



2020 年 4 月 17 日

金信期货研究院

傅博

· 从业资格编号 F3071993  
· 投资咨询编号 Z0015291

## 后疫情阶段油脂油料行情展望

### 内容提要

随着欧洲的主要经济体和美国的每日新增确诊新冠病例数开始逐渐下降,欧美的疫情有得到控制的迹象,德国、美国等纷纷开始计划恢复正常的经济活动,全球的这场百年不遇的疫情终于将进入后半段。

1、后疫情阶段,油脂油料市场将回归供需基本面,但是疫情相关的宏观市场情绪仍将不时地影响到油脂油料市场,特别是在关键的市场转折点。宏观市场的焦点将从关注疫情的状况转为关注疫情对经济造成的实际损失,以及经济恢复的预期。

2、油脂方面,疫情对油脂需求的悲观预期已经基本被市场计入,市场等待供应端的利多来带动油脂摆脱目前的低位震荡的局面。分品种来看,棕榈油仍然是最有故事可讲的品种,但是时间上比较紧迫。

3、蛋白粕方面,巴西的疫情、中美关系令豆粕的供应存在一定的不确定性,生猪存栏的恢复速度、禽类和水产的养殖收益将影响到蛋白粕的需求。

### 操作建议

豆粕 09 在 2600-2700 之间做多。

### 风险提示

- 1、非洲猪瘟仍在影响生猪养殖,而且今年也曝出了好几起禽流感,这是豆粕需求的最大风险。
- 2、国储大豆今年数量较多,国储大豆的轮出的时间和节奏会影响豆粕的走势。
- 3、国家在油脂方面的收抛储政策将影响油、粕的走势。
- 4、如果中国按照协议进口美国大豆,从年度总量上来说,会造成国内大豆和豆粕过剩。
- 5、疫情对收入和总消费的影响需要注意。



请务必仔细阅读正文之后的声明

# 正文目录

## 目录

内容提要

操作建议

风险提示

一、事件

二、点评

三、风险提示

.....

.....

.....

.....

.....

.....

1

1

1

4

4

8

# 图表目录

图表 1

近 10 年中国、欧盟、印度、印尼油脂消费量.....

5

图表 2

201-2020 年印度尼西亚月均降水量 .....

6

图表 3

美元兑巴西雷亚尔 .....

7

图表 4

7 月以后豆粕价格影响因素 .....

8

## 一、事件

随着欧洲的几个主要经济体和美国的每日新增确诊新冠病例数开始逐渐下降，欧美的疫情有得到控制的迹象，德国、美国等纷纷开始计划恢复正常的经济活动，全球的这场百年不遇的疫情最严重的时候可能基本过去。后疫情阶段，油脂油料市场将如何演绎，后期存在怎样的风险和机会，我们尝试立足供需基本面，结合对市场情绪变化的判断，来做一个行情的展望。

## 二、点评

### 1、后疫情阶段，油脂油料回归基本面，但仍将受到宏观市场情绪影响

后疫情阶段，油脂油料市场将回归供需基本面，但是疫情相关的宏观市场情绪仍将不时地影响到油脂油料市场，特别是在关键的市场转折点。宏观市场的焦点将从关注疫情的状况转为关注疫情对经济造成的实际损失，以及经济恢复的预期。

疫情造成的实际损失表现在油脂油料的供需上主要有以下几个方面：

#### 1) 需求方面：

防疫最关键的时期，经济活动暂停，这段时间造成的油脂需求的减少，国内大约影响半个月左右，国外目前的影响在 3-4 周。

复工后，出于防疫考虑，大家减少在外就餐，所造成的油脂需求的下降。根据统计局的数据，3 月份，全国餐饮收入同比下降 46.8%，如果按照 3 月下旬开始全国的复工基本完成来算，在外就餐减少预计影响油脂消费 10%以上。

疫情对豆粕、菜粕需求的影响：国内外暂时看表现不明显，因为餐饮对肉类和禽类消费的影响，并不会很快传递到对饲料需求的影响，反而在一段时间内，会增加饲料需求。

#### 2) 供应方面：

疫情短期内给运输造成了影响，引发了一些供应担忧，但是由于有库存的缓冲，油脂油料的供应暂时看没有太大的影响。

对于未来疫情和经济的恢复，目前市场的普遍预期是：

- ①、5 月份以后欧美主要经济体的疫情进入平台期并且开始好转。
- ②、5 月份以后欧美主要经济体将逐渐恢复正常的经济和社会活动。
- ③、疫苗的研发到正式应用至少需要 18 个月左右的时间。
- ④、10 月份以后可能会有新一波疫情发生。
- ⑤、后疫情时期仍然需要保持必要的社交距离。
- ⑥、巴西、印度、俄罗斯等人口众多而基础医疗相对较差的国家疫情控制难度更大。

所以，总的来看，防疫工作偏长期化，对全球经济，对人民收入的影响将令全球商品总需求呈现先降后升的过程。

疫情会影响到很多国家的货币和产业布局，这块主要影响全球的商品的供应。在油脂油料方面，需要注意的是南美大豆和东南亚棕榈油的供应。

疫苗正式普及之前，餐饮消费都很难恢复到以前的水平，所以最悲观的预期是要考虑未来 2 年餐饮消费的下降对油脂消费的影响。3-5 月份油脂需求的实际损失将为评估油脂的年度需求提供参考。

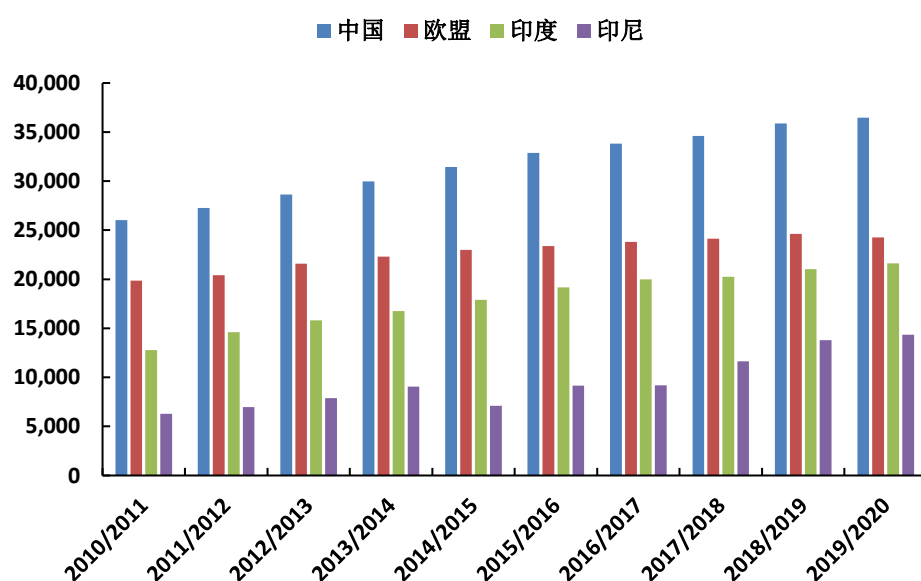
实际情况如果和预期有差异，会引发整个市场的波动。

## 2、油脂方面，要等待供应端来破局

油脂目前低位震荡，美国农业部在 4 月份的供需报告中，并没有大幅下调 2019/20 年度全球的油脂消费预估，预计在下个月新年度的供需预估中会有所体现。市场已经计入了消费下降的悲观预期，CBOT 豆油一度创出 2007 年以来的新低，马盘棕榈油价格也已经回到去年炒作产地供应紧张之前的水平。

欧盟、中国、印度、印度尼西亚的油脂消费大约占了全球油脂消费的 53%，过去 10 年，全球的油脂的消费增长主要在中国和印度，但是最近 3 年增速已经放缓，而且受到疫情的影响，中国的餐饮消费下降，印度的人均收入下降势必也将影响到油脂的消费。另外，印度尼西亚近 3 年的油脂消费量增长比较明显，印尼的消费增长主要在生物柴油，但是原油价格目前在历史低位，毛棕榈油价格比柴油价格高近 200 美元/吨，原油价格超过 50 美元/桶之前，印度尼西亚的生物柴油消费也会减少。所以从全球的角度来说，未来 2 年，全球的油脂消费是不乐观的。

图 1：近 10 年中国、欧盟、印度、印尼油脂消费量（千吨）

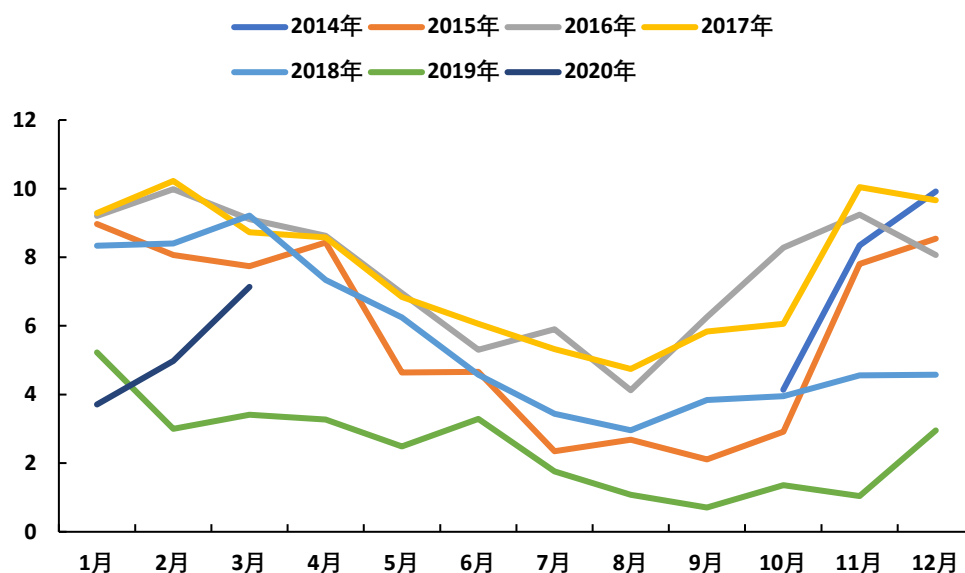


资料来源： USDA，金信期货研究院

所以，油脂要摆脱目前低位震荡的局面，只能指望供应方面出现利多。全球油脂供应中，棕榈油占比约 36.5%，豆油占比约 26%，菜油和葵花油占比分别在 14%和 12%，通常，只有当棕榈油和豆油的供应出现问题时，才能带动整个油脂的上涨。国内的豆油供应 2012 年以来一直是过剩的，目前看除非国家收储，否则豆油的供应应该是充足的，所以还是只能依靠棕榈油供应出问题来带动油脂价格上涨。

马来西亚和印度尼西亚的棕榈油产量占到全球棕榈油产量的 86%，他们的棕榈油出口占到全球出口的 92%，所以棕榈油的供应主要还是关注马来西亚和印度尼西亚的情况。去年 8、9 月份，印度尼西亚降雨偏少，这个将影响该国今年 5、6 月份的棕榈油产量，另外今年 1、2 月份马来西亚和印度尼西亚的降雨也偏少，产地 11、12 月份的棕榈油产量也值得关注。

图 2：2014-2020 年印度尼西亚月均降水量



资料来源： 彭博，金信期货研究院

不过，由于欧洲、印度和中国的进口量均在减少，令产地 2 季度的棕榈油库存开始回升，而印尼的棕榈油产量每年受面积增长而增长，如果面积的增长抵消干旱对单产的影响，再加上出口不佳，整个产地的棕榈油库存在 2 季度没有出现意料外的降库的话，7 月份开始产地将迎来自然增产季节，供应的问题就只能看 11 月以后了，所以棕榈油，甚至整个油脂要摆脱低位震荡，要看疫情对欧洲、印度的棕榈油进口的影响，特别是 5、6 月份的影响。

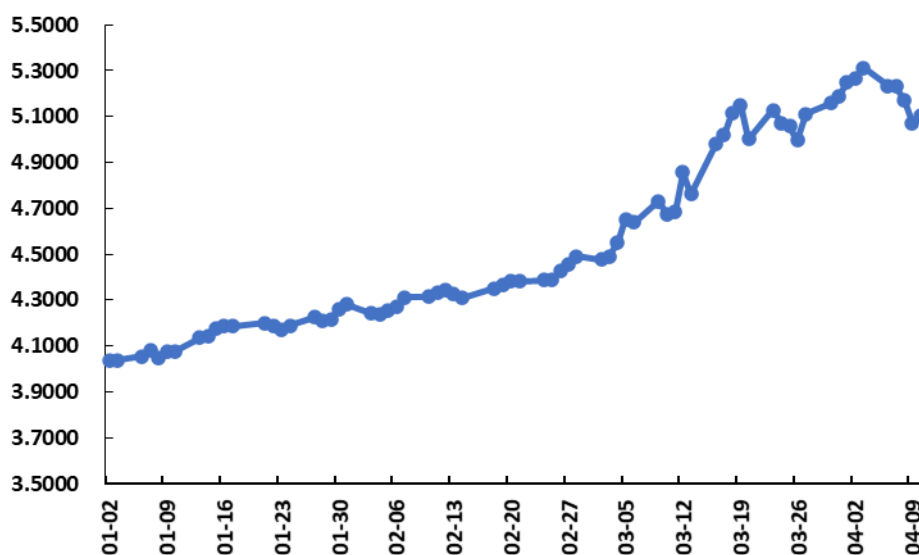
### 3、蛋白粕方面，需求年内稳中向好，供应有一定的不确定性

疫情对国内饲料需求的影响，目前看不显著，这和我国养殖业的现状有关。由于非洲猪瘟的影响，生猪存栏大幅下降，猪肉价格大涨带动肉、禽、蛋价格上涨，禽畜养殖在去年都有非常可观的利润，肉禽和蛋禽存栏维持高位，生猪存栏则在政策和高额利润的双重驱动下今年预计将逐步回升，这为豆粕需求稳中向好奠定了基础。

豆粕的供应要分两个阶段来看，现在到 6 月底是第一阶段，供应由巴西大豆主导；7 月到明年 2 月，是第二个阶段，供应将由美国大豆主导。

目前这个阶段，巴西雷亚尔大幅贬值推动巴西加大大豆出口力度，进而挤压了美国大豆的出口，令 CBOT 大豆承压；同时，巴西大豆的大量出口，主要目的地是中国，导致中国 5、6 月份预计将有超过 1900 万吨大豆到港，这令国内的豆粕承压，豆粕期货提前反映了这个预期。不过，目前供应过剩的预期打的太满，巴西最近 2 周的疫情加剧，未来 2 个月如果巴西内陆运输、港口装船以及国内到港卸港中的任何一个环节出问题，都将推动豆粕价格出现反弹，尤其当压榨利润回落以后。巴西现在大量出口大豆的另外一个影响是，全球大豆将比以往任何一年都要更早地进入美国大豆主导的季节，也就是第二阶段。

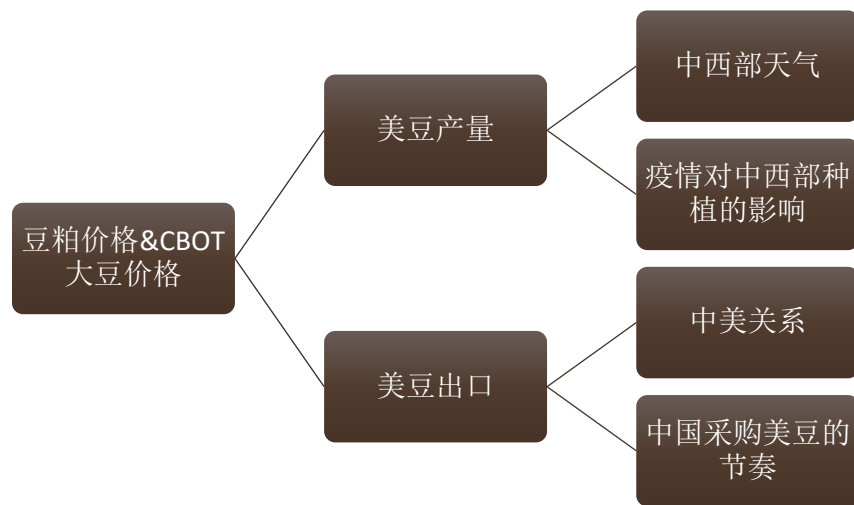
图 3：美元兑巴西雷亚尔



资料来源：美联储，金信期货研究院

第二阶段，是传统的美豆季节，市场的焦点只有美国大豆的生长状况和出口。去年，由于洪涝灾害的影响，导致美国大豆的种植面积下降，播种严重推迟，最终美国大豆比上一年度减产 2320 万吨，美豆的库存也因此减少 1168 万吨，所以，今年的大豆产量不能再大幅减少，否则美豆库存将非常紧张，CBOT 大豆和国内的豆粕在 7-9 月份会对美国中西部的天气变化异常敏感。另外，美豆的出口也是市场关注的焦点，虽然巴西上半年抢了很多美国的出口，但是当巴西大豆卖的所剩无几的时候，美豆将具有绝对话语权，这将影响到中国的大豆进口成本。另外，中美签订的第一阶段协议中，中国未来 2 年要在 2017 年的基础上分别多进口 125 亿美元和 195 亿美元的农产品，其中占大头的肯定是大豆，所以中美关系、中国的采购节奏等都将影响到美国的出口，进而影响到 CBOT 大豆价格和国内的豆粕供应。总的来说，就是第二阶段，有很多不确定因素会影响到国内豆粕的供应，可能导致豆粕价格的剧烈波动。

图 4：7 月以后豆粕价格影响因素



资料来源：金信期货研究院

#### 4、总结及操作建议

1、后疫情阶段，宏观焦点将转到实际损失和恢复的预期方面，只有当以上两点出现与预期较大背离的情况，才会再次引发系统性地市场波动，大概率下，油脂油料将回归基本面。

2、油脂只有在供应端出现问题的情况下才能摆脱目前低位震荡的局面。

3、豆粕短期的压力来自于大豆集中到港和榨利丰厚，但是下半年豆粕的上游供应和进口成本具有很大的不确定性，所以现阶段豆粕价格的下跌，可以作为中期建仓多单的机会。

操作上，建议关注豆粕 09 在 2600-2700 之间做多的机会。

### 三、风险提示

1、非洲猪瘟仍在影响生猪养殖，而且今年也曝出了好几起禽流感，这是豆粕需求的最大风险。

2、国储大豆今年数量较多，国储大豆的轮出的时间和节奏会影响豆粕的走势。

3、国家在油脂方面的收抛储政策将影响油、粕的走势。

4、如果中国按照协议进口美国大豆，从年度总量上来说，会造成国内大豆和豆粕过剩。

5、疫情对收入和总消费的影响需要注意。



## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息,但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法,仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告,并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议,投资者据此投资,风险自担,金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息,分享研究成果,版权归金信期货所有,未经金信期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制,修改。如引用、刊发,需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者:期市有风险 入市需谨慎!