

豆粕近期利多叠加，四季度预计先强后弱

2023年8月18日星期五

兴证期货·研究咨询部
商品研究团队

林玲
从业资格编号：F3067533
投资咨询编号：Z0014903
胡卉鑫
从业资格编号：F03117395

联系人
胡卉鑫
邮箱：
hhx@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

三季度豆粕价格整体位于高位，油厂挺价与四季度肉类消费好转预期形成共振，豆粕价格居高不下，整体保持强势。基差方面，在油厂挺价的情况下，高位基差将带动盘面价格持续上行向现货收敛，但是南美大豆丰产预期影响，整体上行幅度相对有限。四季度豆粕价格预计将在10月中上旬前保持强势，后续随着美豆到港与巴西大豆种植开始逐渐回落。

目录

一、行情回顾.....	1
二、豆粕交易逻辑转变.....	2
三、后市观点.....	6

表目录

图表 1: 3 月以来豆粕价格走势	2
图表 2: 饲料产量变动	3
图表 3: 豆粕产量变动	3
图表 4: 巴西大豆发运量	3
图表 5: 进口大豆实际到港量	3
图表 6: 大豆压榨利润	3
图表 7: 生猪存栏量变动	4
图表 8: 能繁母猪数量变动	4
图表 9: 豆粕现货成交量	5
图表 10: 豆粕远月成交量	5
图表 11: 生猪出栏均价	6
图表 12: 生猪养殖利润	6

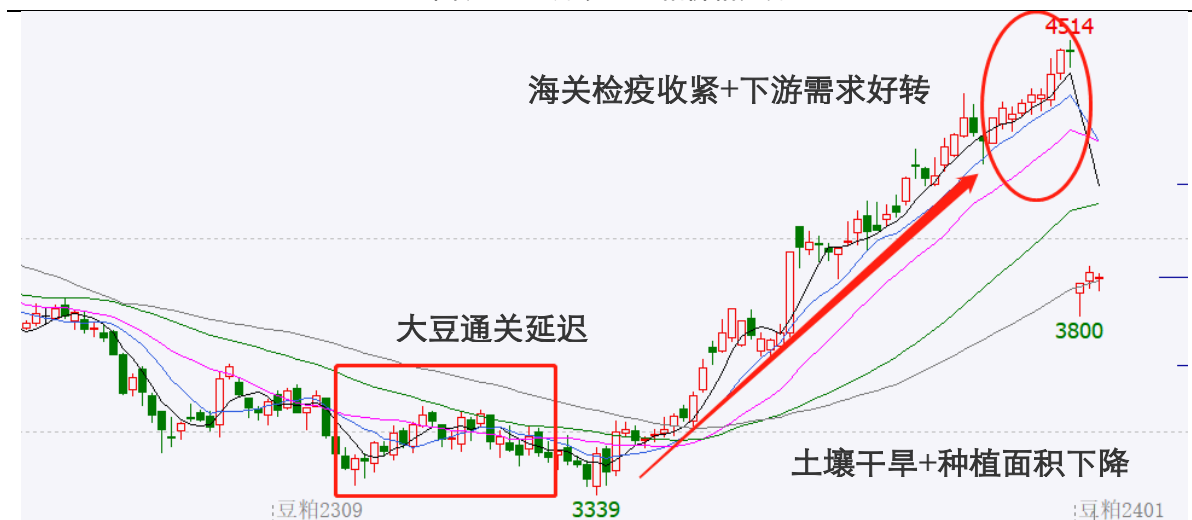
一、行情回顾

今年上半年来，豆粕价格持续下行，整体交易利空逻辑。自 3 月起，市场持续交易丰产利空，大豆价格逐渐回落，5 月 USDA 供需报告显示乐观产量带动价格进一步下行。但是今年 6 月份起，豆类合约交易逻辑发生变化，市场情绪由利空向利多转变，豆类市场上涨强劲。5 月下旬开始，美豆主产区降水减少，降水异常减少与干旱情况骤升使得市场开始天气炒作，美豆价格保障带动国内豆类合约同步上涨，未来三个月的气温与降水预测同样助推主产区偏干预期。并且，6 月底的种植面积报告意外下调美豆种植面积，直接形成产量约束，在降水持续下降的助推下，市场对美豆单产变动极为敏感性，国内外豆类合约集体上涨。

当前，豆粕交易逻辑出现一定变化，由外盘影响陆续型转向国内供需情况。7 月早情与人民币汇率下降共同导致进口成本成为豆粕价格底层支撑。8 月，外盘价格在单产修复预期影响下走弱，天气炒作偃旗息鼓，然而国内豆粕强劲趋势不变，海关检疫政策收紧、四季度传统消费旺季、开学季、中秋国庆双节效应等利多因素持续叠加，价格走势持续上升。

四季度中，豆粕市场面对的一大问题是，在经历了近 3 个月快速上涨，并且当前上涨趋势不减的情况下，豆粕价格未来是否将继续强势，该段行情何时迎来转折，未来豆粕的市场运行逻辑将发生怎样改变。本文通过豆粕实际供需情况与油厂销售两方面，对四季度豆粕行情进行分析。

图表 1：3 月以来豆粕价格走势



数据来源：文华财经，兴证期货研究咨询部

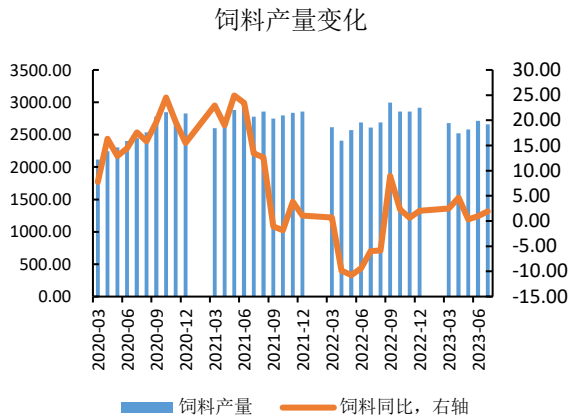
二、豆粕交易逻辑转变

2.1 供应端：豆粕整体并未如市场想象的紧张

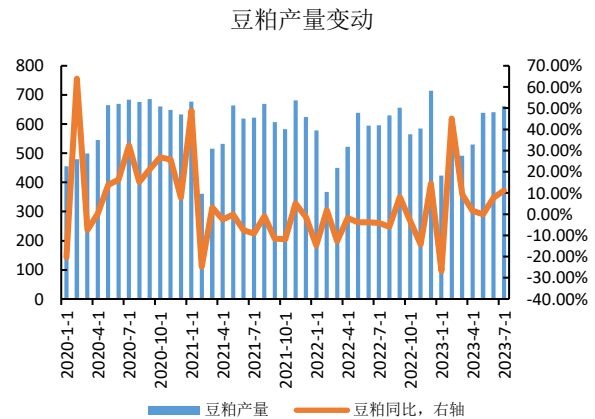
今年我国大豆进口量同比高于去年水平，豆类供应边际整体转松。2023 年，我国大豆累计进口量整体高于上年，豆粕潜在供应量同样有所上升。虽然 6 月底 USDA 超预期下调美豆种植面积导致下半年全球大豆供应收紧，但是我国 3 季度以采购巴西大豆为主，进口成本虽然持续上升，但是到港量整体未受影响，仍然保持在 700 万吨以上的高位到港。根据巴西发运量测算，8 月预计将存在 900 万吨以上的到港水平，9 月起到港量开始下降。开工率方面，本次海关政策主要影响广东一带油厂开工情况，整体影响相对有限，全国开工情况并未如 4 月情况剧烈下滑。并且，油厂整体压榨利润持续位于高位，在一定程度上提振油厂压榨意愿，巴西大豆 9 月到港压榨利润转正，这将在一定程度上改善油厂远月压榨意愿。

进口大豆增幅在一定程度上高于需求的实际增量。截至 7 月 30 日，我国饲料产量月度同比增幅小于大豆实际进口量，豆粕上半年累计产量同比同样高于饲料，同时，根据豆粕添加比例测算，当前饲料产量中豆粕添加量低于豆粕整体产量，豆粕理论供应水平尚未出现明显短缺。

图表 2：饲料产量变动

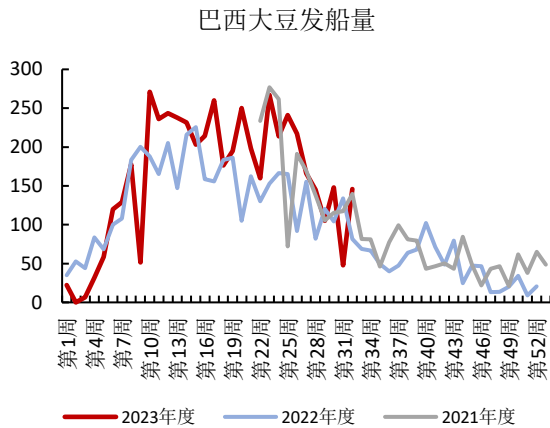


图表 3：豆粕产量变动

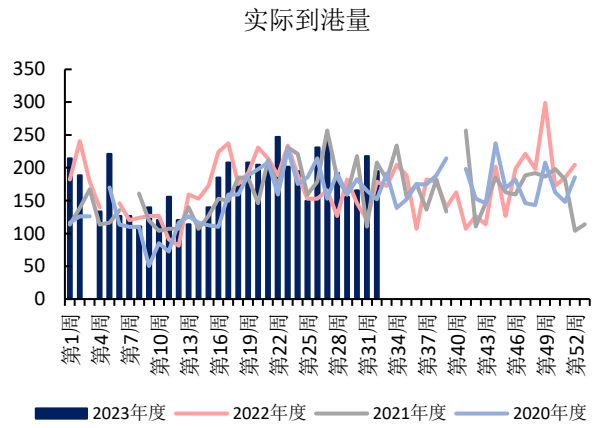


数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 4：巴西大豆发运量

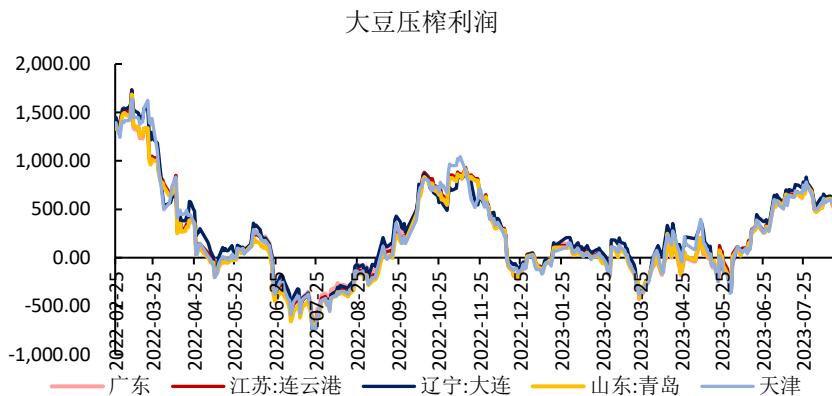


图表 5：进口大豆实际到港量



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 6：大豆压榨利润



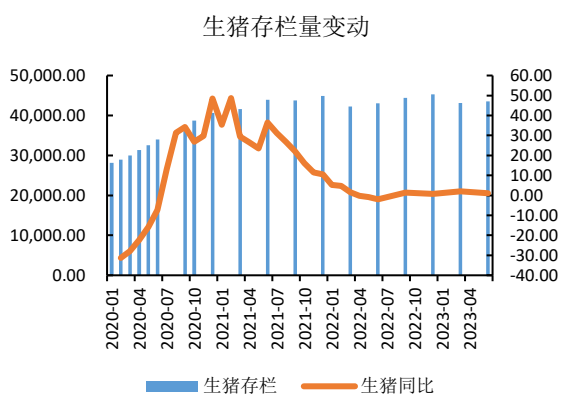
数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

2.2 需求端：养殖增长相对有限，豆粕整体需求较为稳定

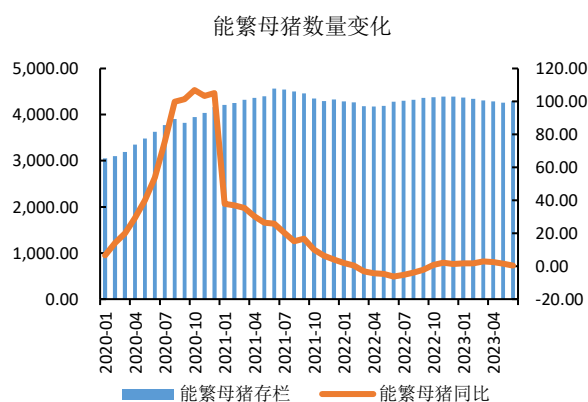
能繁母猪与生猪存栏量未出现明显下降，豆粕刚需整体较为稳定。6 月数据显示，能繁母猪、生猪存栏量同比小幅增长，能繁母猪数量为 4296 万头，生猪存栏量约为 4.35 亿头，同比分别增长 0.44%与 1.07%，同比增长较小，饲料下游需求有限。

近期生猪价格快速上涨，养殖利润回正，在一定程度上提振了下游养殖补栏意愿，但是生猪存栏仍然偏高，市场冻肉库存同样位居高位，猪肉相对过剩的情况并未出现明显改善。在这种情况下，养殖户四季度的二次育肥仍然处于观望状态，将根据猪肉实际消费情况决定是否进行，在一定程度上降低了豆粕四季度因二次育肥所形成的“供应短缺”炒作可能。

图表 7：生猪存栏量变动



图表 8：能繁母猪数量变动



数据来源：农业农村部，兴证期货研究咨询部

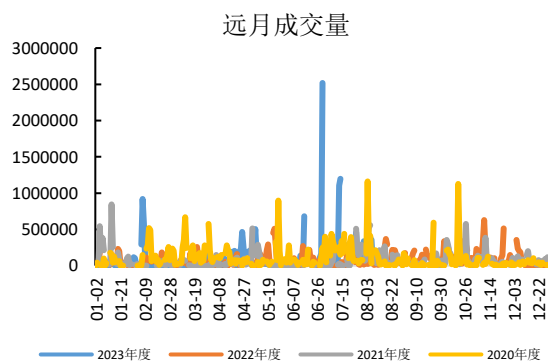
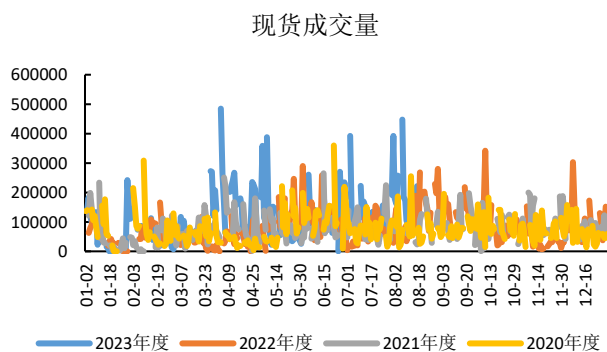
2.3 油厂销售政策与需求向好预期是当前豆粕强劲的主要动因

正常情况下，下游需求通过压榨利润传递至油厂，若压榨利润持续上升，油厂采购意愿强烈，产量则相应提升，直到市场豆粕供应量带动压榨利润转负，采购量下降，进口成本受此影响回落，市场供应量下降。但是今年的产量约束预期强于往年——美豆种植面积超预期下降，豆粕潜在供应情况下降。7 月豆粕确实延续该逻辑运行，价格主要跟随美豆价格，而 8 月走势受四季度供应减少预期与养殖业向好预期形成供需共振，带动豆粕价格持续走高。

在此过程中，油厂销售方式的改变在一定程度上助推了看涨情绪。目前，油厂主流销售方式为基差交易，大部分产量将通过基差成交方式销售，尽可能降低风险敞口，只留下少量现货进行日常交易。从成交情况可以看出，7月下游购买豆粕以基差合约为主，虽然存在现货需求，但是整体活跃程度不及8月，主要由于7月下游尚未出现修复苗头，主要通过远期合约锁定未来的豆粕采购量，现货则采用随材随用模式，保证日常生产经营刚需即可。但是7月下旬开始，受开学季、中秋国庆双节等因素影响，生猪市场价由14元/公斤上涨至17元/公斤，需求向好使得下游厂商现货采购量阶段性上升，广东、东北、华北、华东等地油厂均在一定时间内集中交易现货，油厂现货基差报价持续上升，价格走高。随着四季度到港量阶段性下降，豆粕预计将进入去库阶段，届时，在传统消费旺季与节前备货的共同作用下，豆粕价格预计在10月中旬前仍然保持强劲，期货价格预计将逐渐接近现货。但是我国美豆到港时间基本为11月初，届时国内进口数量预计有所上升，同时，期货市场将从豆粕供应的阶段性矛盾转向南美大豆种植面积与种植情况的预期差，豆粕价格或将有所下降。

图表 9：豆粕现货成交量

图表 10：豆粕远月成交量

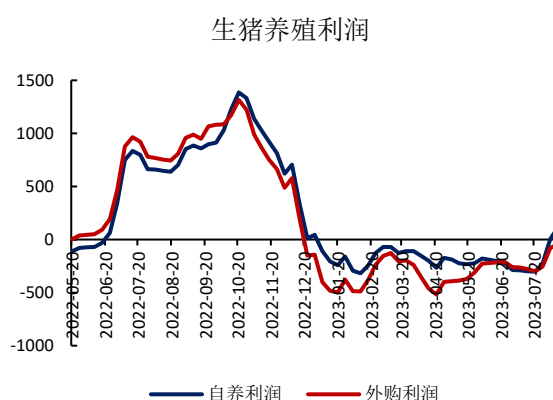


数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 11: 生猪出栏均价



图表 12: 生猪养殖利润



数据来源: 同花顺 iFind, Mysteel, 兴证期货研究咨询部

三、后市观点

三季度豆粕价格整体位于高位，油厂挺价与四季度肉类消费好转预期形成共振，豆粕价格居高不下，整体保持强势。基差方面，在油厂挺价的情况下，高位基差将带动盘面价格持续上行向现货收敛，但是南美大豆丰产预期影响，整体上行幅度相对有限。四季度豆粕价格预计将在 10 月中上旬前保持强势，后续随着美豆到港与巴西大豆种植开始逐渐回落。

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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。