

2021 年豆类年报：后疫情时代叠加库存低迷，粕类可期

第一部分 2020 年行情回顾

2020 年我们年报的题目是底部确立，顶部待定。进入 2021 年，我们认为豆粕指数比较坚实的底部 2750 附近被突如其来的新冠疫情轻易击穿，春节后最低点达到了 2561 元/吨。彼时市场对新冠疫情的理解随着疫情的发展而不断变化。春节后连粕消化疫情及外盘的利空大幅低开后迅速反弹，反映出节后的补货行情及疫情导致的物流不畅的因素。除了保障国计民生的企业以外，多数企业当时还是处于停工状态或者说是小范围开工状态。节后大豆压榨企业除了中粮、中储粮这类需要保障各地食用油供给的企业正常开机以外，其余企业大多会基于防控疫情的考虑推迟开机，或者说只是小范围开机，供应恢复的较慢。需求同样恢复的慢，且不论餐饮业将陷入长期低迷、学校企业推迟开学开工等会导致大宗食材采购需求大幅下降，即便是短期抢购风潮涉及的也主要是米、面、油、蔬菜等必需品，肉蛋奶倒在其次。封锁疫区造成的物流紧张会造成油厂豆粕提货量下降，现货基差有支撑，对于豆粕来说影响相对有限，因为各地油厂基本都是当地产地销，不会长距离跨区域运输豆粕。整个 1-2 月份豆粕市场基本上反映的就是疫情从出现到爆发市场的恐慌情绪以及后期对于恐慌行情的修复，在这个阶段基本面对行情基本没什么影响。

3 月份豆粕市场出现了一个小高潮，回顾 3 月行情很有借鉴意义，因为 3 月份是一个明显的假突破。经过对 3 月份强势逻辑的梳理，我们发现 3 月份以来，连粕屡次尝试冲高，而美豆则连续下探，二者出现背离走势，明显体现出连粕的抗跌特性。这一阶段实质也体现出了中美处在疫情的两个不同阶段，中国已基本控制住，美国疫情仍处于早期的相对混乱的状态。如果从基本面的角度来看，由于 3 月大豆到港量偏低，春节过后油厂开机率的恢复在 2 月底当周达到 55.38% 的阶段高点后，此后连续 3 周，油厂开机率大幅回落，截至 3 月 20 日当周，油厂开机率已经回落至 39.85%。所以油厂豆粕基差报价非常坚挺，而且很多油厂现货售罄，没有一口价报价。上述抗跌的问题解决了，3 月 23 日出现了涨停，这就需要在外盘上找找原因。美豆 3 月中旬开始跌破 870 美分/蒲式耳的关键支撑位，在 820 美分/蒲式耳的位置触底，3 月 18 日开始反弹，反弹的动因并不在于美豆自身，而在于美豆粕。从数据来看，3 月 18 日以来，美豆粕近月的反弹幅度为 12.3%，而美豆近月的反弹幅度仅为 6.8%，我们称美豆反弹为美豆粕反弹的溢出效应，这

个阶段美豆其实并没有自身的题材，南美收获期天气暂无问题，北美还没有播种，近期的出口销售情况依然很差。美豆粕反弹的动因其实蛮有意思，源于原油的暴跌。本来作为商品之王的原油暴跌以及美股连续四次熔断对于整个大宗商品市场包括农产品都会形成利空的氛围，美豆类市场3月中旬以来的大跌也是缘于此。但是随着原油市场暴跌影响的继续发酵，不光是页岩油，美国的燃料乙醇行业也将受到沉重打击。燃料乙醇生产量预期将大幅缩减，于是其副产品 DDGS(玉米酒精糟)产量也将大幅下降。众所周知，DDGS 可以作为饲料中的蛋白原料，同时又含有一定的能量成分。美国 DDGS 的年产量大概在 2000 多万吨，而美国豆粕的产量在 4500 万吨左右，二者量级类似，DDGS 产量大减会导致美豆粕的需求大增，因此美豆粕大幅反弹，溢出效应使美豆反弹，但幅度远小于美豆粕。美豆的筑底反弹又通过成本传导效应传导至连豆粕。此外，3月连粕的大涨还体现在对于未来南美大豆供应的忧虑，市场担心巴西疫情蔓延会影响港口大豆装运，但是我们后来发现，这种情况没有出现，大豆不是冷链物流，病毒在大豆船上较难存活，疫情从开始到现在并没有影响到国际大豆物流。

4月-5月中旬，连粕再度下跌筑底。巴西3月大豆出口暴增，基本打消了疫情可能中断国际大豆物流的忧虑。巴西贸易部公布的数据显示2020年3月巴西大豆出口量为1164万吨，环比升127%，同比升37.6%。2020年1-3月巴西大豆出口量为1824万吨，同比升9.2%。4月第一周，巴西日均装出大豆85万吨/日，较去年4月的48.8万吨/日增74.42%。同时4-5月美豆下探至长线底部区域850美分/蒲式耳附近，主要由于系统性风险不时出现，如原油暴跌，美国疫情形势更为严峻，美豆的出口及内需均未完全恢复，中国可能建议延长美中“第一阶段”贸易协议的执行期限，或援引不可抗力以降低进口承诺，但仍希望维持此协议。原油价格4月下旬开始触底反弹，此前3月份的“美国 DDGS 逻辑”弱化。

5月下旬-6月份，连粕虽有所反弹，但6月份整体仍比较沉寂。美国农业部6月30号公布的种植面积及季度库存报告暂时打破了沉寂的局面，6月报告中种植面积较3月报告调高30万英亩，但比市场平均预期低90万英亩，这个预期差并不算太大。往往在市场题材匮乏的时候，美农报告的预期差对市场走势的影响力就会放大。7月份市场开始向上突破，不过好景不长，7月供需报告偏空再度压制连粕，美农7月报告中将残差项调整为-46百万蒲式耳，做出这种调整意味着美农认为当前年度的结转库存要高于预期，但是又不确定之前是低估了产量，还是高估了消费，所以产、需项目均未进行调整，而调整

的是残差项。7月下半月短炒了一波贸易战，当时美国高层言论对华十分不友好。但美豆生长优良率创新高则是实打实的数据，因此7月28日以来连粕又经历了一波回调，直到美农8月报告的公布。

8月美农报告是2020年度全年豆粕行情的转折点。8月报告之前可以说是疫情主导了豆粕行情，连粕多次出现向上的假突破，但均无功而返。8月报告之后豆粕行情走势重新回归供需基本面，美豆筑底成功，开启了年度内的大行情。实际上8月报告是一份明显偏空的报告，备受关注的新作单产数据从上月的49.8蒲式耳/英亩大幅上调至53.3蒲式耳/英亩，比市场此前平均预期的51.3蒲式耳/英亩高出了2蒲式耳/英亩。尽管报告中给出的单产数据及期末库存数据均高于预期，但此前美豆及连粕市场一直在交易单产上调的预期，且中国买盘使得美豆跌势趋缓，报告公布后美豆11月合约的反应是在870位置获得明显支撑并反弹，也就是说盘面的反应是阶段性利空出尽。并且53.3的单产是史上最高单产，单产调整有一步到位之嫌，也就是说未来继续上调单产的概率很小，下调单产的可能性相对偏大。后来市场的走势也印证了我们之前的判断，美农给出的53.3的单产数据也被市场“群嘲”。从8月10号美豆优良率74%见顶后开始，美豆优良率连续四周回落，此后维持63-64%的优良率水平。后面美农报告对数据的调整也能印证这一点，9月下调至51.9，10月维持，11月下调至50.7，12月维持。

我们之前没有想到8月报告过后美豆的走势能如此顺畅，除了美国大豆产区天气升水以外，中国大举采购美豆也扮演了极其重要的角色，中国不断追买美豆支撑美豆一路上行，价格涨上去之后，中国买美豆也依然保持高节奏，这里面肯定有更深层次的原因，为了实现第一阶段贸易协议只是“表象”，本质上中国可能是一种战略储备的思维，不管美国大选的结果怎样，中美之间长期博弈愈演愈烈的格局不会改变，后疫情时代“广积粮”的传统思路也具备了现代意义。我们还发现了另外一个现象，就是在这轮美豆上涨的过程中，油强粕弱是主流。进口大豆由于水分问题，不宜长期储存，下游产品豆粕保质期最长6个月，实际上饲料厂只会采用3个月以内的豆粕，超期变质风险大，所以豆粕也不适合存储，只有豆油在合适的仓储条件下可以存储多年。所以我们看到中字头企业从最初收储豆油的传闻，到实现收储，到现在因为现货紧张而延迟收储，都可以验证一个逻辑，那就是全球豆类库存的大挪移，中国大举采购大豆使得美国、巴西大豆库存见底，从而使得美豆库销比降至3.86%的历史次低水平，对应美豆的理论价格在1200美分/蒲式耳上方。美豆的上涨通过成本传到国内，同时国内压榨量也创下历史新高，但当

前豆油下游消费暂时比豆粕要好，所以出现了今年下半年多数时间里都是油强粕弱的局面。

国庆长假期间，美国农业部发布的季度库存报告主动下调美豆旧作库存，在接下来公布的10月供需报告中，在旧作供给不变、压榨出口微调的情况下，为了配合刚刚发布的季度库存数据，美农上调旧作残差项，也就是说美农也暂时并不清楚旧作库存下降到底是源于产量高估还是消费低估。美新豆产量预估因收获面积下降而相应调降，叠加新豆期初库存如期下降及出口预估大幅调高，从而导致新季结转库存出现超出预期的调降，美豆新作结转库存下调至2.9亿蒲式耳，国庆过后连粕跳空高开后震荡至今。后来11月、12月供需报告又连续下调了期末库存及库销比。美豆虽一路上行，但在1200位置暂时受到了压制。与此同时，国内豆粕近月供应压力大增，消费下降导致连粕1-5价差大幅走弱，连粕主力也切换到了5月合约，其锚定物依然是美豆，因此连粕目前仍是高位震荡局面。

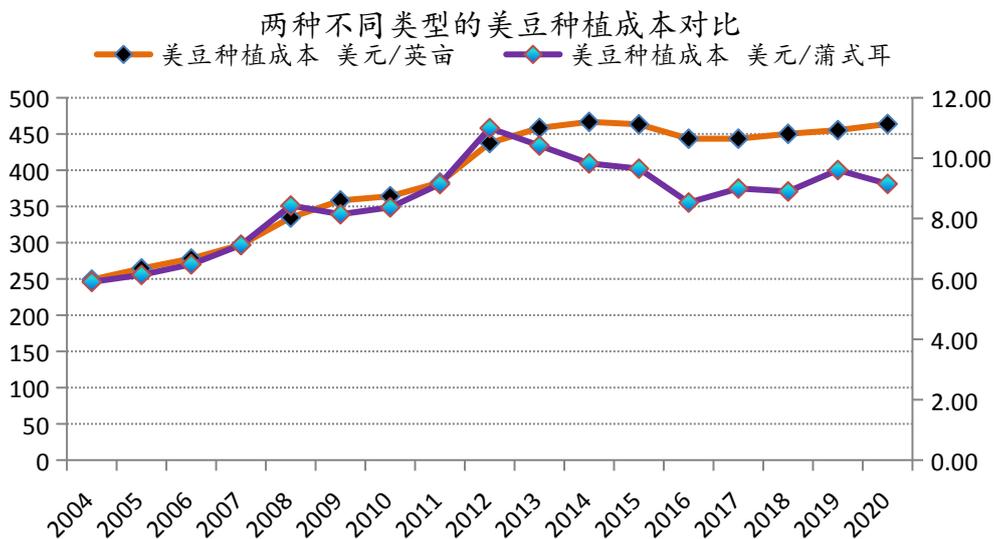
我们对从2004年开始的美豆1月合约11、12月低点与种植成本进行了统计对比，美国农业部对于每英亩的种植成本是每半年更新一次，当年度的单产数据是每个月的供需报告更新，2020年目前的单产预测是50.7蒲式耳/英亩，后期在1月供需报告中可能还会有调整，2020年每英亩的种植成本预计为463.78美元，较2019年的455.3美元继续小幅增加，据此估算美豆2020年种植成本为9.15美元/蒲式耳。今年8月以来美豆一路上行，大量上市季节也没有体现出明显的收割低点，但是2018、2019过去两年测试出的底部区域850美分附近今年看来依然是有效的，美豆今年多次测试该区域支撑，结果有效，该位置为美豆长线大底。

图表：美豆种植成本与收割低点对比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
种植成本(美元/英亩)	249.01	264.39	278.09	297.05	334.69	358.27	364.09	383.04	437.59	458.31	466.72	463.3	443.46	443.5	450.2	455.3	463.78
单产(蒲式耳/英亩)	42.2	43.1	42.9	41.7	39.7	44	43.5	41.9	39.8	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	50.7
种植成本(美元/蒲式耳)	5.90	6.13	6.48	7.12	8.43	8.14	8.37	9.14	10.99	10.42	9.83	9.65	8.53	9.00	8.90	9.61	9.15
收割低点(美元/蒲式耳)	5.02	5.58	6.41	9.8	7.76	9.51	11.75	10.94	14.03	12.47	9.83	8.44	9.75	9.43	8.45	8.51	
收割低点-种植成本	-0.88	-0.55	-0.07	2.68	-0.67	1.37	3.38	1.80	3.04	2.05	0.00	-1.21	1.22	0.43	-0.45	-1.10	

数据来源：USDA、新潮期货研究所

图表：美豆种植成本



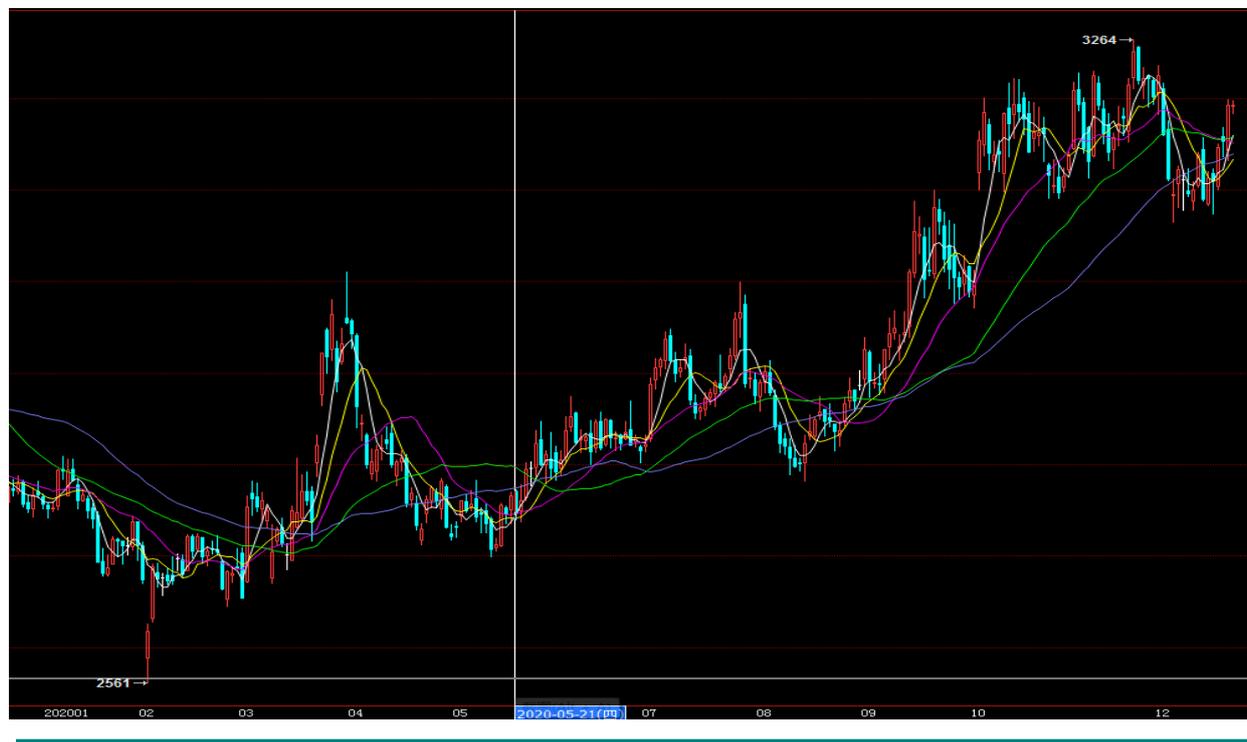
数据来源：USDA 新湖期货研究所

图表：CBOT 大豆连续日线



数据来源：文华财经

图表：连豆粕指数日线



数据来源：文华财经

第二部分：影响因素分析

一、美国大豆市场供需分析-恢复性增产，出口大增，内需坚挺

1、美农 12 月报告继续调降 20/21 年度美豆库存

历年的美农 12 月供需报告一般都不会对各项数据做出较大调整，有调整也是微调。11 月报告正处于收割季尾声，基本已经定产。12 月报告因此不会对美国产量做出调整，不过可能会根据当下的出口及压榨进度对需求进行小幅调整。来年 1 月报告可能会对单产进行最终确认，也就是最终定产。今年 12 月报告小幅上调美国大豆国内压榨量，从而小幅调降期末库存。

20/21 年度单产 5 月第一次公布的时候也是采用的趋势单产 49.8 蒲式耳/英亩，若播种进度正常的话，8 月之前一般不会调整单产，若 8 月之前美豆主产区风调雨顺的话，一般会在 8 月单产数据上有明显的体现，过去 4 年当中，除了播种进度明显落后的去年，另外 3 年在 8 月单产数据上都有明显的上调。今年上调的幅度更为离谱，8 月单产数据直接从 49.8 提高 3.5 至 53.3 的超高水平，若实现，将突破此前 16/17 年度的纪录 52，成为新的纪录。然而 8 月以来进入关键生长期，美豆主产区降水偏少，大豆生长优良率连续 4

周回调。在没有进入关键生长期之前就给出超高的单产数据，这也是市场“群嘲”美农8月报告的一个重要原因。后期美农报告又将单产逐步下调至50.7，仅仅是略高于趋势线的水平。

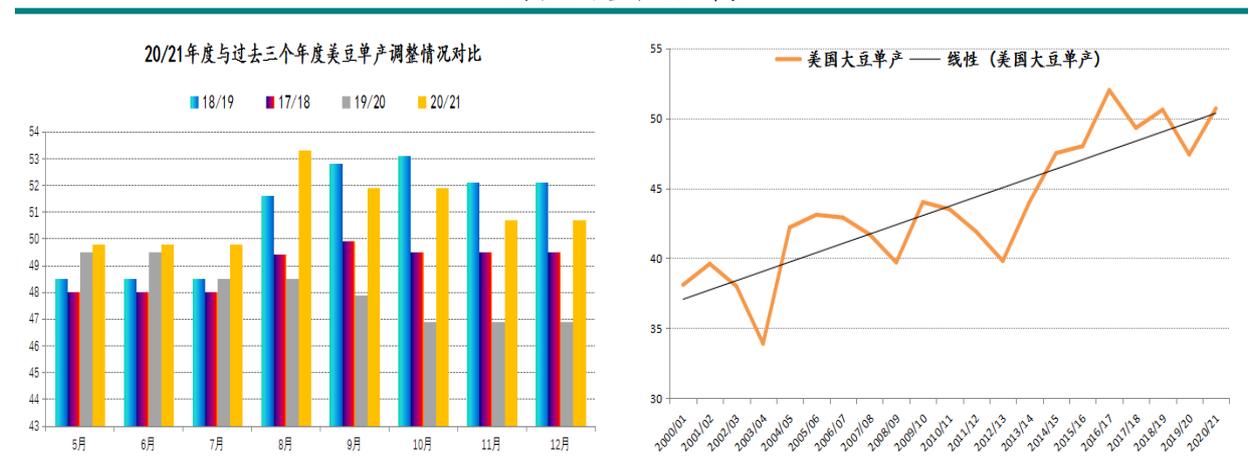
此外，对于美国大豆出口量的调整幅度是从5月的20.5亿蒲式耳上调至12月的22亿蒲式耳，上调幅度为7.3%。对于美国大豆国内压榨量的调整幅度是从5月的21.3亿蒲式耳上调至12月的21.95亿蒲式耳，上调幅度为3%。

图表：美国大豆供需平衡表

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 12月	2020/21 5月	2020/21 6月	2020/21 7月	2020/21 8月	2020/21 9月	2020/21 10月	2020/21 11月	2020/21 12月
播种面积	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	83.5	83.5	83.8	83.8	83.8	83.1	83.1	83.1
收割面积	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.8	82.8	83	83	83	82.3	82.3	82.3
单产	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	49.8	49.8	49.8	53.3	51.9	51.9	50.7	50.7
期初库存	141	92	191	197	302	438	909	580	585	620	615	575	523	523	523
产量	3358	3927	3926	4296	4412	4428	3552	4125	4125	4135	4425	4313	4268	4170	4170
进口量	72	33	24	22	22	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15
总供给	3570	4052	4140	4515	4735	4880	4476	4720	4725	4770	5055	4903	4806	4709	4709
压榨量	1734	1873	1886	1899	2055	2092	2165	2130	2145	2160	2180	2180	2180	2180	2195
出口量	1647	1843	1936	2174	2129	1748	1676	2050	2050	2050	2125	2125	2200	2200	2200
种子	97	96	97	105	104	88	96	100	100	100	100	100	100	103	103
留存残差	0	49	25	36	9	43	16	35	35	35	40	38	36	35	35
总消费量	3478	3862	3944	4213	4297	3971	3953	4315	4330	4345	4445	4443	4516	4519	4534
结转库存	92	191	197	302	438	909	523	405	395	425	610	460	290	190	175
库存消费比	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.23%	9.39%	9.12%	9.78%	13.72%	10.35%	6.42%	4.20%	3.86%

数据来源：USDA 新湖期货研究所

图表：美国大豆单产



数据来源：USDA 新湖期货研究所

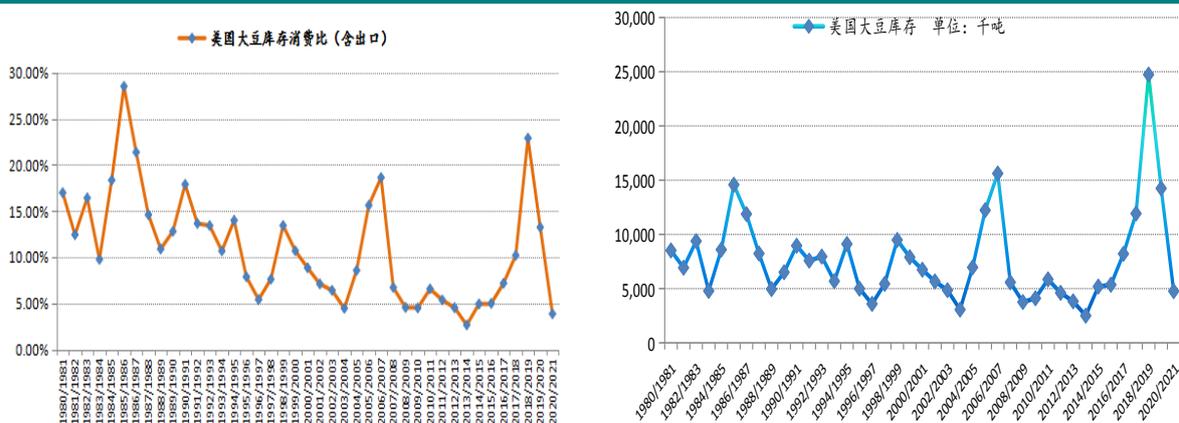
图表：美国大豆种植面积



数据来源：USDA 新湖期货研究所

目前预计，20/21 年度美豆库销比为 3.86%，连续第二年下降，为史上次低值，最低值出现在 2013/14 年度的 2.65%，20/21 年度美豆结转库存预计为 476 万吨，同比减少 949 万吨，为近七年同期最低水平。

图表：美国大豆库存消费比、美国大豆期末库存



数据来源：USDA 新湖期货研究所

我们将美国大豆库销比的月度更新数据（5 月份后转换为新作数据）与美豆主力合约收盘价进行对比。库销比的月度变化是影响美豆价格的重要因素之一，11 月合约或者是 1 月合约的价格代表的是美国大豆大量上市的价格，这个时候通常会出现所谓的“收割低点”。通常每月 10 号左右是美国农业部全球作物供需报告的发布窗口期，其中有关大豆的数据是全球豆类交易者必看数据，因此美农对于美豆自身库存消费比的重大调整

通常会导致美豆价格的大幅波动。

我们始终认为农产品在牛市上涨过程中的顶部位置是很难判断，但是在熊市下跌过程中的底部位置通常是有一定规律可循的，尤其是对于美豆这种政策扰动小，市场化程度高的品种。因此通过库销比的变化与收盘价波动之间的关系，我们尝试去发现一些规律，经过相关性分析，我们发现以往年份二者之间的相关系数为-0.43，应该说是存在一定的负相关性，但负相关性并不显著。但是当美豆库销比月度统计值连续几个月同方向波动（增大或减小）的时候，二者的负相关性会阶段性增强。2020年9月以来美豆库销比连续下调，对应着美豆价格的不断上涨。

图表：美豆库销比月度统计与主力合约收盘价对比



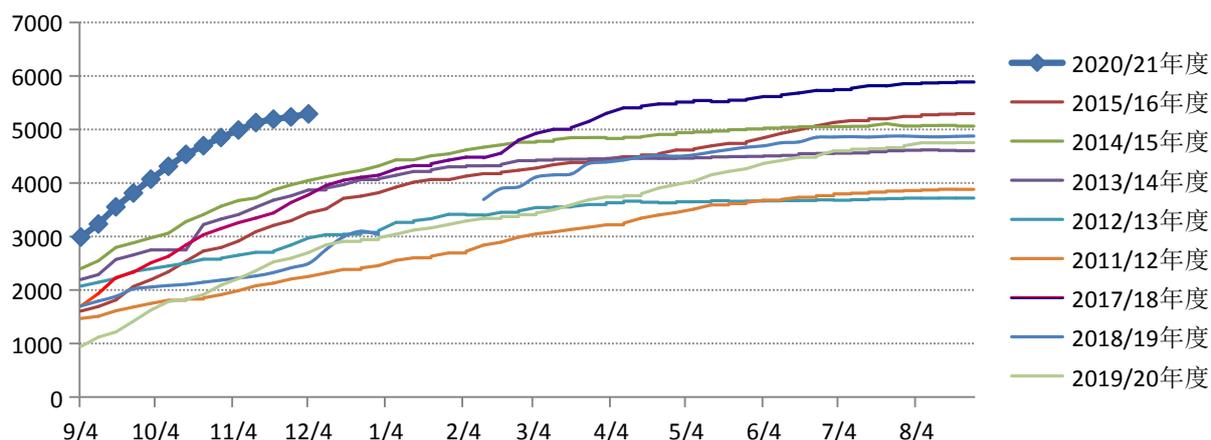
数据来源：USDA 新湖期货研究所

2、美豆出口量暴增，制约后期出口能力

中国为了加强战略储备及兑现中美第一阶段贸易协议，8月以来随着南美大豆库存明显下降，大幅加快了采购美豆的进度。此前市场普遍预期12月供需报告中美国20/21年度大豆出口会上调，因为美国目前的大豆出口销售进度大大快于往年同期，截至12月3日，美国累计出口销售2020/21年度大豆5291万吨，进度为88.4%，去年同期为2699万吨，进度为59.2%。如果按照目前的美豆20/21年度出口销售预估5987万吨来计算的话，今年的出口销售进度比去年同期高了差不多30个百分点。这也是目前市场普遍认为美农大豆出口预估偏低的主要原因。但是12月美农报告并没有对20/21年度美豆出口销售量进行调整，可能是美国农业部觉得以当前期末库存400多万吨的极低水平来看，出口进一步上调的空间受到限制。若强行上调，库存可能出现负值，难以自圆其说。

图表：美国大豆市场年度累计销售量

美国当季大豆出口销售情况



数据来源：USDA 新湖期货研究所

3、 2021 年美元大概率进入弱周期，支撑美豆高位运行

经过相关性分析，我们发现美豆价格与美元指数之间的相关性高达-0.84，也就是呈现强烈的负相关性，今年下半年表现的尤其明显，6月以来美元指数一路下行，对应着美豆价格的不断上涨。

美元汇率也在2020年坐上“过山车”。在新冠肺炎疫情的影响下，二季度全球经济活动被迫“停摆”。因企业和银行业者购入美元以偿还债权人、贸易伙伴及供应商，流动性不足使3月初美元对几乎所有货币都跳涨，货币市场融资利率急升。不过，随着美联储再次紧急降息，同时与其他国家央行开展货币互换，美元流动性不足得到缓解。货币市场困境缓解，美元也逐步回落并在经济基本面与美联储宽松政策的作用下迈入“弱周期”。

美元指数的波动是由多种因素造成的。首先是受到欧元走势的影响，美元指数是通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度。其中，欧元权重占比最大，达到了57.6%，这使得欧元的走势对美元有较大反作用。因此，美国与欧洲的经济基本面对比及货币政策的对比，都将影响美元的走势。此外，流动性危机时的紧急需求，也会对作为国际通用货币的美元币值造成影响。近期的美元指数波动和这些因素都有关系。

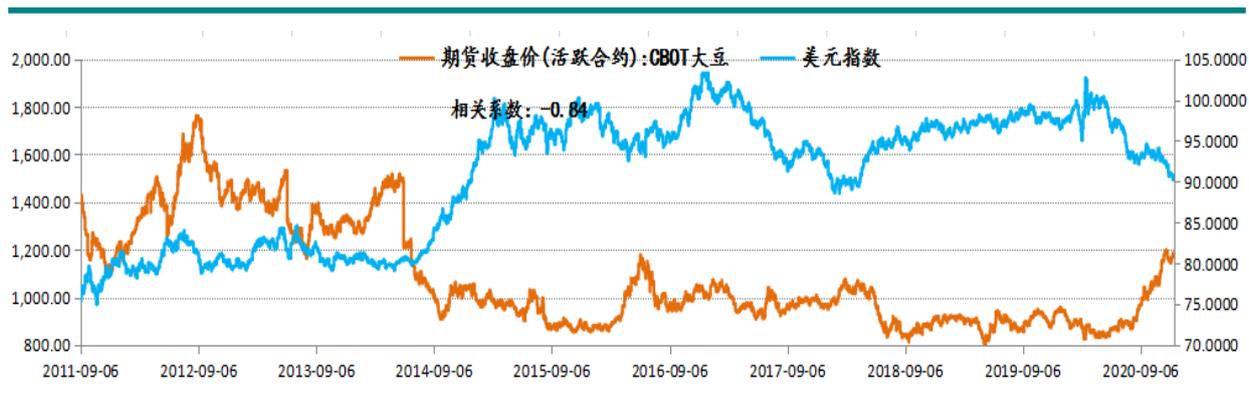
在过去的几个月中，美国与欧洲的经济复苏产生了“时差”。在今年的多数时间，由于疫情防控更为得力，欧洲的经济反弹要快于美国。花旗经济意外指数就显示，在过去的两个月中，欧洲的经济复苏势头都好于美国。展望明年，就国际权威机构对于美国

与欧洲经济增长的预期来看，欧洲也好于美国。国际货币基金组织（IMF）在10月发布的《世界经济展望》更新版中预计，2021年美国经济增长速率为3.1%，而欧元区为5.2%。值得注意的是，从历史数据上来看，在过去的24年中，有17年美国经济增长高于欧洲，但是预计明年欧洲的经济复苏要比美国更好，这将对欧元带来提振，同时压制美元走势。

目前美欧货币政策仍维持宽松。受疫情冲击，美联储推出更大规模的量化宽松。数据显示，自宣布不设额度上限的量化宽松政策应对新冠肺炎疫情冲击后，美联储资产负债表两个月内已扩张两万多亿美元，总体规模逼近7万亿美元大关。同时，美联储也将联邦基金利率由1.6%左右快速下调至零附近，并引入“平均通胀目标”暗示可以接受更高的通胀率，也意味着明年通胀形势不会迫使美联储货币政策被迫收紧。美联储议息会议三季度点阵图显示，零利率有望延续至2023年以后。而货币政策可能长期保持宽松状态，这必将导致美元长期走弱。

此外，今年与往年相比还有一点不同，新冠肺炎疫情为美国带来了巨大的财政赤字，这也将对美元币值的稳定造成冲击。去年美国的财政赤字率是7%，但今年预计将超过15%。相较欧元区的赤字率今年预计在2%至3%之间，大幅低于美国。由于美元背后依靠的是美国联邦政府的财政实力，因此财政赤字率大，将动摇美元的信用基础。整体上看，在这些因素的综合影响下美元将进入“弱周期”，而这一周期预计将持续至少两年时间。

图表：CBOT 大豆与美元指数



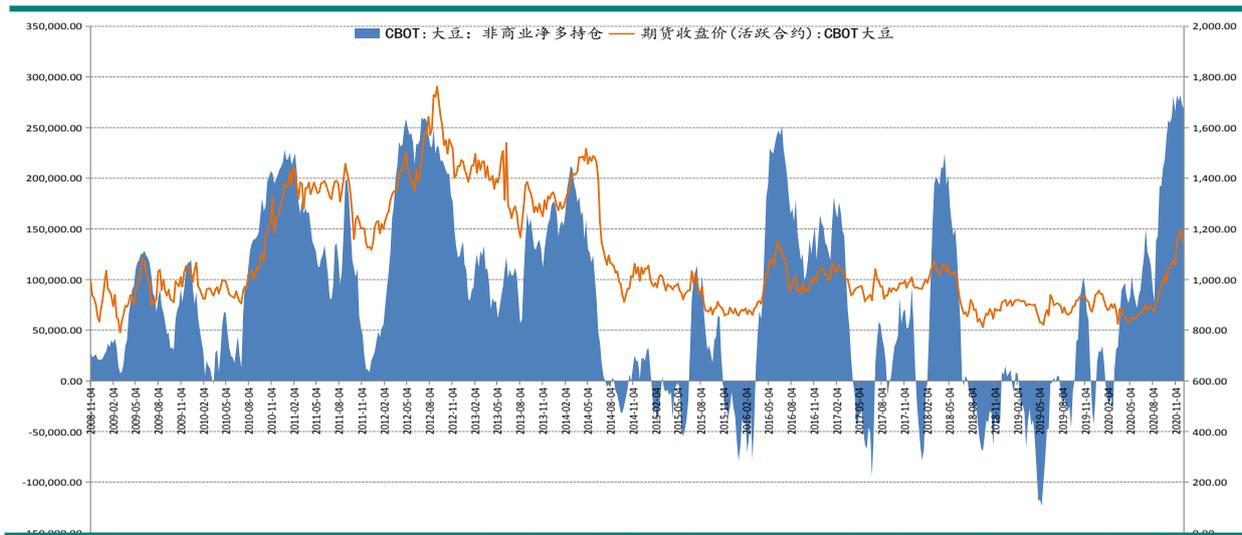
数据来源：WIND 新湖期货研究所

4、非商业净多持仓与美豆

从今年美豆的非商业持仓情况可以看出，2020年投机资金对美豆的兴趣要明显好于2019年，非商业净多持仓大幅增长并创出历史记录新高，主要源于中国大量采购导致美国、巴西库存双底的格局，此外市场对于南美大豆当前的天气升水也非常关注。

8月美农报告公布后，市场理解是利空出尽，同时美国局部大豆主产区（如爱荷华州）8月以来持续干旱消减产量，中国持续采购美国大豆，季度库存报告利多，南美播种进度缓慢，盘面出现大幅反弹。10月以来美豆库销比连续两个月调降，目前降至5%以内，对应美豆价格在1200美分/蒲式耳上方。最近南美出现降雨，中国需求下降，美豆非商业净多持仓高位震荡。

图表：非商业净多持仓与美豆



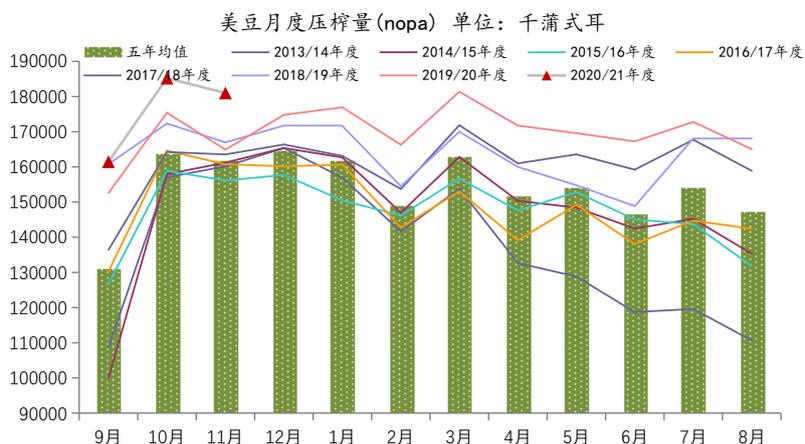
数据来源：WIND 新湖期货研究所

5、美国大豆压榨情况

美国大豆压榨的情况从NOPA(美国油脂油料加工商协会)的数据中可见端倪，美国农业部也有月度压榨量数据，但其数据的公布相对于NOPA更为滞后，所以我们重点关注的是NOPA的数据，NOPA的压榨量份额占比全美95%左右。20/21年度NOPA9-11月份大豆压榨量同比升7%，美农12月供需报告将20/21年度大豆压榨量从上月的21.8亿蒲式耳小幅上调至21.95亿蒲式耳，同比升1.39%。应该说美农报告对于压榨量的调整是谨慎合理的。大豆压榨产物油、粕的主要出口国阿根廷近期压榨量下降明显，美农12月报告中也将20/21年度阿根廷大豆压榨量从4000万吨下调至3900万吨，原因在于将阿根廷大豆产量下调100万吨至5000万吨。尽管榨利不错，阿根廷油厂普遍面临“等米下炊”的局面。阿根廷压榨量下降给了美国此消彼长的机会。从数据来看，NOPA10月大豆压榨量再创历史新高，

11月压榨量季节性稍有回落，但整体应仍处高位，为历史第三高水平。

图表：美国大豆月度压榨量



数据来源：NOPA 新湖期货研究所

图表：美国油厂大豆压榨利润

大豆、豆油及豆粕间价差



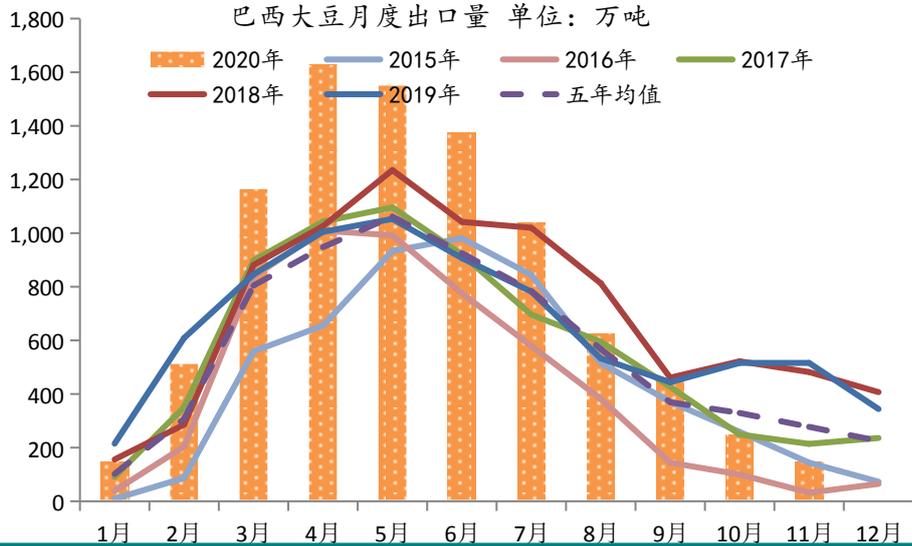
数据来源：USDA 新湖期货研究所

二、南美大豆—中美达成阶段性贸易协议，激发南美农户售粮热情

2020年1-11月巴西大豆出口量为8880万吨，同比升20%。2019年1-12月巴西大豆出口7819万吨，同比降6.15%。对于巴西大豆种植户而言，一旦中美谈判顺利就意味着已经创新高的大豆出口市场份额要回吐很大一部分，再加上今年美元兑雷亚尔汇率继续高位运行，所以巴西农户售粮的意愿非常高。从产量来看，18/19年度巴西大豆产量同比减少500万吨至1.197亿吨，19/20年度巴西大豆产量回升至1.26亿吨，目前预计20/21年度巴西大豆产量为1.33亿吨。2020年巴西大豆产量虽然回升，但出口增幅超过

产量增幅，导致巴西大豆库存进一步下降。

图表：巴西大豆月度出口量



数据来源：巴西贸易部 新湖期货研究所

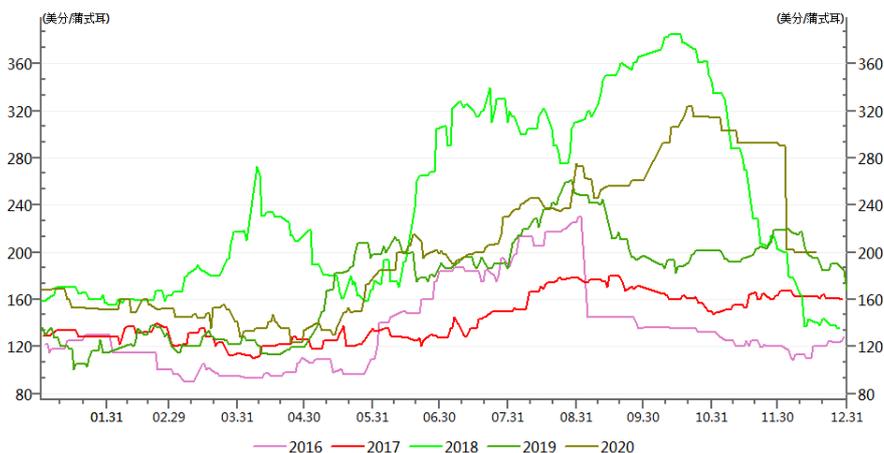
图表：巴西雷亚尔汇率



数据来源：wind 新湖期货研究所

图表：巴西大豆出口至中国 CNF 升贴水

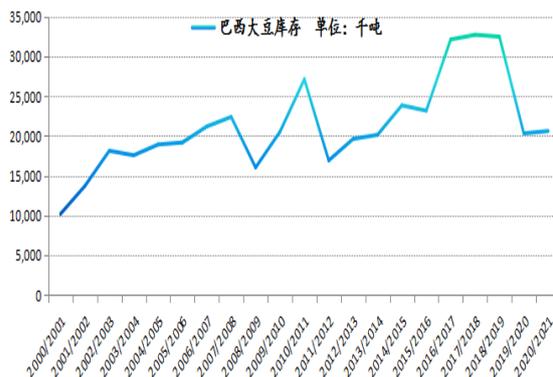
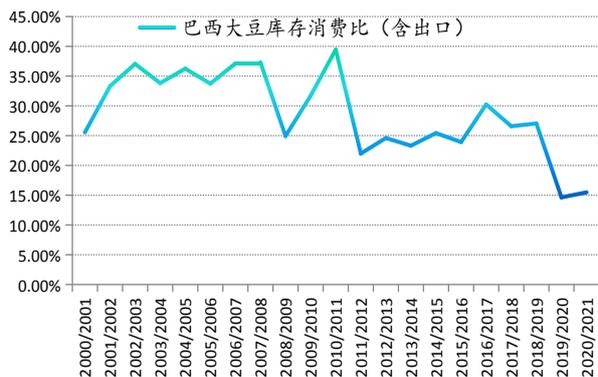
进口大豆:南美港口:升贴水



数据来源: wind 新湖期货研究所

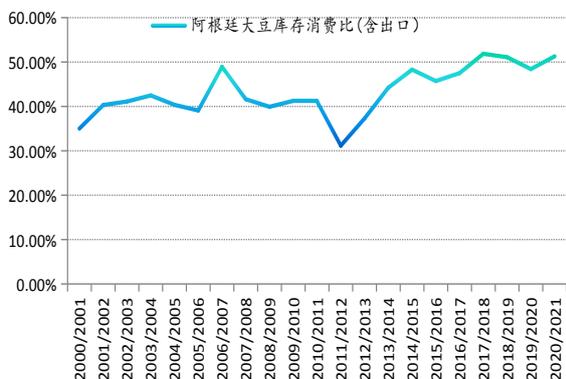
2019/20 年度的巴西、阿根廷大豆产量分别为 1.26 亿吨和 4880 万吨, 巴西增产 630 万吨, 阿根廷减产 650 万吨。目前 USDA 对于 20/21 年度的巴西和阿根廷大豆的产量预估分别为 1.33 亿吨和 5000 万吨, 分别较 19/20 年度增加 700 万吨和 120 万吨。

图表: 巴西大豆库存消费比及期末库存



数据来源: USDA 新湖期货研究所

图表: 阿根廷大豆库存消费比及期末库存



数据来源：USDA 新湖期货研究所

图表：阿根廷比索汇率



数据来源：wind 新湖期货研究所

三、国内豆粕供需分析

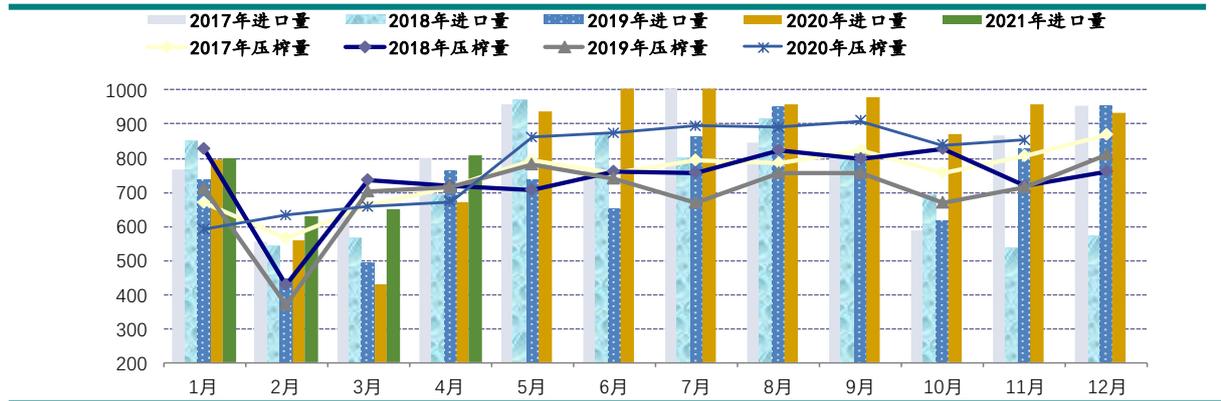
我们认为国内豆粕的供需分析对于豆粕现货基差的分析十分重要，可以说供需关系直接决定了豆粕现货基差的走势。但供需对于单边期货价格的影响力则相对有限，影响豆粕单边期价的因素很多，供需虽是其中重要因素，但不能忽视其余因素的存在，比如投机力量、机构套保持仓等，这些因素在很多时候会取代供需上升为豆粕期价的主要矛盾。

油厂豆粕库存也存在一定季节性规律，年内库存高点一般出现在7月份，主要因为春节后油厂开工率逐渐回升，而6、7月份的大豆进口也会达到年内高峰，春节后的需求则是缓慢恢复，造成油厂豆粕库存积压，库存低点一般出现在春节后（春节长假的消耗及油厂开机率下降）和年底（传统消费旺季）。库存的高点一般对应着现货基差的阶段性低点，库存的低点一般对应着现货基差的阶段性高点。

2020年疫情很大程度上造成了国内豆粕上半年库存很低、基差也比较低的情况。进入下半年以后，压榨量大增，库存回升并维持高位运行，基差始终在底部徘徊。海关数据显示，2020年1-11月大豆进口量为9281万吨，同比大增17.4%，1-11月大豆压榨量为8677万吨，同比增14.4%。我们看到在压榨量大幅增加的同时，库存也基本上跟往年同期偏高水平持平，并没有出现大幅的增加。这说明我国下游消费的确是在恢复，尤其是猪料。从天下粮仓的生猪存栏数据可以看出，生猪存栏及能繁母猪存栏均保持稳健的上行态势，今年3月起能繁母猪存栏开始出现同比增长，今年8月起生猪存栏也开始出现同比增长，且跟去年的差距逐渐拉大。今年2月份、4月份豆粕库存均创出了历史同期

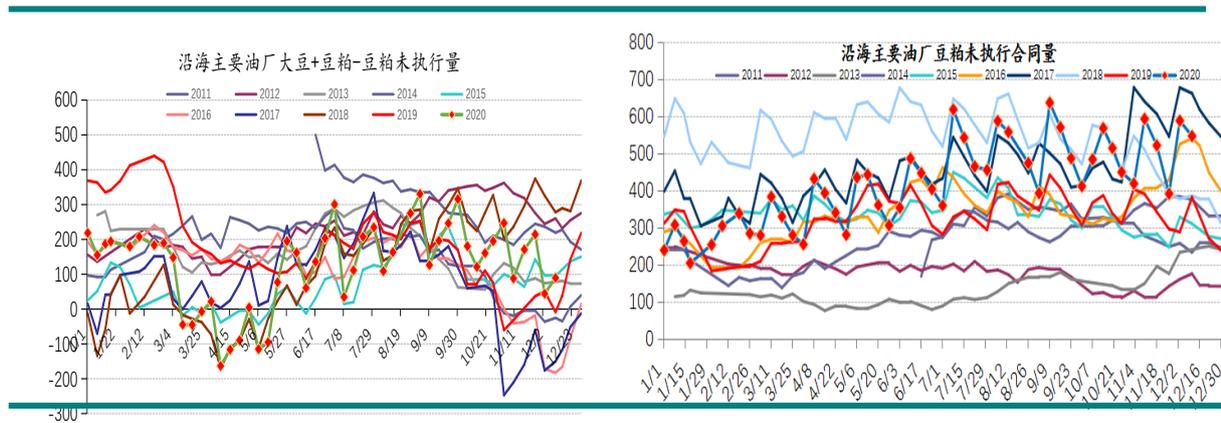
的低位。而油厂豆粕未执行合同量也就是订单量上半年也是明显下降,下半年恢复到正常水平。

图表：国内大豆进口量、压榨量



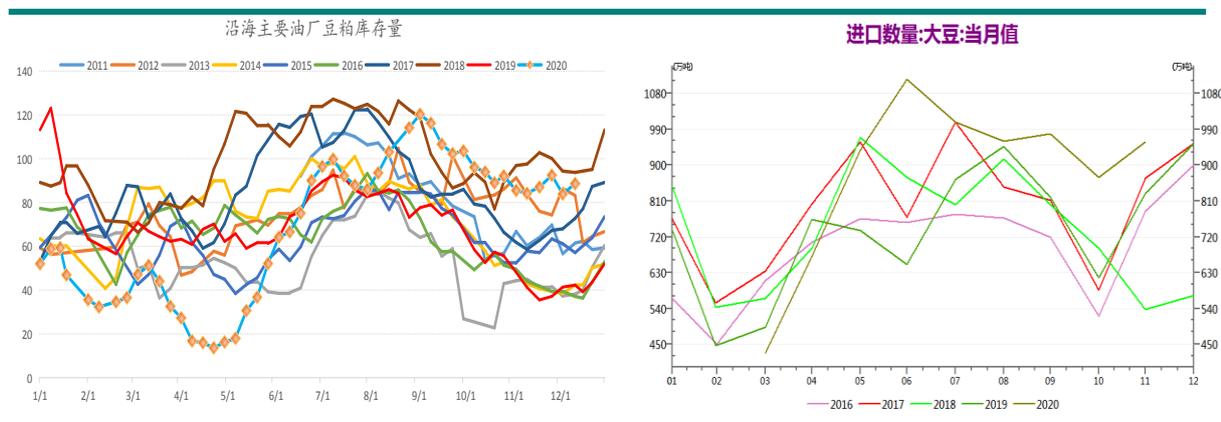
数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

图表：沿海主要油厂大豆库存、豆粕库存、豆粕未执行合同量



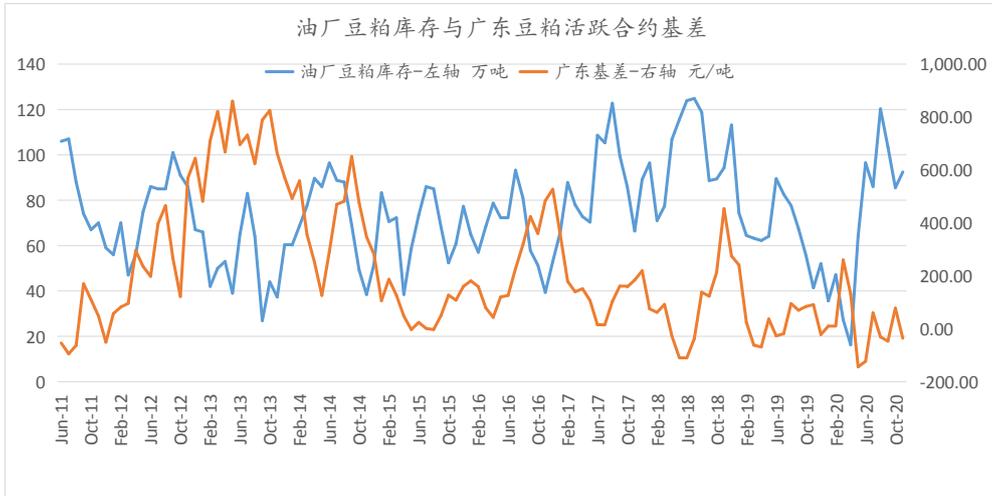
数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

图表：沿海主要油厂大豆库存、豆粕库存、豆粕未执行合同量



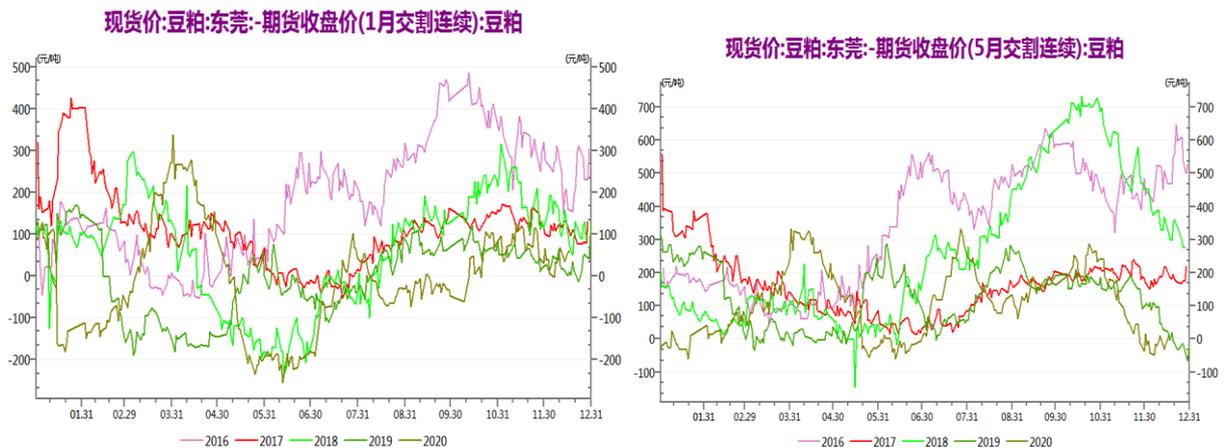
数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

图表：油厂豆粕库存与广东豆粕活跃合约基差



数据来源：天下粮仓、wind、新湖期货研究所

图表：豆粕1月基差、5月基差



数据来源：wind、新湖期货研究所

图表：生猪存栏及能繁母猪存栏



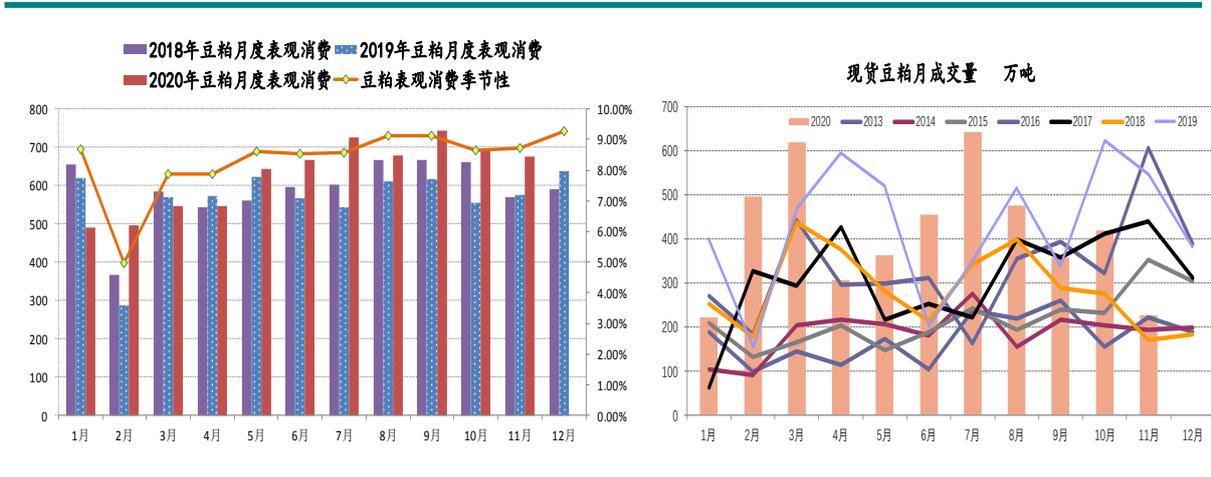
数据来源：天下粮仓

豆粕消费量的季节性规律是比较明显的，2月份由于天数较少且多数年份有春节假期，消费量为全年最低谷，此后一路回升至8、9月份，进入国庆中秋双节备货的第一个高峰，10月消费由于长假因素再度下降，11月是消费真空期，12月再度进入春节备货期，消费回升。2020年1季度豆粕表观消费同比升3.59%，2季度豆粕表观消费同比升5.4%，3季度豆粕表观消费同比升21.3%，10-11月豆粕表观消费同比升20.8%。2020年1-11月豆粕表观消费同比升12.4%，去年同期为同比降5.2%。今年上半年在疫情笼罩下，豆粕表观消费依然实现了同比正增长，而下半年国内各项经济活动完全恢复之后，豆粕消费增速大幅攀升。所以说2020年的豆粕是一个供需双强的格局，完全不同于2019年的供需双弱，2019年供需双弱的格局，在缺乏亮眼题材的多数时间里豆粕保持宽幅震荡走势，而2020年豆粕上半年逐级走高，下半年得益于供需错配，全球大豆库存大挪移，将走出跨年度行情。

现货成交量的季节性并没有消费季节性那样明显，主要是围绕着春节，一般是春节后饲企库存较低会出现一波备货，再就是11、12月春节前会出现一波备货高峰。现货成交量大多是基差成交，也就是说饲企购买的大多是一个月以后或者是更远期的货，所以说现货成交量只能反映目前市场采购心态，基本上是跟盘面走势有关，盘面上涨采购量增加，盘面下跌采购量下降，这就是所谓的“买涨不买跌”。今年的情况是春节过后出于对疫情可能影响豆粕供应的恐慌有一波备货，此外3月份美豆在美豆粕的溢出效应下炒了一波，连粕3月有一波小高潮也刺激了下游备货（详见文首行情回顾），美农6月底种植面积及季度库存报告公布后，又激发了市场7月份的备货热情，况且7月下半月又短炒了两周的贸易战。8月份以后尽管市场大趋势上涨，但成交量却是在逐渐下降的，市场的恐高心理似乎逐渐增加。2020年1季度豆粕成交量同比增31%，2季度豆粕成交量同比降14.8%，3季度豆粕成交量同比增22.3%，10-11月份豆粕成交量同比降45%，2020年1-11月份豆粕成交量同比降2.97%。10月份国庆假期过后，豆粕指数开始了高位震荡行情，而近月1月合约则是震荡走弱，下游采购心态明显趋于谨慎，尤其11月份开始禽料消费明显下降、水产养殖进入尾声，消费端主要依靠猪料的稳健增长。而豆粕供应量始终保持在高位，因此基差也在不断走弱，下游采购兴趣明显下降。相对而言，提货量能够更好地反映下游需求。但提货量指标也有局限性，有时盘面下跌油厂胀库，会对下游“催提”，下游可能被

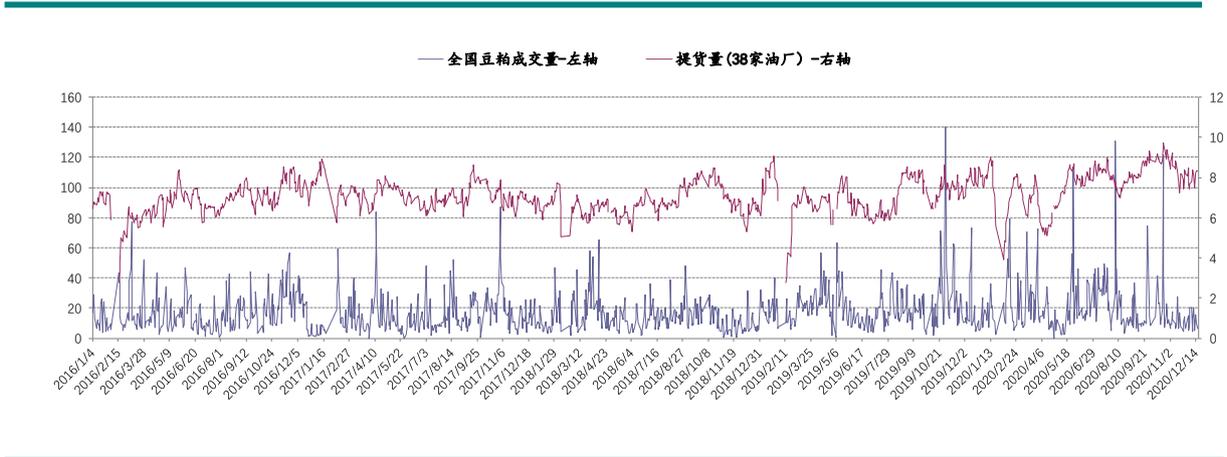
动提货，这部分量也不属于真实需求。

图表：豆粕表现消费季节性 & 现货成交季节性



数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

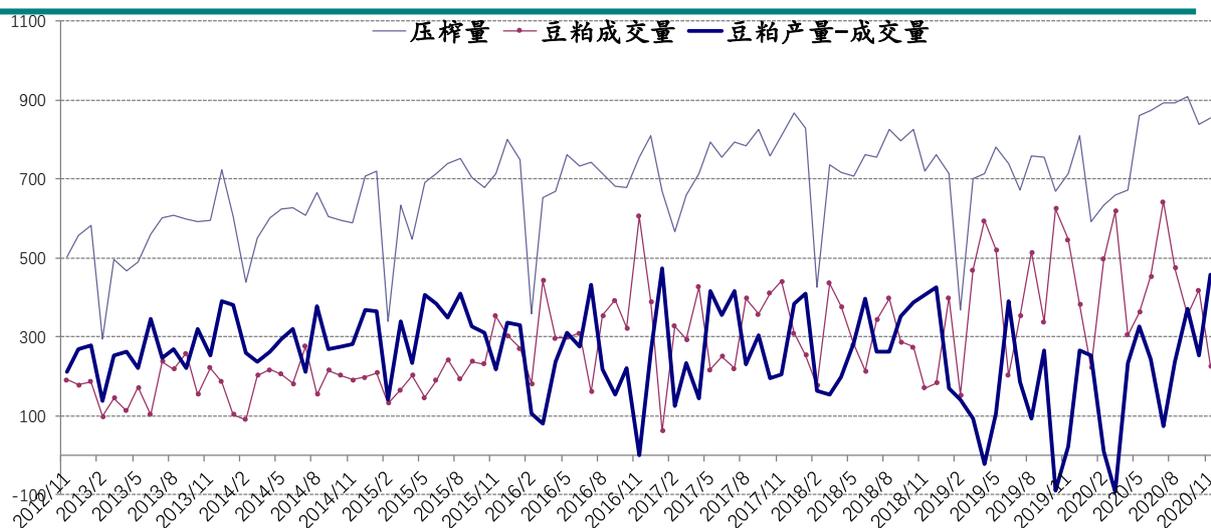
图表：全国豆粕成交量与提货量



数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

我们还设计了一个指标用来表示豆粕的供需状况，就是豆粕的月度产量-月度成交量，每年的2、3月份也就是春节前后该指标都处于一个相对的低值，主要是由于春节前后产销均不旺。2020年该指标的最低值出现在3月份，次低值出现在7月份，峰值出现在5、9、11月份，而3月份和7月份是全年豆粕成交量的两个峰值，该指标最高值出现在11月份，同时也是基差走势最弱的阶段。

图表：豆粕月度产量与成交量



数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

第三部分：2021 行情展望

回顾 2020 年年报，应该说我们对于市场大趋势的判断基本上是准确的，比如“美豆的底部就在 850-870 美分/蒲式耳，当美豆触底后，连粕进一步下跌的空间也会非常小。可以说我们每一年的年报能确定的只能是底部区间，至于筑底、上涨亦或是震荡，只能是走一步看一步。”年报的意义主要在于对于现有的基本面进行归纳，复盘过去一年的走势，至于对未来一年走势的展望其实意义并不大。因为市场瞬息万变，即便是预测对了明年大方向是上涨，若把握不准节奏，最终仍然是输家，对于全年节奏的把握难度很大，需要对市场进行持续紧密的跟踪，比如 2020 年我们经历了史无前例的新冠疫情，若跟 2003 年非典的情况来对比的话，二者又有很大的不同。今年上半年的豆粕市场就经历了疫情带来的茫然，多次出现向上的假突破，给投资者和企业也造成了不小的困扰。

对于 2021 年首先我们能够确定的是，随着大商所生猪期货 1 月 8 日上市，生猪养殖产业链终于形成了从上游原料玉米、豆粕到下游养殖产品生猪的期货品种全覆盖，预计产业链套保的客户将大举入场建仓。而目前恰恰是猪周期的峰值区域，养殖企业产业链套保的主要模式很可能是做空生猪养殖利润，也就是买玉米、豆粕，空生猪。对于豆粕而言，预计 2021 年的市场参与度将同比大增。豆粕的套保持仓可能从空头为主发展到多空并举的局面。

从基本面的角度来看，巴西大豆库销比达到了史上最低的 15% 的水平，美国大豆库销比来到了史上次低的 3.86% 的水平（最低值是 13/14 年的 2.65%），这还是美国没有进一步上调出口量的库销比水平。全球最大的两个大豆出口国目前均库存见底，我们之前

在报告中反复提过，全球大豆价格的风向标 CBOT 大豆价格主要体现的是美国国内供需平衡表，然后才是巴西供需形势，今年二者库存双底对应的美豆价格至少在 1200 美分/蒲式耳以上。南美、北美库存见底的原因首先是 19/20 年度美豆减产 20%，巴西增产 630 万吨，阿根廷减产 650 万吨，导致期初库存下降，另外中国基于各种考虑买空了巴西的库存，也买空了美国的库存，一方面体现的是后疫情时代消费的稳健恢复，另一方面体现的是战略储备思维。而全球最大的油、粕出口国阿根廷的大豆压榨产业又始终未从 19/20 年度减产中彻底恢复过来，今年的开机率维持在偏低水平，与此同时美国国内大豆压榨产业由于出口利润很好而全力压榨，也进一步加剧了自身的供需紧张形势。综合来看，目前巴西正在进入生长关键期的大豆备受市场关注，一旦天气有风吹草动，马上就会给美豆注入天气升水。

以上就是眼下市场的局面，在这种局面下，我们肯定不会看空。但是如果巴西后期天气并没有出现大的问题确认丰产的话，那么美豆及连粕回落在所难免，连粕单边定价的锚始终都在美豆上。对于美豆来说，1100 美分/蒲式耳是一个关键的多空情绪分水岭。从 2020 年的情况来看，连粕有行情的阶段，除了疫情以外，其他基本都是跟美国农业部的各种报告有关。

从天气来看，洪灾这两年大行其道，去年阿根廷收获期洪灾，美豆播种期洪灾。洪灾的威力丝毫不逊色于旱灾，对于产量的打击甚至有过之而无不及。今年如果出现灾害，可能是以旱灾为主，南美、北美大豆种植区天气问题每年都会有，只是或大或小而已。对此，坚守底部支撑，总会有机会。

对于连粕的需求面，市场相当大一部分的关注点都集中在生猪存栏的恢复程度上。其实猪饲料需求仅占总饲料需求的 4 成左右，蛋禽肉禽料需求也占 4 成左右，剩余为水产料及其他料。市场对猪的关注度高源于其养殖周期相对较长，从投放产能到最终实现产出至少需要 18 个月的时间，远高于禽类，所以有猪周期的说法。2018 年 8 月份开始出现的非洲猪瘟使得上一轮超长猪周期以一种意想不到的方式结束，2019 年 3 月猪价开始上涨，短短 8 个月触及 40 元/公斤，基本上是上一轮猪周期顶部的 2 倍。40 元/斤已经是猪价的周期性顶部，原因在于存栏开始回升且高价明显抑制猪肉需求。目前生猪存栏消费恢复的进展还是比较快的，预计 2021 年豆粕消费的同比增幅应该在 10% 以上。

2020 年豆粕是供需双增，2021 年需肯定是增的，供增与否不确定性比较大，供可能是前高后低的局面，或者说 2021 年豆粕的大行情可能还是在下半年。

新湖期货研究所 农产品研究总监 刘英杰

2020-12-19

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。