



瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
王翠冰
投资咨询证号：
Z0015587

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



北美南美大豆丰产 压制后期豆类走势

摘要

国产豆方面，受压榨利润有限以及生猪养殖利润不佳的影响，进口大豆量有限，对国产豆的供应冲击有限。另外，受“十四五”规划的影响，国家鼓励种植玉米，挤占大豆种植面积，再加上大豆产区天气的因素影响，导致新年度的大豆有所减产，支撑国产豆的价格。不过直属库多次调整收购价格，控制新粮的价格，再加上国家也加快了拍卖的频率，可见国家对市场调控的力度和决心，预计国产豆价格上方空间也较为有限。

进口豆方面，美豆的种植面积处在近几年的高位，单产也偏高，导致总体产量处在偏高的位置。从出口方面来看，今年以来，美豆的出口总体较去年偏慢，后期预计还会受到巴西豆提前上市的冲击以及中国进口豆需求减弱的影响。总体美豆的库存预计有所抬升，库存消费比升高，美豆供应偏紧的情况预计有所改善。南美豆方面，巴西预计丰产，出口也表现较为积极。阿根廷可能会受到天气情况的影响，不过目前各家机构的预测产量仍保持增长。总体大豆的供应预计增加，对大豆价格有所压制。

豆粕方面，美豆总体保持丰产，而巴西豆也有丰产的预期，后期在运输不出大问题的背景下，大豆的到港量预计有所增加，压榨率预计维持高位，豆粕库存偏低的情况预计将得到缓解。需求端，生猪在明年上半年的总体存栏量预计仍维持高位，支撑猪饲料的需求。蛋禽在养殖利润不错的背景下，总体补栏情况较好，预计会提振2022年总体的存栏量，支撑蛋禽饲料的需求。不过杂粕的产量预计增加，再加上政策导向小麦替代玉米，导致饲料中豆粕的需求下降，对豆粕的价格可能有一定的压制。总体，在产量增加，需求也增加的背景下，预计豆粕走势偏震荡。

豆油方面，全球油脂供应偏紧的预期依然没有改变，不过在美豆丰产，巴西豆也有丰产预期的背景下，豆油在油脂中供应压力最大。从消费端来看，美国的生物柴油计划成为影响豆油工业需求的重要影响因素。国内方面，总体的油脂供应仍有缺口，其中菜油的供需缺口最大，豆油和棕榈油小幅盈余，但幅度有限。从国内库存水平来看，目前来看，三大油脂的库存仍处在相对低位，且短期内没有较强的累库的压力，因此预计至少到2022年的一季度，油脂仍将保持强势。

目录

一、2021 年豆类市场回顾.....	2
1、CBOT 大豆期货走势回顾.....	2
2、DCE 大豆期货走势回顾.....	23
3、DCE 豆粕期货走势回顾.....	45
4、DCE 豆油期货走势回顾.....	56
二、国际豆类基本面分析.....	7
1、全球油籽供需情况.....	7
2、美豆基本面情况.....	8
2、巴西预计丰产 出口创新高.....	13
3、天气影响阿根廷种植 出口预计不佳.....	14
4、全球大豆供需预估.....	16
三、国产大豆基本面分析.....	16
1、进口数量预计低于去年水平.....	16
2、直属库收储降价 中储粮拍卖频繁.....	17
3、种植面积受玉米挤压.....	18
四、豆粕基本面分析.....	18
1、豆粕供应预计增加.....	18
2、饲料需求情况.....	20
3、豆粕需求可能部分被替代.....	23
五、豆油基本面分析.....	24
1、油脂库存消费比仍处在低位.....	24
2、豆油供应预计有所恢复 菜棕供应依然偏紧.....	24 25
3、生物柴油需求提振 不过仍有不确定性.....	26
4、国内油脂供需情况.....	27
5、三大油脂现货库存.....	28
六、总结与展望.....	31 32
免责声明.....	33

一、2021 年豆类市场回顾

1、CBOT 大豆期货走势回顾

2021 年 1 月初，在巴西豆收割率偏低以及美豆库存紧张背景下，总体还是保持上涨的态势。而后在 1 月中旬附近，随着天气的好转，南美天气炒作降温，美豆也出现一定程度的回落。2-4 月份，虽然巴西豆收割依然受到天气因素的影响，有所偏慢，但是美豆的出口也出现回落，压制价格的走势。进入 4 月中旬，美豆开始种植，天气炒作提前启动，霜冻等因素影响，价格持续上涨。至 5 月中旬以后，随着美豆价格涨至高位，高位获利平仓了结数量较大。加上天气有所好转，天气溢价下降，价格从高位出现回落。进入 6 月份，在美豆油生物柴油参混比例强制要求可能放缓以及美国宽松的货币政策可能会收紧的背景下，出现快速下跌的走势。

6 月中旬至 7 月中旬，美豆种植面积不及预期，加上炒作天气，有所走强。不过随后，在美国天气市炒作有限，天气溢价回落，以及出口、压榨持续表现不佳的背景下，美豆开始进入一轮的跌势，一直持续至 10 月中旬。随后，USDA 报告利空得到一定的消化，市场技术性反弹。十一月中旬，USDA 报告意外利多，使得市场再度迎来一轮小幅的反弹，不过总体反弹力度有限，最高仍未超过 1300 美分。



资料来源：博易大师

2、DCE 大豆期货走势回顾

2021 年 1 月初，受东北疫情影响运输的冲击，加上关内减产，基层余粮总体不多，豆一表现强势。不过月中开始，受下游年前备货进入尾声，购销走货冷清，贸易商已经暂停

购销，等待节后行情，且部分贸易商为了回笼资金，及时锁定利润清理库存，挺价心理出现松动，价格出现回落。2月至3月初，豆一价格快速拉涨，主要受到外盘美豆的拉动。另外，国内东北受疫情影响，物流受限，关内优质大豆供应量有限，总体供应压力有限，提振豆一价格。3月中旬至4月初，受节后需求快速回落，现货价格松动的影响，价格再度回落。4月中旬到5月中旬，豆一价格重回涨势。主要受到玉米种植收益较大豆较好，农户更积极种植玉米，从而挤占大豆种植面积的影响，市场对远期大豆价格预期偏多，支撑大豆价格。5月中旬至6月底，豆一价格震荡下行。主要受到下游需求不振，美豆走弱以及期现价差过大吸引套保盘参与背景下，豆一快速回落。

7月，豆一走势先涨后跌。月初，受美豆的拉动以及国内国储收储，并不断增加收储库点的影响，走势偏强。后期受收储不断调低价格，以及下游需求不振的影响，豆一走势偏弱。8月，豆一走势基本保持震荡的走势。总体主要受到省储粮大豆投放，平抑市场价格。另外，中储粮对大豆的收购也支撑豆价。9-10月，豆一走出了一轮震荡走强的走势。主要受到新粮上市，开秤价较高，且新粮有减产的预期。另外，中储粮持续挂牌收购，收购价格较市场价格偏高。此外，学校开学，下游需求有所回升。进入11月，随着高价传导至下游，抑制消费，以及中储粮双向竞拍流拍率较高的影响，震荡回落。



资料来源：博易大师

2021年1月初，豆二快速拉涨，主要受美豆库存有限，表现强势的影响，豆二走势偏强。而后随着美豆高位获利回吐的不断涌向，美豆回落。再加上南美降雨有所恢复，市场对天气炒作热情有所降温，豆二受此影响，出现回落。2月，豆二总体表现为震荡走强。主

要受到美豆供应偏紧，以及南美方面，巴西受天气因素的影响，收割率慢于往年同期的水平，对巴西的出口有所影响，提振进口豆的价格。3月至4月中旬，总体表现为震荡走弱的态势。主要受美豆压榨量有所回落，以及美豆缺乏更多利好支撑的背景下，走势偏弱。不过进入4月中下旬开始，美豆天气因素炒作提前开启的背景下，美豆快速拉涨，带动进口豆上涨。进入5月中旬开始，随着美豆高位获利平仓，加上美豆天气炒作有所降温，美豆种植进度较好，美豆有所回落，拖累进口豆的价格。

6月中旬到7月中旬，主要受到美豆种植面积不及预期，加上美豆炒作天气，美豆有所走强，带动国内豆类走强。7月中旬到8月底，总体表现为高位震荡的走势，一方面 USDA 对美豆的单产预测偏利多，支撑美豆价格，另外，美豆油的生物柴油计划的不确定性又压制美豆的价格。8月底到9月底，豆二震荡走强，主要受到美豆还未集中上市，且美豆私人出口大单量表现较好，支撑进口豆的价格。进入10月，随着美豆的快速回落，以及美豆丰产预期的抬升，豆二也追随美豆回落。11月份，随着 USDA 的报告意外利多，美豆展开技术性反弹，带动国内进口豆也出现一轮小幅的反弹。



资料来源：博易大师

3、DCE 豆粕期货走势回顾

2021年1月初，主要受到美豆走强，成本端传导的影响，还有受到疫情的影响，市场担忧未来供应，有提前备货的动作，导致豆粕胀库的压力有所缓解，加上受环保因素的影响，山东部分工厂停机，豆粕快速拉涨。不过后期，随着下游备货期的提前结束，加上美豆高位获利回吐，南美天气炒作降温等因素的影响，豆粕呈现高位回落的走势。2月，豆粕表现为高位震荡的走势，主要受到成本端美豆的支撑，但是生猪方面非洲猪瘟有所抬头，

市场担心生猪补栏情况，可能影响豆粕的需求，限制豆粕的走势。2月底到3月初，豆粕表现为快速下跌的走势，主要是受非洲猪瘟有零星的爆发，导致下游猪饲料需求有所回落的影响，市场担忧加剧，导致价格下跌。3月中旬到5月中旬，总体表现为震荡上行的走势。主要受到南美供应有限，油厂缺豆的背景下，豆粕的库存压力有限，对豆粕价格有所支撑。另外，美豆的成本支撑也较强，支撑豆粕价格。不过进入5月中旬开始，美豆高位获利回吐，美豆成本支撑减弱，加上巴西豆到港，豆粕供应量增加，压制豆粕价格。另外，美豆天气有所好转，天气溢价下降，加上美豆油生物柴油强制参混要求可能放松，打击美豆价格，导致美豆快速回落，拖累豆粕价格快速下跌。

6月底到7月下旬，在油厂开工率下降以及美豆天气炒作的双重利好支撑下，豆粕低位小幅反弹。随后，美豆天气溢价减弱，豆粕回吐部分涨幅。8-9月总体表现为区间震荡的走势，其中有受疫情影响，下游提前备货带来的一轮小幅上涨，而后，受备货结束的影响，豆粕迎来一轮小幅的下跌。进入10月，国庆过后，随着美豆以及美豆粕的快速下跌，豆粕成本支撑减弱，豆粕进入了一轮快速下跌的走势。进入11月，随着USDA报告以外利多，美豆技术性反弹等利好的支撑，以及油脂有所走弱，油粕套利解锁等因素的影响，豆粕小幅反弹。



资料来源：博易大师

4、DCE 豆油期货走势回顾

2021年1月，豆油走出了一轮冲高回落的走势。前期主要受到油脂总体的库存水平不

高，供应压力不大，加上美豆走强，成本端拉动，豆油走势较强。后期，随着棕榈油的高位回落，豆油受到一定程度的拖累，另外，美豆高位获利回吐，豆油也出现一定程度的回调走势。2月到3月中旬，豆油总体表现较强，节前受消费拉动，有所反弹。节后，受美豆以及棕榈油大幅拉涨的影响，跳空高开，然后一轮上涨。主要是受到油脂本身库存压力有限，加上马来棕榈油出口有所恢复，提振油脂走势，对豆油有所支撑。3月中旬至4月中旬，豆油表现为震荡下跌的走势。主要原因是随着南美天气的逐渐好转，对南美的供应预期逐渐升温，限制了豆油的涨幅。随后在中储粮投放毛豆油的带动下，豆油出现明显的回落。4月中旬到五月中下旬，美豆开始炒作天气因素，一路向上，带动总体豆类走强，豆油也不例外，走出了一轮快速拉涨的走势。5月下旬开始至6月底，总体走势偏弱。主要受到国内政策调整预期升温，工业品普跌，带动油脂金融属性，外溢效应下，油脂跟跌。另外，美豆高位获利平仓，加上美豆油生物柴油强制参混比例可能放松，美豆油下跌，也带动国内油脂走弱。

7月到8月中旬，主要受到油脂本身基本面偏强，在政策影响逐步被消化的背景下，豆油逐渐走回了基本面的影响。另外，美豆的天气炒作依旧，支撑豆油的价格。8月中旬到9月底，油脂高位震荡，一方面受到MPOB报告利空以及市场对USDA报告预期偏利空的影响压制，另一方面，临近双节，市场需求抬升，支撑油脂的价格。10月国庆过后，豆油震荡上行，创出年内高点，主要受美豆油走强的影响，国内豆油跳空高开，再加上外盘棕榈油也创出新高，豆油在棕榈油的拉动下持续走强。10月下旬至12月，豆油总体震荡下行，主要受到高位获利平仓，而后政策面调控消息，化工品普跌，外溢效应的影响下，油脂也难以独善其身。另外，对美豆方面，对生物柴油参混比例的不确定性增加，美豆油快速下跌，拖累国内豆油也有所走弱。



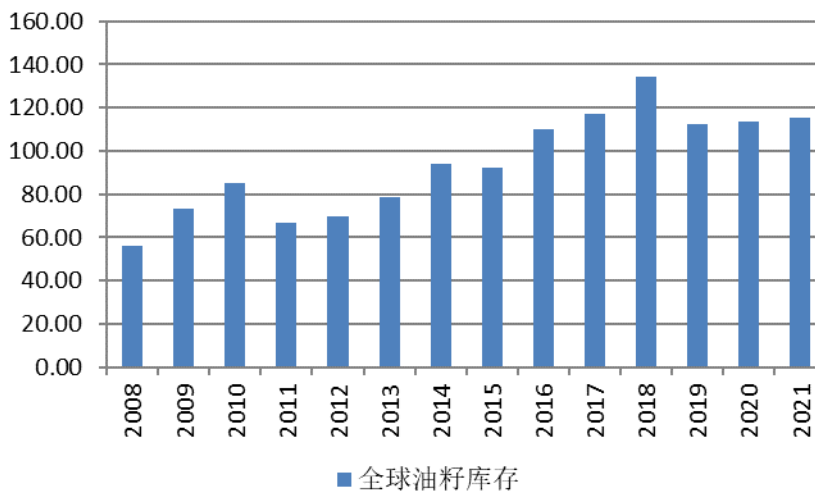
资料来源：博易大师

二、国际豆类基本面分析

1、全球油籽供需情况

根据美国农业部最新供需报告显示，2021/22 年全球油籽（包括大豆、菜籽、棕榈仁、花生、棉籽、葵花籽、椰肉干等）产量同比增加 4.09%，至 62803 万吨，为连续第二年的增产。在这其中，大豆占比最高占到 61.15%，菜籽占比占到 10.75%。从数据来看，大豆增产 4.85%，而菜籽虽然减产，但由于菜籽是总体油籽中仅有减产的品种，其它品种均呈现增产的情况，因此总体油籽的产量依然保持增长。当年度生产增长，虽然压榨量以及食用量也有所增长，不过不及产量增长的幅度，使得结转库存保持增长，供应偏紧的情况得到一定的缓解。

全球油籽库存



数据来源：wind 瑞达研究院

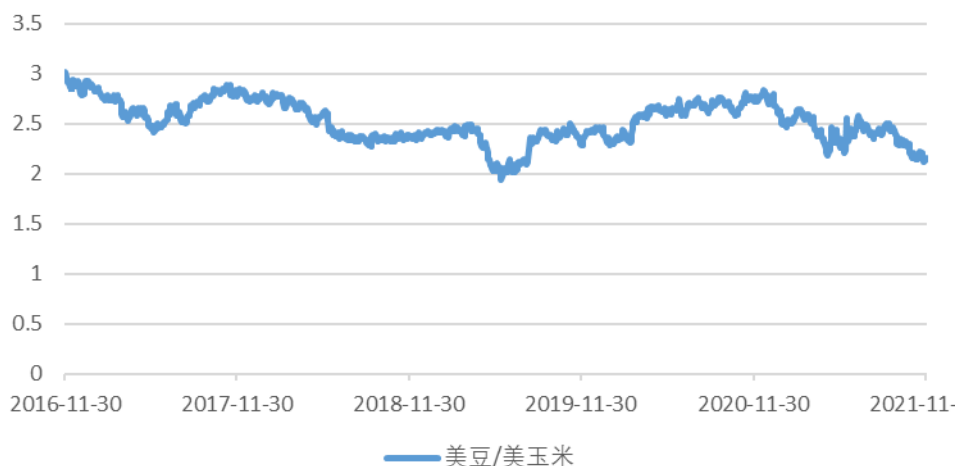
2、美豆基本面情况

2.1 美豆供应偏紧的情况有所改善

2020/2021 年度，在中美关系有所恢复，中国对美豆的进口需求有所恢复，另外，在中国生猪存栏量大幅回升，对大豆的需求也快速增长的背景下，美豆的出口需求得到明显的释放，美豆的库存达到阶段性的低点，达到 697 万吨，库销比也降至 11.44%。另外，从全球的方面来看，巴西虽然丰产，但是受拉尼娜气候的影响，播种进度偏慢，而阿根廷更是受到天气情况的影响，出现减产的情况。全球大豆库存均处在去库存的情况下，使得美豆的走势持续偏强。美豆最高上涨至 1667.5 美分/蒲式耳。

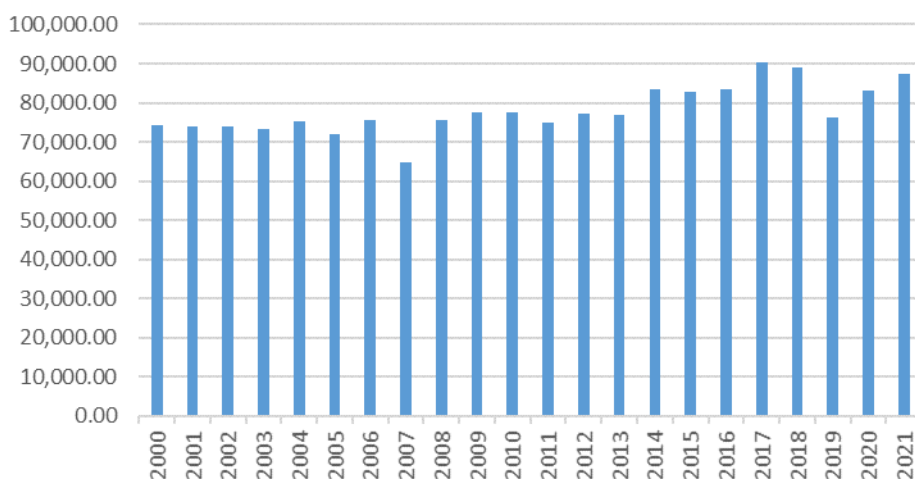
超高的美豆价格，使得美豆与玉米的比价持续处在相对的高位，种植大豆的积极性较高。根据美国农业部(以下简称：USDA)11 月的供需报告显示，美豆 2021/22 年度的播种面积达到 8723.5 万英亩，较上一年度的播种面积增长了 5%左右，为连续第二年增长，总面积仅略低于 2017 年度的 9016.2 万英亩以及 2018 年度的 8916.7 万英亩。显示，随着中美关系的缓和，美豆的种植需求不断恢复，总体种植面积处在近 5 年以来的相对高点。

美豆/美玉米



数据来源: wind 瑞达研究院

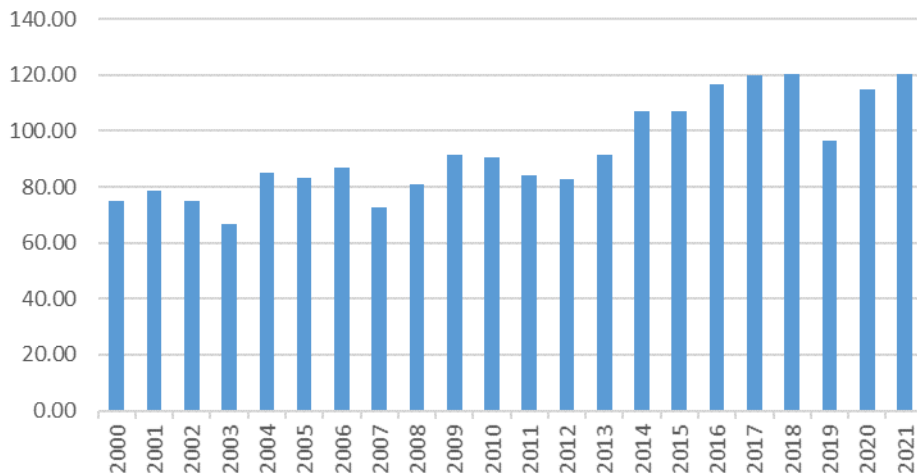
美国:大豆:播种面积



数据来源: USDA 瑞达研究院

另外，虽然美豆在 2021/22 年度种植期间面临了干旱的天气，使得种植的优良率一直在 50-60%之间，种植优良率不及预期。不过经过近几年对种子的不断改良，美豆的抗旱能力不断的增强。美豆的产量并未受到天气较大的影响。11 月 USDA 的报告中，将美豆的单产预估为 51.2 蒲式耳/英亩，虽然单产不及预期，但仍是一个偏高的数值。最近 20 年，美豆单产超过 51 蒲式耳/英亩的年份只有 2016 年 (51.9 蒲式耳/英亩) 和 2020 年 (51 蒲式耳/英亩)。较高的单产也导致了美豆的产量预估上调到了 44.25 亿蒲式耳。基本恢复至 2017/18 以及 2018/19 中美贸易战之前的水平。

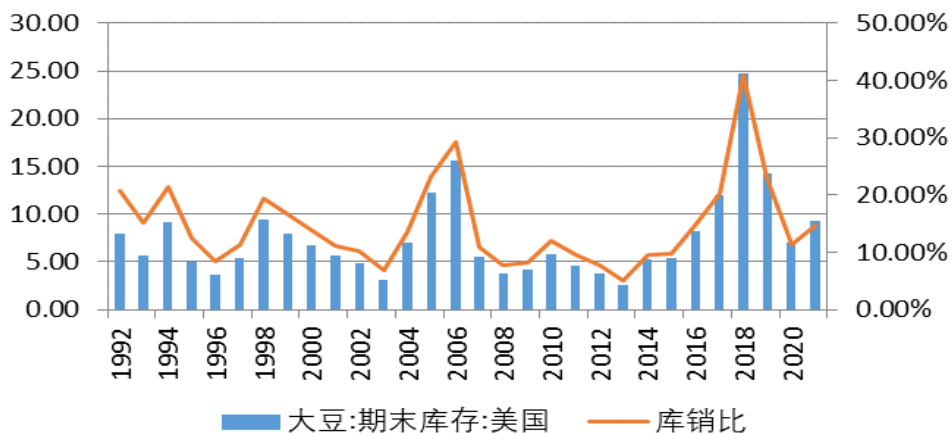
大豆:产量:美国



数据来源: USDA 瑞达研究院

另外, 经过今年 8 月以来的几次月报调整, 目前 USDA 预计 2021/2022 年度美豆期末库存或为 3.4 亿蒲式耳, 是 8 月预期值 1.55 亿蒲式耳的 2 倍; 美豆期末库销比上调至 7.81%, 逐渐向 5 年均值 11% 靠拢。美豆供应偏紧的预期正在改变。从美豆的价格上面来看, 随着美豆播种的不断展开, 虽然其中略有波折, 种植优良率偏低, 以及 USDA 时常公布的数据不及市场预期的偏空, 显示美国方面还是有一定挺价的意愿在里面。但是总体从美豆开始播种起, 美豆的价格就出现了持续的回落。从最高的 1667.5 美分/蒲式耳, 下降至最低 1181.25 美分/蒲式耳, 下降幅度接近 30%。预计后期在美豆丰产的背景下, 美豆的价格有下破 1200 美分的可能性, 对国内的豆类成本有所拖累。

美豆库存消费比



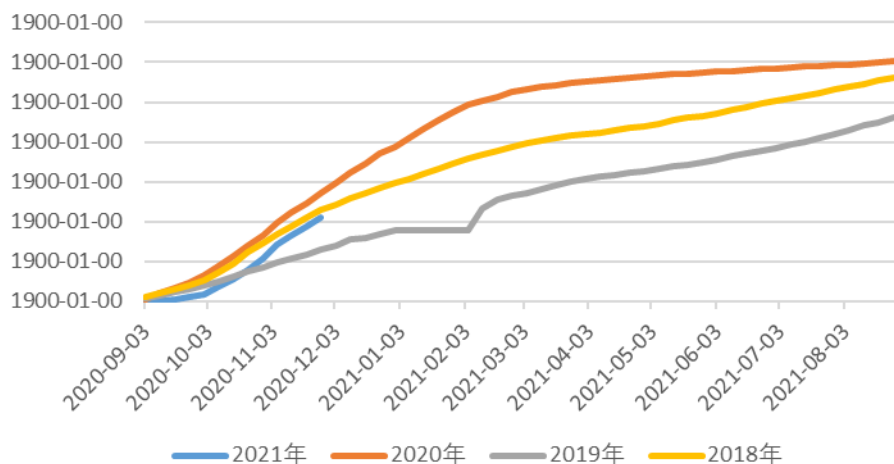
数据来源: USDA 瑞达研究院

2.2 美豆出口可能受限

从美豆自身的出口情况来看, 在中美贸易战之前, 美豆的年出口量在 5500-6000 万吨

左右，其中对中国的大豆出口占到 60%左右。2020/2021 年度，中美履行贸易协定，中国大量进口美豆，加上中国生猪存栏量大幅回升，对大豆的需求快速拉涨，美豆的出口也创出了阶段性的高点，达到 6166 万吨，同比增长 34.9%。不过对于 2021/22 年度的美豆，USDA 对出口有所回调，从 6166 万吨，下调至 5579 万吨。从目前的完成情况来看，截止 11 月 26 日当周，美豆新一年度累计出口销售量 2107.3071 万吨，仅较 2019 年度的 1298.6087 万吨偏高，而 2019 年度，主要是收到中美贸易摩擦的影响，美豆出口受限。较 2020 年度的 2705.951 万吨以及 2018 年度的 2304.0053 万吨偏低。目前，美豆出口较去年同期慢了近 600 万吨左右的量，但是从 USDA 的报告来看，仅就上月的预估下调了 110 万吨左右的数量，后期出口能否跟上仍有待观察。

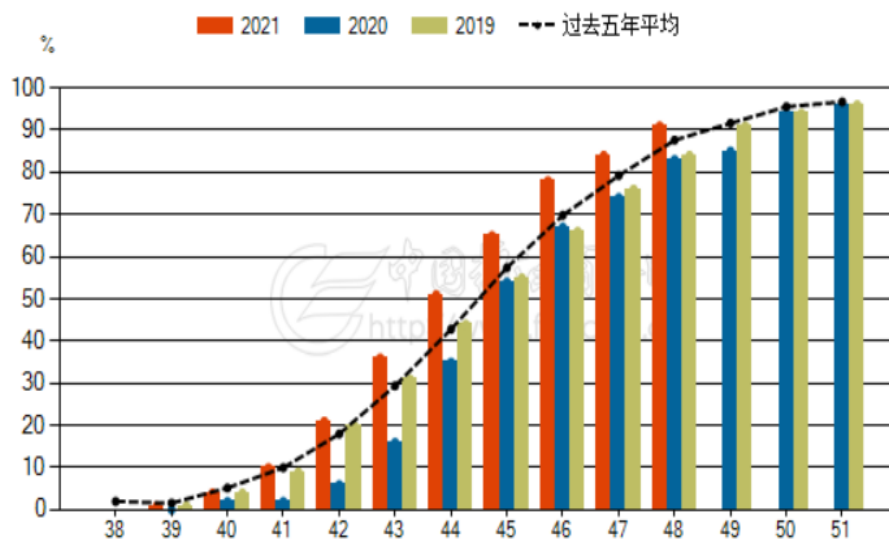
美豆出口销售累计



数据来源：WIND 瑞达研究院

另外，影响出口的因素还包括巴西的出口节奏和中国的进口需求。从巴西方面来看，巴西国家商品供应公司 (CONAB) 称，帕拉纳州大豆播种已经结束，马托格罗索州播种接近尾声，目前只剩下 1% 需要播种。南马托格罗索州、米纳斯吉拉斯州、戈亚斯州、圣保罗州和托坎廷斯州的播种工作也即将结束，播种进度分别为 94%、85%、84% 和 80%。皮奥伊州大豆播种工作只完成了 30%，马拉尼昂州完成 45%，圣卡塔琳娜州 59%，巴伊亚州 70%。在南里奥格兰德州，该州农业机构 Emater-Rs 称大豆播种完成 52%，高于上年同期的 34%，也高于五年平均进度 48%。今年总体巴西的播种进度较快，可能导致后期巴西的收获进度较早，可能会对美豆后期的出口有所冲击。

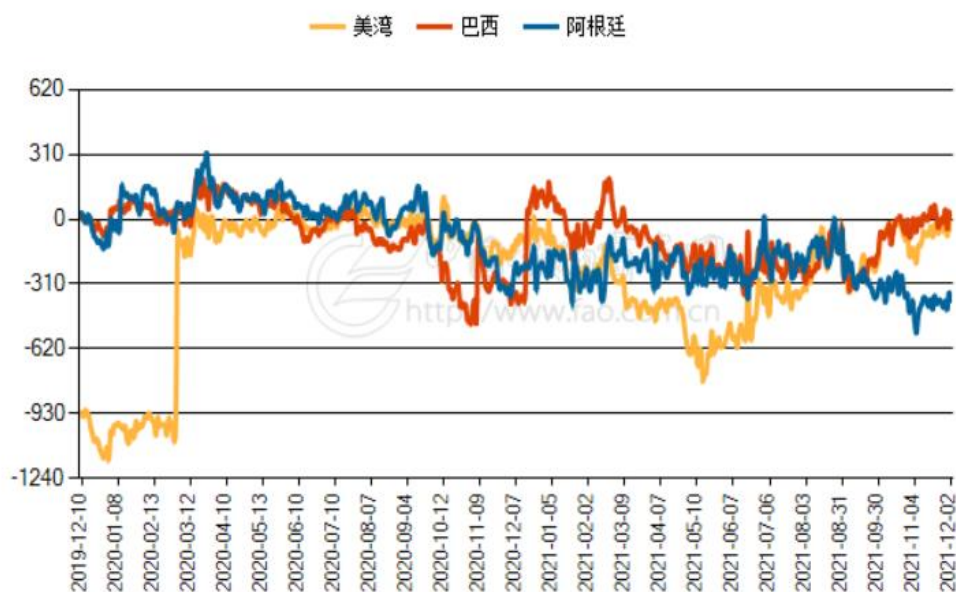
截止到2021年11月26日巴西大豆种植进度对比



数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

从中国的情况来看,据海关总署最新数据显示,2021年10月进口美国大豆775331吨,同比降77%。一般每年4季度会增加对美国大豆的进口,因为美豆进入收获期。榨利不佳或是今年中国油厂压制进口节奏的直接原因。截至12月2日,美湾大豆1月船期进口盘面榨利-299元/吨,巴西大豆12月船期进口盘面榨利0元/吨,阿根廷大豆12月船期进口盘面压榨利润-389元/吨。高企的CBOT价格使得国内的进口榨利十分有限。因此限制了国内的进口需求。另外,考虑到生猪的养殖利润不佳,限制未来的猪饲料需求,对大豆的需求增长有限,也限制了国内的进口。

2019-2021年进口大豆近月盘面榨利走势图

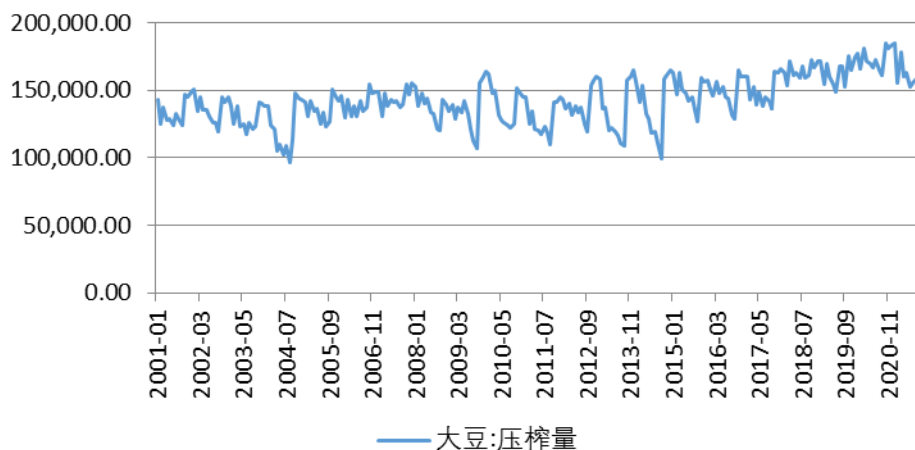


数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2.3 美豆压榨表现良好

美豆的压榨表现较好，美国全国油籽加工商协会（NOPA）公布的数据显示，美国 10 月大豆压榨量为九个月来最多，美豆收成为他们提供了充足的库存。10 月大豆压榨量为 1.83993 亿蒲式，高于市场预期的 1.81945 亿蒲式耳，9 月份数据为 1.53800 亿蒲式，2020 年 10 月数据为 1.8524 亿蒲式耳。

大豆:压榨量



数据来源: wind 瑞达研究院

美豆压榨表现良好除了与美豆丰收有关外，也与压榨利润较好有关，美国农业部发布的压榨周报显示，过去一周美国大豆压榨利润一周前减少 6.7%，但是比去年同期提高 74%。截至 2021 年 11 月 24 日的一周，美国大豆压榨利润为每蒲 3.47 美元，一周前是 3.72 美元/蒲，去年同期为 1.99 美元/蒲。

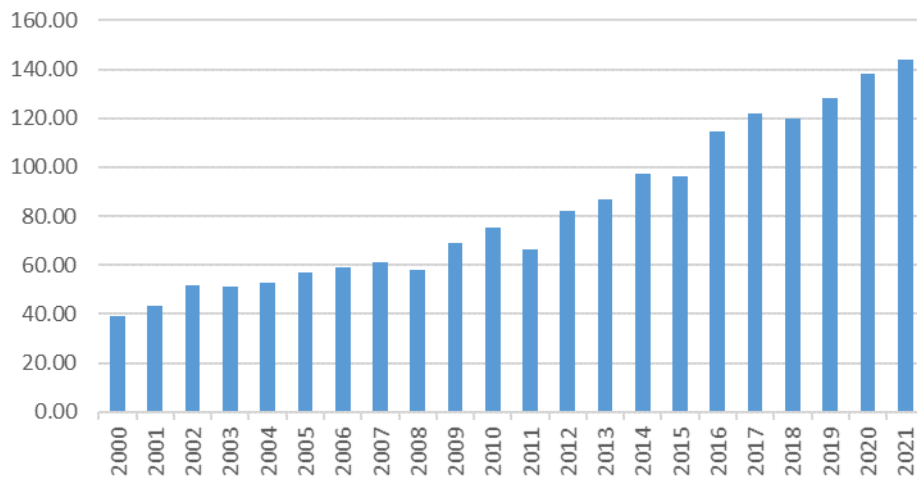
另外，美豆粕需求强劲也支撑美豆的压榨。因 10 月中国收紧了对美国赖氨酸的出口，而美国赖氨酸主要来自中国，这就使得美国赖氨酸供应紧张。美国饲料厂商只能提高饲料中的豆粕添加比以补充必须的氨基酸。豆粕需求增加，也增加了美豆的压榨需求，支撑美豆的需求。

2、巴西预计丰产 出口创新高

巴西方面，今年以来，巴西总体播种进度保持良好，虽然市场有拉尼娜天气再现的可能，不过从播种进度上来看，巴西的播种进度并未受影响，甚至还快于往年同期的水平。当前市场对于巴西新作大豆产量预期普遍乐观。USDA 一直维持 1.44 亿吨的产量预估，去年为 1.37 亿吨。Conab 在针对新一年的首份调查报告中指出，预计巴西 2021/2022 年度大豆产量为创纪录的 1.40752 亿吨，较前一年度的 1.37321 亿吨增长 2.5%，预计大豆种植面积将达到 3991.5 万公顷，亦较前一年度增加 2.5%。StoneX 给出创纪录的 1.4426 亿吨，

比上月预测高出约 100 万吨;其预计巴西新作播种面积将上调 5%，达到 4045 万公顷，高于
 早先预期的 4010 万公顷。

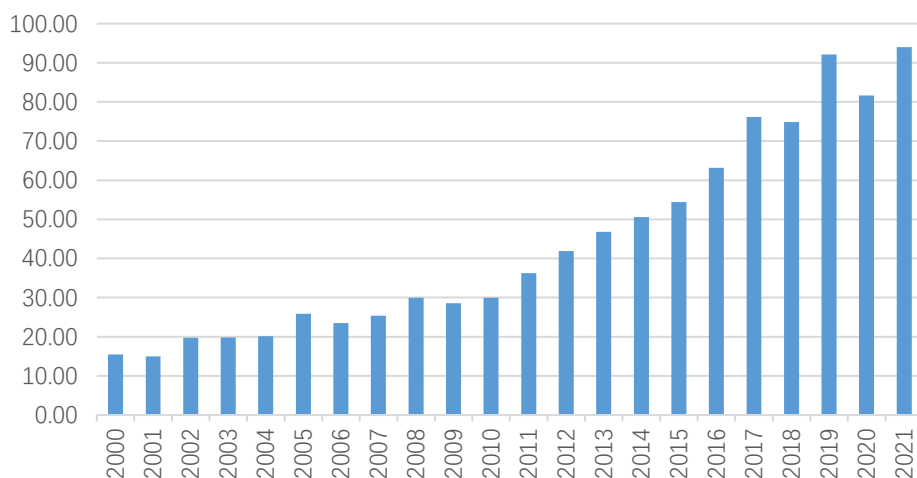
大豆:产量:巴西



数据来源: USDA 瑞达研究院

从巴西的出口方面来看，国际大豆价格保持高位，雷亚尔汇率走软，有助于推动巴西大豆出口需求，进而提振巴西国内大豆价格上涨。再加上 2021/22 年度大豆作物初期生长状况良好，因此巴西农户积极出售剩余的 2020/21 年度大豆库存，使得巴西农户在 2021 年 12 月和 2022 年 1 月交货的大豆销售量反常增加。另外，根据 USDA 公布的报告显示，预测 2021/22 年度，巴西的出口预计达到 9400 万吨，较去年的 8165 万吨增加了 15%，创出近五年的一个高位。

大豆:出口:巴西



数据来源: USDA 瑞达研究院

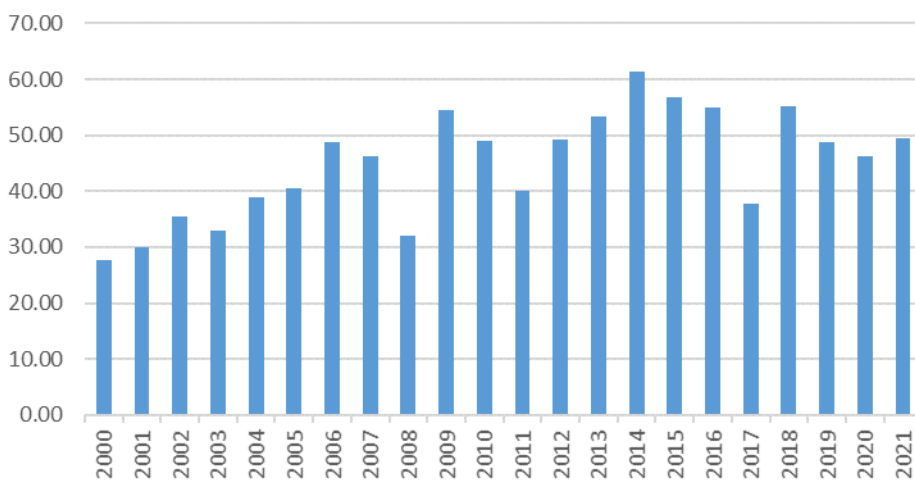
3、天气影响阿根廷种植 出口预计不佳

阿根廷的播种略显偏慢。阿根廷近期面临着降水不足问题。从过去 60 天的累计降雨量

来看，阿根廷平均降水量为历史均值的 73%，特别是主产区布宜诺斯艾利斯，降水量仅为正常水平的 57%。降水不足导致作物播种工作推进缓慢。布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)发布的周度报告称，截至 2021 年 11 月 24 日的一周，阿根廷 2021/2 年度大豆播种进度为 39.3%，比一周前的 28.6%提高 10.7 个百分点。交易所的气象专家称，受拉尼娜影响，明年 1 月和 2 月期间，大部分主要种植区的降雨稀少。干旱将导致作物单产受损。3 月份的降雨量将会提高。但是仍有很多地方干旱。

从阿根廷的今年的播种面积来看，交易所估计本年度阿根廷大豆播种面积为 1650 万公顷，低于 2020/21 年度的 1690 万公顷，因为阿根廷种植玉米的收益更高。交易所预计该国 2021/2022 年大豆产量为 4400 万吨，高于上年的 4310 万吨。根据 USDA 的预估数据显示，2021/22 年度阿根廷的产量预计在 4950 万吨左右，高于布交所的预估，且产量高于 2020/21 年度的 4620 万吨。虽然产量不及近五年以来的高点，不过也仅次于 2018/19 年度，位于次高。

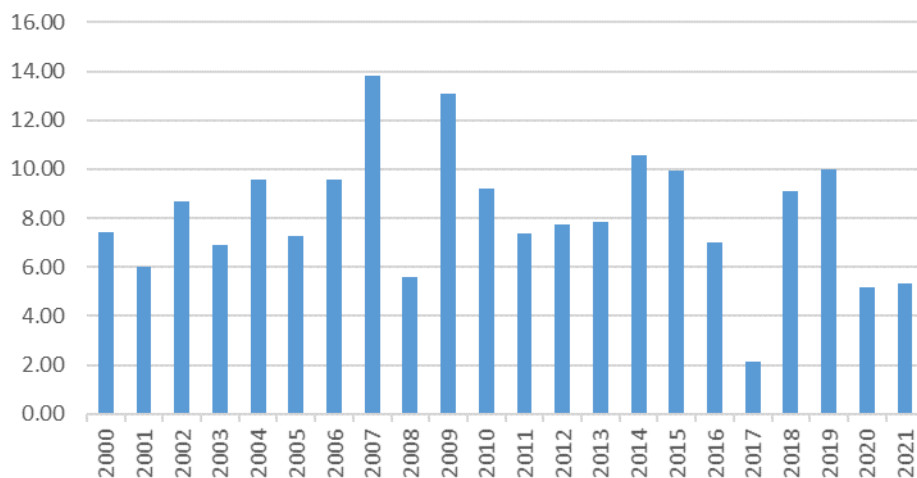
大豆:产量:阿根廷



数据来源：USDA 瑞达研究院

从出口销售方面来看，USDA 预估阿根廷的出口预计表现不佳。从数据来看，预计 2021/22 年度，阿根廷大豆出口 535 万吨，虽然较 2020/21 年度有小幅的回升，不过总体依然处在中等的位置。阿根廷出口不积极主要于比索走弱有关。尽管国际大豆价格高企，阿根廷农户仍然不愿出售大豆，将大豆作为抵御比索走软的硬通货。阿根廷比索汇率为 100.58 比索兑 1 美元，较去年底的 84.61 比索兑 1 美元下跌 18.9%。由于阿根廷农户销售大豆获得的是比索收入，因此比索贬值意味着持有大豆要比持有比索更划算。

大豆:出口:阿根廷

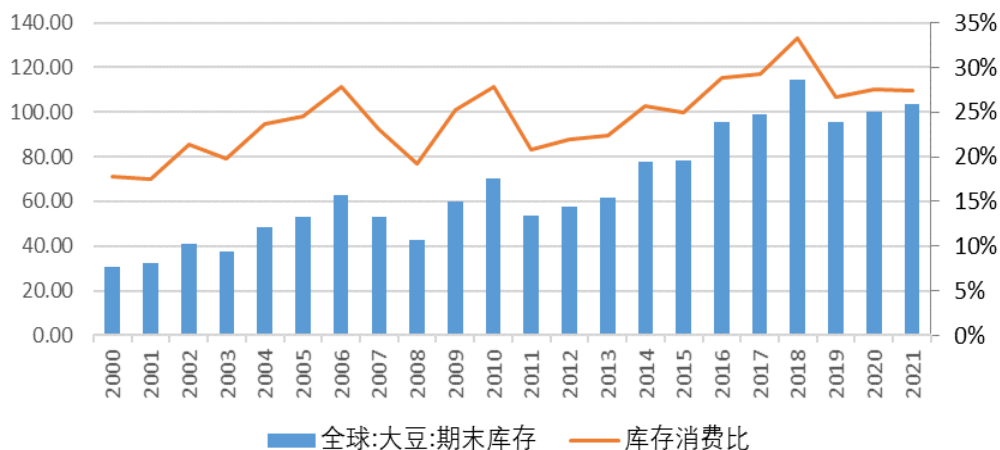


数据来源: USDA 瑞达研究院

4、全球大豆供需预估

根据美国农业部报告显示, 2021/22 年度全球大豆产量 3.84 亿吨 (+4.9%), 消费量 3.7803 亿吨 (+4.88%), 期末库存 1.03 亿吨 (3.67%), 库存消费比为 27%, 较上一年下降 1 个百分点, 总体变化幅度不大。不过受美豆以及巴西都预计丰产的影响, 库存压力有所提升, 全球大豆供应偏紧的情况可能有所转变。

全球大豆库存及库存消费比



数据来源: USDA 瑞达研究院

三、国产大豆基本面分析

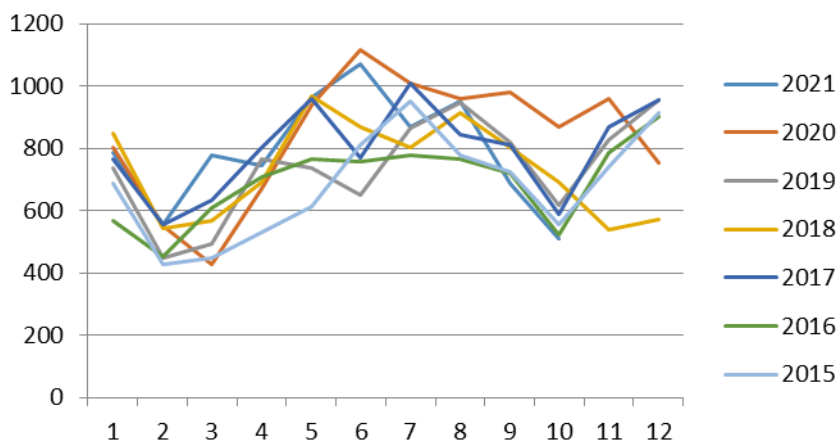
1、进口数量预计低于去年水平

从大豆的进口情况来看, 一般来说, 每年大豆在 2-3 月份进口偏少, 另外 10 月份也是进口偏低的月份。每年的 5-7 月份, 以及 11-12 月份为进口偏高的月份。2017 年至 2019 年

大豆进口量为 9953 万吨、8803 万吨及 8845 万吨，2020 年大豆进口数量首次超过 1 亿吨，创历史最高纪录，较 2019 年的 8845 万吨高出了 13.42%。主因中美第一阶段经贸协定的执行，此外国内生猪产能的恢复，下游需求增量也是大豆进口增加的主要原因。整体来看，大豆 2020 年 5 月份起进口量明显增多，主因国内外疫情得到有效控制，中国需求逐步恢复，开始执行中美经贸协定的结果。

从新一年度的大豆进口情况来看，据海关数据显示，2021 年 1-10 月累计进口大豆 7908.3 万吨，同比减少 5%。进口下滑的原因在于，国内大豆压榨利润微薄导致油厂需求放慢，另外，国内生猪养殖利润亏损或处在低位，限制生猪的养殖，对大豆的需求也有所放缓。据 Mysteel 农产品监测数据显示，12 月进口大豆到港量预计为 850 万吨，2022 年 1 月进口大豆到港量预计为 810 万吨。按照此来推算，2021 年国内进口大豆预计在 9569 万吨左右，较 2020 年下降 4.62%。大豆进口压力有限，对国产大豆的供应压力预计有限。另外，从进口豆的价格来看，以美湾大豆为例，11 月到港成本预计在 4200-4470 元/吨之间，到港成本相对较低，或对行情有一定影响。

大豆进口量



数据来源：中国海关 瑞达研究院

2、直属库收储降价 中储粮拍卖频繁

近期新粮价格持续回落，贸易商去库存，送粮到直属库，不过直属库多次调整收购价格，控制新粮的价格。中储粮直属库于 11 月 29 日及 12 月 2 日两次发布价格调整公告：中央储备粮嫩江直属库有限公司库区及九三分公司库区收购入库价格为 3.14 元/市斤，价格下调 1 分；大杨树库区、红彦库区、塔温敖宝库区自 2021 年 12 月 3 日起收购入库价格为 3.13 元/斤，价格再次下调 1 分。各大集团也发布调价公告，其中中益恒农产品公司(大杨树)11 月 29 日发布公告收购价格调整为 3.06 元/斤，蛋白 38.5%以上；3.05 元/斤蛋白 36%

以上，与前期相比价格下调 5-6 分；中国华粮物流集团克东国家粮食储备库有限公司也于 12 月 2 日发布公告收购价格调整为 3.11 元/斤，蛋白 \geq 39.5%，价格下调 0.15 分。随着直属库及各集团收购价格的下调，贸易商担心价格继续走弱，纷纷降价出售。市场有传言直属库可能还会有价格下调的操作，若收购价格继续下调，直属库的强大价格支撑或将变弱。

另外，国家也加快了拍卖的频率。中储粮油脂公司于 12 月 6 日下午 14:00 进行大豆购销双向竞价交易，拍卖数量为 73445 吨，标的分布海伦、哈尔滨、嫩江、尼尔基及敦化；中储粮油脂公司于 12 月 7 日上午 9:00 进行 2018 年及 2019 年产国产大豆拍卖，拍卖数量为 67887 吨，标的分布哈尔滨、巴彦、阿城、海伦、拜泉、大杨树及尼尔基。黑龙江粮食交易市场股份有限公司也在 12 月 7 日上午 10:00 进行大豆贸易粮竞价销售交易会，拍卖的 21 年产大豆数量为 19331.49 吨，标的分布五大连池、依安、绥化、讷河、北安及嫩江。两天三场拍卖紧密进行，且 12 月 7 日上午的中储粮拍卖是单向拍卖，拍卖如此紧密可见国家对市场调控的力度和决心。

3、种植面积受玉米挤压

从新一年度的供应情况来看，2021 年是大豆种植面积减少的一年。2021 年是“十四五”开局之年，保持粮食稳产意义重大。目前来看，口粮绝对安全有保障，但随着生猪养殖业的恢复性发展以及临储玉米库存消耗完毕，玉米产不足需的问题凸显，因此今年扩大玉米种植面积为首要任务。今年政策要求在东北与黄淮海等地新增 1000 万亩玉米种植面积。历史数据显示，大豆和玉米面积通常是此消彼长。从种植的收益来看，含地租但不包括人工的情况下，一亩大豆加上补贴，毛利大约 353 元，而一亩玉米加补贴毛利大约 783 元。因此农户更偏向于种植玉米。根据 USDA 报告显示，预计 2021/22 年度，中国大豆产量下降至 1640 万吨，较上一年度下降了 320 万吨。播种面积预计在 840 万公顷，较上一年度的 988 万公顷下降了 148 万公顷。

四、豆粕基本面分析

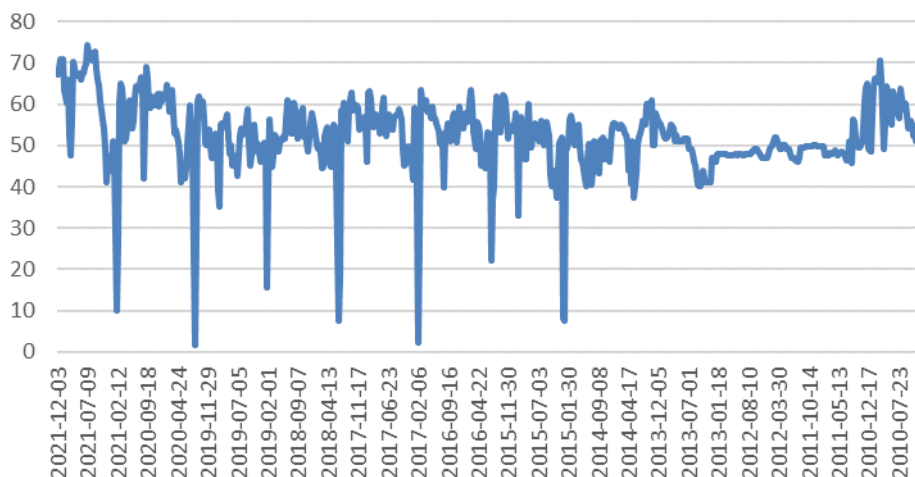
1、豆粕供应预计增加

受进口量有限的影响，国内大豆港口库存较为有限。据 Mysteel 调研数据显示：第 48 周全国港口大豆库存为 490.82 万吨，同比去年减少 157.72 万吨，减幅 24.32%。再来看大豆的压榨情况，虽然今年大豆的进口量有限，且有一段时间有限电的影响，不过总体的压榨水平还是处在增长的态势中，开工率较高。2021 年油厂全年平均开工率 60.04%，较去年的 55.30%增长了 4.74%。从压榨量来看，全年压榨大豆 9085.735 万吨，较去年的 8901.273

万吨，增加了 184.462 万吨，环比增长 2.07%。全年豆粕产量 7177.7307 万吨，较去年的 7032.0057 万吨增长了 145.7250 万吨，环比增长了 2.07%。

目前来看，随着美豆的上市，后期的到港量预计会有所增加，且南美豆也有丰产的预期，后期种植天气以及收割天气如无重大问题，且运输环节也正常的话，国内大豆供应将稳定增加。同时，巴西豆上市也会压制美豆的价格，成本支撑减弱的背景下，可能会拖累豆粕的价格。短期来看，豆粕库存压力有限。根据国家粮油信息中心的数据显示，截止 12 月 6 日，国内主要油厂豆粕库存 58 万吨，比上月同期增加 3 万吨，比上年同期减少 29 万吨，比过去三年同期均值减少 18 万吨。不过在总体开工率保持高位，压榨量较大，以及南美北美大豆都预期丰产的背景下，后期豆粕的供应预计会有所增加。

全国油厂开工率



数据来源：布瑞克 瑞达研究院

全国主要油厂大豆库存统计 (万吨)



数据来源：Myteel 瑞达研究院



数据来源: Myteel 瑞达研究院

2、饲料需求情况

2.1 生猪饲料需求预计保持增长

从生猪的供应方面来看,截止2021年10月份全国能繁母猪存栏量环比下降2.49%,连续4个月的回落,养殖结构趋于优化。9月份生猪存栏量出现下跌,不过总体下跌幅度较小,月份环比跌幅为2.2%。能繁母猪存栏量10月份下降了2.49%,这是连续21个月增长后连续第四个月出现下降。生猪存栏量也结束了连续22月的增长,首次出现回落。

能繁母猪存栏量决定未来10个月生猪供应量,也就是说,2021年3月份至2022年2月份能繁母猪对应2022年1月至12月生猪供应。从二元母猪的环比增长来看,从2021年7月能繁母猪存栏量下降,那么这之后的10个月,也就是2022年5月生猪出栏量开始下降。这也就是说明年的上半年总体生猪的供应量依然还是处在偏宽松的情况下,暂时难以改变生猪供应过剩的格局。

再看出栏,预计今年全年累积出栏量要超过7亿头,而部分数据表明我国近几年正常的需求只有6.5亿头左右,产能恢复如此惊人,因此阶段性供应过剩持续存在。

从生猪的养殖利润上来说,外购仔猪养殖利润在今年6月份最低触及-1570.78元/头,自繁自养养殖利润在今年10月最低触及-771.46元/头。一般来说,养殖利润的亏损,会促进养殖户加快淘汰生猪,并且存在低价以及恐慌性的抛售。近期的养殖利润虽然有所恢复,但总体仍旧偏低,使得生猪的供应压力依然偏大。且从可繁育母猪和生猪存栏量来看,市场未来释放生猪产能的力量依旧较强,市场需要时间来化解可繁育母猪存栏量,只有生猪存栏量持续回落,价格的良性反弹才能够出现。



数据来源：布瑞克 瑞达研究院



数据来源：布瑞克 瑞达研究院

2.2 禽料需求预计保持增长

从禽料需求来看，根据布瑞克数据显示，截止10月全国蛋禽月末总存栏量为14.64亿只，较上月14.72亿减少了0.08亿只，降幅为0.54%，较去年同期15.36亿减少0.72亿，降幅为4.69%。蛋禽存栏量总体处在近六年的次低水平，限制禽料的消费。

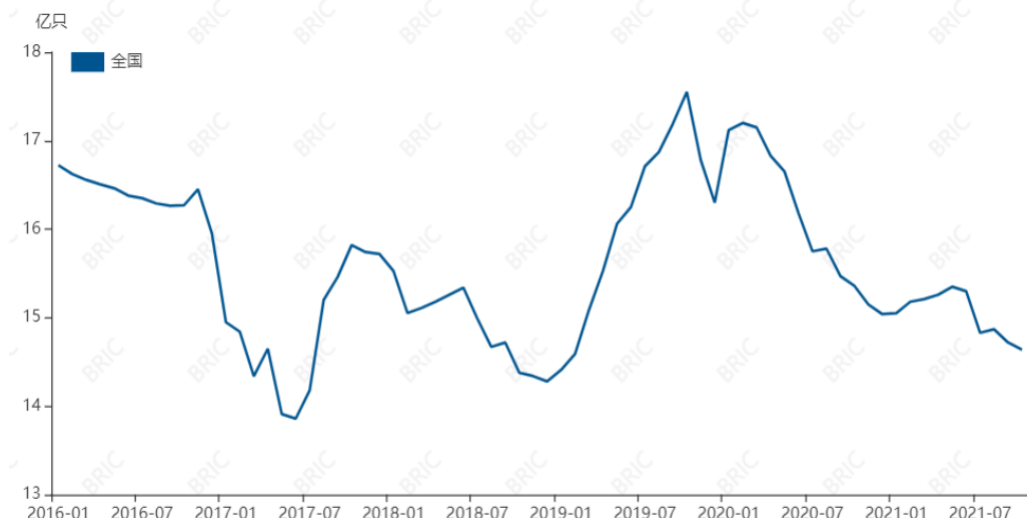
不过从养殖利润来看，有持续向好的趋势，根据wind的数据显示，截止12月3日，蛋鸡养殖利润为39.76元/羽，较上月有所好转，在养殖利润持续向好情况下，养殖企业补栏量预期整体或将有所增加，在产蛋鸡远期存栏有望上升。根据布瑞克的数据显示，2021年前10个月份蛋禽总体补栏量为12.53亿只，较去年同期9.402亿增加了3.128亿只，增幅为33.27%。总体而言，2021年总体的蛋鸡补栏量高于去年同期的水平，总体存栏量有望上升，拉动禽料的需求。

蛋禽-蛋鸡养殖利润



数据来源：布瑞克 瑞达研究院

蛋禽-月末存栏量



数据来源：布瑞克 瑞达研究院

蛋禽-补栏量

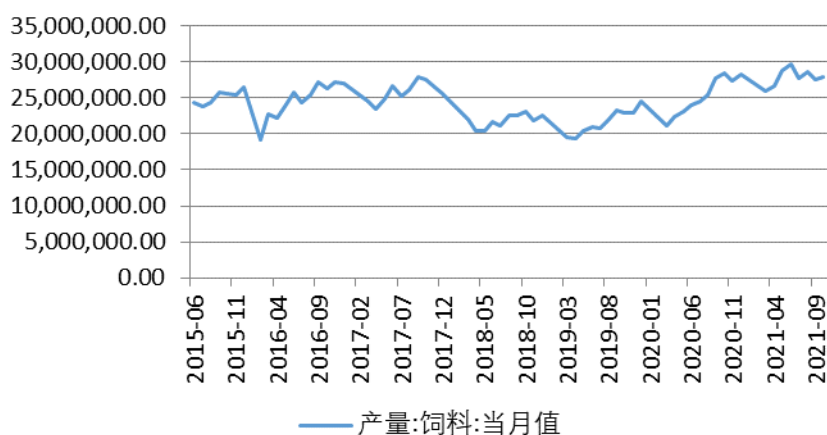


数据来源：布瑞克 瑞达研究院

2.3 全年饲料需求情况

总体来看,据中国饲料工业协会,2021年1—10月,全国工业饲料总产量24360万吨,同比增长14.9%。其中,猪饲料产量10599万吨,同比增长49.5%;水产、反刍动物饲料产量分别为2200万吨、1169万吨,同比分别增长13.5%、12.3%;蛋禽、肉禽饲料产量分别为2621万吨、7466万吨,同比分别下降9.7%、5.7%。对于2022年的饲料情况而言,猪饲料预计在上半年依然保持增长的态势,下半年需要看生猪淘汰情况而定。蛋禽饲料预计保持增长,水产保持稳定。总体下游需求向好。

产量:饲料:当月值



数据来源: Wind 瑞达研究院

3、豆粕需求可能部分被替代

我国豆粕替代品由菜粕、棉籽粕、棕榈仁粕、鱼粉、花生粕、葵花籽粕等。美国农业部对中国蛋白饲料的压榨原料 2021/22 年压榨量预估分别是:菜籽 1580 万吨(同比减少 20 万吨),花生 1015 万吨(同比增加 5 万吨),棉籽 940 万吨(同比减少 14 万吨),葵花籽 174 万吨(同比增加 54 万吨),四个品种压榨量总和为 3709 万吨,较上年度的 3684 万吨,增加 25 万吨,考虑到各个品种出粕率不一,基本不会超过 70%,因此实际杂粕供应量的增加幅度低于 25 万吨,基于菜籽出粕率 68%,葵花籽 61.04%、棉籽 42%,花生 44%计算,大致推算压榨出蛋白粕数量为 2022 万吨左右,同比增加 15.69 万吨左右。总体豆粕替代品增产,在价格具有优势的背景下,可能对豆粕的需求有所偏空的影响。

另外,2021 年我国发布了《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》,旨在防范玉米大豆价格大幅波动对饲料以及养殖业的冲击。采用小麦替代玉米,除了可以替代玉米种植能量的需求外,也减低了豆粕蛋白质的需求量。根据实际企业的用量来看,保育猪日粮中豆粕用量从原来的 23%降到 17%左右,下降了 6 个百分点,中大猪日粮中豆粕用量则从 19%降低

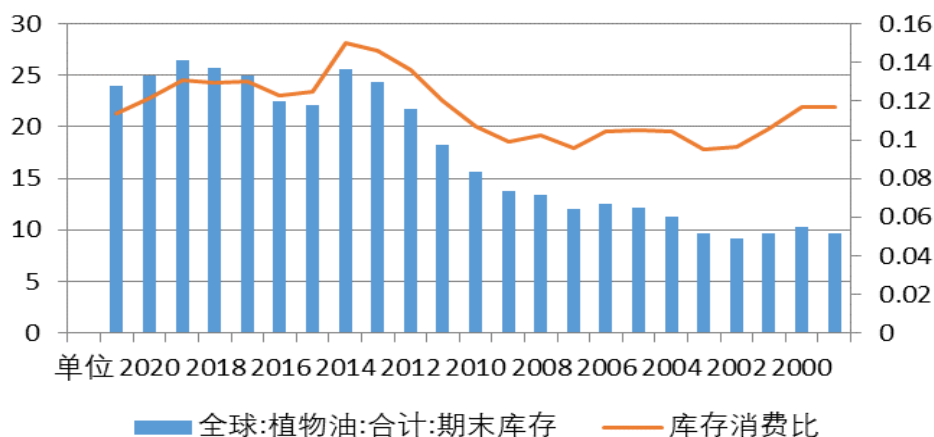
到 15%左右，下降了 4 个百分点。因此，用玉米豆粕减量替代，全国每年有望减少 4500 万吨玉米和 1200 万吨豆粕用量。目前小麦替代玉米的利润优势还是蛮大的，所以饲料厂及养殖场的积极性还是比较高的。再加上国家政策的扶持，替代效应对豆粕的需求可能有所影响。

五、豆油基本面分析

1、油脂库存消费比仍处在低位

根据美国农业部 11 月公布的报告显示，2021/2022 年度全球植物油结转库存为 2401 万吨，比上一个年度减少 102 万吨，库存消费比 11.34%，连续第二个年度下降，同时也是 2010/11 年度以来的最低值，显示全球植物油供需格局紧平衡。三大油脂结转库存中，豆油和菜油延续回落的态势，棕榈油的库存出现回升。其中豆油下降 29 万吨，棕榈油增长 10 万吨，菜油下降 74 万吨。

全球植物油库存消费比



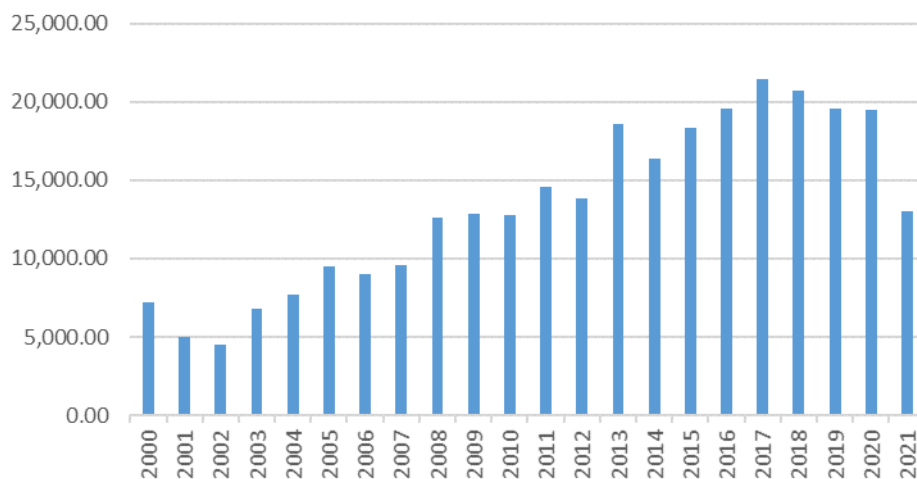
数据来源：USDA 瑞达研究院

2、豆油供应预计有所恢复 菜棕供应依然偏紧

从三大油脂供应端来看，菜油产量占比最小，为 16.55%，近 9 年产量维持在 2721 至 2919 万吨之间内，生产相对稳定，2021/22 年度预计有所减产。最大油菜籽生产国加拿大在 2018 年出现减产局面后，已经连续 4 年减产。从期末库存来看，加拿大菜籽期末库存连续三年出现回落，目前处在 2013 年以来的最低点。显示受减产因素的影响，加拿大菜籽去库存较为迅速。另外，随着孟晚舟事件的解决，中加关系得以修复。从目前中国进口加菜籽的情况来看，虽然较正常年份仍偏低，不过已经处在逐步恢复的态势中，进口量逐月增

加，后期有助于提升加菜籽的出口量，消耗库存。总体预计后期全球菜籽的供应压力预计有限。

油料:菜籽:产量:加拿大 千吨

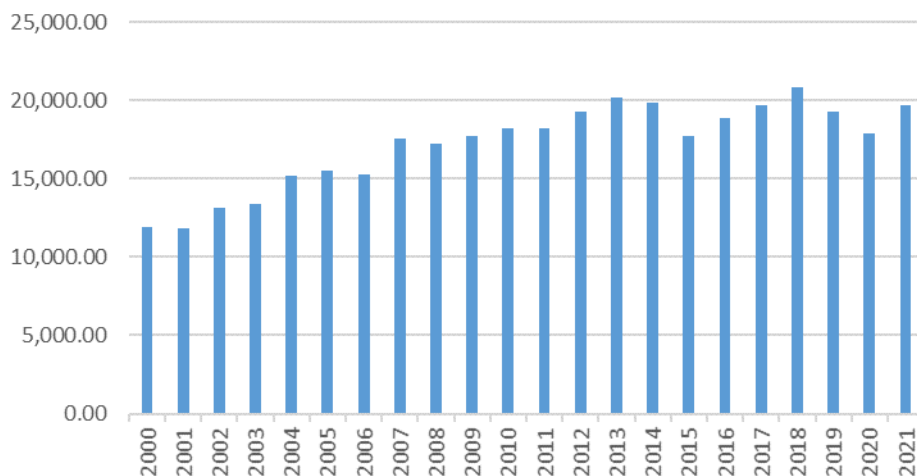


数据来源：USDA 瑞达研究院

豆油方面，2021/22 年美豆增产，且在中国压榨利润偏低，生猪补栏以及存栏量有所回落的背景下，后期对大豆的需求增速有所放缓，预计美豆的出口也受限。南美处于生长期，目前播种进度较好，尤其是巴西方面，播种进度快于往年的水平，后期有丰产的预期，早熟大豆还可能冲击美豆的出口市场。2022 年美豆种植面积有小幅扩大可能，巴阿种植面积低速增长，新一年度全球大豆供应有望继续增长，保证未来豆油的产出重新保持增长趋势。

棕榈油方面，2021 年虽然全球棕榈油保持增产，但是市场受马来减产的原因，棕榈油总体走势偏强。造成马棕减产的主要原因是外来劳动力不足的影响。不过，近期就劳动力问题，马来西亚人资部长拿督斯里沙拉瓦南发文告指出，配合内阁早前特别批准种植业领域可引进 3 万 2000 名外劳的决议，该部已制定了相关的标准作业程序（SOP），以及已在吉隆坡国际机场附近鉴定了一个在任何时候都可容纳 2000 名外劳的外劳隔离中心。外来劳动力引进，可能缓解目前马来劳工不足导致的产量持续难以恢复的影响。不过有消息称，外来劳动力预计将在 2022 年 3 月份陆续抵达，再叠加 11-4 月份是马棕的减产季，因此至少截止至 2022 年的一季度，马棕的供应依然偏紧。

棕榈油:产量:马来西亚 千吨

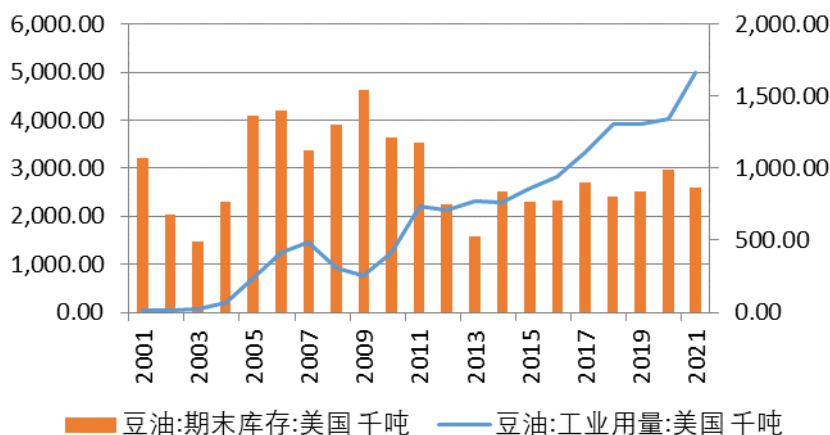


数据来源: USDA 瑞达研究院

3、生物柴油需求提振 不过仍有不确定性

豆油和棕榈油库存下降的主要因素，还是由于生物柴油需求提振的影响。从美豆方面来看，美豆油的牛市基本面受其国内超高的生柴消费增量驱动，USDA 预估 21-22 年度美豆油工业消费增长 97.6 万吨至 499 万吨。USDA 公布 2021-2022 年度美豆油供需数据，美豆油库存预计 86.7 万吨，为近五年以来的新低。在需求量较大的背景下，美国不得不向巴西进口大豆。

美豆油工业用量

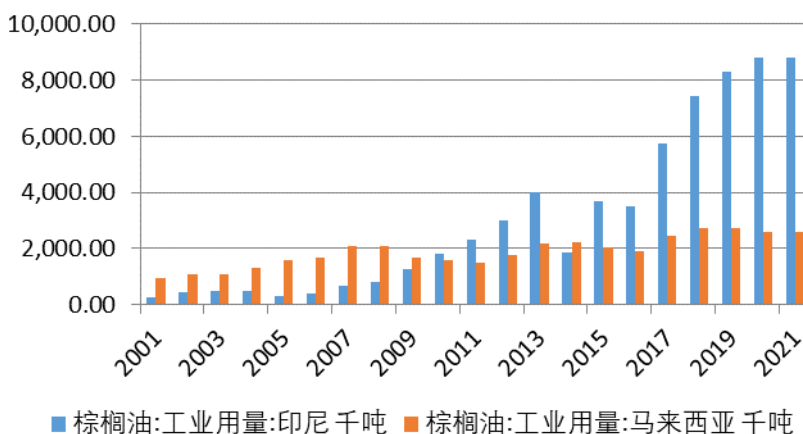


数据来源: USDA 瑞达研究院

不过美国生物柴油的添加也有一定的风险性，在工会和美国特拉华州参议员的压力下，拜登政府正在考虑如何为美国炼油厂减轻完成生物燃料混合任务的负担。该消息传出后，CBOT 大豆和 CBOT 豆油应声下跌。所以，拜登政府为推行生物柴油政策，还需进行政治上的反复博弈，最终执行情况因此也存在不确定性。

棕榈油方面，主要是印尼和马来西亚的生物柴油参混计划。根据 USDA 的数据显示，预计 2021/2022 年度，印尼棕榈油的工业用量达到 880 万吨，与上一年度持平。而马来西亚的棕榈油工业用量达到 260 万吨，也与上一年持平。棕榈油的使用量没有继续增加，主要受到总体油脂的价格偏高，对比原油，棕榈油作为生物柴油的优势没有明显显现，因此生物柴油需求没有明显的增加。

马来印尼棕榈油工业用量



数据来源：USDA 瑞达研究院

4、国内油脂供需情况

按照品种分类，中国食用植物油主要包括大豆油、菜籽油、花生油、棕榈油、芝麻油、橄榄油、葵花籽油、棉籽油和玉米油。根据 USDA 报告显示，2019-20 年中国居民食用植物油消费结构占比中，大豆油、菜籽油、棕榈油、花生油占比分别为 44.77%、21.34%、16.85%、8.86%，总和为 91.81%。因此对就四个品种的供需平衡表作出分析。美国农业部预计 2021/22 年度四大油脂产量同比增加 3.19% 至 2697.2 万吨，由于中国压榨利润不佳以及加拿大菜籽减产，进口量下降 4.83% 至 1024 万吨，出口量小幅增加，净进口量 1004.5 万吨；消费需求增加 2.48% 至 3732 万吨，当年度供需缺口 30.3 万吨，作为对比，前 5 个年度分别盈余 113.6 万吨、71.4 万吨、79.8 万吨、-58.2 万吨，-15 万吨。虽然产量继续增长，但是进口不佳，而需求增速较快，导致油脂持续处在供应偏紧的格局中。

分品种而言，202/22 年度豆油产量为 1756.2 万吨，进口量为 110 万吨，消费量为 1846.2 万吨，出口量为 15 万吨，当年度供需盈余 5 万吨；棕榈油进口量 720 万吨，消费量 712 万吨，出口量 3 万吨，当年度供需盈余 5 万吨；菜油产量 616.2 万吨，进口量 164 万吨，出口量 0.5 万吨，消费量 820 万吨，当年度供需缺口 40.3 万吨。

进口量的大头和提高都体现在棕榈油上，产量中豆油占据六成以上的份量，这些品种

都与国际油脂油料市场息息相关，意味着国际油脂价格的变化对我国油脂价格影响加重。就棕榈油而言，考虑到一直持续到 4 月份，棕榈油仍处在减产的周期，外来劳工的加入也将从 2022 年的 3 月开始，因此，至少一季度棕榈油的供应依然偏紧，支撑棕榈油的价格。豆油方面，受美豆丰产以及南美豆目前来看受天气因素影响较为有限的影响，预计豆油后期的供应将有所增加，压制豆油的走势。

年度	产量	进口	消费	出口	供需盈缺
2009/10 年	1668	810.2	2456.4	9.5	-12.3
2010/11 年	1771.6	774.6	2538.3	6.2	-1.7
2011/12 年	1953.6	843.9	2669.8	7.6	-120.1
2012/13 年	2061.8	966.2	2779	9.3	-239.7
2013/14 年	2200	789.9	2905.4	10.8	-73.7
2014/15 年	2299.4	733.9	3045.7	12.5	24.9
2015/16 年	2418.7	616	3150.5	11.8	127.6
2016/17 年	2502.6	650.4	3250.7	15.9	113.6
2017/18 年	2574.1	697.9	3316.6	26.8	71.4
2018/19 年	2444.1	925.4	3423.8	25.5	79.8
2019/20 年	2420.7	1013	3471.4	20.5	-58.2
2020/21 年	2666.8	982.5	3644.3	20	-15
2021/22 年	2697.2	1024	3732	19.5	-30.3

数据来源：WIND 瑞达研究院

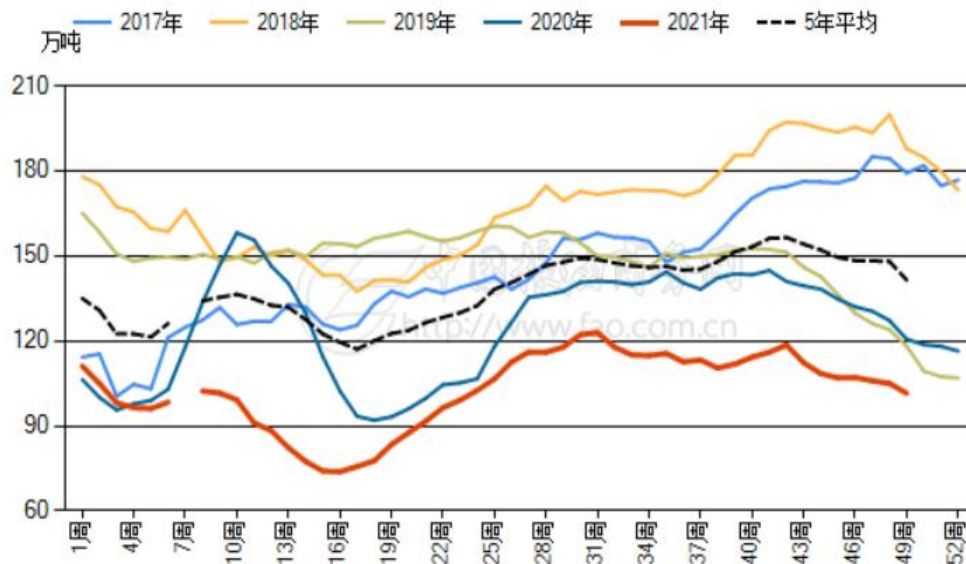
5、三大油脂现货库存

根据国家粮油信息中心的数据显示，截止 2021 年 12 月 6 日，全国主要油厂豆油库存 80 万吨，月环比减少 2 万吨，同比减少 30 万吨，比近三年同期均值减少 52 万吨。截止 12 月 1 日，沿海地区食用棕榈油库存 46 万吨（加上工棕 56 万吨），月环比增加 6 万吨，同比减少 4 万吨。截止 11 月，菜油商业库存 56 万吨，月环比下降 7 万吨，同比增长 33 万吨。总体从三大油脂的绝对库存来看，均处在相对偏低的位置，这也是目前支撑油脂价格的重要因素。

从季节性来看，豆油每年的库存在 3-4 月达到阶段性的低点，然后开始累库的状态。从今年的情况来看，目前豆油仍处在去库存的状态，下游走货较好。另外，受到豆棕价差偏低的影响，豆油较棕榈油性价比大幅提升，提振豆油的需求，预计豆油的库存累积有所延迟，将继续支撑豆油的价格。从棕榈油方面来看，棕榈油 9-10 月的库存达到阶段性的低点，主要与棕榈油夏季消费较为旺盛有关。而进入冬季，棕榈油的消费一般有所回落。目前来看，国内棕榈油库存确实有一定的累库的状态，不过库存上涨的速度较慢。这主要与棕榈油的进口利润不佳有关。在棕榈油进口量有限，以及一季度棕榈油还处在减产的背景下，棕榈油后期的库存积累预计有限。从菜油方面来看，一般年底到 1-2 月份，菜油的库

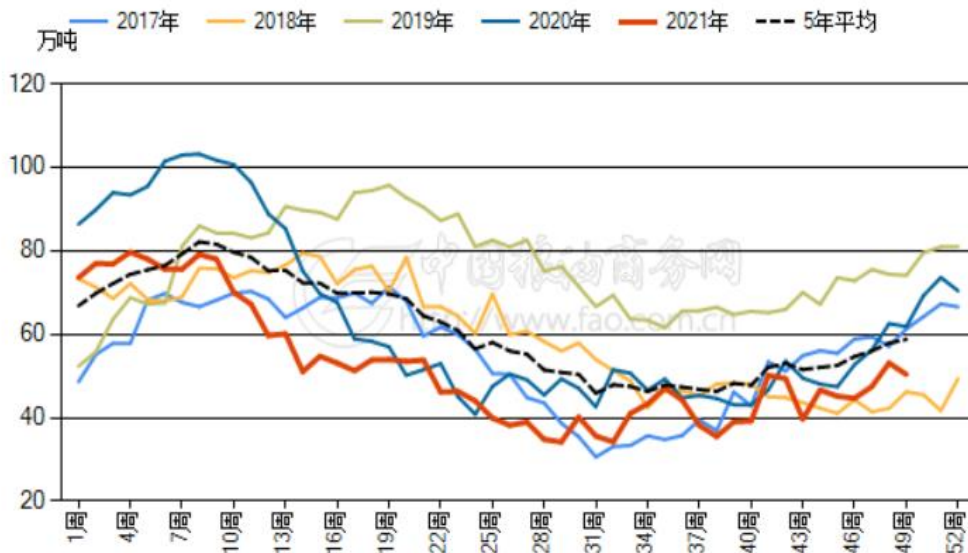
存水平较低，这主要与年底节日需求提振有较大的关系，叠加今年加菜籽受干旱天气的影响减产，预计总体一季度的菜油的库存也将处在持续去库存的状态下，支撑油脂的价格。

2017-2021年第49周全国油厂豆油周度库存对比



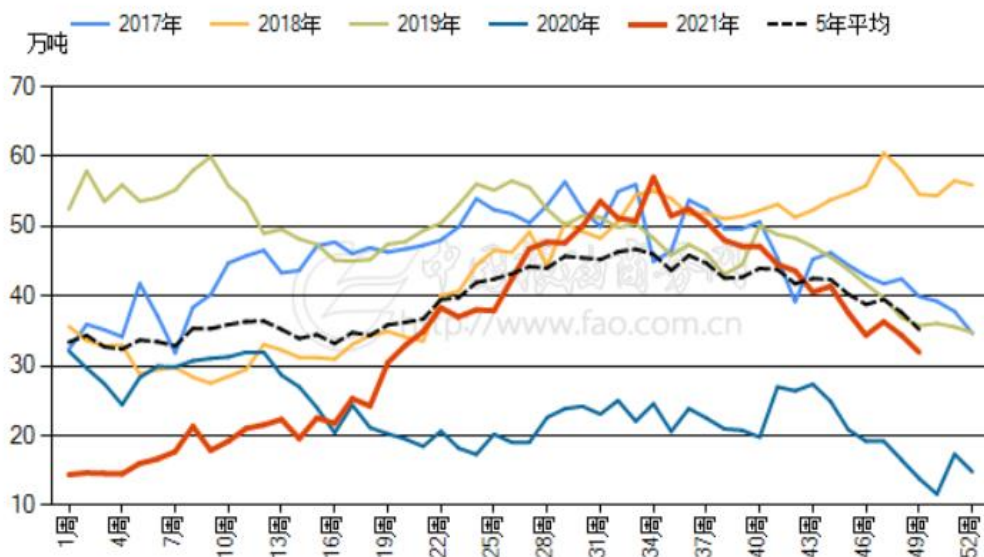
数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2017-2021年第49周全国棕榈油周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

2017-2021年第49周全国进口压榨菜油周度库存对比



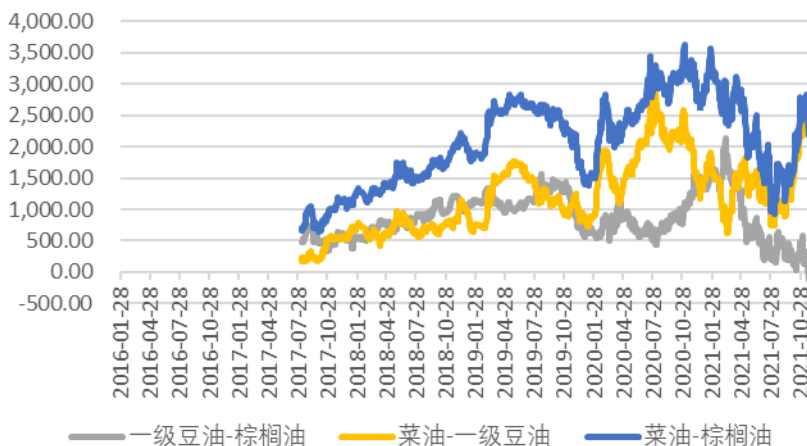
数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

6、油脂间价差分析

截至 12 月 7 日，一级豆油与棕榈油现货价差为-100 元/吨；菜油和棕榈油现货价差为 3070 元/吨，；菜油和一级豆油现货价差为 3170 元/吨。期货价格方面，豆棕期价差为-234 元/吨；菜棕期货价差为 3198 元/吨；菜豆期货价差为 3432 元/吨。由于前期棕榈油表现强势，导致豆棕的现货价差处在 2019 年以来的相对低点。不过菜油受加菜籽减产的影响，在油脂中表现较为强势，因此走势也强于棕榈，菜棕的现货以及期货价差总体也保持在相对的高位。就期货走势而言，菜油表现偏强，其次是棕榈油，最后是豆油。

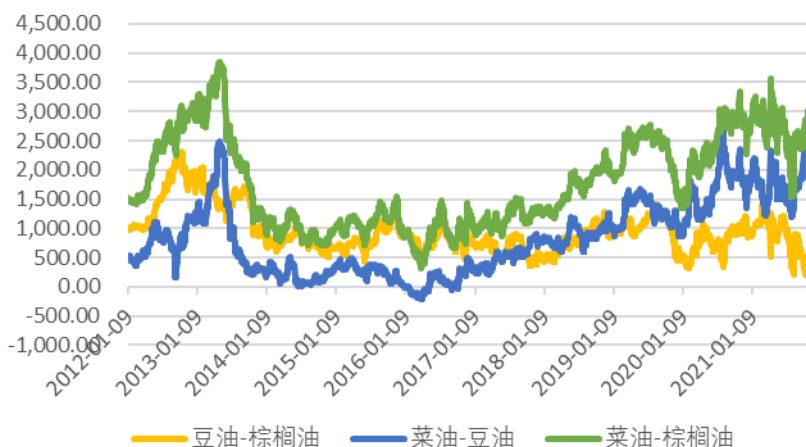
就 2022 年上半年的走势来看，预计菜油依然保持在油脂中的相对强势，主要原因依然归因于产量下降的影响。而棕榈油次之，主要归因于马来的劳动力不足的问题还未根本性的解决，加上上半年大部分时间仍处在减产的时间点，即使 5 月开始增产，但速度有限，总体限制棕榈油的供应。而印度调降植物油的进口关税，促进棕榈油的进口，马棕后期的库存积累有限，支撑棕榈油的价格。豆油方面预计最弱，主要原因是在美豆丰产，而南美豆预计也保持丰产的背景下，预计供应偏多。直到进入 4 月份，新一季的美豆进入播种季节，届时天气因素可能扰动，来自成本的因素可能对豆油的价格有所支撑。

三大油脂现货价差



数据来源：WIND 瑞达研究院

三大油脂期货价差



数据来源：WIND 瑞达研究院

六、总结与展望

豆一：从进口方面来看，今年以来，进口豆的数量增长不及去年，同比出现一定程度的回落。主要原因是，今年CBOT大豆的价格持续偏高，国内压榨利润持续保持不佳的状态，限制对大豆的进口需求。另外，今年以来生猪的养殖利润不断缩窄，目前处在偏低或者为负的位置上，猪饲料的需求增长有限，也限制了对大豆的进口需求。从新粮的价格上面来看，近期新粮价格持续回落，贸易商去库存，送粮到直属库，不过直属库多次调整收购价格，控制新粮的价格。随着直属库及各集团收购价格的下调，贸易商担心价格继续走弱，纷纷降价出售。市场有传言直属库可能还会有价格下调的操作，若收购价格继续下调，直

属库的强大价格支撑或将变弱。另外，国家也加快了拍卖的频率。可见国家对市场调控的力度和决心。不过，新豆的产量不及预期。受“十四五”规划的影响，需要保持粮食稳产，保障口粮绝对安全有保障，因此玉米补贴以及种植面积有所扩大，挤占了大豆的种植面积。今年国产大豆产量预计为 1865 万吨，较上年减少 1.85%。大豆的减产，也限制了后期国产豆的回调空间。

豆二：从进口豆方面来看，首先，美豆方面，受美豆持续处在相对高位的影响，美豆的种植意愿较强，美豆的播种面积处在近 5 年以来的相对高位。另外，美豆总体的种植并未受到种植期干旱天气的影响，虽然优良率略有不足，但总体单产依然维持在高位，导致产量也处在偏高的位置，基本恢复至 2017/18 以及 2018/19 中美贸易战之前的水平。从美豆的库存水平来看，经过今年 8 月以来的几次月报调整，目前 USDA 预计 2021/2022 年度美豆期末库存或为 3.4 亿蒲式耳，是 8 月预期值 1.55 亿蒲式耳的 2 倍；美豆期末库销比上调至 7.81%，逐渐向 5 年均值 11% 靠拢。美豆供应偏紧的预期正在改变。从美豆的出口方面来看，今年以来，新一季的美豆的出口速度不及往年，目前，美豆出口较去年同期慢了近 600 万吨左右的量，但是从 USDA 的报告来看，仅就上月的预估下调了 110 万吨左右的数量，后期出口能否跟上仍有待观察。后期会继续影响美豆出口的因素还包括巴西的出口节奏和中国的进口需求。目前，巴西的播种进度较好，较往年速度偏快，可能导致后期巴西豆提前上市，冲击美豆的出口市场。而中国方面，受压榨利润不佳以及生猪养殖利润不佳的影响，国内对进口豆的需求有所，限制中国的进口需求。从南美豆的情况来看，巴西豆预计丰产，且在大豆价格偏高的背景下，巴西豆农也积极销售 2020/21 年的陈豆。阿根廷方面，短期受到拉尼娜天气的影响，播种进度偏慢，后期需持续关注天气对其产量的影响。目前，从 USDA 以及布交所的预估情况来看，产量仍保持增长。综合来看，美豆供应偏紧的情况预计有所缓解，出口预计受限，而南美预计丰产，全球大豆预计供应有所增加，对大豆价格形成压力。

豆粕：首先供应方面，短期来看，由于大豆港口库存有限，加上下游提货速度较快，豆粕库存处在偏低的位置。不过中长期来看，美豆基本丰产，南美豆方面，巴西也有丰产的预期，后期在运输没有出大问题的背景下，后期大豆的供应量预计会有所增加，增加豆粕的供应。从需求端来看，生猪的供应预计在明年上半年依然保持偏高的位置，对猪饲料的需求依然较为强劲，蛋禽饲料方面，受养殖利润有所好转的影响，养殖户补栏热情有所抬升，2021 年的补栏情况较好，预计会提振 2022 年总体的存栏量，届时也会提高总体蛋禽料的需求量。不过，从替代品方面来看，USDA 报告预测，中国 2021/22 年度杂粕的产量预计增长，另外，国内推进小麦代替玉米进行饲料参混的政策，届时会降低饲料中豆粕的

需求量，目前政策实行力度较好，可能会影响豆粕的需求。总体豆粕在供应量有所增加，而需求也同时增长的背景下，走势预计趋于震荡。

豆油：全球的植物油库存消费比依然偏低，油脂供应偏紧的预期依然没有改变。分品种来看，菜油和棕榈油受产量的影响，供应压力预计有限，而豆油方面，受美豆丰产，南美豆也有丰产预期的背景下，后期的供应压力预计有所抬升。从消费端来看，美国的生物柴油计划成为影响豆油工业需求的重要影响因素。从 USDA 的预测来看，美豆油的工业需求依然保持增长。不过不排除后期政策方面的影响。国内方面，总体的油脂供应仍有缺口，其中菜油的供需缺口最大，豆油和棕榈油小幅盈余，但幅度有限。从国内库存水平来看，目前来看，三大油脂的库存仍处在相对低位，且短期内没有较强的累库的压力，因此预计至少到 2022 年的一季度，油脂仍将保持强势。从三大油脂的价差方面来看，预计菜油依然保持强势，棕榈油次之，豆油受供应压力的影响，在油脂中表现偏弱。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

