

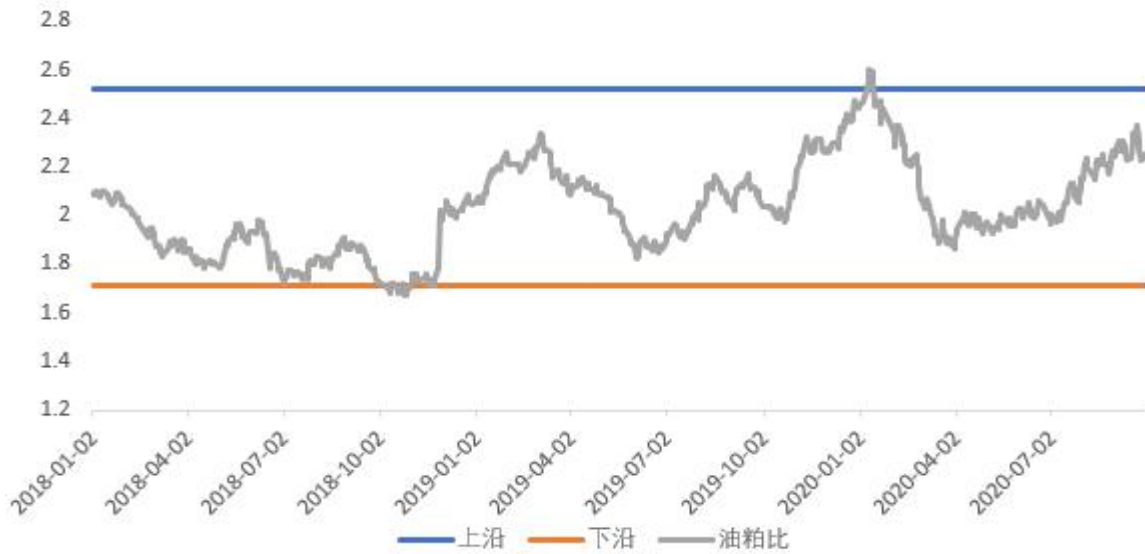
**豆粕报告****2020年9月30日 星期三****油强粕弱格局松动，逢高沽空油粕比**执笔: **唐咏琦**电话: **0591-87892521**从业资格: **F3076316**

从上周开始，受欧洲新冠疫情二次爆发影响，市场紧张情绪再起，叠加国庆假期临近，油脂多头获利平仓，市场资金大幅流出，油脂高位回落，纷纷跌破整数支撑位。不过目前由于油脂基本面并无发生明显变化，仍是围绕低库存、高基差和收储预期，节日后投机资金仍有可能再度流入。但是四季度随着油脂整体库存的逐步修复，预计油脂的上涨幅度将不及前期，维持高位震荡运行。相比之下，四季度豆粕将迎来趋势性上涨。成本端因中国强劲需求和南美干旱下大豆播种存在较大不确定性，美豆中长期向好，对豆粕价格具有较强的支撑作用。同时，虽然未来大豆到港量依然偏高，但由于下游养殖业的不断恢复和春节延后大猪延养，需求增量大于供给增量，四季度豆粕将处于去库阶段。预计后期市场炒作热点将逐步转向豆粕，油强粕弱格局出现松动，投资者可考虑逢高沽空油粕比。

**一、 行情简要回顾**

8月USDA报告将美豆单产预估上调至53.3蒲式耳/英亩后，市场认为利空出尽，美豆打开了上行通道，且在中国强劲的采购需求和主产区干旱气候的利好支撑下，美豆一路走高，最高升至1046美分/蒲式耳。成本端推动之下，国内豆粕也跟随美豆走高，但受自身高库存拖累，和盘面买油卖粕的压制，豆粕涨势明显弱于美豆和豆油。因为从4月开始中国就在大量采购巴西大豆，5-7月期间，每月都有上千吨的巨量大豆到港，油厂一直处于高开工状态，豆粕供应量大幅增加，7月全国油厂开始出现不同程度的胀库，然而彼时受疫情影响需求恢复依旧存在较大不确定性，市场出现明显的供应过剩问题。而油脂由于金融市场流动性泛滥和基本面偏好获得资金较多的青睐，轮番领涨。受中加关系不断恶化影响，供需缺口扩大，菜油率先上涨；随后棕榈油因马来和印尼棕榈油产量下滑，叠加两国对生物柴油政策的强力支持，棕榈油接过菜油交接棒开始上涨；8月在国家收储豆油消息提振后，豆油先是补涨，随后又因低库存、高基差和收储预期在美豆上涨的过程中吸收的较多涨幅。故今年在油脂市场保持强势的局面下，豆粕价格受到明显压制，油粕比一路走高，最高达到2.33。

图表 1：油粕比走势图



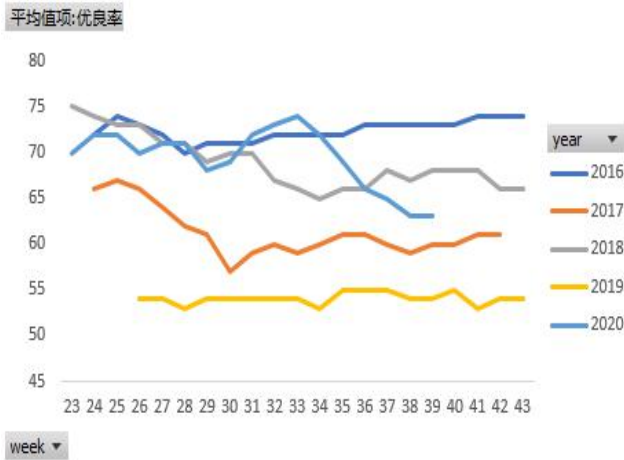
数据来源：wind

## 二、 豆粕有望迎来趋势性上涨

### 1. 美豆或成为市场独家供应，成本支撑力度强

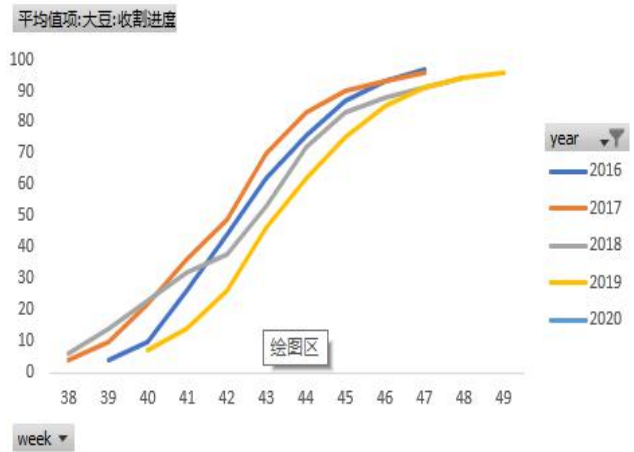
在最新的 USDA 作物进度报告中，美豆优良率和收割率皆高于预期。美国大豆优良率为 63%，与上周持平，高于市场预期 62%；收割率为 6%，高于预期的 5%，五年均值为 6%。同时根据气象预报显示，未来两周中西部地区天气保持晴朗干燥，良好天气的情况将为美豆收割提供支持。虽然前期干旱严重的爱荷华州单产仍然预计不佳，但在印第安纳州和伊利诺伊州南部，单产依然很高。若后期没有出现极端天气影响，美豆产量基本已经可以确定，预计将在 51 蒲式耳/英亩上下。短期来看，因为美豆收割在即，且未来两周晴朗干旱的天气有利于秋粮收货，美豆即将集中上市的利空影响逐步发酵，美豆期价承压。但美豆丰产预期早已逐步被市场消化，且在中美第一阶段贸易协议，中国仍在继续大量采购美豆，截止 9 月 17 日当周，美豆 20/21 年度的大豆累计出口量已达到 350 万吨左右，中国的强劲进口需求对美豆具有支撑作用。

图表 2: 美豆优良率



数据来源: USDA

图表 3: 美豆收割率



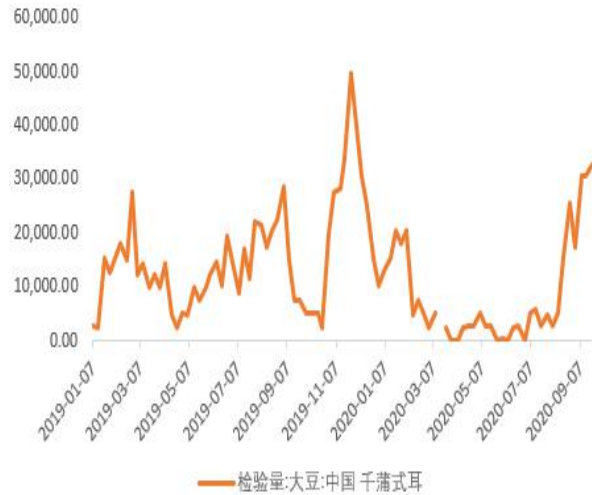
数据来源: USDA

图表 4: 美豆周度出口



数据来源: USDA

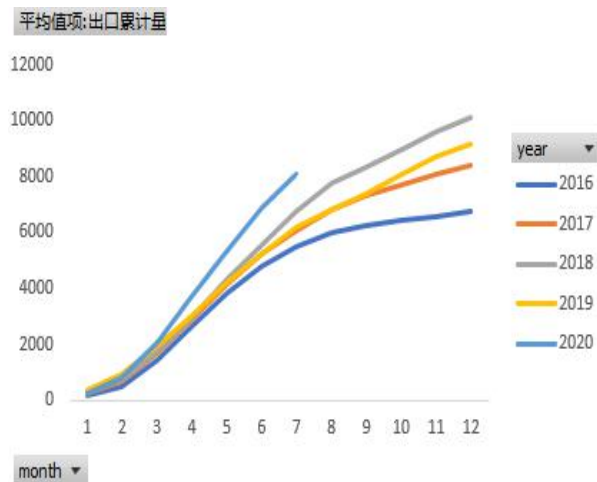
图表 5: 美豆检验量: 中国



数据来源: USDA

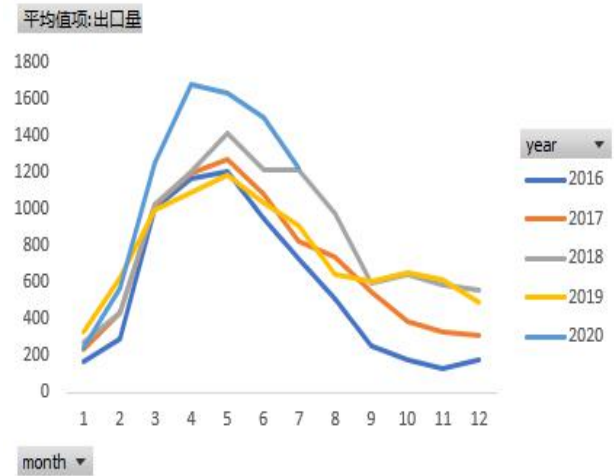
同时,上半年由于南美丰产和巴西雷亚尔贬值,巴西农民销售大豆的热情空前高涨,大豆出口量创下新高,截止今年7月,巴西大豆出口接近8000万吨,其中73%装运到中国。在经历了巨量大豆出口之后,目前巴西陈豆基本所剩无几,近期仅有零星发运。巴西目前甚至考虑取消大豆进口关税,且也开始从阿根廷进口大豆。虽然2020/2021年度南美农户大豆的种植意愿较高,但从现在的天气状况来看,高压脊和拉尼娜的共同作用使得巴西大豆主产区的降水一再推迟,而大豆是一种喜涝怕旱的作物,偏干的土壤墒情并不利于大豆的播种和出苗。再者,NOAA显示拉尼娜现象持续到冬天的概率超过75%,天气炒作空间较大。

图表 6: 巴西大豆出口累计量



数据来源: USDA

图表 7: 巴西大豆出口量



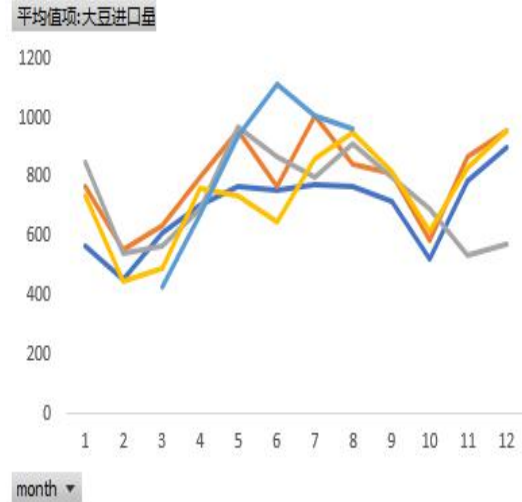
数据来源: USDA

综合来看, 短期由于美豆即将集中上面, 面临高位回调。但中长期由于 2019/2020 年度的巴西大豆对外供应提前结束, 四季度美豆将成为市场的独家供应, 且拉尼娜气候影响下南美新季度大豆的生长存在较大不确定, 叠加中国强劲需求, 美豆上方仍有较大空间, 为豆粕价格提供较强的成本支撑。

## 2. 未来大豆到港依旧偏高, 但港口库存仍有下降预期

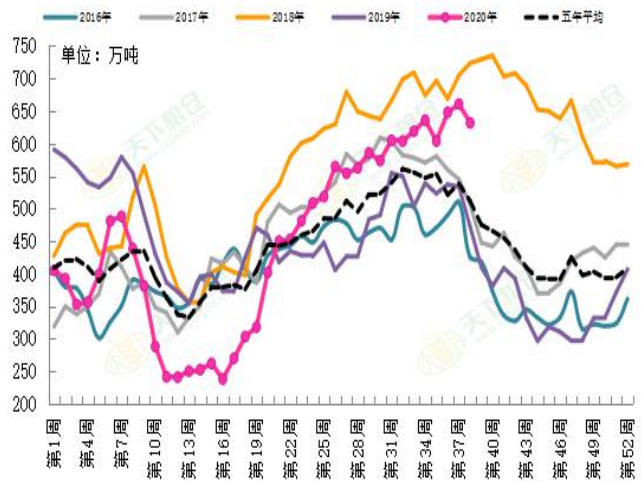
根据中美两国今年 1 月签订的协议, 中国承诺将在 2020 年向美国购买价值 125 亿美元的农产品。按照目前的采购进度来看, 较全年目标还存在一定的缺口, 因此中国仍在继续不断采购大豆, 截止 9 月 18 日当周中国又采购 20 多船的美国大豆。根据天下粮仓数据显示, 2020 年 9 月国内各港口大豆预报到港量为 137 船 901.2 万吨, 10-12 月的预估到港量都保持在 830 万吨以上, 预计 2020 年自然度的中国进口大豆量将达到 9697 万吨, 较去年增幅 9.82%。800 万吨的月均到港量较二季度相比稍有好转, 但与往年同期相比还是相对偏高。偏高的大豆到港量使得油厂压榨率居高不下, 压榨量明显高于其他年, 截止 9 月 25 日当周, 油厂开机率升至 65.45%。

图表 8：我国大豆进口数量



数据来源：WIND

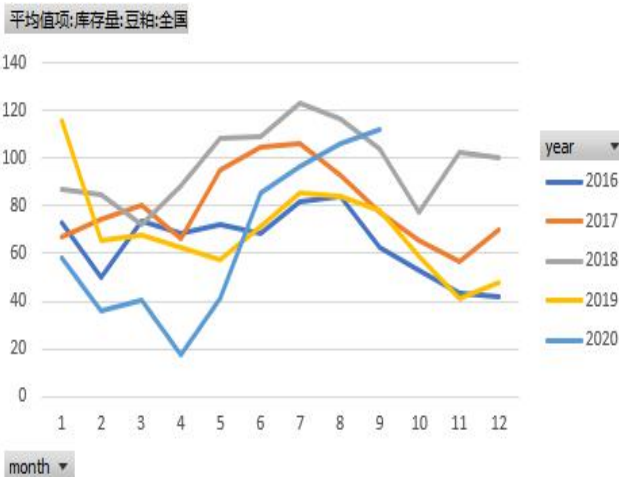
图表 9：全国大豆周库存数



数据来源：天下粮仓

不过所幸从 8 月开始，下游畜禽养殖业就在逐步复苏，加上国庆节前备货的进行，使得豆粕提货速度加快，豆粕库存较前期已出现小幅下降。截止 9 月 25 日当周，豆粕库存量为 103.54 万吨。由于未来两周适逢国庆长假，压榨量将从高位回落，预计下周压榨量将降至 190 万吨左右，豆粕库存增速放缓。同时，在大豆到港量方面其实还是存有一定的不确定性。因为目前美国疫情仍未缓解，且在中美第一阶段协议中，我国采购的农作物除了大豆，还有玉米、小麦等农作物，届时美国港口货物装运可能出现紧张问题，无法保证大豆按时到港。

图表 10：我国豆粕库存数



数据来源：天下粮仓

### 3. 下游养殖业逐步复苏，需求提振利好豆粕

由于水产养殖旺季基本已经结束，且 4-5 月蛋鸡补栏较少，四季度豆粕需求将主要集中在畜类养殖上。按照猪周期推算，四季度的生猪养殖饲料需求主要关注的是今年 5 月生猪和去年 10 月能繁母猪的补栏情况，彼时两者皆处与补栏增长期，补栏数量都较为可观。同时，在今年一季度疫情

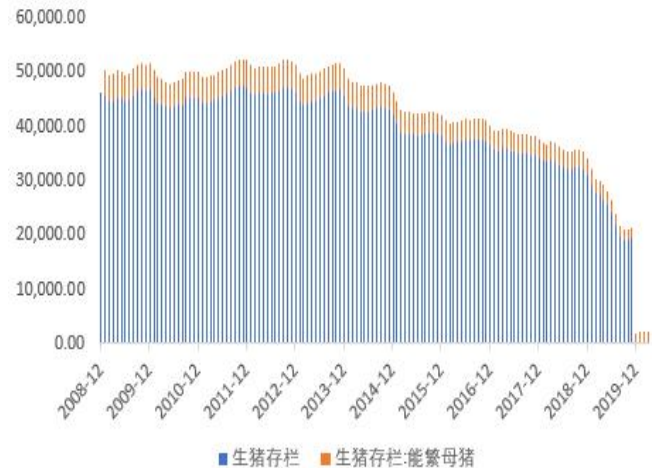
压抑后，二季度畜类养殖市场爆发。二季度养猪企业注册量同比增长 178%，养猪相关的在业存续企业多达 33 万余家。根据农业农村部监测，今年 8 月份全国生猪存栏环比增长 4.7%，连续 7 个月增长，同比增长 31.3%，8 月份能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37.0%。虽然非洲猪瘟还时有发生，但随着养殖密度的下降和技术改进，猪瘟影响正在不断减弱。故在国内生猪养殖恢复趋势已经基本确定下，四季度豆粕需求将不断增加。

图表 11: 养殖利润



数据来源: WIND

图表 12: 生猪存栏



数据来源: WIND

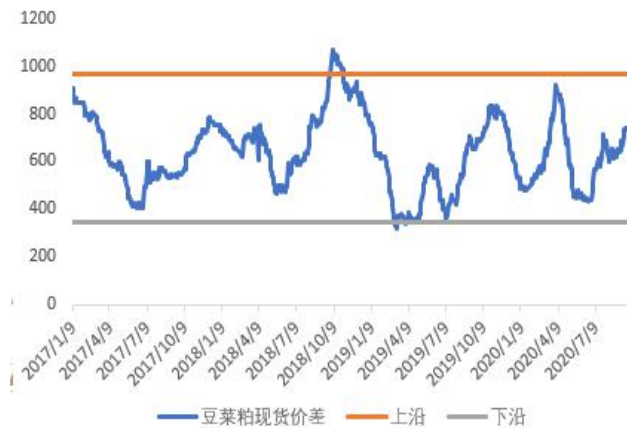
同时，在众多饲料配比中，豆粕的性价比优势在不断显现。一方面，豆粕/玉米比价降至低位，豆粕价格被低估，存在补涨要求。今年由于供应短缺玉米期价大幅上涨，尤其在 8 月关键生长期受巴威、美莎克和海神台风过境东北的影响，丰收预期被打破，玉米在站上阶段性高位后仍然继续上涨，而豆粕价格则一直相对偏低。另一方面，菜粕的低库存也为豆粕价格提供了支撑。受中加关系持续恶化影响，菜籽压榨企业多以观望为主，菜籽进口量明显下降。随着菜粕库存的不断下降，后续菜粕将以刚需为主，替代性减弱。豆粕将凭借自身富含了较多蛋白质和氨基酸含量的优势，获得更多饲料商的青睐。

图表 13: 豆粕/玉米比价



数据来源: WIND

图表 14: 豆菜粕价差



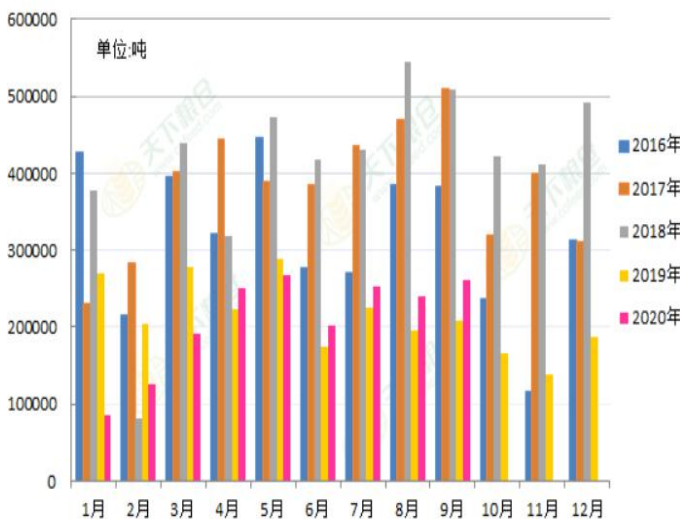
数据来源: WIND

## 二. 油脂市场将转向宽幅震荡

### 1 菜油方面

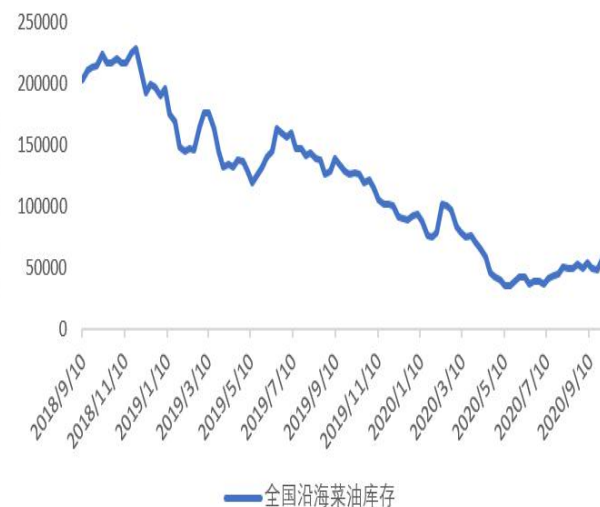
菜油供需紧平衡依旧是主逻辑, 虽然近期沿海菜油库存有出现缓慢的回升, 但依旧处于历史偏低水平, 截止 9 月 25 日当周, 全国沿海菜油库存数为 5.7 万吨。同时, 目前中加关系持续恶化, 9 月中旬加拿大宣布放弃中加自由贸易协定, 使菜油在前日豆油和棕榈油大幅下跌时依旧保持坚挺。恶化的中加关系将让菜油供应紧张的局面持续存在, 且近期市场又传出湖南省储和四川省储计划采购菜油的传言, 为菜油提供了较强的价格支撑。但一旦菜油价格大幅升高就会抑制需求, 过高的菜棕或菜豆价格会让消费者转向选择棕榈油或豆油, 压制价格上行。在下有支撑上有压制的情况下, 预计菜油将维持震荡运行。

图表 13: 中国菜籽月度压榨量



数据来源: 天下粮仓

图表 14: 全国沿海菜油库存

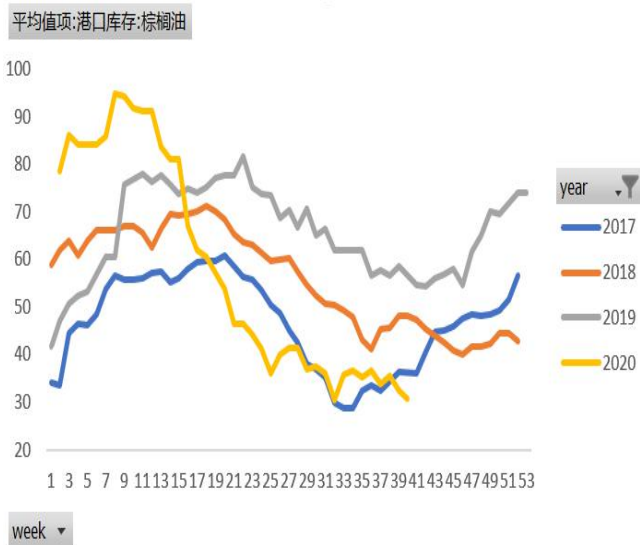


数据来源: 天下粮仓

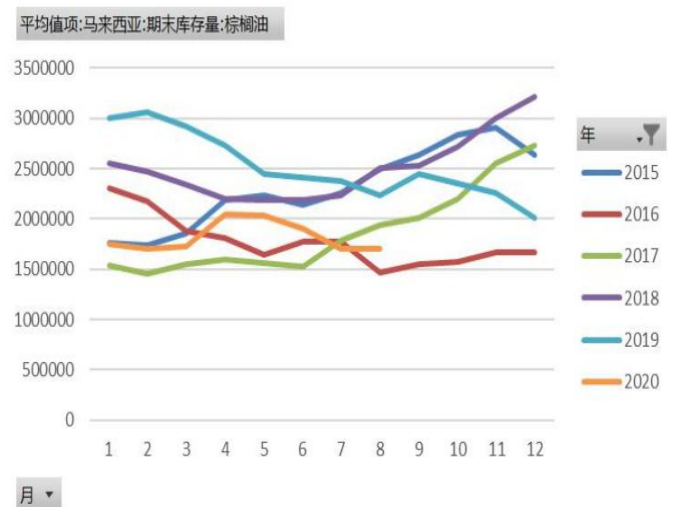
### 3. 棕榈油方面

目前国内外棕榈油库存依旧偏低，由于棕油到船较少和出库良好，截止 9 月 29 日国内棕榈油库存降至 30.7 万吨；同时马来西亚 SPPOMA 公布的 9 月前 25 天棕榈油产量环比下降 0.13%，现库存在 170 万吨左右，但是低库存情况将在 10 月份左右得到好转。由于前期充沛的降雨，使得马棕油进入减产的周期时间延后，昨日马来西亚还宣布允许在为期两周的中沙巴州棕榈种植园的运营。同时欧洲疫情二次爆发，欧盟作为马棕油又一主要进口国，一旦疫情严重，马棕油对欧洲的出口将产生较大冲击，供给增加和需求减弱下，马棕开始累库。在库存逐步回升下，棕榈油上行动力较前期有所减弱。

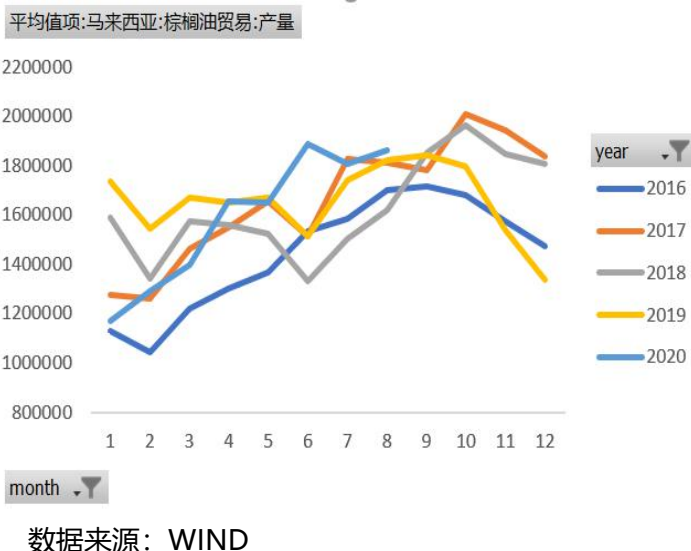
图表 15: 国内棕榈油港口库存



图表 16: 马来西亚棕榈油库存



图表 17: 马来西亚棕榈油产量

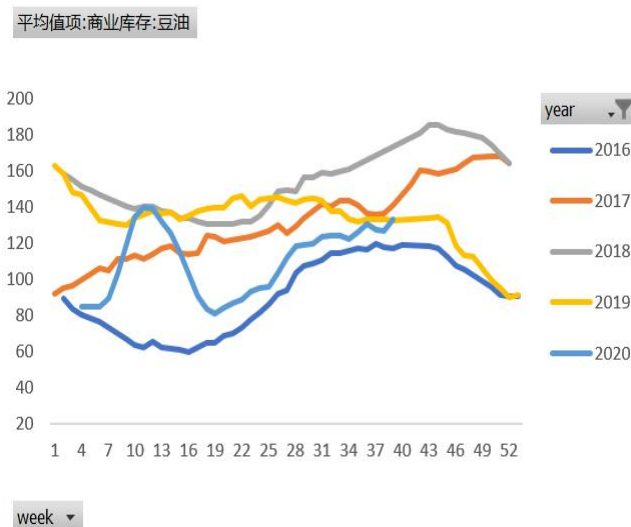




### 3. 豆油方面

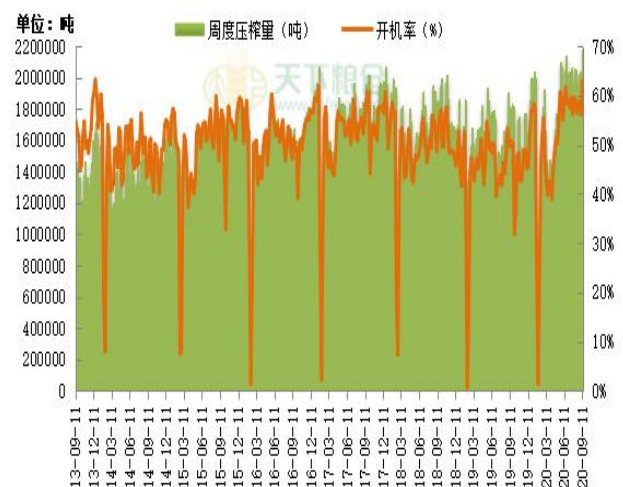
豆油与豆粕同属，都有美豆的强成本支撑，且也在前期美豆的上涨过程中吸收了较多的涨幅。近期因持续两周的油厂超高水平压榨，豆油库存止降回升至 133.67 万吨。由于目前沿海豆粕库存处于偏高位置，且未来两周适逢国庆假期，油厂压榨量将从回落，豆油库存增速放缓。关于豆油收储，目前其实并未见到官方渠道证伪的信息，不过市场普遍认为收储概率极大，且将在明年一季度前完成。因此即使在四季度大量美豆到港的背景下，市场对豆油库存的判断仍是稳中小幅上升。豆粕其实也面临着美豆的高供应量的问题，且自身库存还处高位，但这会因国内生猪存栏持续恢复的高需求而得到有效解决。

图表 18：国内豆油商业库存



数据来源：WIND

图表 19：我国油厂压榨量和开机率



数据来源：天下粮仓

整体看来，豆油和豆粕在受到美豆成本支撑的同时，也受到未来大量美豆到港的压制，不过由于豆油受到菜棕油转弱的影响的拖累，豆油表现将弱于豆粕，油强粕弱格局出现松动。

### 三、总结与建议

综合来看，近期油脂市场的下跌主要是由欧洲疫情二次爆发和国庆假期临近引起的资金快速流出所致，其实油脂基本面并未有发生显著改变。不过未来随着油脂库存恢复和基差修复，市场前期的主要矛盾将得到缓解，且单纯的资金推动并不具有可持续性。因此即使国庆假期后油脂市场有所回调，但涨势也无法于早期相当。相比之下，四季度豆粕的炒作的题材则相对更多。豆粕的高库存问题将随着下游需求恢复逐步得到解决，故需求支撑下豆粕仍有上行空间。若南美干旱气候加剧，豆粕上方空间将继续扩大。投资者可考虑逢高沽空油粕比，入场位置在 2.2 附近，目标点位暂看 1.9 附近。

## 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