



从紧缺到累库的过渡

板块 ☒ 蛋白粕

全球大豆库消比改善：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：涂迪

电话：021-68770062

邮箱：tudi@qhfc.net

从业资格号：F3066269

投资咨询号：Z0014790

报告摘要

- 6 月底美国农业部给出低于市场预期的库存及新作种植面积，巩固短期大豆紧张的基础。
- 巴西大豆销售无压，美豆新作不及预期的影响下，巴西 FOB 报价在 CBOT 大涨的基础上仍有上调。
- 国内目前豆系库存较高，但长期负榨利导致大豆进口窗口关闭，大豆+豆粕库存将逐步缓解。
- 推荐策略：豆粕 9-1 正套

- 上半年行情回顾
- 全球市场大豆供需形势分析
- 国内大豆供应形势分析
- 下半年市场展望及策略推荐

重点关注：

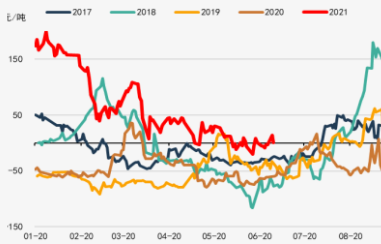
- 美豆关键生长期天气
- 人民币汇率



前海期貨
QIANHAI FUTURES

Sector ☒ Protein Meal

Global stocks-to-use ratio of soybean will improve:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment research center

Analyst: TU DI

Tel: 021- 68770062

E-mail: tudi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3066269

Investment consulting certificate No. :

Z0014790

The shortage of soybeans is expected to ease

Abstract

- On June 30, USDA issued lower-than-expected data of stocks and new crop planting areas of American soybeans which deepened the expectation of soybeans shortage.
 - Brazilian farmers are reluctant to sell soybeans, due to the expectation of insufficient U.S. soybean new crop production, which is driving the FOB quotes of Brazilian soybeans.
 - The situation of high stocks of soybean meal and soybeans in China is expected to alleviate, due to unavailable of soybeans import caused by the loss of oil mills.
-
- Futures Market review of soybeans in the first half of 2021
 - Analysis of the supply and demand of global soybean market
 - Analysis of domestic soybean market
 - Market outlook and strategy recommendation for second half of 2021

1 上半年行情回顾

1、2021 年上半年美豆先抑后扬

2021 年上半年，美豆走势整体先扬后抑。年初巴西大豆种植延期以及收割季降雨影响，巴西新季大豆收割延误，截至 2 月 8 日，AgRural 数据显示巴西仅收割 4%。美国大豆销售进度远快于往年，截至 1 月 28 日（23 周）美豆本年度大豆累计销售 5870 万吨，完成了全年销售目标的 95.85，去年同期为 70%。同时本年度平衡表整体以偏紧为主，受此影响 1 月中旬 CBOT 大豆主力合约一度站上 1400 美分。

随后直至 3 月底 CBOT 大豆主力合约在 1350-1450 区间运行。期间豆油受油脂整体库存紧张影响于三月中旬最高涨过 9500 元/吨，同时现货最高仍有逾 1000 元/吨的价差，豆粕胀库明显从一月中旬 3800 元/吨跌至 3200 元/吨以下，同时部分地区近月基差达-100。

3 月 31 日美国农业部种植意向报告预测美国大豆种植面积 8760 万英亩，低于市场预期的 9000 万英亩，受此影响 CBOT 大豆当日涨逾 5%，但市场对于种植意向报告的面积存在质疑，CBOT 大豆价格也一路调整。直至 4 月中旬，国际玉米价格在中国的进口需求，以及巴西二茬玉米产区严重干旱的双重影响下大幅上涨，正值美国大豆种植初期，在美国大豆、玉米作物面积存在竞争关系的背景下，玉米种植收益走高带动 CBOT 大豆主力合约最高涨至 1677 美分/蒲式耳。

5 月中旬过后，巴西天气好转，玉米高价格回归理性。同时美国大豆新作种植开局较好，种植进度显著快于往年水平，CBOT 大豆价格开始走弱。6 月美国农业部报告调低美国压榨量，调高巴西旧作产量，旧作整体紧张程度缓解。同时美国生物柴油强制掺混政策有放松的预期，豆油大幅下跌同时新年度全球大豆宽松的预期较强，CBOT 大豆价格持续下滑至 6 月中旬在加息预期下跟随整体商品大幅下跌，最低跌至 1250 美分/蒲式耳附近。短时间调整后，6 月底美国农业部报告给出的新作种植面积以及季度库存均低于预期，CBOT 大豆大幅上涨。

2 豆系基本面情况

2.1 全球大豆供需

2.1.1 全球大豆整体偏紧

美国农业部 6 月供需报告对 2020/21 年度大豆稍有调整。巴西大豆产量增加 100 万吨，对应单产提高至 3.55 吨/公顷。受此影响全球产量增加 112 万吨至 3.6407 亿吨，同时全球压榨量下调至 3.2206 亿吨。综合影响下大豆期末库存从 8655 万吨上调至 8800 万吨，库消比回升至 16.24%，旧作紧张程度稍有缓解。2021/22 年度新作期初库存也有相应上调。

图 1 美国大豆年度平衡表

	2020/21			2021/22		
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化
美国						
单产	3.38	3.38	0.00%	3.42	3.42	0.00%
收获面积	33.31	33.31	0.00%	35.09	35.09	0.00%
大豆产量	112.55	112.55	0.00%	119.88	119.88	0.00%
期初库存	14.28	14.28	0.00%	3.25	3.66	12.68%
进口	0.95	0.95	0.00%	0.95	0.95	0.00%
总供给	127.78	127.78	0.00%	124.10	124.50	0.32%
大豆压榨量	59.60	59.19	-0.68%	60.56	60.56	0.00%
其他消费	2.87	2.87	0.03%	3.25	3.25	0.00%
国内消费总计	62.47	62.07	-0.65%	63.81	63.81	0.00%
大豆出口量	62.05	62.05	0.00%	56.47	56.47	0.00%
总需求	124.52	124.12	-0.32%	120.28	120.28	0.00%
期末库存	3.25	3.66	12.68%	3.81	4.22	10.76%
库存消费比	2.61%	2.95%	13.04%	3.17%	3.51%	10.76%

数据来源：USDA，前海期货

图 2 巴西大豆年度平衡表

	2020/21			2021/22		
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化
巴西						
单产	3.52	3.55	0.74%	3.56	3.56	0.00%
收获面积	38.60	38.60	0.00%	40.40	40.40	0.00%
大豆产量	136.00	137.00	0.74%	144.00	144.00	0.00%
期初库存	1.99	1.99	0.00%	2.44	2.79	14.51%
进口	0.70	0.70	0.00%	0.66	0.66	0.00%
总供给	138.69	139.69	0.72%	147.10	147.45	0.24%
大豆压榨量	46.75	46.75	0.00%	47.70	47.70	0.00%
其他消费	2.65	2.65	0.00%	2.65	2.65	0.00%
国内消费总计	49.40	49.40	0.00%	50.35	50.35	0.00%
大豆出口量	86.85	87.50	0.75%	94.30	94.30	0.00%
总需求	136.25	136.90	0.48%	144.65	144.65	0.00%
期末库存	2.44	2.79	14.51%	2.45	2.80	14.29%
库存消费比	1.79%	2.04%	13.96%	1.69%	1.94%	14.29%

数据来源：USDA，前海期货

图 3 阿根廷大豆年度平衡表

	2020/21			2021/22		
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化
阿根廷						
单产	2.81	2.85	1.45%	3.02		-100.00%
收获面积	16.74	16.50	-1.43%	17.2	17.20	0.00%
大豆产量	47.00	47.00	0.00%	52	52.00	0.00%
期初库存	11.92	11.92	0.00%	7.72	7.72	0.00%
进口	4.70	4.70	0.00%	4.8	4.80	0.00%
总供给	63.62	63.62	0.00%	64.52	64.52	0.00%
大豆压榨量	42.25	42.25	0.00%	42.5	42.50	0.00%
其他消费	7.30	7.30	0.00%	7.37	7.37	0.00%
国内消费总计	49.55	49.55	0.00%	49.87	49.87	0.00%
大豆出口量	6.35	6.35	0.00%	6.35	6.35	0.00%
总需求	55.90	55.90	0.00%	56.22	56.22	0.00%
期末库存	7.72	7.72	0.00%	8.3	8.30	0.00%
库存消费比	13.81%	13.81%	0.00%	14.76%	14.76%	0.00%

数据来源：USDA，前海期货

图 4 全球大豆年度平衡表

	2020/21			2021/22		
	5月	6月	环比变化	5月	6月	环比变化
全球						
大豆产量	362.95	364.07	0.31%	385.52	385.52	0.00%
期初库存	96.52	96.52	0.00%	86.55	88.00	1.68%
进口	167.77	172.71	2.94%	172.71	172.71	0.00%
总供给	627.24	646.23	3.03%	644.78	646.23	0.22%
大豆压榨量	322.40	322.06	-0.11%	331.69	331.69	0.00%
其他消费	46.93	46.93	0.00%	49.09	49.09	0.00%
国内消费总计	369.33	368.99	-0.09%	380.78	380.78	0.00%
大豆出口量	171.36	172.90	0.90%	172.71	172.90	0.11%
总需求	540.69	541.89	0.22%	553.49	553.68	0.03%
期末库存	86.55	88.00	1.68%	91.1	92.55	1.59%
库存消费比	16.01%	16.24%	1.45%	16.46%	16.72%	1.56%

数据来源：USDA，前海期货

2.1.2 美国农业部报告释放利多信息

美国农业部 6 月 30 日的种植面积报告中显示，美豆 2021/22 年度新作种植面积同比增加 5%至 8755.5 万英亩，远低于市场预期，也不及 3 月的意向种植面积。

分区域看，29 个预测州中 28 个州的种植面积增加或持平。今年同比增加的 447.1 万英亩中，目前大豆产区中干旱程度最高的南、北达科他州合计贡献了 200 万英亩增量。

同时 USDA 季度库存报告显示，截至 6 月 1 日美国旧作库存总量 7.67 亿蒲式耳，同比下降 44%，低于市场预期的 7.87 亿蒲式耳。

6 月底，USDA 报告将美豆新作及旧作同时给出趋紧预期，CBOT 大豆受此影响大幅提振。

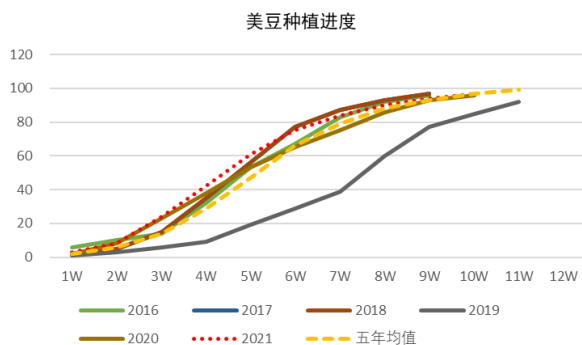
表 1 USDA1 月供需报告

	2021 年 6 月	2020 年 6 月	2021 年 3 月	路透	彭博
季度库存 (百万蒲)	766	1386	1564	787	773
种植面积 (百万英亩)	87.55	83.82	87.6	88.95	89.07

数据来源：USDA，路透，彭博，前海期货

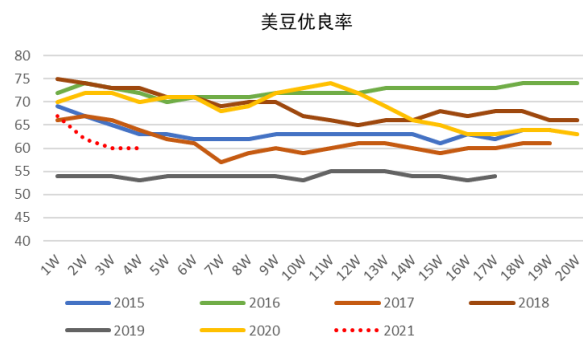
美豆种植进度基本完成，市场关注转向新作生长评级，USDA 作物生长报告显示，截至 2021 年 6 月 27 日当周，美国大豆生长优良率为 60%，市场预估均值为 61%，之前一周为 60%，去年同期为 71%。当周，美国大豆出苗率为 96%，之前一周为 91%，去年同期为 94%，五年均值为 92%。当周，美国大豆开花率为 14%，去年同期为 5%，五年均值为 13%，五年均值为 11%。优良情况并没有像市场预期的因降雨好转而小幅上修，在目前旧作紧张的情况下，市场反应较为敏感，CBOT 大豆远月合约也受此提振。

图 1 美豆种植进度



数据来源：WIND，前海期货

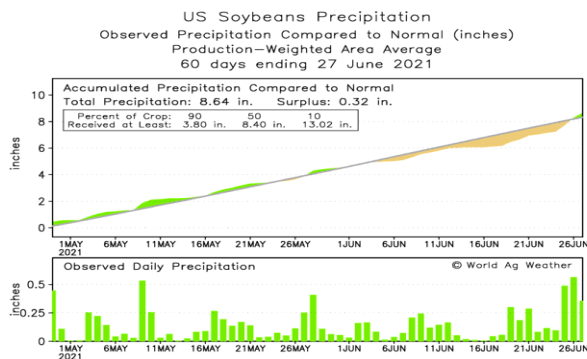
图 2 美豆出芽率



数据来源：WIND，前海期货

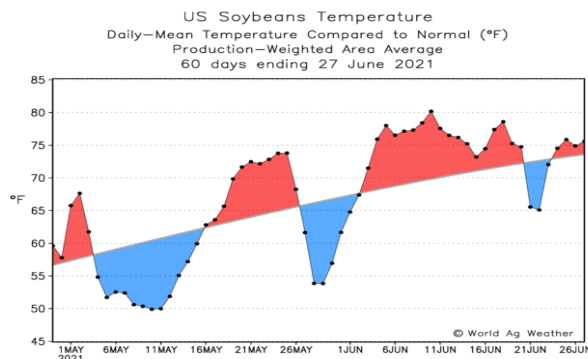
天气方面，Wrold Ag Weather 显示截至 6 月 27 日的过去 60 天美国大豆产区产量加权降雨总体略低于正常水平，进入后整体 6 月偏干燥为主。据 NOAA 天气预报显示，截至 7 月 12 日美国西北部地区气温高于正常水平概率较大。降雨方面，达科他州及内布拉斯加州西部未来 8 至 14 天降雨概率低于正常水平的概率在 40% 左右。

图 1 过去 60 日美豆产区降雨



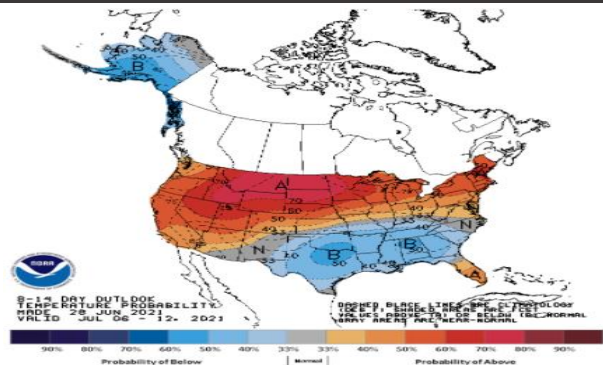
数据来源：wrold ag weather，前海期货

图 2 过去 60 日美豆产区温度



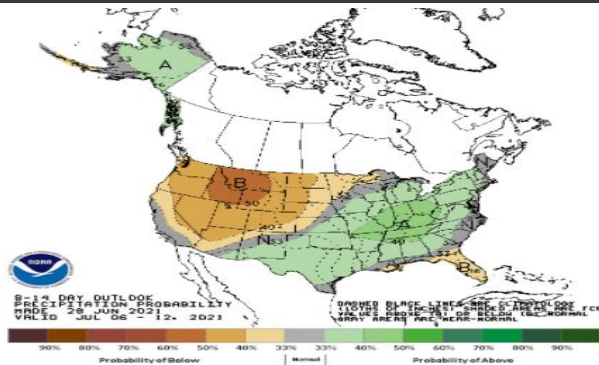
数据来源：wrold ag weathe，前海期货

图 3 美国未来 8-14 天气温



数据来源：NOAA，前海期货

图 4 美国未来 8-14 天降雨



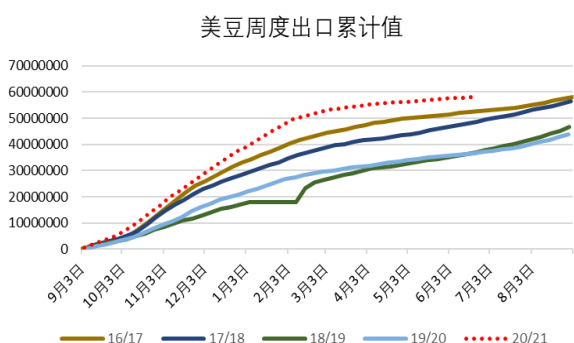
数据来源：NOAA，前海期货

美豆出口方面，美国农业部大豆出口检验量报告：截至 6 月 24 日，美国大豆出口检验总量同比提高 55.3%。美国农业部发布的出口检验周报显示，上周美国大豆出口检验量较一周前提高 35.4%，但是比去年同期减少 31.5%。截至 2021 年 6 月 24 日的一周，美国大豆出口检验量为 103,965 吨，上周为 205,155 吨，去年同期为 334,642 吨。

迄今为止，2020/21 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量为 57,187,012 吨，同比提高 55.3%，上周同比提高 56.2%，两周前同比提高 56.8%。本年度的头 44 周，美国大豆出口量已经相当于全年出口目标的 92.2%。

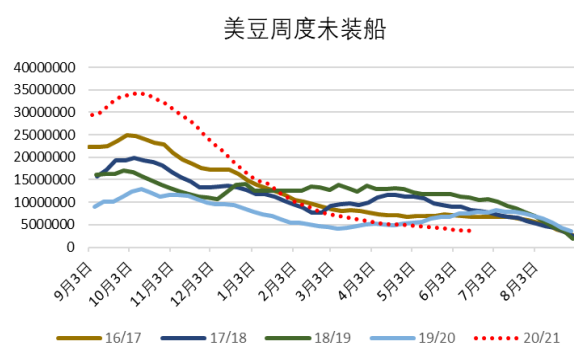
美国农业部在 2021 年 6 月份供需报告里预测 2020/21 年度美国大豆出口量为 22.8 亿蒲（相当于 6205 万吨），和 5 月份预测值持平，比 2019/20 年度的 16.82 亿蒲增长 35.6%。2021/22 年度美国大豆出口量预计为 20.75 亿蒲，同比减少 9.00%。

图 1 美豆周度出口累计值



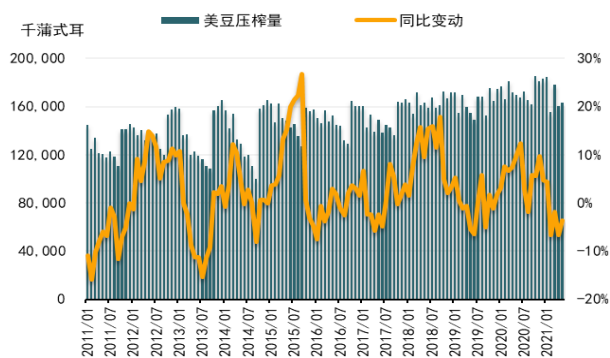
数据来源：USDA，前海期货

图 2 美豆周度未装船



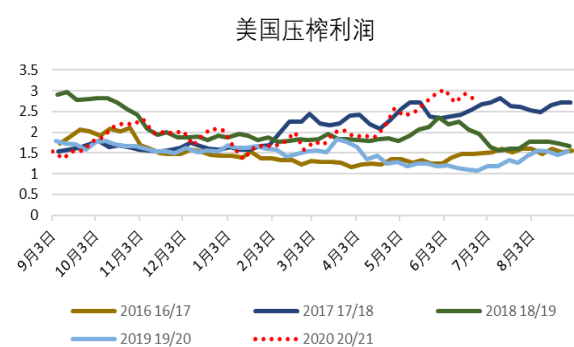
数据来源：USDA，前海期货

图 3 美豆压榨量



数据来源：USDA，前海期货

图 4 美豆压榨利润



数据来源：USDA，前海期货

压榨方面，美国农业部发布的压榨周报显示，过去一周美国大豆压榨利润比一周前减少 3.77%，比去年同期提高 162.6%。

截至 2021 年 6 月 24 日的一周，美国大豆压榨利润为每蒲式耳 2.81 美元，一周前是 2.92 美元/蒲式耳，去年同期为 1.07 美元/蒲式耳。

美国全国油籽加工商协会（NOPA）报告显示，2021 年 5 月份 NOPA 会员企业的大豆压榨量为 445 万吨（1.63521 亿蒲式耳），高于 4 月份的 1.60310 亿蒲式耳，比去年同期下降 3.6%，也低于业内平均预期的 449.4 万吨（1.6512 亿蒲式耳）。

美豆方面，月底面积报告及库存报告巩固了美豆的紧张气氛。而且偏中西部部分产区天气存在干旱预期，美国国内压榨利润较好，在平衡表新作情况得到进一步修正前，美豆维持强势为主。

2.1.3 巴西农户惜售，出口放缓

产量方面（美国农业部口径）：

巴西：旧作产量 6 月较 5 月报告上调 100 万吨至维持 1.37 亿吨，新作产量较 20/21 年度增加 700 万吨至 1.44 亿吨，主要由于收获面积提高至 4040 万公顷。

阿根廷：旧作产量维持 4700 万吨，新作产量预测 5200 万吨。

巴西谷物出口商协会 ANEC 称，2021 年 6 月份巴西大豆出口量可能达到 1100 万吨，低于一周前估计的 1150 万吨，也低于去年同期的 1190 万吨。如果 ANEC 的数据得到证实，今年上半年巴西大豆出口量将达到 6130 万吨，而去年全年大豆出口量为 8230 万吨。巴西植物油行业协会（ABIOVE）本周预计 2021 年巴西大豆出口量达到创纪录的 8570 万吨。

巴西大豆排船量从一周前的 750 万吨下降至 670 万吨，去年为 860 万吨，而玉米排船量正在上升。6 月大豆装船目前为 970 万吨（68%运往中国，5 月为 67%），月底月可以达到 1030 万吨，比去年同期水平低 160 万吨。继 5 月同比减少 200 万吨之后，6 月全球大豆对中国的出口可能同比减少 230 万吨公吨。在前 5 批货物已经启航/到达后，仍然没有新的大豆运往美国。

目前阿根廷大豆收获已经全部结束。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所周四发布报告称，2020/21 年度阿根廷大豆产量达到 4350 万吨，比上年减少 10%，但是和交易所的预测目标一致。

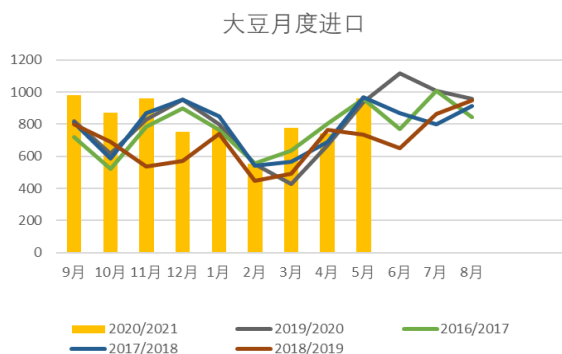
中国国内油厂 7 对 9 压榨利润较长时间为负，进口窗口长期关闭，国内买船下滑。同时美国中西部地区存在干旱迹象，巴西销售压力较小，农户存在挺价心态，同时美国新作预期趋紧，巴西大豆 FOB 升贴水表现强势。

2.2 国内供需情况

2.2.1 国内豆系高库存

海关数据显示，5 月份中国大豆进口高于 4 月份的水平，因为更多巴西大豆船货到货清关。2021 年 5 月份，中国进口大豆 960.7 万吨，比 4 月份的 744.8 万吨增加 29.0%，比去年同期的 938 万吨提高 2.5%。1 至 5 月份中国大豆进口量达到 3823.4 万吨，比上年同期的 3388.2 万吨提高 12.8%。

图 1 大豆月度进口



数据来源：海关总署，前海期货

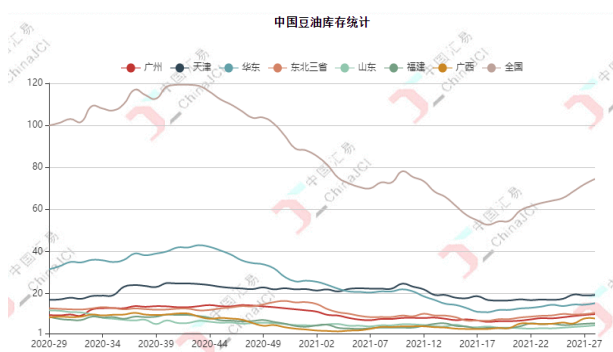
图 2 国内主要地区部分油厂压榨量统计



数据来源：汇易，前海期货

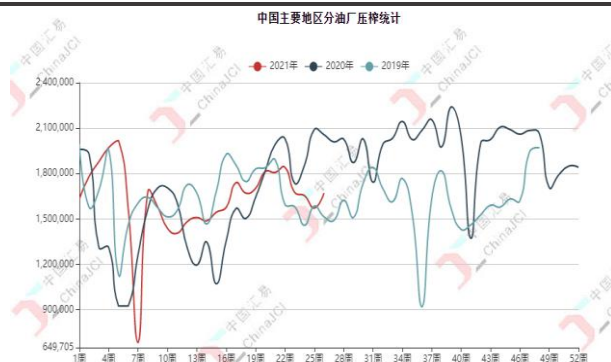
库存方面，汇易数据显示，截至 6 月 30 日，国内主要港口大豆库存升至 851.77 万吨。压榨方面，汇易数据显示，第 26 周国内样本油厂压榨量回升至 167.16 万吨，环比上升 6.32%。

图 1 中国豆油库存统计



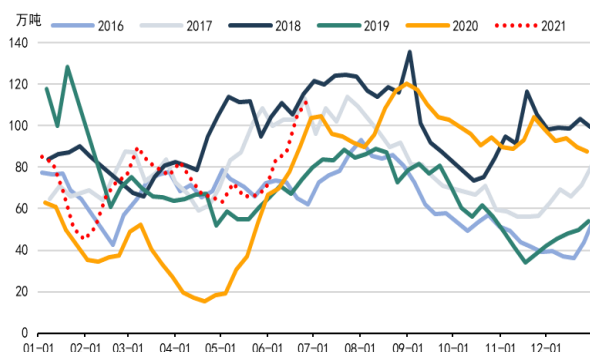
数据来源：汇易，前海期货

图 2 国内主要地区部分油厂压榨量统计



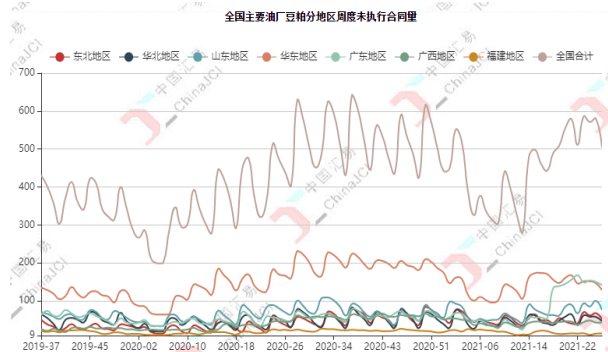
数据来源：汇易，前海期货

图3 国内豆粕库存季节性



数据来源：WIND，前海期货

图4 豆粕未执行合同



数据来源：汇易，前海期货

截至6月25日，我国主流油厂豆粕库存112.88万吨，较上一周104.97万吨增加7.91万吨，或环比增加7.54%，同比增幅61.63%，未执行合同量为503.84万吨，较上周585.87万吨减少76.04万吨，或环比降幅13.11%，同比降幅为1.89%。周内终端市场新成交/提货节奏继续清淡疲软，当周部分油厂豆粕库存进一步上升，个别胀库停机。

巴西大豆上市后大豆集中到港，豆粕及豆油库存不断积累，但远期压榨负利润维持长达数月，大豆远期进口窗口持续关闭，现货市场对远期压榨下滑有一定预期，豆粕现货8-9月基差报价仍较坚挺。

2.2.2 国内养殖情况

6月28日新闻，据国家发展改革委监测，6月21日-25日，全国平均猪粮比价为4.90:1。按照国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、市场监管总局等部门联合印发的《完善政府猪肉储备调节机制，做好猪肉市场保供稳价工作预案》规定，已进入过渡下跌一级预警区间（低于5:1），中央和地方讲启动猪肉储备收储工作。市场预期收储量可能在5万吨左右，具体收储任务下发至各地屠宰企业。

农业农村部称，从5月份的监测情况来看，能繁母猪存栏环比增长19.3%，相当于2017年末的98.4%。卓创的调研数据显示，截至5月份二元能繁占比回升至76%附近；三元能繁母猪占比下滑至24%。下跌行情中生猪产能逐步优化。

图 11 猪粮比

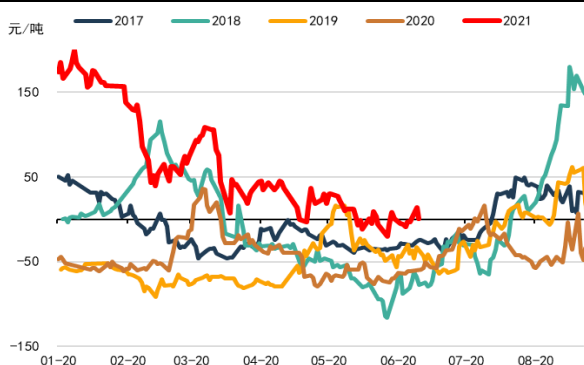


数据来源: WIND, 前海期货

3 价差监测

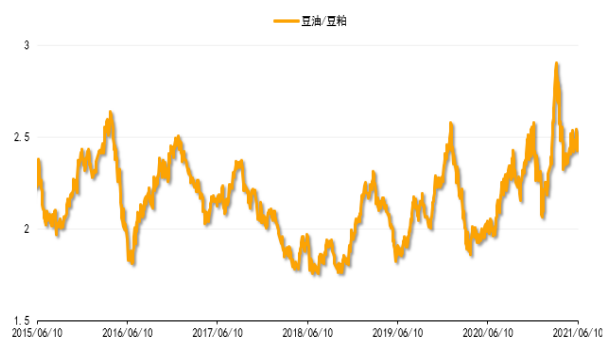
盘面油粕比维持在 2.5 附近。豆粕 9-1 价差在中枢区间。

图 14 豆粕 9-1 价差



数据来源: WIND, 前海期货

图 15 盘面油粕比



数据来源: WIND, 前海期货

4 下半年行情展望及策略推荐

下半年来看, 美国农业部大豆库存及新作种植面积数据进一步巩固美豆紧张的基础, 叠加部分产区干旱天气给出的炒作窗口, 短期美豆走强的概率较大, 国内生猪产能仍未出清, 豆粕短期需求稳定, 随着库存压力缓解, 油厂议价能

力提升，短期豆粕价格也将受成本抬升。

长期来看，天气正常的情况下，全球大豆 2021/22 年度产量将大于需求，从而结束两个年度供不应求的情况开始累库。目前阶段正处于逐步从紧到松的关键时期，下一年度的供需状况下美豆新作供应月份内美豆价格可能回落。

策略推荐：

豆粕 9-1 正套，豆粕目前 9-1 价差处在偏低区间内。以本年度基本面情况来看：

1、短期美豆氛围依旧以偏紧为主，同时 6 月底美国农业部报告显示的美豆库存及新作种植面积均小于预期，配合产地天气给出的炒作窗口短期内美豆价格相对偏强。但如果产量正常，全球大豆平衡表在 2021/22 年度大概率结束前两个年度的供不应求进入累库年度，压制美豆及豆粕远月合约涨幅。

2、国内方面，油厂 7-9 压榨利润维持近两个月负值，进口窗口长期关闭，国内大豆+豆粕库存偏高的压力在 9 月可能缓解，届时油厂议价能力提升，国内压榨利润可能短期有修复的需要，近月豆粕盘面有较强的成本支撑。

对应风险：

1、大豆新作不及预期。如果美豆种植面积或关键生长期天气不及预期，大豆紧张气氛将可能延续到下一年度，对应抬高 11 月美豆价格中枢。

2、远期人民币汇率波动。最近人民币汇率波动较大，人民币汇率直接影响国内大豆购买成本，如果远期人民币大幅贬值，人民币远期及现价价差走扩导致 11 月大豆人民币购买成本升高，或将从成本端抬升豆粕价格中枢。



免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。



关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>