

2020-07-02

产业服务总部

饲料养殖团队

## 豆粕半年报

# 底部抬升，高度受制于天气与中美关系

### 报告要点

外围市场供需焦点由南美转向北美。美旧作库存处于历年高位，加之新作预期丰产，供应端压力不减，但盘面利空已兑现，且美豆进入关键生长期，天气炒作很容易带动价格低位反弹，此外，中美第一阶段协议稳步推进和价格优势体现，美豆出口需求增长潜能也给予价格支撑，但涨幅取决于产地天气和美豆出口情况。

国内供需方面，非洲猪瘟导致三元猪留种较多，生产效率降低 1/3，生猪产能延后，而上半年家禽养殖利润较 2019 年大幅下滑，禽类需求增长受限，养殖需求恢复还需时间，但生猪产能确定性增加，豆粕需求长期维持增长态势。供应端，三季度进口大豆高到港高压榨，豆粕供应充裕，现货会继续承压，但进口压榨利润恶化，四季度买船偏少，叠加中美关系存在不确定，后期供应存在偏紧预期，支撑豆粕远月价格。

成本方面，中美签订第一阶段协议和中国疫病好转，对国内经济有正面预期，但中美要完全达成一致还需时间，预计人民币汇率 7-7.1 波动；我们按照美豆价格底部 850 美分/蒲式耳、豆油粕比 2、人民币汇率 7.05、新作升贴水最低 150 美分/蒲式耳测算，预计下半年豆粕底部 2700 元/吨。

**综合以上分析，美豆在供应增加与需求提升间博弈，走势宽幅震荡，等待天气和中国需求打破僵局，下游养殖需求确定恢复，下半年供应预期前松后紧，整体豆粕远月价格向上弹性大。操作上，豆粕 01 价格底部预计 2700-2750，建议投资者可以参考底部价格逢低做多，饲料养殖企业逢低补库。**


风险点：中美贸易关系恶化；非洲猪瘟大面积爆发；北美天气异常；新冠疫情第二次爆发。

### 公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询  
业务资格：鄂证监期货字[2014]1  
号

### 饲料养殖团队

#### 研究员

 韦蕾

☎：(027) 65261505

✧ 从业证号：F0244258

✧ 投资咨询编号：Z0011781

## 一、上半年行情回顾

2020 年上半年行情主要受国内外新冠疫情和南美大豆供需主导，豆粕价格先扬后抑，呈现宽幅震荡行情，美豆主力波动区间 818-961 美分/蒲式耳，豆粕主力合约波动区间为 2527-3011 元/吨，具体来看：

1 月-3 月下旬，豆粕走势先抑后扬，12 月中旬中美达成第一阶段贸易协议，但南美供应庞大，进口大豆成本坍塌叠加国内临近春节豆粕需求逐步转淡，1 月开始豆粕价格一路下跌。受 1 月下旬国内新冠疫情爆发，豆粕 2 月 3 日开盘大幅低开，期货主力最低达到 2527 元/吨，不过各地封城封路，饲料供需错配令价格快速反弹。再加上 3 月中旬海外疫情扩散，南美大豆供应担忧加剧，以及国内大豆和豆粕库存处于极低水平，豆粕开启大幅上涨模式，期货价格一度临近 3000 元/吨，全国最低价的东莞地区现货价格突破 3100 元/吨。

3 月下旬-6 月，豆粕走势先抑后扬，受内强外弱格局影响，进口大豆榨利良好，进口买船积极，虽然海外疫情严重，但市场担忧的南美大豆运输并未出现问题，国内豆粕供应紧张趋势逐步得到改善，豆粕价格快速回落，5 月 14 日期货主力跌至 2690 元/吨低位，东莞豆粕 09 基差从 3 月底最高 260 元/吨附近跌至-47 附近。随后中美关系有紧张迹象，离岸人民币汇率一度贬值至 7.17，巴西库存见底升贴水持续上涨，提升进口大豆成本，且美豆进入播种生长期，令市场心态改善，豆粕期货开始震荡回升，但国内庞大的大豆供应压力令基差延续弱势，豆粕 09 在 2750-2900 元/吨偏强震荡，东莞豆粕 09 基差跌至-153 元/吨。

图 1：美豆主力走势

图 2：豆粕主力走势



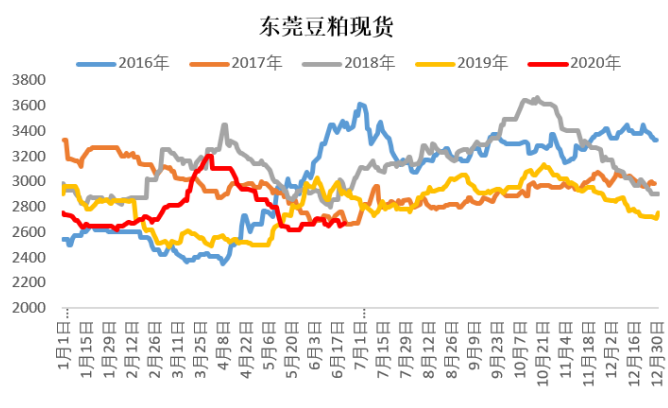
资料来源：博易大师 长江期货

图 3：豆粕现货走势（元/吨）

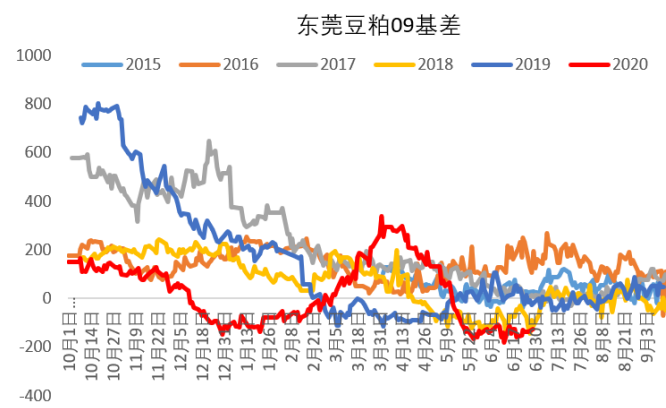


资料来源：博易大师 长江期货

图 4：豆粕基差（元/吨）



资料来源：Wind 长江期货



资料来源：Wind 长江期货

## 二、下半年市场分析

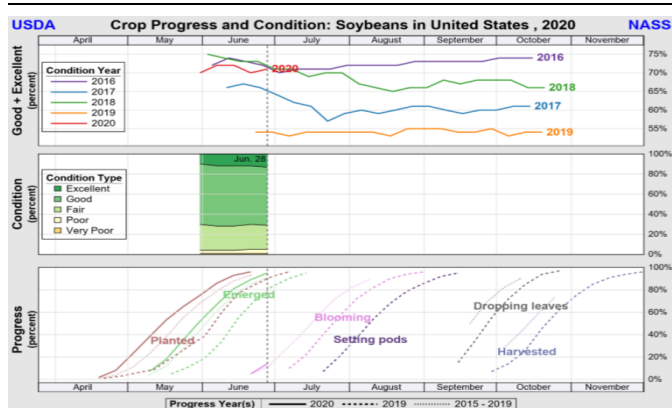
下半年的交易重心集中在美豆新作供需、国内大豆进口节奏以及养殖需求恢复水平上。

### 1、美豆新作预期增产，警惕天气炒作

下半年市场供应主要由南美转向北美新作，尽管 2019/20 年美豆减产，库存大幅下滑至 1592 万吨，但由于库存仍处于高位，令美豆价格持续低迷。目前美豆处于种植生长期，整体播种生长顺利，根据 USDA 作物生长报告，截至 6 月 28 日当周，20/21 美豆优良率 71%，高于预期 70% 和五年均值 64%。6 月 30 日 USDA 预估美新作种植面积增 10% 至 8382.5 万英亩，而天气方面，7-8 月为大豆关键生长期，美国气候预测中心 CPC 称当前天气厄尔尼诺中性，北美夏季中性气候概率达 60%，从 NOAA 未来三个月的降雨量来看，美豆产区降雨较为充足，利于美豆生长。按照 USDA 6 月报告预估单产增 5%，2020/21 年度美豆产量同比增产 16% 至 1.125 亿吨。

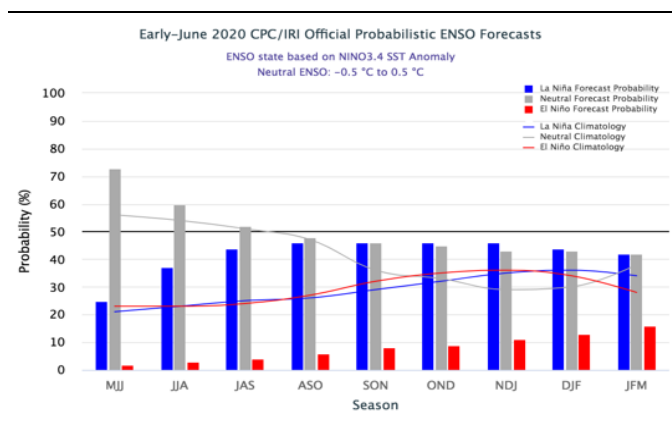
虽然美豆丰产会继续压制价格，但市场对此已有预期，利空效应边际递减，利多的消息会更为敏感。如果后期天气发生不利，很容易带动美豆低位反弹。后期需警惕天气炒作对市场价格的影响。

图 5：美豆生长状况



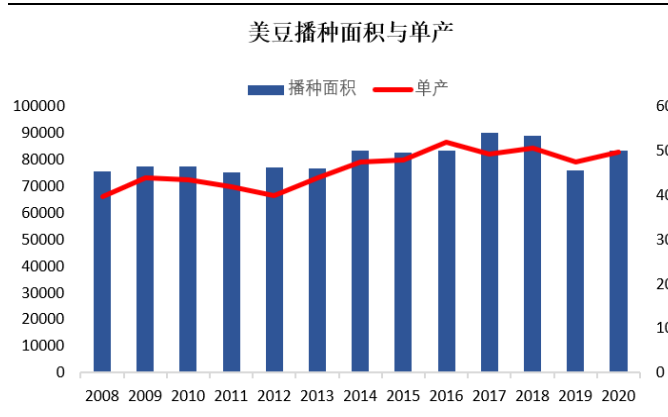
资料来源：USDA 长江期货

图 7：ENSO 预报



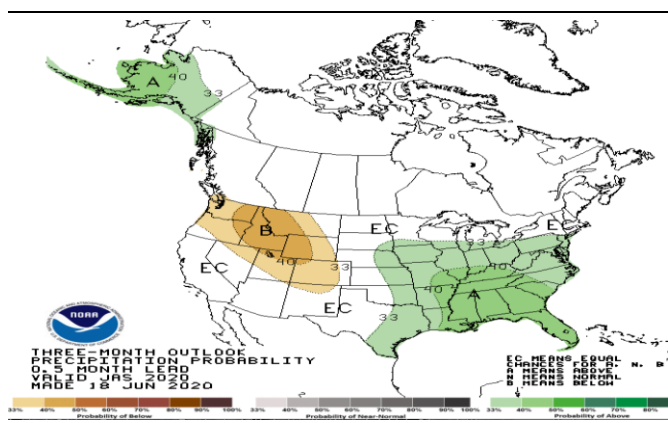
资料来源：NOAA 长江期货

图 6：美豆播种面积与单产



资料来源：USDA 长江期货

图 8：美豆未来 3 个月降雨



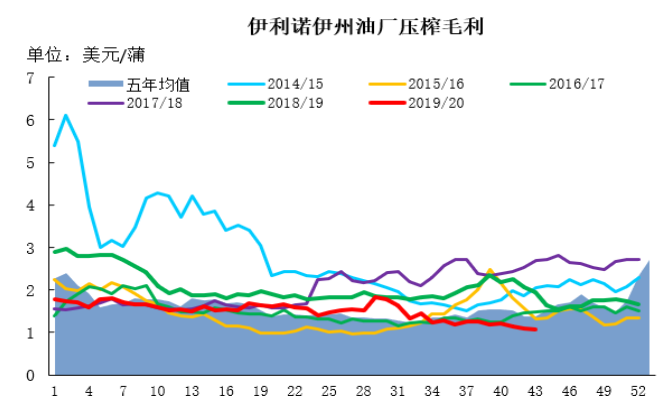
资料来源：NOAA 长江期货

## 2、巴西大豆库存减少，美豆出口优势体现

需求方面，6 月 USDA 对美豆压榨需求已上调极限，需求亮点要聚焦美豆出口。根据美国油籽加工商协会数据，2019 年 9-5 月美豆压榨量为 15.33 亿蒲式耳，目前只完成 USDA 目标的 71.6%，而美国新冠疫情严峻，下游养殖业需求下滑，伊利诺伊州油厂压榨利润下滑，美豆压榨需求难再提升。

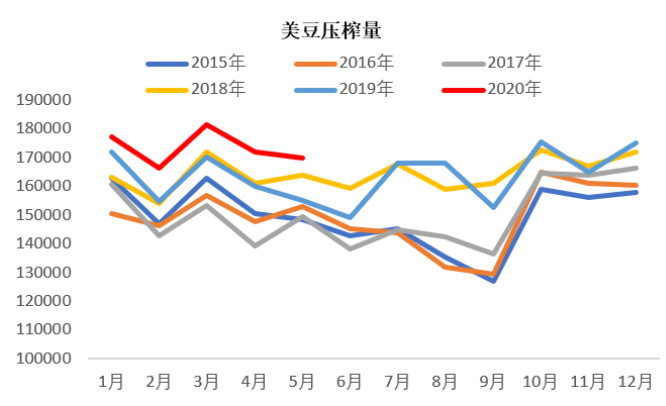
而出口方面，6月 USDA 下调旧作出口，并上调新作出口，因为4月开始美新豆出口需求明显好转。截至6月18日当周，2019/20年度美豆累计出口4480万吨（完成99.8%）；2020/21年度美豆累计出口609万吨，完成10.9%，同比增378万吨，出口中国344万吨，同比增331万吨。我们认为后期美豆出口需求有继续增加潜力，一是，上半年雷亚尔大幅贬值提升巴西大豆出口竞争力，市场采购以南美豆为主，2020年1-5月份巴西大豆出口总量达到4813万吨，同期增长37%，其中73%的大豆运往中国。随着超高出口后，目前巴西2019/20年度旧作大豆销售已经超过85%，该销售进度高于三年均值的70%；同时巴西农民还销售了超过33%的2020/21年度的新作大豆，较三年均值高20%，巴西大豆的可供出口量正在减少，远期大豆贴水走强，叠加雷亚尔升值，美豆出口优势体现。二是，1月中美第一阶段协议签署，根据协议内容，国内每年要采购400亿美元的美国农产品，截至6月中旬，中方已采购100多亿美元美国农产品，如果中美贸易不生变数，后期协议继续执行，将有利美豆出口。后期需关注巴西汇率、中美贸易关系。

图9：伊尼诺伊油厂压榨毛利



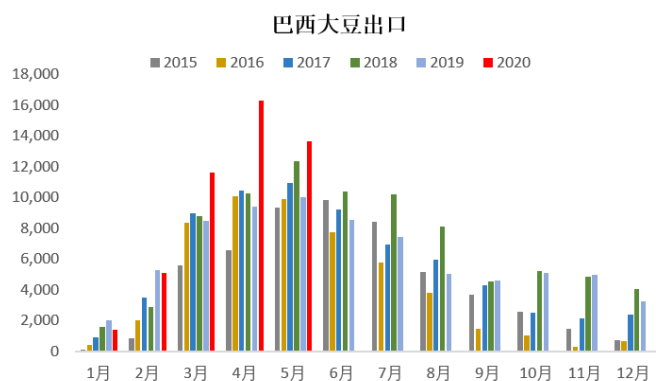
资料来源：Wind 长江期货

图10：美豆压榨量



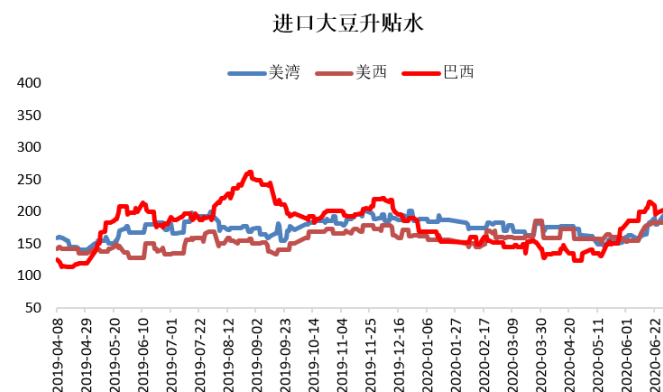
资料来源：Wind 长江期货

图 11: 巴西大豆出口量



资料来源: Wind 长江期货

图 12: 进口大豆升贴水报价



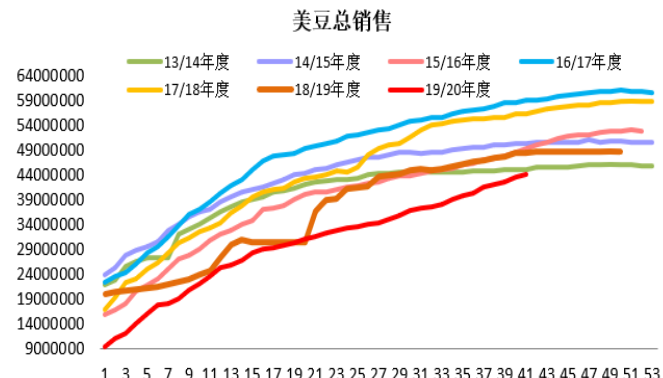
资料来源: Wind 长江期货

图 13: 巴西汇率



资料来源: Wind 长江期货

图 14: 美豆总销售



资料来源: Wind 长江期货

### 3、三季度国内豆粕供给充裕，四季度预期偏紧

二季度丰厚的大豆压榨利润刺激了油厂买货热情，而全球新冠疫情对巴西游装影响并未发生，国内大豆到港量庞大，7月份国内各港口进口大豆预报1039.8万吨，8月初步预估950万吨，9月初步预估维持810万吨，10月份初步预估730万吨，受庞大供应压力，油厂开机率高位，豆粕库存攀升。6月全国大豆压榨总量825万吨，低于上月840万吨，但高于去年同期的730万吨。截至6月26日，沿海油厂豆粕库存连续10周增加至96.47万吨。虽然8-9月国内的到货量较5-7月下降，但仍是近五年的高位。如果巴西大豆装运不出问题，由于夏季大豆容易发热变质，油厂开机率会保持高位，那7-8月压榨量预估800万吨左右，三季度豆粕供给将十分充裕。

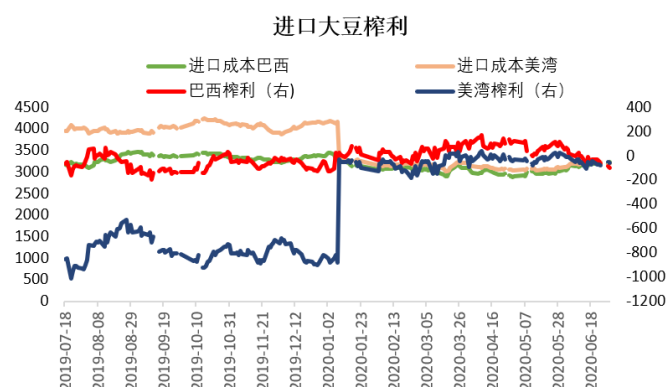
对于9月以后的大豆供应市场有偏紧预期，根据买粕网数据，目前国内8月大豆采购720万吨



基本完成，9 月已采七成，10 月只采三成，但进口大豆盘面压利已经转亏，不利于后期进口采购。

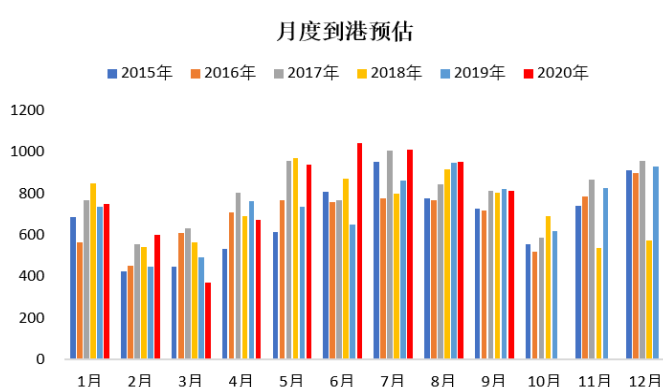
其次，每年 10 月至次年 3 月为美豆出口季，美国经历了上年度减产，目前新作处于播种生长期，美新作预期丰产，但 7-8 月为美豆关键生长期，天气升水还未注入盘面，一旦天气不利或中美关系紧张，都会营造四季度供应偏紧的氛围。但产区天气以及中美贸易关系不确定，供给变数很大，后期需关注美国产区天气、中美关系进展以及国内大豆采购进度。

图 15：进口大豆成本与盘面榨利



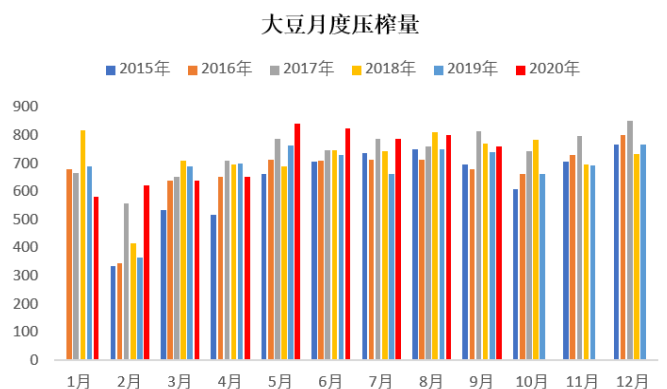
资料来源：Wind 长江期货

图 16：大豆月度到港量



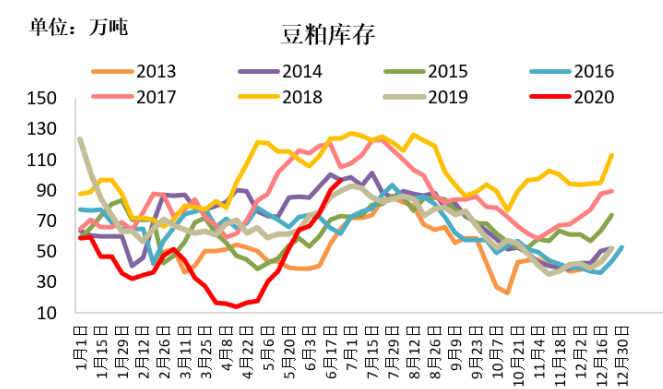
资料来源：天下粮仓 长江期货

图 17：大豆月度压榨量



资料来源：天下粮仓 长江期货

图 18：油厂豆粕库存



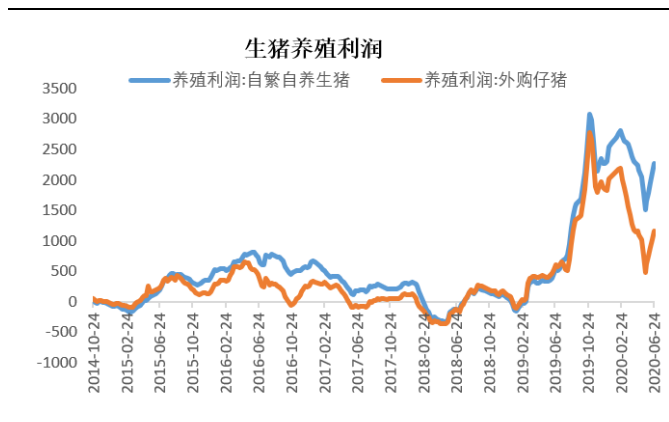
资料来源：天下粮仓 长江期货

#### 4、生猪产能逐步恢复，豆粕消费增加

随着国内新冠病毒的有效控制、国家政策支持生猪复产以及高利润刺激，国内生猪产能正在恢复，根据农业农村部数据，能繁母猪存栏 2019 年 10 月-2020 年 5 月份连续 8 个月环比增长，较 2019 年 9 月最低点累计增长 23.3%，但同比降幅仍达 8%。从生猪周期来看，能繁母猪存栏量恢复

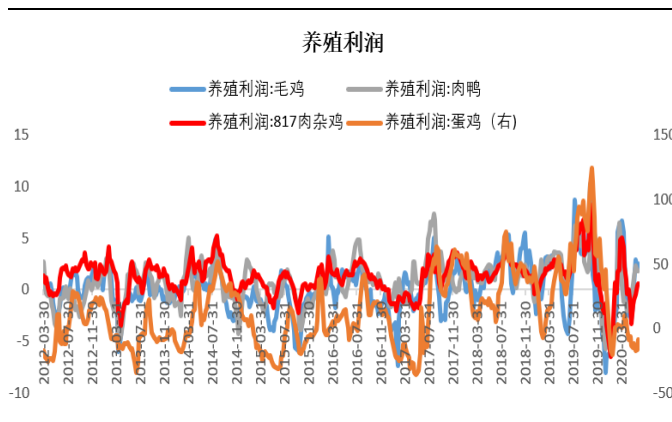
后 10 个月左右生猪出栏量恢复，由于非洲猪瘟导致三元猪留种较多，生产效率降低 1/3，生猪产能延后，根据草根调研了解上半年湖南、河南等地生猪产能大约恢复至猪瘟前的 30%-40%。禽类需求方面，随着生猪供应增加，禽肉替代消费减弱，2020 年上半年家禽养殖利润较 2019 年下滑，对于饲料消费支撑有限。根据天下粮仓数据测算，2020 年 1-6 月豆粕表观消费 3269 万吨，同比仅增 3.3%。短期来看，非洲猪瘟仍有爆发，养殖需求恢复还需时间，但生猪产能确定性增加，豆粕需求长期维持增长态势。

图 19：生猪养殖利润



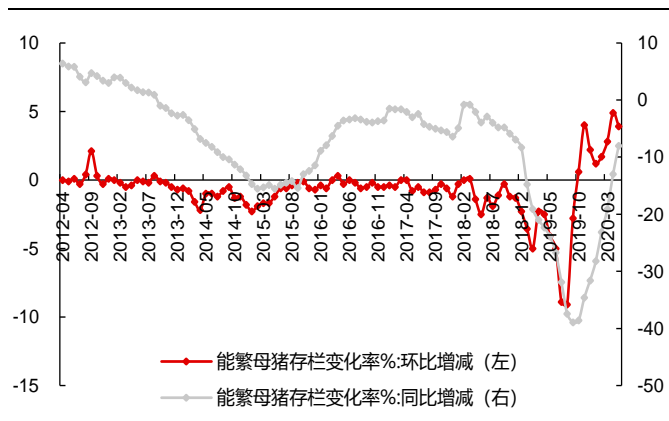
资料来源：Wind 长江期货

图 20：禽类养殖利润



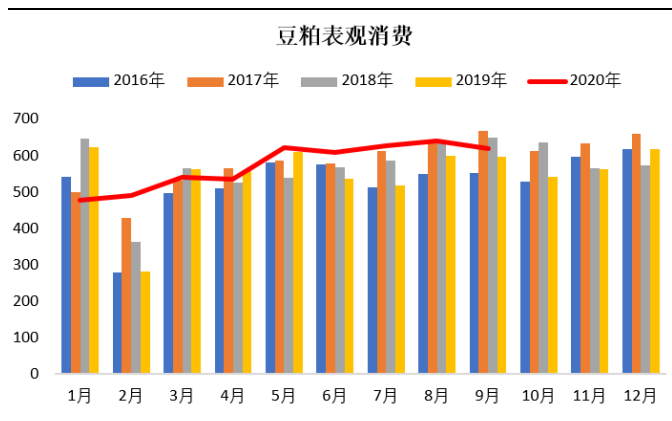
资料来源：Wind 长江期货

图 21：生猪能繁母猪环比同比幅度



资料来源：农业农村部 长江期货

图 22：豆粕表观消费



资料来源：天下粮仓 长江期货

## 5、进口成本支撑豆粕底部价格，关注人民币汇率波动

从我们大豆进口贸易来看，我国大豆进口依赖度高，其中豆粕生产所需的大豆几乎全部依赖进口，成本对国内豆粕价格支撑显著。中美签订第一阶段协议以及中国疫病好转，对国内经济有正面



的预期，人民币升值。虽然贸易战缓和，但中美要完全达成一致还需时间，预计人民币汇率 7-7.1 波动；由于美豆库存下滑和中国采购需求增加，预计美豆价格底部 850 美分/蒲式耳，我们按照豆油粕比 2、人民币汇率 7.05、新作升贴水最低 150 美分/蒲式耳测算，预计下半年豆粕底部价格 2700 元/吨。后期需关注人民币汇率变动。

表 1：豆粕保本成本预估表

美豆/巴西升贴水	140	150	170	180	210	230
800	2496	2571	2619	2646	2721	2769
820	2544	2619	2667	2694	2769	2817
850	2619	2694	2742	2769	2844	2892
900	2742	2817	2871	2892	2967	3021
930	2817	2892	2946	2967	3042	3096
960	2892	2967	3021	3042	3117	3171
1000	2994	3069	3117	3144	3219	3267
1050	3117	3192	3246	3267	3342	3397
备注：人民币 7.05，油粕比 2						

资料来源：长江期货

### 三、行情展望及策略

外围市场供需焦点由南美转向北美。美旧作库存处于历年高位，加之新作预期丰产，供应端压力不减，但盘面利空已兑现，且美豆进入关键生长期，天气炒作很容易带动价格低位反弹，此外，中美第一阶段协议稳步推进和价格优势体现，美豆出口需求增长潜能也给予价格支撑，但涨幅取决于产地天气和美豆出口情况。

国内供需方面，非洲猪瘟导致三元猪留种较多，生产效率降低 1/3，生猪产能延后，而上半年家禽养殖利润较 2019 年大幅下滑，禽类需求增长受限，养殖需求恢复还需时间，但生猪产能确定性增加，豆粕需求长期维持增长态势。供应端，三季度进口大豆高到港高压榨，豆粕供应充裕，现货会继续承压，但进口压榨利润恶化，四季度买船偏少，叠加中美关系存在不确定，后期供应存在偏紧预期，支撑豆粕远月价格。

成本方面，中美签订第一阶段协议和中国疫病好转，对国内经济有正面预期，但中美要完全达成一致还需时间，预计人民币汇率 7-7.1 波动；我们按照美豆价格底部 850 美分/蒲式耳、豆油粕比

2、人民币汇率 7.05、新作升贴水最低 150 美分/蒲式耳测算，预

计下半年豆粕底部 2700 元/吨。

**综合以上分析，美豆在供应增加与需求提升间博弈，走势宽幅震荡，等待天气和中国需求打破僵局，下游养殖需求确定恢复，下半年供应预期前松后紧，整体豆粕远月价格向上弹性大。操作上，豆粕 01 价格底部预计 2700-2750，建议投资者可以参考底部价格逢低做多，饲料养殖企业逢低补库。**

风险点：中美贸易关系恶化；非洲猪瘟大面积爆发；北美天气异常；新冠疫病第二次爆发。

## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。

## 武汉总部

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430000

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn> 免责声明