

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

粕类颓势难改， 油脂暂时缺乏上涨动力

行情回顾：本月 CBOT 大豆的主要逻辑在于中美谈判的进展以及对于 USDA 农业展望论坛对于新一年度美豆播种面积预估的下调，中国将继续政策性进口 1000 万吨左右的美豆，双方和解情绪乐观。马盘本月有所下跌，由于马来西亚棕榈油 1 月减产幅度不及预期，重点将关注 2 月出口数据，但需求国库存高企预计出口将有所放缓。粕类方面，豆粕库存水平较低支撑价格底部，但节后开机率回升库存将随之逐渐增加；下游需求仍不看好，养殖大省山东、河北及越南北部相继爆出疫情，表明猪瘟仍然不可控，甚至有波及东南亚的风险，预计生猪存栏将继续下降，粕类仍然偏弱。油脂方面，节后油脂需求旺季已过，三大植物油库存处于历史高位，油脂缺乏继续上涨的动力，预计将继续高位震荡，需要关注原油价格的影响。

投资策略：单边豆粕谨慎看空，豆油高位震荡；套利方面建议做扩豆棕价差。

图 1：CBOT 大豆连盘走势（单位：美分/蒲式耳）

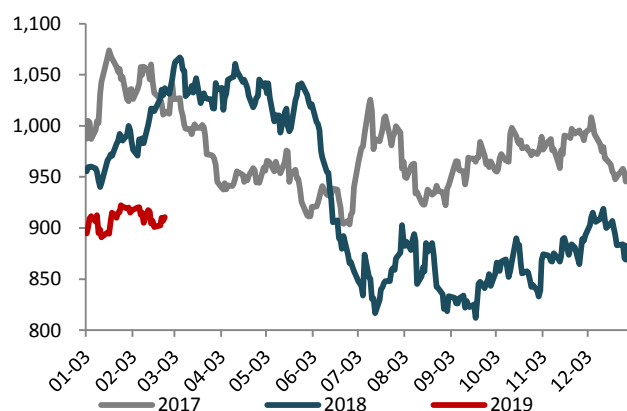
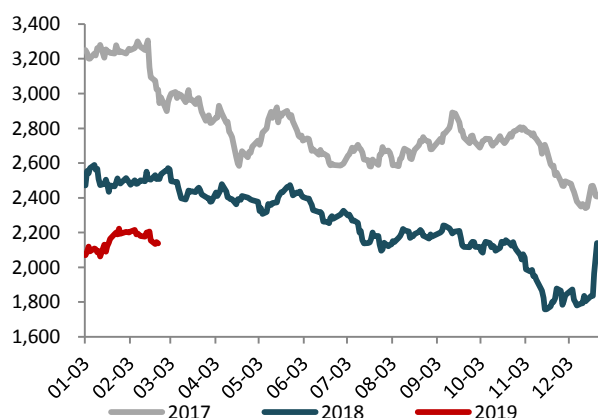


图 2：BMD 毛棕榈油走势

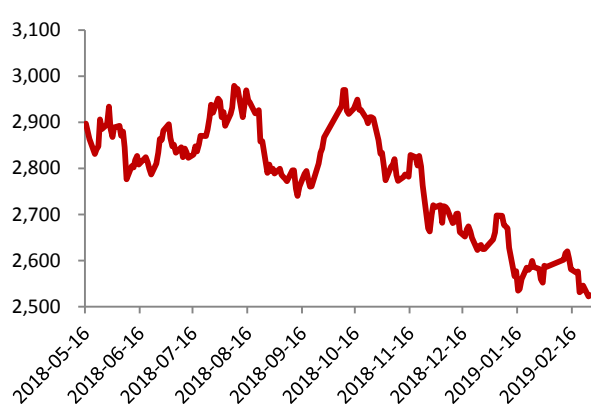


来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 3: 豆粕 1905 走势 (单位: 元/吨)



图 4: 豆油 1905 走势 (单位: 元/吨)



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

■ 美国: 中美谈判进展顺利难改高库存局势, 未来生柴压榨或较为强劲

USDA 发布了 2019 年 1 月 4 日到 2 月 14 日的六周出口数据, 市场普遍关注中国采购美豆的数量。中美和解情绪乐观, 中国将继续政策性的进口 1000 万吨左右的美国大豆。截止至 2 月 14 日, 美豆累计出口 3690.08 万吨, 同比下降 17.5%, 而六周前出口数据较去年同比下降 28.9%; 累计出口中国 740.6 万吨, 六周前为 348.35 万吨, 平均每周对中国出口 65 万吨; 累计出口非中国地区 2949.48 万吨, 同比增加 61%。USDA 在二月的供需报告中已经将 2018/19 年度出口预估从 19 亿蒲下调至 18.75 亿蒲, 目前已完成该目标的 72% 左右。从出口检验报告来看, 截止至 2 月 14 日前的一周, 美豆对华装出大豆 40.43 万吨, 前一周为 34.1 万吨, 尚未装船 301 万吨。不过即使如此, 美豆出口依然难及往年水平, 同时不可避免的面对来自巴西大豆的竞争, 库存数量依然难以大幅削减, 预计高库存的情况将持续 2019 年全年。

图 5: 美豆累计出口销售 (单位: 万吨)

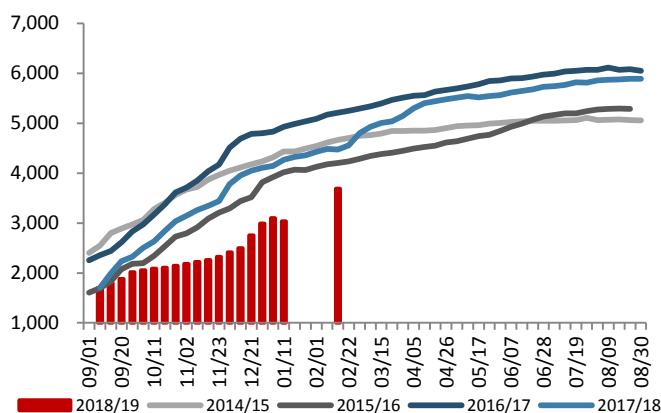
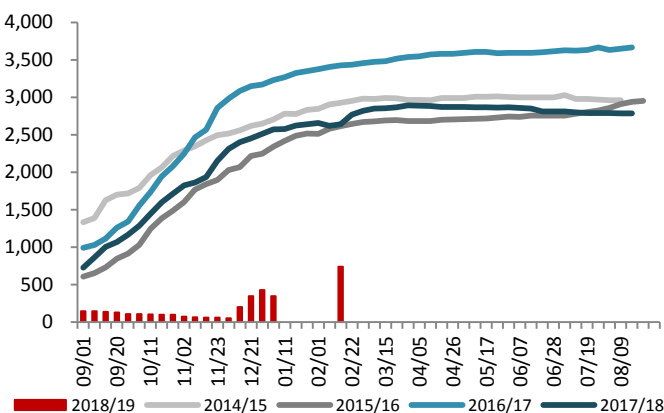


图 6: 美豆累计出口销售中国 (单位: 万吨)

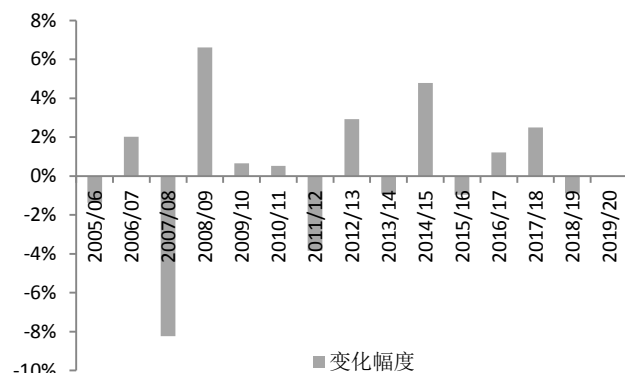


来源: USDA, 东兴期货投资咨询部

2 月 21 至 22 日, 美国农业部举行 2019 农业展望论坛, 预计 2019/20 年度美国大豆播种面积 8500 万英亩, 减幅 4.7%, 预计产量 41.75 亿蒲式耳 (折合 1.14 亿吨), 减幅 8.12%, 基本符合市场预期。在 2005 至 2018 年 14 年的时间里, 有 6 年实际种植面积小于报告的预估面积, 有 8 年大于预估面积。

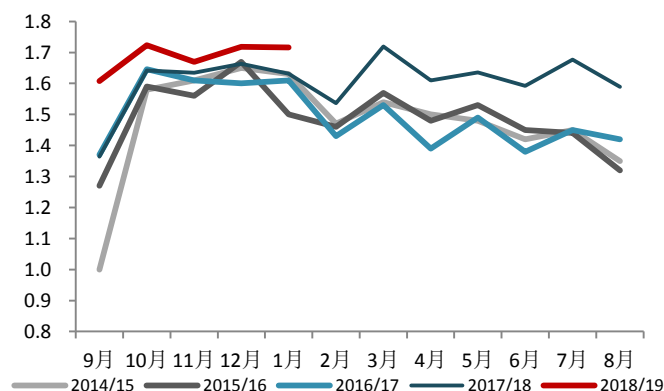
美豆压榨依然保持强劲，NOPA 的压榨数据显示，一月美豆压榨量达到 1.716 亿蒲，较上月基本持平，但同比增加 5.2%。在强劲的压榨节奏下，美豆油产量预计将有所提高。从库存数据来看，一月美豆油库存为 15.49 亿磅，环比增长 3.4%，同比减少 10.4%，虽然目前库存处于较低水平，但随后几个月预计将迎来季节性增库。

图 7：美豆实际种植面积与二月种植意向报告的预估种植面积偏差



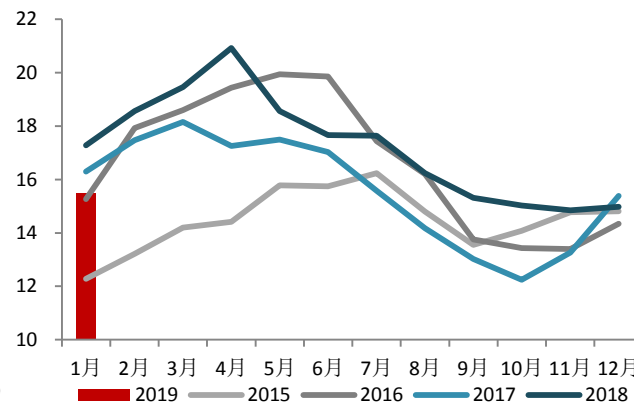
来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 8：美豆月度压榨（单位：亿蒲式耳）



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

图 9：美豆油月度库存（单位：亿磅）



生柴方面，美国能源信息署（EIA）1 月 31 日发布的生柴产能报告称，2018 年 11 月美国生物柴油产量为 1.59 亿加仑，环比减少 6.5%，同比增长 7.4%。豆油仍然是最大的生物柴油原料，消耗了 7.04 亿磅，环比增长 0.7%，同比增长 19.1%。2018 年 11 月 30 日，美国环境保护署（EPA）根据 2019 年可再生燃料标准（RFS）将 2020 年生物柴油的掺混目标从 2019 年的 21 亿加仑提升至 24.3 亿加仑，按照一加仑生物柴油需要 3.9 磅豆油来计算，实现这一目标将需要增产 12.87 亿磅豆油，需要压榨 308 万吨大豆（约 1.13 亿蒲左右），表明美豆油的生柴消费依然较有潜力，因此认为未来美国的压榨增幅预期相对较强。

图 10: 美柴油月度产量 (亿加仑)

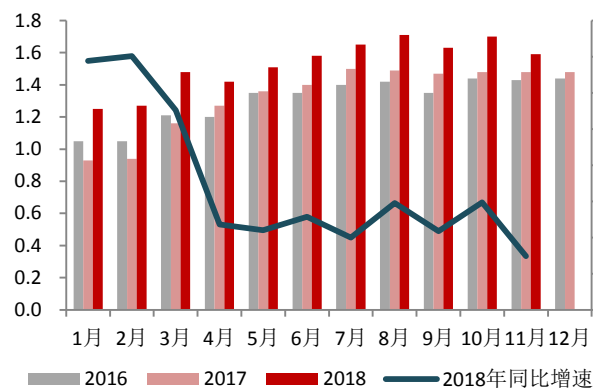
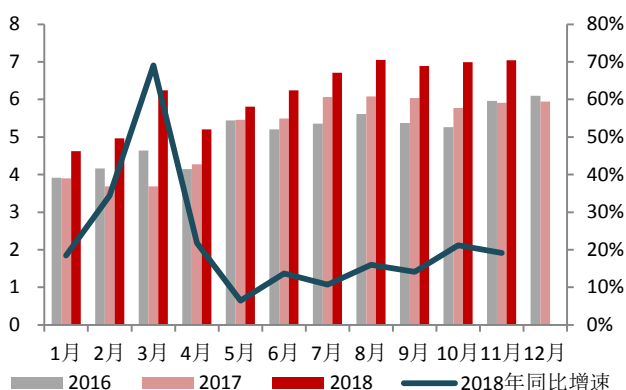


图 11: 美豆油的生柴消费 (亿磅)



来源: EIA, 东兴期货投资咨询部

■ 南美: 天气逐渐恢复正常有利于大豆收割, 巴西产量减少或导致出口下降

南美天气情况已经转好, 有利于加快大豆收获。巴西中部和东北部的大部分地区都出现降雨, 南部干燥温暖的天气占主导地位, 从圣保罗向南到南里奥格兰德州的大部分地区降雨总量不到 25 毫米, 马托格罗索截至 2 月 8 日大豆收割率为 53%, 比 5 年平均水平高出 20 多个点, 而巴拉那截至 2 月 4 日大豆和第一季玉米的收割率分别达到 25% 和 8%。

图 12: 南美气温

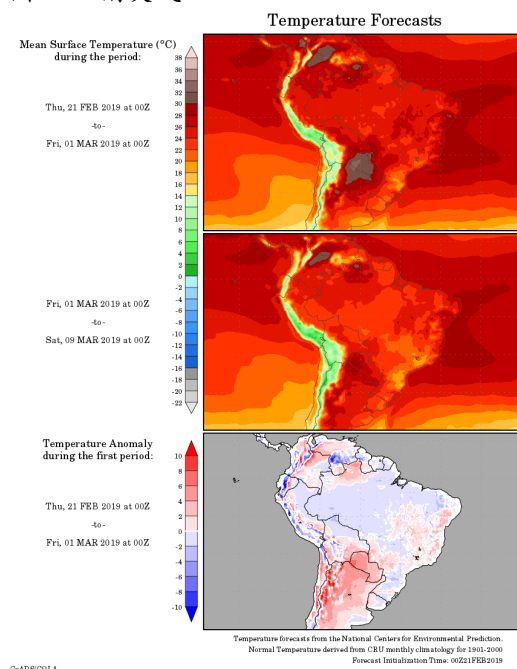
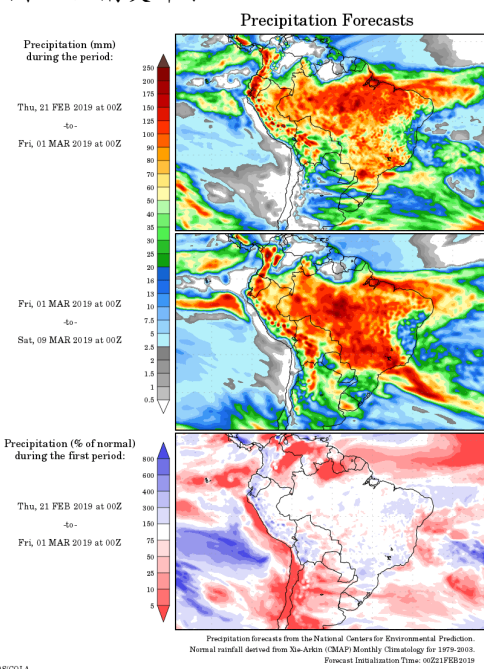


图 13: 南美降水



来源: NOAA, 东兴期货投资咨询部

目前巴西大豆的交易速度低于正常水平, 由于雷亚尔走势仍然偏强, 巴西农户惜售情绪较为严重。根据巴西独立咨询机构 SAFRAS & Mercado 进行的一项调查, 截至 2 月 8 日, 巴西大豆 2018/19 年度销售进度

为 38.4%，约 4443 万吨，预估产量为 1.154 亿吨。虽然该销售进度快于去年同期的 32.1%，但低于五年平均 43.6% 的水平。由于新一年度巴西大豆出口供应料比上年猛降 1100-1400 万吨，取决于今年实际产量规模。

图 14: 美元兑雷亚尔走势

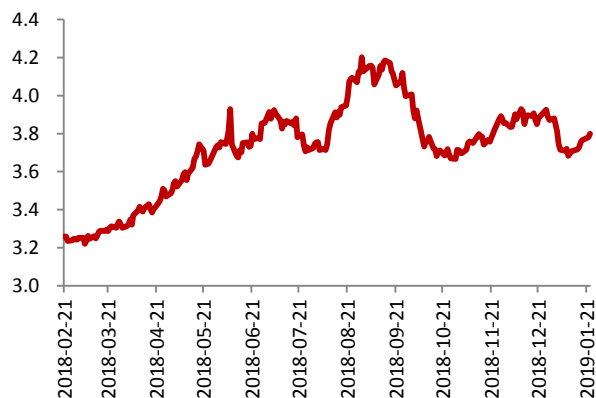
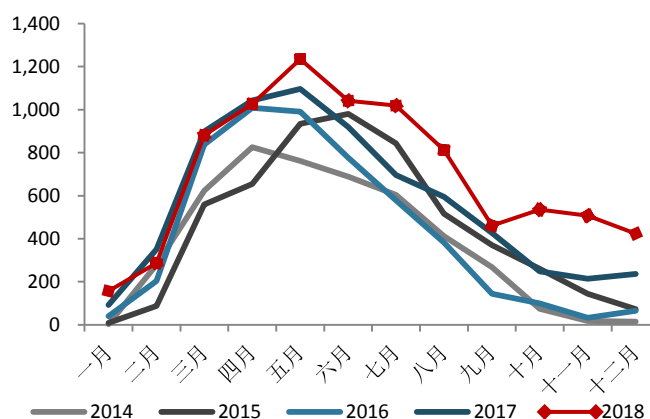


图 15: 巴西大豆月度出口 (单位: 万吨)



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

生柴方面, 从 2019 年 3 月份起, 巴西全国的卡车司机将在加油站使用掺混 11% 生物燃料的柴油。新政策将使得 2019 年巴西生物柴油产量提高约 1.88 亿加仑。目前巴西生物柴油产量约 15 亿加仑, 生物柴油的豆油需求将需要压榨约 330 万吨大豆 (约合 1.21 亿蒲式耳)。

图 16: 巴西生物柴油月度产量 (单位: 亿加仑)

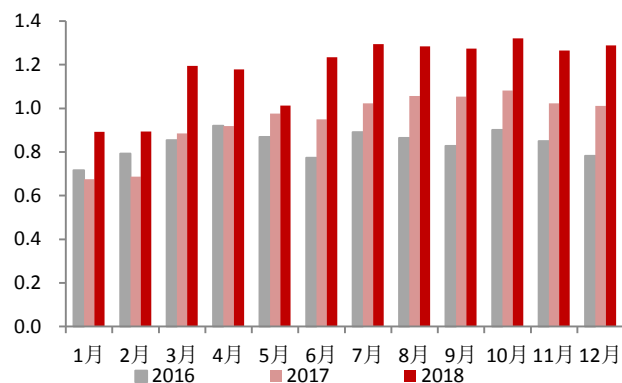
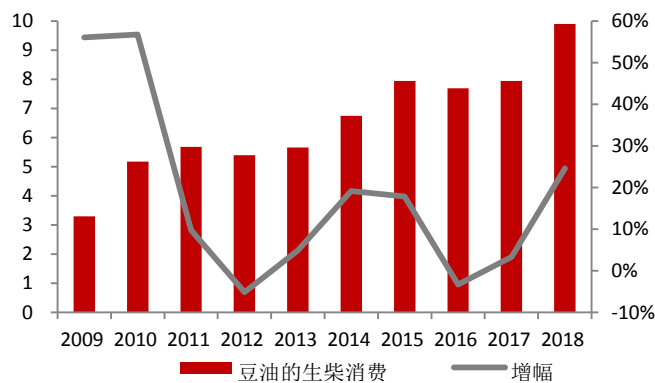


图 17: 巴西豆油生柴消费 (单位: 亿加仑)



来源: ABIOVE, 东兴期货投资咨询部

■ 马来西亚: 产地棕榈油产量降幅不及预期, 出口需求变数较多

根据 MPOB 的数据, 一月马来西亚棕榈油产量 173.75 万吨, 环比减少 3.9%, 但是高于往年水平, 减产幅度不及预期; 库存 300.12 万吨, 环比下降 6.7%, 同比增加 17.8%, 仍然存在潜在压力。出口方面, 一月马棕榈油出口量 167.64 万吨, 环比增加 21.2%, 同比增加 13.8%; 其中, 对中国出口大幅增加, 达 31.72 万吨, 而去年同期仅 15.68 万吨; 对印度出口 31.83 万吨, 同比增长 58%, 对欧盟出口 24.35 万吨, 同比

增长 33.6%。但是需要注意的是，根据印度炼油协会（SEA）的数据，印度一月棕榈油库存 445 万吨，环比增加 3.5%，同比增加 25.4%。另外中国棕榈油库存也随着进口增加也达到了 77.68 万吨的高位，庞大的库存压力可能不利于中印两国的进口需求，因此认为棕榈油需求变数较多，导致未来库存降幅可能受限。

图 18：马来西亚棕榈油月度产量（单位：万吨）

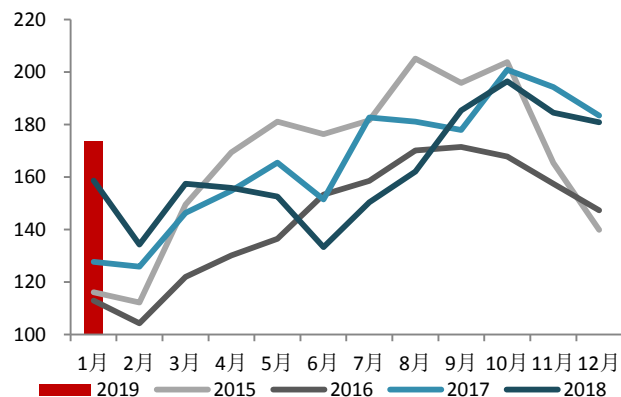
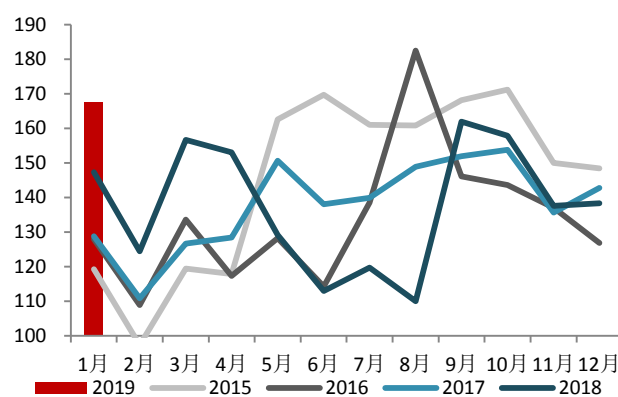


图 19：马来西亚棕榈油月度出口量（单位：万吨）



来源：MPOB，东兴期货研发中心

图 20：马棕榈对主要需求国出口量（单位：万吨）

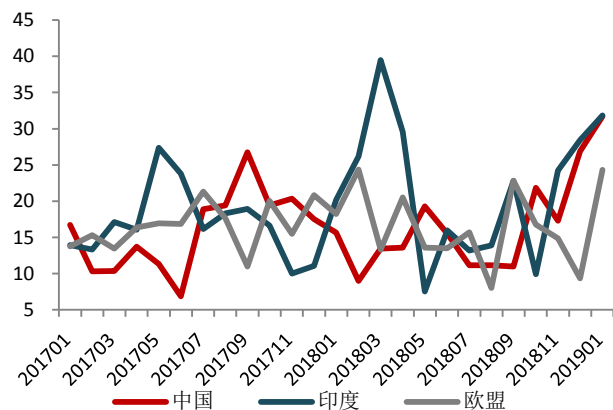
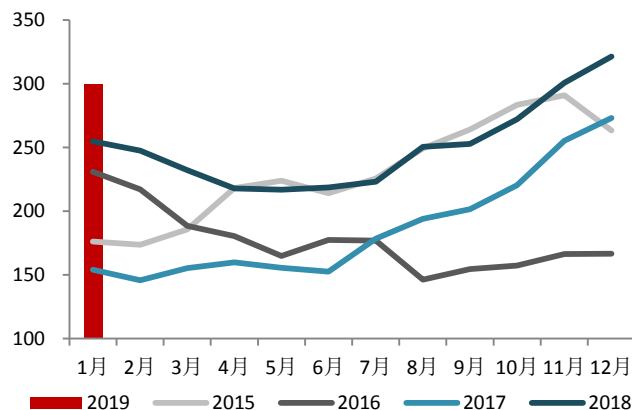


图 21：马棕榈月度库存（单位：万吨）



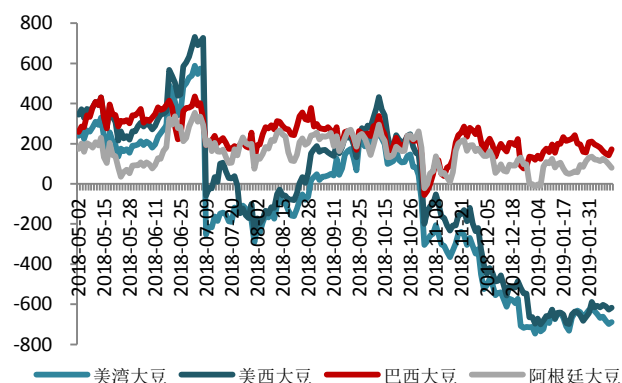
来源：MPOB，东兴期货投资咨询部

国内大豆：到港降幅明显，节后压榨逐渐恢复

一季度大豆到港降幅明显，根据天下粮仓的到港预报，国内二月大豆预估到港 394.4 万吨，同比下降 30%，也低于五年平均的 459.7 万吨，截止至 2019 年的第八周，国内大豆库存略降至 632.5 万吨，环比减少 3.6%，同比减少 5.3%。由于此前大豆到港减少，叠加春节停机，一月大豆入榨量 715 万吨，环比减少 6%，同比减少 13.7%。

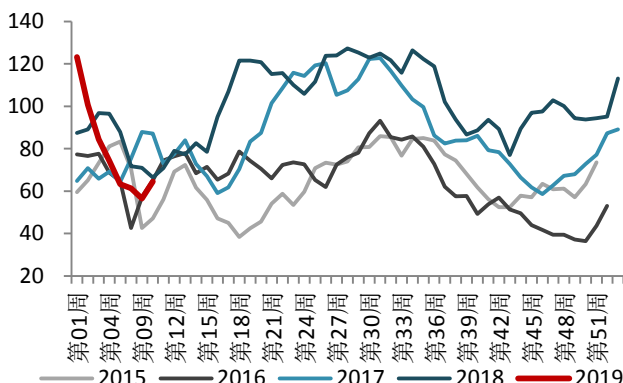
本月豆粕价格下跌明显，压榨利润转差。成交方面整体平淡，下游买家观望情绪浓厚。随着春节假期的结束，油厂开机率也开始有所回升，豆粕库存在连续七周下降后首次上升至 64.47 万吨，增幅达 14%，预计未来豆粕库存将继续增加。

图 22：进口大豆盘面压榨利润



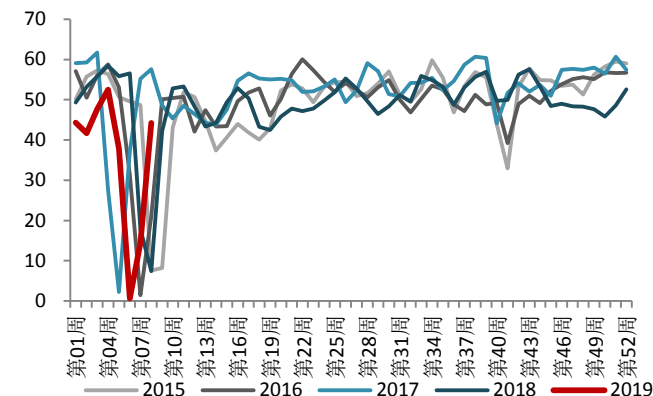
来源：Cofeed, 东兴期货研发中心

图 23：我国豆粕沿海库存（单位：万吨）



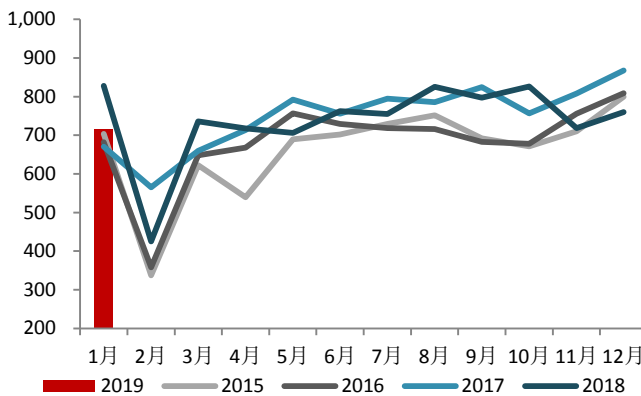
来源：Cofeed, 东兴期货研发中心

图 24：我国大豆开机率（单位：%）



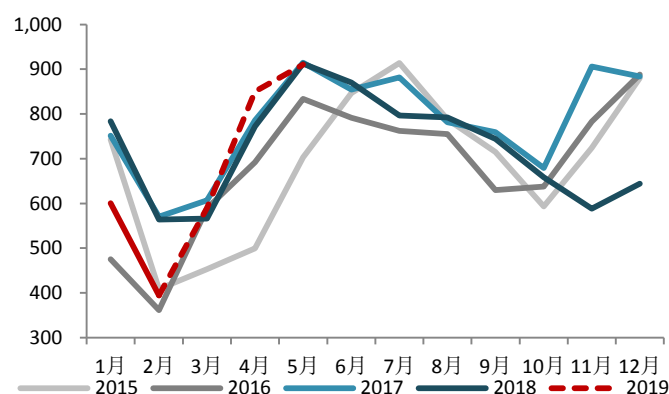
来源：Cofeed, 东兴期货研发中心

图 25：我国大豆月度压榨量（单位：万吨）



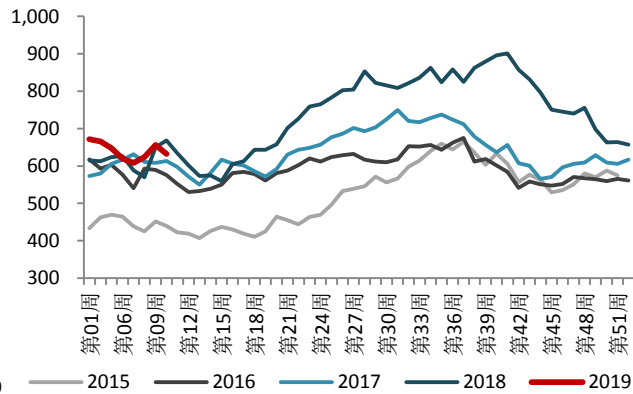
来源：Cofeed, 东兴期货研发中心

图 26：我国大豆月度进口及到港预报（单位：万吨）



来源：Cofeed, 东兴期货研发中心（虚线为到港预报）

图 27：我国大豆周度库存（单位：万吨）

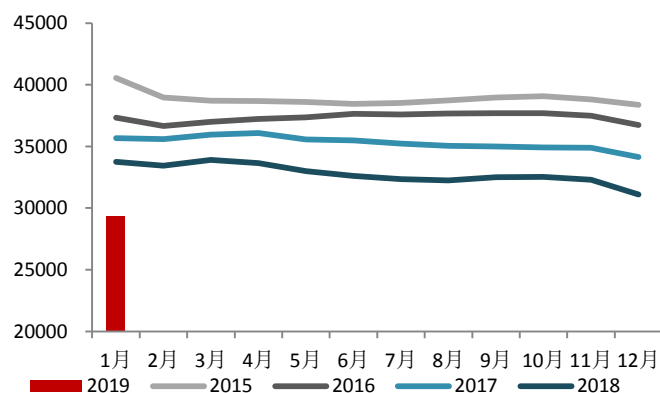


■ 国内豆粕：节后压榨逐渐恢复，下游需求难有起色

下游养殖方面，农业部公布的 1 月份 400 个监测县生猪存栏信息显示，1 月能繁母猪存栏环比下降 3.56%，同比下降 14.75%；生猪存栏环比下降 5.7%，同比下降 12.62%。生猪养殖行业从去年三月起陷入亏损，叠加非洲猪瘟发生后母猪产能大量出清，生猪供给已经逐渐显现紧缺态势。同时最近养殖大省山东、河北及越南北部相继爆出疫情，表明猪瘟仍然不可控，甚至有波及东南亚的风险。而在疫情控制方面，除了 Zoetis（硕腾）公司研发的预防性非洲猪瘟疫苗尚处于公众意见征询期外，其他猪瘟的疫苗开发尝试还没有取得实质性进展。

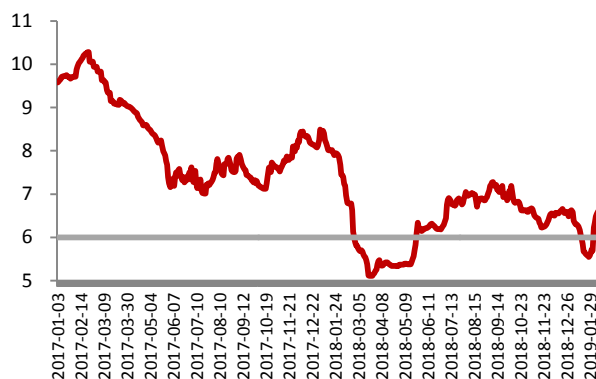
在上述情况下，可以推测未来生猪调出省份能够外调的生猪将越来越少，在普遍看好后期猪价的情况下，养殖户愿意补栏，但受担忧疫情的情绪影响不敢补栏，或者部分养殖户补栏，但是死亡数量比补栏数量多，这将导致后续生猪产能持续下降，利空豆粕消费。

图 28：我国生猪存栏量（单位：万头）



来源：Wind, 东兴期货研发中心

图 29：生猪养殖利润（猪粮比）

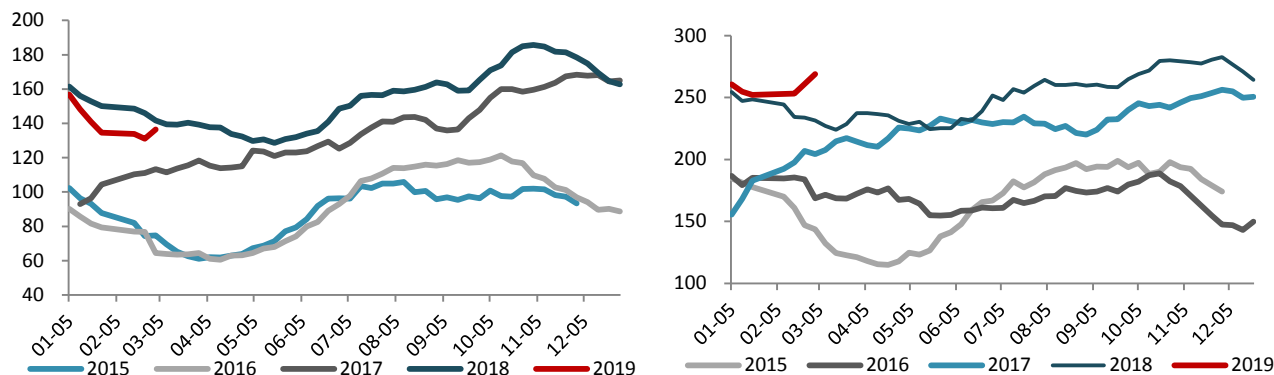


■ 国内豆油：消费淡季来临，去库节奏预计有所放缓

年初以来，国内三大植物油脂库存高企。截止至 2019 年第七周，菜油库存 54.8 万吨，环比上升 3%，去年同期仅为 22.26 万吨；棕榈油库存 77.68 万吨，环比上升 1.3%，同比上升 14.7%。仅豆油在持续缓慢去库，但未来随着中美谈判的顺利推进，美豆进口数量逐渐增加，加上需求端进入油脂消费淡季，预计豆油很难继续保持去库节奏。

图 30：豆油库存（单位：万吨）

图 31：国内三大油脂总库存（单位：万吨）



来源: Wind, 东兴期货研发中心

■ 结论与投资建议

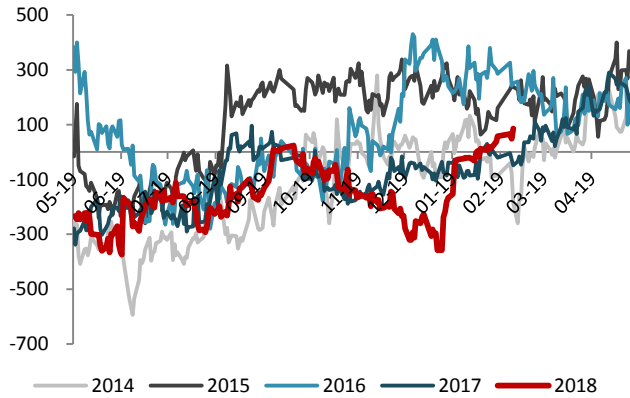
(1) 短期来看, 由于中美两国目前谈判进展顺利, 市场普遍对未来大豆进口保持乐观态度, 同时, 非洲猪瘟仍然在国内呈现扩张态势, 虽然生猪行业去产能有利于未来猪价上涨, 豆粕价格下跌有利于饲料成本降低, 从而改善养殖利润, 但出于对疫情担忧的影响, 养殖风险较高, 预计补栏量难以出现明显增长。**我们继续不看好豆粕的养殖需求, 预计豆粕 05 合约将继续维持低位震荡态势。**

(2) 春节后开机率恢复, 豆油库存预计将逐渐增加, 同时油脂消费旺季已经过去, 预计油脂的去库节奏将难以维持。但一季度产地棕榈油季节性减产有利于支撑油脂价格, 之后重点关注马棕二月的减产幅度, **预计豆油 05 合约将以高位震荡为主。**

(3) 若猪瘟持续发酵, 国内大豆压榨下降, 豆油产量将被动降低, 而二三季度棕榈油将迎来季节性增产, 产地棕榈油库存下降幅度有限, 有利于支撑豆油价格而棕榈油价格将有较大压力, 因此**推荐做扩豆棕价差。**

■ 主要油脂油料价格价差

图 32: 豆油基差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 33: 菜油基差

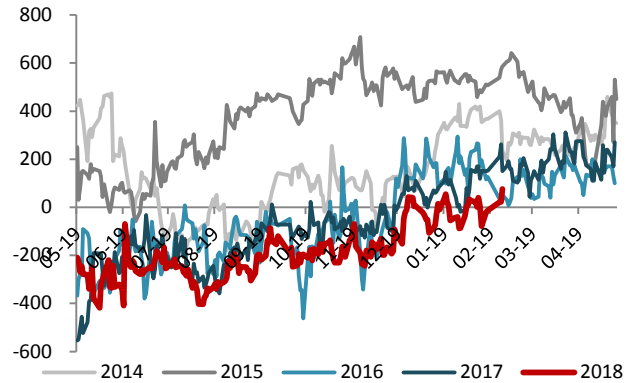
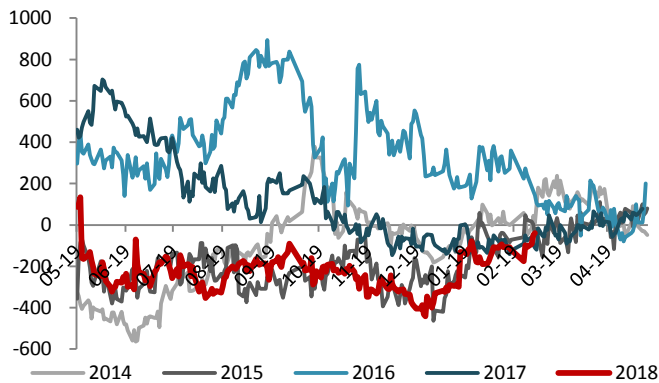


图 34: 棕榈油基差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 35: 豆粕基差

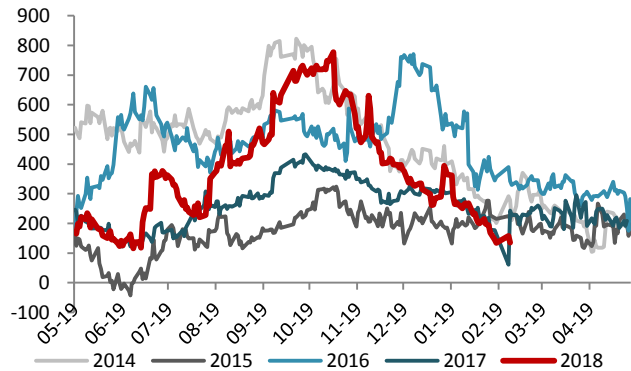
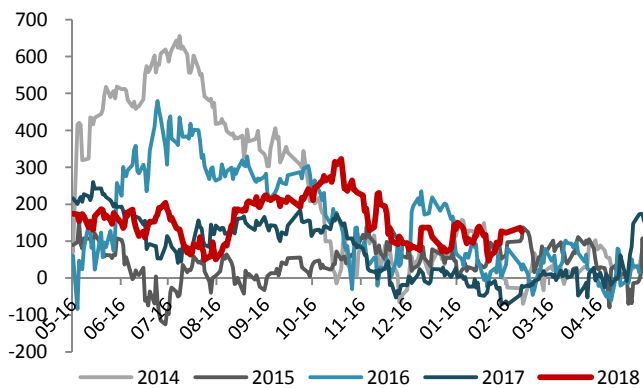


图 36: 菜粕基差



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 37: 5 月合约油粕比

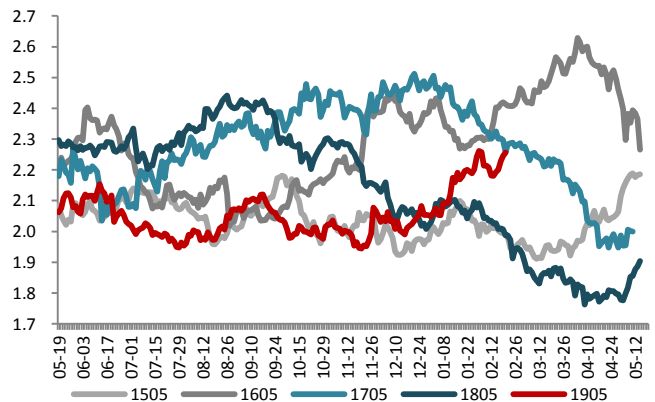
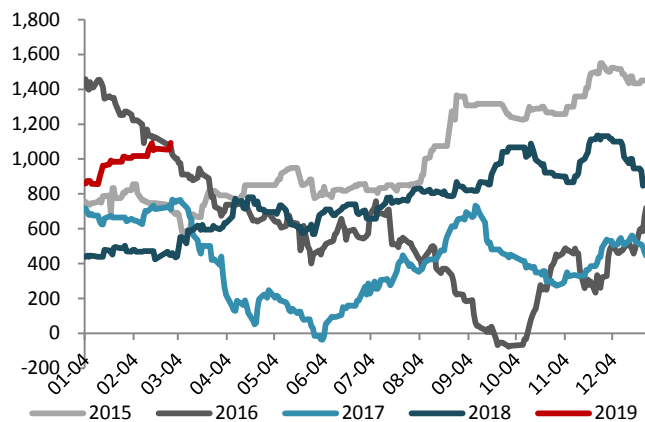


图 38: 豆棕油现货价差



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 39: 豆棕油 5 月合约价差

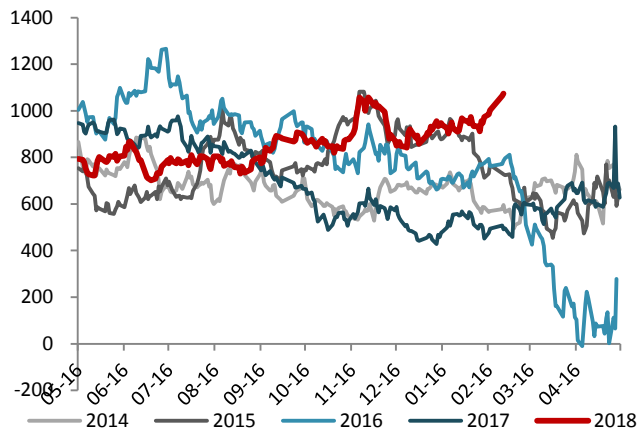
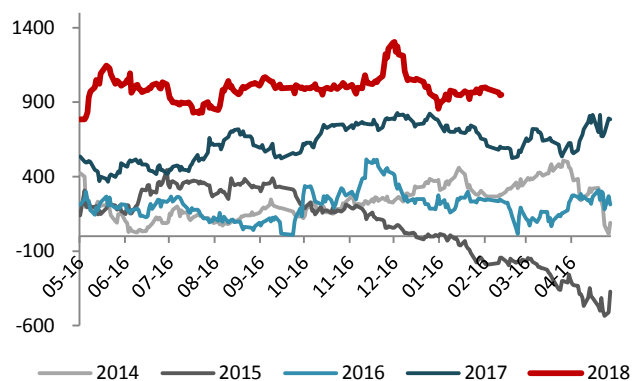


图 40: 菜豆油 5 月合约价差



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 41: 豆菜粕 5 月合约价差

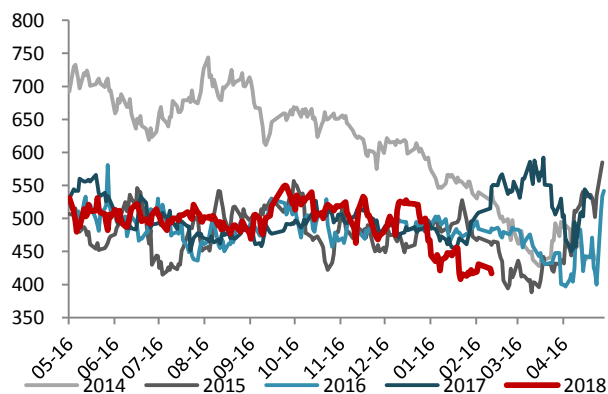
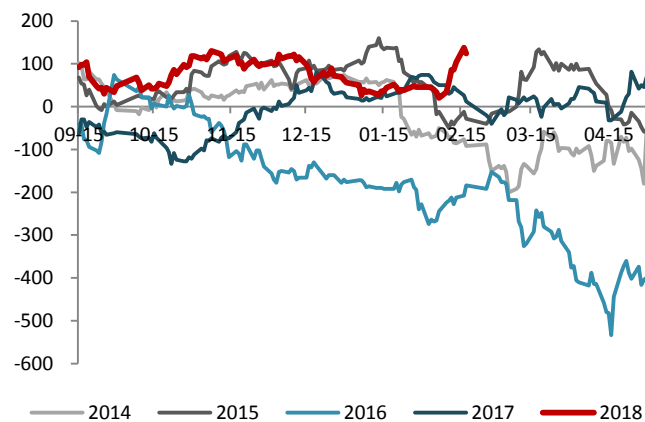
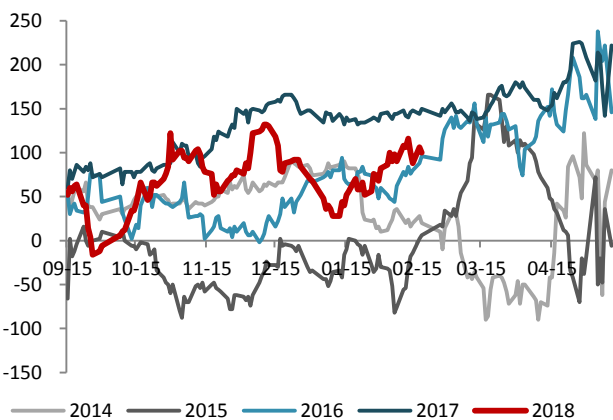


图 42: 棕榈油 9-5 价差



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 43: 豆油 9-5 价差



免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。