

粕类年报

2023 年 12 月 29 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

玉米鸡肉：刘大勇

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

豆系增产存下行风险 关注国内菜籽进口空间

第一部分 摘要

2023 年国内豆菜粕市场整体呈现宽幅震荡态势，市场交易主题切换频繁且博弈特征表现明显，本文共提炼以下几方面要点：

1.厄尔尼诺异常天气导致巴西中西部 and 南部地区都有可能出现减产风险，同时由于明年巴西生柴掺混比例上调可能导致豆油需求走强，压榨预计有所改善，因此巴西 2024 年度平衡表预期收紧；阿根廷成为南美以及全球大豆增产主力军，虽然政策上仍有较大不确定性，但整体产量增加以及政策方面的边际好转可能带动供应两增加，届时美豆粕可能面临较大压力；

2.美豆短期旺盛需求以及旧作的减产导致国内现货一直维持偏强状态，但当前出口以及压榨后续可能难以维持，生柴产量较高以及阿根廷大豆压榨恢复可能影响明年一季度压榨需求，大豆玉米比价整体维持高位或导致明年有扩种可能，高价难以持续；

3. 加菜籽以及澳大利亚菜籽减产导致全球菜籽供应略有缩减，尤其是美国近年来进口加菜油数量的增加可能导致加拿大压榨量继续攀升，在澳籽减产情况下后续对中国菜籽出口量或有减少，届时需要关注；

4.中国粕类市场交易重点由此前供需开始逐步转向利润定价，2024 年全球尤其是美国大豆产量的预期增加可能导致压榨利润有所好转，届时进口或有恢复，而需求方面禽畜去产能对豆粕消费前景或有不利；

5.加菜籽压榨量增加可能对新作菜籽供应带来较大不稳定性，2024 年 1 季度仍然是重要买船窗口，水产需求恢复可能带来菜粕矛盾逐步显现。

风险提示：天气 疫情 政策

第二部分 基本面分析

一、国际市场

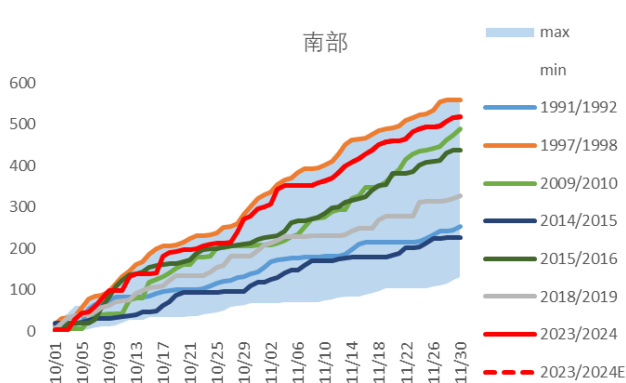
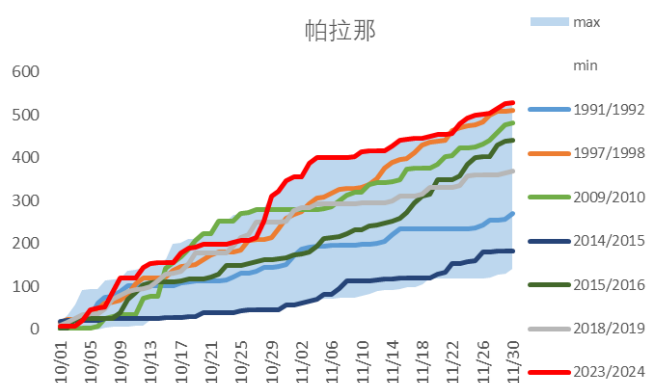
1.巴西：需求良好叠加供应减少 23/24 年度新作出口预计迎来下降

关于巴西新作产量一直以来都是众说纷纭，这一方面源于各机构所使用的基数存在较大差异，另一方面也是今年的大豆的生长境况存在较大不确定性，尤其是南方地区过量降雨对于产量的影响其实存在较大的差异。一方面大豆作为喜水植物，充足的降雨有利于大豆生长境况的改善，但另一方面今年在厄尔尼诺的助推下，南部降雨量确实显的过多，难免呈现过犹不及的情况。

我们倾向于南部地区产量会有下调风险，一方面土壤过墒会使得土壤压实，进而导致氧气流通不畅，影响到植物出苗，长时间的雨水可能导致病虫害的增加，从近期巴拉那州早播的收获状况来看，部分地区大豆已经出现锈病；另一方面，过高的墒情导致作物生长初期不佳也可能引发重播风险，生长期延后也会错过灌浆结荚期的最优生长季。参照 1997/1998 年情况来看，当年同样是厄尔尼诺气候，ONI 指数达到 2℃ 以上，属于强厄尔尼诺，同样出现了类似的气象状况，当年南部地区的巴拉那、圣卡特林娜州也是遇到了较大的降雨，最终实际产量较趋势单产下降约 0.2 吨/公顷左右，今年气象模型与此较为相似，因此我们倾向于对南部地区产量小幅下调。

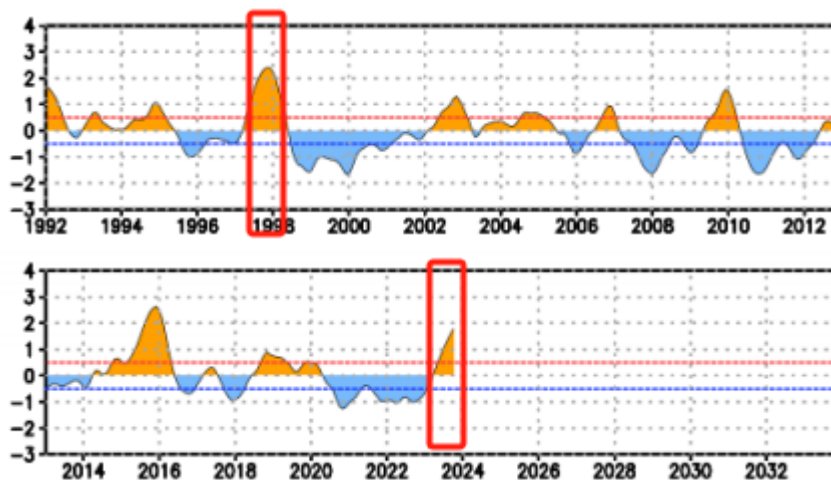
图1：厄尔尼诺年帕拉纳累积降雨

图2：厄尔尼诺年巴西南部累积降雨



数据来源：银河期货、路透

图3：ONI指数



数据来源：银河期货、NOAA

关于马州减产的解读已经比较多了，本文也不做太多赘述，在此，我们主要参照14/15年天气情况变化，南北两区域共同叠加影响下，对巴西新作产量暂时预估在1.55亿吨左右，近期12月下旬马州降雨继续略显的不及预期，但是由于未来的气象模型评估状况较好，如果1月能够兑现，则1.55亿吨产量属于中性评估。

巴西内陆基差有望迎来改善。这一方面源于巴西国内产量的下降，另一方面也源于持续旺盛的压榨需求，受巴西在国际贸易权重的逐步增加，与之配套的是油籽加工能力的持续扩张，油世界口径预计巴西2024年油籽年加工能力同比增9%至7500万吨，今年为6920万吨，其中大豆加工能力6790万吨，同比增加5.6%。而从油粕的下游需求来看亦是如此，近期巴西能源政策委员会宣布将从明年3月起将柴油中强制添加生物柴油的比例从12%提高到14%，并于2025年进一步上调至15%。根据ABIOVE口径数据显示，巴西1-10月生柴产量542万吨，同比增加17.5%，我们预估2023年全年巴西生柴消费量可能达到630万吨以上，参照历史数据推算，巴西生柴消费结构中，豆油占比大约在77%以上，按此比例推算，2024年巴西豆油内需可能因此增加90-100万吨左右。如果考虑到阿根廷豆油今年约30万吨左右的恢复性出口，由于巴西自身内需带来的豆油需求增长不会导致南美洲豆油平衡表出口项呈现紧张状况。

图4：巴西生柴月度消费量（万吨）

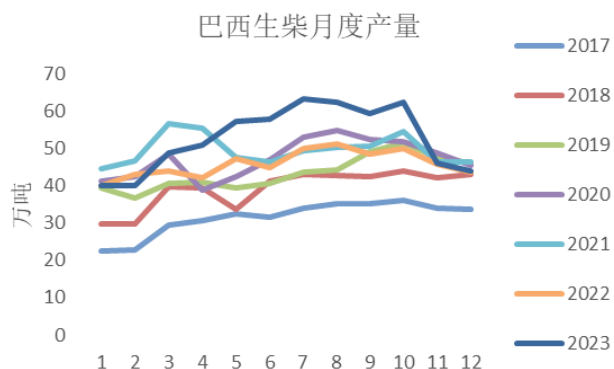
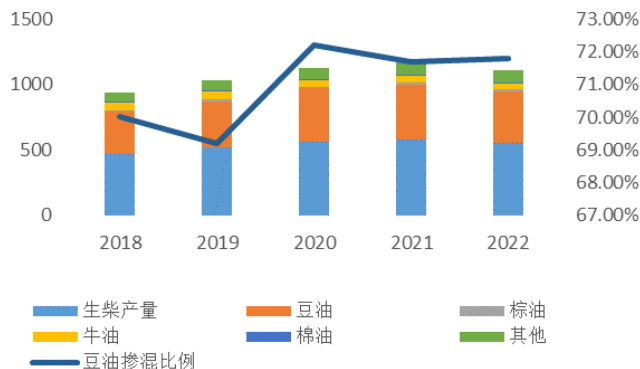


图5：巴西生柴原料掺混比例



数据来源：银河期货、Abiove

巴西今年豆粕需求预计同样会继续迎来改善，巴西动物蛋白协会 ABPA 评估结果显示，2023 年受益于国内需求的增长以及出口提振，巴西肉类产量呈现快速增加，1-11 月中巴西猪肉和鸡肉出口量同比增加 10%和 0.5%，其中菲律宾、智利、日本等国增速明显，禽肉方面，中国略有增加。ABPA 表示，2023 年巴西国内肉类总量同比增加约 1-2%，国内豆粕用量预计增加 1%左右。2024 年禽肉产量预计增速在 3.7%左右，猪肉产量增速大约在 1%，蛋增加 6.5%，整体增速继续放大。我们预计明年巴西蛋白消费仍将维持高增长态势，豆粕需求同比增幅预计 2-3%至 5500-5600 万吨左右。

表 1：2023-2024 年巴西动物蛋白消费（万吨）

| | 2023 | 2024 | 同比 |
|----|------|------|------|
| 禽肉 | 1480 | 1535 | 3.7% |
| 猪肉 | 510 | 515 | 1% |
| 鸡蛋 | 525 | 560 | 6.5% |
| 合计 | 2505 | 2610 | 3% |

数据来源：ABPA、银河期货

参照巴西 CONAB 口径，我们预估巴西大豆出口量可能下降至 9400-9500 万吨左右水平，同比下降 580 万吨或 5.81%，受此影响，巴西贴水 23/24 年度表现可能会较今年有所抬升。

2.阿根廷：宏观经济问题略有缓解 国际豆粕下行压力增加

国内经济市场的混乱以及去年的减产造成了当前阿根廷国内大豆市场的困境以及国际市场定价的混乱。2022 年以来阿根廷豆粕出口市场份额被巴西大幅挤占，并由传

统的大豆出口国转为净进口国，大豆也因为国内的通货膨胀被赋予了更多的金融属性，由“食品”转为“软货币”。12月以来，阿根廷完成了新一轮的总统的任职，为了应对当前阿根廷国内的经济危机，阿根廷新总统米莱上台以来采取了一系列经济政策，具体包括：1.贬值比索恢复至市场汇率，并保证未来每个月2%左右贬值，此举可以一定程度保证阿根廷出口稳定；2.继续采用优惠汇率的形式刺激农户销售，对部分农产品出口给予优惠汇率，以此刺激农户的销售意愿；3.减少政府开支，取消对国内食品、能源和其他产品价格补贴。但其中，我们也不难看出米莱政府其实存在政策上的捉襟见肘，例如政府一方面刺激农产品销售，另一方面也在上调小麦以及豆油豆粕出口关税，包括对于其他谷物和油籽油粕也采用了收取农业税的措施。这难免让我们对于比索以及阿根廷贸易恢复的前景存在担忧。

图6：2023年全球豆粕出口占比（万吨）

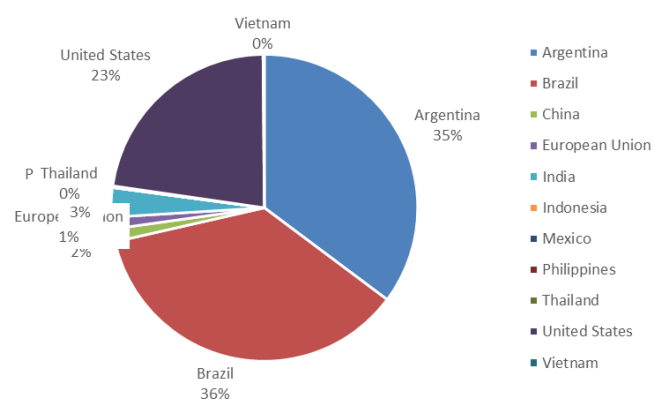
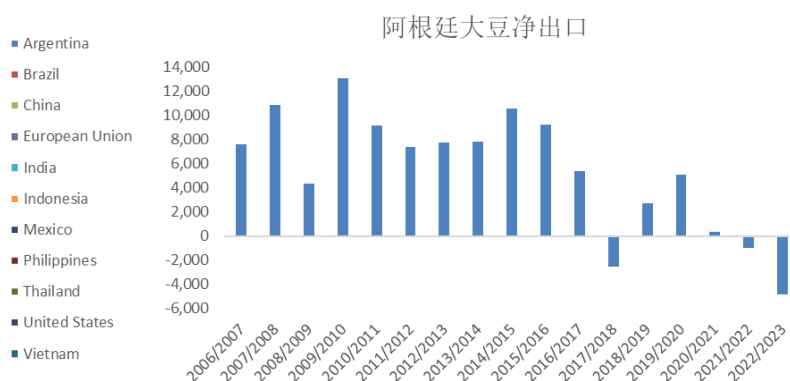


图7：阿根廷大豆净出口量（千吨）



数据来源：银河期货、USDA

基于此，我们提出以下几个看法：1.阿根廷财政赤字和货币贬值导致其商品出口受阻的矛盾短期可能很难快速解决，所以即使有优惠汇率也难以促进其生产经营完全恢复到完全市场化经营的状态；2.阿根廷今年出口和压榨量大幅减少主要还是产量减少导致的，在政策边际出现好转的情况下，阿根廷大豆压榨量恢复到最近几年中性偏低水平的难度应该不大；3.阿根廷上调油粕出口关税至与大豆出口关税持平，会更多刺激农户和贸易商直接销售大豆也会因此形成间接利空。

随着阿根廷以及南美其他国家压榨量的增加，我们预计23/24年度国际豆粕压力会明显放大。参照过去几年比索持续贬值但产量增加的情况，阿根廷大豆压榨量可能上升至3800万吨左右中性偏高水平，豆粕产量增至3000万吨以上，在阿根廷国内需

求维持稳定的情况下,我们预计豆粕出口可能增加至 2600-2700 万吨(同比+600 万吨),考虑到巴西明年压榨量的上升,预计巴西豆粕出口可能会增加 180 万吨左右,南美总增加量大约在 700 万吨左右。而需求方面来看,巴西与阿根廷豆粕主要出口国包括欧盟、东南亚、墨西哥、非洲等地,今年欧盟菜籽、葵籽整体丰产,且此前采购美豆数量较大,因此进口豆粕数量不具备太明显的增加基础,东南亚地区南美洲主要竞争地区包括印度等地,今年印度压榨产能继续增加,因此东南亚地区豆粕进口可能也看不到显著增量,国际豆粕市场可能更多以供过于求为主,价格不免有进一步下行压力。

3.美国：美豆种植面积大概率抬升 需求表现缺乏亮点

市场主流观点普遍是认为美豆种植面积会大幅增加,这个主要是基于两方面因素的考虑,供应端来看是基于大豆玉米比价较高以及 22/23 年度绝对偏低的种植面积,另一个则是出于需求角度,应对持续扩张的生柴需求。

供应端来看确实如此,受今年美玉米产量大幅增加的影响,价格已跌至最近两年来的低点,2411 与 2412 月合约的大豆玉米比价已经攀升至 2.48,为最近以来的高点。今年大豆种植面积快速增加主要因为前期的下跌被玉米挤占了大约 130 万英亩左右,在利润出现切换的情况下,大豆种植面积可能会出现反向挤占。

图8：大豆玉米比价

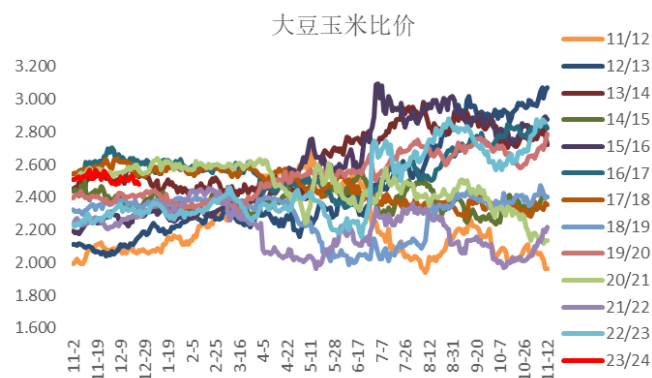
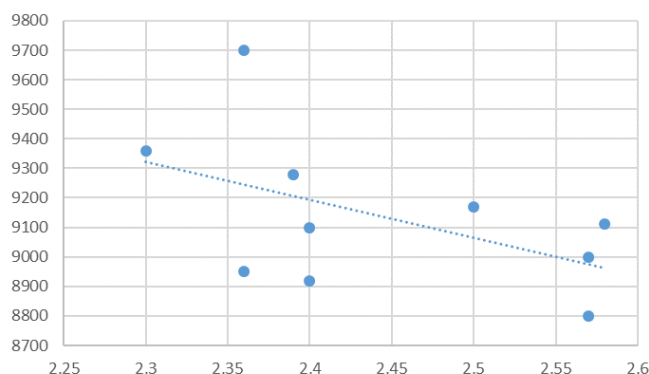


图9：大豆玉米比价与种植面积关系



数据来源：银河期货、同花顺

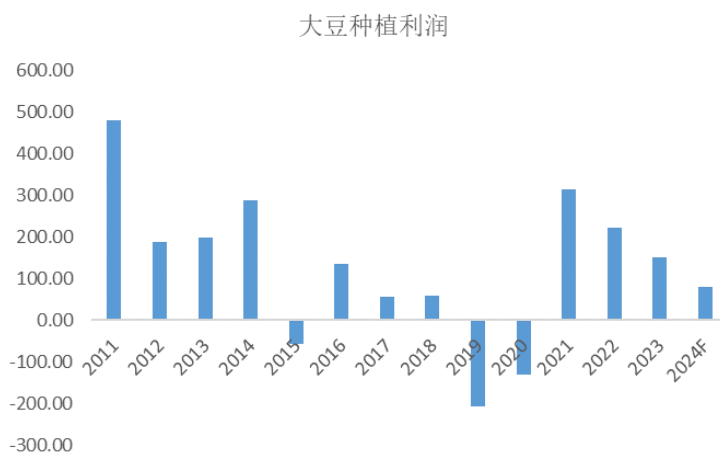
图10: 22/23年月报告中各地区农作物种植面积变化情况

| | 大豆各区域 减产情况 | 大豆 | 玉米 | 大麦 | 高粱 | 春小麦 | 水稻 | 各州面积 变化 |
|--------------|---------------|-------|------|-----|----|-----|-----|------------|
| Arkansas | 3050 | -150 | 80 | | | | 100 | 30 |
| Illinois | 10800 | -800 | 500 | | | | | -300 |
| Iowa | 10100 | -400 | 300 | | | | | -100 |
| Kansas | 4600 | -350 | | 3 | 0 | | | -347 |
| Missouri | 6000 | -400 | 200 | | | | -4 | -204 |
| Nebraska | 5750 | -250 | 0 | | 20 | | | -230 |
| North Dakota | 6550 | -900 | 150 | 230 | | 300 | | -220 |
| Ohio | 5100 | -200 | 50 | | | | | -150 |
| Wisconsin | 2300 | -200 | 50 | -5 | | | | -155 |
| 增加值 | | -3650 | 1330 | 228 | 20 | 300 | 96 | -1676 |

数据来源: 银河期货、USDA

不过我们认为当前直接判断大豆种植面积上升其实还是言之过早，一方面因为大豆玉米比价本身在3月份以后才相对具有参考意义，并且未来不排除有其他扰动因素导致二者比价关系出现转换，例如今年就是典型的在种植期价格下跌后农户的种植意愿出现了明显改善。另一方面也与利润有关，客观来讲，自2021年大豆种植利润达到高点以来，后续其实就已经进入了利润萎缩周期。受减产影响，今年美豆种植成本处于近年来的高点，基本达到1250美分/蒲左右，假设按照销售期1400美分左右的价格来看，预计每英亩种植利润在75美金左右。受化肥价格下跌影响，今年美豆种植成本单亩可能下跌至615美金，折合1180美分/蒲左右。按照当前11月合约测算来看，当前种植利润仅70-80美分左右，未来种植面积不排除恢复不及预期的情况。

图36: 近年来大豆种植利润

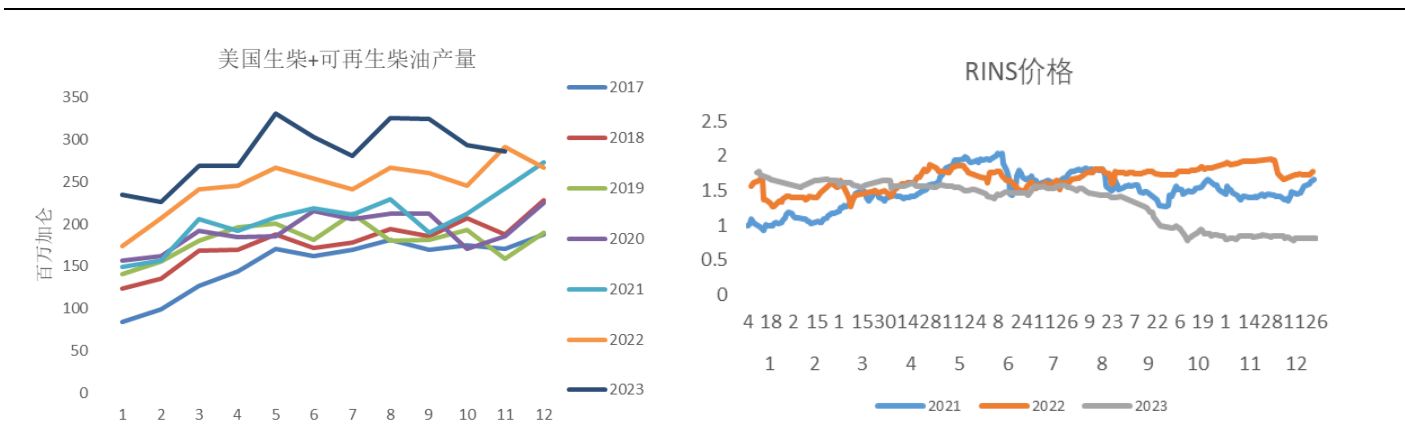


数据来源: 银河期货、USDA

美豆油需求确实是驱动最近几年大豆压榨量快速增加的主要因素，这一点在过去两年中表现比较明显。截止 11 月，2023 年度美国传统生物柴油和可再生柴油产量大约在 28 亿加仑，同比增加 4.5 亿加仑，增幅达到 16.72%。而 EPA 所公布的 2023-2025 年可再生燃料掺混计划的情况是，2023 年生物质 (BBD) 掺混量为 28.2 亿加仑，2024、2025 年的掺混量分别为 30.4 亿和 33.5 亿加仑，虽然实际产量与掺混量不能完全等同，但高产量确实也一定程度反映了行业的快速发展。虽然市场普遍对后续生柴需求看好，但需要关注的是由于今年 RINS 注册量本身较大，明年对于生产需求也可能出现走弱。3 季度以来，RINS 价格大幅下跌，这也一定程度反应了生柴产量较为宽松的表现，这有可能会影响到美国的生柴利润情况，进而影响后续美豆油的需求。事实上，今年美豆压榨量的大幅增加很重要一方面源于美豆粕的影响，22/23 年度美豆粕出口同比增加约 7%，四季度增幅尤为明显，豆粕总提货量全年增加约 1.09%。今年阿根廷整体压榨量减少对于美豆粕出口有较大幅度提振，在明年阿根廷压榨预期呈现恢复的情况下，美国压榨量可能并不高。

图11：美国生物柴油月度产量

图12：RINS价格



数据来源：银河期货

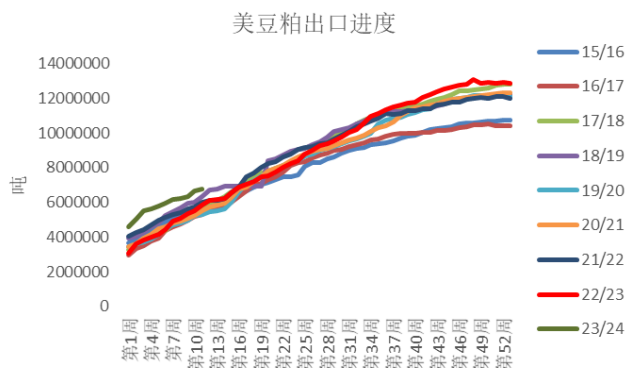
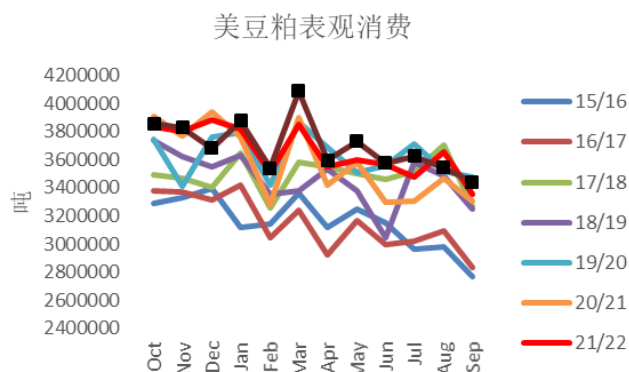
表 2：EPA 可再生能源掺混方案（单位：十亿加仑）

| | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------|-------|-------|-------|
| 纤维素生物燃料 | 0.84 | 1.09 | 1.38 |
| 生物质柴油 | 2.82 | 3.04 | 3.35 |
| 高级生物燃料 | 5.94 | 6.54 | 7.33 |
| 可再生燃料 | 20.94 | 21.54 | 22.33 |
| 补充义务 | 0.25 | | |
| 传统乙醇 | 15 | 15 | 15 |

数据来源：EPA、银河期货

图13: 美豆粕提货量

图14: 美豆粕周度出口销售量



数据来源：银河期货、USDA

截止12月中旬，美豆出口量在3500万吨左右，同比下降15.14%，但23/24年度后续出口增速不排除有进一步下调风险。一方面从全球需求来看，大豆主要进口国中国、欧盟、墨西哥、日本等国今年进口需求整体来看增量空间不大。其中，中国生猪开始进入去产能周期，其他禽畜类养殖利润都欠佳；欧盟虽然豆粕消费占比大，但是由于其原产地的特点，菜粕、葵粕在整体蛋白原料中的占比明显高于其他需求国，随着葵粕、菜粕整体供应量的增加，大量的大豆进口可能难以持续；墨西哥、日本等地体量较小，同时增量空间也比较有限，埃及地区近年来经济状况不佳，饲料消费以及大豆进口同比继续大幅下滑。因此我们认为，2024年国际大豆需求可能更多集中在产地而非需求国。

另一方面，在上文中我们提及了巴西今年出口量可能下滑约500-600万吨左右，但是今年阿根廷进口大豆净进口量预计有500万吨左右，在产量以及国内经济政策恢复至正常的假定下，我们预计阿根廷所释放出来的出口贸易量可能会填补南美洲出口下滑的压力，因此美豆可能继续受到出口市场挤占的压力。此外，不容否认的是，今年四季度美豆销售减少一定程度受到了巴西高结转库存的压力，但实际上在此期间中国以及欧盟额外买船增量其实比较显著，这有可能会对未来美豆出口形成透支，因此，美豆新作的出口压力不排除会继续增加。

图15: 美国大豆累积出口

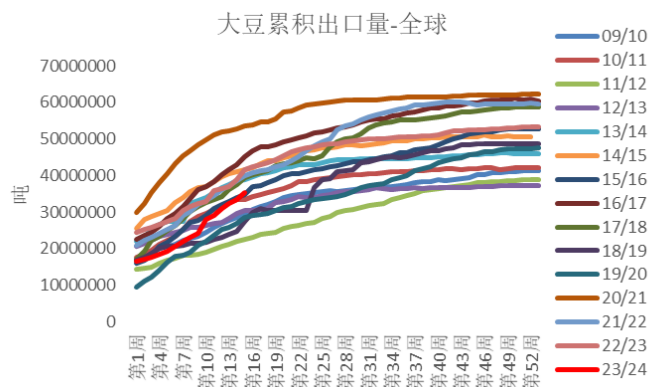
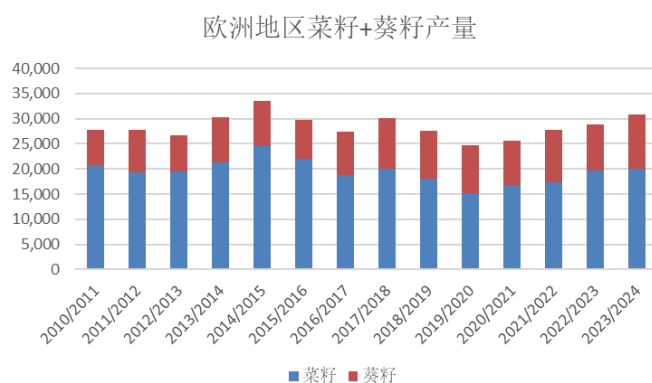


图16: 欧洲地区菜籽+葵籽产量



数据来源：银河期货、USDA

图17: 美国大豆对欧盟出口

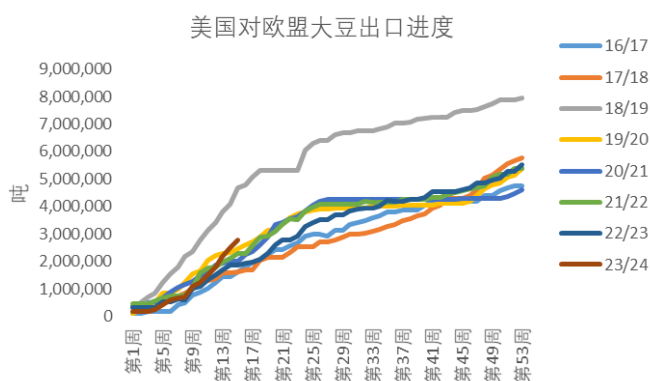
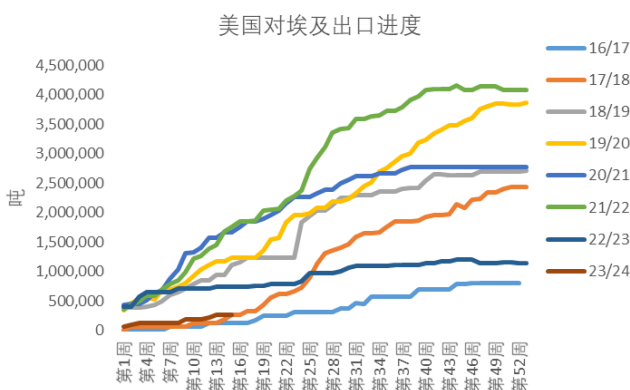


图18: 美国大豆对埃及出口



数据来源：银河期货、USDA

4.加拿大：油粕出口前景好转叠加压榨产能扩张 菜籽出口或有所减少

23/24 年度加拿大菜籽在生长期虽然一度受到干旱影响，但实际减产不大，按照加拿大官方公布的数据来看，23/24 菜籽新作单产 2.07 吨/公顷，上年为 2.17 吨/公顷，考虑到今年种植面积的大幅增加，实际产量与去年基本持平。

表 3：加拿大菜籽供需平衡表

| | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 种植面积(千公顷) | 9016 | 8659 | 8936 |
| 收获面积(千公顷) | 8949 | 8596 | 8855 |
| 单产（吨/公顷） | 1.59 | 2.17 | 2.07 |
| 产量（千吨） | 14248 | 18695 | 18328 |

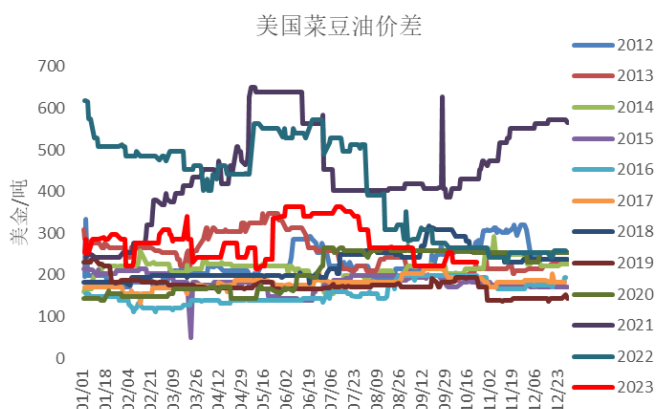
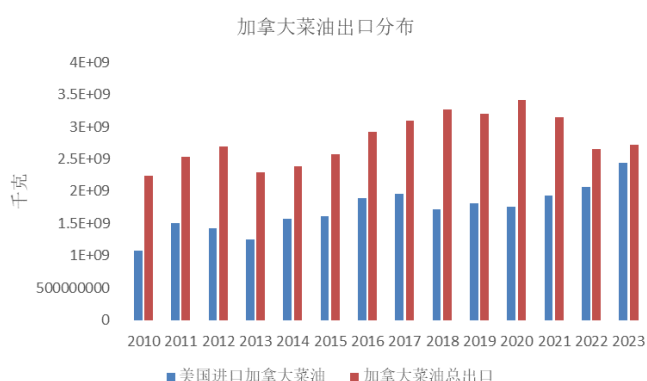
| | | | |
|------|-------|-------|-------|
| 进口量 | 105 | 126 | 100 |
| 出口量 | 16129 | 20149 | 19934 |
| 使用 | 8555 | 9961 | 10500 |
| 饲用 | 935 | 663 | 233 |
| 总消费 | 9553 | 10689 | 10784 |
| 结转库存 | 1328 | 1506 | 1450 |

数据来源：AAFC、银河期货

近年来随着加拿大油粕出口需求的持续增加，加菜籽自身压榨量和压榨产能也在不断扩张中。加拿大菜油需求增量主要源于美国，由于美国在生柴原料体系中增加了菜油，近年来美国菜油进口量呈现明显增加，数据显示，过去 5 年中美国进口加拿大菜油复合年化增长率在 7% 左右（今年出口数据仅统计到 11 月），市场份额也从此前 52% 上升至 89%。按照前文在美国章节中评估的结果来看，我们认为虽然明年美国生柴产量增速可能不会太过于显著，但是今年美国国内菜豆油价差相对低于预期，菜油需求量仍有进一步攀升可能。

图19：加拿大菜油出口量及分布

图20：美国菜豆油价差



数据来源：银河期货、加拿大统计局

受此影响，加菜籽今年压榨量大幅增加，数据显示，今年 1-11 月期间，加拿大菜籽压榨量在 963 万吨左右，同比增幅 21%，过去几年中菜籽压榨量同比略有下降，这主要因为当时加菜籽出现减产导致。在今年菜籽产量整体维持高位，同时加拿大产能充足压榨利润维持高位的情况下，我们认为加拿大国内压榨量可能会进一步增加，进而导致菜籽出口呈现缩减。平衡表预估，今年加菜籽出口量可能下降至 700 万吨左右较低水平。

图21：加拿大菜籽压榨量

图22：加菜籽压榨利润



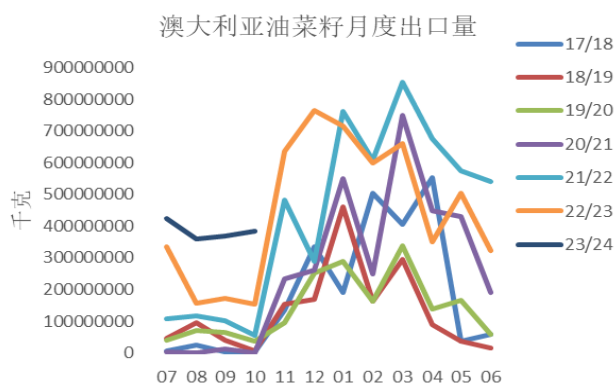
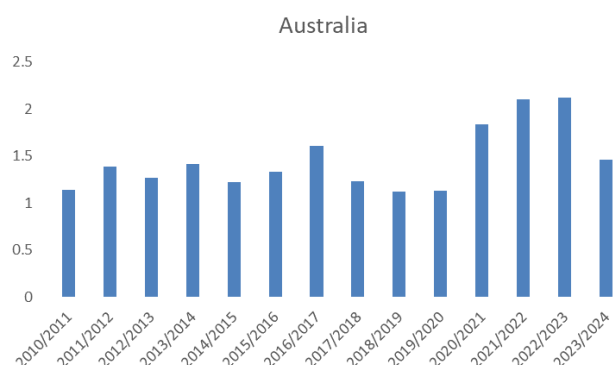
数据来源：银河期货、加拿大统计局

5.欧洲：乌克兰菜籽增产弥补澳菜籽减少 葵籽增产导致油粕外溢压力增加

今年厄尔尼诺天气影响一方面反应在了南美，另一方面则是反应在了澳大利亚，6-8月期间澳大利亚东部地区偏干情况导致菜籽出现减产状况，今年澳大利亚菜籽单产下滑至1.46吨/公顷，同比下降31%，澳菜籽产量也减少约320万吨左右。澳大利亚国内压榨产能本身不大，因此澳菜籽减产更多转为出口方面的减少，数据显示，澳大利亚1-10月期间菜籽出口468万吨，同比下降17万吨，预计11-12月随着新菜籽上市，减幅更加明显，由于欧洲是澳菜籽主要出口区域，因此预计欧盟在23/24年度进口澳籽数量将减少约150万吨左右。

图23：澳大利亚菜籽单产

图24：澳大利亚菜籽月度出口量



数据来源：银河期货、澳大利亚统计局

但是由于今年乌克兰菜籽整体丰产，同比产量预计增加80万吨，同时自身菜籽产

量增加 50 万吨，足以弥补澳菜籽进口数量的减少。另一方面，由于欧洲、乌克兰葵籽产量增加 150 万吨左右，因此欧洲地区菜油和葵油可能仍将呈现出一定的外溢压力。

二、国内市场

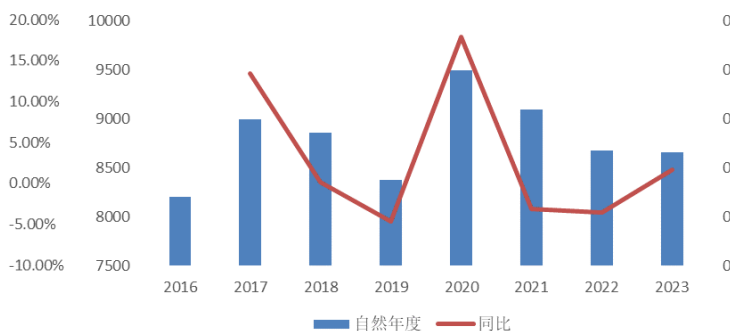
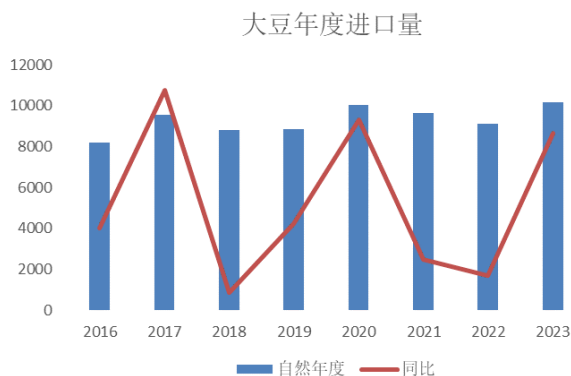
1. 榨利与养殖双重亏损下饲料企业低库存运行 上下游博弈明显增加

今年豆粕现货市场最显著的表现在于上下游关于货权、利润以及交割的博弈明显增加，自去年 2301 合约交割完成以来，主力合约 2305、2309 均无例外走出较为独立的月差行情，M91 正套剑指+1000，显然按照今年国内的供需来看，第三季度的基本面并不支持如此强大的单边和月差行情，回望 2020 年国内豆粕库存下降至 10 万吨左右，M59 行情也仅百十来点，情绪面和博弈面才是主导今年月差的核心因素。

平衡表预估，2023 年全年大豆进口量预计在 1.01-1.02 亿吨左右，同比增加 11.7%，基本持平于 2020 自然年度进口量的高点。但从实际压榨量来看仅 8650 万吨左右，处于最近几年来显著的低点，参考 2020 大豆压榨同比来看，今年非压榨用大豆可能增加约 800 万吨左右，这也是导致了今年 2-3 季度国内一度出现大豆供应紧张的原因之一。

图25：大豆年度进口量

图26：大豆年度压榨量



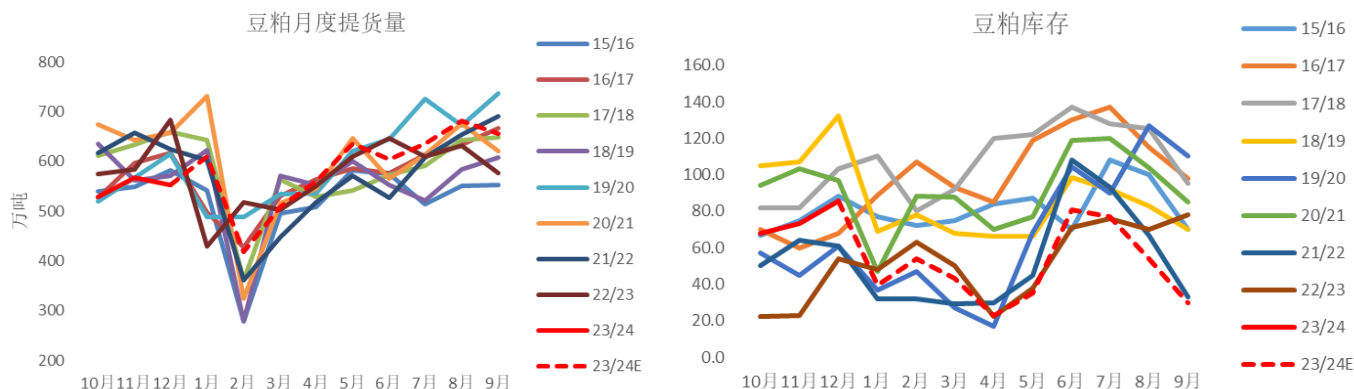
数据来源：银河期货、海关

正如前文所述，今年油厂大豆压榨同比下降约 0.2% 左右，但是提货则同比下降 1.5%，其实以 4 季度降幅最为明显，预计同比降幅在 10% 左右，而此前 3 个季度中，豆粕提货量同比基本呈现增加状态。我们认为豆粕四季度提货量同比快速下降一方面因为四季度国内需求确实受到冲击，养殖利润深度亏损情况下饲料需求呈现明显滑坡；

另一方面也是因为今年 2-3 季度豆粕提货量过高导致豆粕 4 季度需求呈现深度透支，我们预计今年 4-9 月期间豆粕提货同比增幅大约在 6.5%左右，下游在此期间出现较大幅度累库限制了 4 季度提货。

图27：豆粕月度提货量

图28：豆粕库存

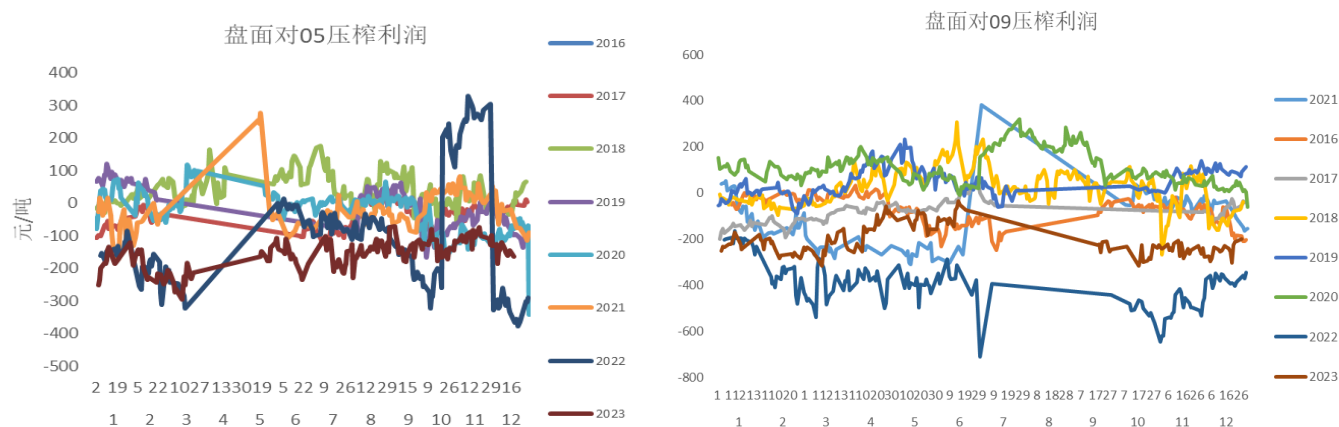


数据来源：银河期货、我的农产品

整体来看，今年豆粕现货市场供需逻辑略有减弱，市场更多交易的是利润、成本以及基差的分配，可以看到今年在 01、05、09 等主力合约上均未能给出有效的正向榨利，而造成这一变化的本质还是源于国内养殖产能过剩，政策端推行低蛋白日粮配方以及海外库存持续维持低位下带来的不利影响。在国内下游养殖与压榨行业均呈现深度亏损的情况下，产业链各环节的变化焦点也由供需主导转为利润的博弈。

图29：对05大豆压榨利润

图30：对09大豆压榨利润



数据来源：银河期货

2. 饲料需求可能缺乏亮点 大豆压榨增量或有限

今年饲料需求表现尚可，2023 年 1-11 月全国工业饲料总产量 2.87 亿吨，同比增加 7.21%，考虑到 12 月期间生猪产能去化快于去年，同时肉禽养殖在今年 8 月下旬开始持续维持亏损，养殖企业补苗数量减少，预计 12 月份饲料需求同比增速进一步回落，预计全年饲料需求同比增速将下降至 5-6% 左右。分料种上看，今年饲料需求的增量主要体现在禽畜料，水产料下降同比幅度相对较大，由于此前几年中养殖陷入亏损，养殖户投苗积极性不高，加之南方地区降雨量较大也导致了水产表现不佳的情况。

图31：饲料总产量

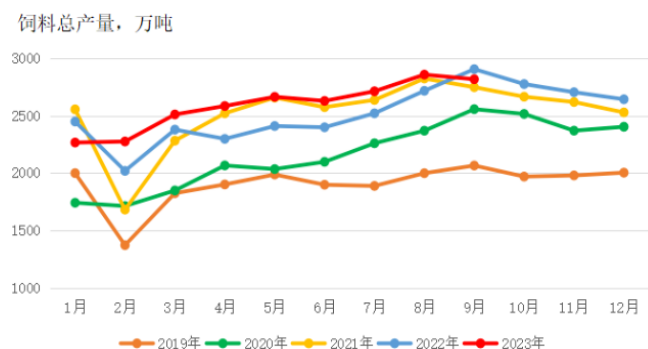
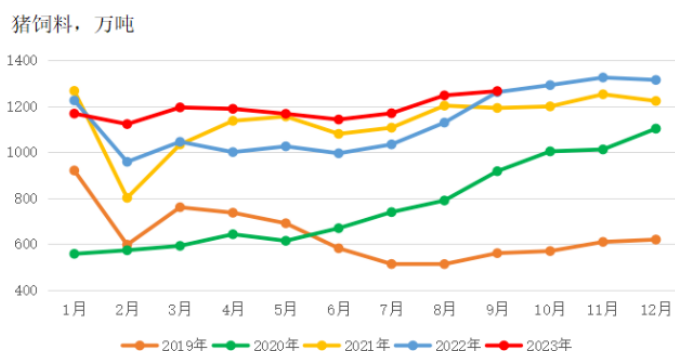


图32：猪饲料产量



数据来源：银河期货、饲料工业协会

图33：肉禽饲料产量

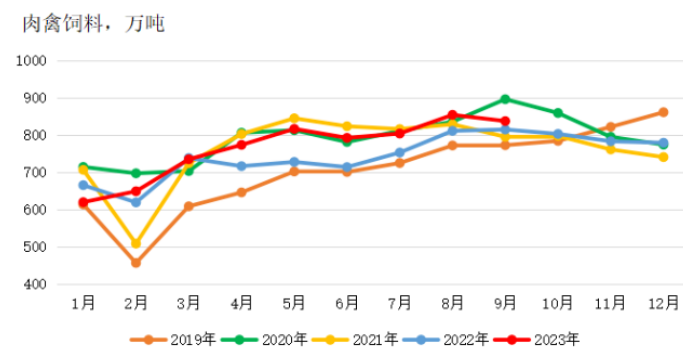
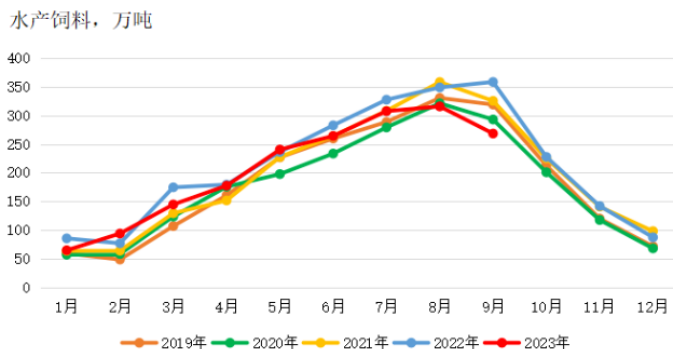


图34：水产料产量



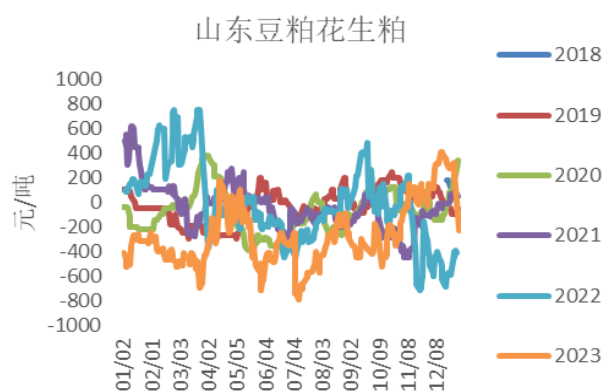
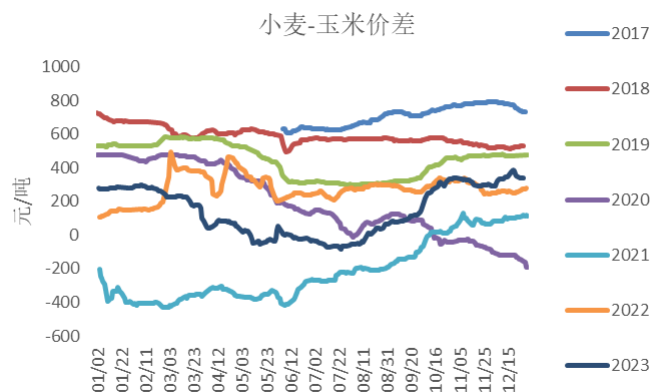
数据来源：银河期货、饲料工业协会

而具体到豆粕方面来看，今年豆粕表现消费量同比下滑，增速不及饲料消费增速，这一方面源于饲料厂和养殖场等下游企业今年在养殖亏损的情况下主动去库存，另一方面也从侧面验证了饲料企业下调豆粕配方的表现，近年来国内积极推广低蛋白日粮

配方，豆粕在饲料配方上的使用占比明显下降，尤其是今年二季度小麦大量流入饲料厂，四季度花生粕、菜粕等供应量较大也一定程度导致豆粕配方被动下调。

图35：玉米小麦价差

图36：豆粕花生粕价差

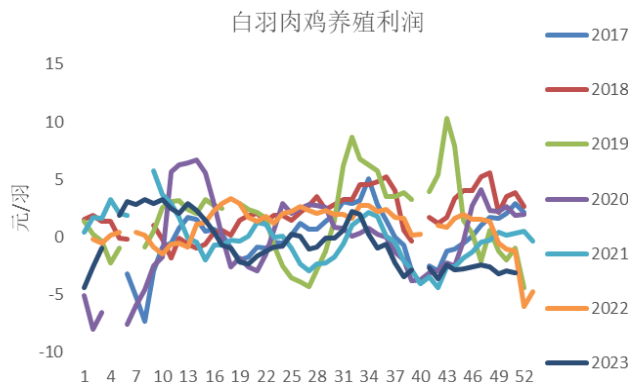
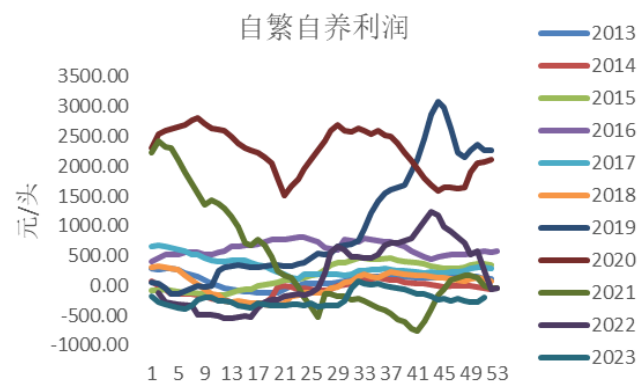


数据来源：银河期货、同花顺

我们预计 2024 年国内饲料需求可能仍然会相对偏弱，一方面，今年养殖普遍陷入亏损，猪、肉禽、反刍以及水产养殖利润均呈现了明显下滑，并且年内能繁母猪已经明显出现去产能的状况，肉鸡虽然没有出现上游种禽存栏去化的状况，但是养殖企业在利润亏损的情况下，补苗数量也出现了下降，我们预计今年利润下滑会对明年肉类供应产生影响。另一方面，由于今年国际葵籽产量增加，国内花生丰产，未来能够供应给中国的葵粕和花生粕数量可能也会有所增加，我们预计 2024 年杂粕供应改善会进一步冲击国内豆粕消费。

图36：生猪养殖利润

图37：白羽肉鸡养殖利润



数据来源：银河期货、同花顺

3.美国库存累积利好榨利回归 下游养殖利润好转有助预售推进

在本章第 1 小节中我们指出了年内豆粕市场的变化逻辑逐步由供需转为利润，并由此带来交易交割的博弈，而背后的主要原因在于上游和下游利润均出现亏损后产生的相互挤压。整体来看，近年来油厂压榨利润持续亏损的主要原因还是产地库存重建缓慢，尤其是美国在最近几年中几乎未能实现有效建库，加之国内需求强劲，农户贸易商几乎没有卖压。虽然今年 4-5 月期间巴西大豆集中上市，贴水也因此呈现快速下行，但可以看到实际上 CBOT 盘面走势仍然比较坚挺，美国基本面强势以及国内买船支撑榨利仍然偏弱。

不过整体来看，我们认为进入 2024 年以后，美国新作将面临增库，一方面，24/25 年度美国种植面积大概率呈现增加，并且在前文的海外市场章节中，我们提及了 22/23 年度美国后续出口空间面临挤压以及国内需求不及预期的主要逻辑，因此贴水以及单边的回落会逐步在市场逐步反应；另一方面，今年美豆及贴水可以企稳的重要原因还是在于南美在阿根廷减产的助推下巴西持续供需两旺，而今年进口国方面，国际大豆需求方面几乎看不到太多亮点，未来可供中国进口的数量预计也将增加，届时榨利有望好转。

此外，限制今年压榨利润的一则重要原因也是在于下游持续亏损，但我们预计明年生猪养殖成本重心将逐步下移，明年养殖利润好转可能会促进下游采购意愿得到改善。

4.菜籽新作初期供应宽松 远期榨利明显走弱

我们预计，2024 年菜粕重现 2023 年的行情的概率会比较大。当我们回顾 2023 年菜粕市场行情时，不难看出自加菜籽新作迎来难得的丰产以来，国内持续大量进口菜籽，尤其在 5 月份前，菜籽月均进口量达到 50 万吨以上，尤其在前几个月中就已经完成了 80% 以上的进口量，这导致后续可供中国进口的菜籽数量明显下滑，菜籽 CNF 贴水持续上涨。在前文加拿大章节中，我们预计在今年美国生柴继续扩张的情况下，加拿大菜籽压榨量大概率会继续增加，这会导致 23/24 年菜籽出口量可能下降至 700 万吨上下，22/23 年菜籽出口量为 810 万吨，实际上今年 8-11 月期间加菜籽出口同比已经下降约 23% 左右。

并且我们认为需要关注的是，与加菜籽出口市场竞争较明显的是澳大利亚市场，2023 年日本大量进口澳大利亚菜籽一定程度对加拿大出口市场给予让步。但是今年澳洲出口市场呈现萎缩的情况下，日本、阿联酋等国的菜籽需求可能也会分流一部分至加拿大，届时可能会进一步挤占中国的进口市场，我们预计今年中国菜籽进口量可能会下降至 400 万吨上下。参考当前国内作物年度，11 月前加拿大出口至中国菜籽量在 136 万吨左右，同比基本持平，预估 2 月前累积买船将达到 180 万吨以上。因此后续能给到中国的数量将会相对偏低。

图38：加拿大菜籽月度出口量

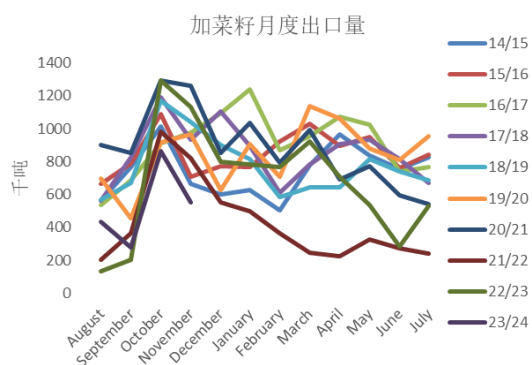
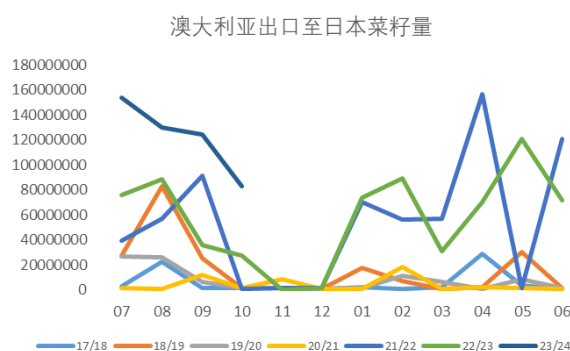


图39：澳大利亚出口至日本菜籽数量



数据来源：银河期货、加拿大统计局、澳大利亚统计局

图40：加拿大菜籽出口至中国数量

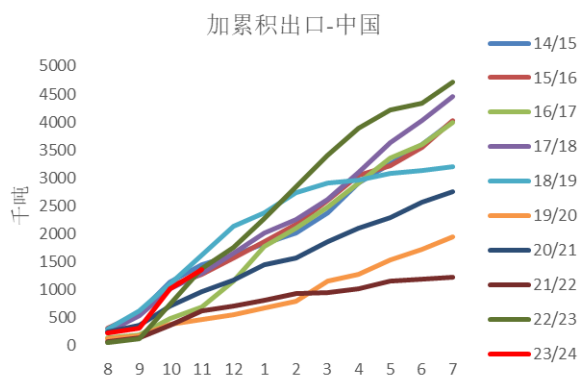
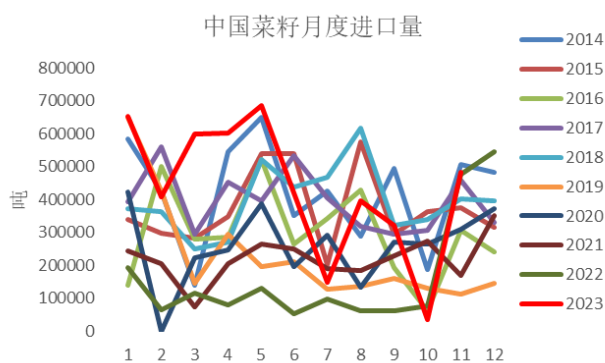


图41：中国菜籽月度进口量



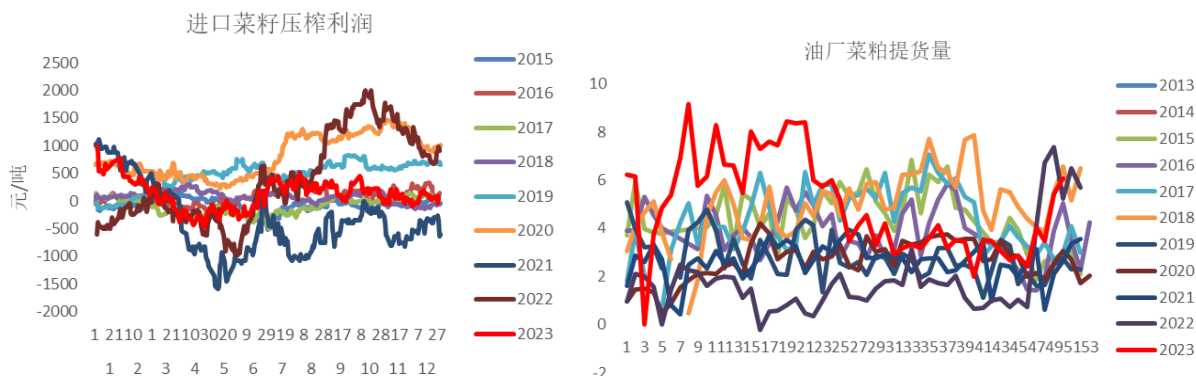
数据来源：银河期货、加拿大统计局、中国海关

此外，导致今年（2023 年）菜籽进口量一直偏低的主要原因在于国内进口毛菜油数量较多导致盘面以及现货压榨利润持续偏弱，国内油厂买船难度较大。而今年情况可能大概率仍然难以缓解，由于今年俄罗斯、欧洲菜籽产量有增无减，葵籽产量同样

维持正常，在控制其他变量情况下，预计进口至国内菜油数量也将维持高位，这也会继续影响国内菜籽后续的买船与进口，其实最近一段时间可以看到菜籽海外报价整体居高不下，压榨利润走势偏弱。受此影响，在水产刚需的季节，豆菜价差可能有缩小机会。

图42：菜籽压榨利润（元/吨）

图43：菜粕周度提货量（万吨）



数据来源：银河期货、我的农产品

第四部分 年度展望

以年度为周期对商品市场做展望是一个十分困难的问题，尤其对于大豆、菜籽这种南北双季农产品而言，在南美地区作物仍然处于关键生长期，产量仍然面临较大变数的情况下直接给出方向性指引是存在较大不确定性的，因而对于年度的判断上，我们会基于一些假设，同时更重视供需平衡的大方向而非精度和节奏。

国际市场上看，2024 年供需的大矛盾仍然是整体油籽供应的恢复。受到美国和巴西的接连减产的影响，23/24 年度大豆复产力度有限，但是由于阿根廷产量增加，且巴西今年本身种植基数相对较大，因此我们认为 23/24 年度全球大豆供应仍然宽松。新作方面，大豆玉米比价维持高位可能带来较强的增面积的预期，届时也可能带来较大的下行风险。不过需要注意的是，由于当前大豆种植利润已经进入缩减周期，因此面积增幅其实存在较大不确定性。而需求方面来看，美国大豆压榨增量空间比较有限，因今年生柴产量较大，RINs 价格下行，但巴西受豆油政策调整，未来可能带来一定压榨增量空间，叠加阿根廷压榨恢复带来的影响，预计明年国际豆粕供应压力会明显增

加。

而国际菜籽方面，整体供应略有收紧，加拿大以及澳大利亚的减产会使得国际出口市场矛盾增加，不过由于欧洲地区菜籽产量增加，同时葵籽丰产，因此澳籽减产对于欧菜籽影响比较有限，国际市场矛盾不大。

具体到国内，我们认为明年菜粕矛盾可能会略大于豆粕。豆粕方面，受明年在国际市场增产压力较大的影响下，压榨利润可能会有所好转，同时由于 2024 年豆粕需求预期较差，因此我们认为明年国内豆粕市场更多以供需偏宽松状态为主。而菜粕虽然 4 季度以来国内菜籽进口数量增加，但这与去年状况十分接近，由于加菜籽为中国菜籽主要进口国，在加拿大压榨需求不断增加的影响下，后续国内进口预期或有转弱。

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 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799