

## 中期有需求支撑，长期或震荡偏弱

### 报告要点

供应端：美豆丰产后，南美或继续增产，供应压力持续，但大部分被盘面反映。需求端：春节前备货结束，需求季节性回落，但总需求仍在本轮周期高峰，料上半年仍同比增幅明显，下半年同比或降低。全年前高后低。预计价格短期受到需求影响区间震荡，节奏先抑后扬，长期供应压力若持续，震荡偏弱概率大。

### 摘要：

**2021 年行情回顾：** 2021 年蛋白粕年初见到高点，之后震荡走低。从大供需格局看，美豆增产，以及南美新作面积预增，豆类供需结束偏紧，走向平衡甚至宽松。豆类带动豆粕，从而带动蛋白粕市场整体转弱。加菜籽减产导致菜系偏紧，菜粕强于豆粕，体现为豆菜粕价差低位运行，且在四季度快速下跌。

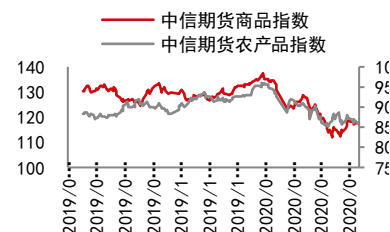
**2022 年行情展望：** 首先，宏观上，美缩债计划于 11 月启动，虽然对未来加息节奏市场仍有分析，但大概率流动性收紧相对确定，外盘趋弱。中国稳中定向宽松，人民币兑美元贬值预期较强，一定程度上利多内盘。

其次，供应端，21/22 年度美豆丰产无疑，天气正常情况下，南美大豆也将迎来丰收，全球大豆供应增长趋势加强，奠定豆类市场弱势格局。变数是，拉尼娜。此外，鉴于目前美豆/玉米比价偏低，需要关注北美 2022 年播种季面积是否下降。菜籽供应短期仍偏紧，长期看加拿大新作增长情况。

再次，需求侧，2021 年四季度以及 2022 年 5 月前，生猪存栏仍处于上升期，蛋白粕需求或达到本轮恢复峰值，从需求侧对蛋白粕价格构成支撑；长期看，生猪存栏下降时点或推迟，但不会迟到，蛋白粕需求量也步入下行周期。2022 年下半年供需宽松程度加剧，价格偏弱概率大。

展望 2022 年，预计蛋白粕中期价格仍有需求支撑，长期看供需宽松加剧，价格震荡偏弱。

**风险提示：** 中美关系恶化；南美增产低于预期；中国需求超预期。



### 农产品组研究团队

研究员：

李兴彪  
从业资格号 F3048193  
投资咨询号 Z0013482

王聪颖  
010-58135955  
wcy@citicsf.com  
从业资格号 F0254714  
投资咨询号 Z0002180

## 目 录

摘要:	1
一、2021 年行情回顾	4
二、2022 年供需展望	5
2.1 宏观: 美缩债计划启动, 中国稳中定向宽松	5
2.2 供应: 美豆供需逐渐改善, 南美新作面积预增	6
2.3 贸易: 大豆进口压榨扭亏为盈, 但可持续性存疑	12
2.4 库存: 豆粕显性库存同比降, 但港口大豆库存和豆粕隐形库存仍偏高	14
2.5 需求: 生猪存栏达本轮周期高峰, 饲料需求一季度后预计从高位回落	15
2.6 比价与资金: 蛋白性价比之王, 需求支撑价格	18
2.7 总结: 价格中短期看需求支撑, 长期震荡偏弱	19
三、风险提示	20
免责声明	21

## 图表目录

图表 1:	蛋白粕期价走弱, 基差走高, 豆粕弱于菜粕	5
图表 2:	美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳, TIP 收益率震荡略走升	6
图表 3:	美豆供需平衡表从偏紧转为平衡略宽松	7
图表 4:	美豆 2021/22 年度国内压榨同比增幅预计+2%	7
图表 5:	美豆 2021/22 年度出口同比降幅预计-9%	8
图表 6:	NINO 连续 3 个月低于-0.5, 预示拉尼娜事件发生	9
图表 7:	南美大豆产区土壤墒情基本正常, 累计降水也接近正常水平	9
图表 8:	全球大豆供需平衡表似乎高估了中国进口, 从而低估了库消比	10
图表 9:	大豆期末库消比与价格呈负相关	11
图表 10:	全球油料供需基本稳定, 各原料期末库存消费比变化各异	11
图表 11:	加菜籽大幅减产 34%, 这决定全球菜籽供需紧张	12
图表 12:	全球油粕供需环比持平, 各品类期末库存消费比变化各异	12
图表 13:	大豆进口榨利扭亏为盈, 未来三个月进口量预增	13
图表 14:	南北美豆升贴水报价见顶回落, 美元兑人民币相对稳定	14
图表 15:	港口大豆库存同比降低, 处于 2017 年以来同期次高水平, 大豆消耗或季节性走低	14
图表 16:	豆粕显性库存同比降, 为 2017 年以来次低, 隐形库存仍处于 2017 年以来次高	15
图表 17:	饲料产量同比持续增长, 9、10 月呈逐月递增	15
图表 18:	饲料产量当月同比增幅高峰已过, 累计同比增幅持续收窄	16
图表 19:	生猪存栏恢复正常水平, 养殖利润短期反弹长期下跌趋势难改	16
图表 20:	样本数据显示, 能繁存栏 5 月见顶回落, 小猪存栏 10 月环比走低	17
图表 21:	肉鸡养殖持续亏损为主, 蛋鸡养殖小幅盈利	17
图表 22:	肉鸡引种量 1-9 月累计增幅 29%, 预示 2022 年全年肉鸡出栏量大增	18
图表 23:	蛋鸡存栏预增	18

---

图表 24: CFTC 美豆净多持仓降幅明显, 豆粕前二十净持仓偏空.....	19
图表 25: 美豆/美玉米比价偏低.....	19
图表 26: 中国大豆供需平衡表.....	20

## 一、2021 年行情回顾

2021 年蛋白粕年初见到高点，之后震荡走低。从大供需格局看，美豆增产，以及南美新作面积预增，豆类供需结束偏紧，走向平衡甚至宽松。豆类带动豆粕，从而带动蛋白粕市场整体转弱。加菜籽减产导致菜系偏紧，菜粕强于豆粕，体现为豆菜粕价差低位运行，且在四季度快速下跌。

分季度回顾：

2021 年一季度，豆粕期货价格初呈惯性上涨，主力合约最高上冲 3825 元/吨；但之后呈震荡下跌走势，季度累积跌幅约 6%。1) 符合季节性走势规律。蛋白粕春节备货行情通常在农历新年前结束，节后需求淡季；2) 2020-2021 年冬季，非瘟复发，生猪存栏环比降幅明显，使得淡季更淡。3) 此外，USDA 下调阿根廷大豆产量预估，但巴西产量上调与之对冲后，南美大豆产量整体上升。巴西大豆逐渐收割，尽管有降水阻碍收割进度，但供应量庞大，利空渐增。4) 现货弱于期货，基差从高位回落。

2021 年二季度，美豆天气炒作叠加美联储会议利空，市场走出过山车行情。1) 5 月 7 日前跟随美豆企稳回升，因美国大豆播种期降水偏少，市场担忧出苗不顺利；2) 5 月 7 日之后，南美大豆到港量大，国内大肥猪端午节前后抛售压力大，叠加美联储议息会议表明鹰派立场，市场呈现快速回落。

2021 年三季度，蛋白粕市场呈高位震荡回落走势。1) 7 月份蛋白冲高回落，8 月高开，中旬明显走弱。7、8 月传统炒作天气，但 2021 年明显熄火，因 7、8 月降水增加，累计降水基本持平于正常值，大大缓解了美豆干旱。2) 单产预估 8 月下调 9 月上调，9 月市场重回平淡，在更低价格位置，更低波动率水平运行。

2021 年四季度，蛋白粕探底反弹。十一长假后，国内新冠疫情反弹，同时寒潮接二连三，诸多不确定性因素增多，且正值消费旺季，饲料养殖产业备货明显增长。

(详情可参考：

【中信期货农产品（蛋白粕）】天气发酵&需求释放，料蛋白粕慢牛将加速——2021 年度策略报告

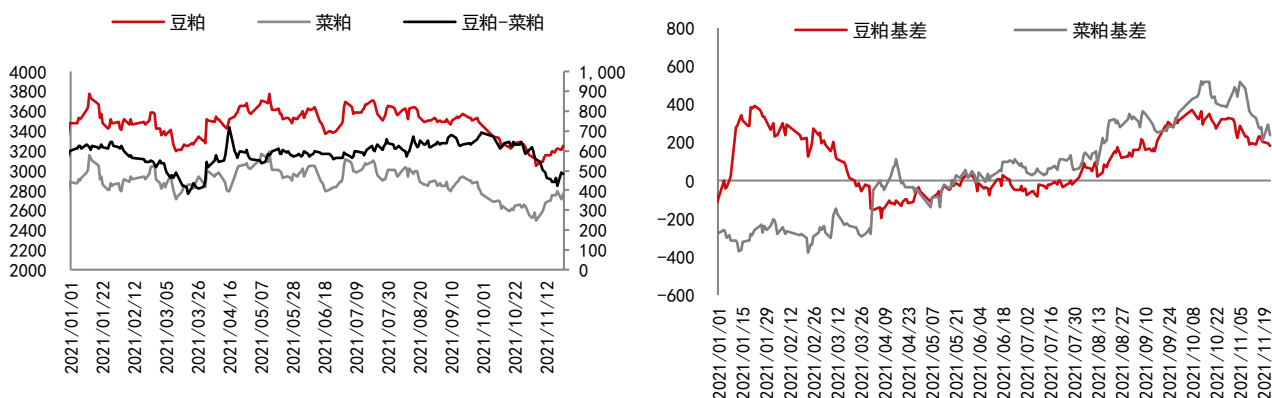
【中信期货农产品（蛋白粕）】需求增速放缓，供应主导下料先抑后扬——

2021 年度二季度报

【中信期货农产品（蛋白粕）】牛市盛宴的最后一支舞——2021 年度半年报

【中信期货农产品（蛋白粕）】牛尾熊头转换期，逢高沽空为宜——2021 年第四季报策略报告

图表1：蛋白粕期价走弱，基差走高，豆粕弱于菜粕



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 二、2022 年供需展望

展望 2022 年，预计蛋白粕中期价格仍有需求支撑，长期看供需宽松加剧，价格震荡偏弱。

首先，宏观上，美缩债计划于 11 月启动，虽然对未来加息节奏市场仍有分析，但大概率流动性收紧相对确定，外盘趋弱。中国稳中定向宽松，人民币兑美元贬值预期较强，一定程度上利多内盘。

其次，供应端，21/22 年度美豆丰产无疑，天气正常情况下，南美大豆也将迎来丰收，全球大豆供应增长趋势加强，奠定豆类市场弱势格局。变数是，拉尼娜。此外，鉴于目前美豆/玉米比价偏低，需要关注北美 2022 年播种季面积是否下降。菜籽供应短期仍偏紧，长期看加拿大新作增长情况。

再次，需求侧，2021 年四季度以及 2022 年 5 月前，生猪存栏仍处于上升期，蛋白粕需求或达到本轮恢复峰值，从需求侧对蛋白粕价格构成支撑；长期看，生猪存栏下降时点或推迟，但不会迟到，蛋白粕需求量也步入下行周期。2022 年下半年供需宽松程度加剧，价格偏弱概率大。

### 2.1 宏观：美缩债计划启动，中国稳中定向宽松

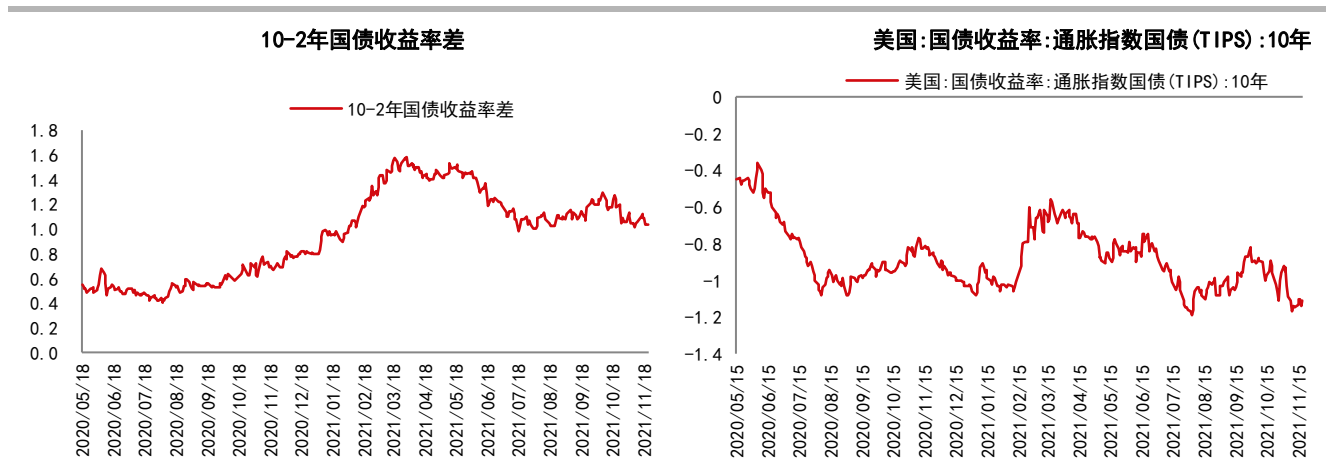
美国时间 2021 年 11 月 3 日下午，美联储 11 月 FOMC 会议维持政策利率不变，

宣布开始缩减购债，11~12 月每月购债额度都减少 150 亿美元，若经济进展符合预期，可能保持类似速度直到 2022 年年中结束购债。

市场更担心的是接下来美联储对加息进程的安排。会议透露出的信号是美联储希望保留对加息时点的灵活性，并根据 2022 年通胀风险的发酵程度来相机抉择加快或放慢 Taper 的速度。会议声明提到“若经济前景的变化有需要，就会调整缩减购债的速度”。

央行通过碳减排支持工具来实施定向的降息和再贷款。三季度货币政策执行报告则体现了中期更趋宽松的政策取向，以及短期“以稳为主”的政策状态。可见中美货币政策的相对独立性。

图表2：美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳，TIP 收益率震荡略走升



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 2.2 供应：美豆供需逐渐改善，南美新作面积预增

2021/22 年度美豆丰产，且已经收割上市。美国农业部 11 月供需报告将 2021/22 年度大豆单产下调至 51.2 蒲 / 英亩，产量预估下调至 44.25 亿蒲；2021/22 年度大豆年末库存预估上调至 3.4 亿蒲，低于市场预期。这种调整不影响大局。从美豆库存消费比看，从本年度初 3.5% 左右逐渐上升为目前的 7%-8%。从历史上看，该水平处于历史均值水平，表明美豆供需已经结束了偏紧格局，转为平衡甚至略宽松。

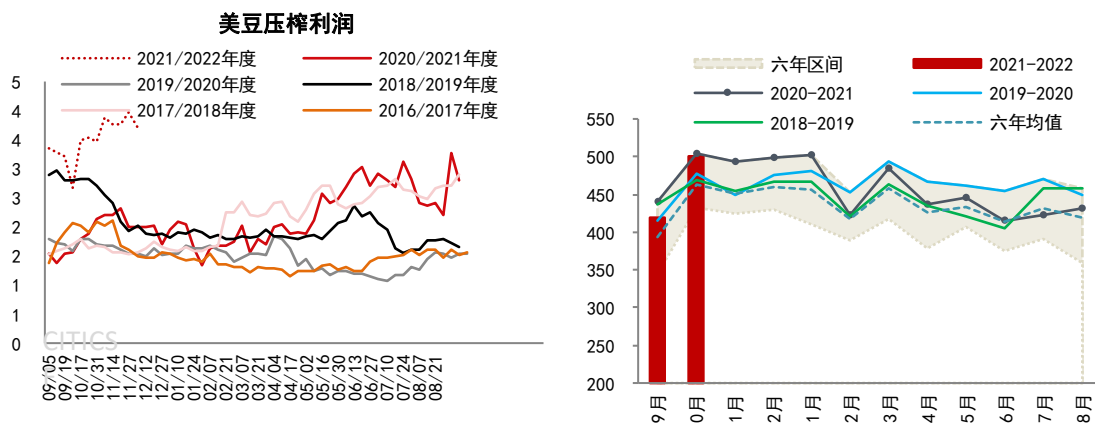
与美豆丰产不同，美豆国内压榨尚可，但出口表现并不突出。美豆 2021/22 年度国内压榨同比增幅预计+2%，美豆 2021/22 年度出口同比降幅预计-9%。截至 2021 年 11 月 11 日，美豆 2021/22 年度销售总量 3460.61 万吨，同比-32%。当前年度销售未装船 1804.89 万吨，同比-38%。库存消费比同比预增 2.12%。

图表3: 美豆供需平衡表从偏紧转为平衡略宽松

美豆	美豆供需平衡表						
	2019/20	2020/21预 测 (10 月)	2020/21预测 (11月)	2021/22预测 (10月)	2021/22 预 测 (11月)	环比%	同比%
种植面积	76.1	83.4	83.4	87.2	87.2	0.00%	4.6%
收割面积	74.9	82.6	82.6	86.4	86.4	0.00%	5%
蒲式耳/英亩							
单产	47.4	51	51	51.5	51.2	-0.6%	0%
百万蒲式耳							
期初库存	909	525	525	256	256	0.0%	-51%
产量	3552	4216	4216	4448	4425	-0.5%	5%
进口	15	20	20	15	15	0.0%	-25%
总供应	4476	4761	4761	4719	4696	-0.5%	-1%
压榨	2165	2141	2141	2190	2190	0.0%	2%
出口	1679	2265	2265	2090	2050	-1.9%	-9%
留种	97	101	101	104	102	-1.9%	1%
损耗	11	-3	-3	15	15	0.0%	-600%
总需求	3952	4505	4505	4399	4356	-1.0%	-3%
期末库存	525	256	256	320	340	6.3%	33%
农场均价 (美元/ 蒲)	8.57		10.8	12.35	12.1	-2.0%	12%
库消比	13.3%	5.7%	5.7%	7.27%	7.81%	0.5%	2.12%

资料来源: Wind 中信期货研究部

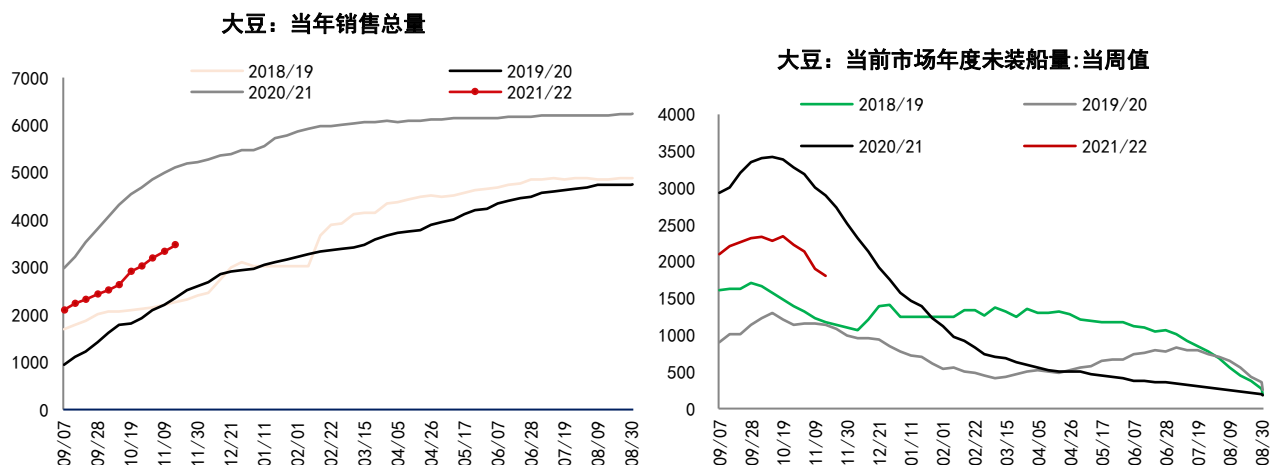
图表4: 美豆 2021/22 年度国内压榨同比增幅预计+2%



资料来源: Wind 中信期货研究部



图表5: 美豆 2021/22 年度出口同比降幅预计-9%



资料来源: Wind 中信期货研究部

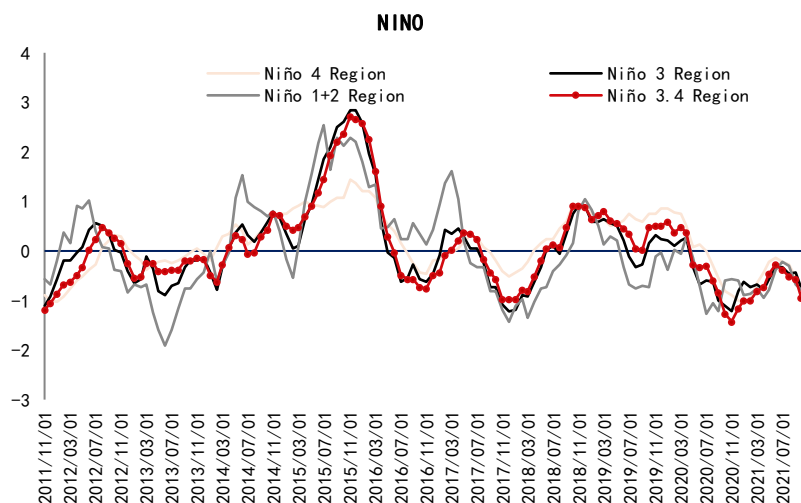
**继北美 2021/22 年度增产，南美新作增产预期也较强。首先面积预增。**巴西谷物种植户的协会（Aprosoja）的主席 6 月 22 日称，预计该国农户 2021/22 年度将增加大豆种植面积至 4000 万公顷，高于上年度的 3780 万公顷，增幅 5.8%。

**其次，播种进度较快。**两家农业咨询机构 11 月 22 日公布的数据显示，巴西 2021/22 年度大豆播种率达到约 85%。Safras & Mercado 称，大豆播种进度较上周前进了 6.6 个百分点至 84.2%，高于历史均值 77.2% 以及上年度同期水平 74.1%。另一咨询公司 AgRural 称，巴西大豆播种进度已达到 86%，较之前一周前进 8 个百分点，高于上年度同期水平 81%。

**第三，天气相对正常。**尽管 2021-2022 年冬季预计拉尼娜（这可能造成南美大豆减产，尤其阿根廷风险较大），但从目前跟踪土壤墒情及降水预报看，南美天气状况尚可。暂且按照天气正常对待。

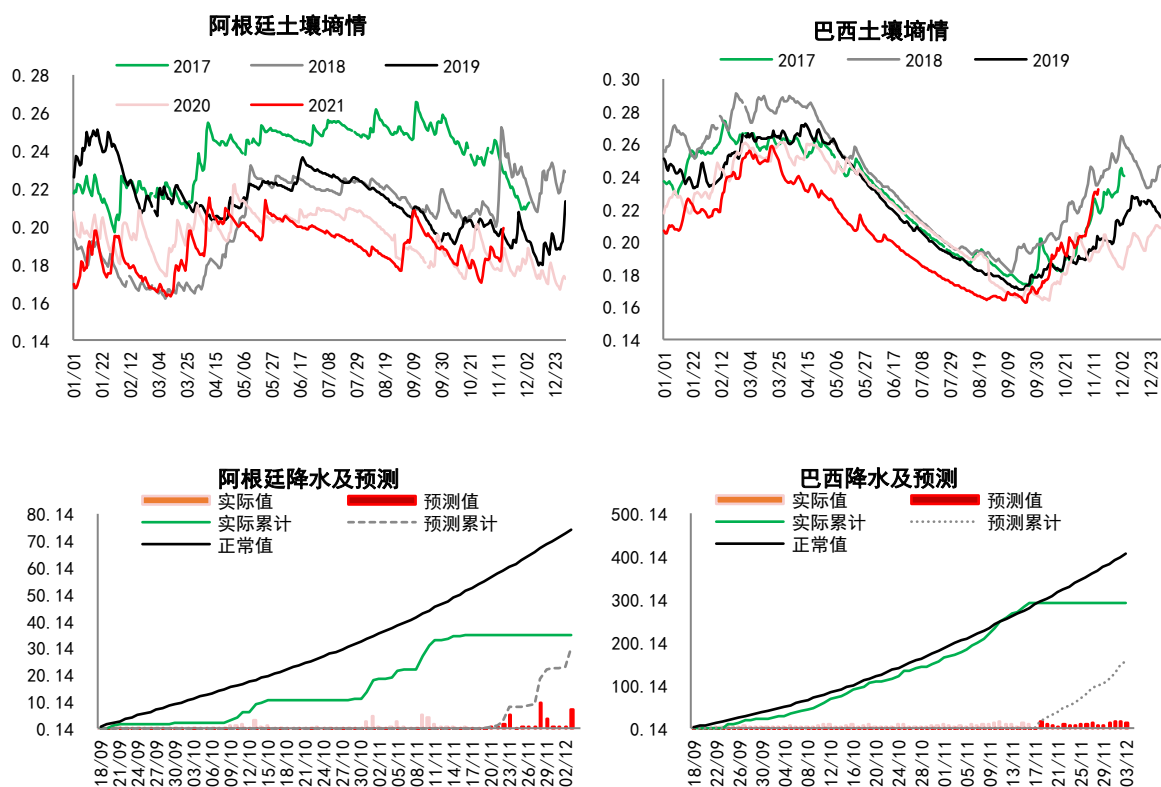


图表6: NINO 连续 3 个月低于-0.5, 预示拉尼娜事件发生



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表7: 南美大豆产区土壤墒情基本正常, 累计降水也接近正常水平



资料来源: Wind 中信期货研究部

得益于北美大豆增产 4.88%; 南美大豆增产 5%, 全球大豆供需平衡表也在持续改善。6 月预估期末库存消费比 16.72%。11 月这一预估值增长至 18.86%。我

们早在半年报中指出，对于更长时间，美豆价格似乎很难长时间位于高位。一种可能的发展路径是，随着高价刺激扩种，南北美豆接连增长，等待美豆的可能是漫漫熊途。目前看，随着南美大豆播种接近尾声，这一判断或将兑现。此外，USDA可能高估了中国大豆进口量，变相低估了全球大豆宽松程度。

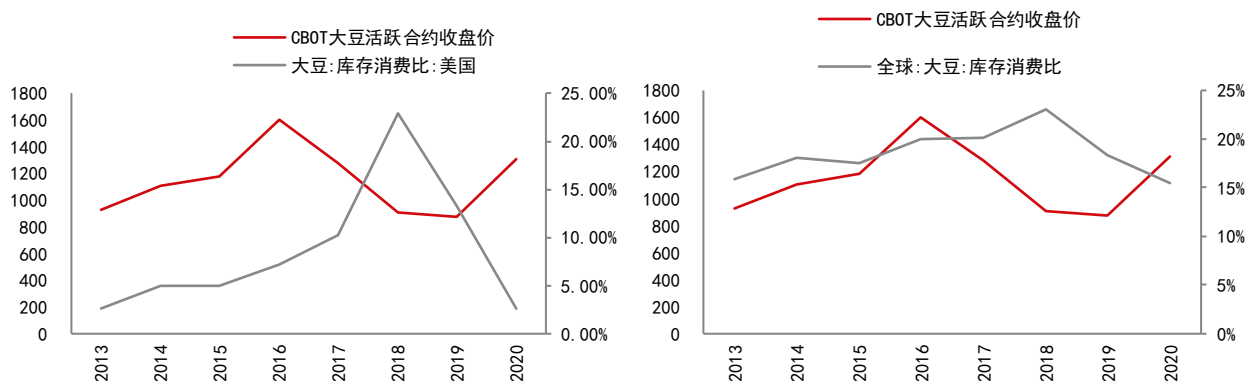
当然，风险在于，拉尼娜仍没有结束，南美大豆产量增幅仍存在变数。接下来，持续有效地跟踪南美天气，尤其阿根廷地区，尤为重要。

图表8：全球大豆供需平衡表似乎高估了中国进口，从而低估了库消比

全球大豆供需平衡表										
国家	年度	月份	期初库	产量	进口	国内压	国内消	出口	期末	库消比
全球	2020/21年度	10月	95.5	365.3	165.9	315.6	362.6	164.9	99.2	18.80%
		11月	95.5	366.2	166.2	316.0	363.1	164.8	100.1	18.97%
	2021/22年度	10月	99.2	385.1	170.6	328.4	377.3	173.1	104.6	19.00%
		11月	100.1	384.0	169.8	328.8	378.0	172.1	103.8	18.86%
全球(不含中国)	2020/21年度	10月	68.7	345.7	66.9	222.6	251.0	164.8	65.4	15.74%
		11月	68.7	346.6	66.5	223.0	251.5	164.7	65.6	15.77%
	2021/22年度	10月	65.4	366.1	69.6	230.4	259.6	173.0	68.7	15.87%
		11月	65.6	365.0	69.8	230.8	260.3	172.0	68.1	15.75%
美国	2020/21年度	10月	14.3	114.8	0.5	58.3	60.9	61.7	7.0	5.69%
		11月	14.3	114.8	0.5	58.3	60.9	61.7	7.0	5.69%
	2021/22年度	10月	7.0	121.1	0.4	59.6	62.9	56.9	8.7	7.27%
		11月	7.0	120.4	0.4	59.6	62.8	55.8	9.3	7.80%
美国之外	2020/21年度	10月	81.2	250.5	165.3	257.4	301.6	103.2	92.2	22.77%
		11月	81.2	251.5	165.7	257.8	302.1	103.1	93.1	22.98%
	2021/22年度	10月	92.2	264.1	170.2	268.8	314.4	116.2	95.9	22.26%
		11月	93.1	263.6	169.4	269.2	315.3	116.3	94.5	21.90%
主要出口国	2020/21年度	10月	47.0	194.8	6.0	89.8	99.9	95.0	52.9	27.13%
		11月	47.0	195.8	5.9	90.3	100.4	95.1	53.2	27.22%
	2021/22年度	10月	52.9	208.1	5.4	93.5	103.8	108.4	54.2	25.56%
		11月	53.2	206.6	5.5	93.5	103.8	108.4	53.1	25.04%
阿根廷	2020/21年度	10月	26.7	46.2	5.0	39.7	47.0	5.2	25.8	49.42%
		11月	26.7	46.2	4.8	40.2	47.4	5.2	25.1	47.64%
	2021/22年度	10月	25.8	51.0	4.7	42.0	49.4	6.4	25.7	46.10%
		11月	25.1	49.5	4.8	42.0	49.4	5.4	24.6	44.95%
巴西	2020/21年度	10月	20.0	137.0	1.0	46.8	49.4	81.7	27.0	20.56%
		11月	20.0	138.0	1.0	46.8	49.4	81.7	28.0	21.32%
	2021/22年度	10月	27.0	144.0	0.7	47.7	50.4	93.0	28.3	19.71%
		11月	28.0	144.0	0.7	47.7	50.4	94.0	28.3	19.57%
巴拉圭	2020/21年度	10月	0.3	9.9	0.0	3.3	3.5	6.6	0.2	1.69%
		11月	0.3	9.9	0.0	3.3	3.5	6.6	0.2	1.69%
	2021/22年度	10月	0.2	10.5	0.0	3.8	3.9	6.5	0.3	2.49%
		11月	0.2	10.5	0.0	3.8	3.9	6.5	0.3	2.49%
主要进口国	2020/21年度	10月	29.5	23.2	132.7	122.4	149.2	0.3	35.9	24.03%
		11月	29.5	23.2	133.5	122.4	149.3	0.3	36.7	24.51%
	2021/22年度	10月	35.9	22.8	135.4	127.7	155.7	0.4	38.1	24.39%
		11月	36.7	22.8	134.4	127.7	155.7	0.4	37.8	24.23%
中国	2020/21年度	10月	26.8	19.6	99.0	93.0	111.6	0.1	33.7	30.19%
		11月	26.8	19.6	99.8	93.0	111.6	0.1	34.5	30.89%
	2021/22年度	10月	33.7	19.0	101.0	98.0	117.7	0.1	35.9	30.49%
		11月	34.5	19.0	100.0	98.0	117.7	0.1	35.7	30.30%
欧盟	2020/21年度	10月	1.5	2.6	15.0	16.1	17.8	0.2	1.1	6.05%
		11月	1.5	2.6	15.0	16.1	17.8	0.2	1.1	6.05%
	2021/22年度	10月	1.1	2.7	15.0	15.9	17.6	0.2	1.0	5.49%
		11月	1.1	2.8	15.0	15.9	17.6	0.2	1.0	5.60%
日本	2020/21年度	10月	0.8	0.6	9.6	4.8	10.2	0.0	0.8	8.03%
		11月	0.8	0.6	9.7	4.8	10.3	0.0	0.8	7.98%
	2021/22年度	10月	0.8	0.5	9.9	5.0	10.4	0.0	0.8	7.90%
		11月	0.8	0.5	9.9	5.0	10.4	0.0	0.8	7.86%
墨西哥	2020/21年度	10月	0.1	0.3	6.0	6.2	6.3	0.0	0.1	1.60%
		11月	0.1	0.3	6.0	6.2	6.3	0.0	0.1	1.60%
	2021/22年度	10月	0.1	0.3	6.2	6.4	6.5	0.0	0.2	2.33%
		11月	0.1	0.3	6.2	6.4	6.5	0.0	0.2	2.33%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：大豆期末库存消费比与价格呈负相关

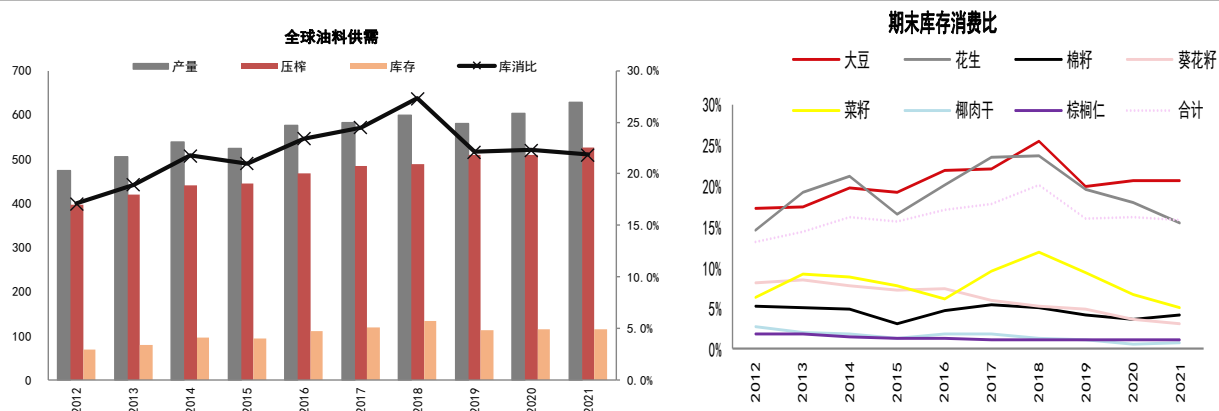


资料来源：Wind 中信期货研究部

放眼全球油料市场，2019 年库存消费比大幅下跌，2021 年环比基本稳定，2022 年环比预增。分品种看，全球油料供应稳定的力量来自大豆。棉籽增幅更大。而花生、菜籽呈现大幅下跌，成为全球油料供需转松最大拖累。油料间强弱预计，棉籽<大豆<葵花籽<椰肉干=棕榈仁<菜籽<花生。

油粕供需年度环比持平，各品类期末库存消费比环比变动各异。最大品类豆粕环比大致持平。环比增幅最大是葵花籽粕。

图表10：全球油料供需基本稳定，各原料期末库存消费比变化各异



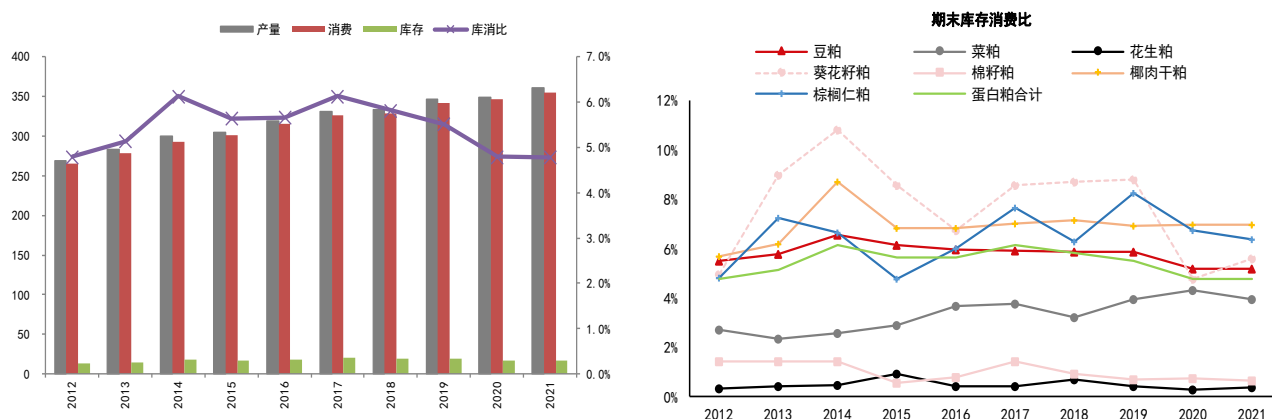
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11: 加菜籽大幅减产 34%，这决定全球菜籽供需紧张

加拿大农业部油菜籽供需平衡表												
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021(10月)	2021-2022（9月）	2021-2022（10月）	环比	较去年	较去年%	
种植面积（千公顷）	8363	8236	9313	9232	8572	8410	9097	9097	0%	687	8%	
收获面积（千公顷）	8322	8119	9273	9120	8471	8325	9002	9002	0%	677	8%	
单产（吨/公顷）	2.21	2.41	2.3	2.2	2.4	2.3	1.42	1.4	0%	-0.92	-39%	
产量（千吨）	18377	19601	21328	20343	19912	19485	12782	12782	0%	-6703	-34%	
进口量（千吨）	105	95	108	146	155	123	150	150	0%	27	22%	
总供应量（千吨）	21055	21786	22778	22988	24502	23042	14699	14699	0%	-8343	-36%	
出口量（千吨）	10299	11016	10783	9141	10040	10534	6500	6500	0%	-4034	-38%	
食用及工业用量（千吨）	8315	9191	9269	9295	10129	10410	7500	7500	0%	-2910	-28%	
种用及损耗（千吨）	365	163	160	397	838	265	148	148	0%	-117	-44%	
国内总需求（千吨）	8740	9422	9496	9754	11028	10741	7699	7699	0%	-3042	-28%	
期末库存量（千吨）	2016	1348	2499	4094	3435	1767	500	500	0%	-1267	-72%	
平均价格（美元/吨）	509	529	539	497	484	730	940	960	2%	230	32%	
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	16.3%	8.3%	3.5%	3.5%	0.0%	-4.8%	-4.8%	

资料来源: Wind 中信期货研究部

图表12: 全球油粕供需环比持平, 各品类期末库存消费比变化各异



资料来源: Wind 中信期货研究部

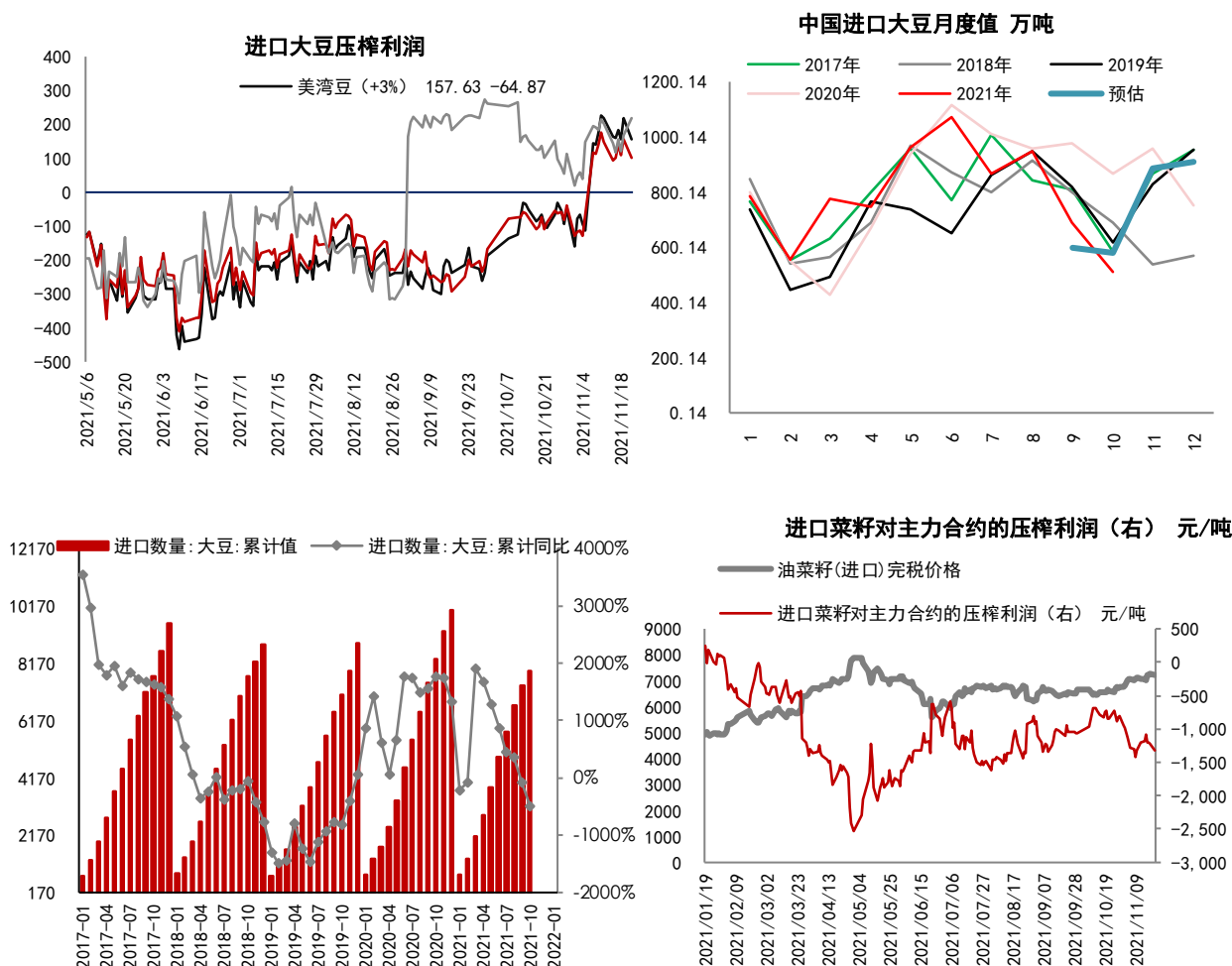
## 2.3 贸易: 大豆进口压榨扭亏为盈, 但可持续性存疑

回到国内, 进口到港预报显示, 中国 10 月进口大豆 510.9 万吨, 预估为 580 万吨, 环比-25.7%, 同比-41.2%。1-10 月累计进口 7909.9 万吨, 同比-4.95%。主因 2021 年油厂榨利大部分时间为负, 这与 2020 年进口高榨利大相径庭。近期大豆进口压榨扭亏为盈, 促使进口量预增。11、12、1 月月进口预估 885、910、875 万吨, 累计 1636 万吨, 环比+24.3%, 同比+7%。

一方面美豆大幅回落, 进口大豆成本降低; 另一方面, 四季度油脂板块强势带动豆油价格高位运行, 十一之后国内生猪价格超预期反弹, 豆粕价格近期略回升。进口大豆压榨利润促进油厂搬运库存, 但这种情况持续性存疑, 根本原因在于养殖亏损, 对高成本承接能力有限。

菜籽进口压榨亏损严重, 受制于中加关系异常, 中国贸易商进口加菜籽仍步履维艰。

图表13: 大豆进口榨利扭亏为盈, 未来三个月进口量预增

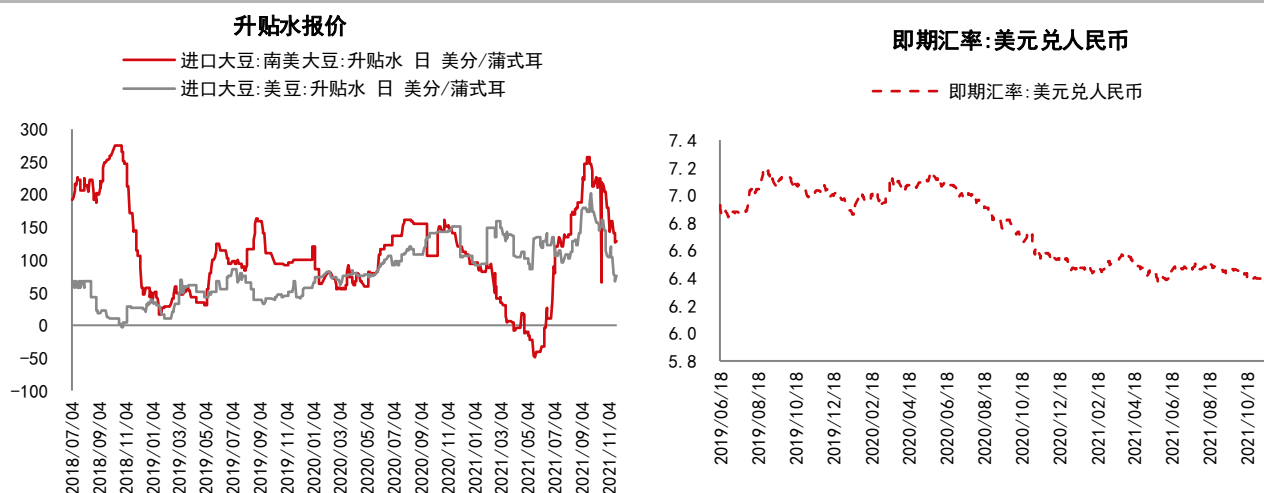


资料来源: Wind 中信期货研究部

实际上, 近期国内外市场均表现为“现实偏紧”与“远期宽松”的博弈, 期现背离严重, 国内豆粕现货偏强, 期价相对偏弱, 国际大豆南北美升贴水报价持续走高, 但盘面相对偏弱。期现背离达到极致后将向正常水平回归。从南北美升贴水见顶回落看, 现实将向远期靠拢。随着时间推移, 季节性消费旺季渐近尾声, 现货将跟随期货走弱。

汇率方面, 2020 年在美国大量放水, 中国相对节制的背景下, 人民币兑美元走高, 这一定程度上限制了国内豆粕涨幅。2021 年人民币兑美元升值趋势明显放缓。随着 11 月美联储缩债计划实施, 流动性收紧, 人民币兑美元贬值可能性加大, 但近期中国主动采取定向的降息和再贷款, 或进一步加大人民币相对美元走软的可能性, 国内蛋白粕市场相对美豆更抗跌。

图表14： 南北美豆升贴水报价见顶回落，美元兑人民币相对稳定



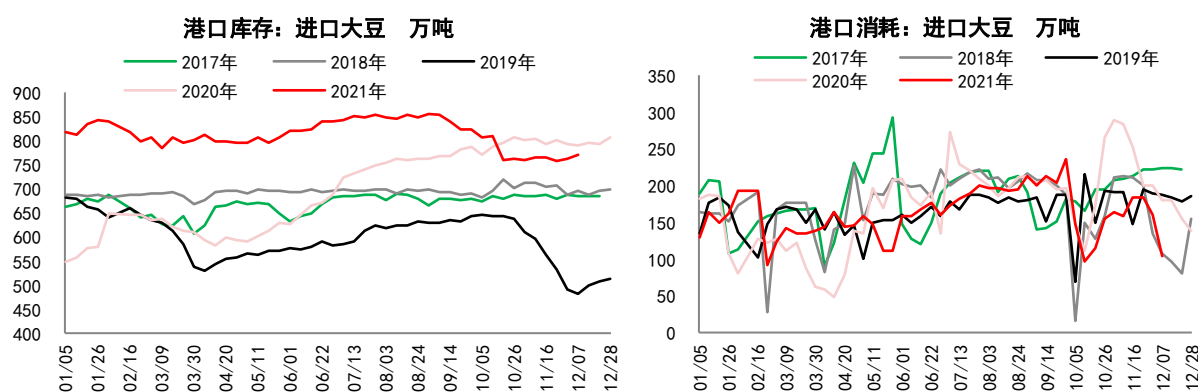
资料来源: Wind 中信期货研究部

## 2.4 库存：豆粕显性库存同比降，但港口大豆库存和豆粕隐形库存仍偏高

港口大豆库存同比降低，处于 2017 年以来同期次高水平，大豆消耗或季节性走低。11 月 20 日当周，港口大豆库存 762.93 万吨，环比+0.72%，同比-4.66%。11 月 20 日当周，港口大豆消耗 160 万吨，环比-12.9%；2021 年 1 月至今，港口大豆累计消耗量 7653 万吨，同比-3%。

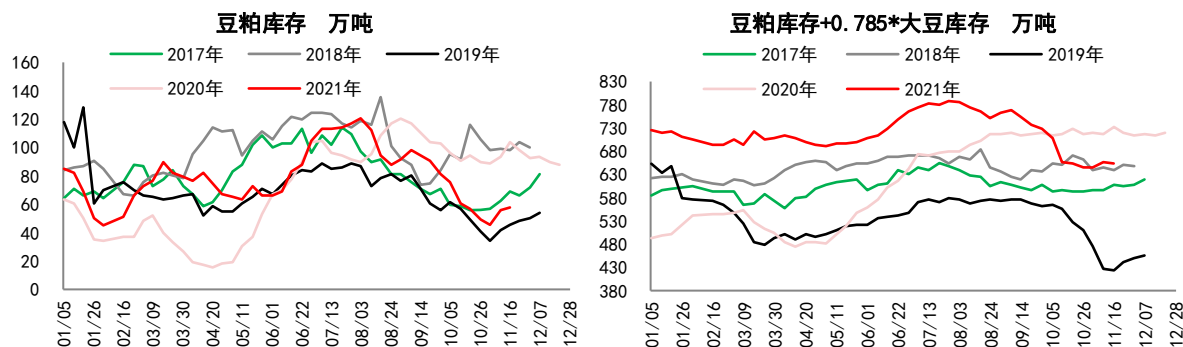
豆粕显性库存同比降，为 2017 年以来次低，隐形库存仍处于 2017 年以来次高。截至 11 月 14 日，全国豆粕表观库存 57.86 万吨，环比+3.5%，同比-38%；隐形库存合计 727 万吨，环比-0.5%，同比-8.9%。

图表15： 港口大豆库存同比降低，处于 2017 年以来同期次高水平，大豆消耗或季节性走低



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表16: 豆粕显性库存同比降, 为 2017 年以来次低, 隐形库存仍处于 2017 年以来次高

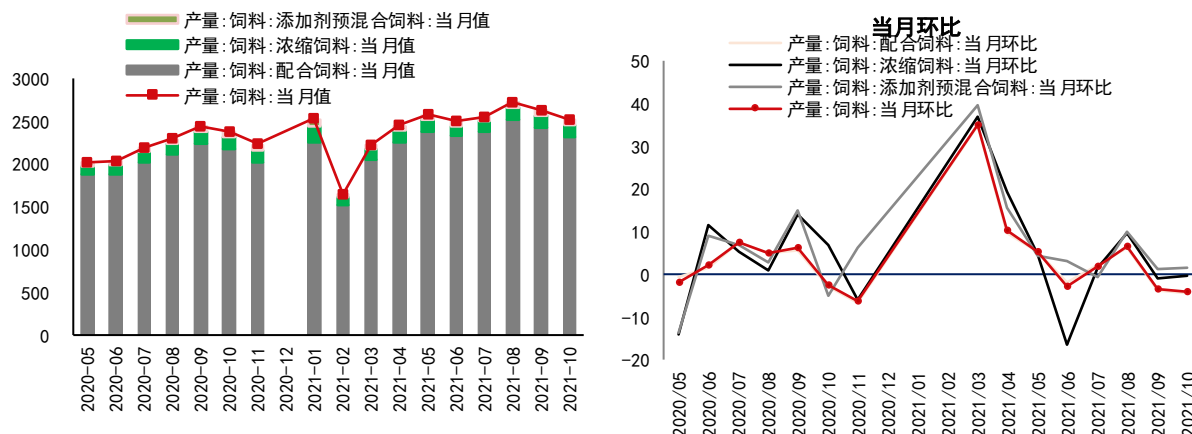


资料来源: Wind 中信期货研究部

## 2.5 需求: 生猪存栏达本轮周期高峰, 饲料需求一季度后预计从高位回落

数据显示, 饲料产量仍在持续增长, 但可能也达到本轮周期高峰。饲料产量自 2021 年 2 月低点持续稳步增长, 6 月产量环比略降, 7、8 月重回增长趋势, 9、10 月连续两个月走低。饲料产量当月同比增幅高峰已过, 累计同比增幅缓慢收窄。饲料产量的增长实际上对应养殖存栏量的恢复, 尤其是生猪存栏周期性恢复。饲料产量走向, 以及蛋白粕需求仍看下游养殖存栏变动情况。

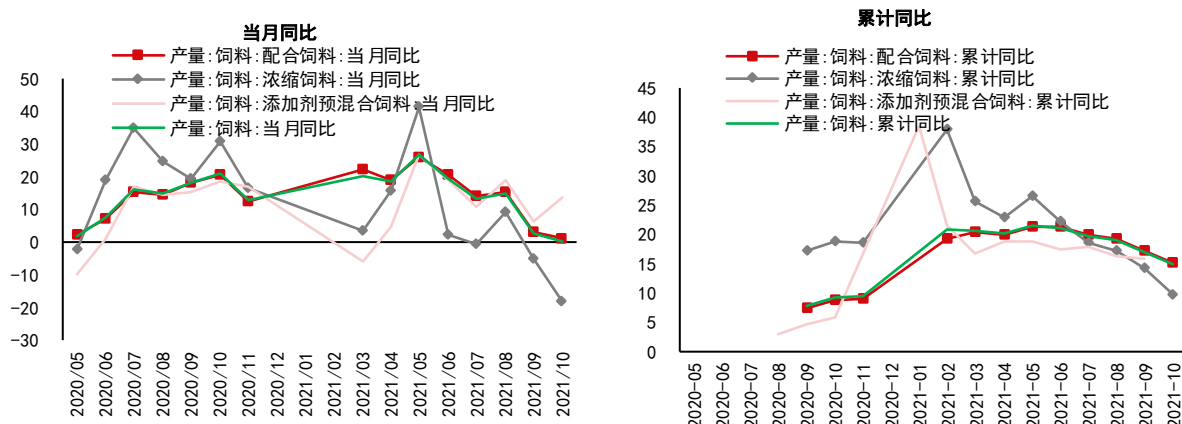
图表17: 饲料产量同比持续增长, 9、10 月呈逐月递增



资料来源: Wind 中信期货研究部



图表18： 饲料产量当月同比增幅高峰已过，累计同比增幅持续收窄

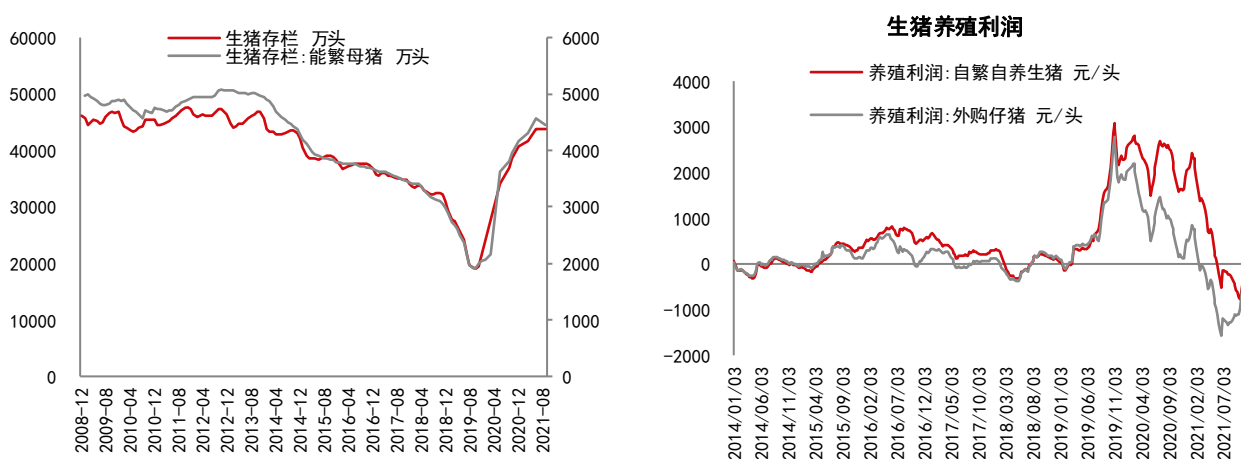


资料来源：Wind 中信期货研究部

国内生猪存栏与能繁母猪存栏持续回升。或达到本轮周期峰值。官方数据显示，9月生猪存栏43764万头，较6月末-0.33%；能繁母猪存栏4459万头，较6月末-2.3%。与生猪存栏恢复对应，饲料消费量周期性提升基本达峰。2022年一季度环比预降，同比增幅继续收窄。2022年饲料需求我们判断前高后低，同比略降1-3%。

当然，近期生猪养殖利润回升，预计产业去产能时间延后。

图表19： 生猪存栏恢复正常水平，养殖利润短期反弹长期下跌趋势难改

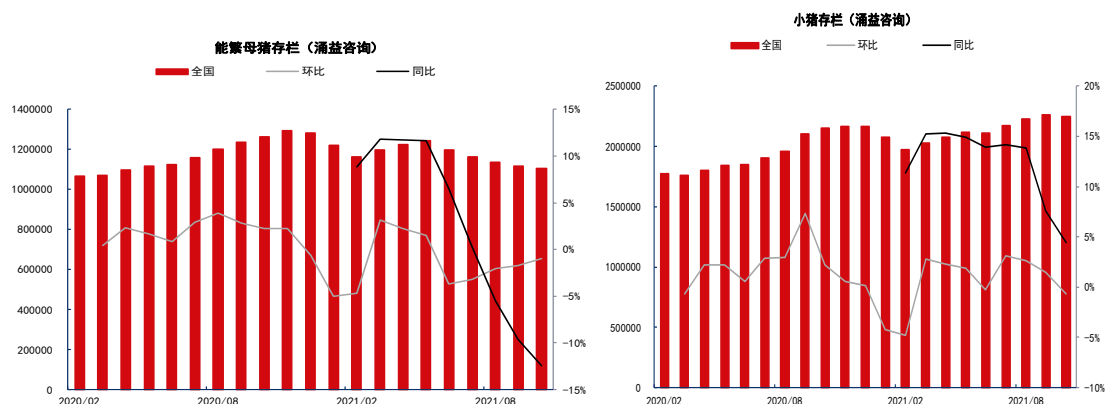


资料来源：Wind 中信期货研究部

从样本数据看，2021年5月能繁母猪存栏见顶回落，至10月环比持续走低，同时同比略降低。预示2022年3-8月生猪出栏环比走低。样本小猪存栏10月环比走低，预示2022年3、4月生猪出栏量环比走低。与能繁母猪预示一致。考虑母猪群生产效率提升，预计上半年生猪出栏环比走低概率不大。上半年饲料、豆粕需求环比持平，一季度初季节性走低，之后回升，二季度仍相对较高。下半年随着养殖亏损力度加深，能繁母猪走低的效应显露。生猪出栏或走低，对应饲料、

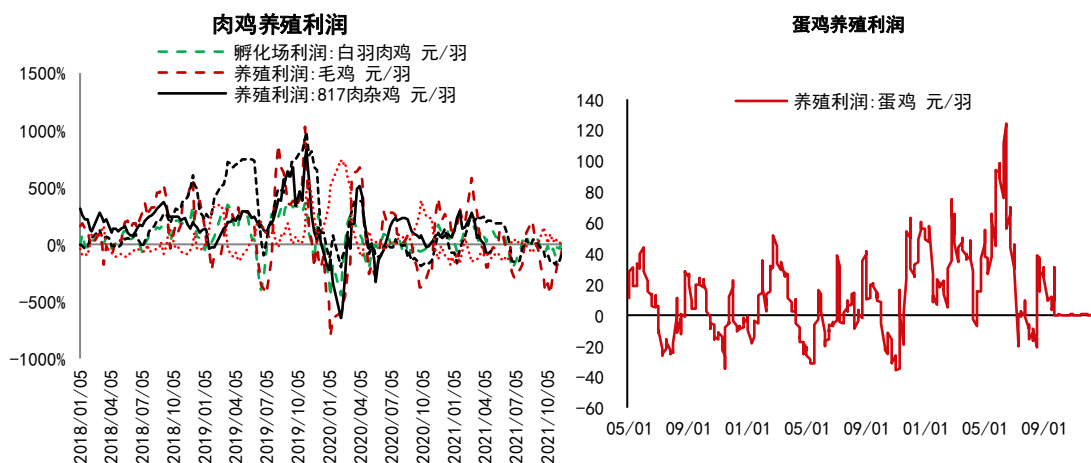
豆粕消费走低。全年看，前高后低。

图表20： 样本数据显示，能繁母猪存栏 5 月见顶回落，小猪存栏 10 月环比走低



资料来源：涌益咨询 中信期货研究部

图表21： 肉鸡养殖持续亏损为主，蛋鸡养殖小幅盈利



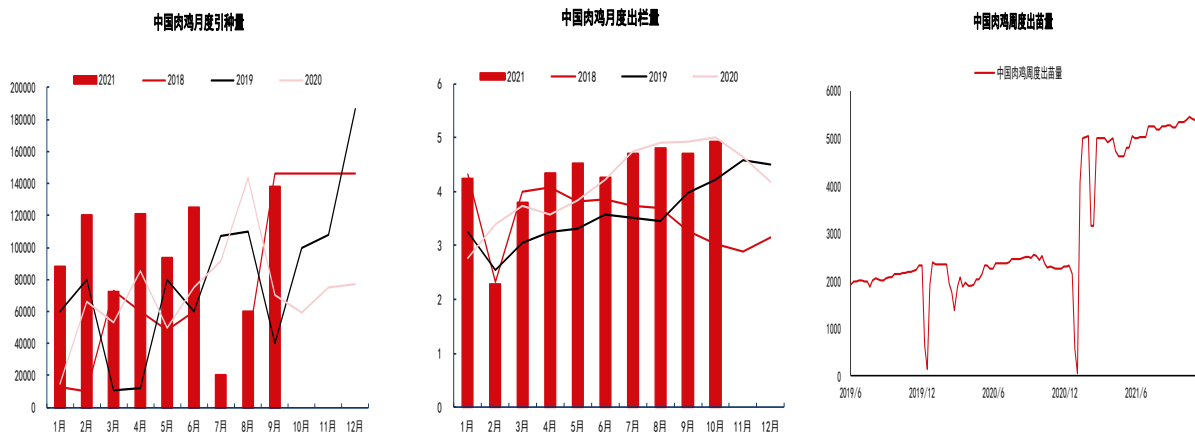
资料来源：Wind 中信期货研究部

肉鸡生长具有特定周期。从父母代鸡引种到商品代肉鸡出栏大约 234 天，即 7.8 个月。而祖代种鸡引种到父母代种鸡苗孵化约 189 天，即 6.3 个月。种蛋孵化 21 天，商品代鸡苗投放到肉鸡出栏 45 天。由此，2021 年 9 月、10 种蛋量决定了 2021 年 4 季度肉鸡出栏量。

据卓创资讯统计，11 月 19 日当周，中国肉鸡周度出苗量 5432.9 万只，环比变化 0%，同比变化 140.34%。截至 2021 年 10 月，中国肉鸡月度出栏量 4.93 亿只，环比变化 4.67%，同比变化-1.6%。截至 2021 年 9 月，中国肉鸡月度引种量 138100 套，环比变化+130.94%，同比变化+97.29%。2021 年 1-9 月，仅 7、8 月同比下降，8、9 月引种量持续增长，尤其 9 月增幅明显。预示 2022 年至少前 3

季度肉鸡供应量同比增。对应饲料消费增幅明显或达 30%，豆粕消费增 9%。需要注意的是，肉鸡亏损程度加剧，肉鸡苗蛋可能转鸡蛋售卖，冲击短期肉鸡供应量。

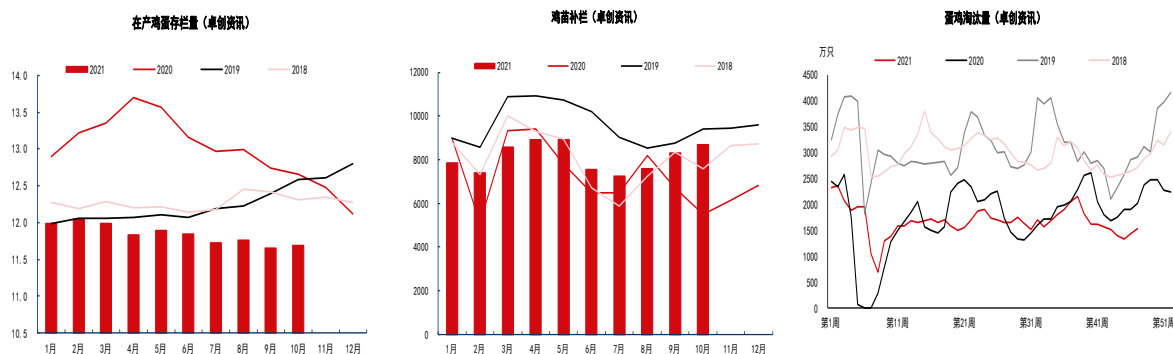
图表22： 肉鸡引种量 1-9 月累计增幅 29%，预示 2022 年全年肉鸡出栏量大增



资料来源：卓创资讯 中信期货研究部

按照蛋鸡生命周期计算，某时点的在产蛋鸡存栏量增量为 5 个月前补栏蛋鸡苗，减量为 17 个月前补栏蛋鸡苗。从卓创数据看，2021 年蛋鸡存栏同比偏低，月度存栏均值同比-9.7%；蛋鸡养殖微利，蛋鸡苗补栏从 7 月以来持续走高，年度累计补栏量同比+9.5%。2021 年 12-2 月在产蛋鸡预增。年度在产蛋鸡预增 5%，对应豆粕消费预增 0.5%。

图表23： 蛋鸡存栏预增



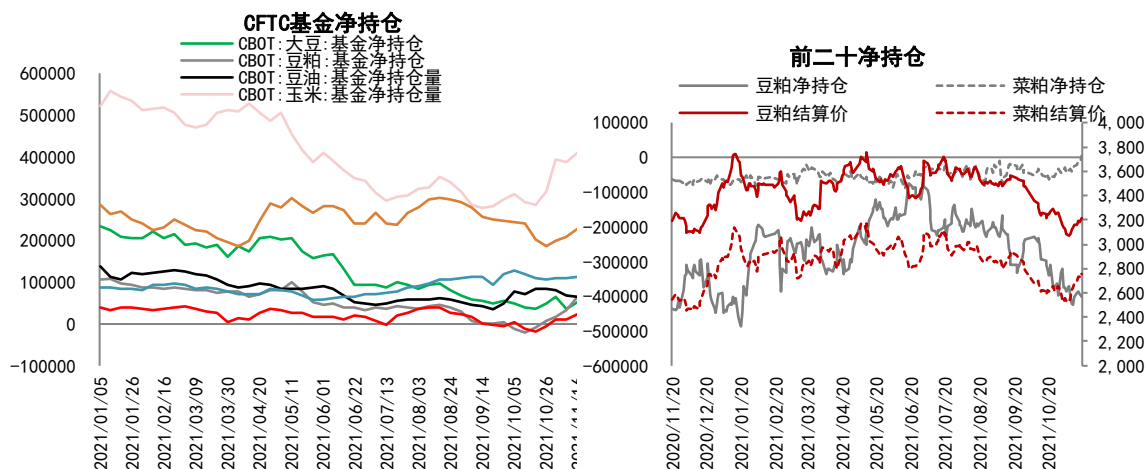
资料来源：卓创资讯 中信期货研究部

## 2.6 比价与资金：蛋白性价比之王，需求支撑价格

从蛋白单位价值看，豆粕是性价比之王。单位蛋白价格看，DDGS 坚挺，棉粕高位回落，豆粕与菜粕大致持平，豆粕略占优。玉米反替代小麦，导致豆粕在饲料中配比略提高。豆粕消费环比走高。

CFTC 美豆净多持仓降幅明显，豆粕前二十净持仓仍空头为主。留意空头减仓动作。预计前期供应增幅体现，南美大豆上市前，需求主导价格难大幅下降。

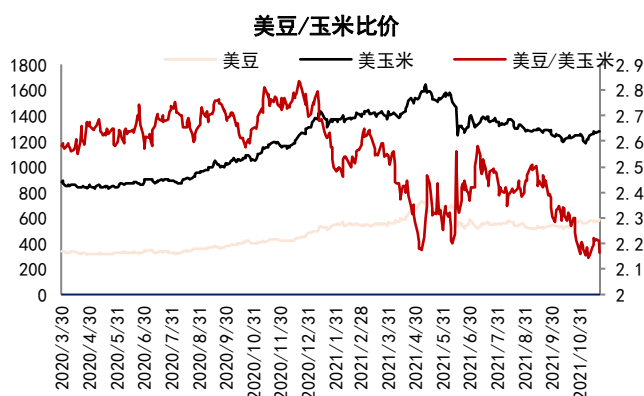
图表24: CFTC 美豆净多持仓降幅明显, 豆粕前二十净持仓偏空



资料来源: Wind 中信期货研究部

此外, 目前美豆/美玉米比价偏低, 如果持续到 2022 年美豆播种前夕, 可能会影响美豆种植面积增长, 或转种玉米。从而打断美豆增库存的路径。

图表25: 美豆/美玉米比价偏低



资料来源: Wind 中信期货研究部

## 2.7 总结: 价格中短期看需求支撑, 长期震荡偏弱

综上, 供应端: 美豆丰产后, 南美或继续增产, 供应压力持续, 但大部分被盘面反映。需求端: 春节前备货结束, 需求季节性回落, 但总需求仍在本轮周期高峰, 料上半年仍同比增幅明显, 下半年同比或降低。全年前高后低。

预计价格短期受到需求影响区间震荡, 节奏先抑后扬; 长期供应压力若持续, 震荡偏弱概率大。

图表26： 中国大豆供需平衡表

中国大豆平衡表								
项目	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21	2021/22	2021/22		
千公顷			10月预估	11月预估	10月预估	11月预估	环比	同比
播种面积	8413	9332	9882	9882	9200	9200	0.0%	-6.9%
其中黑龙江	3568	4279	4832	4832	4300	4300	0.0%	-11.0%
占比	42%	46%	49%	49%	47%	47%	0.0%	-4.4%
吨/公顷								
单位产量	1.898	1.939	1.983	1.983	2	2	0.0%	0.9%
其中黑龙江	1.848	1.824	1.905	1.905	1.914	1.914	0.0%	0.5%
千克/亩								
单位产量	127	129	132	132	133	133	0.0%	0.9%
其中黑龙江	123	122	127	127	128	128	0.0%	0.5%
万吨								
生产量	1596.7	1809.1	1960	1960	1840	1840	0.0%	-6.1%
进口量	8253.4	9852.5	9800	9800	10200	10100	-1.0%	3.1%
年度供给总量	9850.1	11661.6	11760	11760	12040	11940	-0.8%	1.5%
种用	80	86	85	82	84	83	-1.2%	1.2%
使用及工业消费	1500	1583	1693	1693	1738	1738	0.0%	2.7%
压榨消费	8660	9260	9850	9850	10150	10100	-0.5%	2.5%
其中国产大豆	260	240	200	200	160	160	0.0%	-20.0%
进口大豆	8400	9020	9650	9650	9990	9940	-0.5%	3.0%
年度国内消费量	10240	10929	11628	11625	11972	11921	-0.4%	2.5%
出口量	10.9	8.3	8	8	7	7	0.0%	-12.5%
年度需求总量	10250.9	10937.3	11636	11633	11979	11928	-0.4%	2.5%
年度结余量	-400.8	724.3	124	127	61	12	-80.3%	-90.6%
期末库存消费比	-3.9%	6.6%	1.1%	1.1%	0.5%	0.1%	-0.4%	-1.0%

1/大豆市场年度为当年10月至次年9月。2018/19年度以前产量和播种面积数据引自国家统计局；  
2/结余量=当年新增供给量-年度总需求量，不含上年库存。

资料来源：Wind 中信期货研究部

### 三、风险提示

中美关系恶化；南美增产低于预期；中国需求超预期。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场(二期)北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。。