

豆粕月报

2021年4月2日 星期五

豆粕困境难解，上行驱动还看美豆

执笔：马晓鲁

电话：0591-87892521

投资咨询号：Z0015931

摘要

随着买油卖粕套利的离场，豆粕止跌反弹。同时 USDA 最新公布的种植面积报告和季度库存报告，再度夯实了美豆的低库存基础，点燃了美豆的多头情绪，直接拉高豆粕的反弹幅度。但是即便拥有了美豆低库存的成本支撑，豆粕未来的路也是注定坎坷。一方面，南美大豆即将上市，短期美豆上方压力将不断加大，成本端作用会出现阶段性减弱。另一方面，5-7月月均将有 1000 万吨以上大豆到港，原料供应充足，而受年初非瘟影响，生猪产能恢复还需时间，供强需弱下库存难消。同时，目前豆油库存仍处低位，且马棕库存重建和美国绿色燃料推进方面还有利好支撑，油脂尚未完全转势，油粕比还有望反弹。预计 4 月豆粕震荡偏弱运行为主，重点关注后期美豆种植和大豆到港情况。

一、行情回顾

因 3 月 10 日的 USDA 报告中性偏空和美豆需求回落，成本端美豆走低。加之受非瘟和节前超量备货影响，豆粕需求冷清，库存保持高位。国内外双空下豆粕承压下跌，05 合约最低跌至 3150 元/吨附近，09 合约最低跌至 3250 附近。后半月随着油脂超预期回调，买油卖粕套利离场，豆粕止跌回升，且在美豆走强的带动下，期价继续上行，05 合约最高升至 3490 附近，09 合约最高升至 3610 附近。不过由于自身基本面弱势难改，当日冲高后再度回落。基差方面，由于现货始终处于疲软状态，价格持续下跌，而期货相对坚挺，豆粕基差走低，由正转负，现在-140 元/吨附近。

图表 1：豆粕主力合约走势



数据来源：WIND

二、美豆方面：南美大豆集中上市，阶段性压力较大，但低库存支撑逻辑不变

3月USDA报告基本和上月持平，压榨和出口数据保持在2200百万蒲和2250百万蒲，期末库存维持在1.2亿蒲预估，略高于此前市场预期。另外，USDA终于将阿根廷产量向下调整50万吨至4750万吨，但巴西产量上调100万吨至1.34亿吨，使得全球大豆库存增至8374万吨。故虽然全球供应仍然偏紧，但由于美豆期末库存降幅不及预期和南美丰产预期加强，使得本次报告中性偏空。

图表 2：3月USDA报告——美豆供需平衡表

| 美豆 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/2021 | | 调整幅度 |
|------------|---------|---------|-----------|-----------|------|
| | | | 2月 预测值 | 3月 预测值 | |
| 种植面积(百万英亩) | 89.2 | 76.1 | 83.1 | 83.1 | 0 |
| 收割面积(百万英亩) | 87.6 | 74.9 | 82.3 | 82.3 | 0 |
| 单产(蒲式耳/英亩) | 50.6 | 47.4 | 50.7 | 50.2 | 0 |
| 百万蒲式耳 | | | | | |
| 期初库存 | 438 | 909 | 525 | 525 | 0 |
| 产量 | 4428 | 3552 | 4135 | 4135 | 0 |
| 压榨量 | 2092 | 2165 | 2200 | 2200 | 0 |
| 出口量 | 1752 | 1682 | 2250 | 2250 | 0 |
| 总需求量 | 3971 | 3952 | 4575 | 4575 | 0 |
| 期末库存量 | 909 | 525 | 120 | 120 | 0 |
| 库销比 | 0.23 | 0.13 | 0.03 | 0.03 | 0 |

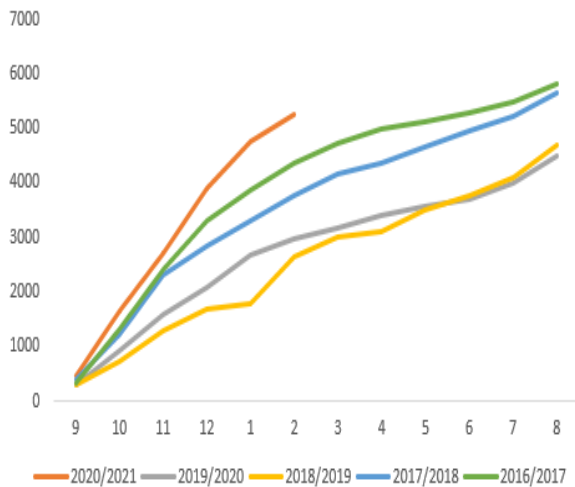
数据来源：USDA

巴西大豆丰产基本已成定局，机构普遍预测最终产量将在1.33-1.35亿吨之间。同时3月下旬南美天气开始好转，巴西降雨量减少，收割进度加快，据AgRural数据显，截至3月25日，巴西2020/21

年度大豆作物收割率已达到 71%，比一周前提高 12%，已超过五年同期水平。虽然阿根廷大豆产量仍有下调预期，但由于后期的有效降雨赶上了修复产量的最后串口，多家机构将阿根廷最终产量仅调低至 4400-4500 万吨附近，难抵巴西产量增幅。

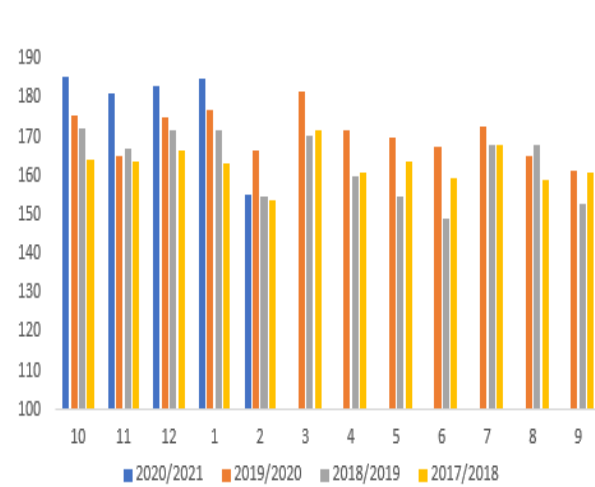
随着南美大豆的逐步上市，市场需转向南美市场。根据货轮排队情况，3 月巴西大豆出口总量可能达到 1550 万吨，创下历史同期最高纪录。近期美豆的出口需求则在不断萎缩，截至 3 月 18 日止当周，美国 2020/2021 年度大豆出口销售净增 10.18 万吨，较之前一周下滑 50%，较前四周均值下滑 56%，市场此前预估为净增 10-45 万吨。同时 NOPA 数据显示 2 月压榨为 1.552 亿蒲，低于业界平均预期 1.686 亿蒲，降至 17 个月最低，美国国内外需求走弱打压美豆期价。

图表 3：美豆出口情况 (万吨)



数据来源：USDA

图表 4：美豆压榨情况 (百万蒲式耳)



数据来源：USDA

虽然南美大豆即将上市，短期美豆上方压力将不断加大，但是美豆低库存逻辑难改，下方支撑较为强劲。在 USDA 最新公布的种植面积报告和季度库存报告中，虽然大豆季度库存意外高于市场预期，但 15.64164 亿蒲是五年最低水平，且种植意向面积远低于市场平均预期，给市场带来超预期利好，美豆期价止跌大幅上涨。2 月的农业展望论坛中 9000 万英亩的种植面积对应的是 1.45 亿蒲的期末库存，若保持单产和需求预估不变，2021/22 年度的产量降至 4.4 亿蒲，较论坛预估减少了 0.12 亿蒲，期末库存或降至 1.3 亿蒲附近，处于历史低位。

图表 5：美豆新季种植面积情况

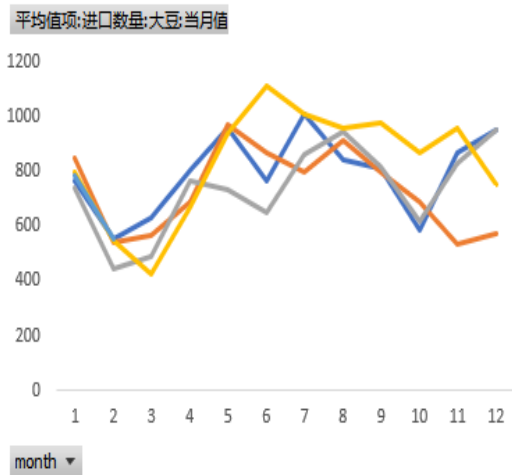
| 美豆 (万英亩) | 2020/2021 种植面积 | 展望论坛 预估数据 | 预测范围 | 预测均值 | 3 月种植意向 | 调整幅度 |
|----------|----------------|-------------|-----------|--------|-------------|------|
| 种植面积 | 8310 | 9000 | 8610-9161 | 8999.6 | 8760 | 240 |

虽然南美大豆上市，美豆阶段性压力较大，但低库存基础确立了 1200 以上的高位，加之 4 月下旬后新季美豆开始播种，天气炒作不容忽视，低库存背景下任何扰动都将点燃市场情绪。

三、供需方面：供给增加，需求恢复有限，豆粕库存难消

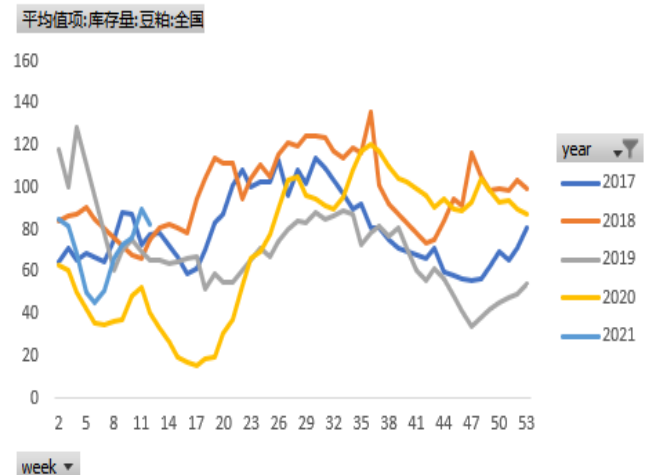
假期结束，国内油厂开机率自低谷回升，平均开机率在 44.14%，3 月油厂压榨量增至 691 万吨，环比增 47.59%。虽然因巴西收获缓慢，3 月到港大豆数量较少，但 600 万吨仍处于历年同期偏高水平，且随着南美大豆的陆续上市，后期大豆到港量将逐步增加，解决部分油厂缺豆停机的的问题。据天下粮仓数据显示，4 月大豆预报到港 759.7 万吨，5-6 月均超 1000 万吨，供应压力偏大。同时，受节前超量备货和非瘟影响，豆粕下游饲料需求依旧不佳，提货速度一般。本月豆粕库存继续增加，截止 3 月底，主要地区油厂豆粕总库存量 74.31 万吨，环比增 6.63%，较去年同期增加 41.74 万吨，同比增 128.15%。

图表 6：我国大豆进口情况（万吨）



数据来源：WIND

图表 7：国内豆粕库存数（万吨）



数据来源：WIND

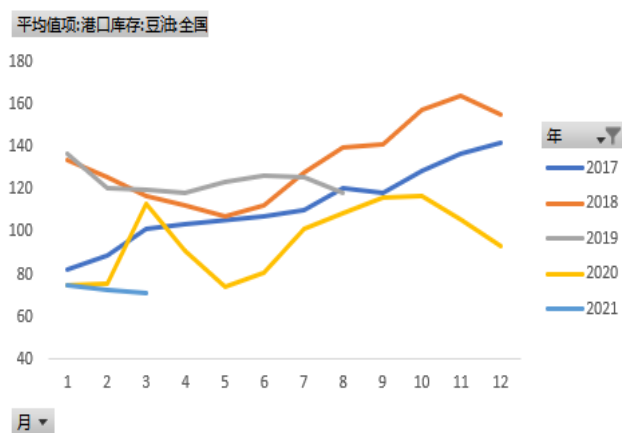
随着天气转暖，水产养殖需求有所好转，且目前进口大豆盘面榨利亏损严重，油厂挺价意愿较强，利好豆粕。但目前内非洲猪瘟影响仍在，养殖户补栏谨慎，生猪养殖还未完全恢复。同时 3 月中旬，农业农村部畜牧兽医局发布《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，后期将大力推进稻谷、小麦、杂粕和其他农副产品等原料在饲料中的使用，减少玉米和豆粕的用量占比，且要求尽快完成全面推广，亦对豆粕需求造成打击。

不难发现，豆粕供应将会不断增加，需求恢复则是相对有限。虽然生猪自繁自养利润仍然可观，且在国家政策大力扶持下，生猪产能恢复不可逆转，但前期非瘟母猪存栏折损较多，存栏恢复尚待时日。高库存的利空因素短期难以消散。

四、油粕比：豆油基本面仍然较好，油粕比回落空间有限

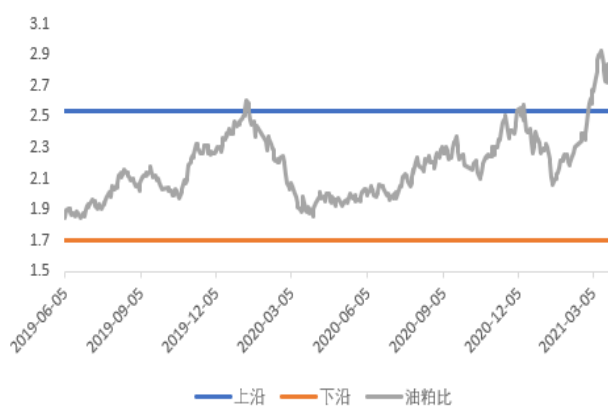
3月下旬，受国际植物油高位跳水和国家抛储的影响，豆油冲高回落，基差大幅走低，油粕比降至 2.46 附近。虽然后期还有棕榈油增产周期来临和南美大豆集中上市的利空影响，**但仍不能断定豆油就此转势**。一方面，国内油脂库存还在继续下降，偏紧格局没有改变，尤其豆油跌破 70 万吨，创下多年低点。截至 2021 年 3 月底，国内豆油商业库存总量 67.31 万吨，环比降 20.57%，同比降 49.07%，库存或至 5 月才能恢复。另一方面，美豆低库存、生物柴油计划推进和马棕库存重建缓慢的炒作题材还在，亦能对豆油走势给予支撑。故在库存重建之前，豆油跌幅有限，油强粕弱的格局难有明显松动。预计 4 月豆油高位区间震荡运行为主，油粕比回落空间有限

图表 8：我国豆油库存（万吨）



数据来源：WIND

图表 9：油粕比



数据来源：WIND

五、总结

虽然受 USDA 种植面积报告和季度库存报告利好提振，**短期豆粕走势偏强**。但南美大豆即将上市，市场对高价接受程度有限，美豆上行空间有限。**豆粕后期走势仍是要回归基本面，高库存利空难消背景下，震偏弱荡运行为主，区间在 3300-3610。套利上，关注油粕比做多机会，后期仍有上行可能，暂看上方 2.6。重点关注后期美豆种植和大豆到港情况**

免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路75号海西商务大厦31层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn

厦门分公司

地址：厦门市东渡路61号振华大厦B座二楼
邮编：361012 电话：0592-5678309
传真：0592-5678778

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街67号广泽大厦9层D户
邮编：430070 电话：027-88773007
传真：027-88773003

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路36号招银大厦1901室。
邮编：266001 电话：0532-82023818
传真：0532-82023820

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心A1A2栋1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2251100
传真：0597-2257711

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场3号楼1401-1402室
邮编：362200 电话：0595-85612808
传真：0595-85610966

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼b座603-604
邮编：363000 电话：0596-2038010
传真：0596-2020009

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路94号泓源·国际-1-607
邮编：352000 电话：0593-2999108
传真：0593-2999106

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场B区B4#201号
邮编：351100 电话：0594-2209090
传真：0594-2606058

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦A幢7楼
邮编：362000 电话：0595-36616716
传真：0595-22116955

永安营业部

地址：永安市含笑大道1196号阳光丽景1号楼1503-1507室
邮编：366000 电话：0598-3859578
传真：0598-3859978

南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦2003-2005室
邮编：330000 电话：0791-86213373
传真：0791-86210701

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路65号世外桃源广场B座1917
邮编：610042 电话：028-87590801
传真：028-87590805

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路969号8楼805
邮编：200122 电话：021-68827096
传真：021-68827678

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场911
邮编：510620 电话：020-38550010
传真：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦B座1701、1706
邮编：518000 电话：0755-82529159
传真：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路268号汇杰广场1508室
邮编：210000 电话：025-83209186
传真：025-83209187