

供应渐趋宽松 豆系面临方向选择

主要内容：

第一部分：上半年行情回顾

第二部分：全球供需形势

第三部分：国内供需形势

第四部分：策略及展望

国联期货研究所 农产品事业部

2022 年 7 月

摘要

旧作南美大豆产量上调，销售进度偏慢，美豆季末库存同比增加，新季种植面积增长，中国大豆进口增长放缓，豆类期货基本面出现宽松迹象。叠加美国经济下行因素增加、印尼棕榈油去库压力显著，豆系期货或将面临由牛转熊的关键抉择。未来两个月美国天气炒作将成为多头的重要支撑，若天气炒作证伪，豆系期货将进入中长期下跌通道。

一、上半年行情回顾

2022 年上半年豆系期货整体呈现上涨态势，07 合约豆二涨幅 22.08%，豆粕涨幅 27.4%，豆油涨幅 20.63%。由于拉尼娜气候影响，今年上半年南美出现严重干旱。自 1 月起，USDA 将 2021/22 年度巴西和阿根廷的大豆产量大幅下调了 650 万吨，随后几个月连续下调，至 5 月时已累计下调 2650 万吨。南美大豆大幅减产导致市场对于大豆供应紧张的担忧急剧上升，是本轮上涨行情的原动力。与此同时，2 月底爆发的俄乌战争导致葵油主产国乌克兰在葵油的生产、出口以及新季向日葵种植等方面受到严重影响，进一步推升了全球油脂供应紧张的局面。再加上印尼棕榈油出口政策反复变化，4 月 28 日至 5 月 23 日期间一度禁止食用棕榈油出口，从而带动油脂板块大幅上行，也是导致豆油涨幅大于大豆和豆粕的重要原因。

国内方面，生猪产业自去年 7 月开始进入去产能阶段，能繁母猪存栏量已由去年 6 月高点 4564 万头下降至今年 4 月的 4177 万头，4 月份能繁母猪存栏量同比减少 4.3%。今年前 5 个月饲料产量 1.2 亿吨，较上年同期减少 1.9%。下游需求不振导致大豆及豆粕需求走弱，据中国海关统计，今年前 5 个月累计进口大豆 3803 万吨，同比减少 0.4%。此外，上半年国内疫情多点散发，尤以上海、江苏、吉林等地最为严重，限制下游消费及油厂采购开工进度，对现货价格形成压制。4 月起每周拍卖进口大豆 50 万吨，叠加南美大豆上市，到港量增加，国内大豆供应阶段性宽松，大豆和豆粕供过于求的现象在国内时有出现。

二、全球供需形势

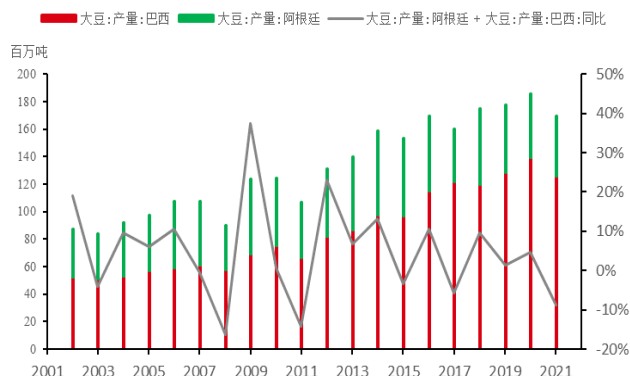
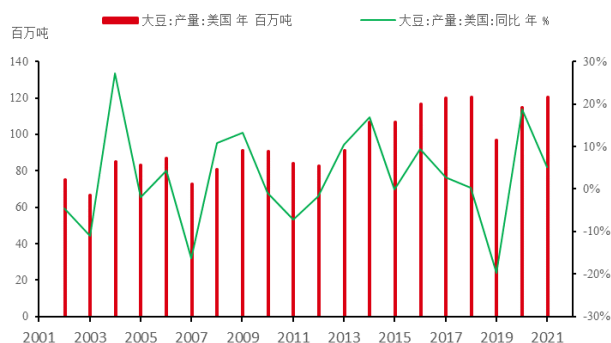
1、大豆产量

2022 年上半年豆系期货的上涨行情是在南美大豆大幅减产的预期中展开的。今年 1-5 月，USDA 连续下调巴西和阿根廷 2021/22 年度大豆产量，巴西产量由 1.44 亿吨下调至 1.25 亿吨，阿根廷产量由 4950 万吨下调至 4200 万吨。随着南美大豆收割完成，强烈的减产预期也在 6 月得到了修正，巴西、阿根廷产量分别上调 100 万吨和 140 万吨，旧作大豆供应紧张的预期一定程度上得以改善。巴西 CONAB 发布的 6 月预测数据预计 2021/22 年度巴西大豆产量达到 1.24268 亿吨，同比减少 1388.5 万吨，减

少 10.1%，环比增加 43.85 万吨，增加 0.4%。阿根廷农业部 6 月报告预计阿根廷 2021/22 年度大豆产量预计为 4400 万吨，比 5 月份预测值高出 1.1%，比 2020/21 年度的 4600 万吨低 4.3%。与南美相反，2021/22 年度美国大豆维持增产态势，产量达到 1.21 亿吨，较上年度增产 5.2%。综合来看，旧作全球大豆产量预估为 3.52 亿吨，较上年度减少 1614 万吨，减幅为 4.4%。

图 1 美国大豆产量

图 2 巴西、阿根廷大豆产量



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

目前美国新作大豆的种植已经基本完成，截至 6 月 19 日当周，美豆播种率达 98%，5 年平均进度为 97%，大豆出芽率 91%，与 5 年平均进度一致，开花率 7%，5 年平均进度为 11%。大豆生长进度略晚于 5 年同期水平，大豆优良率较两周前的 70% 下降至 65%，但高于去年同期 60% 的优良率水平，生长状况良好。USDA 6 月 30 日发布的种植面积报告显示，2022/23 年度美国大豆种植面积为 8832.5 万英亩，较去年种植面积增长 1%，较 3 月公布的意向种植面积减少 263 万英亩，同时低于市场预期。报告指出，由于明尼苏达州、北达科他州、南达科他州受到降雨影响较为严重，有 1580 万英亩土地延迟播种，如果种植面积有变化，USDA 将在 8 月 12 日的作物生产报告中公布。消息发布后，美豆价格迅速冲高回落，截止收盘跌 3.57%。美豆种植面积的交易基本结束，未来面积调增的概率更大。3 月超预期的美豆意向种植面积的公布并没有对市场形成利空，在大豆玉米比价大幅低于 2.5 的价位上，市场对于大豆的大幅扩种并未抱有很高的期待，因此 6 月 30 日不及预期的面积报告最终没有对市场形成利多指引。

图3 美国大豆种植面积

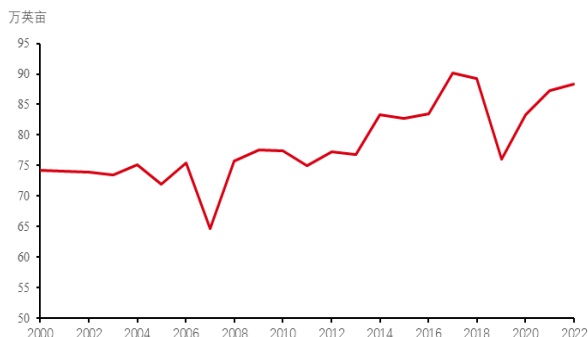
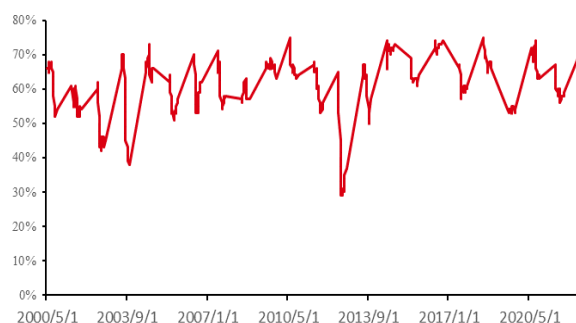


图4 美国大豆优良率



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

影响美豆新作产量的关键因素聚焦到了大豆生长期间的干旱程度上。截至6月21日，美国干旱监测情况显示，密西西比河流域干旱范围较4月中旬大豆播种初期有所扩大，干旱程度较轻；北部及西部大豆主产区的干旱面积略有减少，干旱程度有所缓解。近期天气预报显示，美国大豆主产区温度及降水都较常年偏高，有利于大豆生长。

图5 4月19日美国干旱情况

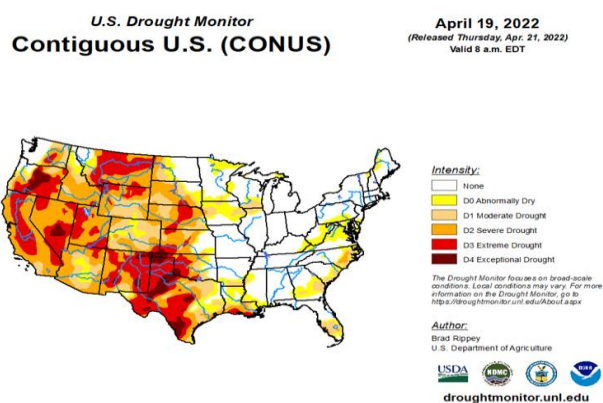
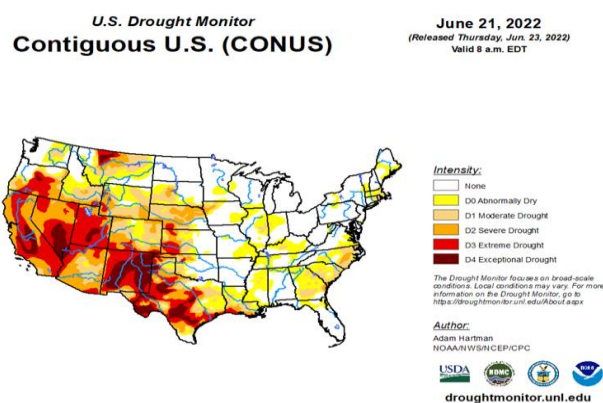


图6 6月21日美国干旱情况



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

值得注意的是，今年仍为拉尼娜气候年份，赤道中、东太平洋海域的海水温度持续偏低。拉尼娜发生时北美南部、阿根廷东北部、巴西南部等地区容易出现干旱问题。美国气象预测中心发布的报告显示，7-9月拉尼娜发生的概率为52%，8-10月的概率为58%-59%，美豆生长关键期受到干旱影响的

概率仍然偏高。近 50 年美豆单产同比变化数据显示，拉尼娜发生年份几乎都伴随着单产的下降。去年拉尼娜气候已经造成南美大豆大幅减产，若今年美豆种植继续受到干旱影响，那么全球大豆供应紧张的局面将进一步加剧。相反，如果天气最终对大豆生长影响有限，那么全球大豆产量将得以修复，供应趋于宽松将使得中长期豆系期货价格水平下移。

图 7 ENSO 预测

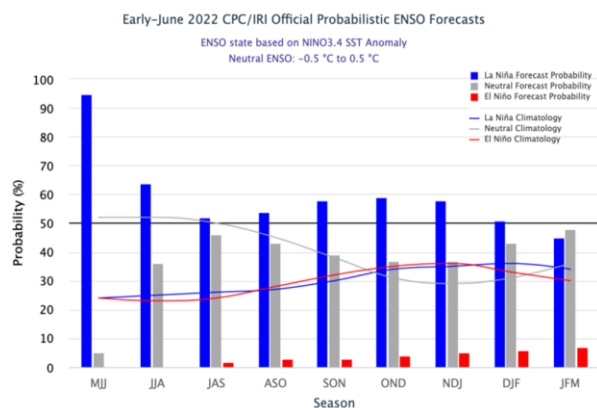
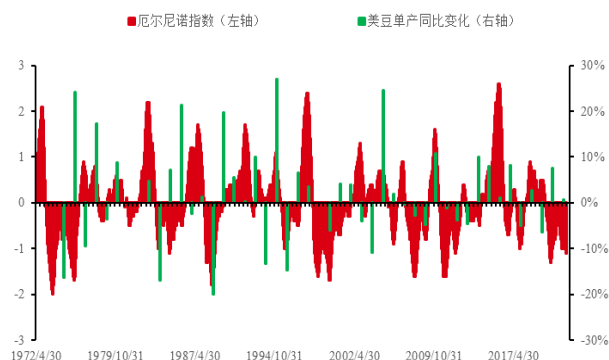


图 8 拉尼娜与美国单产变化



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

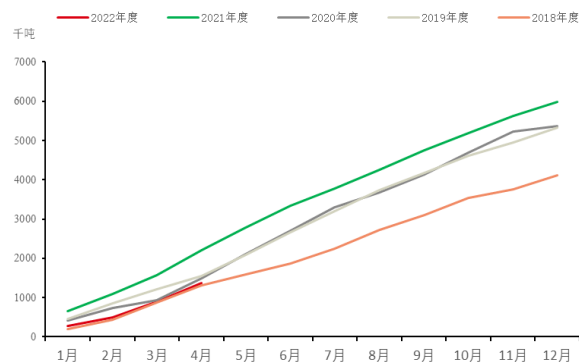
2、出口

南美大豆产量减少导致主产国出口能力下降。今年以来，USDA 累计下调巴西大豆出口量 1175 万吨，累计下调阿根廷豆油出口 72 万吨，豆粕出口 110 万吨。据巴西海关统计，今年 1-5 月巴西累计出口大豆 4302 万吨，较去年同期减少 345 万吨，巴西对中国出口大豆 2874.3 万吨，比上年同期的 3273.5 万吨减少 12%。3 月开始巴西出口节奏明显放缓，出口量回落至近 5 年同期偏低水平。巴西大豆出口放缓的同时，豆粕和豆油出口创出新高。巴西政府数据显示，今年前 5 个月内豆粕出口量达到 820 万吨，同比增长近 30%，已接近占到去年全年出口量的一半；前 5 个月豆油出口量达到近 100 万吨，同比增长 58%。阿根廷方面，1-4 月累计出口毛豆油 137 万吨，较去年同期减少 83 万吨，累计出口豆粕 785 万吨，较去年同期减少 156 万吨。阿根廷毛豆油累计出口量处于近 5 年低位。

图9 巴西大豆出口（当月）



图10 阿根廷毛豆油出口（累计）



数据来源：巴西海关、国联期货农产品事业部

数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

南美减产对美国大豆出口形成利好，部分国家增加美豆采购以弥补南美大豆供应的不足。截至6月23日当周，2021/22年度美国大豆累计出口量为5173万吨，完成预计出口量的87.6%，对中国累计出口大豆2868万吨。2021/22年度美豆出口较上年度减少，主要是由于国内需求结构调整，大豆用于压榨的数量增加，导致出口量下降。

图11 美国大豆出口情况

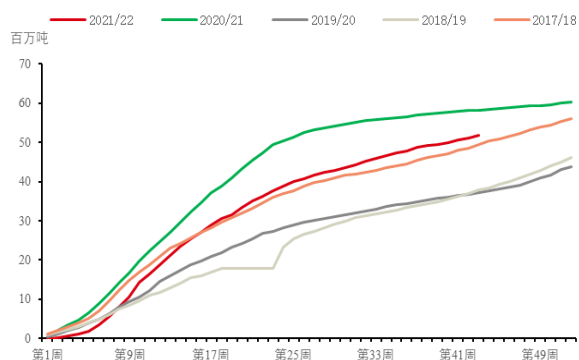
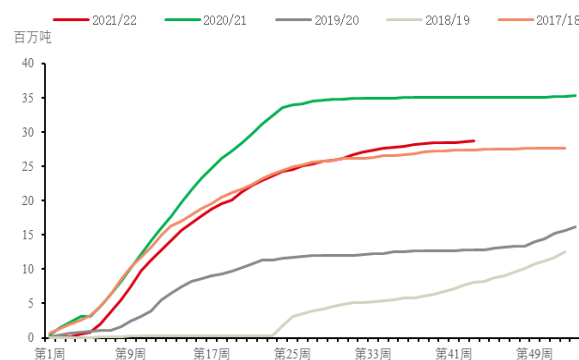


图12 美豆对华出口情况



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

USDA 公布的二季度库存数据显示，6月美豆期末库库存为9.7亿蒲式耳，较去年同期增加26%，其中农产内库存3.3亿蒲，农产外库存6.4亿蒲，同比增长的库存数据一定程度上缓解了美豆供应紧张的预期。巴西今年大豆出售进度偏慢，马托格罗索州出现大规模胀库，预计未来将加快出口销售进

度，可能对大豆价格构成压力。新季大豆销售方面，截至 6 月 23 日当周，2022/23 年度美豆净销售达 1350 万吨，去年同期为 922 万吨，同比增长 46%。

3、压榨

在高压榨利润驱动下，美国大豆压榨量保持在高位。据 NOPA 统计，美国 1-5 月大豆压榨量为 8.7 亿蒲式耳，较去年同期增长 3.4%，豆粕产量 2047 万短吨，豆油产量 1034 万千磅。美国伊利诺伊州大豆压榨利润自去年下半年开始上涨，至今年 4 月末达到 4.47 美元/蒲式耳的高位后开始下跌。截至 7 月 1 日，压榨利润为 3.02 美元/蒲，已较高点回落 1.45 美元。尽管如此，压榨利润仍处于近 5 年同期高位。实际上美豆压榨利润自 1 月中旬开始出现回落迹象，2 月底爆发的俄乌战争加剧了全球油脂供应紧张局势，叠加市场恐慌情绪，再次将大豆压榨利润推向高位。中长期来看，随着美国压榨产能的增加，压榨利润将会逐渐下行，美豆油价格也会随之回落。

图 13 美国大豆压榨量

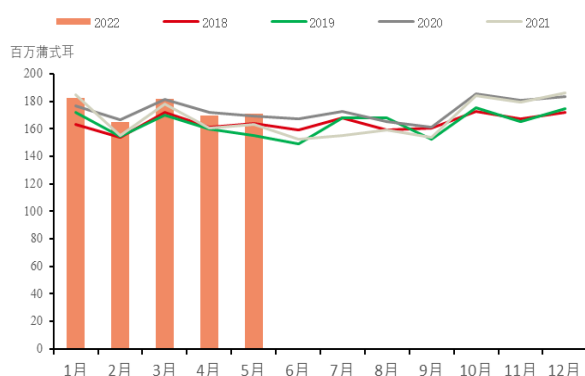
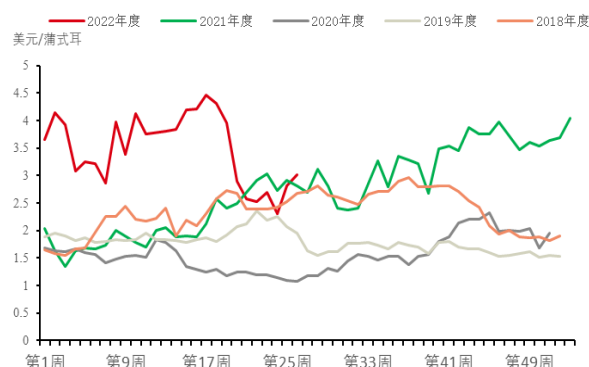


图 14 美豆大豆压榨利润



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

美国豆油 93% 以上用于国内消费，但食用和饲料消费增长相对缓慢，主要需求在于工业消费的增长。USDA 预测，2022/23 年度美国豆油的工业消费量将增长 28%，食用和饲料消费增长不足 1%。工业消费中，生物柴油强制掺混义务是重要的增长源。今年 6 月，美国环保署确定了 2022 年可再生燃料标准（RFS）的掺混要求，生物质柴油的强制掺混量为 27.6 亿加仑，较 2021 年增长 3.3 亿加仑。此外，美国还确定了 2.5 亿加仑的补充义务，而此前两年均无此规定。并且美国环保署今年累计驳回了 105 项小型炼油厂的豁免申请，可以看出美国对可再生燃料计划的执行力度相当坚决。USDA 4 月发布的数据预测 2021/22 年度美国豆油在生物燃料中的消费量为 107 亿磅，占豆油总消费量的 39.9%，在高压榨利润及高油价支撑下，预计这一数据将在 7 月份的报告中存在上调可能。

图 15 美国豆油产量

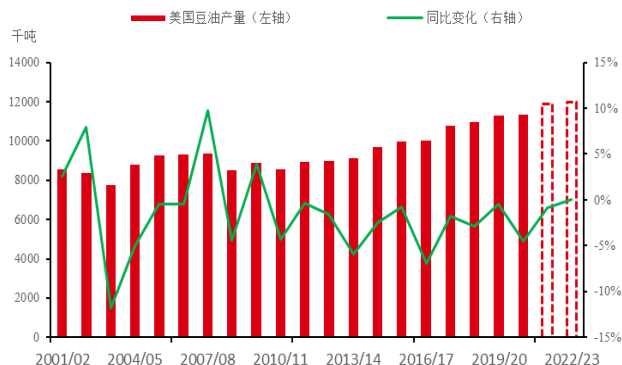
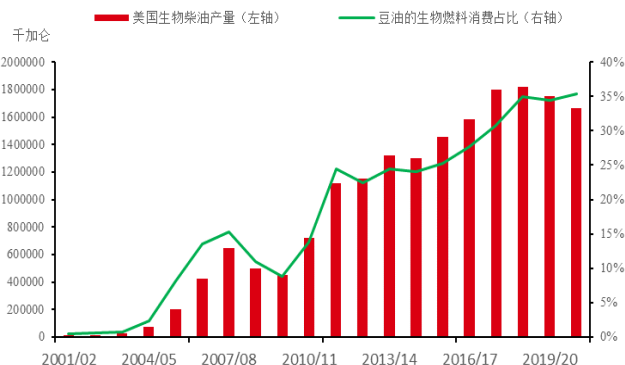


图 16 美国豆油在生物燃料中的消费情况



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

1-5 月阿根廷大豆累计压榨量为 1616 万吨，较去年同期低 10%，高于近 5 年压榨量均值。巴西 1-4 月累计压榨大豆 1300 万吨，较去年同期低 10%，压榨量处于近 5 年低位。但据巴西主要大豆生产州马托格罗索州农业研究院(IMEA)数据,5 月份该州大豆压榨量略低于 100 万吨,比 4 月份提高 7.3%，比去年同期提高 2.5%，也创下了历史同期最高压榨记录。生物柴油方面，阿根廷中小型企业使用的生物柴油强制掺混比例将由 5% 提高到 7.5%，同时阿根廷能源部还将允许所有公司暂时将生物柴油掺混比例额外提高 5 个百分点，最高达到 12.5%。巴西则考虑下半年将生物柴油掺混比例从 10% 提升至 15%。

图 17 阿根廷大豆压榨量

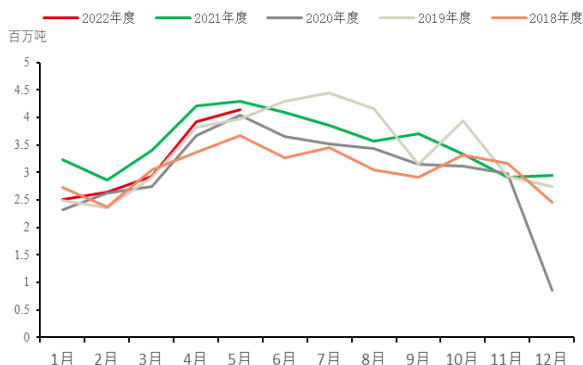
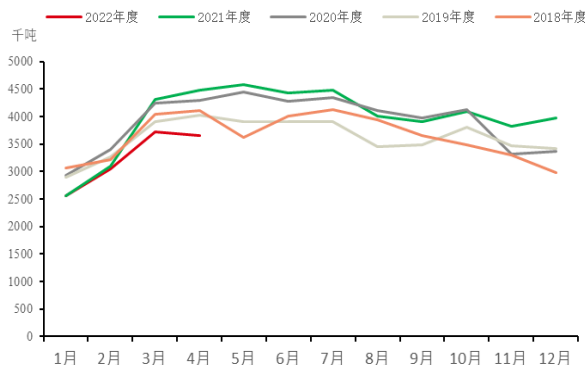


图 18 巴西大豆压榨量



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

4、供需平衡表

南美大豆减产叠加美豆出口强劲,2021/22 年度美国及全球大豆库销比降至 4.6%和 17.3%的低位,旧作大豆供需紧平衡。2022/23 年度我们预计旧作库存存在上调空间,美豆种植面积依然存在增长的可能,在经济下行风险中,总需求增幅放缓,若天气正常,综合计算 2022/23 年度库销比将回升至 6.48%。

图 19 美豆供需平衡表

	2020/21	2021/22	2022/23 (USDA 6 月)	2022/23 (国联期货)
单位: 百万英亩				
播种面积	83.4	87.2	91.0	89.5
收获面积	82.6	86.3	90.1	89
单位: 蒲式耳				
单产	51	51.4	51.5	51.5
单位: 百万蒲式耳				
期初库存	525	257	205	257
产量	4216	4435	4640	4583.5
进口	20	15	15	15
总供应	4761	4707	4860	4855.5
压榨	2141	2215	2255	2245
出口	2261	2170	2200	2190
种用	101	106	102	102
残值	1	12	23	23
总需求	4504	4502	4580	4560
期末库存	257	205	280	295.5
库销比	5.71%	4.55%	6.11%	6.48%

数据来源: USDA、国联期货农产品事业部

三、国内供需形势

1、大豆供应

1-5 月我国累计进口大豆 3803 万吨,比去年同期减少 20 万吨;累计进口豆油 9 万吨,比去年同

期减少 36 万吨。农业农村部 6 月预计 2021/22 年度我国大豆进口量为 9300 万吨，较上年度下降 6.8%，截至 5 月已进口大豆 6058 万吨。今年受到疫情以及生猪行业产能去化的影响，2、3 月国内大豆进口量减幅较大，4 月进口量开始恢复。我国进口量的减少也对 CBOT 大豆价格形成压制。从供需结构上来看，进口总量的减少并没有造成国内大豆持续供应紧张的局面，相反在较弱的需求面前，大豆及豆粕供应出现阶段性过剩的局面。除了进口之外，国家有关部门从 4 月开始以每周 50 万吨的量向市场拍卖政策性大豆，进一步增加了大豆供应。美国新季大豆上市之前，预计国内大豆供应不会出现大的缺口，一方面因为南美大豆出口存在加速的可能，另一方面，前期拍储成交率总体偏低，国储大豆供应相对较为充足，另外，能繁母猪大幅下降后稳定在合理水平，意味着下游消费将在较长的一段时间内维持在偏弱状态。

图 20 大豆进口量

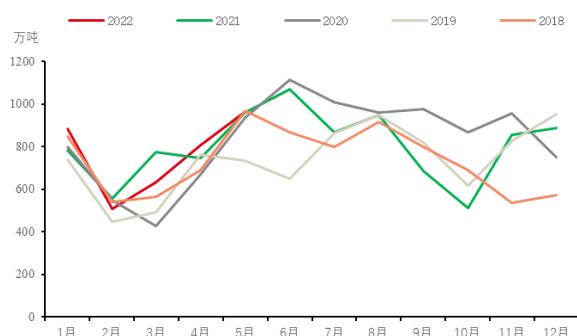
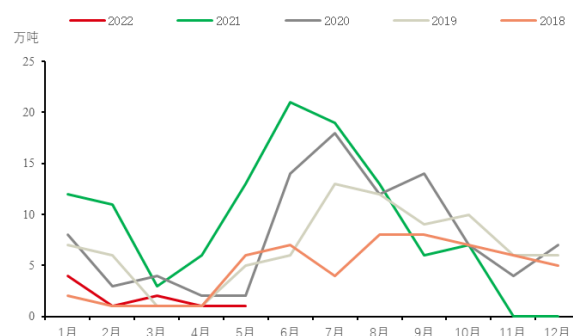


图 21 豆油进口量



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

2、大豆压榨

截至 6 月 24 日，全国主要油厂大豆压榨量累计 3793 万吨，比去年同期减少 9%万吨。农业农村部预计 2021/22 年度我国大豆压榨量为 9200 万吨，较上年度减少 300 万吨。今年大豆压榨利润经历了先涨后跌的过程，今年 3 月张家港地区压榨利润最高时超过 1700 元/吨，4-6 月压榨利润回落到微利至亏损状态。观察整个产业链，大豆、豆油和豆粕的下跌几乎是同时的，短期内豆油的跌幅甚至超过大豆。在上下游双弱的情况下压榨利润较难恢复，不排除榨利继续下滑的可能。

图 22 大豆压榨量

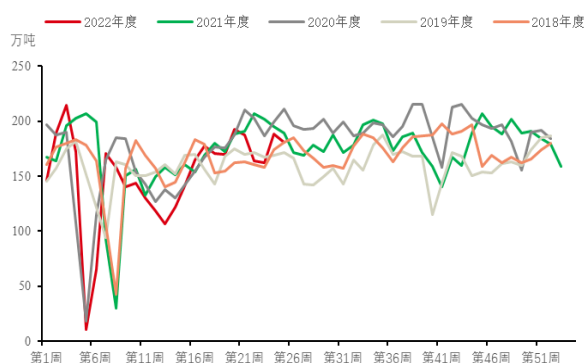


图 23 张家港进口大豆压榨利润



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

3、库存

库存方面，大豆港口库存较年初有所下降，近期稳定在 700 万吨附近。预计 7 月大豆到港数量减少，港口库存将会有一定幅度下降。油厂库存方面，截至 6 月 24 日当周，全国主要油厂大豆库存 561.21 万吨、豆粕库存 111.75 万吨、豆油库存 96.31 万吨。大豆、豆粕库存处于 5 年同期偏高水平，豆油库存相对偏低。相较于下游的弱需求而言，豆粕库存偏高，相关替代品供应增加、价格下跌，会对豆粕消费形成一定压力。短期来看，由于豆油跟随棕榈油大幅下跌，反而对豆粕价格形成支撑。若供过于求的状态持续，未来豆粕价格可能存在补跌。此外随着疫情恢复以及双节的临近，节日备货需求将会对豆油形成一定提振作用，7、8 月关注豆油去库存的情况。总体而言，国内都系期货主要跟随外盘波动，库存对于价格的影响相对较弱。

图 24 大豆港口库存



图 25 主要油厂大豆库存



数据来源：钢联、同花顺、国联期货农产品事业部

图 26 主要油厂豆油库存

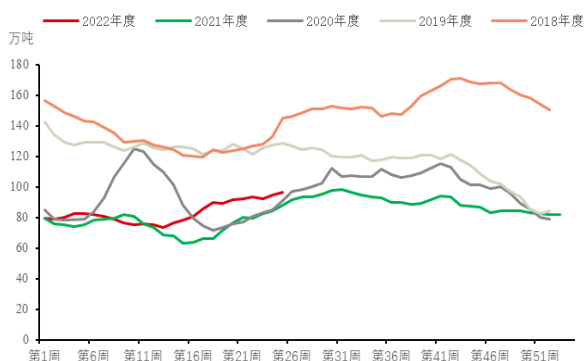
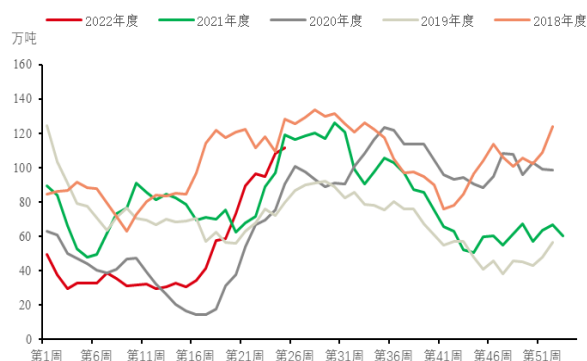


图 27 主要油厂豆粕库存



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

4、下游消费

今年国内消费整体较弱。食品消费方面，上半年受到国内疫情多点爆发的影响，餐饮业经营受到严重挑战。2021/22 年度大豆食用消费预计为 1355 万吨，较上年度减少 65 万吨。由于压榨量的下降以及高价对于需求的抑制作用，豆油消费同样下滑。饲料消费方面，今年饲料产不增反降，1-5 月全国累计生产饲料 12308 万吨，同比减少 1.9%，4 月和 5 月饲料产量同比减幅分别达到 9.3%和 8%。饲料需求减少导致豆粕供应相对过剩，豆粕价格承压。另一方面，能繁母猪在经历了 10 个月的淘汰之后存栏量开始回升。5 月能繁母猪存栏量为 4192 万头，环比增加 15 万头。生猪养殖利润好转，养殖户补栏意向提升，但在经历了上一轮猪周期之后，政策调控更为精准，预计未来较长一段时间内能繁母猪存栏量将维持在合理水平，相较于上一年，生猪行业对于豆粕的需求将保持在相对偏低的水平。

图 28 饲料产量

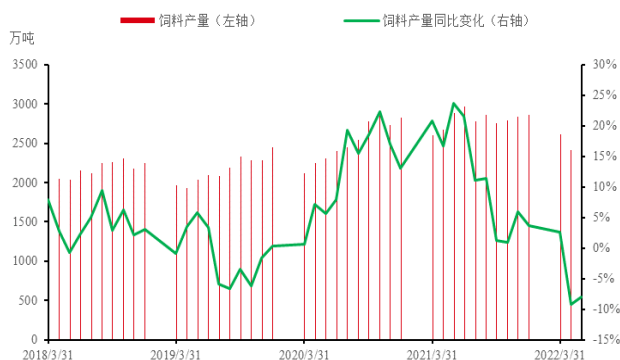
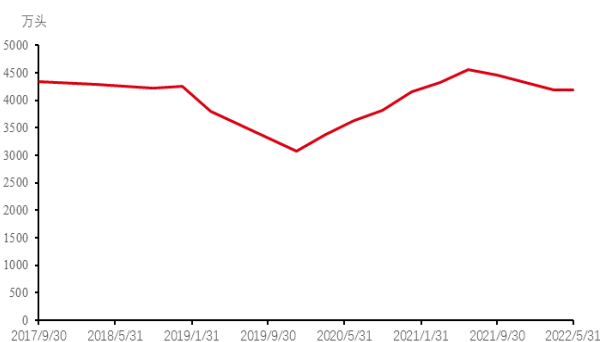


图 29 能繁母猪存栏量



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

四、策略及展望

1、宏观

近期豆系期货价格整体下跌，以抹去 4 月以来的涨幅，除了基本面略有松动之外，更大的冲击来自于宏观经济走弱的预期。美联储在 3 月和 5 月两次加息之后，仍然难以遏制飙升的通胀率，而不得不在 6 月再次加息 75 个基点。市场对于未来美联储会通过大幅加息抑制需求的悲观预期十分强烈，也导致了对美国经济未来是否会因为强制加息而进入衰退的担忧。美国 10 年期和 2 年期国债的利差几乎收窄至零，也意味着投资者对于经济的长期发展并不乐观，这一指征的出现也往往预示着经济可能步入衰退。另一方面，美元指数不断走高，其他货币相应贬值，这一趋势延续下去会导致大宗商品需求减弱，从而抑制大宗商品价格。宏观风险是系统性风险，大宗商品很难独善其身。美国经济正处于从滞胀走向衰退的开端，期货 6 月以来的跌幅还仅仅是熊市的冰山一角。当然，农产品作为相对刚需的一个大类，基本面供需紧张会对价格有一定的支撑作用，价格下跌的过程中也会出现反复，但宏观经济转弱的过程中，各类金融资产泥沙俱下的可能性更大。

图 30 美国 CPI

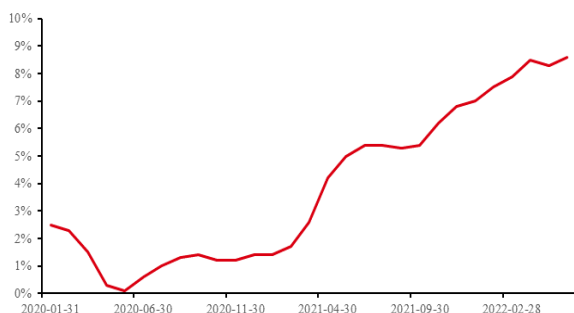
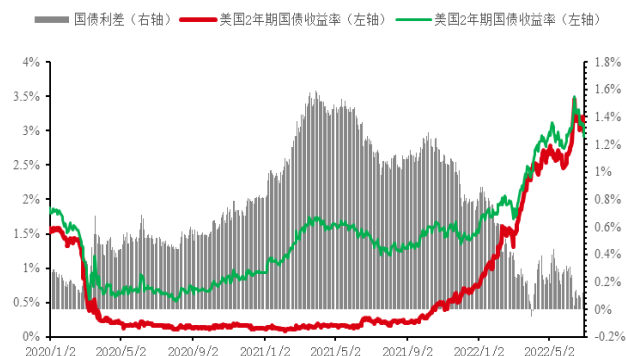


图 31 美国国债利差



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

2、替代品

近期豆油价格受棕榈油冲击较大。印尼 4 月底至 5 月禁止食用油出口政策实施以来，国内积累了大量棕榈油库存，由于出口许可政策的实施，短期内国内高库存很难消化。印尼政府寄希望于通过出口加速措施以及提高国内生物柴油掺混比例来降低国内棕榈油库存，目前来看作用较小。如果未来印尼棕榈油放开出口，将对油脂市场形成很大的抛压。此外，棕榈果已进入丰产季，马来西亚产量增加，

库存也将逐渐增加。基于上述预期，豆油跟随棕榈油不断下挫，在豆系品种中走势较弱。

豆粕方面，除了自身累库外，来自替代品的压力也不小。今年我国菜籽丰收，同时菜粕进口量较大，1-5 月累计进口菜粕 93.5 万吨，较去年同期增长 14%，高于近 5 年同期水平。09 合约豆菜粕价差今年维持在较低的水平，近期价差扩大至 480 元左右，预计将在这一区间维持偏弱震荡。另外玉米价格走弱，带动 DDGS 价格下跌，如果下跌持续，DDGS 在饲料中的应用可能会更具性价比。

图 32 棕榈油价格和库存

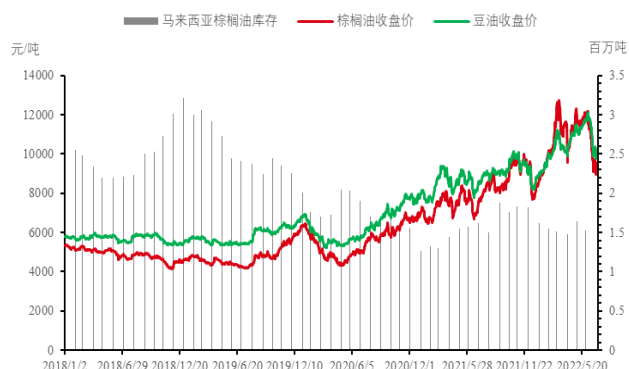


图 33 豆菜粕价差



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

3、政策

我国大豆消费对外依存度高，国产大豆数量相对较少，进口国相对集中，这样一些特点使得我国在全球粮食、油脂危机中面临极大挑战。为了应对全球农作物供需情况变化、提高我国农产品自给率，国家在 2021 年中央农村工作会议中即提出扩大大豆和油料作物种植这一任务。2022 年我国积极推进大豆玉米带状复合种植，提高大豆种植补贴，黑龙江省实现扩种大豆 1000 万亩。农业农村部预计，2022/23 我国大豆播种面积 993 万公顷，较 2021/22 年度增长 153 万公顷，较 2020/21 年度增长 5 万公顷，大豆产量将恢复至 1948 万吨，较上年度增长 18.8%。此外，农业农村部近期印发了《国家级转基因大豆品种审定标准(试行)》，预示着我国生物育种产业化应用又迈出重要一步，长期来看有利于增加国产大豆供应，调整产需结构，对进口大豆起到一定的替代作用。

饲料消费方面，2021 年农业农村部制定了《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，积极开辟新饲料资源，引导牛羊养殖减少精料用量，减少对进口大豆的依赖。相关举措包括推行低蛋白日粮，发展饲料精准配方和精细加工；用足用好蛋白资源，以一氧化碳为原料生产优质蛋白；优化牛羊饲料结构，推进粮改饲等。替代方案的推广长期来看会对豆粕消费形成压力。综合以上政策举措可以看出，

未来政策引导的落脚点在于减少大豆进口需求，并从开源、节流两个方向发力，中国进口大豆的增速将会逐渐放缓。

4、策略

基于宏观经济下行以及大豆供需边际改善的预期，豆系期货价格中枢将会下移，我们倾向于将该品种作为中长期空配的标的。但由于美国大豆生长期的天气状况还需要观察，中长期下跌的过程中价格波动可能存在反复。建议单边逢高做空，相关企业适时套保，7-8月防范天气因素炒作，做好止损安排。

联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎