

## 月度报告-豆粕

### 美豆具有强支撑，国内现货行情暂告一段落



走势评级:

豆粕: 看涨

报告日期:

2021 年 2 月 2 日

黄玉萍 资深分析师 (油籽&豆类粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询号: Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: [yuping.huang@orientfutures.com](mailto:yuping.huang@orientfutures.com)

#### ★南美产量仍有尾部风险

1 月 19 日一周，美豆连续下跌，起因是南美降水预报较之前好转。不过现在回头看，1 月 19-25 日阿根廷实际降水量寥寥无几，布交所作物生长报告甚至还产量预估下调 50 万吨至 4600 万吨。另外根据 EC 系统预报，阿根廷 2 月 1-9 日降水将再度转弱，现在断言阿根廷丰产仍为时尚早，未来的天气也仍需要继续跟踪。

#### ★巴西收割进度缓慢+物流担忧，美国 2 月出口或还有增量

现阶段市场在交易巴西收割缓慢将使 2 月美豆出口需求增加，同时中国现阶段已经陆续采购美国 21/22 年度交货的大豆。对比近五年美豆出口装运进度、累计出口销售订单/年度出口预估总量的比值，USDA 有进一步调高美国出口需求的可能。中国大量采购美玉米也间接利好美豆走势。

#### ★行情展望和投资建议

美国 20/21 年度 3.06% 的历史第二低库存消费比决定了美豆在 1200、甚至 1300 美分处有强支撑。巴西豆上市会对 CBOT 形成压力，但更多可能体现为南美升贴水下落、国内大豆到港压力激增。不过未来的上涨需要一些新的利好因素刺激。从时间上来看，南美和美国出口的题材可能将一直交易到 3 月前，之后市场交易重点转向美国 21/22 年平衡表变化。

国内豆粕市场，期价仍然主要受进口大豆成本影响。现货供需上，市场即将进入假期状态。今年需要重点关注的是疫情发展动态和巴西出口装运，一旦出现问题可能再度重演 2020 年春节后现货基差上行的情形。

投资建议上，我们倾向于前期多单仍可继续持有，追高谨慎。

#### ★风险提示

阿根廷未来天气继续好转，巴西游装运快于预期等。

**重要事项:** 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

1月美豆由1300美分最高上涨至1430美分以上，但随后连续下跌重新回到1300美分，目前自1300美分处反弹后在1350美分附近陷入震荡。流畅的上涨行情似乎一去不返，未来走势将如何演变，我们在此做一分析。

## 1、一场大雨改变一切？

1月19日一周，美豆连续四个交易日共跌去了超过100美分，起因是南美降水预报较之前好转。不过现在回头看，1月19-25日阿根廷实际降水量寥寥无几，布宜诺斯艾利斯谷物交易所作物生长报告数据也验证了这一点。截至1月27日阿根廷大豆生长评级为差的比由10%增加至13%，土壤墒情不足的面积比例由13%增至24%，甚至还将产量预估下调50万吨至4600万吨。

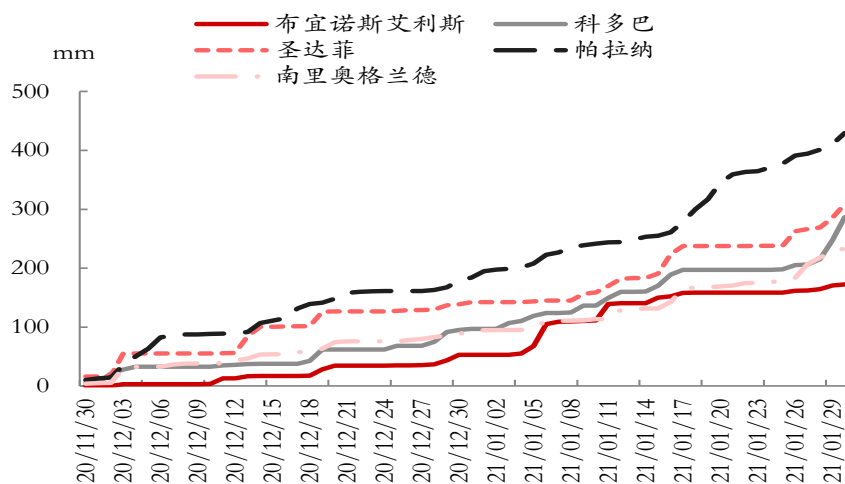
然而1月27日起的气象预报显示巴西南部 and 阿根廷产区降水进一步增加，1月26-30日阿根廷和巴西南部均获得充足降水。不过如图表4，根据EC系统预报，2月1-9日降水将再度转弱。

截至1月27日阿根廷大豆（含第一季大豆和第二季大豆）开始结荚（beginning pod）的比例为16.3%，低于去年同期的28.1%和五年均值的31.4%；开始灌浆（beginning seed）的比例为0，落后去年同期的3.7%和五年均值的7.1%；评级为优、良、差的比分别为18%、69%、13%。结荚灌浆期是决定大豆单产的最关键时期，未来的天气形势仍值得我们关注。正常年份阿根廷大豆于每年3月底开始收获。

巴西大豆种植已经结束。巴西南部大雨显著改善了作物生长，截至1月25日帕拉纳州大豆评级为优、良、差的比分别为98%、2%、0，一周前为83%、14%、3%。Emater1月28日发布的报告也显示最近几天出现的降水有利于南里奥格兰德州大豆生长，目前开花率36%、籽粒填充率17%、成熟率1%，其余的46%仍在发芽期。

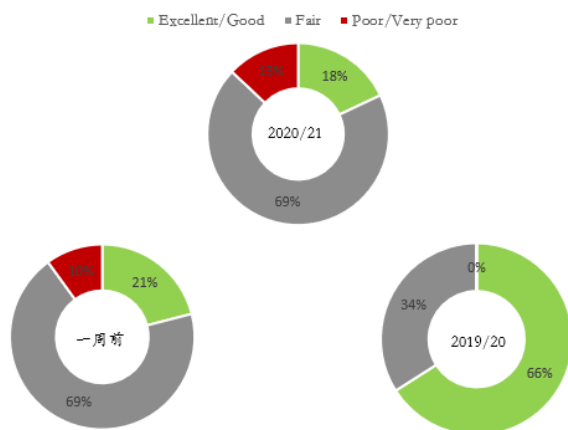
**小结：**美豆涨至1400美分以上，其中当然包含了南美天气升水。不过我们认为天气升水有限，USDA月度供需报告中从未下调过巴西大豆产量预估，仍为1.33亿吨；阿根廷产量预估在12月下调100万吨，1月再度下调200万吨至4800万吨。因此，1月19-22日CBOT大豆的大跌，更多是资金获利离场放大了南美降雨可能改善的实质影响。另外现在断言阿根廷丰产仍为时尚早，未来的天气也仍需要继续跟踪。这也是美豆在跌至1300美分以后止跌反弹的原因之一。

图表 1: 巴西南部及阿根廷大豆主产州累计降水 (11 月 30 日-1 月 30 日)



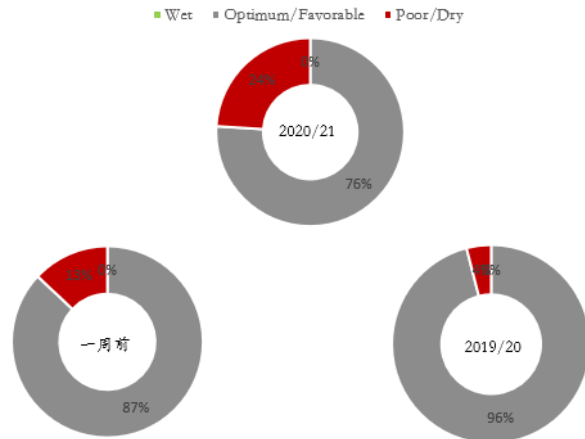
资料来源: Refinitiv

图表 2: 阿根廷大豆优良率



资料来源: Bolsa

图表 3: 阿根廷大豆产区土壤墒情



资料来源: Bolsa

图表 4: 巴西南部及阿根廷大豆主产州降水预报

	布宜诺斯艾利斯	科多巴	圣达菲	帕拉纳	南里奥格兰德
实际降水量 (mm)					
2021/1/18	0.2	0	0	21.5	3.3
2021/1/19	0	0	0	16.8	0.2
2021/1/20	0	0	0	27.8	1.1
2021/1/21	0	0	0	14.6	1.7
2021/1/22	0	0	0	3.9	4.1
2021/1/23	0	0	0.1	1.4	0.3
2021/1/24	0	0	0.1	6.5	0.6
2021/1/25	0	0.8	0	6.1	4.9
2021/1/26	3.1	7.3	24.8	13.9	3
2021/1/27	0.7	1.1	3.5	3.3	23.2
2021/1/28	2.4	9	2.8	6.7	11.1
2021/1/29	6	32.1	16.6	9.5	11.6
2021/1/30	1.9	39.4	22.7	18.7	3.8
预报降水量 (mm)					
2021/2/1	11.4	4.1	3	12.1	5.6
2021/2/2	0.6	9.7	8.7	7.7	10.5
2021/2/3	0.6	1.4	9.3	2.4	16.8
2021/2/4	0	0	0.2	6.7	17
2021/2/5	0	0	0	0.2	0.9
2021/2/6	0	0	0	1.2	0.3
2021/2/7	0	0	0	1	0.1
2021/2/8	0.4	0.4	0	0.8	0.4
2021/2/9	0.7	8.8	1.4	0.5	0.6
合计	13.7	24.4	22.6	32.6	52.2

资料来源: Refinitiv

备注: 2月1日及以后为EC系统预报值

## 2、巴西出口和美国需求

说完了南美天气和产量,就必须要说巴西的出口及其影响下的美国出口情况。

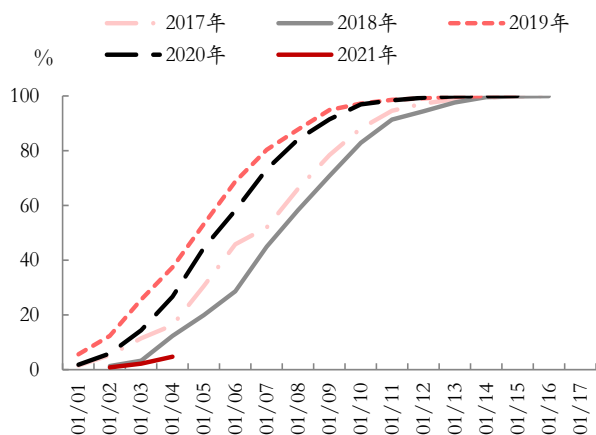
巴西大豆已经开始收获:根据 Conab 截至1月29日圣保罗州收获11%、马托格罗索4.9%、南马托格罗索0.1%、戈亚斯1%、米纳斯吉拉斯2%;全国收获完成2.1%,对比去年同期是8.7%。巴西无豆可出口的局面持续:12月仅出口大豆27.4万吨;1月前20个工作日巴西出口装运大豆数量仅区区4.95万吨,2020年1月前22个工作日是140万吨。巴

西卡车司机还于2月1日起举行罢工，虽然目前尚未影响到运输。种种迹象表明，巴西2月难有多少出口量，美国出口则可能还有增量。

美国已有的出口销售订单远超往年同期，这一点我们不再赘述。未来出口如何？我们仍持较乐观态度。一方面，现阶段市场在交易巴西收割缓慢、可能的罢工将使2月美豆出口需求增加。另一方面，中国仍有庞大的进口需求，2021年进口量基本确定会超过1亿吨。虽然巴西豆迟早会上市出口，不过假设巴西2021年出口量8500万吨，到了2021年9-10月，巴西仍可能再度无豆出口；或许也正是因为有这个预期，中国现阶段就已经陆续采购美国21/22年度交货的大豆。截至1月21日中国累计采购美国21/22年度大豆156万吨，去年同期是2000吨。如图7、8，对比近五年美豆出口装运进度、累计出口销售订单/年度出口预估总量的比值，我们有理由相信USDA有进一步调高美国出口需求的可能。这是美豆在1300美分强支撑的原因之二。

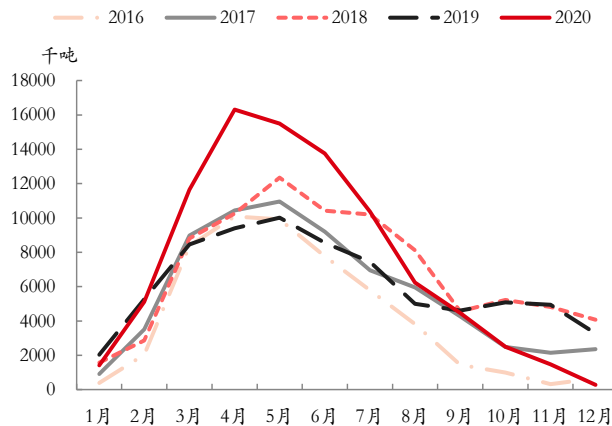
此外，上周USDA公布民间出口商向中国销售将近600万吨玉米的报告，CBOT玉米强势上涨。如果中国采购玉米的行为持续，美玉米上涨也间接利好美豆，传导路径为美玉米上涨——大豆/玉米比价下降——美国21/22年度大豆种植面积可能低于市场预期——美豆上涨。

图表 5: 巴西马托格罗索大豆收获进度



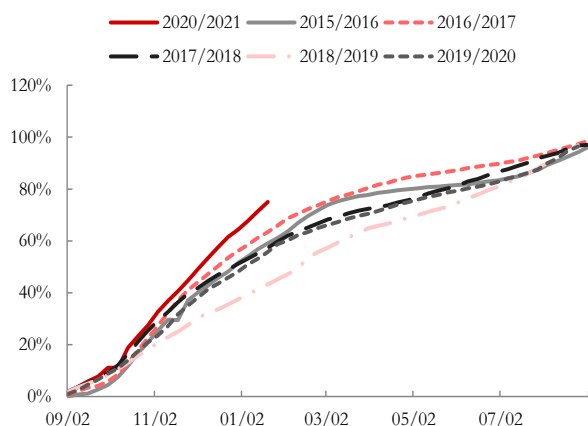
资料来源：IMEA

图表 6: 巴西大豆月度出口量



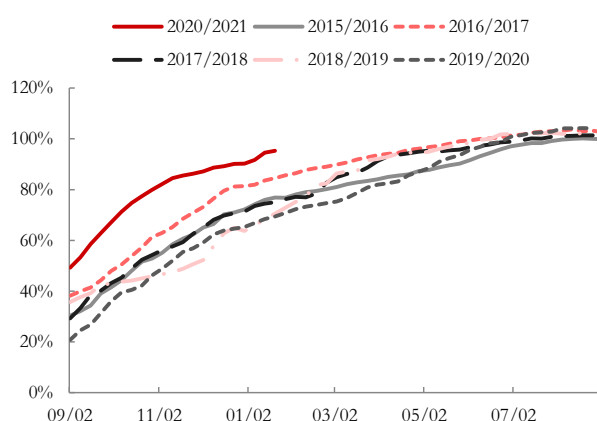
资料来源：Abiove

图表 7: 美豆出口装运进度



资料来源: USDA

图表 8: 美国出口销售订单/预估年出口总量



资料来源: USDA

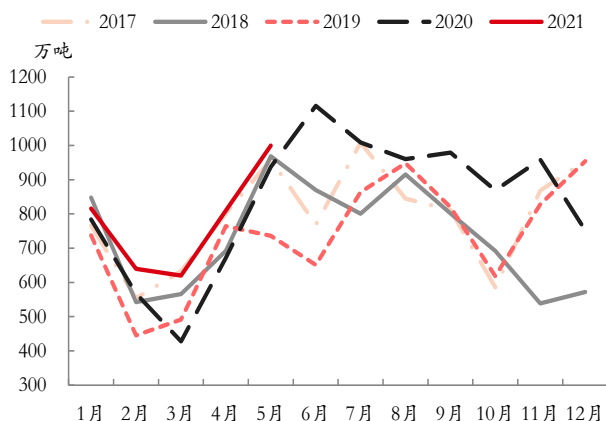
### 3、春节备货基本结束，国内豆粕库存可能止降回升

海关数据显示 12 月我国进口大豆 752.4 万吨，同环比均有所下降。天下粮仓显示 1 月国内大豆到港约 815 万吨，亿海蓝船运数据为 928 万吨。2-3 月预计每月仅各有 600+ 万吨大豆到港，2-3 月大豆进口数量少符合季节性规律，因北美、南美出口季转换。1 月初油厂开机率在 50% 以下，因东北地区疫情原因务工人员不足、部分油厂大豆原料未接上、南方部分工厂胀库停机。但随着下游节前备货需求启动，南方工厂向北方发货、库存压力完全缓解，油厂开机率不断上升至 60% 以上。

需求端，按照季节性规律，每年年底至农历春节前是豆粕消费最旺季，进入 1 月下游本就有节前备货需求。而河北、黑龙江等地的疫情更是令市场担忧运输不畅、节前备货时间缩短，下游成交提货意愿增强。油厂豆粕库存也因此在整个 1 月连续下降，截至 1 月 29 日沿海油厂豆粕库存降至 41.84 万吨。分区域看，由于北方养殖恢复好于南方，再加上疫情在北方更为严重，豆粕现货价格呈现北高南低，豆粕库存则是北低南高。

展望 2 月，目前距春节已经不足两周，下游备货基本结束，现货市场即将进入假期状态。正常年份里，2-3 月国内进口大豆到港偏低，但豆粕消费也较为平淡。今年需要重点关注的有两点：第一仍然是疫情发展动态。2020 年 2 月就曾因疫情防控限制人口流动，春节后企业复工复产推迟，油厂开机率偏低+物流恢复缓慢+下游库存较低三者共同导致现货基差大幅上涨，直至 4 月中旬才逐渐回落。第二是巴西的出口装运。巴西的出口装运不仅影响 CBOT 大豆，也影响到我国 3-4 月的进口大豆到港。

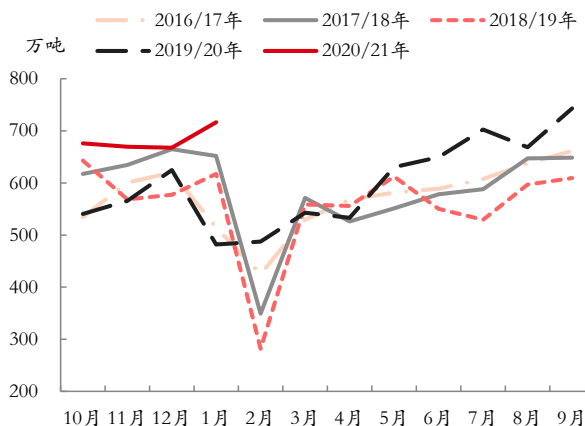
图表 9: 中国月度进口大豆量



资料来源: 海关 天下粮仓

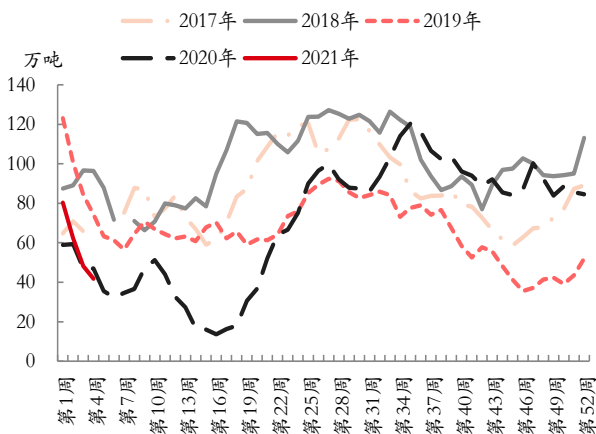
备注: 2021 年为天下粮仓预估值

图表 10: 豆粕表观消费量



资料来源: 天下粮仓 东证衍生品研究院

图表 11: 沿海油厂豆粕库存



资料来源: 天下粮仓

图表 12: 华东 5 月现货基差



资料来源: Wind 东证衍生品研究院

#### 4、行情展望及投资建议

南美干旱和美国强劲需求共同使得美豆涨至 1400 美分，南美一场雨挤出了美豆价格上涨中的天气升水。不过显然资金获利离场放大了这场雨的实质影响，市场随后很快意识到，南美（阿根廷）产量尾部风险仍在，产量还有些许不确定性；巴西收割进度缓慢和潜在的罢工、物流风险将使得巴西 2 月难以大量出口大豆，美国出口还有调高可能，美豆在 1300 美分反弹。另外还需要注意的是，上周 USDA 公布民间出口商向中国销售将近 600 万吨玉米的报告，CBOT 玉米强势上涨。如果中国采购玉米的行为持续，美玉米上涨也间接利好美豆，传导路径为美玉米上涨——大豆/玉米比价下降——美国 21/22 年度大豆种植面积可能低于市场预期——美豆上涨。

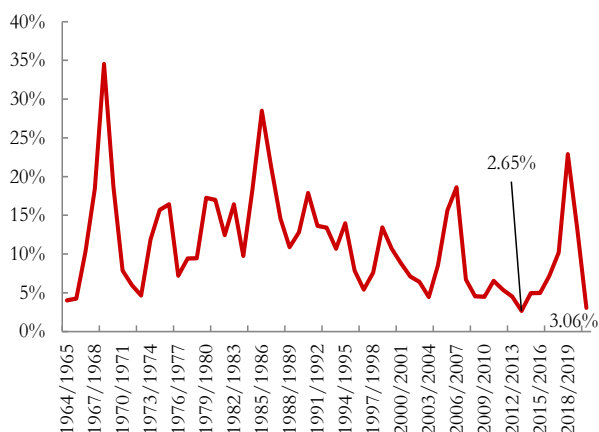


总体而言,美国 20/21 年度 3.06% 的历史第二低库存消费比决定了美豆在 1200、甚至 1300 美分处有强支撑。巴西上市会对 CBOT 形成压力,但更多可能体现为南美升贴水下跌、国内大豆到港压力激增。美豆还能涨吗? 我们的回答是肯定的,不过可能需要一些新的利好因素刺激,可以是未来的阿根廷少雨、巴西出口装运较市场预期更慢、美国出口好于市场预期等。从时间上来看,南美和美国出口的题材可能将一直交易到 3 月前,之后市场交易的重点就会是 21/22 年美国期末库存和库存消费比(面积、天气、单产)如何变化了。

国内豆粕市场,远月期价仍然主要受进口大豆成本影响。现货供需上,市场即将进入假期状态。正常年份里,2-3 月国内进口大豆到港偏低,但豆粕消费也较为平淡。今年需要重点关注的疫情发展动态和巴西出口装运,一旦出现问题可能再度重演 2020 年春节后现货基差上行的情形。

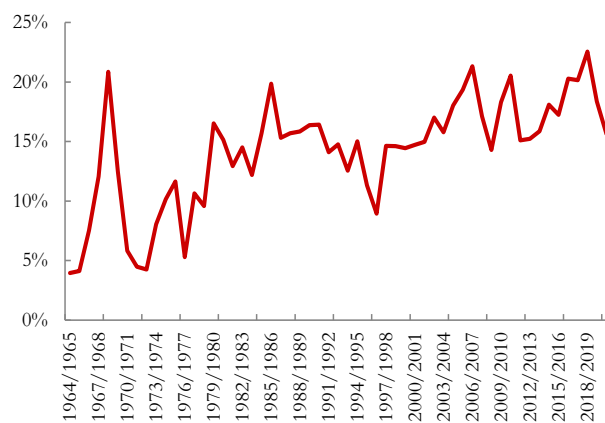
投资建议上,我们倾向于前期多单仍可继续持有,追高则需更为谨慎。

图表 13: 美豆库存消费比



资料来源: USDA

图表 14: 全球大豆库存消费比



资料来源: USDA

## 5、风险提示

阿根廷未来天气继续好转,巴西游装运快于预期,国内非洲猪瘟疫情再度大规模爆发等



### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金23亿元人民币,员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持市场化、国际化、集团化的发展道路,打造以衍生品风险管理为核心,具有研究和技术两大核心竞争力,为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

## 分析师承诺

黄玉萍

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)