

## 短期供需错配缓解，疫情担忧重新施压

——豆粕3月月度投资策略

东海期货 | 策略报告 2020-02-28

### 投资要点

研究所 农产品策略组

姚序 高级研究员

从业资格证号：F0209444  
投资分析证号：Z0000600  
联系电话：021-68757023  
邮箱：yaox@qh168.com.cn

- 随着油厂开工的增加，国内政策陆续出台，豆粕供需错配的局面已经有所缓和，尤其是跨省市场供应运输的开始，国内豆粕现货高企的基差或将回落。
- 豆粕库存在春节后一般呈现走高规律，今年在进口到港增长、需求疲软的影响下，豆粕库存3月回升的幅度或将更大。
- 随着南美大豆进入收割季，南美大豆丰收在望。尤其是巴西大豆产量逐步被调增，从各家机构的预测来看，巴西大豆产量再创新高似乎已成共识。
- USDA 展望论坛预计 2020 年美国大豆播种面积达到 8500 万英亩，比 2019 年增加 890 万英亩，预计美豆产量达到 41.9 亿蒲式耳。如果预期实现，那么 2020/21 年度美豆供应将较上年度大幅增加，库存紧张状况将得到极大改善。
- 新型冠状病毒肺炎疫情扩散，引发全球经济衰退担忧，金融市场出现恐慌抛盘。受疫情影响，国内养殖业慢于预期，尤其是禽类春季补栏情况不佳，将影响后期豆粕消费。
- **结论：**春节前贸易商和养殖户因看淡节后行情，库存普遍较低。春节后由于疫情管控导致供需出现错配，节后两周豆粕现货紧张。但随着近两周油厂开机率回升和物流恢复通畅，现货紧张格局缓解。中长期看，受疫情影响，豆粕3-4月的需求难有起色。而南美大豆丰收在望，美国大豆种植面积预计较上年增长，中长期大豆供应预计充足。我们认为在疫情稳定和下游大规模补栏前，豆粕价格或将呈现震荡偏弱走势。
- **策略建议：**M2005 上方 2700-2730 存在压力，建议逢反弹抛空。套利方面，4月前需求难有起色，建议关注5-9反套。疫情对油脂影响大于豆粕，对油粕比维持看淡观点。
- **风险因素：**国内外新冠肺炎情况，养殖业恢复情况，南美产区天气、物流情况，3月末 USDA 种植意向报告。

## 一、供需错配情况得到缓解

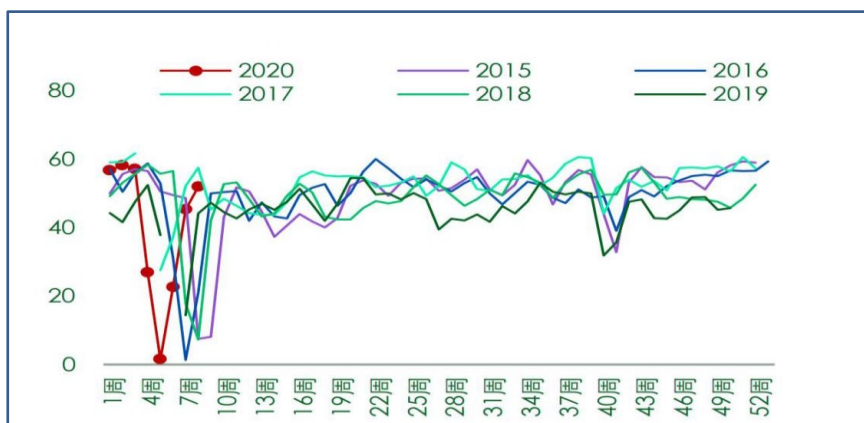
节后饲料企业的集中采购，让豆粕现货成交放量，基差走强，而实际上豆粕需求较节前并未有改善，相反，受疫情影响，国内餐饮、养殖等行业需求都有所萎缩。造成上述情况的主要原因是短期供需错配。供需错配的原因，一是节前饲料和养殖户看淡节后行情，备货偏少，节后出现恐慌性抢货，经过之前的采购，目前已经达到适当的库存水平；二是供应段端油厂因为疫情延迟开工、降低开工，目前在国家相关政策的推动下，油厂开机率已经恢复至 55.4%；三是疫情管控导致物流运输中断或不畅。目前部分地区仍然不畅，但绝大部分地区已经恢复正常。

截至 2 月 28 日当周，油厂开机率继续升至超高位，全国各地油厂大豆压榨总量 192.7 万吨，出粕 152.2 万吨，较前一周增幅 6.5%，当周大豆压榨开机率为 55.4%，连续第四周回升，较前一周继续增 3.4 个百分点。不过，部分油厂由于豆油胀库，3 月份有停机计划，预计油厂开机将有所回落，但仍将维持在较高水准。

成交量方面，截至 2 月 28 日当周，全国豆粕现货成交 102 万吨，较前一周有所增加，部分饲料厂和贸易商逢低补库，但与上上周 253 万吨的天量相比已经大幅下降，且低于往年同期水平。经过两周的积极采购，目前逐步达到适当库存水平，物流的恢复也大大降低了下游抢货的意愿。

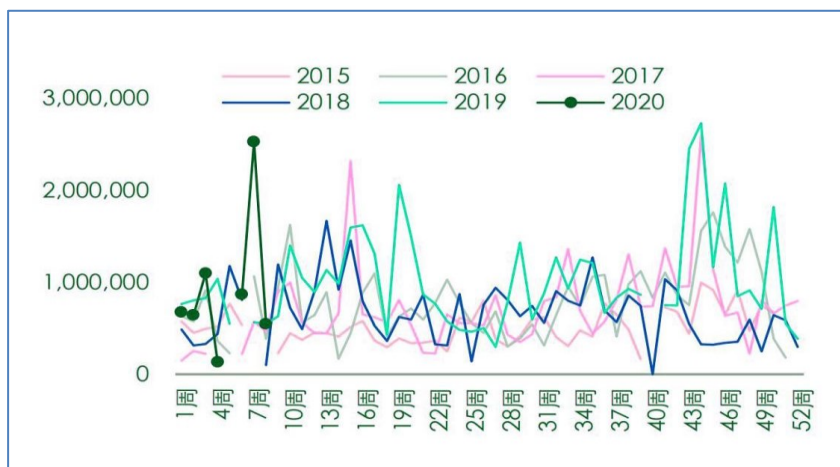
随着油厂开工的增加，国内政策陆续出台，供需错配的局面已经有所缓和，尤其是跨省市场供应运输的开始，国内豆粕现货高企的基差或将回落。

图 1 油厂开机率



资料来源：天下粮仓

图 2 豆粕成交量



资料来源：天下粮仓

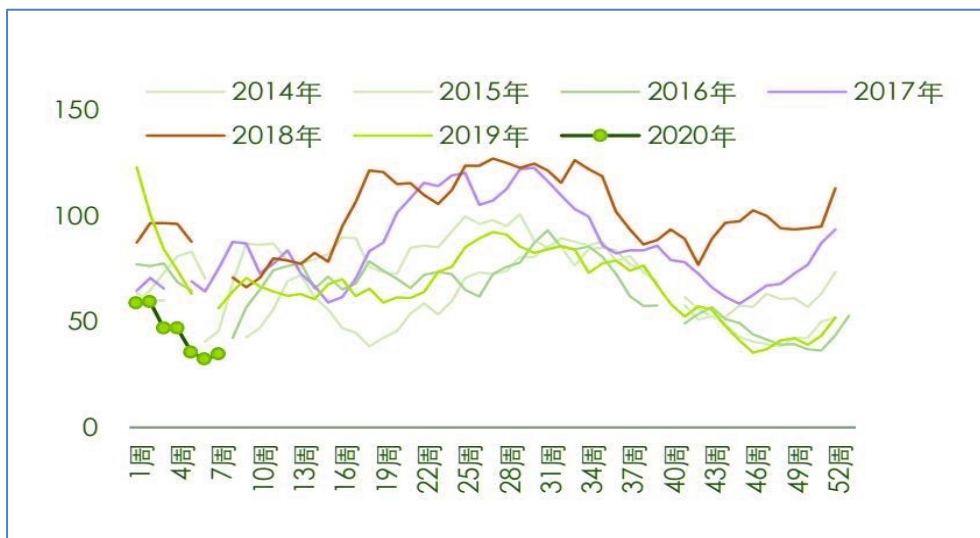
## 二、南美丰收在望，中期供应充足

### （一）国内豆粕库存季节性攀升

按照季节性走势看，豆粕库存在春节后一般呈现走高规律，因为适逢节后油厂开工增加、南美大豆上市，而国内养殖需求仍处于低位。今年由于美豆进口尚未恢复以及压榨利润丰厚，国内油厂积极采购南美大豆，据悉春节前后国内油厂采购南美大豆超过 30 船，此外还有部分美豆。Cofeed 调查数据显示，2 月份国内各港口进口大豆预报到港 76 船 496.7 万吨，3 月份初步预估 490 万吨，较上周预估降 20 万吨，4 月初步预估 730 万吨。预计在今年进口到港增长、需求疲软的影响下，豆粕库存 3 月回升的幅度或将更大。

目前油厂开工基本达到正常水平，随着后续大豆进口到港，国内豆粕供应预计充足。随着油厂复工，豆粕库存自上周起开始企稳，本周随着油厂开机率的回升以及采购趋于理性，豆粕库存继续回升。截止 2 月 21 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 36.6 万吨，较上周增加 1.9 万吨，增幅在 5.5%，较去年同期减少 43.3%。未来两周油厂压榨量继续回升，预计豆粕库存或将继续从低位回升。目前可能存在的变数是巴西大豆装运迟滞，可能会影响 3 月份大豆到港。

图 3 油厂豆粕库存



资料来源：天下粮仓

### （二）南美大豆丰收在望

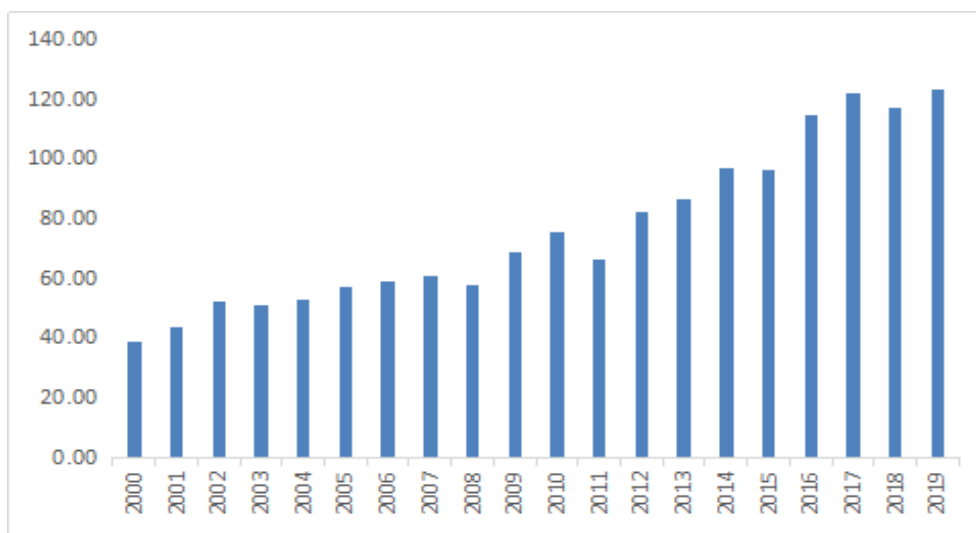
随着南美大豆进入收割季，南美大豆丰收在望。尤其是巴西大豆产量逐步被调增，从各家机构的预测来看，巴西大豆产量再创新高似乎已成共识，巴西大豆产量预测区间在 1.232-1.263 亿吨。其中 USDA2 月预估在 1.25 亿吨。

巴西分析机构 AgRural 称，截至 2 月 20 日，巴西农户已收获 31% 的 2019/20 年度大豆，一周前为 21%，上年同期为 45%，五年平均进度为 30%。头号产区马托格罗索州大豆收获进度最快，达到 73%，单产良好。不过第三号大豆产区的南里奥格兰德州仍令人担忧，自 1 月底以来，南里奥格兰德州天气一直干燥，影响到大豆单产。自年初以来，AgRural 已经两次下调南里奥格兰德州大豆产量预测数据，3 月份可能进一步下调该州的产量数据。不过，尽管南里奥格兰德州存在问题，但是 AgRural 将巴西全国的大豆产量预测数据上调至 1.256 亿吨，创下历史新高。

不过，巴西中西部、东南部大豆带降水预期仍偏强，其中戈亚斯、米拉斯吉拉斯等地降水预期超过 120mm，延缓大豆收获进度。此外，降水还影响到巴西大豆物流，不仅中部地区公路运输受阻，桑托斯、巴拉那瓜港周边也一度出现暴雨。受此影响，巴西大豆装运迟滞，可能会影响到大豆到港。另外，3、4 月份是巴西卡车司机传统罢工季，也可能影响到大豆运输。

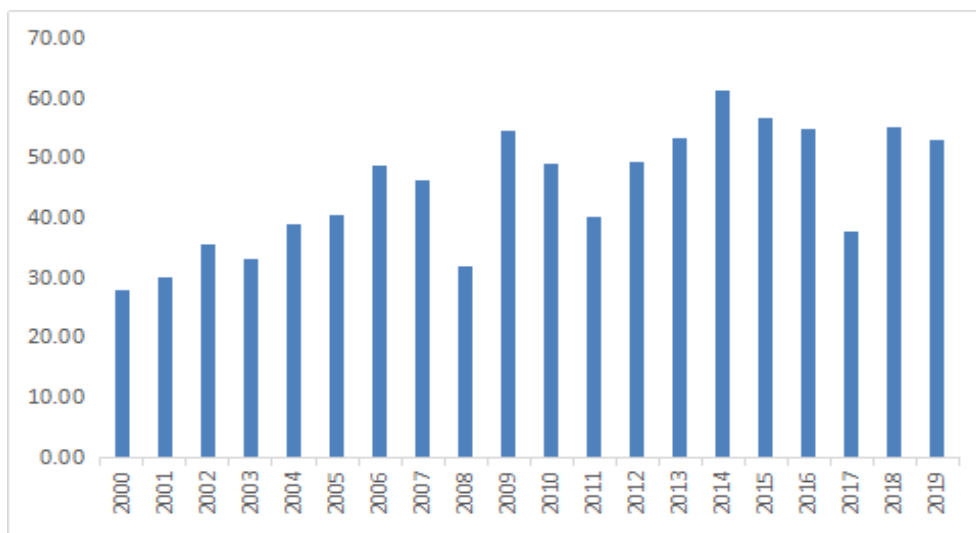
阿根廷大豆处于生长阶段，由于播种期以来产区降水较为充沛，大豆生长状况良好，本周至下月初，回归干燥。从墒情条件看，虽然布宜诺斯艾利斯等中部产区墒情较差，但总体条件仍好于上年同期。阿根廷谷物交易所最新报告称阿根廷大豆优良比例仍为 71%，高于去年同期的 45%，其中一季大豆结荚率为 74.4%，超过去年同期的 68.1%，但落后于 5 年均值的 75.8%。布宜诺斯艾利斯交易所预计 2019/20 年度阿根廷大豆产量 5310 万吨，罗萨里奥谷物交易所预计大豆产量 5500 万吨，USDA 2 月供需报告预计大豆产量为 5300 万吨。

图 4 巴西大豆产量



单位：万吨 资料来源：USDA

图 5 阿根廷大豆产量



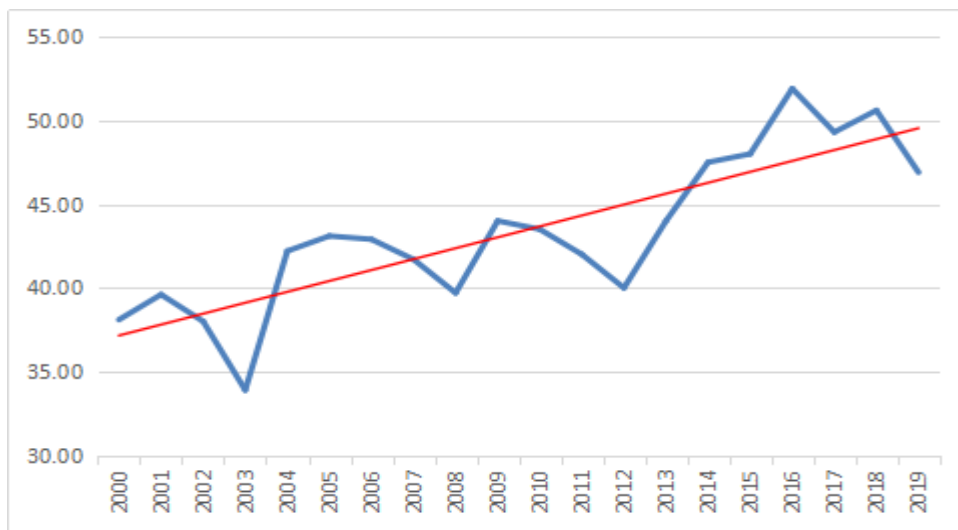
单位：万吨 资料来源：USDA

### (三) 美豆播种面积初步预期增加

近期中国政府陆续发布政策，有利于美豆进口：一，中国财政部 2 月中旬把 2019 年 9 月份对美国大豆加征的 5% 关税下调一半，美豆进口关税从早先的 33% 下调到 30.5%。二，自 2020 年 3 月 2 日起，关税税则委员会受理免关税进口美国农产品的申请，其中包括大豆、小麦、玉米和高粱等农产品，可见中国对于进口美豆表现出一定的诚意。如果 3 月份随着中国新冠疫情的逐步缓和，中国采购或增加，这将对美豆价格有所提振，也将吸引农户在新年度种植大豆。USDA 展望论坛上预计 2020 年美国大豆

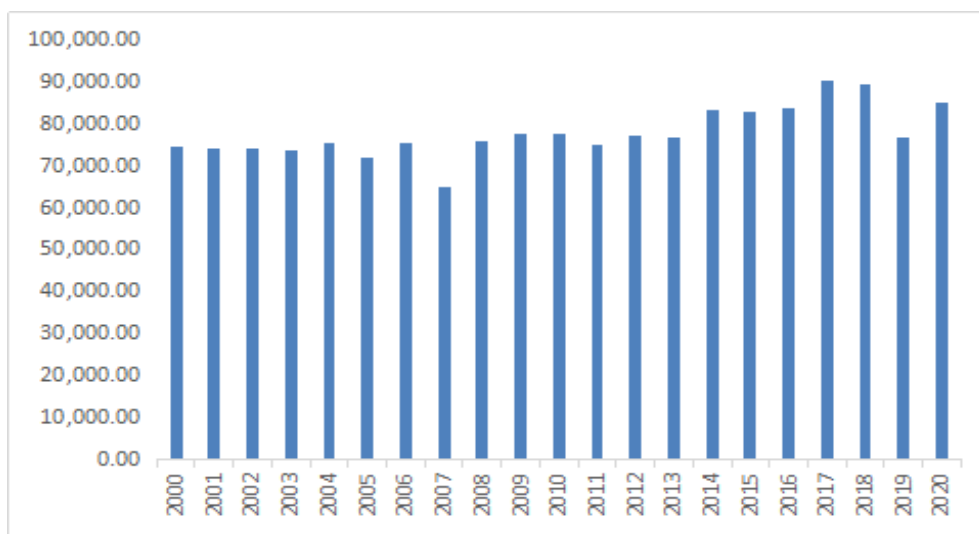
播种面积达到 8500 万英亩，比 2019 年的 7610 万英亩增加 890 万英亩，预计美国大豆平均单产预计为每英亩 49.8 蒲式耳，产量达到 41.9 亿蒲式耳。如果预期实现，那么 2020/21 年度美豆供应将较上年度大幅增加，库存紧张状况将得到极大改善。不过，目前美豆/美玉米比价约 2.3，大豆优势并不明显，且大豆价格面临诸多难题，其中包括南美大豆产量创下历史最高纪录，南美货币贬值；中国正在努力抗击新型冠状病毒疫情，短期内无法履行大豆采购承诺等。后续仍关注 3 月末 USDA 的种植意向报告和后期实际种植情况。

图 6 美国大豆单产



单位：蒲式耳/英亩 资料来源：USDA

图 7 美国大豆播种面积



单位：万吨 资料来源：USDA

### 三、疫情严峻，需求不容乐观

#### (一) 疫情扩散，引发全球经济衰退担忧

上周以来，新型冠状病毒引起的疫情在全球范围内呈扩散状况，在韩国、日本、意大利和伊朗，确诊人数不断攀升，韩国、意大利已经开始效仿“武汉模式”进行封城，效果未知；在瑞士、荷兰、白俄罗斯、尼日利亚等地均发现首例病例，尤其是在尼日利亚的病例，严重削弱了人们对“病毒惧怕高温”的认知。在美国，截至当地时间 26 日，美国已有新冠肺炎确诊病例 60 例，随后出现了两例感

染途径不明的新冠肺炎确诊患者，迅速引发当地民众关于疫情开始进入“社区传播”的担忧，美国国土安全部在该部门的备灾网站上呼吁民众要做好防疫准备，包括囤好两周的食物和水。

由于其他国家调动资源的能力难以比肩中国，一旦疫情在全球尤其是欧美蔓延，政府很难做到让民众实现自我隔离。再加上亚洲的供应链中断会对全球经济产生重大影响，经济“完全有可能陷入衰退”。由于冠状病毒和其他因素的不利影响，美国银行全球研究部表示，预计2020年全球GDP增速将放缓至2.8%，这将是自2009年经济衰退和金融危机结束以来首个低于3%的数据。美股周五延续近来下挫趋势，道指与标普500指数将录得7连跌。欧洲股市方面，英国富时100指数周五收盘下跌3.18%，德国DAX指数收跌3.86%，法国CAC指数收跌3.38%。

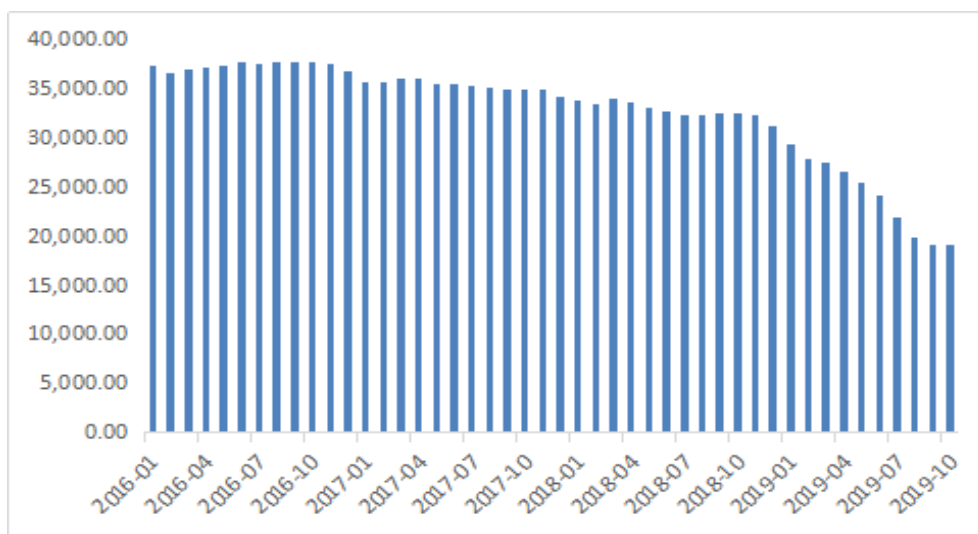
虽然农产品在危机下具备一定的保值价值，但在全球经济衰退的大背景下也很难独善其身，一如2008年金融危机时，豆类油脂价格均出现大幅下跌。

## （二）受疫情影响，国内养殖业慢于预期

虽然国内疫情最早将在4月得到控制，但鉴于疫情可能会在全球范围内持续较长时间，疫情存在“出口转内销”的可能，因此国内目前的紧张状况虽然会随着疫情的好转有所放松，但彻底放松的时间无疑会推迟，餐饮、肉类需求恢复时间将会推迟。

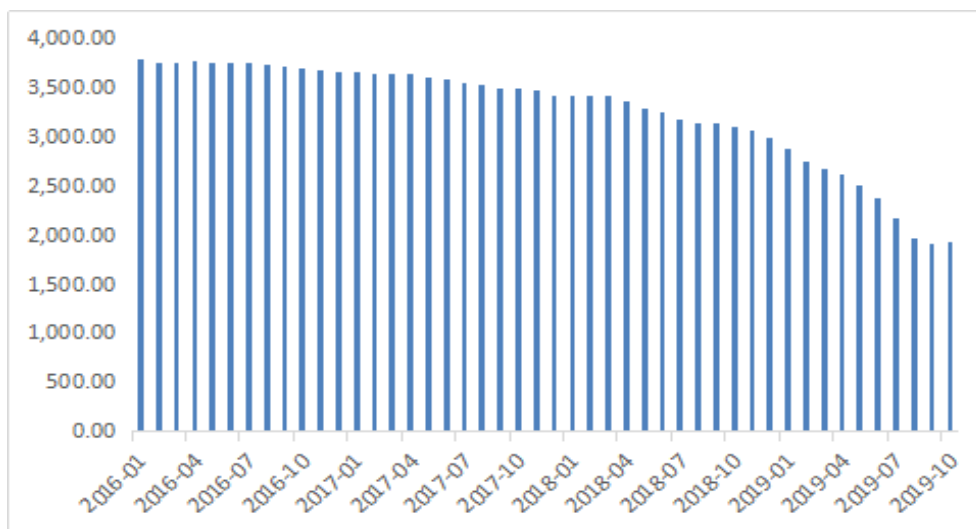
疫情对于生猪的影响：生猪存栏受非洲猪瘟影响降幅严重，目前仍处于历史低位，处于艰难的修复期，但受疫情影响母猪和仔猪调运受阻，商品猪出栏不顺畅，由于复工较往年推迟，新建产能投产或延长，尤其是中小户受损严重，补栏积极性大幅下降。数据显示，2019年11月生猪存栏环比开始回升；2019年10月能繁母猪存栏环比开始回升。按照能繁母猪怀孕到仔猪出生大概需要4-5个月来推测，正常情况下2020年2、3月仔猪存栏止跌回升，但受疫情影响，生猪整体的复苏较此前预期可能要延长1-2个月的时间。

图8 生猪存栏量



单位：万头，资料来源：WIND

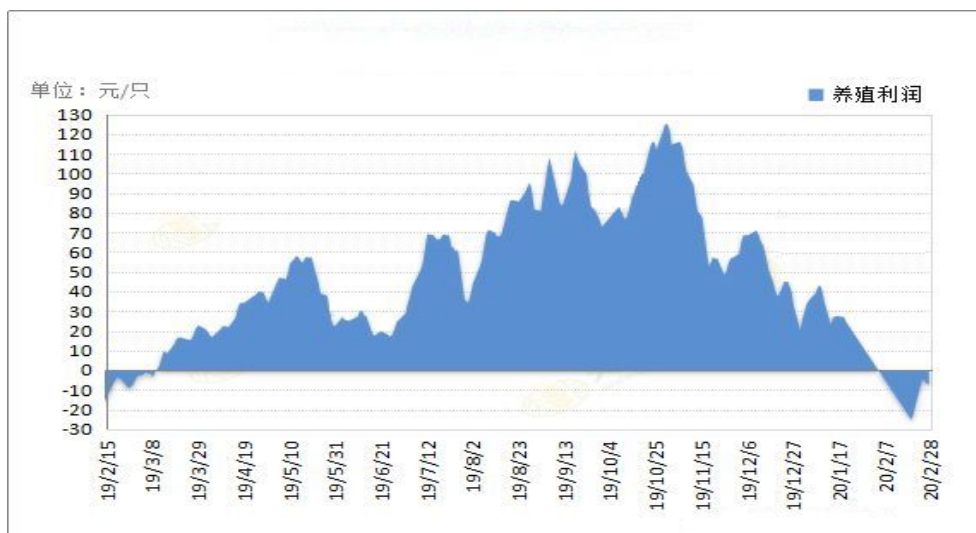
图9 能繁母猪存栏量



单位：万头，资料来源：WIND

相比较生猪，禽类市场受新冠肺炎疫情深度更大，由于春节前养殖户集中补栏，造成春节后肉鸡集中出栏。同时，我国大批量的种蛋转商品蛋，同时也面临运输不畅，导致蛋鸡也出现了批量的淘汰。而1-2月份禽流感多发，导致禽类直接被扑杀，禽类存栏下降，且导致多地关闭活禽交易市场，外运不畅、加工厂需求不足，活禽积压严重，冲击禽类价格，并影响春季补栏。数据显示，进入2月份，无论是蛋鸡养殖还是肉鸡养殖均陷入全面亏损。从禽苗价格看，2月以来苗价快速下跌，虽然下旬苗价略有企稳，但禽类补栏偏慢已成事实，禽类春季补栏不足，将影响豆粕后期消费。

图10 蛋鸡养殖利润



资料来源：天下粮仓

#### 四、结论及策略建议

春节前贸易商和养殖户因看淡节后行情，库存普遍较低。春节后由于疫情管控导致供需出现错配，节后两周豆粕现货紧张。但随着近两周油厂开机率回升和物流恢复通畅，现货紧张格局缓解。中长期看，南美大豆丰收在望，美国大豆种植面积预计较上年增长，中长期大豆供应预计充足。而受疫情影响，豆粕3-4月的需求难有起色。因此，我们认为在疫情稳定和下游大规模补栏前，豆粕价格或将呈

现震荡偏弱走势。

策略：M2005 上方 2700-2730 存在压力，建议逢反弹抛空。套利方面，4 月前需求难有起色，建议关注 5-9 反套。疫情对油脂影响大于豆粕，对油粕比维持看淡观点。

风险因素：国内外新冠肺炎情况，养殖业恢复情况，南美产区天气、物流情况，3 月末 USDA 种植意向报告。

#### **免责声明：**

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

#### **联系方式：**

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)