



从养殖利润恢复出发，论豆粕需求好转的可能

前言：11月，USDA小幅下调美豆产量，但调减幅度有限，且近日美豆收割基本结束，市场供应较充足；巴西大豆有望增产，播种速度较快亦有望提前上市，抢占美豆市场；阿根廷大豆预估产量小幅下调，但幅度不明显，国际大豆供应逐渐增加。基本上，大豆的供应端问题不大，整个供需面较宽松。但因为报告结果小幅不及预期，加上美豆出口数据较好，提振市场，美豆开始反弹，也带动国内豆粕低位反弹。到了月底，美豆反弹告一段落，可豆粕盘面却表现的比美豆要抗跌，这可能会让很多人感到疑惑，养殖端后市扩张不足，豆粕需求有限，外盘提振消失后豆粕不是应该跌幅超过美豆吗？为什么却稍显坚挺，这背后的原因又是什么呢？本文将着重从养殖端来分析豆粕的需求，并对近日的盘面走势做出分析和预测。

观点：1. 国际大豆供应格局逐渐宽松，但后市仍受到天气扰动和中美贸易协定影响。
2. 国内进口大豆得到补充，不再缺豆，同时油厂保持较高开机率，豆粕供应较为充足，需要需求拉动。
3. 受猪价触底反弹影响，养殖端利润有所回升，猪饲料需求小幅增加，同时小麦替代玉米性价比降低，养殖户重新在饲料中添加玉米，饲料中蛋白需求空缺导致豆粕的添加量被动增加，终端需求有所好转。
4. 总结：终端需求的恢复支撑近月01合约难跌，但旺季过后消费转淡，养殖端或走上产能出清道路，加上国际大豆供应格局转宽松，远月合约或走势转弱；但产地天气和养殖端去产能情况也需要我们持续关注，01合约谨慎持有多单，05合约建议3150-3200附近高抛操作为主。

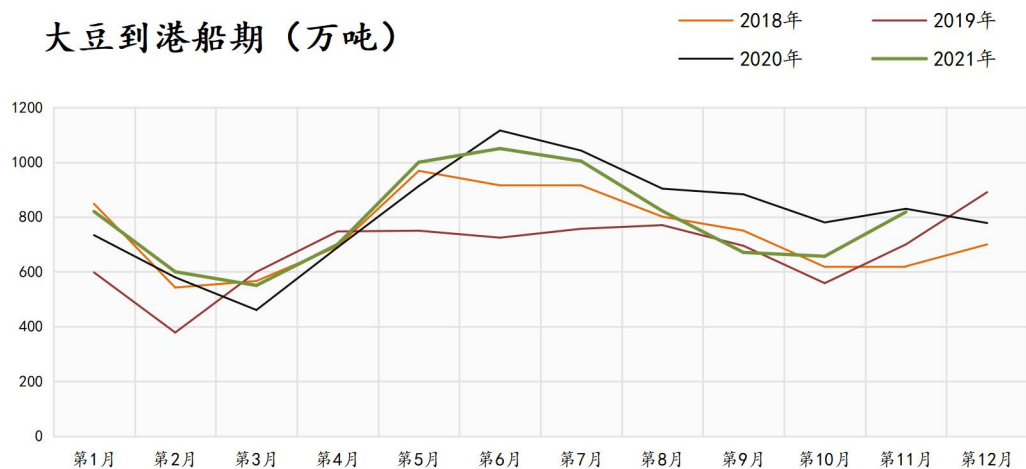
供应篇

豆粕供应充足，行情需要需求拉动

由于美豆的供应我们在油脂篇及数据解读提过很多次了，因此本文不再着重分析了，总之新季国际大豆产量并不悲观，大豆供应紧张局面或不复存在。

进口大豆供应充足，那我们国内的豆粕供应面又如何呢？从到港量统计可以看出，11月到港大豆大概率增加；且近日大豆榨利有所恢复，后市油厂买船积极性或小幅提高，油厂大豆供应较充足。在开工率保持高位的条件下，大豆压榨量预计也保持高位，豆粕产量也较充足（具体的数据可以参考我们的豆粕周报，这里不做详细解读）。

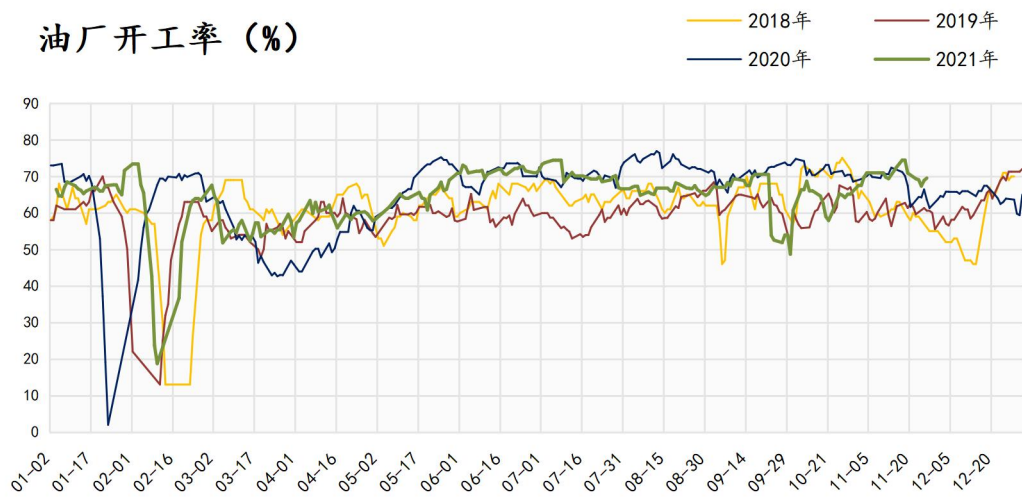
大豆到港船期 (万吨)

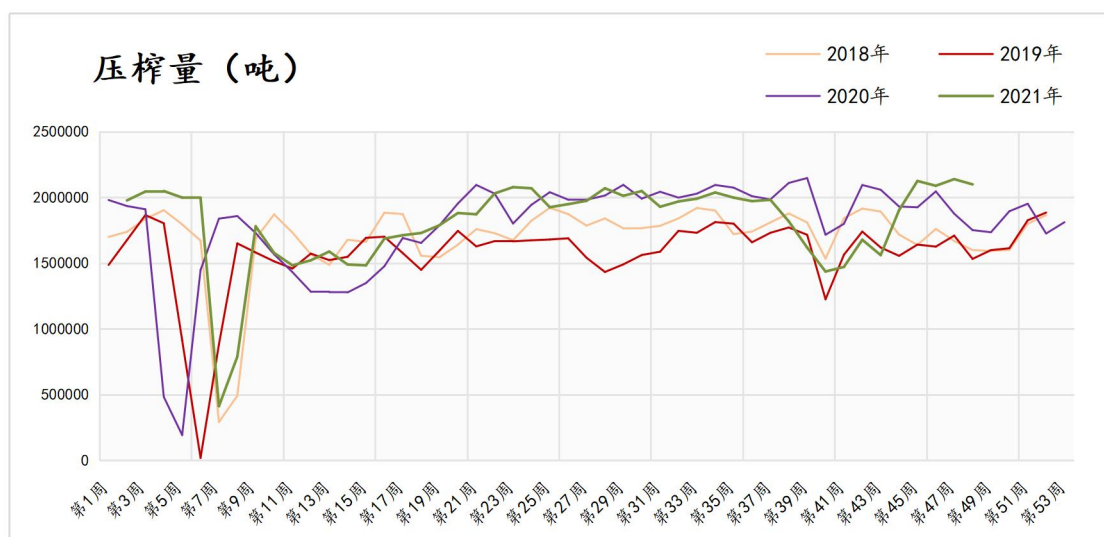


压榨利润 (元/吨)



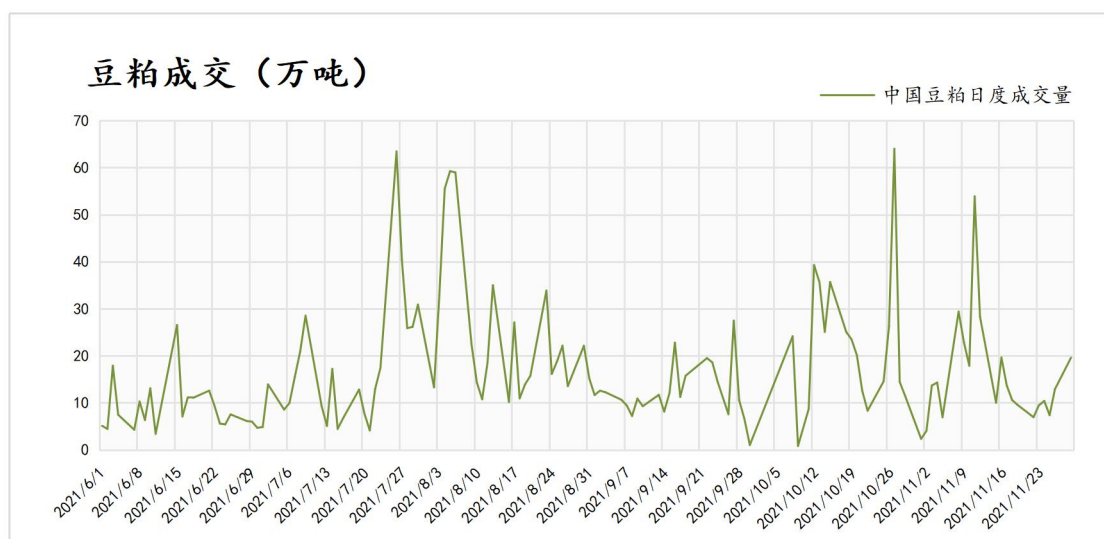
油厂开工率 (%)

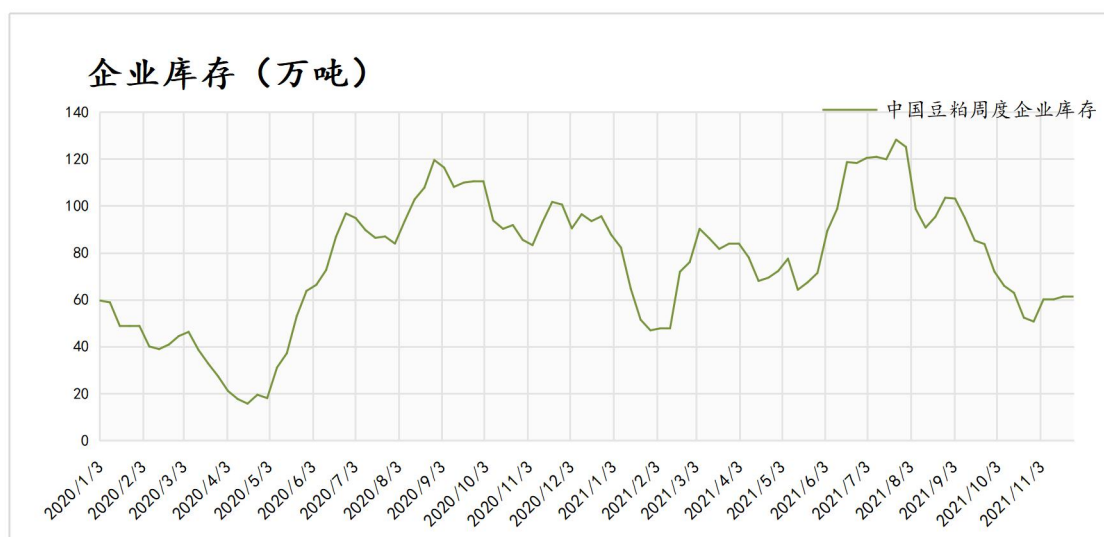




数据来源：卓创资讯

而我们从油厂提货量来看，其实上周整体的提货量较为一般，有明显回落，而10月底，11月上旬，油厂提货量较好，一个是因为当时豆粕价格较低，下游逢低补货，另一个原因是随着猪价的回升，饲料整体需求稍有恢复（为什么说整体需求稍有恢复我们下面再详细说）。近期提货量尚可，同时豆粕企业库存并不高，后市仍有补库需求，这也支撑着豆粕盘面坚挺，没有随着美豆的回落而下跌。





数据来源：卓创资讯

至此，我们可以很明显的发现，豆粕的供应端是比较宽裕的，那后市行情的重点就落在了需求上面，大家都知道的是，目前生猪存栏较高，后续只会走上产能出清的道路，存栏较难增长，豆粕的需求量也很难增长，再考虑到蛋鸡养殖端补栏积极性也较差，淘汰量低位维持，后市对豆粕的需求变动幅度也不大，豆粕后续很可能延续供大于求格局运行，但照这个逻辑的话，近期豆粕盘面早该随着美豆下跌了，为何还保持在 3200 左右震荡呢？因此一定是有什么因素被我们所忽略了。

终端需求篇

生猪养殖利润逐渐恢复，豆粕终端需求隐性提升

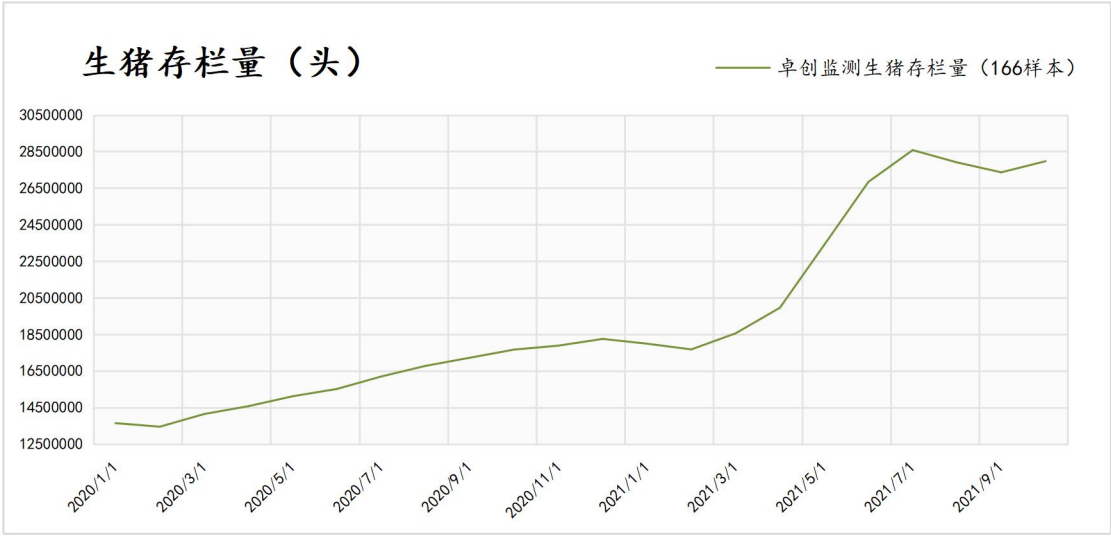
以卓创资讯公布的样本养殖企业为参考，生猪存栏水平在今年 7 月已恢复至高位，生猪供应早已过剩，供应的宽松必然就压制了生猪的价格，加上夏季气温较高，居民对肉类食品的需求较一般，猪肉处于季节性消费淡季，这也就是 7 月份开始生猪价格低位盘整的原因。

受猪价走低的影响，养殖端利润骤降，在此前提下，生猪出栏与宰后均重也纷纷下降，很多养殖户甚至在猪还没有长到标准重量就停止饲养，市场上小体重猪提前出栏的现象普遍。不仅如此，因饲料成本较高，部分养殖户甚至采用“保命料”进行喂食（顾名思义，保命料的重点在于使猪活命，而不是育肥，该饲

料中营养成分大大下降），该饲料中添加豆粕、玉米等产品的比例有所下降，整个养殖端对豆粕、玉米等的需求也更低。

就这样，无论是生猪养殖还是猪肉消费都度过了一个低迷的夏天，直到9月下旬10月初，也就是中秋、国庆节来临之时形势才开始有所好转。首先，节日需求支撑猪价，使猪价止跌，而随着天气逐渐转冷，猪肉需求也逐渐向好：因气温逐渐下降，居民腌腊肉的需求增加，推动猪价上升；蔬菜价格较高，肉类价格较低，导致肉类性价比上升；国内部分地区新冠疫情反复，加上前期政府提倡居民屯粮，居民购买猪肉积极性上升，开始屯粮屯肉；天气逐渐转冷，北方地区开始大范围降雪，东北及其他部分地区降雪量大，道路结冰，阻碍交通，也影响了生猪调运，而南方大猪存栏本就偏少，北方大猪调运困难，促使标猪价格也被动上涨；部分养殖户压栏惜售，进一步降低生猪当期供应，这些因素也都推动着近日猪价的上行。

猪价的回升会致使养殖利润开始修复，而养殖利润好转除了会提升养殖户的养殖积极性，也会小部分提升饲料的需求。我们前面提过，在养殖利润亏损严重时，许多养殖户改变了生猪饲料的配方，为了节约成本减少了豆粕玉米的添加，而伴随着养殖利润回升，养殖户更愿意给猪喂的更多，同时也会注意饲料的配方，添加更多的蛋白类营养物质。我们不难从下图中发现，10月下旬后，生猪出栏体重开始增大，宰后均重也开始上升，生猪体重增加意味着饲料的需求会增长（猪养的越肥，吃的越多），豆粕的需求也被动有所提升。



生猪日度均价（元/斤）



生猪出栏量（头）

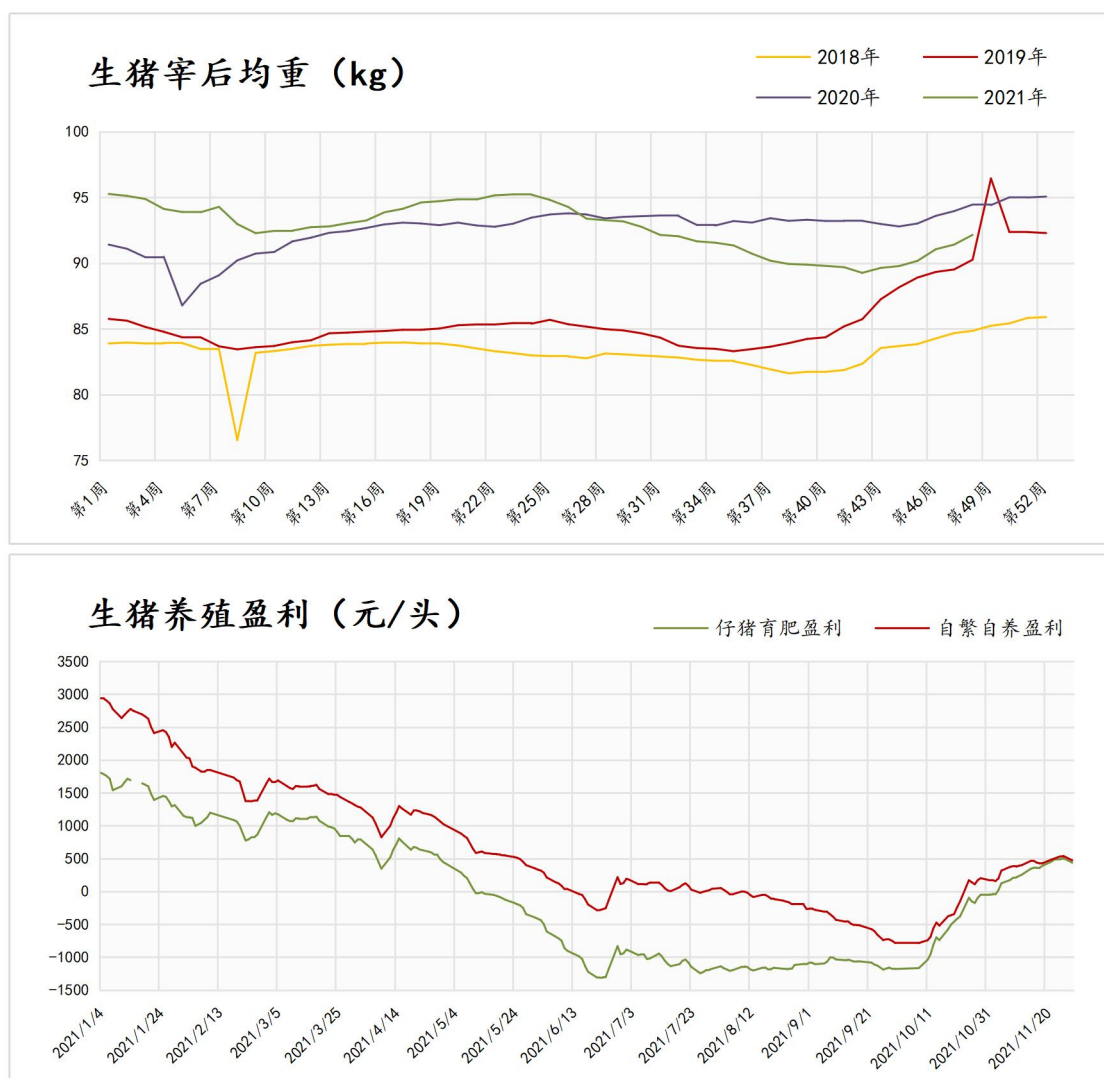
卓创监测生猪出栏量（166样本）



生猪交易均重（kg）

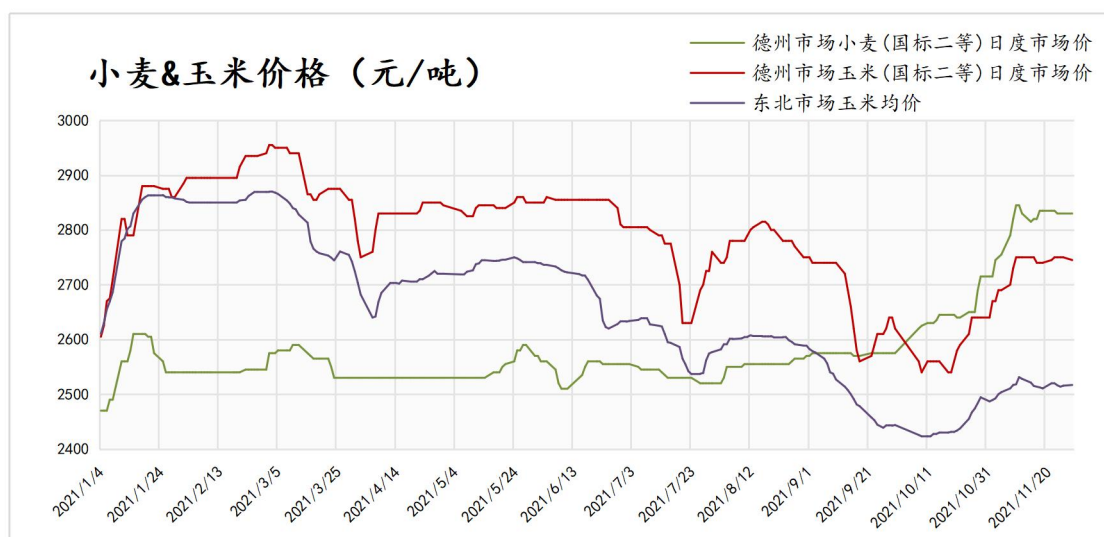
中国生猪周度交易均重





数据来源：卓创资讯

除此以外，我们上半年提到的，饲料中小麦替代玉米政策，因小麦的蛋白含量高于玉米，导致饲料中豆粕的添加量被动下调，而近日，随着小麦价格上涨玉米价格回落，小麦价格已经明显超出玉米大约 100-300 元/吨不等，我们不难发现，小麦的性价比已经不高了。因此，许多养殖户更倾向于重新选择在饲料中添加玉米，而选择玉米则会导致被小麦替代的那部分蛋白需求再度面临空缺，因此对豆粕的需求也会随之回升。



数据来源：卓创资讯

策略篇

近月合约下方空间有限，05 合约或维持宽幅震荡

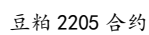
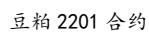
综上所述，豆粕的供应端虽然有一个越来越宽松的预期，但受到需求小幅回升的支撑，近期盘面走势预计维持震荡，下方空间不大。

中长期来看，远期供应端呈现宽松的局面，远月合约有走弱预期，但也要注意其他扰动因素，比如南美地区的天气情况，拉尼娜气候很可能再度带来干旱，从而导致南美地区大豆减产，明年南美大豆收割前，仍易受天气扰动。另外中美贸易协议的变动也可能影响后续进口大豆的供应，仍需要关注南美地区天气和国际政治格局的变动。

国内需求则需要关注生猪的存栏变化，后续旺季过后，养殖端或走上产能出清的道路，生猪存栏的下降无疑会导致饲料需求的减少，关注养殖端去产能情况。

操作上，豆粕 2201 合约建议低位多单谨慎持有，同时关注下游提货量变化，如冲高回落加上提货量下降，建议多单主动止盈离场。而对于远月的 2205 合约来说，因来年的供应逐渐增加，我们预计其走势稍弱于近月合约。后市天气扰动仍存，下方空间或有限，我们预计后市 05 合约价格或在（2860, 3130）区间波动，但由于供应格局宽松的格局比较明朗，因此我们更建议以高抛操作为主，

风险点：中美贸易政策变化；南美地区气候变化；国际新冠疫情加重



免责声明：本报告数据和信息来源于交易所，合法媒体或资讯机构的公开资料，以及我公司付费授权的数据信息，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证。我公司力求对市场分析、判断做到客观公正，但市场千变万化，本公司不承担任何依据此报告内容进行操作投资而导致的损失。本报告未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如需引用、刊发，须注明出处为“山西三立期货经纪有限公司”，且不得对本报告进行有悖意愿的删节和修改。