



2022 年 3 月 23 日

美豆/豆粕：高处不胜寒

✍ 吴光静 投资咨询从业资格号：Z0011992 ✉ wuguangjing015010@gtjas.com

报告导读：

美豆和豆粕上方空间及高价持续时间或有限。1) 前期利多驱动的边际效用或逐步递减。本次美豆期价上涨的直接驱动因素：南美大豆产量受损、美豆出口需求好转及俄乌冲突事件，前期市场均有所交易。随着南美大豆关键生长期结束并逐步收获上市、旧作美豆出口销售进入尾声、新作美豆预售进度超前等因素，上述直接驱动带来的边际利多效应或逐步下降。至于俄乌冲突，如果没有重大超预期事件，那么预计边际利多效应或也逐步下降。

2) 后期高价或将激励生产、抑制需求。目前美豆期价处于历史高位，后期或将迎来扩种周期。需求端，高价豆粕或面临猪价下行周期的饲料需求总量不振与结构不利的“弱需求”周期。我们从 2019 年开始看好豆粕牛市周期，核心逻辑在于猪价上行周期带来的豆粕饲料需求的上行周期。2022 年年报中我们指出豆粕牛市尚未结束，基础逻辑依然是：在猪价下降周期可能面临的饲料需求总量不足背景下，豆粕还可以其性价比优势取得饲料需求的结构化优势，即性价比占优的豆粕可以争夺部分其他饲料原料的需求，从而豆粕饲料需求有望稳中小增。但是，目前豆粕价格已至历史高位，豆粕需求逻辑正在进一步缺失，由此本轮豆粕牛市的核心理念也正在发生变化：豆粕需求面临缺失格局。我们不认为，在没有需求支撑的背景下，豆粕牛市还能延续。由此，如无超预期额外重大利多因素出现，预计美豆和豆粕价格上方空间及高价持续时间或有限。

(正文)

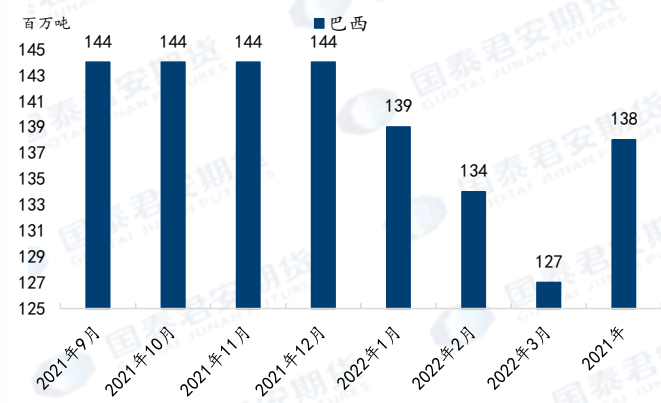
1. 前期豆价上涨主要驱动的边际利多递减

1.1 南美大豆产量受损的边际利多递减

2021/22 年度南美大豆产量受损预期交易较为充分，后期该驱动的边际利多预计递减。1) 本轮南美减产，美豆期价涨幅约 26%。2022 年 3 月 USDA 供需报告再次较大幅度下调南美大豆产量预估：巴西、阿根廷、巴拉圭大豆产量分别为 1.27 亿吨、4350 万吨和 530 万吨，由此截至 3 月 USDA 供需报告，巴西大豆产量经过 3 次下调，累计下调数量 1700 万吨（幅度约 12%）；阿根廷大豆产量经过 5 次下调，累计下调 750 万吨（幅度约 16%）；巴拉圭大豆产量经过 4 次下调，累计下调约 520 万吨（幅度约 50%）；上述南美三国大豆产量合计约 1.758 亿吨，经过六次下调，累计下调 3070 万吨（幅度约 15%）。在此期间，CBOT 大豆指数价格涨幅约 26%（市场对于本次南美大豆天气及产量担忧主要是从 2021 年 12 月中旬开始交易，2022 年 2 月 22 日以后市场开始交易俄乌冲突事件，所以我们对于本轮市场对南美大豆产量交易的观察位于俄乌冲突之前；在此期间，CBOT 大豆指数期价最高点为 2 月 10 日 1593.25 美分/蒲。我们根据 2021 年 12 月 15 日美豆指数收盘价和 2022 年 2 月 10 日美豆指数最高价，计算得出美豆指数价格涨幅约 26%）。由此，前期豆价取得一定涨幅或体现对南美大豆产量减损担忧的交易。2) 本轮美豆期价整体涨幅约 43%。我们对于 2008 年-2020 年期间，美豆和连豆粕期价因主产国减产取得的涨幅、当时的减产情况等做出梳理（详见表 1）可知，多数阶段美豆涨幅 30%-40% 左右，美豆和连豆粕涨幅及时间段不一定完全同步。需要注意的是，该统计中的价格涨幅是指阶段性整体涨幅（即按照当时期价阶段性的最低价格和最高价格计算的，驱动因素包括但不限于减产因素），如果按照该计算方法，截至目前为止，本轮美豆指数期价涨幅达到 43%（最低价为 2021 年 11 月 9 日的 1191.75 美分/蒲，最高价为 2022 年 2 月 24 日的 1698.25 美分/蒲，涨幅约 43%）。

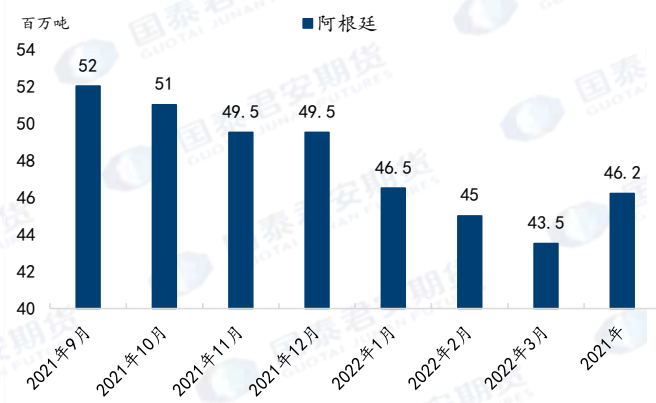
当然，豆价是否充分交易了该逻辑也不能仅仅依据上述豆价的涨幅，豆价涨幅仅是参考之一，不同时期情况不同就可能有不同的结果。另外还有两点因素：1) 南美大豆关键生长期的后期，产区天气有所改善：1 月中下旬阿根廷相关产区曾有“及时雨”、2 月中下旬巴西前期干旱地区及阿根廷的降雨情况均有所好转，这样就存在南美大豆产量改善或者好于预期的可能性；2) 随着时间推移，南美大豆关键生长期逐步结束，巴西大豆收获接近完成（截至 3 月 17 日，巴西大豆收获进度约 69%），其产量前景逐步明朗，市场对于南美大豆产量预估的不确定性将会下降。结合上述几点，我们认为，2021/22 年度南美大豆产量受损预期交易或较为充分，后期该驱动的边际利多预计递减。如果南美大豆产量受损程度好于预期，可能还会带来修正预期的交易，即由“预期差”带来的“利多转利空”的效应。

图 1：USDA 对 2021/22 年度巴西大豆产量预估调整



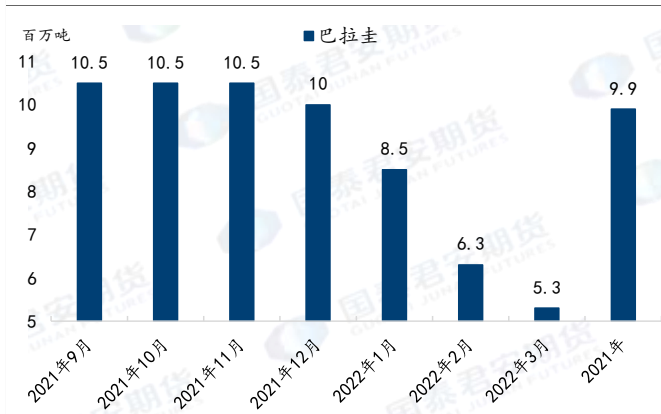
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：USDA 对 2021/22 年度阿根廷大豆产量预估调整



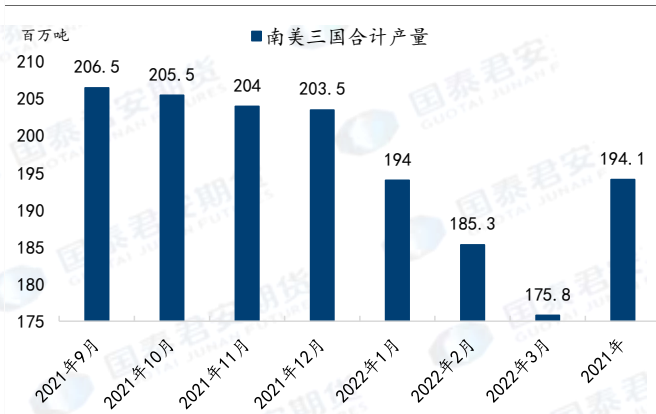
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 3: USDA 对 2021/22 年度巴拉圭大豆产量预估调整



资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 4: USDA 对 2021/22 年度南美三国大豆产量预估调整



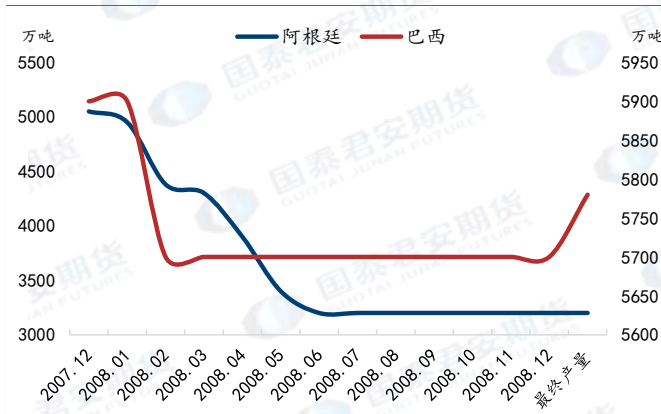
资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

表 1: 2008-2020 年期间美豆和连豆粕因主产国大豆减产驱动的涨幅及相关情况

序号	美豆指数期价 (美分/蒲)				连豆粕指数期价 (元/吨)				直接驱动 (导火索)	减产情况描述
	时间段	最低价	最高价	涨幅	时间段	最低价	最高价	涨幅		
1	2009.03.02-2009.06.11	827	1171.75	41.69%	2009.03.03-2009.06.05	2403	3212	33.67%	阿根廷产区遭遇50年不遇干旱	2008/09年阿根廷同比减产约31%，巴西减产约5.3%
2	2010.07.01-2011.02.09	903.25	1446.75	60.17%	2010.06.06-2011.02.10	2729	3590	31.55%	USDA利多报告&阿根廷产区干燥天气	2010/11年阿根廷同比减产约10%，巴西增产约9%
3	2011.12.14-2012.05.02	1107.75	1450.75	30.96%	2011.11.24-2012.04.09	2742	3416	24.58%	南美产区干旱	2011/12年阿根廷同比减产约18% (USDA最大下调幅度约24%)，巴西减产约12%
4	2012.06.01-2012.09.04	1272.75	1738.75	36.61%	2012.06.04-2012.09.03	3075	4209	36.88%	美豆产区大旱 (数十年不遇)	2012年美豆同比减产约1.7% (USDA最大下调幅度约18%)
5	2016.03.01-2016.06.10	861.25	1187.5	37.88%	2016.03.11-2016.07.01	2291	3517	53.51%	阿根廷大豆收获期遭遇洪涝天气	2015/16年阿根廷同比减产约7.5%，巴西减产约0.8%
6	2018.01.12-2018.03.02	953.25	1076.5	12.93%	2018.01.15-2018.04.09	2718	3396	24.94%	阿根廷遭遇严重干旱&中美贸易摩擦	2017/18年度阿根廷同比减产约31%，巴西增产约6.5%

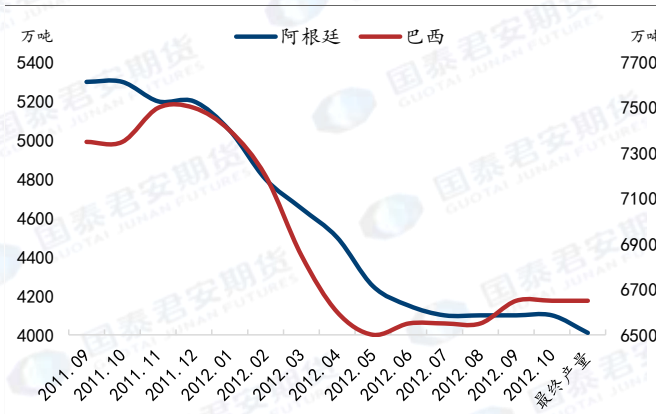
资料来源: 文华财经, 国泰君安期货产业服务研究所

图 5: USDA 对 2008/09 年度巴西和阿根廷大豆产量预估



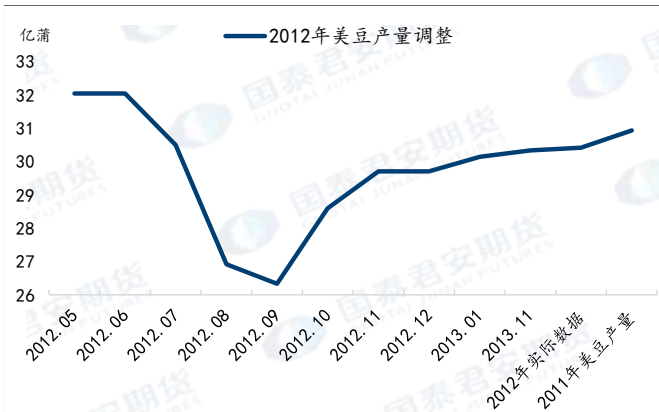
资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 6: USDA 对 2011/12 年度巴西和阿根廷大豆产量预估



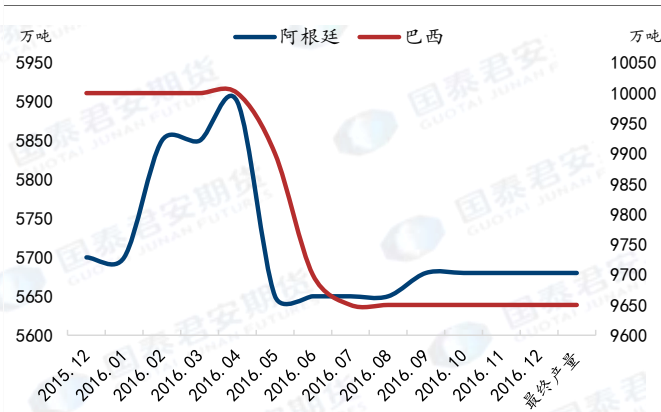
资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 7: USDA 对 2012/13 年度美国大豆产量预估



资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

图 8: USDA 对 2015/16 年度巴西和阿根廷大豆产量预估

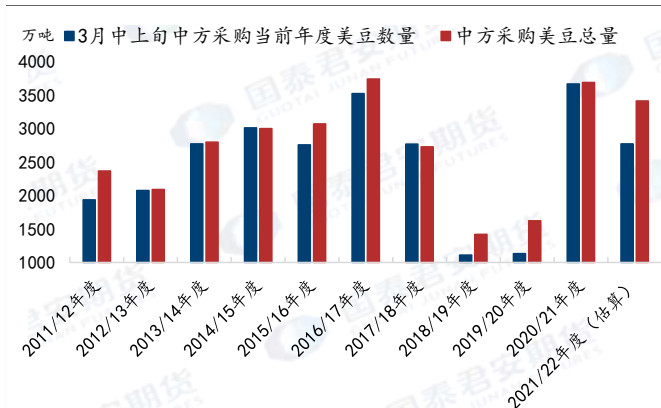


资料来源: USDA, 国泰君安期货产业服务研究所

1.2 美豆出口好转的边际利多递减

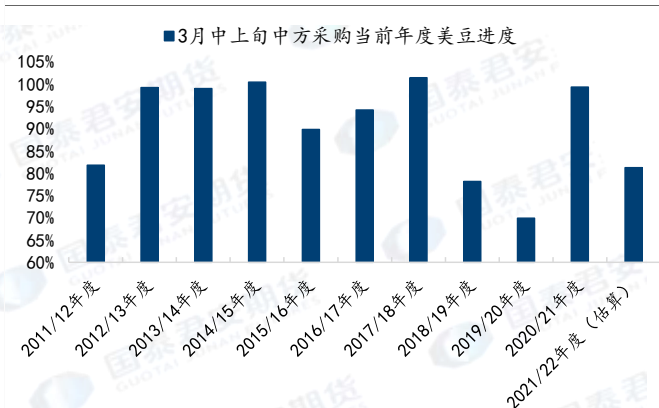
美豆出口好转的边际利多或也逐步递减。1) 截至 2022 年 3 月 10 日当周, 我们估算中方采购 2021/22 年度美豆进度约 80% 左右, 采购进度虽偏慢, 但也逐步进入尾声。我们根据 USDA 出口销售报告, 截至 2022 年 3 月 10 日当周, 中方采购 2021/22 年度美豆累计约 2773 万吨, 去年同期中方采购当前作物年度 (20/21 年度) 美豆约 3668 万吨, 采购进度约 99% (2020/21 年度中方采购美豆累计约 3692 万吨, 该采购数量占美豆出口总量 6152 万吨比例约 60%)。如果 2021/22 年度中方对美豆采购数量按照 60% 比例匡算, 那么预计 2021/22 年度中方采购美豆约 3413 万吨 (用 USDA 预估的 2021/22 年度美豆出口总量 5688 万吨*60%, 则约为 3413 万吨)。由此, 截至 2022 年 3 月 10 日当周, 中方采购 21/22 年度美豆进度约 81% (用目前采购数量 2773 万吨/预计采购美豆数量 3413 万吨)。我们再对比最近十年同期中方采购美豆进度可知, 截至 3 月中上旬, 今年中方采购当前作物年度美豆进度相对偏慢。另一方面, 由于中方对美豆采购进度预计达到 80% 左右, 那么随着时间推进, 后期中方对 2021/22 年度美豆采购逐步进入尾声。2) 截至 3 月 10 日当周, 中方采购新作美豆数量创新高, 采购进度位列前茅。据 USDA 出口销售报告, 截至 2022 年 3 月 10 日当周, 中方采购 2022/23 年度美豆累计约 564 万吨, 处于 2011 年同期以来最大采购数量, 折算成采购进度的话, 截至 3 月中上旬, 中方对新作美豆采购进度也位列前茅 (2021 年和 2022 年的采购进度, 为估算数据, 对 21/22 年度和 22/23 年度中方采购美豆总量进行估算, 2021/22 年度按照美豆出口数量 60% 比例估算, 22/23 年度中方采购美豆数量暂且按照 21/22 年度中方采购美豆数量估算)。3) 3 月 14 日-18 当周, 中方首次周度没有出现采购美豆大额订单。据 USDA 报告, 2022 年 1 月以来, 中方 (包括未知目的地) 密集出现美豆大额采购订单 (单日采购超过 10 万吨), 尤其是 1 月 28 日-3 月 11 日期间, 几乎每天都有美豆大额销售订单报告。随着阶段性密集采购过后, 3 月 14 日-18 当周, 中方 (包括未知目的地) 尚未出现大额美豆采购订单, 3 月 22 日出现 1 笔大额订单。由此, 在前期中方密集采购美豆过后, 不排除阶段性采购进度放缓的可能性, 毕竟中方已经集中且大规模采购美豆。4) 后期中方对美豆采购情况, 或仍要看采购利润。中方对美豆采购逻辑是否持续, 预计最终还是要回归采购利润。我们在前期报告指出, 一般而言, 采购利润对于采购行为具有一定的正反馈: 即当出现采购利润或者采购利润较高的时候, 采购行为会增加。从长期而言, 如果采购利润持续亏损, 那么采购行为将不能长期持续。截至 3 月 22 日 (收稿时止), 美豆盘面采购毛利润 (估算) 仍是负利润。

图 9：截至 3 月中上旬，中方采购当前年度美豆情况



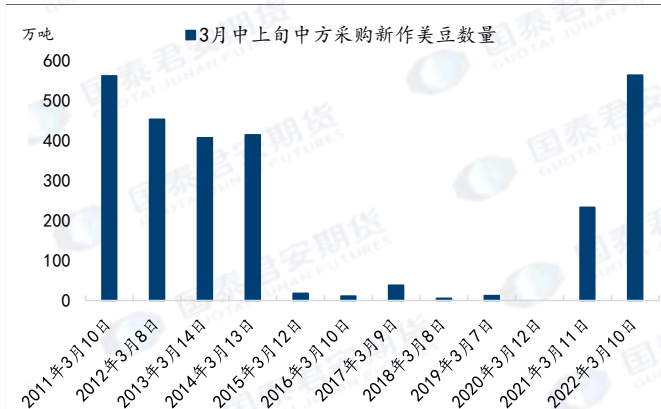
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：截至 3 月中上旬，中方采购当前年度美豆进度



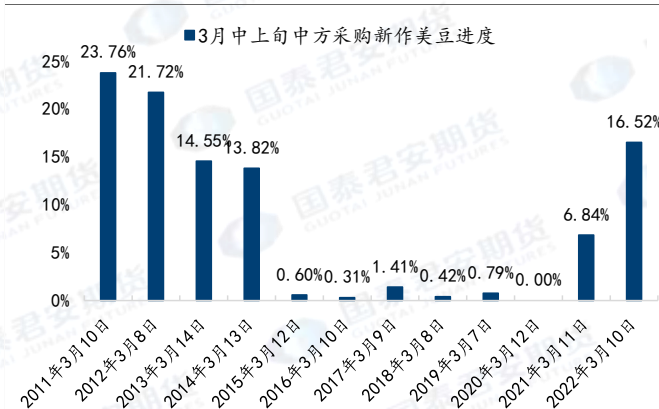
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 11：截至 3 月中上旬，中方采购新作美豆情况



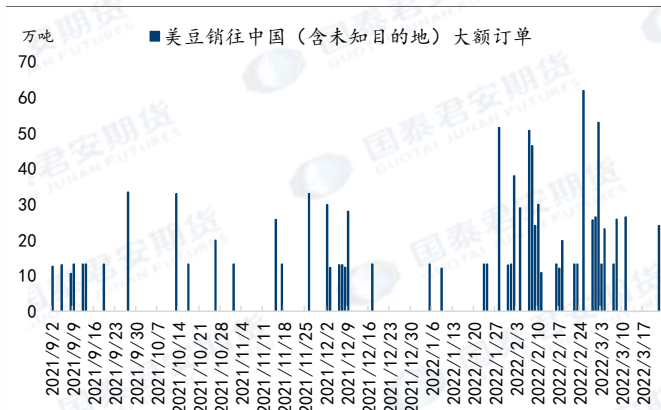
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：截至 3 月中上旬，中方采购新作美豆进度



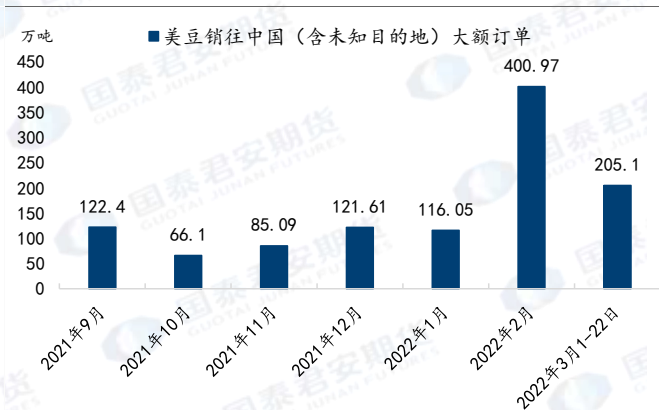
资料来源：USDA，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：美豆销往中国（含未知目的地）大额订单（日度）



资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：美豆销往中国（含未知目的地）大额订单（月度）



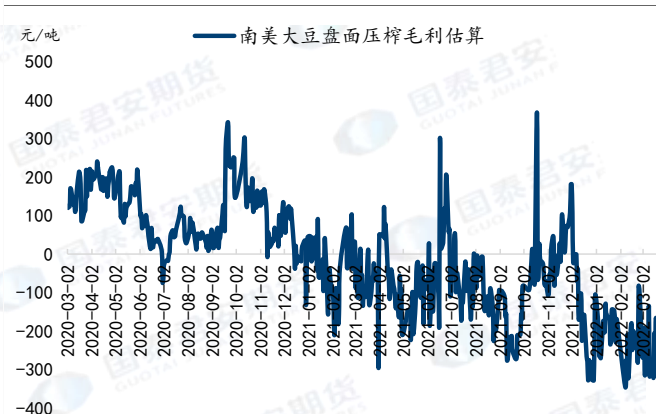
资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 15：美豆盘面压榨毛利估算



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 16：南美大豆盘面压榨毛利估算



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

1.3 俄乌冲突对豆粕影响有限，边际利多效应或也逐步下降

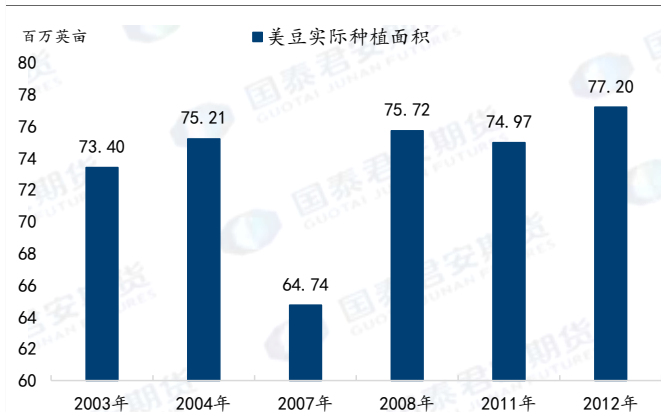
俄乌冲突对豆粕直接影响有限，或有一些间接影响。前期市场已经交易该事件的利多预期，后期若无重大变化带来额外利多冲击，预计该事件的边际利多效应可能也会逐步下降。我们在 2 月 23 日报告《俄乌冲突对豆粕影响几何》中指出：俄乌冲突对豆粕直接影响不大（不直接影响国内豆粕供应链、需求链），或有一些间接影响（参考前述报告，在此不赘）。从相关品种期价表现来看，主要受到影响的品种为：美麦、美玉米、植物油（以棕榈油为代表）、原油等，相关品种期价在俄乌冲突升级及引发的担忧加剧时，期价快速且大幅上涨；在冲突出现缓和迹象时（如 3 月 16 日市场消息称，乌克兰和俄罗斯起草中立计划以结束冲突），美麦等期价则快速下跌，回吐前期涨幅。3 月 18 日晚间，中美元首视频通话，两国元首认为，此次视频通话是建设性的，责成两国工作团队及时跟进，采取实际行动，争取中美关系重返稳定发展的轨道，为妥善解决乌克兰危机作出各自的努力。目前，市场或仍在等待俄乌冲突事件进一步的明确信号，相关品种期价暂时以高位震荡为主。该事件确实是有不确定性存在，我们只能说在目前情况下，如果该事件没有进一步严重升级造成担忧情绪加剧，而相关品种期价在前期已经有较为充分的交易，预计后期该事件对相关品种期价的利多冲击或逐步递减，除非后期该事件出现重大变化，给市场带来更大程度的利多情绪冲击，相关品种期价重新交易超预期利多事件或情绪，其价格或再度攀升。

2. 高价将激励生产、抑制需求，利空影响或逐步显现

2.1 高价激励生产：2022 年美豆扩种在望

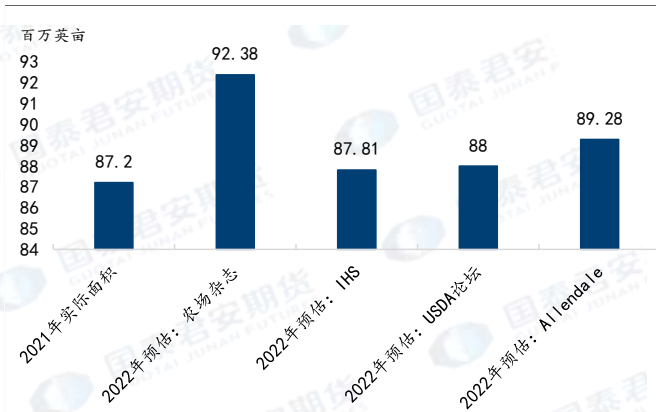
目前美豆期价处于历史高位，或激励 2022 年美国大豆种植。2022 年 2 月 24 日美豆指数期价最高 1698.25 美分/蒲，接近 2012 年最高价 1738.75 美分/蒲，处于历史第二高位。2000 年以来，美豆期价分别在 2004 年、2008 年和 2012 年创下当时的历史最高点，与此对应，2004 年、2008 年和 2012 年美豆种植面积同比增幅分别约 2.5%、17%和 3%，上述美豆期价历史高位时期的美豆种植面积均实现了扩种。由此，在今年美豆历史高价激励下，2022 年美豆有望扩种。从目前市场机构预估来看，多数机构预估 2022 年美豆种植面积小幅增加（同比增幅 0.7%-2.4%），仅 1 家机构预估美豆种植面积增幅较大（约 6%左右增幅），预计市场主要交易 3 月底和 6 月底 USDA 官方种植面积预估报告。

图 17：美豆期价峰值时期的种植面积情况



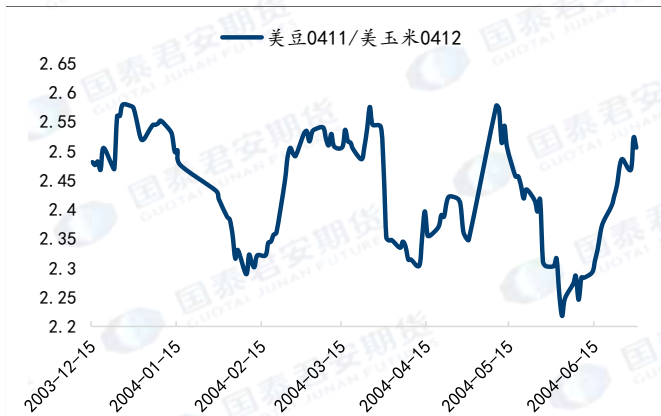
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 18：2021 年美豆面积及市场对 2022 年美豆面积预估



资料来源：WIND，公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图 19：2003 年 12 月中旬-2004 年 6 月底美豆/美玉米比价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：2007 年 12 月中旬-2008 年 6 月底美豆/美玉米比价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 21：2011 年 12 月中旬-2012 年 3 月中旬美豆/美玉米



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：2012 年 3 月中旬-6 月底美豆/美玉米比价



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 高价豆粕，需求堪忧

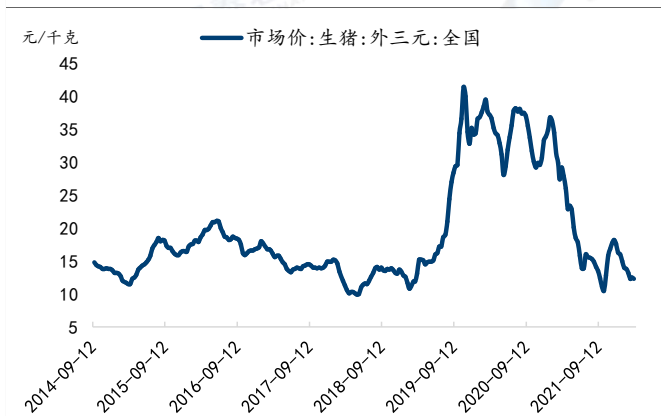
高价豆粕或面临猪价下行周期的饲料需求总量不振与结构不利的“弱需求”周期。1) 猪价下行周期及生猪养殖效益持续下滑，猪周期的产能及产量去化过程，不利于饲料需求总量。猪价方面，根据统计，截至 2022 年 3 月 10 日，全国外三元生猪价格 12.3 元/千克，仍处于历史低位区间，低猪价也已经持续较长时间。养殖利润方请务必阅读正文之后的免责条款部分

面，截至 2022 年 3 月 18 日，自繁自养生猪养殖利润约-547 元/头，外购仔猪养殖利润约-258 元/头，由此自繁自养生猪养殖利润从 2021 年 6 月进入亏损开始，养殖亏损已经持续较长时间（2021 年 11-12 月上旬，养殖利润短暂回归盈利区间），长时间及较大幅度的养殖亏损或仍将驱动产能去化过程。**产能方面**，我国能繁母猪存栏量从 2021 年 7 月开始逐步下降：截至 2022 年 1 月，我国能繁母猪存栏 4290 万吨，降至 2021 年 3 月以来最低水平，较 2021 年 6 月降幅约 6%。伴随着猪周期中的产能去化过程，后期生猪存栏量可能也会逐步下降，这对饲料需求总量具有不利影响。

2) 近期饲料产量同比增幅大幅放缓。据饲料工业协会统计，2022 年 1-2 月工业饲料累计产量约 4384 万吨，同比增幅约 3.5%；其中猪饲料累计 2126 万吨，同比增幅约 2.9%，两者增幅均大幅放缓。

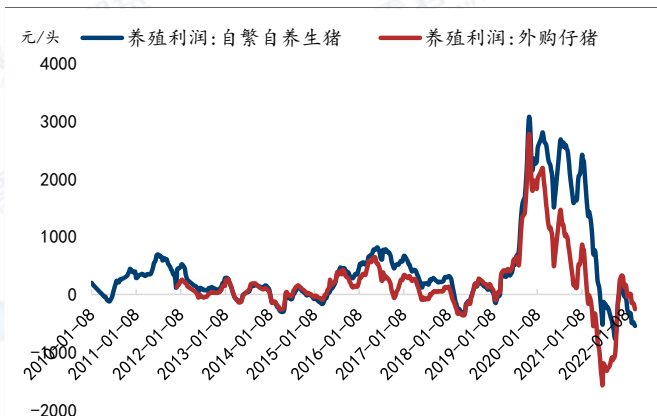
3) 高价豆粕引发下游抗价、调整配方、替代现象等，不利于豆粕饲料结构化需求。豆粕成交方面，据第三方资讯（钢联）统计，2022 年 1 月-3 月 18 日国内豆粕日度成交量均值约 12.14 万吨，处于 2016 年同期以来低位区间。由此，从成交量指标来看豆粕需求，当前豆粕需求降至历史同期低位。**豆粕用量及替代方面**，根据饲料工业协会的不完全统计数据，1-2 月全国样本企业配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量 14.7%，同比提升 0.5%；其中山东省样本饲料企业配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量 12.59%，同比下降 0.4%。根据 3 月初第三方资讯（汇易），下游对高价豆粕现货接受意愿偏低，基本以执行合同为主，部分企业豆粕配方比例显著下调。根据 3 月期间第三方资讯（博朗）市场调研情况来看，下游对豆粕采购基本上处于“被动接受、消极采购、杂粕等替他原料替代”格局；此外，从我们部分了解的市场情况看，豆粕价格走高后，替代现象较为普遍。由此，豆粕价格高企，使得其原有的性价比优势缺失，进一步弱化其需求。

图 23：全国外三元生猪价格



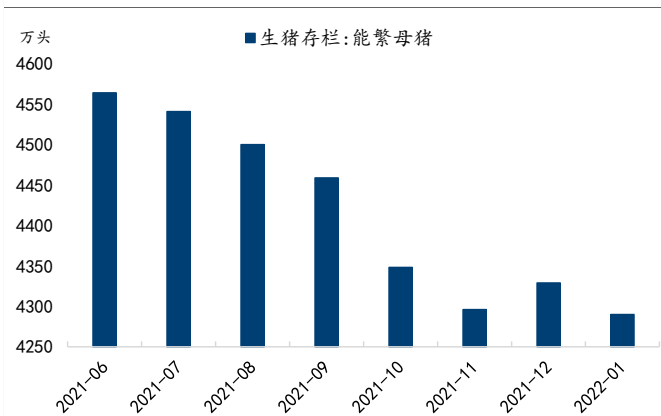
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 24：生猪养殖利润



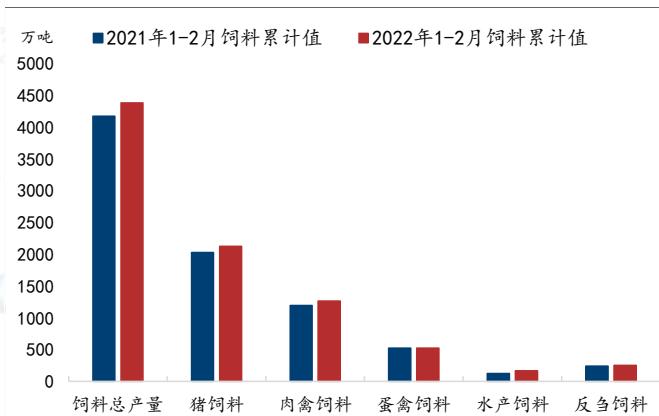
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 25：我国能繁母猪存栏量



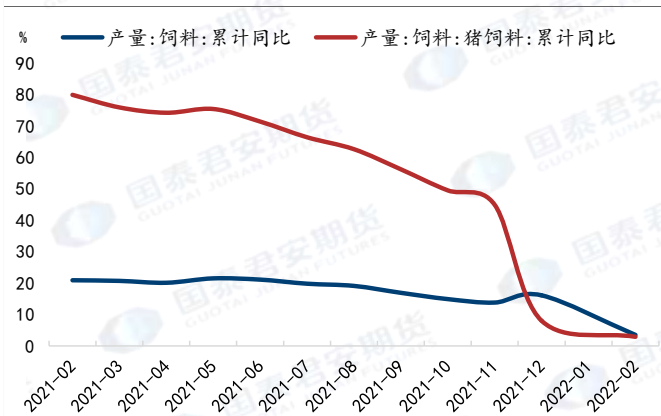
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 26：2021-22 年 1-2 月我国部分企业工业饲料产量对比



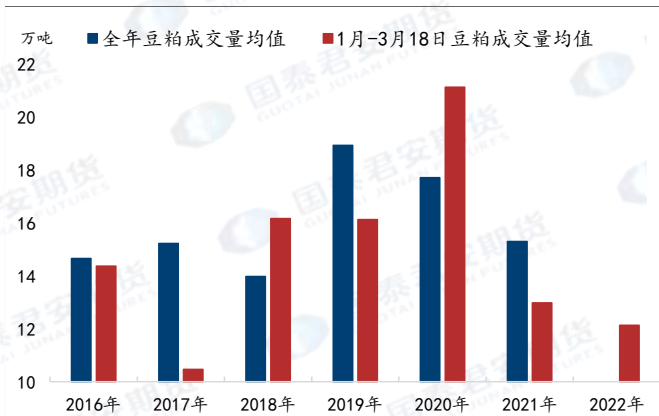
资料来源：WIND，饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 27：我国部分工业饲料及猪饲料产量同比变化情况



资料来源：WIND，饲料工业协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：2016-2022 年 1 月-3 月中旬豆粕成交量均值对比



资料来源：钢联，国泰君安期货产业服务研究所

3. 结论

美豆和豆粕上方空间及高价持续时间或有限。1) 前期利多驱动的边际效用或逐步递减。本次美豆期价上涨的直接驱动因素：南美大豆产量受损、美豆出口需求好转及俄乌冲突事件，前期市场均有所交易。随着南美大豆关键生长期结束并逐步收获上市、旧作美豆出口销售进入尾声、新作美豆预售进度超前等情况，上述直接驱动带来的边际利多效应或逐步下降。至于俄乌冲突，如果没有重大超预期事件，那么预计边际利多效应或也逐步下降。

2) 后期高价或将激励生产、抑制需求。目前美豆期价处于历史高位，后期或将迎来扩种周期。需求端，高价豆粕或面临猪价下行周期的饲料需求总量不振与结构不利的“弱需求”周期。我们从 2019 年开始看好豆粕牛市周期，核心逻辑在于猪价上行周期带来的豆粕饲料需求的上行周期。2022 年年报中我们指出豆粕牛市尚未结束，基础逻辑依然是：在猪价下降周期可能面临的饲料需求总量不足背景下，豆粕还可以其性价比优势取得饲料需求的结构化优势，即性价比占优的豆粕可以争夺部分其他饲料原料的需求，从而豆粕饲料需求有望稳中小增。但是，目前豆粕价格已至历史高位，豆粕需求逻辑正在进一步缺失，由此本轮豆粕牛市的核心理由也正在发生变化：豆粕需求面临缺失格局。我们不认为，在没有需求支撑的背景下，豆粕牛市还能延续。由此，如无超预期额外重大利多因素出现，预计美豆和豆粕价格上方空间及高价持续时间或有限。

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。

版权声明

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。