

豆粕供给将逐渐缓解，价格或有下跌风险

摘要：

1. 行情回顾：2022 年三季度中，内盘豆粕价格经历了先震荡后上涨的过程。季度初期上游大豆需求进入淡季，叠加美联储加息 75 个基点且宣布加息不会停止，全球大宗商品出现普遍性下跌。随后在季度中旬，国际原油及美豆反弹，叠加美联储加息情况符合市场心理预期，豆粕价格有所上涨。季度末连粕走势也基本上都处于稳步上涨的状态。

2. 供给端：在三季度的 USDA 供需报告中，美国大豆最终期末库存整体先升后降。南美方面，巴西大豆月产量和阿根廷大豆月产量数据整体利空，且和市场预期基本一致。据钢联数据统计，中国大豆库存在 7 月达到年内峰值后，8 月份国内油厂大豆库存连续多周下降，季末库存量处于低位。与此同时，由于养殖端需求旺盛，国内三季度豆粕连续去库，库存骤降，价格飙升。

3. 需求端：三季度由于养殖端对豆粕需求旺盛，豆粕成交量保持在高位。库存天数方面，三季度全国饲料企业豆粕物理库存天数经历了“下降-分化-上升”的过程。生猪方面，三季度生猪出栏均价整体处于震荡上涨的趋势。养殖端挺价心态仍强，市场供需博弈价格窄幅调整，猪价预期乐观但涨幅或有限。

4. 基差分析：三季度豆粕基差处于不断走强的趋势。随着豆粕现货价格的上涨，近月合约也强于远月合约，豆粕期货 M2211、M2301、M2305 三个合约呈现贴水行情。

5. 行情展望：四季度美豆迎来收割期，收割的压力对大豆的价格有一定支撑作用，同时阿根廷大豆的出口竞争压力解除，美国大豆出口情况或迎来好转。豆粕方面，现货需求会随着养殖企业备货结束、豆粕价格居高不下而逐渐下降。国内豆粕期货价格也难有较大幅度的上涨。另外，Mysteel 农产品数据显示 10 月大豆到港高于去年同期，且 11 月大豆到港量将大幅回升，中下游企业较为理性，追高意愿减弱。综合来看四季度豆粕期货价格或将以震荡偏空为主。

华创期货 | 豆粕季报

投资咨询业务资格：

渝证监许可（2017）1 号

报告完成时间：

2022 年 10 月 12 日

刘利

期货从业资格证：F3009435

投资咨询资格证：Z0014155

刘兴洋（协助）

期货从业资格证：F03086672

TEL: 023-89067890



扫描关注华创期货研究

客服热线：4000236678

一、行情回顾

2022 年三季度中，内盘豆粕价格经历了先震荡后上涨的过程。截至 9 月 30 日，连盘豆粕 M2301 合约较 6 月 30 日上涨了 408 元/吨。在季度初期的时候（7 月中上旬），上游大豆需求进入淡季，市场情绪低迷，叠加美联储加息 75 个基点且宣布加息不会停止，外部环境持续偏弱，全球大宗商品出现普遍性下跌。随后在 7 月中旬及 8 月，国际原油及美豆反弹，叠加美联储加息情况符合市场心理预期，豆粕价格有所上涨。另外，进入 8 月以来国内油厂豆粕开始去库存，豆粕库存连续多周下降，国内连粕在进口大豆修复压榨利润的背景下，走势相对较强。9 月连粕走势也基本上都处于稳步上涨的状态，特别是中旬期间 USDA 报告公布后，连粕单日大涨超 5%。当月国内基本面显著好于 CBOT 大豆，一方面人民币汇率不断贬值，推升进口大豆成本。另一方面国内现货价格极其强势，豆粕期价深度贴水现货，打击了套保空头力量。并且国内现货在 9-10 月份到船减少，在中秋节、国庆节提前备货的双重压力下，库存一降再降。多重利好之下，国内豆粕现货价格、基差突破历史高位，期价也随之走高。

图 1：豆粕期现货价格



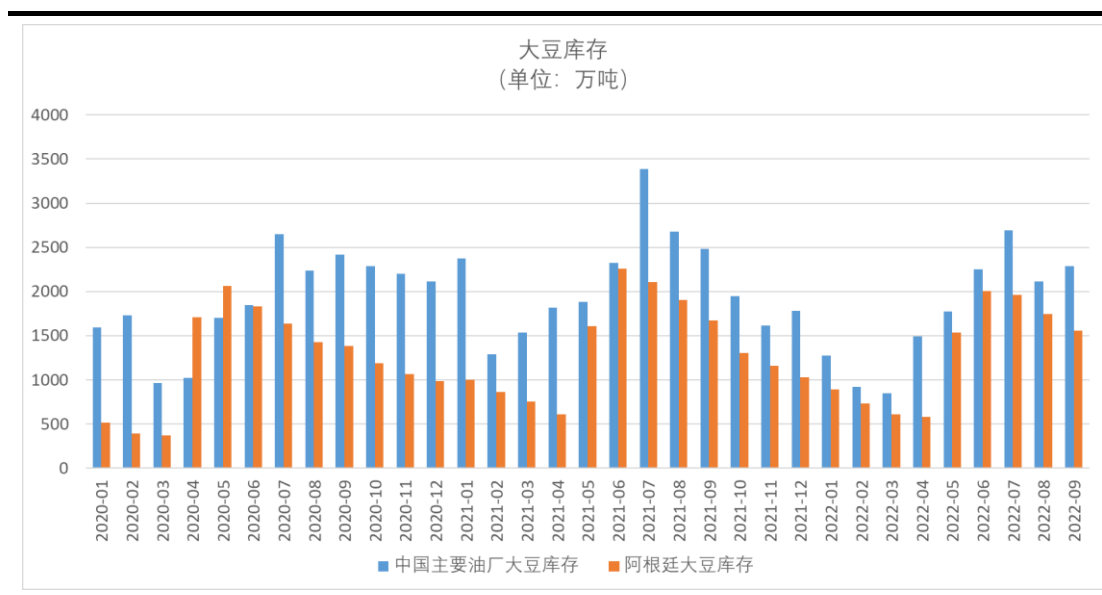
数据来源：钢联数据、大连商品交易所、芝加哥商业交易所

二、供给端

在 7 月、8 月、9 月份的 USDA 供需报告中，2022/23 年度数据显示，美国大豆在调整出口数据之后，最终期末库存分别为 627 万吨、666 万吨和 544 万吨，整体先升后降。南美方面，巴西大豆月产量和阿根廷大豆月产量变化不大，分别为 1.49 亿吨和 0.51 亿吨，产量数据整体利空，且和市场预期基本一致。从全球大豆的角度来看，第三季度的 USDA 报告数据显示大豆期末库存分别为 8873 万吨、10141 万吨和 9892 万吨，库消比分别为 18.22%、18.53%和 18.13%。

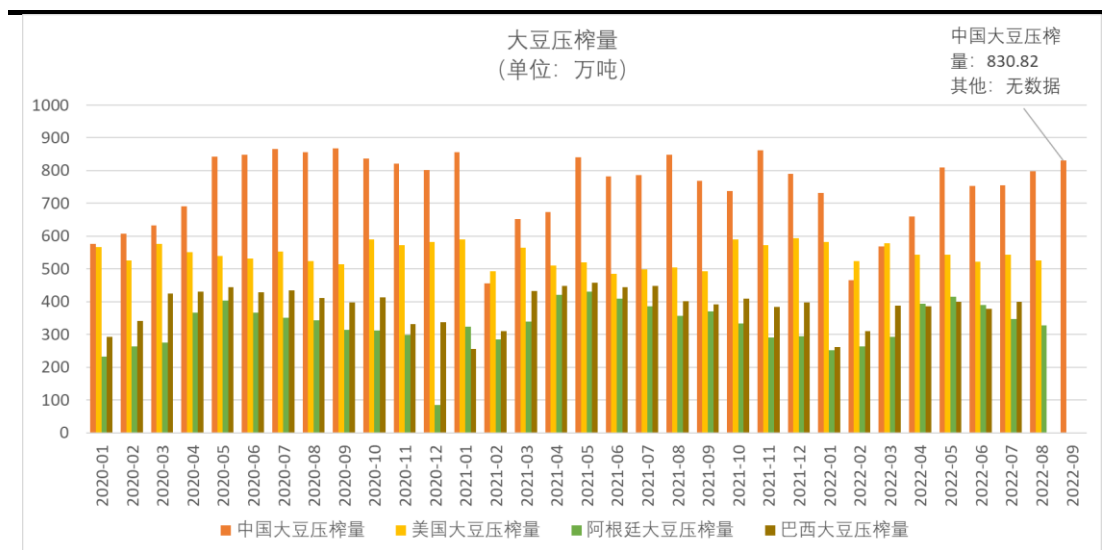
据钢联数据统计，中国大豆库存在 7 月达到年内峰值后，8 月份国内油厂大豆进入去库存阶段，库存连续多周下降，9 月大豆库存稍有回升，但是季末库存量同比仍然偏低。与此同时，由于养殖端需求旺盛，国内三季度豆粕连续去库，从 7 月份的 510.55 万吨骤降至 241.15 万吨，导致豆粕的现货价格一路飙升。三季度末的豆粕现货均价环比上涨了近 1100 元/吨。

图 2：大豆月度库存



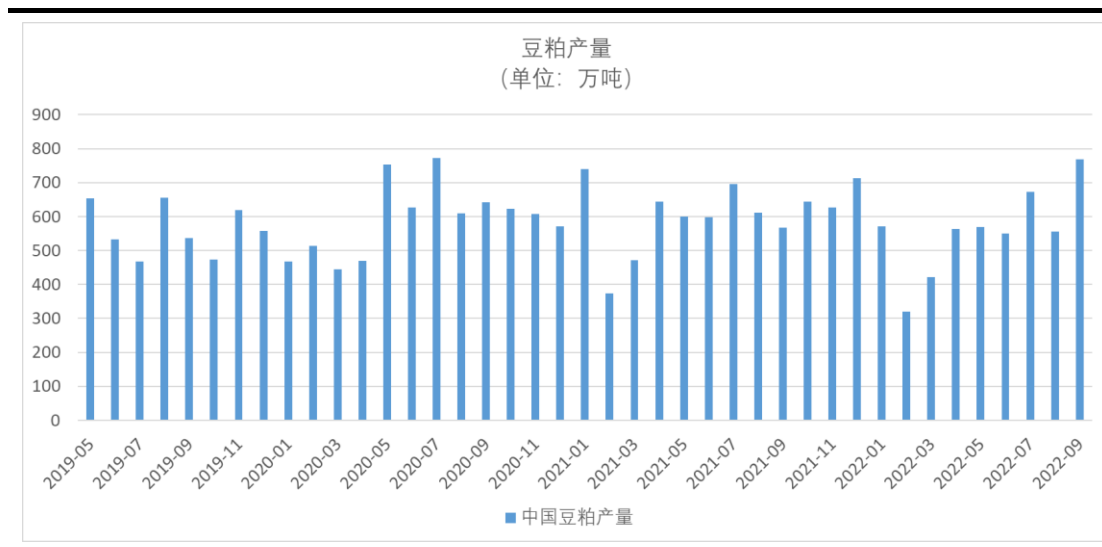
数据来源：钢联数据

图 3：大豆压榨量



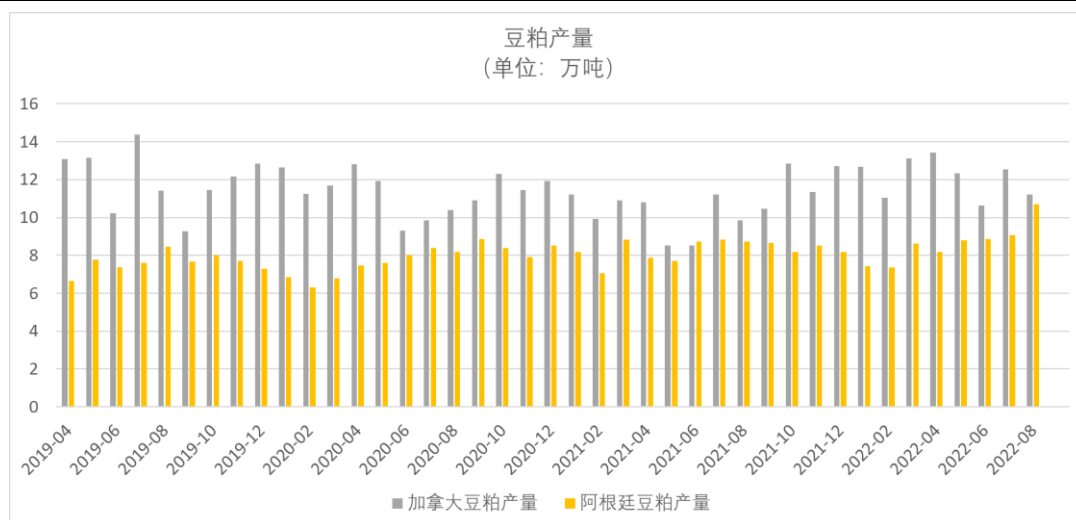
数据来源：钢联数据

图 4：豆粕产量



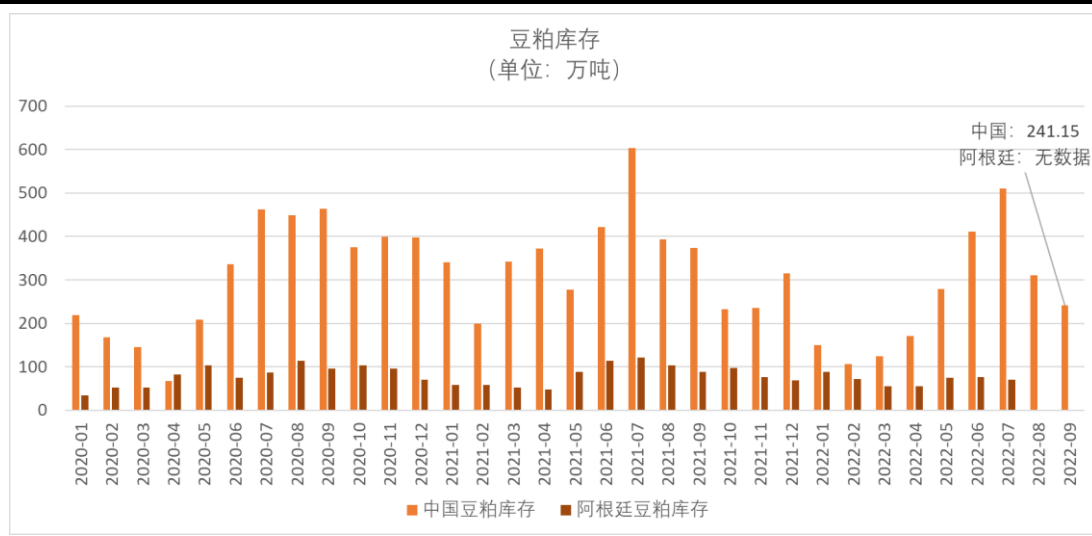
数据来源：钢联数据

图 5：豆粕产量



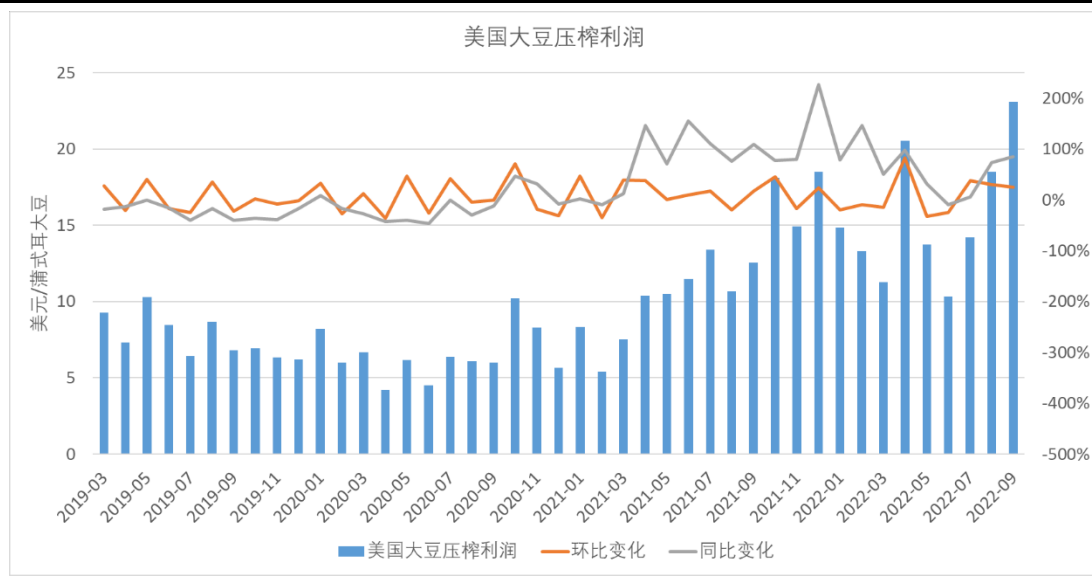
数据来源：钢联数据

图 6：豆粕库存



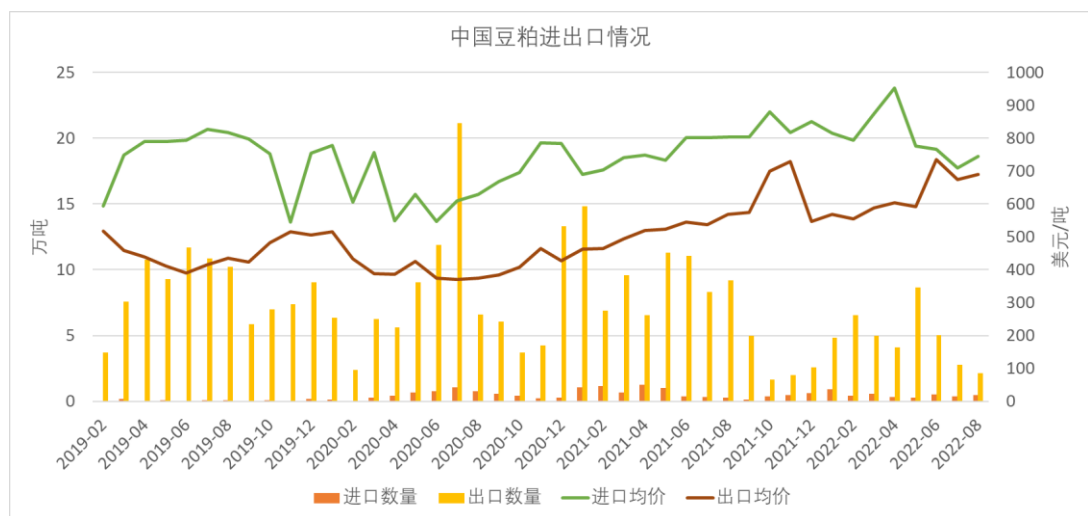
数据来源：钢联数据

图 7：美国大豆压榨利润



数据来源：钢联数据

图 8：中国豆粕进出口情况



数据来源：钢联数据

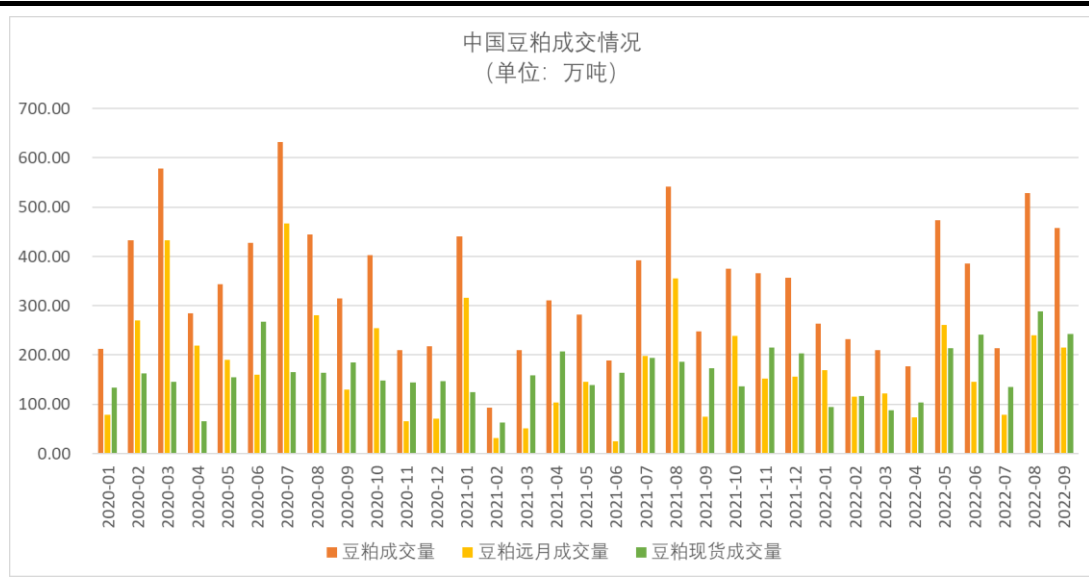
三、需求端

三季度豆粕成交量保持在高位，总成交量约 1200 万，环比增加 13.29%，同比增加 1.69%。其中豆粕现货成交量约 667 万吨，环比增加 19.75%，同比增加 20.40%；豆粕远月成交量约 534 万吨，环比增加 10.30%，同比减少 14.93%。

库存天数方面，三季度全国饲料企业豆粕物理库存天数经历了“下降-分化-上升”的过程。7 月由于全国大部分地区的饲料企业库存偏低，在豆粕价格短暂下跌后，饲料企业较为积极补充库存，豆粕物理库存天数呈下降态势，其中鲁豫、华北、福建区域跌幅居前。8 月全国各地区饲料企业库存天数走势分化，其中东北、广西地区的饲料企业豆粕物理库存天数涨幅居前，主要由于该地区豆粕供应趋紧，需求旺盛。而广东、鲁豫地区的饲料企业本周饲料企业库存天数下降，主要由于豆粕价格上涨后，采购成本快速上升，饲料企业对于豆粕的补库积极性下降。9 月由于全国绝大部分地区豆粕供应趋紧，基差上涨较快，且下游饲料企业采购积极性较强以应对国庆假期，库存天数都有所上升。其中福建、鲁豫、江苏地区的饲料企业豆粕物理库存天数涨幅居前。

生猪方面，三季度生猪出栏均价整体处于震荡上涨的趋势，7 月均价为 22.05 元/公斤，8 月为 21.72 元/公斤，9 月为 23.66 元/公斤。受去年生猪产能去化影响，当前出栏量有所不足、供应并不充裕；且养殖利润可观，二育及压栏操作较普遍，短期供应端无出栏压力，市场猪源稍显紧缺。近年来新冠疫情影响，经济环境相对疲软，市场需求恢复缓慢；但 9 月份以来，天气逐渐转凉，且中秋、国庆及开学等因素支撑对消费适度利好。近期养殖端挺价心态仍强，市场供需博弈价格窄幅调整，猪价预期乐观但涨幅或有限。

图 9：中国豆粕成交情况

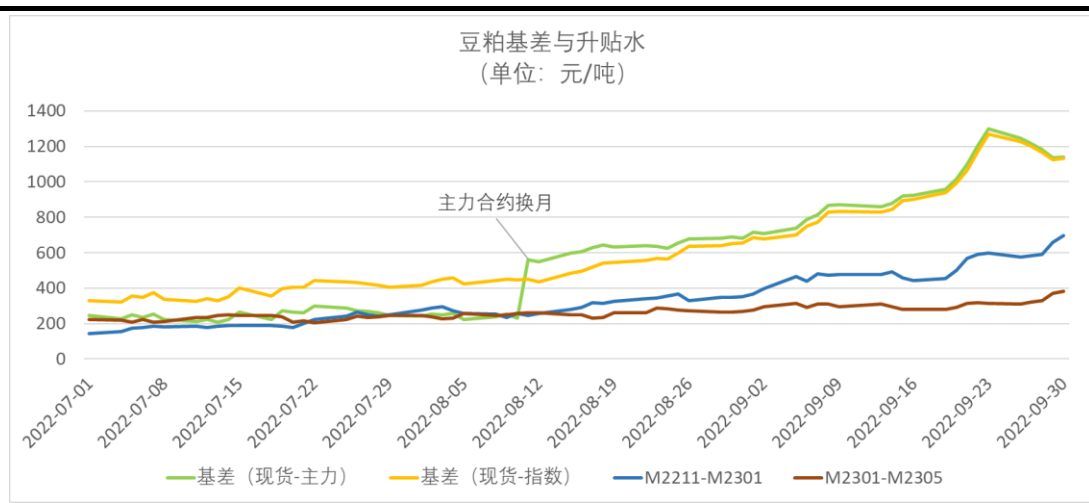


数据来源：钢联数据

四、基差分析

纵观整个三季度，豆粕基差处于不断走强的趋势。基差（现货价格减去主力合约价格）从 250 元/吨附近上涨到 1150 元/吨附近，排除 8 月中旬的主力合约换月因素，涨幅约为 570 元/吨。基差（现货价格减去指数点位）涨幅约为 800 元/吨。随着豆粕现货价格的上涨，近月合约也强于远月合约，豆粕期货 M2211、M2301、M2305 三个合约呈现贴水行情。季末，M2211 与 M2301 价差为 695 元/吨；M2301 与 M2305 价差为 383 元/吨。

图 10：豆粕基差、升贴水情况



数据来源：钢联数据、大连商品交易所

五、行情展望

大豆种植方面，四季度初美豆迎来收割期，收割的压力对大豆的价格有一定支撑作用，同时阿根廷大豆的出口竞争压力解除，美国大豆出口情况或迎来好转。因此 CBOT 大豆价格或将迎来逐步企稳，投资者可关注前低 1300 美分/蒲附近的支撑力度。另外巴西和阿根廷将在四季度开始新一轮大豆种植，由于今年大豆供给偏紧，市场极有可能会炒作天气。

豆粕方面，尽管国内豆粕的需求短时间内不会出现大幅减少，但是现货价格已经处于非常高的位置（三季度末国内豆粕现货汇总均价为 5300 元/吨附近），上涨幅度有限，其需求也会随着养殖企业备货结束、豆粕价格居高不下而逐渐下降。从 M2301 价格走势和现货价格走势的背离也能看出，国内豆粕期货价格上涨幅度有限。另外，Mysteel 农产品数据显示 10 月大豆到港预估 575 万吨，高于去年同期的 511 万吨，且 11 月大豆到港量将大幅回升，中下游企业较为理性，追高意愿减弱。

综合来看，四季度豆粕期货价格或将以震荡偏空为主。

投资建议：预计四季度前期豆粕主力合约 M2301 维持高位震荡的趋势，中期有较大的下跌风险，后期以震荡偏弱为主。建议短线投资者可先观望再决策，长线投资者可以逢高布局空单，注意设置止损。

风险提示：需注意美大豆收割压力、巴西和阿根廷新豆播种情况（天气情况）、养殖业备货结束等因素对豆粕价格的影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料和合法渠道，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但华创期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求分析内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理。市场行情瞬息万变，报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供客户参考之用，不作为客户的直接投资依据，据此操作，风险自担。另外，在任何情况下，华创期货向客户提供本报告时，与投资者无利益冲突，也不与投资者分享投资收益。