

牛市延续仍值得期待



走势评级:

豆粕: 看涨/菜粕: 看涨

报告日期:

2020 年 12 月 23 日

★基本面分析及展望

明年 3 月南美大豆集中上市前, CBOT 大豆仍将保持强势。20/21 年度美国大豆增产, 但由于出口及压榨需求强劲, USDA12 月供需报告将 20/21 年度美豆期末库存下调至 1.75 亿蒲, 库存消费比下调至 3.86%, 这是除 13/14 年度以外历史最低值。在明年南美大豆上市前 (不论南美丰产与否), 国际市场几乎只能依靠美国提供大豆及豆粕, 因巴西陈作大豆见底, 阿根廷农民惜售加时不时的罢工使其 2020 年大豆压榨明显下滑、豆粕出口下滑。这期间, 由于拉尼娜将在南美大豆关键生长期持续, 天气炒作还随时可能助力多头。

随着南美大豆产量明朗, 巴西大豆集中上市和出口可能给 CBOT 及连豆粕带来一定卖压。但由于到目前为止市场仍对巴西、阿根廷大豆产量保持乐观预估, 因此未来全球大豆平衡表中库存消费比几乎不存在上调的可能。这意味着 CBOT 大豆下方有强支撑, 涨幅则取决于南美天气和产量。

从明年 2 月底 USDA 农业展望论坛给出 21/22 年度美国平衡表预估起, 市场照例将逐步把交易重点转向新年度美国大豆种植面积、天气、单产等。目前 CBOT 大豆/玉米比价有利美国农户扩种大豆, USDA 在十年展望中预计未来美豆种植面积将保持在 8600 万英亩左右。我们预计美国 21/22 年大概率产需同增, 但库存消费比绝对水平难以大幅增长。

2020 年农产品牛市已经开启, 2021 年牛市延续仍值得期待。美豆库存消费比降至历史低位, 全球七大油籽、全球及美国大豆+小麦+玉米总库存均连续下降, 拉尼娜气候现象对作物产量的潜在威胁并未解除, 叠加 2021 年可能的经济复苏及经济刺激政策, 还有中国庞大玉米缺口如何解决, 都可能成为促成牛市延续的触发点。

★风险提示

南美大豆超预期丰产, 国内非洲猪瘟疫情再度大范围爆发, 中美贸易关系及国家政策等

黄玉萍 资深分析师 (油籽&豆菜粕)

从业资格号: F3079233

投资咨询号: Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com



目录

1、行情回顾.....	5
2、 国际市场：美国及全球平衡表改善，牛市有望延续	5
2.1、 20/21 年度美国：出口及压榨需求强劲，期末库存或再度下调	6
2.1.1、 巴西大豆上市进度决定未来美豆出口增量.....	6
2.1.2、 美国压榨需求有望调增.....	8
2.2、 天气题材将持续整个南美大豆生长期.....	10
2.3、 21/22 年度美国大豆或产需同增，库存消费比难以大幅上升	12
2.4、 来年农产品上涨空间还有多大？	13
2.4.1、 美豆及豆粕走势复盘	13
2.4.2、 2021 年牛市有望延续.....	17
3、 国内市场：跟随外盘运行中枢上移.....	18
3.1、 国产大豆产量或继续增加.....	18
3.2、 进口大豆成本抬升，国内养殖需求回归健康增长.....	19
3.3、 菜粕单边跟随豆粕，关注政策变化	23
4、 行情展望.....	24
5、 策略推荐及风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 美豆历年单产	6
图表 2: 美豆周度出口销售订单	7
图表 3: 美国大豆累计出口销售订单	7
图表 4: 美国对中国累计出口销售订单	8
图表 5: 中国自美国进口大豆	8
图表 6: 巴西马州大豆预售比例	8
图表 7: 巴西大豆月度出口量	8
图表 8: 美国月度大豆压榨量	9
图表 9: 美豆油累计出口销售订单	9
图表 10: 阿根廷月度大豆压榨量	9
图表 11: 20/21 年度全球七大油籽产量	9
图表 12: 美国大豆平衡表 (单位: 千吨)	10
图表 13: 美国大豆库存消费比	10
图表 14: 全球大豆库存消费比	10
图表 15: 厄尔尼诺及拉尼娜发生概率 (12 月 10 日公布)	11
图表 16: G3 大豆单产	11
图表 17: 美国大豆种植面积	12
图表 18: CBOT 大豆 11 月合约/玉米 12 月合约	12
图表 19: 2021 年美国平衡表情景分析	13
图表 20: 美豆及豆粕走势复盘	14
图表 21: 美国小麦、玉米、大豆总库存	16
图表 22: 全球七大油籽总库存	16
图表 23: 美国及中国 CPI 当月同比	17
图表 24: 美元指数	17
图表 25: 中国玉米供需平衡表 (单位: 万吨)	18
图表 26: 国产大豆产量及中国进口大豆量	19
图表 27: 豆一 1 月合约走势季节性	19
图表 28: 中国进口大豆来源国占比	20
图表 29: 进口美豆到港成本	20
图表 30: 油厂豆粕、豆油库存	20
图表 31: 中国豆粕消费量及增速	20
图表 32: 生猪养殖利润	21
图表 33: 非瘟疫情前养殖利润和生猪存栏变化	21

图表 34: 2020 年 10 月不同品种饲料生产情况.....	21
图表 35: 广东菜粕/豆粕现货比价.....	22
图表 36: 华东 1 月豆粕现货基差.....	22
图表 37: 我国进口菜籽及颗粒菜粕量.....	24
图表 38: 2020 年 1-10 月中国进口菜籽来源国.....	24

1、行情回顾

2020 年 1-4 月：CBOT 大豆下跌筑底，美豆指数从 969.5 美分/蒲最低跌至 822.25 美分/蒲。这一时期，中美虽然签署第一阶段贸易协议，但中国并未开始采购美豆。因巴西 19/20 年度丰产，且非洲猪瘟疫情从北至南在中国广泛蔓延，市场对 2020 年中国需求持悲观态度。

国内走势和外盘略有不同，表现为先抑后扬、随后回落。2020 年春节假期期间，新冠肺炎疫情在中国传播。为控制疫情蔓延，全国各地采取的主要手段为“隔离”——从个人层面，鼓励减少聚会和外出；从城市层面，推迟企业复工、学校开学时间，部分城市限制各种公共交通。疫情一度使得市场恐慌，2 月 3 日长假开盘后所有商品跳空低开，豆粕指数的最低点 2561 元/吨也出现在这一天。不过很快市场从恐慌恢复理性。由于多地推迟企业复工时间，节后油厂开机率恢复程度不及预期，物流恢复程度不足。春节前，由于存栏尚未恢复且豆粕价格相对低迷，饲料厂及养殖户普遍备货意愿不足。开机率偏低+物流恢复偏慢+下游库存较低三者共同影响下，短期主销区现货价格明显上涨，带动期货走强。紧接着，疫情在全球其它国家蔓延，市场又转而交易巴西因疫情可能导致大豆出口停滞，影响国内大豆进口，此时盘面表现为内强外弱，豆粕指数最高涨至 3010 元/吨。

2020 年 5-8 月：内外盘震荡为主。美国进入 20/21 年度大豆种植期，天气及作物生长情况良好，市场普遍预估单产将达到历史最高水平。国内此时基本面开始表现为大供给+大需求：从 5 月起进口大豆到港基本为历史同期高位，但下游提货、终端养殖需求也表现强劲，缺乏明显矛盾。

2020 年 8 月至今：CBOT 大豆大幅上涨，美豆指数上涨超过 300 美分。一方面，从 8 月起美豆优良率下滑，单产预估由 8 月的 53.3 蒲/英亩逐月下调至 50.7 蒲/英亩。另一方面，中国从 9 月起加大采购美豆，压榨需求也表现不俗。美国 20/21 年度期末库存和库存消费比连续下调，至 12 月月度供需报告，USDA 将库存消费比下调至历史上除 13/14 年度以外的最低点。此外，9-10 月南美新年度大豆种植开局不利，也推动市场看涨热情。

这个阶段国内价格同样上涨，但涨幅不及外盘。CBOT 大豆和南美 CNF 升贴水报价的上涨，为期货提供强成本支撑。但是，现货上大供给+大需求的局面持续，沿海油厂豆粕库存始终在历史同期高位，油脂强势和人民币升值也压制粕价。偏弱的现货供需面还导致豆粕 1-5 价差从国庆节后下跌约 300 点，走势比单边更为流畅。

1、国际市场：美国及全球平衡表改善，牛市有望延续

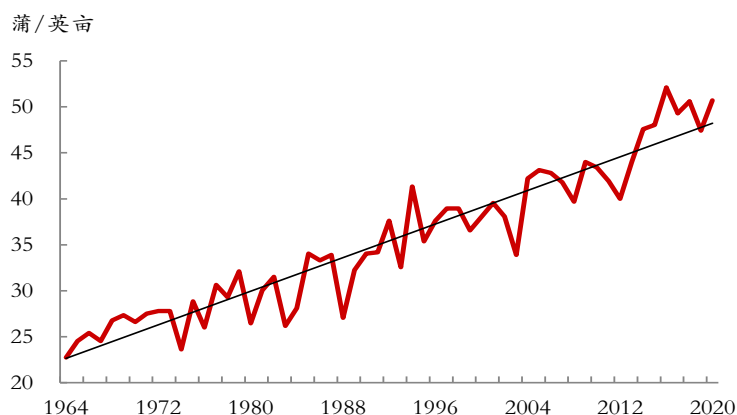
CBOT 大豆市场是全球大豆及油籽、乃至所有蛋白粕价格的锚，国内进口颗粒菜粕定价方式为 CBOT 豆粕+升贴水，连豆粕更是明显进口大豆成本定价的期货品种，因此我们将首先重点阐述国际市场大豆供需情况，尤其是美国大豆供需。在这一部分，我们将按时间线索，陈述现状，分析造成目前现状的原因，再结合历史走势、平衡表分析探索未

来价格可能的变化方向，并提示来年每一时期市场的交易重点。

1.1、20/21 年度美国：出口及压榨需求强劲，期末库存或再度下调

对美国 20/21 年度平衡表来说，产量已经基本确定。在 12 月 10 日月度供需报告中，USDA 维持美豆单产预估 50.7 蒲/英亩不变，总产量 41.7 亿蒲。按照以往规律，USDA1 月供需报告将最后一次微调 20/21 年度单产。

图表 1：美豆历年单产



资料来源：USDA

50.7 蒲/英亩的单产并不低，但由于美国出口及压榨需求强劲，USDA12 月供需报告将 20/21 年度美豆期末库存下调至 1.75 亿蒲，库存消费比下调至 3.86%，这是除 13/14 年度以外历史最低值。对于美国大豆平衡表，未来我们需要关注的重点也仍是出口及压榨需求。

1.1.1、巴西大豆上市进度决定未来美豆出口增量

美国目前为止的出口数据远好于过去同期水平。美国大豆市场年度为每年 9 月至次年 8 月，USDA 公布的月度数据显示 9-10 月美国共出口大豆 1922 万吨，其中 1342 万吨出口至中国，两者均为历史同期最高。周度出口销售显示截至 12 月 10 日美国 20/21 年度大豆累计出口销售订单为 5383 万吨，较去年同期高 90%，其中对中国订单为 3127.4 万吨。

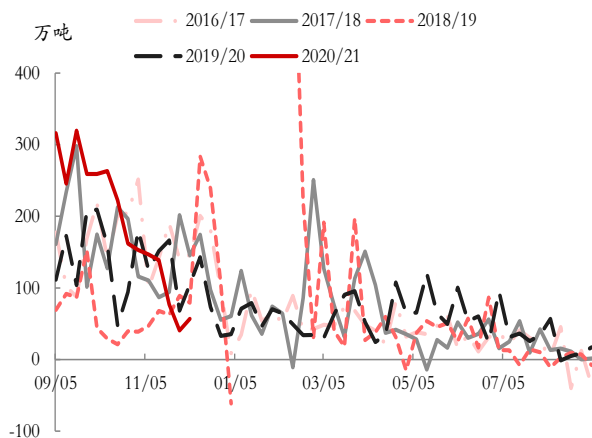
我们对未来美国出口仍持乐观态度，主要原因有两点：

第一，中国买需仍值得期待。中美两国于 2020 年 1 月中签署第一阶段贸易协议，2 月中协议正式生效。根据协议，中国承诺 2020 年从美国购买和进口的农产品金额较 2017 年新增不少于 125 亿美元，2021 年新增不少于 195 亿美元。2017 年我国从美国进口大豆 3285 万吨，考虑到今年我国从美国新增进口玉米、猪肉等其它农产品，则粗算要完成第一阶段贸易协议，中国 2020 年较 2017 年至少应新增采购美豆 1000 万吨以上。

中国自9月起大规模采购美豆，2020年1-10月累计进口美豆1401万吨，船期数据显示11-12月合计到港美豆约1550万吨。虽然拜登当选美国总统以后，中国采购节奏放缓，且正常年份3月起中国也主要从巴西进口大豆，不过只要中国继续执行贸易协议，中国买需就仍值得期待。11月底有市场消息称中国油厂在询价2021年9月和10月船期的美湾和美西新作，并传言有成交。

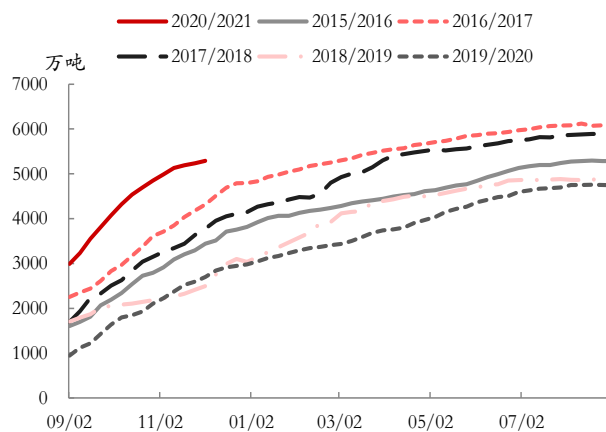
第二，若巴西大豆收获和上市进度偏慢，2021年1-2月美豆出口可能还有增量。2016-2020年1-2月巴西累计出口大豆数量最多730万吨，最少仅243万吨，因巴西大豆上市时间和1-2月出口量很大程度取决于种植进度、收获进度。今年巴西9-10月遭遇干旱，播种进度一度大幅落后；随后种植进度追平正常年份，但部分作物面临复种。市场显然对巴西大豆能否在明年1月大量上市心存疑虑，巴西1-2月升贴水报价明显高于更远月报价、且高于历史同期水平。市场甚至担心巴西农民大量预售的大豆可能违约，如果这种情况发生，那2021年1-2月美国大豆出口可能还将有增量。16/17年度中国就曾反季节采购了大量3-4月船期的美豆，因巴西港口装运延迟（巴西港口物流效率近几年显著提升，北部港口新增装运产能，马州通往港口的高速公路完成施工）。

图表 2：美豆周度出口销售订单



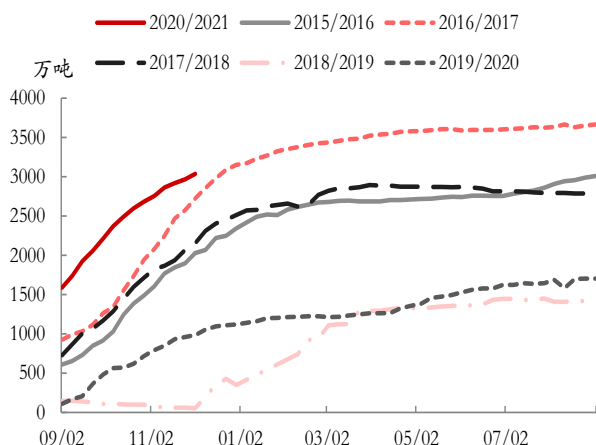
资料来源：USDA

图表 3：美国大豆累计出口销售订单



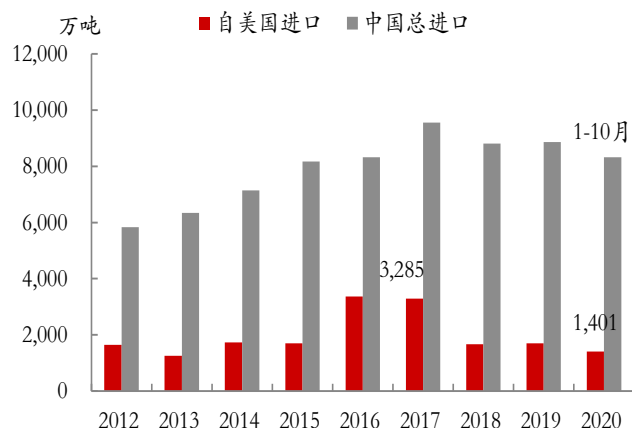
资料来源：USDA

图表 4: 美国对中国累计出口销售订单



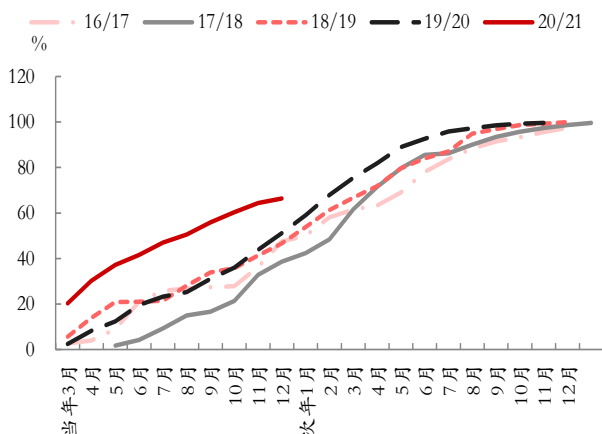
资料来源: USDA

图表 5: 中国自美国进口大豆



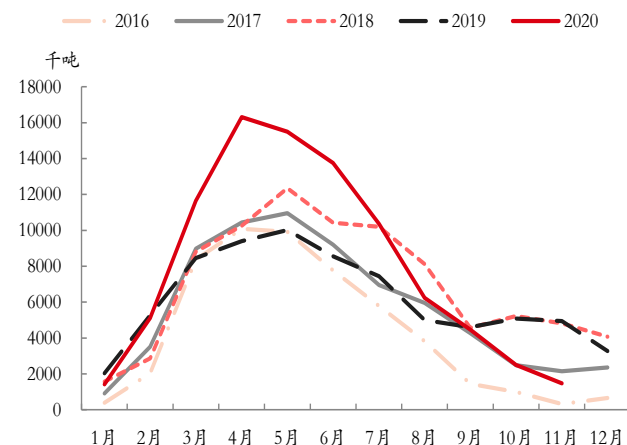
资料来源: 海关

图表 6: 巴西马州大豆预售比例



资料来源: IMEA

图表 7: 巴西大豆月度出口量



资料来源: Abiove

1.1.2、美国压榨需求有望调增

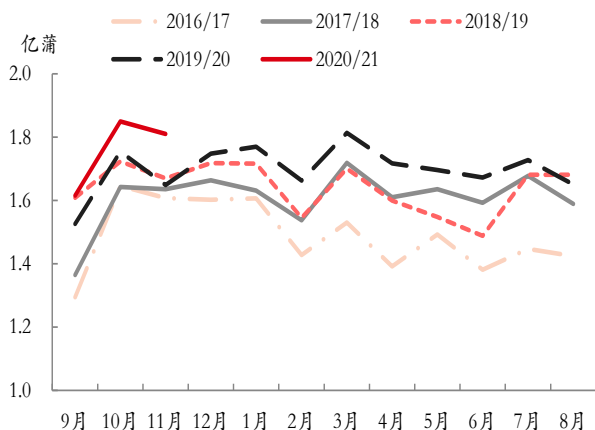
NOPA 报告显示 9-11 月美国累计压榨大豆 5.2751 亿蒲，较去年同期累计值增 7.02%。12 月供需报告 USDA 如期上调 20/21 年度美国压榨需求 0.15 亿蒲至 21.95 亿蒲，上调之后年增幅仅 1.39%。伴随高压榨的是美国豆油豆粕出口订单的增加。我们认为美国高压榨仍将持续，主要原因同样有二：

首先，阿根廷大豆压榨量及豆粕出口量下降，提高市场对美国压榨的依赖度。阿根廷是世界第三大大豆生产国和出口国，2019/20 年大豆产量 4900 万吨，大豆出口量 997.2 万吨。阿根廷绝大多数大豆在国内压榨，是世界最大豆油和豆粕出口国，2019/20 年度出

口豆油 540.2 万吨，出口豆粕 2730 万吨。然而，由于阿根廷比索贬值速度惊人，农民持续惜售，相应的油籽压榨数量大降。根据阿根廷农业部，2020 年 1-10 月其油籽压榨量下降 400 万吨（包括大豆、棉籽、花生、葵花籽、菜籽、亚麻籽），豆粕产量和出口也随之下降。而邻国巴西旧作大豆库存见底，不论丰产与否，在明年大豆大量上市前，巴西无法补充豆油豆粕市场缺口。后期持续关注阿根廷国内压榨动态。

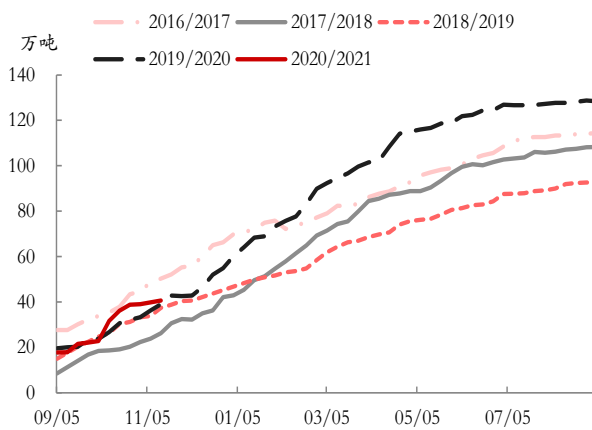
其次，从中长期角度看，全球植物油和蛋白粕的消费增长也只能依靠大豆来实现，因大豆在七大油籽中产量占比最大，且相对来说产量连年增长。根据 USDA，20/21 年度全球七大油籽中，大豆、花生和棕榈仁产量分别增加 2557.9 万吨、171.2 万吨和 53.8 万吨，其余四种油籽减产，其中葵花籽和棉籽分别减产 550.8 万吨和 261.9 万吨。这无疑增加了豆油和豆粕在植物油和蛋白饲料原料中占比，利好豆油和豆粕整体消费。

图表 8：美国月度大豆压榨量



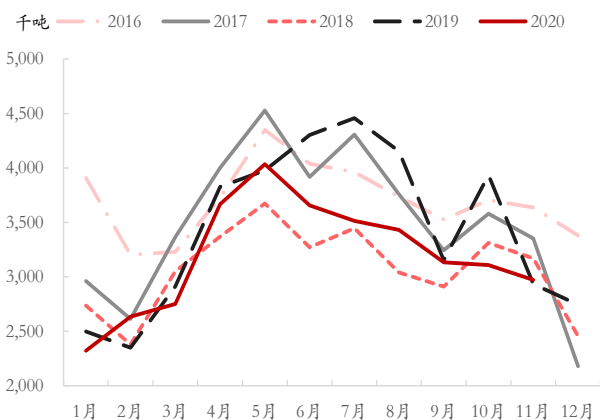
资料来源：NOPA

图表 9：美豆油累计出口销售订单



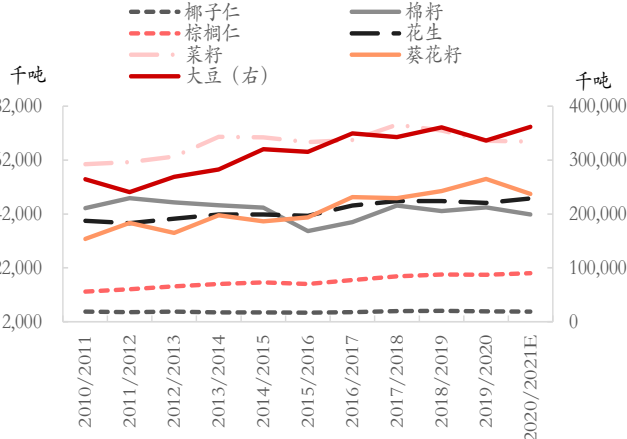
资料来源：USDA

图表 10：阿根廷月度大豆压榨量



资料来源：阿根廷农业部

图表 11：20/21 年度全球七大油籽产量



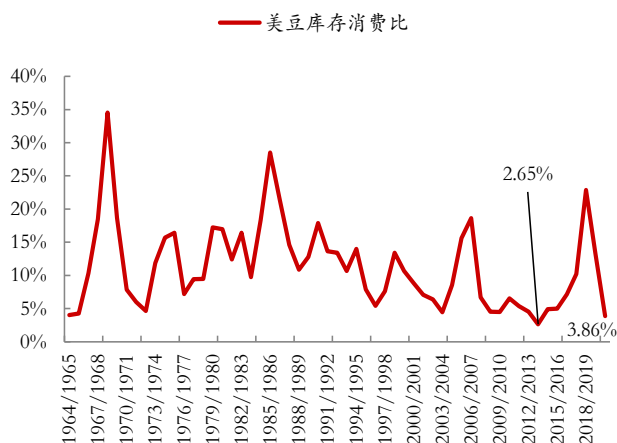
资料来源：USDA

图表 12: 美国大豆平衡表 (单位: 千吨)

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E
收获面积	30,814	30,850	33,431	33,080	33,470	36,236	35,448	30,327	33,301
期初库存	4,610	3,825	2,504	5,188	5,354	8,208	11,923	24,740	14,247
产量	82,791	91,363	106,905	106,869	116,931	120,065	120,515	96,667	113,496
进口	1,103	1,953	904	641	606	594	383	419	408
总供给	88,504	97,141	110,313	112,698	122,891	128,867	132,821	121,826	128,151
出口	36,129	44,594	50,136	52,869	58,964	58,071	47,676	45,620	59,874
压榨	45,967	47,192	50,975	51,335	51,742	55,926	56,935	58,910	59,738
食用消费	0	0	0	0	0	0	0	0	0
饲用消费	2,583	2,851	4,014	3,140	3,977	2,947	3,470	3,049	3,776
总消费	48,550	50,043	54,989	54,475	55,719	58,873	60,405	61,959	63,514
期末库存	3,825	2,504	5,188	5,354	8,208	11,923	24,740	14,247	4763

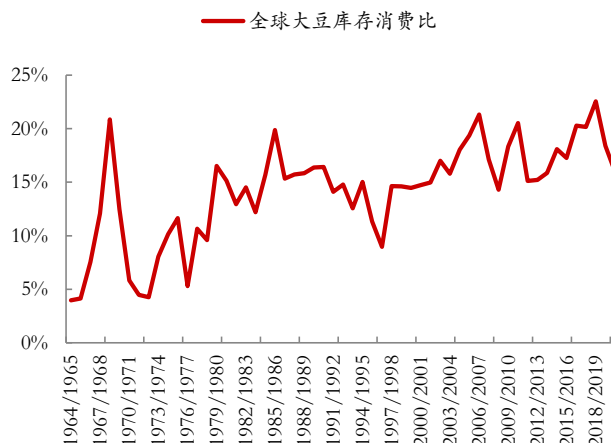
资料来源: USDA

图表 13: 美国大豆库存消费比



资料来源: USDA

图表 14: 全球大豆库存消费比



资料来源: USDA

1.2、天气题材将持续整个南美大豆生长期

天气永远是农产品研究中最重要的一环,厄尔尼诺-拉尼娜气候现象交替发生,更是使得美豆大致呈现四年一周期的特点。根据 NOAA,北半球冬季拉尼娜气候影响下,南美大豆产区易出现干燥少雨天气。若产区经历持续时间长、强度大的拉尼娜气候现象,大豆单产将明显受到不利影响。世界三大大豆主产国中,美国灌溉设施最为先进,2015 年以后受种子改良和科技进步影响,大豆单产受不利天气的影响越来越小。巴西除南部帕拉纳州和南里奥格兰德州以外,大部分主产区位于赤道附近,常年温暖湿润。观察过

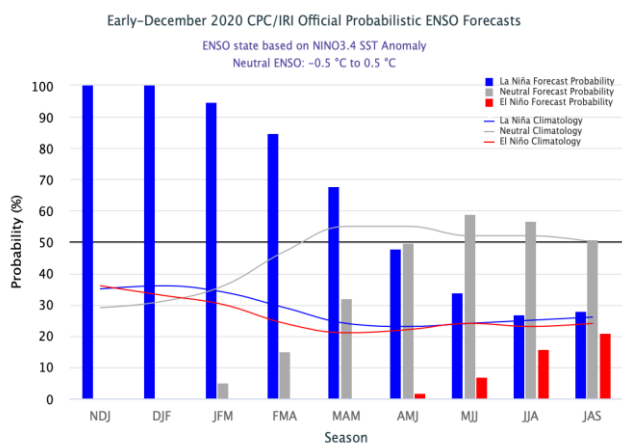
去年份，巴西大豆单产和拉尼娜事件的相关性也偏低，某种程度可以把减产看作随机事件。阿根廷大豆种植主要集中在潘帕斯草原，曾经在肥沃的潘帕斯草原，农民即使无需施肥，单产也不逊于甚至超过美国和邻国巴西。但是由于施肥和灌溉管理粗糙，同时纬度偏高受拉尼娜气候影响更大，阿根廷大豆单产及总产量在三个主产国中波动最大。因此，在评估拉尼娜对大豆单产的影响时，应重点关注巴西南部及阿根廷。

在12月21日公布的周报中，NOAA预测北半球现在直至2021年1-3月，拉尼娜气候现象持续的概率大于95%，延续至2021年3-5月的概率约为65%。

拉尼娜在9-10月导致巴西和阿根廷大豆产区明显干旱，种植进度大幅落后往年同期水平。不过随后随着降雨增加，南美种植进度基本追平正常年份，目前巴西大豆种植基本完成，截至12月17日阿根廷大豆种植完成67.8%。巴西20/21年度大豆种植面积增加3.3%，再加上前文所述，巴西大豆单产和拉尼娜相关性较低，因此目前市场机构并不愿意在生长季过早调低巴西产量预估，市场机构对巴西产量预估大多仍在1.3亿吨左右。不过我们仍不应该大意，19/20年度南里奥格兰德就因干旱导致减产约800万吨。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所在11月就将该国产量预估由4900万吨下调至4650万吨，USDA12月供需报告下调至5000万吨，后期阿根廷产区的天气及产量调整将极为关键。

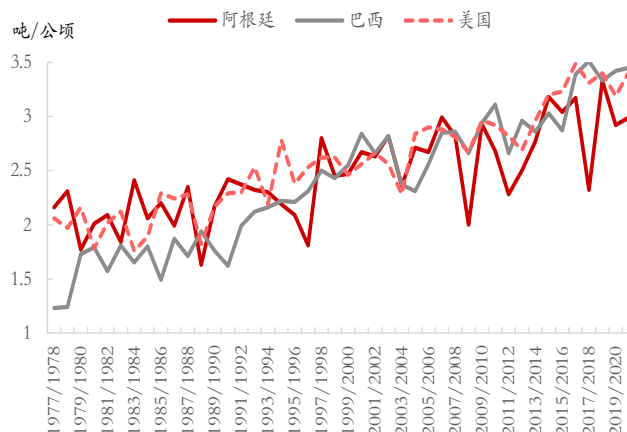
小结：总体而言，美国及全球大豆连续两年降库存，美国20/21年度库存消费比更是降至除13/14年外的历史最低。现阶段对美豆来说“中国采购是支撑，南美天气是关键”：即便20/21年度南美大豆丰产，新豆上市前巴西也余量无豆可出口，美国强劲压榨需求还将持续；而贯穿南美大豆生长期的拉尼娜天气炒作随时可能点燃市场做多热情。

图表 15: 厄尔尼诺及拉尼娜发生概率 (12月10日公布)



资料来源：NOAA

图表 16: G3 大豆单产



资料来源：USDA

1.3、21/22 年度美国大豆或产需同增，库存消费比难以大幅上升

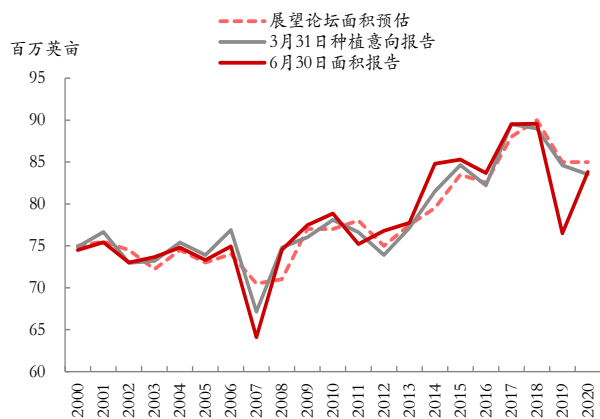
2021 年 2-3 月，当南美基本定产后，按规律市场将逐渐转而交易 21/22 年度美国大豆种植面积、天气、种植进度、大豆生长情况等。

2020 年美豆种植面积为 8380 万英亩。USDA 在 10 年展望报告中预测，未来美国大豆种植面积将长时间稳定在 8500-8600 万英亩左右。明年 2 月农业展望论坛照例会公布面积预测，3 月 31 日 USDA 公布种植意向报告，为市场提供一个新年度大豆面积的基准预期。目前 CBOT 远期大豆/玉米比价偏高，如果高比价持续，有利大豆种植面积增加。USDA 十年展望中预测 21/22 年度美豆趋势单产为 51.1 蒲/英亩。从未来价格走势和交易角度来看，这个预测实际意义并不大。不过从明年 5 月 USDA 首次公布 21/22 年度供需平衡表开始，趋势单产就会一直出现在月度供需报告中，直至 2021 年 8 月 USDA 才会根据大豆实际生长情况和优良率对这一单产做出修正。按照种植面积 8600 万英亩、收获面积 8520 万英亩、单产 51.1 蒲/英亩计算，21/22 年度美国总产为 43.5 亿蒲，较 20/21 年度的 41.7 亿蒲增加 4.3%。

供给增加的同时，我们预期 21/22 年度美国需求也将正常稳定增长，除非中美两国关系再生变数。如果南美产量正常，则 21/22 年度美国平衡表中期末库存和库存消费比可能较 20/21 年度小幅增加，但绝对值仍将维持低位。

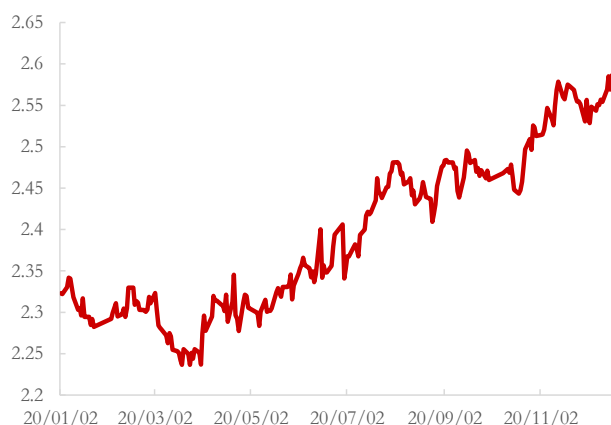
或者我们换个角度去看面积这件事，我们做个粗糙的计算：大豆平衡表里最关键的 4 项分别是面积、单产、出口、压榨，假设美国 21/22 年度出口增 5%，压榨增 3%；目前气象预报显示明年美国大豆关键生长期天气呈现中性的概率更大，实现正常单产水平的概率较大。如图表 19，即便单产放在 52 蒲/英亩的偏高水平，美豆种植面积也至少要达到 9120 万英亩（近 10% 年增幅），才能保证期末库存绝对水平不继续降低。

图表 17：美国大豆种植面积



资料来源：USDA

图表 18：CBOT 大豆 11 月合约/玉米 12 月合约



资料来源：Wind

图表 19：2021 年美国平衡表情景分析

	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22 Projection 1	2021/22 Projection 2	备注
	单位：百万英亩					
种植面积	89.2	76.1	83.1	90	90	正常年份收获/种植比稳定
收获面积	87.6	74.9	82.3	89.1	89.1	
	单位：蒲/英亩					
单产	50.6	47.4	50.2	51	52	目前预估明年美豆生长期天气中性
	单位：百万蒲					
期初库存	438	909	525	120	120	
产量	4428	3552	4135	4544.1	4633.2	收获面积*单产
进口	14	15	35	35.0	35.0	假设和上年持平
总供给	4880	4476	4695	4699.1	4788.2	期初库存+产量+进口
压榨	2092	2165	2200	2266	2266	假设年增幅 3%
出口	1752	1682	2250	2317.5	2317.5	假设年增幅 3%
种用	88	96	103	103.0	103.0	假设和上年持平
残差	39	9	22	22	22	
总需求	3971	3952	4575	4708.5	4708.5	压榨+出口+种用+残差
期末库存	909	525	120	-7.7	81.4	总供给-总需求
库存消费比	22.89%	13.28%	2.62%	-0.16%	1.73%	期末库存/总需求

资料来源：USDA 东证衍生品研究院

1.4、来年农产品上涨空间还有多大？

USDA 在 12 月供需报告中将美国大豆库存消费比下调至 3.86%，是历史上除 13/14 年度以来的最低值；全球大豆库存消费比下调至 15.91%，也是 13/14 年度以来的最低点。上文已经提到，良好的基本面背景下，CBOT 大豆从 8 月起开始流畅上涨，涨幅约 35%；连豆粕上涨超过 10%。虽然我们认为 20/21 年度美国大豆可能产需同增、库存消费比绝对水平难以大幅上升，但我们仍不禁要问，基本面是否已经充分反映在了价格里，2021 年上涨空间还有多大？

1.4.1、美豆及豆粕走势复盘

为了回答这个问题，我们对 2000/01 年度起的美豆（及豆粕）走势进行复盘。CBOT 价格重点反应美国大豆平衡表变化，其次反映全球平衡表变化，期价和库存消费比高度负相关。进口大豆成本决定了国内豆油、豆粕价格运行中枢。因大豆压榨利润更多来自于豆粕，因此可以说“豆粕价格看美豆”。

首先，我们发现美豆走势分阶段表现为不同的特点：

第一阶段：2018 年以前，大牛市、大熊市皆因供给而起。这期间因需求持续稳定增长，天气影响美国、巴西、阿根廷三大主产国产量，产量再传导至价格的规律十分明显。当然 2015 年以后由于种子改良和科技进步，美国单产整体水平抬升，但巴西南部 and 阿根廷产量受天气影响仍然很大。拉尼娜和厄尔尼诺气候现象交替发生，甚至使美豆走势大致呈现四年一周期的特点。

第二阶段：2018 年以后，需求一度占据主导。需求担忧来自几个方面：一是 2018 年中美开始贸易战，中国对进口美豆加征 25% 关税，抑制对美豆需求。二是 2018 年 8 月以来中国爆发非洲猪瘟疫情，生猪和能繁母猪存栏因此损失半数。中国是世界最大大豆进口国，而豆粕在猪料中消费占豆粕总消费约一半。三是 2020 年新冠肺炎疫情蔓延全球多国，系统性风险下市场担忧全球经济增速和需求。因此虽然 2018/19 年美国及全球大豆库存比下降，但美豆仍表现为熊市，此时连豆粕和美豆的相关性也有所下降。

第三阶段：2020 年以来，中国需求再度爆发，美豆大幅去库。中美 2020 年 1 月签署第一阶段贸易协议，中国加大采购美国农产品；中国非洲猪瘟疫情得到有效控制，生猪存栏稳定恢复；中国率先从新冠肺炎疫情中恢复。中国需求主导美豆及豆粕出现久违的大涨。

图表 20：美豆及豆粕走势复盘

	全球大豆库存消费比	美豆库存消费比	主产国供需变化	期价走势
2000/2001	14.73%	8.84%		
2001/2002	14.98%	7.10%		
2002/2003	17.01%	6.39%		
2003/2004	15.79%	4.45%	美国产量下降 823 万吨至 6678 万吨，巴西产量下降 100 万吨，阿根廷产量下降 250 万吨。	2003 年 9 月至 2004 年 3 月，美豆指数涨幅超过 400 美分，最高涨至 1005.75 美分。豆粕指数由 2100 最高涨至 3738 元/吨。
2004/2005	18.04%	8.56%	2004/05 年度美国产量增加 1823 万吨至 8502 万吨，库存消费比大幅增加。这三年巴西和阿根廷也都连续增产。	价格回落，美豆指数回到 600 美分附近，一直持续到 2006 年 10 月前。豆粕指数则重新回到 2300 左右。
2005/2006	19.36%	15.61%		
2006/2007	21.33%	18.62%		
2007/2008	17.12%	6.71%	2007/08 年度美国产量下降 1414 万吨至 7286 万吨，当年巴西增产 200 万吨，阿根廷减产 260 万吨。2008/09 年度阿根廷减产 1420 万吨，巴西减产 320 万吨，美国增产 789 万吨。	2006 年 10 月至 2008 年 6 月，美豆指数涨幅超过 1000 美分，最高涨至 1641 美分。豆粕指数自 2007 年 8 月启动，于 2008 年 7 月最高涨至 4311。
2008/2009	14.30%	4.54%		
2009/2010	18.32%	4.49%	2009/10 年度三大主产国全面增	2008 年 7-11 月美豆指数回到 900 美分

2010/2011	20.53%	6.55%	产,美国增 1072 万吨,巴西增 1120 万吨, 阿根廷增 2250 万吨。	左右, 豆粕指数则回到 2300 元左右。
2011/2012	15.11%	5.36%	这段时期美国库存消费比一直处于较低水平,在 2011/12 年度因遭遇大干旱,美国当年产量下降 637 万吨,2013/14 年度美国库存消费比达到历史最低 2.65%。	2012 年 9 月美豆指数最高涨至 1738.75 美分,豆粕指数 2012 年 9 月最高至 4209。
2012/2013	15.23%	4.52%		
2013/2014	15.87%	2.65%		
2014/2015	18.10%	4.94%	2014/15 年三大主产国大幅增产,美国增 1554 万吨,巴西增 1090 万吨,阿根廷增 805 万吨,世界大豆大丰产。2016/17 年度美国产量增 1006 万吨,巴西增产 1920 万吨,阿根廷减产 380 万吨。科技进步改善单产在不利天气下的表现,美国 2018/19 年度产量为纪录最高 1.2052 亿吨,巴西当年产量 1.197 亿吨,阿根廷产量 5530 万吨,全球及美国库存消费比历史最高。	2016 年 4-6 月因阿根廷天气原因减产一度导致美豆上涨超过 200 美分,豆粕上涨超过 1000。但这段时期美豆指数总体处于下跌趋势,2019 年 5 月最低跌至 801.5 美分。豆粕走势趋同,值得一提的是这期间一度因中美贸易战导致内外盘明显分化,呈现内强外弱局面。
2015/2016	17.26%	4.99%		
2016/2017	20.28%	7.16%		
2017/2018	20.15%	10.20%		
2018/2019	22.55%	22.89%		
2019/2020	18.39%	13.24%	春播期价不利天气导致美国产量下降 2385 万吨至 9667 万吨,但当年南美产量良好。另外这一时期中美贸易战反复、中国非洲猪瘟疫情及新冠肺炎疫情在各国蔓延,需求不佳使得价格仍以下跌为主。	
2020/2021E	15.91%	3.86%	美国增产 1683 万吨,但中国执行第一阶段贸易协议大量采购美豆,美国压榨需求强劲,美国期末库存和库存消费比大幅下调,美豆指数再度逼近 1200 美分。目前关注重点为南美天气。	

资料来源:根据公开资料整理 东证衍生品研究院

注:年度为市场年度,即每年 9 月至次年 8 月。标红表示全球及美国库存消费比同时上升,标绿则表示两者同时下降

其次,我们发现,相似水平的库存消费比却对应着不同的绝对价格。2000/01 年以来美国库存消费比 4 开头的年份中,2008 年 6 月(最高 1641 美分)和 2012 年 9 月(最高 1738.75 美分)美豆指数涨幅最为可观。相比之下,2003/04 年度 4.45%的库消比只对应最高 1005.75 美分的价格,而 20/21 年度 3.86%的库消比对应目前 1200+美分的价格。因此我们对过去两轮美豆大牛市做了一些回顾,我们发现,过去两轮大牛市的共同点在于:全球及美国大豆基本面良好,库存消费比处于历史低位;由于异常年份里天气的影响往往是普遍的和广泛的,而农产品之间的联系又十分紧密(替代、争地等),因此大豆和其它农产

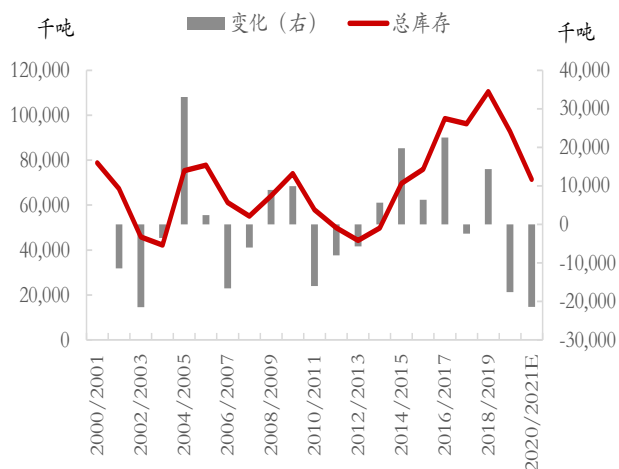
品（小麦、玉米、其它油籽、甚至软商品）供需面同时共振更可能促成大级别行情；这几个年份对应着弱美元和高通胀。

一、2007 年 6 月至 2008 年 4 月：就 CBO 大豆而言，这轮牛市行情最早可追溯到 2006 年 10 月份。当时天气原因造成澳洲小麦大幅减产，导致小麦领涨整个市场，带动了玉米强劲上扬。大豆/玉米比价作为调节两者种植面积的重要指标，比价持续下降引发美豆种植面积下降。2007 年 3 月底 USDA 公布的种植意向报告显示，大豆种植面积大幅下降；6 月底种植面积报告确定美豆面积仅 6408 万英亩，较上年 7493 万英亩下降 14.48%，这也是 1995 年以来最低种植面积（见图表 17）。

当然，其它一些因素也助推了美豆上涨行情的发展。作为全球最大的石油消费国，国际石油供应形势紧张直接威胁到美国的能源安全和社会稳定。为减少对石油的依赖，美国开始调整能源战略，致力于推进玉米深加工转化乙醇。据美国谷物协会预计，2007 年美国燃料乙醇消费玉米量为 8128 万吨，同比增长 48.8%。玉米能源属性带来的庞大需求，使得美豆种植面积进一步被玉米挤压。

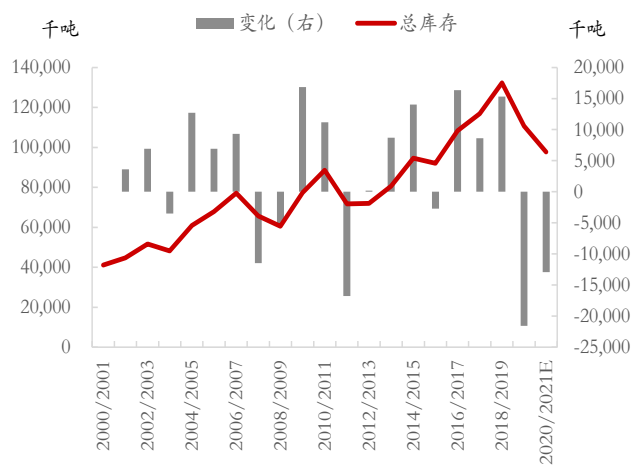
二、2010 年 3 月至 2011 年 7 月：本轮上涨起源于 2010 年中全球主要粮食主产国面临自然灾害出现减产，尤以小麦和棉花最为显著。2010/11 年俄罗斯、乌克兰等国发生严重干旱引发小麦减产的情况下，期货价格率先上涨，成为最先让市场关注的农产品。当年美国玉米产量也大幅下降，库存消费比降至历史最低。随后 11/12 年度由于拉尼娜影响，美国、巴西、阿根廷三大大豆主产国明显减产，全球大豆库存比下降造就了又一大牛市。

图表 21：美国小麦、玉米、大豆总库存



资料来源：USDA

图表 22：全球七大油籽总库存



资料来源：USDA

图表 23: 美国及中国 CPI 当月同比



资料来源: Wind

图表 24: 美元指数



资料来源: Wind

1.4.2、2021 年牛市有望延续

可以说 2020 年农产品牛市已经启动,我们认为 2021 年牛市仍可能延续。首先,2021 年疫苗可能驱动需求 V 形复苏,12 月 20 日美国国会就新一轮规模达 9000 亿美元的经济刺激法案达成一致,宏观上弱美元和高通胀有利基本面好的品种实现更大涨幅。其次,美国大豆库存下消费比跌至历史低位。再次,除大豆外,其它农产品的共振也可以看到。如图表 11,USDA 预估 20/21 年度全球七大油籽中有四种油籽减产;考虑到需求增长,USDA 预估 20/21 年七大油籽总库存连续两年明显下降至 9776.4 万吨。全球大豆、玉米、小麦三者总库存自 12/13 年度起连续 6 年增加,自 17/18 年起连续 3 年下降,至 20/21 年降至 6.911 亿吨。美国大豆、玉米、小麦总库存则由 18/19 年的 1.1 亿吨连续降至 20/21 年的 7145 万吨。

未来撬动农产品大行情的关键点很可能是中国的玉米需求。玉米的上下游产业链涉及了大多数农产品:一方面,在主产国,玉米、大豆等存在争地效应;另一方面,玉米是重要的口粮,更是饲料粮中重要的一份子,主要提供能量,并与大麦、小麦、高粱、稻谷等存在替代效应;最后,玉米深加工后产出胚芽粕和 DDGS 等(属蛋白原料),玉米油(属植物油),淀粉糖(属白糖替代品),玉米燃料乙醇(在美国和生物柴油并为最大的两个生物燃料)。

根据国家粮油信息中心,近年我国玉米产量稳定在 2.6 亿吨左右。我国进口玉米实行配额管理制度,一年进口配额 720 万吨。国储玉米消耗完毕。而我国一年玉米工食饲合计消费量超过 2.9 亿吨。庞大的供给缺口不言自明。

然而增加国产玉米产量并非易事:第一,我国土地资源有限,除非国家出台鼓励农耕的新政策,否则以目前中国耕地数量和使用情况,增加玉米播种面积就只能挤压其它品种的播种面积。(近两年我国实行“国产大豆振兴计划”,给予大豆种植补贴远高于玉米,

玉米种植面积还略有下降。)第二,提高单产需要育种技术和种子性能得到大幅提高,但短期(3-5年内)难以实现。中国作为世界最大需求国,过去因为拥有庞大储备,进口玉米十分有限。如果说短期抛储陈水稻、小麦能暂缓燃眉之急,那中长期来看,中国似乎不可避免需要进入国际市场增加进口玉米,CBOT 玉米可能大涨,引领整个农产品板块走强。

图表 25: 中国玉米供需平衡表 (单位: 万吨)

项目	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E
产量	26361	25907	25717	26077	26100
进口	246	347	448	600	700
出口	7	1.9	1.8	2	1.5
总消费	25762	27790	29891	29395	29304
食用消费	1830	1862	1865	1870	1880
饲料消费	17000	18500	20000	19600	19200
工业消费	6800	7300	7900	7800	8100
年度结余	845	-1537	-4	-2718	-2504

资料来源: 国家粮油信息中心

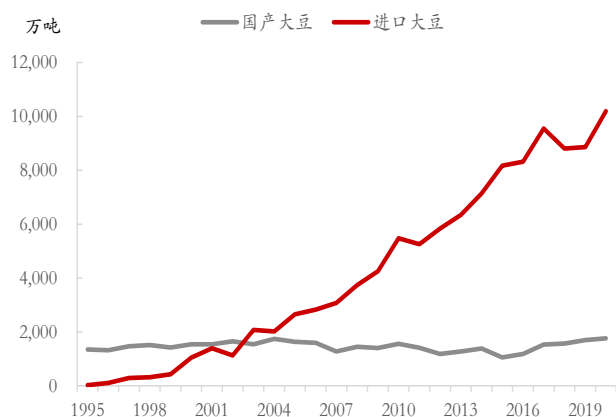
2、国内市场: 跟随外盘运行中枢上移

2.1、国产大豆产量或继续增加

近年我国国产大豆面积和产量明显增加,这主要由政策导向使然。2016 年中央一号文件中指出,“积极稳妥推进玉米收储制度改革,建立玉米生产者补贴制度”。2017 年则是明确指出“继续调减非优势区籽粒玉米,增加优质食用大豆、薯类、杂粮杂豆等”。2019 年提出“大豆振兴计划,要稳定恢复中国大豆种植面积,主要是在东北地区、环渤海地区引导农民扩大大豆种植”。2020 年预计国产大豆产量达到 1750 万吨。未来可能种植面积和产量大致维持在当前水平,具体还取决于国家对主产区大豆、玉米种植政策。

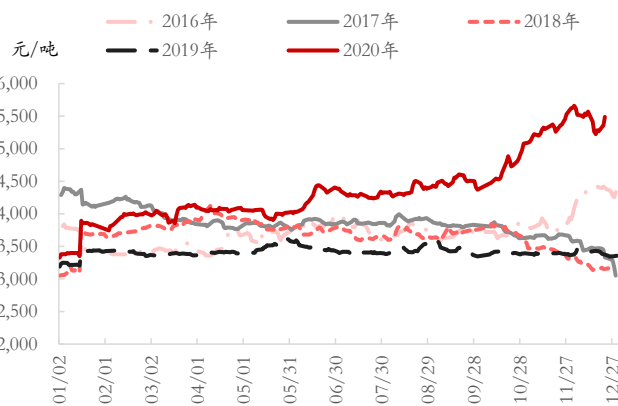
豆一和豆二标的本质上用途完全不同,国家禁止转基因大豆流入食品领域,进口大豆基本悉数用于压榨生产豆油、豆粕。不过两者价格仍高度正相关,进口大豆成本上涨利多豆一,今年就出现了美豆持续上涨、贸易商看好大豆后市从而囤货惜售的情况。另外,虽然国产大豆产量增加,但从 2018 年 12 月公布自 A2005 合约开始上调豆一期货交割标准,临近交割还需警惕出现仓单不足导致豆一期货价大幅上涨的情况。

图表 26: 国产大豆产量及中国进口大豆量



资料来源: JCI 海关

图表 27: 豆一 1 月合约走势季节性



资料来源: Wind

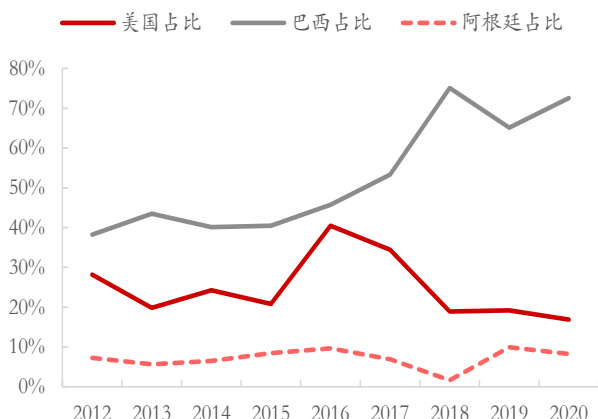
2.2、进口大豆成本抬升，国内养殖需求回归健康增长

供给端: 国内豆粕、豆油基本都由进口大豆压榨生产。中国是世界最大大豆进口国，进口大豆数量由我国养殖需求及储备需求决定。我们暂时不太需要担心没有大豆可进口，供给端主要的关注点在于进口来源国结构和进口成本。

我国从巴西进口大豆占比逐年增加，最初是因为巴西豆物美价廉，自 2018 年起则是因为中美贸易战。巴西大豆种植面积和产量、出口增长潜力巨大，另外考虑到中美两国根本矛盾，中国未来还将进一步避免对单一国家进口大豆过度依赖。

从进口成本角度，我们预计 2021 年大豆加工行业仍将维持合理的压榨利润。若人民币进入持续升值通道，则国内豆粕涨幅将不及外盘。豆油、豆粕往往会出现“跷跷板”现象，主要原因在于作为大豆压榨共同的产物，如果两者需求增速偏差较大，则需求较差的一方往往会被动累库，价格也就呈现此消彼长。2020 年我国豆粕消费增速 7%，豆油消费增速高达 9.3%，主要因生猪存栏下降导致的动物油脂供给减少，在饲料用油中豆油替代动物油脂比例可观。2021 年随着生猪存栏和动物油脂供给恢复，豆油饲用需求降而豆粕饲料需求增，两者强弱关系将转为“粕强油弱”。另外，豆油定价受进口大豆成本影响，但豆油大势无法脱离棕榈油，2021 年棕榈油进入增产周期，也不利 2021 年整体油脂走势。

图表 28: 中国进口大豆来源国占比



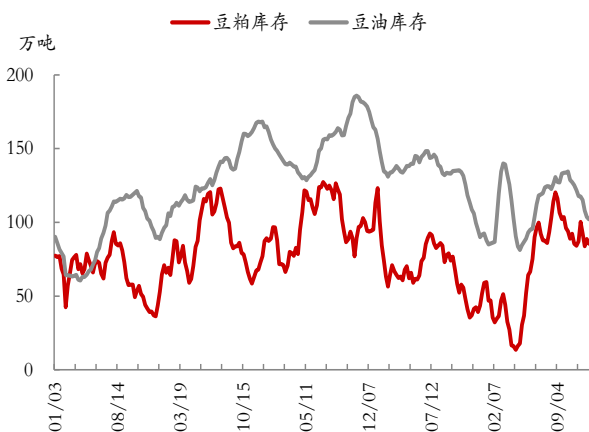
资料来源: 海关

图表 29: 进口美豆到港成本



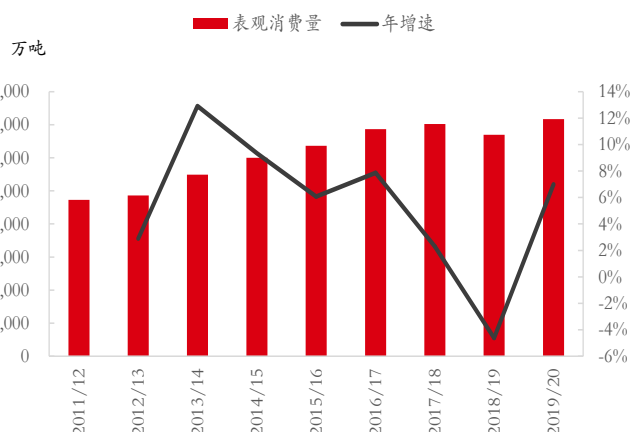
资料来源: Wind

图表 30: 油厂豆粕、豆油库存



资料来源: 天下粮仓

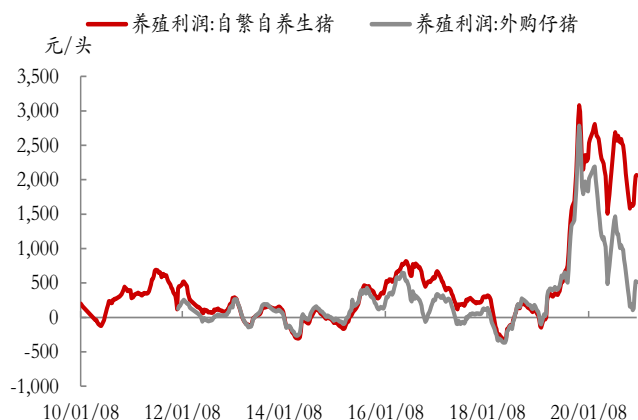
图表 31: 中国豆粕消费量及增速



资料来源: 根据天下粮仓及公开数据计算 东证衍生品研究院

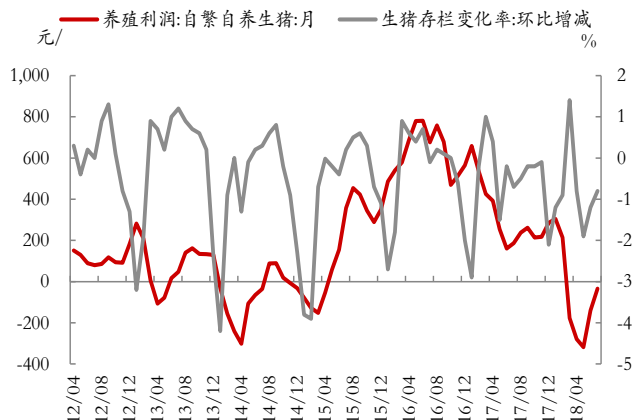
需求端: 19/20 年度豆粕消费从中美贸易战及非洲猪瘟疫情中恢复, 年消费增速达 7%。主要贡献点有三: 首先, 从 2019 年 10 月、11 月起能繁母猪和生猪存栏先后月环比转正, 农业农村部称截至 2020 年 11 月末全国能繁母猪和生猪存栏均已恢复到常年水平的 90% 以上。更重要的是, 伴随生猪存栏恢复的是禽类存栏居高不下, 两者均有利豆粕消费。如图表 34 所示, 中国工业协会数据显示 2020 年 1-10 月猪料累计产量同比增 5.4%; 蛋禽和肉禽累计产量同比分别增 13.8% 和 14.5%。其次, 高养殖利润对豆粕消费的贡献不容忽视。2019 年 11 月起生猪价格和养殖利润趋于下降, 但即便如此目前自繁自养头均盈利仍超过 2000 元/头, 外购仔猪养殖利润超过 500 元/头。养殖利润丰厚的情况下, 养殖户倾向于使用豆粕添加更高的饲料, 同时倾向将生猪出栏体重增加 (体重越大则肉料比越大), 进一步利好豆粕消费。第三, 下游买涨不买跌的心态在各行各业普遍存在。2020 年市场普遍看好美豆及国内豆粕价格, 市场处于主动补库阶段, 再度利好豆粕消费。

图表 32: 生猪养殖利润



资料来源: Wind

图表 33: 非瘟疫情前养殖利润和生猪存栏变化



资料来源: Wind

图表 34: 2020 年 10 月不同品种饲料生产情况

项目	猪	蛋禽	肉禽	水产	反刍动物
2020 年 10 月 (万吨)	934	284	815	188	123
环比变化 (%)	8.6	-2.2	-4.6	-34	9
同比变化 (%)	64.3	4.7	3.9	-11.4	28
2020 年 1-10 月 (万吨)	6783	2865	7764	1915	1012
累计同比变化 (%)	5.4	13.8	14.5	13.8	-3.1

资料来源: 中国饲料工业协会

那么 20/21 年度豆粕消费将如何呢? 市场主流观点是明年豆粕消费仍可能再度录得 7-8% 的增速, USDA 在 12 月供需报告中也预估中国 20/21 年度豆粕消费增速 8.1%。客观来说, 预估未来一年的需求难度较大、准确性偏低。我们此处着重提示未来影响豆粕消费的关键变量:

第一, 生猪板块重点关注二元母猪替代三元母猪带来的效率提升。非洲猪瘟疫情期间, 能繁母猪损失过半, 高养殖利润促使行业内三元商品代母猪转为能繁母猪成为普遍现象。三元母猪虽然加快了我国生猪存栏恢复速度, 但其面临着配种成功率低、分娩率低、产仔数低、存活率低、胎次少等诸多问题。2021 年, 二元母猪将逐渐替代三元母猪, 将提升生产效率, 降低生产成本。

第二, 动态评估生猪存栏增加对豆粕消费的正影响, 及猪价下跌、养殖利润下降对豆粕消费的负影响。当前非洲猪瘟疫情虽然仍有点状散发, 但总体可防可控, 基本可以确定明年 1-2 季度生猪存栏将恢复至非洲猪瘟疫情前水平。不过随着存栏恢复, 养殖利润将持续下降, 导致饲料中豆粕添加下降、生猪出栏体重下降, 对豆粕消费不利, 因此明年猪价能否考验、何时考验养殖成本就显得尤为重要。重点关注明年下半年生猪养殖利润。

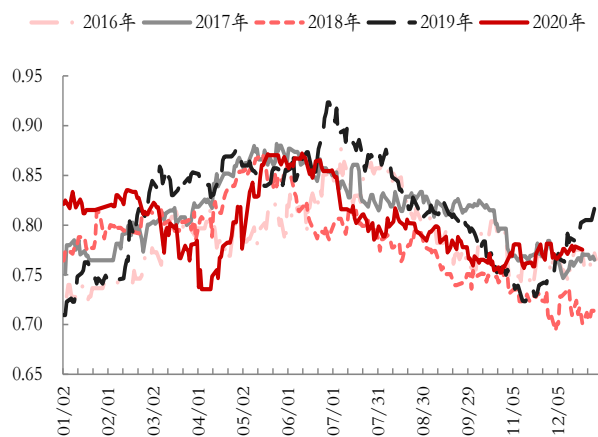
第三, 禽类养殖周期短, 利润向存栏传导的速度更快, 重点关注养殖利润。此前非洲猪

瘟疫疫情在全国爆发→生猪和能繁母猪存栏损失过半→猪肉价格飙涨→溢出效应和替代消费导致畜禽肉价格普涨→禽类养殖利润上升→禽类存栏增加，这一逻辑链一定会随着生猪存栏加速恢复而不复存在。目前国内父母代肉鸡存栏处于历史最高，而肉鸡养殖利润在 0 附近波动。另外，根据博亚和讯，2019 年我国祖代肉鸡更新量为 2013 年以来最高，2020 年 1-11 月我国祖代肉鸡更新量约 95 万套，同比下降 12.5%，祖代——父母代——商品代逐一传导，也将导致我国肉鸡存栏进入下滑周期。

第四，蛋白粕之间的替代需求。豆粕分别是我国产销位列前二的蛋白饲料原料，也是目前期货上市的两个品种。菜粕消费的价格弹性极大，比如在水产饲料中的添加比例变动范围为 10-40%，在鸭料中的添加比例变动范围为 0-20%。添加比例取决于政策考量（如进口加拿大菜籽受限可能影响菜粕供应）和性价比。2017 年前三季度，因豆粕小价差、加上双反政策下进口 DDGS 数量降至极低，豆粕替代菜粕消费量大增。不过由于菜粕体量较小，豆粕替代菜粕往往对菜粕价格的影响更大。目前东莞菜粕/豆粕现货比价约 0.77，豆-菜粕现货价差 770 元/吨，另外冬季是水产养殖淡季，暂时不用考虑豆粕替代菜粕。

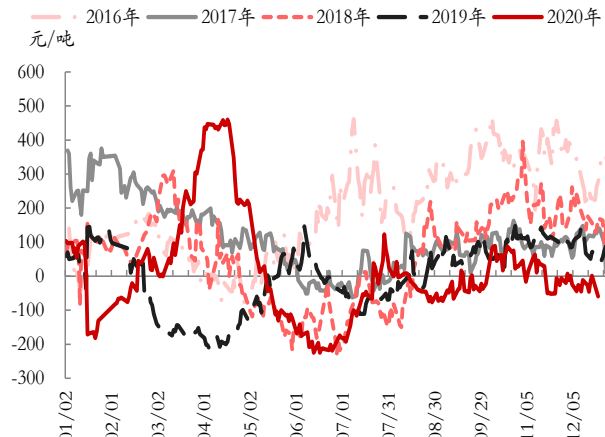
第五，除此之外，我们还需要关注补库需求。当行业景气度提升而此前下游保持低库存时，补库需求可能使得表观消费量明显转好，这在 2016 年 3 月的豆粕上涨行情中体现的尤为明显。反之，当下游看跌后市、减少库存使用天数时，又会进一步利空价格。

图表 35：广东菜粕/豆粕现货比价



资料来源：Wind

图表 36：华东 1 月豆粕现货基差



资料来源：Wind

价格预判：豆粕（远月）期货价格由进口大豆成本主导。根据计算公式，CBOT 大豆价格、CNF 升贴水（FOB 升贴水+运费）、汇率共同影响国内进口大豆成本。上文已经阐述，美国及全球大豆期末库存和库存消费比连续两年下降，从基本面支撑 CBOT 大豆价格；拉尼娜气候现象下南美天气还有炒作可能，巴西明年 1-2 月 CNF 升贴水报价明显偏高。因此，目前看来，在明年 3 月前 5 月豆粕期价都将较为抗跌，一旦有南美天气炒作等题材，价格仍可能继续上涨。如果南美丰产且 3 月集中出口期到来，期价可能受到一定打压；随后交易重点将转向美国 21/22 年度。

现货基差：1月起我国进口大豆到港有所下降，根据天下粮仓1月800万吨、2月630万吨、3月650万吨、4月810万吨（远期到港还将调整），年底育肥猪出栏和节前备货需求共同影响，现货基差可能有所走强。不过考虑到1月临近交割，基本无法在1-5月差上反映，建议可留意3-5正套机会。

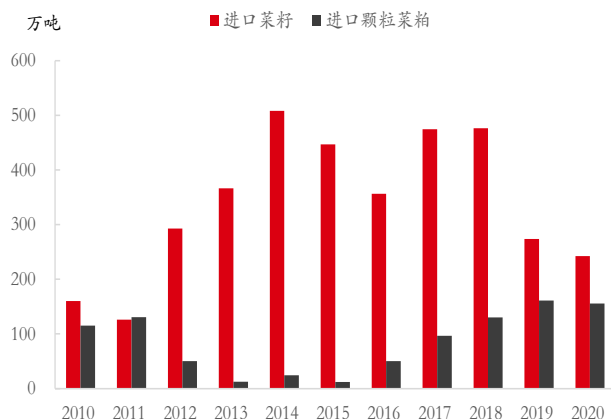
2.3、菜粕单边跟随豆粕，关注政策变化

按产量排名，菜籽是我国除大豆、花生以外的第三大油料作物。根据USDA，2019年我国国产菜籽产量为1348.5万吨，不过业内普遍认为这一数字虚高，我国实际菜籽产量可能也就400-500万吨。因长江流域及西南地区喜食浓香型菜油，且浓香型菜油价格远高于进口菜籽压榨菜油，近年来国产菜籽多流向95型压榨，生产得来的95型菜粕饲料价值有限，也难以用于期货交割。

正常年份下我国年进口菜籽400-500万吨，占我国菜籽总供给约一半，主要进口来源国为加拿大、俄罗斯。2019年3月中国全面停止从加拿大进口菜籽，仅少数民营及外资油厂继续从加拿大进口菜籽，2019年我国进口菜籽总量骤降至274万吨，2020年1-10月进口菜籽量为242万吨。由于进口加拿大颗粒菜粕不受限制，我国进口颗粒菜粕数量维持高位，2019年累计进口颗粒菜粕161万吨，2020年1-10月进口155.5万吨，增加国内菜粕供给。进口菜粕同样不允许用于交割。

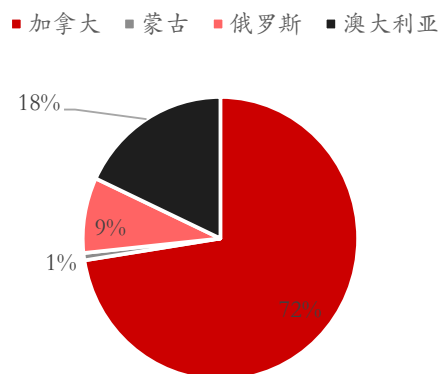
菜粕及其它所有蛋白粕单边走势基本跟随豆粕，不过由于期货虚实比较大，临近交割的期货合约价格有时并不市场化。现货供需上，2021年供给应重点关注中加关系及进口菜籽政策变化。由于俄罗斯、蒙古、澳大利亚的菜籽体量实在太小，即便中加交恶，加拿大仍是我国最大进口菜籽来源国。不过如果两国关系短期无法得到改善，将长时间限制中国菜籽进口量。菜粕需求有两个明显特点：第一，季节性明显。菜粕主要用于水产饲料和鸭料，水产饲料明显呈现夏季为旺季、冬季为淡季的特点。第二，菜粕的需求弹性极大。除在淡水水产饲料中还有约10%的刚性添加，其它时候需求几乎完全取决于性价比。因此我们建议投资者更多关注菜粕/豆粕期现货比价及饲料中菜粕添加比例的变化，也许会有不错的跨品种套利机会。

图表 37: 我国进口菜籽及颗粒菜粕量



资料来源: 海关

图表 38: 2020 年 1-10 月中国进口菜籽来源国



资料来源: 海关

3、行情展望

明年 3 月南美大豆集中上市前, CBOT 大豆仍将保持强势。20/21 年度美国大豆增产, 但由于出口及压榨需求强劲, USDA12 月供需报告将 20/21 年度美豆期末库存下调至 1.75 亿蒲, 库存消费比下调至 3.86%, 这是除 13/14 年度以外历史最低值。在明年南美大豆上市前 (不论南美丰产与否), 国际市场几乎只能依靠美国提供大豆及豆粕, 因巴西陈作大豆见底, 阿根廷农民惜售加时不时的罢工使其 2020 年大豆压榨明显下滑、豆粕出口下滑。这期间, 由于拉尼娜将在南美大豆关键生长期持续, 天气炒作还随时可能助力多头。

随着南美大豆产量明朗, 巴西大豆集中上市和出口可能给 CBOT 及连豆粕带来一定卖压。但由于到目前为止市场仍对巴西、阿根廷大豆产量保持乐观预估, 因此未来全球大豆平衡表中库存消费比几乎不存在上调的可能。这意味着 CBOT 大豆下方有强支撑, 涨幅则取决于南美天气和产量。

从明年 2 月底 USDA 农业展望论坛给出 21/22 年度美国平衡表预估起, 市场照例将逐步把交易重点转向新年度美国大豆种植面积、天气、单产等。目前 CBOT 大豆/玉米比价有利美国农户扩种大豆, USDA 在十年展望中预计未来美豆种植面积将保持在 8600 万英亩左右。我们预计美国 21/22 年大概率产需同增, 但库存消费比绝对水平难以大幅增长。

2020 年农产品牛市已经开启, 2021 年牛市延续仍值得期待。美豆库存消费比降至历史低位, 全球七大油籽、全球及美国大豆+小麦+玉米总库存均连续下降, 拉尼娜气候现象对作物产量的潜在威胁并未解除, 叠加 2021 年可能的经济复苏及经济刺激政策, 还有中国庞大玉米缺口如何解决, 都可能成为促成牛市延续的触发点。

4、策略推荐及风险提示

1、单边看涨美豆及连豆粕。逻辑：明年3月南美大豆上市前美豆平衡表趋紧确定无疑，市场随时可能炒作南美天气。南美产量确定后，市场将交易21/22年度美国种植面积、天气等，我们判断21/22年度美国大概率供需同增，库存消费比绝对水平难以大幅增加。叠加弱美元及通胀预期，美国及全球大豆库存消费比大概率对应更高的绝对价格。风险：若南美丰产，集中收获和上市出口可能形成卖压；美国新年大豆种植面积高于市场预期；国内非洲猪瘟疫情再度大范围爆发，中美贸易关系及国家政策等。

2、关注远月油粕比下跌机会。逻辑：2020年我国豆粕消费增速7%，豆油消费增速高达9.3%，主要因生猪存栏下降导致的动物油脂供给减少，在饲料用油中豆油替代动物油脂比例可观。2021年随着生猪存栏和动物油脂供给恢复，豆油饲用需求降而豆粕饲料需求增，两者强弱关系将转为“粕强油弱”。另外，进口大豆成本影响豆油定价，但豆油大势无法脱离棕榈油，2021年棕榈油进入增产周期，也不利2021年整体油脂走势。风险：棕榈地产量不及预期，国家油脂收储政策等。

3、关注豆粕基差走强及正套机会。逻辑：1月起我国进口大豆到港有所下降，根据天下粮仓1月800万吨、2月630万吨、3月650万吨、4月810万吨（远期到港还将调整），年底育肥猪出栏和节前备货需求共同影响，现货基差可能有所走强。不过考虑到1月临近交割，基本无法在1-5月差上反映，建议可留意3-5正套机会。风险：盘面榨利转好，到港高于预期，需求不及预期等。

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

Email：research@orientfutures.com