

粕类专题

2022 年 2 月 8 日

粕类走势成因及后市交易题材分析

第二部分 基本面分析

一、南美减产：过度乐观后酝酿的危机

农历新年期间的 CBOT 市场表现对空头无疑是一场血腥的屠戮。假期期间，美豆单边涨幅近 7%，美豆粕 8%，创近十年来过年期间的最大涨幅。而开市以来，CBOT 市场并未就此终止价格上涨的步伐，在减产加持下，美豆 03 合约再度接棒上行，近月合约均顺利触及 1600 美分以上高位，而前期高点则更要追溯到 2008、2012 年期间。

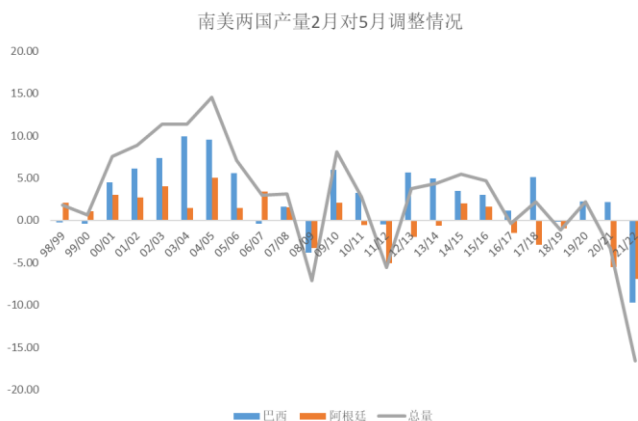
南美天气问题是出发盘面上涨的直接因素。近日 USDA 在发布的 2 月月度供需报告中，将巴西产量下调至 1.34 亿吨，阿根廷 4500 万吨，巴拉圭 630 万吨，南美 3 国总产量 1.853 亿吨，较去年减少 880 万吨。对照来看，2018 年较上一年度减少 877 万吨，2012 年减少 2078 万吨，同时 08/09 年的绝对减幅虽然仅 700 万吨，但因年份较早，作物产量低，因而同比减幅已经超过 70%，属于较大幅度减产。对比历史期价走势，2012 年美豆 03 合约从 12 月底 1100 美分左右开始启动，至 4 月中旬涨幅也仅 200 美分，2008 年 12 月至 2 月初涨幅也仅 250 美分，二者均远低于今年 350 美分左右的涨幅。因而除本身产量下滑带来的国际库存减少以外，仍有其他因素在撬动本轮上涨。



整体来看，此前**市场过于提前交易各大机构对南美增产评估带来的利空预期**，或为**近期超预期反弹的一大因素**。具体而言，2月 USDA 对南美三国产量评估为 1.853 亿吨，2021 年 5 月初市场评估结果为 2.06 亿（其中，巴西 1.44 亿、阿根廷 5200 万、巴拉圭 1050 万），因而较去年 5 月趋势单产预估的产量来看，南美整体减产已经达到 2100 万吨以上，为近 20 年来之最。

图1：南美年度产量同比变化（万吨）

图2：南美2月对5月产量历史调整情况



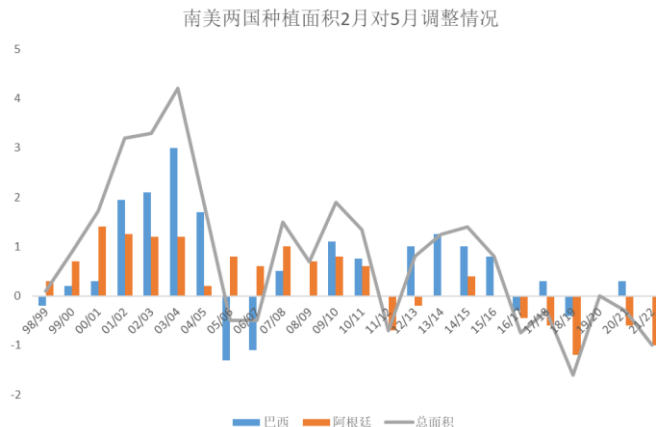
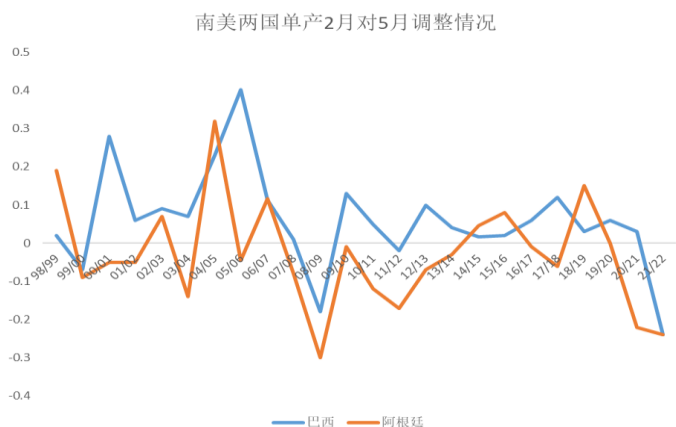
数据来源：银河期货、USDA

具体拆分来看，**巴西面积稳定，产量下滑主要因单产被高估**。对比去年 5 月（USDA 一般自 5 月开始首次预估），巴西总减产约 1000 万吨，其中面积一直维持 4040 万公顷，而单产则由 3.56 吨/公顷下调至 3.32 吨/公顷。虽然四季度以来，拉尼娜问题一直被反复提及，但市场普遍对巴西可能导致的减产持怀疑态度，转而关注美豆的出口利空，因美国出口进度明显偏慢，而巴西提早播种，市场交易逻辑一直围绕美豆出口降至 20 亿蒲以下，库存逼近 4 的预期展开。而在此期间，美豆盘面也持续向 1100 美分左右的成本线开始试探。

但需要关注的是，在此期间，南美农户惜售，国际市场本身并未表现出太多的抛压，并且巴西国内需求强劲，压榨利润持续创出新高，国际贸易商新作采购进度并不理想，因而市场提早交易南美的丰产预期而导致的**价格被修正成为盘面上涨幅较高的重要因素之一。**

图3：南美两国2月对5月单产调整情况（吨/公顷）

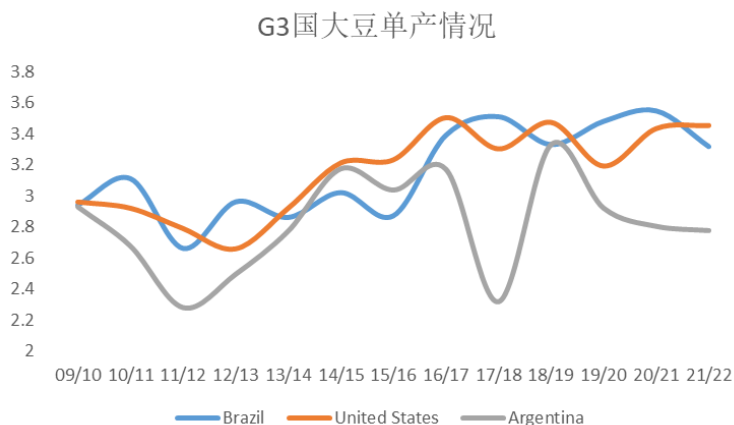
图4：南美2月对5月种植面积调整情况（百万公顷）



数据来源：银河期货、USDA

从绝对的单产变化情况来看，巴西大豆在转基因种子技术提振下，单产近几年确实极为优异，过去5年中，仅2018年受不利天气影响略低于美国以外，其他年份单产均成为几大主产国中表现最为优异的国家，相较于美国近年来的洪水、飓风等自然灾害，近年来的巴西产地确实表现得风调雨顺。但在去年巴西大豆单产突破3.55的高点后，USDA仍给出了更高的评估值，这使得市场对于国际大豆的库存重建预期以及美豆的出口均指向大豆期价的利空预期。11月中旬以来，气象模型已经看到产地干旱的风险有增无减，但市场表现仍然极为麻木，USDA在12月报告中仍然维持创纪录的单产评估，**巴西国内本身强劲的需求叠加相对的低价也为后市大豆价格上涨酝酿了风险。**

图5: G3国大豆单产情况 (吨/公顷)



数据来源: 银河期货、USDA

二、机构对巴西产量悲观 阿根廷为后市主要变数

USDA 预估 2 月期间巴西单产为 3.32 吨/公顷, 而 CONAB 口径预估则更为激进, 达到 3.09 吨/公顷, 较上年度减少 0.434 吨/公顷, 减幅达到 12%。仅 2004、2009、2012 几年相对具有参照价值。对比历史时期, 我们发现往年较大减产通常发生在南部地区, 一方面因南部地区易受干旱影响, 另一方面, 也因南部地区本身就是大豆的主要产区, 尤其在更早年份。但与往年减产特征对比来看, 今年的减产确实略显蹊跷, 北部和中部地区几乎未受太多影响, 而南部地区减产极为显著, 不免与正常认知略显偏离。

图6：巴西减产年份各州单产减幅（绝对数量）千克/公顷

图7：巴西减产年份各州单产减幅（百分比）

巴西减产年份各州单产减幅（绝对数量）					巴西减产年份各州单产减幅（百分比）				
	03/04	08/09	11/12	21/22		03/04	08/09	11/12	21/22
NORTH REGION	66	-4	36	-4	NORTH REGION	-2.48%	-0.14%	-1.18%	-0.14%
Roraima	0	250	0	5	Roraima	0.00%	-1.85%	0.00%	0.17%
Rondônia	10	42	6	-60	Rondônia	-0.33%	-1.35%	0.19%	-4.61%
Pará	-150	62	343	86	Pará	-5.26%	2.19%	-11.43%	-2.82%
Tocantins	60	3	33	103	Tocantins	-2.35%	0.11%	1.09%	3.27%
NORTHEAST REGION	643	269	333	22	NORTHEAST REGION	31.66%	-15.34%	-10.36%	-0.61%
Maranhão	308	279	138	-7	Maranhão	12.89%	-15.99%	-4.47%	-0.21%
Piauí	-160	216	-142	155	Piauí	-6.04%	-12.88%	-4.76%	4.76%
Bahia	870	284	500	-120	Bahia	47.54%	-15.94%	-14.88%	-2.99%
CENTRAL-WEST REGION	376	79	-101	1	CENTRAL-WEST REGION	-12.86%	-2.61%	-3.22%	0.02%
Mato Grosso	66	63	60	94	Mato Grosso	-2.25%	-2.00%	-1.88%	2.70%
Mato Grosso do Sul	-1050	203	387	-170	Mato Grosso do Sul	-36.21%	7.69%	-13.18%	-23.97%
Goiás	340	39	20	-7	Goiás	-13.43%	-1.30%	-0.64%	-0.19%
Distrito Federal	-100	50	0	0	Distrito Federal	-3.61%	1.59%	0.00%	0.00%
SOUTHEAST REGION	283	75	75	34	SOUTHEAST REGION	-10.36%	-2.63%	2.66%	-0.91%
Minas Gerais	-175	45	142	86	Minas Gerais	-6.55%	1.54%	4.99%	-2.33%
São Paulo	235	291	44	50	São Paulo	-15.43%	-10.58%	-1.58%	1.35%
SOUTH REGION	371	296	-1087	-1215	SOUTH REGION	-30.56%	-11.75%	-34.80%	-34.94%
Paraná	266	654	907	-1240	Paraná	-15.45%	21.87%	26.99%	-35.08%
Santa Catarina	248	-5	830	502	Santa Catarina	-25.91%	-0.20%	25.54%	-14.79%
Rio Grande do Sul	-1280	42	-1290	-1272	Rio Grande do Sul	-47.76%	2.07%	-45.34%	-37.05%
NORTH/NORTHEAST REGION	536	356	259	11	NORTH/NORTHEAST REGION	25.27%	-11.85%	-8.15%	-0.33%
CENTRAL/SOUTH REGION	373	168	291	512	CENTRAL/SOUTH REGION	-19.93%	-6.01%	-15.80%	-14.45%
BRAZIL TOTAL	287	187	264	436	BRAZIL TOTAL	-17.29%	-6.64%	-14.90%	-12.37%

数据来源：银河期货、CONAB

将从绝对降雨量来看，21/22 年度的作物生长期，巴西整个南部地区降雨水平确实是三个主要减产年份中最严重的，如果纯粹将单产与降雨量对应来看，南部地区出现 1 吨/公顷左右的减幅尚可接受，但我们认为对于帕拉纳州单产的调整某种程度来看确实过于激进。根据 CONAB 评估量来看，21/22 年度帕拉纳州大豆单产已经达到 2.3 吨/公斤左右水平，甚至低于 2009 年的减产年份，转基因种子改善水平带来的趋势单产改善提高几乎被完全忽略。另一方面，对于南马州的降雨量来看，是相对高于 2009 年与 2012 年的，但是单产减幅却给出了 0.8 吨/公顷，明显高于上述两个年份的减产情况，因而，CONAB 所给到的 1.25 亿吨的预估确实值得商榷，USDA 给出的 1.38 亿吨或相对合理。

图8：巴西南部累积降雨（mm）

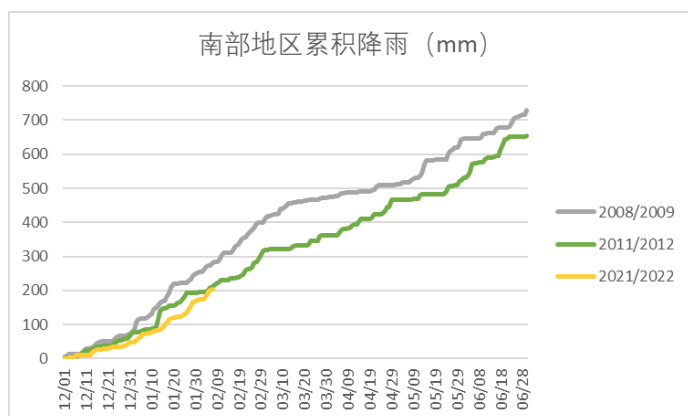
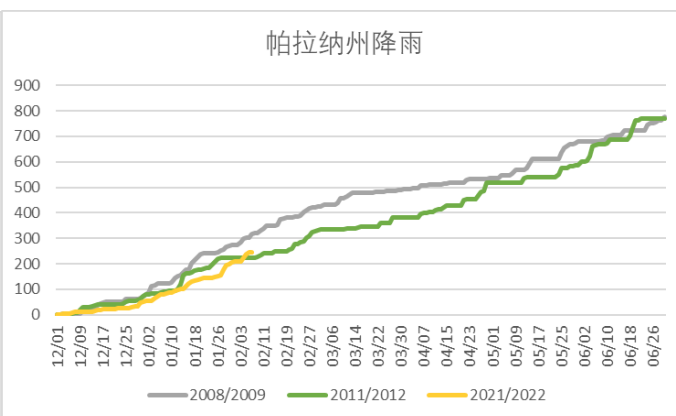


图9：帕拉纳州累积降雨（mm）



数据来源：银河期货

图10：南里奥格兰德州累积降雨（mm）

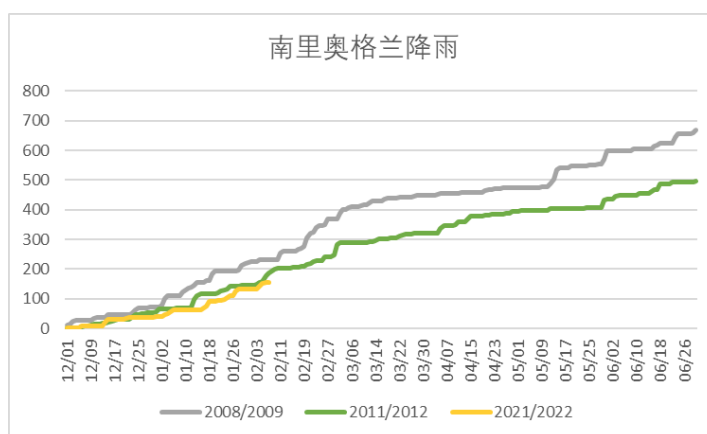
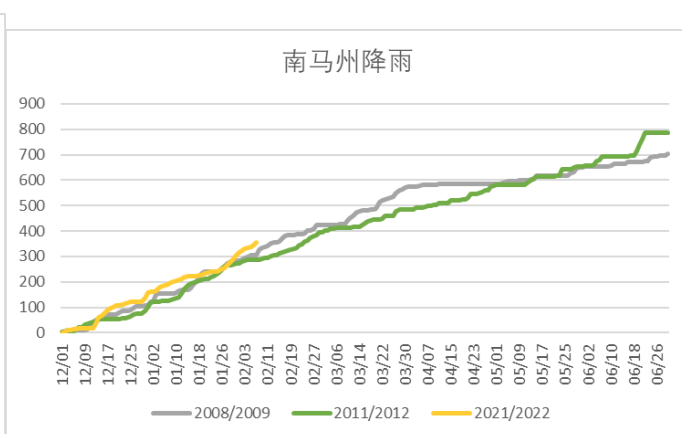


图11：南马托戈罗索州累积降雨（mm）



数据来源：银河期货

相较于巴西完全依赖作物单产下滑的影响，阿根廷地区的作物种植面积和单产均持续下调，对总产量影响较为显著。对比去年5月数据，阿根廷单产由此前3.02吨/公顷下滑至2.78吨/公顷，同比减幅高达8%，面积由此前1720万公顷下滑至1620万公顷，减幅5.8%。其中面积减幅与今年播种进度偏慢有较大关系，可以看到，在布交所下调种植面积后，最近几周种植比率出现了较快提升，也一定程度反应了农户在不利天气影响下，种植意愿的减少。

与巴西较为类似的是，今年USDA对于阿根廷趋势单产的预测也过于乐观，回溯历史拉尼娜年份，阿根廷单产较少给出亮眼表现，而根据近期产地变化情况，风险仍未能完全解除，最近一周大豆结荚率在47%，但土壤墒情偏干燥的地区仍有近18%，虽然较前期逼近2018年的趋势已有很大改观，但和其他年份对比还是较为干燥，从作物优良率来看，阿根廷生长状况偏差的占比仍有34%，仅略低于2018年水平，因而我们认为，当

前阿根廷仍有较大的生长风险，且盘面并未完全交易。

图12：作物种植进度 (%)

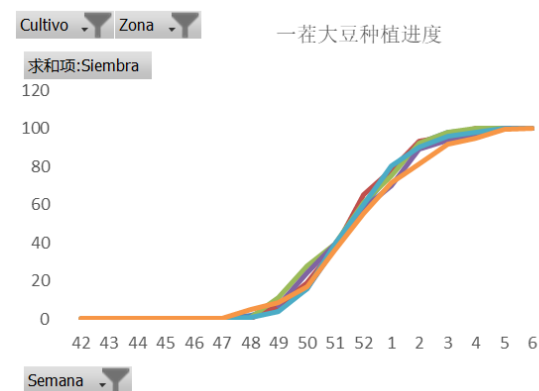
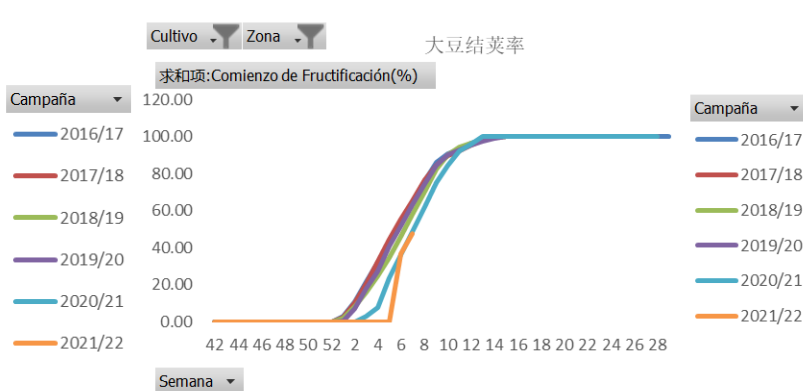


图13：大豆结荚率 (%)



数据来源：银河期货

图14：干燥地区 (%)

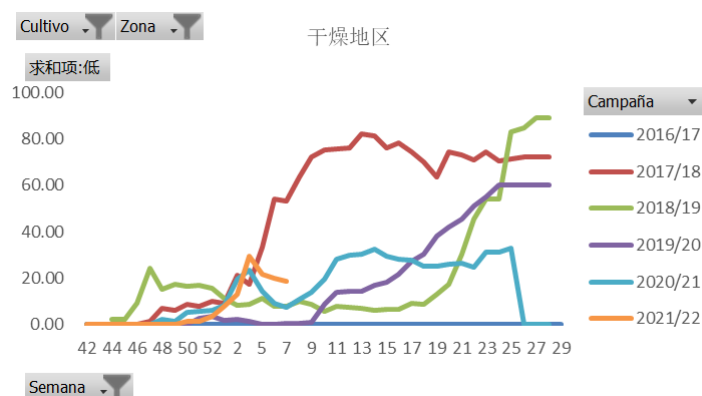
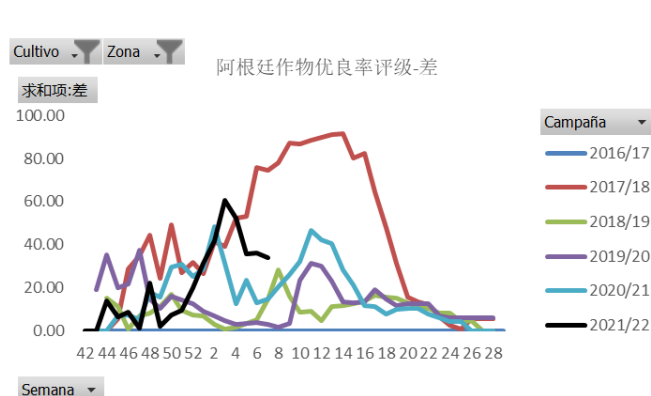


图15：作物优良率评级一差 (%)



数据来源：银河期货

三、巴西及国际需求表现良好 大豆贸易格局陷入紧张

整体来看，交易巴西产量题材的时间已经不多，某种程度而言，随着 conab 调整数据的公布，巴西产量除了部分州存在有小幅调整，下调空间已经不大。阿根廷产量影响则更多取决于天气变化，仍有较大不确定性。南美产量大幅下调一方面使得国际大豆库存表现的较为紧张，另一方面也使得贸易流向北美转移力度增加。根据 USDA2 月的月度供需报告数据，21/22 年度 G3 国大豆结转库存为 5340 万吨，为近 8 年来的最低水平，而伴随着国际需求的改善，库销比也已降至 17.97%，为近 13 年来的最低水平（11/12 年库销比为 18%，期价指数高点为 1730 美分）。而如果考虑到今年巴拉圭 300 万吨左右的减产，大豆供应偏紧格局在北美新作上市前

是难以改变的，美豆下方支撑仍然比较坚挺。

图16: G3国大豆库存及库销比（千吨，%）

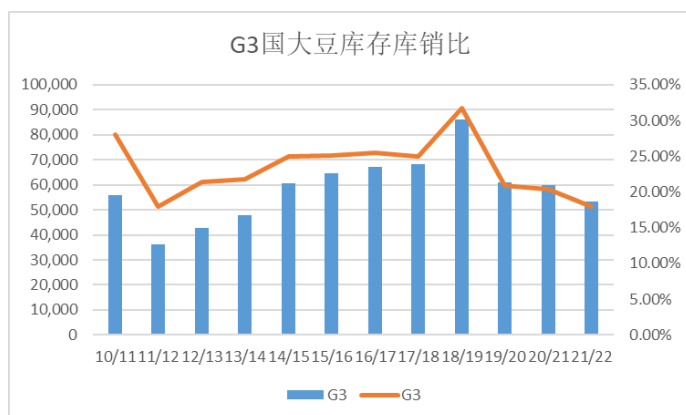
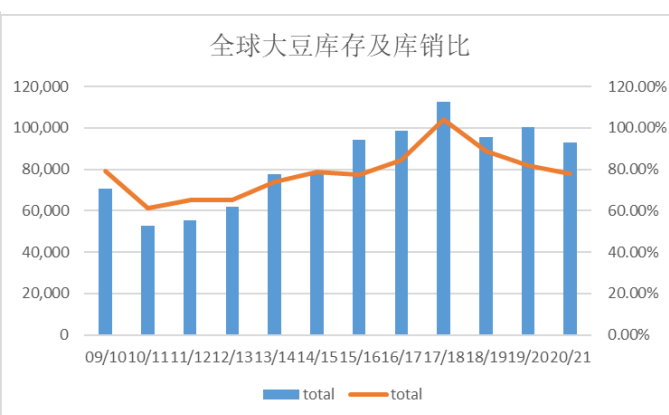


图17: 南马托戈罗索州累积降雨（mm）

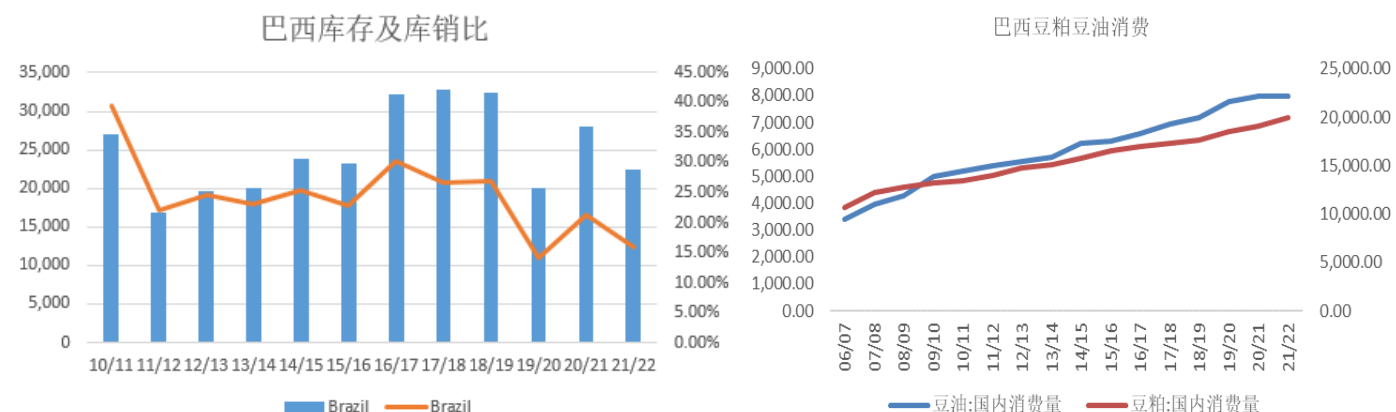


数据来源：银河期货、USDA

另一方面，南美大豆供应紧张将一部分表现为国际贸易流的大幅切换，近年来，**巴西国内农产品结构性矛盾极为明显**，作为国际粮仓的巴西，虽然巴西大豆、玉米等主要农作物种植，但其实自身需求以及国际需求表现得也极为强劲。在2020年中国持续采购将巴西库存掏空至低点以来，**巴西库销比一直在15%左右低位徘徊**。一方面源于贸易流持续向巴西切换，另一方面也因国内压榨需求的逐年增加，就巴西国内产业结构而言，近10年来，巴西豆粕消费同比增速保持在3.6%左右，低于油脂4%，巴西豆油出口逐年减少而豆粕出口逐步增加，反应了巴西国内近年来压榨围绕油脂需求展开的大背景，这主要受近15年来巴西生物柴油需求快速增加影响，可以看到，在此期间，巴西豆油消费复合年化增速基本维持在16%以上，10年复合年化增速7%，远高于食用油3-5%的增幅，而巴西生物柴油产量也由07年不足100万吨的年产量水平上升至550万吨以上。虽然今年巴西生物柴油政策出现转向，但国内自身**养殖需求较好以及豆粕贸易流的流入**则使得巴西国内压榨需求得以显著改善，2021年下半年以来，巴西压榨利润持续创出新高。

图18: 巴西大豆库存及库销比

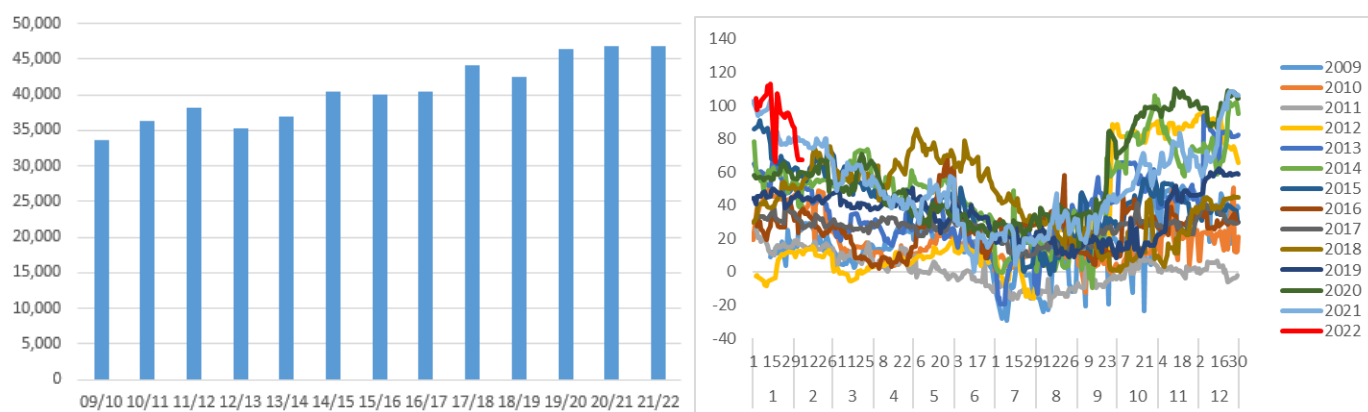
图19: 巴西豆粕豆油年度消费量



数据来源: 银河期货、USDA

图20: 巴西大豆年度压榨量

图21: 巴西大豆压榨利润



数据来源: 银河期货、USDA

虽然过去一年中, 美豆价格表现得极为疲软, 但巴西境内大豆价格却持续创出新高, 虽然其中有雷亚尔贬值的因素, 但其背后也反应了因国内供需矛盾所带来的的通胀压力。而且对比其他农产品而言, 我们认为巴西大豆并非最为紧张的, 去年巴西二茬玉米减产影响下, 巴西玉米供应也相对较紧张, 因而在北美大豆玉米比价已经上攻至 2.5 左右的水平下, 巴西大豆玉米比价仍然徘徊在 2 左右。为更好的应对国内的通胀压力, 以及自身较好的压榨利润, 巴西的减产将使得需求更多被锁定在国内, 出口部分的减少将对国际贸易流形成较为显著的影响。

图22：帕拉纳大豆价格（雷亚尔/袋）

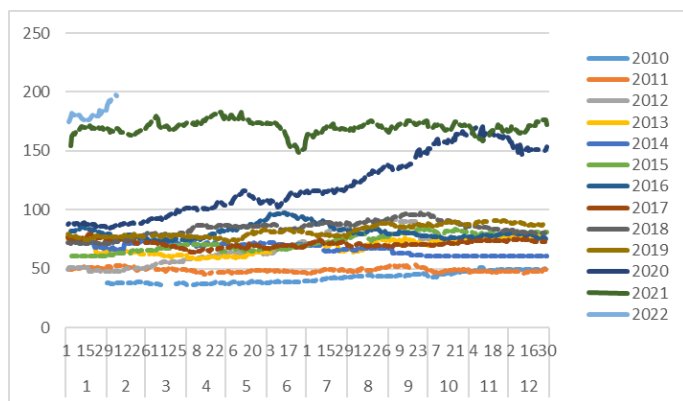
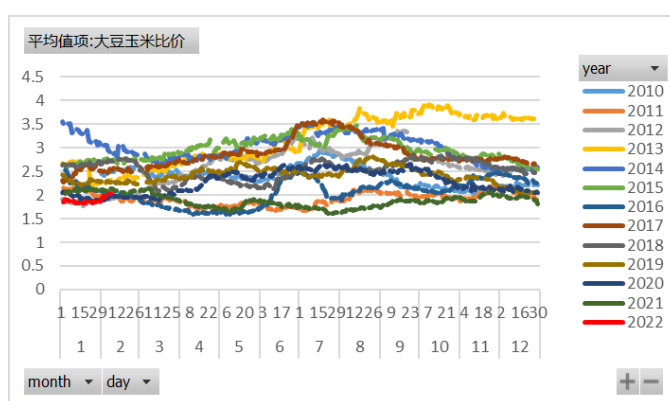


图23：巴西大豆玉米比价



数据来源：银河期货

四、美豆新作成为后市博弈焦点 供需两旺

随着巴西产量基本被交易完结，北美的种植面积将成为下一个市场博弈焦点，虽然当前北美种植面积的提高无法解决接踵而至的南美供应问题，但对于交易节奏而言仍然是一个比较重要的话题。

市场对美豆种植面积可能会有较大分歧。一方面，随着美豆连续上涨，近期大豆玉米比价迎来 2.45 左右的中性偏高水平，而根据测算，当前大豆种植利润基本持平于玉米，如进一步上涨，将有利于大豆的扩种。但大方向来看，美国 4 大主要农作物（玉米、大豆、小麦、棉花）种植面积自 2012 年达到 2.4 亿英亩后增速开始逐步放慢，在 CRP 耕地保护计划下，除 2019 年因大洪水导致大豆玉米种植大减产后，一直均没有出现太显著的增量。在今年主要农作物的价格都相对较高，种植利润较好的大背景下，大豆种植面积仍然具有较大变数。美国农产品牛市短期可能仍然难以就此了结。

图24：美国大豆玉米比价

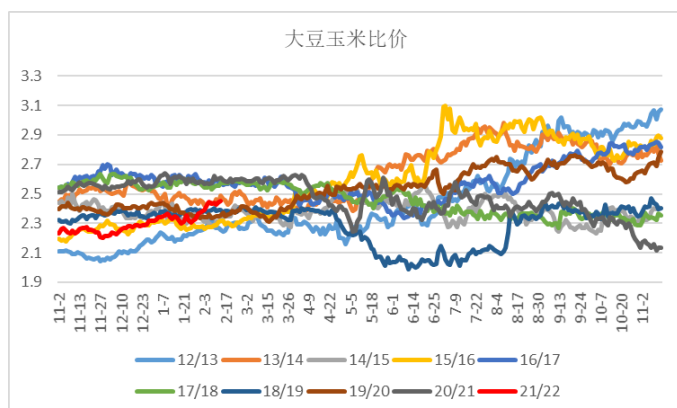
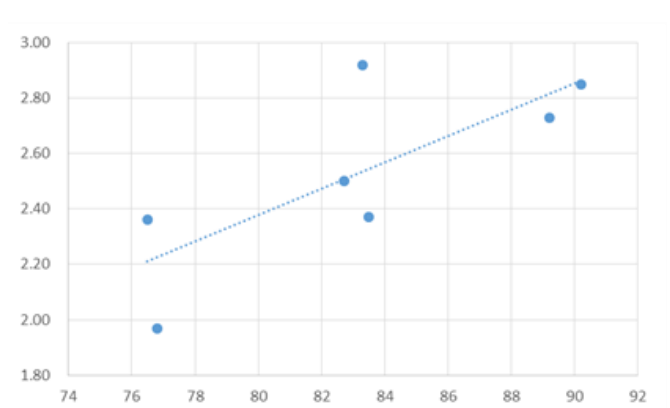


图25：大豆玉米比价vs种植面积



数据来源：银河期货、USDA

需求上看，美豆新作供应直接对应了中国猪周期的反转期，20/21 年度下旬以来，美豆出口被抑制一方面源于南美的挤占，另一方面也与中国本身需求不足有较大关系，但是随着新年度猪周期的变化以及小麦挤占的减少，中国采购需求有改善动力。此外，近年来，国际非洲猪瘟疫情在欧盟、东南亚均有加重趋势，并且东南亚地区猪价已经相对较高，纯产业视角来看，**22/23 年美豆出口可能本身并不悲观**。当然，这需要考虑 22/23 巴西是否会因为价格上涨进一步扩大种植面积以及中美第一阶段贸易协议执行的问题，定论言之尚早。

五、核心观点

整体而言，我们对国际豆类市场维持谨慎乐观预期。一方面，就产量调整幅度来看，巴西、巴拉圭减产力度已基本将主产国库存推至历史低位，在供应紧张且需求国买船进度偏慢的背景下，**美盘面稍有松动便会形成大量的采购支撑**，因而价格支撑力度强劲，虽然美豆已有 300 多美分的涨幅，但其中有较大部分涨幅在修正悲观预期。并且某种程度看，阿根廷产地风险仍未完全解除，就历史双峰拉尼娜表现来看，阿根廷作物单产都难言乐观，当前正值作物生长关键期，从气象模型来看，还是看不到太明显的缓解动力，盘面或有望继续给出天气升水。中国远月采购进度较慢，巴西供应偏紧且美国自身需求也相对较好的情况下，国际贴水难以形成松动，供应面及成本端看，豆粕支撑力度仍然较强。

但另一方面来看，当前的低库存更多源于市场对需求的乐观预期，USDA 对 21/22 年度国际压榨仍维持 3.2 亿吨左右较高水平，在阿根廷预期减产情况下，压榨仅小幅下调，这说明确了对东南亚、欧盟等国需求的强势判断，而欧盟本身压榨也进行了调增，可见虽然不少观点认为中国需求将抑制价格，**但在美国、巴西等外部国家肉制品价格上涨影响下**，USDA 对蛋白需求仍维持乐观，不过在此需要关注价格对需求的动态反馈。

利空方面主要源于中国，就当前南北美 FOB 贴水价差来看，美国优势已经开始逐步显现，但中国进口利润窗口持续关闭，在国内豆粕单边、基差一直维持高位的情况下，下游采购也越发谨慎，USDA 将中国进口下调 300 万吨，本身也反应了进口亏损的事实。虽然市场刚性需求仍然存在，但在养殖利润较悲观的预期下，豆粕作为高价优质蛋白原料的需求也有被进一步削弱的预期。整体来看，当前市场多空矛盾仍然比较激化，行情波动大概率也将继续放大。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河农产品

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28F

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799