

豆粕：内外支撑力度较强 豆粕二季或将继续上行

作者：饲料养殖组 王亮亮

执业编号：Z0017427（投资咨询）

联系方式：010-68578697/

wangliangliang3@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年5月18日星期三

摘要：

豆类市场价格交易逻辑主要在于全球范围内的油籽供应紧缺，二季度面临着南美大豆集中收获上市，但由于拉尼娜的影响，巴西南部、阿根廷、巴拉圭大豆出现明显的减产，远低于此前预期。美国由于其国内榨利丰厚，需求旺盛，致使美国大豆出口销售大幅下滑。此外俄乌两国同为油脂油料出口大国，两国出口受限进一步使得全球大豆供应由宽松转为紧张，并将会持续影响三季度之前全球油籽的供应。USDA2月论坛预估2022/23年度美国大豆种植面积8800万英亩，低于业界平均预估的8920万英亩，播种面积并无明显改善。后期需关注天气题材影响，美豆市场价格大概率呈现先抑后扬走势。

美豆持续性的走强带动了我国大豆进口完税价保持高位。产地惜售加国内买船不积极，今年传统旺季暂时看不到大的到港量，5-7月到港同比去年减少420万吨左右。我国是主要的大豆进口国，进口大豆到港量同比大幅下滑，造成国内大豆及豆粕库存同比均大幅下降。需求方面，生猪养殖周期存在惯性，能繁母猪的产能优化以及生猪存栏居高不下，尽管生猪出栏体重及饲料蛋白含量人为调降，但高存栏背景下，上半年饲用需求回调有限。国内大豆及豆粕供应偏紧格局短期难以改变，国内进口大豆及豆粕价格也将易涨难跌。后期需重点关注中国大豆采购节奏、阿根廷大豆收割期天气、北美大豆种植及播种进度影响。

操作策略：M2205合约突破4000以后，在4100-4250区间蓄力调整后进一步上探4500位置。预计在4250附近震荡调整后还将继续上突至4500-4800元/吨，以修复近千元的基差。三季度之前供需矛盾难以扭转，M2209合约同样看涨；期权策略面，近月05合约以买入看涨期权为主，考虑操作M2205-C-3700。

风险点：生猪产能迅速大面积清退。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

豆粕：豆粕供应短缺难改 二季或将继续上行	1
第一部分 期货行情回顾	3
一、2022 年一季度 CBOT 大豆期货行情	3
二、2022 年一季度豆粕期货行情	4
第二部分 基本面分析	5
一、全球大豆供需紧张	5
二、种植生长环节—南美大豆产量预估持续下调，美豆播种面积预估差强人意	9
三、贸易环节—美豆可销售量所剩无几，巴西大豆出口供应预期下降	11
四、国内大豆及豆粕市场—大豆、豆粕库存大幅下降，供应紧张态势难改	14
五、国内豆粕市场需求—饲料养殖需求依旧强劲	16
第三部分 基金持仓分析	19
第四部分 套利机会分析	21
一、油粕比—关注油粕比高位做空机会	21
二、豆菜粕价差—5 月、9 月豆菜粕价差预计还会继续走弱	22
第五部分 豆粕供需平衡表预测及解读	25
第六部分 主要结论及操作建议	25
一、综合分析及操作建议	25
二、企业套保策略	27
三、豆粕指数季节性分析	29
四、期权策略	29
第七部分 相关股票	31

第一部分 期货行情回顾

一、2022 年一季度 CBOT 大豆期货行情

一季度，美豆主力 05 合约上突 1390 美分/蒲前高，打开上方空间后连续上探至 1600 美分/蒲的历史高位区间，3 月份美豆在 1600-1700 区间经过近一个月的调整后，进一步上突 1700 位置，刷新历史同月合约新高，逼近美豆主连历史高点。一季度上涨的主要原因在 21/22 年度是中等拉尼娜年度，拉尼娜一般会导致巴西南部 and 阿根廷大部分地区高温干旱，作物生长受损。从 2022 年一季市场交易拉尼娜干旱天气造成的南美减产预期，将美豆期价重心抬升至 1600 美分/蒲。3 月份 USDA 供需报告将此前市场交易的减产预期落地转为现实，巴西的作物产量减少了 700 万吨，降至 1.27 亿，阿根廷减少了 150 万吨，降至 4350 万吨，巴拉圭减少了 100 万吨，降至 530 万吨，乌拉圭减少了 60 万吨，降至 200 万吨。由于美国由于其国内榨利丰厚，需求旺盛，致使美国大豆出口销售大幅下滑，USDA3 月报告预计美国年度出口量 5688 万吨，较去年同期的 6152 万吨下降 464 万吨。此外俄乌两国同为油脂油料出口大国，两国出口受限进一步使得全球大豆供应由宽松转为紧张，将会持续影响三季度之前全球油籽的供应。为此，CBOT 大豆期价上突 1700 美分/蒲位置后继续偏强走势。未来美豆关注点将放在南美大豆收割情况及美国大豆出口销售情况。

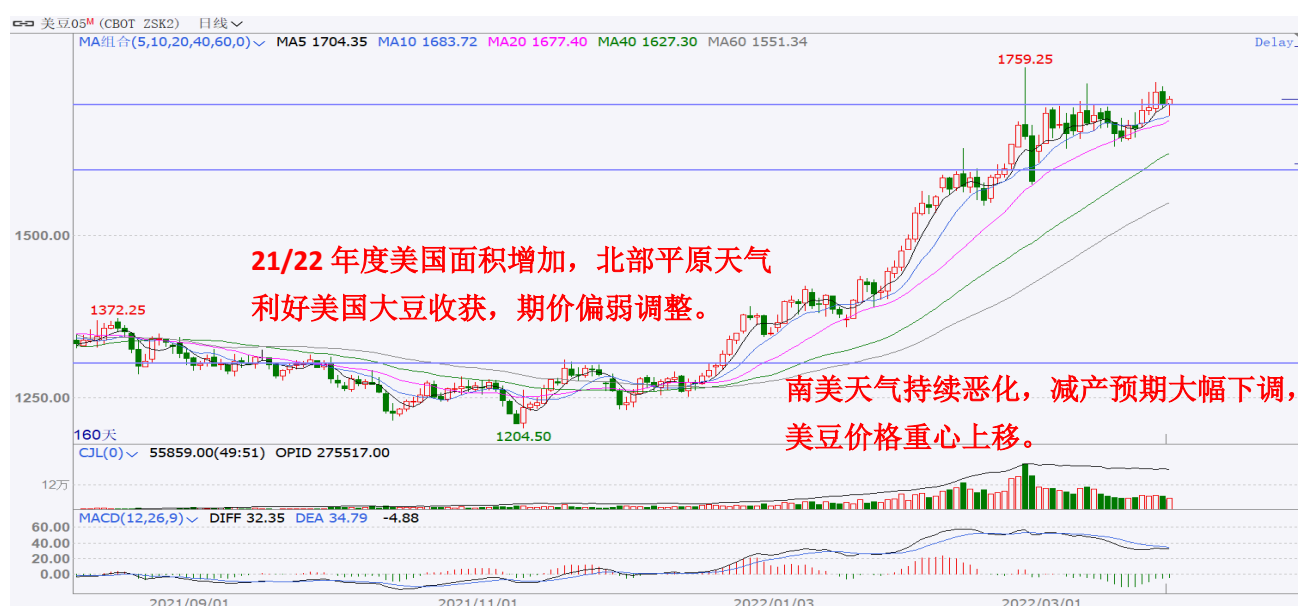


图 1-1 美豆主力合约价格走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

二、2022 年一季度豆粕期货行情

一季度，国内豆粕主力 M2205 合约经过短暂调整后，春节之后跳空高开连续上探 4495 元/吨位置。具体而言，由于美豆播种面积增加，美豆进口到港完税价下调，而猪价持续下跌使得市场预期存栏去化，2021 年下半年豆粕期价整体表现偏弱。进入 2022 年以后，南美天气干旱，大豆到港价格迅速拉升。产地惜售加国内买船不积极，今年传统旺季暂时看不到大的到港量，5-7 月到港同比去年减少 420 万吨左右。需求方面，由于四季度生猪价格反弹，生猪产能去化速度放缓，存栏依旧处于历史高位，饲用需求并无下降。据饲料工业协会样本企业数据测算，2022 年 1 月至 2 月，全国工业饲料总产量 4384 万吨，同比增长 3.5%。尽管生猪出栏体重及饲料蛋白含量人为调降，但高存栏背景下，上半年饲用需求降幅非常有限。目前国内大豆及豆粕库存同比均大幅下降，上半年供需偏紧格局难以改变，豆粕期价刷新历史新高。



图 1-2 豆粕主力合约价格走势

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

表 1：豆粕相关期货季度价格变化

		国内期价		2022-01-04	至	2022-03-25
品种	合约	收盘价	涨跌	涨跌幅	持仓量	持仓量变化
豆一	主连	6220	373	6.38%	122987	-3468
豆二	主连	5264	889	20.32%	29323	-2212
豆粕	2301	3870	436	12.70%	104959	6622
	2205	4347	1097	33.75%	1111064	-71195
	2209	4198	902	27.37%	1134080	-5261
豆油	2301	9856	826	9.15%	5441	1413
	2205	10302	1388	15.57%	232702	-34995
	2209	10102	1504	17.49%	300201	31034
菜粕	2301	3034	-120	-3.80%	106060	5888
	2205	4210	1229	41.23%	234583	-23866
	2209	3940	1072	37.38%	224653	7298
菜油	2301	11915	-505	-4.07%	6216	576
	2205	12890	851	7.07%	110890	-4893
	2209	12521	1116	9.79%	57018	1483

资料来源：wind、方正中期研究院整理

第二部分 基本面分析

一、全球大豆供需紧张

首先要了解全球大豆的供应格局与市场供应节奏。全球大豆供应主要看美国、巴西、阿根廷，这三个国家的大豆产量之和的全球占比为 80%，其中美国占比 34%，巴西占比 36%，阿根廷占比 12%。美国大豆的收割期是 9-11 月，供应周期主要为 10 月至次年 6 月，南美大豆收割期是 4-5 月，供应周期主要是 6-10 月。可以说北美和南美基本是交替供应全球。



图 2-1 美国、巴西、阿根廷大豆生长周期

资料来源：方正中期研究院整理

而从全球贸易来看,全球大豆出口量约为 1.6 亿吨,其中美国出口 5688 万吨全球占比 36%,巴西出口 8550 万吨全球占比 54%,美国巴西两国出口量全球占比 90%,阿根廷尽管是大豆产量大国,但其主要是国内压榨为主;从进口国来看,我国年进口量约为 95 万吨全球占比 60%,欧盟 9%,墨西哥 4%。

从压榨格局来看,主要大豆压榨国为中国、美国、巴西、阿根廷,压榨量的全球占比分别为 29%、19%、15%、13%。

即大豆贸易博弈主要在于美国、巴西、中国,这也是我们下面分析逻辑框架中的主要三国。

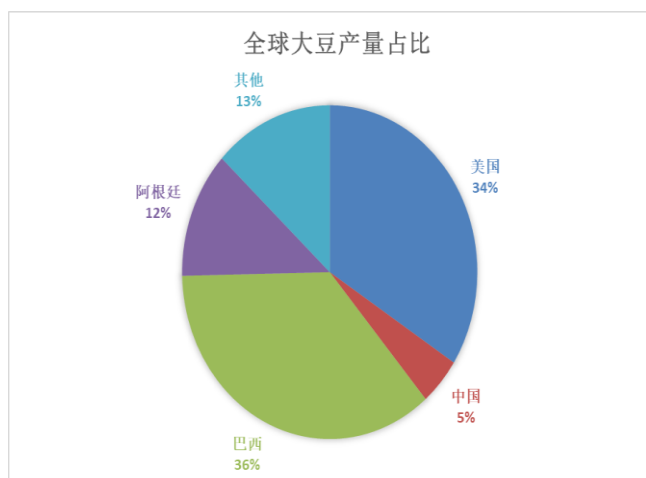


图 2-2 全球大豆产量格局

资料来源: USDA, 方正中期研究院整理

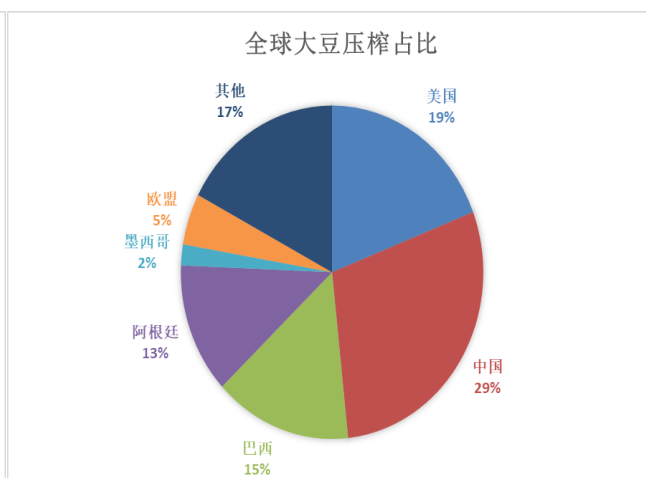


图 2-3 全球大豆压榨格局

资料来源: USDA, 方正中期研究院整理

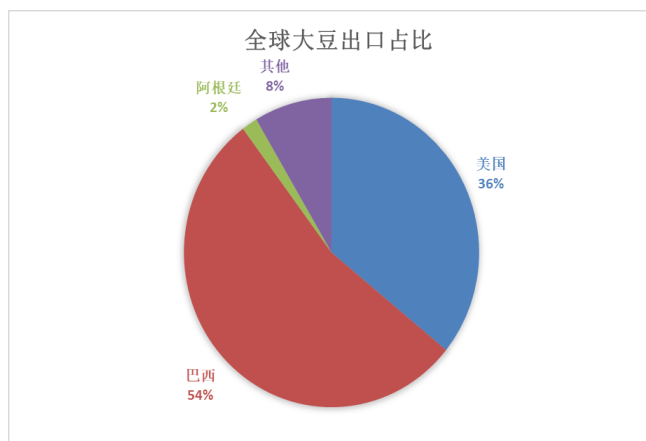


图 2-4 全球大豆出口格局

资料来源: USDA, 方正中期研究院整理

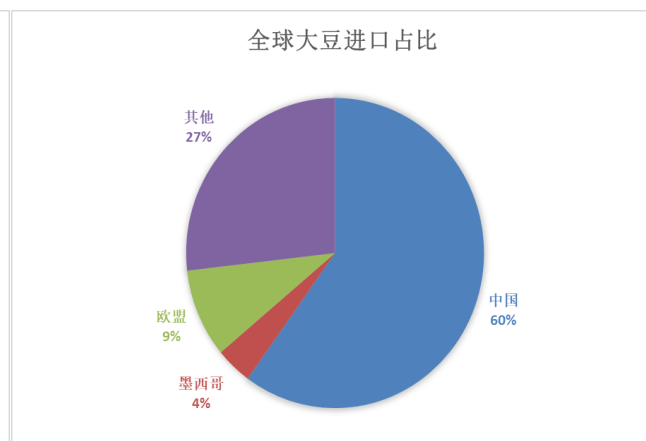


图 2-5 全球大豆进口格局

资料来源: USDA, 方正中期研究院整理

3 月 USDA 报告整体符合预期。与上月报告相比,美国 2021/22 年度大豆供应和消费的变化主要表现为出口增加和期末库存下降。大豆出口增加了 4000 万蒲式耳至 20.9 亿蒲式耳,但产量下降,对南美的出口减少。大豆期末库存预计为 2.85 亿蒲式耳,较上月减少 4,000 万蒲式耳。由于全球葵花籽油贸易减少和全球植物油供应紧张,大豆油出口增加。全球 2021/22

年度大豆供需预测包括产量、压榨量、出口量和库存下降。全球大豆产量减少 1010 万吨至 3.538 亿。巴西的作物产量减少了 700 万吨，降至 1.27 亿，阿根廷减少了 150 万吨，降至 4350 万吨，巴拉圭减少了 100 万吨，降至 530 万吨，乌拉圭减少了 60 万吨，降至 200 万吨。由于中国和南美的大豆压榨速度低于预期，全球大豆压榨量减少了 500 万吨，葵花籽压榨量也减少了 220 万吨，葵花籽压榨量的减少主要原因在于乌克兰。受乌克兰葵花籽压榨和产品出口影响的主要市场包括印度和欧盟。这些市场葵花籽产品供应下降，部分被印度进口大豆油和欧盟进口油菜籽的增加所抵消。油籽供应吃紧、油籽粕和植物油价格高企，降低了对全球需求增长的预测。2021/22 年度全球大豆贸易减少 640 万吨，至 1.586 亿吨。对南美的出口减少部分被美国出口增加所抵消。中国的进口量减少了 300 万吨，至 9400 万吨。其他进口量较低的市场包括俄罗斯、孟加拉国、埃及、欧盟、巴基斯坦、阿根廷和白俄罗斯。全球大豆库存下降 290 万吨至 9000 万吨，为 2015/16 年以来的最低水平。

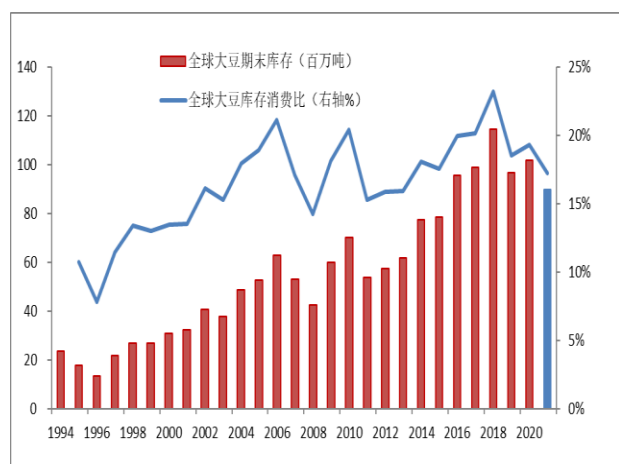


图 2-6 全球大豆期末库存及库存消费比

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

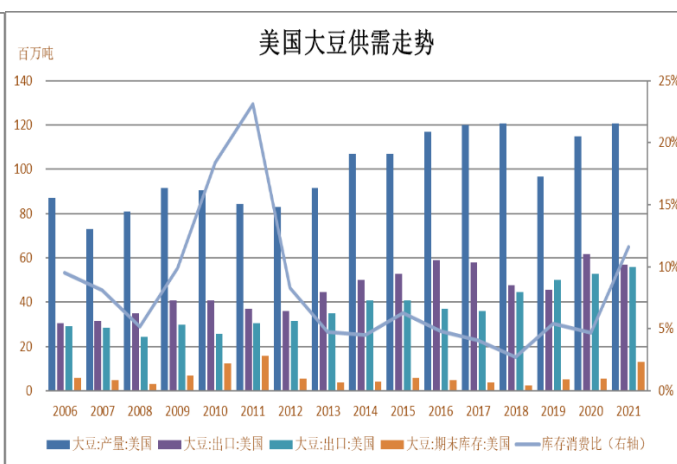


图 2-7 美国大豆供需形势

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

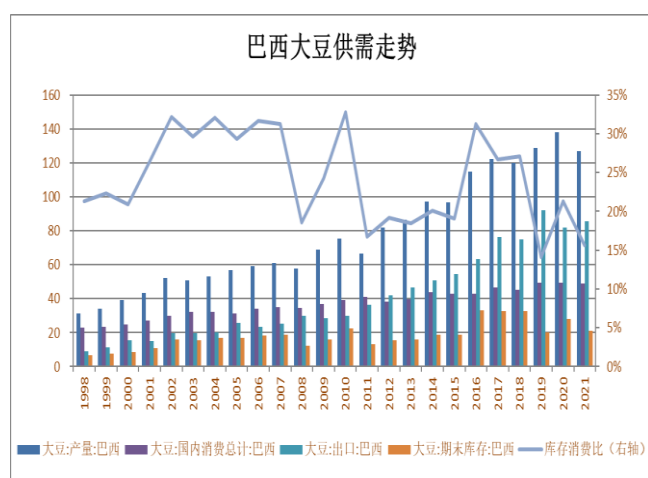


图 2-8 巴西大豆供需形势

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

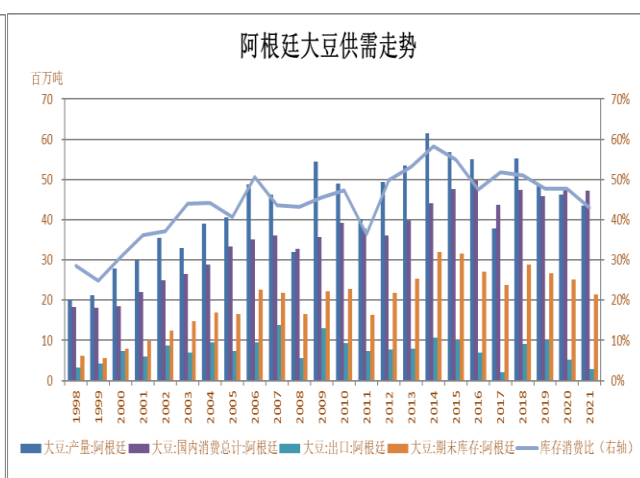


图 2-9 阿根廷大豆供需形势

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

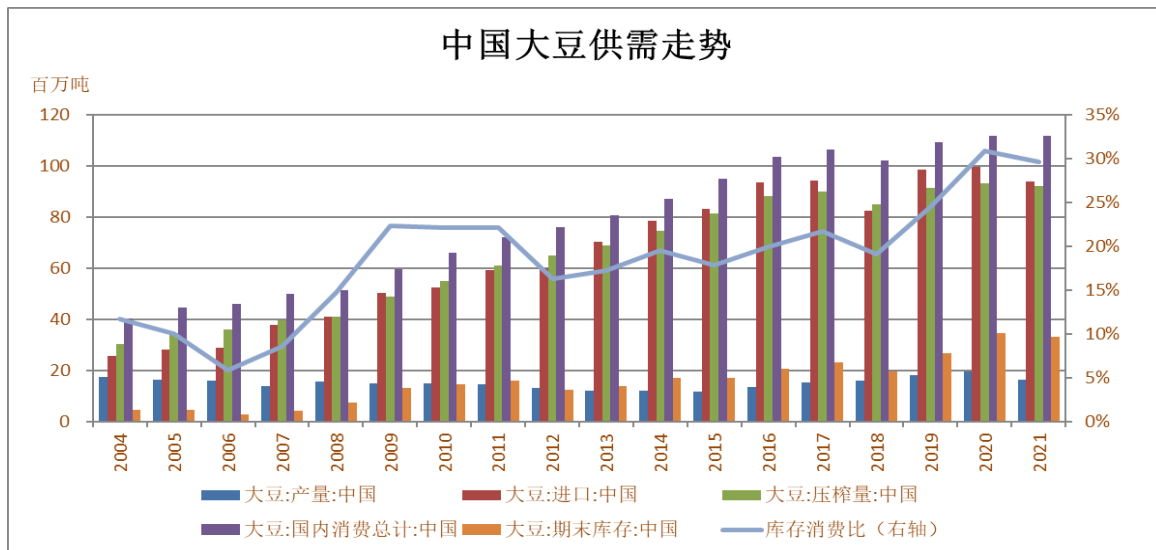


图 2-10 我国大豆供需形势

资料来源: USDA、方正中期研究院整理

表 2-1 USDA3 月供需报告

全球大豆供需平衡表 (百万吨)							
2020/21 Est.	期初库存	产量	进口量	压榨消费量	国内总消费	出口量	期末库存
全国	96.83	366.23	165.24	315.19	362.08	164.48	101.74
美国	14.28	114.75	0.54	58.26	61.05	61.52	6.99
阿根廷	26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
巴西	20.00	138.00	1.02	46.75	49.41	81.65	27.95
巴拉圭	0.33	9.90	0.01	3.30	3.47	6.33	0.44
中国	26.79	19.60	99.76	93.00	111.60	0.07	34.48
欧盟	1.76	2.58	14.79	15.80	17.37	0.19	1.57
东南亚	0.84	0.58	9.64	4.75	10.10	0.01	0.96
墨西哥	0.37	0.25	6.10	6.20	6.25	0.00	0.46
2021/22 Proj.	期初库存	产量	进口量	压榨消费量	国内总消费	出口量	期末库存
全球	2月	100.42	363.86	162.76	320.24	369.17	165.03
	3月	101.74	353.80	156.73	315.26	363.68	158.63
美国	2月	6.99	120.71	0.41	60.28	63.47	55.79
	3月	6.99	120.71	0.41	60.28	63.46	56.88
阿根廷	2月	25.06	45.00	3.10	40.00	47.20	3.75
	3月	25.06	43.50	2.90	40.00	47.21	2.75
巴西	2月	27.95	134.00	0.45	46.90	49.55	90.50
	3月	27.95	127.00	0.45	46.25	48.90	85.50
巴拉圭	2月	0.44	6.30	0.01	2.20	2.37	4.15
	3月	0.44	5.30	0.01	1.85	2.02	3.60
中国	2月	34.48	16.40	97.00	94.00	113.70	0.10
	3月	34.48	16.40	94.00	92.00	111.70	0.10
欧盟	2月	1.17	2.75	14.80	16.00	17.72	0.23
	3月	1.57	2.74	14.50	15.70	17.37	0.23
东南亚	2月	0.77	0.53	9.85	4.98	10.39	0.02
	3月	0.96	0.53	9.69	4.90	10.25	0.01
墨西哥	2月	0.10	0.30	6.20	6.40	6.45	0.00
	3月	0.46	0.29	6.20	6.40	6.45	0.00

资料来源: USDA、方正中期研究院整理

二、种植生长环节—南美大豆产量预估持续下调，美豆播种面积预估差强人意

表 2-2 巴西产量预估

巴西大豆产量预估 (百万吨)								
巴西大豆产量预测年度/月预估	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
2021/22	144	144	144	139	134	127		
2020/21	133	133	133	133	133	134	136	144
2019/20	123	123	123	123	125	126	125	131
2018/19	121	121	121	122	117	117	117	123

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

从产量预期情况来看，2021/22 年度巴西大豆减产格局基本确定。据 3 月的 USDA 供需报告数据显示：由于生长季干旱，巴西大豆产量预估值为 1.27 亿吨，从最早的预估的 1.44 亿吨预估调整到了近期的 1.27 亿吨左右，降幅 1700 万吨。从历史数据来看，4-5 月大豆产量还将进行调整。但就目前的收割情况来看，巴西大豆产量可能还将更加悲观，主要原因在于南部减产程度接近 50%。咨询公司 AgroConsult 在田间实地考察后，于 3 月 24 日发布产量预测报告，将 2021/2022 年度巴西大豆产量预期值调低到 1.246 亿吨，这要比该公司预估的上年产量 1.394 亿吨低了 10.6 个百分点，并且比 USDA 供需报告的 1.27 亿吨还要下降 240 万吨。产量下调的原因在于巴西南部地区出现严重旱情，其中包括主要产区帕拉纳州和南里奥格兰德州，平均单产分别下降了 38.7% 和 56.2%。

巴西大豆收割进度方面，咨询机构 AgRural 发布报告显示，截至 3 月 18 日，巴西农户的 2021/22 年度大豆收割工作已经完成 69%，去年同期为 59%，往年平均进度为 61.6%，本年度收割进度相对较快。其中，巴西西部收割进度较快。马托格罗索州农业经济所 (Imea) 数据显示，截至 3 月 18 日，该州农户大豆收割工作完成 98.8%，去年同期为 91.7%，往年平均收割率为 95.5%。并且农户已经将 61% 的大豆收成销售，去年同期为 75%，往年均值为 67%。巴西东北部和南部偏远地区收割进度相对较慢。在巴西东北部，巴伊亚州 (Bahia) 大豆收割率为 43%，马拉尼昂州 (Maranhao) 收割率为 60%，皮奥伊州 (Piaui) 收割率为 61%，托坎廷斯州 (Tocantins) 收割率为 69%。在南里奥格兰德州，大豆收割率仅为 9%。巴西南部帕拉纳州，2021/22 年度大豆收割工作完成 68%，快于去年同期的 58%。巴西南部南里奥格兰德州大豆收割工作完成 9%，去年同期为 6%，往年均值为 14%。

阿根廷与巴拉圭方面，3 月的 USDA 供需报告显示，2021/22 年度阿根廷减少了 150 万吨，降至 4350 万吨。3 月 23 日消息，布宜诺斯艾利斯谷物交易所周三称，阿根廷 2021/22 年度大

豆产量料为 4200 万吨，低于 USDA 预估的 4350 万吨。3 月 USDA 供需报告显示，巴拉圭减少了 100 万吨，降至 530 万吨，乌拉圭减少了 60 万吨，降至 200 万吨。

美国 USDA 2 月论坛预估 22/23 年度美国大豆种植面积 8800 万英亩，低于业界平均预估的 8920 万英亩，播种面积并无明显改善。后期需关注天气题材影响，美豆市场价格大概率呈现先抑后扬走势。Pro Farmer/Doane 种植意向调查的结果数据显示，今年美国玉米播种面积将会下降，大豆播种面积将会提高，这和市场预期相符。调查显示今年美国玉米和大豆的种植总面积将比去年减少 90 万英亩，达到 1.797 亿英亩。原因主要在于大豆播种面积增幅不及预期。其中玉米种植面积将比 2021 年减少 150 万英亩，达到 9190 万英亩；大豆种植面积将比去年增加 60 万英亩，达到 8780 万英亩。

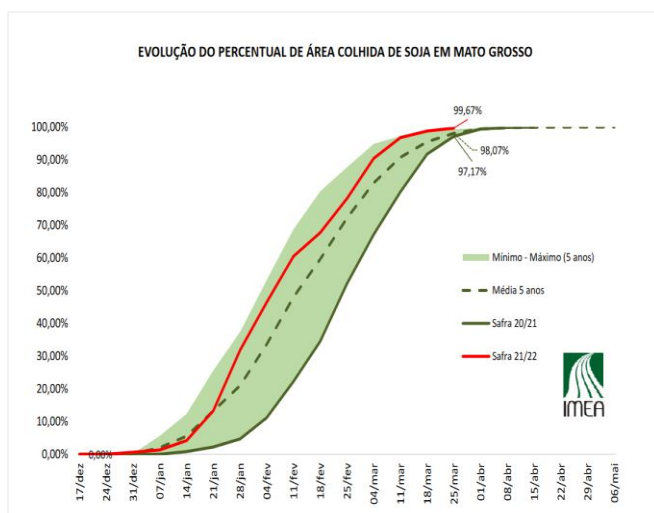


图 2-3: 巴西收割进度快于往年

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

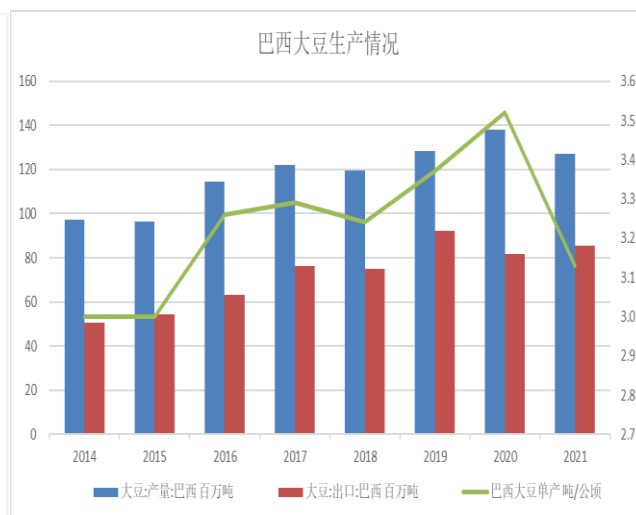


图 2-4: 阿根廷大豆生产情况

数据来源：USDA、方正中期研究院整理



图 2-5 美豆与美玉米价格比将影响种植

资料来源：wind、方正中期研究院整理

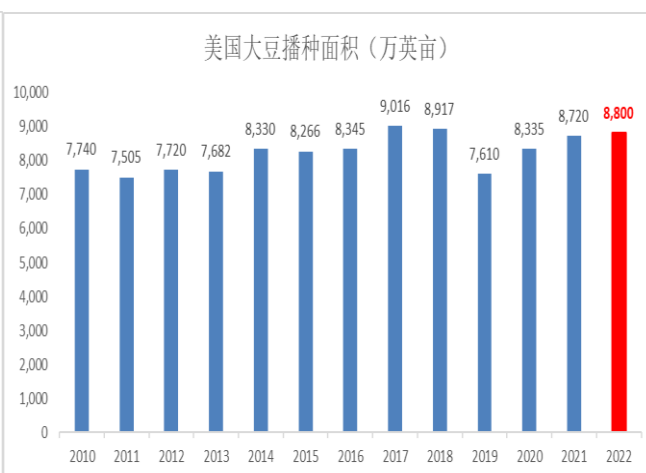


图 2-6 美国大豆种植面积数据

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

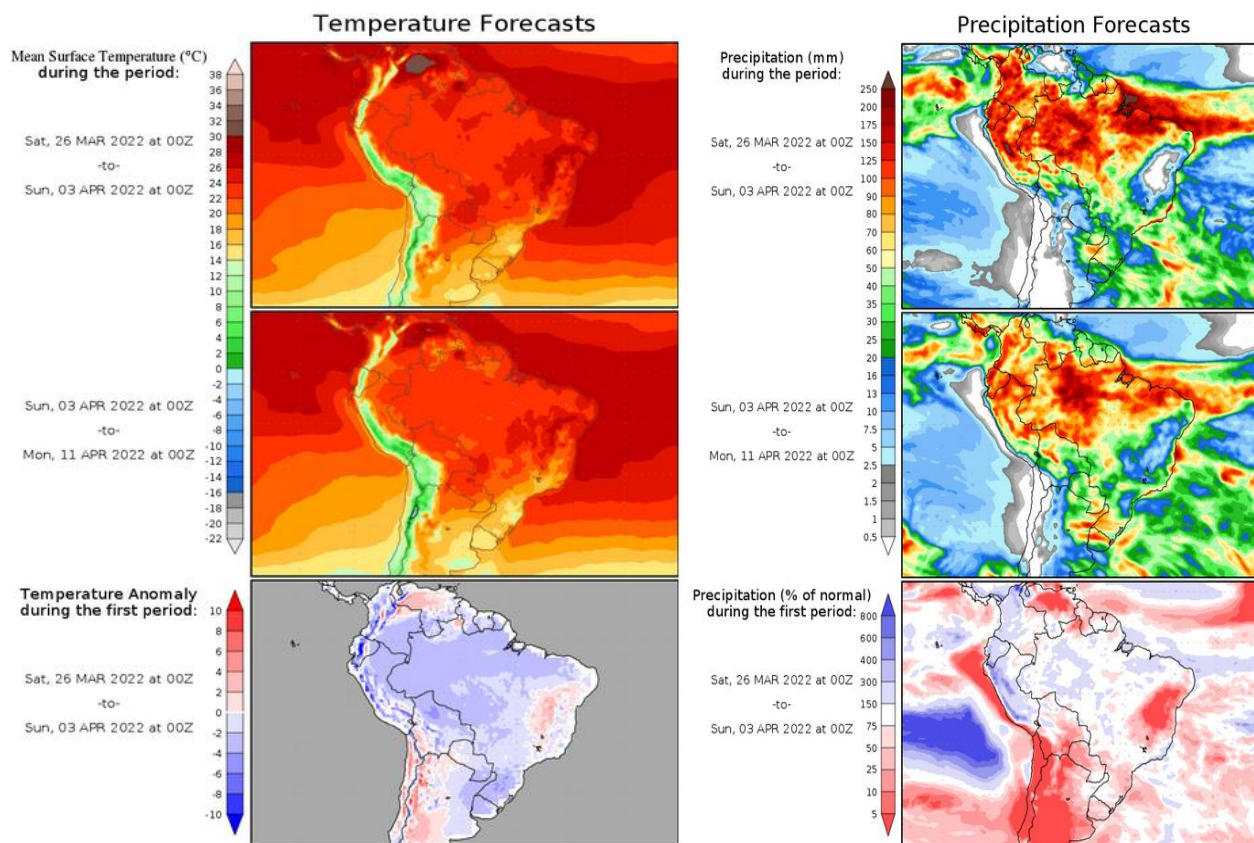


图 2-7：未来两周南美天气及异常

数据来源：World Ag Weather 方正中期研究院整理

三、贸易环节—美豆可销售量所剩无几，巴西大豆出口供应预期下降

1、美国大豆可销售量所剩无几

美国农业部周度出口销售报告显示，美国对中国(大陆)大豆出口销售总量同比减少 22.7%，前一周是同比减少 22.8%。截止到 2022 年 3 月 17 日，2021/22 年度(始于 9 月 1 日)美国对中国(大陆地区)大豆出口装船量为 2,579 万吨，去年同期为 3,472 万吨，同比下降 25.72%。当周美国对中国装运 16 万吨大豆，前一周对中国装运 37 万吨大豆。迄今美国对中国已销售但未装船的 2021/22 年度大豆数量为 193 万吨，高于去年同期的 112 万吨。2021/22 年度迄今为止，美国对华大豆销售总量(已经装船和尚未装船的销售量)为 2,772 万吨，同比减少 22.7%，上周是同比减少 22.8%，两周前同比减少 23.7%。2022/23 年度美国对华销售的大豆数量为 562.6 万吨，比一周前减少 1.3 万吨。美国农业部在 2022 年 3 月份供需报告里预计 2021/22 年度中国大豆进口量预计为 9400 万吨，低于 2 月份预测的 9700 万吨，较 2021/22 年度的 9976 万吨降低 5.77%。

美国农业部发布的压榨周报显示，截至 2022 年 3 月 18 日的一周，美国大豆压榨利润较一周前下滑 8.96%，比去年同期提高 88%。由于美国大豆榨利丰厚，当地油厂与出口商竞争豆源，造成美国大豆出口预期下降，3 月 USDA 报告显示美国大豆 21/22 年初出口预计为 5688 万吨，较去年同期的 6152 万吨减少 464 万吨。

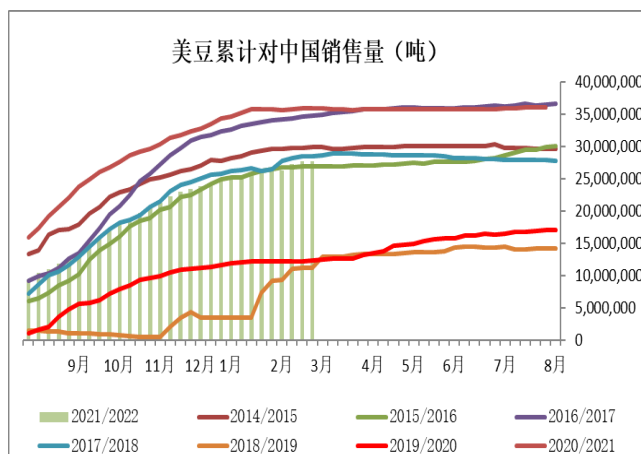


图 2-8 美豆累计对中国销售量

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

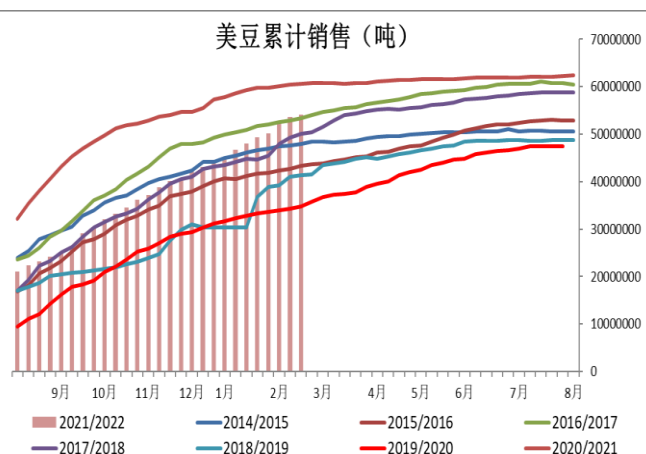


图 2-9 美豆累计销售量

资料来源：USDA、方正中期研究院整理

美国农业部发布的压榨周报显示，截至 2022 年 3 月 18 日的一周，美国大豆压榨利润较一周前下滑 8.96%，比去年同期提高 88%。由于美国大豆榨利丰厚，当地油厂与出口商竞争豆源，造成美国大豆出口预期下降，3 月 USDA 报告显示美国大豆 21/22 年初出口预计为 5688 万吨，较去年同期的 6152 万吨减少 464 万吨。

据美国油籽加工商协会数据显示，2021/22 年度美国大豆压榨量 105096.6 万蒲式耳，折合 2858.63 万吨大豆，同比增加 0.02%。

目前美豆累计销售量（含未装船量）5404 万吨，压榨量 2859 万吨，期初库存 699 万吨，产量 12071 万吨，综合估算剩余可压榨及销售量为 $699 + 12071 - 5404 - 2859 = 4506$ 万吨。按照 USDA 公布的预估数据显示，美国本年度大豆出口量为 5688 万吨，那么还剩余 284 万吨出口量，几乎是所剩无几，因此三季度之前全球大豆供应主要看巴西。

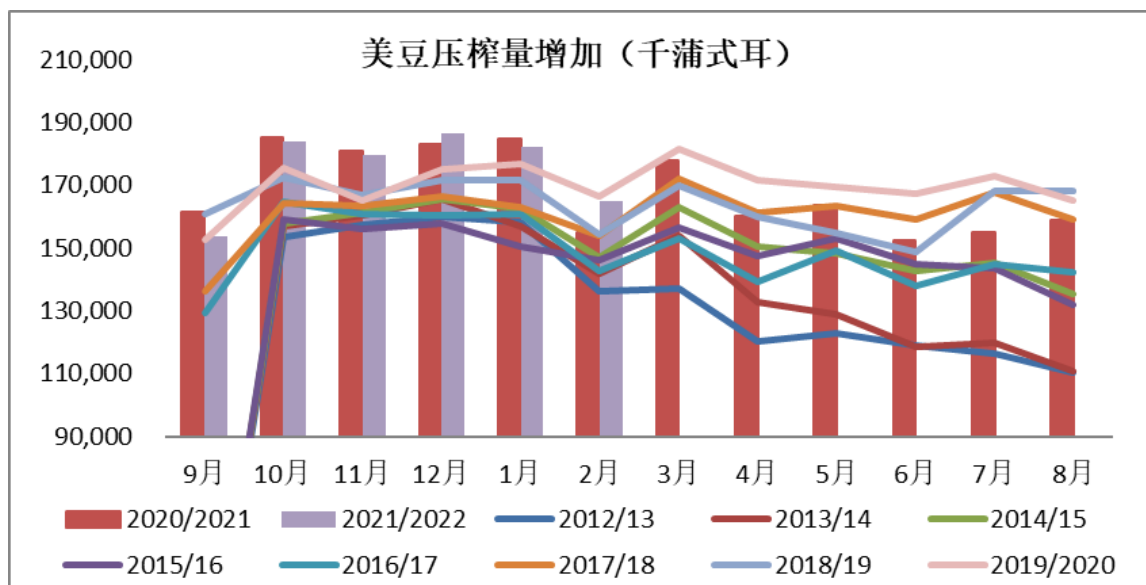


图 2-7: 美豆压榨量

数据来源: USDA 方正中期研究院整理

2、巴西大豆出口供应预期下降

3月 USDA 供需报告显示, 2021/22 年度, 巴西出口预估 8550 万吨, 较 2 月预估值的 9050 万吨减少 500 万吨, 较去年的 8165 万吨仅增加 385 万吨。

巴西全国谷物出口商协会 (ANEC) 称, 2022 年 3 月份巴西大豆出口量预计为 1290 万吨, 和一周前预估持平, 低于 2021 年 3 月份的 1491 万吨。ANEC 的数据显示, 今年 2 月份巴西大豆出口量为 911 万吨, 创下历史同期最高水平, 也高于去年同期的 551 万吨。今年 1 月份巴西大豆出口量为 228 万吨, 远高于去年 1 月份的 5.4 万吨。今年前三个月巴西大豆出口量估计为 2340 万吨, 高于上年同期的 2048 万吨。

海关数据显示, 2022 年前两个月中国从巴西进口的大豆达到 351 万吨, 较上年同期的 103 万吨提高 241%。去年初巴西遭遇降雨, 导致大豆收获延迟, 使得前两个月大豆出口量异常低。今年前两个月中国从美国进口 1004 万吨大豆, 较上年同期的 1190 万吨减少 16%。这是因为中国在去年底等待巴西大豆上市, 没有大量采购美国大豆。但是 12 月至 1 月份的干旱天气导致巴西大豆减产严重, 促使中国买家转向采购美国大豆。

由于受到减产的影响, 巴西大豆供应预期减弱, 4-9 月供应预期偏紧。

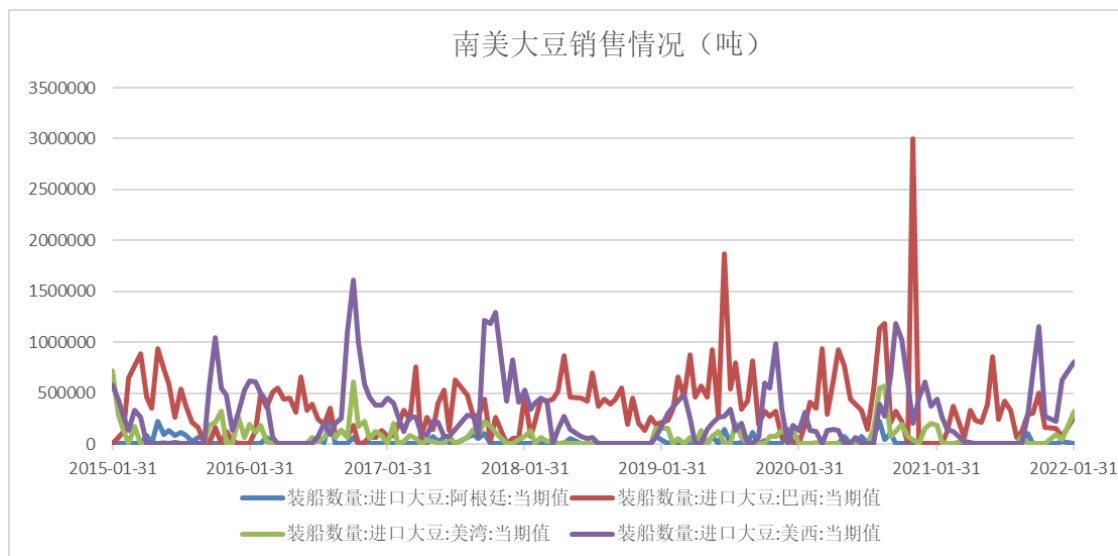


图 2-8：南美大豆销售数据

数据来源：商务部、方正中期研究院整理

四、国内大豆及豆粕市场—大豆、豆粕库存大幅下降，供应紧张态势难改

国内豆粕价格在春节后一举突破 3300-3500 元/吨的震荡区间，随后则是一路上涨，上涨到了 4400 的高位。目前主力 05 合约已经刷新 2008 年的 4361 元/吨和 2012 年的 4369 元/吨的历史高位。豆粕现货价格也一举突破 5000 的历史高位。豆粕价格上涨的主要逻辑点在于供给短缺的预期落地转为现实。造成全球范围内的油籽短缺，并且这种供应短缺情况上半年难以改变。国内大豆到港量及库存非常低。而目前生猪存栏量受到养殖惯性的影响，三季度之前存栏难有较大降幅，蛋白饲用需求回调有限。由于加拿大菜籽同样出现大幅减产、俄乌局势也造成菜籽类出口紧缺，菜粕走势更强过豆粕。目前豆菜粕利多持续支撑，短期双粕还将继续走强。

由于产地本身压榨利润丰厚，本地压榨和出口竞争大豆，高价加上农户惜售，卖量被本地压榨快速吸收大半，国内下游亏损，对高价敏感，不愿积极拿货，榨厂整体陷入两难境地，采购速度明显偏慢。产地惜售加榨利持续差，今年传统旺季暂时看不到大的到港，尽管 5-7 月到港有增量，但同比去年减少 420 万吨左右。2022 年 3 月 18 日当周，全国港口大豆库存为 247.34 万吨，同比去年减少 203.96 万吨，减幅 45.19%。豆粕库存为 32.16 万吨，同比去年减少 49.35 万吨，减幅 60.54%。截至 3 月 15 日，我国菜籽库存 16.3 万吨，去年同期为 36.6 万吨，同比减少 55%。由此可见，国内油籽库存已经到达历史极低值，受到南美减产、加拿大菜籽减产的影响，短期供应紧缺的情况难以扭转。

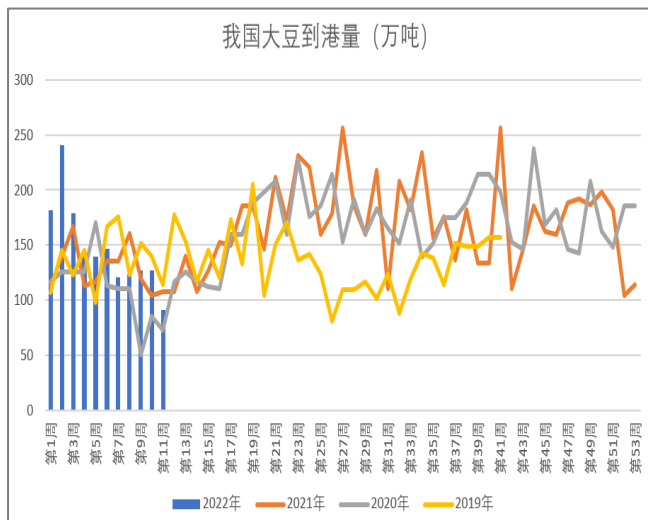


图 2-9：中国大豆到港预估

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理

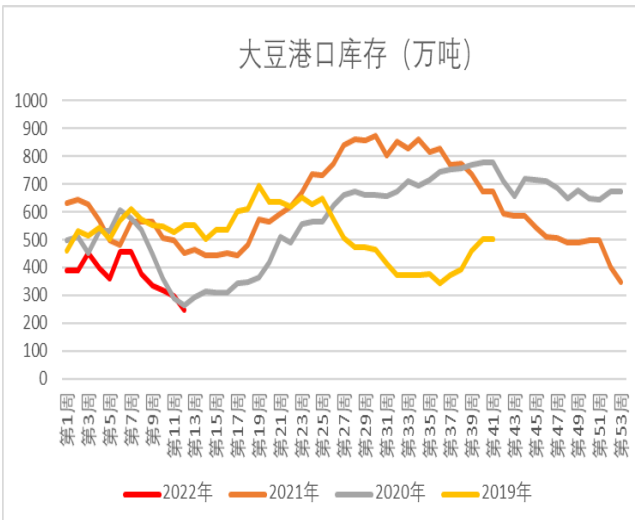


图 2-10：国内沿海港口大豆库存

数据来源：Mysteel、方正中期研究院整理



图 2-11：国内沿海油厂开机

数据来源：Mysteel



图 2-12：国内沿海油厂豆粕库存

数据来源：Mysteel



图 2-13: 进口大豆压榨利润

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

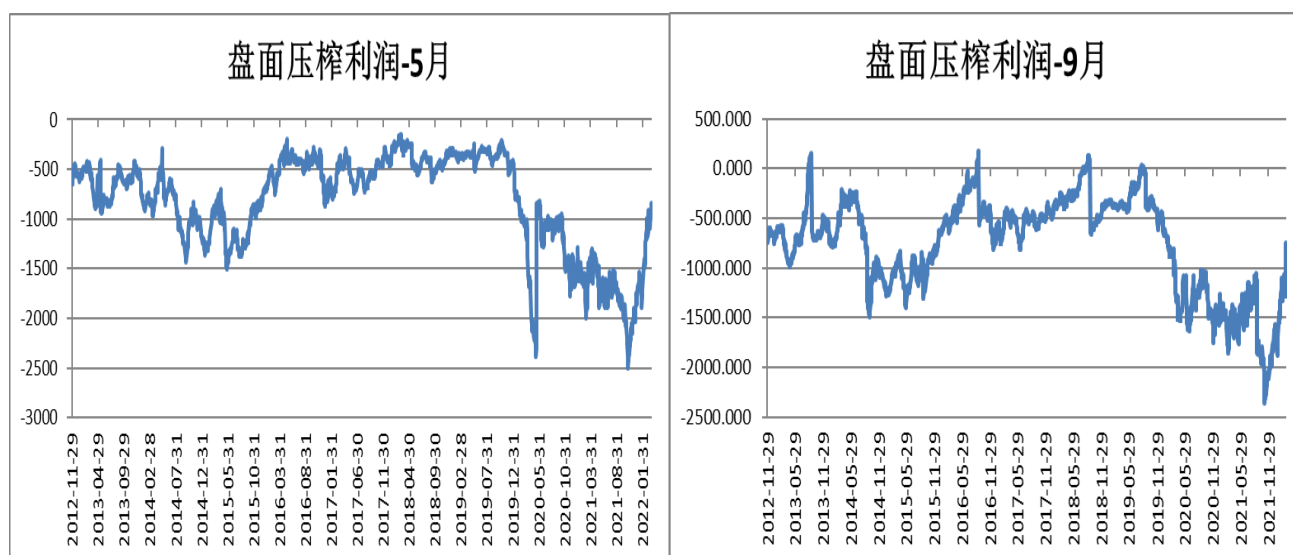


图 2-14: 连盘 05 盘面压榨利润

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

图 2-15: 连盘 09 盘面压榨利润

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

五、国内豆粕市场需求—饲料养殖需求依旧强劲

养殖产能高位相对支撑仍然存在，不过利润持续收缩的影响预期也将逐步显现。参照国家统计局的生猪以及家禽存栏数据来看，今年养殖规模相比去年增长毋庸置疑，国家统计局数据来看，2021 年末，全国生猪存栏 44922 万头，同比增长 10.5%，其中能繁殖母猪存栏 4329 万头，同比增长 4.0%，分别达到 2017 年末的 101.7%和 96.8%；2021 年末全国家禽存栏 67.9 亿只，同比增长 0.1%。同时我们从饲料数据也能得到印证。据饲料工业协会样本企业数据测算，

2022 年 1—2 月，全国工业饲料总产量 4384 万吨，同比增长 3.5%。从品种看，猪饲料产量 2126 万吨，同比增长 2.9%；蛋禽饲料产量 525 万吨，同比下降 0.9%；肉禽、水产、反刍动物饲料产量分别为 1265 万吨、167 万吨、251 万吨，同比分别增长 4.2%、31.3%、3.7%。不过一季度饲料价格的大幅上扬加快了养殖利润收敛速度，很有可能会加剧养殖产能速度，这个影响我们预期二季度将逐步显现。博亚和讯的数据显示，一季度自繁自养以及外购仔猪养殖利润基本处于亏损态势，且亏损幅度有进一步扩大的倾向，3 月底自繁自养生猪养殖利润为-549 元/头，外购仔猪养殖利润为-287 元/头，亏损幅度较年初有所扩大；一季度肉禽的养殖利润基本也在盈亏平衡线挣扎，3 月底养殖利润为-0.85 元/羽，817 肉杂鸡的养殖利润为-1.06 元/只，肉鸭的养殖利润为-1.15 元/只，整体养殖利润亏损幅度较年初都有所扩大；蛋鸡由于去产能速度快于其他，养殖利润表现略好，但是也没有摆脱盈亏平衡表摇摆的情况。养殖利润的恶化必然会向养殖产能缩减传导，同时叠加生猪存栏见顶预期，我们认为相对影响在二季度将有所显现。

受原料价格高企，养殖产品价格低迷影响，目前下游采购不积极，远月采购非常稀少，随采随用为主，但是受到养殖惯性的影响，目前生猪存栏依旧位于历史高位，并且前 30 大养殖企业本年度计划生猪出栏数量几乎都是增加的。尽管下游养殖企业通过减少生猪蛋白摄入量降低豆粕消费，但对于豆粕需求影响有限，相比于国内 50%左右降幅的豆粕来说，供需偏紧态势难以扭转。

表 2-3 2022 年 1—2 月全国工业饲料生产情况

项目	总产量	配合饲料	浓缩饲料	添加剂预混合饲料
2022 年 1 月（万吨）	2409	2212	129	57
2022 年 2 月（万吨）	1976	1826	108	34
2022 年 1—2 月合计（万吨）	4384	4038	237	92
累计同比变化（%）	3.5	5.2	-13.6	-13.5

数据来源：饲料工业协会

表 2-4 2022 年 1—2 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
2022年1月(万吨)	1202	293	653	87	146	10	18
2022年2月(万吨)	924	232	612	80	106	7	13
2022年1—2月合计(万吨)	2126	525	1265	167	251	17	31
累计同比变化(%)	2.9	-0.9	4.2	31.3	3.7	3.2	-19.4

数据来源：饲料工业协会

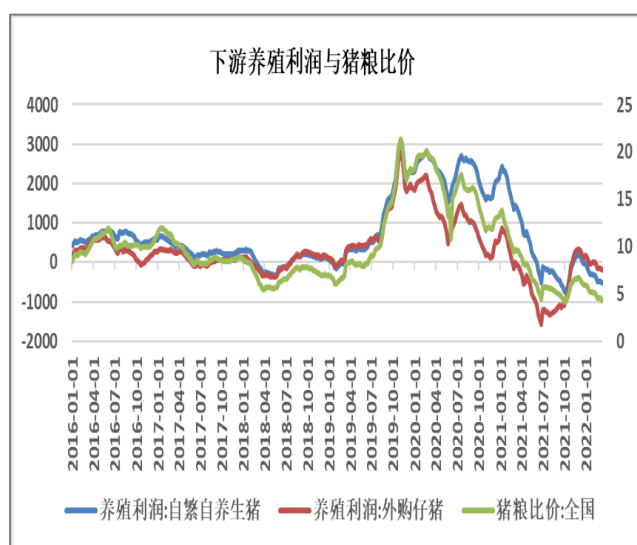


图 2-16: 全国生猪及能繁母猪存栏量变化

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

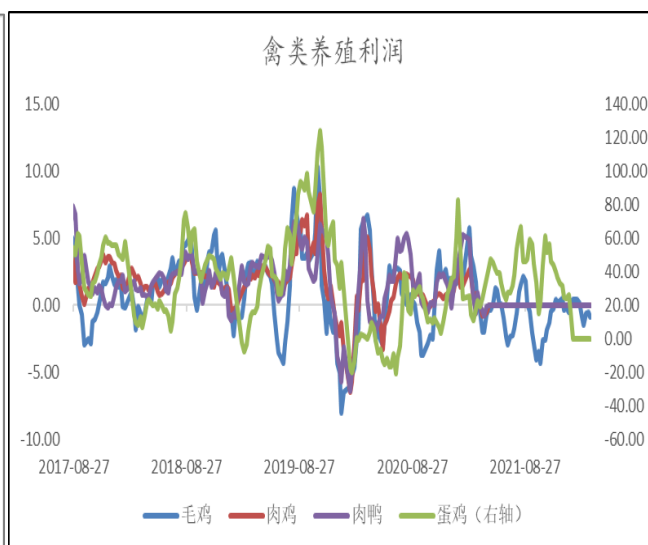


图 2-17: 中国肉鸡月度出栏量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

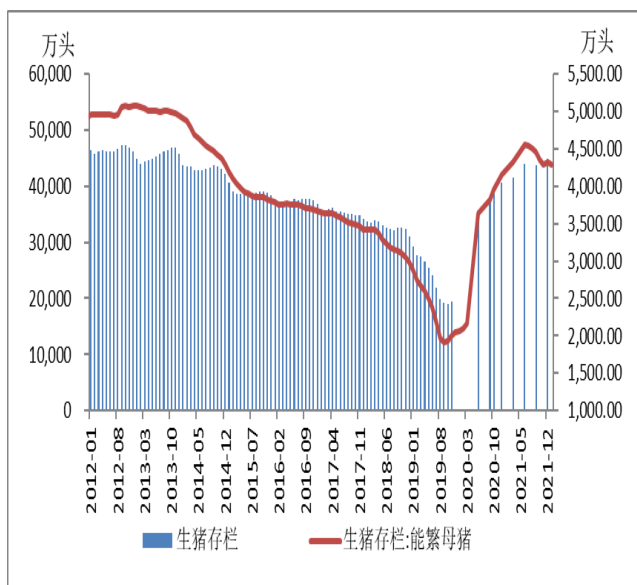


图 2-16: 全国生猪及能繁母猪存栏量变化

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

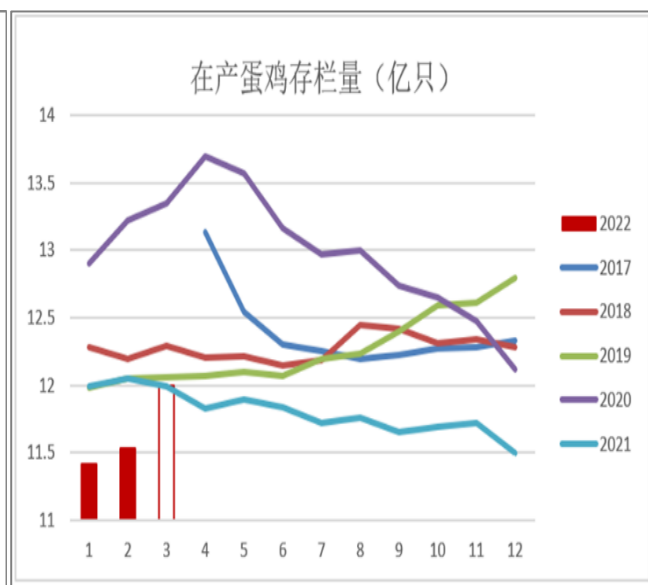


图 2-17: 中国肉鸡月度出栏量

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

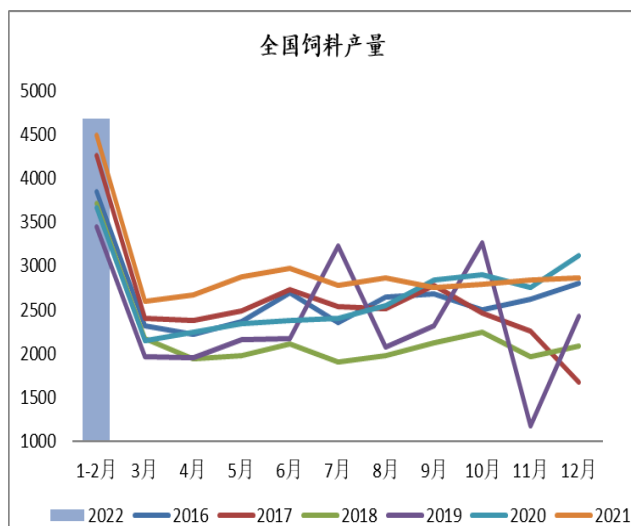


图 2-18： 全国饲料产量

数据来源：同花顺，方正中期期货研究院整理

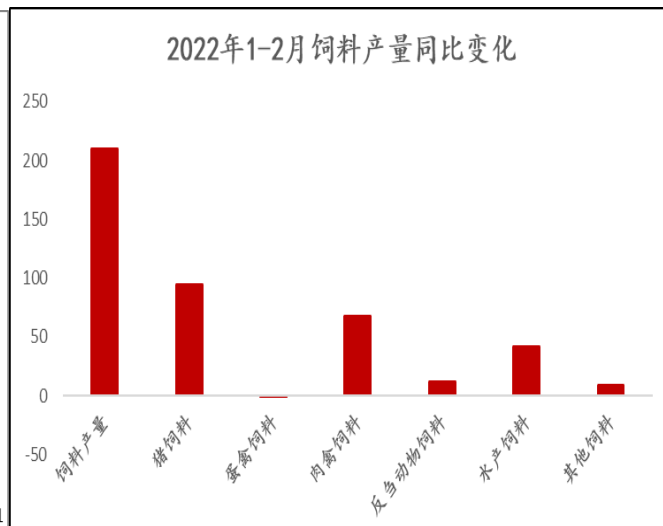


图 2-19： 饲料产量变化情况

数据来源：wind，方正中期期货研究院整理

第三部分 基金持仓分析

从美豆基金持仓表现来看，自 2021 年 11 月上旬以来，CBOT 大豆非商业净多头持仓大幅增加，非商业净多持仓从 2.8 万张急剧上升至 2 月初的 20 万张，截至 3 月 22 日依旧保持在 22 万张的历史极高值；CBOT 豆粕市场方面，自 2021 年 10 月中旬开始非商业净多持仓由负转正，并于 2 月初非商业净多持仓增加至 10 万张，截至 3 月 22 日依旧维持在 13 万张的历史极高值。目前多头资金依旧非常强势。目前南美大豆减产预期落地转为现实，我国大豆及豆粕库存处于历史极低值，国家油籽价格预计易涨难跌，多头情绪还将持续，从而进一步推动美豆及美豆粕价格上行。资金面因势而变，仅作为行情判断的辅助指标。

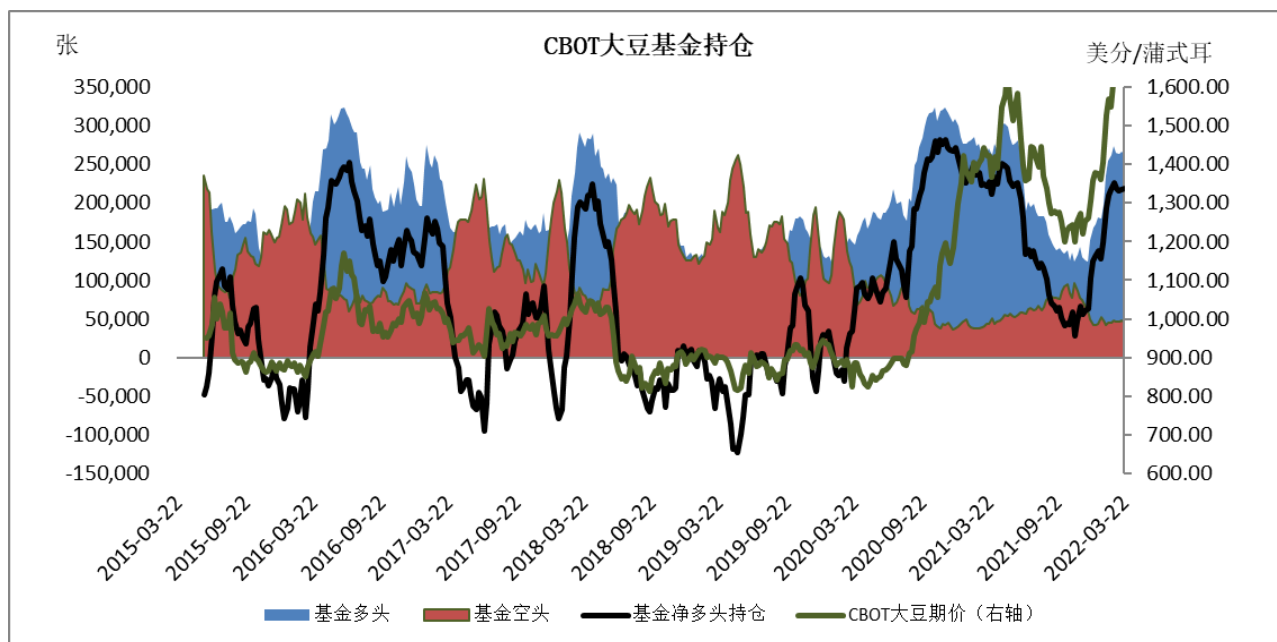


图 3-1: CBOT 大豆基金持仓

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

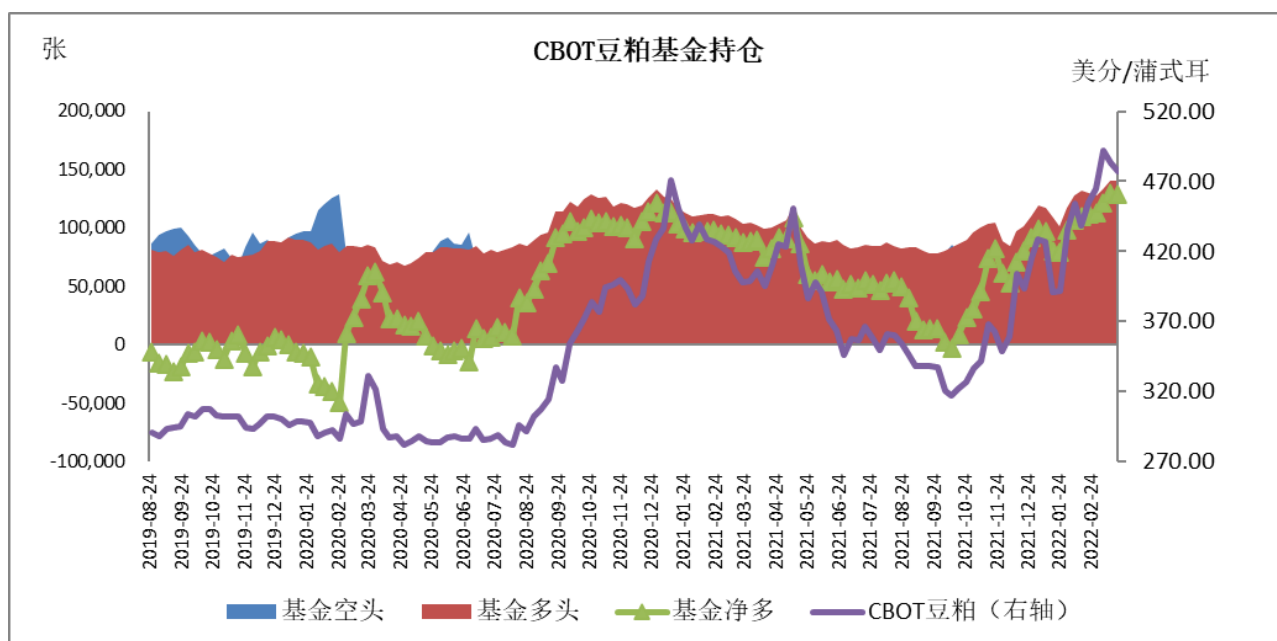


图 3-2: CBOT 豆粕基金持仓

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

第四部分 套利机会分析

一、油粕比-关注油粕比高位做空机会

一季度，05 合约和 09 合约油粕比走势相似，均呈现出先抑后扬再抑的走势，整体表现为油较于粕弱。一季度油脂走势受到原油的带动，三大油脂中棕榈油领涨领跌。3 月初原油大幅拉涨，带动油脂强于蛋白粕。除此阶段以外，市场均表现为粕强于油脂。主要原因在于南美大豆减产、加拿大油菜籽减产，使得全球范围内的油籽供应紧张。而油脂方面，随着马来西亚劳工问题逐步解决，市场预期油脂供应朝向偏宽松发展。目前油粕逻辑走势依旧不变，油脂供应随着棕榈增产周期的到来而逐步转向宽松，而蛋白粕的问题则在美国大豆、加拿大菜籽上市之前预计将持续维持偏紧态势。5 月和 9 月油粕比预计还将继续走弱。

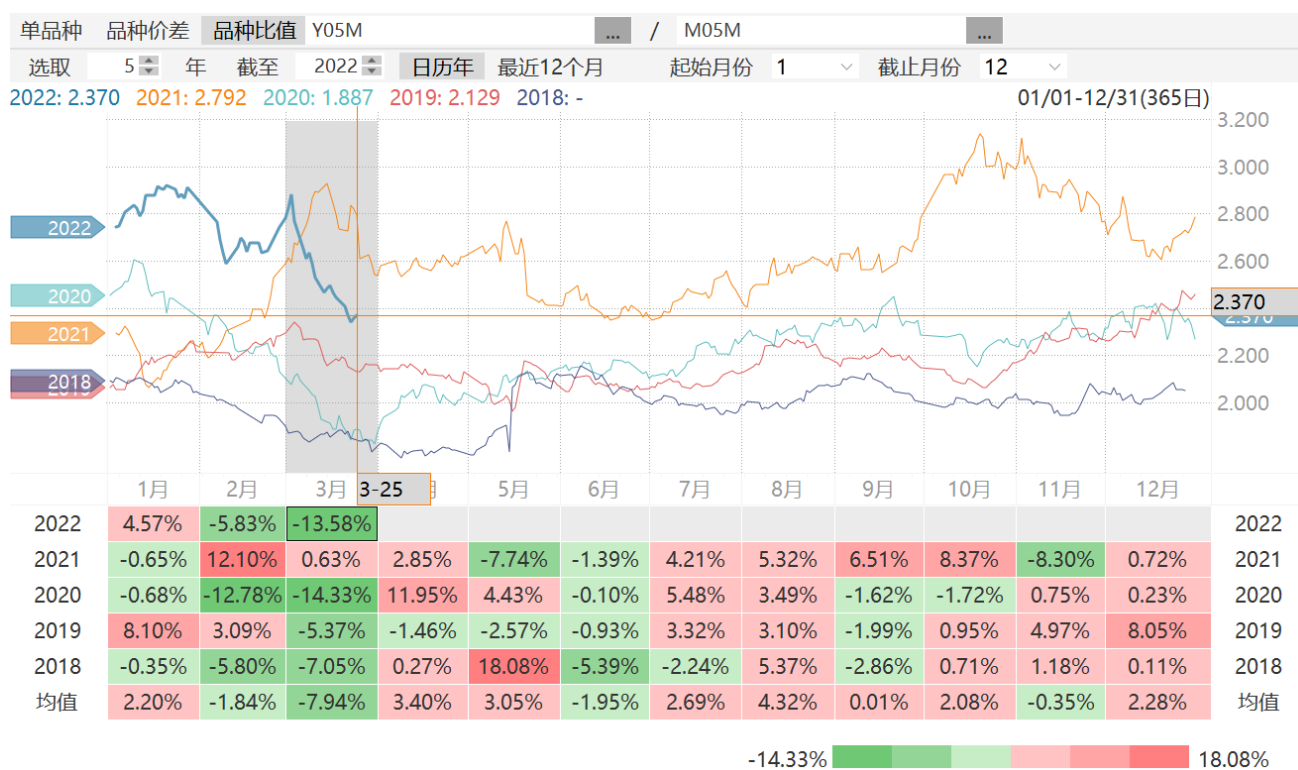


图 4-1 5 月合约豆油粕比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

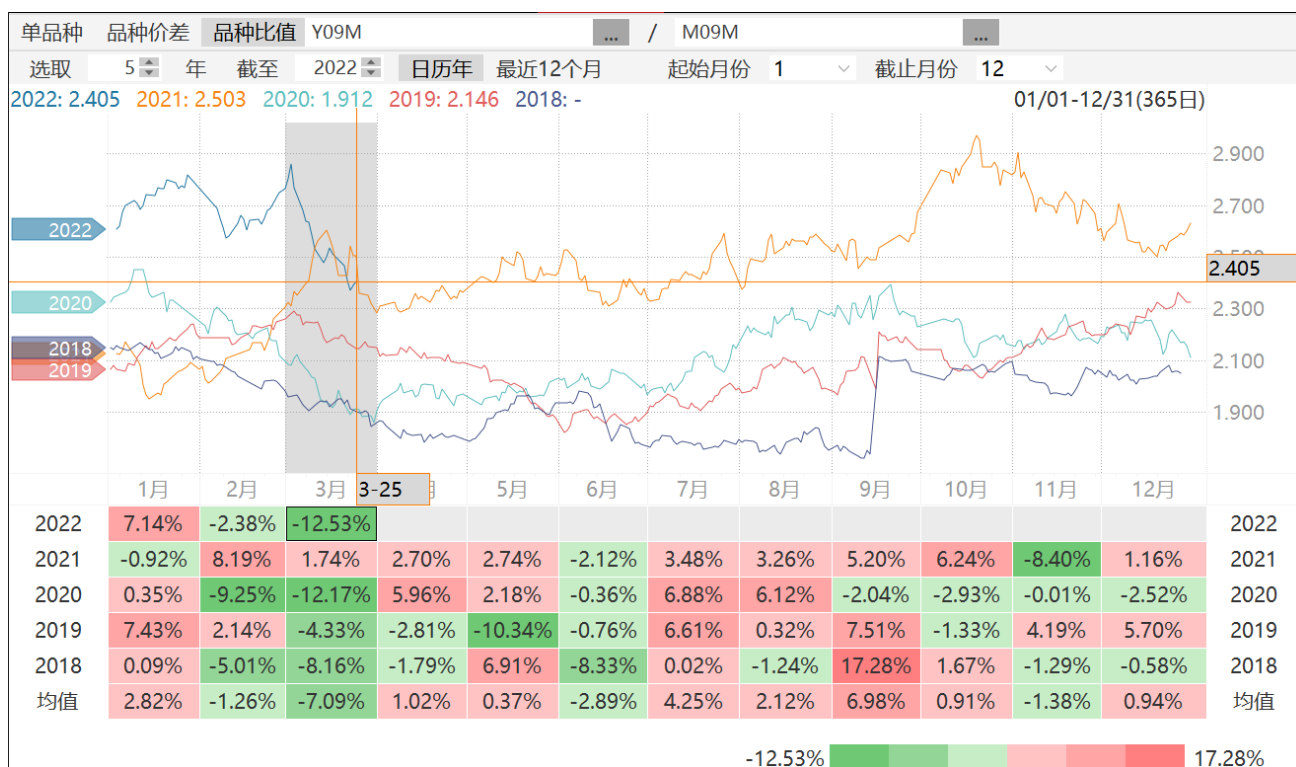


图 4-2 9 月合约豆油粕比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

二、豆菜粕价差-5 月、9 月豆菜粕价差预计还会继续走弱

豆菜粕价差创历史新低。双粕尤其是菜粕涨势较猛，主要逻辑在于供应短缺近期无解。俄乌冲突、南美豆减产、加菜籽减产等因素导致全球范围内的油料供应偏紧。大豆方面，南北美主产区大豆榨利较好，当地油厂和出口商竞争激烈，致使美豆报价居高不下，同时造成我国大豆到港及装船进度缓慢。目前南美豆正值上市季节，4 月份南美豆到港短时间内会一定程度上缓解国内豆粕的供应。相比于豆粕而已，菜籽供应紧张已成定局，上半年难以有效缓解。菜籽方面，12 月底加拿大菜籽库存 760 万吨，加菜籽每月压榨量及出口大致 110 万吨左右，预计 7 月份加菜籽库存几近见底。我国进口菜籽利润倒挂，油厂买船不积极，可交割菜粕数量较少。到 2301 合约进口颗粒粕才可以进行交割。目前豆菜粕主力 5 月合约盘面价差在 137 元/吨，9 月豆菜粕价差在 246 元/吨，处于历史极值。从供给角度来看，5 月和 9 月合约豆菜粕价差大概率还会继续走弱。从现货价格消费来看，6-10 月为水产养殖旺季，而菜粕有近一半用于淡水养殖消费，因此 9 月份之前菜粕走势预计更强。从 1 月合约豆菜粕价差可以看到处于 844 的高位，因为加拿大菜籽和美国大豆基本均在 10 月以后上市，豆菜粕价差处于正常替代的供应逻辑。豆粕不管从蛋白含量还是毒素方面均优于菜粕，除淡水养殖有一定的菜粕刚需以外，

在豆粕同等价格的情况下，绝大部分下游企业是会倾向于购买豆粕。现货菜粕高于豆粕的情况可能不会出现，即便出现也会是昙花一现而已。

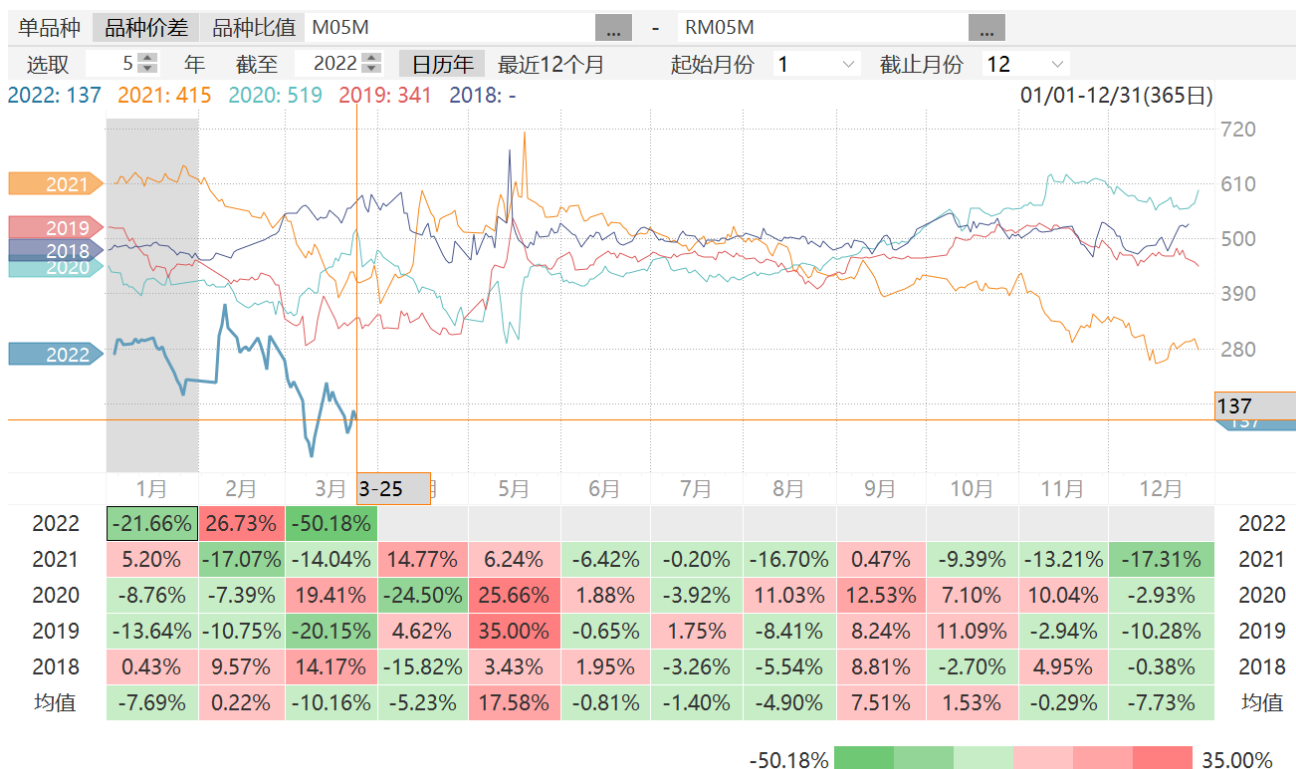


图 4-3 豆粕 5 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

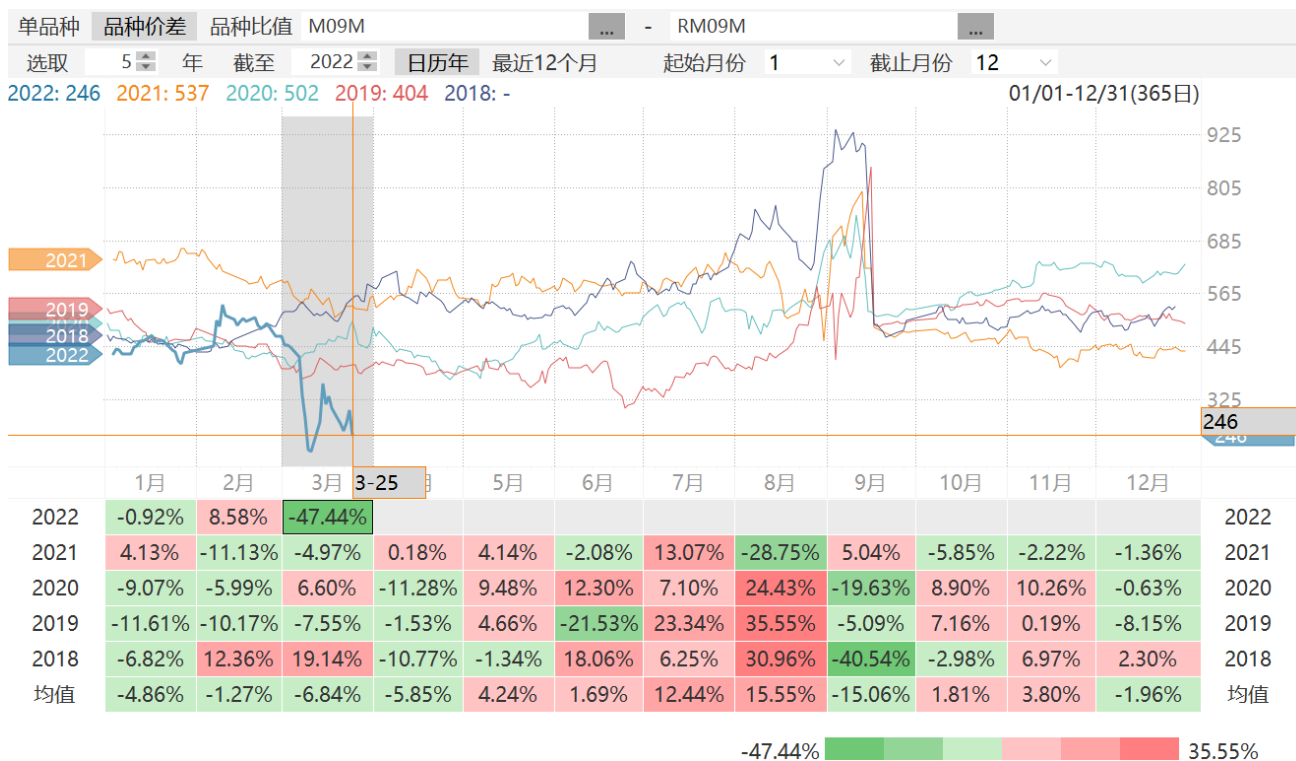


图 4-3 豆粕 9 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

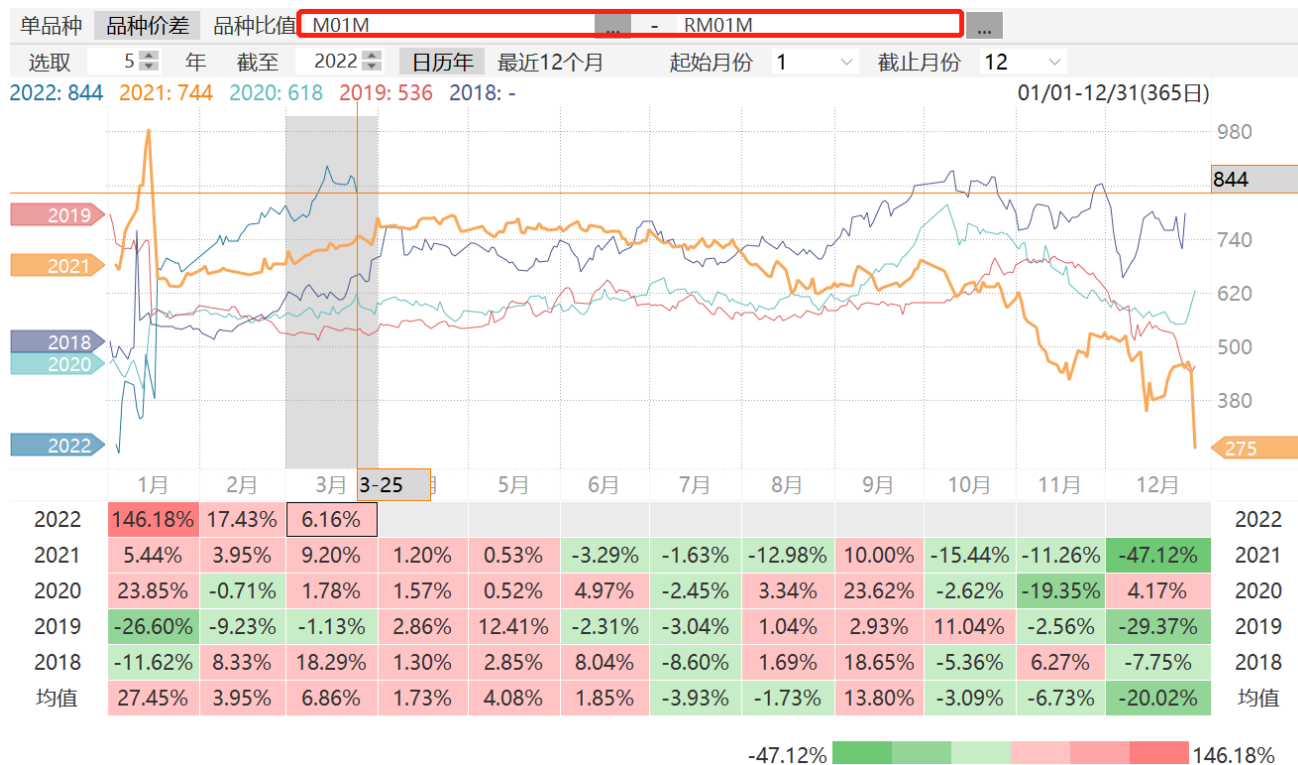


图 4-3 豆粕 1 月价差

资料来源: wind、方正中期研究院整理

第五部分 豆粕供需平衡表预测及解读

表 4：国内豆粕供需平衡表

我国豆粕供需平衡表（万吨，10月至次年9月）					
10月-9月	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
年初库存	377.1	357.9	178.9	114.2	32.5
产量	7145	6480	7210	7621	7910
进口量	2	1	5.3	7.3	7
年度总供给	7524.1	6838.9	7394.2	7742.5	7949.5
饲料消费	6850	6380	6980	7405	7620
其他消费	200	200	210	220	220
年度国内消费	7050	6580	7190	7625	7840
出口量	116.2	80	90	85	80
年度总消费	7166.2	6660	7280	7710	7920
年末库存	357.9	178.9	114.2	32.5	29.5
年末库存/消费量（%）	4.99	2.69	1.57	0.42	0.37

数据来源：汇易网，方正中期研究院整理

2021/22 年度我国豆粕市场供需更为紧张，受到南美大豆减产的影响，大豆、国际蛋白粕及油脂价格拉涨，产区油厂榨利丰厚与出口商竞争豆源，并且我国油厂买船不积极，导致我国大豆进口到港量大幅减少，油厂开机率下滑，大豆及豆粕库存大幅下降。期初库存预估值为 32.5 万吨，较去年同期大幅减少 81.7 万吨。而受到养殖周期惯性的影响，生猪存栏位于高位，饲用消费在本市场年度较去年预计并无下降。南美豆减产将会持续以影响二、三季度油籽供应，国内大豆、豆粕供给短缺情况势必难以扭转，本年度豆粕供需紧张态势还将持续。

第六部分 主要结论及操作建议

一、综合分析及操作建议

豆类市场价格交易逻辑主要在于全球范围内的油籽供应紧缺，二季度面临着南美大豆集中收获上市，但由于拉尼娜的影响，巴西南部、阿根廷、巴拉圭大豆出现明显的减产，远低于此前预期。美国由于其国内榨利丰厚，需求旺盛，致使美国大豆出口销售大幅下滑。此外俄乌两国同为油脂油料出口大国，两国出口受限进一步使得全球大豆供应由宽松转为紧张，将会持续影响三季度之前全球油籽的供应。USDA2 月论坛预估 22/23 年度美国大豆种植面积 8800 万英

亩，低于业界平均预估的 8920 万英亩，播种面积并无明显改善。后期需关注天气题材影响，美豆市场价格大概率呈现先抑后扬走势。

美豆持续性的走强带动了我国大豆进口完税价的高企，我国是主要的大豆进口国，进口大豆到港量同比大幅下滑，造成国内大豆及豆粕库存同比均大幅下降。产地惜售加国内买船不积极，今年传统旺季暂时看不到大的到港量，5-7 月到港同比去年减少 420 万吨左右。需求方面，生猪养殖周期存在惯性，能繁母猪的产能优化以及生猪存栏居高不下，尽管生猪出栏体重及饲料蛋白含量人为调降，但高存栏背景下，上半年饲用需求回调有限。国内大豆及豆粕供应偏紧格局短期难以改变，国内进口大豆及豆粕价格也将易涨难跌。后期需重点关注中国大豆采购节奏、阿根廷大豆收割期天气、北美大豆种植及播种进度影响。

豆粕目前价格处于历史高位，二季度行情预计依旧易涨难跌。尽管 4-7 月进口大豆预计有所增加，但同比依旧大幅下降。由于油厂目前压榨的是节前采购的大豆，而节后大豆价格大幅上涨，油厂盘面榨利亏损，远月大豆买船不积极。低库存预计在二三季度成为常态，目前大豆、菜籽及豆粕库存同比下降均在 50% 左右。由此可见，国内油籽库存已经到达历史极低值，受到南美减产、加拿大菜籽减产的影响，短期供应紧缺的情况难以扭转，盘面预计还将继续走强。豆粕 05 合约 M2205 合约突破 4000 以后，在 4100-4250 区间蓄力调整后进一步上探 4500 位置。预计在 4250 附近震荡调整后还将继续上突至 4500-4800 元/吨，以修复近千元的基差。

操作策略：三季度之前供需矛盾难以扭转，M2209 合约同样看涨，操作上 M2205 和 M2209 均可考虑于 3950-4100 区间逢低买入为主；期权策略面，近月 05 合约继续以买入看涨期权为主，考虑操作 M2205-C-3700。

风险点：生猪产能加速出清。



图 6-1 豆粕加权价格走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

二、企业套保策略

当前全球大豆市场供需偏紧持续，基本面整体利多，短期供需紧张态势难以扭转，预计 5 月和 9 月豆粕期货还将继续走强，下游企业可以考虑于 3950-4050 元/吨逢低买入为主。

目前基差处于历史高位，预计基差走弱，由于现货基本面强劲，大概率以期货向上靠拢现货走势为主。可以考虑做空基差。近月合约基差合同未点价的，可以考虑 3950-4150 逢低点价，不要赌后市行情。油厂方面，可以考虑先卖出基差，等待基差利润回归后，再对原料端进行套保锁价。

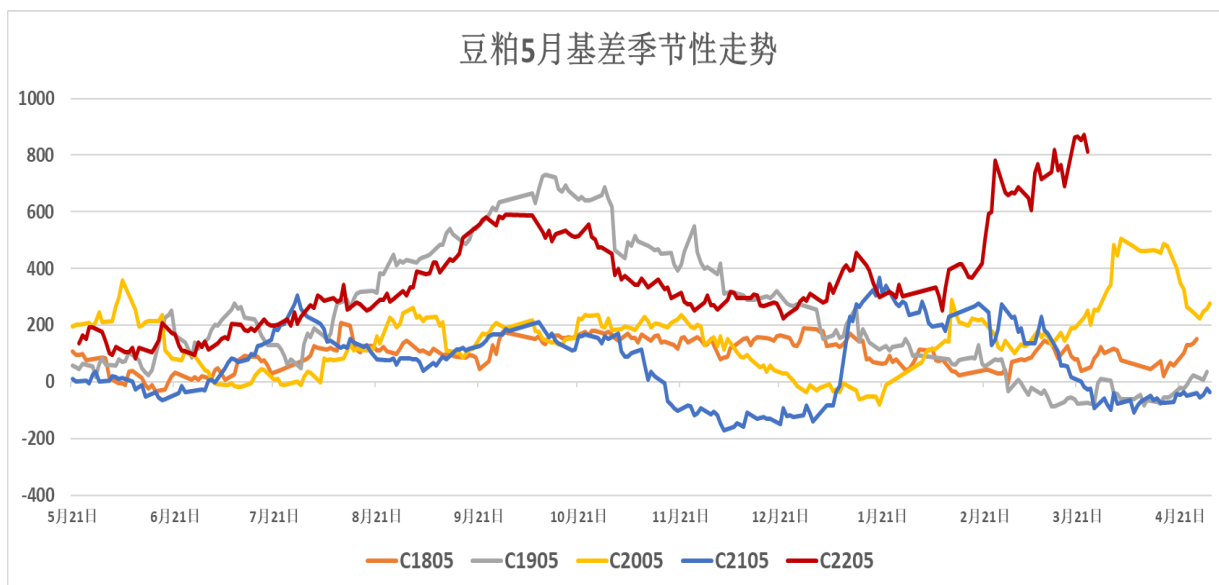


图 6-2 豆粕 5 月合约基差季节性走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

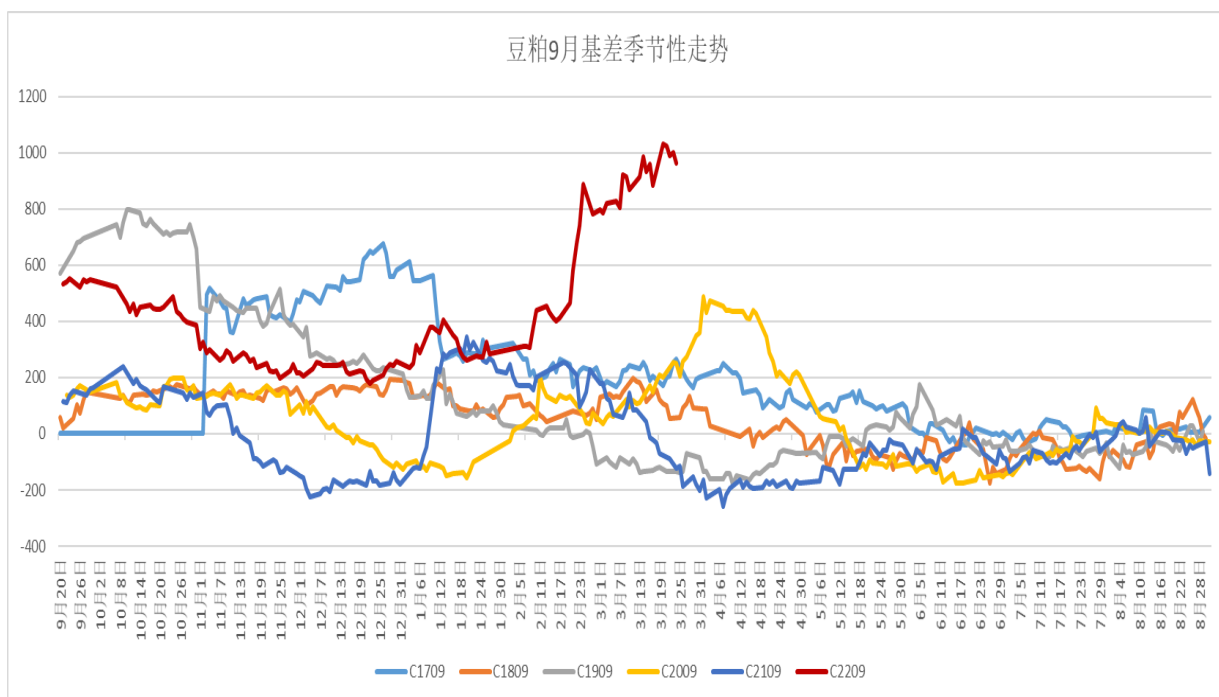


图 6-3 豆粕 9 月合约基差季节性走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

三、豆粕指数季节性分析

从豆粕期货市场历年价格走势来看，选取 2017 年到 2022 年豆粕期货指数价格进行统计分析，得到月度涨跌概率中，3 月份上涨概率最大；10 月份和 11 月份下跌概率最大。4-9 月份即美国大豆上市之前是季节性上涨周期。

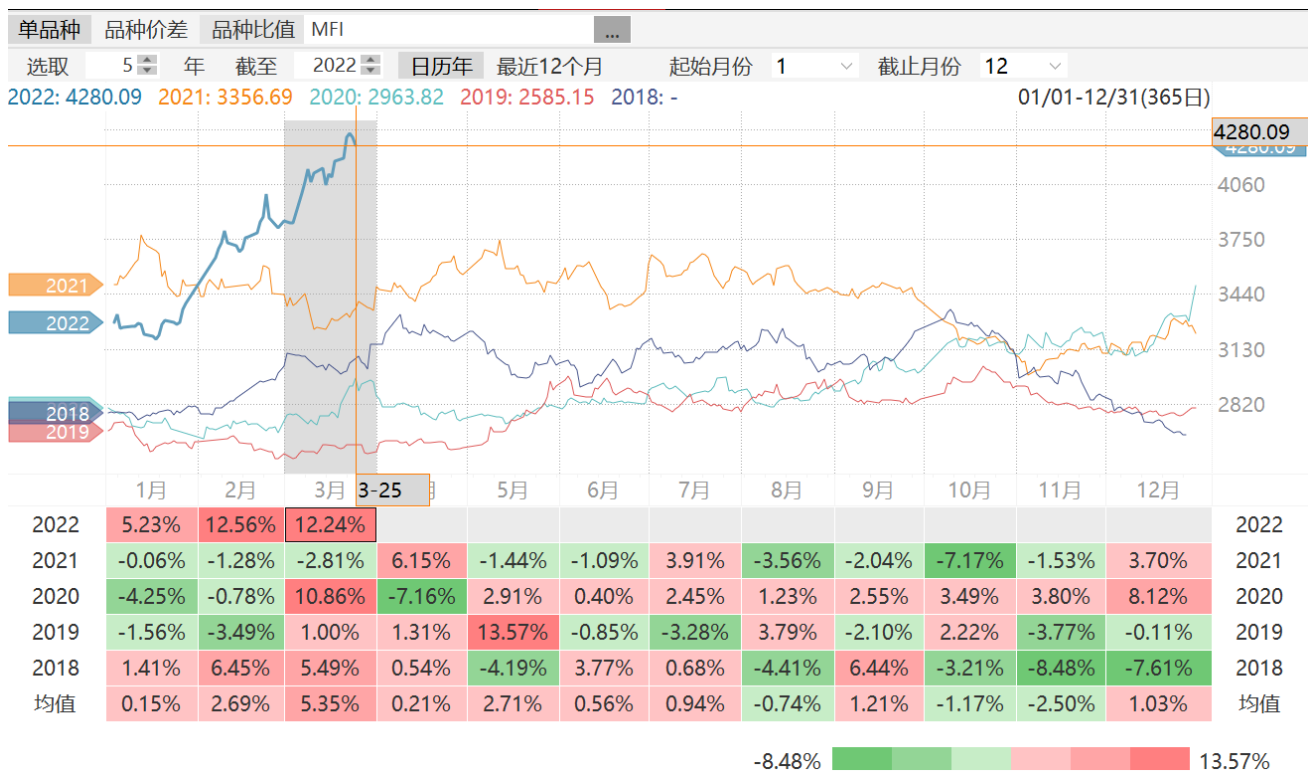


图 6-4：豆粕指数季节性走势

资料来源：博易大师、方正中期研究院整理

四、期权策略

截止至 2022 年 03 月 25 日，标的 20 日、40 日、60 日和 120 日历史波动率分别为 26.88%、31.01%、27.73%和 24.78%。202205、202207、202208、202209、202211、202212、202301 和 202303 期权隐含波动率分别为 39.48%、31.88%、30.63%、26.49%、24.31%、23.73%、23.18% 和 21.06%。

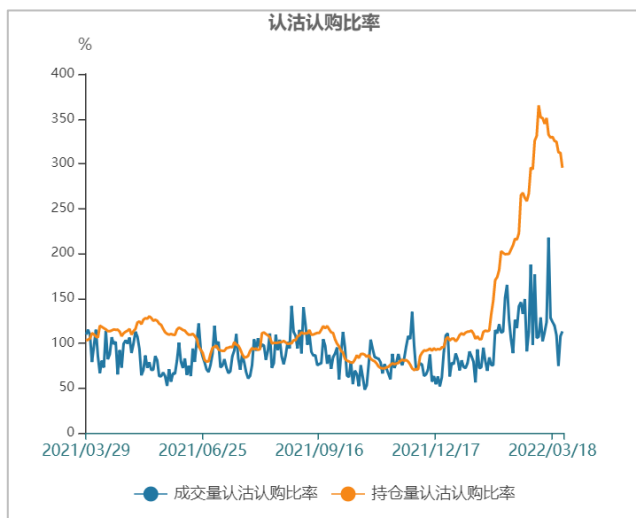


图 6-5: 豆粕期权认沽认购比率

数据来源: Wind、方正中期研究院

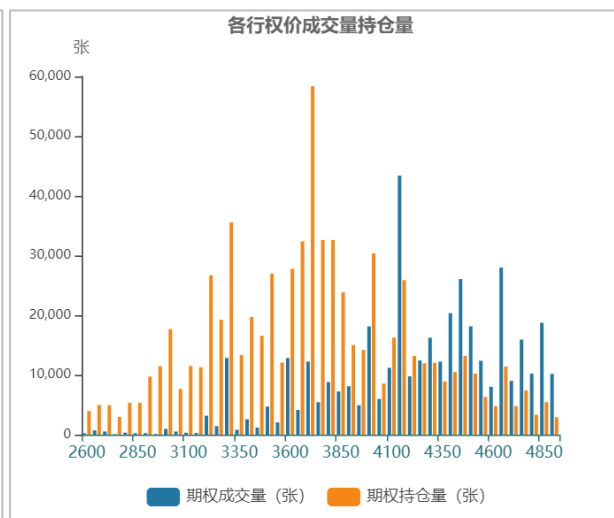


图 6-6: 各行权价成交量持仓量

数据来源: Wind、方正中期研究院



图 6-7: 豆粕期权历史波动率

数据来源: Wind、方正中期研究院

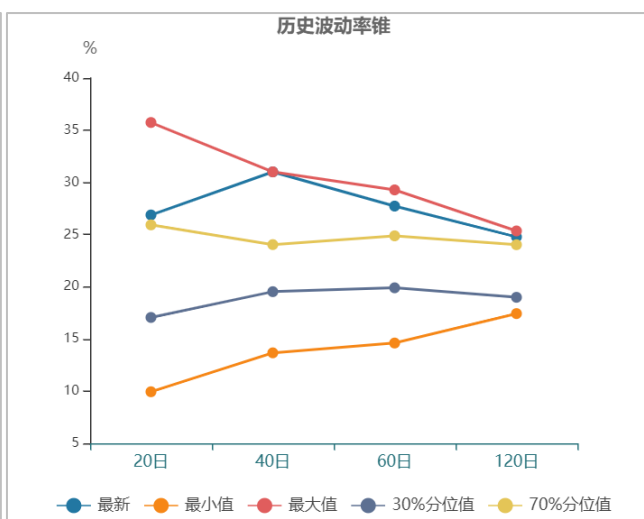


图 6-8: 豆粕期权历史波动率锥

数据来源: Wind、方正中期研究院

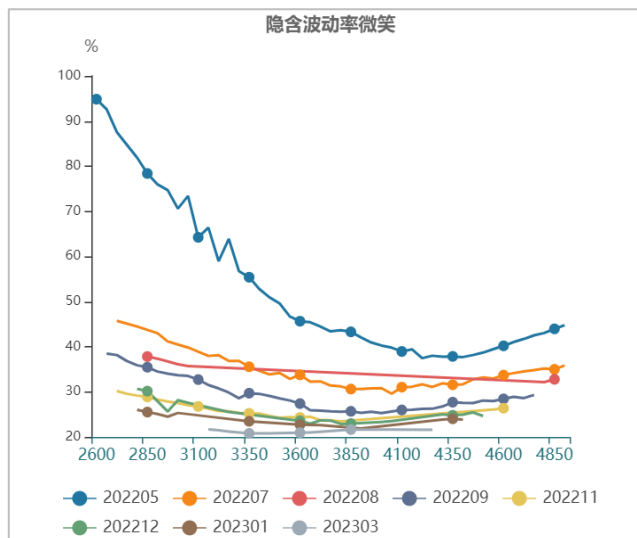


图 6-9: 豆粕隐含波动率微笑
数据来源: Wind、方正中期研究院

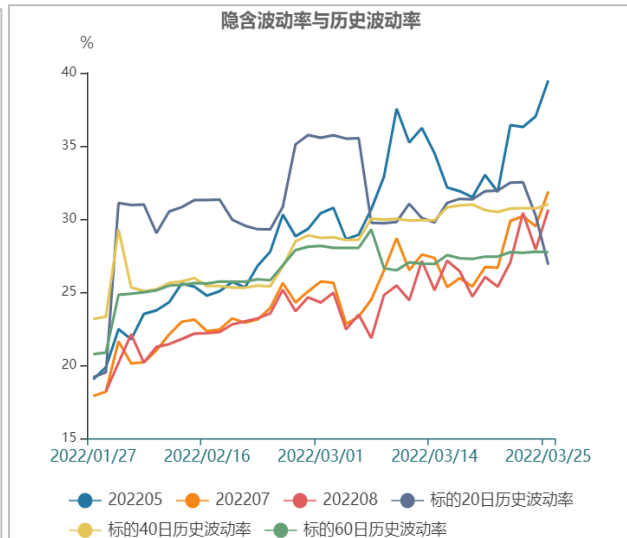


图 6-10: 豆粕期权隐含波动率
数据来源: Wind、方正中期研究院

期权策略:

- 关注买入看涨期权策略

分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	IV	Delta	Gamma	Vega	Theta	合约乘数
■	买	豆粕期权M2205-C-4700	1	卖价	45.0	33.0	45.0	44.33%	0.1957	0.0008	2.2766	-5.8579	10

买入 M2205-C-4700, 以规避豆粕价格上涨风险。

第七部分 相关股票

表 5: 豆粕期货相关股票

证券代码	证券名称	主要相关产品	2022-01-04	2022-03-25	涨跌幅
000876.SZ	新希望	饲料	16.20	16.26	0.37%
002311.SZ	海大集团	饲料	75.00	56.29	-24.95%
600438.SH	通威股份	饲料	42.52	41.29	-2.89%
600598.SH	北大荒	大豆种植贸易	15.35	15.50	0.98%
002385.SZ	大北农	大豆种植贸易	10.94	8.09	-26.05%
002714.SZ	牧原股份	养殖	57.80	54.95	-4.93%
002157.SZ	正邦科技	养殖	10.22	7.22	-29.35%
300498.SZ	温氏股份	养殖	20.68	21.75	5.17%
002852.SZ	道道全	压榨、粕类	16.71	13.33	-20.23%

资料来源: 方正中期研究院整理

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、 2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、 2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185

南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。