

钱星翊，应用统计学硕士，安粮期货农产品小组研究员，主要从事豆粕基本面研究，跟踪期货行情并研判。（期货从业号：F03101412）

## 花开花落自有时，静待周期轮回

——2023 年豆粕年报

### 内容摘要：

1、展望 2023 新年度，整体宏观局势相比于 2022 年将更为复杂，加息峰值、利率水平的持续时间以及在此背景下全球经济的韧性、金融风险的演变等都存在较大不确定性。总体上，预计明年中美经济或将进一步分化，美国通胀将进入下行通道，经济增长放缓，美联储加息步伐继续，降息预期降温。长远来看，未来美元指数若长线趋弱，则对美豆价格仍存在一定支撑。

2、12 月公布的 USDA 报告显示，美豆新作基本定产为 118.27 百万吨，较去年减产 2.68%。22/23 年度美豆库销比为 4.99%，比之 21/22 年度的 6.13%，目前仍处于 5% 的供需紧张线附近。结转库存 5.99 百万吨，环比下滑 19.60%。全球大豆库销比 4.56%，环比上涨 0.06%；结转库存 14.76 百万吨，环比上涨 5.13%。在经历了 2021/22 南美大豆大幅减产之后，2022/23 年度南美丰产的预期能否兑现直接决定了全球期末库存水平。

3、以国内的供需面来说，随着年底进口大豆集中到港，前期供应偏紧利好出尽。据 12 月公布的 USDA 报告显示，国内 22/23 年度大豆总需求 11738 万吨，环比上涨 4.65%。进口大豆压榨 9818 万吨，环比上涨 4.41%；豆粕现货库存 114 万吨，环比上涨 48.05%。总体来看，22/23 年度豆粕供需变量微幅，库存消费比 6.76% 相对上一年的 7.68% 有所收敛。

4、综上，2022 年由于超预期事件频发，除了 7 月后的供需错配有一波较为明朗的上涨行情外，其余时候单边较难把握。相比之下，选择月间套利或许更为把稳。供需面来看，预期新年度，盘面榨利或由于美豆价格受丰产影响下行而有所好转，需求端生猪养殖行业利润预期在明年应该比之今年有所下滑，对饲料的需求支撑有限，豆粕消费或略有降低。展望后市，若南美丰产预期得以实现，随着国内供需逐渐回到正轨，叠加美国通胀放缓，预计豆粕长线趋势震荡下行。但短期内，资金受情绪影响，豆粕期价跟随 CBOT 大豆波动为主。现货库存虽止

跌回升但仍较历史平均水平有一段距离，远期基差套利仍需持续关注油厂买船及进口大豆到港变化。

### **操作建议：**

新年度，巴西豆预期丰产格局已基本稳固，但资金对阿根廷干旱影响播种更为关注，短期内美豆期价难跌。而国内随着进口大豆集中到港，压榨量及开机率有所回升，供需错配恢复正轨前期利好即将出尽。此外，美欧面临高通胀和低增长的滞涨期，美联储后市有望放缓加息速度。总体来看，新年度面对供应宽松及美联储加息放缓，豆粕价格或以区间宽幅震荡为主，长线趋势价格重心或将震荡下行。

### **一、 2022 年行情回顾**

2021 年豆粕期价全年收出一个调整阴 K，年底期价维持 3000-3300 区间宽幅震荡；2022 年豆粕期价全年收出略带上引线的大阳 K（涨幅 43.09%）。上半年春节前后，进口大豆到港量处季节性低位，限制油厂的开机率。在节前下游提货较快的前提下，豆粕现货库存总体处于相对偏低位置，支撑现货价格偏强运行。二元能繁母猪存栏量虽有回落，但总体保有量仍高于正常水平，饲料需求阶段性维稳。直至 5 月之后，随着南美豆陆续到港，叠加国家持续抛储进口大豆缓解豆源紧张，偏紧供应有所缓解。此后随着二元母猪存栏量持续下降，市场对于原料豆粕的饲料需求有所下滑，限制了豆粕价格。与此同时，美豆生长季进入天气炒作阶段，对豆粕价格形成一定支撑。在需求不振的背景下，虽难有明显上升，但调整幅度有限。

进入下半年，美豆支撑力度逐渐减弱，同时豆粕在前期累库的影响下存在一定胀库压力，但随着进口大豆到港量下滑，逐渐有所缓解。下游生猪存栏量依然处于高位，8 月能繁母猪存栏量再度增长，前期母猪产能去化开始兑现，同时需求端其他肉类涨价利好猪肉消费，养殖利润走高。在高利润及中秋国庆备货影响下，养殖企业的补栏热情增加，保证豆粕需求。直至美豆新豆天气炒作结束，美豆预期丰产，CBOT 大豆期价持续走跌。但此时，密西西比河受干旱影响航运受限，国内进口大豆到港量持续偏紧。供弱需稳，豆粕现货库存持续下滑，国内连豆粕走出一波独立上涨行情。上行通道延续至 2022 年末，随着 12 月大豆集中到港，下半年供应偏紧格局好转，豆粕库存开始累库，现货价格松动下滑。虽然南美豆进入天气炒作期，但上方空间受限。

展望 2023 年，笔者认为随着管控放开，疫情对经济生活的冲击即将进入尾声，以及美国经过前期加息等举措，当前通胀节奏有所放缓，欧美宏观经济周期或转向衰退。国内豆粕供需错配即将恢复正常水平，粕价重心或面临完成头部形态的可能性，全年价格或走出前高后低的 L 形态势。

图 1:豆粕 2022 年走势：豆粕指数及 CBOT 大豆日 K 收盘价趋势图

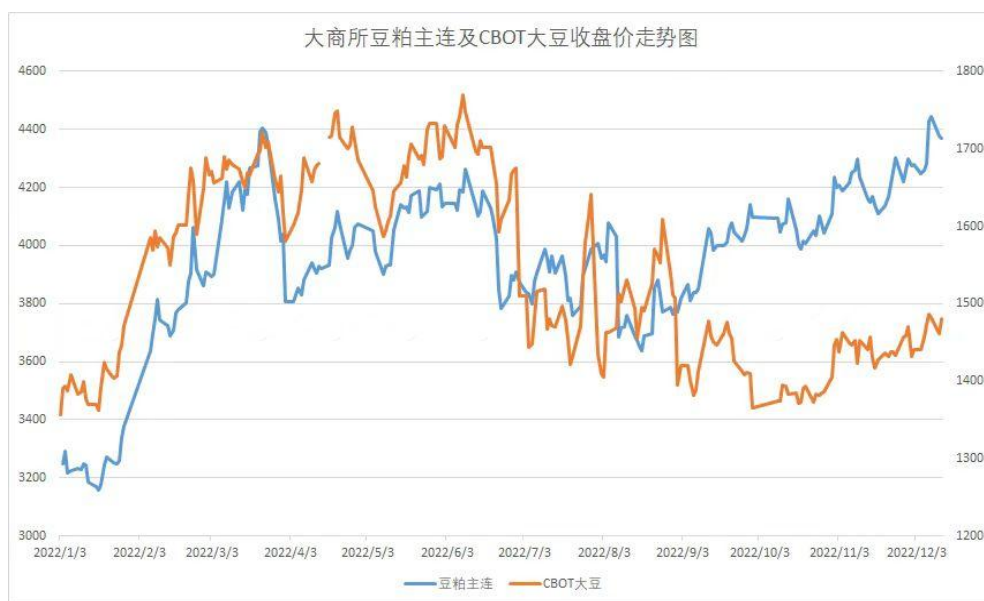


图 2:2022 年豆粕价格走势及基差



## 二、 2023 年分析逻辑

表 1:2023 年分析逻辑表

	2022	2023
供应层面	上半年南美豆减产，奠定全年供应偏紧基调。下半年密西西比河水位下降影响航运，供应持续偏紧。	全球大豆远期供应宽松格局基本稳固，但美豆库消比仍处在十分紧张的局面，南美天气持续为美豆价格提供支撑。  4-8 月份市场关注点回归美豆种植情况
需求层面	下半年生猪蛋价一路走高，养殖利润高起提振豆粕需求。	养殖利润或有所下滑，但仍然高于平均水平，总体对需求影响有限。
结论	预期全年随美盘波动，宽幅震荡为主，重心或略有降低。	

### 三、 全球经济与资本展望

回顾今年内美国的宏观经济形式，是通胀及加息的史诗性结合。预计明年美国通胀即将进入下行通道，且通胀下半年的韧性或高于上半年。这意味着，即使美联储停止加息，但是高利率也可能持续很久。明年中美经济或将进一步分化，美国经济增速放缓，消费需求回落将加大我国外贸压力，但加息放缓后人民币汇率贬值压力将得到缓解。

美联储加息已正式进入下半场，但通胀韧性影响回落斜率，阻碍通胀回落到正常区间，这意味着美联储对抗通胀的斗争还要继续，明年步伐放缓的加息仍有可能持续至 5 月。一是明年年底通胀难回到美联储预期的 2% 通胀目标。通胀回落有限，加息次数过少可能会重演美联储紧缩程度不够的错误。二是当前芝加哥联储的国家金融状况指数仍小于 0，表明金融条件比过去的平均水平更宽松，这意味着还有继续加息的空间。此外，鲍威尔指出预计明年不会降息，打击了市场的降息预期。预计明年美元指数中枢或将下调，而人民币汇率贬值的外部压力也会有所缓解。

此外，美豆价格与美元指数之间的历史长线走势具有较高的负相关性。美元的基本面可以从美国和非美经济体两个维度来看：美国方面，2023年绕不过去的两个话题是美国衰退和美联储停止加息；非美方面，重点关注的则是欧洲和中国的复苏何时见底复苏。回顾本年度，美元指数在触及最高位114.78后，随后的走势变得比较弱，一直在高位盘整，而近期的走势似乎已经开始明显走弱了。美元指数的权重主要是英镑、欧元和日元，近期能源价格快速走跌，欧洲经济似乎又有了复苏的态势，欧元就有了升值的态势，美元指数必然是会走低的。未来若美联储预期开始停止加息的时候，美元指数必然会进入下行趋势。但是不管怎样，美元见顶是2023年重要的交易主题。对于美豆来说，起码意味着长线有一种向上的拉动作用。

#### 四、 基本面分析

##### （一）供应端：南美产量是全球大豆库存重建的关键变量

截止十二月当前，每年美豆新作产量已基本确定，市场交易的重心转移至正在生长期的南美豆地区，核心关注点在于南美豆的产量以及全球大豆总需求，尤其是国内对于进口大豆的需求量。现就其具体的影响因素加以分析：

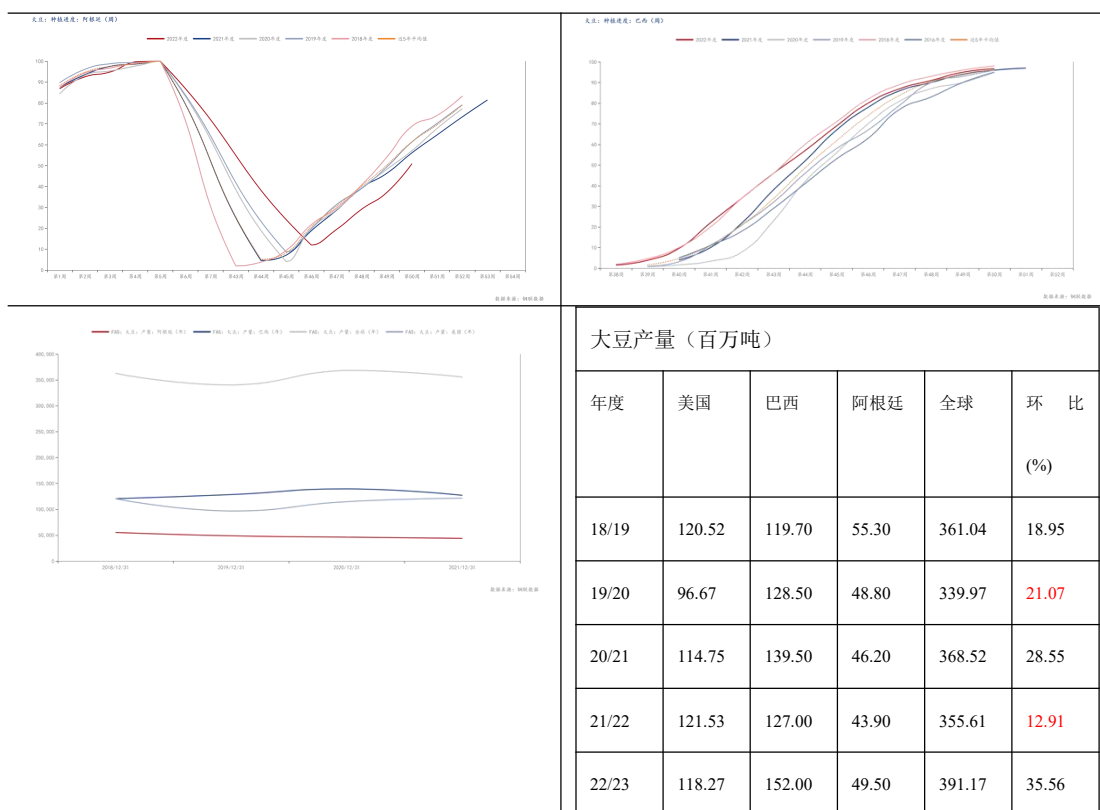
##### 4.1 拉尼娜余威尚存，阿根廷干旱严重

拉尼娜主要指太平洋中东部海水异常变冷的现象，信风带将表面被太阳晒热的海水吹向太平洋西部，导致西部海水温度增高，与此同时东部的底层冷海水上翻，使得东太平洋海水变冷。当东西部太平洋的海水温度持续偏离正常值，拉尼娜现象就可能出现。

据NOAA开放数据显示，拉尼娜气候现象将持续至明年春季。干旱的气候条件影响了阿根廷大豆的新作播种进度。当前播种进度59.9%，落后于五年均值60.83%。可以确定的是，在拉尼娜影响的年份里，阿根廷和巴西南部的大豆单产受到影响下降的概率较大。据CONAB报告显示，截止本月16日，巴西全国大豆种植进度96.7%，基本与历史水平相符。其中南部主产区面临轻度干旱，但据StoneX和Datagro等咨询公司调查数据显示，对巴西大豆新作产量的预期估值均维持1.53亿吨以上。如果巴西大豆丰产，那么全球大豆远期供应宽松格局已基本确定。但巴西主产区从12月起才陆续进入关键生长期，阿根廷大豆的关键生长期或在1-2月份，因此后期仍需要持续关注南美豆的天气影响及大豆生长情况。

美国 2022/23 新作大豆总产量已基本确定，据 12 月 USDA 报告显示，美国 2022/23 年度大豆年末库存预估为 7.45 百万吨，出口量预估为 58.72 百万吨，产量预估为 121.53 百万吨，期初库存 6.99 百万吨。全球 2022/23 年度大豆年末库存预估上修至 95.59 百万吨，上年度为 100.03 百万吨；总产量 355.61 百万吨。预估 2023/24 年度全球大豆总产量在 391.17 百万吨，期末库存预计 102.71 万吨。美豆产量 118.27 百万吨，巴西 152 百万吨，阿根廷 49.5 百万吨。预期中国 2023/24 年度期初库存 31.79 百万吨，产量 18.4 百万吨，期末库存 31.5 百万吨。

图 3: 南美豆种植进度及产量



#### 4. 2 受拉尼娜现象影响，全球平衡表将受南美产量影响

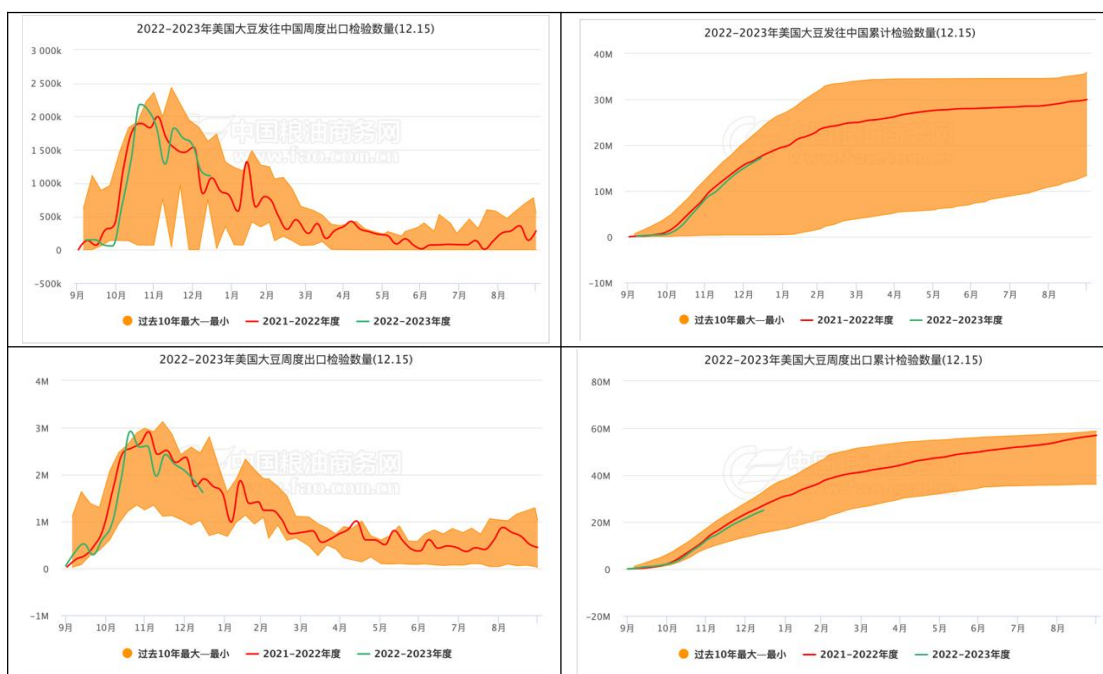
截止当月，南美大豆刚刚才进入关键生长期。虽然各调查机构对南美新作产量看好，但受到拉尼娜气候的影响，最终产量还存在一定变数。南美最终产量将对美国及全球大豆平衡表 2023/24 年度的调整方向有至关重要的作用。

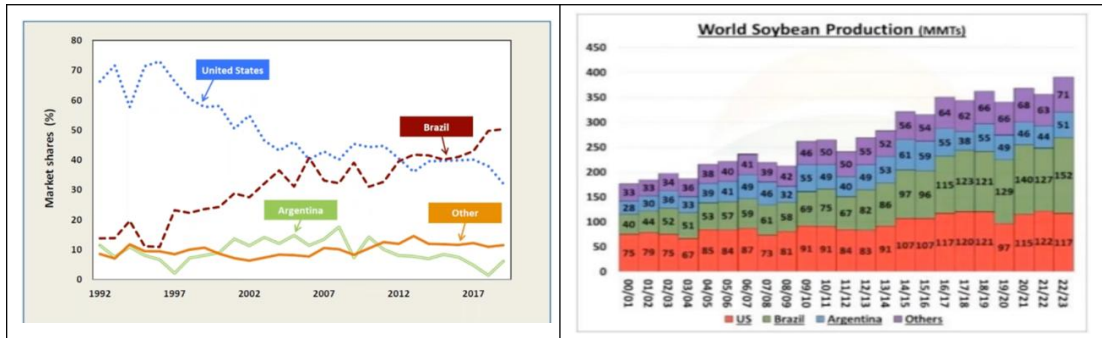
截止 12 月 20 日，美国大豆出口中国周总量 110.962 万吨，环比下滑 6.3973 万吨；当月累计 261.2912 万吨，环比上月上涨 110.962 万吨；22/23 年度累计 1722.882 万吨，环比增长 110.962 万吨。截止 15 日，美国大豆出口检测报告显示，周度总出口量 161.9892 万吨，当月累计 557.9513 万吨，年度累计 2502.8768

万吨，环比下滑 238.2769 万吨。美国本年度的出口量不及预期，究其原因主要有以下这些：一是自 9 月中下旬开始，直至进入收获期，受干旱影响密西西比河水位下降，导致美国国内航运量下滑，驳船运费及出口 CNF 相应大涨，对出口不利；此外，9 月初阿根廷政府出台优惠汇率政策，受此激励阿根廷大豆出口销售激增。此前阿根廷农户一直惜售大豆，因为国内通胀高企，比索持续贬值，促使农户将大豆视为对冲通胀和货币贬值的硬通货。政策出台后，农户反映强烈，9 月 5 日到 7 日就售出 310 万吨大豆，环比上涨 66.7。此外，感恩节前阿根廷政府再次宣布将在年底前为大豆出口建立优惠货币兑换汇率，刺激农户销售意愿，这在很大程度上挤占了美豆的出口份额。

除此之外，一直以来巴西是美国出口大豆的最大竞争对手。2021/22 年度巴西和美国大豆出口占全球比重分别为 51.5%和 38%。当前市场普遍对巴西新作产量持有乐观预期，同时航线运程短，远月船期 CNF 更具有优势。若 2023 年 2 月前后巴西大豆如期丰产，那么留给美豆新作出口的时间并不是很多。回顾此前南美大豆行情，在经历了 2021/22 年度南美历史最大减产，2022/23 年度美国单产不及预期之后，南美 2022/23 年度产量将最终决定全球大豆的期末库存水平。

图 4:美豆出口量及南美豆市场份额





### 4.3 美豆种植面积预期，上游大豆种植的利润分析

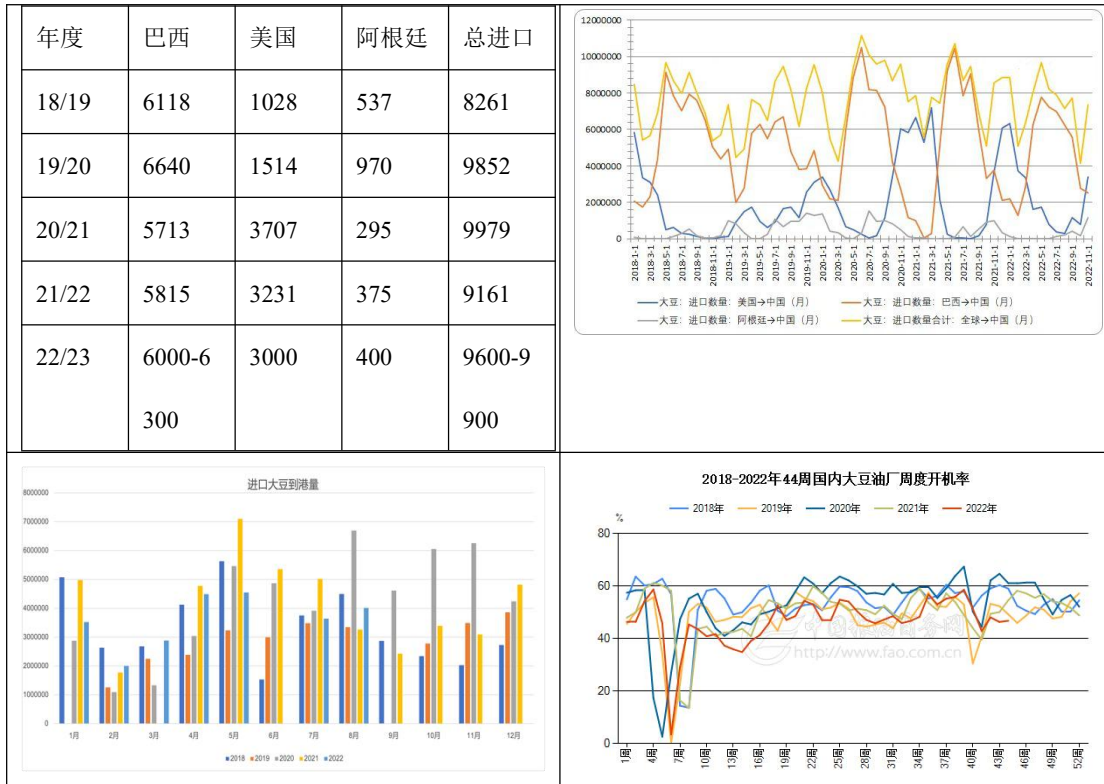
由于压榨利润丰厚、美国政策支持，市场长期看好美国国内大豆压榨需求。目前产地大豆压榨利润仍处于历史高位，USDA12月报告显示主产地大豆压榨利润4.06-4.33美元/蒲。随着美国可再生燃油产能不断增加和投产，美国压榨量逐年稳定增长的态势相对确定。

展望23/24年度，当下和一年前都同样面临着大豆/玉米比价偏低、化肥成本居高不下的局面，市场机构对于美国新豆种植面积预期保持在高位水平。此外，2023年2月USDA将公布未来十年基线预测(Baseline Projections)，2023年2月23-24日USDA展型论坛召开，3月31日USDA将公布种植意向报告，6月31日公布实播面积报告，从2022年起后市将在每年9月供需报告中再次调整面积（以往大多数年份是10月）。

### 4.4 中国2023/24年度进口分析

2022/23年度美豆产量基本缺豆，预估对华出口3000万吨；巴西出口根据产量预估，如果按70%份额，对华出口约6000-6300万吨；如果按75%计算，能对华出口6400-6750万吨。假如阿根廷+其他国家对华出口600万吨，从上游看，2022/23年度中国进口最低有9600万吨，最高9900万吨。2022/23年度上半年（10-1月）对应美豆，进口预估正常偏紧，若巴西冲击市场，明年2-9月或出现供应宽松或过剩。作为对比，部分机构对2022/23年度中国进口放在9840万吨左右，悲观的在9500万吨。USDA预估9800万吨，农业农村部预估9520万吨。

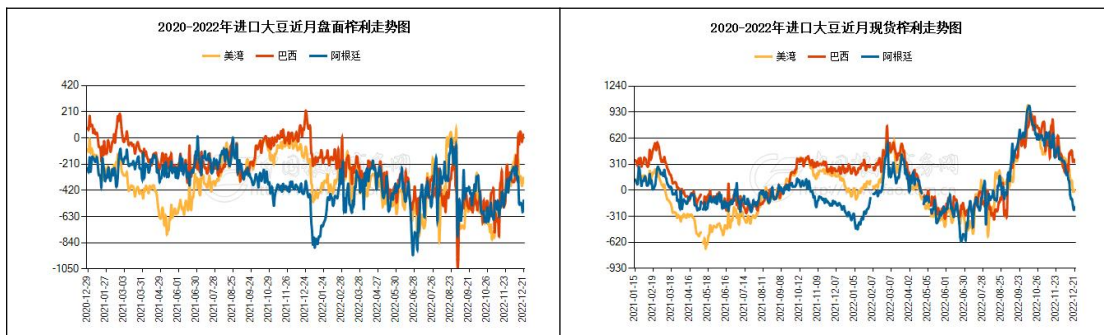
图5: 国内进口大豆季节性特征



#### 4.5 国内压榨利润分析

当前国内 12 月采购基本完成，1 月进口大豆的缺口较大，2 月后主要采购巴西大豆，因丰产预期较强，2 月后供应端暂无太大问题。目前 1 月从美西采购的进口大豆利润较差，在豆油豆粕高基差的基础上，油厂采购美湾和巴西大豆榨利为正，有利于油厂进行采购计划。由于美豆刚刚结束收获期，同时巴西大豆旧作库存紧张，近期 12-1 月的采购主要集中在美国；2 月后随着巴西大豆逐渐进入收获期，采购将集中在巴西。此外，由于巴西新豆预期丰产，报价相对便宜，迄今为止，1 月采购完成 244.2 万吨，缺口 355.8 万吨；2 月完成 594 万吨，3 月完成 653.4 万吨，4 月完成 191.4 万吨。

图 6: 国内油厂盘面及现货榨利

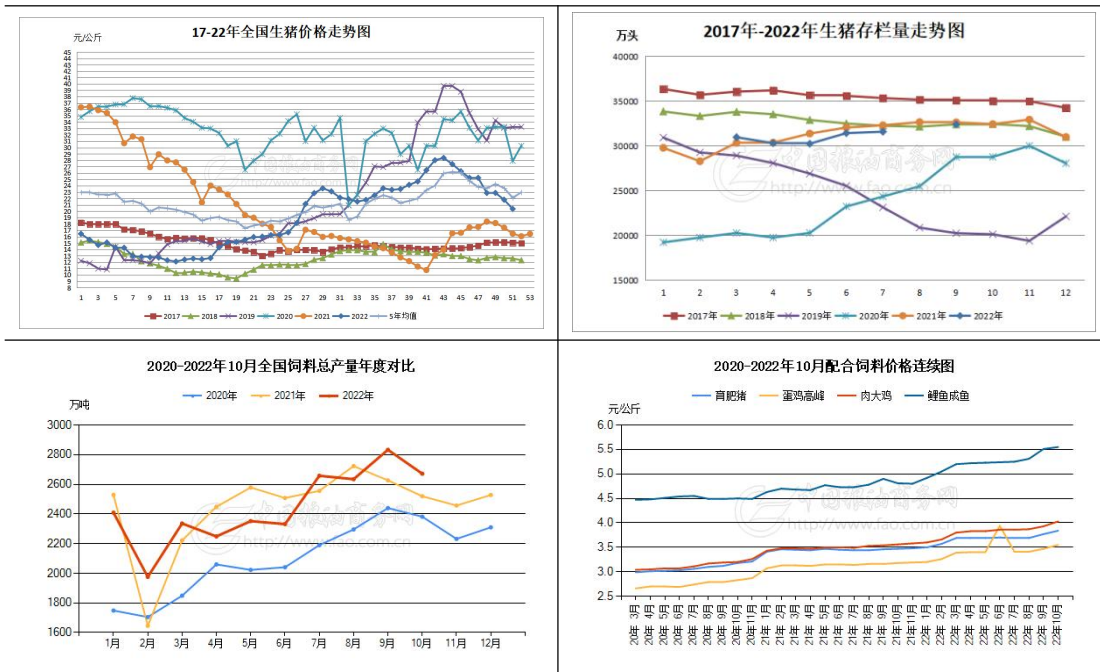


#### (二) 需求端：生猪顶部将至，周期转向

展望 2023/24 年下游的饲料需求。生猪供应方面，本年度 5 月开始能繁母猪存栏环比持续增加，按照 10 个月产能兑现周期推算，23 年生猪出栏量或继续增加，但总体增长空间不大。能繁母猪存栏量的持续上涨，对于下游饲料需求有一定支撑作用。而供需错配带来的过渡压栏及二育在 2023 年度或都将会淡化，总体饲料的需求应该会恢复至一般水平。

生猪的需求端，当前社会餐饮消费表现欠佳，屠宰利润较差造成屠宰收猪需求较弱，但随着疫情防控的持续优化调整，长期看消费整体存在复苏迹象。由生猪的季节性看，上半年春节之后需求或有所趋弱，下半年随着中秋国庆、春节的拉动，或有抬升的可能性。总体上看，生猪养殖行业利润预期在明年应该比之今年有所下滑，生猪周期将以温和下行作为主要趋势，对饲料的需求支撑有限，豆粕消费或略有降低。

图 7: 生猪存栏量及养殖利润



### (三) 小结：中美大豆供需情况分析

#### 4.6 美国大豆供需情况分析

在 11 月和 12 月公布的 USDA 美国大豆供需报告各项数据基本无变化，11 月报告正处于收获期，当年新作基本定产为 118.27 百万吨，较去年减少 2.68%。库存消费比维持在 4.99% 没有变化，这意味着美豆均衡价格亦没有发生变化，约在 1300-1400 美分/蒲式耳。当前来看，22/23 年度美豆库销比为 4.99%，比之 21/22

年度的 6.13%，目前仍处于 5% 的供需紧张线附近。结转库存 5.99 百万吨，环比下滑 19.60%。全球大豆库销比 4.56%，环比上涨 0.06%；结转库存 14.76 百万吨，环比上涨 5.13%。在经历了 2021/22 南美大豆大幅减产之后，2022/23 年度南美丰产的预期能否兑现直接决定了全球期末库存水平。

表 2:2022-2023 年度美国大豆市场年度供需报告

美国大豆供需平衡表（单位：百万吨）											
项目	14/15*	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/21*	21/22*	22/23*		
									11月	12月	变动
期初库存	2.5	5.19	5.35	8.21	11.92	24.74	14.28	6.99	7.45	7.45	0
产量	106.88	106.86	116.93	120.07	120.52	96.67	114.75	121.53	118.27	118.27	0
进口量	0.9	0.64	0.61	0.59	0.38	0.42	0.54	0.43	0.41	0.41	0
总供给	110.28	112.69	122.89	128.87	132.82	121.83	129.57	128.95	126.13	126.13	0
压榨量	50.98	51.34	51.74	55.93	56.94	58.91	58.26	59.98	61.1	61.1	0
内需总量	54.96	54.47	55.72	55.93	60.52	61.85	60.91	62.78	64.48	64.48	0
出口	50.14	52.86	58.96	58.07	47.56	45.7	61.67	58.72	55.66	55.66	0
总需求	105.1	107.33	114.68	114	108.08	107.55	122.58	121.5	120.14	120.14	0
结转库存	5.19	5.35	8.21	11.92	24.74	14.28	6.99	7.45	5.99	5.99	0
库存消费比	4.94%	4.98%	7.16%	10.46%	22.89%	13.28%	5.70%	6.13%	4.99%	4.99%	0.00%

#### 4.7 中国大豆供需情况分析

当前在盘面榨利始终较差的前提下，国内买船较差，油厂大豆库存虽有转向但并未宽松。二月南美豆逐渐进入市场，上半年国内供应端将持续好转。4月-8月将逐渐进入美豆生长期，天气及种植面积依旧是新作炒作主题。总体上，全年需求端我们认为全年存栏仍处于上升趋势，平均养殖利润较今年下降但仍在成本线上运行，意味着豆粕整体饲料需求有一定保障。全年来看，最大的变数仍然在供应端，若南美丰产预期兑现，那么全球期末库存水平基本奠定。持续关注进口大豆产区天气及产量。

据12月公布的USDA报告显示，国内22/23年度大豆总需求11738万吨，环比上涨4.65%。进口大豆压榨9818万吨，环比上涨4.41%；豆粕现货库存114万吨，环比上涨48.05%。总体来看，22/23年度豆粕供需变量微幅，库存消费比6.76%相对上一年的7.68%有所收敛。

表3:2022-2023年度中国大豆市场年度供需报告（单位：万吨，万公顷）

年度（10/9月）	2021/22			2022/23		
	10月	11月	增减	10月	11月	增减
期初库存	2225	2225	0	1813	1813	0
种植面积	840	840	0	840	840	0
国内产量	1640	1640	0	1980	1980	0
进口量	9161	9161	0	9800	9800	0
总供应量	13025	13025	0	13593	13593	0
压榨用量	9553	9553	0	9974	9974	0
其中：国产大豆	149	149	0	155	155	0
：进口大豆	9404	9404	0	9818	9818	0
出口量	10	10	0	11	11	0
食用量	1550	1550	0	1700	1650	-50
种用及其它	100	100	0	101	101	0
总需求量	11212	11212	0	11785	11735	-50
期末库存	1813	1813	0	1808	1858	50

表4:2022年中国进口大豆市场月度供需报告（单位：万吨）

年份	2022											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
期初库存	237	225	135	185	373	483	479	569	545	510	279	394

进口量	785	409	535	708	867	725	788	717	772	414	800	940
供应量	1023	634	670	893	1241	1208	1268	1285	1316	924	1079	1334
压榨量	775	484	462	495	731	702	674	715	781	624	659	742
其它	23	15	23	24	27	26	25	25	25	20	27	20
需求量	798	499	485	520	758	728	699	740	806	645	685	762
期末库存	225	135	185	373	483	479	569	545	510	279	394	572

## 五、 结论和建议

### （一）研究结论

宏观方面，美欧面临高通胀和低增长的滞胀期，美联储后市有望放缓加息速度。长远来看，未来美元指数若长线趋弱，则对美豆价格仍存在一定支撑。供应端全球焦点集中在南美豆产量，多家机构预估巴西豆丰产奠定远期供应宽松基调。但资金关注点仍在阿根廷，干旱天气限制播种进度提振美豆偏强运行，南美丰产的预期能否兑现直接决定了全球期末库存水平。国内供需面来看，随着大豆集中到港及巴西豆即将上市，供需偏紧格局即将恢复正常水平，远期套利仍需持续关注油厂买船及进口大豆到港变化。需求端预期生猪养殖行业利在明年应该比之今年有所下滑，对饲料的需求支撑有限。总体上，变数仍在供应端，持续关注天气及新作产量。

### （二）操作建议

总体来看，新年度面对供应宽松及美联储加息放缓，豆粕价格或以区间宽幅震荡为主，长线趋势价格重心或将震荡下行。

### 免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。