

10
YEARS
2008-2018
东证期货

衍生无限未来

豆粕：牛市延续仍值得期待

东证衍生品研究院：黄玉萍

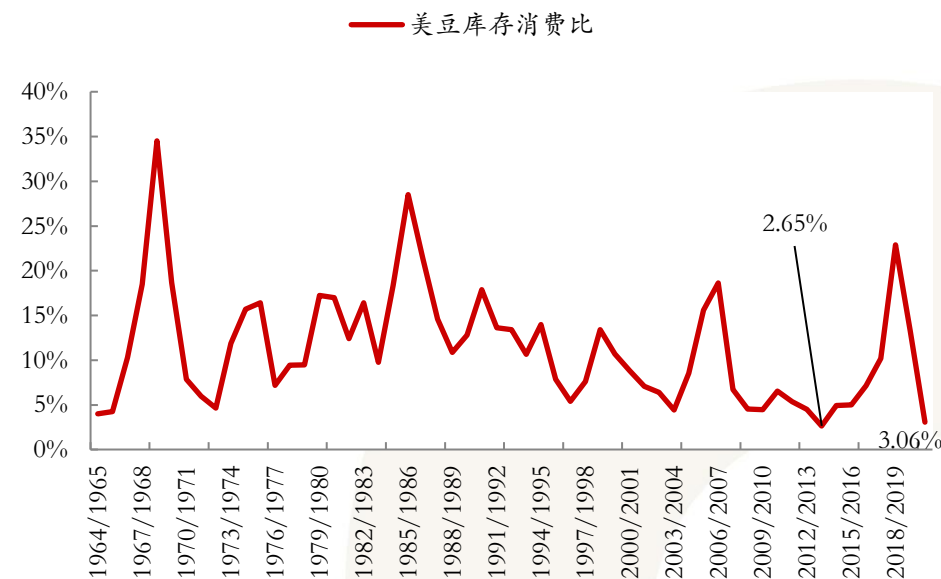
- 美国大豆平衡表
- 期末库存和库存消费比历史低位

美国大豆平衡表（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

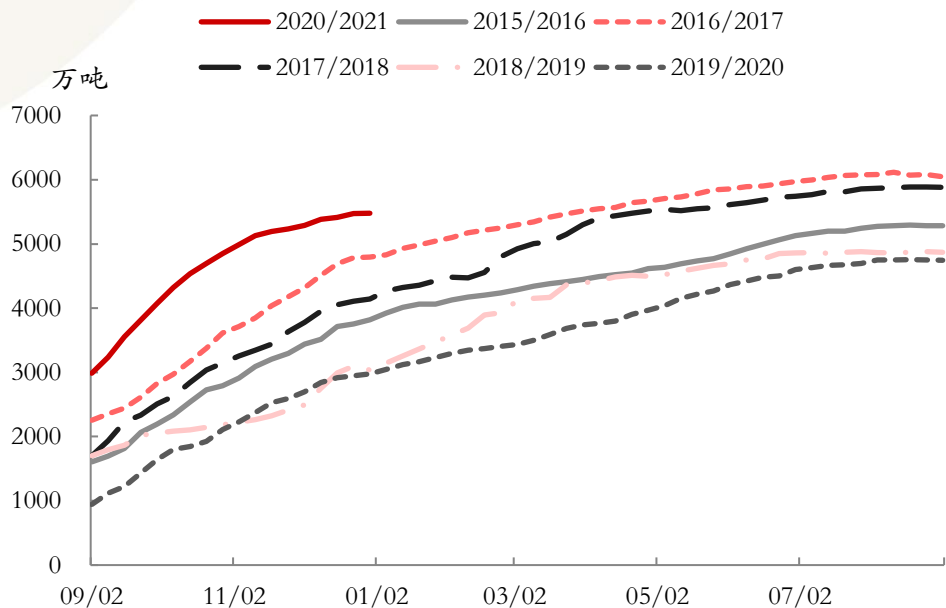
美豆历史库存消费比



资料来源：USDA

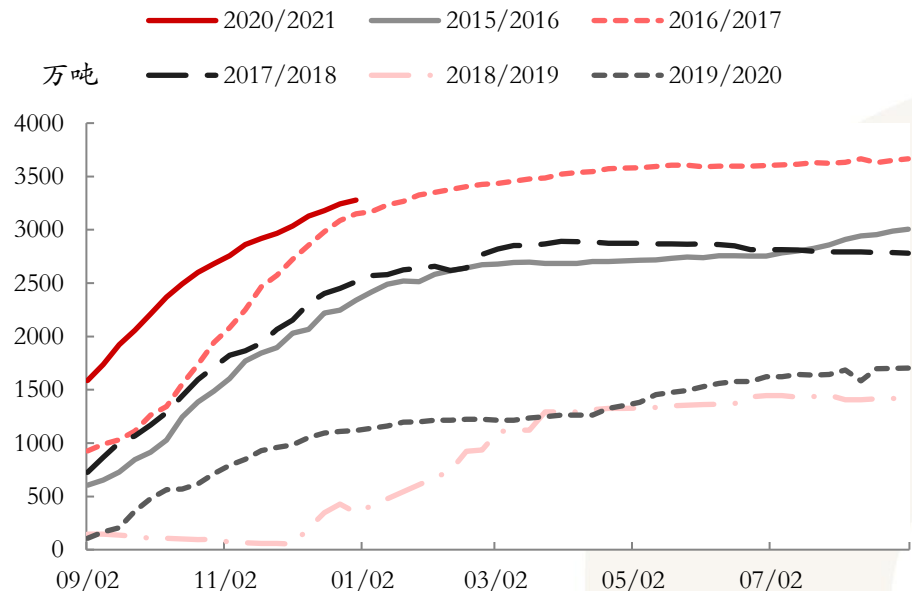
- 美国出口
- 现状：出口销售订单较去年同期高84%，中国订单占比60%

美国大豆累计出口销售订单



资料来源：USDA

美国对中国累计出口销售订单



资料来源：USDA

- 美国出口
- 展望：巴西大豆上市进度决定未来美豆出口增量

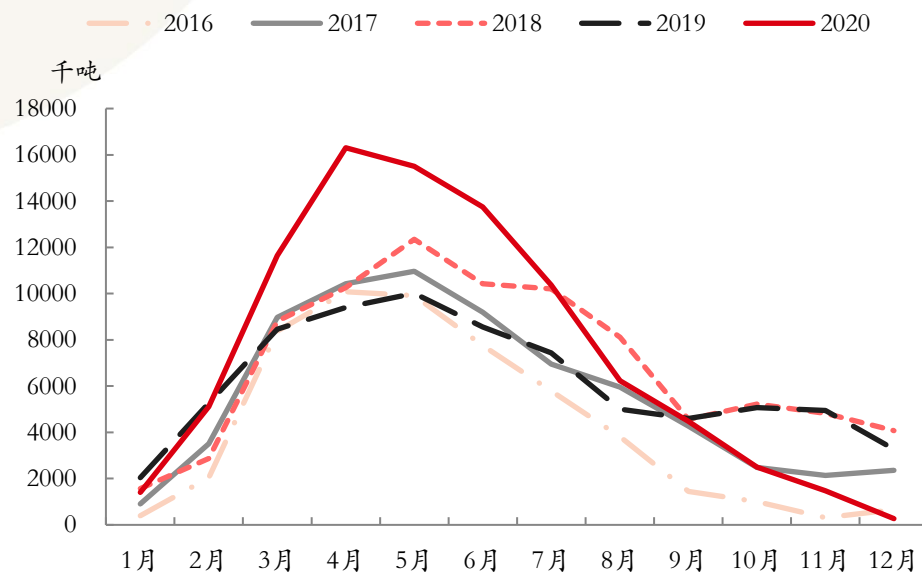
巴西大豆平衡表（1-12月，千吨）

Discriminação	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)	2021 (P)
1. Soja															
1.1. Estoque Inicial	8,323	9,877	10,906	7,240	9,277	11,783	8,111	8,165	8,836	8,045	10,234	10,812	3,624	3,319	219
1.2. Produção	58,726	59,936	57,383	68,919	75,248	67,920	81,593	86,397	96,994	96,199	113,804	123,081	120,751	127,000	132,600
1.3. Importação	98	96	99	118	41	268	283	579	324	382	254	187	144	1,000	800
1.4. Sementes/Outros	2,120	2,179	2,159	2,421	2,537	2,520	2,788	2,991	3,229	3,279	3,489	3,642	3,673	3,800	3,900
1.5. Exportação	23,665	24,499	28,563	29,073	32,976	32,906	42,796	45,692	54,324	51,582	68,155	83,258	74,073	82,300	83,500
1.6. Processamento	31,485	32,325	30,426	35,506	37,270	36,434	36,238	37,622	40,556	39,531	41,837	43,556	43,454	45,000	45,800
1.7. Estoque Final	9,877	10,906	7,240	9,277	11,783	8,111	8,165	8,836	8,045	10,234	10,812	3,624	3,319	219	419

资料来源：Abiove

- 美国出口
- 展望：巴西大豆上市进度决定未来美豆出口增量

巴西大豆月度出口量



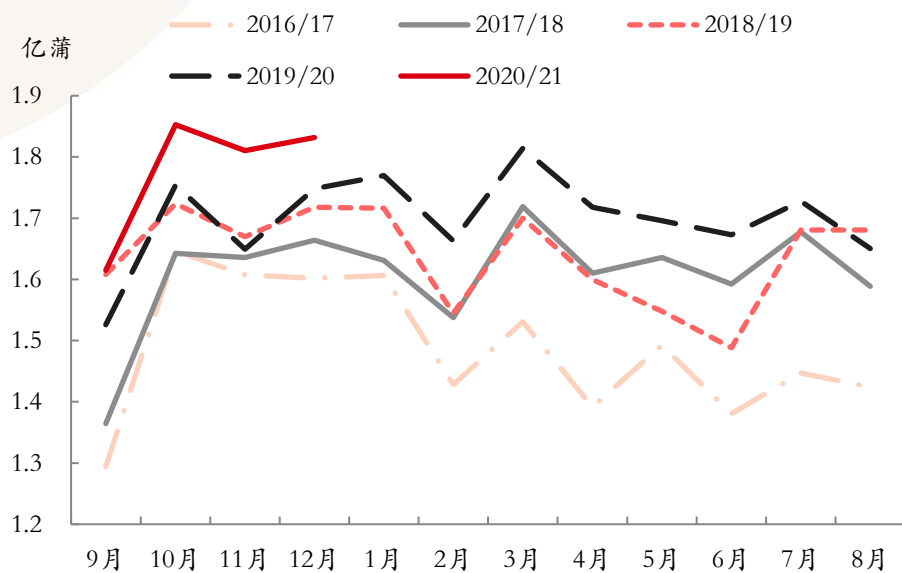
资料来源：Abiove

Ano	Soja em Grão									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1月	208	1,012	0	31	85	394	912	1,564	2,034	1,407
2月	225	1,568	960	2,790	869	2,037	3,509	2,864	5,267	5,116
1+2	433	2,580	960	2,820	954	2,431	4,421	4,428	7,301	6,523
3月	2,734	4,237	3,536	6,229	5,592	8,375	8,979	8,814	8,459	11,644
4月	5,090	4,431	7,155	8,251	6,551	10,086	10,432	10,259	9,404	16,308
5月	5,306	7,285	7,952	7,610	9,341	9,915	10,960	12,353	10,012	15,500
6月	4,554	4,841	6,498	6,893	9,810	7,761	9,197	10,420	8,553	13,750
7月	3,738	4,130	5,658	6,044	8,440	5,787	6,955	10,198	7,443	10,370
8月	3,692	2,431	5,376	4,119	5,162	3,816	5,952	8,118	5,004	6,230
9月	2,798	1,681	3,469	2,670	3,705	1,443	4,272	4,561	4,604	4,470
10月	1,413	907	1,504	741	2,594	998	2,487	5,218	5,076	2,493
11月	1,759	259	648	177	1,443	316	2,143	4,817	4,947	1,469
12月	1,470	135	41	139	731	653	2,356	4,071	3,270	
Total	32,986	32,916	42,796	45,692	32,248	54,013	72,576	87,686	81,374	95,280

资料来源：Abiove

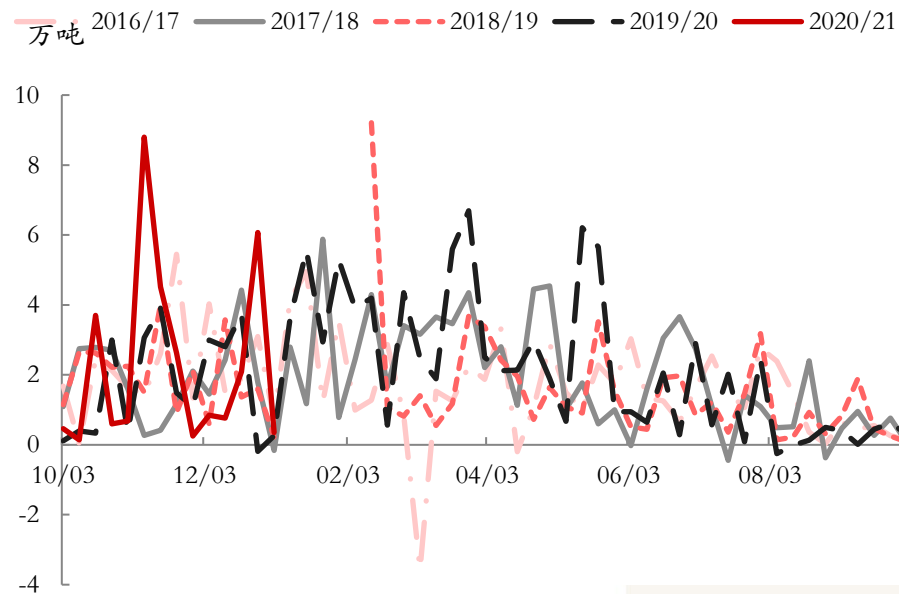
- 美国压榨
- 现状：9-11月累计压榨较去年同期增7.02%

NOPA月度压榨数据



资料来源：NOPA

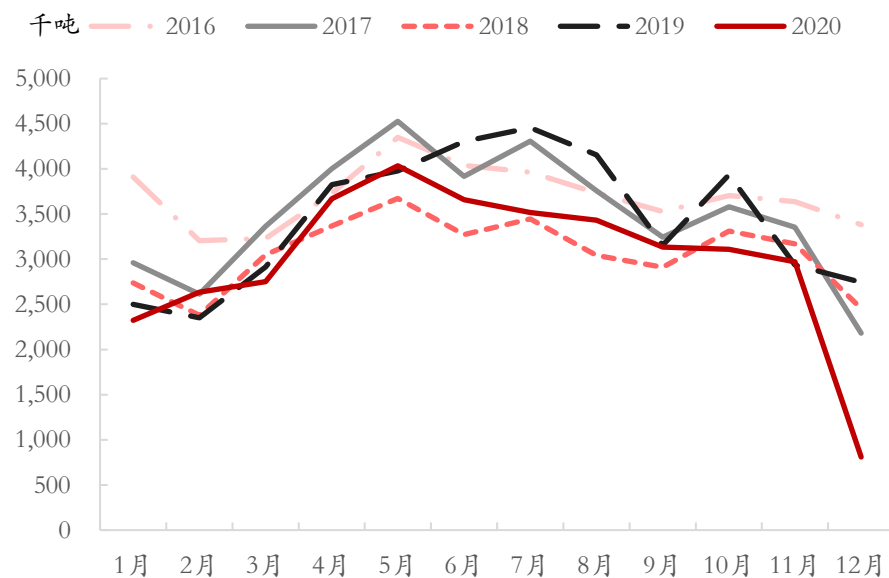
美豆油周度出口销售订单



资料来源：USDA

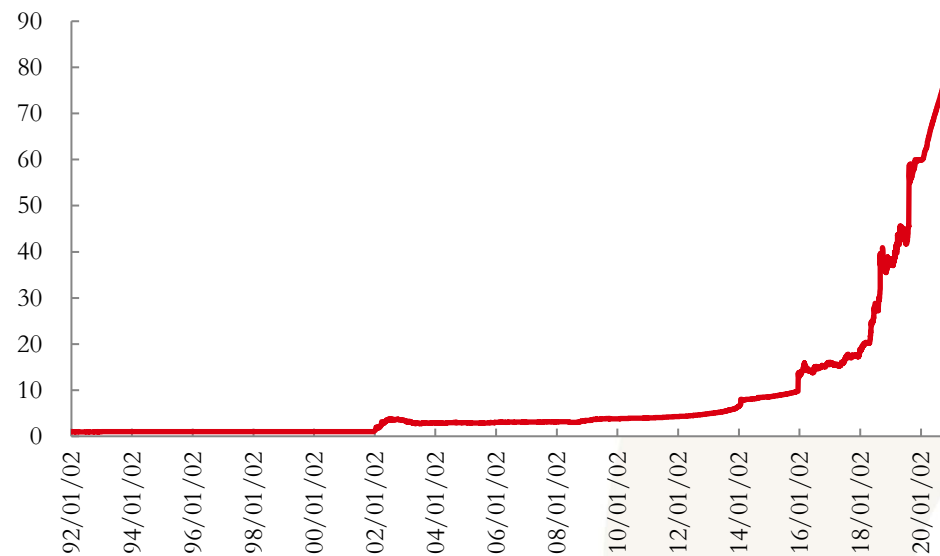
- 美国压榨
- 展望：阿根廷农民惜售+罢工频繁，未来压榨需求仍将保持强劲

阿根廷月度大豆压榨



资料来源：阿根廷农业部

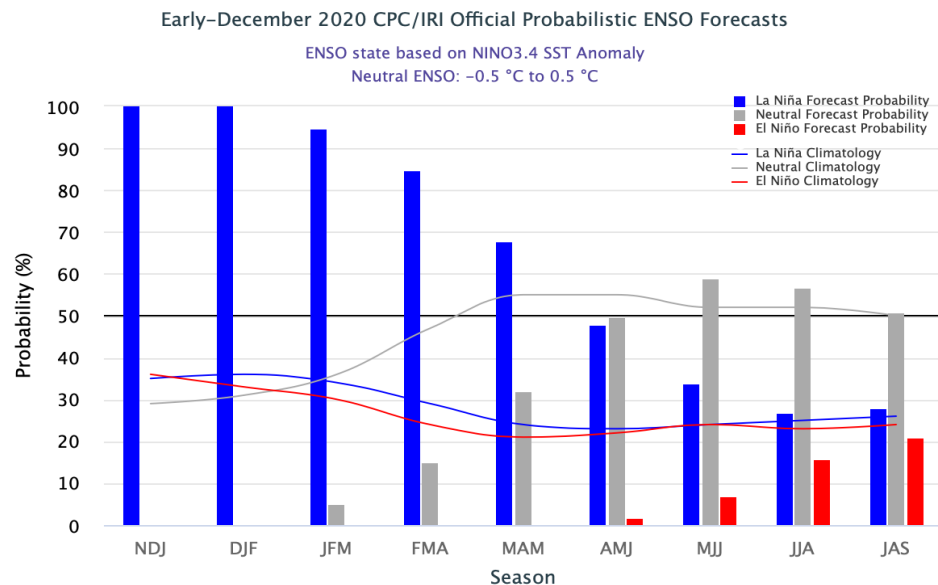
阿根廷比索汇率



资料来源：Wind

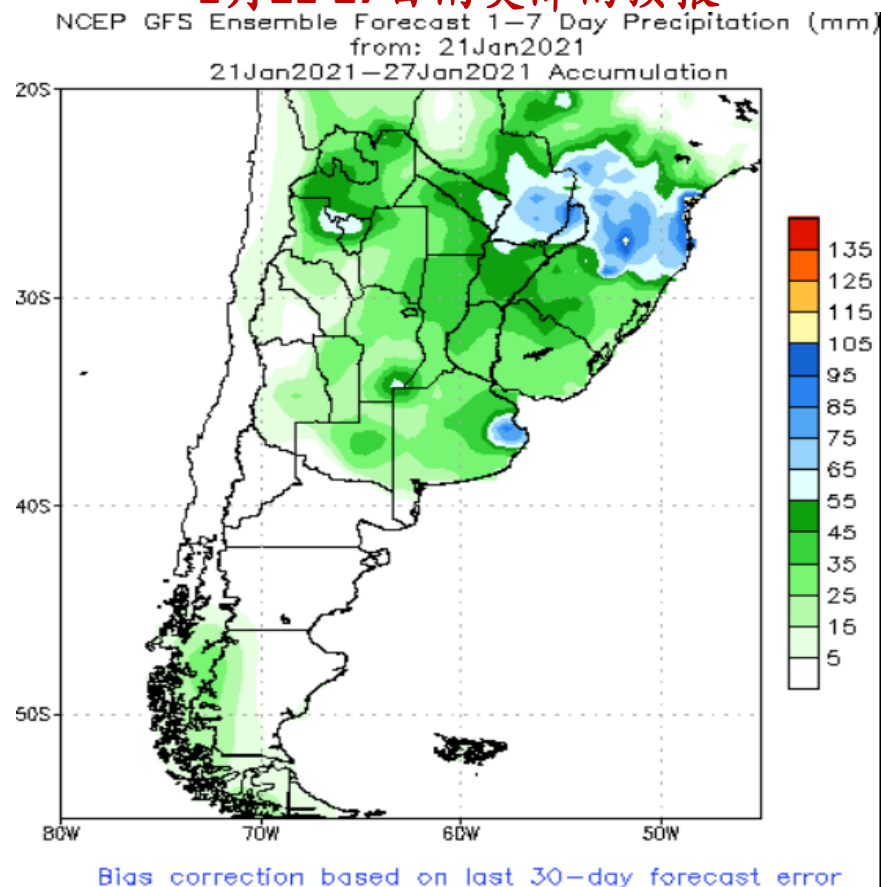
- 天气题材将持续整个南美大豆生长期
- 拉尼娜：NOAA预测北半球现在直至2021年1-3月，拉尼娜气候现象持续的概率大于95%，延续至2021年3-5月的概率约为65%
- 重点关注巴西南部及阿根廷降水及大豆生长情况

ENSO预报



资料来源：NOAA

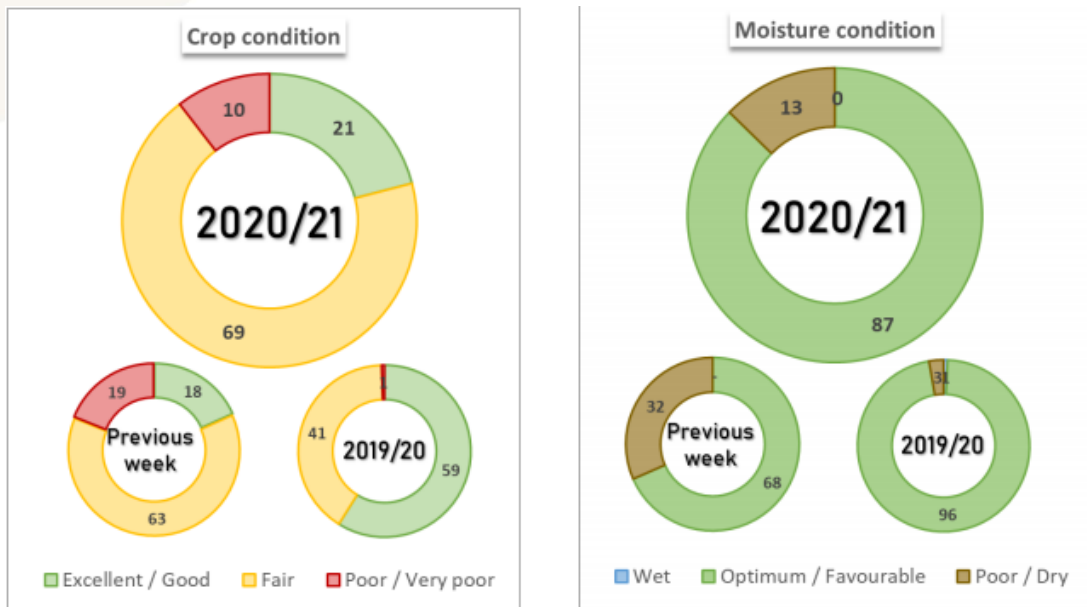
1月21-27日南美降雨预报



资料来源：CPC

- 天气题材将持续整个南美大豆生长期
- 阿根廷：种植进度较正常，大豆生长情况有所转好，但不及去年同期。最新气象预报显示降水较之前好转。

阿根廷大豆



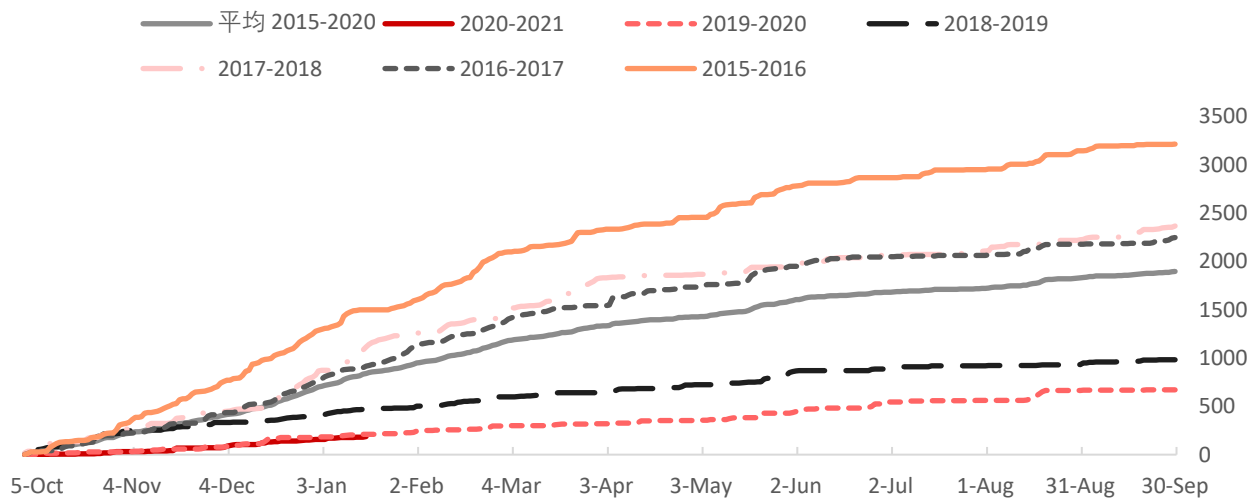
资料来源：Bolsa

Moisture condition, Crop condition & Development stages											Week 4			
Regions	Adverse event	Season	Moisture Condition Favourable / Optimum	Crop Condition Fair / Excellent	Planted	Leaves Development	Beginning bloom	Beginning pod	Beginning seed	Mature	Harvested			
I - NOA		20/21	91,5	96,4	97,0	53,5	0,7	-	-	-	-			
		19/20	97,3	100,0	100,0	63,1	9,8	-	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	97,6	57,7	15,5	-	-	-	-			
II - NEA		20/21	89,3	99,3	87,8	73,3	7,5	-	-	-	-			
		19/20	97,7	100,0	100,0	68,5	11,7	-	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	94,4	58,4	11,8	-	-	-	-			
III - CN Cba		20/21	89,9	97,6	100,0	99,6	37,6	-	-	-	-			
		19/20	98,6	100,0	100,0	98,8	54,1	24,3	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	98,2	67,5	34,2	7,6	-	-			
IV - S Cba	Weeds	20/21	95,3	96,1	100,0	100,0	62,4	6,2	-	-	-			
		19/20	93,9	100,0	100,0	96,9	64,2	28,8	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	97,4	69,8	35,4	1,1	-	-			
V - CN S Fe		20/21	95,2	91,5	100,0	100,0	49,6	-	-	-	-			
		19/20	94,9	100,0	100,0	95,5	54,8	17,5	5,0	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	95,9	62,0	26,8	6,2	-	-			
VI - Núcleo Norte		20/21	81,7	76,3	100,0	100,0	65,0	13,3	-	-	-			
		19/20	99,3	100,0	100,0	100,0	69,2	30,0	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	99,7	74,6	33,9	7,6	-	-			
VII - Núcleo Sur		20/21	74,7	84,9	100,0	100,0	72,2	11,8	-	-	-			
		19/20	99,5	100,0	100,0	100,0	72,2	29,7	2,2	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	98,3	79,7	33,5	2,2	-	-			
VIII - CE E. Rios		20/21	72,5	83,2	100,0	100,0	59,2	-	-	-	-			
		19/20	100,0	97,8	100,0	97,5	63,5	11,3	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	98,1	70,3	21,1	0,7	-	-			
IX - N LP - O BA		20/21	89,0	81,9	100,0	96,6	61,9	10,8	-	-	-			
		19/20	98,6	100,0	100,0	97,5	60,3	23,2	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	96,9	62,1	22,0	-	-	-			
X - Ctro BA	Weeds	20/21	99,1	97,8	100,0	92,2	34,0	4,9	-	-	-			
		19/20	89,2	98,2	100,0	85,5	31,6	11,1	-	-	-			
		15/20 Average	-	-	100,0	88,0	41,7	13,1	-	-	-			
National		20/21	87,3	89,6	98,6	91,9	46,0	5,3	-	-	-			
		19/20	96,3	99,6	100,0	92,2	51,5	18,6	0,6	-	-			
		15/20 Average	-	-	99,6	91,3	57,6	22,8	2,8	-	-			

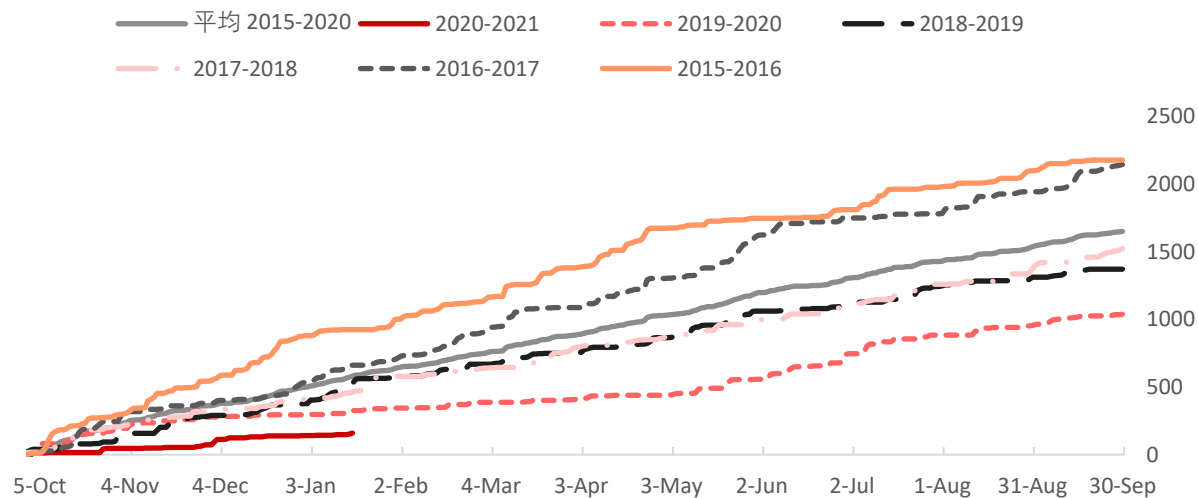
- 天气题材将持续整个南美大豆生长期
- 马州：截至1月15日收割0.8%，去年同期5.86%，五年均值4.6%。
- 巴西南部：帕拉纳州优良差比例：83%（+1%）、14%（-1%）、3%，去年同期88%、10%、2%。

巴西南部主产州降水

帕拉纳



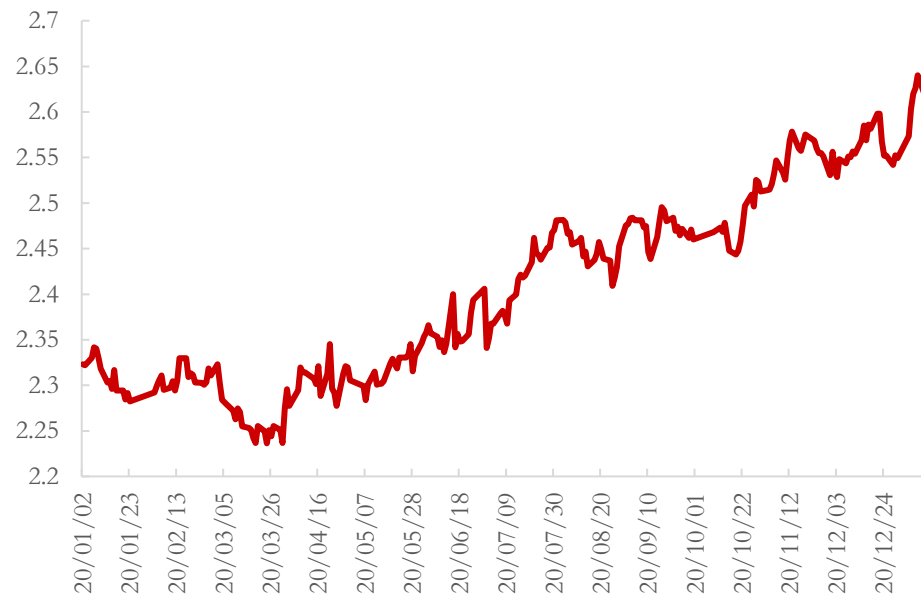
南里奥格兰德



资料来源：Bloomberg

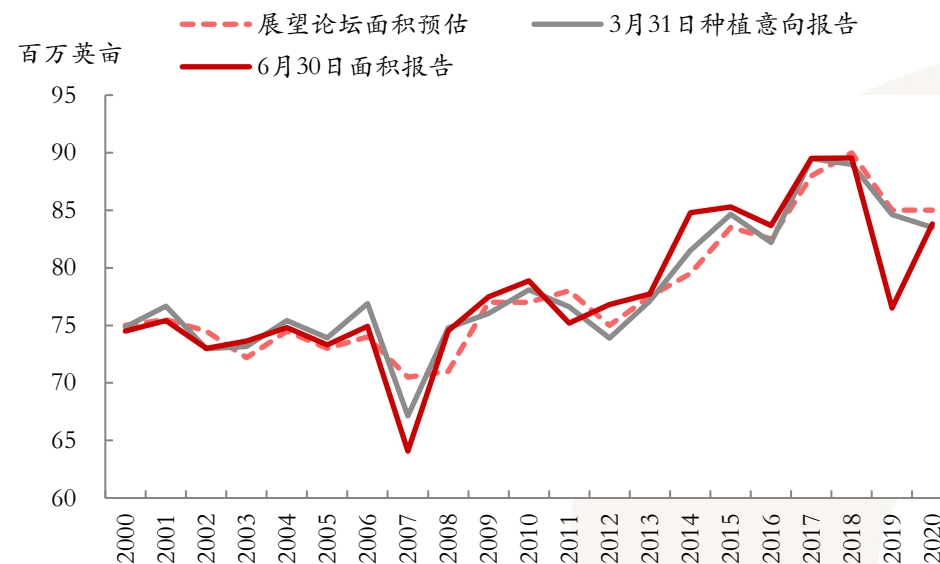
- 南美产量基本明朗后，市场将开始交易21/22年度美国种植面积、天气等
- 2月18-19日：2021 Agricultural Outlook Forum，首次公布新年度平衡表预估
- 3月31日：Prospective Plantings，种植意向报告
- 4月底陆续开始播种，每周一公布Crop Progress

CBOT大豆/玉米比价



资料来源：Wind

美豆种植面积



资料来源：USDA

21/22年度：美国产需同增，库存消费比难以大幅上升

衍生无限未来

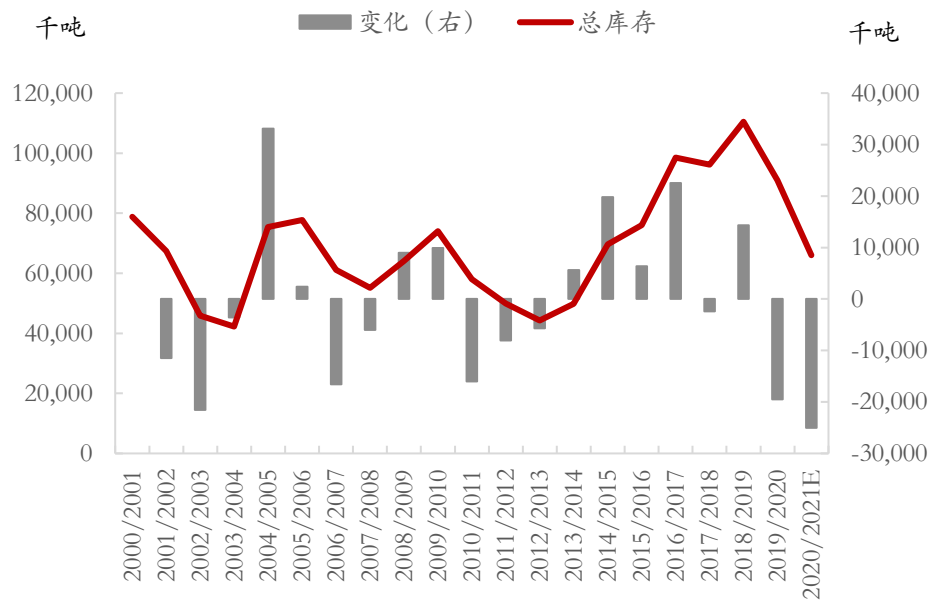
➤ 南美产量基本明朗后，市场将开始交易21/22年度美国种植面积、天气等

	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	91.4	91.4	正常年份收获/种植比稳定
收获面积	87.6	74.9	82.3	90.5	90.5	
	单位：蒲/英亩					
单产	50.6	47.4	50.2	52	53	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	140.0	140.0	
产量	4428	3552	4135	4707.6	4798.1	收获面积*单产
进口	14	15	35	15.0	15.0	
总供给	4880	4476	4695	4862.6	4953.1	期初库存+产量+进口
压榨	2092	2165	2200	2266.0	2266.0	假设年增幅3%
出口	1752	1682	2230	2341.5	2341.5	假设年增幅5%
种用	88	96	103	103.0	103.0	假设和上年持平
残差	39	9	22	22.0	22.0	
总需求	3971	3952	4555	4732.5	4732.5	压榨+出口+种用+残差
期末库存	909	525	140	130.1	220.6	总供给-总需求
库存消费比	22.89%	13.28%	3.07%	2.75%	4.66%	期末库存/总需求

资料来源：USDA 东证衍生品研究院

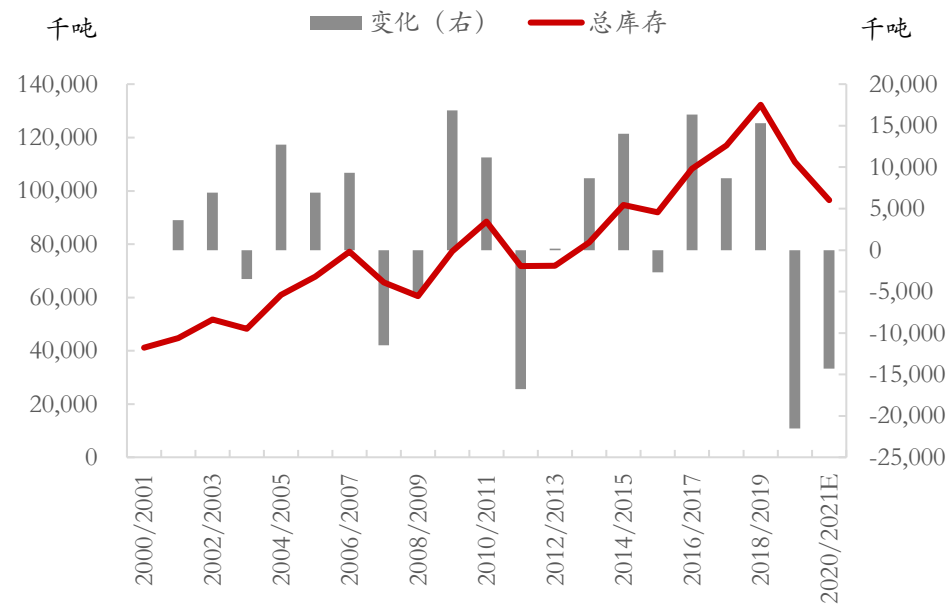
- 2021年疫苗可能驱动需求V形复苏，12月20日美国国会就新一轮规模达9000亿美元的经济刺激法案达成一致，宏观上弱美元和高通胀有利基本面好的品种实现更大涨幅。
- 美国大豆库存下消费比跌至历史低位。
- 除大豆外，其它农产品的共振也可以看到。未来撬动农产品大行情的关键点很可能是中国的玉米需求。

美国小麦、玉米、大豆总库存



资料来源：USDA

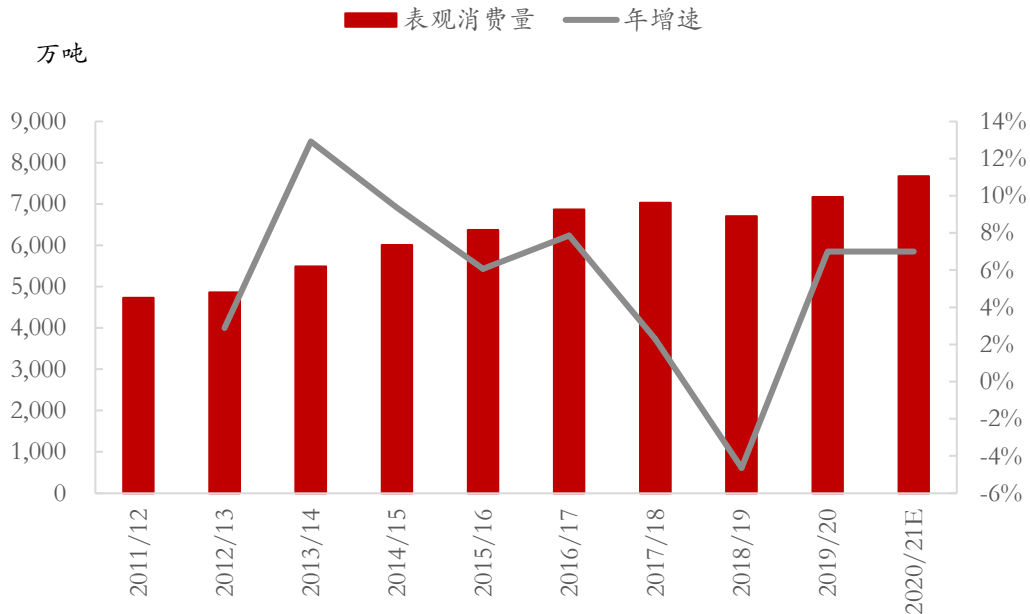
全球七大油籽总库存



资料来源：USDA

- **豆粕需求：**19/20年度消费增速达7%。20/21年度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。
- **关注点：**
 - 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。
 - 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。
 - 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。
 - 蛋白粕之间的替代需求。
 - 补库需求。

中国豆粕消费量及增速



资料来源：天下粮仓 东证衍生品研究院

➤ 单边看涨美豆及豆粕。

- 风险：南美大豆丰产，美豆种植面积高于市场预期等

➤ 远月油粕比下跌。

- 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：棕榈产地产量不及预期，国家油脂收储政策等。

➤ 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。

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。

本研究报告是以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证其准确性或完整性。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。

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。

T H A N K S