



2021 年 12 月 21 日

豆粕：涨势仍可期

豆油：重心或下移

——2022 年豆类期货行情及投资展望

✍ 吴光静

投资咨询从业资格号：Z0011992

✉ wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读：

我们的观点：美豆/豆粕牛市尚未终结，涨势仍可期；豆油牛市盛宴渐行渐远，期价重心或逐步下移。

我们的逻辑：1) **美豆/豆粕：**从供应端来说，2021/22 年度全球大豆丰产预期或已打足，2022 年美豆扩种有限。作物天气存在不确定性，如果出现异常天气交易，那么或将驱动美豆及豆粕价格反弹上涨。从需求端来说，2022 年中国豆粕需求或小幅上升、美豆需求受到中方采购支撑。由此，在豆粕及美豆需求有支撑的背景下，如果供应端出现“天气市”驱动，那么美豆及豆粕价格仍有上涨空间。2) **豆油：**从供应端来说，豆油受国际大豆市场“天气市”利多影响较小、受棕榈油增产增库周期利空影响更大、国内豆油及进口大豆抛储预期均增添供应端压力。从需求端而言，2022 年中国豆油消费或仍相对趋弱。虽然豆油餐饮消费预计持稳或略增，但是豆油替代消费需求或有明显下降。2022 年猪油产量全面恢复且预计稳定为主，由此豆油对猪油替代消费或下降；饲料用油方面，由于小麦/玉米比价逐步恢复正常，预计小麦对玉米替代逐步减少至正常水平，由此豆油饲料用油消费或下降至正常水平。在豆油供应端具有压力的背景下，豆油需求端难言乐观，豆油期货价格重心或逐步下移。

投资展望：1) 趋势展望：阶段性逢低做多 DCE 豆粕、趋势性逢高抛空 DCE 豆油；2) 套利展望：阶段性做空油粕比、阶段性做扩豆棕价差等。

作者简介：

吴光静：农产品分析师，华东师范大学经济学硕士。2007 年期货从业，致力于豆类、油脂品种等农产品期货研究。

目录

1. 2021 年豆类期货市场回顾	3
1.1 2021 年 CBOT 豆类期货价格回顾	3
1.2 2021 年 DCE 豆类期货价格回顾	4
2. 2022 年豆类价格分析展望	5
2.1 大豆：供应端边际利空有限，需求端仍有支撑	5
2.1.1 供应端：丰产预期或打足，边际利空有限	5
2.1.2 需求端：美豆低价激励需求回升	9
2.2 豆粕：需求不悲观，稳中或有增	10
2.2.1 2021 年生猪生产全面恢复，饲料产量同比增加	10
2.2.2 2021 年豆粕现货需求回升、远期需求下降	11
2.2.3 2022 年豆粕需求预计小幅增长	12
2.2.4 小结：2022 年豆粕需求或稳中有增	14
2.3 豆油：消费趋弱，抛储压力仍在	15
2.3.1 中国豆油：消费趋弱，抛储压力仍在	15
2.3.2 美国豆油：生柴消费边际利多有限	19
2.3.3 小结：2022 年豆油消费趋弱，抛储带来供应增量	20
3. 结论和投资展望	20
3.1 结论观点	20
3.2 投资展望	21

(正文)

1. 2021 年豆类期货市场回顾

1.1 2021 年 CBOT 豆类期货价格回顾

2021 年 1-11 月 CBOT 豆类市场期货价格“先涨后跌”。具体而言：

1) 美豆：2021 年 1-5 月中旬，美豆期价涨势为主：5 月 12 日美豆指数最高 1556.5 美分/蒲，创下 2012 年 10 月 2 日以来新高。该阶段美豆类价格主要影响因素有：① 1 月中上旬南美干旱天气担忧及美豆低库存驱动美豆类价格上涨；② 1 月中下旬南美迎来降雨及国内年前疫情担忧等驱动美豆类价格下跌；③ 2 月-3 月美豆总体维持区间震荡，虽然春节后国内商品市场普涨氛围提供利多支撑，但是 2 月下旬 USDA 论坛预估 2021 年美豆种植面积 9000 万英亩、巴西大豆丰产预期及 3 月国内商品市场整体回调氛围等因素增添压力；④ 4 月-5 月中上旬美豆重新进入上涨阶段主要因：3 月底 USDA 种植面积意向报告意外利多（报告预估 2021 年美豆种植面积 8760 万英亩，远低于预期）、4 月国内商品市场整体偏多氛围、巴西南部及美国产区天气担忧带来谷物植物油市场偏多、美元连续下挫等。2021 年 5 月中旬-11 月上旬，美豆期价跌势为主，主要因：5 月中下旬国内商品市场整体调控氛围、美国产区天气改善、美国生物柴油政策变化（或减少豆油生物柴油需求）、6 月中旬美联储议息会议带来美国提前加息预期、7-9 月美豆虽有种植面积低于预期及北部产区干旱忧虑提振、但天气改善重新带来美豆丰产及增库预期仍令豆价承压、10-11 月巴西和阿根廷大豆种植进度较快提振南美大豆丰收及提前收获预期也压制豆价。

2) 美豆粕：其期价走势与美豆基本相似，区别在于阶段性高点出现的时间有所差异：美豆粕阶段性高点则出现在 1 月 13 日：美豆粕指数期价最高 453.7 美元/短吨，为 2014 年 6 月 5 日以来新高。1-5 月中旬，美豆粕阶段性上涨的主要因素除了交易美豆因素之外，美豆油强势上涨带来的“油粕跷跷板”效应也压制美豆粕；5 月中旬-10 月中旬，美豆粕跌势为主也主要跟随美豆；10 月中旬以后，美豆粕反弹上涨，主要逻辑在于美豆粕性价比优势提振需求前景及美豆油偏弱。

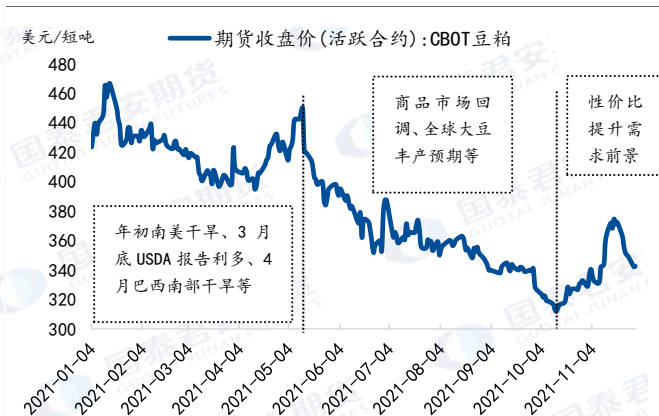
3) 美豆油：期价分水岭位于 6 月上旬，美豆油从涨势转为跌势。6 月 7 日美豆油指数期价最高 68.78 美分/磅，创下 2008 年 7 月 7 日以来新高。2021 年 1 月-6 月上旬美豆油上涨阶段主要受到马棕油上涨、美豆上涨及美豆油生物柴油政策偏多预期激励，但是 6 月上旬美国生物柴油政策变化可能减少豆油生物柴油需求，则成为美豆油价格分水岭：6 月中旬-11 月，美豆油处于“价格重心逐步下移”格局。在此期间，美豆油也受到棕榈油上涨的部分激励：印度调降棕榈油进口关税及马棕油累库进程不畅等成为利多驱动，但美豆及南美大豆丰产预期、新型病毒担忧等限制美豆油上方空间，从而美豆油期价重心逐步下移。

图 1：2021 年 1-11 月 CBOT 大豆期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：2021 年 1-11 月 CBOT 豆粕期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 3：2021 年 1-11 月 CBOT 豆油期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：2021 年 1-11 月 DCE 豆一期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

1.2 2021 年 DCE 豆类期货价格回顾

2021 年 1-11 月 DCE 豆类市场期货价格总体上以“先涨后跌”为主，总体趋势与 CBOT 豆类相似，区别同样在于节奏差异。具体而言：

1) 连豆一：1-11 月上旬，豆一期价再创历史新高，2021 年 11 月 5 日，DCE 豆一指数期价最高 6505 元/吨，创下 1994 年以来新高。① 1 月期间，豆一期价与美豆基本同步；同时现货强于期货：1 月北方疫情复发使大豆底层收购和外运受影响，销区抢购南方大豆，从而带动东北未受疫情影响区域采购，推升价格；集中补库后，1 月下旬南北产区发货量明显下降，春节前购销转淡；② 春节后至 3 月初，国内商品市场普涨氛围、东北产区现货上涨、市场预期中储粮入市收购等提振豆价上涨；③ 3 月上旬-4 月上旬，中储粮入市收购传言落空、国内商品市场整体回调、巴西迎来降雨美豆回调、现货挺价信心缺失、年后需求疲弱等驱动豆价下跌；④ 4 月中旬-5 月上旬，3 月底 USDA 种植面积报告利多、4 月国内商品市场整体偏多氛围、美国谷物植物油市场偏多、豆一移仓换月带来 9 月合约偏强补涨、新作大豆面积下降预期等提振豆价上涨；⑤ 5 月中旬-6 月底，国内商品市场调控、5 月 USDA 供需报告偏空、美玉米及美豆价格因天气改善大幅回落等驱动豆价下跌；⑥ 7 月-11 月初，虽然大豆需求总体疲弱、但在国储收购及因疫情担忧而备货增加的情况下产区余粮下降；新粮上市后开秤价高企、11 月初国储及大型收粮主体不断上调收购价格也推升了豆价。11 月中下旬以后，豆一期价下跌，主要因调控政策预期、抛储等，现货收购价格也随之松动下调。

2) 连豆粕：2021年1-9月中旬，连豆粕期货价格总体高位运行。我们认为，核心逻辑主要是生猪复产周期下的饲料需求恢复逻辑。在需求方向往上的趋势下，豆粕价格重心保持逐步抬升趋势。此外，供应端相关事件则给豆粕价格带来节奏性波动：如1月中上旬豆粕期价快速上涨主要因巴西干旱天气担忧及美豆低库存等，1月中下旬-3月上旬连豆粕期价下跌主要因巴西迎来降雨、2021年美豆扩种预期等；再如3月底和6月底USDA种植面积意向报告预估2021年美豆扩种不及预期则带来美豆和豆粕价格大幅上涨；7-8月期间美豆产区干旱担忧和降雨预报则交替性影响豆粕阶段性价格走势。**中秋节后-11月5日，连豆粕期价快速下跌**，主要因：美豆天气忧虑褪去、9月底USDA季度库存报告和10月USDA供需报告利空、“油强粕弱”跷跷板效应等；**11月8日以来，连豆粕期价企稳反弹**，主要因：11月USDA供需报告利多及“油弱粕强”跷跷板效应等，同时豆粕性价比提升也增强了其需求前景。

3) 连豆油：2021年1月-10月21日，连豆油期货价格在宽幅震荡中重心逐步抬升：10月21日连豆油指数期价最高10198元/吨，创下2012年9月6日以来新高。1月-9月底，连豆油总体呈现“宽幅震荡”格局，利多因素来自：3-5月美豆油的生柴政策激励、7-9月则因马棕复产不及预期、印度下调进口关税提振进口需求等因素跟涨棕榈油、阶段性跟随全市场普涨（如春节后至3月初、4月期间、10月上旬等）、阶段性基差偏强（最主要是1-4月上旬豆油基差偏强）；利空因素主要来自：抛储及政策调控、消费疲弱等；国庆后-10月21日，连豆油跳涨并形成阶段性高点，主要是跟涨原油、马棕榈油以及国内商品普涨氛围。**10月21日-11月，连豆油冲高回落并形成阶段性下跌**，主要因：政策调控、抛储预期等因素，同时Omicron新冠病毒变种担忧带来原油暴跌令豆油承压。

图 5：2021 年 1-11 月 DCE 豆粕期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：2021 年 1-11 月 DCE 豆油期货价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2. 2022 年豆类价格分析展望

2.1 大豆：供应端边际利空有限，需求端仍有支撑

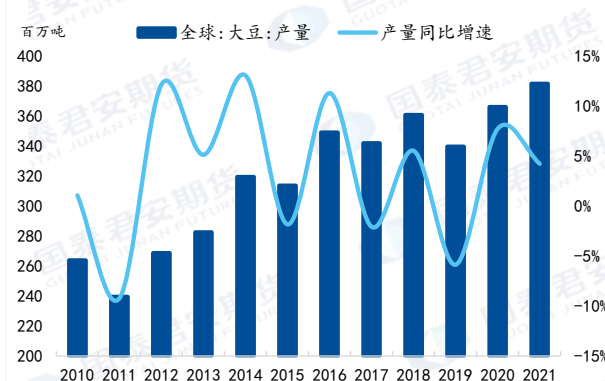
2.1.1 供应端：丰产预期或打足，边际利空有限

● 全球大豆：丰产预期打足，南美存在变数

2021/22 年度全球大豆增产增库，南美存在变数。据 2021 年 12 月 USDA 预估，2021/22 年全球大豆产量 3.8178 亿吨，同比增幅约 4.25%；消费量 3.7703 亿吨，同比增幅约 3.85%；期末库存 1.02 亿吨，同比增

幅约 2.2%；库存消费比 27.05%，同比下降 0.44%。由此，2021/22 年度全球大豆处于增产增库周期，但库存消费比略降。由于 USDA 每个月均调整全球大豆供需平衡表，所以全球大豆库存消费比会依据 USDA 调整情况而有所波动。虽然目前主产国美国、巴西和阿根廷大豆产量均同比增加，但南美大豆仍需经历关键生长期和收获期，其产量仍有一定变数，因产区天气具有不确定性。

图 7：2010-2021 年全球大豆产量及同比增速



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 8：2010-2021 年全球大豆期末库存及库存消费比

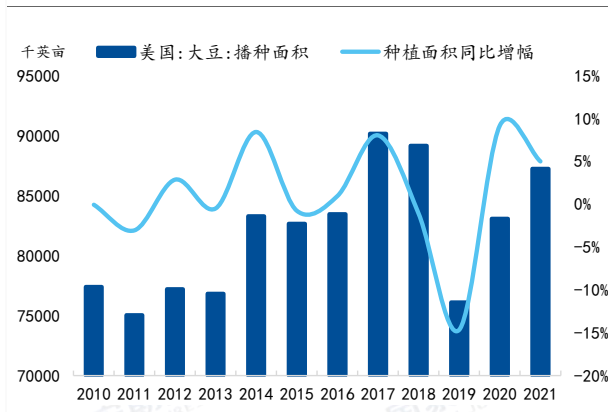


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

● 美国大豆：2021 年丰产预期打足，2022 年扩种或有限

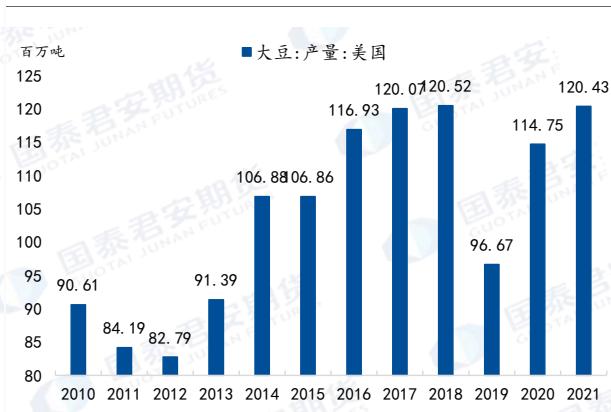
2021 年美豆丰产预期或已打足，生产端或无边际利空。据 12 月 USDA 预估，2021/22 年度美国大豆产量 1.2043 亿吨（同比增幅约 5%），国内消费量 6277 万吨（同比增幅约 3%），期末结转库存 925 万吨（同比增幅约 33%），库存消费比 14.74%（同比上升 3.3%）仍处于 2017 年来低位。11 月 USDA 预估 2021 年美豆单产预估 51.2 蒲/英亩，较 10 月预估（51.5 蒲/英亩）下调，同时低于市场预期 51.9 蒲/英亩。我们认为，由于 2021 年美豆整体优良率水平不高（2021 年美豆优良率均值约 59%，处于 2010 年以来倒数第三低位），所以 10 月 USDA 大幅上调美豆单产预估之后（从 9 月预估的 50.6 蒲/英亩上调至 51.5 蒲/英亩），美豆上调单产的预期或已经打足，后期仍有下调单产可能性，所以 11 月 USDA 小幅下调美豆单产并不意外，12 月 USDA 维持美豆单产预估不变也基本符合我们预期。由于美豆后期收割进度相对缓慢，所以后期 USDA 仍有小幅下调美豆单产的可能性（2022 年 1 月 USDA 报告将是 2021 年美豆初步定产报告，2022 年 2-8 月均不再调整，2022 年 9 月将会再次调整）。退一步讲，即使没有下调单产，那么在 11 月报告出台前市场预期的 51.9 蒲/英亩单产的基础上，再大幅上调单产的概率较低，即 2021 年美豆丰产预期或已经在 11 月 USDA 报告出台前打足。

图 9：2010-2021 年美国大豆种植面积



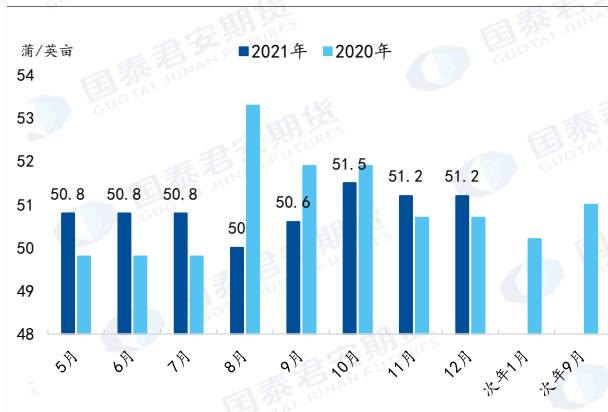
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：2010-2021 年美国大豆总产量



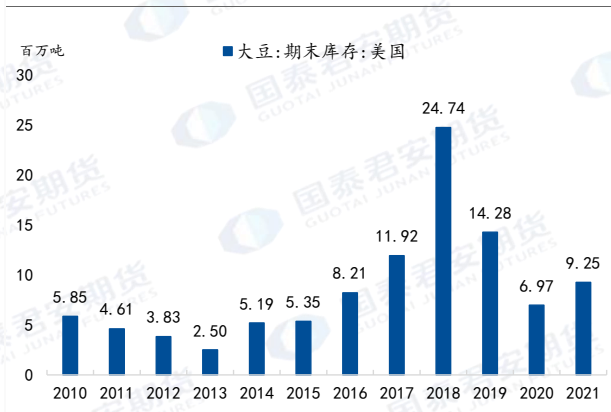
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：2020-2021 年美国大豆单产调整情况



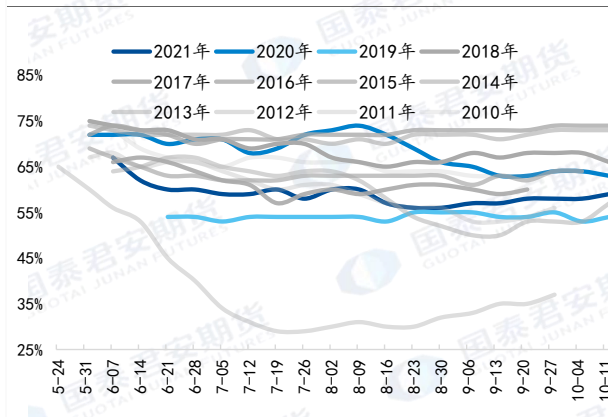
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：2010-2021 年美国大豆期末库存



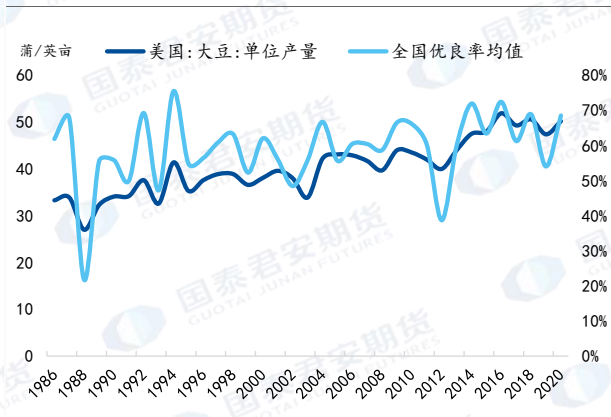
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：2010-2021 年美国大豆优良率



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：美豆年度优良率均值与当年美豆单产对比图



资料来源：WIND，USDA，国泰君安期货产业服务研究所

2022 年美豆扩种预期有限。根据统计，截至 2021 年 12 月 15 日（收稿时止），CBOT 大豆 2205 合约/CBOT 玉米 2205 合约比价 2.16，CBOT 大豆 2211 合约/CBOT 玉米 2212 合约比价 2.28，两者均处于低位。参照 CBOT 大豆/玉米比价规律：两者比价为 2.5 左右时，一般不会产生明显的对大豆或玉米种植偏好；当两者比价大于 3 时，大豆种植意愿会明显提升；当两者比价低于 2 时，玉米种植意愿会明显提升。按照目前两

者比价来看, 2022 年美豆种植竞争力不如美玉米: 即农户可能会多种玉米, 而少种大豆。此外, 2021 年 12 月 16 日私营分析机构 IHS Markit Agribusiness 预估 2022 年美国大豆播种面积 8881.5 万英亩, 高于 11 月预估 8793.5 万英亩, 较 2021 年预估面积 8773 万英亩同比增幅约 1.2%。由此, 按照目前 2022 年 CBOT 大豆/玉米比价及市场部分机构对 2022 年美豆种植面积预估来看, 我们预计 2022 年美豆种植面积或扩种有限。

图 15: CBOT 大豆 2205/CBOT 玉米 2205 比价



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 16: CBOT 大豆 2211/CBOT 玉米 2212 比价



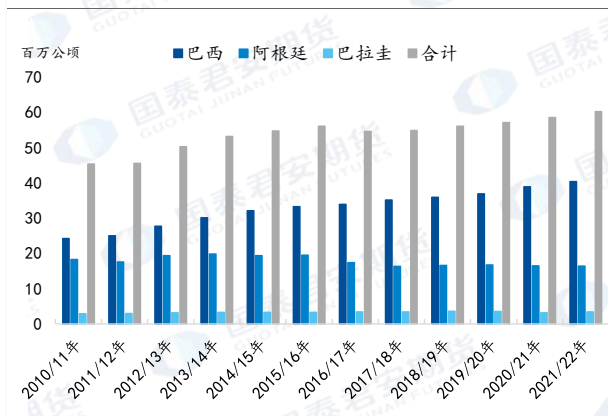
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

● 南美大豆: 目前增产预期充分, 后期仍有天气市可能性

2021/22 年度南美大豆产量创历史新高, 目前维持丰产预期。1) **种植面积:** 2021/22 年度南美三国(巴西、阿根廷、巴拉圭)大豆种植面积 6020 万公顷, 同比增幅约 2.87%, 创历史新高。其中, 巴西大豆种植面积 4040 万公顷, 同比增幅约 4.66%, 创历史新高; 阿根廷大豆种植面积 1640 万公顷, 同比降幅约 0.4%; 巴拉圭大豆种植面积 340 万公顷, 同比增幅约 7.9%。2) **产量:** 2021/22 年度南美三国(巴西、阿根廷、巴拉圭)大豆总产量 2.035 亿吨, 同比增幅约 4.84%, 创历史新高。其中, 巴西大豆产量 1.44 亿吨, 同比增幅约 4.3%, 创历史新高; 阿根廷大豆产量 4950 万吨, 同比增幅约 7%; 巴拉圭大豆产量 1000 万吨, 同比增幅约 1%。3) **单产:** 2021/22 年度南美三国(巴西、阿根廷、巴拉圭)大豆单产预估分别为 3.56 吨/公顷(约 475 斤/亩)、3.02 吨/公顷(约 403 斤/亩)、2.94 吨/公顷(约 392 斤/亩)。其中, 巴西大豆单产预估同比增幅 0.3%, 创历史新高; 阿根廷单产同比上升 7.5%, 巴拉圭大豆单产同比降幅约 6%。截至 12 月中旬(截至收稿时止), 市场对于 2021/22 年度巴西大豆产量大多数均维持丰产预期, 仅有部分机构下调巴西大豆产量预估: 11 月 25 日咨询机构巴西农业资源(AgResource)将 2021/22 年度巴西大豆产量预测值下调到 1.4103 亿吨, 较 9 月预估调低 266 万吨。主要因单产数据调低, 因为降雨过多可能导致单产低于最初预期, 尤其是在中西部地区。12 月中旬咨询公司 AgRural 略微下调巴西大豆产量预估至 1.447 亿吨, 较前期预估下调约 70 万吨, 因南部地区干旱导致单产下降。虽然上述机构下调巴西大豆产量预估, 不过市场基本没有交易, 目前市场仍以巴西大豆丰产交易为主, 后期继续关注市场主要机构对于巴西大豆产量预估情况。阿根廷方面, USDA 从 10 月开始将其产量从前期预估的 5200 万吨下调至 5100 万吨、11 月再度下调至 4950 万吨, 不过仍高于 2020/21 年度产量 4620 万吨。由于目前阿根廷大豆产量同比仍上升及阿根廷大豆在全球大豆产量占比下降(目前阿根廷大豆产量在全球大豆产量占比约 12.9%, 2010 年阿根廷大豆产量占比约 18.6%、2016 年阿根廷大豆产量占比约 15.7%), 市场对于目前阿根廷大豆产量下调 250 万吨的因素并未过多交易。由此, 目前市场对于南美大豆产量仍以丰产预期为主。

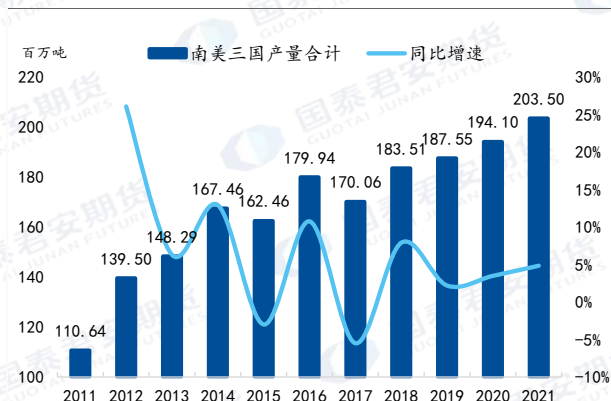
2022 年 1-2 季度，南美大豆仍有天气市可能性。2021 年 12 月中旬，巴西大豆种植基本完成，阿根廷大豆种植过半，虽然目前大豆种植进度均较为顺利，但是后期南美大豆仍要经历关键生长期和收获期，在此期间，市场仍有交易天气的可能性：如果天气不及预期，那么市场可以交易“预期差”，驱动价格阶段性反弹；如果天气异常恶劣，则可能形成上涨驱动。参照以往：1) 2011 年四季度期间，南美大豆同样处于播种进度较快格局，市场对南美大豆也处于丰产预期，但是 2012 年 1-4 月市场交易南美干旱天气，从而豆价快速上涨；随后 2012 年 6-8 月美豆产区遭遇数十年未遇干旱，美豆价格创下历史新高。2) 2016 年 1-4 月上旬阿根廷均维持丰产预期，USDA 不断上调阿根廷大豆产量预估，美豆及连豆粕期价均低位徘徊；但是 4 月中旬-6 月期间，阿根廷因降雨过多带来减产担忧，连豆粕期价涨幅约 50%。虽然每年情况均有差异，往年情况也不会简单重复，但是由于天气仍有不确定性，同时目前多数机构也预判“拉尼娜”天气事件或持续至 2022 年 1 季度左右。此外，天气市的核心逻辑或是“短期难以证伪”，所以若有异常天气现象引起市场担忧、同时短期难以证伪，此时即有可能形成“天气市”，由此我们认为，2022 年 1-2 季度期间南美大豆仍有天气市可能。

图 17：2010-2021 年南美三国大豆种植面积



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：2011-2021 年南美三国大豆产量合计及同比增幅

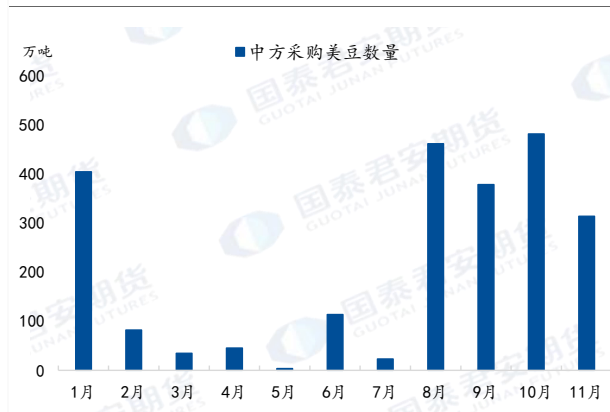


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 需求端：美豆低价激励需求回升

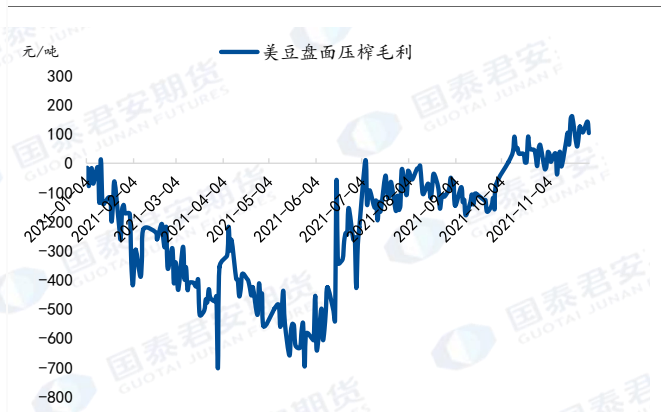
2021 年 3-4 季度美豆低价/榨利回升或激励美豆需求，需求端产生边际利多。2021 年 7-11 月期间，美豆指数期价最低 1191.75 美分/蒲，跌回 2020 年 11 月水平；随着美豆价格走低，美豆盘面榨利逐步走高：2021 年 3 季度美豆负榨利缩窄，4 季度以来美豆盘面榨利转正，中方对美豆采购意愿也有所提高：8 月-11 月中方采购美豆数量明显提升。由此，美豆低价及榨利回升有利于激励美豆采购需求，对于美豆期价具有支撑作用。

图 19：2021 年 1-11 月中方采购美豆数量



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 20：2021 年美豆盘面压榨毛利测算



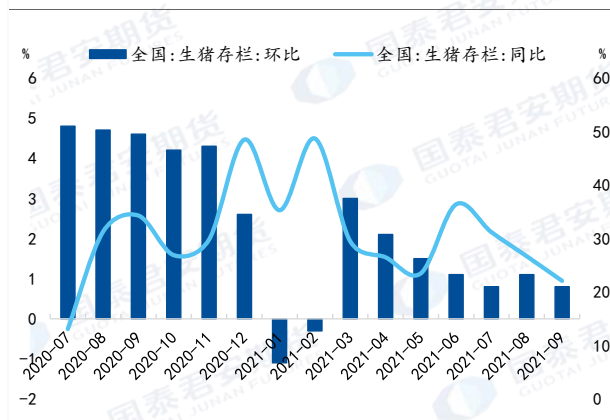
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 豆粕：需求不悲观，稳中或有增

2.2.1 2021 年生猪生产全面恢复，饲料产量同比增加

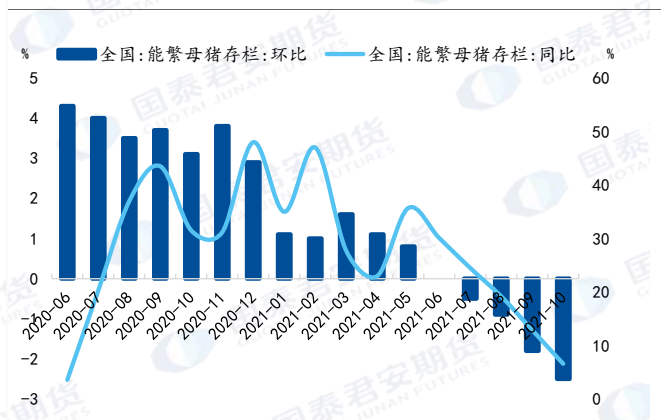
生猪生产全面恢复，但产能拐点已经出现。据国家统计局统计，9 月末全国能繁母猪存栏 4459 万头，同比增幅 16.7%、较二季度末环比降幅约 2.3%；生猪存栏 4.38 亿头，同比增幅 18.2%、较二季度末略降 0.3%，均相当于 2017 年年末水平。从产能端来看，2021 年 7 月以来全国能繁母猪存栏量结束增长势头，环比连续减少，由此本轮生猪产能（能繁母猪存栏）拐点已经于 2021 年 7 月出现。据 10 月 20 日国新办举行的前三季度农业农村经济运行情况新闻发布会介绍，生猪市场供应“中期看仔猪，长期看母猪”。3 月以来，规模猪场每月新生仔猪数均在 3000 万头以上，并持续增长。8-9 月全国能繁母猪存栏量接近正常保有量的 110%，预计 2021 年 4 季度到 2022 年 1 季度上市的肥猪同比还将明显增长，生猪供应相对过剩局面仍将持续一段时间。

图 21：2020-2021 年我国生猪存栏变化



资料来源：同花顺，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：2020-2021 年我国能繁母猪存栏变化

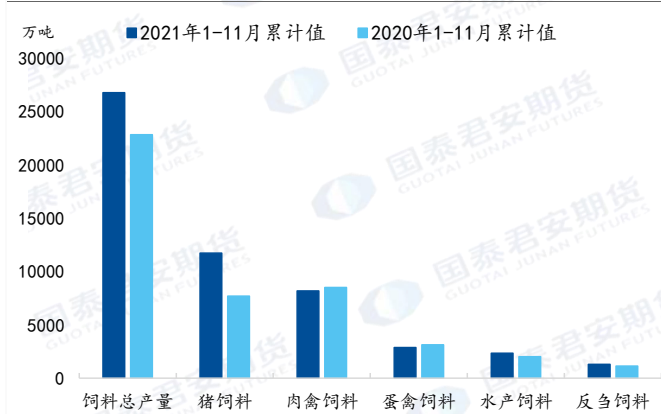


资料来源：同花顺，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年饲料总量需求同比保持增长。据饲料工业协会数据，2021 年 1-11 月，饲料总产量约 2.68 亿吨，同比增幅约 17.3%。猪饲料产量 1.174 亿吨，同比增幅约 52%；蛋禽、肉禽饲料产量分别 2885 万吨和 8195

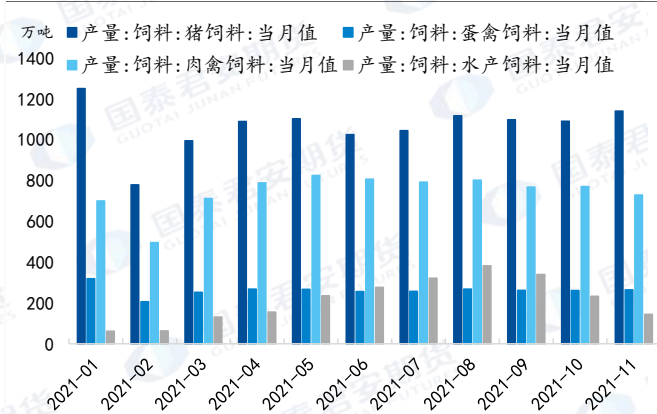
万吨,同比降幅约8%、3.8%;水产、反刍动物饲料产量分别2344万吨和1311万吨,同比增幅约16%和14.3%。据国家统计局数据,2021年1-11月,我国饲料产量累计值约2.885亿吨,同比增幅约10%,处于历史同期最高位。

图 23: 2020-2021 年 1-11 月我国饲料产量累计值



资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 24: 2021 年 1-11 月我国主要饲料月度产量

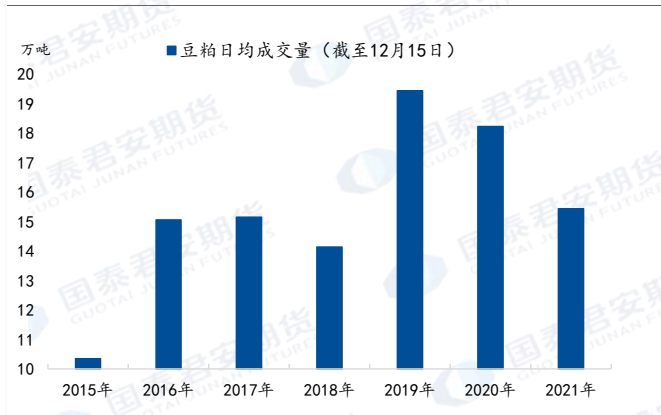


资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

2.2.2 2021 年豆粕现货需求回升、远期需求下降

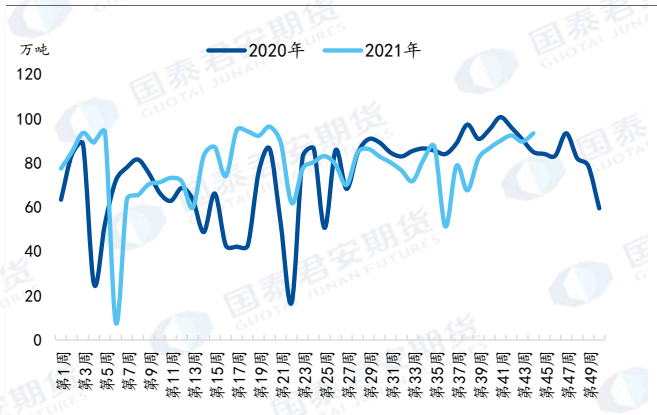
2021 年豆粕现货需求上升、远期需求下降。据第三方资讯(钢联)统计,2021 年 1 月-12 月 15 日,国内豆粕日均成交量(该指标包括现货和远月基差成交)约 15.44 万吨,去年同期豆粕日均成交量约 18.23 万吨(2019 年同期 19.44 万吨,2018 年同期 14.14 万吨,2017 年同期 15.15 万吨,2016 年同期 15.06 万吨,2015 年同期 10.35 万吨);据第三方资讯(汇易网等)统计,2021 年 1-45 周,国内豆粕周度提货量均值约 79.16 万吨,去年同期豆粕周度提货量均值约 74.01 万吨。由此,2021 年豆粕现货需求(提货量)好转,但是远期需求(成交量)有所下降。

图 25: 2015-2021 年国内豆粕日均成交量对比图



资料来源: 钢联, 国泰君安期货产业服务研究所

图 26: 2020-2021 年国内豆粕提货量对比图

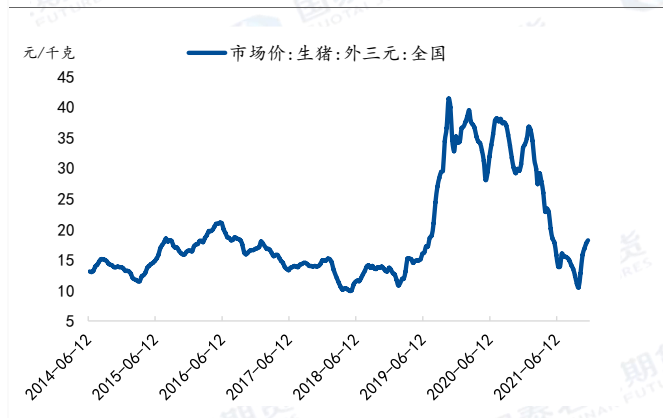


资料来源: 汇易等, 国泰君安期货产业服务研究所

猪价大幅下降及养殖亏损, 影响豆粕远期采购意愿。根据统计,2021 年 1 月-10 月 10 日当周,国内生猪(外三元)价格从 36.8 元/千克跌至 10.5 元/千克,跌幅 71%;养殖利润方面,猪粮比价从年初 13.92 跌

至 4.37（盈亏平衡点 7:1），6 月 4 日-11 月 5 日当周，自繁自养生猪养殖利润连续 23 周亏损。猪价大幅下跌和生猪养殖亏损影响豆粕远期采购意愿。

图 27：生猪（外三元）全国均价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：生猪养殖利润



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.3 2022 年豆粕需求预计小幅增长

1) 自上而下测算：通过上游大豆压榨量及主要机构对豆粕需求预估去测算下游豆粕需求

我们采取自上而下的方法，通过大豆压榨量估算 2020/21 年豆粕饲料需求同比增幅约 2%至 7%左右。对于大豆压榨量数据，我们采用美国农业部（USDA）、中国农业部农产品供需形势分析报告（CASDE）和国家粮油信息中心报告及第三方调研机构作为参考，并相互验证。据 12 月 USDA 报告预估，2020/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）中国大豆压榨量 9300 万吨、中国豆粕产量 7366 万吨、豆粕饲料用量约 7143 万吨、国内消费量 7268 万吨，同比增幅均约 1.6%。据 12 月中国农业农村部《中国农产品供需形势分析（CASDE）》预估，2020/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）中国大豆压榨量 9500 万吨，同比增幅约 4.4%。据 12 月国家粮油信息中心预估，2020/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）中国大豆压榨量 9915 万吨（同比增幅约 7.07%）、豆粕产量 7788 万吨（同比增幅约 7.05%）、豆粕饲料用量 7530 万吨（同比增幅约 7.88%）。据第三方调研数据（钢联），2020 年 10 月 9 日-2021 年 9 月 24 日，国内大豆压榨量约 8992.35 万吨，同比上升约 2.3%（如果按照日历年度统计，2021 年 1 月-12 月 10 日当周，国内大豆压榨量约 8701 万吨，同比增幅约 1.07%）。由此，从大豆压榨量数据来观察，根据 USDA、CASDE、国家粮油信息中心和第三方调研数据可知，2020/21 年（10 月至次年 9 月）国内大豆压榨量同比增幅约 2.3%-7%，豆粕产量同比增幅约 1.6%-7%，豆粕饲料用量同比增幅约 1.6%至 7.88%。

表 1：主要市场机构对 2020/21 年度（2020.10-2021.09）中国大豆压榨量、豆粕产量及饲料用量预估

预估机构	大豆压榨量（万吨）	同比（%）	豆粕产量（万吨）	同比（%）	豆粕饲料用量（万吨）	同比（%）
USDA	9300	1.6	7366	1.6	7134	1.6
CASDE	9500	4.4	na	na	na	na
国粮	9915	7.07	7788	7.05	7530	7.88
钢联	8992.35	2.3	na	na	na	na

资料来源：USDA、CASDE、国家粮油信息中心、钢联，国泰君安期货产业服务研究所

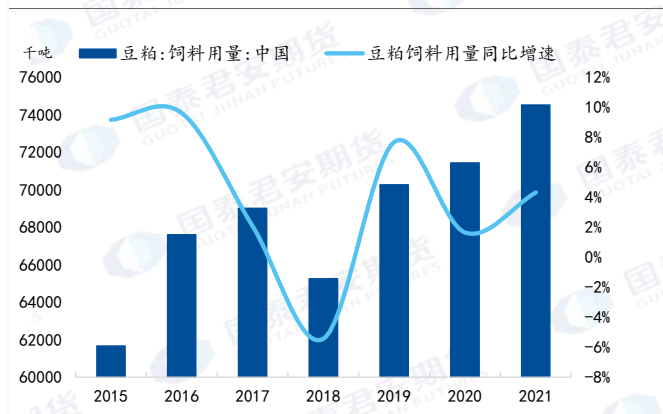
表 2：主要市场机构对 2021/22 年度（2021.10–2022.09）中国大豆压榨量、豆粕产量及饲料用量预估

预估机构	大豆压榨量（万吨）	同比（%）	豆粕产量（万吨）	同比（%）	豆粕饲料用量（万吨）	同比（%）
USDA	9700	4.3	7682	4.3	7451	4.3
CASDE	10047	5.76	na	na	na	na
国粮	10100	1.87	7932.5	1.85	7660	1.73

资料来源：USDA、CASDE、国家粮油信息中心、钢联，国泰君安期货产业服务研究所

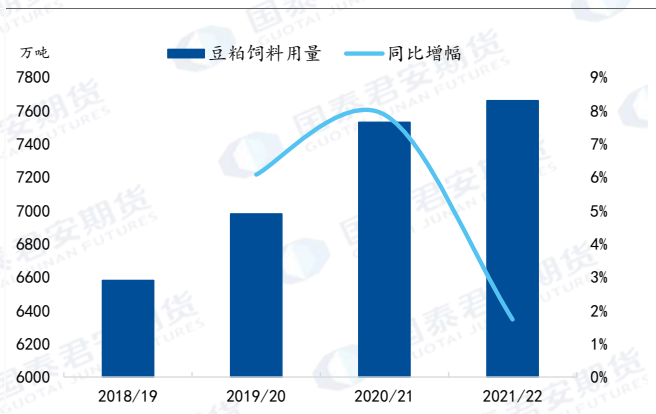
2021/22 年度（2021 年 10 月–2022 年 9 月）豆粕饲料需求同比增幅约 2%–4%左右。据 USDA、CASDE 和国家粮油信息中心报告预估，2021/22 年度大豆压榨量分别 9700 万吨、10047 万吨和 10100 万吨，同比增幅约分别约 4.3%、5.76%和 1.87%；USDA 和国家粮油信息中心分别预估豆粕饲料需求约 7451 万吨和 7660 万吨，同比增幅分别约 4.3%和 1.73%。由此，市场主要机构对于 2021/22 年度豆粕饲料需求预估为同比增幅约 2%–4%左右。

图 29：2015–2021 年我国豆粕饲料用量及同比增速



资料来源：WIND，USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 30：2018–2021 年我国豆粕饲料消费量及增速



资料来源：国家粮食信息中心，国泰君安期货产业服务研究所

2) 自下而上测算：通过下游猪禽肉产量倒推上游豆粕需求

我们预估：2021 年豆粕需求同比增幅 1.8%，2022 年豆粕需求同比增幅 3.2%。我们简单倒推过程如下表所示：根据国家统计局数据，2020 年我国猪肉、禽肉和禽蛋产量分别约 4113 万吨、2361 万吨和 3468 万吨，猪肉和禽肉产肉率分别按照 0.7 和 0.8 预估，那么猪和禽产量分别约 5876 万吨和 2951 万吨；料肉/蛋比（饲料转化率）方面，猪、肉禽和蛋禽分别按照 3、1.7 和 2 预估，我们就可以倒推出猪饲料、肉禽饲料和蛋禽饲料产量分别为 1.7627 亿吨、5017 万吨和 6936 万吨，由此猪禽饲料总产量约 2.958 亿吨。豆粕添加比例方面，猪料、肉禽料和蛋禽料中豆粕添加比例匡算为 0.16、0.21 和 0.21，那么猪料、肉禽料、蛋禽料中豆粕用量分别为 2820 万吨、1054 万吨和 1457 万吨，三者合计约 5330 万吨。

2021 年猪肉、禽肉和禽蛋产量同比变化幅度，我们根据目前统计数据，分别用猪肉同比增加 32.56%（据统计局数据，截至 3 季度，2021 年猪肉产量同比增幅约 38%，我们预估 2021 年猪肉产量恢复至 2017 年水平约 5452 万吨，此时同比增幅约 32.56%）、禽肉同比增加 2%和禽蛋同比降幅 2%左右预估（据统计局数据，2021 年前三季度禽肉产量 1702 万吨，同比增幅约 3.8%；禽蛋产量 2434 万吨，同比降幅约 2.4%），那么 2021 年猪肉、禽肉和禽蛋产量分别预估约 5452 万吨、2408 万吨和 3400 万吨。料肉/蛋比（饲料转化率）方面，猪、肉禽和蛋禽分别按照 2.9（考虑到 2021 年猪价下降，料比略微下调）、1.7 和 2 预估，此时可以倒推出

猪饲料、肉禽饲料和蛋禽饲料产量分别约 2.2587 亿吨、5117 万吨和 6800 万吨，由此猪禽饲料总产量约 3.4504 亿吨。豆粕添加比例方面，猪料、肉禽料和蛋禽料中豆粕添加比例匡算为 0.14、0.19 和 0.19（考虑到豆粕价格上涨及小麦替代玉米带来的间接替代豆粕效应，我们将 2021 年豆粕添加比例下调），那么猪料、肉禽料、蛋禽料中豆粕用量分别为 3162 万吨、972 万吨和 1292 万吨，三者合计约 5426 万吨。由此，2021 年猪禽饲料中豆粕用量同比增幅约 $5426/5330 \approx 1.8\%$ 。

表 3：2020 年和 2021 年猪禽饲料中豆粕饲料消费变化测算

项目	2020				2021 (E)			
	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量
肉类产量	4113	2361	3468		5452	2408	3400	
产肉率	0.7	0.8	1		0.7	0.8	1	
畜禽产量	5876	2951	3468		7789	3010	3400	
料肉/蛋比（饲料转化率）	3	1.7	2		2.9	1.7	2	
饲料产量	17627	5017	6936	29580	22587	5117	6800	34504
豆粕添加比例	0.16	0.21	0.21		0.14	0.19	0.19	
豆粕需求量	2820	1054	1457	5330	3162	972	1292	5426

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

展望 2022 年，我们对于 2022 年猪肉、禽肉和禽蛋产量分别预估约 5300 万吨（由于 2021 年 7 月能繁母猪存栏环比出现下降，预计 2022 年生猪存栏及出栏或有所下降，从而猪肉产量或有所下降）、2450 万吨和 3450 万吨（禽肉和禽蛋产量预估持平或略增）。料肉/蛋比（饲料转化率）方面，猪、肉禽和蛋禽分别按照 2.8（考虑到 2022 年猪价或总体处于低位，料比仍有所下调）、1.7 和 2 预估，此时可以倒推出猪饲料、肉禽饲料和蛋禽饲料产量分别约 2.12 亿吨、5206 万吨和 6900 万吨，由此猪禽饲料总产量约 3.3306 亿吨。豆粕添加比例方面，猪料、肉禽料和蛋禽料中豆粕添加比例匡算为 0.15、0.2 和 0.2（考虑到 2022 年豆粕性价比提升以及小麦替代玉米效应下降，由此我们将 2022 年豆粕添加比例略微上调），那么猪料、肉禽料、蛋禽料中豆粕用量分别为 3180 万吨、1041 万吨和 1380 万吨，三者合计约 5601 万吨。由此，2022 年猪禽饲料中豆粕用量同比增幅约 $5601/5426 \approx 3.2\%$ 。

表 4：2021 年和 2022 年猪禽饲料中豆粕饲料消费变化测算

项目	2021 (E)				2022 (E)			
	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量	猪肉	禽肉	禽蛋	猪禽饲料产量
肉类产量	5452	2408	3400		5300	2450	3450	
产肉率	0.7	0.8	1		0.7	0.8	1	
畜禽产量	7789	3010	3400		7571	3063	3450	
料肉/蛋比（饲料转化率）	2.9	1.7	2		2.8	1.7	2	
饲料产量	22587	5117	6800	34504	21200	5206	6900	33306
豆粕添加比例	0.14	0.19	0.19		0.15	0.2	0.2	
豆粕需求量	3162	972	1292	5426	3180	1041	1380	5601

资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2.4 小结：2022 年豆粕需求或稳中有增

2022 年国内豆粕需求预计同比增幅约 3% 左右。我们通过两种方法（即自上而下通过压榨量去看豆粕需求和自下而上通过猪禽产品产量去倒推豆粕需求）来估算 2022 年豆粕需求变化情况，两种方法基本上能够相互验证：从定性角度来说，2022 年饲料产量可能同比略降，但由于豆粕添加比例可能略微提高，所以豆

粕饲料需求或同比仍小幅增加；从定量的角度来说，我们综合上述两种方法预估的数据区间，我们预估 2022 年豆粕饲料消费同比增幅约 3% 左右。

2.3 豆油：消费趋弱，抛储压力仍在

2.3.1 中国豆油：消费趋弱，抛储压力仍在

● 2021/22 年度豆油消费预估大幅放缓

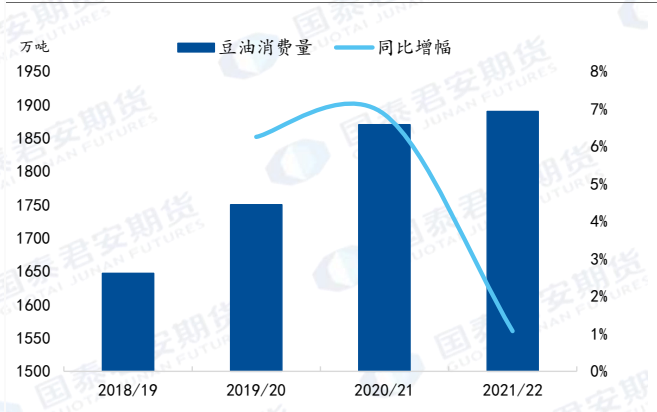
2021/22 年度中国豆油消费大幅放缓。据 USDA 预估，2020/21 年度中国豆油国内消费量预估 1780.5 万吨，同比增幅约 4.17%。据国家粮油信息中心预估，2020/21 年度中国豆油食用消费量 1620 万吨，同比增幅约 8%；工业及其他消费用量 250 万吨，同比持平；两者合计用量 1870 万吨，同比增幅约 6.86%。对于 2021/22 年度，USDA 预估中国豆油国内消费量 1828.2 万吨，同比增幅约 2.7%。国家粮油信息中心预估中国豆油食用消费量和工业及其他消费量分别 1660 万吨和 230 万吨，同比变化分别+2.47%和-8%，两者合计消费量 1890 万吨，同比增幅约 1.07%。由此，2021/22 年度中国豆油消费增速大幅下降。

图 31：2010-2021 年中国豆油国内需求及同比增速



资料来源：WIND，USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 32：2018-2021 年中国豆油消费量及同比增速

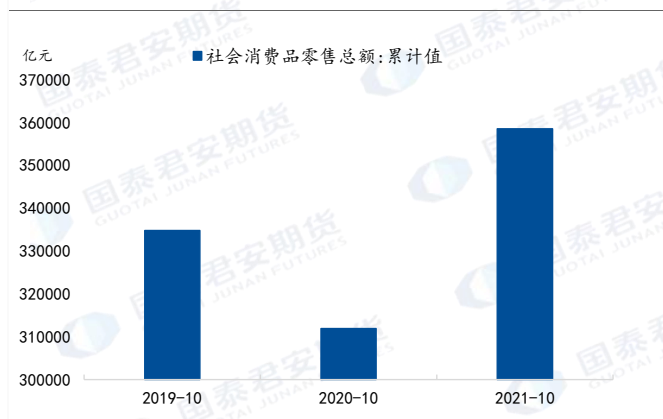


资料来源：国家粮油信息中心，国泰君安期货产业服务研究所

2021 年国内豆油消费疲弱。1) 2021 年 1-10 月餐饮收入较 2019 年同期微增。据国家统计局数据，2021 年 1-10 月社会消费品零售总额 358511 亿元，同比增幅约 14.9%；2019 年 1-10 月社会消费品零售总额 334778.5 亿元，由此 2021 年 1-10 月社会消费品零售总额较 2019 年同期增幅约 7.1%。其中，2021 年 1-10 月餐饮收入 37210.7 亿元，同比增幅约 25.7%；2019 年 1-10 月餐饮收入 36932.3 亿元，由此 2021 年 1-10 月餐饮收入较 2019 年同期增幅约 0.75%。2021 年 1-10 月限额以上企业餐饮收入总额 8536 亿元，同比增幅约 30.4%，较 2019 年同期增幅约 11%。由此，2021 年餐饮消费较 2020 年同比回升，但较疫情前的 2019 年而言，仅仅处于微增格局。2) 2021 年 1-10 月食用植物油产量处于 2012 年以来最低位。据国家统计局数据，从累计值来看，2021 年 1-10 月我国食用植物油产量约 4095.1 万吨，同比降幅约 6.38%，处于 2012 年以来最低位。从月度产量来看，2021 年 4-10 月食用植物油产量处于 2013 年以来同期低位。3) 2021 年豆油成交量处于 2016 年以来最低位。据第三方机构统计，2021 年 1 月 4 日-12 月 15 日，国内豆油日均成交量约 1.77 万吨，2020 年同期 2.08 万吨，2019 年同期 2.14 万吨，2018 年同期 2.36 万吨，2017 年同期 1.96 万吨，2016 年同期 2.03 万吨，即 2021 年 1-12 月豆油成交量日均值处于 2016 年以来同期最低位（2015 年 4 月 9 日-12 月豆油日均成交约 1.81 万吨）。4) 2021 年 4 月以来豆油库存回升、基差下降。据第三方资讯

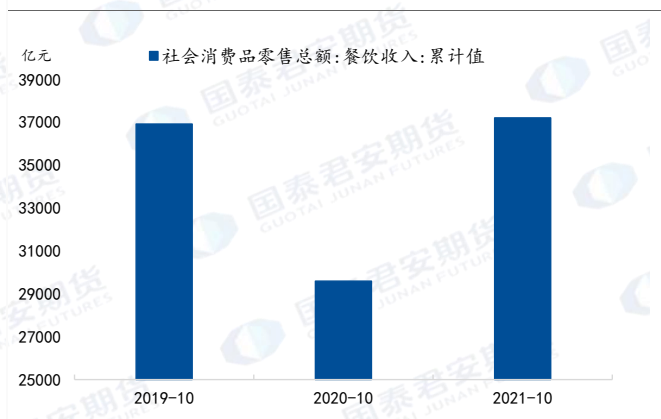
(钢联)统计,2021年4月9日当周,国内主要粮油企业豆油库存约63.02万吨,7月30日当周豆油库存约98.16万吨,在此期间豆油库存增幅约56%;8月-12月期间,豆油库存有所下降:截至12月10日当周,豆油库存82.9万吨,较7月底降幅约15.5%,较4月9日库存增幅约32%,而同比降幅已经缩小至约3%。由此,2021年4月以来国内粮油企业豆油库存总体上处于上升趋势。基差方面,2021年4月12日豆油基差(张家港一级豆油现货价格-期货主力合约收盘价)1344元/吨,8月11日豆油基差190元/吨,较4月12日最高价1344元/吨降幅约86%。截至12月9日,豆油基差742元/吨,虽然较8月低点有所回升,但是较4月12日低点仍下降约45%。8-12月豆油基差有所回升,主要因换月、库存小幅下降、豆油性价比回升及季节性需求回升等。

图 33: 2019-2021 年 1-10 月社会消费品零售总额



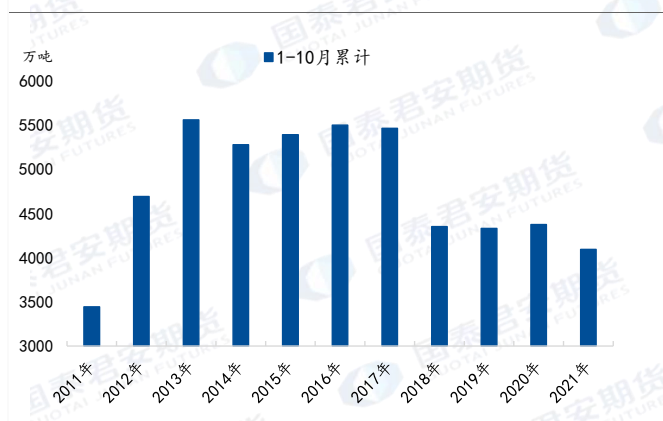
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 34: 2019-2021 年 1-10 月餐饮收入:累计值



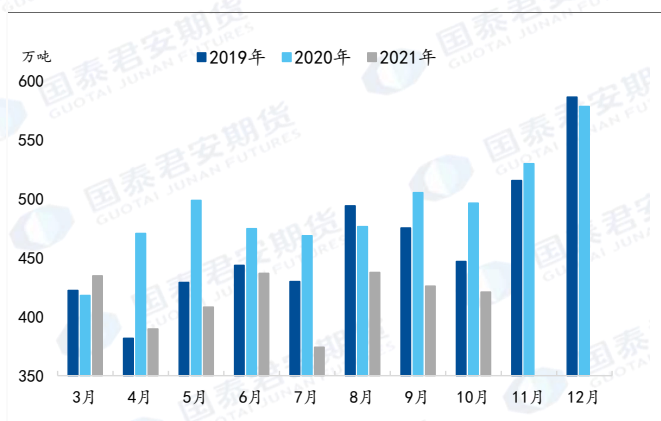
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 35: 2011-2021 年 1-10 月食用植物油累计产量



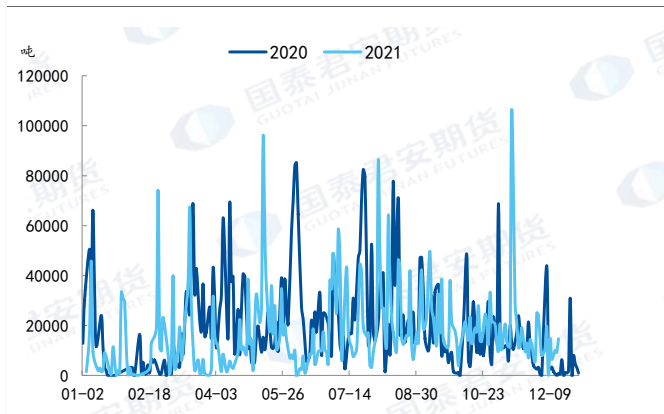
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 36: 2019-2021 年食用植物油月度产量



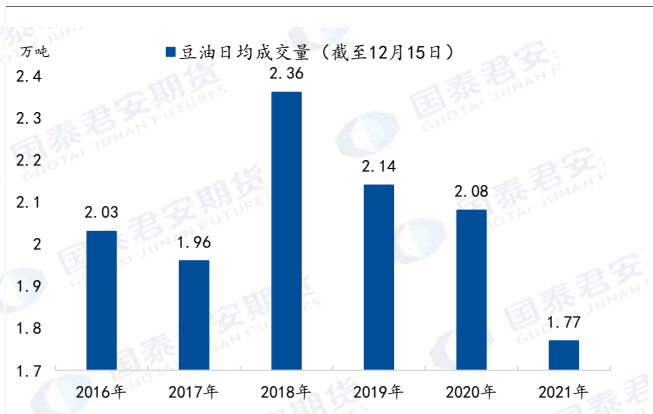
资料来源: WIND, 国泰君安期货产业服务研究所

图 37：2020-2021 年豆油成交对比



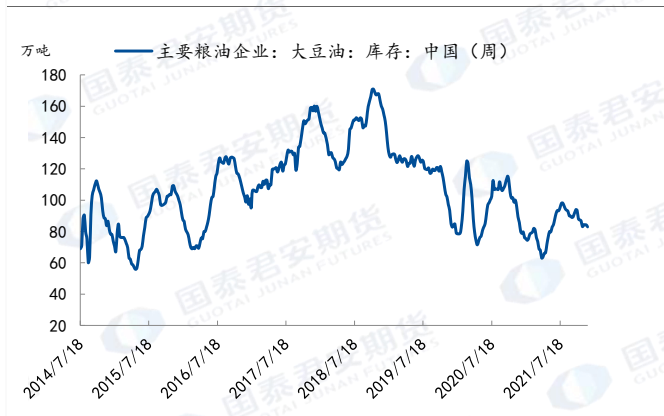
资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图 38：2016-2021 年豆油日均成交量对比（截至 12.15）



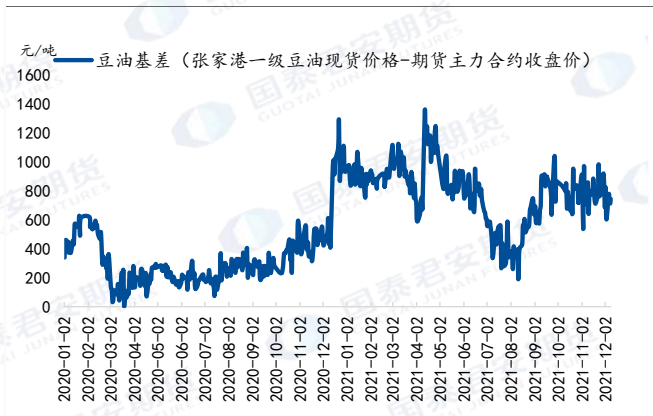
资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图 39：国内豆油库存



资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

图 40：国内豆油基差（张家港）

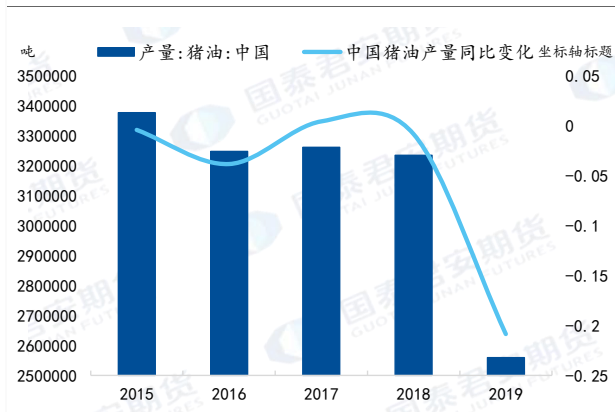


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2022 年豆油消费或仍疲弱。1) 猪油产量全面恢复后，或仍维持较高水平，豆油替代消费或下降。据联合国粮农组织统计，2019 年中国猪油产量约 256 万吨，较 2018 年产量 323.5 万吨减少 67.5 万吨，降幅约 21%。2019 年猪油产量较 2017 年产量 326.17 万吨减少 70.2 万吨，降幅约 21.5%。与此对应，2018 年-2020 年猪肉产量分别约 5404 万吨、4255 万吨和 4113 万吨，同比降幅分别约 0.9%、21.3%和 3.34%，2020 年猪肉产量较 2017 年降幅约 24.6%。如果按照猪肉降幅测算猪油降幅（两者降幅基本同步），那么 2020 年猪油产量下降数量则为 2017 年猪油产量 326 万吨*0.246≈80.2 万吨。由此，2020 年猪油产量较非洲猪瘟疫情前或减少约 80 万吨。2021 年前三季度猪肉产量 3917 万吨，同比增幅约 38%，较 2017 年同期增幅约 5.4%。我们假设 2021 年猪肉产量恢复至 2017 年水平，那么猪油产量或也恢复至 2017 年水平，由此 2021 年猪油产量或增加 80 万吨以上，2022 年猪肉及猪油产量或略有下降，但是预计仍维持高位水平。在猪油产量恢复性增长及稳定背景下，豆油替代猪油消费或将下降。

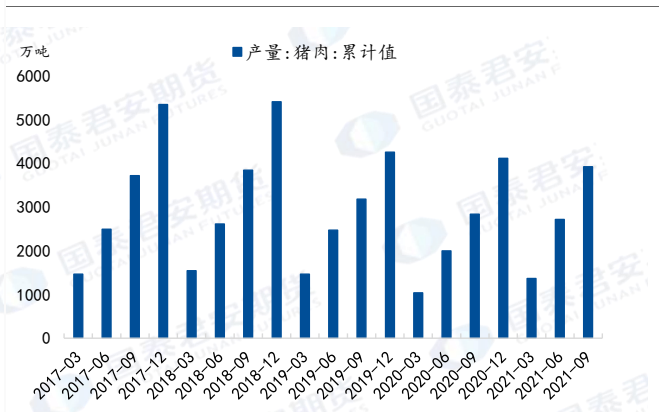
2) 2022 年饲料用油或将下降。根据 2021 年 3 月国家粮油信息中心报告，2020 年饲料用油脂需求量大幅增加，主要由于植物油脂替代动物油脂，小麦替代玉米用于饲料需添加植物油提高能量，市场预计 2020 年植物油饲用量增幅达 100 万吨。由于小麦/玉米比价逐步回归，我们预计 2022 年小麦替代玉米逐步下降直至恢复正常水平，由此豆油饲料用油量或也随之下降，恢复至正常水平。

图 41：2015-2019 年中国猪油产量



资料来源：WIND，联合国粮农组织，国泰君安期货产业服务研究所

图 42：2017-2021 年每季度猪肉产量



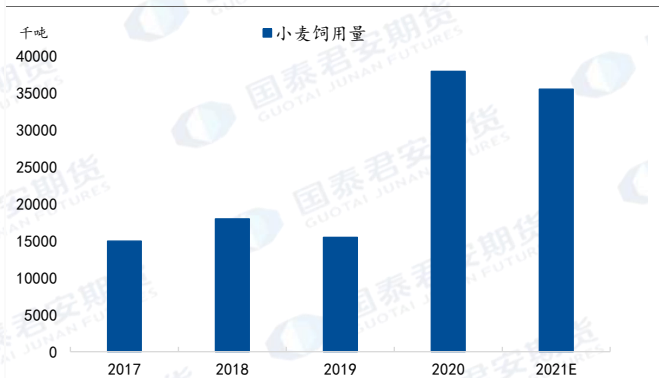
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 43：2010-2021 年小麦玉米比价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 44：2017 年-2021 年小麦饲用量

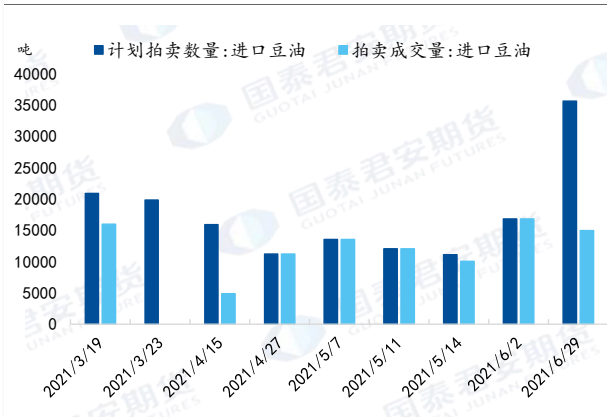


资料来源：国家粮油信息中心，国泰君安期货产业服务研究所

● 2022 年豆油抛储压力仍在

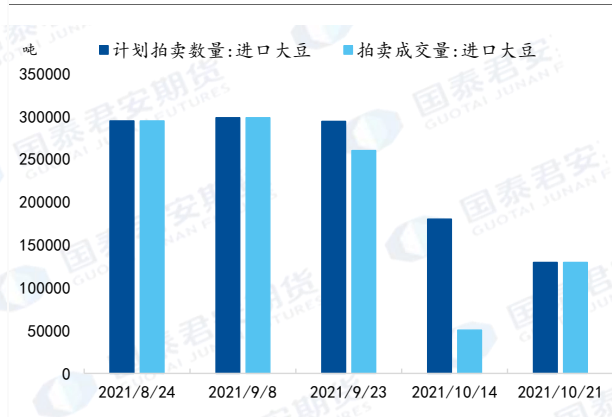
2022 年豆油或仍有抛储压力。2021 年 3 月 19 日-6 月 29 日，进口豆油累计抛储约 15.7 万吨（累计抛储 9 次，每次抛储约 1-1.5 万吨，最高单次抛储数量为 6 月 29 日约 3.56 万吨），实际成交约 9.9475 万吨；菜油方面，2021 年 3 月 18 日-6 月 24 日，抛储菜油累计约 15.6 万吨（抛储 11 次，实际成交较少）。进口大豆抛储方面，2021 年 8 月 24 日-10 月 21 日进口大豆累计抛储约 120 万吨，实际成交约 103 万吨。2021 年进口大豆、豆油抛储及抛储预期对豆油价格形成压制，预计 2022 年豆油、大豆等或仍有抛储需求，这将增加豆油阶段性供应压力。

图 45：2021 年 3-6 月进口豆油拍卖成交情况



资料来源：中储粮网、博朗资讯，国泰君安期货产业服务研究所

图 46：2021 年 8-10 月进口大豆拍卖成交情况



资料来源：博朗资讯，国泰君安期货产业服务研究所

2.3.2 美国豆油：生柴消费边际利多有限

2021 年美国豆油生物柴油利多预期打足。据 12 月 USDA 预估，2021/22 年度美国豆油工业用量 499 万吨（5-7 月预估约 544 万吨，8 月下调 22.7 万吨、9 月下调 22.6 万吨、10-12 月维持 9 月预估不变），同比增幅约 24%，较 2019 年增幅约 27%，这也是 2010 年以来第二次大幅上调美豆油工业用量，2010-2011 年期间美豆油工业用量曾大幅上调。食品用量方面，2021/22 年度美国豆油食品用量 641.8 万吨（5-7 月预估约 607.7 万吨，8 月上调 13.7 万吨、9 月上调 13.6 万吨、12 月上调 6.8 万吨），同比下降约 2.2%，较 2019 年上升约 3.5%。2021 年 3-5 月美豆油价格大幅上涨，因预期美豆油工业用量将会增加；不过 6 月 11 日美豆油价格出现大幅下降，则因市场担忧政策放宽生物燃料掺混要求，8-9 月 USDA 也连续下调美豆油工业用量。我们认为，美国生物柴油政策变化依然来自于价格高企带来的抑制需求逻辑，所以后期美豆油生物柴油题材边际利多衰减。

图 47：2010-2021 年美国豆油食品用量及增幅



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 48：2010-2021 年美国豆油工业用量及增幅

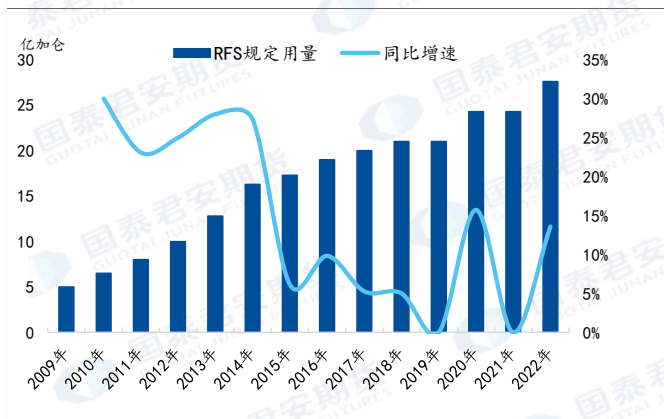


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2022 年美国生物柴油使用量标准靴子落地，或也无边际利多。根据美国《可再生燃料标准》(Renewable Fuel Standard, RFS) 规定，2021 年 12 月 7 日美国环保署设定 2022 年生物柴油使用量为 27.6 亿加仑（约 940 万吨），较 2021 年增幅约 13.5%。美国生物柴油原料主要包括两部分：植物油和动物脂肪(Animal fats)，植物油主要包括芥花油(Canola oil)、玉米油(Corn oil)、棉籽油(Cottonseed oil)、棕榈油(Palm

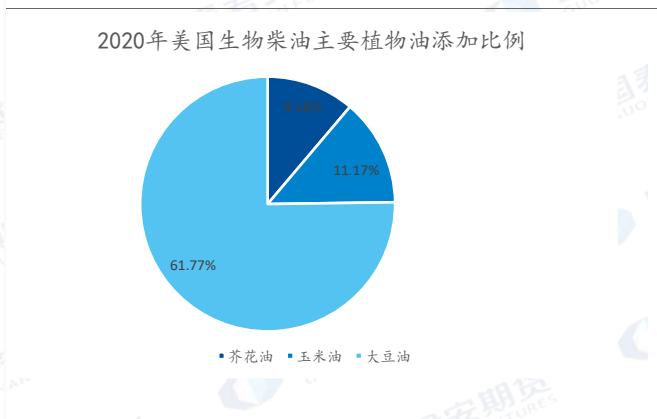
oil)、豆油(Soybean oil)以及其他植物油。其中,棉籽油和棕榈油由于数量较小而未公布具体数值。根据统计,2018年-2020年美国豆油用作生物柴油数量分别为75.42亿磅(约342万吨)、73.18亿磅(约331.94万吨)和83.83亿磅(380.25万吨),2018年-2020年美国生物柴油产量分别约18.57亿加仑(约632.58万吨)、17.245亿加仑(约587.45万吨)和18.07亿加仑(约615.55万吨),由此可以测算出豆油在生物柴油中添加比例分别约54.06%、56.51%和61.77%。根据上述比例区间,2022年美国豆油用作生物柴油约508-581万吨(按照上述的最低比例54.06%和最高比例61.77%预估),虽然仍保持增长趋势,但是由于靴子落地,所以或无边际利多。

图 49: RFS 规定生物柴油用量



资料来源: EPA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 50: 2020 年美国生物柴油主要植物油添加比例



资料来源: EIA, 国泰君安期货产业服务研究所

2.3.3 小结: 2022 年豆油消费趋弱, 抛储带来供应增量

2022 年豆油消费或仍趋弱, 抛储带来供应增量。对于中国豆油消费而言, 餐饮消费主要看疫情及防控情况, 预计豆油餐饮消费持稳或略增; 替代消费方面, 由于猪油产量全面恢复且预计稳定为主, 由此豆油对猪油替代消费或下降; 饲料用油方面, 由于小麦/玉米比价逐步恢复正常, 预计小麦对玉米替代逐步减少至正常水平, 由此豆油饲料用油消费预计下降至正常水平。对于美国豆油消费而言, 虽然工业消费上升、食用消费下降, 但是该利多影响在 2021 年 3-5 月期间或已经充分反应, 8-9 月 USDA 已经下调美国豆油工业用量, 2021 年 12 月美国环保署也已经规定了 2022 年美国生物柴油掺混标准, 所以美国豆油在生物柴油题材方面的利多或已经充分交易, 2022 年美国豆油在生物柴油题材方面或也难有边际利多。此外, 对于中国豆油而言, 2022 年的抛储需求仍在, 亦会增加阶段性供应, 带来供应端增量。

3. 结论和投资展望

3.1 结论观点

本文通过对 2021/22 年度豆类基本面分析, 得到以下结论和观点:

1、美豆/豆粕牛市尚未终结, 涨势仍可期。从供应端来说, 1) 2021/22 年度全球大豆丰产预期或已打足。目前市场对于 2021/22 年度全球大豆维持丰产预期, 即美豆/豆粕期价或已经充分交易全球大豆丰产预期, 从丰产角度看空美豆或连豆粕期价的下方空间或有限; 另一方面, 2022 年 1-2 季度处于南美大豆关键请务必阅读正文之后的免责条款部分

生长期和收获期，南美大豆产区天气存在不确定性，如果出现异常天气交易，那么或将驱动美豆及豆粕价格反弹上涨。**2) 2022 年美豆扩种或有限。**目前 2022 年美豆种植收益不及玉米（美豆 2211/美玉米 2212 期价比价处于低位）、部分市场机构预估 2022 年美豆种植面积小幅上升，由此 2022 年美豆扩种或有限。在此背景下，2022 年 3 季度仍有交易美豆“天气市”可能性。**从需求端而言，1) 美豆需求受到中方采购支撑。**2021 年 3-4 季度美豆低价及榨利回升有利于激励美豆采购需求，对于美豆期价具有支撑作用。**2) 2022 年中国豆粕需求或小幅上升。**虽然 2021 年 3-4 季度能繁母猪存栏环比及生猪存栏环比小幅下降可能会带来 2022 年饲料需求小幅下降，但是由于豆粕性价比回升、小麦替代玉米下降带来豆粕使用量上升等因素驱动，2022 年豆粕在饲料中的添加比例或将上升，从而豆粕饲料需求或小幅上升。由此，在豆粕及美豆需求有支撑的背景下，如果供应端出现“天气市”驱动，那么美豆及豆粕价格仍有上涨空间。

2、豆油牛市盛宴渐行渐远，期价重心或逐步下移。从供应端来说，**1) 豆油受国际大豆市场“天气市”利多影响较小。**如果国际大豆市场交易“天气市”，由于豆油产出率远低于豆粕、豆油具有库存作为缓冲垫及油脂替代品较多等因素，所以“天气市”利多主要在豆粕，而对豆油影响较小，同时还可能形成“粕强油弱”的跷跷板套利机制。**2) 豆油受棕榈油增产周期利空影响更大。**2022 年棕榈油大概率进入增产增库周期（详见《2022 年棕榈油年报》），这对于豆油利空影响更大。**3) 2022 年中国豆油抛储压力仍在。**2021 年进口大豆和豆油已有部分抛储，2022 年进口大豆或豆油抛储预期仍在，抛储将会增加豆油阶段性供应压力。**从需求端而言，1) 美国豆油生物柴油边际利多衰减。**2021 年 3-5 月期间美国豆油价格升至历史高位，主要交易生物柴油题材：2021 年 5 月 USDA 大幅上调 2021/22 年度美国豆油工业用量，但是 8-9 月 USDA 重新下调美国豆油工业用量，2021 年 12 月美国环保署也已经规定了 2022 年美国生物柴油掺混标准，所以美国豆油在生物柴油题材方面的利多或已经充分交易。**2) 2022 年中国豆油消费或仍趋弱。**餐饮消费主要看疫情及防控情况，预计豆油餐饮消费持稳或略增；替代消费方面，由于猪油产量全面恢复且预计稳定为主，由此豆油对猪油替代消费或下降；饲料用油方面，由于小麦/玉米比价逐步恢复正常，预计小麦对玉米替代逐步减少至正常水平，由此豆油饲料用油消费预计下降至正常水平。在豆油供应端具有压力的背景下，豆油需求端难言乐观，豆油期货价格重心或逐步下移。

3.2 投资展望

表 5：2022 年豆类市场投资展望

投资展望		主要逻辑
趋势展望	逢低波段做多豆粕	1) 2021/22 年度全球大豆丰产预期或已打足，从丰产角度做空美豆或连豆粕期价下方空间或有限； 2) 存在天气市可能性；3) 需求不悲观。
	逢高波段做空豆油	
套利展望	逢高做空豆油， 逢低建多豆粕	1) 供应端面临棕榈油增产及豆油抛储压力；2) 大豆市场天气炒作对豆油影响较小；3) 需求或仍趋弱。 豆油面临供应压力渐增、需求偏弱格局；豆粕需求或稳中小增，供应端有天气市可能。 核心在于豆油进入下跌趋势，如果豆油尚未进入下跌趋势，仍处于宽幅震荡阶段，则不建议做空油粕比。 如果豆油进入下跌趋势概率较大，则可考虑趋势做空油粕比。
	阶段性做多豆油， 做空棕榈油	
		核心在于市场开始交易棕榈油的增产周期、棕榈油进入下跌趋势。 如果上述条件具备，可考虑：豆棕价差阶段性反弹做扩。如果上述条件不具备，则不建议做扩两者价差。

资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。