

目录

1、回顾篇--成本高位回落，豆粕年初走高后震荡下行	3
2、基本面篇--供应端由紧张到宽松，需求端跟进相对有限	6
2.1 宏观--政策相对独立，贸易关系维持正常	6
2.2 豆粕供应--进口大豆产量增加，豆粕供应也较宽松	6
2.3 进口大豆压榨利润--压榨利润扭亏为盈，但持续性依旧是个谜	9
2.4 豆粕库存--进口大豆刚需存在，下游企业仍有补库需求 ..	10
2.5 豆粕需求--全年消费较平淡，终端需求无明显好转	11
3、总结&展望篇--供需矛盾逐渐淡化，豆粕或呈先高后低走势 ..	13



供应由紧至松，需求跟进有限导致价格重心下移

摘要：

2021 回顾：年初豆粕达到高点之后因需求走淡震荡下行，期间跟随外盘波动为主，后半期则因天气炒作与大豆供需格局变化而维持震荡；随着供应格局的由紧至松，豆粕价格重心也不断下移。

基本面：

1. 宏观环境较为稳定，对大豆的进口和贸易影响不大，后续如美国如加快加息步伐将压制美豆价格，中国方采购需求或增加，导致进口大豆供应进一步增加，压制豆粕价格。
2. 美豆增产，南美大豆如无意外也将增产，进口大豆供应充足，中国近期大豆到港也较充足，油厂缺豆的可能性不大。
3. 今年油厂亏损期较长，年底虽扭亏为盈，但因养殖端利润较差，盈利持续性难保障，但后续进口大豆成本下降，或减轻亏损情况。
4. 无论是油厂大豆库存，还是下游企业豆粕库存都维持低位，这意味着后续仍有补库需求，豆粕供应紧张的局面发生概率较小。
5. 需求存在季节性规律，且今年需求整体较为平淡。年底基本处于需求高点，且后市终端需求增长空间不大，限制豆粕价格。

总结与展望：2021 豆粕价格重心开始由高位下移，短期受需求支撑，且供应面的宽松格局还未兑现，现货维持近强远弱走势；而期货领先现货下跌，造成期现背离走势，后市期现逐渐回归后，豆粕现货或随期货下跌，因此我们建议短期偏强思路对待，中长期仍看空为主。

1、回顾篇 —— 成本高位回落，豆粕年初走高后震荡下行

2021 年豆粕经历了一个先涨后跌的过程，在年初达到高点后开始震荡下行，基本面延着供需格局从紧张到逐渐宽松的主逻辑运行。同时，豆粕价格也基本延续季节性走势，春节前夕受备货支撑，行情较好，而节后进入需求淡季，价格随盘波动，震荡为主；除此以外今年上半年由于非瘟疫情复发，生猪存栏下降明显，淡季更淡；期间还夹杂着国家推行饲料中小麦替代玉米政策，导致豆粕需求低迷，拖累价格；不过今年受成本（进口大豆价格上涨，海运费上涨）抬升影响，豆粕的绝对价格也偏高，平均高于往年约 500~700 元/吨。对于期货合约来说，文华豆粕主连今年最高触及 3825 元/吨（1 月 13 日），最低下探 3021 元/吨（12 月 8 日），截止 12 月 23 日，整体较今年年初跌 7.70%；四季度开始，豆粕因供应端产量增加，走势明显弱于前三个季度。

分季度来看，首先第一季度，从供应端的进口大豆开始看的话，整个一季度美豆属于出口销售期，基本面消息不多，外盘指引有限，豆粕价格基本以国内供需为主导，需求端开始走弱，价格重心较年初高点开始下移。

1. 春节前夕是蛋白粕提货旺季，豆粕价格按例上涨，最高冲到 4030 元/吨（期货盘面则是 3825 元/吨），但节后需求走淡后开始下跌。

2. 去年年底至今年年初，非洲猪瘟复发，养殖端纷纷积极出栏，淘汰问题猪，叠加春节期间本就是猪肉消费旺季，生猪存栏下降明显；禽类养殖利润有限，存栏维持低位且补栏积极性一般，对饲料的需求再难明显增长。

3. 3 月开始各机构预测 2021 年度世界大豆产量有所增加，美国在高利润的刺激下预计增加大豆播种面积，巴西大豆也有望增产，缓解国际大豆供应紧张现状；尽管巴西地区降雨阻碍收割进度，但随着巴西大豆陆续到港，进口大豆供应数量增加，需求暂无跟进，利空豆粕。

4. 国家出台政策，推进饲料中小麦替代玉米掺混比例，因小麦比玉米拥有更多的蛋白成分，因此导致玉米被替代后豆粕的需求也隐形下降，从而抑制了豆粕价格。

第二季度国内豆粕自身的基本面矛盾不大，主要随外盘美豆波动为主，而第二季度美豆则处于天气市中，新作随天气变动不断调整产量预期，整体走出触底反弹后延续宽幅震荡的行情。

1. 4月初 USDA 发布播种面积意向调查报告，明显不及市场预期，美豆开始走高，国内豆粕跟涨。

2. 5月 USDA 供需报告表示新作库存环比增长，市场对大豆供应又有新观点，开始看空，美豆带动国内豆粕下行。

3. 6月美国生柴计划生变，豆油需求预计不及预期，美豆再度领跌国内豆粕。

4. 国内因温度升高，巴西大豆到港量也较大，油厂提高开机率（天气炎热大豆不易储存），豆粕供应充足，豆粕价格继续下行至季度阶段性低点。

第三季度，美豆预期产量与需求持续博弈，一开始因仍有减产隐患向上反弹，但后续随着优良率的不断调整，美豆价格重心也开始下移，国内豆粕供需相对平衡，价格随外盘波动为主。

1. 7月 USDA 播种面积报告下调美豆播种面积，且作物优良率受干旱影响下降，市场对美豆存在减产担忧，美豆带动豆粕反弹。

2. 美国 8 月底的降雨缓解部分地区干旱情况，作物产量未有进一步下降，缓解市场上对大豆供应紧张的担忧，利空市场，美豆带动国内豆粕震荡下行。

第四季度，无论是美豆还是豆粕，都迎来了价格重心的下移，此后维持震荡运行，市场重心也从供应转向了需求。

1. 10月 USDA 供需报告上调单产与产量，全球大豆供应从紧张转向宽松，美豆承压下行，价格出现明显下滑，国内豆粕更是在国庆节长假后迎来了一波明显的跳空低开。后续 11 月 USDA 报告意外下调美豆产量，对市场影响中性偏多，但大豆供应宽松的格局暂时未改变，随着大豆收割进入尾声，南美大豆播种加快，美豆维持弱势震荡。

3. 12月受到出口提振，美豆开始触底反弹；同时国内豆粕因近期提货支撑（此时因小麦价格回升，对玉米替代效应减弱，豆粕需求也有所恢复，具体可参考以往豆粕专题），也偏强运行，但整体仍处于今年低位区间震荡。



2、基本面篇 —— 供应端由紧张到宽松，需求端跟进相对有限

2.1 宏观 —— 政策相对独立，贸易关系维持正常

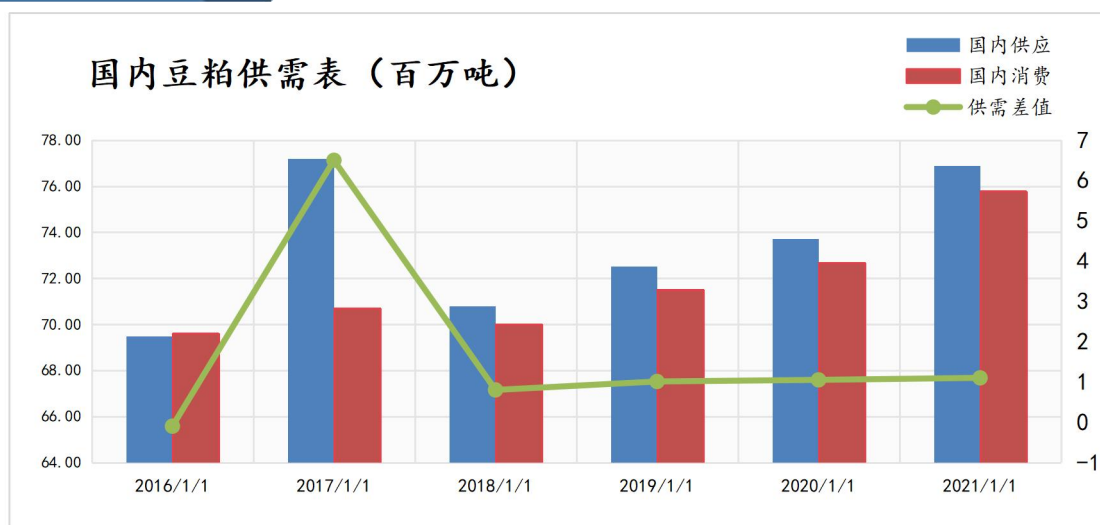
2020 年，中美签订第一阶段经贸协议，中国方将从美国采购 2000 亿美元的产品，但 2021 年全球疫情反复，影响全球贸易。与其他国家推广无人化智能化码头相比，美国目前依旧靠人工来实现港口装货的运转，疫情爆发后美国国内劳工就要求政府增加津贴并调整薪水，劳工与政府就此展开了拉锯战；劳工需求政府并未满足，因此港口装卸工人消极怠工，许多美国内陆港口装卸进度变慢，导致大量货物滞留在港口，影响出口，因此中国并未完成 2000 亿美元的采购。后续中美第二阶段贸易或稍有修改，但中国方的需求依旧存在。

而两国内部来看，美国缩债计划启动，美元回流后有升值空间，后续美联储加息预期升温，易压制以美元计价的大宗商品价格，美豆价格上方空间较为有限；而我国国内近期则一直处于较宽松的政策，短期以稳为主，保持相对独立性。

总体上来说，宏观层面基本上国际形势没有进一步的大改变，未来中美贸易保持正常，中国采购需求依然坚挺。不过美国加息或将压制美豆价格，造成进口成本下降速度加快，引起中国买方的需求进一步增加，从而压制国内豆粕价格。

2.2 豆粕供应 —— 进口大豆产量增加，豆粕供应也较宽松

2021 年度我国豆粕国内总供应为 7688 万吨，总需求为 7578 万吨，供需端皆较去年同比增长约 4%；因后半年巴西大豆丰产，而终端需求有所下降，今年整体上供应大于需求总量约 110 万吨，仍属于供大于求格局，全年供应整体较为宽松，终端消化有限，因此在需求淡季时期豆粕价格易受到压制。



数据来源：卓创资讯

2.2.1 从进口大豆产地来看 —— 美豆供应格局转向宽松，南美新作大概率增产

豆粕由进口大豆压榨而来，我国主要从美国和南美（巴西、阿根廷）地区进口大豆。影响大豆供应的，最主要的就是天气，因为天气影响作物产量，其次就是这些地区的出口情况。

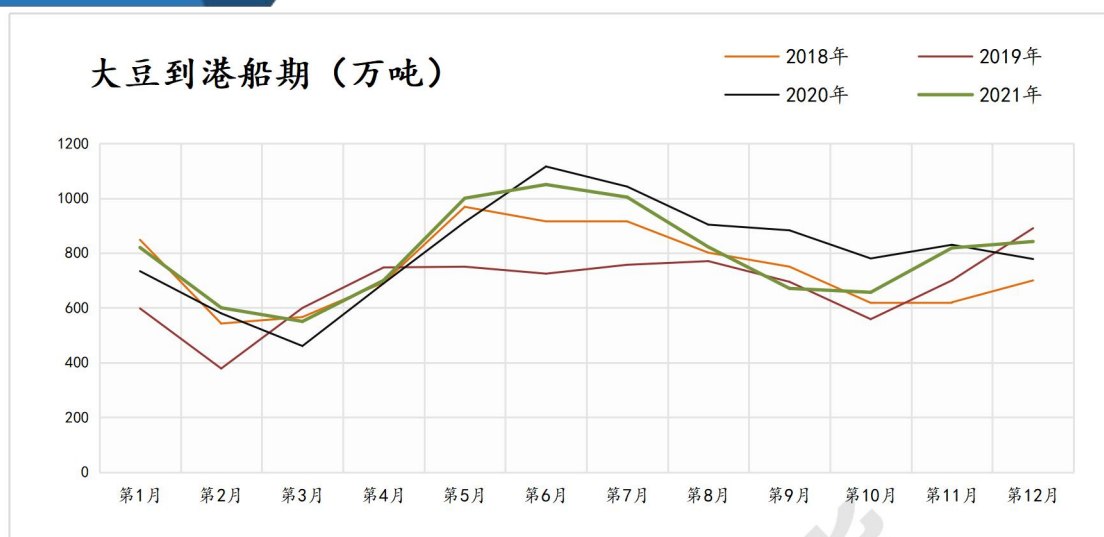
从今年 10 月开始，USDA 的报告数据就表明 2021/22 新季大豆供需平衡有明显改善，美豆丰产，库销比也从年初低位 3.5% 回升至历年平均水平 7.81% 左右，明显回暖（具体详细数据可参考之前发布的 USDA 数据解读与豆粕专题）；同时巴西新季大豆种植面积大增，后市如无意外产量将达到历史性新高，当前美豆收割完毕，巴西大豆也播种完毕，短期天气尚可，对产量暂时影响有限，需关注拉尼娜现象是否会带来大面积干旱，从而导致南美大豆大幅减产。

美国大豆 11 月供需报告					
	单位	本月预测值	上月预测值	环比变化值	
种植面积	百万英亩	87.2	87.2	0.00	
收获面积	百万英亩	86.4	86.4	0.00	
单产	蒲式耳/英亩	51.2	51.5	-0.30	
产量	亿蒲式耳	44.25	44.48	-0.23	
总供应量	亿蒲式耳	46.96	47.19	-0.23	
压榨量	亿蒲式耳	21.90	21.90	0.00	
出口量	亿蒲式耳	20.50	20.90	-0.40	
总需求量	亿蒲式耳	43.56	43.99	-0.43	
期末库存	亿蒲式耳	3.40	3.20	0.20	
库销比	%	7.81	7.27	0.54	
	美豆产量 (亿蒲式耳)	美豆单产 (蒲式耳)	美豆期末库 存 (亿蒲式耳)	巴西大豆产 量 (亿吨)	阿根廷大豆 产量(万吨)
市场预 估值	44.84	51.9	3.62	-	-
前值	44.48	51.5	3.2	1.44	5100
本次公 布	44.25	51.2	3.4	1.44	4950

数据来源：USDA

2.2.2 从大豆到港量预估来看 —— 到港量充足，油厂缺豆概率不大

历年大豆到港保持一定规律性，有很明显的季节性特征：即大约每年第二和第三季度到港量较大，年底到春节前夕到港量也较宽松，春节后大约是一年到港量的低点。这里面的原因一个是因为国内下游需求较一般，另一个则是在夏天的时候是巴西大豆供应市场时期，大豆供应相对充足。截止今年 12 月，大豆到港预估为 841.95 万吨，1 月则也约率维持在 875 万吨左右，叠加新季美豆、巴西大豆增产，进口大豆短缺的概率不大。



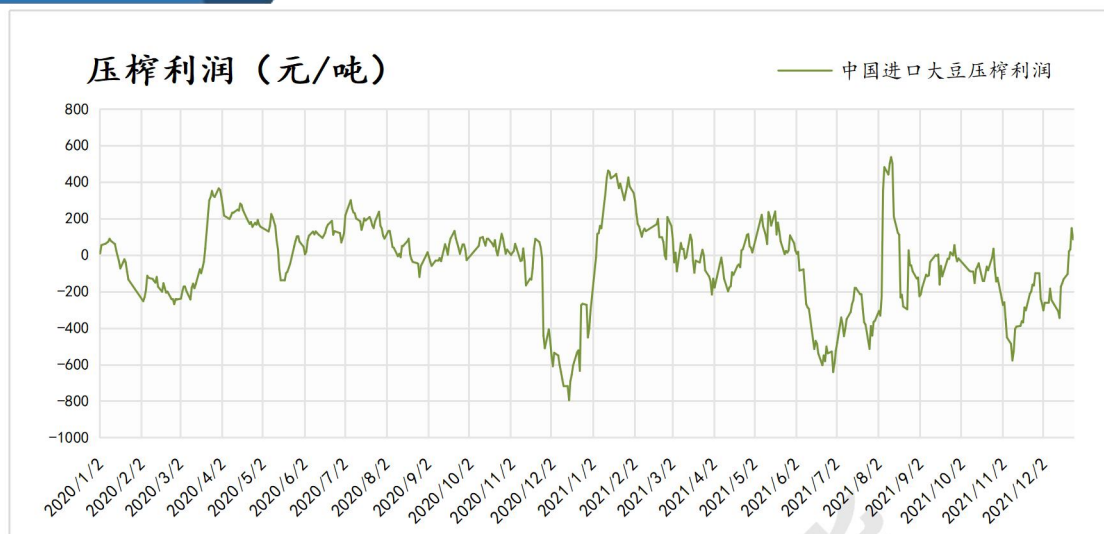
数据来源：卓创资讯

2.3 进口大豆压榨利润 —— 压榨利润扭亏为盈，但持续性依旧是个谜

从压榨利润来看，除了春节前夕、五月及八月榨利为正，其余大部分时间油厂处于亏损状态，最高亏损至约 593 元/吨；盈利最高至约 501 元/吨。受下游需求平淡及进口成本高企影响，油厂亏损较严重。

今年第四季度开始，随着新机全球大豆供需情况改善，进口大本成本也开始降低；同时第四季度油脂板块强势运行，加上生猪价格反弹引起豆粕需求增加，豆油、豆粕的价格开始回升，油厂榨利逐渐扭亏为盈。

但近期虽然利润回升，但其持续性并不敢保证，原因之一是养殖端生猪价格反弹乏力，后续养殖利润或下降，同时蛋鸡养殖利润也有下滑的趋势，后续需求是否增长存疑，需求无法跟进的话，不利豆粕价格，油厂很可能再度面临亏损。不过好在进口成本大概率下降，或中和部分需求下降导致的亏损。

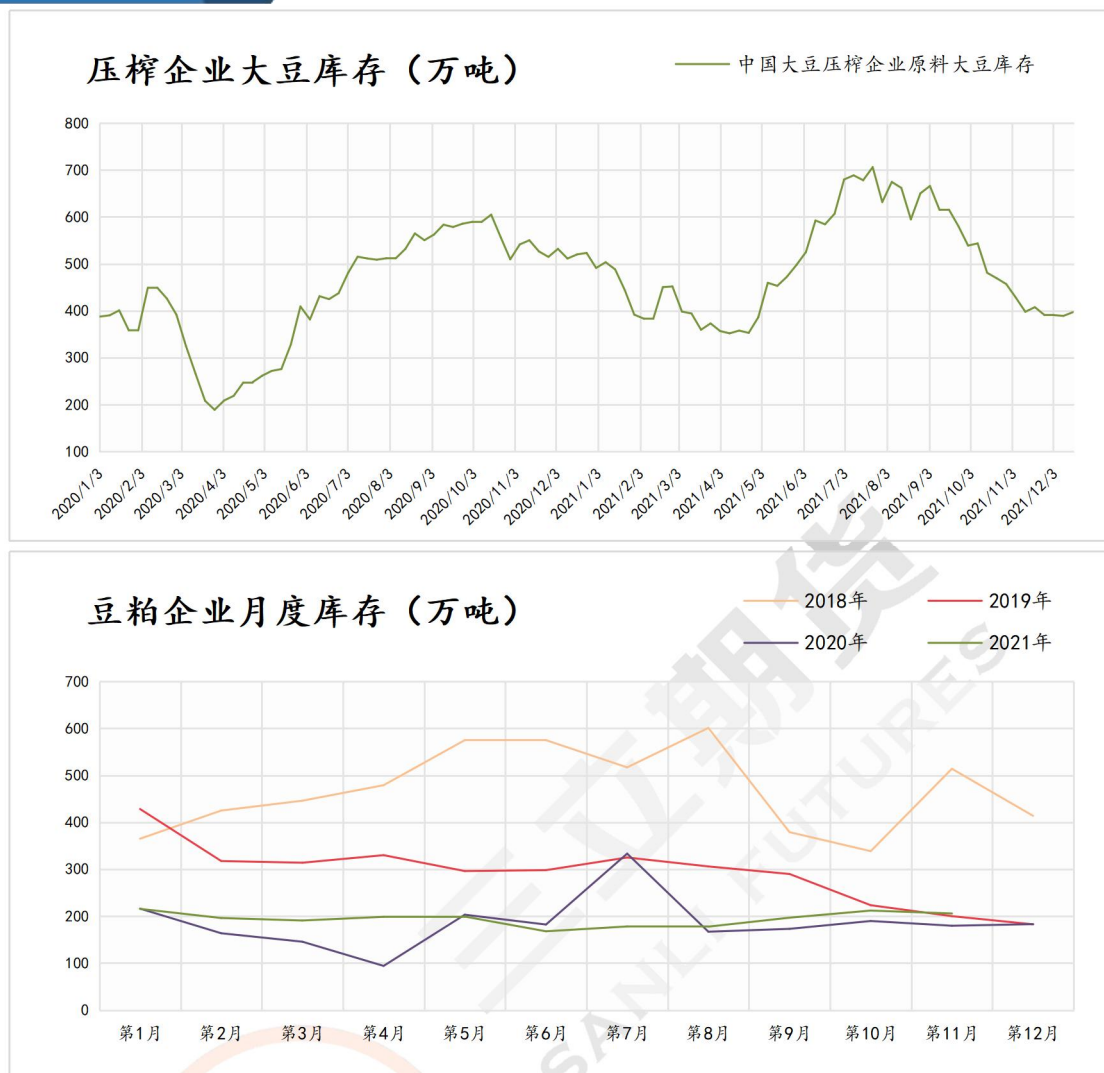


数据来源：卓创资讯

2.4 豆粕库存 —— 进口大豆刚需存在，下游企业仍有补库需求

从压榨企业大豆库存来看，库存存在季节性规律，年初和年底大豆到港有限，大豆库存较低，而夏天巴西大豆大量到港，库存自然较高。今年9月过后，受进口大豆成本较高影响，油厂买船也有限，库存下降较快，此后也保持较低水平。而随着全球大豆供应紧缺情况有所改善，进口成本也会逐渐下降，或刺激贸易商买船，补充库存。

以下游企业豆粕库存来看，今年库存水平一直不高，因终端需求有限，企业囤货需求一般，为避免胀库一直保持低库存。而低库存则意味着有补库需求，后市一旦终端需求有起色，企业或将提高豆粕购买量补充库存；即使是需求维持一般，因库存不高，企业也将持续有补库动作。因此，油厂后续还是会陆续订购，保证压榨量满足豆粕需求。



数据来源：卓创资讯

2.5 豆粕需求 —— 全年消费较平淡，终端需求无明显好转

2.5.1 从消费量来看 —— 除季节性补货节点以外，全年消费平淡

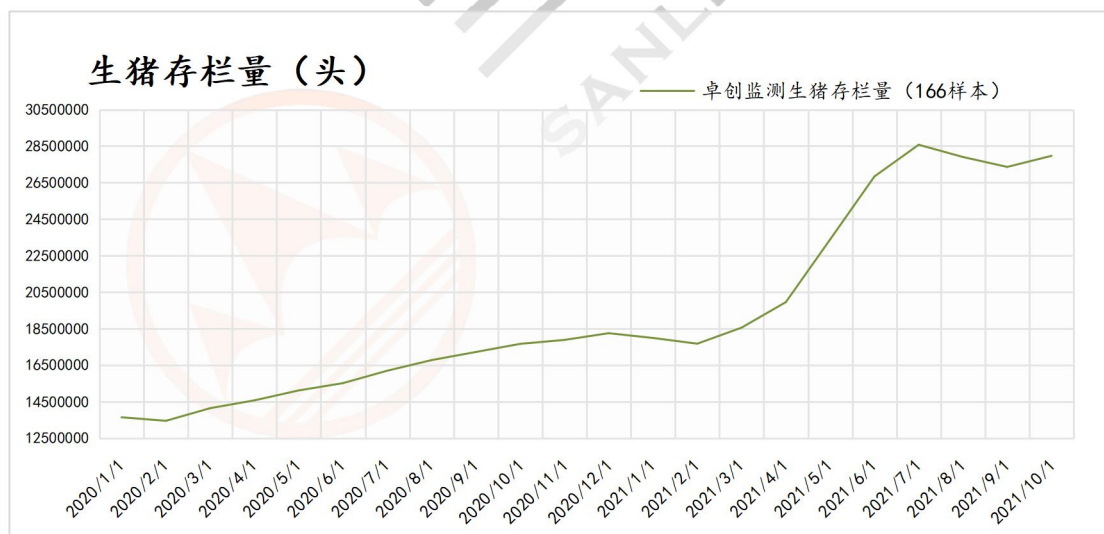
与去年相比，今年豆粕消费并不好，除了第二季度消费量尚可，保持在 700 万吨左右，其余月份都较平淡。其主要的原因一个是在于饲料中小麦替代玉米，导致豆粕的需求被动下降约 10% 左右；另一个则是今年生猪养殖亏损严重，降低生猪饲料质量的现象频发，而蛋鸡存栏维持低位，对豆粕的需求稍有拖累。因此除了夏天季节性提货及春节前夕常规补货，其余月份消费端均较平淡。



数据来源：卓创资讯

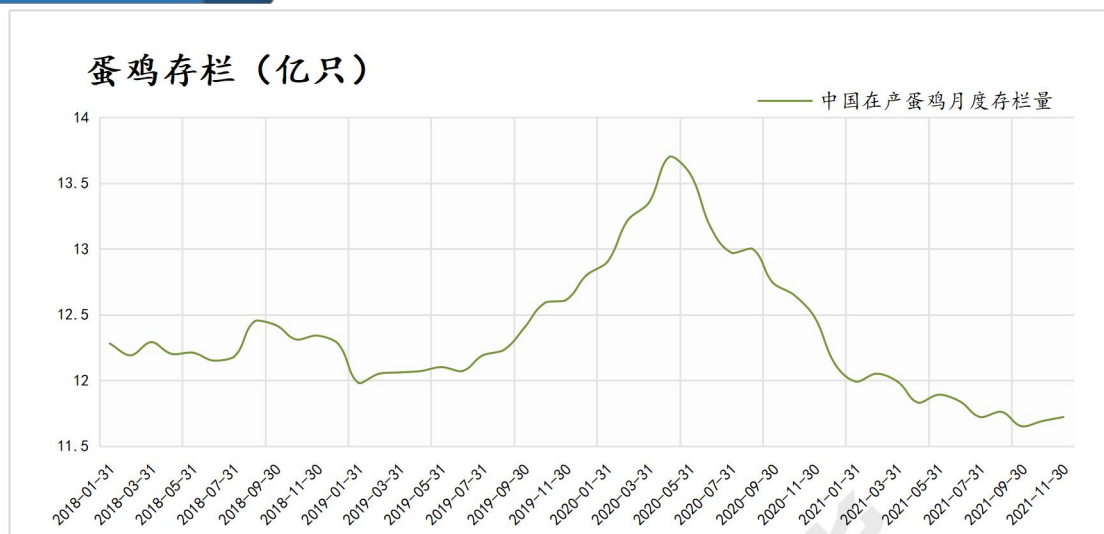
2.5.2 从终端消费来看 —— 生猪需求再涨困难，禽类产能还有恢复预期

生猪存栏在今年中期已经恢复至高位，且供应增加后猪肉消费水平并无明显增量，猪价也高位回落，养殖端亏损严重，补栏积极性也不强，生猪存栏再增长空间不大，对豆粕的需求没有太明显的拉动。再考虑到春节旺季支撑，节后市场将逐渐转淡，节前养殖端或大规模出栏，饲料需求在一季度后预计有回落空间。



数据来源：卓创资讯

蛋鸡存栏今年一直处于低位，因饲料成本高企，养殖端补栏积极性较差，存栏增长也缓慢。但今年因供应压力不大，蛋价表现较好，11月补栏量稍增，而待淘老鸡数量不多，明年二季度开始新开产数量或增加，存栏将缓慢恢复（具体详情与数据可参考鸡蛋年报），从而增加饲料需求。



数据来源：卓创资讯

3、总结&展望篇 —— 供需矛盾逐渐淡化，豆粕或呈先高后低走势

总体上来说，今年前期受全球大豆紧缺，进口成本高企影响，豆粕价格较高；但随着大豆供应增加，需求增长并未跟进，豆粕价格重心开始高位下滑。但受制于进口成本高企，即使价格下跌，也依然较往年高出不少。

现实偏紧，远期宽松，这是当前豆粕运行的主逻辑；豆粕现货偏强而期货偏弱，期现背离也较明显，背离达到极致后或将逐渐回归正常，现实也将向远期开始靠拢。随着美国大豆的增产，后续南美大豆大概率也增产，供应格局依然是走向宽松的一个趋势，豆粕的供应压力依然存在；而需求端随着春节前夕备货结束，需求也将呈季节性回落，不过当前生猪还未开始快速走上去产能道路，叠加因小麦价格走高后稍有回升的饲料中豆粕添加比例（小麦价格走高后玉米性价比再次升高，饲料中添加玉米，从而使豆粕需求增加），需求短期还较坚挺，但随着季节性旺季消费结束，现货将跟随期货走弱，预计豆粕价格明年或将呈现先高后低走势。

因此，我们建议短期仍是以偏强思路对待；而中长线如供应压力持续，且养殖端快速去产能，则因以偏弱思路对待。当然也需要警惕南美地区的天气，如果干旱特别严重导致大豆大幅减产的话，进口大豆成本可能难降，供需格局或再被改写。

操作建议：豆粕主力合约以偏强思路对待，低位多单继续持有，但不建议追多；中长线建议遇止涨后，逐步布局空单，但当前整体走势仍较强，并不是入场的好时机，建议多加观望等待后市震荡整理机会。

风险点：南美干旱严重导致大豆大幅减产、中美关系剧变



豆粕主连

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。