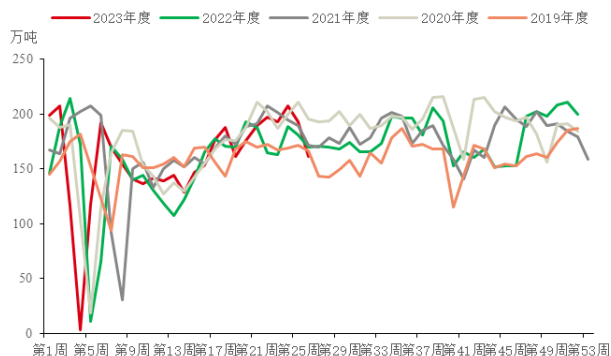
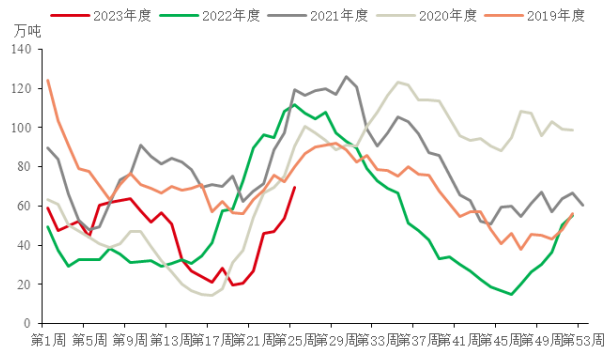


图 28 主要油厂豆粕库存



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

然而下游的需求情况实际并不差。虽然生猪价格低迷，亏损时间长达半年，但去产能的速度较慢，头部企业处于规模扩张阶段，在产能去化过程中相对坚挺。截至 5 月，全国能繁母猪存栏量为 4258 万头，较 2022 年 12 月能繁母猪存栏量高峰减少 132 万头，降幅为 3%，较 4100 万头的合理存栏水平高出 158 万头，存栏量处于农业农村部设定的黄色预警区间。随着亏损时间的延长，后续去产能的速度会进一步加快，但就目前而言，庞大的生猪存栏量对饲料形成刚性需求，饲料产量保持相对高位，且 5 月份环比增长。作为饲料中重要的蛋白来源，豆粕的需求情况今年经历了多轮强弱切换，历次需求的增长都是跟随豆粕价格上涨出现的。6 月最后一个交易日，油厂豆粕成交量达到 269.91 万吨的天量，其中远月基差成交量达到 251.8 万吨，下游企业已经提前对美国大豆减产做出了反应，而之所以会出现如此巨量的成交主要在于前期饲料养殖企业盼跌心态强烈，维持较低的物理库存和少量的远月头寸导致的。远月基差成交的放量会导致未来几个月中点价需求较为强劲，供应收紧叠加需求增加，为价格提供了继续向上的土壤，同时养殖成本的抬升将对行业利润造成进一步的损害，加速产能出清，预计下游需求实质性转弱的时间会延后至明年。

图 29 能繁母猪存栏量

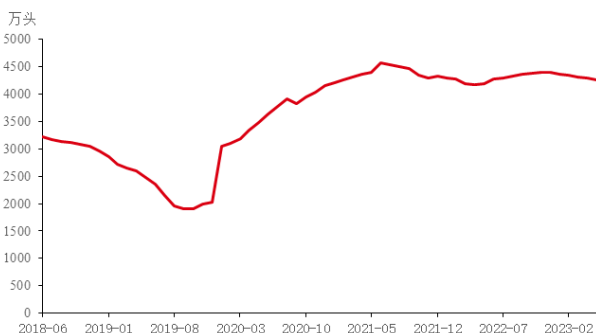
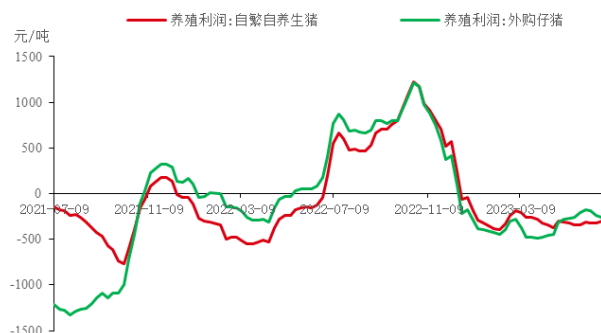


图 30 生猪养殖利润



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

图 31 饲料产量

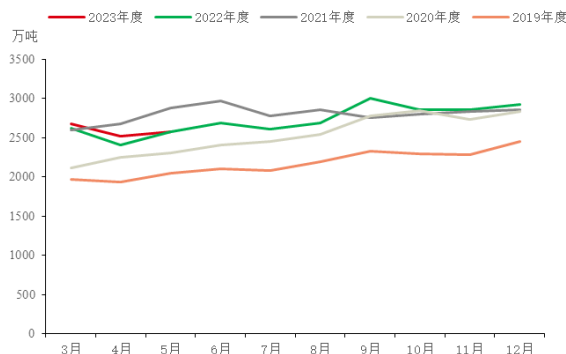


图 32 油厂豆粕远月基差成交量



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

## 2、国内豆油供需情况

豆油在经历了长达半年的下跌之后，市场交易的利空因素已基本出尽，随着美国新作大豆减产预期的发酵，豆油将重新步入基本面主导的上涨行情中。

前期导致豆油不断下跌的因素包括：美国处于加息周期中，需求受到抑制，宏观环境对大宗商品价格形成利空影响；巴西大豆丰产，国内 5-7 月大豆大量到港，豆油产量增加而消费平淡，存在较强的累库预期；去年年末美国生物柴油政策不及预期引发市场对豆油价格的重估。截至目前，上述利空因素均已被市场充分交易，悲观预期开始转向。宏观方面，6 月美联储暂停了加息步伐，虽然尚不确定今年是否还会加息 2 次，但加息进入尾声已成为市场的一致预期。从数据上看，美国 CPI 不断下行，5 月 CPI 回落至 4%，距离 2% 的通胀目标一步之遥，即使暂停加息，在高利率环境下，需求也存在自然回落的过程。美国劳动力市场出现降温迹象，5 月失业率录得 3.7%，达到今年以来的高点，初请失业金人数和续请失业金人数的数量中枢也存在抬升。此前造成市场担忧的美国银行业危机到目前为止暂未形成系统性风险，但美国的宏观风险仍然是存在的，衰退的可能性并未完全消除。目前的宏观环境处于宏观紧缩政策的缓和阶段，商品暂时回归基本面交易，但潜在的宏观利空仍然是不可忽视的风险因素。在生物柴油政策方面，我们已经做了详细的分析，虽然新的政策下豆油在生物柴油消费中的增量仍然不及预期，但总量毕竟有一定增长，CBOT 豆油短期交易过增长不及预期的落差之后又收复了这一利空带来的跌幅，CBOT 豆油很难再次回到 45 美分/磅的价格低点。基本面方面，美国大豆种植面积意外调降成了多头最大的倚仗，美豆进入关键生长期，优良率情况不理想，天气市交易还有发挥的空间，这些因素都对豆油价格形成支撑。目前压力比较大的地方主要在于国内豆油处在加速累库状态中，大豆大量到港预期下 7 月累库预计延续，但累库速度预计有所放缓，一方面油厂降低了压



榨开机率，另一方面，随着双节临近，旺季备货对豆油消费存在一定支撑，并且在美豆减产预期之下，贸易商或将在一定程度上增加现货储备。

图 33 美国 CPI

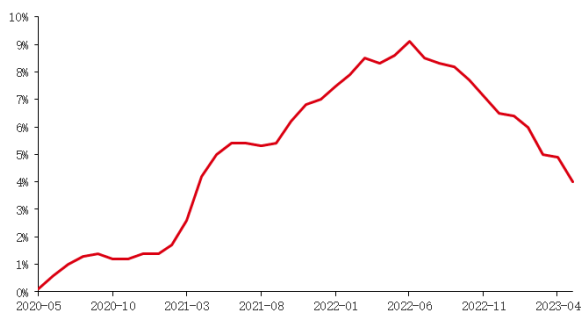


图 34 美国新增非农就业人数

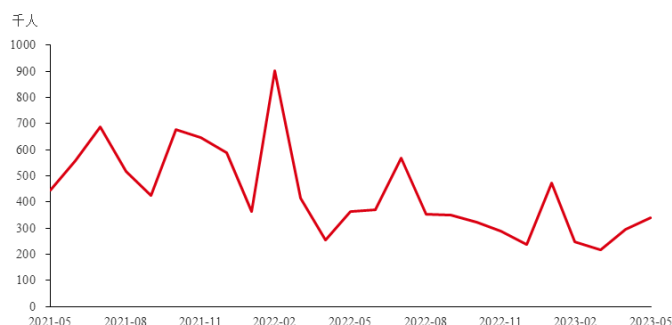


图 35 油厂豆油库存

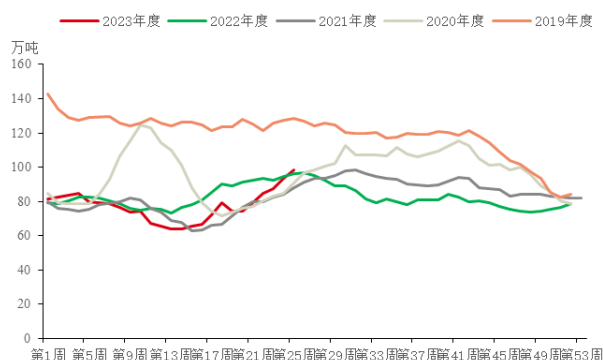
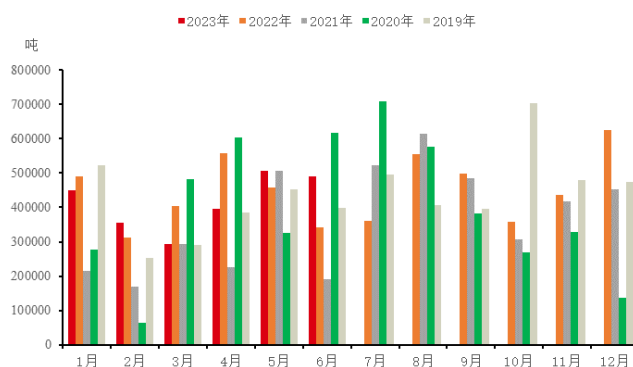


图 36 油厂豆油成交量



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

除豆油外，棕榈油、菜油的价格近期也出现了上涨。棕榈油进入增产周期后，增产幅度却不及预期，马来西亚高频数据反映 6 月份棕榈油产量不增反降，印尼的毛棕榈油参考价格也出现了上涨，侧面印证了棕榈油供应不如预期的那样充裕，究其原因，或许是由树龄老化以及前期施肥减少所导致的。从库存情况来看，无论是产地还是国内的库存量都处于健康至偏低的状态。国内棕榈油由去库转为累库的预期有所延后，国内买船增加，但却时有洗船的现象发生，消费需求表现相对平淡。气候方面，逐渐形成的厄尔尼诺气候对棕榈油产区造成干旱影响，市场预期今年年底至明年年初棕榈油将出现减产，不排除市场提前对这一题材进行交易。

菜油在本轮反弹中走势偏强。从基本面来看，6 月我国菜籽进口量存在较大幅度下滑。市场预计 6 月菜籽到港量为 39 万吨，较 5 月减少约 20 万吨。在进口菜籽供应逐渐减少的形势下，油厂压榨开机率下滑，周度压榨量下降至 10 万吨上下，菜油供应随之减少。进口菜油方面，俄罗斯菜油出口量

有所下滑，欧洲菜油价格上涨亦导致进口减少。产量与进口量的下降导致菜油供应收紧。目前国内菜油库存累至 55.31 万吨高位，累库速度放缓，预计 7 月份菜油将逐渐由累库转为去库。此外，加拿大油菜种植进入关键生长期，目前草原三省也存在降雨量偏低的问题，油菜优良率下降，阿尔伯塔省油菜优良率已降至 42.9%，长势偏弱，天气市对菜油价格存在支撑。

图 37 马来西亚棕榈油库存

图 38 国内棕榈油商业库存

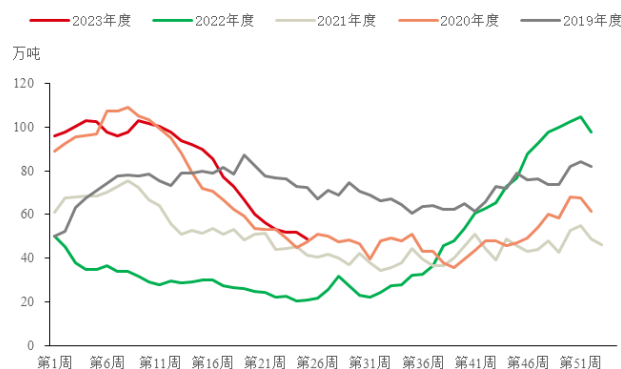
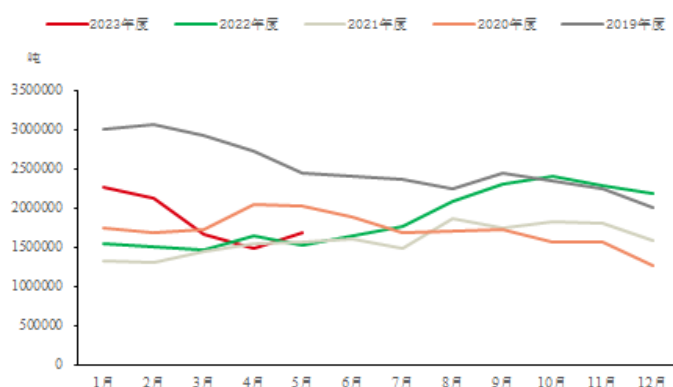
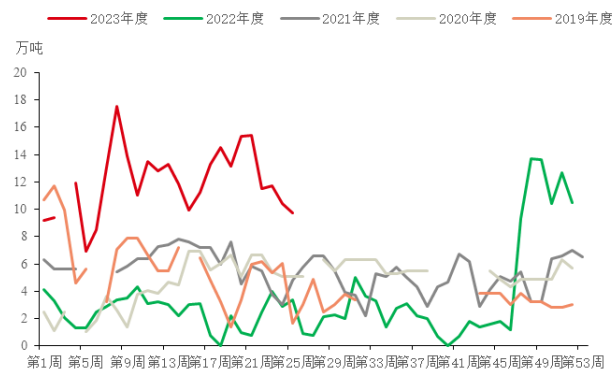
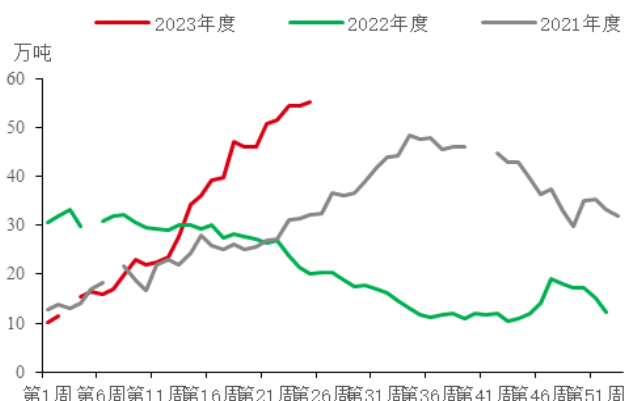


图 39 国内菜油库存

图 40 油厂菜油压榨量



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

## 四、总结及策略

由于美豆种植面积下调幅度较大，市场对于 2023/24 年度美豆供应向宽松转变的预期再度变得紧张。干旱天气影响下，美豆优良率低开低走，厄尔尼诺气候模式逐渐形成，后期降雨及单产即使存在改善，也难以弥补种植面积下降带来的产量下降。并且天气的容错率进一步降低，天气市交易将加剧豆系品种盘面价格波动。减产预期下，国内油厂提高远月基差报价，刺激下游需求增长。预计美豆定产前国内豆粕价格易涨难跌，主力合约可逢低做多，或继续持有豆粕 9-1 正套。豆油上涨趋势基本确立，美豆面积下调、天气市加持叠加宏观环境缓和、生物柴油政策转好以及国内消费向好等因素，支

撑豆油修复前期跌幅，替代性油脂价格上涨与豆油基本面相互作用，进一步加强豆油上行驱动，豆油单边可逢低介入多单。

风险点：宏观风险、美豆种植面积增加、天气、需求超预期下降等。

## 联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

## 免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**