期货
FUTURES
合办单位
郑州商品交易所
大连商品交易所

分销豆：高位震荡后或进入调整周期

□本报特约分析师 王维国

截至1月27日，进口大豆港口分销报价：广东黄埔港4100元/吨，江苏南通港4100元/吨，山东日照港4100元/吨，天津港4100元/吨，辽宁大连港4120元/吨。平均报价4104元/吨，比1月13日下跌360元/吨，跌幅8%。同期，豆二期货合约收盘价下跌230元/吨，跌幅5.3%。由此可见，**现货跌幅明显大于豆二期货跌幅，期现价差缩小**。

连盘豆二期价经过40多天连续上涨之后，在南美干旱以及美国大豆期末库存连续下调的助推下，尤其是USDA1月供需报告利多出尽，反而形成利空局面，呈现出跌宕起伏的期现走势。**由于期货连续上涨，自身有调整需求，加之南美进入少量收割期，后期上市量逐步增加，目前美豆期货已经进入下跌调整周期**。

> 鉴于新冠疫情影响运输不畅，各地豆粕供需失衡，豆粕地域价差历史罕见，需要时间修复和平衡价差。失去豆粕支撑，大豆利空将逐步显现，分销豆短期高位震荡后将进入下跌调整周期。

进口成本呈近稳远降排列

据统计，1月份进口巴西大豆到港成本均值在4035元/吨左右，比2020年12月份上涨145元/吨，涨幅3.7%。截至1月27日，1月船期、2月进口的巴西大豆到港成本均值3987元/吨，比1月份下跌48元/吨，跌幅1.1%。统计期间，美豆期货2103合约自2020年11月2日至今年1月27日收盘价上涨326美分/蒲式耳，涨幅31.1%，呈现出趋势性上涨格局，运行区间为1011.3~1436美分/蒲式耳。同期，南美大豆CNF报价从330美分/蒲式耳震荡下跌至200美分/蒲式耳，下跌130美分/蒲式耳，跌幅39.3%，测算进口大豆到港成本减少305元/吨；人民币兑美元汇率从6.71震荡下跌至6.49，下跌0.22，跌幅3.2%，测算进口大豆到港成本减少142元/吨。两项累计进口大豆到港成本减少447元/吨。如果1美分/蒲式耳按人民币3.15元/吨计算，抵消美豆期货141.9美分/蒲式耳，抵消幅度43.5%。

3月份进口南美大豆平均到港成本4002元/吨，同等税费计算，1月份进口美国大豆平均到港成本3880元/吨，2月份为4021元/吨，3月份为4093元/吨。可以看出，进口南美和美国大豆2、3月份平均成本在4000元/吨左右，进口价格旗鼓相当。**虽然汇率升值降低了进口大豆成本，但期货上涨不同程度推高进口大豆成本**。

从进口南美大豆CNF报价看，丰收概率非常大。1月船期CNF报价为200美分/蒲式耳，2月船期170美分/蒲式耳，3月船期155美分/蒲式耳，4月船期154美分/蒲式耳，呈降序排列，但进入5月份以后，从报价可以看出呈现升序排列。如果因灾减产，CNF应该呈现升序排列。

分销豆压榨暴利进入尾声

按港口分销大豆平均价格4104元/吨，对应1月27日大连期货2105合约收盘价豆粕3518元/吨、豆油7818元/吨计算，压榨利润100元/吨（加工费和豆粕、豆油基差抵消），2109合约压榨利润19元/吨；按港口分销大豆平均价格对应1月27日现货平均价格豆粕4067元/吨、一级豆油8690元/吨计算，压榨利润为475.8元/吨。其中，东北长春压榨利润为724.6元/吨，华北天津474.2元/吨，山东日照445.8元/吨，华南东莞258.5元/吨。

由于新冠疫情导致运输不畅，致使豆粕地域价差达到历史高位，东北黑龙江豆粕销售价格在4500元/吨左右，华北天津3940元/吨左右，山东香驰3900元/吨左右，华东江苏3800元/吨左右，广东东莞3650元/吨左右。各地区压榨利润相差如此悬殊，短期支撑分销大豆价格。

贸易分销豆呈现近盈远亏

目前，港口分销豆平均销售价格为4104元/吨，比1月份进口南美大豆均值高出69元/吨，高1.7%；比2月份进口南美大豆均值高出117元/吨，高2.9%；比1月份进口美国大豆均值高出224元/吨，高5.7%；比2月份进口美国大豆均值高出83元/吨，高2%。

进口南美和美国大豆盈利均不错。按1月27日美豆期货2103合约收盘价1317.5美分/蒲式耳计算，**1月船期、2月进口的巴西大豆到港理论成本为4307元/吨，2月船期、3月进口的巴西大豆到港理论成本为4226元/吨，3月船期、4月进口的巴西大豆到港理论成本为4185元/吨，呈现降序排列**。在与南美同等税费的情况下，进口美国大豆理论成本为4339元/吨，进口南美大豆价格优势明显。按港口分销豆4104元/吨计算，对应南美远期亏损203元/吨，美国亏损235元/吨。

后期豆市利空将逐步显现

技术上看，美豆期货2103合约连接1月8日和1月20日两个低点，是头肩顶的颈线，1月22日暴跌58.3美分/蒲式耳，跌破颈线位，头肩顶形成。市场关于中国近期采购100多万吨美国玉米和巴西卡车司机罢工的消息，刺激美豆期货周一至周三反弹，周三收了一个十字星，正好在压力位附近，调整概率大幅增加。第一个目标位是1298美分/蒲式耳，如果有效跌破，下一个终点目标1200美分/蒲式耳，反之高位震荡。**春节后运输恢复，豆粕价格将理性回归**。

巴西大豆丰产 美豆反弹有限

□本报特约分析师 郑祖庭

近期，巴西大豆自北向南陆续开始收获，但收获进度慢于常年，美豆出口需求强劲，价格低位反弹。

美国农业部出口检验周报显示，截至2021年1月21日当周，美国大豆出口检验量197.9万吨，前一周为227.3万吨，上年同期为106万吨。迄今为止，2020/2021年度（始于9月1日）美国大豆出口检验总量4528万吨，上年同期2524万吨，同比增加79.4%。当周，美国对中国（大陆地区）装运122万吨大豆，前一周装运127.5万吨，占该周美国出口检验总量的61.7%。迄今为止，2020/2021年度美国对中国累计装运大豆2820.3万吨，明显高于上年度的1073.3万吨。截至1月中旬，美国大豆已累计出口销售5738万吨，远高于上年同期的3120万吨，距美国农业部预测的6069万吨仅差331万吨，美豆出口需求强劲，预计后期美豆出口目标值将继续上调。

预计1月份巴西收获的大豆产量不超过500万吨，不到上年同期的一半，收获进度偏慢将导致今年巴西大豆出口较往年推迟。截至1月20日的一周，2020/2021年度阿根廷大豆播种进度达到98.6%，比一周前推进1.1个百分点，仍有24.4万公顷尚未播种。

上周南美大豆产区天气好转，降雨增加，提振大豆产量前景，资金获利平仓，使得美豆价格高位回落，累计跌幅超100美分/蒲式耳。在美豆强劲的需求下，资金空头回补，刺激美豆价格低位反弹。

今年巴西大豆集中上市较往年偏晚，美豆出口和国内压榨仍然强劲，后期美豆期末库存或进一步下调。**短期内巴西大豆丰产将压制美豆价格，预计价格向上突破幅度有限。长期看，美豆价格走势仍将保持坚挺**。

美豆库存低位 支撑豆粕价格

□本报特约分析师 涂迪

美国农业部1月供需报告落地之后，叠加南美天气好转、南美大豆即将上市，市场对于大豆供应紧张的预期有所缓解，美豆价格持续回调。受此影响，大连豆粕期货主力合约短期快速回调。

美国农业部1月供需报告显示，美豆库存持续下滑，期末结转库存仅有380万吨，跌至2013/2014年度以来的历史低位。同时，由于南美收获缓慢，加之中国需求旺盛，近几周美豆出口持续同比大涨。2020/2021年度美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为3441万吨，同比增加196.3%。

巴西天气好转，南部部分地区1月份降雨已经超过往年月平均水平，大部分机构预估2020/2021年度巴西大豆产量在1.33亿~1.35亿吨的高位。但巴西早熟大豆结荚期遭遇干燥天气，早期收获较为缓慢，目前收获量偏低，巴西主要大豆产区马托格罗索州2020/2021年度大豆收割工作完成了2.23%，5年同期平均进度为11.7%。**预计1月份巴西大豆实际装船或在43万吨左右，远低于上年同期的160万吨，收获将在2月底或3月初达到高峰，比正常情况要晚2~3周**。

目前阿根廷尚未播种的大豆面积为24.4万公顷。受干旱天气影响，本周该国大豆优良率仅为18%，远低于上年同期的54%。机构预计大豆单产为2.79吨/公顷，总产量为4650万吨，实际产量还存在一定的不确定性。

受成本下降影响，沿海地区43%蛋白豆粕现货价格下滑至3550~3900元/吨。虽然价格有所下滑，但豆粕现货依然偏紧，贸易商等环节春节备货需求仍较旺盛，上周库存继续下降，主要油厂豆粕库存66.25万吨，周环比下降21.59%。同时，压榨利润尚可，全国大豆开机率继续上升，压榨总量回升至210万吨以上，环比增长6%左右。

油厂大豆库存持续消耗，截至1月22日，国内沿海主要油厂进口大豆总库存在480万吨左右，环比下降8%左右。终端方面，国内生猪存栏超预期恢复，几乎已回到非洲猪瘟前的存栏水平。以此为基础，标普全球普氏分析公司预计2021/2022年度中国大豆进口量可能超过1.1亿吨，创下历史最高纪录。

综合分析，近期受天气等因素影响，大豆供应短缺的担忧有所缓解，市场预期出现分歧，美豆价格有所下跌，带动国内豆粕价格回调，但是国内生猪养殖行业从猪瘟中超预期恢复，供需错配导致全球大豆库存维持低位。且国内目前采购仍较积极，巴西收获期推迟，均将对美豆价格产生较为重要的支撑作用。同时，**国内豆粕销售活跃，库存持续下滑，价格向下的空间有限**。因此，短期豆粕价格受到支撑，中期仍需关注阿根廷大豆生长期受天气影响情况。

豆粕：1月大涨大跌 2月何去何从

□本报特约分析师 孙红梅

1月份国内豆粕市场波动剧烈，大涨大跌频繁。利多、利空因素不断转换，贸易主体采购心态也由前期的激进逐步转为平和。即将进入2月份，豆粕是涨是跌众说纷纭。

节前备货接近尾声

受疫情反弹影响，春节前豆粕备货节奏较往年明显提前。春节临近，饲料、养殖及贸易主体备货基本接近尾声，对高价豆粕采购积极性明显下降，观望心态增强。据博朗咨询统计，截至1月27日，本月主流油厂豆粕共成交462.9万吨，其中基差330.94万吨，现货131.96吨，较上月总成交量增加244.1万吨。**前期走货速度较快并不完全由需求主导，多是下游恐慌性备货心态引发**。因此，随着备货陆续完成，1月下旬后成交速度明显放缓。**春节期间油厂多数停机，节后仍存在一波补货需求，对行情有一定支撑作用**。

节日油厂多数停机

节前受下游需求带动，油厂开机维持较高水平，除个别油厂停机外，基本处于开机状态，周度压榨量在200万吨左右。但**春节假日期间，多数油厂有停机计划**。目前，华北地区油厂停机计划已出。其中，秦皇岛金海2月11日~18日停8天，天津中粮2月9日~18日停10天，天津邦基2月11日~18日停8天，唐山中储2月11日~18日停8天，天津达孚2月9日~18日停10天，天津京粮2月4日~18日停15天，北京汇福春节不停机，天津九三2月11日~20日停10天，沧州嘉好2月11日~17日停7天。

一季度进口到港偏低

国内养殖整体向好，生猪存栏及补栏率逐步恢复，饲料需求大幅回升，对进口大豆采购需求增加。海关数据显示，2020年大豆进口量创下纪录高位10032.7万吨，较2019年增长13.3%。而2021年预计到港仍然巨量，或超2020年度创新高，但一季度进口大豆到港多处于年内偏低水平，**2020年1月至3月我国共计进口大豆1779.2万吨，预计今年一季度进口1750万~1850万吨**。

天气炒作仍有空间

巴西早播大豆陆续收割，受降雨影响，整体收割进度缓慢。巴西大豆若上市延迟，则会增加美豆出口窗口期，使本就紧张的美豆库存进一步收紧。因此，天气炒作仍有空间，市场对南美大豆上市时间及产量仍存忧虑。**若南美大豆上市延迟或产量出现问题，美豆价格有望再次冲击前期高点**。

疫情形势影响物流

冬季天气转冷，国内多地疫情小幅反弹，为防止疫情发散，各地防控措施严格，交通物流受管制。豆粕装运难度加大，也成为前期助力豆粕价格上涨的一个重要因素。

1月28日春运开启，人口流动量增大，无疑为防疫增添了很多的不确定性。节后油厂能否顺利开机、物流能否通畅成为众多贸易主体关注的重点。**一旦开机延迟，物流受阻，下游无货可提，豆粕价格有大幅走高可能**。

综合分析，2月份国内豆粕市场影响因素众多，国内疫情发展形势、油厂节后开机时间、物流等均存在一定不确定性。巴西大豆收割进度、阿根廷产区天气、南美工人罢工、美豆月度供需报告及中美贸易关系等影响豆类市场走势。

整体来看，国内豆粕仍受美豆走势带动。由于期末库存偏低，美豆市场对利多消息敏感，维持看涨预期，若南美天气有效配合，仍有冲击新高可能。**但若巴西如期丰产、阿根廷未出现重大不利天气，则利空美豆**。

华泰期货 HUATAI FUTURES 特约专栏

内外盘棉价回落 短期呈震荡格局

□华泰期货 徐亚光

近期内外盘棉花出现回落走势，宏观层面国际经济形势不乐观，叠加国内纺织企业原料采购进入春节前的收尾阶段，棉花成交量下滑是主导因素。

外盘方面，美棉维持高位回落，美国总统拜登公布抗疫计划，同时发出警告称，病毒可能在未来1个月左右夺去10万人生命，形势也将在好转前进一步恶化。美国上周首次申请失业金人数略降，虽好于预期，但仍远高于疫情暴发前水平。英国首相暗示防疫封锁可能持续到夏季，宏观层面国际经济面临重新评估，风险资产大幅下跌。

USDA1月供需报告数据显示，2020/2021年度全球棉花产量较上月预估值减少22万吨，至2457万吨。其中，美棉产量减少21.8万吨，至325.5万吨；巴基斯坦棉花产量减少4万吨，至94万吨。全球棉花消费量较上月预估值增加2万吨，至2520万吨。其中，中国棉花消费增加11万吨，至838万吨；土耳其棉花消费量增加4万吨，至157万吨。全球棉花期末库存较上月预估值减少26万吨，至2097万吨。其中，美棉期末库存减少24万吨，至100万吨。全球棉花供需状况进一步改善，继续支撑全球棉价重心上移。

国际棉纱市场，全球纺服市场需求逐渐释放，为纺织品服装出口国提供支持。因中美贸易摩擦影响，美国服装采购商可能从中国转向其他国家。印巴两国国内用棉需求逐渐恢复，开机率也接近疫情前水平。

内盘郑棉走势弱于外盘，国家统计局数据显示，2020年12月份服装鞋帽、针纺织品类同比增长3.8%，增速较11月回落0.8个百分点；纺织业增加值同比增长5.2%，增速较11月回落1.3个百分点。

国内棉花市场，1月中旬以来，新疆棉汽运移库速度下滑，铁路发运相对平稳。纺织企业对棉花原料的采购节奏已大幅放缓，据国家棉花市场监测系统数据，截至1月22日当周，全国新棉周度销售量继续减少，环比下降6%。随着春节日益临近，纺织市场活跃气氛有所转淡。

棉花原料采购陆续收尾，纱线销售相对乐观，但国内纱价涨势收敛。外贸订单需求延续旺盛，随着外纱价格继续上涨，内外纱价差倒挂幅度进一步扩大。

目前，疫情防控形势依然严峻，全国多地倡议就地过年，部分纺织企业放假时间可能生变，疫情风险导致今年春节消费预期下降。

从策略层面看，主力合约在上破15000点后，盘面价格已完全覆盖疆内外库点新疆棉花综合成本，因此，郑棉仓单、有效预报1月至2月份预计将大幅增长，套保盘压力犹在。疫情再度来袭后，随着纱厂补库动力减弱，棉花现货驱动减弱，下方支撑可看14500点，短线维持震荡思路操作。

天气利空有限 豆类强势依旧

□本报特约分析师 毕慧

本周以来，国内外豆类期价一改上周大幅调整的走势，迎来止跌反弹。不仅外盘美豆期价单日涨幅近4%，国内豆二期价单日涨幅同样超过4%，豆粕单日涨幅超过2%。

1月份以来，南美大豆产区的旱情持续牵动市场神经，从起初的干旱少雨到后来的持续降水，旱涝分布不均，也令多家分析机构不断调整对南美大豆产量的预估，美豆期价在累积了较高的天气风险升水之后，**随着南美大豆产区旱情缓解，美豆期价累积的天气升水大幅回吐，期价随之高位大幅回调**。

短期来看，随着南美大豆产区普迎降水，令此前市场对旱情给大豆产量带来的损失存在改善预期，多家分析机构纷纷调整南美大豆产量预估，但各方对降水给产量带来的影响评估并不一致。市场开始逐渐关注降水对南美大豆收割带来的不利影响，尤其是在南美大豆播种晚于往年同期的背景下，正常收割时间较往年晚3周左右，叠加持续降水带来的不利影响，令原本推迟的收割时间存在进一步推迟的可能性。

即便此前旱情对产量带来的不利影响得到有效缓解，也将面临部分市场需求无法从南美市场采购、不得不转向美国的局面，令美豆已经十分紧张的库存存在继续收紧的预期，对美豆期价构成重要支撑。如果今年南美再次爆发大规模罢工，这将影响到南美大豆阶段性供应全球市场的节奏，从而进一步加剧市场对美豆库存持续收紧的预期，支撑美豆期价强势运行。

与此同时，美豆出口需求和国内压榨消费均保持旺盛。一方面，来自中国的进口需求，受到国内市场需求恢复性增长和中美第一阶段贸易协议的推动表现十分强势；另一方面，考虑到当前美国大豆压榨利润依然丰厚，将继续支撑美国大豆压榨厂的开工积极性。

2021年初，由于出口需求飙升、价格上涨以及大豆供应紧张，美国大豆压榨厂采购大豆的积极性明显高于往年同期，在美国中西部的东部，至少有一家大豆加工厂已经预订了5月之前所需的大豆，创下历史同期最高采购量。其他大豆压榨厂也已经预订了超过2个月所需的大豆，而在往年正常情况下，大豆压榨厂仅需采购1个月所需的大豆数量。

远期采购规模的放大，反映出买家对大豆供应紧张的担忧。预示着今年春夏出口商和加工商将展开大豆争夺战，不排除未来将出现压榨厂被迫从出口商那里购买大豆，或被迫在新年度美国大豆收获之前高价进口大豆的局面，这将进一步抬高豆价。同时，美国可能成为继巴西之后，第二个大豆主产国需要通过进口来满足国内市场需求的国家，反映出美豆期末库存已经达到十分紧张的情况。

国内豆二期价虽受到外盘关联性影响，盘面资金出现松动也在一定程度上加速了期价调整的步伐，但目前多重因素将制约美豆期价调整空间，也将从进口豆成本端对豆二期价构成支撑。短期在天气风险升水回吐之后，市场关注焦点将重回南美大豆产量兑现、北美春播和阶段性市场供应与需求的预期变化之上，这也将制约豆二期价调整空间。在美豆期价仍保持易涨难跌走势的背景下，豆二期价仍将表现为被动跟随的走势，同时，从涨幅上来看，仍将受到国内港口大豆创纪录库存的压制，表现弱于外盘。

在市场成本驱动逻辑的主导下，豆粕期价仍将被动跟随豆类期价的走势，但受到节前备货预期和养殖市场需求乐观预期的推动，单一的成本推动能否向成本和消费双驱动转化值得关注。豆粕加速去库存也将为豆粕期价提供有力支撑。此外，**油粕比价持续回升对豆粕期价构成额外支撑，2月份豆粕期价仍有望保持震荡偏强的运行格局**。

特别支持
华泰期货 HUATAI FUTURES
永安期货 YONGAN FUTURES
南华期货 NANHUA FUTURES
华融融达 HUARONG RONGDA
长江期货 CHANGJIANG FUTURES