

预期进口偏低，豆粕逢低做多

兴证期货·研发中心

农产品研究

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

今年南美大豆减产超过 3000 万吨，全球大豆供求紧平衡；由于养殖行业尤其是生猪养殖亏损，豆粕的需求出现下滑，油厂压榨利润较差，未来 8、9 月份大豆进口预报数量严重不足。随着外盘价格的上涨，以及国内养殖企业的刚性需求维持，预期后期豆粕价格可能出现上涨趋势。短期来看，政府持续抛储大豆，前期进口大豆陆续到港，大豆和豆粕的供应充裕导致现货维持弱势震荡的行情。我们相信，随着库存的消耗，未来 7 月以后大豆和豆粕的供求短缺状况将会浮现。从策略的层面来看，我们建议投资者关注未来豆粕中长线上涨的机会，可逢回调逐步建立多单。

● 风险提示

抛储政策变化；宏观经济危机

报告目录

1.豆粕：预期进口偏低，豆粕逢低做多	3
1.1 南美大豆减产导致全球大豆、豆粕供求紧平衡.....	3
1.2 短期现货有压力，不改中长期紧张趋势.....	5

图目录

图 1：巴西大豆产量大幅下滑.....	3
图 2：全球大豆供求.....	4
图 3：豆粕占植物蛋白粕比重.....	4
图 4：豆粕现货价格（元/吨）.....	5
图 5：油厂大豆压榨利润（元/吨）.....	5
图 6：大豆压榨出现增加趋势（万吨）.....	6
图 7：饲料产量（万吨）.....	6
图 8：全国油厂豆粕库存（万吨）.....	7
图 9：生猪饲料产量及同比（万吨、%）.....	8
图 10：我国蛋鸡存栏（亿只）.....	8
图 11：我国肉鸡出栏量（亿只）.....	9

1.豆粕：预期进口偏低，豆粕逢低做多

2022年豆粕经历了大幅上涨的行情。受南美大豆减产影响，豆粕自今年1月以来出现上涨，尤其是春节过后，南美尤其是巴西和巴拉圭大豆减产的形势日渐明朗，大豆和豆粕供求紧张的矛盾导致大豆出现快速拉涨行情。3、4月以后，阿根廷大豆受干旱影响减产的预期使得豆粕价格维持强势。随着减产预期炒作结束，在高价的刺激下，现货豆粕的供应逐步增加，价格出现高位震荡行情。目前来看，国内豆粕供应充足，尤其是国储持续抛售大豆以及进口大豆到港放量，部分油厂豆粕出现胀库的情况，导致现货豆粕价格维持弱势。油厂的压榨利润随着豆粕价格的大幅下滑出现亏损，盘面豆粕和豆油的压榨利润同样较差，油厂预定远期大豆进口船货的积极性较差，未来8、9月大豆和豆粕的供应存在紧张的局面。

1.1 南美大豆减产导致全球大豆、豆粕供求紧平衡

2022年是连续拉尼娜气候的第二年，南美洲气候异常导致大豆主产区降雨苦乐不均的状况。巴西方面，广大的中部地区降雨量持续高于往年的平均水平，使得大豆的单产和产量高与往年水平。巴西的南部则出现了严重干旱，大豆单产和产量下降幅度超过30%以上。目前，巴西大豆的产量已经确定，维持在1.25亿吨左右的水平，较播种之初预估的1.43亿吨足足减少了2800万吨。巴拉圭的纬度与巴西南部纬度相同，且位于南美大陆的更中部，降雨量减少情况显得更为严重，这导致大豆的产量大幅下滑超过50%，产量仅仅420万吨，较最初预估的1000万吨减少了近580万吨。今年阿根廷的大豆在播种初期出现了一定的干旱，但后期出现了降雨使得产量的减幅不大，目前市场认为产量接近4200万吨的水平，较去年的4350万吨要低，远低于种植初期预估的4950万吨的水平。综合南美的情况看，目前南美大豆产量较去年下降了2000万吨，较播种初期的预期下降了4000万吨的水平。供给的大幅下滑导致全球大豆的库存大幅下滑，大豆的供求紧张状态可能要延续到下一作物年度。

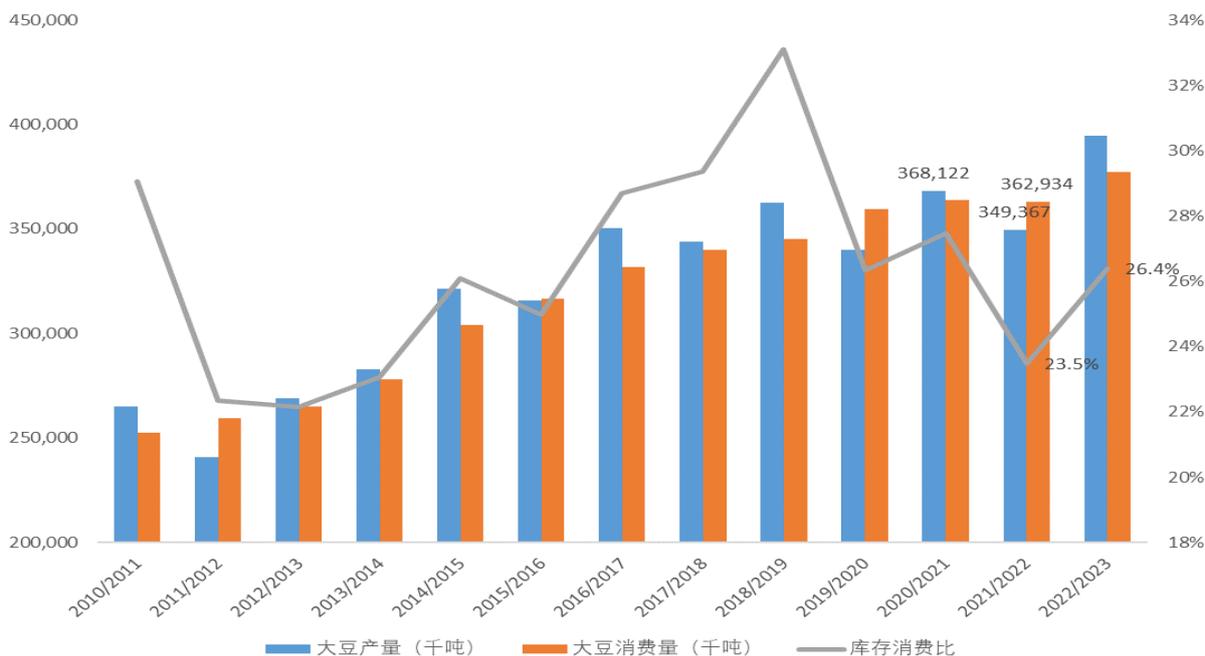
图 1：巴西大豆产量大幅下滑



数据来源：USDA，兴证期货研发部

源于南美大豆减产的原因，全球大豆的供求状态更加紧张。全球大豆供求短缺近 1300 万吨，库存消费比由 27% 下滑到 23.5%，为近 8 年来的低点，库存的紧张必然会导致大豆价格上涨。

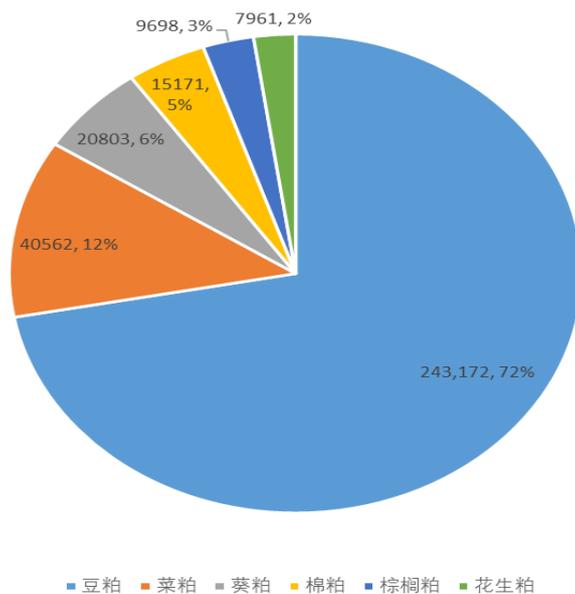
图 2：全球大豆供求



数据来源：Wind，兴证期货研发部

豆粕是全球植物蛋白粕的主要来源，占据绝对的地位。大豆的供不应求必然会导致大豆及豆粕的大幅上涨。尽管豆油供应同样萎缩，由于豆油只占全球油脂供应的 34%，替代品相对较多，我们认为，单纯大豆减产来看，大豆价格上涨对豆粕的利多影响更大。

图 3：豆粕占植物蛋白粕比重



数据来源：USDA，兴证期货研发部

1.2 短期现货有压力，不改中长期紧张趋势

短期来看，豆粕的需求较差，现货价格有一定压力。张家港地区豆粕现货价格由3月最高的5250元/吨下滑到目前的4250元/吨，跌幅将近20%，显示豆粕现货的疲弱态势。

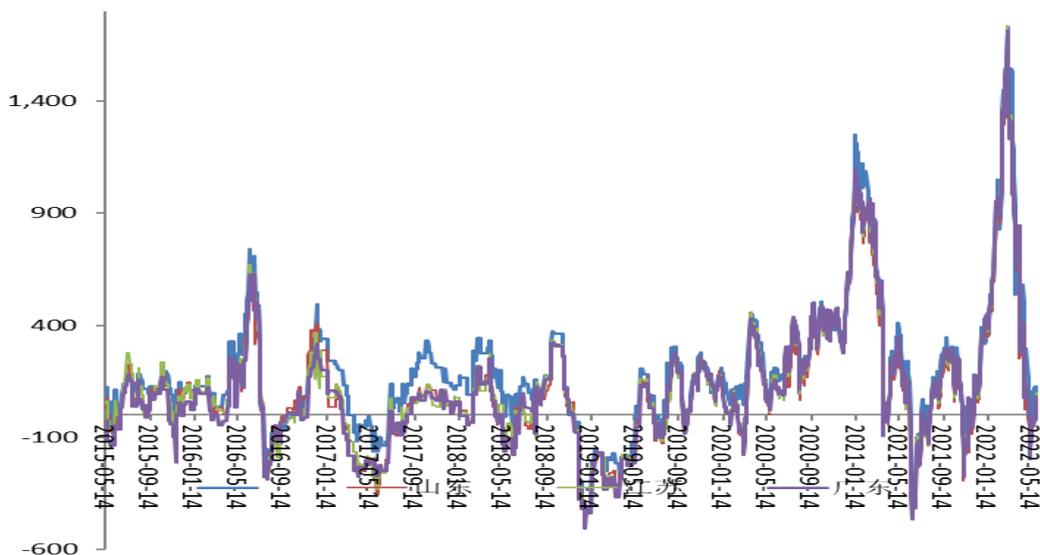
图 4：豆粕现货价格（元/吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

供应方面，春节过后豆粕的大幅上涨导致企业压榨利润高企，企业供应大幅增加。但随着供应的增加，价格下跌，压榨利润走低，油厂的库存也出现增加的状况。

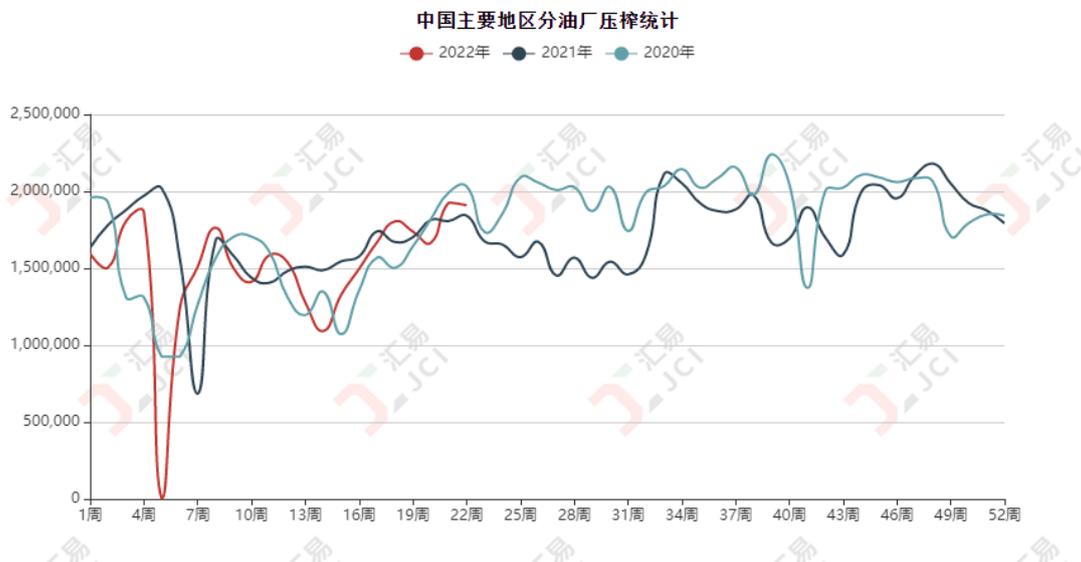
图 5：油厂大豆压榨利润（元/吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

随着压榨利润的迅速上涨，国内进口大豆的到港数量增加较大，4月进口大豆数量已经达到808万吨，超过需求数量，预期5、6月大豆进口的数量也将维持在800—950万吨偏多区间。为了抑制豆粕价格，发改委持续抛储进口大豆。3月开始，政府每周抛售50万吨的进口大豆，以平抑迅速上涨的价格，尽管成交量偏低，但整体的供应增加态势不减，打压豆粕价格。

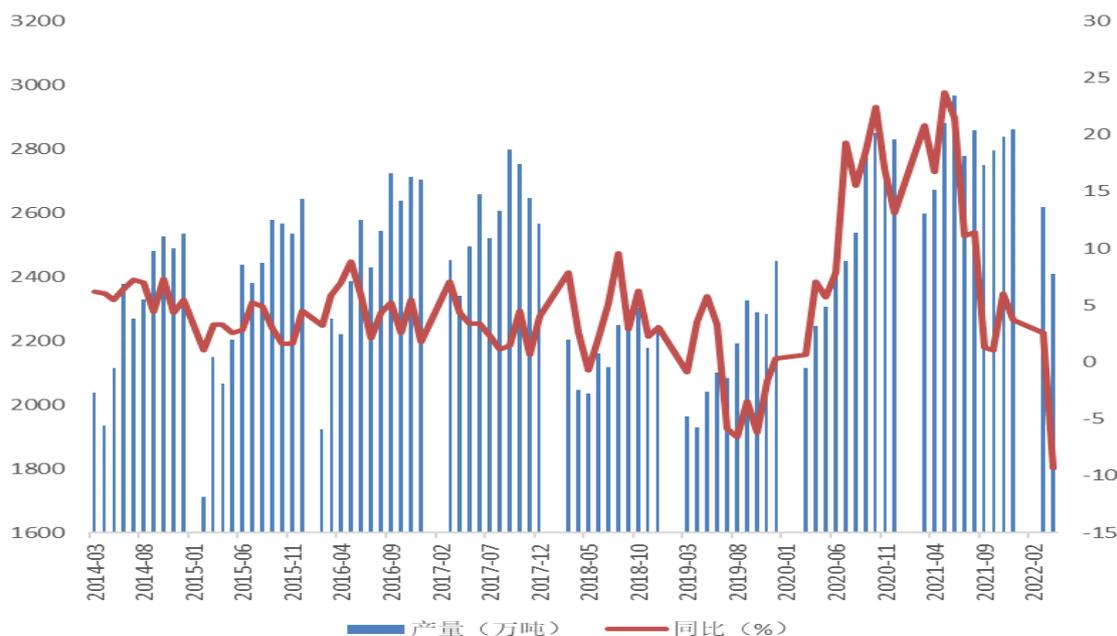
图6：大豆压榨出现增加趋势（万吨）



数据来源：汇易网、兴证期货研发部

需求方面，随着玉米、豆粕等农产品价格的大幅上涨，养殖行业经营困难。肉蛋禽养殖维持微利，但养殖户对扩产谨慎。生猪养殖仍处于去库存状态，需求萎缩仍将持续，整体饲料产量出现下滑的态势。尤其是4月饲料产量为2408万吨，同比下滑9.2%显示需求的弱势。

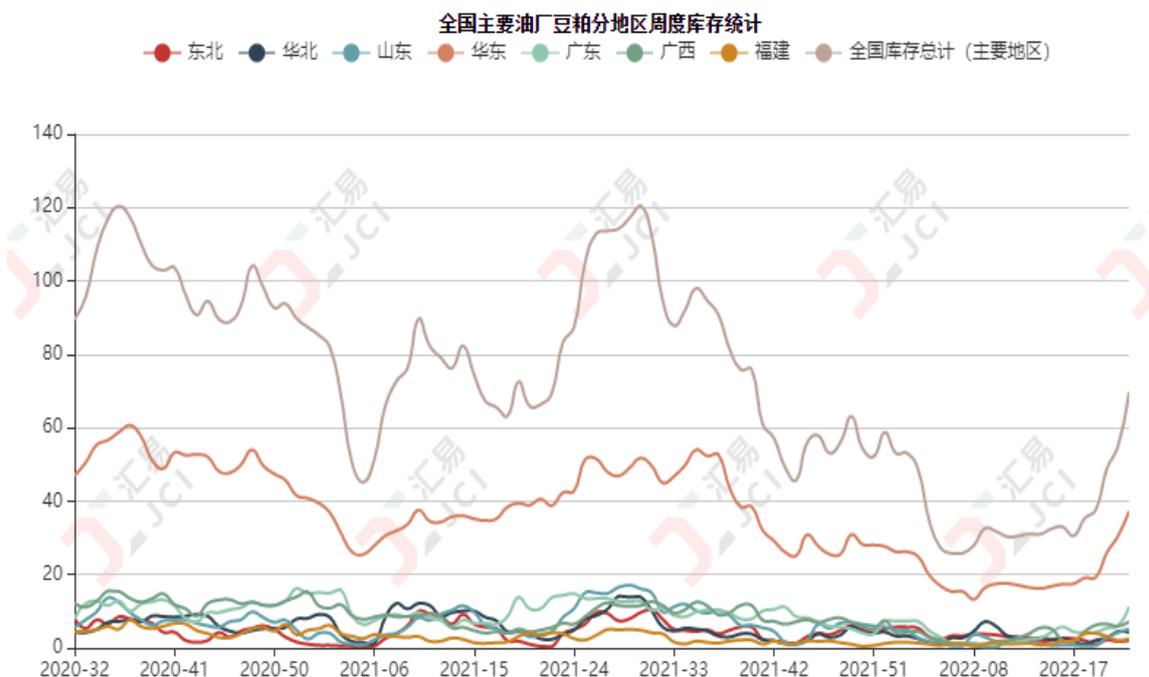
图7：饲料产量（万吨）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

豆粕的库存出现了大幅增加的局面。全国豆粕库存由 2 月最低的 30 万吨已经迅速增加到目前 70 万吨的偏高水平。供应增加，需求疲弱，库存迅速增加，部分油厂豆粕库存偏多可能导致胀库影响后期的生产。供求的短期过剩导致豆粕现货价格维持弱势。

图 8：全国油厂豆粕库存（万吨）



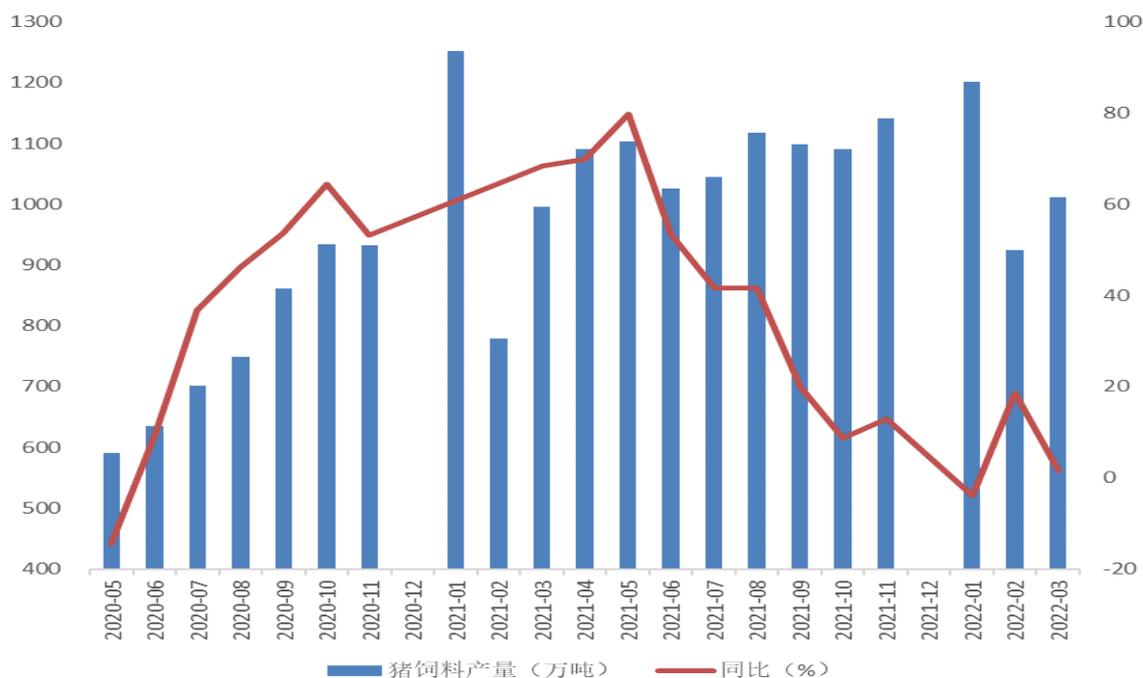
数据来源：汇易网、兴证期货研发部

中长期看，8、9 月，美国旧作大豆供应枯竭，新作大豆尚未上市；南美洲大豆减产导致大豆出口数量不足，阿根廷国内大豆压榨量较大，可能根本没有可供出口的大豆现货；巴西大豆库存消耗迅速，农户可能惜售或待价上涨而沽。大豆供求有可能出现非常紧张的情况导致价格的大幅上涨。

另外，尽管今年美国大豆种植面积提高了 4%，但由于降雨等因素，大豆种植延迟，不利于后期的收获。8、9 月是美豆炒作的周期，任何的天气异动都可能给产量造成较大影响，因此，后期天气升水溢价可能会很高，美豆的容错率较低，这对大豆和豆粕价格的上涨利多。

远期来看，豆粕的下游需求仍旧偏弱，生猪仍在去产能，对豆粕的需求偏弱。猪饲料将维持高位略减的态势。

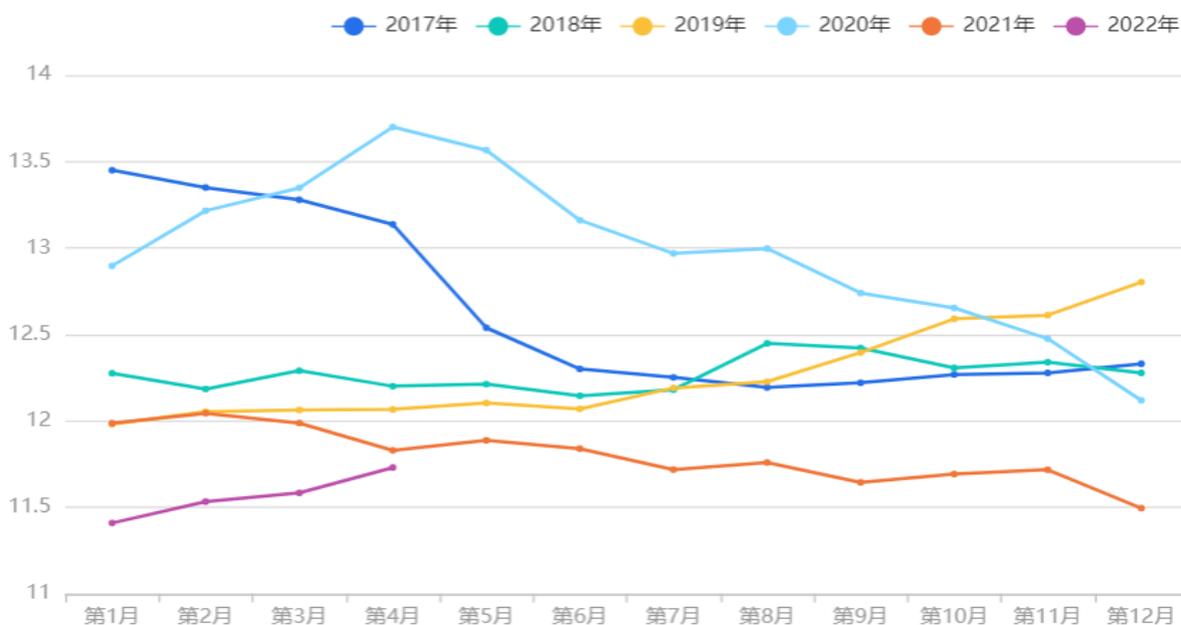
图 9：生猪饲料产量及同比（万吨、%）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

肉蛋禽的存栏处于正常偏低的水平，但存栏量逐步增加对豆粕需求有所好转，但大幅增加存栏的概率也不高。1 月以来，蛋鸡存栏逐步增加，对豆粕利多。

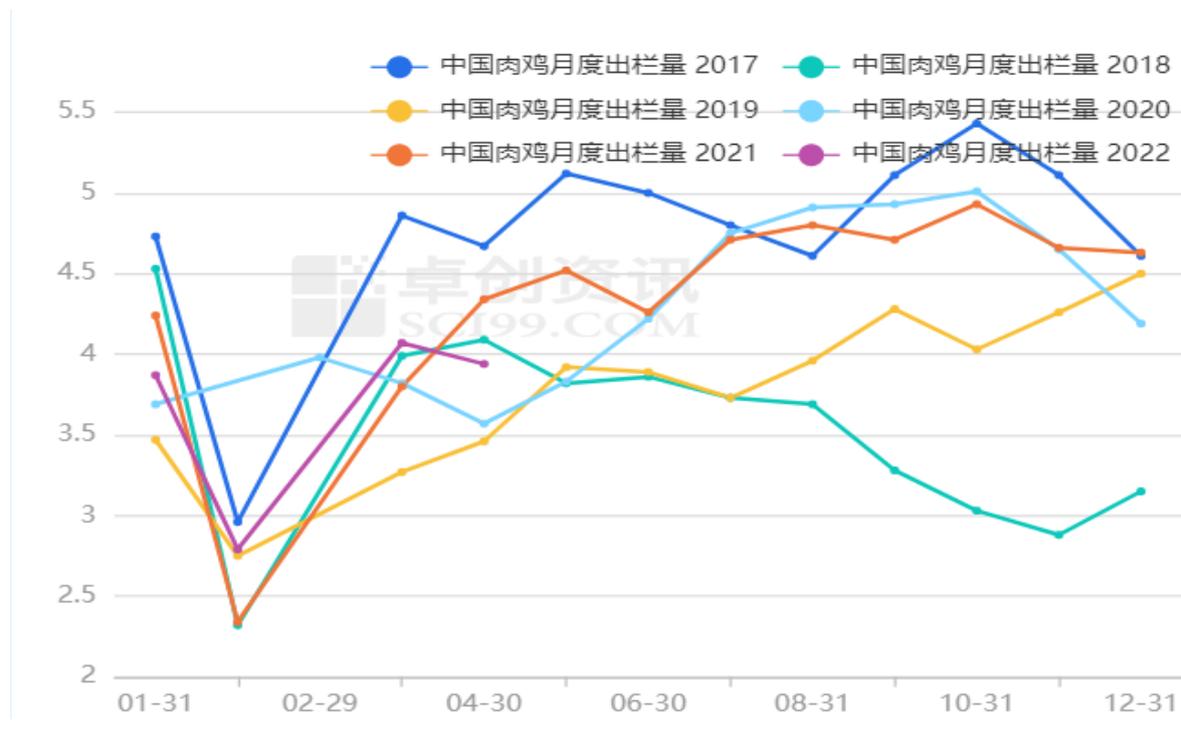
图 10：我国蛋鸡存栏（亿只）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

肉鸡情况与蛋鸡基本相同，出栏量维持正常水平，后期出栏季节性增加，对豆粕需求增加。

图 11：我国肉鸡出栏量（亿只）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

综合来看，全球大豆的减产将影响到本作物年度结束，即至少影响到 8、9 月份。由于后期，美国大豆供应枯竭，阿根廷几乎无大豆出口，巴西大豆可供出口的数量偏低，国内将面临这大豆供应短缺的局面。短期来看，大豆供应充裕且需求较差，国内大豆和豆粕的价格表现疲弱。但随着现货库存的消耗，预期 8、9 月份国内豆粕将出现紧张局面，豆粕中长期面临上涨压力。建议投资者可关注逢低做多的交易机会。

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。