

# 新湖农产 2022 年豆类年报： 把握安全边际， 仅此而已

## 第一部分 2021 年行情回顾

2021 年我们的豆类年报的题目是“后疫情时代叠加库存低迷， 粕类可期”。对于一个品种做出年度级别的判断， 难度的确很大。我们一直在说国内蛋白粕-豆粕、菜粕的锚定物在美豆上， 从美豆的角度来说， 美豆在 2021 年前半程的表现的确不错， 2021 年 5 月份美豆最高达到 1667.5 美分/蒲式耳， 离史上 2012 年 9 月 1789 美分/蒲式耳的最高点仅差一步之遥， 但随后美豆开始了下跌之旅， 目前在 1200 位置暂获支撑。

连粕 2021 年的趋势性很差， 大豆压榨厂保榨利仍然是以挺油为主， 因为全球油脂市场的氛围一直很好。实际上 2021 年前三季度连粕是宽幅震荡的走势， 而且震荡区间越来越窄， 年初价格恰好位于震荡区间的中枢位置， 而十一国庆节前豆粕指数价格也大致处于这一位置。前三季度的连粕的这种震荡区间越来越收窄的走势， 从历史经验来看， 往往酝酿着一波大行情， 但是到底接下来是上涨还是下跌， 需要结合当时的基本面、及市场情绪进行判断。十一国庆节后市场给出了答案， 连粕大跳水寻底。

具体来看：

2020 年 12 月下半月-2021 年 1 月上半月是连粕年初的一波高光时刻， 这段时间美豆也是一波流畅的上行趋势， 当时在美豆库存极低背景下， 南美天气的任何风吹草动都会造成市场巨大的波动。另外中国再度入场采购美豆也提振了市场。美豆的成本传导效应推动连粕强劲反弹。另外 1 月美农报告为市场又添了一把火， 当时美豆库销比连续第五个月下调， 2020/21 年度库销比调整为 3.07%， 对应美豆价格的理论运行重心上移至

(1500, 1600)， 但实际上美豆沉寂了 3 个月， 之后才从 1400 附近跃升至 1500-1600 的区间。从细分项来看， 1 月定产报告将美豆单产向下修正至 50.7 蒲式耳/英亩， 对于压榨量、出口量向上调整的幅度仍趋谨慎， 但可以理解， 因为 400 万吨左右的结转库存实在是太低了， 过度调整就会造成库存的负值。另外还有一点我们值得关注的是， 以往“打酱油”的调整项进口和留存残差项在 1 月报告中进行了调整， 代表供应的进口量上调， 代表消费的留存残差项下调， 这种调整的目的不言而喻， 我们认为就是为了不使库存数据过于难看， 也从另一个角度印证了当前美豆的供需形势的确是非常紧张。此外阿根廷大豆产量继续下调 200 万吨至 4800 万吨。同时全国主要区域东北、华北、华东、华南油厂豆粕现货报价集体上调， 步调基本一致， 上调幅度为 200-300 元/吨， 这种上调并非是

供需形势发生了急速而显著的变化，周度压榨量虽有所下调，但成交恢复程度有限，部分地区油厂仍处于胀库的局面。在这种情况下上调报价一方面体现了各地区油厂的控盘实力，另一方面更重要的是体现出对当前北方地区疫情形势的担忧，欠发达地区石家庄周边农村以及黑龙江绥化地区爆发较大规模聚集性疫情，可能导致整个北方地区疫情防控举措的整体升级，从而可能出现去年武汉疫情初期饲料厂、养殖场原料运不进来的情况。但我们现在已经积累了足够的疫情防控经验，年初基差就暴涨的情况往年没有出现过，需要谨慎对待。后来基差果然出现一波暴跌。

对于我们的启示是年终岁尾，在豆粕价格相对偏低的时候不要去过分看跌，尤其是新冠疫情没有被消灭，仍不时涌现的时候，不期而遇的疫情会打乱下游补货的节奏。即便是遇上疫情导致的物流中断、运费大涨，下游企业仅保持春节期间的合理库存即可，没必要大量布局远期基差头寸豪赌，因为春节过后大概率仍有一个低点。

1月13日连粕创出高点后的两个月，连粕维持震荡回落的趋势，春节过后连粕出现了一波向上的假突破，但好景不长，有关生猪疫苗的炒作对现货猪价没啥影响，但是对于粕类需求面却产生了不小的冲击，在需求真空期的作用下，连粕大跌，这段时间美豆没有太大的波动，连粕的反映确实让人出乎意料。

对于我们的启示是：一直以来，我们都认为美豆是连豆粕的锚定物，这个观点到现在都没有变过，但是连粕与美豆走势出现阶段性背离的情况近些年来出现的频率越来越高，一方面是跟油脂近两年的牛市行情有关，在美豆逐渐抬升的时候，连粕成为被压制的一方。另一方面不得不承认这两年蛋白粕的需求不是很给力，虽然生猪存栏是增加的，但是多小麦少玉米的养殖配方使得豆粕也不需要那么多。未来当油脂由牛市转为熊市之后，连粕与美豆走势的关联度可能会逐渐恢复。

3月上旬-5月上旬，这是连粕年内第二波相对比较凌厉的涨势，这一波是连粕的超跌反弹叠加美豆4月中旬以来持续一个月的拉涨行情，这段行情很多人的印象比较深，上涨的原因市场普遍认为这可能是一波所谓的美豆逼仓行情，一些买家到期未点价的合约在到期前集中点价。但是如果从纯基本面的角度来考虑的话，全球油脂供给紧张的状况叠加美豆油的生柴炒作题材仍然在延续，使得外盘油脂一骑绝尘，并带动最重要的油籽作物-大豆的上涨。也就是说这一轮美豆的上涨并非是炒天气，当时是播种初期，且播种进度正常。美农5月报告符合预期，基本没有预期差，报告后利多出尽，而且很重要的一点是美豆此前几乎是毫无阻滞的突破了1600美分/蒲式耳的高位，而投机基金在大

豆期货及期权市场持有庞大的净多单规模，豆价攀升至 1600 美分/蒲式耳上方后，盘面容易受到多头获利平仓抛售的打压。5 月底美豆曾再次尝试上攻 1600，以失败收场，此后美豆一直延续阴跌局面，直至 1200 附近。

对于我们的启示是：美豆的暴涨不一定源于自身基本面（大豆供需关系）的异动，不要以为只有炒天气，美豆才可能突破 1600，实际上转基因大豆种子的抗旱能力原来越强，炒干旱其实是越来越难，但炒洪涝还是有机会的。比如美豆的上涨可能是受到油脂牛市的带动。而且如果逼仓说法成立的话，那么美豆的涨幅甚至跟自身基本面的关联就很小了。

5 月中旬-国庆节前，这段时间连粕的行情走势没有太多亮点，行情涨涨跌跌，逐渐恢复平淡。

国庆节是连粕本年度的重要转折时间点，连粕由勉力震荡维持直接打入无尽深渊。国庆节期间首先是季度库存报告数据高于预期，原因竟然是旧作的单产上调了，季度库存报告对于市场造成的恐慌情绪进一步蔓延至 13 号凌晨公布的 10 月供需报告，因为既然旧作的单产上调了，那么自然对之前市场所理解的美农的大豆单产统计体系造成了巨大的打击，市场会认为新作单产可能也会“无厘头”地上调，事实正是如此，美豆新作单产从 50.6 蒲式耳/英亩直接上调至 51.5 蒲式耳/英亩，此前市场的平均预期是 51.1 蒲式耳/英亩。历史上 2016 年美豆生长全程 70% 以上的优良率造就了纪录单产 52 蒲式耳/英亩，而 2021 年美豆生长优良率高开低走，关键生长期的优良率一直在 60% 下方。单产上调是否还有其他原因，未来仍有待观察。供需报告中美豆旧作库存数据采用的是季度库存报告中的数据，新作供需数据除了上调单产以外，进口量下调 1000 万蒲至 1500 万蒲式耳，同时压榨量从上月的 21.8 亿蒲式耳上调 1000 万蒲式耳至 21.9 亿蒲式耳，21/22 年度美豆期末库存从上个月的 1.85 亿蒲式耳上调至 3.2 亿蒲式耳。调整过后，美豆 20/21 年度、21/22 年度库销比分别调升至 5.68% 和 7.27%，摆脱了 5% 以下的低位区间。这也意味着美豆的供需形势从偏紧转为中性。理论上美豆可能进一步下行至 1000-1200 的区间内。但是在连续两次报告的利空释放之后，美豆的跌势可能趋缓，况且中方会逢低入场采购美豆支撑盘面。

对我们的启示是：USDA 公布的全球农产品供需数据是所有参与农产品交易主体的重要数据来源，USDA 对于数据的调整虽然有规律，但也经常“不守常规”，比如这次，不按套路出牌，“无厘头”地上调旧作、新作的单产。但节后连粕的大跌不光是因为美

豆，中秋国庆双节过后，豆粕再度难觅需求的抓手。不过在美豆阶段性筑底之后，连粕也进入到阶段性的底部区间。

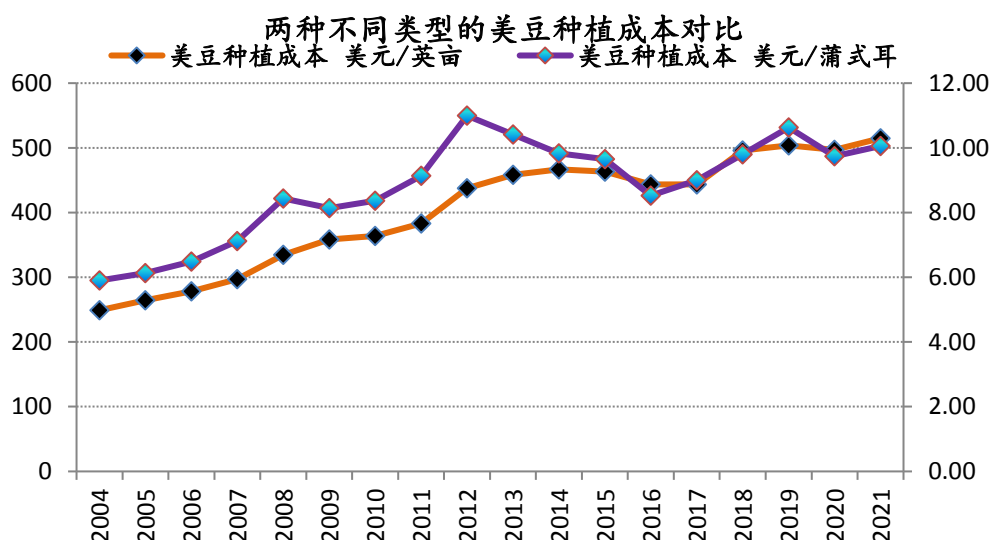
我们对从 2004 年开始的美豆 1 月合约 11、12 月低点与种植成本进行了统计对比，美国农业部对于每英亩的种植成本是每半年更新一次，当年度的单产数据是每个月的供需报告更新，2021 年目前的单产预测是 51.2 蒲式耳/英亩，后期在 1 月供需报告中可能还会有调整，2021 年每英亩的种植成本预计为 514.82 美元，较 2020 年的 496.97 美元继续小幅增加，据此估算美豆 2021 年种植成本为 10.06 美元/蒲式耳，高出上一年度的 9.74 美元/蒲式耳。从收割低点来看，今年比去年也有一定抬升。

图表：美豆种植成本与收割低点对比

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
种植成本(美元/英亩)	249.01	264.39	278.09	297.05	334.69	358.27	364.09	383.04	437.59	458.31	466.72	463.3	443.46	443.5	495.86	503.73	496.97	514.82
单产(蒲式耳/英亩)	42.2	43.1	42.9	41.7	39.7	44	43.5	41.9	39.8	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	51	51.2
种植成本(美元/蒲式耳)	5.90	6.13	6.48	7.12	8.43	8.14	8.37	9.14	10.99	10.42	9.83	9.65	8.53	9.00	9.80	10.63	9.74	10.06
收割低点(美元/蒲式耳)	5.02	5.58	6.41	9.8	7.76	9.51	11.75	10.94	14.03	12.47	9.83	8.44	9.75	9.43	8.45	8.51	10.45	11.81
收割低点-种植成本	-0.88	-0.55	-0.07	2.68	-0.67	1.37	3.38	1.80	3.04	2.05	0.00	-1.21	1.22	0.43	-1.35	-2.12	0.71	1.75

数据来源：USDA、新湖期货研究所

图表：美豆种植成本



数据来源：USDA 新湖期货研究所

图表：CBOT 大豆连续日线



数据来源：文华财经

图表：连豆粕指数日线



数据来源：文华财经

## 第二部分：影响因素分析

### 一、美国大豆市场供需分析-库销比拐头向上

#### 1、美农 12 月报告对美国数据没有做出调整

历年的美农 12 月供需报告一般都不会对各项数据做出较大调整，有调整也是微调。11 月报告正处于收割季尾声，基本已经定产。12 月报告因此不会对美国产量做出调整，不过可能会根据当下的出口及压榨进度对需求进行小幅调整。来年 1 月报告可能会对单产进行最终确认，也就是最终定产。但是从 2021 年的情况来看，3 季度库存报告及 10

月供需报告仍对旧作单产做出调整，可能意味着美农的单产统计方式发生变化，或者说是对过去的一种纠错。

美农 12 月报告对美豆旧作及新作的各项数据均没有进行调整，继续维持在 2.56 亿及 3.4 亿蒲式耳，同时库销比也维持在 5.68% 和 7.81% 的水平。既然库销比没有做出调整，那么对于美豆均衡价格的判断也没有发生变化，依然维持在 1200 美分/蒲式耳。我们一直说的美豆阶段性底部支撑是成立的。尽管美豆自身基本面仍没有任何亮点，南美目前仍是一派丰产的气氛，未来在化肥价格高涨的背景下，虽然小麦、玉米价格要好于大豆价格，但玉米、小麦中化肥成本占比大，未来美国大豆播种面积增加仍然可期。

21/22 年度美豆单产 5 月第一次公布的时候是 50.8 蒲式耳/英亩，这个单产比去年的初始单产高出了 1 蒲式耳/英亩，也算是趋势单产的预估。在正常年份情况下，美豆的单产理论上会越来越好，得益于技术的进步及田间管理水平的提高。从目前来看，美豆单产的长期提高暂未遇到瓶颈。若播种进度正常的话，8 月之前一般不会调整单产，若 8 月之前美豆主产区风调雨顺的话，一般会在 8 月单产数据上有明显的体现，过去 4 年当中，除了由于洪灾而播种进度明显落后的 2019 年，另外 3 年在 8 月单产数据上都有明显的上调。今年的情况是 8 月单产下调 0.8 蒲式耳/英亩至 50 蒲式耳/英亩，主要体现的是北部三主产州南、北达科他州、明尼苏达州的少雨干旱天气，而这三个州也是今年种植面积增加比较多的几个州。但随后 9 月份美豆单产又重新上调回 50.6 蒲式耳/英亩，虽然这跟优良率的实际走势有所背离，但勉强也可以理解，毕竟除了北部三州以外，其他主产州风调雨顺。后来 10 月单产又进一步上调至 51.5 蒲式耳/英亩，那已经不能从优良率的角度来考虑问题了，如上文所述，或许是美农的单产统计方式发生了变化。

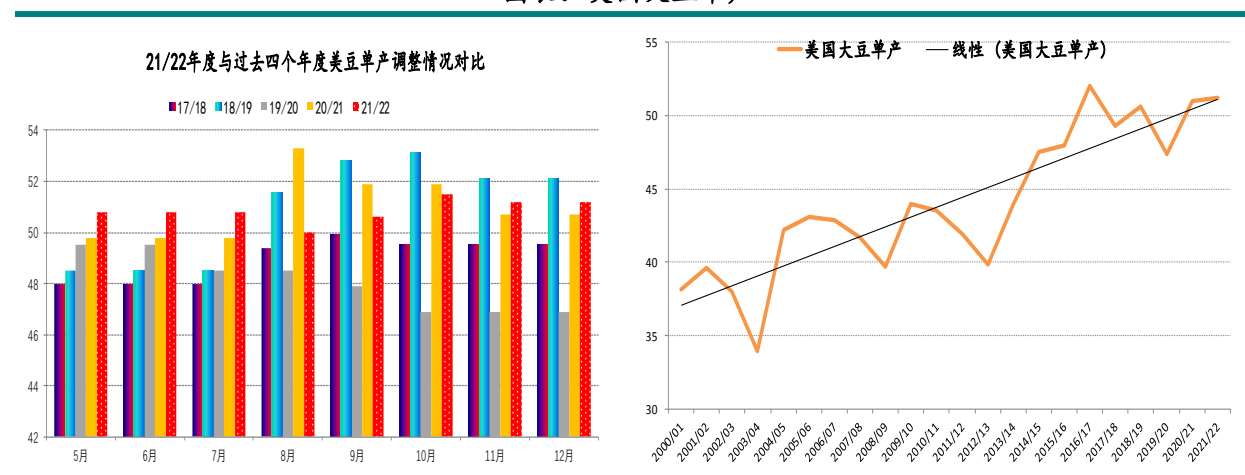
此外，对于美国大豆出口量的调整幅度是从 5 月的 20.75 亿蒲式耳下调至 12 月的 22.5 亿蒲式耳，下调幅度为 1.2%。对于美国大豆国内压榨量的调整幅度是从 5 月的 22.25 亿蒲式耳下调至 12 月的 21.9 亿蒲式耳，下调幅度为 1.57%。

图表：美国大豆供需平衡表

		2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 3月	2020/21 10月	2020/21 11月	2020/21 12月	2021/22 10月	2021/22 11月	2021/22 12月
面积：百万英亩	播种面积	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	83.4	83.4	83.4	87.2	87.2	87.2
单产：蒲式耳/英亩	收割面积	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	87.6	74.9	82.6	82.6	82.6	86.4	86.4	86.4
	单产	44	47.5	48	52	49.3	50.6	47.4	51	51	51	51.5	51.2	51.2
库存：百万蒲式耳	期初库存	141	92	191	197	302	438	909	525	525	525	256	256	256
	产量	3358	3927	3926	4296	4412	4428	3552	4216	4216	4216	4448	4425	4425
	进口量	72	33	24	22	22	14	15	20	20	20	15	15	15
	总供给	3570	4052	4140	4515	4735	4880	4476	4761	4761	4761	4719	4696	4696
	压榨量	1734	1873	1886	1899	2055	2092	2165	2141	2141	2141	2190	2190	2190
	出口量	1647	1843	1936	2174	2129	1748	1682	2265	2265	2265	2090	2050	2050
	种子	97	96	97	105	104	88	96	101	101	101	104	102	102
	留存残差	0	49	25	36	9	43	9	-3	-3	-3	15	15	15
	总消费量	3478	3862	3944	4213	4297	3971	3952	4505	4505	4505	4399	4356	4356
	结转库存	92	191	197	302	438	909	525	256	256	256	320	340	340
	库存消费比	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.28%	5.68%	5.68%	5.68%	7.27%	7.81%	7.81%

数据来源：USDA 新湖期货研究所

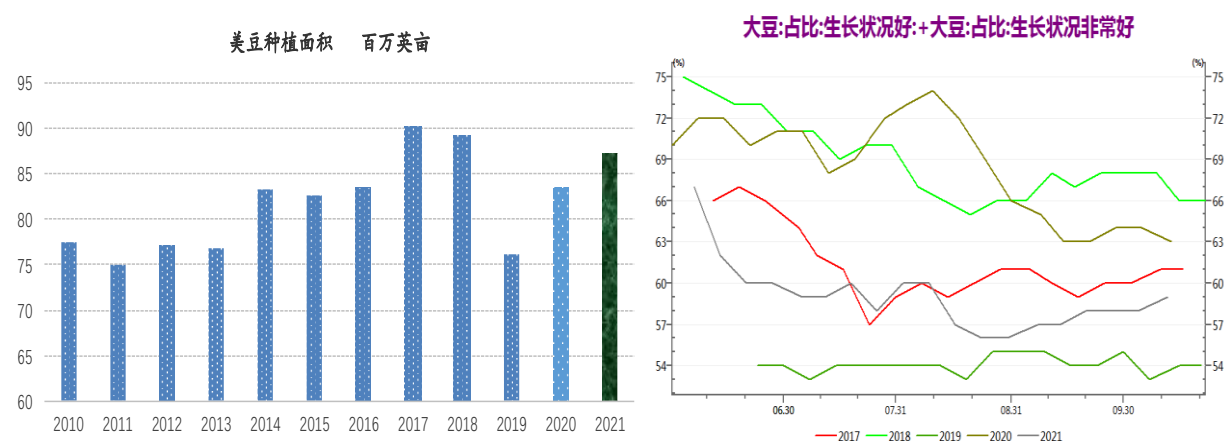
图表：美国大豆单产



数据来源：USDA 新湖期货研究所



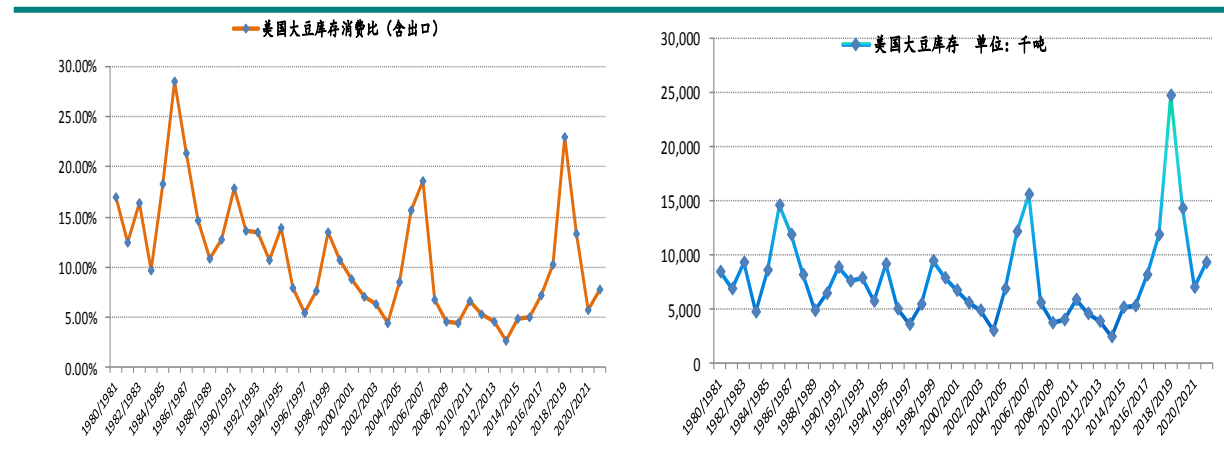
图表：美国大豆种植面积及美豆生长优良率



数据来源：USDA 新湖期货研究所

目前预计，21/22 年度美豆库销比为 7.8%，20/21 年度的库销比调整后为 5.69%，旧作与新作同时摆脱了 5% 下方的供需紧张区间。目前市场主流对于 22/23 年度美豆供需形势的判断是继续偏宽松，库销比可能继续回升，主要是基于美豆种植面积继续增加的判断。

图表：美国大豆库存消费比、美国大豆期末库存



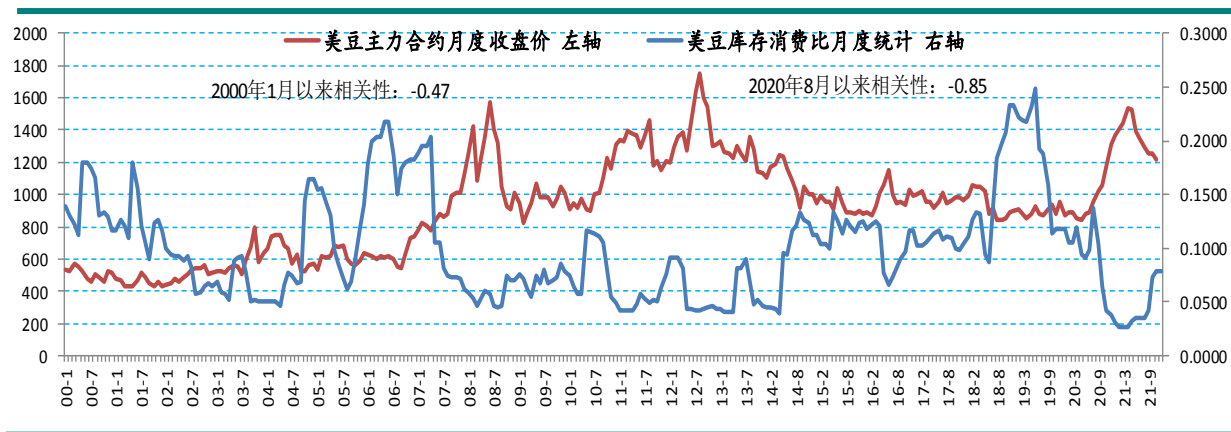
数据来源：USDA 新湖期货研究所

我们将美国大豆库销比的月度更新数据（5 月份后转换为新作数据）与美豆主力合约收盘价进行对比。库销比的月度变化是影响美豆价格的重要因素之一，11 月合约或者是 1 月合约的价格代表的是美国大豆大量上市的价格，这个时候通常会出现所谓的“收割低点”。通常每月 10 号左右是美国农业部全球作物供需报告的发布窗口期，其中有关大豆的数据是全球豆类交易者必看数据，因此美农对于美豆自身库存消费比的重大调整通常会导致美豆价格的大幅波动。



我们始终认为农产品在牛市上涨过程中的顶部位置是很难判断，但是在熊市下跌过程中的底部位置通常是有一定规律可循的，尤其是对于美豆这种政策扰动小，市场化程度高的品种。因此通过库销比的变化与收盘价波动之间的关系，我们尝试去发现一些规律，经过相关性分析，如果从长线的趋势来看，2000年1月至今美豆主力合约月度收盘价与美豆库销比的相关性为-0.47。也就是说从长期来看，二者之间不是一直负相关的，而是会出现阶段性的负相关。但是当美豆库销比月度统计值连续几个月同方向波动（增大或减小）的时候，二者的负相关性会阶段性增强。2018年6月-2020年6月这两年的时间内库销比出现了上下的剧烈波动，但美豆价格在840附近窄幅震荡，对于库销比的剧烈波动无动于衷，这段时间中美贸易战、中国爆发非洲猪瘟对于美豆的出口需求造成了实质性的利空影响。投机资金对于美豆的炒作热情很差，但是从绝对价值结合宏观通胀因素来看，美豆在840这个位置已经是一个很低水平了，这其实已经奠定了美豆的长线大底。2020年8月迄今美豆主力合约月度收盘价与美豆库销比的相关系数上升至-0.87，库销比的一路走低对应的是美豆价格的节节攀升。2021年美农8月供需报告公布后，我们做出美豆库销比的月度数据已经触底的判断，这意味着美豆价格触顶回落，后来随着库销比的不断上调，美豆价格也是逐渐下行，目前的库销比对应着的美豆均衡价格大概就是在1200附近，这个位置是我们从图形做出的大致推断。12月美豆库销比没有进行调整，美豆在1200这个位置也撑住了。1月份对产量仍可能进行调整，不排除库销比继续向上，那么美豆在1200这个位置的支撑也并非铁板一块。

图表：美豆库销比月度统计与主力合约收盘价对比



数据来源：USDA 新湖期货研究所

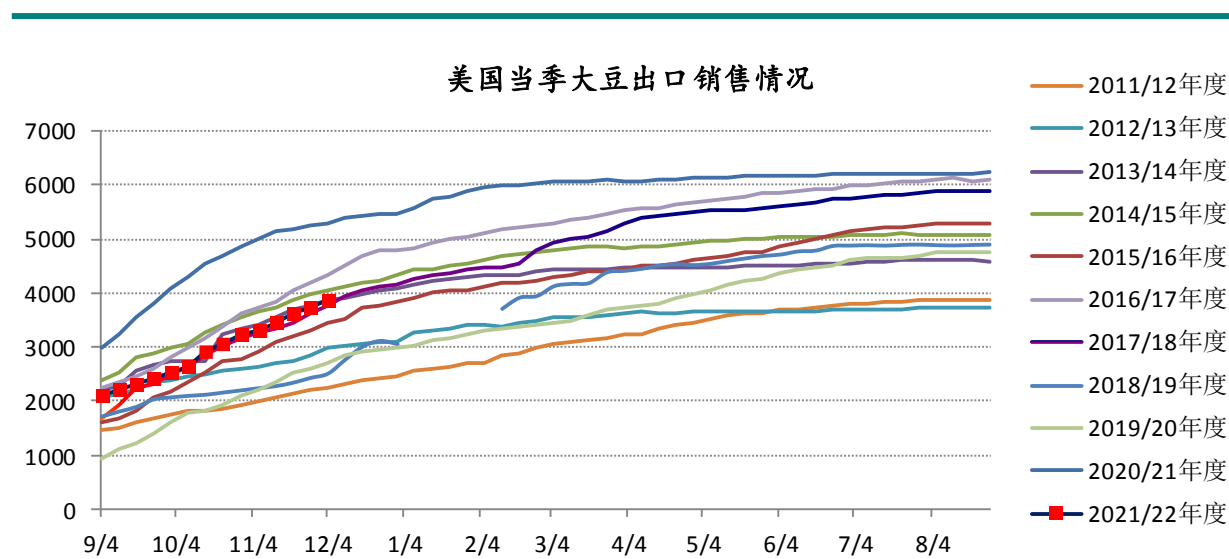
## 2、美豆出口势头减缓，中方按需采购

今年美国大豆的出口势头相对于去年有了明显减缓，主要由于对中国出口的放缓，

中国前三季度的盘面压榨利润的表现非常差，净利长期为负，一直不太急于过早采购，四季度以来盘面榨利有所回升，偶尔也出现正值，但依然还是不太稳定，尤其是在当前油脂疲态尽显的情况下。今年中国对美国的大豆采购一直是不疾不徐，还有一个重要原因就是，南美大豆的性价比显然更好。

截至12月2日，美国累计出口销售2020/21年度大豆3880万吨，进度为62.9%，去年同期为5291万吨，进度为94.8%。

图表：美国大豆市场年度累计销售量



数据来源：USDA 新湖期货研究所

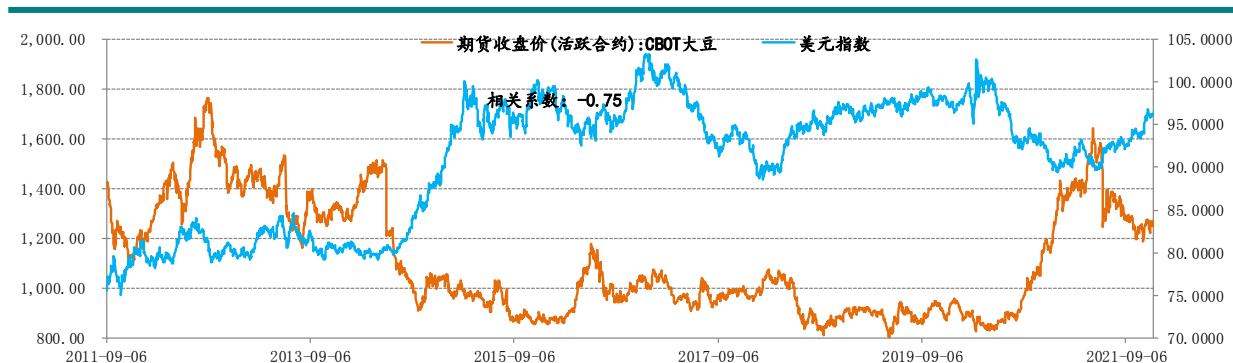
### 3、 2021 年美元高位震荡，或令美豆承压。

经过相关性分析，我们发现美豆价格与美元指数之间的相关性高达-0.75，也就是呈现强烈的负相关性，今年下半年表现的尤其明显，6月以来美元指数震荡上行，对应着美豆价格的不断走弱。

2020年底的时候很多机构作出的美元进入弱势周期的判断跟实际情况是存在比较大的偏差的，2021年下半年的美元指数的持续反弹主要仍是由美欧经济基本面差异和货币政策差异驱动的。目前来看，前期驱动美元指数反弹的因素都有边际减弱的可能。美元指数进一步冲高的空间预计有限。但在整个新兴市场对美元流动性的吸引力有限的情况下，美元指数出现大跌风险的可能性依然不大。

美元对美豆走势的影响可以说是非常大，但是分析美元走势需要考虑到的因素也是相当复杂，难度很大。当美元的趋势起来之后（不管是上行还是下行），需密切关注其对美豆的反向影响。

图表：CBOT 大豆与美元指数

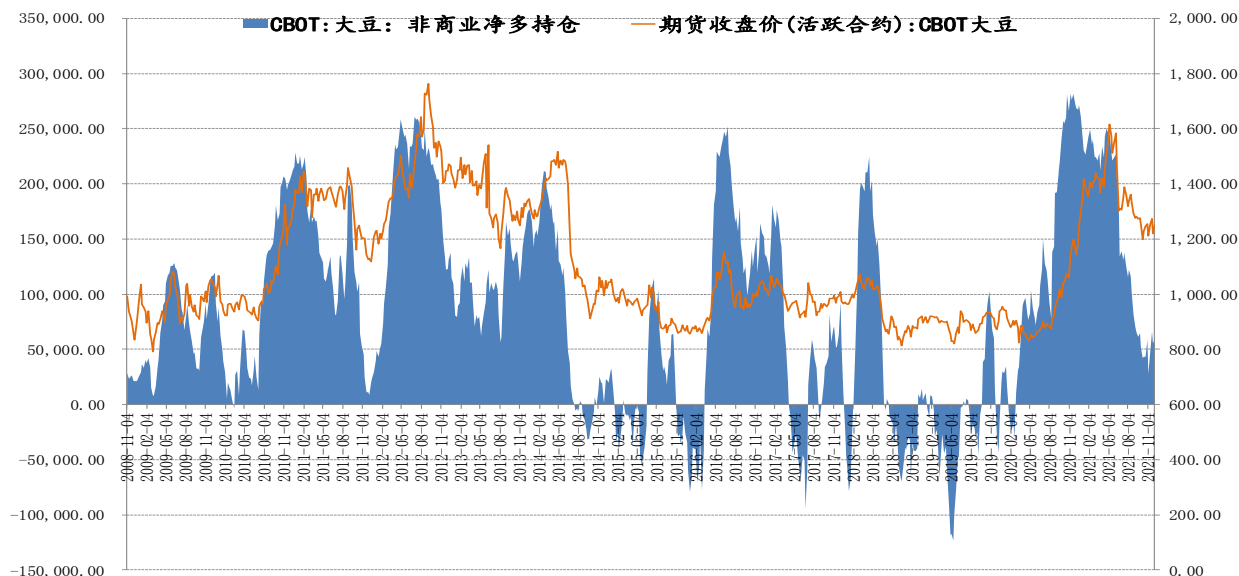


数据来源：WIND 新湖期货研究所

#### 4、非商业净多持仓与美豆

今年美豆的非商业净多持仓从高位回落，但目前净多持仓依然为正值。美豆从供需紧张状态逐渐转为中性状态，这是今年净多持仓不断减少的主要逻辑。净多持仓大幅回落的时间点和美元走强的时间点基本上是吻合的，投机多头的离场不仅考虑基本面，可能也会考虑美元走势的变化。根据 2014 年以来的历史情况来看，在非商业净多持仓经过一轮或长或短时间的大起大落之后，往往会经历一段时间的沉寂期，在这段时间里净多持仓上下波动的幅度均比较有限。笔者认为 2022 年美豆的非商业净多持仓可能就会进入这样一个沉寂期，对应的行情也不会太大。

图表：非商业净多持仓与美豆



数据来源：WIND 新湖期货研究所

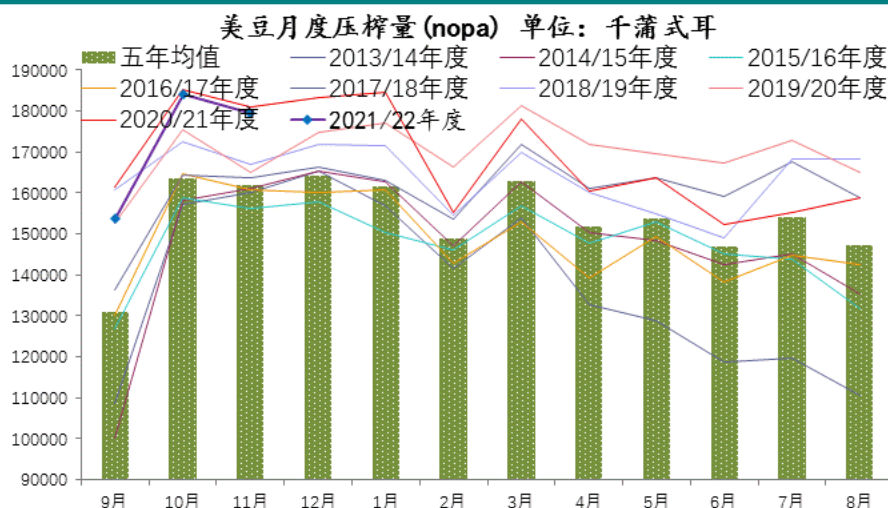
## 5、美国大豆压榨情况

美国大豆压榨的情况从NOPA(美国油脂油料加工商协会)的数据中可见端倪，美国农业部也有月度压榨量数据，但其数据的公布相对于NOPA更为滞后，所以我们重点关注的是NOPA的数据，NOPA的压榨量份额占比全美95%左右。

21/22年度NOPA9-11月份大豆压榨量同比降2%，而美农12月供需报告预计21/22年度美国大豆压榨量为21.9亿蒲式耳，同比增2.3%。当前目前只过去了三个月，实现这个目标完全有可能。

20/21年度压榨量高开低走，但是压榨利润是低开高走，美国榨利好，油脂生柴消费这块贡献还是比较大的。但是美国压榨产能是比较有限的，这几年增长也不明显，可能已经进入到压榨产能增长的瓶颈期，所以我们看到今年的榨利很好，但是总压榨规模没有明显增加，前面几个月榨的多了，后面几个月可能就榨的少了。

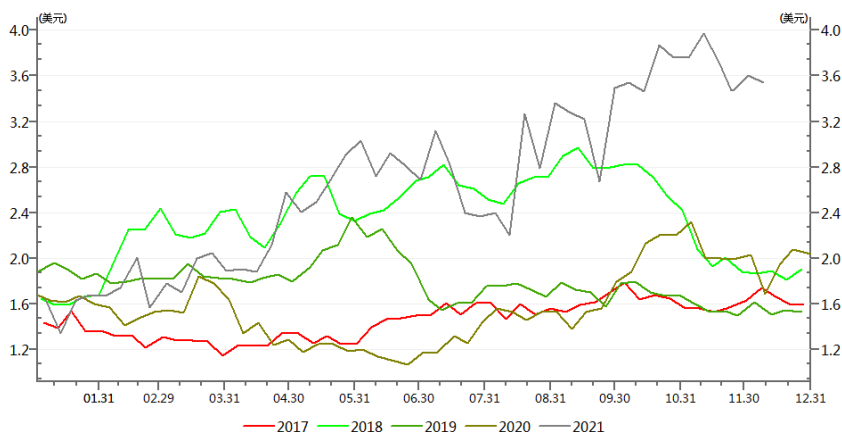
图表：美国大豆月度压榨量



数据来源：NOPA 新湖期货研究所

图表：美国油厂大豆压榨利润

### 大豆、豆油及豆粕间价差



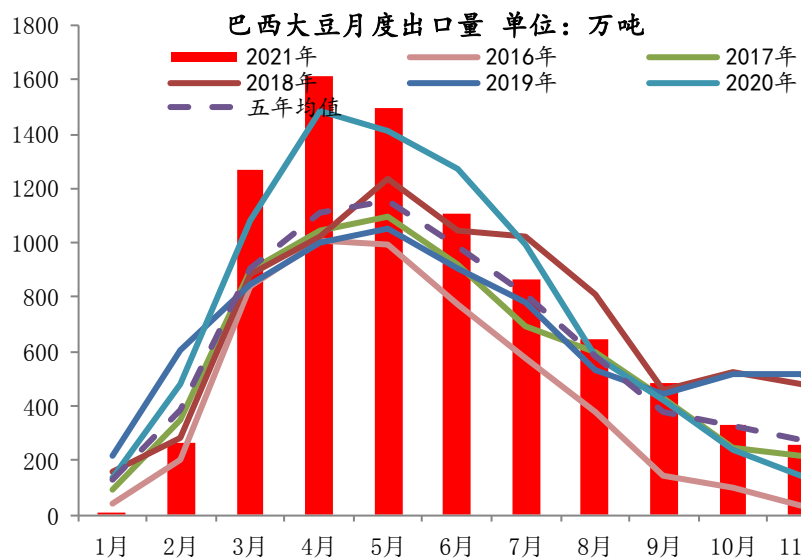
数据来源：USDA 新湖期货研究所

## 二、南美大豆——与美豆的竞争日趋激烈

2021年1-11月巴西大豆出口量为8341万吨，同比升0.86%。2020年1-12月巴西大豆出口量为8907万吨，同比升14.6%。2019年1-12月巴西大豆出口7819万吨，同比降6.15%。从产量来看，18/19年度巴西大豆产量同比减少500万吨至1.197亿吨，19/20年度巴西大豆产量回升至1.26亿吨，20/21年度巴西大豆产量为1.38亿吨，21/22年度巴西大豆产量可能升至1.44亿吨。

目前USDA对阿根廷21/22年度大豆产量的预估是4950万吨，同比增330万吨。

图表：巴西大豆月度出口量



数据来源：巴西贸易部 新湖期货研究所

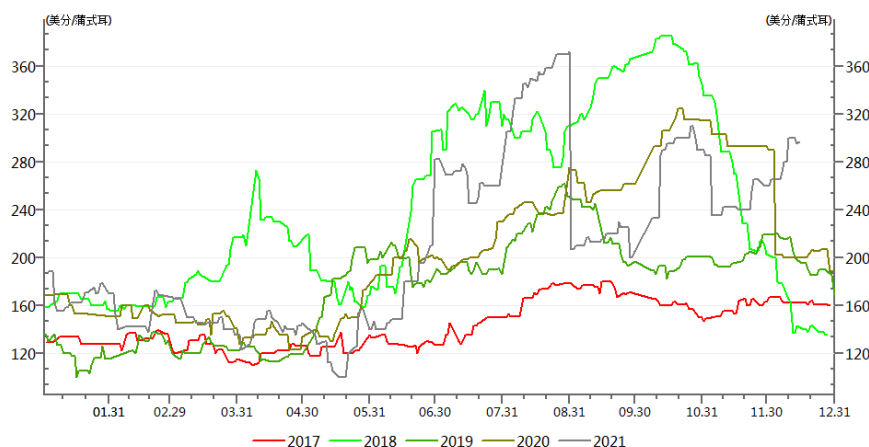
图表：巴西雷亚尔汇率



数据来源：wind 新湖期货研究所

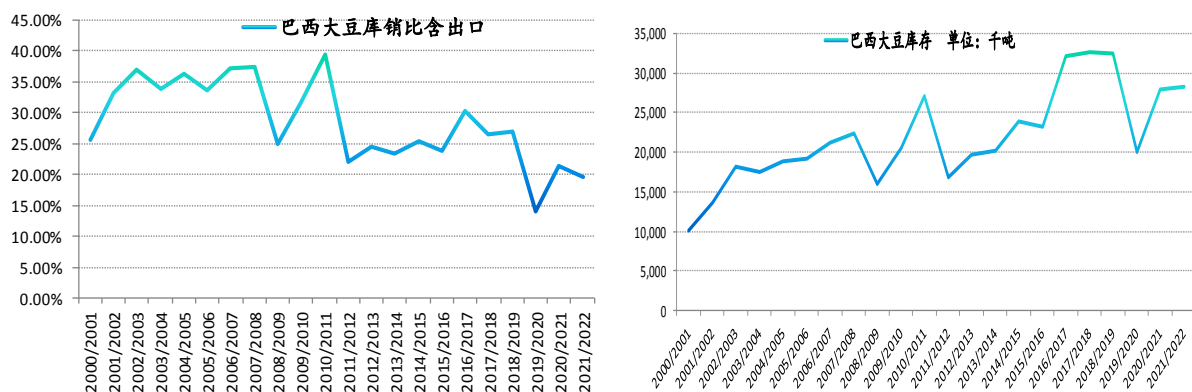
图表：巴西大豆出口至中国 CNF 升贴水

进口大豆:南美港口:升贴水



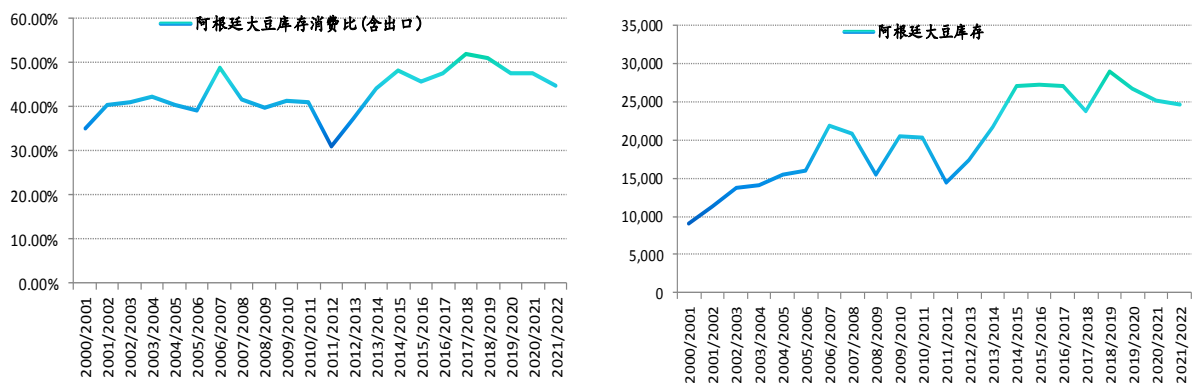
数据来源：wind 新湖期货研究所

图表：巴西大豆库存消费比及期末库存



数据来源：USDA 新湖期货研究所

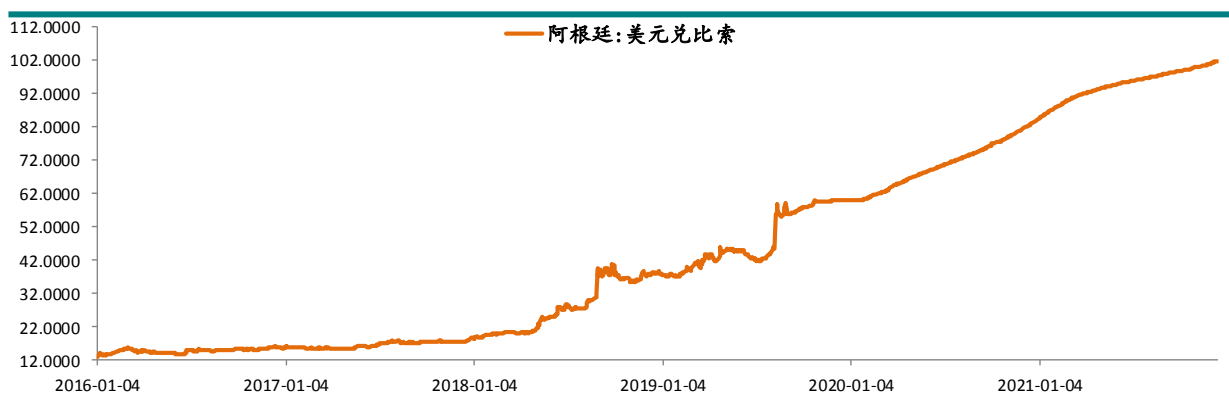
图表：阿根廷大豆库存消费比及期末库存



数据来源：USDA 新湖期货研究所



图表：阿根廷比索汇率



数据来源：wind 新湖期货研究所

### 三、国内豆粕供需分析

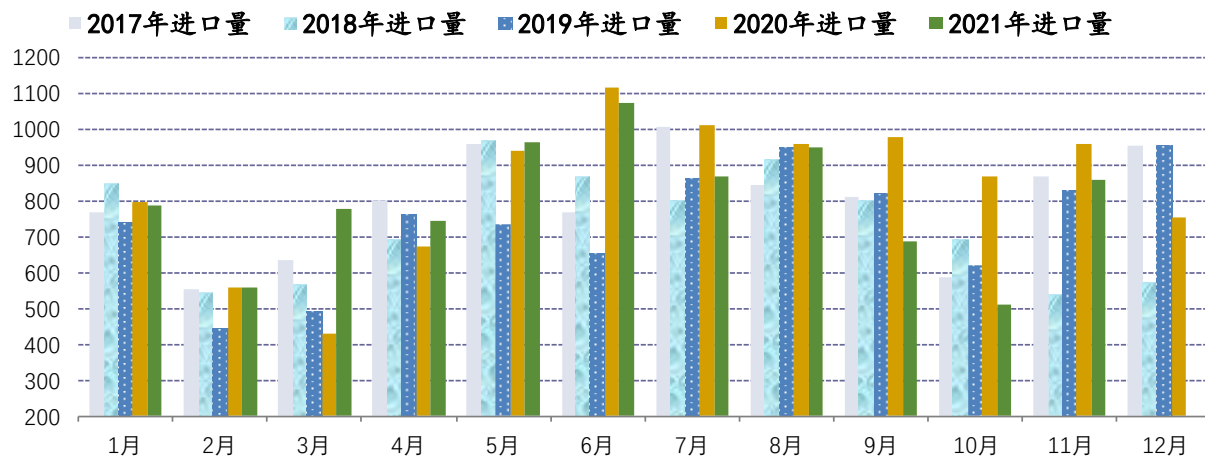
我们认为国内豆粕的供需分析对于豆粕现货基差的分析十分重要，可以说供需关系直接决定了豆粕现货基差的走势。但供需对于单边期货价格的影响力则相对有限，影响豆粕单边期价的因素很多，供需虽是其中重要因素，但不能忽视其余因素的存在，比如投机力量、机构套保持仓等，这些因素在很多时候会取代供需上升为豆粕期价的主要矛盾。

油厂豆粕库存也存在一定季节性规律，年内库存高点一般出现在7月份，主要因为春节后油厂开工率逐渐回升，而6、7月份的大豆进口也会达到年内高峰，春节后的需求则是缓慢恢复，造成油厂豆粕库存积压，库存低点一般出现在春节后（春节长假的消耗及油厂开机率下降）和年底（传统消费旺季）。库存的高点一般对应着现货基差的阶段性低点，库存的低点一般对应着现货基差的阶段性高点。

今年年初基差出现了一波爆拉行情，一方面是由于年初豆粕库存处于相对低位，更重要的是春节前北方局部地区爆发的疫情打乱了下游企业备货的节奏，其他地区的运费也出现了暴涨，但春节过后基差迅速回落，北方地区由于“毒疫苗”而导致非洲猪瘟疫情重新抬头，节前饲企超前备货叠加节后需求超预期萎靡，基差被打回原形。3月份基差触底之后缓慢抬升，并于9月份创出年内第二个高点。由于今年前三季度的榨利都比较差，市场一直预期远期大豆采购量不足，从美豆的出口销售数据也可以看出这一点，所以2季度、3季度的基差是缓慢走强的趋势，4季度以后随着榨利的恢复，市场预期开始走弱，现货基差及1-5价差走势回落。目前的5月基差虽然回落，但仍然处于历年同

期的偏高水平。春节过后如果没有意外的话，仍有进一步回落的空间。

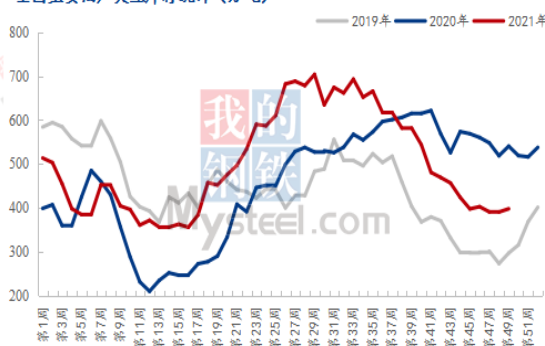
图表：国内大豆进口量



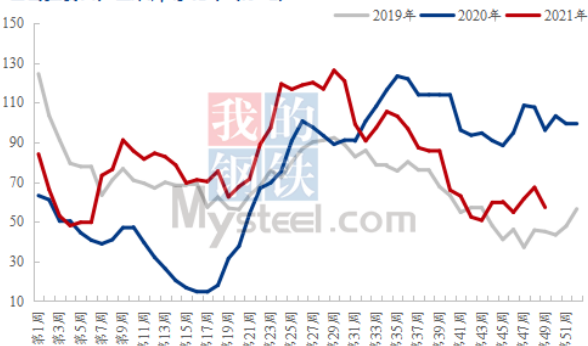
数据来源：海关、新湖期货研究所

图表：全国主要油厂大豆库存、豆粕库存

全国主要油厂大豆库存统计（万吨）



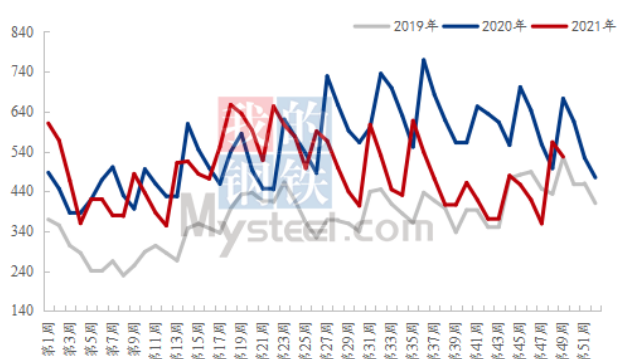
全国主要油厂豆粕库存统计（万吨）



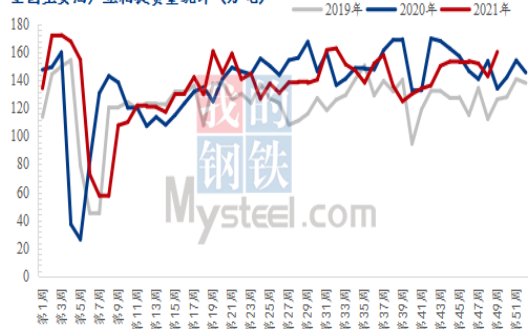
数据来源：我的农产品网、新湖期货研究所

图表：全国主要油厂豆粕未执行合同量、提货量

全国主要油厂豆粕未执行合同量统计（万吨）

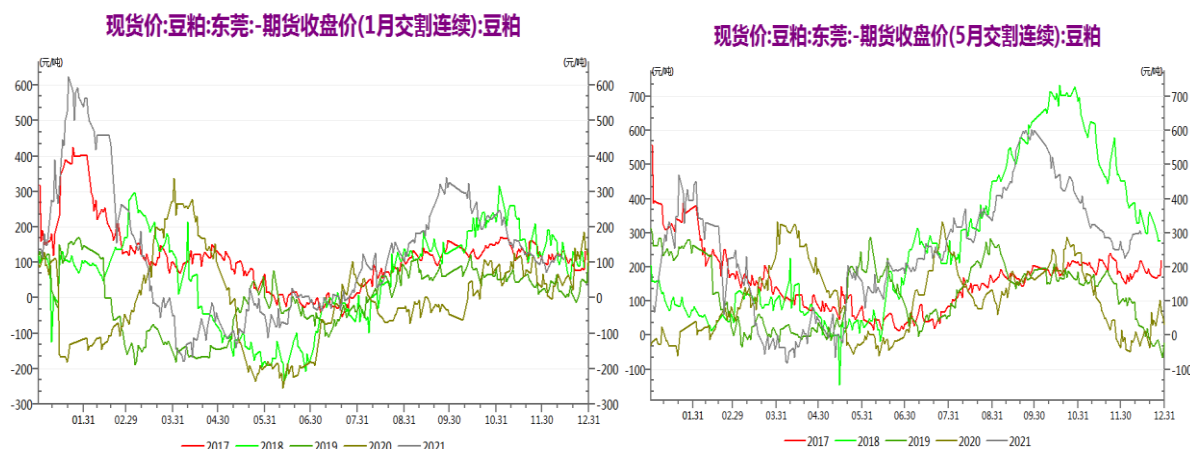


全国主要油厂豆粕提货量统计（万吨）



数据来源：天下粮仓、新湖期货研究所

图表：豆粕 1 月基差、5 月基差

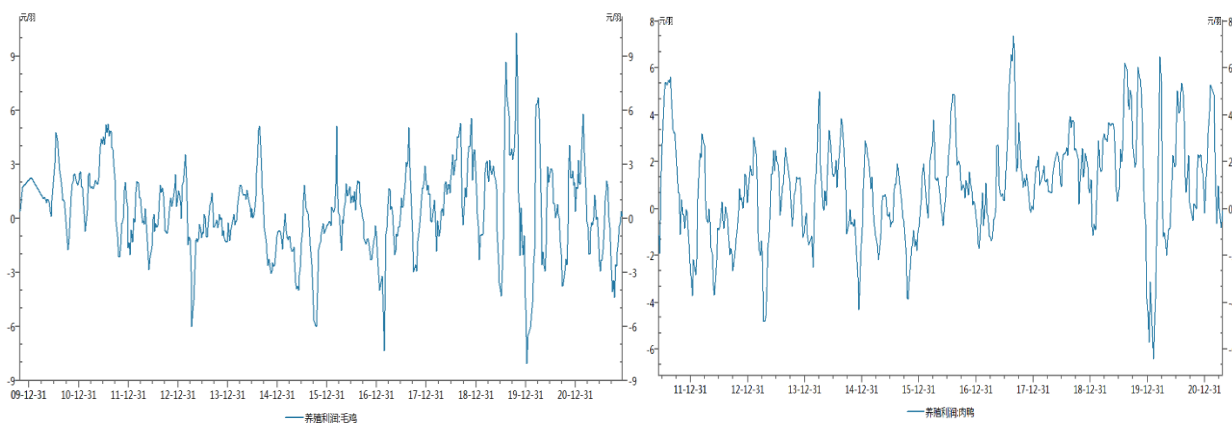


数据来源：wind、新湖期货研究所

### 生猪进入产能下降周期，但豆粕用量未必缩减

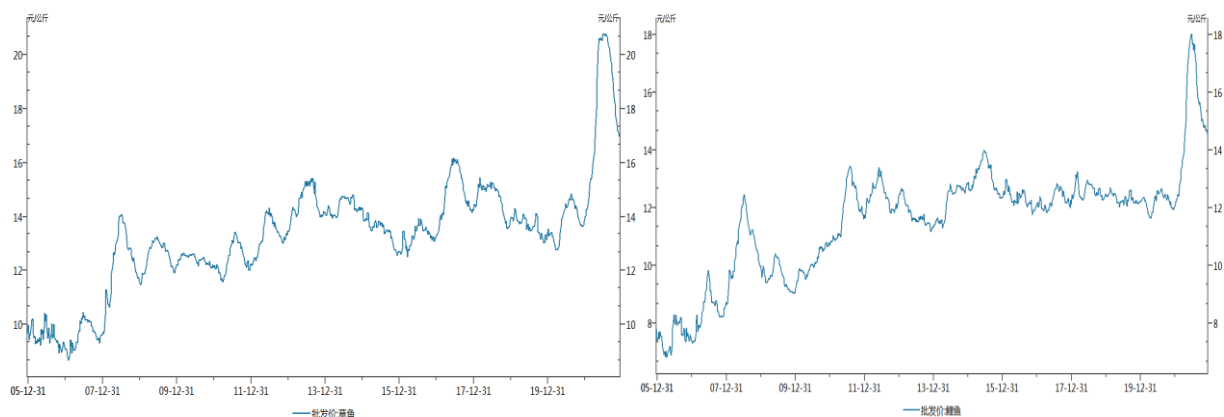
在整个下游养殖中，生猪的影响力始终是最大的。因为从肉禽的养殖利润来看，波动频率很快，一年之内就可以波动多个来回，因为其生长周期短，所以产能的调整要比生猪快得多。因此肉禽饲料需求的年度波动相对有限。今年的鱼价虽然比较好，但水产养殖的占比相对有限，而且鱼价已经出现了拐头。猪周期则长达 4-5 年，所以往往年度间的变化是比较大的。

图表：毛鸡、肉鸭养殖利润



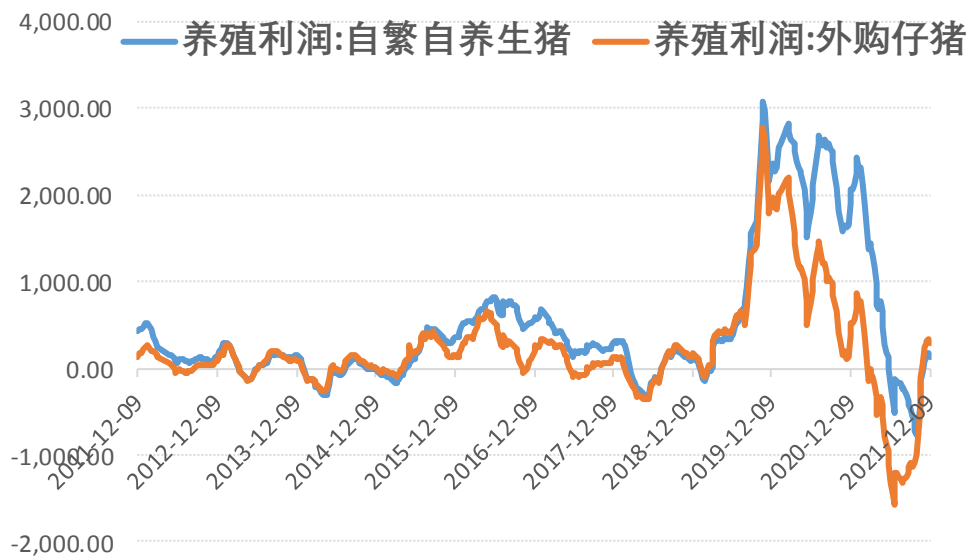
数据来源：wind、新湖期货研究所

图表：草鱼、鲤鱼价格



数据来源：wind、新湖期货研究所

图表：生猪养殖利润



数据来源：wind、新湖期货研究所

图表：2021 年 11 月不同品种工业饲料生产情况

表 2 2021 年 11 月不同品种工业饲料生产情况

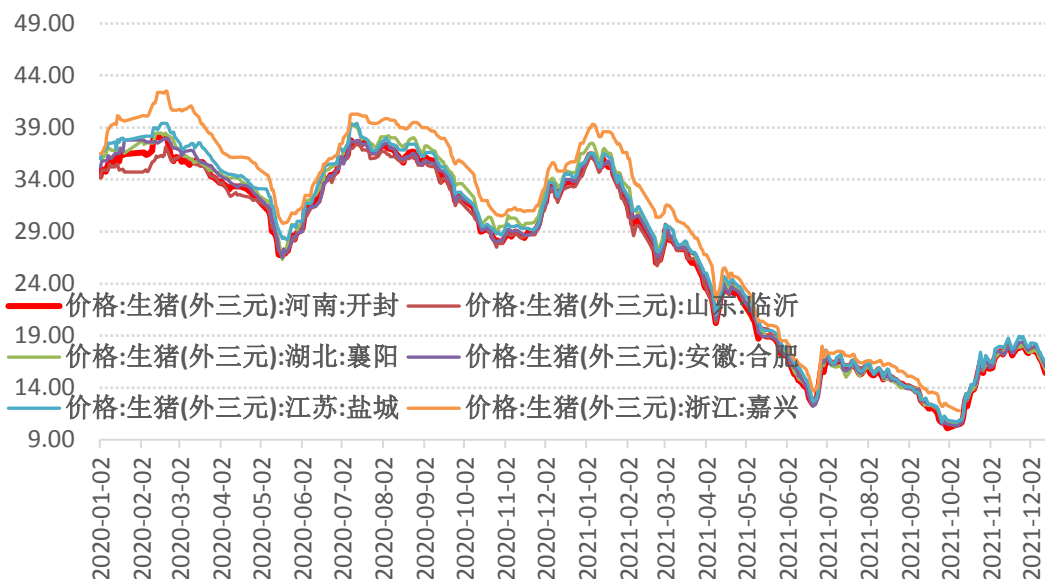
项目	猪饲料	蛋禽饲料	肉禽饲料	水产饲料	反刍动物饲料	宠物饲料	其他饲料
2021 年 11 月 (万吨)	1141	265	729	144	142	11	25
环比变化 (%)	4.6	1.5	-5.5	-38.1	9.7	13.3	-1.9
同比变化 (%)	12.9	-3.6	-8.3	22.6	5.0	1.4	-1.1
2021 年 1—11 月 (万吨)	11740	2885	8195	2344	1311	92	250
累计同比变化 (%)	44.9	-9.2	-5.9	14.0	11.4	8.8	-5.4

数据来源：饲料工业协会、新湖期货研究所

我们认为本轮猪周期首次触底的标志是国庆节前，国内生猪现货价格触及 10.1 元/公斤的低点。10 元/公斤是过去几轮猪周期的低点位置，这次依然没有跌破，说明市场各方对于周期底部的判断是基本正确的，随后这波反弹的幅度超出了产业人士的预期，我们认为 10 月以来的这轮猪价的反弹是超跌反弹，不是周期性上涨，在反弹的过程中叠加了一些其他的因素，比如大棚菜价由于煤价的高涨而大涨，意外带动猪肉的消费，而且猪价跌至往年周期性低点后吸引了一些季节性猪肉加工如香肠、腊肉等行业的提前备货。也就是说 10 月以来的这波反弹跟今年 2 月下旬、4 月中旬、6 月下旬的现货反弹走势有类似的地方，都是下行周期进行中的正常调整，不同点在于这波反弹的起始点 10 元/公斤很可能真是周期性底部，只不过这样的底部不止一个，从今年的这四波反弹走势来看，每一次的反弹幅度都比上一次高，就像弹簧一样，压得越狠，弹得越高。我们认为明年春节后国内生猪价格大概率二次探底。

农业农村部的数据显示 2021 年 10 月末我国能繁母猪存栏 4348 万头，相当于正常保有量的 106%，仍处于产能大幅增加的黄色区域。根据官方数据，国内能繁母猪存栏自 7 月份起开始环比缩减，如果按照每月减少 2% 的速度，那么到 1 月底能达到正常保有量 4100 万头（农业农村部标准）。在生猪产能消减的阶段，我们认为豆粕消费依然是有保证的，因为从配方的角度来看，此前猪料配方中小麦大量替代玉米，而小麦的蛋白含量高于玉米，被动减少豆粕用量，而今随着小麦价格大涨，玉米用量的回归（虽然未必会回归到之前水平），但豆粕的添加比例会有所增加。

图：生猪期货主要交割区域现货价格走势



数据来源：wind、新湖期货研究所

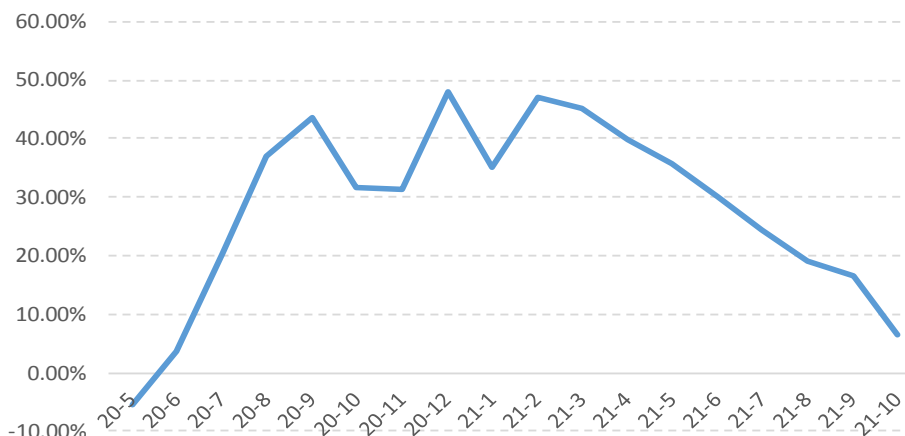
图：猪周期走势图



数据来源：wind、新湖期货研究所

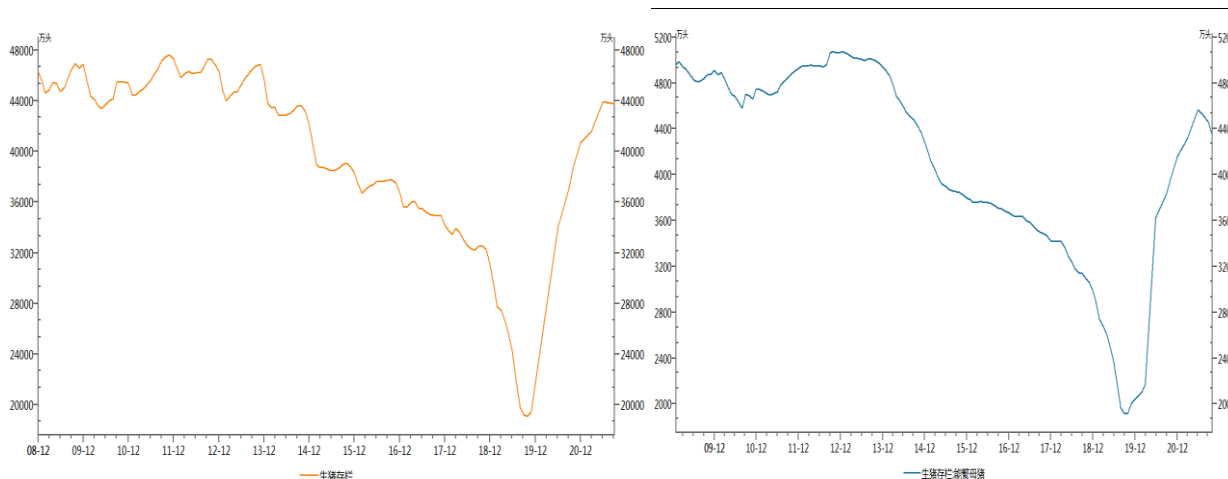
图：国内能繁母猪存栏同比

国内能繁母猪存栏同比-农业农村部



数据来源：wind、新湖期货研究所

图：国内生猪存栏及能繁母猪存栏



数据来源：农业农村部、wind、新湖期货研究所

### 第三部分：2022 年行情展望

笔者认为年报的意义主要在于对于现有的基本面进行归纳，复盘过去一年的走势，总结成败得失，至于对未来一年走势的展望其实意义并不大。因为市场瞬息万变，即便是预测对了明年大方向是上涨，若把握不准节奏，最终仍然是输家，对于全年节奏的把握难度很大，需要对市场进行持续紧密的跟踪，比如 2020 年我们经历了史无前例的新冠疫情，若跟 2003 年非典的情况来对比的话，二者又有很大的不同。2020 年上半年的豆



粕市场就经历了疫情带来的茫然，多次出现向上的假突破，给投资者和企业也造成了不小的困扰。2021 年前三季度豆粕也多次上演突破无果回落的戏码。油脂王者归来让豆粕沦为了陪衬。2022 年油脂的牛市行情大概率结束，豆粕一定会重拾信心吗？未必！今年南美、北美大豆种植面积大概率是增加的，炒干旱的难度越来越大，炒洪涝可能还有点机会，天气炒作不可预测，只能期待、但期待值越来越低。我们认为美豆运行区间较去年大幅缩窄，依据是上文提出的 2022 年美豆的非商业净多持仓可能会进入到一个沉寂期。

另外需考虑到宏观的影响。2020 年底的时候很多机构作出的美元进入弱势周期的判断跟实际情况是存在比较大的偏差的，2021 年下半年的美元指数的持续反弹主要仍是由美欧经济基本面差异和货币政策差异驱动的。目前来看，前期驱动美元指数反弹的因素都有边际减弱的可能。美元指数进一步冲高的空间预计有限。但在整个新兴市场对美元流动性的吸引力有限的情况下，美元指数出现大跌风险的可能性依然不大，况且美联储已经在政策收紧的路上。美元对美豆走势的影响可以说是非常大，但是分析美元走势需要考虑到的因素也是相当复杂，难度很大。当美元的趋势起来之后（不管是上行还是下行），需密切关注其对美豆的反向影响。

对于连粕来说，投机操作重点关注安全边际，比如目前豆粕相对于油脂，仍处于偏低位置，而且美豆阶段性触底，连粕具备做多的安全边际。随着形势的变化，安全边际也在不断变化。但是总体来说，2022 年豆粕供需矛盾要小于 2021 年，2021 年豆粕相对于油脂的表现也是让人失望的，2022 年不应对豆粕抱有过多的期待。

撰写时间：2021. 12. 17

撰写人：刘英杰

执业资格号：F0269352

咨询资格号：Z0002642

电话：0411-84806773

E-mail: liuyingjie@xhqh.net.cn

审核人：李强

### 【免责声明】

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号

32090000) 提供, 无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明, 所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发, 须注明出处为新湖期货股份有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料, 所载的全部内容及观点公正, 但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断, 新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者, 新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者, 本报告不构成给予投资者投资咨询建议。