

农产品 粕类

策略研究 · 年报

中国国际期货·研发产品系列 2022 年 12 月 30 日星期五

供给稳步恢复 粕类震荡下跌

内容摘要:

预计 2023 年豆粕期货价格运行区间为【3300, 4200】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。关注进口量阶段增加下供给冲击，下游需求变化，政策调控预期等。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计 2023 年菜粕期货价格运行区间为【2300, 3600】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于 2022 年高点。可参考豆粕期货波动，菜粕走势要远弱于豆粕。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

中期研究院

www.cifco.net

吴媛瑾

投资咨询号

Z10010184

目 录

一、2022 年豆粕、菜粕市场回顾	3
二、 豆粕基本面分析	4
1、价格	4
2、供需分析	6
3、生产成本利润	13
4、价差分析	14
5、下游相关	15
三、 菜粕基本面分析	17
1、价格	17
2、供需分析	18
四、观点总结及操作策略	20

一、2022 年豆粕、菜粕市场回顾

2202 年豆粕期货主力合约期价区间运行【3000-4600】，1-3 月，8 月下旬至 12 月上旬，是豆粕期价主要上涨周期，其他时间段豆粕期价窄幅区间整理。1-3 月，南美干旱天气炒作，俄乌局势对助推美豆上涨，进口大豆延迟到港，油厂断豆停机使得开机率低位运行，豆粕期价从 3000 元/吨低位快速上涨至年度高点 4400 元/吨一带。4-7 月，豆粕期价震荡整理。人民币贬值，进口大豆到港量回升，5 月进口大豆拍卖利空，豆粕需求平淡，6 月油厂豆粕胀库，都使得豆粕期价走势疲弱且沉闷。8-12 月，国内散点疫情扰动，下游养殖需求好转，豆粕库存紧张，10-11 月大豆到港量少，豆粕期货深度贴水现货。

2202 年菜粕期货主力合约期价区间运行【2500-4500】，1-3 月是菜粕期价主要上涨周期，4-7 月是菜粕期价主要上涨周期，8-12 月菜粕期价窄幅区间整理。菜粕上涨周期，也受到豆粕上涨的带动，也有菜粕供需偏紧的影响。菜粕期价弱势下跌，供需回归常态，定价合理回归。

图1-1：豆粕期货价格历史走势

图1-2：菜粕期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院

二、豆粕基本面分析

1、价格

图2-1：主要油厂豆粕成交价（元/吨）

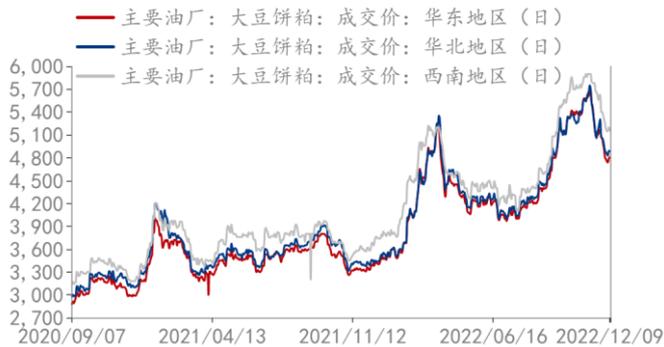
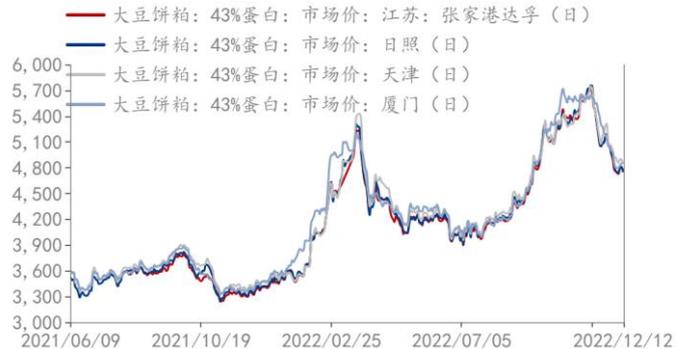


图2-2：贸易商销售豆粕主流价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-3：豆粕地区价差（元/吨）

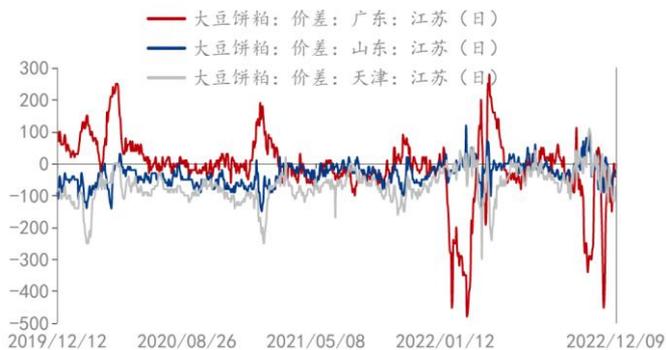
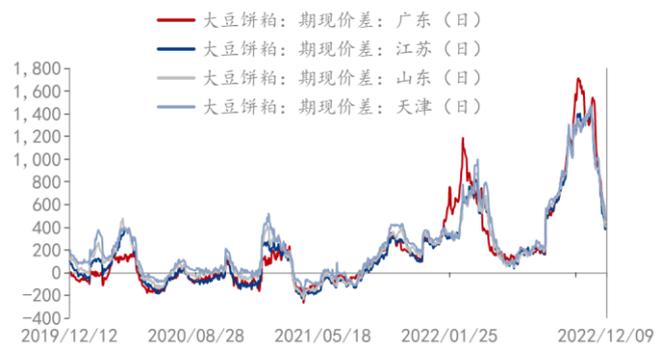


图2-4：豆粕期现基差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，8月下旬至12月上旬，豆粕现货价格上涨，其他时间段豆粕现货价格窄幅区间整理。广东-江苏豆粕地区价差在2022年第一季度、第四季度，短期内巨幅波动，且创造近3年极值。豆粕期现基差在2022年第一季度、第四季度，短期内巨幅波动，且创造近3年极值。

图2-5：豆粕01合约基差 (元/吨)



图2-6：豆粕05合约基差 (元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-7：豆粕09合约基差 (元/吨)



图2-8：欧洲豆粕价格-布交所 (美元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

豆粕 01、05、09 合约基差在 2022 年第四季度波动剧烈创近两年极值。

2022 年第 4 季度，在供应紧张影响下，现货基差维持坚挺态势，豆粕近月合约走势仍旧偏强运行。

图2-9：豆粕价格-USDA (美元/短吨)

图2-10：豆粕FOB价格-布交所 (美元/吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

国际豆粕价格在 2022 年也是呈现出上涨的态势，且 2022 年第一季度涨幅较大，奠定全年涨价的主基调。

进口大豆方面，2022 年 12 月巴西政局紧张，阿根廷大豆播种面临干旱，国际植物油价格走强，支撑国际大豆价格重心上移，加上国际海运费价格持续上涨，人民币对美元汇率中间价不断走低，进口大豆到港成本持续增加。

2、供需分析

图2-11：世界大豆供需平衡表 (百万吨)

世界大豆供求平衡表 (单位: 百万吨)											
项目	14/15*	15/16*	16/17*	17/18*	18/19*	19/20*	20/210*	21/22*	22/23*		
									11月	12月	变化
期初库存	61.65	77.9	80.41	94.8	98.6	115.24	94.73	100.03	94.67	95.59	0.92
产量	319.6	313.77	349.31	342.09	360.26	339.97	368.52	355.61	390.53	391.17	0.64
进口量	124.36	133.33	144.22	153.23	144.61	165.12	165.54	157.14	166.28	166.21	-0.07
总供给	505.61	525	573.94	590.12	603.47	620.33	628.79	612.78	651.48	652.97	1.49
压榨量	264.07	275.15	287.28	294.61	297.27	312.31	315.43	314.78	329.28	329.32	0.04
国内需总量	301.85	313.94	330.78	338.03	342.65	358.32	363.76	363.38	380.17	380.88	0.71
出口	126.22	132.56	147.5	153.08	148.3	165.17	164.99	153.82	169.14	169.38	0.24
总需求	428.07	446.5	478.28	491.11	490.95	523.49	528.75	517.2	549.31	550.26	0.95
结转库存	77.53	78.5	95.65	99.02	112.52	96.84	100.03	95.59	102.17	102.71	0.54
库存消费比	18.11%	17.58%	20.00%	20.16%	22.92%	18.50%	18.92%	18.48%	18.60%	18.67%	0.07%

资料来源：USDA，大商所，中期研究院

图2-12：中国大豆供需平衡表（万吨）

中国大豆供需平衡表				
	2020/21	2021/22 (12月估计)	2022/23 (11月预测)	2022/23 (12月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	9882	8400	9933	9933
收获面积	9882	8400	9933	9933
公斤公顷 (kg per hectare)				
单产	1983	1952	1961	1961
万吨 (10000 tons)				
产量	1960	1640	1948	1948
进口	9978	9160	9520	9520
消费	11326	10797	11287	11287
压榨消费	9500	9054	9477	9477
食用消费	1420	1355	1432	1432
种子用量	76	88	78	78
损耗及其它	330	300	300	300
出口	6	10	15	15
结余变化	606	-7	166	166

资料来源：农业农村部，中期研究院

美国农业部 12 月月度供需报告显示，预计 2022/23 年度全球油籽产量减少 120 万吨至 6.444 亿吨，葵花籽、油菜籽、棕榈仁和棉籽产量下降，仅部分被大豆产量上升所抵消。全球葵花籽产量减少，主要源于俄罗斯和乌克兰的收获预期降低。加拿大油菜籽产量下降 50 万吨至 1900 万吨。印度尼西亚 2021/22 年度棕榈仁和棕榈油产量下降，主要是因为出口限制和气候条件所致。印度尼西亚 2022/23 年度棕榈油产量减少 100 万吨至 4550 万吨。

美国农业部 12 月月度供需报告显示，上修 2022/23 年全球大豆产量及消费预期，产需盈余量较前值有所收窄。由于印度和乌克兰产量增加，上修 2022/23 年全球大豆产量预期 64 万吨至 3.9 亿吨，较上年度增长约 10%。上修全球大豆消费预期 71 万吨至 3.81 亿吨，较上年度增长约 4.1%，预计 2022/23 年全球大豆产需盈余 1029 万吨，但

盈余量较前值有所收窄；预计 2022/23 年全球大豆期末库存约 1 亿吨，对应 2022/23 年度期末库销比约 27%，较前值扩大约 0.1 个百分点，较上年度增加约 0.7 个百分点，全球大豆供需格局有所改善。后期建议关注天气对南美主产国的影响。

豆粕供需方面，近五年，大豆进口依赖度持续居于 80% 一线，进口大豆的到港情况影响豆粕局地供给，从而对豆粕定价产生影响，2022 年多数时间的豆粕行情也是沿着进口大豆到港情况来展开的。大豆到港量数据、南美大豆发运量、美豆出口量，都可参考研报中对应图表，再此就不展开赘述。

图2-13: 大豆到港量 (万吨)

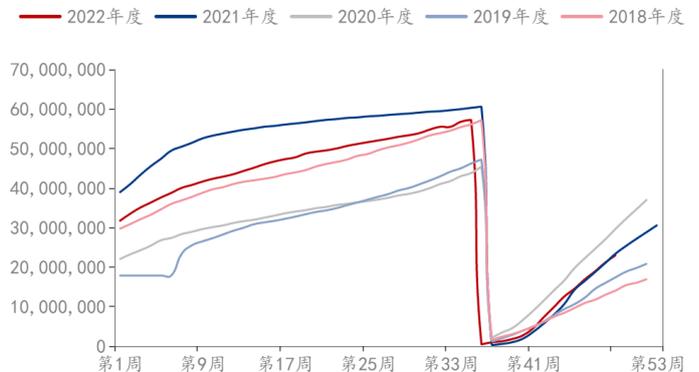
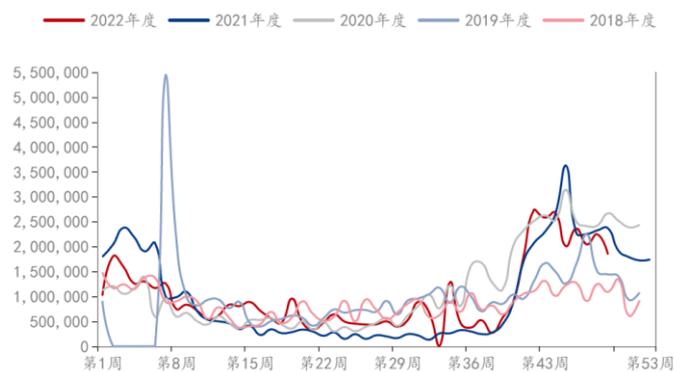
图2-14: 南美大豆发运量 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-15: 美大豆出口数量 (公吨)

图2-16: 美豆作物年度累计出口量 (公吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

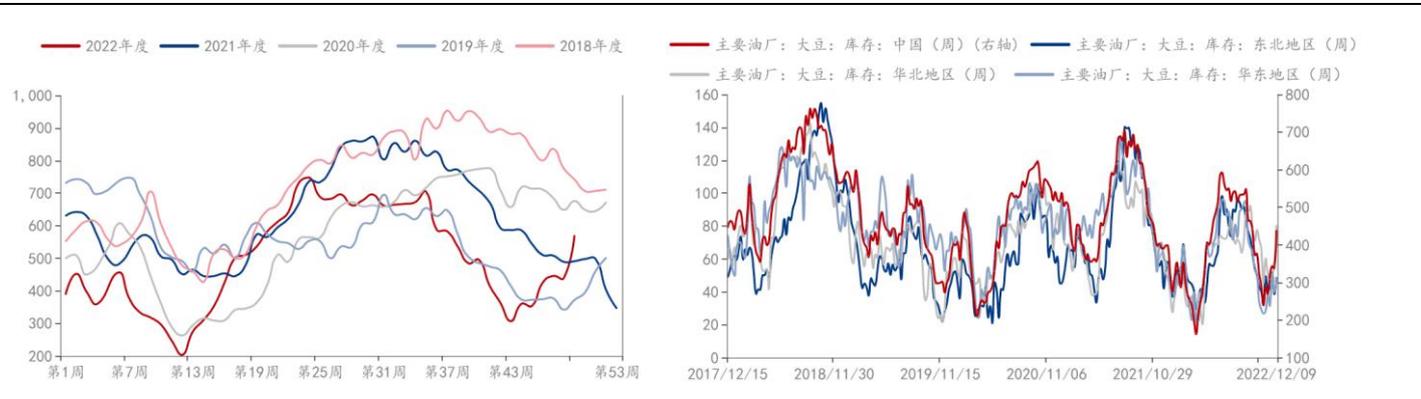
2022 年 3 月末，10 月末，港口大豆库存处于近 5 年低位，港口大豆低位运行引发

特定时间特定区域豆粕供给紧张。2022 年主要油厂大豆库存年度低点跟港口大豆库存低点基本一致。

2022 年豆粕的月度产量相比前 2 年同期，出现一定程度下降，在下游养殖利润转好的条件下，豆粕涨价情况出现情况较多。2022 年第四季度猪价虽有所回落，但仍处于高价区间，生猪养殖利润良好，在丰厚的利润下养殖规模稳定，下游刚需尚可。

图2-17：大豆港口库存 (万吨)

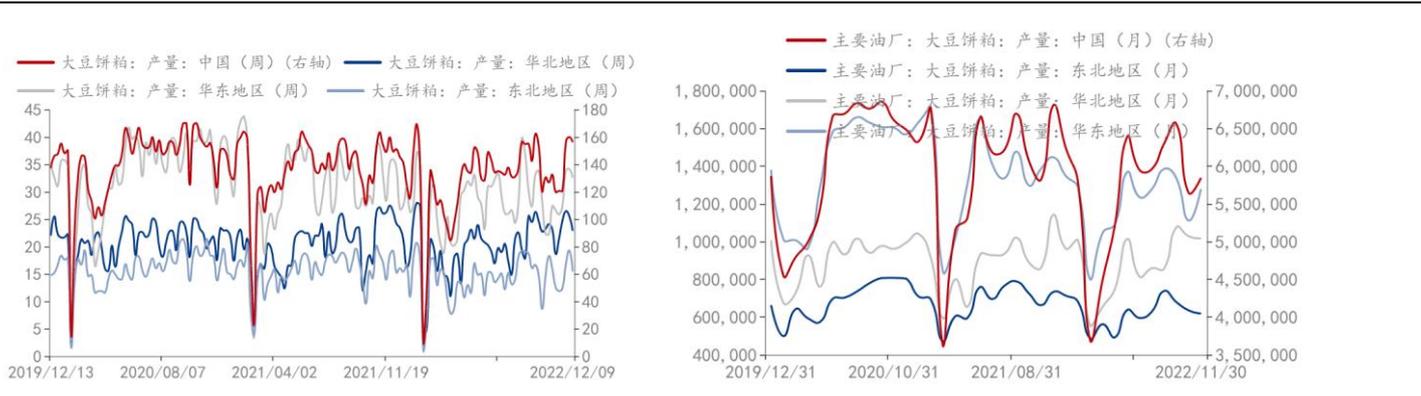
图2-18：主要油厂大豆库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-19：中国油厂豆粕产量 (周度) (万吨)

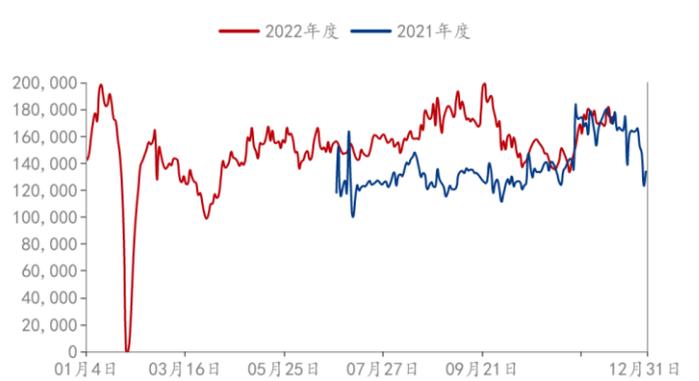
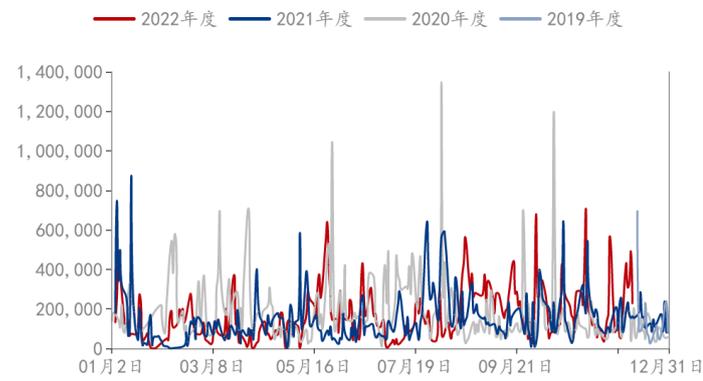
图2-20：中国油厂豆粕产量 (月度) (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-21：主要油厂豆粕成交量（吨）

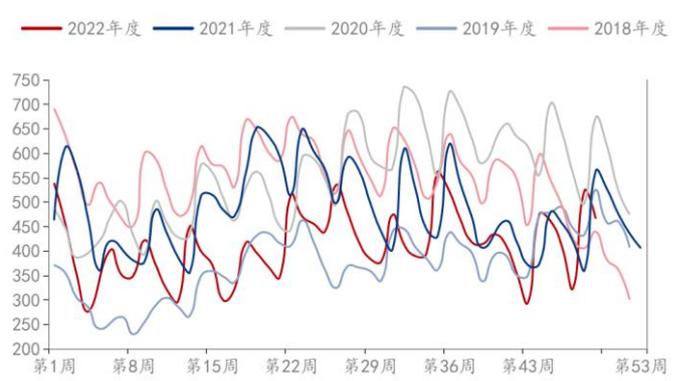
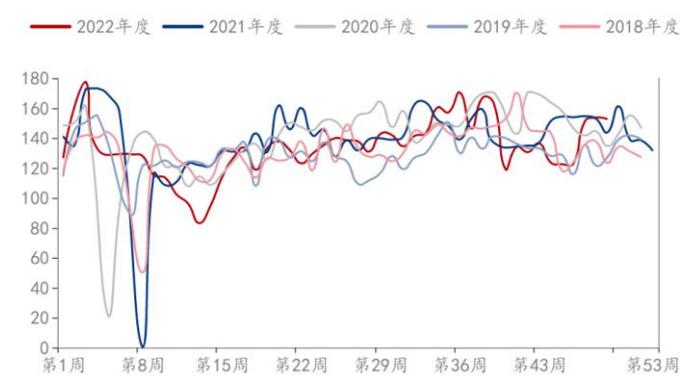
图2-22：主要油厂豆粕提货量（吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-23：豆粕表观消费量（万吨）

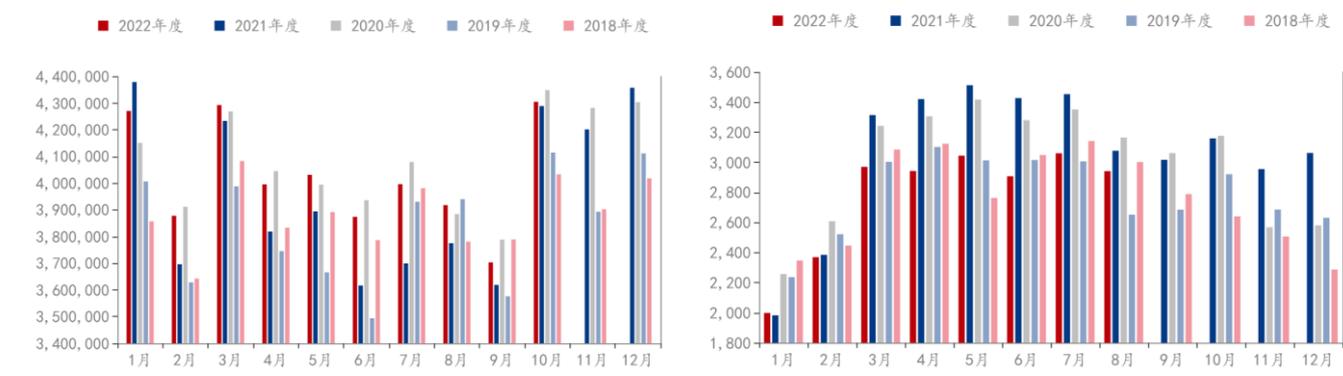
图2-24：主要油厂豆粕未执行合同量（吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

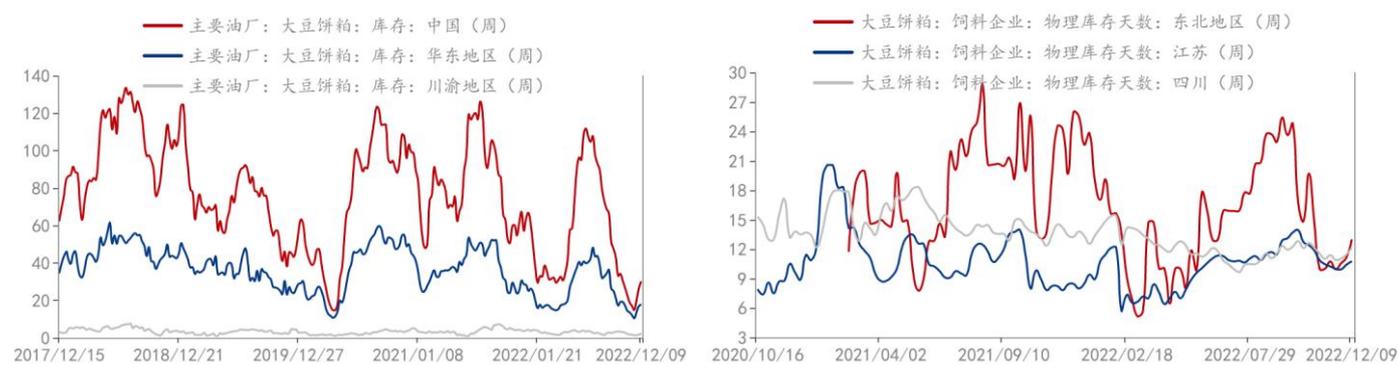
10月进口大豆历史同期水平低位，延期到11月上旬，全国油厂开机不及预期，断豆停机现象较多，豆粕产出明显跟不上消费量，大豆库存和豆粕库存降至今年低位。11月下旬进口大豆紧张到港，油厂开机陆续回升，大豆压榨量逐步恢复正常水平。

图2-25：美国大豆饼粕产量-NOPA（短吨） 图2-26：巴西主要油厂豆粕产量-Abiove（千吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-27：中国油厂豆粕周度库存（万吨） 图2-28：中国饲企豆粕物理库存天数（天）



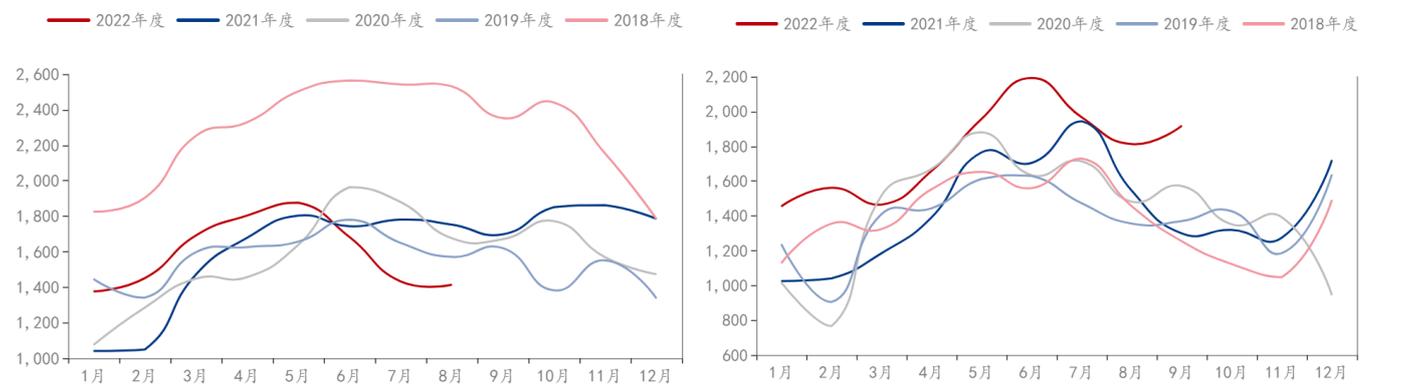
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年油厂豆粕库存相比前 3 年同期也是略低，且较低位库存持续时间长。受 10 月密西西比河水位偏低影响，国内 11 月大豆到港有部分量可能延迟到 12 月，国内大豆供应恢复仍需时间。目前国内豆粕库存处于历史低位水平，在大豆到港后移预期下，油厂豆粕建库短期无望。

饲料企业库存进入 2022 年第 4 季度后，处于较低水平，且持续了一段时间。

图2-29：巴西豆粕库存-Abiove (千吨)

图2-30：巴西豆粕出口数量-Abiove (千吨)

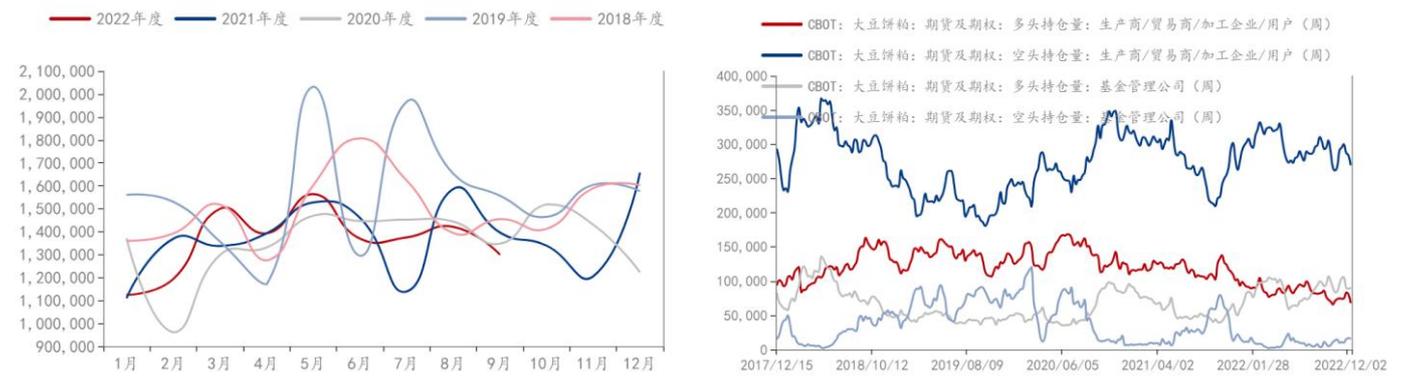


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年下半年美国、巴西豆粕月度库存处于近5年低位水平。

图2-31：欧盟豆粕进口数量 (公吨)

图2-32：CBOT豆粕企业持仓 (手)



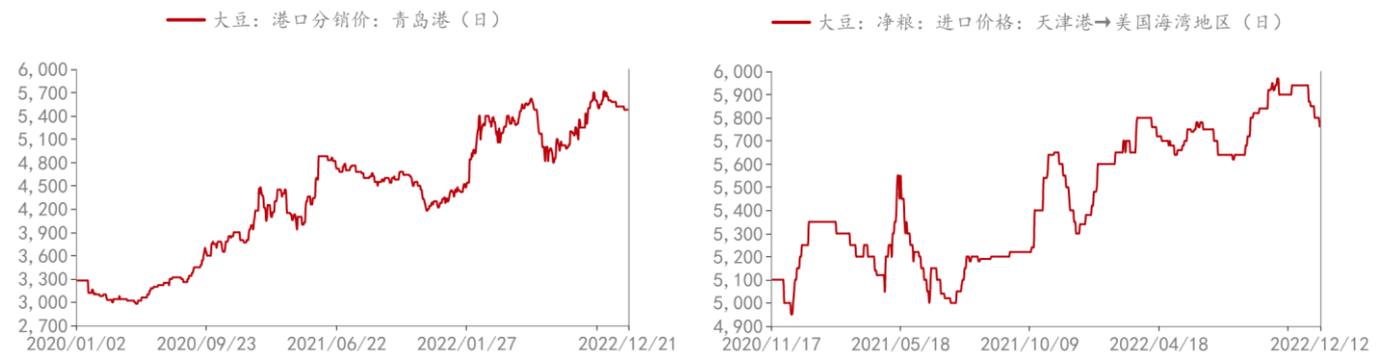
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年欧盟豆粕进口量整体处于低位运行。CBOT豆粕持仓方面，生产型企业空头持仓量全年窄幅波动，企业风险管理、卖出套期保值意愿明显。

3、生产成本利润

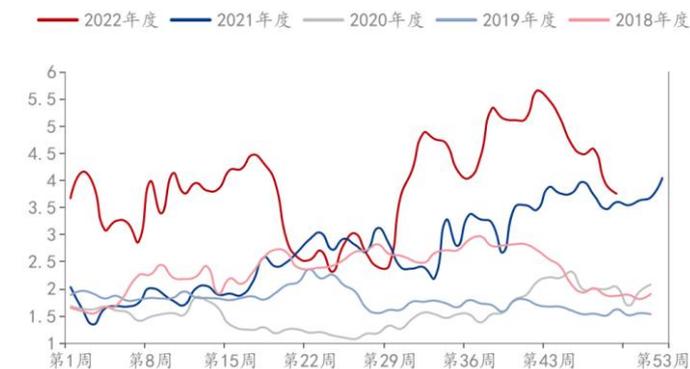
图2-33：进口大豆港口分销价-青岛港（元/吨）

图2-34：大豆到港价（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图2-35：美国大豆压榨利润（美元/蒲式耳）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年进口大豆价格逐月上涨，全年以涨价为主基调。从汇率角度来看，美元指数维持强势，人民币汇率近期再度大幅贬值，对于国内粕类而言，2022 年四季度进口大豆成本端较为坚挺。

美国大豆压榨利润 10 月进入历史同期高位水平，11 月开始压榨量逐步减少，而豆油库存升至四个月高位。展望未来美豆超高压榨利润回归常态概率较大。

4、价差分析

图2-36: 豆菜粕价差-华东 (元/吨)



图2-37: 豆粕花生粕价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-38: 豆粕棕榈粕价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

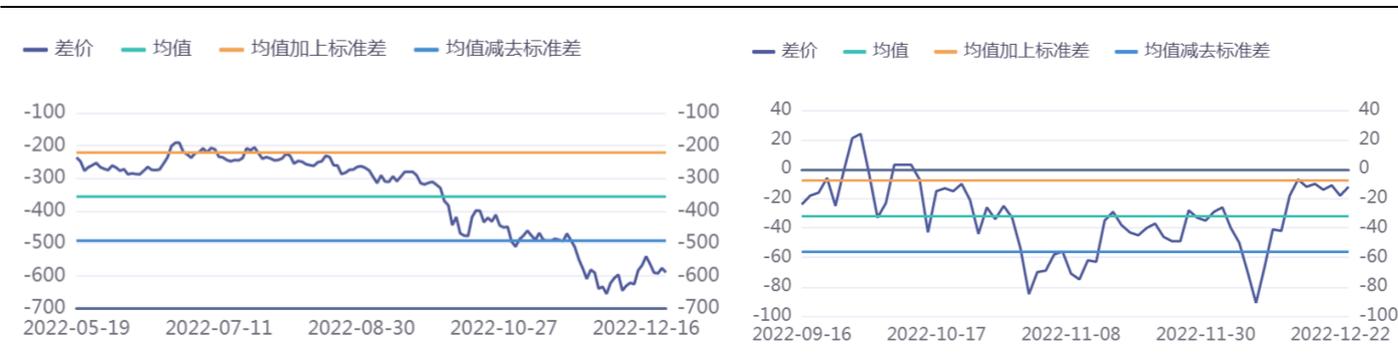
豆菜粕价差, 在 2022 年 3 月, 第 4 季度快速剧烈变动, 为跨品种套利者提供一定交易机会, 也有剧烈波动的风险。从性价比方面考虑, 在前期豆菜价差扩大至 2000 元/吨附近时, 下游饲料企业减少豆粕用量, 增加菜粕用量, 因此抑制豆菜价差继续扩大, 后续豆粕现货仍有下跌空间, 因此广西豆菜粕价差以缩窄思路对待。

豆粕花生粕价差, 在 2022 年 3 月, 第 4 季度快速剧烈变动。豆粕的涨跌幅度要远大于花生粕, 花生粕大体走势跟随豆粕波动。

豆粕棕榈粕价差走势跟随豆粕现货波动，棕榈粕价格较低且波动幅度较小。

图2-39：M2301, M2305价差 (元/吨)

图2-40：M2305, M2309价差 (元/吨)



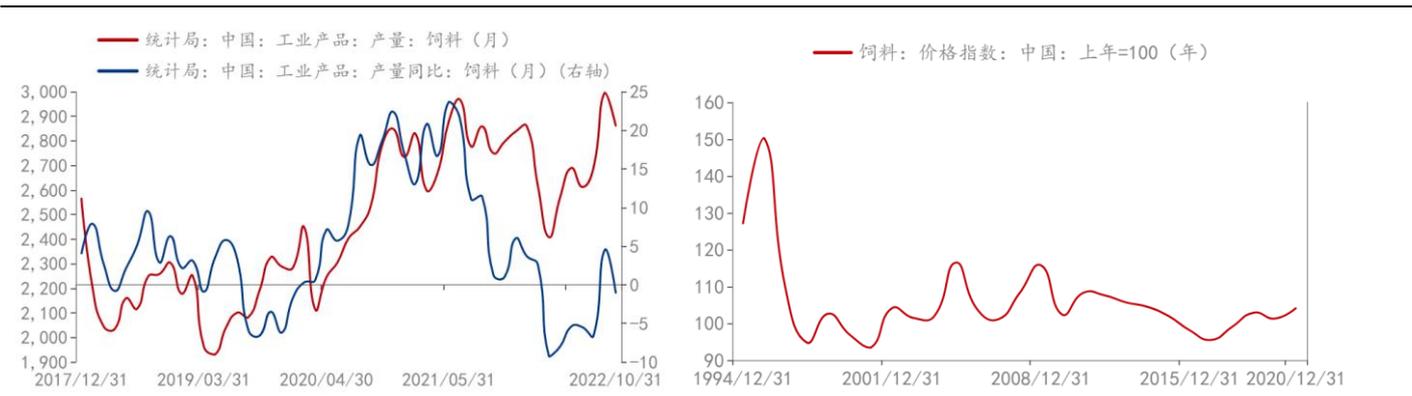
资料来源：ifind，中期研究院

豆粕 01-05 合约价差自 2022 年 7 月至今逐步扩大，在第 4 季度还有进一步扩大，临近 M2301 合约交割月，但豆粕 01-05 合约价差依旧处于极值一带，短期回归均值难度仍大。豆粕 05-09 合约价差自 2022 年 9 月至今窄幅运行，暂无套利机会。

5、下游相关

图2-41：中国饲料产量 (万吨，百分比)

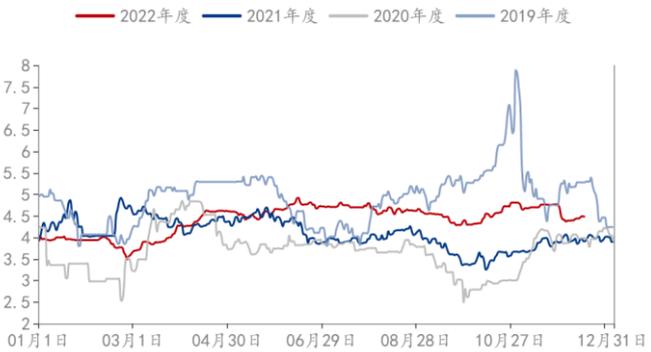
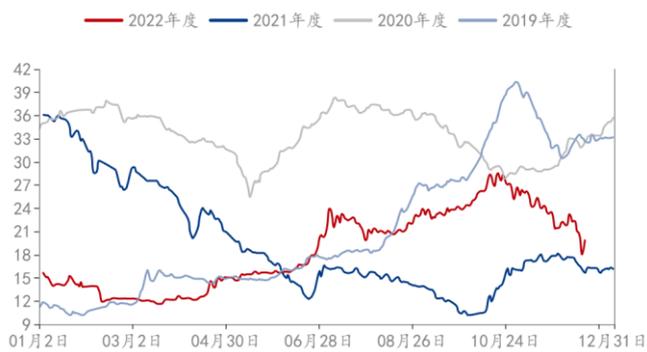
图2-42：中国饲料价格指数 (上年=100)



资料来源：钢联数据，中期研究院

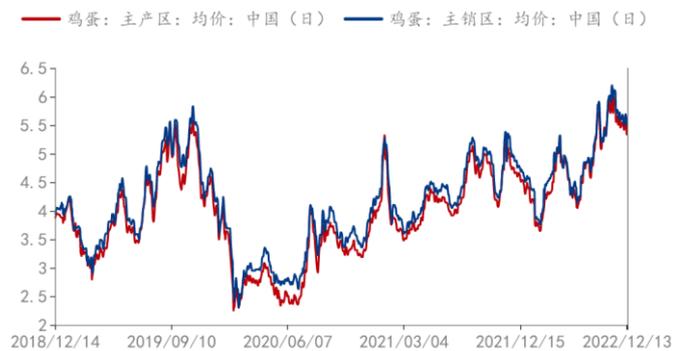
图2-43: 商品猪出栏均价-河南 (元/公斤)

图2-44: 白羽肉鸡毛鸡成交价 (元/斤)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-45: 鸡蛋价格 (元/斤)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

饲料方面, 2022年1-10月, 全国工业饲料产量累计共24252万吨, 同比去年减少107万吨, 减幅0.4%。2022年饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比不断优化提升; 配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比不断优化下降。从饲料价格指数上来看, 未来饲料价格仍存恢复上涨动能, 建议相关企业做好相应的应对工作。

2022年第4季度, 饲料原料端如豆粕因进口大豆将逐步到港, 进口大豆价格重心有所下调, 与此同时冬季腌腊灌肠等活动逐步启动, 猪肉价格下降对猪肉需求有增加预期, 将提振全国饲料产量。

2022年下半年猪价稳步上涨, 生猪养殖利润走好, 惜售压栏有利于饲料需求恢复

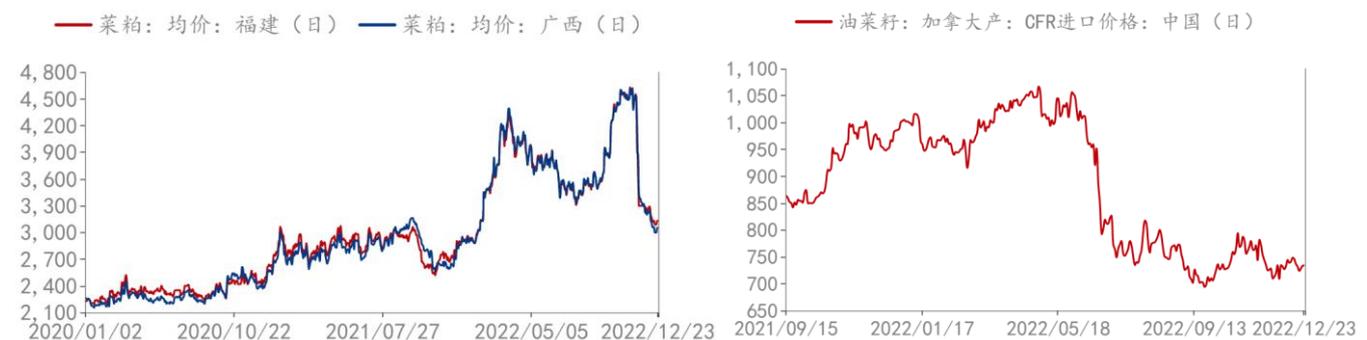
增长，一定程度利好饲料消费。白羽肉鸡价格 2022 年全年波动较小，鸡蛋价格 2022 年全年以上涨为主，拉动禽类饲料价格。

三、菜粕基本面分析

1、价格

图3-1：菜粕均价（元/吨）

图3-2：油菜籽CNF价格（美元/吨）



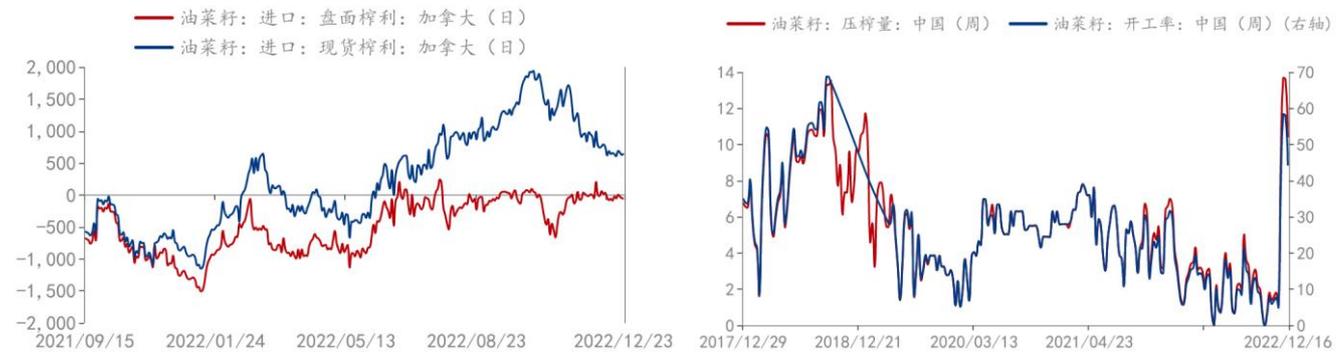
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，7月下旬至10月下旬，菜粕现货价格上涨。2022年4-7月，菜粕价格下跌幅度可控且持续之间较长。2022年11月至12月菜粕现货价格快速下跌，12月下存跌至2022年元旦低点一线。2022年6月至今，油菜籽CNF价格持续位于700-750美元/吨一线弱势运行。

2、供需分析

图3-3：进口菜籽压榨利润（元/吨）

图3-4：油菜籽压榨量，开工率（万吨，%）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-3月，5-10月，进口菜籽现货榨利持续走好。2022年10-12月底，压榨利润有所走差。进口菜籽盘面榨利，持续都是亏损，2022年表现都比较差。

图3-5：油菜籽进口量（吨）

图3-6：主要油厂油菜籽库存（万吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

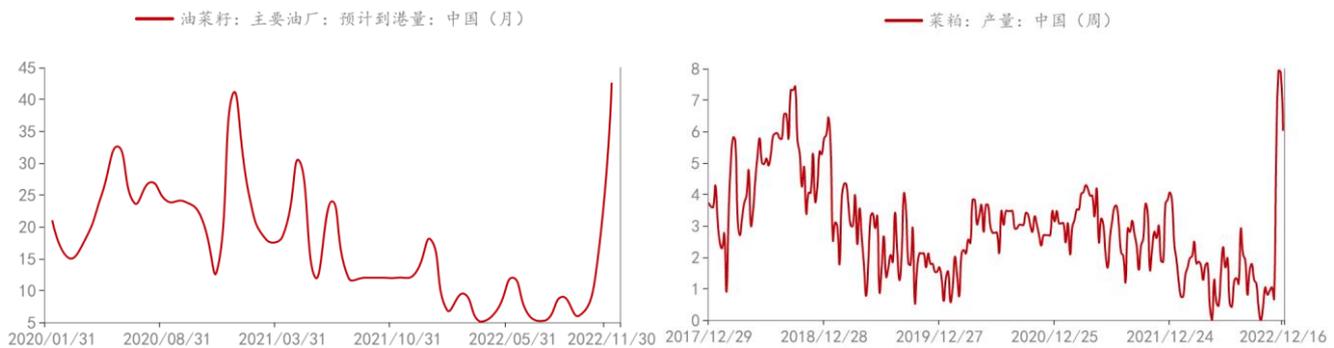
加拿大是全球第一大菜籽出口国，由于旧作加拿大菜籽大幅减产30%以上，旧作全球菜籽供应紧张，加拿大也是国内进口菜籽主要来源国，旧作加拿大菜籽进口利润持续较差，导致2022年1-10月，进口菜籽量持续低位运行。

2022年11月我国油菜籽进口数量创年内新高，达到47.66万吨。2022/2023年度

新作菜籽大幅增产，加拿大增产超 40%，新作菜籽供应充足。从 11 月开始，国内已经有新作菜籽陆续到港。

图3-7：油菜籽预计到港量 (万吨)

图3-8：菜粕产量 (万吨)

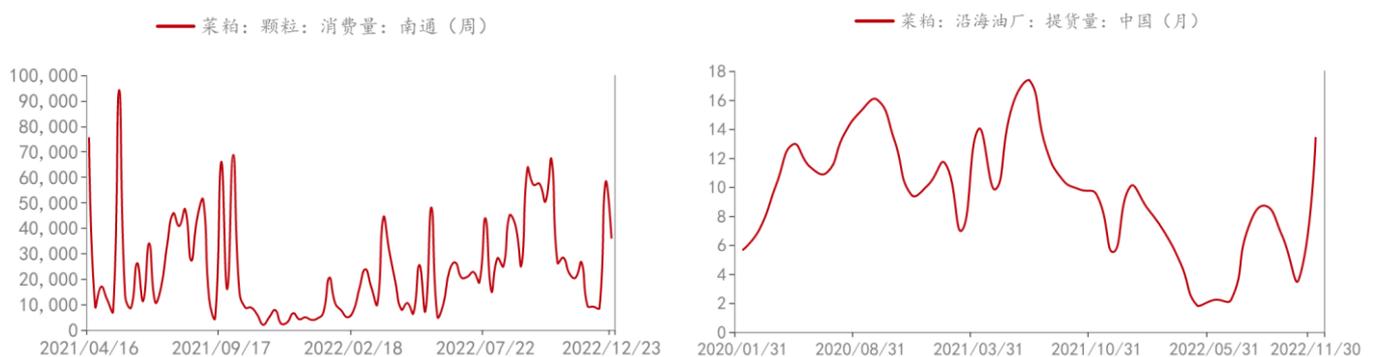


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年 10 月开始，油菜籽预计到港量就，摆脱 2022 年 1-9 月低位运行格局，10 月达到 12 万吨，11 月达到 42.6 万吨。2022 年 12 月至 2023 年第 1 季度，国内油菜籽供应紧张问题将得到明显缓解。

图3-9：菜粕消费量-南通 (吨)

图3-10：沿海油厂菜粕提货量 (万吨)

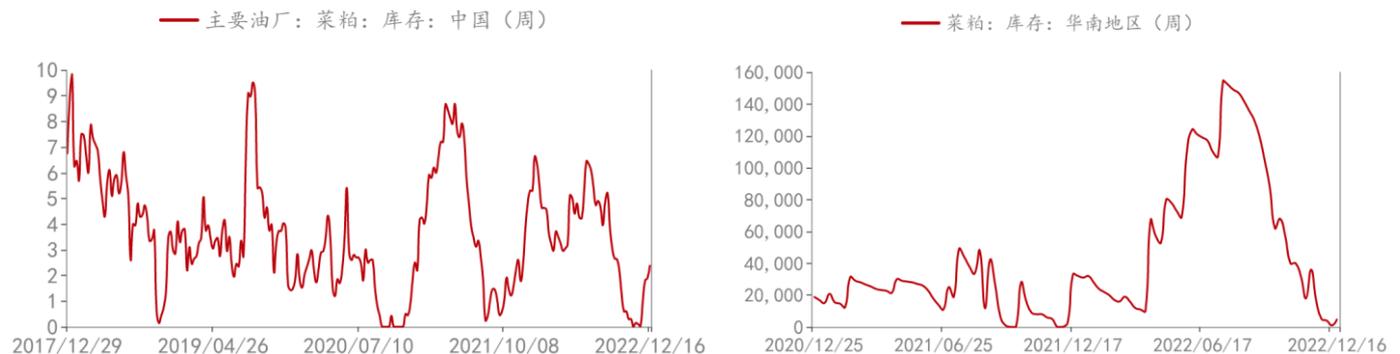


资料来源：钢联数据，中期研究院

国内油菜籽从 2022 年 10 月以后供给稳步恢复，沿海油厂菜粕提货量也有所提升，摆脱 2022 年前 3 季度低位运行走势。

图3-11：主要油厂菜粕库存（吨）

图3-12：菜粕库存-华南地区（吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-10月进口菜籽低位运行，主要油厂菜粕库存相比往年同期要低。华南地区菜粕库存2022年下半年去库存良好。关注2023年开工率、进口菜籽数量的情况。

四、观点总结及操作策略

预计2023年豆粕期货价格运行区间为【3300，4200】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于2022年高点。关注进口量阶段增加下供给冲击，下游需求变化，政策调控预期等。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

预计2023年菜粕期货价格运行区间为【2300，3600】，以弱势震荡下跌对待，若上半年价格下跌幅度较大，下半年或存超跌反弹，总体反弹高度要远低于2022年高点。可参考豆粕期货波动，菜粕走势要远弱于豆粕。下游养殖企业在区间震荡下沿可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在区间震荡上沿可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

分析师承诺

本人（或研究团队）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本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	客服热线	95162
分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州 南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁	官方网站	www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司 北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号	客服热线	010-65807861
--	------	--------------

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 中国中期证券有限公司 香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室	客服热线	(852)25739868 4001 200 939
	官方网站	hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET