

粕类季报

2023 年 9 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

白糖研究：黄莹

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

南美种植季接力 蛋白市场预期偏弱

第一部分 摘要

四季度美豆基本面预计仍然以偏弱运行为主，一方面，美豆需求利空问题仍未完全交易，虽然巴西 11-12 月船期较美豆仍有优势，但主要需求国并未大量采购，因此美豆需求的利空尚未完全落实，如果中国、欧盟等国开始大量采购巴西四季度大豆则大概率引发美盘进一步的回落压力。因此，23/24 年度美豆平衡表看似紧张，但实际上是供需两淡。另一方面，南美丰产压力空前，巴西、阿根廷、巴拉圭三国预计总供应量达到 2.2-2.25 亿吨，远高于过去几年平均水平，如果按照 3 国 0.9-1 亿吨压榨量来看，则未来出口量将达到 1-1.1 亿吨以上，按照全球 1.6 亿吨大豆进口，剔除美国可供出口部分，实际供应是明显过剩的。并且，我们不认为巴西压榨量有太大的增量空间，因为今年巴西压榨猛增更多源于豆粕出口的增加，但 23/24 年度全球菜籽、葵籽等其他油籽产量整体是充足的，这可能导致全球其他杂粕供应量偏过剩进而挤占巴西豆粕出口空间。不过，这其中变数主要体现在天气上，如果巴西播种进度延缓，可能导致美豆出口窗口期拉长，同时也会一定程度上引发减产的担忧。未来仍需关注。

国内方面，我们倾向于豆粕现货市场将更多呈现以先弱后强状态。下游库存量较大，会导致国内弱势需求预期将延续，而 9 月后，国内大豆进口量将呈现逐步抬升态势，这会造成去库不及预期甚至反季节性累库的情况。但是由于现在远期榨利重新进入亏损状态，油厂采购进度偏慢，后续可能会重新出现上下游供需博弈的状况，不过从节奏上看，我们认为国内压榨利润本身在回复中，所以即使未来油厂继续挺价，豆粕基差走强空间也会比较有限。菜粕方面，四季度国内菜籽到港量明显增加，同时杂粕到港增多也会进一步冲击国内菜粕需求，豆菜粕价差近期虽然有利于菜粕在禽畜料中的添加，但是对于菜粕本身能提供的增量空间有限，我们预计菜籽菜粕后续仍有较大的

累库压力，粕类重心或偏下移。

第二部分 基本面分析

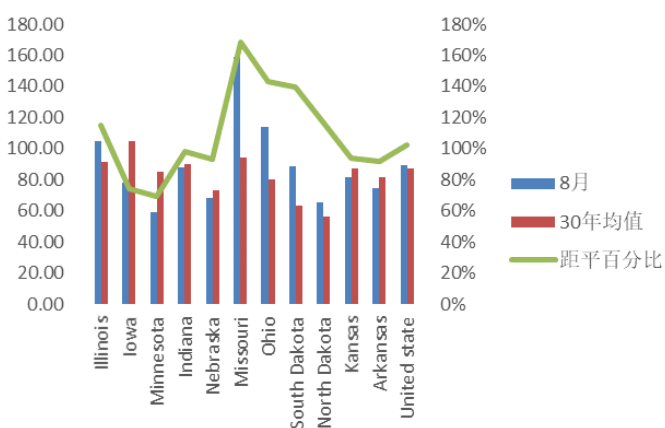
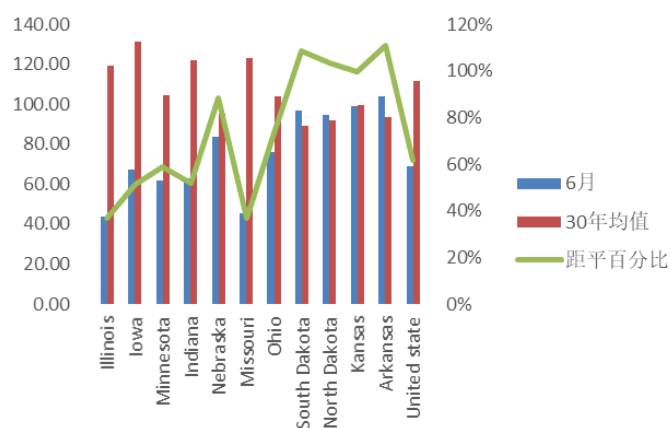
一、国际市场

1. 产地天气波动较大 作物减产略超预期

三季度美豆市场通常围绕产地天气交易，今年仍不例外。不过与往年稍有不同之处在于，今年天气异常波动表现相对较大，其中，7-8月美豆产地天气十分良好，两个月内累积降雨量几乎与历史同期均值持平，其中伊利诺伊、印第安纳均收获了不错的降雨，爱荷华、明尼苏达表现相对欠佳，7-8月累积降雨丰沛，利于作物生长。但是在6月和9月期间天气则表现的异常干燥炎热，6月全月降雨量仅历史均值的50%，而9月全月降雨量也仅历史同期的60%左右。播种和收获初期降雨距平的波动明显加大。

图1：6月各州降雨距平

图2：8月各州降雨距平



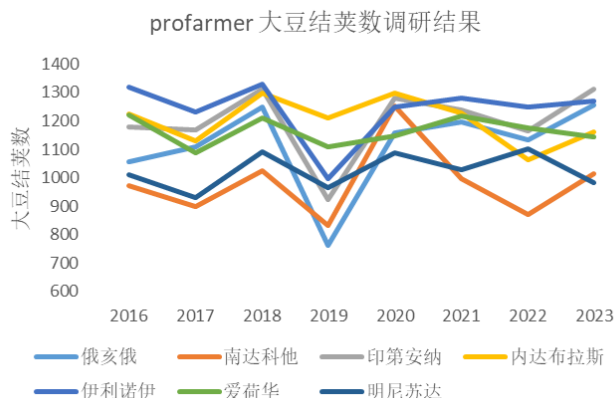
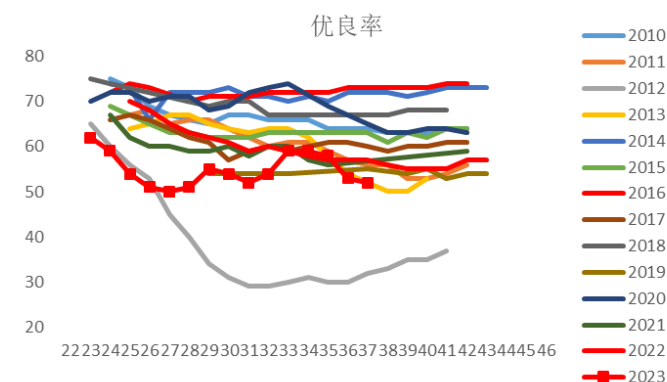
数据来源：银河期货、NOAA

天气变化与行情走势保持了较高的相关性，7月中上旬以来美豆持续上涨，在此期间，盘面主要在交易种植面积下滑和潜在的天气升水，但实际上，7月期间气象模型堪称完美，作物优良率也不断提高，7月中旬至8月期间，由此前52%一路攀升至54%，CBOT盘面也在优良率上升以及天气预期改善中开始逐步承压回落，一直持续到8月中下旬。一般而言，7月中旬至8月是作物生长的关键期，良好的天气对于新一年的产量至关重要。但是进入8月下旬以后，产地气象模型开始重新转为干燥炎热，对于作物最终结荚灌浆带来了不利的影响。其中 profarmer 调研对市场形成了较大助推，其调研结果一度给出了49.7的单产评估，令美豆11月合

约于 8 月末一度站上 1400 美分以上高位。

图3：作物优良率

图4：pro-farmer大豆结荚数调研结果



数据来源：银河期货、USDA、profarmer

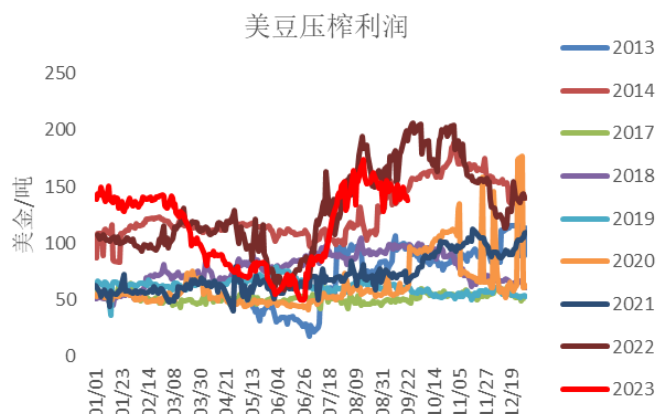
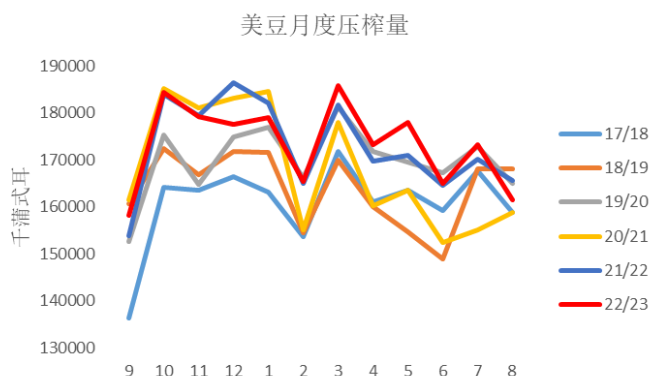
美豆定产最终在 9 月月度供需报告中定格为 50.1 蒲式耳/英亩。虽然报告发布后，盘面随即迎来深度回调，但鲜有人对单产解读为利空，确实整体来看，50.1 的单产本身并不高，虽然今年作物优良率相对偏低，但在作物生长关键期中，气象模型并未出现明显恶化，因此与趋势单产 2 蒲式耳左右得减幅无论如何来看，都显得相对偏大，而这可能要到明年最终结转阶段才能揭示真实的结论，盘面的随即回调更多因需求或预期因素，受供应影响相对有限。

2.内需强劲支撑盘面 但出口方面持续缺乏亮点

三季度以来，美豆压榨利润一直维持相对较好水平，一方面源于国内强劲的下游需求，另一方面也说明了国内供应本身也并不紧张。从 NOPA 提供的大豆压榨和豆油库存数据推算来看，我们预计 7-8 月国内豆油消费量同比增加 4.98%，虽然市场普遍对 8 月豆油库存数据存在质疑，但豆油整体需求较好本身毋庸置疑，在国际原油价格持续走强的背景下，豆油生柴需求水涨船高，大豆压榨量也在逐步增加中。另一方面，豆粕需求也表现得相对较好，USDA 口径数据显示，1-7 月期间美豆粕表观消费量同比增加 1.36%，其中，出口好转较为明显。

图5: NOPA大豆月度压榨量

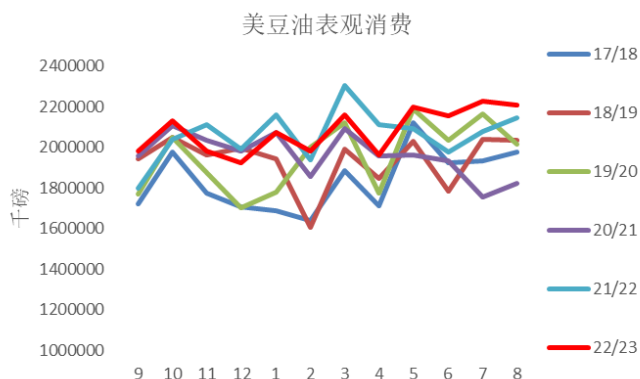
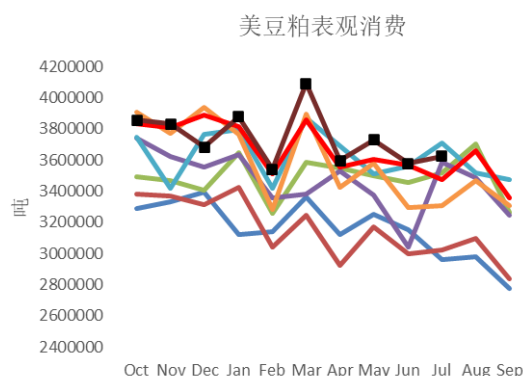
图6: 美豆压榨利润



数据来源：银河期货、NOPA

图7: 美豆粕月度表观消费量

图8: 美豆油月度表观消费量



数据来源：银河期货、USDA、NOPA

此外,主观来看,我们认为这也与美国国内大豆供应宽松存在联系,虽然9月月度供需报告中显示22/23年度大豆结转库存在2.5亿蒲,处于近年来的绝对低位,但其实产地基差表现十分疲软,即使剔除收割压力以及密西西比河物流运输不畅的影响,大豆内陆基差仍持续走弱。虽然USDA评估截止今年9月结转库存可能降至2.42亿蒲,但从现货情况却难以对此形成相互验证,不得不说这也是为9月末季度谷物库存报告最终结果增添风险。

图9：美豆内陆基差

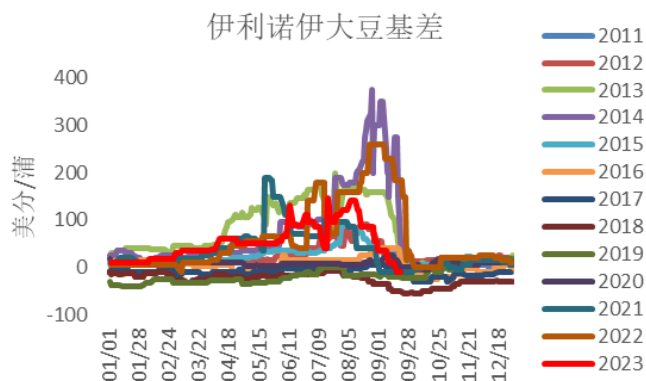
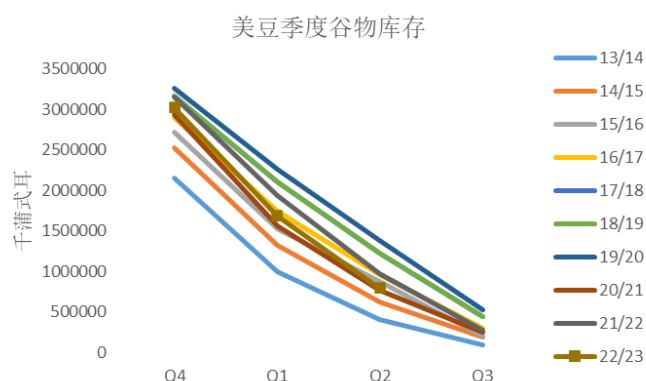


图10：季度谷物库存报告



数据来源：银河期货、USDA

美豆出口状况明显偏弱，二季度以来，受巴西供应压力持续释放影响，美豆出口明显在走弱中，并且远期销售进度较慢，以23/24年度为例，美豆未装船量万吨，同比下降万吨，主要是中国减幅最明显，这可能更多受到巴西市场冲击以及中国压榨利润带来不利影响。进入8月下旬以来，市场关注焦点开始转向密西西比河水位偏低的问题，从当前水位状况来看，确实处于相对偏低水平，而当前高涨的运费也一定程度说明了运力在供应端所存在的问题。相较于需求国潜在的缺口担忧，我们认为密西西比河水位下行更大的影响或更多集中在对美豆出口的不利担忧。从当前CNF报价来看，美湾11月船期大豆美分，而巴西11月船期报价美分，美国显然不具备优势，这就导致了美豆在出口关键期可能会因此面临受挤占的风险，叠加23/24年度巴西产量相对较大，美豆整体重心下移压力增加。

图11：美豆新作周度出口销售

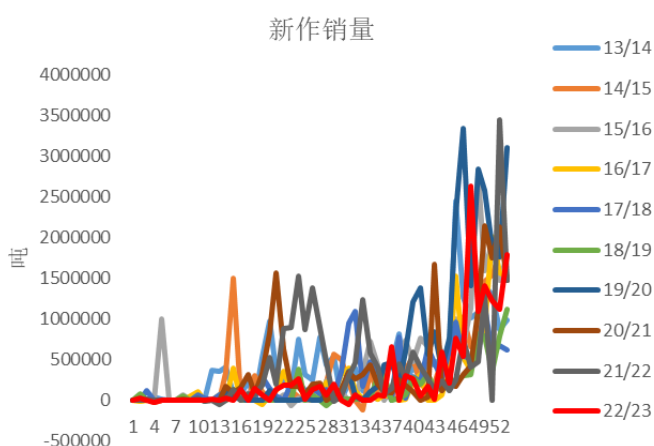
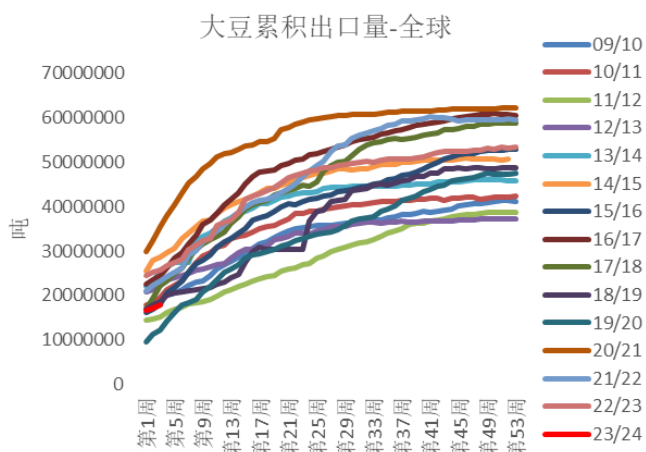


图12：美豆累积出口销售



数据来源：银河期货、USDA

图13: 美豆未装船数量

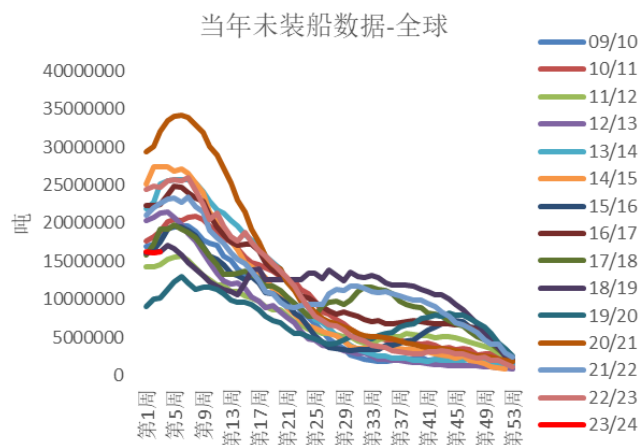
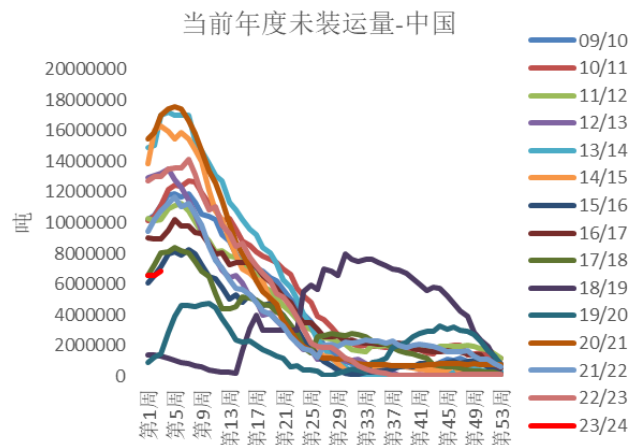


图14: 美豆未装船数量-对中国



数据来源: 银河期货、USDA

图15: 密西西比河运费

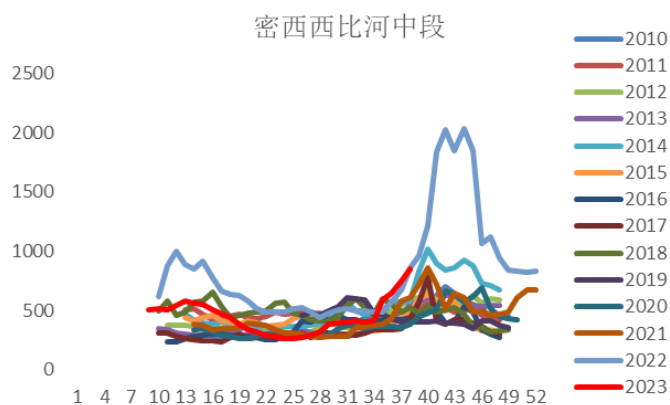


图16: 密西西比河总体农作物装运情况



数据来源: 银河期货、USDA

图17：密西西比河下游水位情况

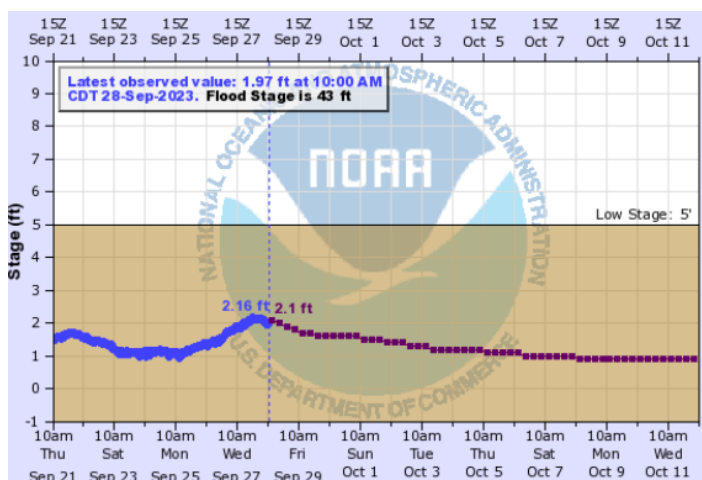
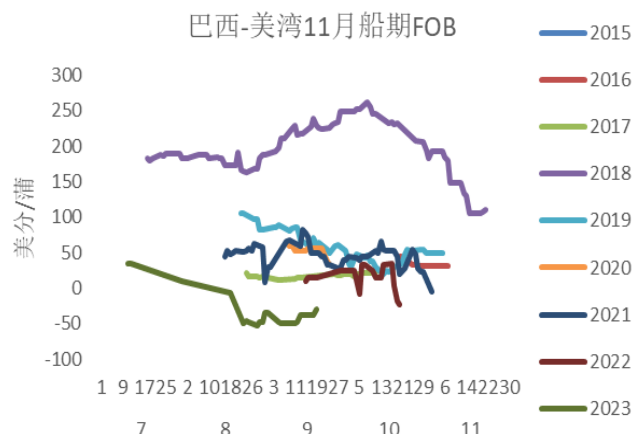


图18：美湾-巴西11月船期FOB价差



数据来源：银河期货、NOAA

2.市场供需两旺 供应压力仍呈现外溢态势

三季度，南美市场整体进入供需两旺阶段，其中巴西表现最明显，虽然 conab 在三季度仍多次调整巴西大豆产量，但整体仍维持在 1.54 亿吨左右较高水平，按照全年 5700 万吨大豆压榨量来看，预计全年出口仍将达到 9700 万吨以上。Anec 口径统计显示，三季度巴西出口达到 2350 万吨，同比增加 50%；另由于巴西压榨利润状况良好，豆粕需求旺盛，三季度巴西压榨预计同比增加 3.12%。

图17：巴西大豆月度出口量

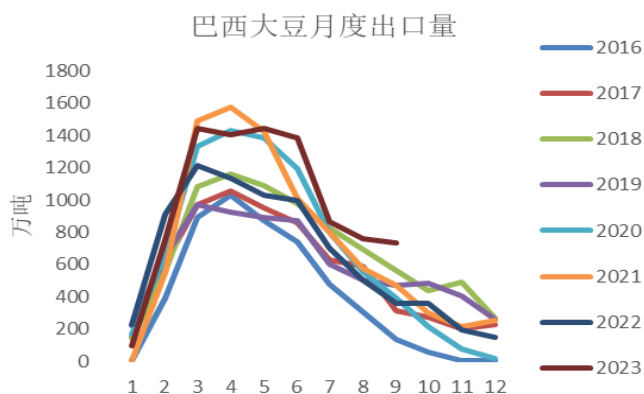
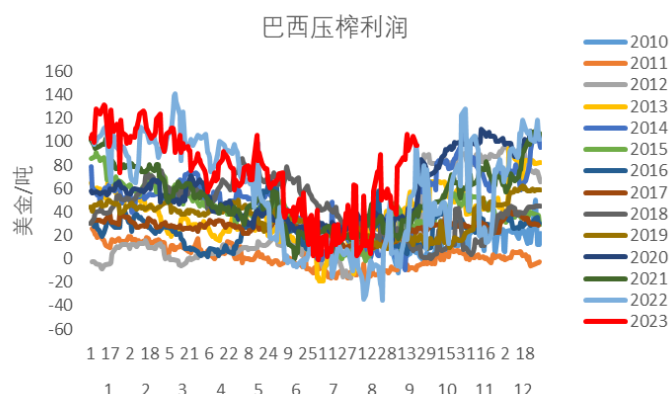


图18：巴西大豆压榨利润



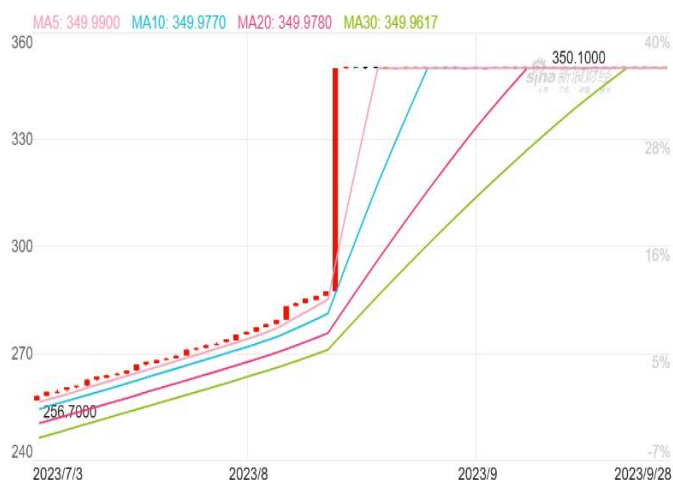
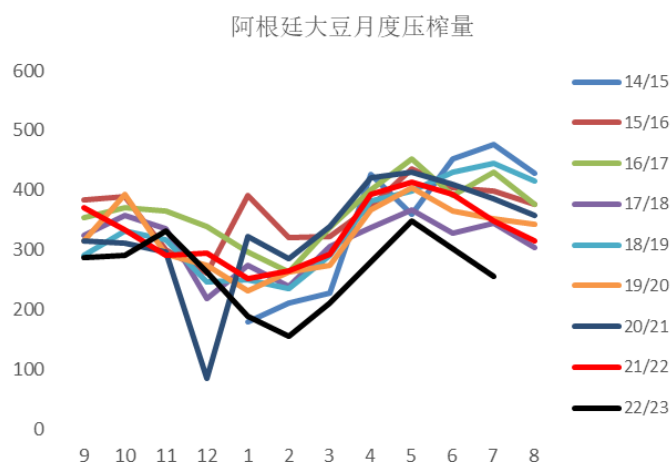
数据来源：银河期货、Anec

阿根廷三季度大豆压榨同比预计继续大幅下滑，压榨量下滑一方面因为今年减产比较严重，但更多的还是受到国内宏观经济的不利影响，当前阿根廷国内通胀压力较大，且汇率持续贬值，相较于疲软的比索，农户更加惜售并愿意持有更加保值的大豆。阿根廷的销售更多表现为农户通过销售大豆以维持正常的生活开支，所以

销售进度较往年来看明显偏慢。三季度期间，阿根廷开展了第四轮大豆美元计划，本次“大豆美元”允许压榨商可以使用金融美元汇率（即 785 比索兑 1 美元）购买 25% 的大豆，而剩下 75% 的大豆则以 350 比索兑 1 美元的官方汇率进行交易，这意味着平均汇率约为 450 比索兑 1 美元，9 月 5 日大豆美元计划执行后，国内销售进度呈现明显加快，9 月 5-15 日阿根廷大豆销售达到 264 万吨，预计 9 月全月大豆出口量仍将达到 300 万吨以上。整体来看，我们认为即使到今年 3 月份，阿根廷国内大豆库存仍然较高，但是货权主要集中在农户手中，实际油厂库存极低。

图19：阿根廷大豆月度压榨量

图20：美元兑比索汇率

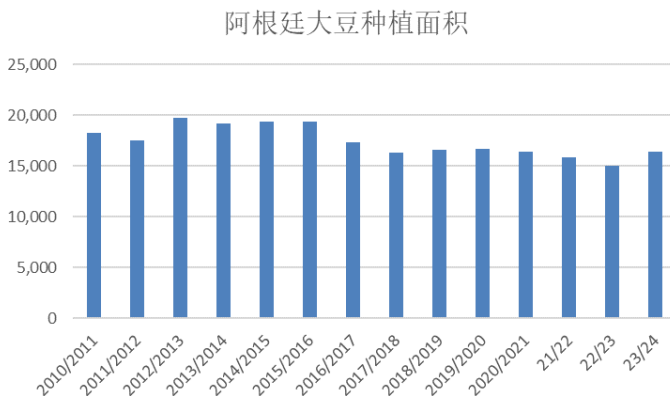
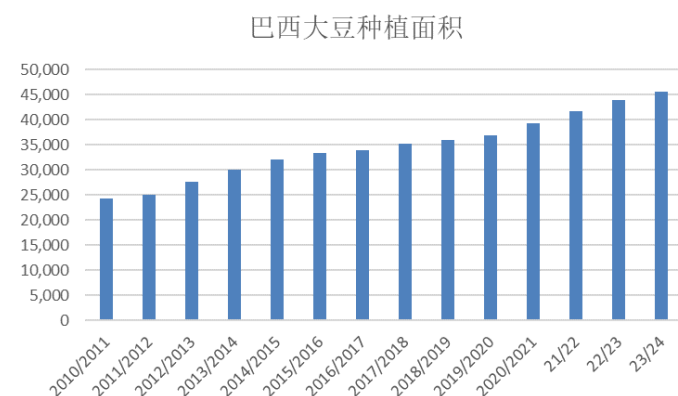


数据来源：银河期货、阿根廷农业部

市场普遍预计巴西 23/24 年度大豆产量将继续增加，其中种植面积扩张至 4560 万公顷，产量同比增 4.49%，由于近年来阿根廷产业的减少，巴西承载了较多产能，因而预计 23/24 年度巴西压榨产能将继续扩张至 6700 万吨以上，2024 年全年大豆压榨量继续增加，不过即使剔除种用等方面，预计 23/24 年度巴西大豆出口仍将达到 9800 万吨以上，后续供应压力将会显著增加。四季度巴西市场关注焦点主要在天气，种植伊始，市场普遍开始关注巴西产地偏干旱的情况，但整体来看，我们认为短期影响不明显，因为今年巴西开种相对比较早，本身就是处于旱季，而雨季通常集中在四季度，随着今年气象模型转向厄尔尼诺，产地风险或明显减弱。阿根廷方面初期天气同样出现了一定问题，但是近期影响可能更多在葵籽和玉米方面，甚至可能因此引发一部分玉米向大豆转中的预期。虽然阿根廷国内的宏观问题会使得其难以像往年一样顺利出口大豆豆粕，但是这可能导致进口大豆数量的减少，22/23 年度阿根廷进口大豆达到 900 万吨，净出口为-500 万吨，随着今年产量的快速增加以及各类出口政策的推行，预计净出口将增加至 0 或+100。南美整体外溢压力增加。

图21: 巴西大豆种植面积

图22: 阿根廷大豆种植面积



数据来源: 银河期货、USDA

二、国内市场

1. 情绪与基本面叠加 豆粕 09 合约扶摇直上

三季度美豆与国内连盘豆粕呈现明显背离，美豆盘面逐步回落，而豆粕单边强势上涨更多映射了国内偏强的基本面特征，7月初至8月上旬国内豆粕现货市场整体表现出榨利深度亏损，压榨量大幅下滑，而需求表现良好的特点。数据显示，7-8-9月国内大豆进口量大约在2500-2510万吨，同比增加10.22%，但是由于海关检疫的不利影响，大豆压榨量呈现明显下滑，虽然高于去年同期180万吨，但是仍然低于过去3年183万吨的平均水平，而背后本质仍然是压榨利润的亏损。而需求方面来，3季度国内需求表现的异常强劲，周度提货量长期维持在150万吨左右较高水平，其中有几方面原因：首先今年养殖需求整体表现不错，生猪禽类存栏明显较大，7-8月猪价的反弹上涨也是助推了生猪的二次育肥需求；其次，3季度国内杂粕到港量相对偏低，菜粕、颗粒粕、葵粕到港等都出现明显下滑，增加了豆粕的替代需求；最后我们认为，今年下游库存相对偏低，而海关CIQ证书检疫带来的不利影响导致下游对断豆的恐慌增加，其实不难想象，在美豆大幅减产的情况下，市场难免对四季度大豆供应产生担忧，这给了市场较大的底气。

图23：中国大豆月度进口量

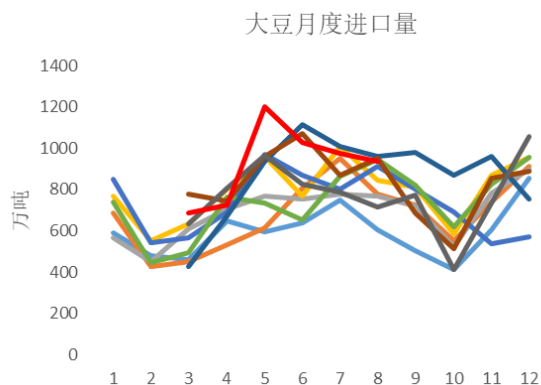
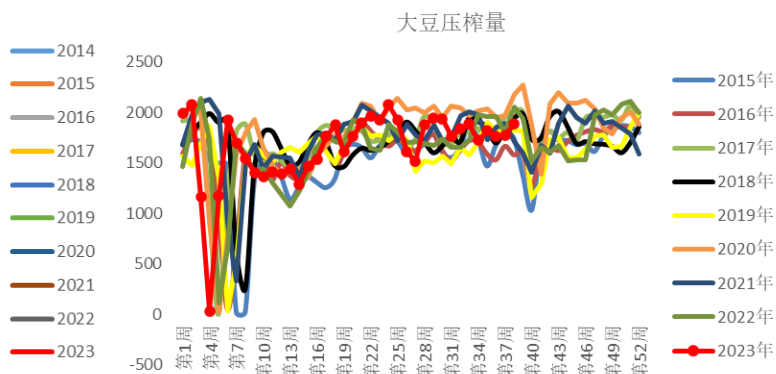


图22：中国大豆周度压榨量



数据来源：银河期货、我的农产品

图23：中国豆粕周度提货量

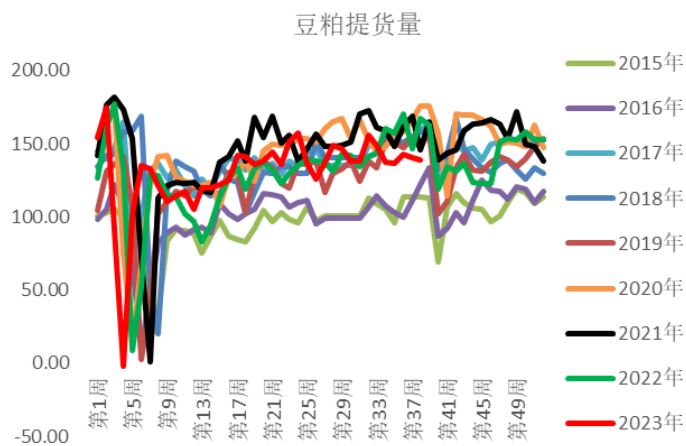


图24：下游饲料厂库存



数据来源：银河期货、我的农产品

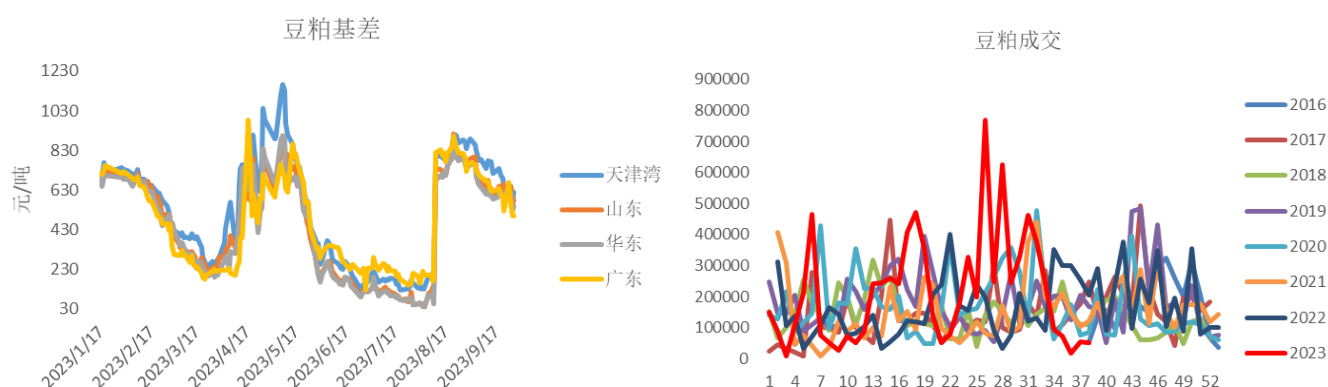
本轮豆粕91以+800的价格进入交割月，走出了一条比去年更加波澜壮阔的正套行情，我们认为无论是今年09合约的单边上涨抑或是91价差的持续正套包含了情绪和基本面两方面因素的叠加。参照去年91价差以+500进入交割月，今年豆粕供应端矛盾明显小于去年，一方面去年油厂压榨利润亏损达到700元/吨，而今年仅为一半，另一方面，今年大豆到港也是高于去年；此外，从上涨基础来看，去年巴西本身出现了较大幅度的减产，这也解释了91第一波上涨发生在去年的2-3月份到300左右的高位。相较于供应端的不利因素，今年的利多也仅是表现在需求上，因此我们认为本轮豆粕09的上涨是基本面和情绪共振的结果，在情绪共振完成后，大概率会将情绪的回吐反应在价格上。

2.供需预期反转 豆粕反季节性累库

8月中旬以来，豆粕基差开始有松动表现，而本轮现货松动前，市场表现更多表现为成交的快速下降以及油厂挺价的失败。由于7-8月期现货市场普遍渲染后续供应紧张的担忧，因此，下游远期基差成交空前积极，7月期间国内豆粕日度成交量普遍在50万吨左右，高峰期更是一度达到100-200万吨，头寸主要集中在四季度，而显然这些头寸对需求情况略偏高估，进而高基差导致大豆到港量明显增加，在9-10月基差合同多转移至下游以后，市场不免引起一轮杀基差的恐慌。

图25：国内豆粕现货基差

图26：国内豆粕成交



数据来源：银河期货、我的农产品

9月豆粕市场旺季不旺，与往年豆粕库存呈现季节性下滑所不同的是，9月以来豆粕库存反季节性增加至60+万吨以上绝对高位，这与前几个月基差淡季不淡形成鲜明反比。数据上看，9月大豆周均压榨量140万吨左右，整体来看开机率还是不高，但是需求下滑导致了豆粕库存反季节性增加，现货市场旺季不旺，月内，豆粕周均提货量下降至130万吨左右较低水平，主要因为下游整体库存水平已经相对偏高，本身没有太多备货需求。

我们认为，进入四季度以后，国内豆粕需求前景相对比较悲观，一方面年末生猪、禽类出栏量明显增加，着可能会导致禽畜料需求增加，而另一方面，进入四季度以后，国内菜籽以及杂粕到港量将明显增加，同样将对豆粕需求形成替代。加之当前下游库存仍维持在相对偏高水平，因此后续去库进度可能仍然相对偏缓慢。而供应端来看，9月大豆到港量相对偏低，但10月以后到港量将会明显增加。当前市场主要变数表现在11-12月，由于国内下游对于基差接受度相对派年底，届时不排除可能形成一轮的争斗，但11月前，国内基差仍以偏弱运行为主，同时由于盘面榨利正在修复，我们预期基差上涨空间可能相对有限。

图27：国内豆粕库存

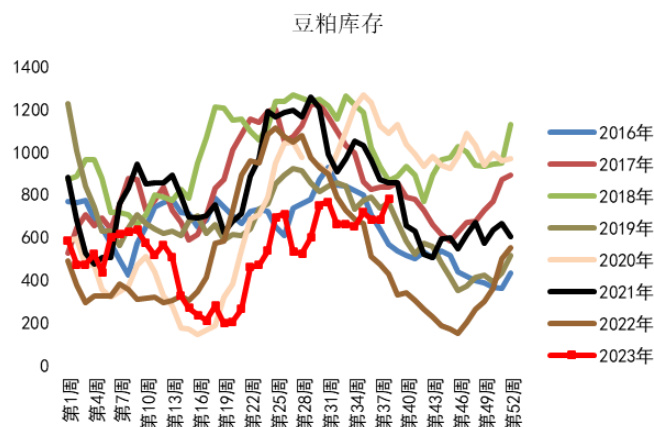


图28：大豆盘面压榨利润



数据来源：银河期货、我的农产品

3.二季度矛盾化解 豆菜价差持续走扩

二季度国内菜粕表现出比较严重的实质性矛盾，一方面在于菜籽压榨利润持续为负，进而导致国内油厂买船一直相对比较困难，而另一方面，豆粕现货基差的走强导致豆菜粕现货价差较大，菜粕需求前景向好，而3季度本来是菜粕需求旺季，因而二季度末至3季度初，国内菜粕再度走出一轮比较强势的单边和价差行情。

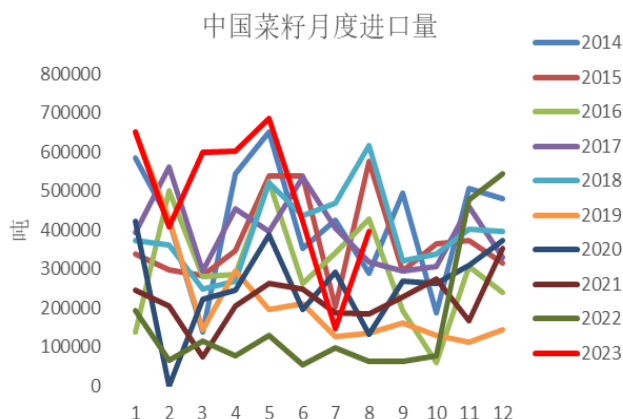
进入3季度以后，菜油价格的快速上涨为菜粕压榨创造了榨利的先决条件，可以看到，在此期间油厂买船信息增加，7-8-9月实际菜籽进口量预计在70万吨左右，而菜粕进口量也达到40万吨左右，供应端相对宽松。需求方面来看，并未表现出异常良好的状况，加之多方进入调节，菜粕本身的具有弹性的供需也缺少资金支持。相较于豆粕强势的单边上涨行情，菜粕表现逊色，豆菜价差快速走扩。

进入四季度以后，菜籽到港量将明显增加，当前国内对于采购加拿大新作菜籽意愿仍然比较强烈，预计10-12月菜籽到港量将继续增加，因此供应端来看仍相对比较宽松，而四季度本身是水产需求淡季，即使有禽畜料在配方上调情况下对水产消费下滑形成支撑，但总量或仍呈现走弱状态。菜粕平衡表仍然缺乏亮点，变数主要在杂粕进口量上。

图29: 菜籽压榨利润



图30: 菜籽月度进口量



数据来源：银河期货、我的农产品

图31: 豆菜粕现货价差

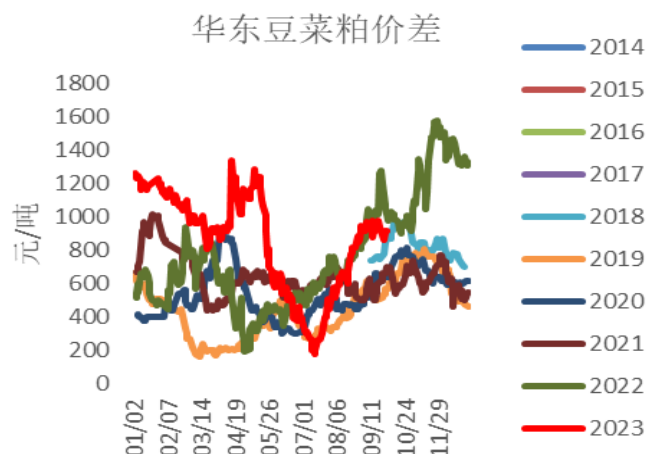
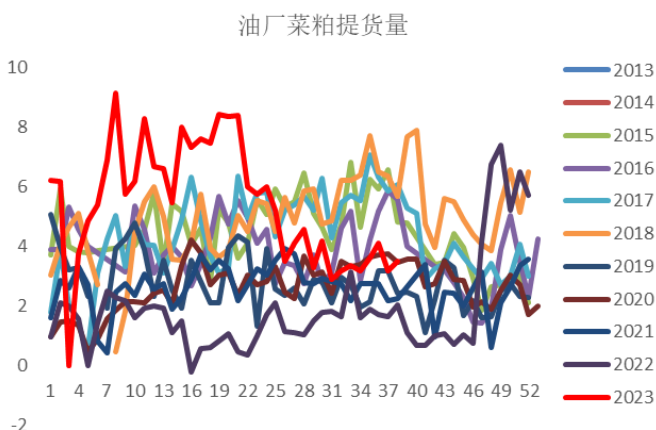


图32: 菜粕周度提货量



数据来源：银河期货、我的农产品

第三部分 综合分析

四季度美豆基本面预计仍然以偏弱运行为主，一方面，美豆需求利空问题仍未完全交易，虽然巴西 11-12 月船期较美豆仍有优势，但主要需求国并未大量采购，因此美豆需求的利空尚未完全落实，如果中国、欧盟等国开始大量采购巴西四季度大豆则大概率引发美盘进一步的回落压力。因此，23/24 年度美豆平衡表看似紧张，但实际上是供需两淡。另一方面，南美丰产压力空前，巴西、阿根廷、巴拉圭三国预计总供应量达到 2.2-2.25 亿吨，远高于过去几年平均水平，如果按照 3 国 0.9-1 亿吨压榨量来看，则未来出口量将达到 1-1.1 亿吨以上，

按照全球 1.6 亿吨大豆进口，剔除美国可供出口部分，实际供应是明显过剩的。并且，我们不认为巴西压榨量有太大的增量空间，因为今年巴西压榨猛增更多源于豆粕出口的增加，但 23/24 年度全球菜籽、葵籽等其他油籽产量整体是充足的，这可能导致全球其他杂粕供应量偏过剩进而挤占巴西豆粕出口空间。不过，这其中变数主要体现在天气上，如果巴西播种进度延缓，可能导致美豆出口窗口期拉长，同时也会一定程度上引发减产的担忧。未来仍需关注。

国内方面，我们倾向于豆粕现货市场将更多呈现以先弱后强状态。下游库存量较大会导致国内弱势需求预期将延续，而 9 月后，国内大豆进口量将呈现逐步抬升态势，这会造成去库不及预期甚至反季节性累库的情况。但是由于现在远期榨利重新进入亏损状态，油厂采购进度偏慢，后续可能会重新出现上下游供需博弈的状况，不过从节奏上看，我们认为国内压榨利润本身在回复中，所以即使未来油厂继续挺价，豆粕基差走强空间也会比较有限。菜粕方面，四季度国内菜籽到港量明显增加，同时杂粕到港增多也会进一步冲击国内菜粕需求，豆粕菜粕价差近期虽然有利于菜粕在禽畜料中的添加，但是对于菜粕本身能提供的增量空间有限，我们预计菜籽菜粕后续仍有较大的累库压力，粕类重心或偏下移。

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