

低库存+潜在利多，豆油后市将持续上涨？

摘要 CBOT 大豆阶段性见顶，但 5、6 月份美豆种植期仍具上行基础。巴西收割延迟仅是阶段性现象，丰产预期未变，4 月巴西豆将大量到港。国内豆油需求高速增长，库存处于近五年同期最低位，同时豆粕库存高企，支撑豆油价格。饲料替代方案从长期看将减少豆粕使用量，从而降低大豆进口，进一步减少豆油供应，对油脂间接利好。从盘面看虽然目前豆油处于高点，有回调趋势，但综合基本面看，不具备大幅下跌的条件，大概率平台调整，且调整结束后极有可能继续上涨。

1、成本支撑减弱，原料供应高峰即将到来

从 1 月中旬开始，CBOT 大豆便放缓了上涨进程，开启高位徘徊模式。影响价格的两大关键点：一是美豆库存，二是南美天气。

其中，美豆库存的影响正在持续弱化。因南美大豆上市延迟，美豆出口的窗口期被延长到现在，随着南美开始大量出口，前期支撑 CBOT 大豆大涨的低库存因素将不复存在。

至于南美天气，需要辩证来看。虽然市场上有炒作南美天气的氛围，但盘面并不强，而是偏强震荡的状态，相比于其他的天气炒作弱了很多。而且，从本质上来说，巴西在收割季降雨过多，仅仅是延迟了大豆的收割，巴西今年的总产量还会继续创新高，美国农业部这个月给出的巴西产量预估是 1.34 亿，高于上月预估值。因此巴西港口大量待装的货轮，或许只是一种阶段性现象。

目前巴西收割已过半，收割率达到 59%，随着收割不断推进，出口量将攀升，估计 4 月份到港量将逾千万吨之多。届时，我国港口大豆供应将达到高峰。

基于以上，我们认为 CBOT 大豆或许已经是阶段性见顶，后期主要以调整为主。但是调整过后，5、6 月份美豆种植阶段，天气问题有可能再次发酵，虽然美豆种植面积基本确认增加，但极低的库存，使得 CBOT 大豆仍然具备上行基础。

2、需求快速增长，豆油库存低位徘徊

中国市场的强劲需求是 2020 年 CBOT 大豆牛市行情中最为有力的推手。中国需求的源头，除了战略储备和中美贸易协议的履行之外，市场上普遍认为，生猪

复养良好对饲料需求的增长是推动中国采购大豆的最主要原因。但我们回过头看 2020 年的消费数据却发现，2020 年豆油消费同比增长 8.3%，豆粕消费同比增长 7.1%。也就是说，豆油消费的增长快于豆粕，这还是在疫情下油脂消耗大幅减少的情况下。而且也正是因为高速增长的消费量，在大豆供应和油厂压榨量同步上升的情况下，豆油库存却并没有过高积累。目前豆油商业库存仅 73 万吨，处于近五年同期的最低位。

3、豆粕库存矛盾短期难以扭转

极低的豆油库存和极高的豆粕库存是目前油粕市场的核心矛盾。针对这种现象，油厂能够采取的措施有两种：一是豆粕降价处理，以快速消耗豆粕库存，二是降低开机率，等待库存消耗。如果是第一种，降价销售豆粕，那么就必须考虑压榨利润。目前的榨利并不乐观，3 月船期的美湾大豆与美西大豆榨利均为亏损，巴西豆榨利 100 元/吨左右，阿根廷大豆压榨亏损。如果豆粕降价，为了不扩大亏损，油厂需要继续拉高油价，以油的利润弥补粕的亏损。如果是第二种，降低开机率，等待豆粕的库存逐步消耗，那么本已库存低位的豆油供应将更加紧张。因此，在豆粕需求没有好转的情况下，豆油的低库存便是其最坚实的支撑。尤其目前生猪养殖在非洲猪瘟的影响下恢复缓慢，短时间内豆粕库存难以快速消化。

4、饲料替代间接利好豆油

3 月 15 日，农业农村部出台《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，在玉米大豆供应趋紧、价格高企的背景下，方案旨在降低料中玉米、豆粕占比，从而降低饲料成本，减少对原料进口的依赖。方案中制定了详细的进程表，要求 4 月底前，完成技术体系集成与示范推广工作方案，年内组织开展示范推广。可以看出国家层面对豆粕替代的重视程度。

也许替代过程可能面临诸多困难，比如，饲养效果达不到预期，养殖周期拉长，肉质发生变化等等。但从长期的角度，豆粕饲用需求呈下降趋势是大概率事件。目前豆粕在饲料中的比例，根据不同的饲养品种和养殖周期，基本在 12%-20% 的范围内。豆粕使用比例每下降 1%，豆粕使用量将减少 300 万吨，大豆进口量可减少 380 万吨（以饲料年产量 3 亿吨计算）。以豆粕在饲料中的配比减半来计

算，大豆进口减少量约在 2280-3800 万吨，与 2020 年 1 亿吨的大豆进口量相比，减少幅度为 $1/4-1/3$ ，对应豆油的产量也将减少 $1/4-1/3$ 。若豆油需求维持不变，那么届时豆油将出现供不应求的局面，进口依赖将上升。而目前全球对可再生柴油以及生物柴油的推广，极大可能仍使国际油脂处于供应紧张局面。

后续展望：从盘面看虽然目前豆油处于高点，有回调趋势，但综合基本面看，极低的库存是其最坚实的支撑，豆油暂不具备大幅下跌的条件，大概率平台调整，且调整结束后极有可能继续上涨。