

大豆库存拐点已现，12 月豆粕将承压运行

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

姜振飞
电话：010-84555100

邮 箱
yjzx@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3073825

投资咨询资格号
Z0016238

【策略观点】

单边：

美豆定产后，全球大豆价格驱动主要在于美豆出口以及南美大豆种植情况，目前巴西大豆种植进度过半，阿根廷大豆种植进度偏慢，拉尼娜现象对南美大豆产量预期的影响逐步增强，尽管今年南美主要大豆产地均增加了大豆种植面积，但后期实际产量可能不及此前预期那样乐观。另外，巴西在政府换届前后提出生柴掺混政策的变动，存在市场炒作的空间，若该政策落地，则会大幅提高其内需，对出口有所挤占，但也不排除下届政府会推翻该政策的可能。

国内与外盘存在分化，11 月末随着进口大豆的大量补充，进口大豆库存已初现拐点，豆粕累库周期可指日而待，预计 11 月随着进口大豆巨量到港，豆粕库存将触底反弹，进入累库周期。另外随着近月合约进入交割期，基差回归对远月的带动作用减弱，豆粕 2301 合约上方压力将逐渐显现，前高阻力较强，12 月单边区间预计 4000-4300。

套利：

(1) 油粕比

11 月 2301 合约油粕比建议观望。

(2) 豆菜粕差

11 月 2301 合约豆菜粕价差存在做空机会，目标位 700-800。

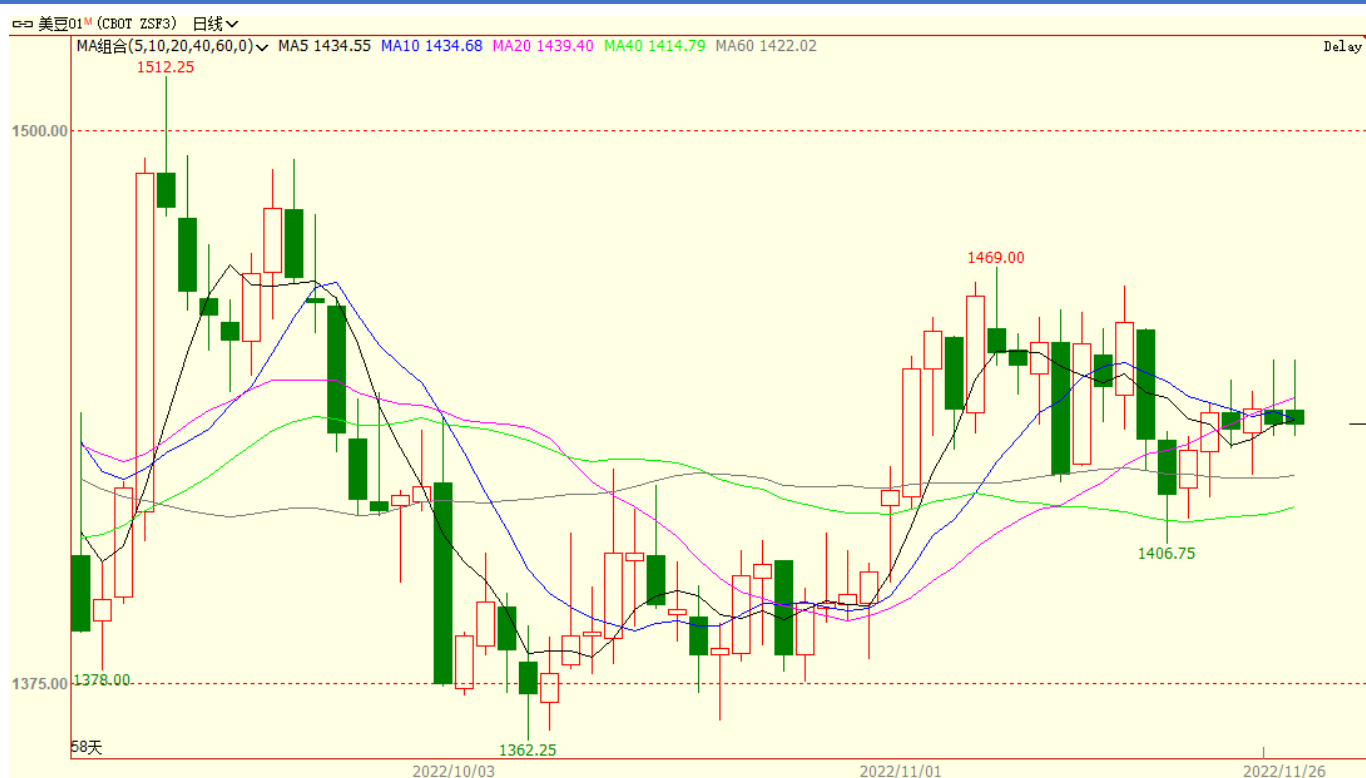
【目 录】

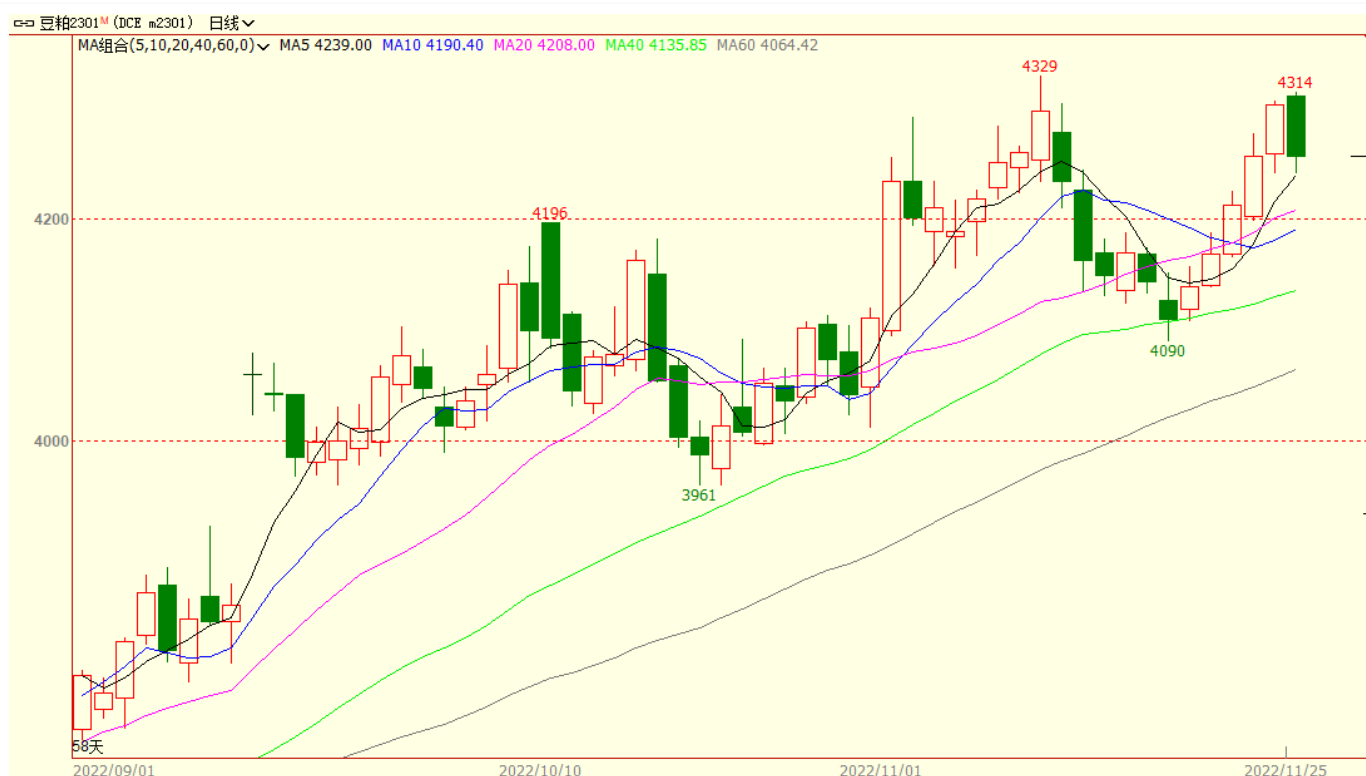
一、行情回顾.....	3
二、全球大豆基本面分析.....	4
2.1 全球大豆供应——美豆定产，拉尼娜对南美大豆种植的扰动增强.....	4
2.2 全球大豆需求——美豆河运压力有所缓解，巴西生柴掺混政策提振其内需.....	7
三、国内大豆及豆粕基本面分析.....	9
3.1 国内豆粕供应——大豆到港预计剧增，国内豆粕库存拐点将现.....	9
3.2 国内豆粕需求——豆粕备货需求高峰期或已过.....	11
四、行情展望.....	13
4.1 单边走势提示.....	13
4.2 套利机会提示.....	13

一、行情回顾

11 月豆粕主力与美豆走势分化，美豆新季大豆基本定产，USDA11 月报告符合市场预期，小幅上调美豆新作单产及产量预期，南美大豆种植进度正常，拉尼娜影响尚有限。11 月初受俄乌问题带来的全球谷物供应危机影响，美豆走出一波上扬行情，但自身基本面驱动有限，11 月整体维持高位横盘整理态势。豆粕与美豆走势分化，一方面受到美豆成本端支撑，另一方面，受疫情和美豆河运问题影响，进口大豆到港被推迟 15-20 天，晚于此此前预期，国内豆粕库存持续下滑，反弹拐点被延后，而元旦和春节将近，下游养殖利润支撑下，豆粕需求仍较为强劲，现货价格居高不下，豆粕主力盘面表现坚挺。

图表 1 2022 年 11 月 CBOT 大豆 & 豆粕主力合约走势





数据来源：Wind、国元期货

二、全球大豆基本面分析

2.1 全球大豆供应——美豆定产，拉尼娜对南美大豆种植的扰动增强

1) 美豆定产，11月报告显示产量预期较前月反弹

USDA11月供需报告亮点在于调高美豆2022/23年度大豆单产、产量以及期末库存，调高阿根廷大豆出口，调低全球大豆期末库存，但对于巴西大豆，USDA报告仍维持丰产预期，同时，也没有因为此前生物柴油政策的调整预期而调低出口。报告之后，美豆基本定产，全球大豆格局的驱动转向南美大豆种植以及美豆出口销售情况。

具体来看，USDA11月供需报告数据显示，预计2022/23年度美国大豆播种面积8750万英亩（收获面积8660万英亩）；大豆单产50.2蒲/英亩，环比上调0.4蒲/英亩；产量43.46亿蒲（1.18亿吨），环比上调0.33亿蒲；压榨量22.45亿蒲（6110万吨），环比上调0.1亿蒲；出口量20.45亿蒲（5566万吨），与上月持平；期末库存2.2亿蒲（599万吨），环比调高0.2亿蒲，库存消费比仍然保持偏低水平。

2) 巴西播种进度正常、阿根廷进度延后，第三年拉尼娜或继续冲击南美大豆产量

在美豆收割季结束后，全球大豆供应将开始进入南美大豆驱动周期。咨询机构 DATAGRO 预计 2022/23 年度南美大豆播种面积将达创纪录的 6685 万公顷，比上年度 6387 万公顷高 5%，播种面积连续第六年增长。预计南美大豆产量 2.1816 亿吨，比上年度 1.8176 亿吨增加 20%。其中，预计巴西大豆播种面积从 4180 万公顷增至 4379 万公顷，大豆产量 1.5332 亿吨，比上年度 1.3882 亿吨增加 11%。预计阿根廷大豆播种面积从 1620 万公顷增至 1700 万公顷，产量有望达 4698 万吨，同比增 9%。

巴西大豆播种进度追平历年同期，阿根廷有所延后。巴西咨询机构 Safras & Mercado 公司的调查显示，截至 11 月 18 日，巴西 2023/23 年度大豆播种面积达到预期总面积的 76.7%，高于一周前的 67.3%，低于去年同期的 84.2%，与过去五年平均水平（77%）一致。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，由于阿根廷正在经历严重的干旱，且预计未来数日降雨非常有限，阿根廷 2022/23 年度大豆作物的播种正面临严重推迟。交易所表示，截至 11 月 25 日为止大豆的播种仅完成 19.4%，低于去年同期的 19.9%。尽管今年的播种面积预计为 1670 万公顷（4130 万英亩），略高于去年的 1630 万公顷（4030 万英亩），但干旱导致土壤中几乎没有水分。

此前布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，如果未来两个季度的天气有所改善，阿根廷 2022/23 年度大豆单产将与 2021/22 年度类似。该交易所的数据显示，2021/22 年度阿根廷大豆单产为 2.8 公吨/公顷，这是 2014/15 年度以来的第三低点。阿根廷大豆种植工作从 10 月底开始，大部分田间工作在 11 月和 12 月进行。交易所称，如果气象预测准确，中部地区的单产可能与 2021/22 年度相似，东部偏远地区的单产可能低于平均水平。

3) USDA 报告对南美大豆产量预期仍较为乐观

对于南美大豆，USDA 预计 2022/23 年度巴西大豆产量 1.52 亿吨，环比持平，同比增加 2500 万吨；压榨量 5175 万吨，环比上调 25 万吨，同比增加 75 万吨；出口量 8950 万吨，与上月持平，同比增加 1014 万吨；期末库存 3124 万吨，环比下调 7 万吨，同比增加 790 万吨。

USDA 预计 2022/23 年度阿根廷大豆产量 5100 万吨，环比下调 150 万吨，因为干旱影响面积增幅，但产量仍同比增加 560 万吨；压榨量 3975 万吨，环比下调 75 万吨，同比增加 92 万吨；出口量 720 万吨，环比上调 20 万吨，同比增加 710 万吨；期末库存 2400 万吨，环比下调 20 万吨，同比增加 10 万吨。

4) 全球大豆供应趋松看待

美豆产量已定、南美大豆丰产预期之下，USDA 认为全球大豆供应预期较去年同期有所好转，具体来看，对于全球大豆，USDA 预计 2022/23 年度全球大豆产量 3.9 亿吨，环比下调 46 万吨，高于去年同期的 3.56 亿吨；全球大豆需求量 3.8 亿吨，环比下调 7 万吨，同比增加 1700 万吨。全球大豆期末库存 1.02 亿吨，环比上调 165 万吨，同比增加 750 万吨。

图表 2 USDA 报告整理——全球大豆 & 美豆供需平衡表

美国大豆供需平衡表						
	2020/21	2021/22*	2022/23			年变动
			10月估计	11月估计	月变动	
种植面积 (万英亩)	8340	8720	8750	8750	0	30
收获面积 (万英亩)	8260	8630	8660	8660	0	30
单产 (蒲式耳/英亩)	51	51.4	49.8	50.2	0.4	-1.2
期初库存 (亿蒲式耳)	5.25	2.57	2.74	2.74	0	0.17
产量 (亿蒲式耳)	42.16	44.35	43.13	43.46	0.33	-0.89
进口量 (亿蒲式耳)	0.2	0.15	0.15	0.15	0	0
总供应量 (亿蒲式耳)	47.61	47.07	46.02	46.34	0.32	-0.73
压榨量 (亿蒲式耳)	21.41	22.15	22.35	22.45	0.1	0.3
出口量 (亿蒲式耳)	22.65	21.7	20.45	20.45	0	-1.25
种子用量 (亿蒲式耳)	1.01	1.06	1.02	1.02	0	-0.04
残余 (亿蒲式耳)	0.01	0.12	0.2	0.22	0.02	0.1
总需求量 (亿蒲式耳)	45.04	45.02	44.02	44.14	0.12	-0.88
期末库存 (亿蒲式耳)	2.57	2.05	2	2.2	0.2	0.15
平均农场价 (美元/蒲)	10.8	13.35	14	14	0	0.65

2022/2023年度全球大豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
全球	10月	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17	18.60%
	9月	92.38	390.99	166.23	329.44	380.24	168.84	100.52	18.31%
	较8月变动	2.29	-0.46	0.05	-0.16	-0.07	0.3	1.65	0.29%
	2021/2022年度	100.03	355.59	156.24	314.51	363.17	154.02	94.67	18.30%
	较上一年度变动	-5.36	34.94	10.04	14.77	17	15.12	7.5	0.30%
美国	10月	7.45	118.27	0.41	61.1	64.48	55.66	5.99	4.99%
	9月	7.45	117.38	0.41	60.83	64.15	55.66	5.44	4.54%
	较8月变动	0	0.89	0	0.27	0.33	0	0.55	0.45%
	2021/2022年度	6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45	6.13%
	较上一年度变动	0.46	-3.26	-0.02	1.12	1.7	-3.06	-1.46	-1.15%
巴西	10月	23.34	152	0.75	51.75	55.35	89.5	31.24	21.57%
	9月	23.16	152	0.75	51.5	55.1	89.5	31.31	21.65%
	较8月变动	0.18	0	0	0.25	0.25	0	-0.07	-0.09%
	2021/2022年度	29.4	127	0.54	51	54.25	79.36	23.34	17.47%
	较上一年度变动	-6.06	25	0.21	0.75	1.1	10.14	7.9	4.10%
阿根廷	10月	23.9	49.5	4.8	39.75	47	7.2	24	44.28%
	9月	23.15	51	4.8	40.5	47.75	7	24.2	44.20%
	较8月变动	0.75	-1.5	0	-0.75	-0.75	0.2	-0.2	0.08%
	2021/2022年度	25.06	43.9	3.84	38.83	46.04	2.86	23.9	48.88%
	较上一年度变动	-1.16	5.6	0.96	0.92	0.96	4.34	0.1	-4.59%
中国	10月	31.79	18.4	98	96	116.59	0.1	31.5	26.99%
	9月	30.74	18.4	98	96	116.59	0.1	30.46	26.10%
	较8月变动	1.05	0	0	0	0	0	1.04	0.89%
	2021/2022年度	31.15	16.4	91.57	87.5	107.22	0.1	31.79	29.62%
	较上一年度变动	0.64	2	6.43	8.5	9.37	0	-0.29	-2.63%

 国元期货研究

数据来源: USDA、国元期货

2.2 全球大豆需求——美豆河运压力有所缓解，巴西生柴掺混政策提振其内需

1) 美豆 10 月国内压榨与预期基本持平，较 9 月有所好转

美国油籽加工商协会（NOPA）10 月报告显示，10 月豆油库存为 15.28 亿磅，市场预期为 15.35 亿磅，9 月份数据为 14.59 亿磅，2021 年 10 月数据为 18.35 亿磅。10 月大豆压榨量为 1.84464 亿蒲式耳，市场预期为 1.84464 亿蒲式耳，9 月份数据为 1.58109 亿蒲式耳，2021 年 10 月数据为 1.83993 亿蒲式耳。

2) 美豆河运压力有所缓解，但出口检验较去年同期偏弱

美国农业部出口检验报告显示，截至 11 月 17 日当周，美国大豆出口检验 232.9 万吨，高于一周前 196.4 万吨，低于上年同期 251.6 万吨。迄今，2022/23 年度美国大豆出口检验总量 1712.8 万吨，同比减少 10.5%，为美国农业部出口预测目标 5566 万吨的 30.8%。美豆集中收获上市，内陆河运输压力缓解，大豆出口检验数据有所改善。

3) 巴西生柴掺混政策存在炒作空间，或挤占下年度出口空间

巴西矿业能源部称国家能源政策委员会（CNPE）决定将 2023 年 3 月 31 日之前的生物柴油掺混率维持在 10%；从 2023 年 4 月 1 日起，将生物柴油掺混率提高到 15%。若实施则 2023 年生物柴油行业大豆需求将达 3000 万吨。豆油占生物柴油生产中植物油用量的 70%。CNPE 还决定，根据任何技术生产的生物柴油都可以用于生物柴油掺混，其中可能包括巴西国家石油公司的 R5 柴油，其中生物成分的比例为 5%。

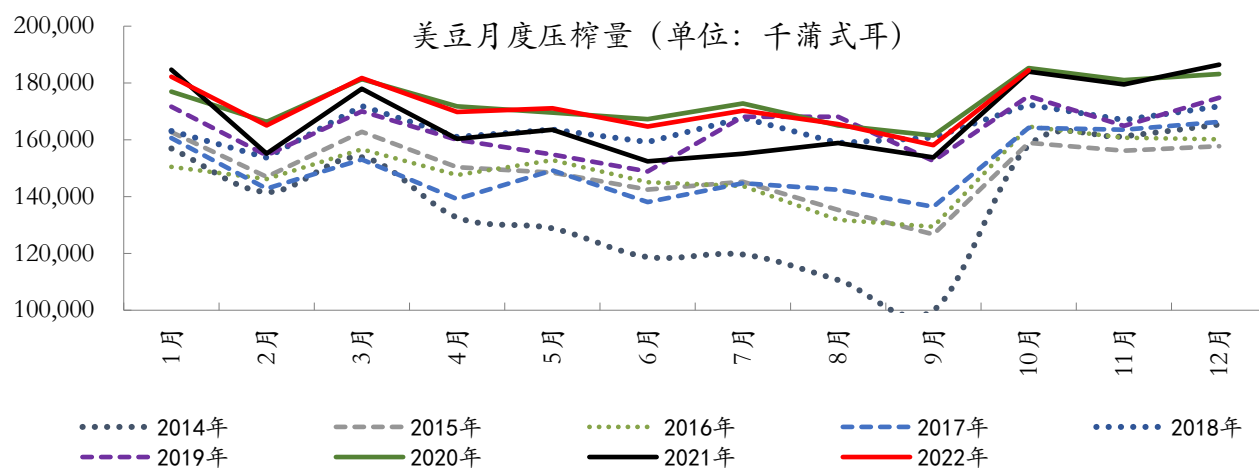
但是，巴西国家能源政策委员会（CNPE）关于生物柴油的新政策引发巴西生物柴油行业抗议。此外，巴西下届政府将于 1 月 1 日上任，有可能改变现任政府的这一决定。

4) 阿根廷内需低迷，农民惜售情绪浓厚

阿根廷官方数据显示，2022 年 10 月阿根廷大豆压榨量 291 万吨，比 9 月份 287 万吨增长 1.3%，但比上年同期 333 万吨降低 12.6%，反映出今年阿根廷压榨行业持续低迷。德国汉堡《油世界》数据显示，今年 9-10 月，全球大豆压榨量创三年来的低点，其中阿根廷和欧盟 27 国大豆压榨量的下降幅度超过中国、美国以及印度大豆压榨量的增幅。

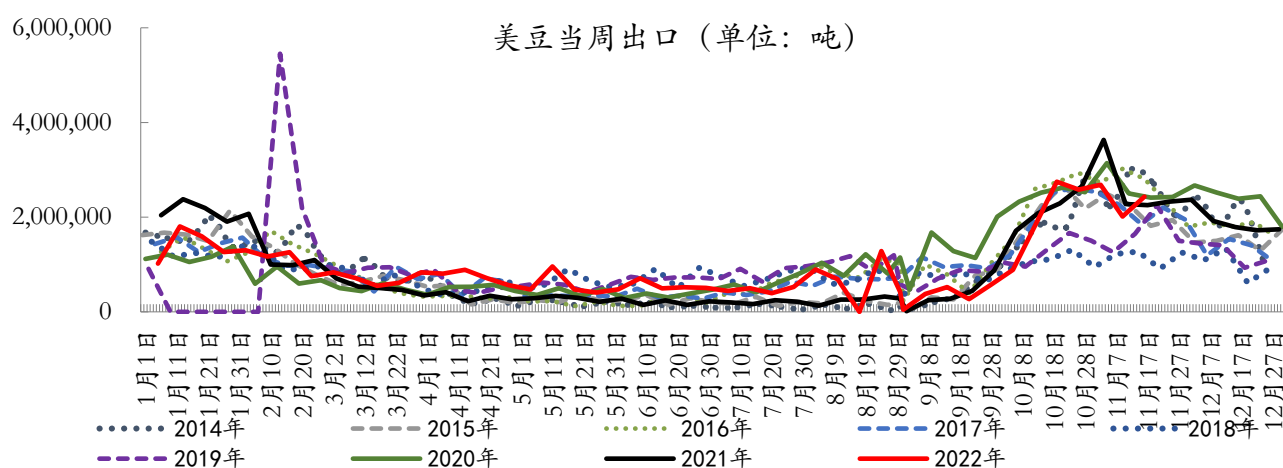
另外，阿根廷经济部长 Sergio Massa 在与农业部门领导人会面后表示，针对大豆及其衍生品的阿根廷比索兑美元汇率为 230，将于周一开始实施。目前，官方汇率约为 165 比索。Massa 预计该调整将至少带来 30 亿美元。这项政策旨在鼓励出口，因为许多阿根廷人担心，在高通胀率下，本币会进一步贬值，一些农民宁愿将大豆储存起来，也不愿以不利的价格出售。此外，阿根廷央行正寻求增加外汇储备，这在很大程度上是为了满足偿还债务的需要。

图表3 美豆压榨情况



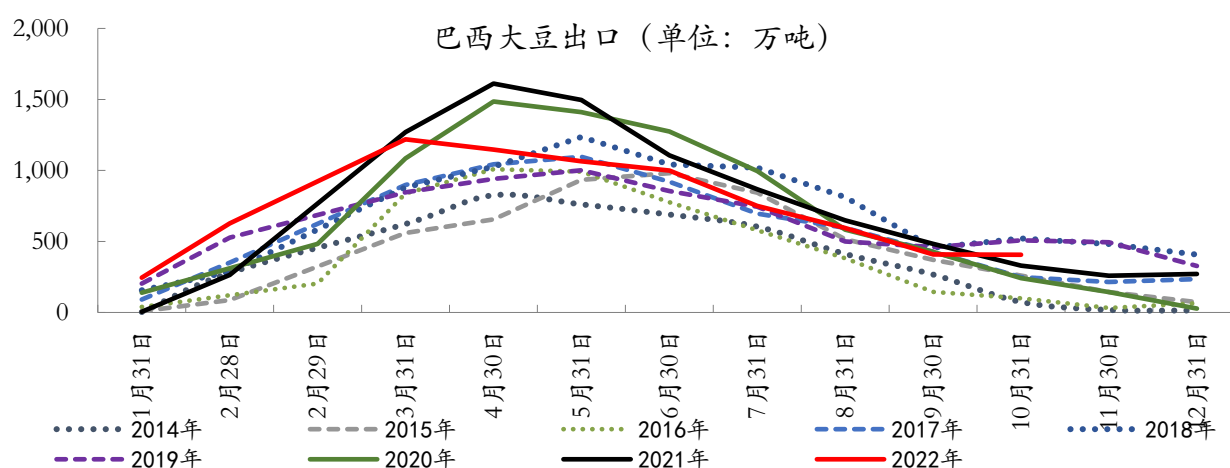
数据来源: USDA、国元期货

图表4 美豆检验及出口情况



数据来源: USDA、国元期货

图表5 巴西大豆出口情况



数据来源: USDA、国元期货

三、国内大豆及豆粕基本面分析

3.1 国内豆粕供应——大豆到港预计剧增，国内豆粕库存拐点将现

1) 国内大豆进口开始反弹，但 11 月进口大豆到港不及预期

海关总署数据显示，中国 10 月份大豆进口量同比下降 19%至 414 万吨，为 2014 年以来的最低水平，原因是全球大豆价格高企、压榨利润率低以及买家削减了大豆购买量。海关总署数据显示，今年前 10 个月，中国大豆进口量为 7317.7 万吨，同比减少 7.4%。

据 Mysteel 农产品团队初步统计，大豆船期上看，2022 年 11 月份国内主要市场油厂进口大豆到港量预计 121 船，共计约 786.5 万吨（本月船重按 6.5 万吨计）。12 月进口大豆到港量预计为 860 万吨。

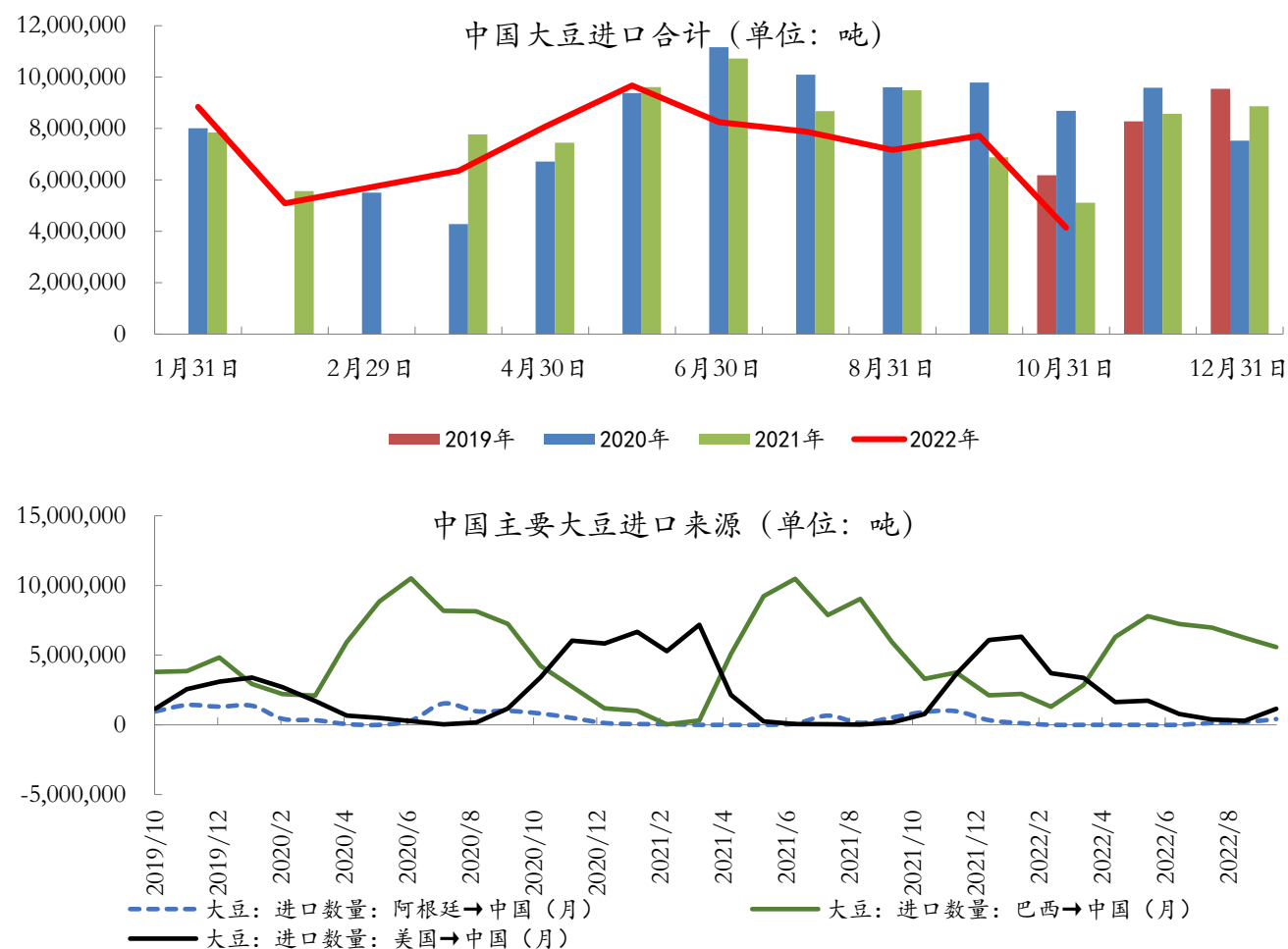
2) 11 月油厂压榨表现低迷

受进口大豆供应不足影响，11 月油厂开机率及压榨情况表现不佳。2022 年第 46 周（11 月 12 日至 11 月 18 日）111 家油厂大豆实际压榨量为 152.86 万吨，开机率为 53.13%。油厂实际开机率低于预期，较预估低 14.28 万吨；较前一周实际压榨量增加 0.12 万吨。预计 2022 年第 47 周（11 月 19 日至 11 月 25 日）国内油厂开机率大幅上升，油厂大豆压榨量预计 206.36 万吨，开机率为 71.73%。

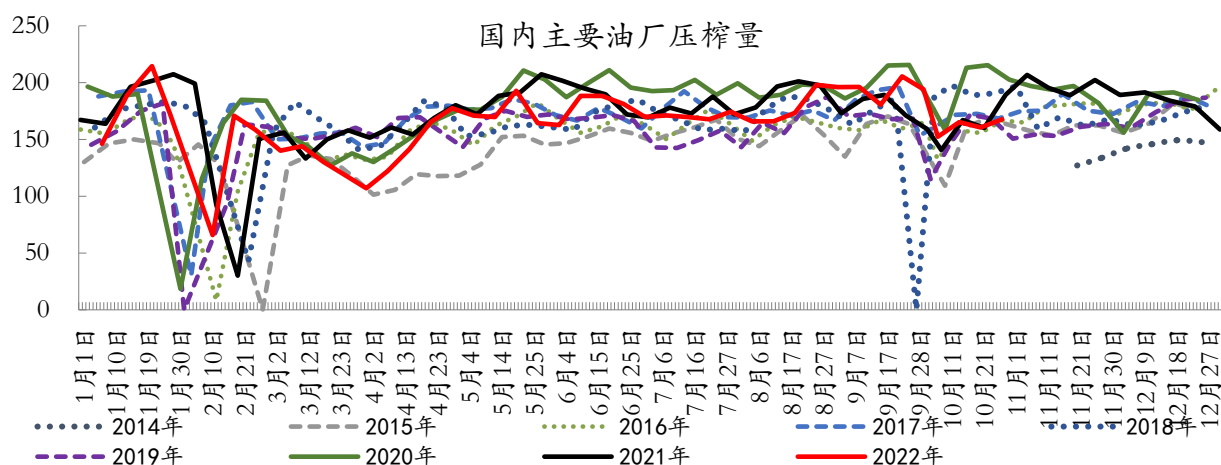
3) 当前豆粕库存处于历史性低位，但进口大豆库存初现拐点

据国家粮油信息中心数据统计，截至 11 月 21 日，国内大豆到港量增加，油厂压榨量维持低位，大豆库存大幅回升。全国主要油厂进口大豆商业库存 342 万吨，比前一周增加 45 万吨，比上月同期增加 12 万吨，比上年同期减少 90 万吨。美国大豆收获完成，美国密西西比河水位预期上升，大豆到港速度有望加快，考虑油厂开机情况逐渐好转，预计大豆库存持续上升。上周大豆压榨量维持低位，豆粕产出仍然较少，库存继续下降。国内主要油厂豆粕库存 17 万吨，比上周同期减少 2 万吨，比上月同期减少 9 万吨，比上年同期减少 38 万吨，比过去三年同期均值减少 31 万吨，为历史最低水平。

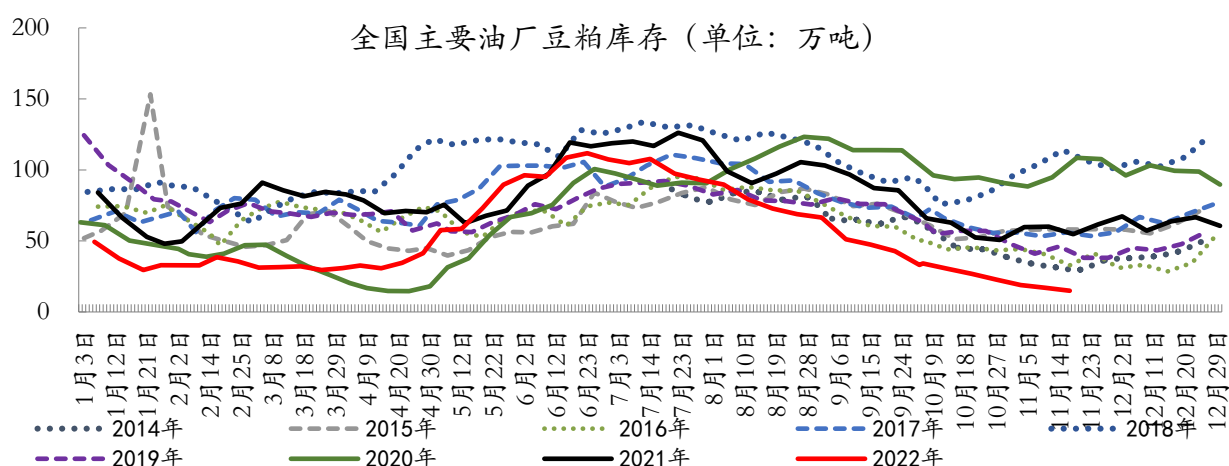
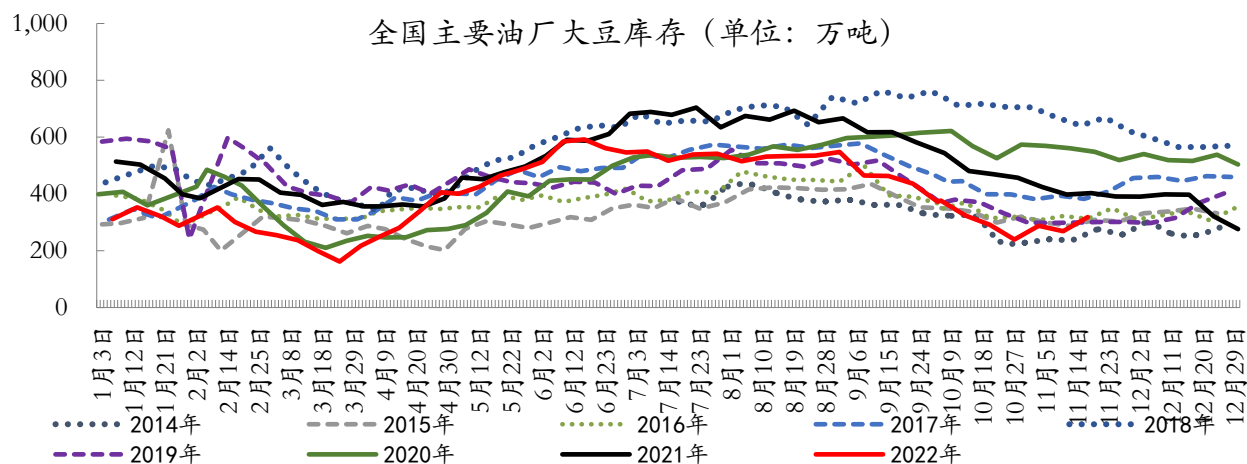
图表 6 国内进口大豆月度走势



图表 7 国内主要油厂开机及压榨情况



图表 8 国内主要油厂油脂油料库存情况



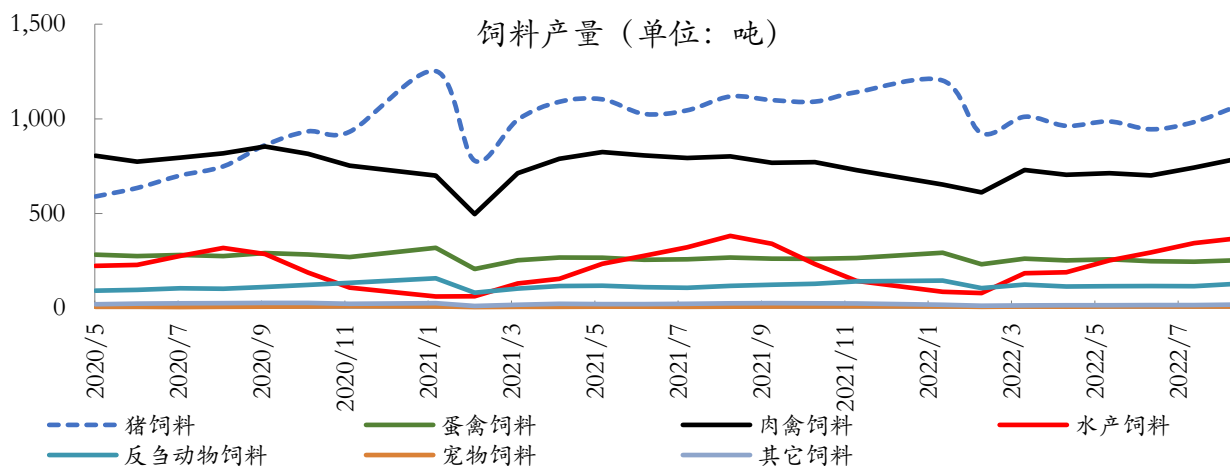
数据来源: 我的农产品网、国元期货

3.2 国内豆粕需求——豆粕备货需求高峰期或已过

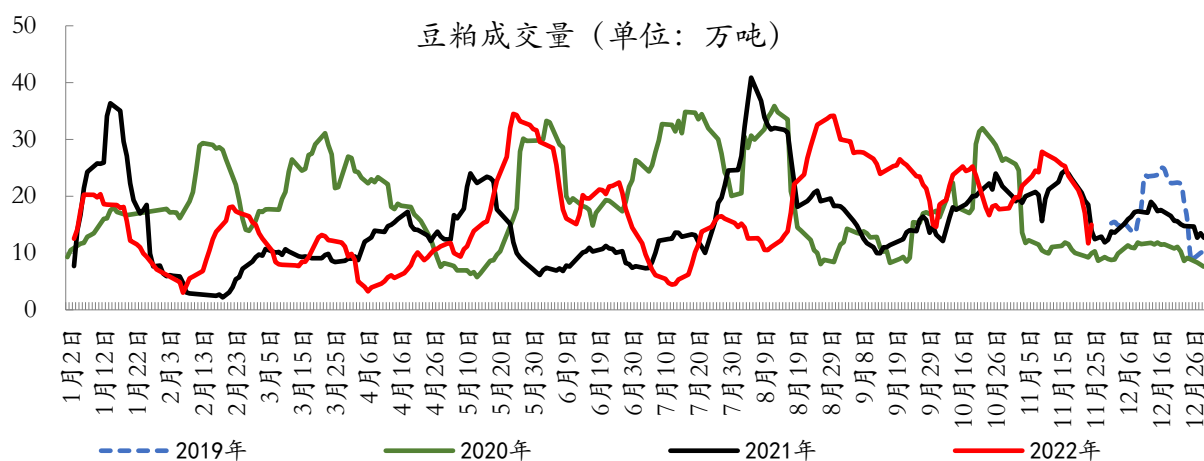
据中国饲料工业协会数据显示, 据样本企业数据测算, 2022 年 10 月, 全国工业饲料产量 2672 万吨, 环比下降 5.7%, 同比增长 0.2%。主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比小幅增长, 添加剂预混合饲料产品出厂价格以降为主。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比为 34.3%, 环比增长 3.6 个百分点; 配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 15.2%, 环比下降 0.2 个百分点。

目前虽说是生猪及家禽的养殖需求旺季, 饲料养殖企业对饲料豆粕需求较为旺盛, 加之生猪及家禽养殖利润良好, 对饲料豆粕的需求数量有可能增加; 不过, 不少饲料养殖企业已经提前分批购买了远期的合同, 现货需求数量增加有限。特别是随着近日基差的回落, 饲料企业看空后市情绪升温, 普遍处观望态度, 以随买随用为主, 成交数量出现大幅的下滑。就算是后期的冬至、元旦等春节需求旺季的到来, 饲料企业及养殖场在大豆到港高峰后采购豆粕现货的数量亦有限, 贸易商降低风险亦减少备货需求, 供应有望宽松的豆粕市场将演绎易跌难涨的行情。

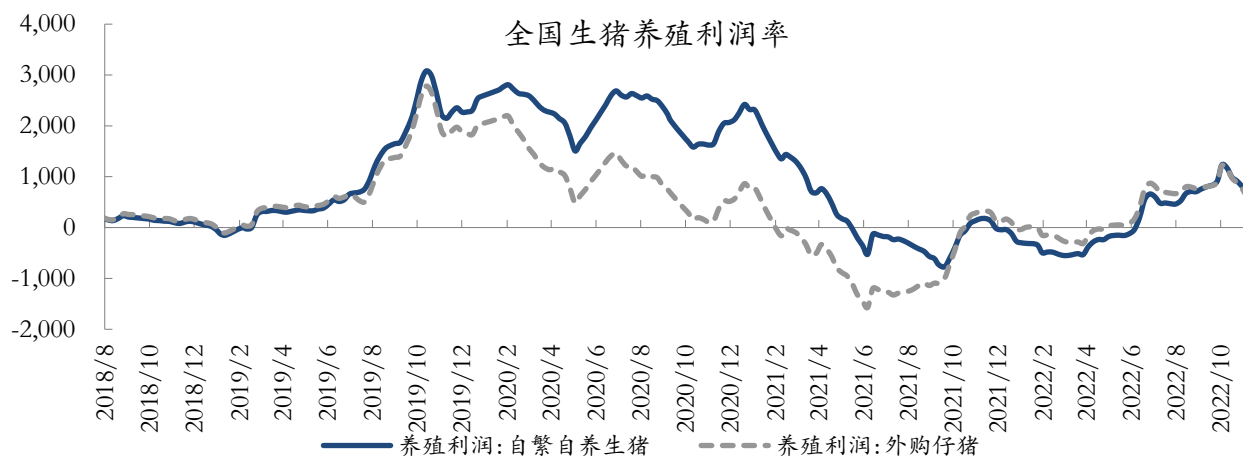
图表 9 国内月度饲料总产量变化



图表 10 国内主要油厂豆粕成交情况



图表 11 全国生猪养殖利润率



图表 12 生猪价格与猪粮比（单位：元/吨）



数据来源：我的农产品网、Wind、国元期货

四、行情展望

4.1 单边走势提示

美豆定产后，全球大豆价格驱动主要在于美豆出口以及南美大豆种植情况，目前巴西大豆种植进度过半，阿根廷大豆种植进度偏慢，拉尼娜现象对南美大豆产量预期的影响逐步增强，尽管今年南美主要大豆产地均增加了大豆种植面积，但后期实际产量可能不及此前预期那样乐观。另外，巴西在政府换届前后提出生柴掺混政策的变动，存在市场炒作的空间，若该政策落地，则会大幅提高其内需，对出口有所挤占，但也不排除下届政府会推翻该政策的可能。

国内与外盘存在分化，11月末随着进口大豆的大量补充，进口大豆库存已初现拐点，豆粕累库周期可指日而待，预计11月随着进口大豆巨量到港，豆粕库存将触底反弹，进入累库周期。另外随着近月合约进入交割期，基差回归对远月的带动作用减弱，豆粕2301合约上方压力将逐渐显现，前高阻力较强，12月单边区间预计4000-4300。

4.2 套利机会提示

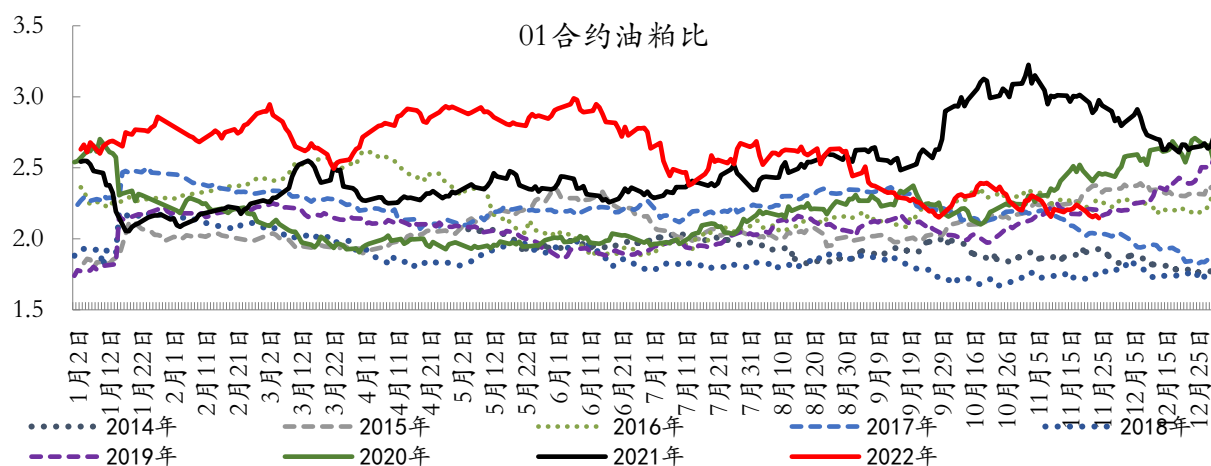
（1）油粕比

12月2301合约油粕比建议观望。

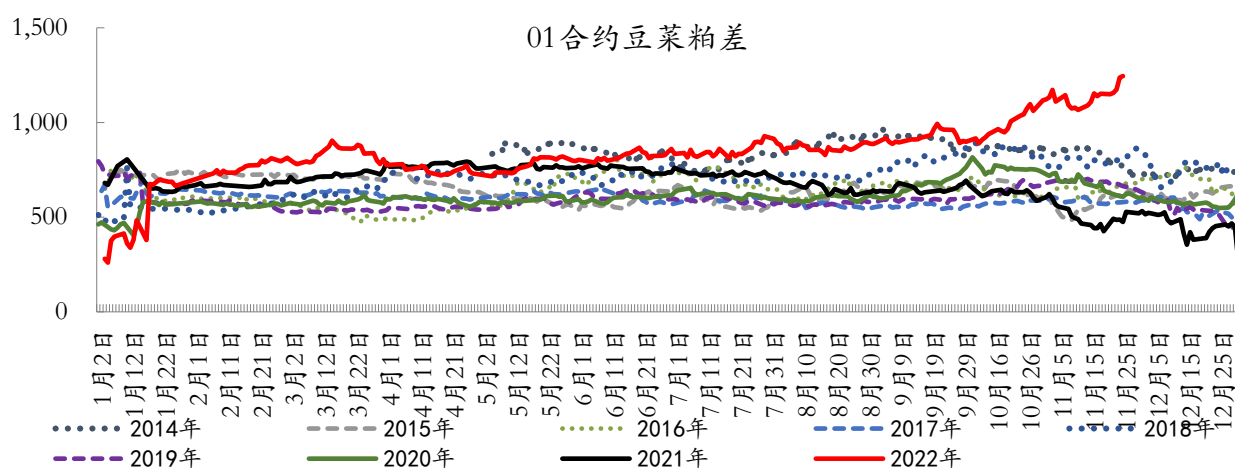
（2）豆菜粕差

12月2301合约豆菜粕价差存在做空机会，目标位700-800。

图表 13 油粕比套利



图表 14 豆菜粕差套利



数据来源: Wind、国元期货

重要声明

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货有限公司。未经国元期货许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、链接、修改、翻译本报告的全部或部分内容。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。违反前述要求侵犯国元期货著作权等知识产权的，国元期货将保留追究其相关法律责任的权利。

本报告基于国元期货及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但国元期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何明确或隐含的保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，本报告及该报告仅反映研究人员的不同设想、见解及分析方法，为免生疑，本报告所载的观点并不代表国元期货立场。

本报告所载全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资、法律、会计或税务的操作建议，国元期货不对因使用本报告而做出的操作建议做出任何担保，不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，且国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户，请交易者务必独立进行投资决策。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，
9 层 906、908B

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座 6 楼
601-607

电话：0551-62895515

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即
磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312922

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔
6 层 06 室

电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际
楼层 13 层)04 室

电话：021-50872756

合肥营业部

地址：安徽省合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层

电话：0551-68115888

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 户

电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008
号中国凤凰大厦 1 号楼 10B

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢
2201-3 室

电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12
层西侧

电话：0475-6380818

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元

电话：020-89816681