

2023年3月17日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：郑天

• 从业资格编号 F03095144

邮箱：zhengtian@jinxinqh.com



阿根廷大幅减产背后

内容提要

全球拉尼娜第三年，阿根廷受到巨大打击，大豆产量从逐月至逐周刷新市场的下限，市场目前产量预估在 2500-3000 万区间，全球产量增幅迅速收窄，库消比环比下降。即使巴西大豆丰产覆盖了阿根廷减产的风险，但是目前潜在的极端危机是阿根廷产量是否会继续恶化至 2500 万吨以下。

当前由于巴西大豆丰产后的集中供应以及宏观情绪的扰动，短期外围市场价格出现部分松动，美豆频繁就 1500 美分展开博弈，在巴西大豆销售进入末期叠加美豆新一轮播种即将开始，若美豆播种不及预期是否全球大豆市场或将迎来新一轮的上行。

21/22 年度虽然巴西大豆大幅减产国内进口量环比大幅下降，不过我国受到全球卫生事件影响，呈现供需双弱局面。而今年消费复苏为大概率事件，虽然阿根廷巨幅减产，但巴西的丰产可以很好弥补国内的进口需求，预计国内大豆供应平衡较全球市场相对宽松，内外价格走势或逐渐出现分叉，尤其连粕和 CBOT 豆粕的分化预计较为明显。

操作建议

豆粕逢高沽空

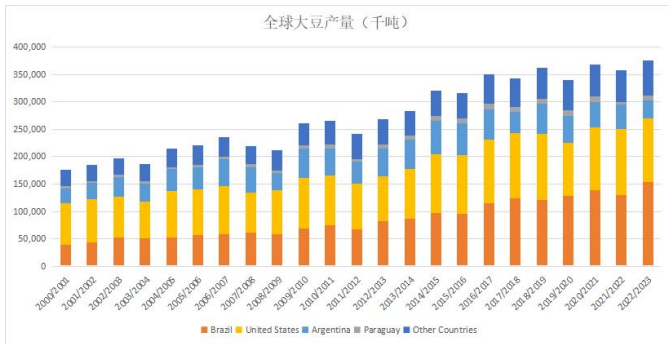
风险提示

阿根廷大豆超预期减产；港口原料到港延迟；生猪存栏回升等。

阿根廷概况

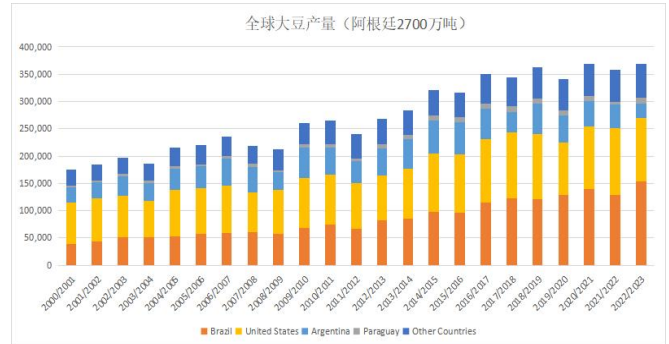
截至目前，布宜诺斯艾利斯谷物交易所：阿根廷 2022/23 年度大豆产量预计为 2500 万吨；阿根廷罗萨里奥谷物交易所：将阿根廷 2022/23 年度大豆产量预估从 3450 万吨大幅下修至 2700 万吨。虽然 USDA3 月的月度供需报告中阿根廷产量预估为 3300 万吨，但是相较 2 月的 4100 万吨，单月下调 800 万吨已经超出了 USDA 的“常规操作”。回想去年 10 月市场预估阿根廷产量还在 5000 万吨上方。我们不得不重新审视一下全球大豆平衡表，几个月前我们依旧认为全球大豆供应将相对充足，但阿根廷的减产预示着全球大豆平衡的收紧。

图 1：全球大豆产量（USDA）



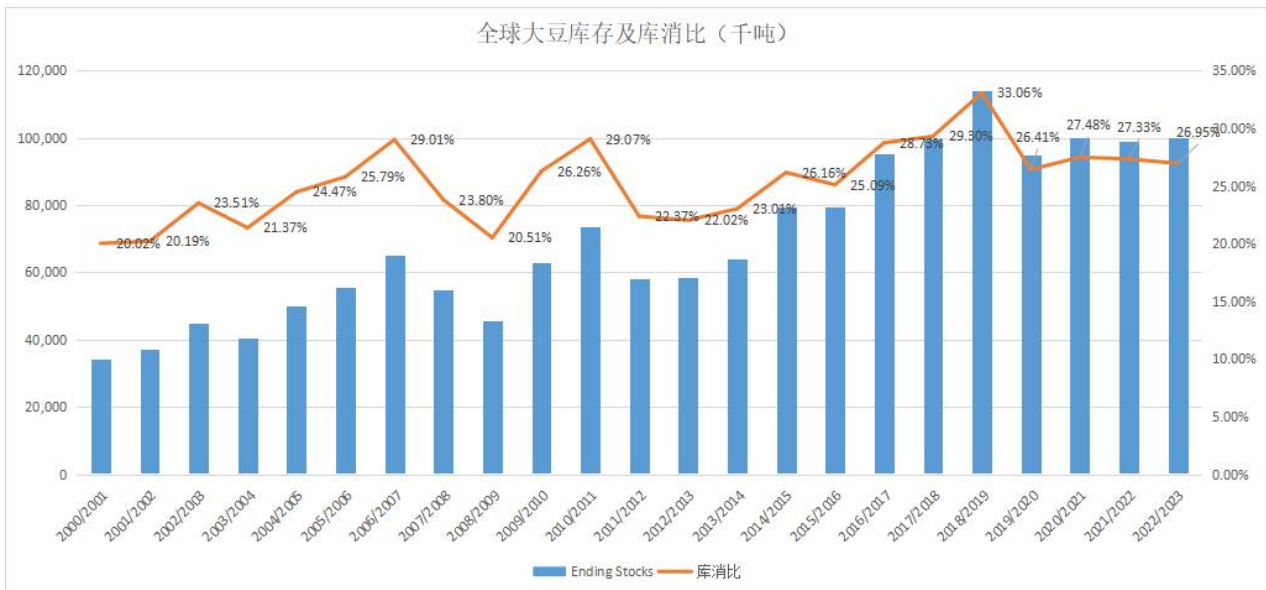
资料来源：USDA，优财研究院

图 2：全球大豆产量（阿根廷 2700 万吨）



资料来源：USDA，优财研究院

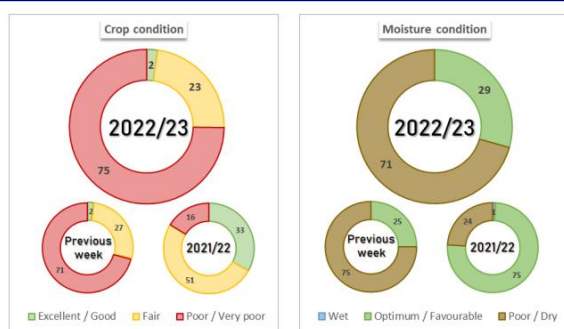
图 3：全球大豆库消比



资料来源：USDA，优财研究院

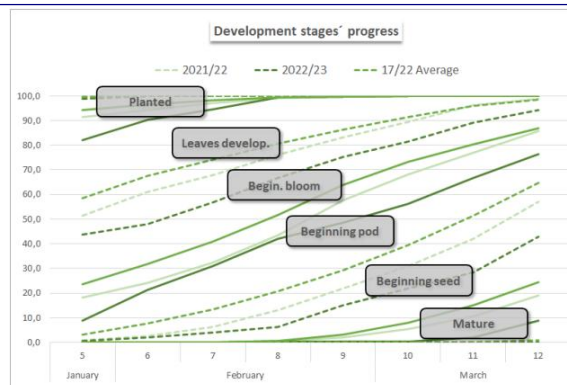
虽然 USDA 目前将阿根廷产量维持在 3300 万吨的预估，但是 3000 万吨以下的实际产量几乎是市场心知肚明的事实了，以目前的趋势看很有可能减产至 2700 万吨以下，布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 3 月 16 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 75（上周为 71%，去年 16%）；一般为 23（上周 27%，去年 51%）；优良为 2%（上周 2%，去年 33%）；土壤水分 71%处于短缺到极度短缺（上周 75%，去年 24%）；29%处于有益到适宜（上周 25%，去年 75%）。今年阿根廷大豆产量或许是 2000/01 年度以来最低值。全球大豆产量或低于 3.7 亿吨，仅较去年同比高出 1000 万吨左右，这也是国内外大豆及副产品价格自始至终表现较强的原因。

图 4：阿根廷大豆优良率及土壤状况



资料来源：布交所，优财研究院

图 5：阿根廷大豆生长阶段



资料来源：布交所，优财研究院

当前的支撑

目前除了阿根廷巨幅减产给予盘面支撑外，另一方面的支撑在于美国的旧作结转库存及新作的播种预期。

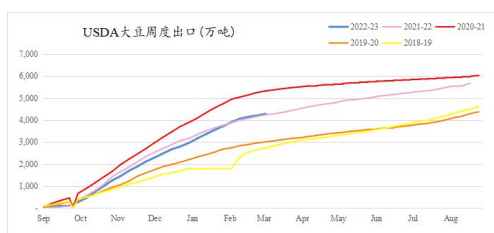
关于旧作库存，最新的 USDA 月报显示，美国 2022/2023 年度大豆产量预期 42.76 亿蒲式耳；压榨量预期 22.2 亿蒲式耳；出口量预期 20.15 亿蒲式耳；大豆期末库存预期 2.1 亿蒲式耳，2 月预期为 2.25 亿蒲式耳，环比下调 0.15 亿蒲式耳。在 11 月底 EPA 公布了 2023 年可再生燃料掺混义务从 2022 年的 206.3 亿加仑增加到 208.2 亿加仑，仅仅增加 1.9 亿加仑，其中豆油增加的消耗量于 USDA 此前预估大相径庭。当时引发美豆油跌停，市场对于美豆压榨量预期下修，期末库存预期上升，但是 USDA 在 1 月大幅下修 0.7 亿蒲产量给了市场意外一击，从而使美豆平衡表再次收紧。虽然近期 USDA 在连续下修美豆压榨量，NOPA 的 1-2 月压榨量也相继低于预期，但由于阿根廷的减产美豆出口的潜在需求在被挖掘，甚至出口需求的增量要高于压榨的削减量，我们在美豆出口数据中也可以看出今年的出口表现并不差，仅次于 2020/21 年度，与 21/22 年度持平，出口销售量也只是低于前两年水平，美豆期末库存若跌破 2 亿蒲，将对未来的美豆价格有较大的上升动力。

图 6: USDA 美豆平衡表 (3 月)

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Feb	2022/23 Proj. Mar
			<i>Million Acres</i>	
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.3	86.3
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	49.5	49.5
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,276	4,276
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,566	4,566
Crushings	2,141	2,204	2,230	2,220
Exports	2,266	2,158	1,990	2,015
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	1	18	19
Use, Total	4,504	4,464	4,340	4,355
Ending Stocks	257	274	225	210
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.30	14.30

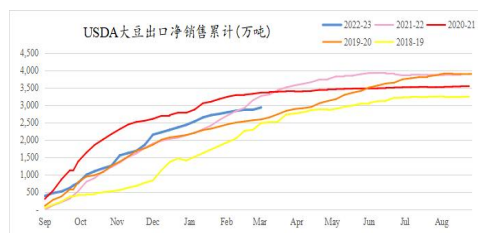
资料来源: USDA, 优财研究院

图 7：美豆周度出口累计



资料来源：USDA，优财研究院

图 8：美豆出口净销售累计



资料来源：USDA，优财研究院

另一方面的支撑来自新作美豆的种植展望，2月 USDA 展望论坛数据：美国 23/24 年度大豆种植面积展望 8750 万英亩，低于市场预计的 8860 万英亩，产量预计 45.1 亿蒲式耳，低于市场预期 45.15 亿蒲式耳，期末库存预计 2.9 亿蒲式耳，低于市场预期 3-3.2 亿蒲式耳。虽然展望论坛的数据往往与最终种植数据有所差距，但是展望面积不如预期也一定程度反应了下一年度美豆供需平衡或也不这么宽松的局面，叠加近期美豆/美玉米比价开始不断走低，若价格趋势持续也将会在种植前期使农民更偏向种植玉米。

图 9：CBOT 大豆玉米比价



资料来源：IFIND，优财研究院

当前的压力

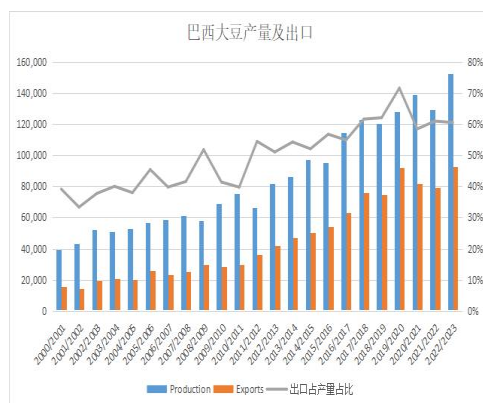
我们注意到近期美豆价格从上周中开始有了一波明显的下跌，短期的压力首先来自于近期市场黑天鹅事件的压力，在硅谷银行和瑞士信贷接连爆雷后，美国中小银行也相继出现挤兑，市场恐慌情绪上升整体价格重心承压，这在此我们不做过多赘述。基本面上的压力来自于巴西大豆的丰产及近期收割后开始集中装运，今年拉尼娜气候对巴西大豆并没造成不利影响，市场预期巴西大豆今年产量在 1.48-1.53 亿吨区间，虽然有 500 万吨差距，但基本是一个量级的。我们以历史的巴西大豆产出和出口数据得出巴西大豆每年产量的 60%-70%用于出口，虽然目前 USDA 预估巴西大豆今年出口占产量约 61%，但由于今年巴西大豆玉米丰产，巴西库容有限，巴西必须在当下玉米收割之前尽量的抛售大豆，叠加阿根廷大幅减产有进口大豆的需求，所以我们认为巴西大豆今年出口将占据产量的 65%甚至 70%左右水平。Conab：截至 3 月 11 日收割进度 53.4%，其中马托格罗索州收割进度达 94.7%，收割进入后半期，抛售的压力将越来越大，目前巴西年度销售进度不足 40%，一般当巴西销售进度过 60%后压力将逐渐趋缓，约还需 1-1.5 个月时间，所以近期美豆价格将存在一定的压力。

图 10：巴西大豆收割进度

Estado	Semana até:		
	2022		2023
	12/Mar	4/Mar	11/Mar
Tocantins	72.0%	50.0%	80.0%
Maranhão	44.0%	33.0%	41.0%
Piauí	20.0%	15.0%	23.0%
Bahia	30.0%	12.0%	21.0%
Mato Grosso	95.4%	90.3%	94.7%
Mato Grosso do Sul	90.0%	34.0%	58.0%
Goiás	84.0%	58.0%	72.0%
Minas Gerais	65.0%	39.8%	54.9%
São Paulo	65.0%	30.0%	40.0%
Paraná	54.0%	20.0%	33.0%
Santa Catarina	41.0%	2.0%	4.0%
Rio Grande do Sul	6.0%	0.0%	0.0%
12 estados	63.1%	43.9%	53.4%

资料来源：CONAB，优财研究院

图 11：巴西大豆产量及出口



资料来源：USDA，优财研究院

国内情况

全球大豆平衡收紧是否意味国内大豆平衡收紧？从我国进口大豆分国别的占比可以得知我国进口大豆约 60%-70%来自巴西，今年巴西丰产叠加抛售压力，预计国内进口将更偏向巴西，以国内今年进口大豆 9600 万吨预计，我国今年进口巴西大豆可能将达到 6500 万吨，剩余约 3000 万吨依托于美国、阿根廷及其他国家，巴西丰产可以很大程度覆盖国内的需求，所以预计国内进口大豆并不会受到太大全球大豆平衡收紧的影响。

需求端来看，虽然今年我国处于公共卫生事件后的恢复年度，但去年 4 季度至今年一季度全国大面积感染及春节后至今消费复苏速度偏慢，国内大豆压榨量预计放缓，3 月的 USDA 将中国 22/23 年度大豆压榨量从 9400 万吨下调至 9200 万吨也合情合理，另外近期国内出现部分油厂豆粕涨库以及部分油厂暂时缺豆停机检修的情况，国内大豆压榨量连续数周下滑，不排除国内今年大豆压榨进一步减少的情况。

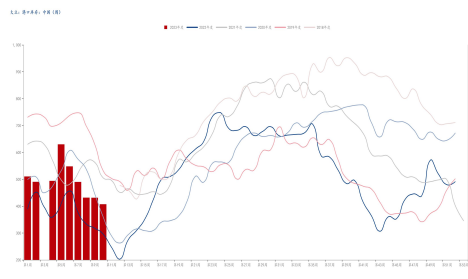
从终端需求看来，作为大豆主产品的豆粕需求也在近期表现疲软，由于生猪价格的不断走低，豆粕需求被大量替代，另外国内生猪受到非瘟影响感染较严重，出栏正在加速，近日农业农村部发布数据显示，截至 2023 年 1 月末能繁母猪存栏为 4367 万头，相当于正常保有量的 106.5%，处于黄色区域，环比下降 0.5%，为 2022 年 5 月份以来首次环比下降，预计下降趋势将持续至 3-4 季度。近期的豆粕提货量也可以明显反映出需求的疲软，国内豆粕在逐渐走向供大于求的状态。

图 12：国内进口巴西大豆占比



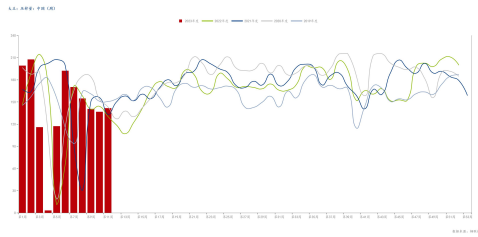
资料来源：IFIND，优财研究院

图 13：全国进口大豆港口库存



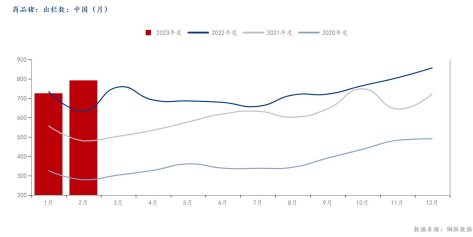
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 14: 全国大豆压榨量 (周度)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 15: 商品猪出栏数



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 16: 全国豆粕提货量



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

后市展望

总结来看国内大豆依托于巴西大豆的丰产, 整体平衡表同比去年和国际大豆平衡表都相对宽松, 在 4 月大豆大量到港后国内暂时的缺豆状况将缓解, 一定程度上国内外价格走势将分叉, 尤其是针对大豆主产品豆粕而言, 供应增加需求减弱的情下, 豆粕中长期偏弱看待, 而国际大豆下方支撑较强, 每次美豆粕反弹致使国内豆粕价格反复的情况都是比较好的逢高沽空的机会。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>