



2020.03.04

豆油跌势 未完待续



吴光静

021-33038621

Wuguangjing015010@gtjas.com

证书编号 Z0011992

近期报告：

20200204:《信心比黄金更重要 豆粕具备投资价值》

20200213:《豆粕：风物长宜放眼量》

20200217:《豆油：不念过往 不畏将来》

20200220:《豆类油粕强弱现 空油多粕择良机》

投资要点：

我们本次报告对于前期报告中指出的驱动本轮豆油价格进入下跌周期的逻辑分别给予2月期间相关数据的验证。在此基础上，我们进一步指出：驱动豆油价格进入下跌周期的逻辑没有变化，仍将延续，所以我们得出了本轮豆油价格下跌趋势仍将延续的结论。

虽然短期豆油价格可能有所反弹，但是由于本轮豆油价格进入下降周期的逻辑没有改变，所以豆油反弹并不改变下跌趋势：豆油跌势，未完待续。



1. 前言

目前豆油价格跌回7个月前水平，短期具备超跌反弹需求，但本轮豆油价格进入下降周期逻辑没有改变，所以豆油短期反弹并不改变下跌趋势。2020年2月28日DCE豆油期货价格指数最低5614元/吨，较1月10日高点6920元/吨跌幅约18.87%，已经跌回2019年8月初水平，回吐前7个月涨幅。我们在前期诸多报告中均已经说明本轮豆油价格进入下降周期的逻辑：豆油的“替代需求、餐饮需求和工业需求”三大需求叠加下降，驱动豆油价格进入下降周期（详见前期《豆油：不念过往 不畏将来》等一系列报告）。目前上述逻辑均没有变化，所以我们认为豆油价格仍处于下跌趋势。短期豆油价格具备超跌反弹需求，但反弹并不改变下跌趋势。从日线级别来看，2020年2月期间DCE豆油主力合约价格已经出现了2次跌停板：2月3日和2月28日；从月度级别来看，2020年2月DCE豆油期货价格指数跌幅约12.55%（按照收盘价计算），创下DCE豆油期货上市以来第四大单月跌幅（其余三次月度价格大幅下跌分别是：2008年3月、7月和10月，月度跌幅分别约20.02%、15.23%和22.48%），也就是说，除了2008年金融危机之外，2020年2月DCE豆油期货价格跌幅已经创下2006年豆油期货上市以来的最高月度跌幅。目前豆油与2008年情况已经大相径庭，所以除去金融危机因素，目前豆油价格短期确实跌幅过快。当然驱动豆油价格快速下跌的餐饮消费断崖式下降，也是多年未遇。由此，从价格角度而言，豆油价格确实有修正短期过快跌幅的需要，具备超跌反弹的动力。但是由于豆油价格下跌逻辑没有变化，从而即使豆油价格出现超跌反弹，我们认为，这也只是下跌趋势中的反弹，并不改变其下跌趋势，豆油下跌趋势未完待续。

2. 豆油下跌逻辑未变，反弹不改变跌势

2.1 豆油下跌逻辑的验证：数据验证

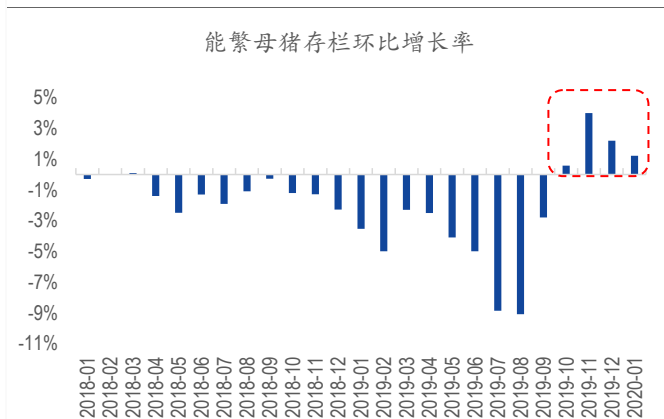
2.1.1 替代需求：猪肉供应增加，豆油替代需求下降

猪肉继续抛储，增加猪肉供应。春节假期结束后第一周开始，发改委会同有关部门每周组织一次冻猪肉投放，前两周合计投放2.4万吨；2月21日和27日，国家继续投放中央储备猪肉，每次投放2万吨；2月期间中央储备猪肉投放累计约6.4万吨。此外，2月20日，据国家发展改革委价格司副司长彭绍宗介绍，除向市场公开竞价投放中央储备肉外，还增加了冻猪肉应急储备，用于向新冠肺炎疫情防控重点地区定向投放，其中1万吨用于备投武汉市场。由此，国家继续通过投放储备猪肉来增加猪肉市场供应，预计后期仍将定期投放储备猪肉。

春节前生猪出栏增加，增加猪肉供应。据2月20日农业农村部畜牧兽医局局长杨振海介绍，2019年12月和2020年1月份生猪出栏环比分别增加14.1%和17.9%，肥猪出栏平均活重环比分别增长2.6%和1.1%，按此测算，猪肉产量环比分别增长17.1%和19.1%。

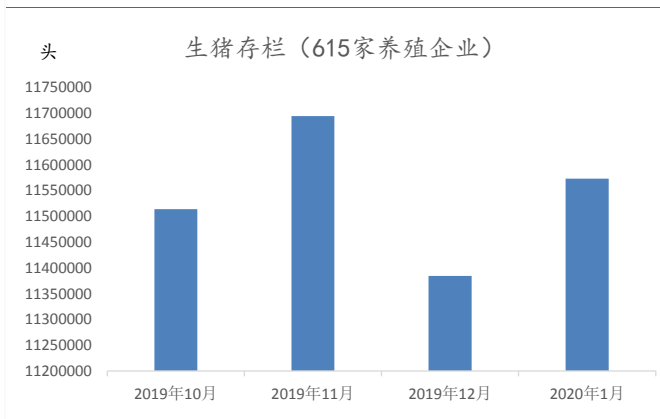
生猪产能持续恢复，增加生猪生产。据2月20日农业农村部畜牧兽医局局长杨振海介绍：（1）生猪基础产能持续恢复：在市场拉动和政策激励下，养殖场户增养补栏信心不断增强，生猪基础产能持续恢复。据对全国400个定点监测县数据汇总，1月份能繁母猪存栏环比增长1.2%，连续4个月环比增长，与去年9月份相比增长8%。部分养猪大省能繁母猪存栏恢复势头更好，辽宁连续8个月环比增长，河北、山西和黑龙江均连续6个月环比增长，河南连续5个月环比增长。目前，黑、吉、辽、蒙、陕、甘、宁等7个省份能繁母猪存栏已恢复甚至超过去年同期水平，较上月增加1个省份。（2）规模猪场产能持续恢复。据统计，1月份全国年出栏500头以上规模猪场能繁母猪存栏环比增长2.2%，连续5个月增长，增幅一直高于全国平均水平。杨振海表示，规模猪场的生物安全防护和抗风险能力较强，出栏的生猪占全国总出栏量的一半以上，是生产恢复和市场供应的“主力军”。从近几个月监测数据看，规模猪场一直保持着率先恢复势头，对生猪生产的整体恢复十分有利。据第三方机构（天下粮仓）统计，纳入调查的615家养殖企业2020年1月生猪存栏11573143头，月度环比增幅1.66%；纳入调查的585家养殖企业母猪总存栏1715124头，月度环比增幅4.22%。

图1 能繁母猪存栏量月度环比增速



资料来源：农业农村部，国泰君安期货产业服务研究所

图2 生猪存栏统计（纳入调研的615家企业）



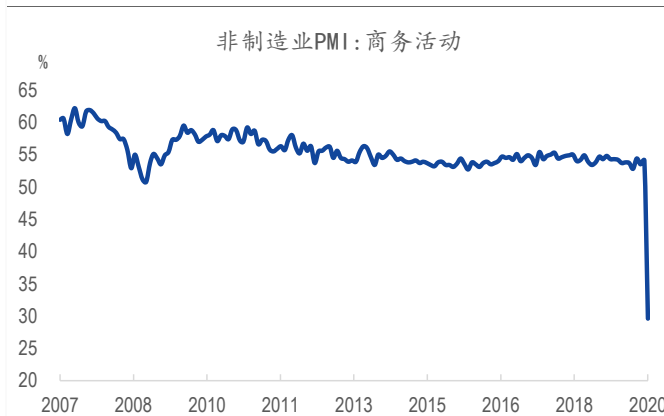
资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.2 餐饮需求：2月餐饮景气大幅回落

2020年2月我国生产经营活动大幅放缓。据2月28日国家统计局最新数据显示，2020年2月份，综合PMI产出指数为28.9%，比上月回落24.1个百分点，我国企业生产经营活动大幅放缓。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为27.8%和29.6%。其中，中国制造业采购经理指数（PMI）为35.7%，比上月下降14.3个百分点。

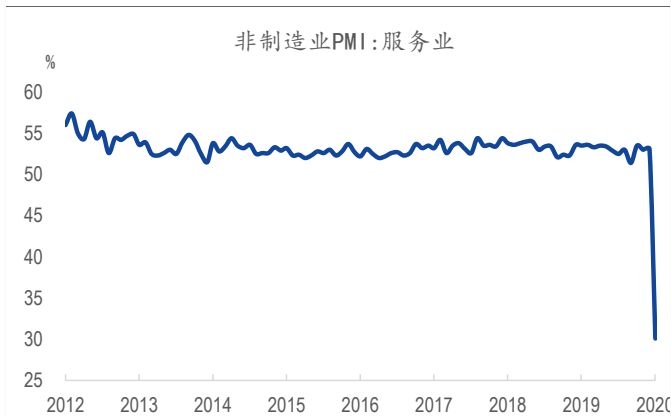
非制造业商务活动指数降至临界点下，服务业景气回落。2月份，非制造业商务活动指数为29.6%，比上月下降24.5个百分点，受疫情冲击较为严重。分行业看，服务业商务活动指数为30.1%，比上月回落23.0个百分点，服务业景气回落。在调查的21个行业中，有19个行业的商务活动指数位于收缩区间。其中，交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等人员聚集性较强的消费行业需求骤减，商务活动指数均落至20.0%以下。餐饮等聚集性消费需求降至历史低点，验证了餐饮需求的断崖式下降。

图3 非制造业PMI：商务活动



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图4 非制造业：服务业



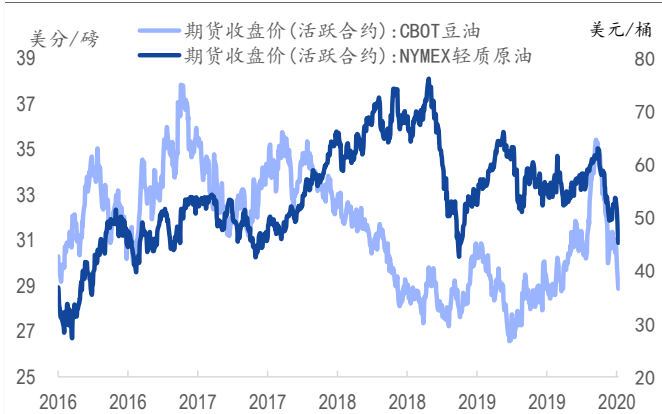
资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.3 工业需求：2月国际原油价格跌至近四年低位

国际原油价格大幅下跌，拖累国际豆油用作生物柴油的工业需求。2020年2月28日，NYMEX轻质原油主力合约收盘价45.26美元/桶，最低价格43.85美元/桶，最低价格较2月20日最高价格54.66美元/桶跌幅约19.78%，较1月8日最高价格64.99美元/桶跌幅约32.53%。布伦特原油价格最低也已经跌至49.23美元/桶。经过2月下旬大幅下跌之后，目前美国原油价格接近2018年12月下旬低点43.42美元/桶，而布伦特原油价格已经跌破2018年12月低点51.13美元/桶。目前国际原油价格处于近四年以来的低位区间，国际原油价格重心下移使得国际豆油用作生物柴油的工业需求继续下降，这也就限制了国际豆油的工业需求。



图5 美国原油与美国豆油价格走势



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图6 美国原油与大连豆油价格走势

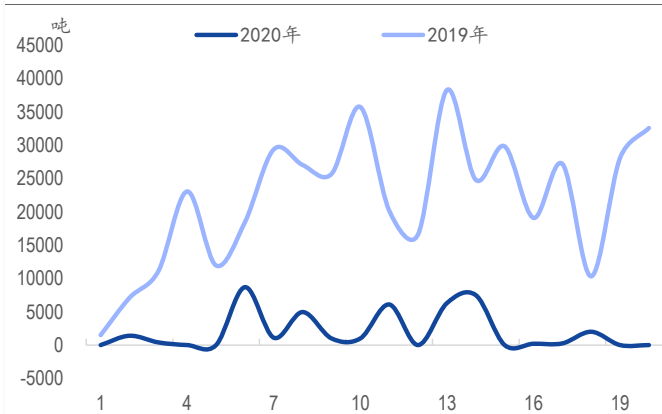


资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.1.4 现货需求：2月豆油现货成交低迷，库存快速攀升

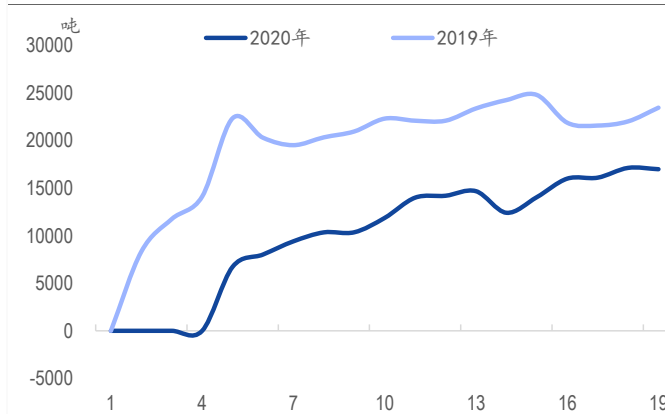
豆油现货成交持续低迷。根据第三方数据统计，2月期间（共20个交易日），国内豆油累计成交约4.091万吨，日均成交2046吨，其中2月6-7日、18日、21日、27-28日共7个交易日均是零成交，2月5日、24日和25日分别成交400吨、200吨和250吨，处于零星成交状态，也就是说，2月期间有一半的时间豆油现货基本没有成交。提货量方面，据纳入统计口径72家油厂统计数据显示，2月7日至27日，豆油累计提货量约19.23万吨，日均提货量1.282万吨，2月3日-6日连续四天则没有提货量统计。而1月期间日均提货量2.57万吨，去年同期（春节之后20个交易日）日均提货量约2万吨，所以今年2月期间豆油提货量也是大幅下降。

图7 2020年和2019年春节后20个交易日豆油成交量



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图8 2020年和2019年春节后19个交易日豆油提货量



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

豆油库存迅速攀升，基差走低。根据第三方数据统计，截至2月28日当周，主要地区油厂豆油库存134.42万吨，较上月同期增加53.33%，较去年同期增加0.46%，高于五年同期均值116.83万吨，也就是说豆油库存已经快速攀升至历史同期高位水平。基差方面（我们以张家港四级豆油现货价格作为现货价格标的，期货价格以豆油主力2005合约收盘价作为标的），豆油基差从年前1月21日基差518元/吨快速下降至2月27日基差44元/吨，2月28日豆油基差回升至214元/吨。由此，2月期间，豆油基差最高下降474元/吨。

图9 豆油商业库存



资料来源：天下粮仓，国泰君安期货产业服务研究所

图10 豆油基差



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 豆油下跌逻辑的延续

从周期角度而言，豆油食品替代需求、餐饮需求和工业需求仍处于下降周期，其中餐饮需求骤降已经显性化，而食品替代需求下降依然隐性化。

豆油食品替代需求下降依然隐性化，后期预计逐步显性化。豆油食品替代需求，是指由于猪肉价格大幅上涨带动食品价格进入上涨周期，豆油因此而产生植物脂肪替代动物脂肪的需求和廉价食品替代高价食品的需求。由于猪周期的作用，后期猪肉供应将逐步进入上升周期，从而猪肉价格将进入下降周期。一方面，随着猪肉供应进入上升周期，那么豆油的植物脂肪替代动物脂肪需求就处于下降周期；另一方面，随着猪肉价格进入下降周期，高价食品将会逐步失去市场需求，失去需求的高价食品也就决定了其无法再维持高价，那么价格就进入下降周期。我们在前期报告中也已经指出：在豆油价格上升至六年高位之后，其廉价优势消失殆尽，那么在猪肉价格处于下降周期的背景下，高价豆油将会失去市场需求，从而豆油价格也将进入下降周期。在整个食品价格（猪肉消费在食品消费中占比最高，猪肉价格周期也就决定了食品价格周期）处于下降周期时，只有当某种食品价格足够低廉才能够产生替代需求，而目前豆油价格虽然短期跌幅较大（2月底DCE豆油2005合约最低价格较1月10日最高点价格下跌约1386元/吨），但是从长期而言，目前豆油价格仍然较高，尤其是现货价格还是较高（如果按照2月底豆油基差200元左右的水平匡算，豆油期货价格假设反弹至5800元/吨左右，那么豆油现货价格就在6000元/吨左右，而6000元/吨的豆油现货价格从长期来看仍处于较高价格），依然不具备廉价优势，所以从食品替代需求角度而言，我们认为，豆油食品替代需求下降的大周期没有改变，而且该逻辑还没有被消化，属于隐性阶段，因为目前猪肉价格还处于较高水平，后期随着猪肉价格逐步下降，豆油食品替代需求下降的逻辑才会被市场进一步验证。

豆油餐饮需求骤降显性化，后期关注需求下降的程度。前期报告中我们已经详细分析：餐饮消费断崖式下降对于豆油消费而言是核心打击，春节节日豆油需求消失，后期也难以弥补。即使疫情好转，预计最近几个月的外出聚集性消费还是需要注意，由此外出餐饮消费需求好转可能要到五一节或者端午节前后，端午之后又是夏季，再度面临油脂消费的传统淡季。目前而言，可以说豆油餐饮需求下降已经显性化，2月豆油价格急速下跌也已经有所消化，剩下的问题就是豆油餐饮需求下降的时间问题：餐饮需求下降1个月或1.5个月基本上没有悬念，后期就是下降2个月还是3个月的问题。该时间长度主要取决于疫情持续时间、防控情况和消费者的消费心理等因素。2月中下旬国内疫情有所好转，让市场看到餐饮需求恢复的希望；但是2月下旬国外疫情的爆发又使得市场对于疫情持续时间更加谨慎，即短期内疫情依然严峻，对于疫情的防控措施依然不能放松，这就使得国内餐饮行业的恢复时间推迟的概率增加，或者餐饮需求恢复要到五一或者端午节才能有略微好转的概率增加，相当于对于餐饮消费下降的进一步确认。而消费者心理则决定了消费行为，如果消费者对于外出聚集性餐饮消费仍较为谨慎，也会使得餐饮需求恢复较为缓慢。

豆油工业需求下降基本显性化，短期内预计难以恢复。如前所述，国际原油价格大幅下挫，继续限制了国际豆油用作生物柴油的利润驱动。而国际豆油用作生柴柴油的政策驱动，也需要在国际豆油价格下跌至历史低位的情况下，政策驱动才会显现，目前国际豆油价格虽然下挫，但是还没到历史低位：2月28日CBOT豆油指数收盘价29.19美分/磅，较2015年8月CBOT豆油价格低位25.84美分/磅仍高出13%，所以更多政策激励生物柴油生产的驱动暂时也还不具备。



2.3 豆油价格反弹不改变跌势

短期而言，豆油对于其他植物油具有价格竞争优势，可通过替代其他植物油促使豆油反弹。2020 年 2 月期间，菜油 2005 和豆油 2005 合约价差均值约 1576 元/吨，最高达到 1884 元/吨；豆油 2005 和棕榈油 2005 价差均值约 438 元/吨，最高 618 元/吨。由此，豆油对菜油具备相对价格优势，可能会促使豆油替代菜油的需求增加，从而驱动豆油价格短期反弹。

图 11 菜油-豆油 2005 合约价差



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

图 12 豆油-棕榈油 2005 合约价差



资料来源：WIND，国泰君安期货产业服务研究所

豆油可以通过存储延缓短期跌势。由于豆油可以储备，所以可通过将目前以及后期过剩的豆油先行存储，减少短期市场供应量，从而延缓豆油短期跌势，促进豆油价格短期反弹。

整体市场氛围带动豆油反弹。由于 2 月 28 日豆油价格下跌受到整体市场偏空氛围的影响，那么如果全市场出现偏多氛围，那么也将带动豆油反弹。3 月 2 日，国内证券和期货市场就出现了全市场反弹，那么豆油价格也因此而受益。后期如果出现全市场利多事件，如货币政策中的降息等政策，可能也会带动豆油反弹。

3. 结论

我们本次报告对于前期报告中指出的驱动本轮豆油价格进入下跌周期的逻辑分别给予 2 月期间相关数据的验证。在此基础上，我们进一步指出：驱动豆油价格进入下跌周期的逻辑没有变化，仍将延续，所以我们得出了本轮豆油价格下跌趋势仍将延续的结论。虽然短期豆油价格可能有所反弹，但是由于本轮豆油价格进入下降周期的逻辑没有改变，所以豆油反弹并不改变下跌趋势：豆油跌势，未完待续。



本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。



国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

机构金融部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
电话: 0592-5886138

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室
电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室
电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元
电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521