

大豆上涨依旧 应是粕肥油瘦

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

内容提要

巴西和美国的大豆库存双双告急，推升 CBOT 大豆价格。2021 年南美产量和美国产量都不能出现大的损失，在这一背景下，对 CBOT 大豆维持中期看涨预期。

由于远期榨利仍然较好，2021 年上半年国内大豆采购量稳定，储备大豆数量增加较多，对国内大豆的中长期供应提供保障。2021 年预计生猪养殖继续恢复，提振蛋白粕需求，但是禽类养殖和水产养殖对蛋白粕的需求预计下降，2021 年全年预计豆粕需求增长 3.5% 左右。2021 年上半年预期豆粕供应相对充足，豆油需求边际下降或将对豆粕供应和价格产生影响，成本因素将是价格上涨的主要推动力，预计 2021 年豆粕跟随 CBOT 大豆上涨。

操作建议

建议逢低做多 M2105 和 M2109，关注做空油粕比的机会。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期
- 2、疫情
- 3、南美丰产
- 4、中国采购减少



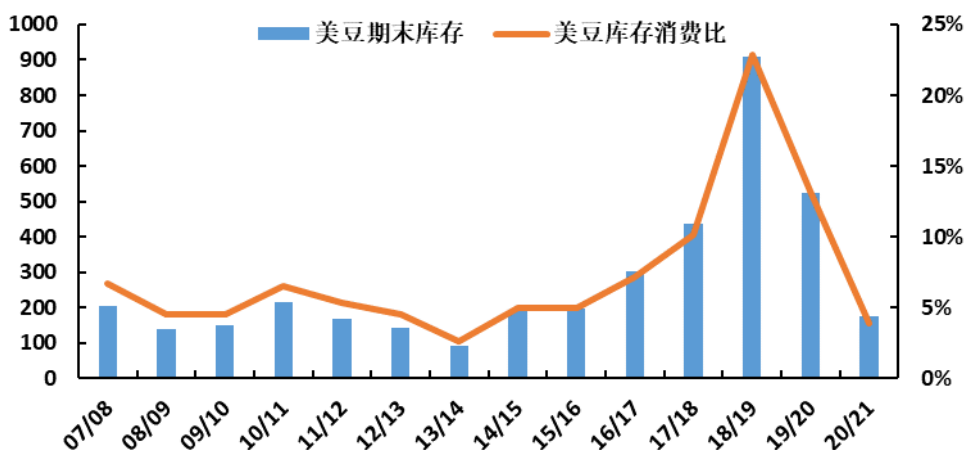
一、核心逻辑

1、全球大豆供需情况

供应：全球大豆市场的供应主要关注美国、巴西和阿根廷三个国家。

根据美国农业部的最新预估，美国大豆期末库存 1.75 亿蒲，库存消费比 3.86%，均为 2013/14 年以来最低。

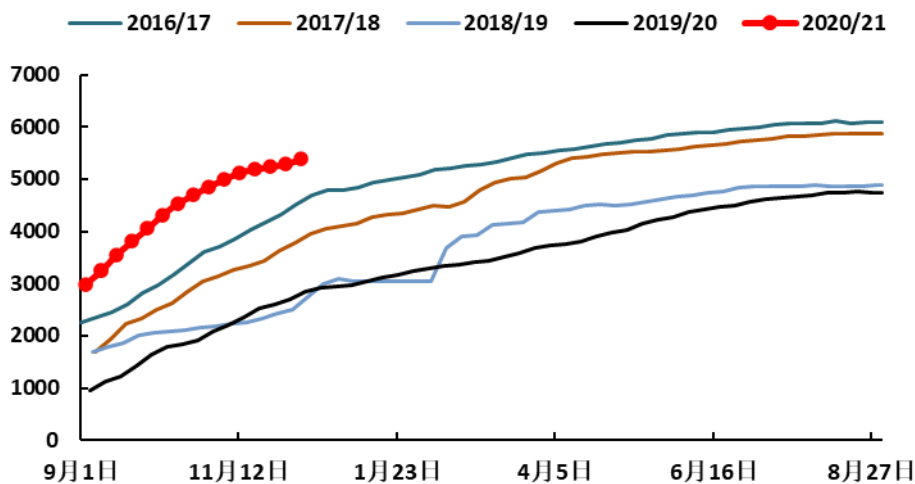
图 1：美豆期末库存和库存消费比（百万蒲，%）



资料来源：USDA，金信期货研究院

由于美豆今年的出口销售速度异常快，截至 12 月 10 日，2020/21 年度美豆出口销售已经达到 5383 万吨，完成年度出口目标 5987.4 万吨（22 亿蒲）的 89.9%，所以市场上对于美豆出口继续上调的预期非常强烈。不过，从历史数据来看，几乎每个市场年度的出口销售都是超过年度出口目标的，美豆的出口需要综合考虑出口销售数据和出口装船数据，截至 2020 年 12 月 10 日，美豆出口装船为 3240.7 万吨，相当于出口目标的 54.12%。一般来所，出口销售数据不会超过出口预估的 104%。

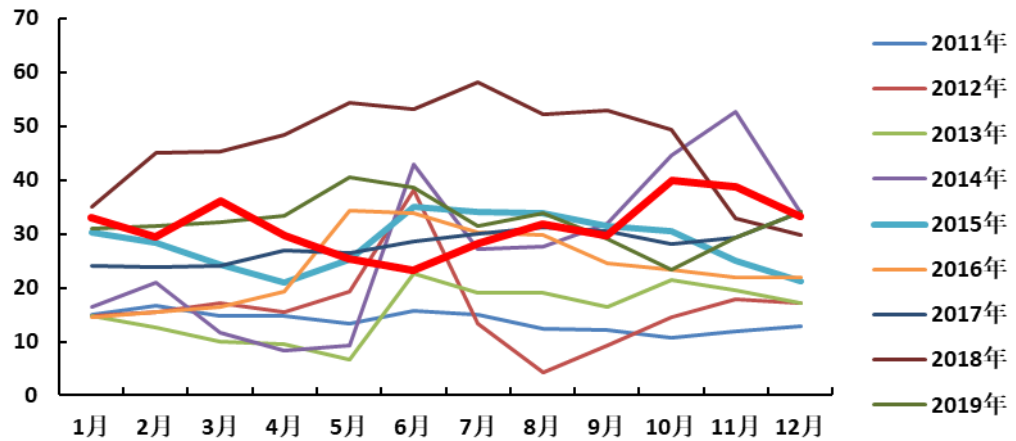
图 2：美豆出口销售进度（万吨）



资料来源：USDA，金信期货研究院

2018 年中美发生贸易摩擦以来，美国国内的大豆压榨利润非常稳定，2019 和 2020 年的压榨利润的平均水平是 2014-2017 年的 118%，推动美国国内大豆压榨量上升。2020 年，美国豆油的生柴需求上升，加上阿根廷因汇率问题间歇性的豆粕和豆油出口减少，再次推动美国国内的大豆压榨增加。因此，美国农业部将美豆的压榨量上调至创纪录的 5973.8 万吨（21.95 亿蒲），市场认为美豆压榨量有进一步上调的可能。

图 3：美国国内大豆盘面压榨利润（美元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

美豆今年的单产先是从趋势单产 49.8 蒲/英亩上调到 53.3 蒲/英亩，之后连续下调，最新的预估为 50.7 蒲/英亩，目前市场对于美豆的最终单产有一定的分歧，一部分人认为美国农业部会继续小幅下调单产，一部分人则认为今年美豆生长期的天气除了爱荷华和印第安纳州以外，并没有太大的问题，单产会被上调。我们回顾了美国农业部 8-12 月对各州单产的调整情况，发现 9 月和 11 月农业部对主产州的单产的调整幅度过于一致，所以，我们略微偏向于单产将上调这种可能。

结合以上的分析，我们给出美国大豆平衡表的三种不同情景预测。总的来看，2020/21 年度美豆库存偏低已成事实，即使乐观预期下，库存消费比仍将很低。

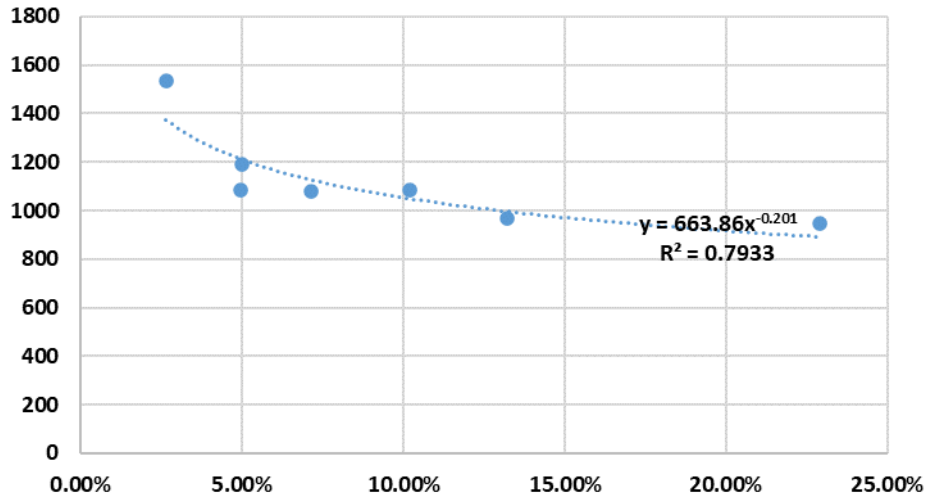
图 4：美国大豆供需平衡表（后 3 列为不同情景推测）

种植年度	2017/18	2018/19	19/20(Est.)	20/21(12月proj.)	市场预期	悲观预期	乐观预期
种植面积（百万英亩）	90.2	89.2	76.1	83.1	83.1	83.1	83.1
收割面积（百万英亩）	89.5	87.6	74.9	82.3	82.3	82.3	82.3
单产（蒲/英亩）	49.3	50.6	47.4	50.7	50.7	50.5	51.1
期初库存（百万蒲）	302	438	909	523	523	523	523
产量（百万蒲）	4,412	4,428	3,552	4,170	4,170	4,155	4,205
进口量（百万蒲）	22	14	15	15	15	15	15
总供给（百万蒲）	4,735	4,880	4,476	4,709	4,709	4,709	4,709
国内消费量(百万蒲)	2,055	2,092	2,165	2,195	2,220	2,220	2,195
出口量（百万蒲）	2,134	1,748	1,676	2,200	2,300	2,300	2,200
种子（百万蒲）	104	88	96	103	103	103	103
剩存量（百万蒲）	5	43	16	35	35	35	35
总消耗（百万蒲）	4,297	3,971	3,953	4,534	4,534	4,534	4,534
	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21	20/21	20/21
结转库存（百万蒲）	438	909	523	175	50	35	225
库存/消费	10.19%	22.89%	13.23%	3.86%	1.10%	0.77%	4.96%

资料来源：USDA，金信期货研究院

通过对库存消费比和年度最高期货收盘价构建模型，得出 2013/14 年以来，两者的相关性非常强，按照 2020/21 年度 3.86% 的库存消费比，测算 2020/21 年度（2020 年 9 月到 2021 年 8 月）的最高收盘价在 1277 美分/蒲，按照 0.77% 的库存消费比测试，2020/21 年度的最高收盘价将达到 1765.5 美分/蒲，按照 4.96% 的库存消费比测试，2020/21 年度的最高收盘价在 1214 美分/蒲。

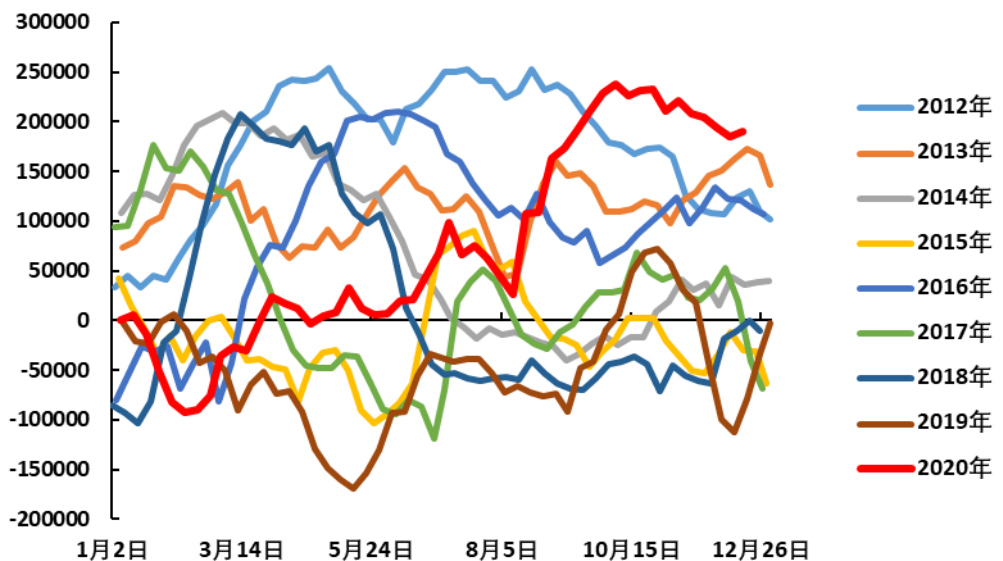
图 5：美豆库存消费比和市场年度月线最高收盘价的相关性分析



资料来源：USDA，金信期货研究院

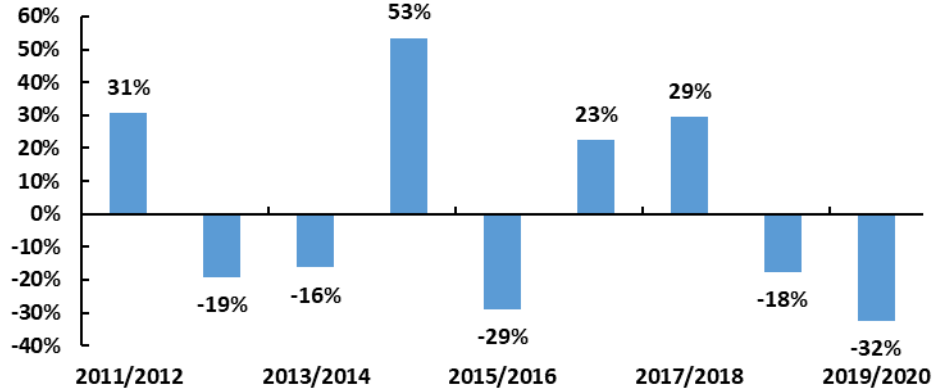
截至 2020 年 12 月 15 日，管理基金在 CBOT 大豆期货和期权上的持仓为净多 19.0218 万张，占总持仓的 7.5%，参考历史的持仓情况，目前的基金净持仓为偏高水平，一般净多持仓达到 20 万手以上需要小心，年内最大净多持仓为 10 月初的 23.8394 万手，所以，未来基金净持仓达到 23 万手以上需要小心。

图 6：管理基金在 CBOT 大豆上的净持仓占比



资料来源：CFTC，金信期货研究院

根据美国农业部的预估,过去两个市场年度,巴西大豆库存持续大幅下降,截至 2020 年底,市场普遍认为巴西大豆旧作库存已经消耗殆尽。

图 7: 巴西库存年度变化


资料来源: USDA, 金信期货研究院

巴西 9-11 月的偏干情况,引起了市场的担忧,但是目前来看,干旱对巴西玉米产量的影响更大,大豆目前的生长状况仍然不错,根据巴西国家商品供应公司 (CONAB) 的最新报告显示, CONAB 预测 2020/21 年度巴西北部的大豆单产下降,中南部地区的单产总体上升,主产区马托格罗索的单产小幅下降,由于巴西全境的大豆种植面积继续大幅增加,预计 2020/21 年度巴西的大豆产量将达到 1.3445 亿吨,比上一年的 1.248448 亿吨多出近 100 万吨。

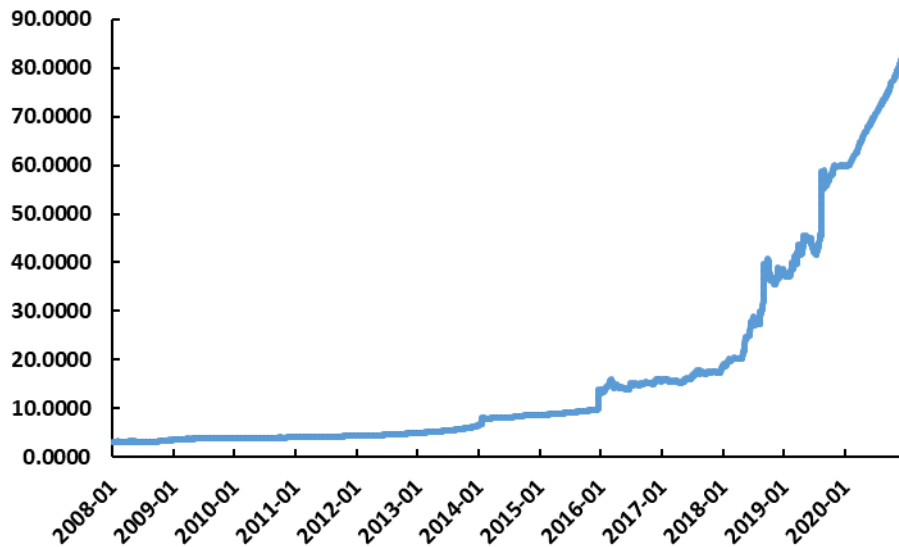
图 8: 2020/21 年度巴西产量预估

地区	种植面积 (公顷)			单产 (公斤/公顷)			产量 (吨)		
	Safra 19/20	Safra 20/21	VAR. %	Safra 19/20	Safra 20/21	VAR. %	Safra 19/20	Safra 20/21	VAR. %
	(a)	(b)	(b/a)	(c)	(d)	(d/c)	(e)	(f)	(f/e)
NORTE	2,110.8	2,179.1	3.2	3,270	3,242	(0.9)	6,902.1	7,064.6	2.4
RR	49.8	60.0	20.5	3,044	3,098	1.8	151.6	185.9	22.6
RO	348.4	348.4	-	3,541	3,488	(1.5)	1,233.7	1,215.4	(1.5)
AC	4.0	4.0	-	2,939	2,939	-	11.8	11.8	-
AM	2.3	2.6	13.0	2,300	2,500	8.7	5.3	6.5	22.6
AP	20.9	20.9	-	2,837	2,837	-	59.3	59.3	-
PA	607.4	623.2	2.6	3,061	3,132	2.3	1,859.3	1,952.0	5.0
TO	1,078.0	1,120.0	3.9	3,322	3,244	(2.3)	3,581.1	3,633.7	1.5
NORDESTE	3,356.6	3,480.4	3.7	3,521	3,531	0.3	11,819.6	12,288.6	4.0
MA	976.4	1,000.8	2.5	3,206	3,163	(1.3)	3,130.3	3,165.7	1.1
PI	758.9	798.4	5.2	3,377	3,387	0.3	2,562.8	2,703.8	5.5
AL	1.3	1.3	-	3,430	2,792	(18.6)	4.5	3.6	(20.0)
BA	1,620.0	1,679.9	3.7	3,779	3,819	1.1	6,122.0	6,415.5	4.8
CENTRO-OESTE	16,640.1	17,238.8	3.6	3,648	3,607	(1.1)	60,697.5	62,174.5	2.4
MT	10,004.1	10,314.2	3.1	3,587	3,582	(0.1)	35,884.7	36,943.5	3.0
MS	3,016.4	3,152.1	4.5	3,767	3,651	(3.1)	11,362.8	11,508.3	1.3
GO	3,545.1	3,694.0	4.2	3,712	3,636	(2.0)	13,159.4	13,431.4	2.1
DF	74.5	78.5	5.4	3,900	3,711	(4.8)	290.6	291.3	0.2
SUDESTE	2,757.1	2,980.6	8.1	3,675	3,541	(3.6)	10,131.1	10,553.8	4.2
MG	1,647.3	1,818.6	10.4	3,747	3,581	(4.4)	6,172.4	6,512.4	5.5
SP	1,109.8	1,162.0	4.7	3,567	3,478	(2.5)	3,958.7	4,041.4	2.1
SUL	12,085.1	12,296.9	1.8	2,920	3,446	18.0	35,294.5	42,369.6	20.0
PR	5,502.7	5,557.7	1.0	3,925	3,633	(7.4)	21,598.1	20,191.1	(6.5)
SC	680.6	684.0	0.5	3,310	3,388	2.4	2,252.8	2,317.4	2.9
RS	5,901.8	6,055.2	2.6	1,939	3,280	69.2	11,443.6	19,861.1	73.6
NORTE/NORDESTE	5,467.4	5,659.5	3.5	3,424	3,420	(0.1)	18,721.7	19,353.2	3.4
CENTRO-SUL	31,482.3	32,516.3	3.3	3,371	3,540	5.0	106,123.1	115,097.9	8.5
BRASIL	36,949.7	38,175.8	3.3	3,379	3,522	4.2	124,844.8	134,451.1	7.7

资料来源: CONAB, 金信期货研究院

偏干的天气也令阿根廷的大豆播种延迟，美国农业部在 12 月的报告中下调了 2020/21 年度阿根廷大豆产量 100 万吨至 5000 万吨。另外，阿根廷比索 2020 年 1 月份以来兑美元再度贬值超过 40%，而且黑市价格跌的更加离谱，这使得阿根廷的农户宁愿拿着大豆保值，同时，阿根廷的失业率上升，大豆压榨行业出现罢工，影响阿根廷的大豆加工和豆粕出口。市场关注阿根廷大豆产量和豆粕出口情况，全球豆粕价格可能因阿根廷出口减少而推高。

图 9：美元兑阿根廷比索



资料来源：Wind，金信期货研究院

需求：全球大豆的需求主要看中国

巴西和美国的大豆库存双双告急，很大程度上是中国大量采购导致，预计中国增加了 1500 万吨的大豆的储备。2021 年全球大豆市场价格是否会持续走高，中国的需求是否强劲也是考量因素之一，目前市场对于中国的需求都是持乐观预期，不过，中国的采购节奏可能因榨利和国内储备的轮换而有所变化。

总的来看，在预期中国将维持近 1 亿吨的进口需求的情况下，目前市场认为 2021 年南美季和美国季的大豆产量都是不能出大问题的，否则全球的大豆供应将偏紧，甚至紧缺，这将对 CBOT 大豆价格构成非常强的支撑。

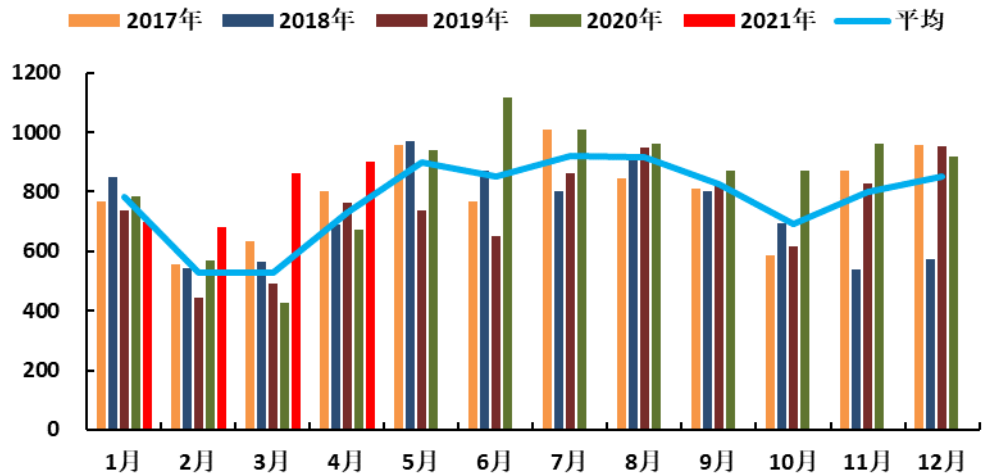
2、国内蛋白粕供需情况

供应

大豆采购：根据排船情况，2020 年 12 月份仍然有超过 900 万吨大豆到港，2021 年 1 月和 2 月预估到港量 700 万吨和 680 万吨，95% 是美国大豆，12 月到明年 2 月份的大豆总到港量 2300 万吨左右，处于历史同期偏高水平，2 月份之前的大豆压榨量按照豆油需求来，预计 12 月-2020 年 1 月压榨量在 2200 万吨左右，所以 2 月份之前大豆的

供应是稳定的。2021 年 3-4 月目前已经买了 1300 万吨左右,5 月和 6 月也买了近一半,现在 3-5 月份船期的背对背盘面压榨利润还是很不错的,预计 3-5 月船期的大豆采购量也将是充足的。如果,3 月份以后国内有一波储备大豆轮出的话,则 2021 年上半年来看大豆的供应是足够的。大豆供应的不确定性 2021 年上半年主要关注巴西的发货和国内的卸港,前者 and 巴西今年的播种较迟有关,后者主要和国内的检验有关。

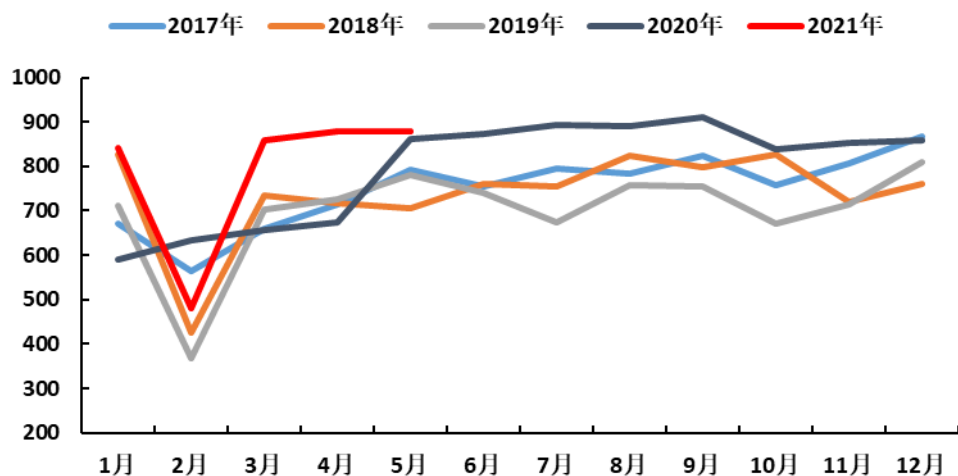
图 10: 国内大豆月度进口量及 2021 年 1-4 月到港量预估 (万吨)



资料来源: 海关总署, 金信期货研究院

大豆压榨: 根据天下粮仓的数据, 截至 12 月 18 日, 2020 年国内共压榨大豆 9300 万吨, 预计全年将达到 9700 万吨, 2016-2019 的压榨量分别是 8411、9007、8839、8361 万吨。所以 2020 年从大豆压榨量的角度来说, 豆粕的供应量是创纪录的。今年大豆压榨量创纪录很大程度上是和豆油需求激增有关, 2021 年上半年豆油的收储预期仍将存在, 预计大豆压榨量还会根据豆油需求来, 维持高位。下半年, 随着豆油的储备需求结束, 而生猪存栏回复, 大豆压榨量将由豆粕的需求来决定。

图 11: 国内大豆压榨量 (万吨) (2021 年为预估值)

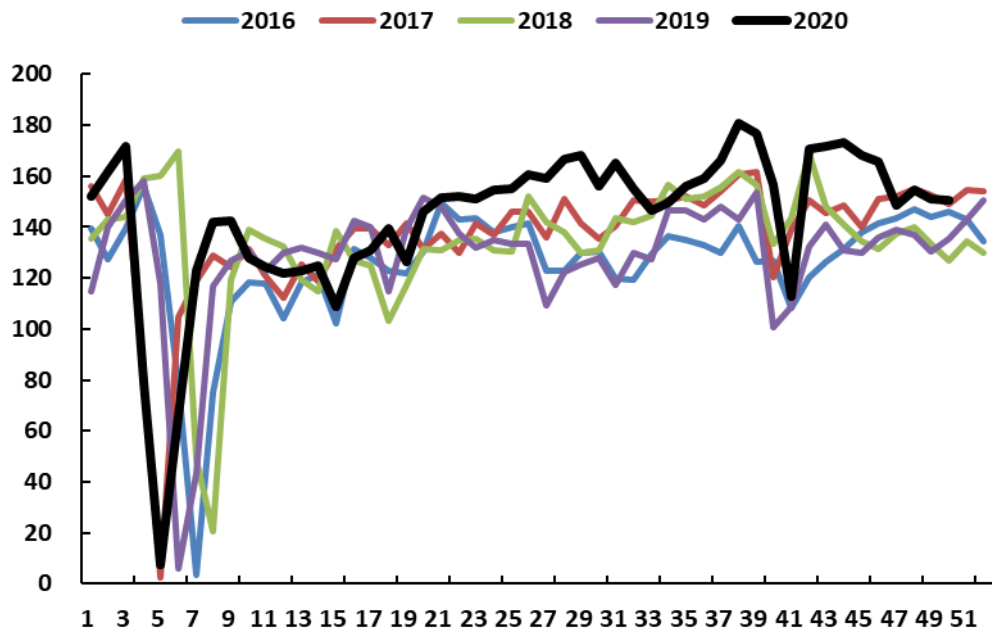


资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

需求

豆粕表观消费量：2020年，根据压榨量和库存计算的豆粕表观消费量前低后高再回落，1-4月份受生猪存栏低和疫情影响，豆粕的表观消费仅有120.4万吨/周，5-9月份受生猪存栏回复带动，豆粕表观消费量达到155.8万吨/周，9月中旬到11月中旬，受美豆库存大幅下调推动，市场看涨情绪高涨，豆粕表观消费量激增到163.1万吨/周，11月中旬到年底，豆粕表观消费量回落至150.3万吨/周。今年5月份以后的豆粕周度表观需求比非洲猪瘟前都要高很多，一方面和下游养殖需求有关（存栏、出栏体重、配方等），另一方面受市场看涨情绪推动，这两方面的利好预计2021年仍将持续，所以2021年4月份以后，不考虑配方调整的情况下，豆粕的表观消费量达到155万吨/周以上的可能性非常大。

图 12: 豆粕周度表观消费量 (万吨)

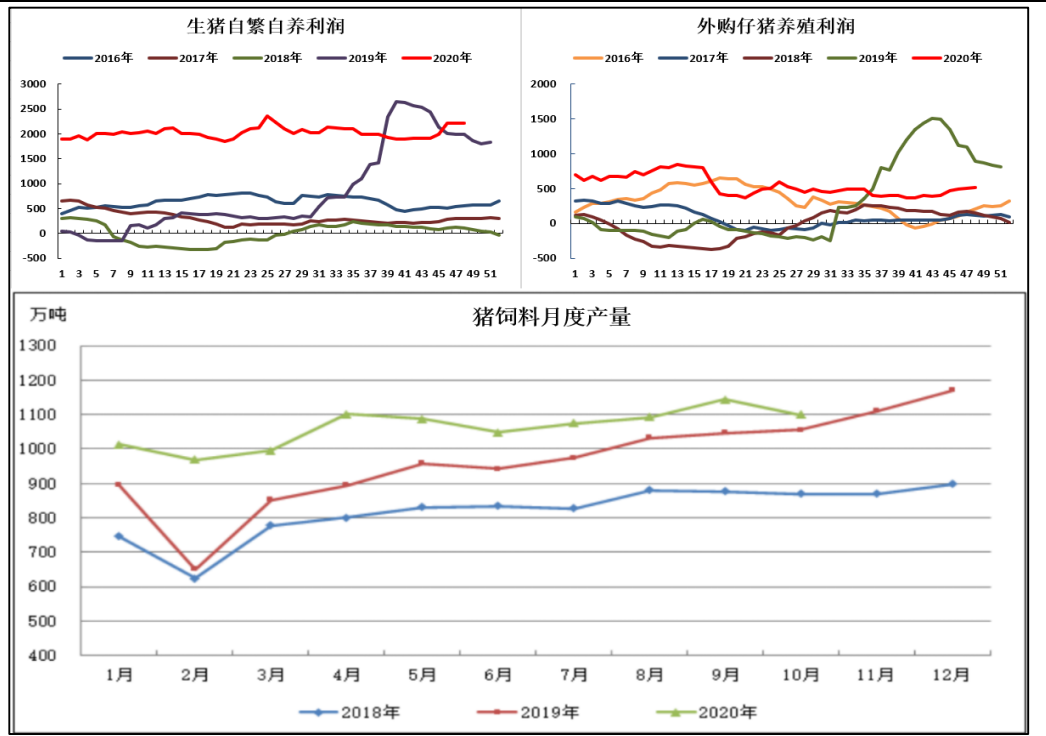


资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

饲料需求：根据饲料工业协会的数据，2020年1-10月份，饲料总产量合计2.0638亿吨，同比增9.2%。其中，猪料产量为6783万吨，同比增5.4%，肉禽饲料产量7764万吨，同比增14.5%，蛋禽饲料产量2865万吨，同比增13.8%，水产饲料产量1915万吨，同比减少4.8%，反刍动物饲料产量1-12万吨，同比增13.8%。

猪料的产量6月份以后增速上升，10月份的产量仅比2018年同期低4%左右，虽然生猪价格已经较去年同期大幅下滑，但是自繁自养和外购仔猪养殖的利润仍然丰厚，将继续推动生猪产能的回复，2021年的猪料产量有望达到2017、2018年9700-9800万吨的水平，预计较2020年同比增13-15%。

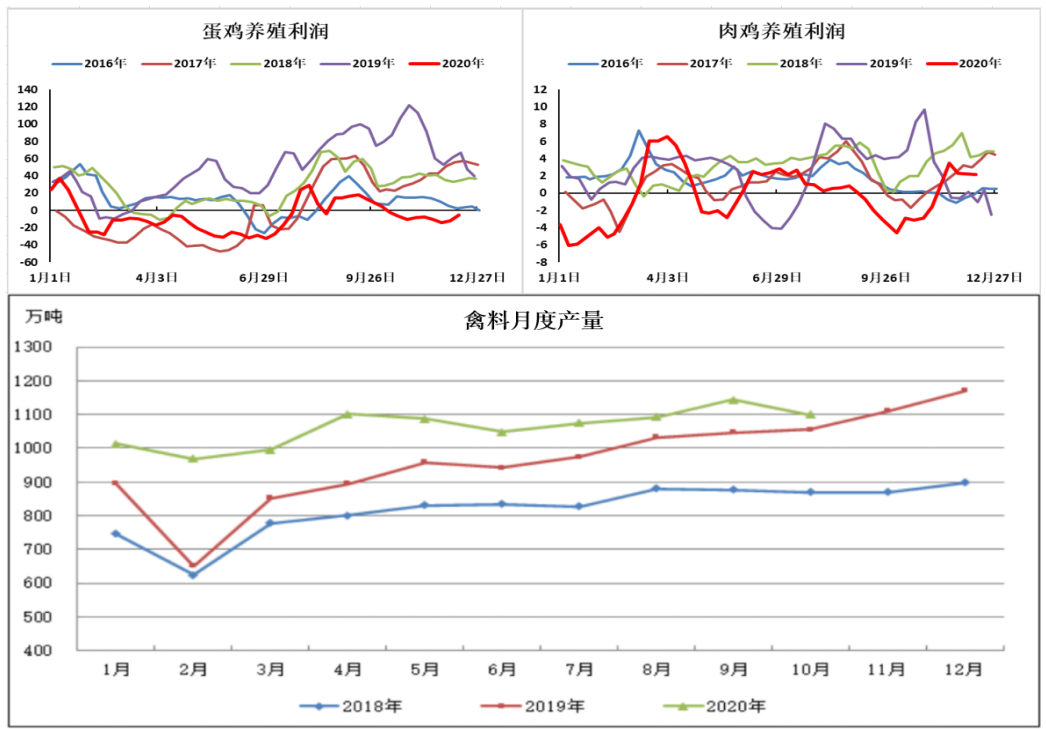
图 13: 生猪养殖利润及猪饲料产量 (元/头, 万吨)



资料来源: 涌益咨询, 饲料工业协会, 金信期货研究院

由于肉禽和蛋禽的存栏处于历史高位, 禽料的产量同比仍然是最高, 但是环比有下降的苗头, 很多禽类养殖企业靠前 2 年的利润撑着, 明年禽类养殖利润预计会随猪肉价格波动, 暂时预计禽类饲料需求下降 4%到 6%。

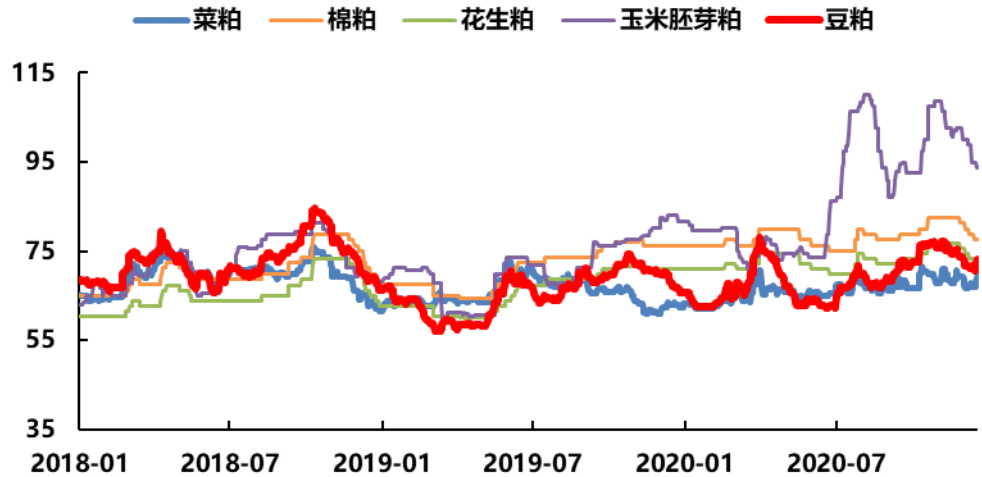
图 14: 蛋鸡、肉鸡养殖利润和禽饲料产量 (元/羽, 万吨)



资料来源: 国家发改委, 饲料工业协会, 金信期货研究院

国内的水产养殖主要是结构性的变化,四大家鱼的养殖量下降,特种水产养殖增加,从饲料原料角度来说,影响最大的是菜粕,预计将造成菜粕需求下降 5-10%。另外,今年国内的葵花粕进口大增,替代了不少菜粕的需求,导致菜粕价格相对疲软。目前从国内的蛋白饲料原料的单个蛋白价格来看,菜粕最便宜,豆粕性价比第二,从这个角度来说,短期内,饲料配方的调整还不会太明显。但是,如果明年生猪的养殖利润大幅下降,而大豆价格维持高位的话,豆粕的性价比下降可能会导致豆粕的添加比例下调。

图 15: 蛋白饲料原料单位蛋白价格 (元/1%蛋白)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

总的来看,预计 2021 年上半年国内大豆供应充足,2-4 月需要关注一下巴西的发货情况;2021 年下半年的供应暂时还看不清。豆粕需求方面,预计 2021 年豆粕需求同比增 3.5%左右,3 月份开始需求就会体现,不过在大豆进口和压榨量仍将维持高位的情况下,预计 2021 年上半年豆粕供应也是充足的,不太可能出现库存大幅下降的情况。

图 16: 豆粕平衡表推演 (万吨)

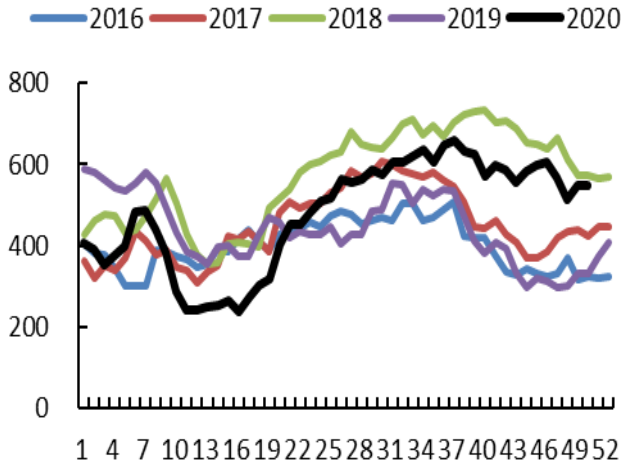
月份	大豆进口量	大豆压榨量	豆粕产量	豆粕需求	豆粕库存
2020年6月	1116	873	690	654	100
2020年7月	1009	894	706	720	86
2020年8月	960	891	704	670	120
2020年9月	979	910	719	743	96
2020年10月	869	839	663	683	86
2020年11月	959	854	675	672	89
2020年12月	922	858	678	690	77
2021年1月	700	840	664	660	80
2021年2月	680	481	380	390	70
2021年3月	860	858	678	657	91
2021年4月	900	858	678	677	92
2021年5月	900	880	695	693	94
2021年6月	880	880	695	693	96

资料来源: 海关总署, 天下粮仓, 金信期货研究院

二、基础数据图解

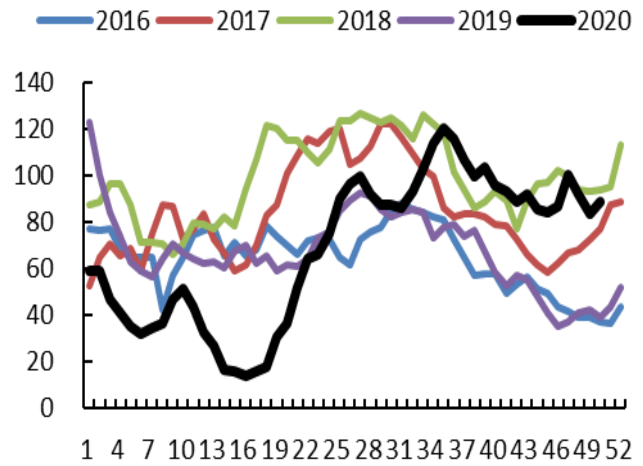
1、大豆、豆粕库存

图 17: 国内沿海大豆库存 (万吨)



资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

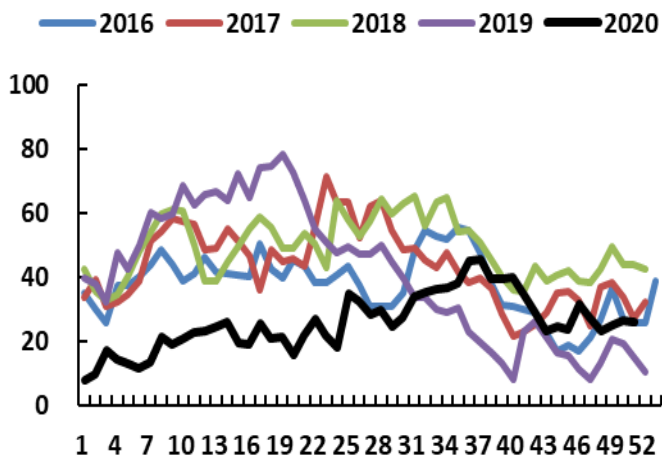
图 18: 国内沿海豆粕库存 (万吨)



资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

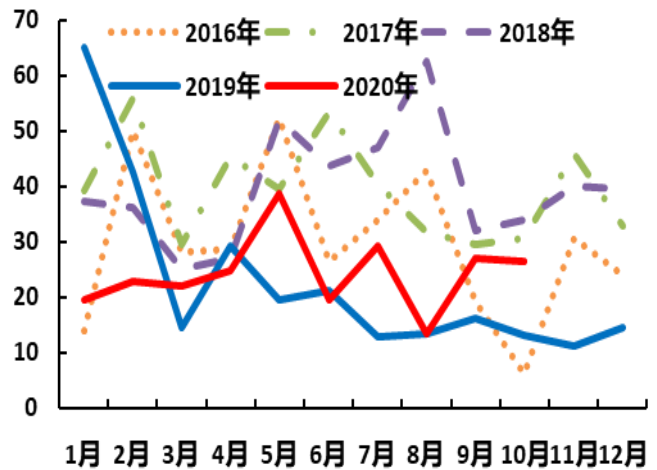
2、菜籽库存和进口量

图 19: 国内沿海菜籽周度库存 (万吨)



资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

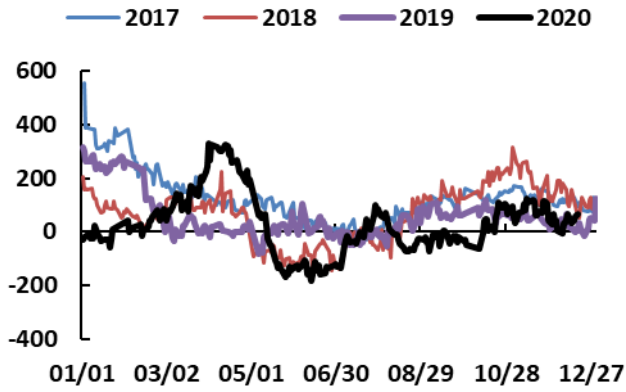
图 20: 菜籽进口量 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

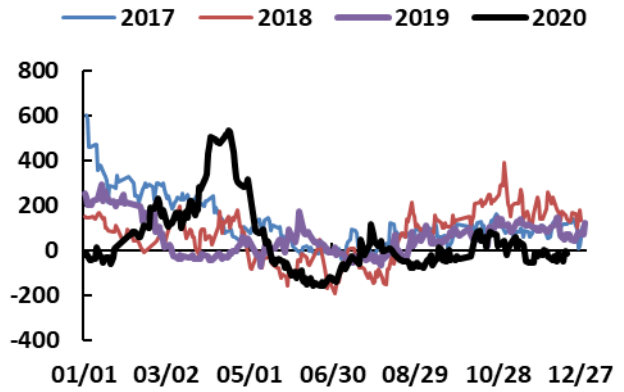
3、豆粕基差

图 21: 东莞豆粕基差 (元/吨)



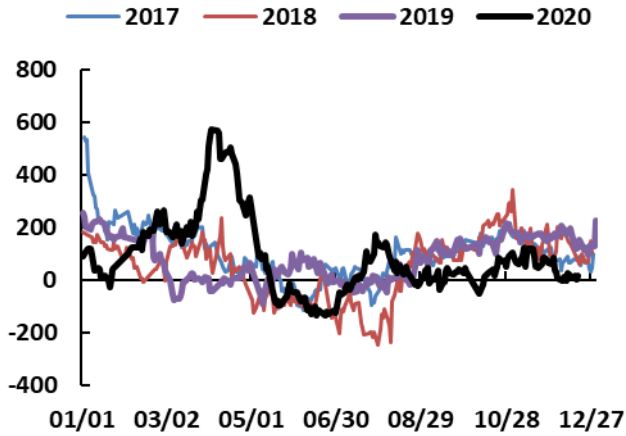
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 22: 张家港豆粕基差 (元/吨)



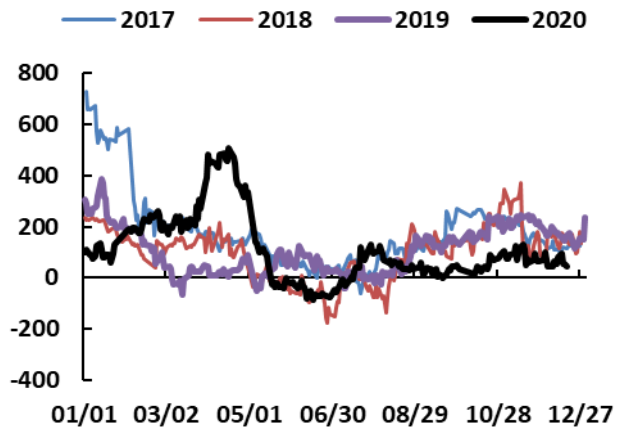
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 23: 日照豆粕基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

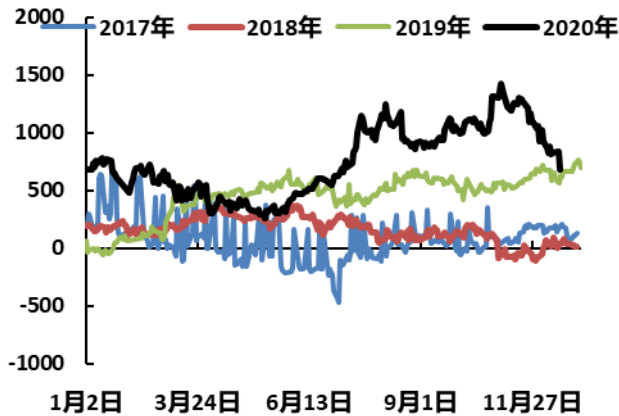
图 24: 天津豆粕基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

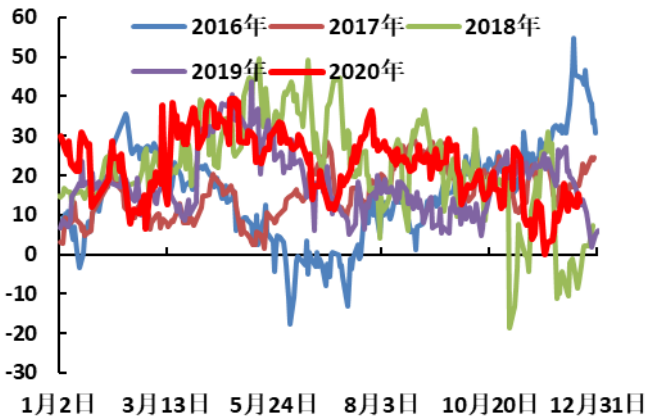
4、压榨利润

图 25: 菜籽盘面压榨利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 26: 进口大豆盘面压榨利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、综合分析和交易策略

巴西和美国的大豆库存双双告急，推升 CBOT 大豆价格。2021 年南美产量和美国产量都不能出现大的损失，在这一背景下，对 CBOT 大豆维持中期看涨预期。

由于远期榨利仍然较好，2021 年上半年国内大豆采购量稳定，储备大豆数量增加较多，对国内大豆的中长期供应提供保障。2021 年预计生猪养殖继续恢复，提振蛋白粕需求，但是禽类养殖和水产养殖对蛋白粕的需求预计下降，2021 年全年预计豆粕需求增长 3.5% 左右。2021 年上半年预期豆粕供应相对充足，豆油需求边际下降或将对豆粕供应和价格产生影响，成本因素将是价格上涨的主要推动力，预计 2021 年豆粕跟随 CBOT 大豆上涨。

预计豆粕受 CBOT 大豆带动，震荡上行，操作上建议逢低做多为主，另外建议关注做空油粕比的机会。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 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，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！