

美豆产量下调 豆粕正套持有

主要内容：

第一部分：豆粕 01 合约行情回顾

第二部分：新作美豆供需形势

第三部分：国内豆粕供需形势

第四部分：总结及策略

姜颖

从业资格证号：F3063843

投资咨询证号：Z0013161

苏亚菁（联系人）

从业资格证号：F03098916

2023 年 8 月 12 日

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773 号

摘要

USDA 公布的 8 月供需报告将 2023/24 年度美国大豆单产下调至 50.9 蒲式耳/英亩，产量和期末库存分别下调至 42.05 亿蒲和 2.45 亿蒲，下调幅度超出市场预期。美豆库销比回落至 5.76% 的低位，供需状况趋紧。美豆天气交易接近尾声，8 月主产区降雨情况较好，价格上涨驱动减弱。在偏紧库存和出口需求疲软的拉锯下，美豆预计在 1200-1400 美分/蒲式耳的区间震荡运行。

受海关商检因素影响，国内油厂开机率下降，豆粕供应减少，01 合约基差涨至 800 元/吨上下。国内豆粕库存较低，且预期未来数月大豆到港量减少，到港时间延长，短期内国内豆粕供应的紧张状况难以缓解。叠加下游企业采购备货较为积极，养殖行业进入旺季，利润好转驱动需求增长，国内豆粕的供需矛盾将更加突出。01 合约将跟随 CBOT 大豆震荡偏强运行。策略上，建议豆粕月间价差正套持续持有，M9-1 正套获利了结后可逢低介入 M11-1 正套。

风险点：美豆产量增加、豆粕供应增加、豆粕需求下降等。

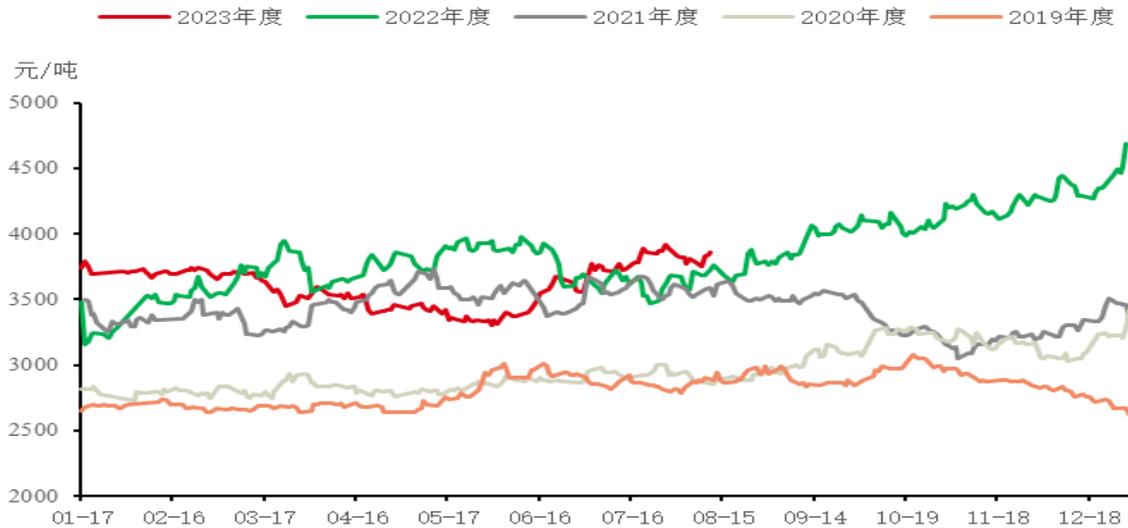
一、豆粕 01 合约行情回顾

随着交割月的临近，豆粕 09 合约逐渐减仓，主力合约即将换月至 01 合约。从时间维度上看，豆粕 01 合约作为主力合约时覆盖了美国大豆的收获期、关键销售期以及南美大豆的播种期，影响其价格的关键因素包括美国大豆产量、美国大豆的出口需求情况、美豆供需平衡表的宽松程度以及对新作南美大豆产量的预期等。从价格的季节性变化来看，豆粕 01 合约走势的趋势性并不明显，但也存在一定的规律可循。一般而言，8 月份 01 合约下跌的概率较大，主要是由美豆天气炒作结束所引发的回调；11 月份 01 合约也以下跌居多，主要由美豆集中上市期，以及国内油厂采购的美豆陆续到港所形成的供应压力共同导致的；9、10、12 月份价格走势则是涨跌互相的，需要综合参考当年美豆的定产情况、出口销售情况、国内豆粕消费情况以及进口大豆持续到港的压力。由于巴西大豆的种植面积处于扩张过程当中，市场往往对于南美大豆产量存在增长预期，但 01 合约主要覆盖南美大豆的播种阶段，是否增产难以验证，因而对于 01 合约的影响相对较小。

在豆粕 01 合约的历史走势当中，2301 合约走势较为特殊，自 7 月末以来该合约不断创出新高，截止 12 月 30 日收于 4688 元/吨，刷新了豆粕 01 合约的价格新高。其原因是多方面的，包括 2022/23 年度美豆产量遭到下调，库销比处于历史低位区间；美豆出口销售强劲，支撑 CBOT 大豆价格；美国密西西比河水位下降导致大豆发运延迟，国内养殖旺季供需错配；阿根廷在播种期出现干旱状况等等。目前豆粕 2401 合约的价格已超过同期的 2301 合约，在接下来几个月，2401 合约是否同样会出现强

劲的上涨走势？部分因素上看，今年与去年存在相似之处，但在新作美豆的出口销售情况、2023/24年度南美大豆的产量预期以及国内生猪行业所处的猪周期阶段等方面与去年还是存在一定差异。

图1 豆粕01合约走势



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

二、新作美豆供需形势

USDA 8月公布的美豆供需报告对2023/24年度大豆供需情况给出了更为紧张的预估。在市场关注的单产问题上，USDA基于调查，给出了50.9蒲式耳/英亩的预估，导致产量由上个月预期的43亿蒲下降至42.05亿蒲，期末库存则有3亿蒲下降至2.45亿蒲。USDA公布的数据是超出市场预期的。报告发布前，彭博和路透分别给出了51.4蒲式耳/英亩和51.3蒲式耳/英亩的单产预估，期末库存则分别为2.63亿蒲和2.67亿蒲。除了产量调整之外，考虑到巴西可能连续两年增产，USDA分别将2022/23年度和2023/24年度的进口量上调了500万蒲和1000万蒲，2023/24年度的美豆出口量则继续下调2500万蒲。供应的上调和需求的调降略微缓解了产量不足的矛盾。

表1 美国大豆供需平衡表

	2021/22	2022/23 (7月)	2022/23 (8月)	2023/24 (7月)	2023/24 (8月)	较上月	较上年
单位：百万英亩							
播种面积	87.2	87.5	87.5	83.5	83.5	0.0	-4.0
收获面积	86.3	86.3	86.3	82.7	82.7	0	-3.6
单位：蒲式耳							
单产	51.7	49.5	49.5	52	50.9	-1.1	1.4
单位：百万蒲式耳							
期初库存	257	274	274	255	260	5	-14
产量	4465	4276	4276	4300	4205	-95	-71
进口	16	25	30	20	30	10	0
总供应	4738	4576	4581	4575	4496	-79	-85
压榨	2204	2220	2220	2300	2300	0	80
出口	2152	1980	1980	1850	1825	-25	-155
种用	102	97	97	101	101	0	4
残值	6	23	23	25	25	0	2
总需求	4464	4320	4320	4276	4251	-25	-69
期末库存	274	255	260	300	245	-55	-15
库销比	6.14%	5.90%	6.02%	7.02%	5.76%	-	-

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

报告公布后，CBOT 大豆的反应并不算太剧烈，在短暂的拉高之后又回吐了利多因素带来的涨幅，最终收跌 0.91%。7 月供需报告公布后，CBOT 大豆经历了由上涨到下跌的过程，上涨阶段已经交易了单产下降至 50.5 蒲式耳/英亩的预期，但随着 7 月末至 8 月初将与情况的好转，CBOT 大豆回吐了此前的天气升水。美豆库销比再次下降至 5.76% 的低位。CBOT 大豆价格与美豆库销比呈现出反向变动关系，库销比越低，美豆供需状况越紧张，CBOT 大豆价格越高。回顾历史，5.76% 左右的库销比对应的 CBOT 大豆价格基本落在 1200-1400 美分/蒲式耳这一区间，虽然也出现过 1500 美分/蒲式耳以上的价格，但在巴西继续丰产的压力和较为疲软的出口需求下，美豆价格预计难以进一步向上突破。

图 2 CBOT 大豆价格与美豆库销比



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

截至 8 月 6 日当周，美豆开花率为 90%，结荚率为 66%，生长阶段处于关键的灌浆期，预计还有 4-5 周左右的时间完成结荚鼓粒。本周美国大豆主产区的高温有所下降，大范围出现降雨，但下周炎热的天气将由南向北蔓延，美国南部降雨偏低至正常的范围扩大。从 8 月下旬的情况来看，大部分地区降雨量正常，北达科他州、南达科他州、内布拉斯加州以及明尼苏达州和爱荷华州的部分区域降雨量偏多。8 月天气对美豆生长的影响偏中性，但从降雨变化的角度看，8 月中下旬依然存在天气交易的空间。

图 3 美国 8-14 天降雨

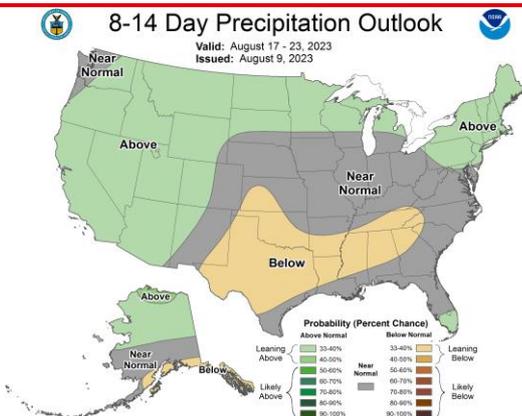
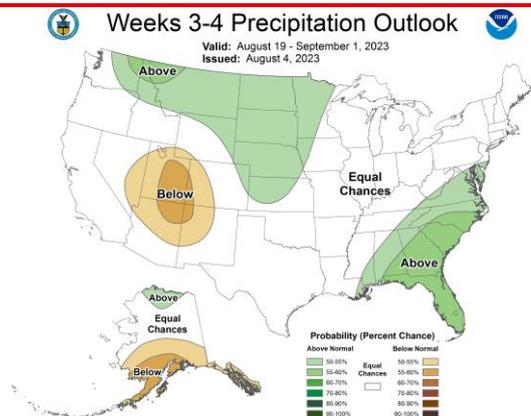


图 4 美国 3-4 周降雨



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

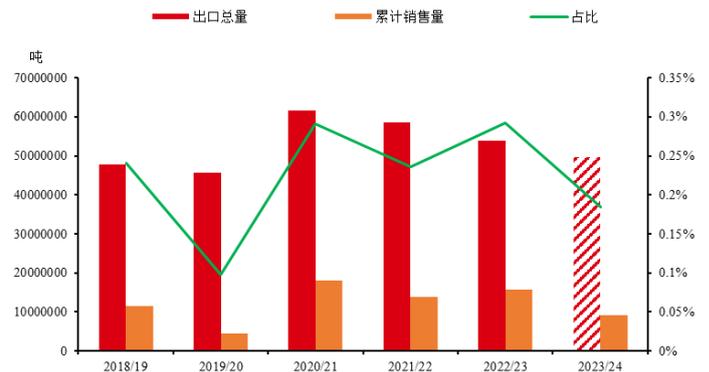
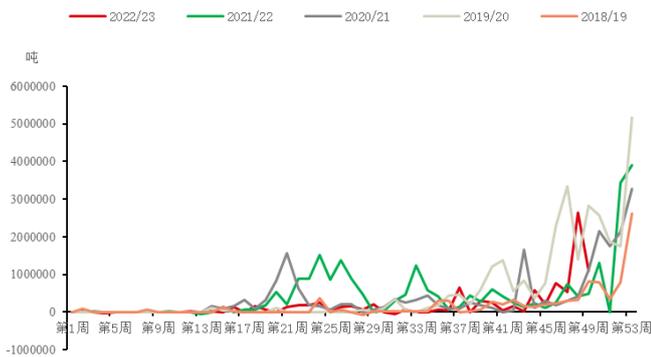
2023/24 年度的美豆销售情况有所好转，近两周公布的周度净销售数量分别达到 263 万吨和 110 万吨，一改此前低迷的销售状况。这一数据使市场对于美豆新作的出口信心得到了提振，也对美豆价

格起到了一定的支撑作用。但是目前来看，新作美豆的出口销售总量和历史同期相比仍然是偏低的，截至 8 月 4 日，下一年度已销售大豆 919 万吨，而除 2019/20 年度外，近几年同期的销售量至少在 1100 万吨以上，去年同期的预售量为 1574 万吨。

目前美湾和美西 10 月船期大豆的 CNF 报价分别是 580.86 美元/吨和 583.48 美元/吨，巴西 10 月船期 CNF 报价为 585.56 美元/吨，较美湾和美西的价格略高。巴西 2022/23 年度大豆出口的高峰期已经结束，出口量呈现明显的下滑趋势。2022/23 年度巴西已累计出口大豆 8073 万吨，按照 USDA 对巴西旧作 9400 万吨的大豆出口测算，8 月、9 月巴西仅需再出口 1327 万吨大豆即可达成预期。这一数量与历史同期相比仍是偏高的，但与 3-6 月的卖压相比未来抛售大豆的压力已经大幅减轻。此外由于近期巴西雷亚尔贬值，巴西农户惜售情绪加剧，巴西大豆 FOB 贴水企稳。2022/23 年度巴西大豆销售进度为 71%，仍为历史同期最低，2023/24 年度销售进度为 12%，销售进度同样偏慢。巴西大豆出口进度的放缓将为美豆争取到更多有利的出口机会。

图 5 新作美豆预售进度（周）

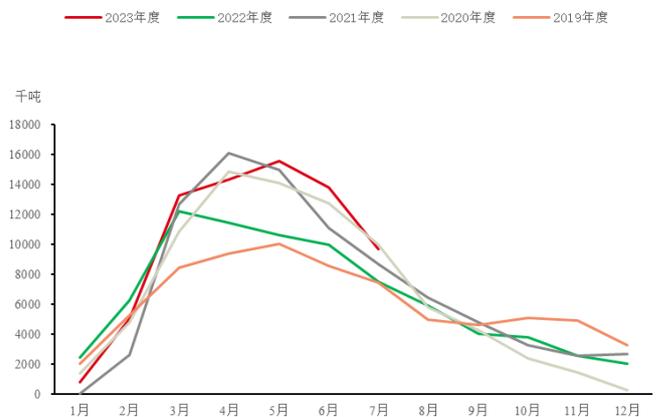
图 6 新作美豆预售进度（累计）



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

图 7 10 月船期进口大豆 CNF 报价

图 8 巴西大豆出口量



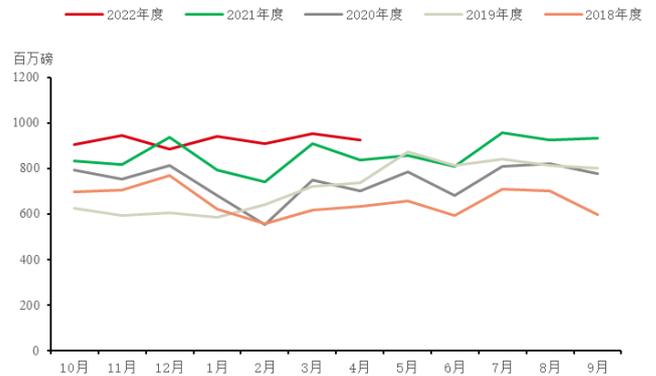
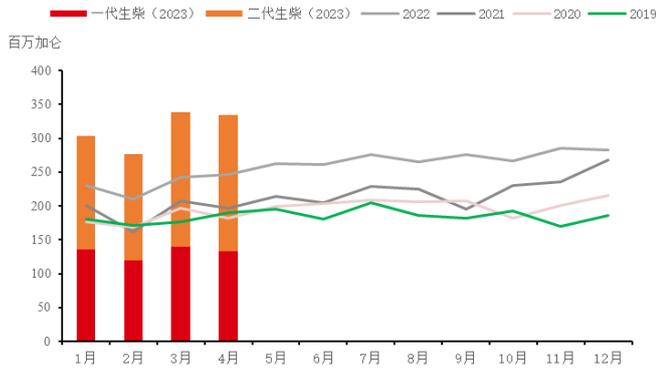
数据来源：同花顺、巴西海关、国联期货农产品事业部

美国生物柴油消费量表现较好，对大豆压榨量形成了较为有利的支撑。今年 1-4 月美国累计生产

一代和二代生物柴油 12.53 亿磅，同比增长 35%，生物柴油消费量处于历史同期高位。6 月，由于 BOHO 价差扩大，生柴消费预计存在一定下滑。但近期随着原油价格上涨和豆油价格的回落，BOHO 价差走缩，生物柴油的旺盛消费或将再度回归。美豆压榨利润迅速增长，较高的利润也将驱动油厂增加大豆压榨。

图 9 美国生物柴油产量

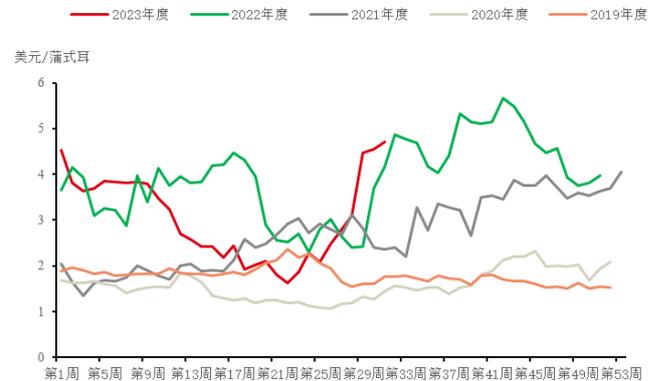
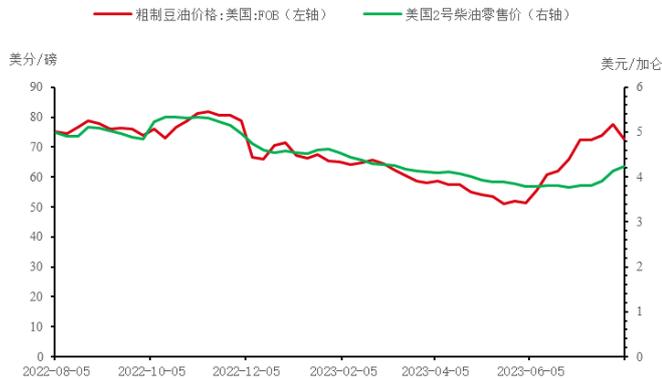
图 10 美国豆油生柴消费量



数据来源：EIA、钢联、国联期货农产品事业部

图 11 美国豆油、柴油价格

图 12 美豆压榨利润



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

三、国内豆粕供需形势

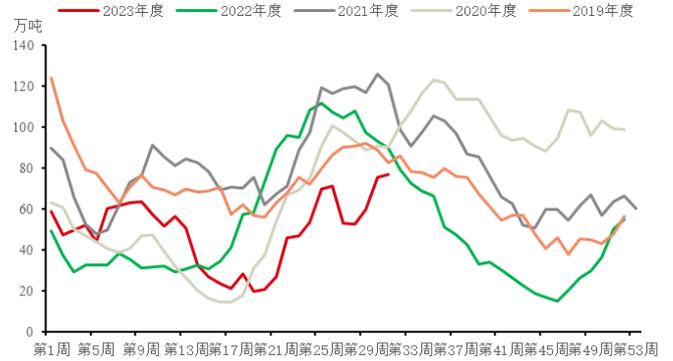
1、豆粕正套节节高升

豆粕盘面走势表现为近强远弱的正套特征。相比豆粕 01 合约，09 合约的价格走势更加坚挺，并没有太多的受到 CBOT 大豆价格回调的影响，这一现象与去年同期如出一辙。截至 8 月 4 日当周，国内油厂豆粕库存 77.03 万吨，低于历史同期水平。虽然近期进口大豆到港量较大，但海关一度传出加强进口粮食监管的消息，令大豆通关时间延迟，同时下游养殖端需求表现强劲，导致豆粕在季节性累库周期中累库速度较慢，甚至出现库存不增反降的现象。低库存环境下，豆粕近月合约易涨难跌。

图 13 豆粕 9-1 价差



图 14 主要油厂豆粕库存



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

从基差变化来看，01 合约基差不断走强，全国大部分地区 10-11 月提货的豆粕基差分均涨至 800 元/吨左右，华东地区基差稍低，在 700 元/吨左右，目前的基差价格已超过去年同期，也传达出后续月份豆粕供应偏紧的预期。从进口大豆的采购情况看，7-9 月船期分别采购大豆 620 万吨、646 万吨和 482 万吨，对应着 9-11 月的大豆到港量，与历史同期相比，9 月和 11 月的到港量相对偏低。大豆进口到国内压榨生产出豆粕的环节较多，耗费的时间较长，短期内国内豆粕的供应量难以迅速增加。加之目前人民币汇率疲软，进口大豆难以给出盘面榨利，导致油厂采购并不积极。即使后期 9 月船期大豆采购量增加，也较难在交割日前转化为豆粕仓单。因此豆粕 11-1 价差走正套的概率仍然是比较大的。

图 15 华北地区豆粕 01 合约基差

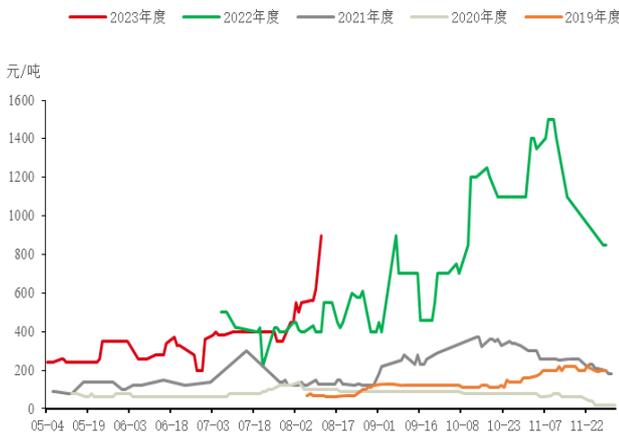
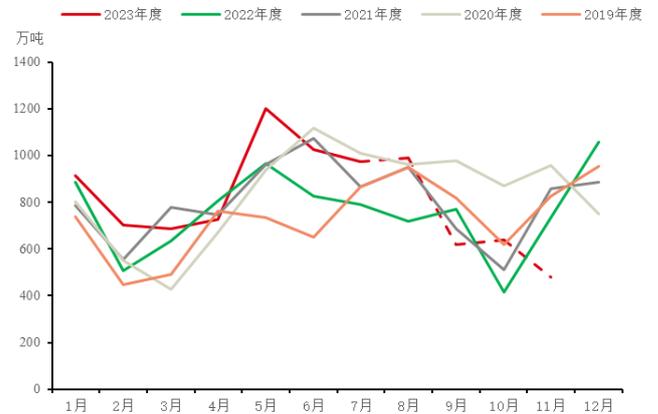


图 16 大豆进口量预估



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 17 进口大豆盘面榨利

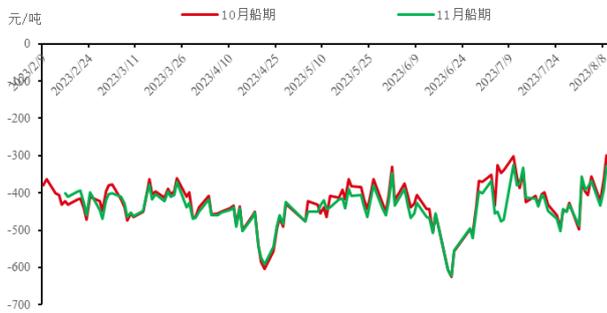


图 18 豆粕 11-1 价差



数据来源：同花顺、钢联、国联期货农产品事业部

需求端来看，近期豆粕成交火热。除了豆粕供应预期下降的担忧外，近期生猪价格的回暖和养殖利润的改善带给养殖户一线希望。在养殖利润转好、存栏量大和筹备猪肉消费旺季的共同作用下，豆粕成交量激增。去年同期豆粕价格不断上涨、饲料养殖企业越转月越亏损的经验教训也导致今年下游企业提前备货、分散点价的意愿加强。双节之后，生猪养殖行业进入阶段性的淡季，豆粕消费量或将存在一定程度的下降，但在较大的存栏基数下，生猪行业对豆粕的刚需支撑仍然较强。作为对比，即使在今年 2-4 月猪肉消费最差的时候，豆粕的表观消费量仍然是较高的，按照能繁母猪产能推算，接下来几个月的生猪存栏量相比年初时将有增无减。并且双节后的淡季持续时间较短，临近年底，腌腊需求将支撑生猪价格，压栏、二次育肥行为的增加也将促使豆粕需求量提升。

图 19 能繁母猪存栏量

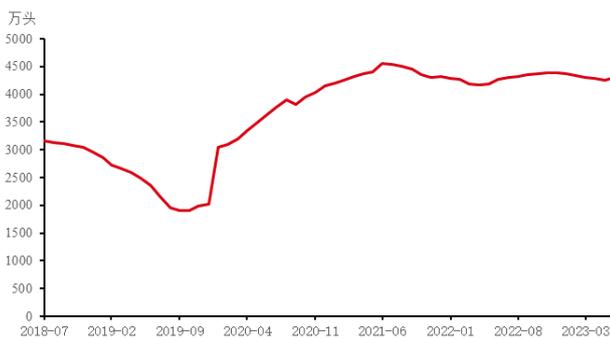
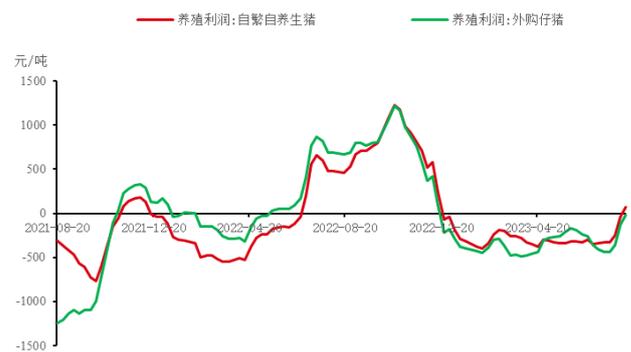


图 20 生猪养殖利润



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

图 21 豆粕成交量

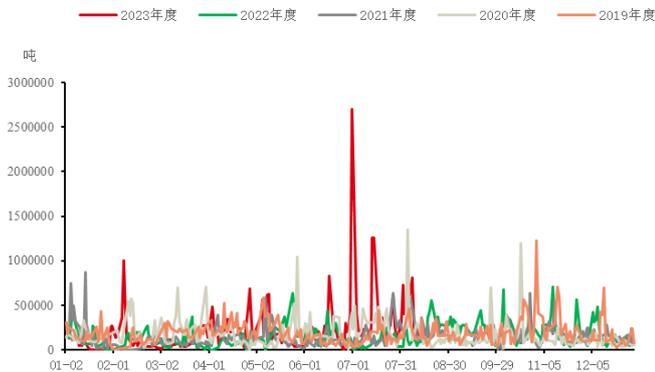
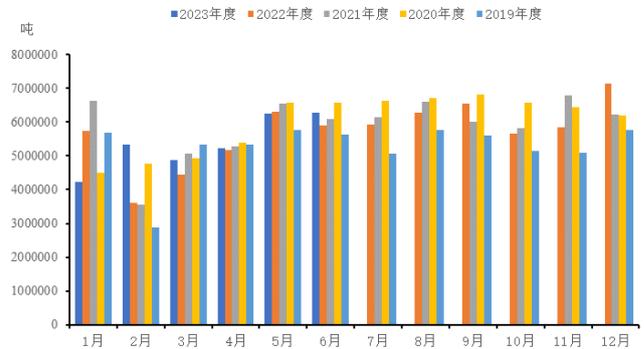


图 22 豆粕表观消费量



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

由此可见，9-11 月国内豆粕市场存在着供需错配。通过供需平衡表推算，预计至 10 月末时，国内主要油厂豆粕库存为 20.92 万吨，库销比下降至 3.94%，库存量低于历史同期，紧张程度较去年更甚，同时也达到年内库存低点。在国际、国内供需偏紧的状态下，进行豆粕月间价差的正套胜率相对较高。

表 2 国内豆粕供需平衡表

单位：万吨	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
期初库存	55.35	52.43	63.01	50.87	21.29	26.8	71.12	75.42	62.92	31.42
豆粕产量	423.39	533.56	491.05	530.31	638.81	641.12	661.99	650	540	520
进口量	0.14	0.81	0.35	0.8	0.2	0.15	0.3	0.5	0.5	0.5
总供给量	478.88	586.8	554.41	581.98	660.3	668.07	733.41	725.92	603.42	551.92
出口量	0.8	0.72	2.65	9.15	13.84	13.47	7	3	2	1
消费量	425.65	523.07	500.89	551.54	619.66	583.48	650.99	660	570	530
总需求	426.45	523.79	503.54	560.69	633.5	596.95	657.99	663	572	531
期末库存	52.43	63.01	50.87	21.29	26.8	71.12	75.42	62.92	31.42	20.92
库销比	12.29%	12.03%	10.10%	3.80%	4.23%	11.91%	11.46%	9.49%	5.49%	3.94%

数据来源：国联期货农产品事业部

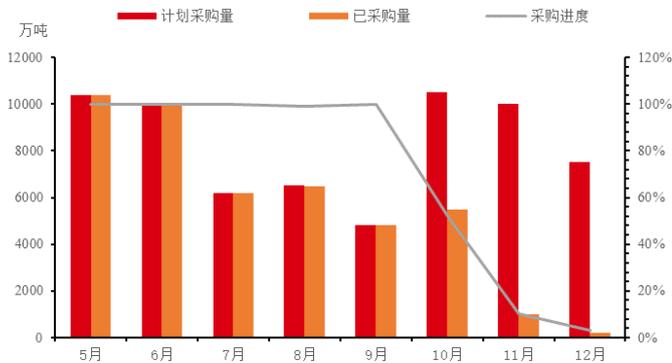
2、01 合约震荡偏强

豆粕 01 合约走势的季节性规律在本文的第一章已有所述及。在美豆供需紧平衡和国内大豆采购量偏低、需求较好的预期下，豆粕 2401 合约预计仍将维持震荡偏强的走势。我们认为 01 合约走势震荡偏强而较难出现类似 09 合约的趋势性行情，主要基于以下几点原因：

(1) 从大豆采购情况来看，截止至 8 月 8 日，10-12 月船期进口大豆尚有 2133 万吨待采，意味着豆粕 01 合约的套保量至少在 1500 万吨左右，01 合约价格上涨幅度过大将导致套保行为增加、价格上涨受限。从人民币汇率情况看，目前人民币已处于 7.2 左右的高位区间，继续贬值的压力减轻，升值空间相对更大。如果汇率出现有利变化，将导致基差下行，01 合约价格或将跟随回落。

图 23 进口大豆待采量

图 24 人民币汇率

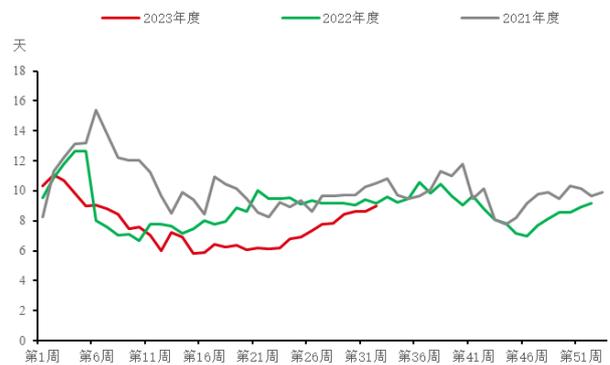
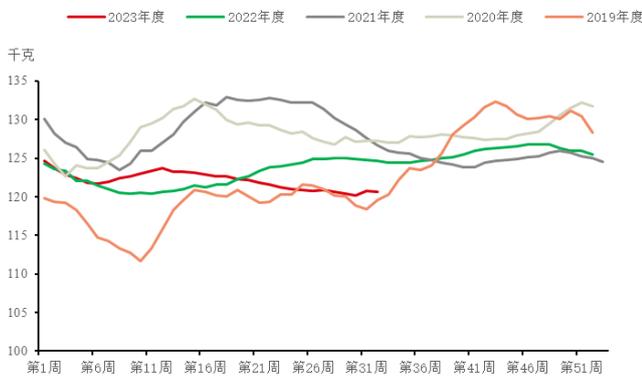


数据来源：McDonald、同花顺、国联期货农产品事业部

(2) 从需求情况看，猪周期仍未走出低谷，当前价格的阶段性上涨主要是由压栏和二次育肥对供应造成一定截留所导致的，旺季集中出栏的压力将导致猪价承压，养殖利润增加带来豆粕消费增长的路径尚存在不确定性。饲料企业物理库存天数正在加速恢复中，截至8月4日，物理库存已增加至8.6天，接近合理水平。考虑到中秋、国庆双节休假，饲料企业的补库预计持续至9月末，去求的支撑导致豆粕01合约较难出现大幅下跌。

图 25 生猪出栏体重

图 26 饲料企业物理库存天数



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

(3) 美国大豆集中上市的压力或将导致CBOT大豆价格回调，从而带动连盘价格下跌。需要关注美豆进口至国内的运输过程是否顺畅。受到厄尔尼诺气候影响，巴拿马降雨减少，运河水位下降。巴拿马运河管理局此前已宣布从7月30日期采取传播限行措施，平均每天允许32艘船只过境。近三年巴拿马运河的过境船只数量至少在13300艘以上，2023年为14239艘。这一限制使巴拿马运河的运输效率显著下降。由于厄尔尼诺气候将在北半球的秋冬季继续加强，巴拿马运河管理局正在考虑延长这一限行措施至2024年9月，这将导致从美湾或美东装出的大豆在通过巴拿马运河时等待时间延长，

若改道经大西洋和好望角运输至我国，同样会导致运输时间增加。此外，今年美国密西西比河仍然存在水位偏低的问题；国内各地海关部门多次加强进口大豆的查验和监管，导致大豆进口通关速度下降，起到减少跌幅或推升豆粕价格的作用。新作大豆集中到港期间，对海关部门所采取的监管措施同样应予以重视。

图 27 巴拿马运河水位（2023 年 1 月）



图 28 巴拿马运河水位（2023 年 7 月）



数据来源：巴拿马运河管理局、国联期货农产品事业部

四、总结及策略

USDA 公布的 8 月供需报告将 2023/24 年度美国大豆单产下调至 50.9 蒲式耳/英亩，产量和期末库存分别下调至 42.05 亿蒲和 2.45 亿蒲，下调幅度超出市场预期。美豆库销比回落至 5.76% 的低位，供需状况趋紧。美豆天气交易接近尾声，8 月主产区降雨情况较好，价格上涨驱动减弱。在偏紧库存和出口需求疲软的拉锯下，美豆预计在 1200-1400 美分/蒲式耳的区间震荡运行。

受海关商检因素影响，国内油厂开机率下降，豆粕供应减少，01 合约基差涨至 800 元/吨上下。国内豆粕库存较低，且预期未来数月大豆到港量减少，到港时间延长，短期内国内豆粕供应的紧张状况难以缓解。叠加下游企业采购备货较为积极，养殖行业进入旺季，利润好转驱动需求增长，国内豆粕的供需矛盾将更加突出。01 合约将跟随 CBOT 大豆震荡偏强运行。策略上，建议豆粕月间价差正套持续持有，M9-1 正套获利了结后可逢低介入 M11-1 正套。

风险点：美豆产量增加、豆粕供应增加、豆粕需求下降等。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎