

双粕：短期供应充足 上升空间受制 需求逐步回暖，下档存在支持

中辉期货 贾晖

摘要：

1、全球大豆供应预期稳定且充裕，虽然中美关系仍在僵持当中，但全球大豆供应稳定，一定程度上将会限制豆粕年内的上行空间。

2、国内豆粕近月供应较足 抑制短期上行空间。7-9 月大豆集中到港持续，从 7/8 月的进口大豆折合豆粕供应来看，远高于 2019 年及 2018 年同期水平，从供给角度来看，是可以完全满足近两个月的豆粕市场需求，因此，短期供应充足的状态将影响后期豆粕的上行空间

3、下游消费逐步回暖。6 月全国饲料总产量消费环比增长，主要来自于生猪和水产的贡献，反刍饲料也有所增加。生猪养殖利润良好刺激补栏持续进行，蛋鸡养殖利润近期得到一定恢复，进一步淘汰量或有所下降，暂时趋于稳定。肉鸡养殖小幅亏损，饲料成本若继续上升，将不利于肉鸡存栏稳定。

4、基差与价差：

7 月，基差探低回升，在豆粕持续供应状态下，现货价格逐步较期货走强，一定程度上反映出现货需求的逐步好转，对现货价格的提振。

美豆种植良好，丰产概率大增，豆粕 5-1 价差在持续回落后，存在修复上行的要求，可关注 5-1 正套机会。对正套的风险提示：1) 美豆减产 2) 四季度中国停止美豆进口等影响到大豆供应的突发事件。

5、总结：全球大豆丰产基调已定，其中巴西和阿根廷增减互抵，美豆产量供应同比大幅增长，从供需的角度，是可以满足国内大豆饲料需求的。美豆进口变数仍存，但从目前的进口预估来看，年内（12 月底）大部分大豆进口供应已经落定，可影响的剩余未进口量较少，约 500-1000 万吨，即便后期美豆进口存在变数，变相进口会导致部分成本增长，但总体影响预期有限。

而另一方面，从需求的角度来说，虽然年内生猪存栏预期将得到一定程度的恢复，而且是由政府主导的存栏恢复，但在人口没有急速增长变化的情况下，肉蛋白需求总量增幅有限，生猪的存栏恢复一定程度上将会降低肉鸡的存栏，也就是需求端将呈现彼涨此消逐步演化的过程，饲料总量或有同比小幅增长，但增量预期不能过度乐观。就近期情况来看，蛋鸡养殖利润得到修复，肉鸡养殖虽有小幅亏损，但整体相对平稳，生猪饲料消费增加较快，高额的养殖利润和政府补贴刺激大型生猪集团仍在积极的扩张当中，整体饲料消费逐步走好。

就近期来看，7 月、8 月月均 1000 万吨的大豆到港，一定程度上增加国内豆粕的供应压力，不过这个供应充足的事实也正被市场逐步消化的过程当中，而现货基差由弱转强，侧面也反映出现货相对最糟糕的局面也在逐步好转，需求逐步好转对现货价格构成了支持。因此豆粕操作上，不宜追高操作，短期思路仍以逢低看多为主，等待回调企稳看多，但上行空间不宜预期太高，短期及短线顺势逢低参与为主。豆粕 2101 合约 8 月将主要维持 2850 元至 3050 元区间运行为主。2920 元以上短期多头格局依然占据主导，若失守 2920 元则需警惕短期走势有下探 2850 元方向寻求支持的要求。

风险提示：

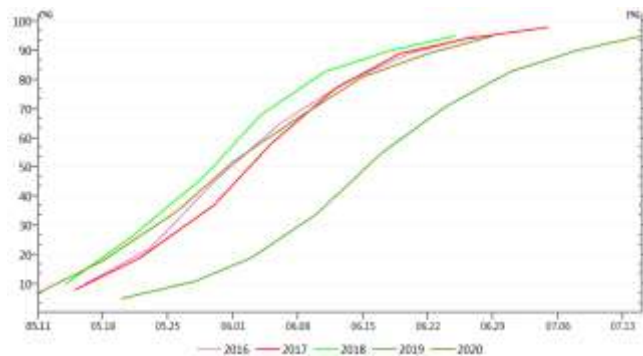
- 1、中美关系进展将影响后续美豆及玉米等农产品价格
- 2、美豆大概率丰产或抑制后期价格上行空间
- 3、加籽进口放开

目录

1 全球大豆供应预期稳定且充裕	3
2 国内豆粕近月供应较足 抑制短期上行空间	3
3 下游消费逐步回暖	5
3.1 6月饲料产量数据环比好转	5
3.2 生猪市场情况-养殖利润良好刺激补栏扩张	7
3.3 禽类市场情况-禽存栏略有下降	8
4 中美贸易对为进口大豆部分影响有限	10
5 豆粕价差及基差分析	11
5.1 豆粕基差回升	11
5.2 关注豆粕 5-1 价差正套机会	12
6 后市风险点	12
6.1 中美关系进展将影响后续美豆及玉米等农产品价格	12
6.2 美豆大概率丰产或抑制后期价格上行空间	12
6.3 加籽进口放开	12
7 后市展望	12

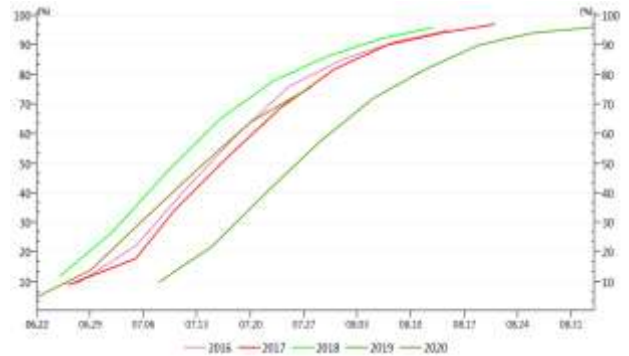
1 全球大豆供应预期稳定且充裕

图 1：美豆出芽率



数据来源：wind 中辉期货

图 2：美豆开花率



数据来源：wind 中辉期货

截止到目前，美豆种植天气整体良好，虽有部分地区干旱，但预期难以构成较大的产量影响，按照最新的周度作物生长报告来看，种植良好，丰产概率较大。截至 2020 年 7 月 26 日当周，美国大豆优良率为 72%，市场预期为 69%，之前一周为 69%，去年同期为 54%。美国大豆开花率为 76%，之前一周为 64%，去年同期为 52%，五年均值为 72%。美国大豆结荚率为 43%，上周为 25%，去年同期为 17%，五年均值为 36%。

而南美方面，巴西 2020/21 年度大豆产量预计将再创新高，种植产量前景一片大好。巴西咨询机构 Arc Mercosul 公司给出的预估在 1.2915 亿吨，比上年提高 3.44%，因为农户大豆播种面积增幅将创下 2014/15 年度以来的最高水平。咨询机构 Safras Mercado 给出的预估在 1.317 亿吨，同比增加 5.4%，同样是因为大豆种植收益丰厚，鼓励农户提高大豆播种面积和单产。

天气方面，按照美国政府及日本气象机构给出的预报来看，夏季发生厄尔尼诺及拉尼娜的概率较低。这就为美豆丰产提供了更稳定的预期。日本气象局 7 月 10 日称，从现在到北半球的秋季，有 60% 的机会不会出现厄尔尼诺或者拉尼娜现象，但到秋季有 40% 的机会出现拉尼娜现象。美国政府气象机构 5 月称，2020 年北半球夏季出现厄尔尼诺-南方涛动 (ENSO) 中性状态的可能性约为 65%。美国国家气象局 (NWS) 旗下气候预测中心 (CPC) 在其月度预报中称，中性天气持续到秋季的几率为 45% 至 50%。

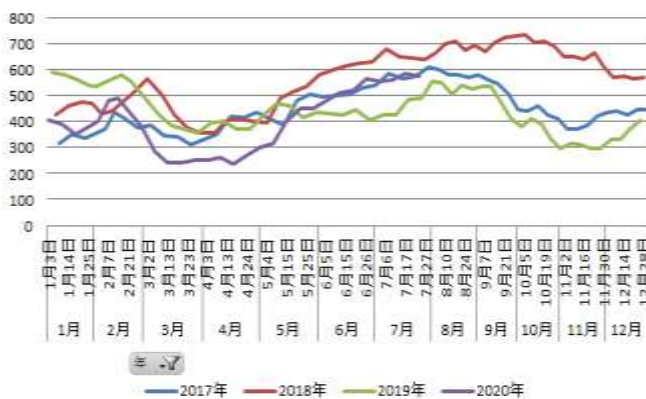
虽然中美关系仍在僵持当中，但全球大豆供应稳定，一定程度上将会限制豆粕年内的上行空间。

2 国内豆粕近月供应较足 抑制短期上行空间

2.1 7-9 月大豆及豆粕供应预期充足

图 3：国内沿海大豆库存

图 4：国内沿海豆粕库存



数据来源：天下粮仓 中辉期货



数据来源：天下粮仓 中辉期货

自年初至今，豆粕库存先降后升，南美大豆集中性采购到港以及良好的油厂的开机压榨量，导致豆粕库存从五年来最低位，快速回升至去年同期水平之上。在生猪存栏尚未得到快速恢复的情况下，豆粕累库状态将得到延续。截止到7月24日，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量573.81万吨，较去年同期490.04万吨增加15.69%。国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量87.51万吨，较去年同期82.66万吨增加5.86%。

单位：万吨	大豆进口预估	豆粕折算	2019 年同期消费	2019 年同期消费
7 月	1032.1	815.359	517	586
8 月	1010	797.9	598	640
9 月	880	695.2	596	649
7 月-8 月	2042.1	1613.259	1115	1226
7 月-9 月	2922.1	2308.459	1711	1875

7-9 月大豆集中到港持续，从 7、8 月的进口大豆折合豆粕供应来看，远高于 2019 年及 2018 年同期水平，从供给角度来看，是可以完全满足近两个月的豆粕市场需求，因此，短期供应充足的状态将影响后期豆粕的上行空间。

2.2 榨利良好维持油厂开机热情

图 5：巴西大豆盘面压榨利润



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 6：美湾大豆盘面压榨利润（正常关税）



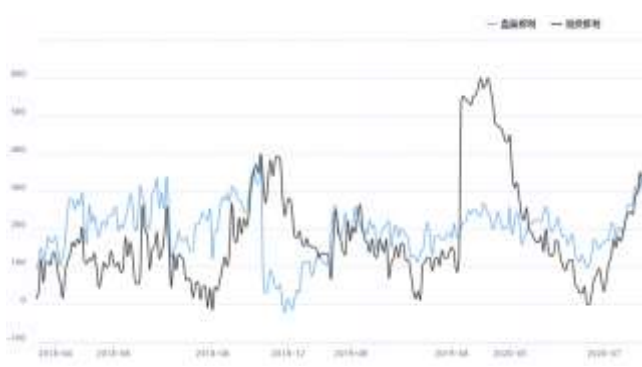
数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 7：进口巴西大豆压榨利润（江苏地区）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 8：8 月巴西大豆的盘面及现货榨利



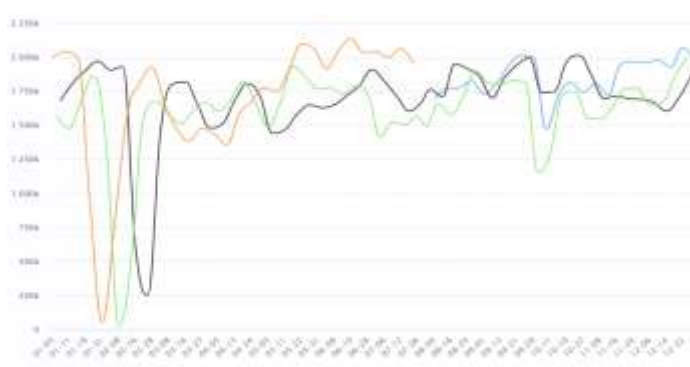
数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 9：进口巴西大豆压榨利润（江苏地区）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 10：油厂周度压榨量（吨）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

随着豆粕及豆油价格的上涨，大豆压榨利润良好，截止到 7 月 29 日，盘面巴西大豆及美湾大豆压榨利润可达到 250 元/吨，巴西进口大豆江苏地区压榨利润也达到 200 元/吨左右，8 月、9 月进口巴西大豆价格折合当前油粕现货价格，盘面压榨达到 250 元/吨左右，现货榨利达到 300 元/吨。压榨利润较好将继续刺激油厂开机积极性，加上庞大的大豆到港量，短期油粕供应有望维持稳定。

2019/2020 大豆作物年度迄今（始于 2019 年 10 月 1 日），全国大豆压榨量为 71,791,264 吨，较去年同期的 69,106,985 吨增 2,684,279 吨，增幅 3.88%。自然年度：2020 年 1 月 1 日迄今，全国大豆压榨量总计为 49,807,750 吨，较 2019 年度同期的 45,955,585 吨增 3,852,165 吨，增幅为 8.38%。

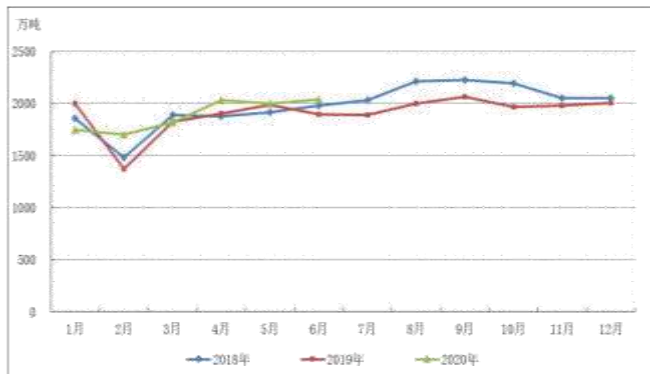
3 下游消费逐步回暖

3.1 6 月饲料产量数据环比好转

全国畜牧总站：全国饲料产量环比回升

2020 年 6 月，饲料总产量 2041 万吨，环比增长 2.2%，同比增长 7.5%。从趋势上看，今年 3 月、4 月和 6 月饲料总产量环比均增长；2 月以后，除 3 月份同比小幅下降外，其余各月份产量均比上年同期有所增长，6 月饲料产量达近三年的高位水平，高于 2017 年以来的月度平均产量。

图 11：2018 年 1 月以来饲料总产量变化情况



数据来源：全国畜牧总站 中辉期货

图 12：2020 年 6 月饲料生产情况

项目	总产量	配合饲料	浓缩饲料	添加剂预混合饲料
2020 年 6 月 (万吨)	2041	1875	115	44
环比变化 (%)	2.2	1.5	11.6	8.9
同比变化 (%)	7.5	7.1	18.8	1.1

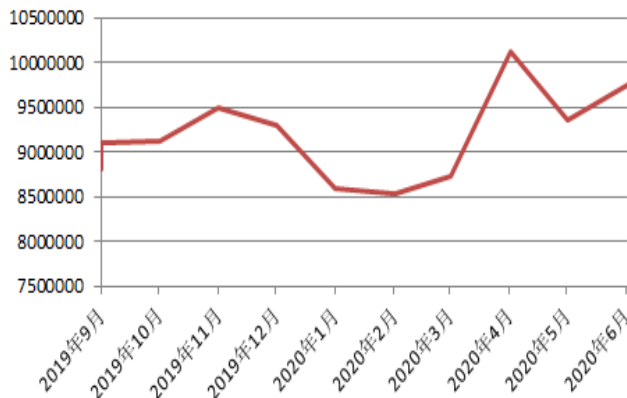
注：总产量（包括宠物饲料）

数据来源：全国畜牧总站 中辉期货

从品种看，6 月份猪饲料产量 635 万吨，环比增长 7.6%，同比增长 9.3%，自 2018 年 10 月份以来首次实现同比增长。蛋禽和肉禽饲料产量分别为 275 万吨和 774 万吨，环比分别下降 2.9%和 3.8%，同比继续保持两位数增长，分别达 14.1% 和 10.4%。水产饲料产量 229 万吨，环比增长 15.7%，同比下降 11.6%。反刍动物饲料产量 97 万吨，环比增长 3.8%，同比增长 9.8%。

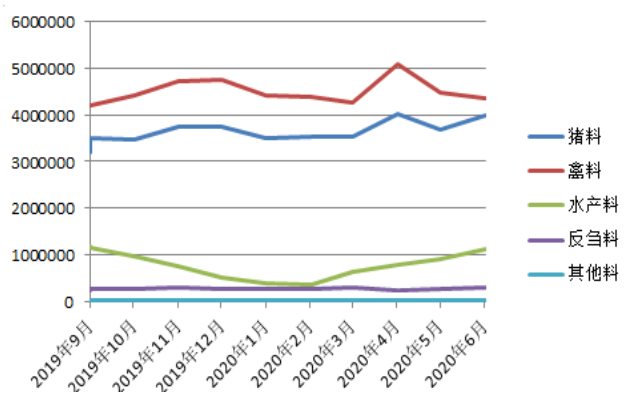
1135 家饲料企业月度产量环比回升

图 13：1135 家饲料企业月度产量情况



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 14：饲料分项月度情况

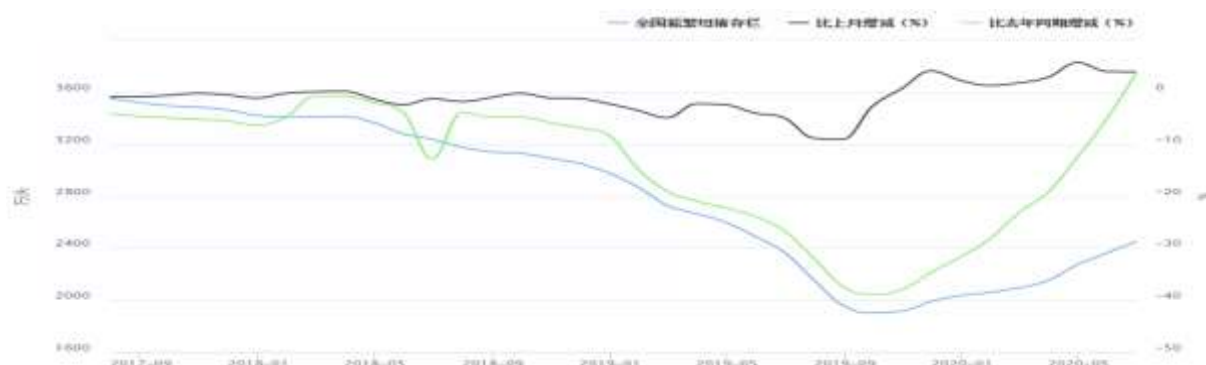


数据来源：天下粮仓 中辉期货

纳入调查的全国 1135 家饲料企业 6 月份饲料总产量为 9750529 吨，较 5 月份的 9356588 吨增加 393941 吨，增幅在 4.21%。其中猪料及水产料环比增长，生猪养殖利润可观，同时政府补贴扶持力度较大，规模养殖企业扩张积极性不减，各大集团仍处于稳步补栏中。6 月份生猪存栏及母猪存栏均处于增长势中，且母猪存栏已经连续 10 个月增长。与此同时，禽类饲料产量环比下降，主要受养殖利润影响及老鸡淘汰的明显加速，总存栏回落至去年同期水平。

3.2 生猪市场情况-养殖利润良好刺激补栏扩张

图 15：能繁母猪存栏情况（万头）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

按照中国农业农村部给出的最新数据来看，6 月能繁母猪存栏 2452 万头，环比增长 3.85%，同比增长 3.6%。由于养殖利润较好，大型集团养猪场仍在积极扩张当中，后期生猪存栏存在较好的恢复预期。

图 16：自繁自养生猪养殖利润



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 17：外购仔猪养殖利润



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 18：外三元生猪价格

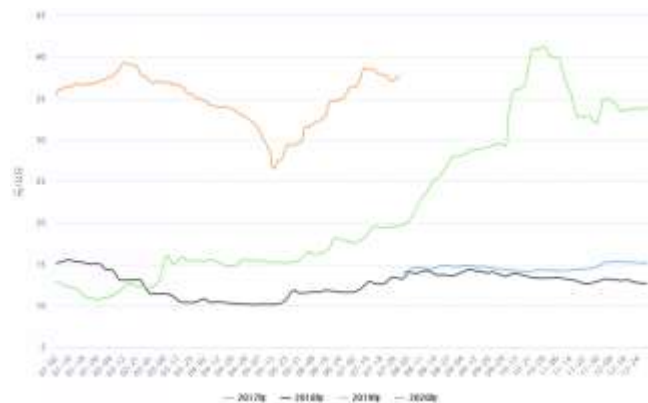


图 19：育肥猪配合料价格（元/公斤）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

数据来源：天下粮仓 中辉期货

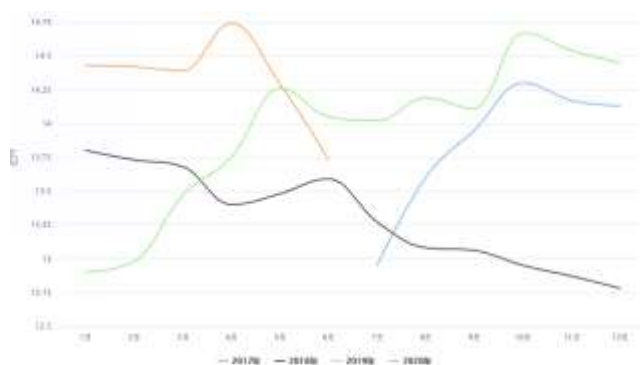
3.3 禽类市场情况-禽存栏略有下降

1) 蛋鸡存栏同比环比下降 利润回暖暂维持稳定

按照 6 月数据来看，蛋鸡总存栏出现大幅度下降，主要来因为淘汰鸡的大幅增加，和前期补苗下降导致的后备鸡存栏的下降。此外，6 月蛋鸡补栏情况也并不理想。6 月蛋鸡总存栏 13.73 亿只，环比下降 0.56 亿只，同比下降 0.32 亿只。其中，在产蛋鸡存栏量 11.75 亿只，环比下降 0.38 亿只，但同比仍然增加 0.59 亿只，后备鸡存栏 1.98 亿只，环比下降 0.18 亿只，同比下降 0.91 亿只，蛋鸡补栏量 0.3726 亿只，环比下降 0.035 亿只，同比下降 0.5727 亿只。淘汰鸡数量近月持续攀升，6 月淘汰 0.9326 亿只，环比增长 0.0747 亿只，但较去年同期下降 0.2227 亿只。

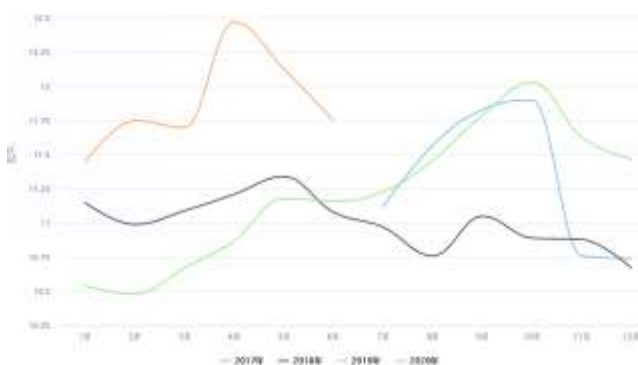
由于近期蛋鸡养殖利润的持续攀升，加上中秋消费旺季的到来，或有利于稳定 7 月及 8 月的蛋鸡总存栏量，蛋鸡饲料的豆粕消费或暂时维持稳定。

图 20：蛋鸡总存栏（亿只）



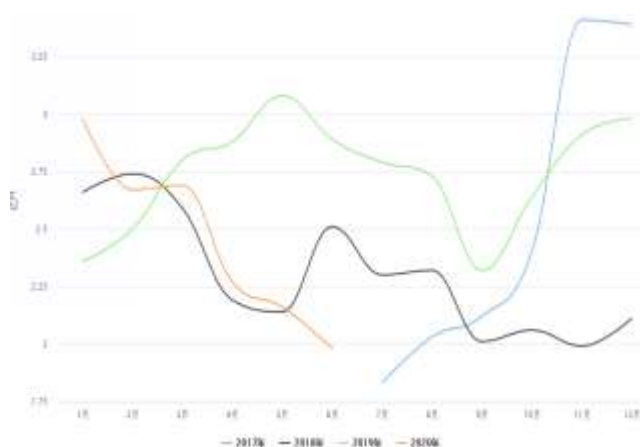
数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 21：在产蛋鸡存栏量（亿只）



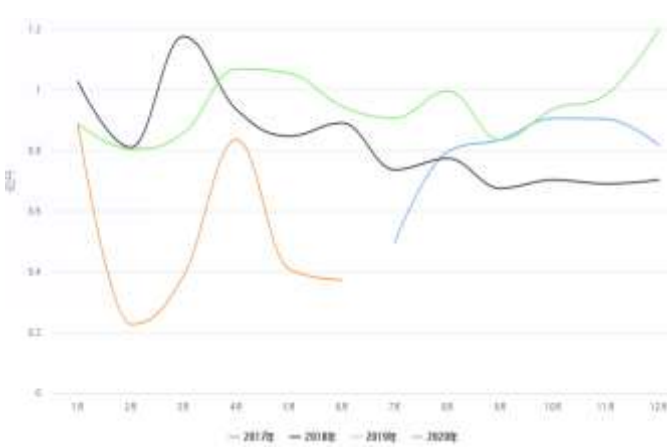
数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 22：后备鸡存栏（亿只）



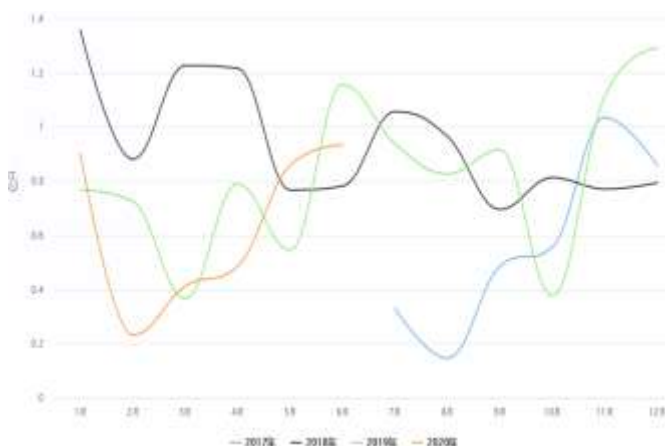
数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 23：蛋鸡补栏量（亿只）



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 24: 淘汰鸡数量 (亿只)



数据来源: 天下粮仓 中辉期货

图 25: 蛋鸡养殖利润



数据来源: 天下粮仓 中辉期货

图 26: 近三年全国鸡蛋价格的同期对比 (元/公斤)



数据来源: 天下粮仓 中辉期货

图 27: 近三年蛋鸡饲料价格情况 (元/公斤)



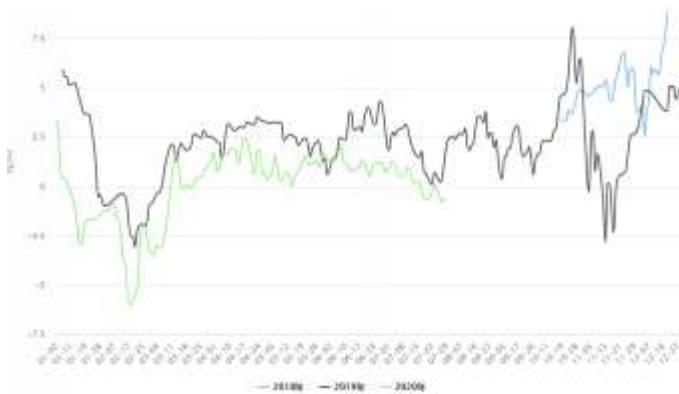
数据来源: 天下粮仓 中辉期货

2) 肉鸡养殖利润亏损不利于后期补栏供应

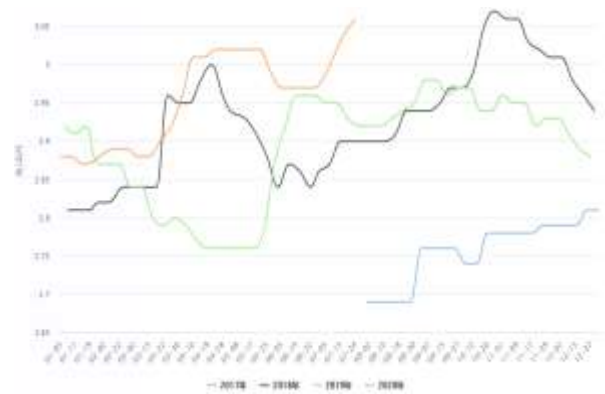
肉鸡饲料价格持续回升, 但白羽肉鸡价格并未跟随上涨, 导致近期肉鸡养殖利润呈现小幅亏损状态, 如果后期饲料价格持续走高, 加上生猪存栏恢复及供应的逐步恢复, 或影响后续补栏积极性。从肉雏鸡价格来看, 近几个月维持相对平稳, 市场整体呈现出不温不火的局面, 短期肉鸡存栏或维持相对稳定的状态。

图 28: 肉鸡养殖利润

图 29: 肉鸡饲料价格



数据来源：天下粮仓 中辉期货



数据来源：天下粮仓 中辉期货

图 30：白羽肉鸡价格（元/ 斤）

图 31：肉雏鸡价格（元/羽）



数据来源：天下粮仓 中辉期货



数据来源：天下粮仓 中辉期货

4 中美贸易对为进口大豆部分影响有限

市场传言中美代表将于 8 月就第一阶段贸易协议举行会谈，在第一阶段贸易协议中，中方同意购买 320 亿美元农产品，如果协议继续朝向达成的目标迈进，那么将不利于后期农产品价格包括豆粕价格走势。从目前的采购进展来看，中国采购美国产品的步伐继续落后于实现贸易协议目标所需的水平，截至 6 月底，中国采购金额不足目标的四分之一。

进口缺口预估：前五个月大豆进口 3388.3 万吨，6 月至 10 月到港预估 4534.1 万吨（2020 年 6 月份国内各港口进口大豆预报到港 159 船 1044.1 万吨，7 月份到港量初步预估 1040 万吨，8 月初步预估 920 万吨，9 月初步预估 810 万吨，10 月份初步预估 720 万吨。），合计大豆进口及预期可进口供给 7922.4 万吨。

2019 年中国进口大豆 8850.99 万吨（2018 年大豆进口 8803.56 万吨），其中，1 至 12 月份中国从巴西进口大豆的总量为 5767.35 万吨，1 至 12 月份中国从美国进口大豆的总量为 1694.36 万吨，较去年同期 1664.01 增加 30.35 万吨，同比增幅 1.82%。从其他国家进口合计 1389.28 万吨。

2019 年国内大豆压榨量 8394.58 万吨，2018 年压榨量为 8860.18 万吨。

2020 年中国大豆进口预计高于 2019 年，根据中国农业部发布的 2020-2029 农业站稳报告来看，2020 年中国大豆进口量预计达到 9248 万吨，目前已达成进口及预估为 7922.4 万吨，2019 年其他国家（除美国、巴西）进口预估 1389.28 万吨，其中 1-10 月进口 1041.13 万吨，假设 2020 年 1-10 月同样进口数量，则可能实现进口已完成 7922.4+（1389.28-1041.13），合计 8270.55 万吨。

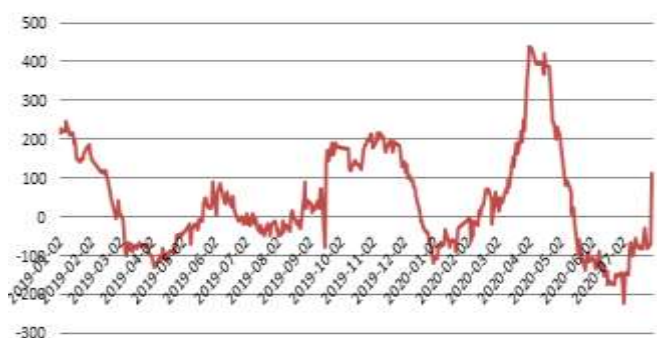
按照目前已进口和已预订量来看，与上年全年进口数据 8850.99 万吨相比，还相差 580.44 万吨，据中国农业部公布的预估 9248 万吨相差 977.45 万吨。（详见第四部分）

就绝对数值来看，缺口量并不算大，但仍有影响。如果中美贸易持续僵持，那么从目前的采购情况来看，对豆粕价格影响有限。如果中美关系得到改善，采购协议如期履行，那么将不利于后期价格走势。

5 豆粕价差及基差分析

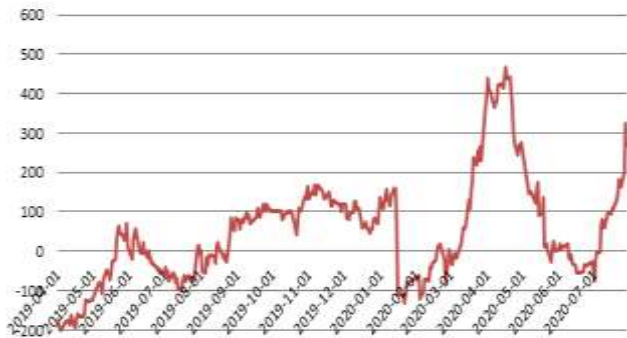
5.1 豆粕基差回升

图 32：豆粕 9 月基差



数据来源：wind 中辉期货

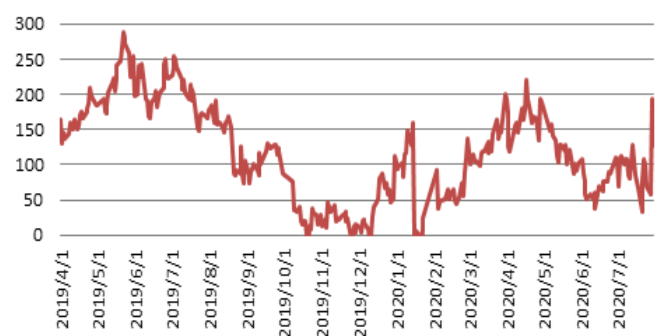
图 33：豆粕 1 月基差



数据来源：wind 中辉期货

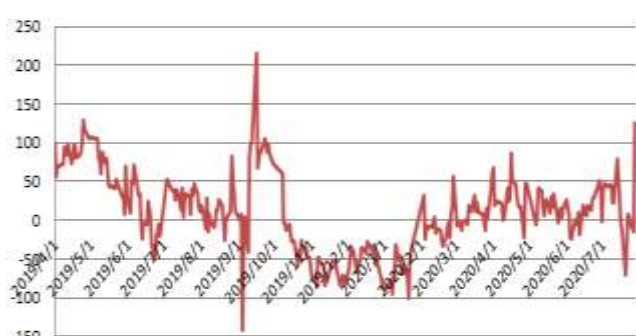
7 月，基差探低回升，在豆粕持续供应状态下，现货价格逐步较期货走强，一定程度上反映出现货需求的逐步好转，对现货价格的提振。

图 34：菜粕 9 月基差



数据来源：wind 中辉期货

图 35：菜粕 1 月基差

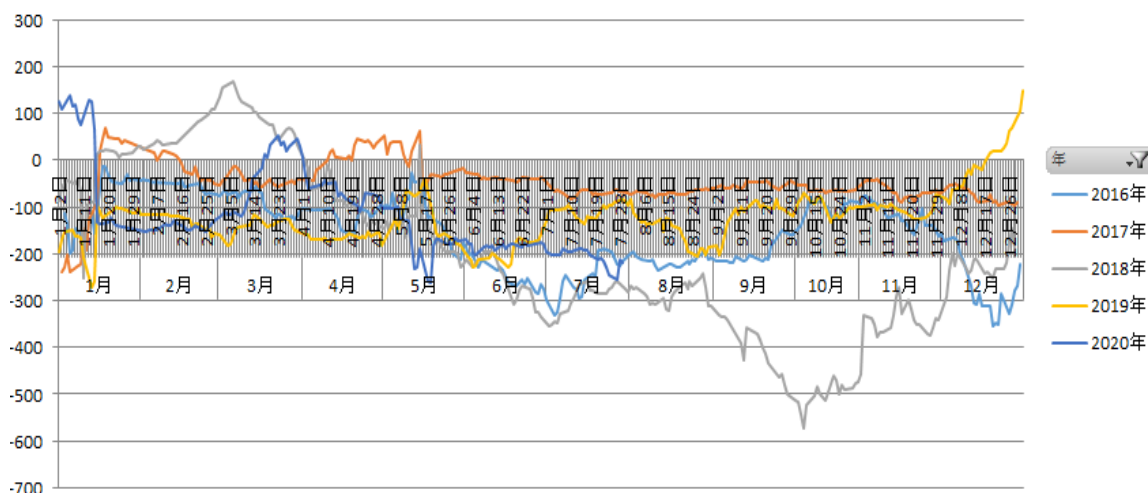


数据来源：wind 中辉期货

加籽进口持续受限，导致国内菜籽供应下降，菜系整体呈现偏紧状态，豆粕最大程度上对菜粕形成替代，菜粕在供需均偏紧，整体消费量下降的局面下，基差波动相对较小，基本维持区间内波动。

5.2 关注豆粕 5-1 价差正套机会

图 36： 豆粕 5-1 价差



数据来源：wind 中辉期货

美豆种植良好，丰产概率大增，5-1 价差在持续回落后，存在修复上行的要求，可关注 5-1 正套机会。对正套的风险提示：1) 美豆减产 2) 四季度中国停止美豆进口等影响到大豆供应的突发事件。

6 后市风险点

6.1 中美关系进展将影响后续美豆及玉米等农产品价格

年初，中美协议得到达成，中方承诺加大农产品进口约 320 亿美元，其中美豆进口关税下调恢复原先水平。就目前国内大豆进口需求来看，仍有部分缺口存在，中美贸易进展情况将会对国内大豆缺口部分（即尚未进口预订部分）价格产生影响，但因为缺口量较小，目前来看，未确定进口量在 500-1000 万吨，因此中美贸易关系对豆粕总体价格实质性影响较为有限。

市场传言中美代表将于 8 月就第一阶段贸易协议举行会谈，从目前采购进展来看，采购金额不足协议的四分之一，如果中国继续落实协议内容，需警惕后期美豆、玉米、DDGS、高粱、大麦、棉花等农产品进口对国内市场造成的冲击，其中美豆、DDGS 将会对豆粕价格造成直接影响。

6.2 美豆大概率丰产或抑制后期价格上行空间

6.3 加籽进口放开

就目前的发展形势来看，加籽进口受限的状态会一直持续，这也直接导致国内菜粕供应维持相对偏紧的状态。但是如果一旦加籽进口放开，则会导致之前豆粕对菜粕的替代性消费下降，对豆粕价格将会形成利空影响。

7 后市展望

全球大豆丰产基调已定，其中巴西和阿根廷增减互抵，美豆产量供应同比大幅增长，从供需的角度，是可以满足国内大豆饲料需求的。美豆进口变数仍存，但从目前的进口预估来看，年内（12 月底）大部分大豆进口供应已经落定，可影响的剩余未进口量较少，约 500-1000 万吨，即便后期美豆进口存在变数，变相进口会导致部分成本增长，但总体影响预期有限。

而另一方面，从需求的角度来说，虽然年生猪存栏预期将得到一定程度的恢复，而且是由政府主导的存栏恢复，但在人口没有急速增长变化的情况下，肉蛋白需求总量增幅有限，生猪的存栏恢复一定程度上将会降低肉鸡的存栏，也就是需求端将呈现彼涨此消逐步演化的过程，饲料总量或有同比小幅增长，但增量预期不能过度乐观。就近期情况来看，蛋鸡养殖利润得到修复，肉鸡养殖虽有小幅亏损，但整体相对平稳，生猪存栏消费增加较快，高额的养殖利润和政府补贴刺激大型生猪集团仍在积极的扩张当中，整体饲料消费逐步走好。

就近期来看，7月、8月月均1000万吨的大豆到港，一定程度上增加国内豆粕的供应压力，不过这个供应充足的事实也正被市场逐步消化的过程当中，而现货基差由弱转强，侧面也反映出现货相对最糟糕的局面也在逐步好转，需求逐步好转对现货价格构成了支持。因此豆粕操作上，不宜追高操作，短期思路仍以逢低看多为主，等待回调企稳看多，但上行空间不宜预期太高，短期及短线顺势逢低参与为主。豆粕2101合约8月将主要维持2850元至3050元区间运行为主。2920元以上短期多头格局依然占据主导，若失守2920元则需警惕短期走势有下探2850元方向寻求支持的要求。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！