

美豆进口压力逐渐体现，豆粕承压运行

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

豆粕库存近期偏低情况难以缓解，供应端约束为豆粕提供下方支撑，但是美豆价格下行与远期刚需下降仍对盘面形成下行压力。短期而言，大豆到港量下滑与开机率偏低情况限制豆粕产量，生猪高位存栏仍然提供较强的刚需支撑，同时节后下游预计出现补货行为，节后需求存在上升预期，在11月大豆大量到港前，豆粕库存预计延续去库走势，供应偏紧局面短期难以缓解，豆粕预计维持震荡走势。长期而言，随着美豆出口进行，阶段性供应压力利空盘面，虽然运河水位对盘面形成一定支撑，但是南美丰产预期下美豆价格存在下行可能，进口成本下降将带动国内豆粕价格下行，四季度生猪存在去库预期，刚需下降将进一步利空盘面，四季度豆粕价格整体呈现窄幅震荡，小幅偏空走势。

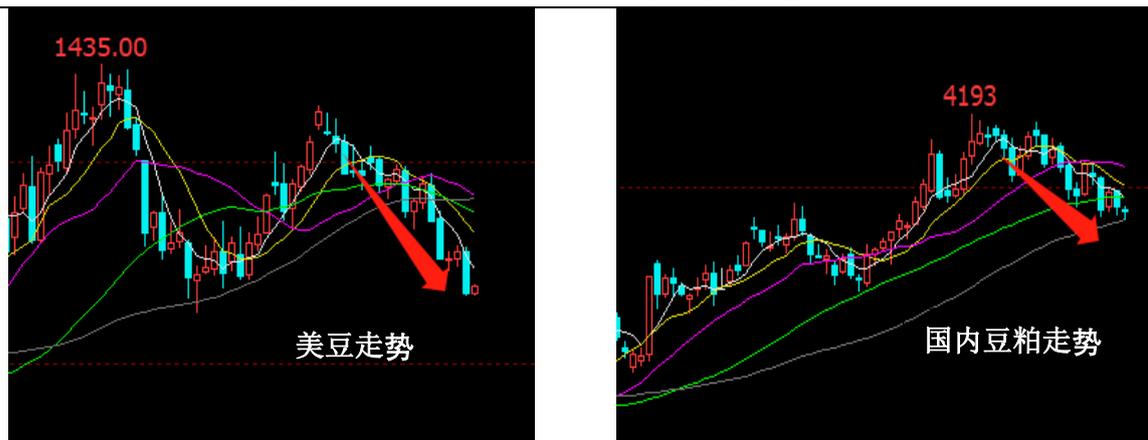
目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 一、行情回顾..... | 1 |
| 二、美豆出口情况..... | 1 |
| 2.1 南美大豆销售进度低于预期，旧作出口压力较大..... | 1 |
| 2.2 南美豆出口挤占市场，美豆新作预售、出口需求偏弱..... | 2 |
| 三、国内豆粕基本面..... | 4 |
| 3.1 豆粕供应偏紧格局短期内较难改变，盘面仍然存在一定支撑..... | 4 |
| 3.2 近期豆粕需求转淡，养殖刚需远期存在回落可能..... | 5 |
| 四、结论..... | 7 |

一、行情回顾

9月初以来，豆类合约内外盘联动增强，美豆价格回落带动国内豆粕下行。外盘方面，美豆进入收割期，天气炒作情绪逐渐下降，市场关注点逐渐从供应端转向需求端，市场关注出口情况对盘面影响。内盘方面，国内豆粕受外盘影响，价格同样回落，但是下方仍存支撑。当前市场关注点转向美豆出口，但是国际大豆出口同样面临南美大豆的出口挤占，未来将存在较大的供应压力。那么当前大豆的出口情况与前景如何，南美大豆对美豆出口的挤占将对美豆价格形成何种影响，国内豆粕的基本面与运行逻辑将发生何种改变，以上问题均是本文探讨的重点。

图表 1: CBOT 大豆与内盘豆粕价格均出现回落



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

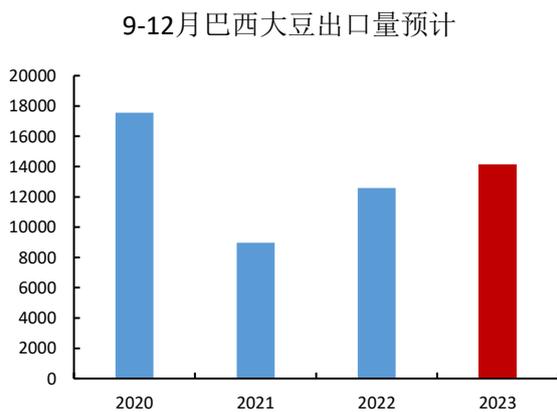
二、美豆出口情况

2.1 南美大豆销售进度低于预期，旧作出口压力较大

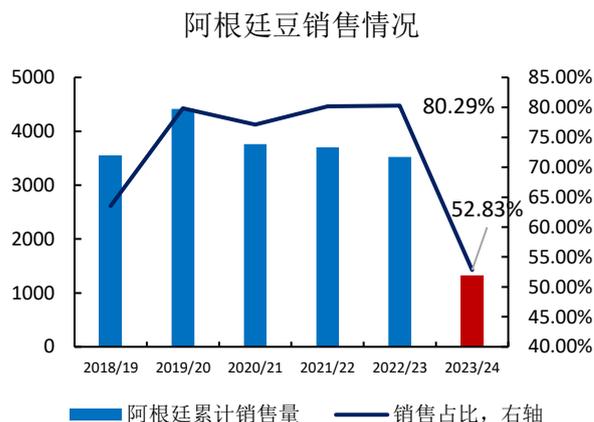
南美大豆四季度出口压力仍然不减。巴西大豆丰产导致其出口创历史新高，而销售进度偏慢将在四季度形成一定出口压力。根据 USDA 报告显示，巴西 2022/23 年度出口大豆将达到 9500 万吨，巴西国内机构则对出口量保持乐观，上调预计出口额至 9900 万吨，与大量出口形成对比的则是相对偏慢的销售进度。Safra & Mercado 机构表示，截至 9 月初，巴西旧作大豆销售已完成 79.8%，低于往年水平，而四季度出口

余量则高于往年水平。根据当前巴西大豆 1-8 月出口累计量计算，未来 4 个月巴西大豆仍然存在 1400~1800 万吨左右的出口余量，高于 2022 年与 2021 年的 1259 万吨与 896.1 万吨。阿根廷方面，大豆美元政策的重启同样将进一步强化当前的供应压力。根据往年销售情况统计，阿根廷大豆全年销售大概占产量的 80%左右，截至 9 月 15 日，阿根廷豆销售进度达 52.83%，仍需销售近 700 万吨，整体而言，2023 年南美大豆仍存较大的销售余量。

图表 2: 巴西大豆出口余量较高



图表 3: 阿根廷豆仍存在 700 万吨未销售



数据来源: Abiove, 阿根廷农业局, 兴证期货研究咨询部

2.2 南美豆出口挤占市场，美豆新作预售、出口需求偏弱

受南美旧作大豆影响，美豆预售低于往年水平，价格竞争力不足。美豆预售情况在一定程度上可以反映下一年度的市场需求情况与采购意愿。2022/23 年度预售进度为 20.41%，近三年平均进度为 21.06%，而 2023/24 年度美豆预售进度仅为 17.58%，预售进度偏慢。由于巴西大豆丰产，其 CNF 价相较于美豆更具优势，需求国更倾向于采购巴西大豆而非美豆，美豆出口预期整体较弱，为新作上市后的出口压力买下伏笔。实际出口方面，截至 9 月 8 日，美豆出口总量同比小幅下降；截至 9 月 15 日，前两周的出口检验量同比下降 13.88%，美豆实际出口情况同样偏弱。

美豆新作销售与南美旧作出口时间重叠，美豆运费存在上升可能，巴西豆凭借价格优势挤占市场。运费方面，受三季度高温干旱影响，密西西比河与巴拿马运河水位持续下降，运力紧张预期推动美豆运费上升。美湾港口与巴拿马运河是美豆主要的出

口渠道，密西西比河途径美豆主产区抵达美湾港口，目前，密西西比河下游河道水位处于低水位阈值，部分河道难以承载驳船重量，同时，巴拿马运河水位当前也处于历史低位，若未来运河运力下降，美豆将转由铁路运往美西港口，届时美豆运费存在上涨可能，进而推升出口 CNF 价。销售时段方面，每年 10 月至次年 2 月为美豆出口高峰，而南美豆销售通常将延续至 12 月底，在价格优势下，销售时间的重叠有利于南美旧作的持续出口，挤占美豆市场份额。截至 8 月底，我国累计进口美豆 1997.52 万吨，同比上升 9.68%，累计进口巴西豆 4799.66 万吨，同比上升 17.28%。当前我国油厂在 7 月就开始提前订购巴西四季度大豆，并且在南美出口压力与巴西较好的播种开局情况下，更倾向于采购巴西大豆，四季度我国对美豆需求下降可能将进一步增加美豆阶段性供应压力。目前部分油厂已完成 11 月的大豆采购，航运机构与市场人士表示，目前将有近 105 船大豆将于 11 月初运往中国，巴西大豆或将成为油厂采购首选。

整体而言，美豆受南美旧作出口挤占以及中国进口需求下降影响，未来出口压力偏大，对美豆价格形成拖累。在南美丰产当前无法证伪情况下，市场选择延续丰产预期，这也将形成巴西大豆 CNF 价回落预期，进而带动美豆 CNF 价下行。今年巴西大豆播种时间提前，对于巴西丰产预期的炒作与验证可能也会提早至 11 月开始，若丰产预期得到验证，那么美豆价格在经历南美旧作供应压力后将继续遭受丰产带来的供应趋松压力，当前美豆已跌破 1300 美分/蒲式耳支撑位，后市预计承压低位运行。

图表 4: 2023/24 年度美豆预售偏低

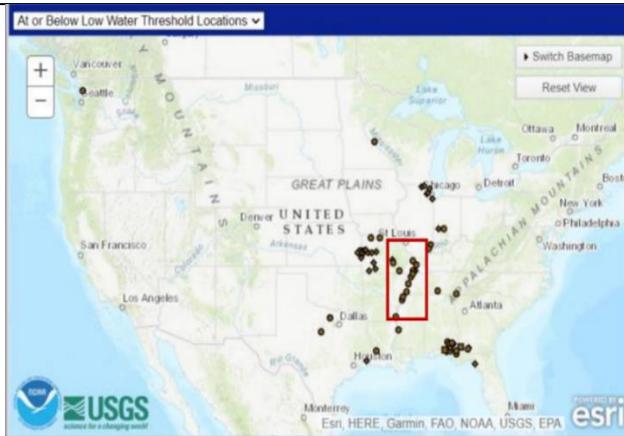


图表 5: 巴西大豆销售进度偏慢

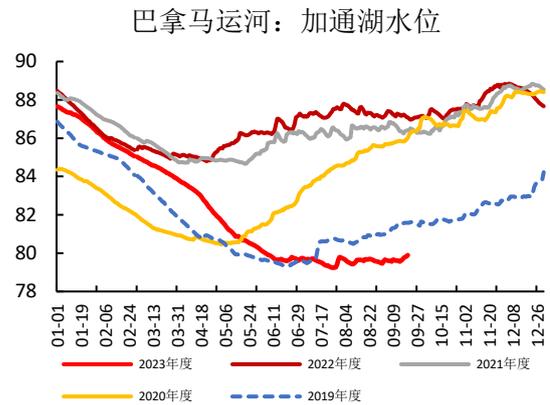


数据来源: USDA, CHS, 兴证期货研究咨询部

图表 6：密西西比河下游水位偏低



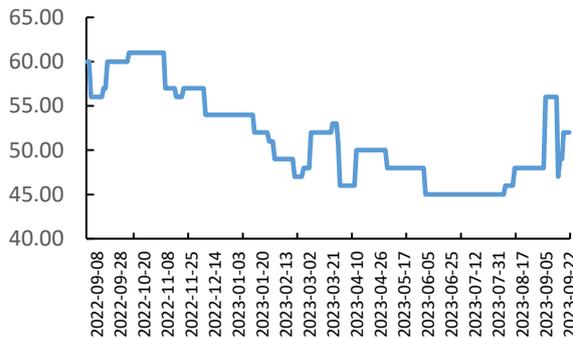
图表 7：巴拿马水位位于历史低位



数据来源：NOAA，巴拿马运河委员会，兴证期货研究咨询部

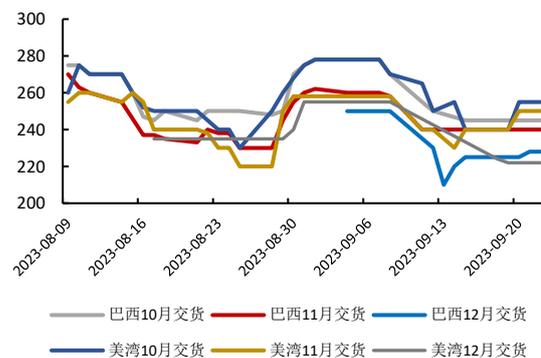
图表 8：美湾大豆海运费上行

海运费:美湾大豆



图表 9：巴西升贴水较有优势

巴西豆、美湾豆CNF价升贴水



数据来源：汇易网，Mysteel，兴证期货研究咨询部

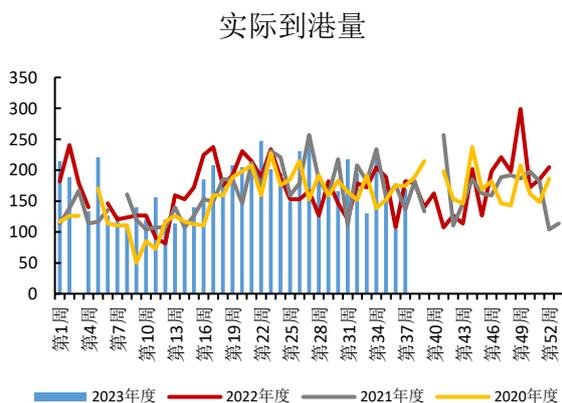
三、国内豆粕基本面

3.1 豆粕供应偏紧格局短期内较难改变，盘面仍然存在一定支撑

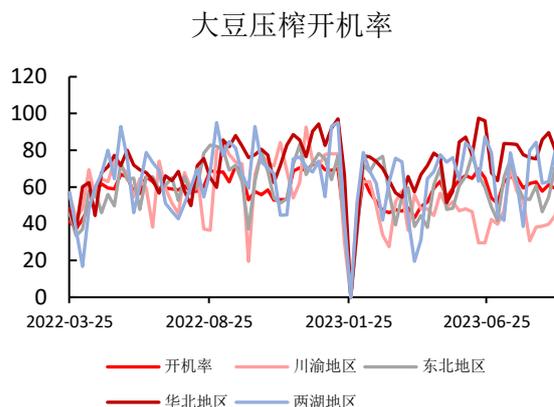
近月大豆到港量偏低，制约油厂开工情况，豆粕库存偏低对盘面形成支撑。钢联数据统计，9、10月我国大豆到港量有所下降，到港量分别为741万吨与660万吨，随着美豆新作逐渐出口，11月到港量回升至880万吨，与往年水平相近，9、10月原料端限制豆粕整体供应量。油厂开工预计保持低位，影响豆粕产量。受近期下游价格下降影响，压榨利润由800元/吨回落至200元/吨左右，压榨利润的下降将影响油厂实际开工意愿，同时，到港量偏低同样将限制油厂开工情况。当前全国油厂平均开工率约为6

成左右，低于往年开工情况，预计仍将保持在 55%~60%左右，未来两月豆粕总产量预计在 1120 万吨左右波动。

图表 10：大豆到港量下行

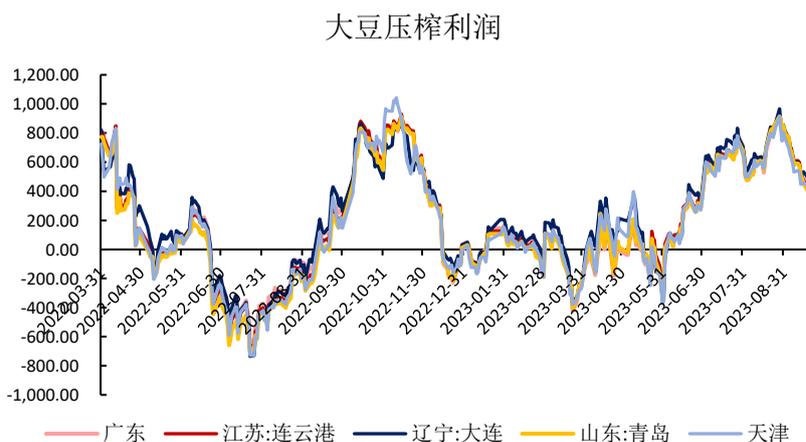


图表 11：油厂开机率回落



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 12：大豆压榨利润下降



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

3.2 近期豆粕需求转淡，养殖刚需远期存在回落可能

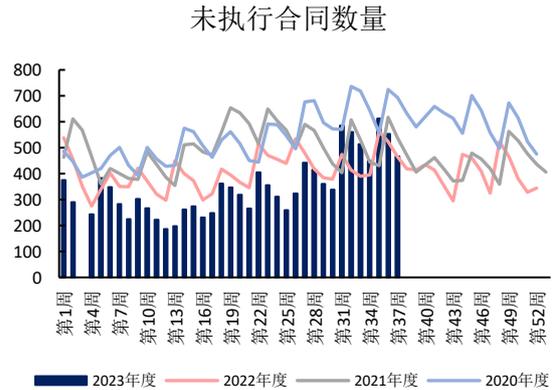
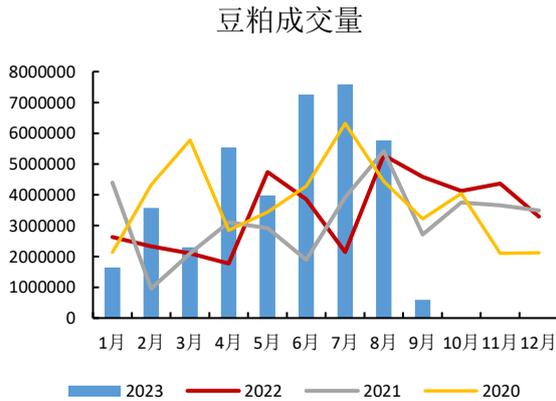
下游前期补货较足，双节备货对盘面提振程度有限，关注节后补货对盘面提振作用。从豆粕成交情况来看，受前期美豆减产预期影响，6~8 月下游进行大量提前采购，未成交合约数量激增，整体成交量位于近三年高位水平。前期大量采购使得豆粕节前备货提前完成，今年双节驱动对盘面提振整体有限。9 月豆粕整体成交量仅为 59.38 万吨，远低于往年 450~500 万吨水平，油厂表示，9 月豆粕预计产量基本在 8 月初就已经

被提前订购，并且由于生猪养殖利润重回亏损局面，下游对未来豆粕价格存在一定回落预期，整体采购较为谨慎。提货量方面，截至9月22日，豆粕提货量为255.9万吨，位于历史低位，同样反映了当前豆粕需求转淡这一趋势。但是由于今年中秋国庆假期较长，节后下游可能存在一定补货需求，关注节后补货对盘面的提振作用。

养殖利润重回亏损，豆粕刚需远期存在下降可能。养殖利润方面，当前生猪需求修复不及预期，猪肉价格回落至 16.16 元/千克附近，自繁自养利润下降至-15.85 元/头，外购仔猪利润下降至-206.33 元/头，屠宰利润下降至-6.99 元/头，养殖利润下降或将导致二次育肥入场趋于谨慎。同时，四季度为猪肉消费旺季，远期生猪存在去库可能。四季度猪肉修复预期整体高于上半年水平，虽然国庆节后需求可能出现阶段性回落，高位存栏仍将支撑豆粕需求，但是整体去库趋势不改，存栏量下降在一定程度上将影响未来豆粕刚需，需求端趋弱预计对豆粕形成一定利空。

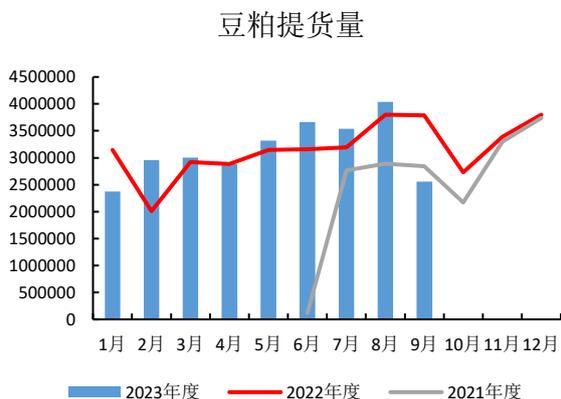
图表 13: 6-8 月豆粕成交量位于历史高位

图表 14: 豆粕合约数激增

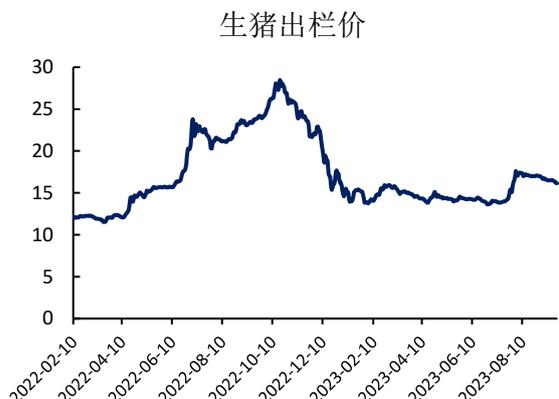


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 15: 豆粕提货量偏低



图表 16: 猪肉价格回落至 16 元/公斤附近

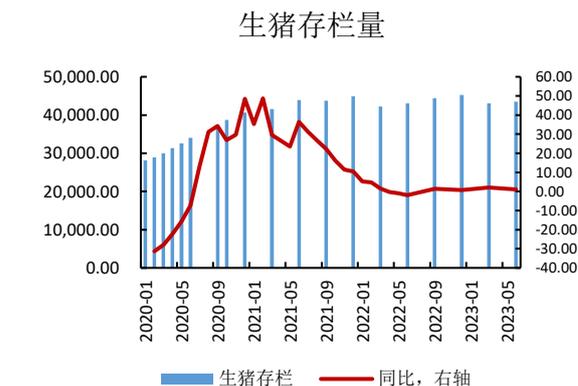


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 17: 生猪养殖利润亏损



图表 18: 生猪存栏仍具高位



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

四、结论

整体而言，豆粕库存近期仍然维持低位，供应端约束为豆粕提供下方支撑，但是美豆价格下行与远期刚需下降仍对盘面形成下行压力。短期而言，大豆到港量下滑与开机率偏低情况限制豆粕产量，生猪高位存栏仍然提供较强的刚需支撑，同时节后下游预计出现补货行为，节后需求存在上升预期，在 11 月大豆大量到港前，豆粕库存预计延续去库走势，供应偏紧局面短期难以缓解，豆粕预计维持震荡走势。长期而言，随着美豆出口进行，阶段性供应压力利空盘面，虽然运河水位对盘面形成一定支撑，但是南美丰产预期下美豆价格存在下行可能，进口成本下降将带动国内豆粕价格下行，

四季度生猪存在去库预期，刚需下降将进一步利空盘面，四季度豆粕价格整体呈现窄幅震荡，小幅偏空走势。

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。