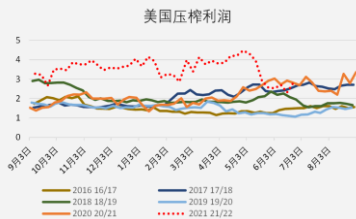


板块 豆粕

美国压榨利润:



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师: 涂迪

电话: 021-58777763

邮箱: tudi@qhfc.com

从业资格号: F3066269

投资咨询号: Z0014790

豆粕矛盾趋缓

报告摘要

- 美豆旧作紧张的预期下, 产业链利润向大豆端转移。大豆整体供需方面, 美豆新作正常产量预期下仍未大幅改善库销比, 需求端目前美豆新作出口销售及国内压榨都相对较好, 美国压榨产能仍在释放, 生物柴油的支持也没有趋缓迹象。南美新作种植前, 美豆新作产量对大豆议价能力较为重要, 从而影响美国大豆产业利润的分配, 而整体价格中枢或受国际能源价格影响较大。
- 上半年高企的大豆进口成本叠加终端生猪产业, 国内产业矛盾较大。国内生猪价格回升使得压榨-饲料端的矛盾有一定缓解, 但三季度采购仍未完成, 南美新作上市前豆粕仍有季节性偏紧的可能。

重点关注:

- 美豆新作产量
- 能源价格
- 美国压榨利润
- 人民币汇率

1 2022 上半年行情回顾

1、2022 上半年年美豆高位窄幅震荡

2022 年上半年 CBOT 大豆表现整体较强。1 月南美新作生长期天气偏干等问题已经抬头，市场对巴西新作产量的预期从 1.4 亿吨以上下调至 1.3 亿吨左右，但下游终端养殖行业经营状况普遍不佳，国内油厂压榨利润维持为负，进口窗口长期关闭，国内市场等待巴西大豆新作，刚需集中后移。

春节期间市场大幅下调巴西产量，CBOT 大豆涨至 1550 美分/蒲式耳以上，巴西大豆 FOB 报价也升超 100 美分/蒲式耳，进口成本大幅提升，连豆粕节后开盘涨停。直至 2 月底 CBOT 大豆涨至 1700 美分/蒲式耳以上，中国二季度刚需采购高位完成，但 7 月以后进口窗口依旧关闭。

随后 CBOT 大豆在 1500-1780 美分/蒲式耳区间波动，5 月后大豆到港增加，油厂豆粕库存快速积累，在国内压榨-养殖产业链整体效益不佳的情况下，下游累库意愿较低，供需端博弈加剧。美豆需求端出口压榨两旺，旧作库存紧张形式逐步受确认，市场关注点转向美豆新作种植。

2 豆系基本面情况

2.1 全球大豆供需

2.1.1 大豆旧作维持紧张

美国农业部 6 月供需报告延续旧作紧张气氛。库销比小幅上升至 26.59%，其中供给端产量上调 262 万吨，主要来自巴西的 100 万吨及阿根廷的 140 万吨，相应压榨量也上调 169 万吨，主要来自巴西上调 100 万吨。同时受出口销售较好影响美豆旧作出口上调 82 万吨至 5906 万吨。

新作方面，由于起初库存下调至 558 万吨，期末库存相应下调至 761 万吨，紧张氛围延续。但全球期末库存受南美带动稍有上调至 100.46 万吨。

图 1 美国大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化	
美国							
期初库存	14.28	6.99	6.99	0.00%	6.39	5.58	-12.68%
大豆产量	114.75	120.71	120.71	0.00%	126.28	126.28	0.00%
进口	0.54	0.41	0.41	0.00%	0.41	0.41	0.00%
总供给	129.57	128.11	128.11	0.00%	133.08	132.27	-0.61%
大豆压榨量	58.26	60.28	60.28	0.00%	61.37	61.37	0.00%
国内消费总计	61.05	63.47	63.47	0.00%	64.78	64.78	0.00%
大豆出口量	61.52	58.24	59.06	1.41%	59.87	59.87	0.00%
总需求	122.57	121.71	122.53	0.67%	124.65	124.65	0.00%
期末库存	6.99	6.39	5.58	-12.68%	8.43	7.61	-9.73%
库存消费比	5.71%	5.25%	4.55%	-13.26%	6.76%	6.11%	-9.73%

数据来源：USDA，前海期货

图 2 巴西大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化	
巴西							
期初库存	20.42	29.40	29.40	0.00%	21.36	21.86	0.00%
大豆产量	139.50	125.00	126.00	0.00%	149.00	149.00	0.00%
进口	1.02	0.45	0.45	0.00%	0.75	0.75	0.00%
总供给	160.93	154.85	155.85	0.00%	171.11	171.61	0.00%
大豆压榨量	46.48	47.50	48.50	0.00%	48.75	49.00	0.00%
国内消费总计	49.88	50.75	51.75	0.00%	52.10	52.35	0.00%
大豆出口量	81.65	82.75	82.25	0.00%	88.50	88.50	0.00%
总需求	131.53	133.50	134.00	0.00%	140.60	140.85	0.00%
期末库存	29.40	21.36	21.86	0.88%	30.51	30.76	0.00%
库存消费比	22.36%	16.00%	16.31%	0.88%	21.70%	21.84%	0.00%

数据来源：USDA，前海期货

图 3 阿根廷大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化	
阿根廷							
期初库存	26.65	25.06	25.06	0.00%	19.30	20.65	0.00%
大豆产量	46.20	42.00	43.40	0.00%	51.00	51.00	0.00%
进口	4.82	2.20	2.40	0.00%	4.80	4.80	0.00%
总供给	77.67	69.26	70.86	0.00%	75.10	76.45	0.00%
大豆压榨量	40.16	40.00	40.25	0.00%	41.00	41.00	0.00%
国内消费总计	47.41	47.21	47.46	0.00%	48.30	48.25	0.00%
大豆出口量	5.20	2.75	2.75	0.00%	4.70	4.70	0.00%
总需求	52.61	49.96	50.21	0.00%	53.00	52.95	0.00%
期末库存	25.06	19.30	20.65	0.00%	22.10	23.50	0.00%
库存消费比	47.64%	38.63%	41.13%	0.00%	41.70%	44.38%	0.00%

数据来源：USDA，前海期货

图 4 全球大豆年度平衡表

	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化	
全球							
期初库存	94.65	99.91	99.89	-0.30%	85.24	86.15	0.04%
大豆产量	368.13	349.37	351.99	-0.58%	394.69	395.37	0.00%
进口	165.47	154.46	154.81	-0.59%	167.12	167.12	-0.24%
大豆压榨量	315.09	313.68	315.37	0.00%	326.76	327.18	-0.09%
国内消费总计	363.85	362.93	364.65	-0.26%	377.44	377.86	0.00%
大豆出口量	164.51	155.57	155.90	0.15%	170.01	170.31	-0.03%
期末库存	99.89	85.24	86.15	-1.72%	99.60	100.46	-0.30%
库存消费比	27.45%	23.49%	23.63%	-1.45%	26.39%	26.59%	-0.30%

数据来源：USDA，前海期货

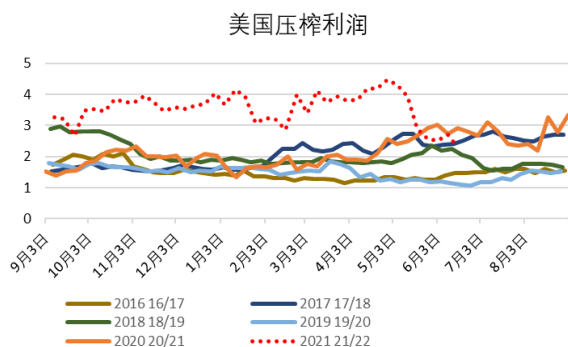
2.1.2 美豆旧作紧张，压榨利润下滑，新作生长受市场关注

美豆方面，市场的衰退预期压制原油及植物油价格，但美豆现货价格受旧作紧张支撑，美国压榨利润明显下滑。美国农业部发布的压榨周报显示，第25周美国大豆压榨利润比一周前减少14.44%，比去年同期减少20.89%。截至2022年6月17日的一周，美国大豆压榨利润为每蒲2.31美元，一周前是2.70元/蒲，去年同期为2.92美元/蒲。

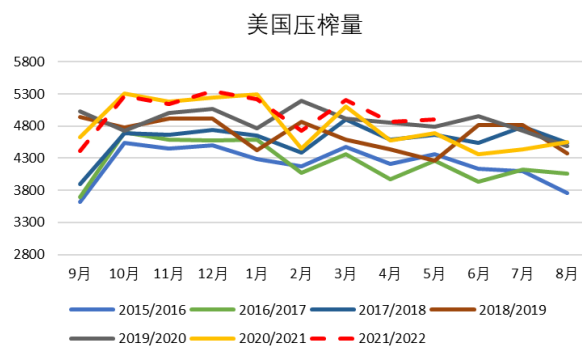
压榨量方面，整体处于偏高位，NOPA数据显示022年5月份该协会会员企业加工大豆1.711亿蒲，高于4月份的1.69788亿蒲，比2021年5月份的1.63521亿蒲提高4.6%。报告出台前，分析师们平均预期5月份达到压榨量为1.71552亿蒲。分析师的预测区间从1.65400亿蒲到1.7500亿蒲，中值为1.720亿蒲。2022年1-5月美国国内压榨量在4500万吨左右。

同时据LaSalle Group信息，美国将在密苏里州的卡鲁瑟斯维尔拟建一个

新的压榨厂，日压榨产能约为 17.5 万蒲/天，预计将于 2026 年投入运营。这是美国在建/拟建的第 12 座新压榨厂，如果这些压榨厂全部建成，将为行业增加 21%的压榨量。如果考虑到其他现有工厂将在同一时期提升压榨产能，最终可能会使压榨产能提升近 30%。

图 5 美豆压榨利润


数据来源：USDA，前海期货

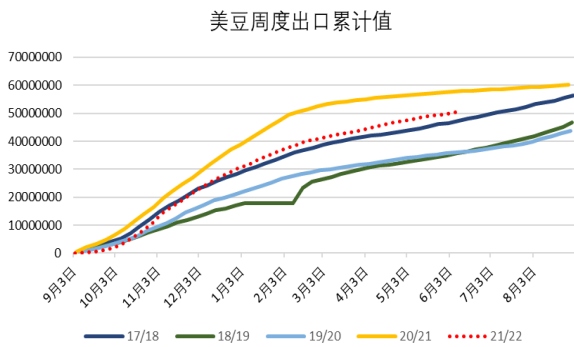
图 6 美国国内压榨量


数据来源：USDA，前海期货

美豆出口方面，南美新作减产得到市场认可后，美豆价格出现相对优势，出口节奏也开始快。目前整体销售进度略高于 5 年均值，美国大豆出口检验总量累计达到 50,903,522 吨，同比减少 11.0%，一周前同比降低 11.5%，两周前同比降低 12.4%。2021/22 年度的第 44 周，美国大豆出口检验量达到美国农业部修正后预测目标的 86.2%，上周是达到 85.5%。美国农业部在 2022 年 6 月份供需报告里预测 2021/22 年度美国大豆出口量为 21.70 亿蒲（5906 万吨），较 5 月份调高 0.30 亿蒲，但是较 2020/21 年度修正后的出口量 22.61 亿蒲（上月预估 21.65 亿蒲）减少 4.02%。

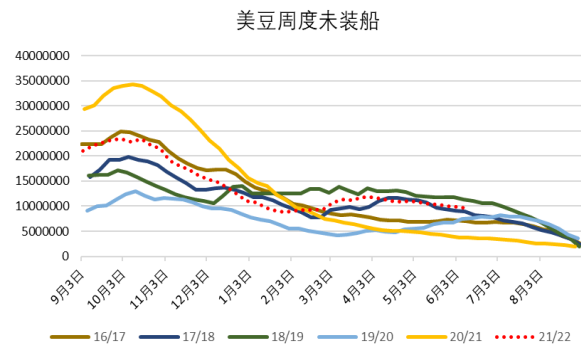
美豆新作销售进度较快，截止至 6 月 9 日，美豆对全球销售未装船量为 1310 万吨，去年同期为 756 万吨，同比高出 554 万吨。2016-2021 年 6 月底销售均值为 630 万吨，当前销售进度高出 5 年均值 680 万吨，可见，美豆下一年度销售速度之快。其中对华销售未装船量 769 万吨，去年同期 305 万吨，同比高出 464 万吨，2016-2021 年 6 月底销售均值为 233 万吨，高出 5 年均值 536 万吨。

图7 美豆周度出口累计



数据来源: USDA, 前海期货

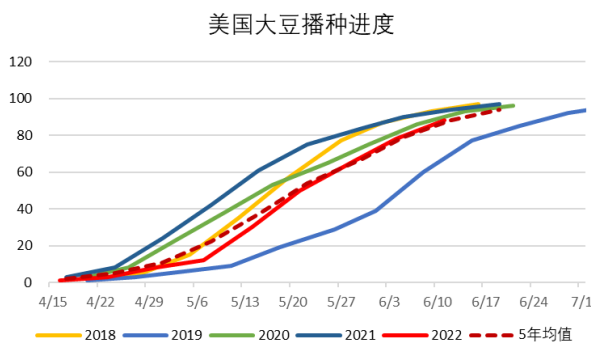
图8 美豆周度未装船



数据来源: USDA, 前海期货

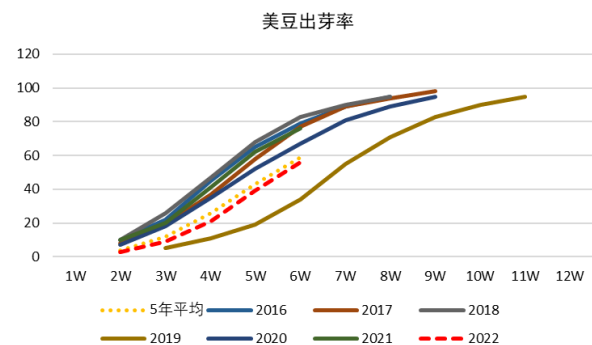
目前美国大豆新作播种进度和优良率均低于预期, 美国农业部作物进展报告显示在占到全国大豆播种面积 96% 的 18 个州, 截至 6 月 19 日 (周日), 美国大豆播种进度为 94%, 上周 88%, 去年同期 97%, 五年同期均值为 93%。报告出台前分析师预计大豆播种完成 95%。截至周日, 出苗率为 83%, 上周 70%, 去年同期 90%, 五年均值 84%。大豆优良率为 68%, 上周 70%, 去年同期 60%。

图9 美豆播种进度



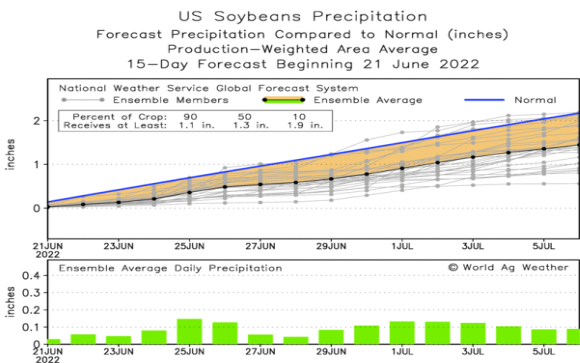
数据来源: USDA, 前海期货

图10 美豆出芽率



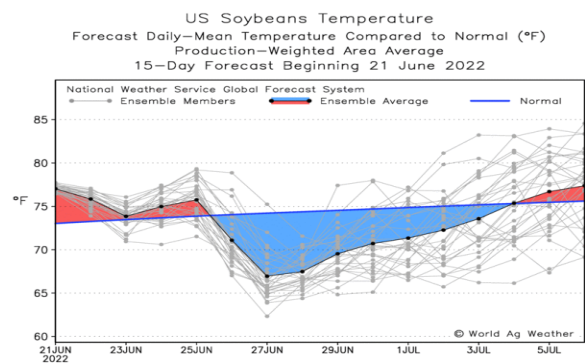
数据来源: USDA, 前海期货

图9 美豆产区天气



数据来源: World Ag Weather, 前海期货

图10 美豆产区气温



数据来源: World Ag Weathe, 前海期货

产区方面, 天气仍存拉尼娜担忧。中西部地区目前温度及湿度相对适宜。

但北部平原及南方大部分地区气温预报偏高。6月21-7月5日，艾奥瓦州、伊利诺斯州及印第安纳州降雨预报仍明显低于往年平均水平。

土壤墒情也稍有下滑。截至2022年6月19日的一周，美国全国土壤亚层墒情短缺和非常短缺的比例为33%，上周28%，去年同期43%。

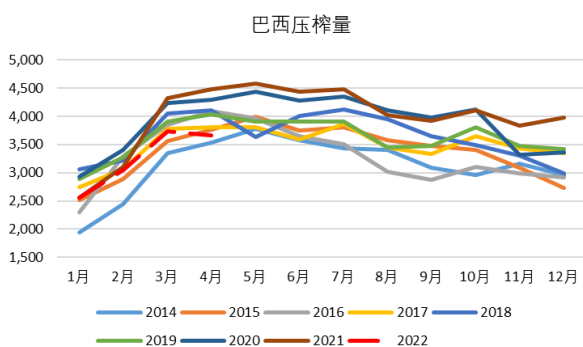
7月1日凌晨美国农业部种植面积报告中显示大豆种植面积8832.5万英亩，低于3月底大豆种植意向面积的9095万英亩，也低于6月机构预测的8870万英亩。截至6月1日旧作季度库存9.71亿蒲式耳，远高于去年同期的7.69亿蒲式耳，也略高于市场预测。

美豆季度库存数据稍微缓解旧作的紧张预期，同时衰退预期对能源及植物油价格形成压力。目前从压榨利润看产业利润较大部分在大豆端，目前状态下新作的产量对美豆是否能维持较强的议价能力起决定性作用，同时能源市场波动也影响美豆价格短期中枢。

2.1.3 南美大豆未来新作预期丰产

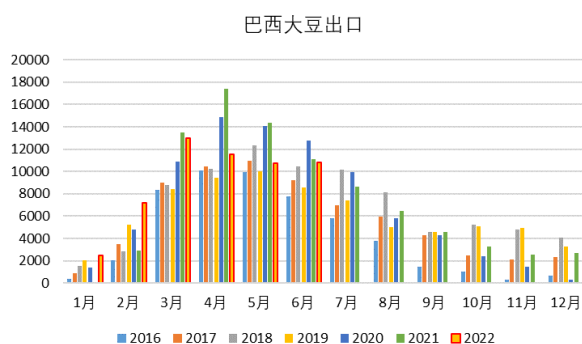
巴西农业部下属商品供应公司（Conab）6月8日发布的面积数据显示，2021/22年度巴西大豆播种总面积为4098.85万公顷，较2020/21年度增幅达到4.57%。受种植面积上调影响，芝加哥农业资源公司的巴西公司（AgResource Brasil）本周将2021/22年度巴西大豆产量预估上调到1.22亿吨，比早先预测值高出220万吨。

图 15 巴西大豆压榨量



数据来源：ABI OVE，前海期货

图 16 巴西大豆出口



数据来源：巴西商贸部，前海期货

巴西全国谷物出口商协会（ANEC）称今年6月份巴西大豆的出口量可能介于1000万吨到1079.5万吨之间。5月份的出口量为1026万吨，去年6月份的出口量为1012.9万吨。据巴西政府数据显示，2022年前五个月巴西大豆出口

量为 4300 万吨，同比减少 8%，据此今年头 6 个月的大豆出口量预计为 5598 万吨，比去年同期的 6050 万吨降低 7.5%。ABIQVE 预计 2022 年巴西大豆出口量为 7700 万吨，比 5 月初的预测低 20 万吨，比 2021 年创纪录的出口量 8610 万吨减少 910 万吨，2022 年大豆压榨量将达到创纪录的 4810 万吨，比早先预测上调 10 万吨，同比增加 30 万吨。

国内消费方面，巴西生物柴油产量可能提高。受豆油价格紧张影响，2021 年初巴西生物柴油掺混率为 13%，但是随后调低至 10%。随着整体能源价格的上涨，巴西矿业和能源部长本托·阿尔布切克在 4 月份时表示一旦条件允许，生物柴油掺混率将提高到 14%，到 2023 年提高到 15%，但具体时间表及生物柴油原材料的组成仍有待确认。

阿根廷方面产量相对稳定，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）发布的周度报告称，截至 2022 年 6 月 15 日的一周，阿根廷 2021/22 年度大豆收获 99%，平均单产为每公顷 2.80 吨，低于一周前的 2.81 吨/公顷。目前阿根廷大豆收获量 4300 万吨，布交所预测 2021/2022 年度阿根廷大豆产量为 4330 万吨，略高于去年，美国农业部 6 月供需报告也将阿根廷大豆产量上调至 4340 万吨。但因抵抗通胀等因素影响，销售相对偏慢。阿根廷农业部发布的报告显示，阿根廷农户已经预售 1,853 万吨 2021/22 年度大豆，低于去年同期的 2,250 万吨。

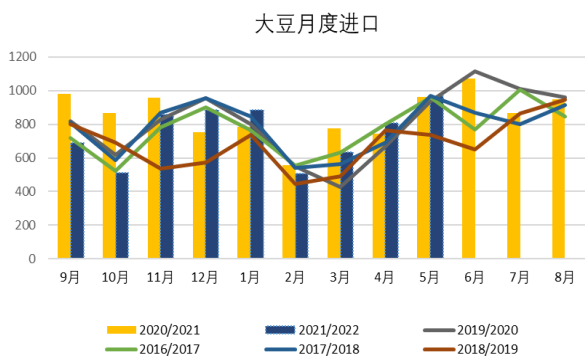
巴西大豆减产，同时压榨量上升，导致现货价格缺乏优势，出口有所下滑。

2.2 国内供需情况

2.2.1 国内进口减少

海关数据显示，2022 年 1-5 月份中国进口大豆 3803.5 万吨，较 2021 年同期 3823.4 万吨减少 19.9 万吨，或同比降幅 0.52%，受压榨利润不佳影响整体进口稍有下滑；其中 5 月份进口大豆 967.5 万吨，较去年同期 960.7 万吨增加 6.8 万吨，同比增幅 0.71%。如果按照市场年度来统计，2021 年 10 月-2022 年 5 月，中国进口大豆总量为 6059.4 万吨，较上年度同期 5403.10 万吨下降 343.7 万吨，或同比降幅 5.37%。

图 19 大豆月度进口



数据来源：海关总署，前海期货

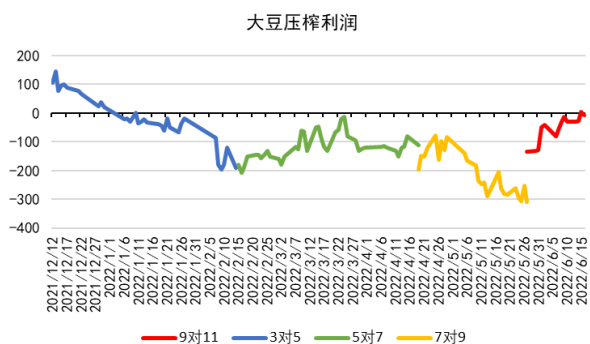
图 20 国内主要地区部分油厂压榨量统计



数据来源：钢联数据，前海期货

短期油厂大豆豆粕库存仍有上升，据钢联数据显示，大豆库存为 590 万吨左右，同比去年增幅约 0.83%。南美大豆仍在集中到港当前大豆库存已超去年同期水平增幅。

图 21 国内油厂大豆压榨利润



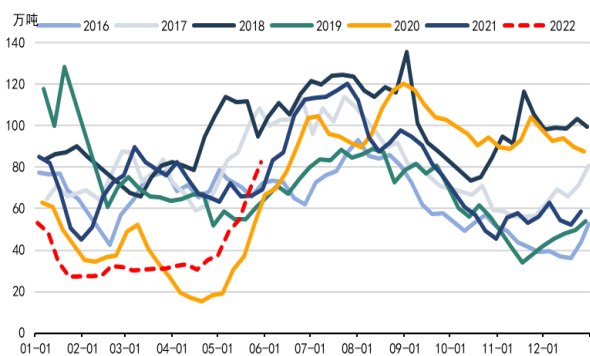
数据来源：前海期货

图 22 国内主要地区部分油厂压榨量统计



数据来源：钢联数据，前海期货

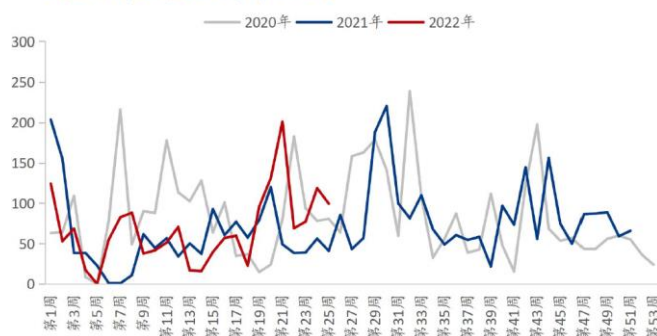
下游观望情绪较浓，油厂豆粕库存仍在积累截至 6 月底豆粕库存在 108 万吨左右，环比增长 14%。同比去年减少 10%左右。提货相对平稳，据钢联数据，截止 6 月 24 日当周，周内共成交 99.54 万吨，较上周成交减少 19.13 万吨，减幅 16.12%；日均成 19.908 万吨，其中现货成交 49.04 万吨，远月基差成交 50.5 万吨。豆粕提货量 76.01 万吨，日均提货 15.202 万吨。较前一周减少 1.07 万吨，减幅 1.39%。

图 23 国内豆粕库存


数据来源：WIND，前海期货

图 24 国内豆粕未执行合同

全国豆粕周度成交量趋势图（万吨）



数据来源：钢联数据，前海期货

上半年大豆进口成本维持高位，但下游经营状况仍未完全改善，国内压榨及养殖产业链整体矛盾较大。

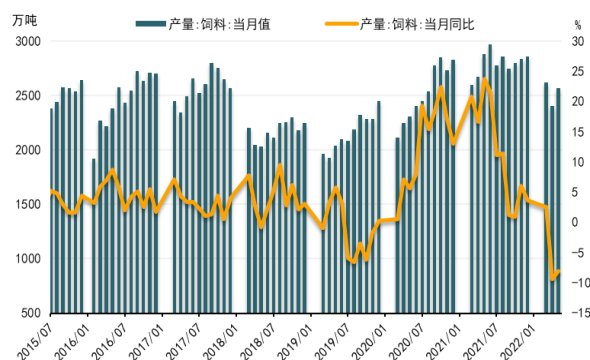
2.2.2 下游情况

农业农村部数据显示，2022年1-5月全国工业饲料总产量11321万吨，同比下降3.2%。其中猪、蛋禽、肉禽饲料产量分别为5086万吨、1298万吨、3413万吨，同比分别下降5.7%、3.5%、4.8%；水产、反刍动物饲料产量分别为794万吨、608万吨，同比分别增长24.9%、2.7%。

5月饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比36.3%，同比减少4.5个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比14%，同比减少1.1个百分点。

图 27 猪粮比

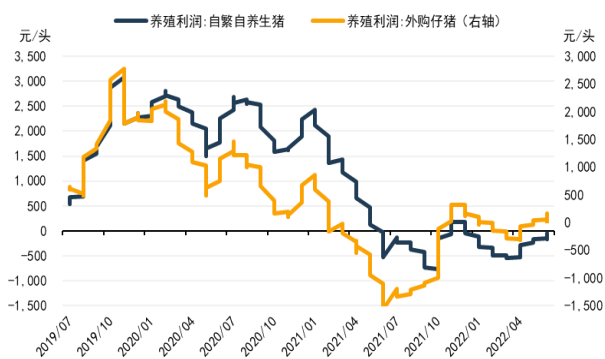

数据来源：WIND，前海期货

图 28 饲料产量


数据来源：中国饲料工业协会，前海期货

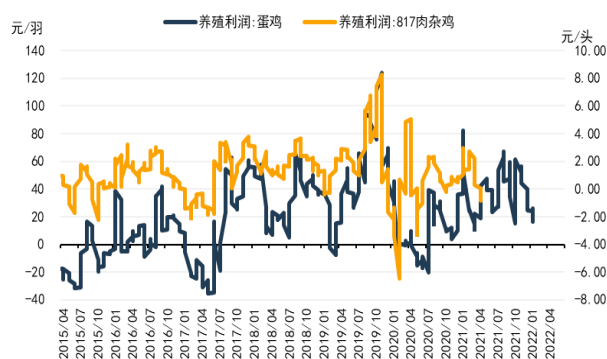
市场对下半年行情预期较好，5月能繁母猪存栏企稳，据Mysteel农产品123家定点样本企业数据统计，5月能繁母猪存栏量为462.91万头，环比增加1.83%，同比减少12.87%。5月商品猪存栏量为2836.41万头，环比增加0.53%，同比增加4.47%。

图 29 生猪养殖利润



数据来源：WIND，前海期货

图 30 禽养殖利润



数据来源：WIND，前海期货

短期供应端收紧等因素影响下，生猪价格回暖，截至 6 月底山东河南等地现货价格突破 10 元/斤，生猪主力合约价格也站稳 20000 元/吨以上。但压栏及二次育肥的情况也有所抬头，饲料消费或维持稳定。

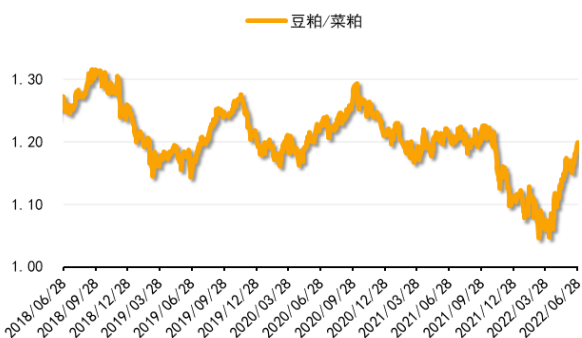
3 价差监测

粕类短期相对宽松，豆菜价差逐渐回归。

衰退预期下原油带动植物油高位回落，油粕比短期。

印尼取消棕榈油出口禁令后，豆棕价差快速修复。

图 31 豆菜粕比

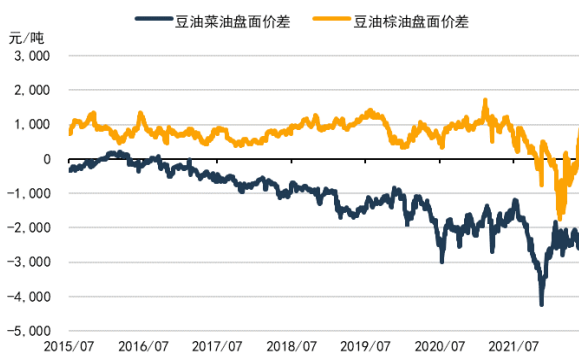


数据来源：WIND，前海期货

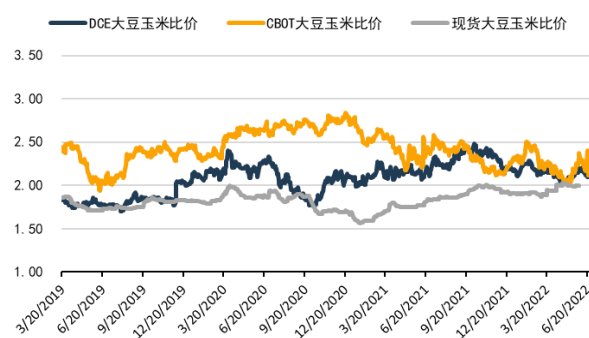
图 32 盘面油粕比



数据来源：WIND，前海期货

图 33 豆棕价差


数据来源：WIND，前海期货

图 34 大豆玉米比价


数据来源：WIND，前海期货

4 行情展望

美豆方面，上半年美豆旧作紧张的预期主导市场，美国压榨利润也相应下滑，利润逐步流向大豆，至近几年平均水平附近。美豆需求端国内压榨及新作销售情况豆相对较好，正常产量预期下美豆新作也仍未大幅改善库销比。美豆短期是否能维持当前较强的议价能力仍围绕新作种植情况，南美新作种植以前，仍受能源价格波动影响较大，或维持高位震荡为主。

国内方面，上半年大豆进口成本维持高位，同时生猪产业处于产能出清阶段，整体产业链矛盾较大，目前矛盾仍未完全解决，短期豆粕油厂库存压力下季节性博弈依然较强。但随着终端生猪价格逐步回升，向下游传导后压榨及饲料端矛盾或将有所缓解，在 3 季度大豆采购的缺口下，南美新作上市前的节点上可能仍存在偏紧的可能。



免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。



关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>