

大豆整体谨慎看空，豆粕震荡偏空

——大豆、豆粕 2023 年度报告

2022 年 12 月 27 日 星期二

兴证期货·研发中心

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

2022 年大豆、豆粕行情中，供应紧张成为贯穿全年的逻辑主线，2023 年的豆类行情中，基本面仍然是进行行情判断的主要依据。大豆方面，市场普遍认为增产前景较为乐观，供应约束有望小幅缓解，但是 2022/23 年度期末库存并未出现较大增幅。供需偏紧格局改善程度有限。同时三峰拉尼娜天气对南美产量威胁尚未解除，美豆-玉米比价下降导致美豆种植面积存在下降风险。目前对大豆未来走势保持谨慎看空观点，未来需要重点关注南美天气以及 USDA 3 月种植意愿报告。

豆粕方面，豆粕供应跟随大豆供应趋势，供应趋松大趋势不变，但是大豆压榨利润将在未来对豆粕产量产生扰动，同时受疫情感染影响，可能出现港口、油厂人员下降等情况，豆粕产量可能出现阶段性波动。需求方面，生猪存栏数将支撑豆粕饲用需求，但是下游豆粕需求激增推动价格上行场景再现可能性不大。因此，豆粕一季度将延续高位震荡，小幅偏空走势，未来二、三季度延续偏空行情。

报告目录

1. 行情回顾.....	3
2. 2023 年国际大豆行情展望.....	4
3. 2023 年豆粕行情展望.....	8

图表目录

图表 1: 外盘农产品合约价格.....	4
图表 2: 国内与外盘大豆价格.....	4
图表 3: 美国通胀情况.....	5
图表 4: 美国就业市场强劲.....	5
图表 5: NOAA 天气展望.....	6
图表 6: 阿根廷种植进度.....	6
图表 7: 巴西近三周降水情况.....	6
图表 8: 全球大豆供需平衡表.....	7
图表 9: 美豆种植面积与大豆玉米比价.....	7
图表 10: 美豆单产与产量.....	7
图表 11: 美大豆、玉米种植利润.....	7
图表 12: 美豆压榨利润.....	8
图表 13: 美豆压榨量.....	8
图表 14: 生物柴油产量与消费量.....	8
图表 15: 主产国大豆压榨量.....	8
图表 16: 豆粕库存.....	10
图表 17: 大豆港口库存.....	10
图表 18: 大豆油厂库存.....	10
图表 19: 大豆油厂压榨利润.....	10
图表 20: 油厂开机率.....	10
图表 21: 盘面压榨利润.....	10
图表 22: 中国饲料产量.....	12
图表 21: 生猪养殖利润.....	12
图表 21: 禽类养殖利润.....	12
图表 21: 能繁母猪存栏.....	12
图表 21: 小猪存栏.....	12
图表 21: 中猪存栏.....	12

1.行情回顾

2022年，受俄乌冲突影响与豆类基本面约束影响，CBOT大豆与国内大豆表现强劲，最高价格分别1769美分/蒲式耳与6100元/吨，较年初分别上涨了30%与42%，价格创近三年来新高。

2022年CBOT大豆主要受俄乌冲突扰动与大豆产量约束影响，全年走势先升后降，出现两段明显上涨行情。第一段上涨行情从2021年12月开始酝酿，一直延续至2022年6月末。南美降水不足影响大豆优良率，2022年1月末市场定价减产预期，外盘大豆启动上涨行情，俄乌冲突对农产品供应担忧也在一定程度上推升大豆价格。直到3月CONAB下调大豆产量2000万吨至1.22亿吨时，大豆价格正式达到上半年高位，南美大豆减产导致的供应紧张成为上半年主要交易逻辑。2022年下半年交易逻辑则围绕美豆种植与产量进行，天气情况成为第二段行情的推动因素。2022年7月大豆价格出现回调，黑海协议的签订缓解大宗商品供应问题，美联储加息收紧全球流动性，大豆价格也随之下降。但在2022年7月中旬至2022年9月间，全球高温少雨引发了市场的美豆减产预期，国际大豆迎来第二个上涨行情。随着美豆收获，国际大豆结束上行趋势，但美豆产量下调，2022年全球大豆供应仍然偏紧，后续大豆价格将保持高位震荡，围绕美豆出口以及南美产量预期波动，

国内大豆上半年在一定程度上跟随国际大豆走势，但受压榨利润不佳影响，下半年走势与国际大豆出现明显分化。2022上半年豆二合约价格整体跟随国际大豆，但受节后需求下降与养殖行业淡季等季节性因素影响，上半年出现两轮行情。下半年豆二合约走势与国际大豆走势出现明显分化，随着南美豆的大量到港，价格相对平稳，但压榨利润大幅下降在一定程度上也影响实际采购意愿，大豆进口量环比有所下降。而10月大豆仅进口414万吨，远低于8月700万吨以上水平，进口量突然减少、低港口库存导致的供应趋紧与下游养殖业育肥需求的增加推动国庆后豆二合约价格上行，进口大豆出现第三轮上涨行情，目前价格处于相对高位水平。

豆粕合约价格受国内大豆供应与下游养殖业需求影响，整体跟随进口大豆走势，存在两段上涨行情。第一段行情遵循减产逻辑，豆粕成本上升推动豆粕合约上行；2022年9月后开启第二段行情，养殖利润的持续改善使得豆粕需求不断上升，同时油厂豆粕库存持续下降进一步加剧供应紧张情况，油厂库存最低降至14.92万吨，推升豆粕价格。并且，第四季度临近春节，养殖企业节前育肥需求支撑豆粕价格，目前豆粕仍然处于高位区间。

总体而言，2022年大豆基本面情况基本主导了外盘大豆全年走势，全球供应紧张推动两段较大涨幅，内盘大豆上半年基本跟随外盘趋势，但下游养殖业季节性需求与压榨利润变动将对下半年豆二合约与豆粕价格走势产生较大影响。2023年大豆基本面情况仍将成为影响价格走势

的主导因素，上半年行情应重点关注南美大豆增产情况，下半年则关注养殖业与大豆压榨利润实际走势。

图表 1: 外盘农产品合约价格

图表 2: 国内与外盘大豆价格



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

2. 2023 年国际大豆行情展望

(1) 宏观: 美通胀仍居高位, 高利率抑制大宗商品价格

多因素阻碍美国通胀回落, 美国就业仍具韧性, 未来通胀回落可能较为缓慢, 加息压力仍对农产品存在一定压制。

美国通胀水平有所回落, 但仍然居于高位。美国 10 月 CPI 同比上升 7.7%, 连续 4 个月呈下降趋势, 10 月 PCE 同比上升 6%, 低于 9 月水平。但从通胀细项来看, 住房租金环比上升 0.8%, 拉动 CPI 0.25%, 租金粘性将主导整体通胀水平。

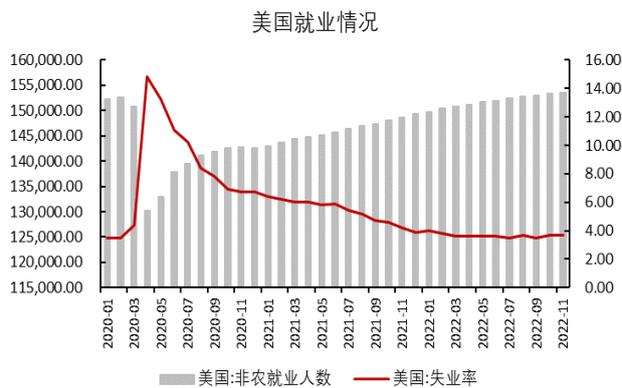
就业强劲延缓通胀回落速度, 支撑美联储持续加息。美国 11 月新增非农就业人数 26.3 万人, 高于市场预期, 失业率为 3.7%, 处于历史低位, 劳动力供需紧张情况仍未缓解; 同时 11 月平均时薪环比上升 0.6%, 显著高于预期 0.3%, 侧面反映劳动力供需紧张关系。当前通胀虽然有所回落, 但薪资上升仍将支撑通胀高位, 美联储仍然存在充足的加息空间。

除美联储外, 欧洲央行与日本央行均表示在未来一段时间内维持高利率以抑制通胀水平, 在理论上打压大宗商品价格, 并且需警惕加息导致的全球经济衰退可能。IMF 预计今年全球国内生产总值将从 6% 下降至 3.2%, 并且进一步下调 2023 年增速至 2.7%, 经济萎靡将对全球实际消费产生影响, 对商品需求侧存在削弱, 进而抑制农产品价格。

图表 3: 美国通胀情况



图表 4: 美国就业市场强劲



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

(2) 全球大豆供应：全球供应小幅改善，南美产量将决定 2023 年全球大豆供应情况

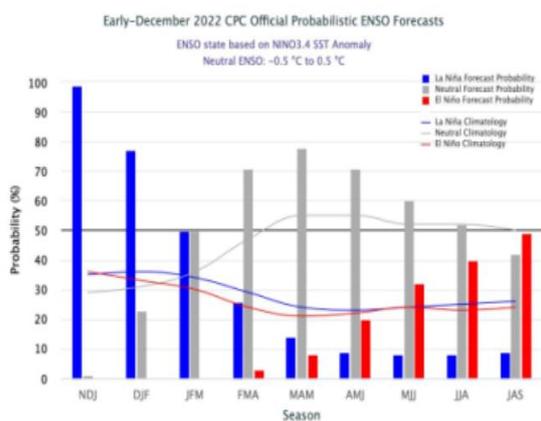
南美产量方面，拉尼娜气候扰动，巴西丰产较为乐观，但最终产量存在变动可能。USDA 数据显示，巴西预计产量为 1.522 亿吨，阿根廷产量将达到 0.495 亿吨，南美增产预期已经明确被市场定价。但是，此时断言南美产量为时尚早。美国气象局等机构均表示拉尼娜气候将持续至明年春季，三峰拉尼娜仍然对巴西南部、阿根廷大豆核心产区产生影响。根据 CONAB 监测报告显示，巴西播种基本完成，但是整个 12 月巴西南部降水逐渐减少，南里奥德兰格州大豆可能面临干旱威胁，影响巴西最终产量。阿根廷方面，受地形影响，阿根廷面对拉尼娜冲击将显著高于巴西。截至 12 月 16 日，阿根廷大豆播种进度仅完成 50.7%，低于去年同期值 56.1% 与近 5 年平均值 58.8%，同时 11 月降水值显著低于去年同期，阿根廷农业区干旱较为严重。但是 Bolsa de Cereales 表示，未来阿根廷大部分农业区将迎来本季首次 10mm-75mm 的充沛降水，在一定程度上缓解了土壤墒情，但是该降水量能否持续进行目前仍然存疑。阿根廷受气候扰动影响将显著高于巴西。

美豆-玉米比价下降，美豆种植面积存在下行可能。美豆单产与种植面积共同决定美豆整体产量。单产方面，近十年美豆单产呈上升趋势，近五年来稳定在 49-51 蒲式耳/英亩，逐渐达到单产上升瓶颈。此时，种植面积成为决定美豆整体产量的关键因素，美国农场的种植意愿不仅受种植成本影响，也受到玉米这类替代作物种植收益影响。2020 年 8 月起，美豆-玉米比价呈现下降走势，当前比价为 2.1 左右，处于近 3 年相对低位，同时玉米的种植利润显著高于大豆，这在一定程度上利多美玉米的种植面积，美豆 2023 年种植面积存在下降风险。但是俄乌冲突尚未结束，化肥成本上升可能导致农户降低玉米种植意愿，转向大豆种植。未来美豆种植面积将

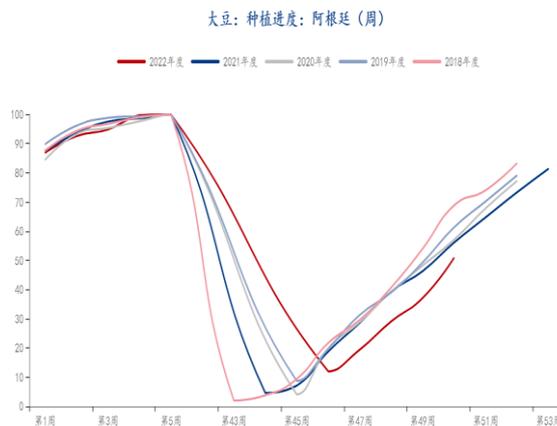
在大豆-玉米比价与化肥成本双方博弈下确定，若化肥价格依然高企，则美豆延续高位种植面积可能性较大，若比价出现超预期下行或俄乌局势有所缓解，不排除美玉米种植面积扩大可能。

全球大豆供应小幅改善，但仍然相对偏紧，未来价格存在下行可能。结合前文分析，2022年大豆产量增加基本全部来自巴西与阿根廷，较2021年增加0.355亿吨，同比上升10%，但是受国内需求大幅上行影响，期末库存仅上升0.07亿吨，供给有所上升，但供需情况未完全改善。大豆供应偏紧情况的缓解需要南美如期实现丰产，并且美国大豆面积保持高位或者进一步上调，而在拉尼娜气候威胁与俄乌冲突下，这两个条件同时实现可能存在一定难度。未来将重点关注一季度天气情况与3月底的美豆种植意向确认报告。根据以往大豆生长进度，南美大豆的生长关键期集中于一季度，而拉尼娜天气延续至明年春节可能性较高，因此重点产区的天气情况是未来的主要关注对象。若南美出现超预期的干旱，最终产量可能将迎来较大波动。

图表 5: NOAA 气候展望

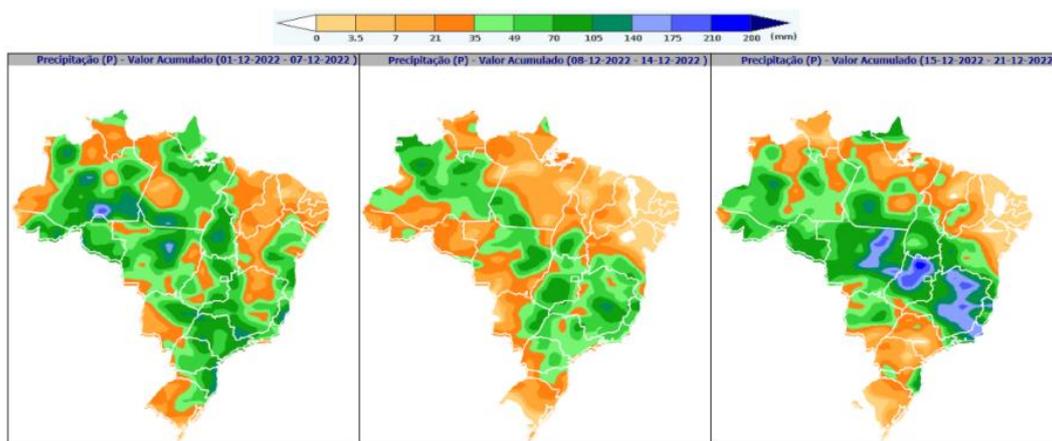


图表 6: 阿根廷种植进度



数据来源：NOAA, Mysteel, 兴证期货研发部

图表 7: 巴西近三周降水情况



数据来源：CONAB, 兴证期货研发部

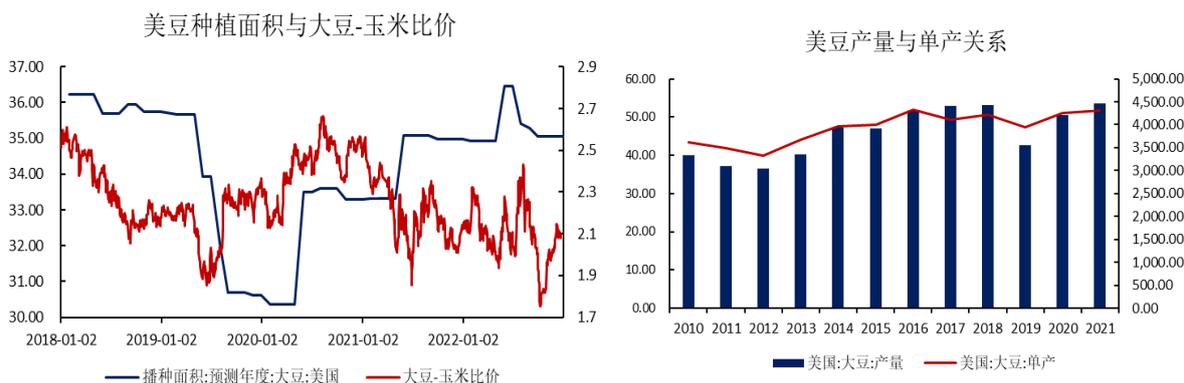
图表 8：全球大豆供需平衡表（百万吨）

年度	期初库存	产量	进口量	国内消费	压榨量	出口	期末库存	库销比
同比增长	-4.44%	10.00%	5.77%	4.82%	4.62%	10.12%	7.45%	0.99%
2022	95.59	391.17	166.21	380.88	329.32	169.38	102.71	18.67%
2021	100.03	355.61	157.14	363.38	314.78	153.82	95.59	18.48%
2020	94.73	368.52	165.54	363.76	315.43	164.99	100.03	18.92%
2019	115.24	339.97	165.12	358.32	312.31	165.17	96.84	18.50%
2018	100.66	361.04	145.88	344.28	298.53	148.83	114.48	23.22%
2017	94.8	342.09	153.23	338.03	294.61	153.08	99.02	20.16%
2016	80.41	349.31	144.22	330.78	287.28	147.5	95.65	20.00%
2015	77.9	313.77	133.33	313.94	275.15	132.56	78.5	17.58%
2014	61.65	319.6	124.36	301.85	264.07	126.22	77.53	18.11%
2013	55.26	282.61	111.85	275.25	241.27	112.7	61.77	15.92%
2012	54.45	268.77	95.91	261.2	230.19	100.53	57.4	15.87%
2011	70.36	239.57	93.46	257.65	228.16	92.16	53.58	15.32%
2010	60.76	263.9	88.73	251.63	221.36	91.66	70.11	20.42%

数据来源：USDA，兴证期货研发部

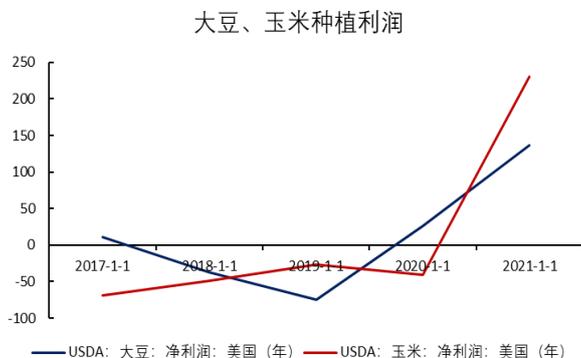
图表 9：美豆种植面积与大豆玉米比价

图表 10：美豆单产与产量



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研发部

图表 11：美大豆、玉米种植利润



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

(3) 大豆需求：生物柴油需求影响大豆实际压榨量，关注美国与巴西生柴政策变动

自 2010 年来,主产国大豆压榨量逐步上升,美国压榨量上升 35.6%,巴西压榨量上升 42.4%,阿根廷压榨量上升 5%。根据年平均增长率推算,美国、巴西、阿根廷 2023 年压榨量分别为 6265 万吨、5356 万吨与 3993 万吨,国内需求呈现稳定上升趋势。

生物柴油的兴起拓展了豆油的实际用途,这在一定程度上也提振了大豆的实际需求。目前,美国、巴西是豆油掺混应用最广的两个国家,同时,作为大豆主要出口国,二者 2023 年生物柴油的掺混比例不仅将影响大豆实际需求,也将在一定程度上影响全球大豆出口余量。美国方面,2021 年拜登政府出台 1 美元/加仑的税收抵免政策,并且在 2022 年 8 月将生柴税收抵免政策延长至 2024 年,同时给予航空燃油 1.75 美元/加仑的补贴,生物柴油优惠政策对相关产业扩张形成利好。受此影响,美豆压榨利润自 8 月后迎来高峰,目前压榨利润保持在 3.2-4 美元的相对高位,同时美豆压榨量也持续上升。截至 2022 年 10 月,美豆累计压榨量达到 5454.3 万吨,较去年同期上升 3%。良好的压榨利润与上升的压榨量也侧面反映市场持续看好豆油在生物柴油中的应用,未来生物柴油需求增量将成为影响大豆压榨的重要因素。但是 12 月 EPA 公布的可再生燃料掺混义务不及市场预期,较 2022 年仅增加 1.9 亿加仑(约 71.9 万吨),USAD12 月豆油供需平衡表下调豆油的生物柴油用量 2 亿磅(9.07 万吨),这一调整引起美豆压榨利润与豆油价格下降。但是 2022/23 年度生物柴油预测量仍有 116 亿磅,较 2021/22 年度增长 12%,结合产业支持政策与补贴,大豆压榨量与压榨利润仍然具有一定支撑,美国国内压榨增长趋势变化可能性较小。巴西方面将于 2023 年 4 月实施 B15,将生物柴油掺混比例从 10%提升至 15%,这将显著增加巴西国内的大豆压榨需求。巴西矿业和能源部表示,若按照 B15 方案进行,2023 年豆油消费量将增加 150 万吨,折合大豆压榨量 833 万吨。但是新任政府可能撤销该方案,因此巴西大豆需求目前尚不确定,关注 2023 年生柴具体政策。

综上所述,2023 年国际大豆保持谨慎看空观点。供应方面,巴西种植面积上升使得增产预期较为乐观,供应情况小幅改善,价格存在下行可能,但巴西南部持续干旱与三峰拉尼娜将对南美产量的威胁尚未消退,未来市场将重点关注天气变化,注意天气因素炒作对行情走势的影响;需求方面,主产国压榨量整体呈现上升趋势,美国、巴西 2023 年均存在生柴需求上升可能,可能导致大豆出口量下降,供需紧张情况小幅改善,但仍然相对偏紧,未来重点关注生柴政策变动对两国国内压榨量影响。

图表 12: 美豆压榨利润



图表 13: 美豆压榨量



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

图表 14: 生物柴油产量与消费量



图表 15: 主产国大豆压榨量



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

3. 2023 年中国豆粕行情展望

(1) 豆粕供应: 大豆供应趋松, 油厂开工意愿决定豆粕产量

豆粕供应的多寡受原材料供应情况与大豆压榨利润共同影响。原材料供应方面, 随着 12 月大豆大量到港, 大豆港口库存稳定回升, 并且市场预计未来 1 月、2 月大豆到港量将分别达到 750 万吨与 530 万吨, 原料供应逐渐趋松可能带来原料成本下降, 有利于油厂后续进行压榨。压榨利润方面, 今年 8 月月起压榨利润开始改善, 10 月起压榨利润转正, 油厂开工率也有所上升, 豆粕产量与库存稳定回升。但是 12 月底受疫情与下游需求转弱影响, 压榨利润再次走低, 截至 12 月 23 号, 福建、广东、山东等地有产开工率均有所下滑, 油厂压榨量环比仅为 1.31%, 低于前值 5.16%, 压榨利润下降对油厂产量的负面影响逐渐体现。

远月盘面压榨利润尚未转正, 油厂来年压榨意愿存在不确定性。远月盘面压榨利润对未来压榨利润与大豆进口量具有一定指引作用, 根据 Mysteel 数据, 以 1 月、3 月船期美豆、巴西豆

为原料计算 5 月合约的盘面压榨利润，发现巴西豆的盘面压榨利润由-712 元/吨上升至-334 元/吨，盘面压榨利润虽然持续好转，但尚未转正，这对明年油厂的买船与压榨意愿或将产生一定影响。

图表 16: 豆粕库存

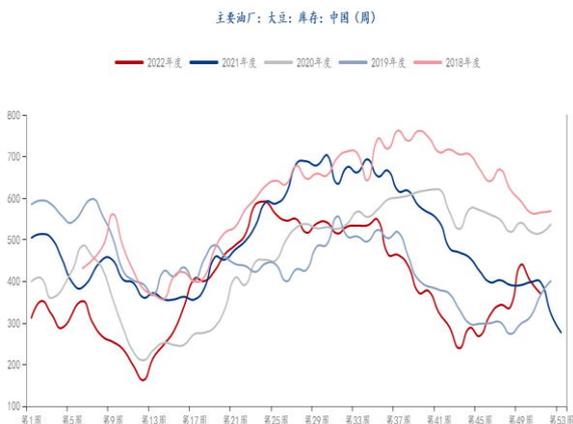


图表 17: 大豆港口库存



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 18: 大豆油厂库存

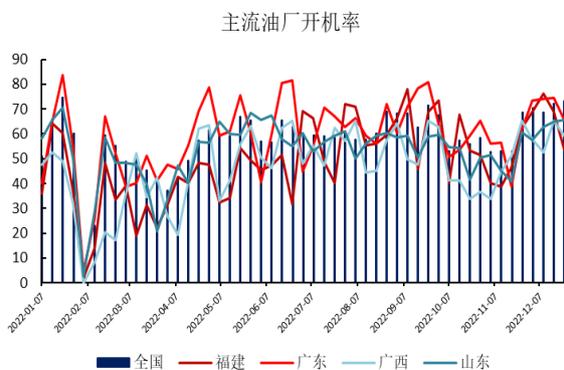


图表 19: 油厂压榨利润

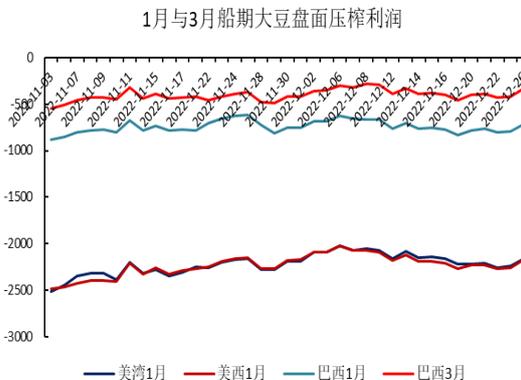


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图表 20: 油厂开机率



图表 21: 盘面压榨利润



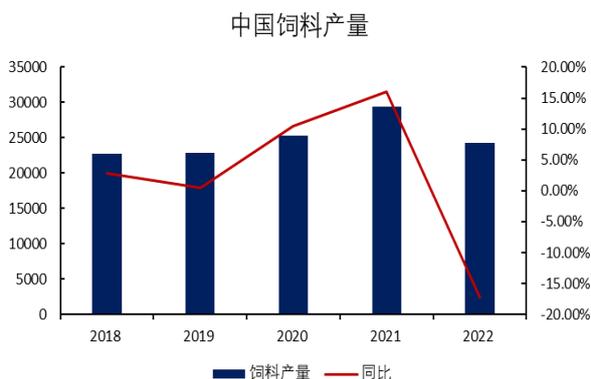
数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

（2）豆粕需求：生猪存栏数支撑豆粕需求

饲料生产是豆粕的主要用途，因此在分析豆粕需求时，需要重点关注饲料中豆粕含量变化与养殖利润情况。饲料配方方面，饲料豆粕占比下降趋势不改。根据农村农业部调查显示，豆粕减量替代行动实施后，饲料豆粕用量逐渐减少，2021年全国饲料中，豆粕占比为15.3%，百万吨规模以上饲料企业生产的饲料中，豆粕用量平均占比为11.8%，同时，农村农业部表示力争2025年将饲用豆粕占比降至13.5%以下，节约豆粕2300万吨。饲料配方变动降低了对豆粕的依赖度，同时在一定程度上削减了饲料行业的豆粕需求。养殖利润方面，近期受疫情影响，线下消费与节前备货不及预期，生猪与禽类养殖利润恶化，虽然年平均养殖利润仍然为正，但是若养殖情况迟迟无法改善，将影响未来的补栏与存栏数量。生猪存栏方面，存栏数量上升将支撑豆粕饲用需求。今年4月起生猪养猪利润开始好转，能繁母猪、小猪与中猪存栏环比随即上升，截至目前仍然为正，按照能繁母猪10个月、小猪6个月、中猪4个月的产能兑现时期计算，三者5月、10月、11月后的增量将变现为来年一季度的供应量。二三季度养殖业处于补栏状态，下游需求较为清淡，豆粕也将进入季节性淡季。因此，从现在到一季度这段时间内，虽然双节过后生猪育肥需求逐渐降低，但是此期间的养殖存量将对豆粕实际需求存在一定保障，在养殖利润尚未改善之前，由下游饲料需求提振带动豆粕价格这一情景出现可能性较小。

综上所述，2023年豆粕一季度将延续高位震荡，小幅偏空走势，未来二、三季度延续偏空行情。供应方面，上半年大豆整体供应趋松，同时1、2月份大豆到港量相对较大，豆粕供应理论上也将跟随原料端变动，呈现供应扩大情况。需求方面，2022年生猪新增存栏将转化为1季度实际供应量，生猪存栏数将支撑豆粕饲用需求，但是受限于养殖利润恶化因素，11月二次育肥带来的豆粕需求激增场景再现可能性不大。但是随着新冠感染人数上升，可能出现港口、油厂人员不足情况，在一定程度上扰动豆粕供应，因此一季度豆粕行情或将相对强势，但不改偏空走势。

图表 22: 中国饲料产量



图表 23: 生猪养殖利润

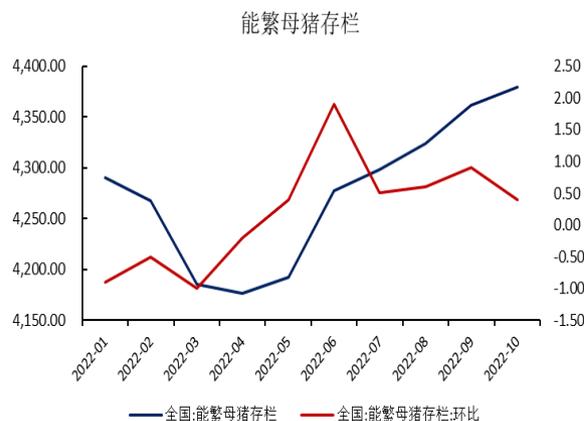


数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

图表 23: 禽类养殖利润

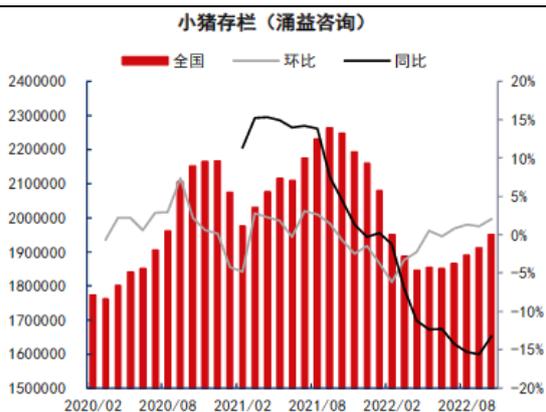


图表 24: 能繁母猪存栏



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研发部

图表 25: 小猪存栏



图表 26: 中猪存栏



数据来源: 涌益咨询, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。