

品种：豆粕

需求恢复缓慢，远月豆粕可期

——2021

年二季度豆粕投资策略展望

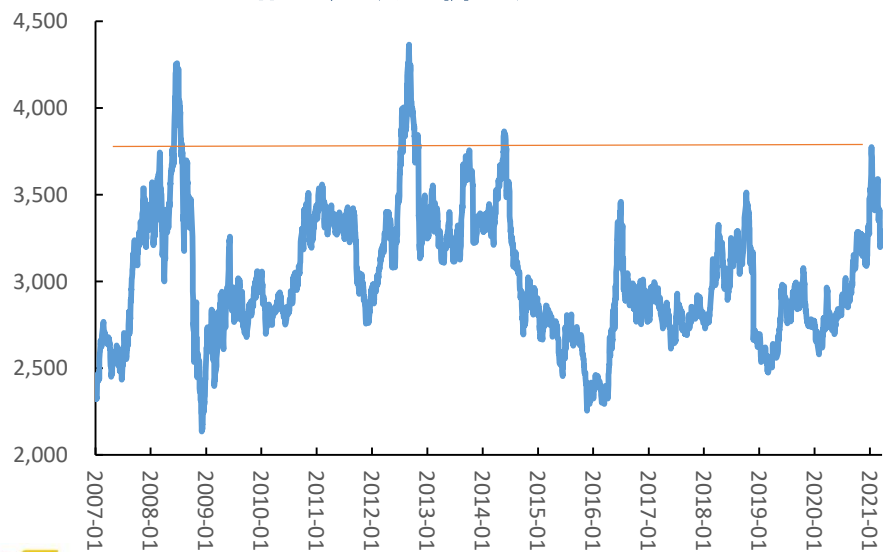
关注焦点

- 美豆旧作销售接近完毕，旧作结转库存偏低，市场等待3月底种植报告，美玉米或影响大豆种植，报告预计偏利多，此外拜登政府的清洁能源政策利于生物柴油，也会促进大豆需求。
- 巴西收割、物流偏慢及阿根廷干旱问题支撑美豆，虽然南美丰产无疑，但是结转库存提升或有限，美豆盘面预计维持偏强。
- 非瘟复发，部分地区存栏受到损失，但是养殖利润可观，规模化养殖利于非瘟控制，有望促进存栏恢复，但是受小麦等替代，需求恢复缓慢。
- 国内大豆集中到港要在5月附近，在此之前国内豆粕处于供需两弱状态。
- 随着油脂供应缓慢增加，压制豆粕的因素逐渐淡化。

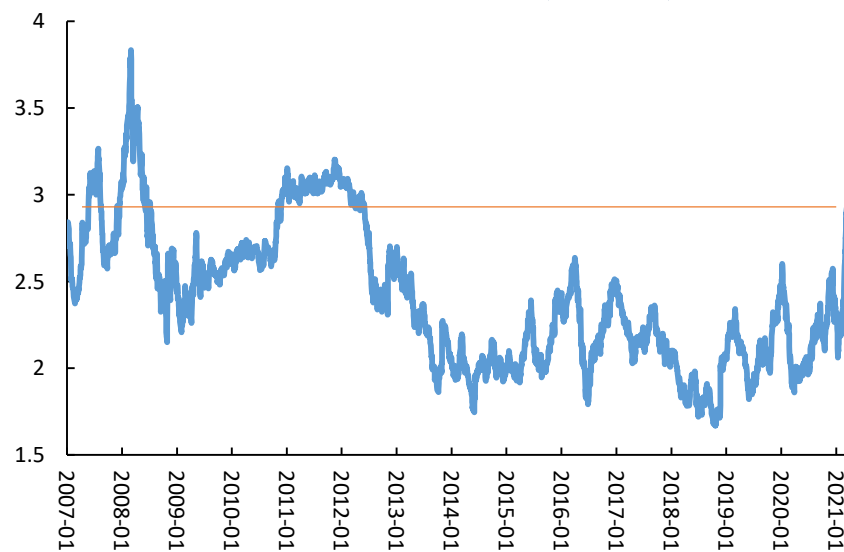
豆粕及油粕比走势

- 节前下游担心新冠疫情下物流及工厂开机问题，大量备货，盘面冲高至近几年高位。
- 节后部分地区非洲猪瘟复发，下游担心豆粕需求，盘面和基差大幅下跌，豆粕05合约回调至3100附近开启反弹。
- 油强粕弱格局下，油粕比升高至3附近。

豆粕主力收盘价（元/吨）



豆油/豆粕主力收盘价

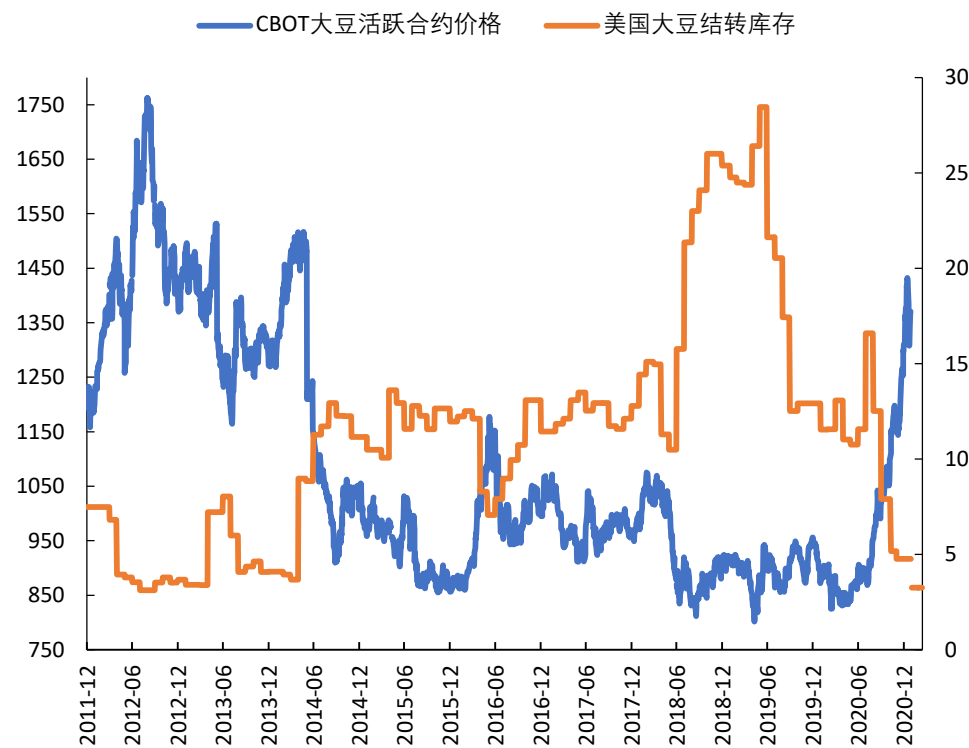


资料来源：Wind，申万期货研究所

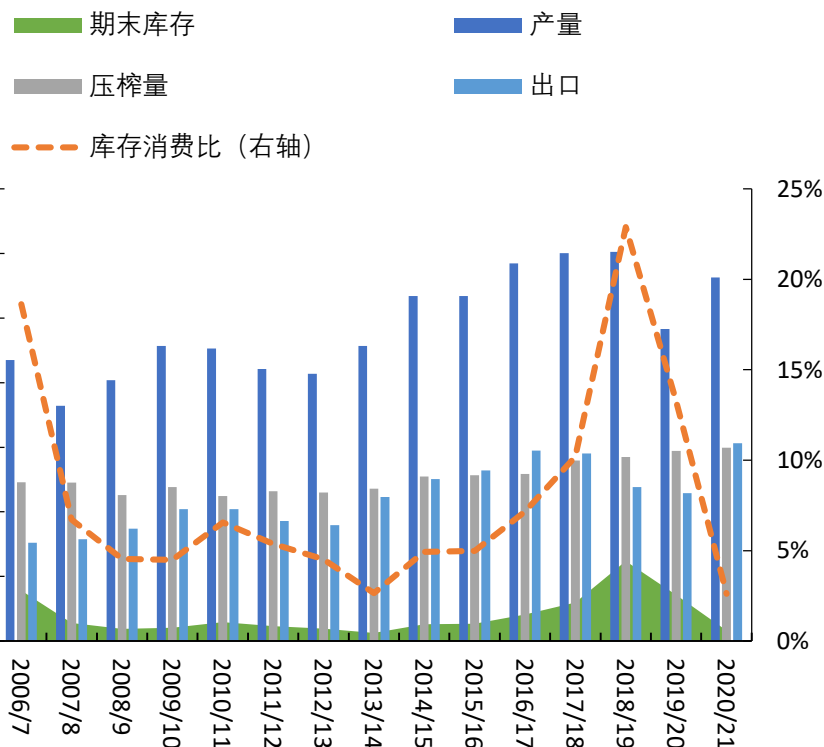
美豆库存消费比历史新低

■ USDA3月报告中，2020/21年度美豆结转库存325万吨，库存消费比2.61%。

CBOT大豆活跃合约价格（美分/蒲式耳）、美国大豆结转库存（百万吨）



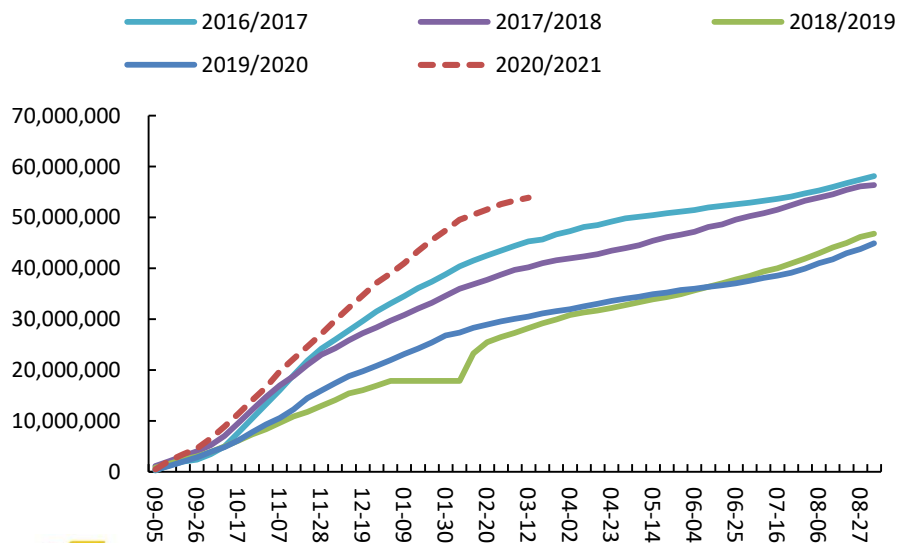
美国大豆平衡表、库存消费比（百万吨，%）



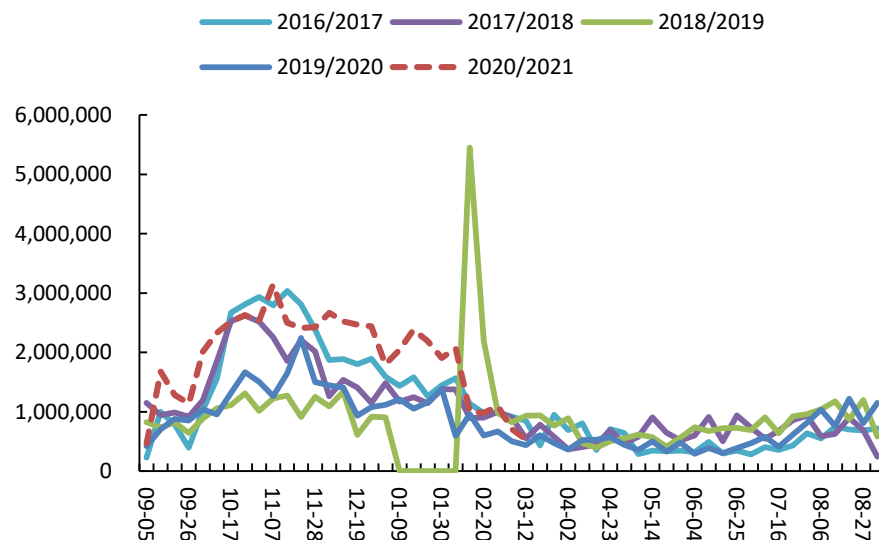
美豆销售进度接近完成

- 截至3月11日，美豆周度出口53万吨。
- 累计出口6063万吨，完成年度出口目标6124万吨的99%。

美豆累计出口量（吨）



美豆周度出口量（吨）

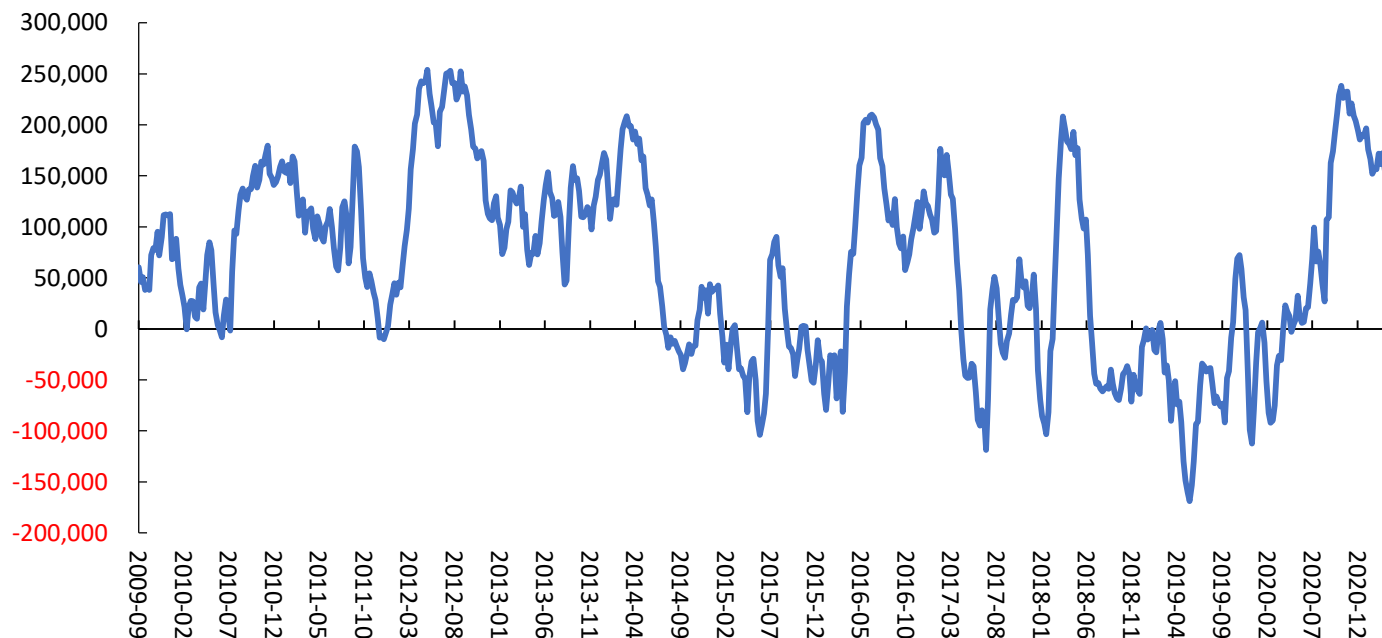


资料来源：USDA, Wind, 申万期货研究所

美豆基金持仓

- 美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的数据显示，截止到3月16日这一周，管理基金在大豆期货及期权上多头部位减少2839至169014，空头部位增加722至12974，表现为管理基金持有净多头部位减少3561至156040。

基金持仓（手）

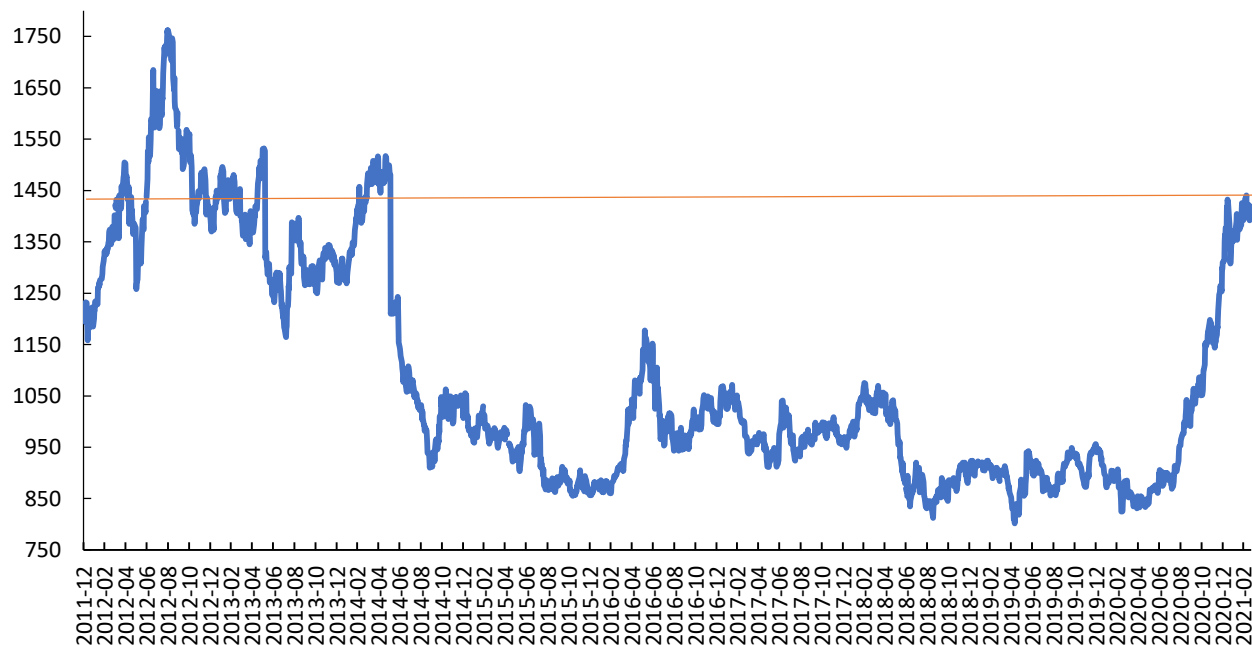


资料来源：Wind，申万期货研究所

美豆盘面走势

- 美豆旧作库存偏低，巴西收割和物流偏慢，支撑美豆，上方受到南美丰产压制，美豆主力在1400美分/蒲式耳附近横盘较久，而后期走势取决于阿根廷减产程度和3月底美豆种植报告，而拜登政府的清洁能源政策有利于生物柴油，促进大豆需求。3月底种植报告预计受玉米影响偏利多，总体美豆盘面维持较强。

CBOT大豆主力收盘价（美分/蒲式耳）

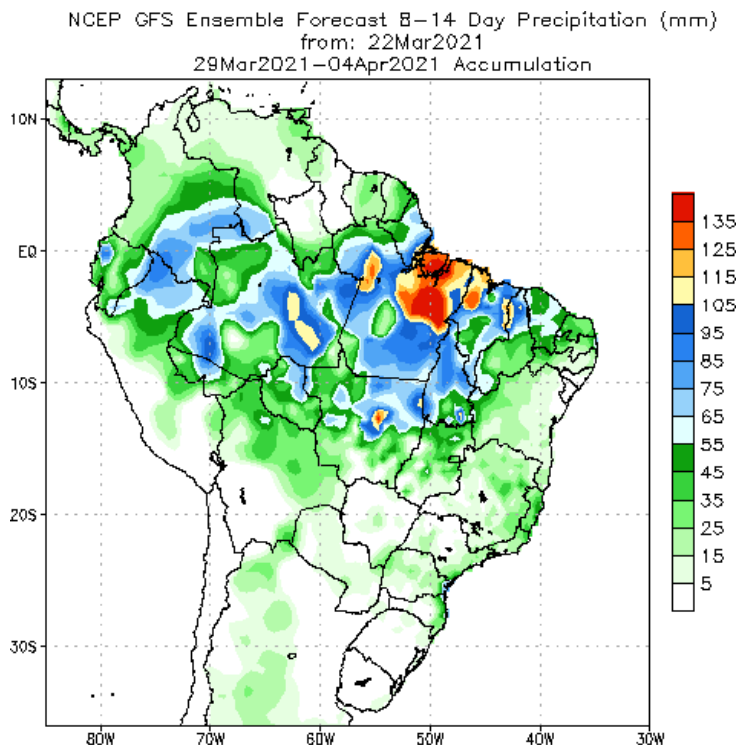


资料来源：Wind，申万期货研究所

南美未来降雨情况

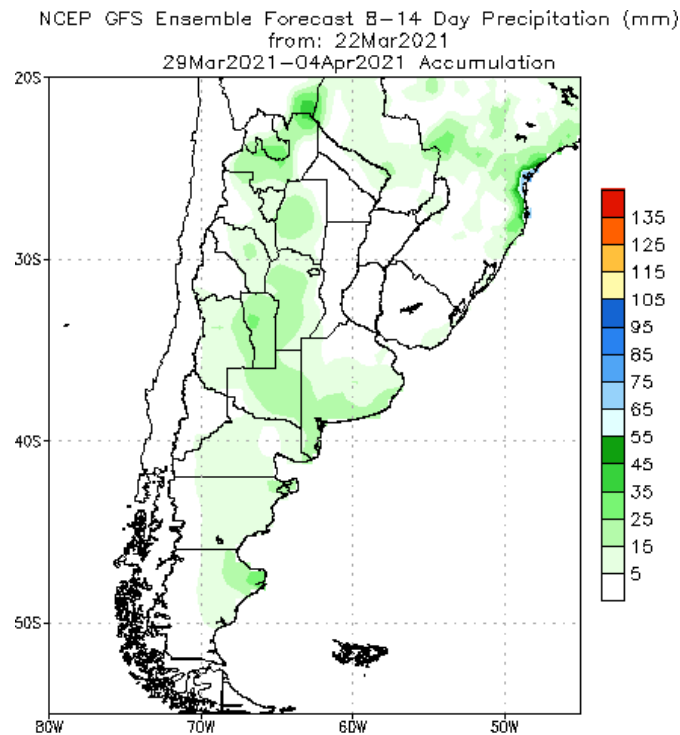
- 未来3月29日-4月4日巴西东北部地区降雨偏多，中部有零星降雨，天气总体利于收割。
- 阿根廷降雨偏少，尤其是潘帕斯地区。

3月29日-4月4日巴西降雨预报



Bias correction based on last 30-day forecast error

3月29日-4月4日阿根廷降雨预报

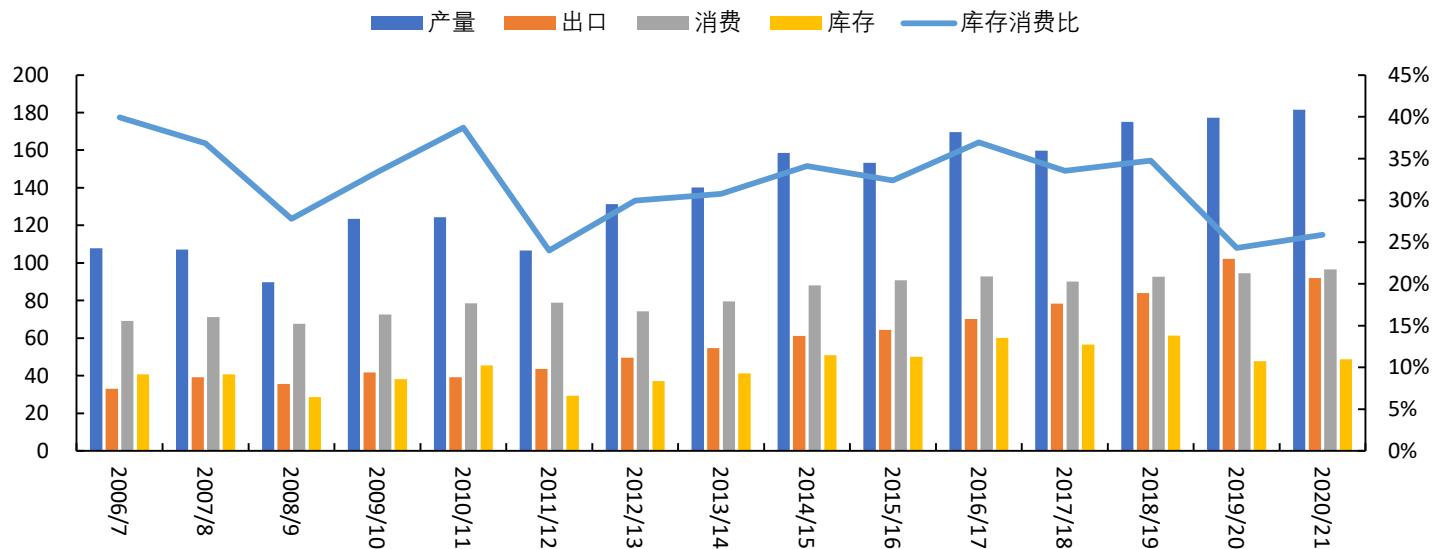


Bias correction based on last 30-day forecast error

南美新作丰产

- USDA3月报告中，下调2020/21年度阿根廷产量50万吨至4750万吨，上调巴西产量100万吨至1.34亿吨。
- 巴西+阿根廷产量总计1.815亿吨，高于上一季的1.773亿吨，也是历史新高。库存增加100万吨至4880万吨，库存消费比升高至25.88%。

巴西+阿根廷大豆平衡表（百万吨，%）

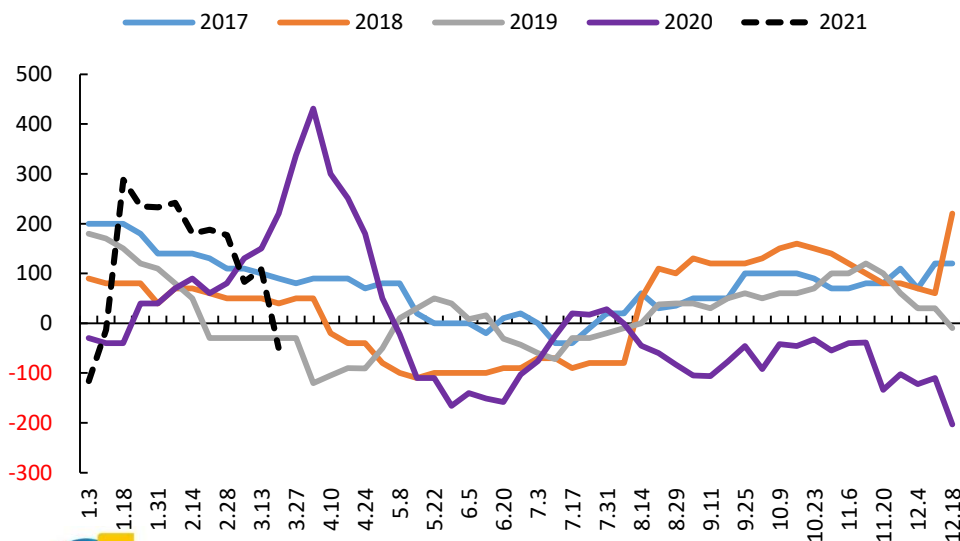


资料来源：USDA，Wind，申万期货研究所

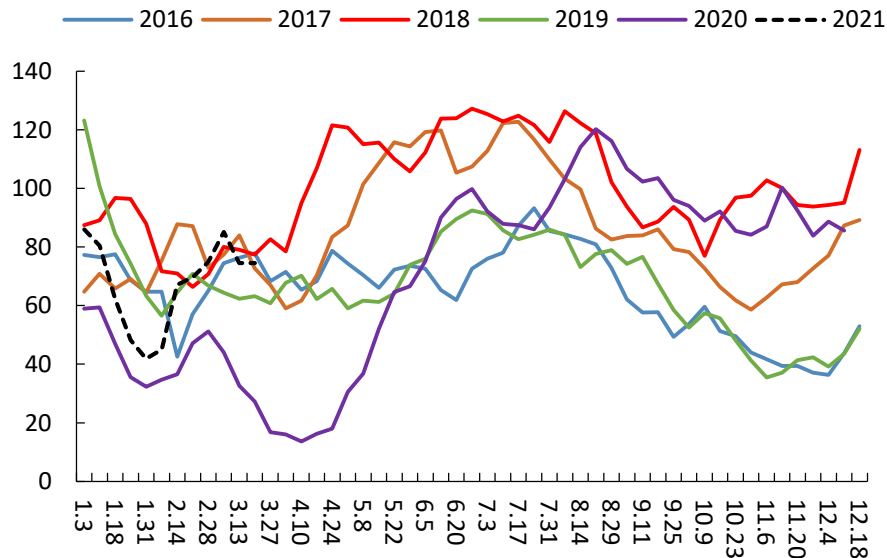
豆粕库存高位，基差持续走弱

- 截至3月19日，沿海豆粕库存小幅增加至74.53万吨，库存处于近几年较高的位置。
- 春节前市场担忧疫情对物流和工厂开机等有影响，大量备货，节后非洲猪瘟在部分地区较为严重，市场担忧豆粕需求，豆粕基差持续走弱，目前江苏豆粕现货基差在05-60左右。

江苏豆粕现货基差



国内豆粕库存（万吨）

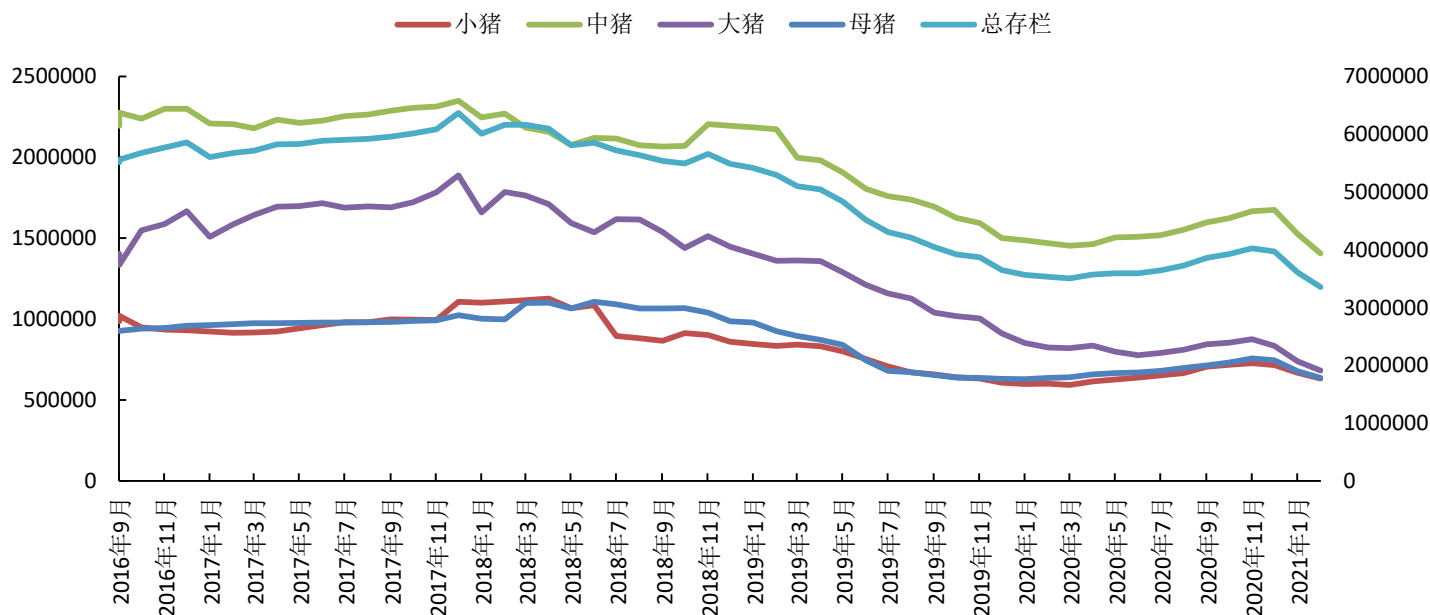


资料来源：海关总署，天下粮仓，Wind，申万期货研究所

生猪存栏情况

- 截至2月底，样本企业：
- 能繁母猪存栏量继续下降5.97%，连续三个月环比降低，接近2020年2月。
- 50公斤以下小猪存栏量下降4.83%，连续两个月环比降低，接近2020年6月。
- 50-80公斤的中猪存栏量下降7.92%，连续两个月环比降低，低于2020年最低的3月。
- 80公斤以上的大猪存栏量下降7.81%，连续三个月环比降低，低于2020年最低的6月。

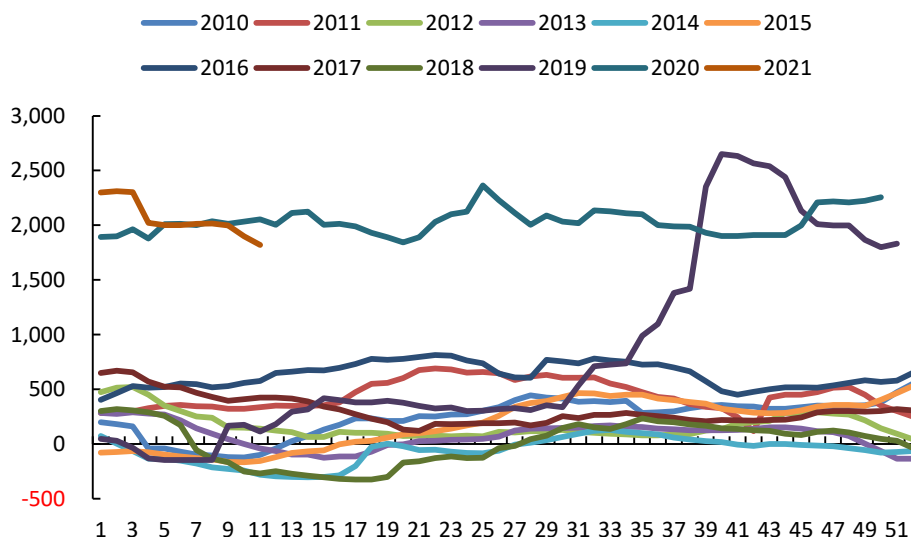
样本企业生猪存栏情况（头）



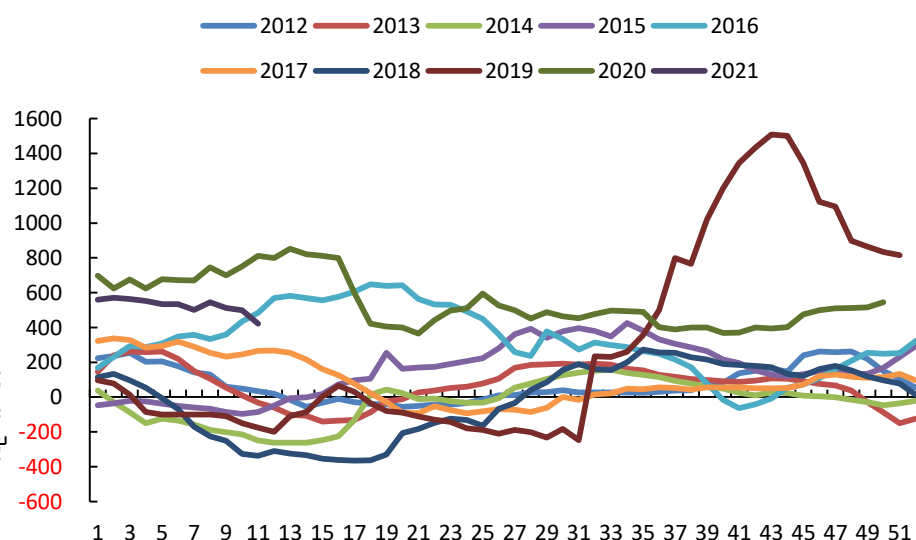
生猪养殖利润依然较高

- 尽管猪价下跌，自繁自养和外购仔猪养殖利润分别回落至1820元/头和421元/头，养殖利润仍然可观。
- 生猪养殖规模化提高，北方天气转暖，利于非瘟疫情的控制，较高的养殖利润刺激养殖企业补栏，预估年底，最迟明年上半年生猪存栏恢复正常。

自繁自养利润（元/头）



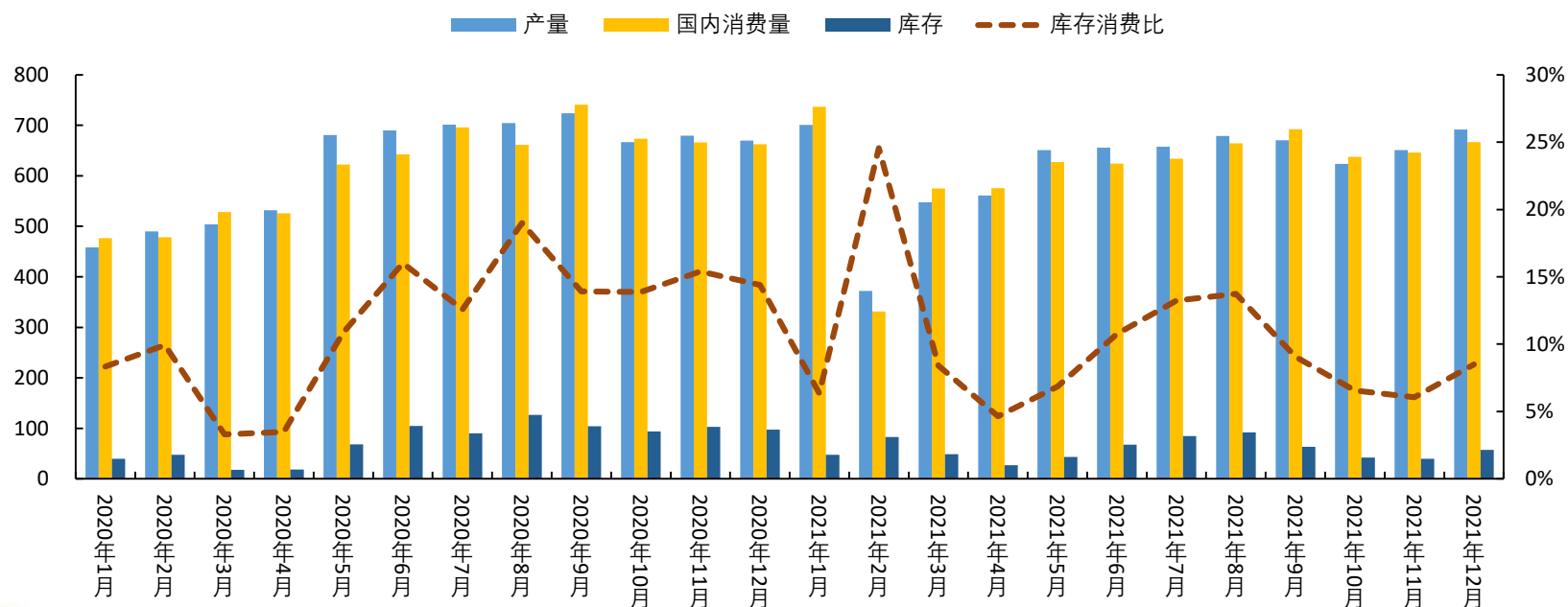
自外购仔猪养殖利润（元/头）



国内豆粕平衡表预估

- 国内大豆集中到港要在5月附近，在此之前，国内豆粕不易累库，而后豆粕面临较大的供应压力，而豆粕需求端受到存栏影响难以迅速恢复，豆粕开启累库，阶段性的去库存要在三季度。

国内豆粕平衡表（万吨）



2021年二季度豆粕行情的主要逻辑

- 美豆3月种植报告预计偏利多，清洁能源政策利于生物柴油，促进大豆需求，丰产后的南美大豆结转库存和美豆新作结转库存预计提升有限，美豆盘面预计仍较强。
- 国内大豆集中到港要在5月附近，豆粕会面临一定的供应压力，基差承压，但是59月差底部在-100。在此之前随着渠道库存缓慢消化，豆粕可能存在阶段性供需错配机会，盘面也会有阶段性高点。
- 养殖利润可观，规模化养殖等利于非瘟控制，预估年底，最迟明年初生猪存栏恢复正常。油脂供应逐渐增多，对豆粕的压制影响减弱，暂时受美豆支撑，09豆粕下方支撑在3300，布局多单。.

风险点提示：

- 南美干旱最终对阿根廷产量影响较小。
- 国内非洲猪瘟疫情恶化，存栏继续受损。

2021年二季度豆粕期货操作建议

单边操作

- ❖ 豆粕09合约做多
- ❖ 3300附近尝试做多

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

2021年二季度豆粕策略推荐

推介 一

买豆粕2109

- 在3300附近做多。

品种：油脂

强弱转换偏慢，油脂高位震荡

——2021

年二季度油脂投资策略展望

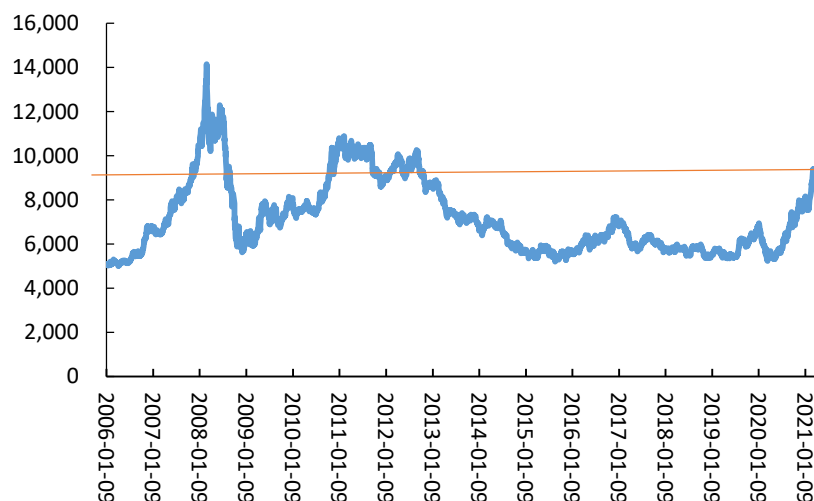
关注焦点

- 马来西亚2月底棕榈油库存偏低，劳动力短缺等阻碍2021年产量增加，预计2021年全年库存最高150万吨，也要下半年。
- 国内大豆集中到港要在5月附近，暂时国内豆油供应还是偏少，如果非瘟复发后生猪存栏恢复理想，下半年豆油明显累库。
- 加拿大菜籽菜油没有放开进口，海关严查非转菜油，预计国内菜油处于缓慢减库存状态。
- 虽然油脂供应逐渐增加，二季度明显累库及油粕比强弱转换预计较为缓慢，盘面预计高位震荡。

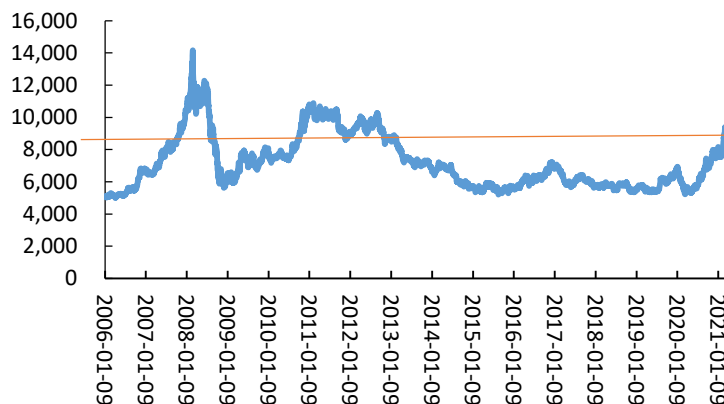
油脂走势

- 春节后受美豆低库存，马棕出口转好、库存低，巴西收割延迟，交货偏慢，预期国内3月大豆到港不足，全球疫情好转，经济复苏预期及宽松货币政策下开启上行模式。
- 进入3月中下旬，随着原油高位回落，西马南方棕榈油协会产量数据环比大增，阿根廷出现降雨，国内豆油拍卖，油脂大幅回调。
- 随着马棕出口好转，受美国生物柴油政策，美豆油大幅拉涨，国内油脂低位反弹。

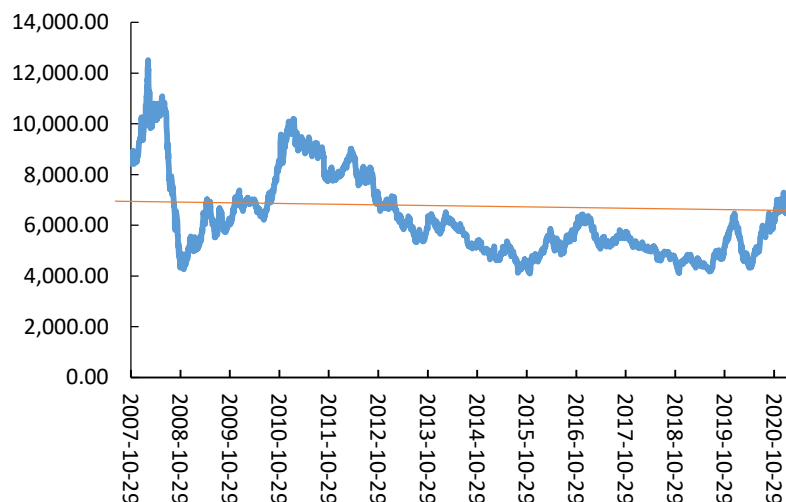
豆油主力收盘价（元/吨）



菜油主力收盘价（元/吨）



棕榈油主力收盘价（元/吨）

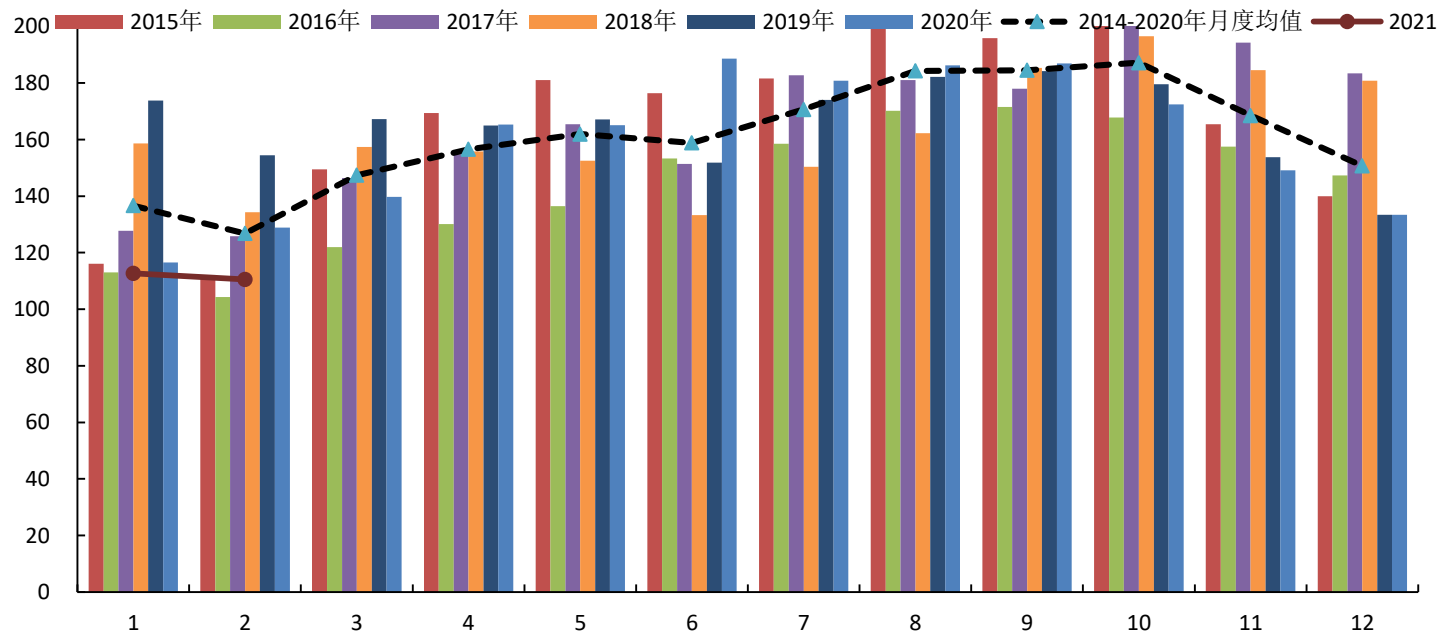


资料来源：Wind，申万期货研究所

马来西亚棕榈油产量降幅超预期

- MPOB2月报告中，毛棕油产量110.5万吨，环比降1.85%，预期112.6-119万吨，1月112.7万吨，去年2月129万吨。

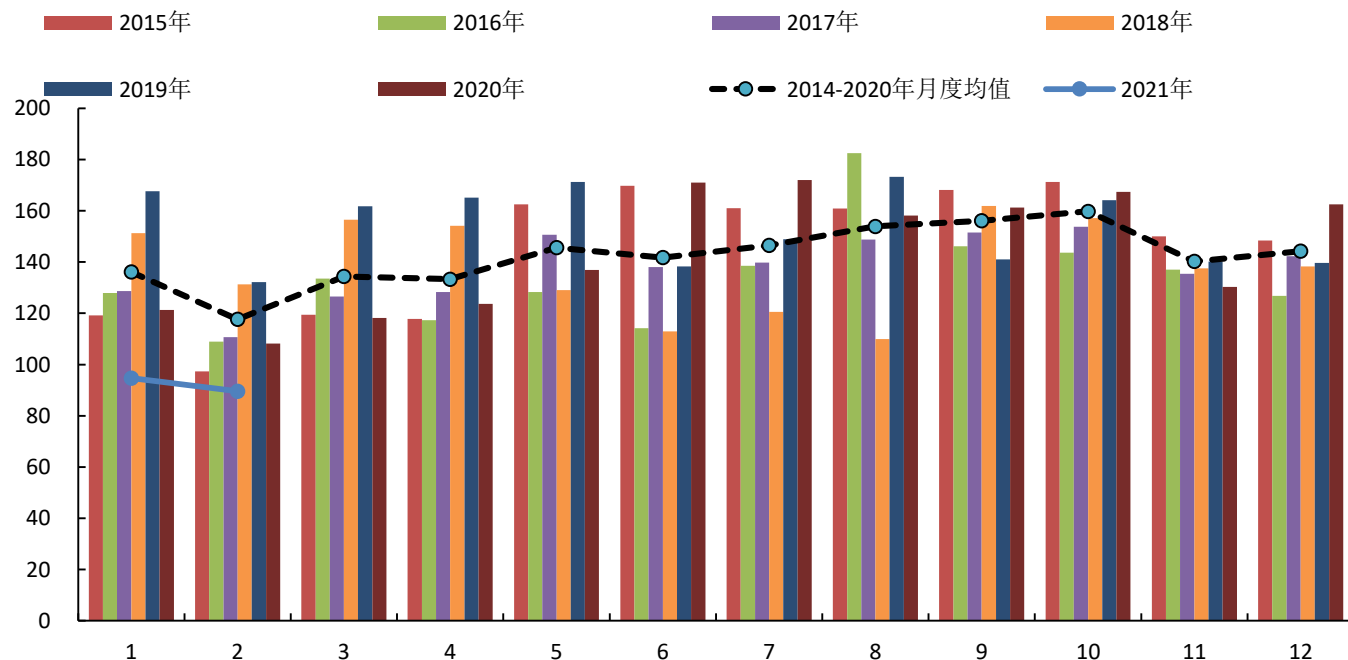
马来西亚棕榈油月度产量（百万吨）



马来西亚棕榈油出口减幅超预期

■ 2月出口89.6万吨，环比降5.49%，预期89.1-98万吨，1月94.7万吨，去年2月108万吨。

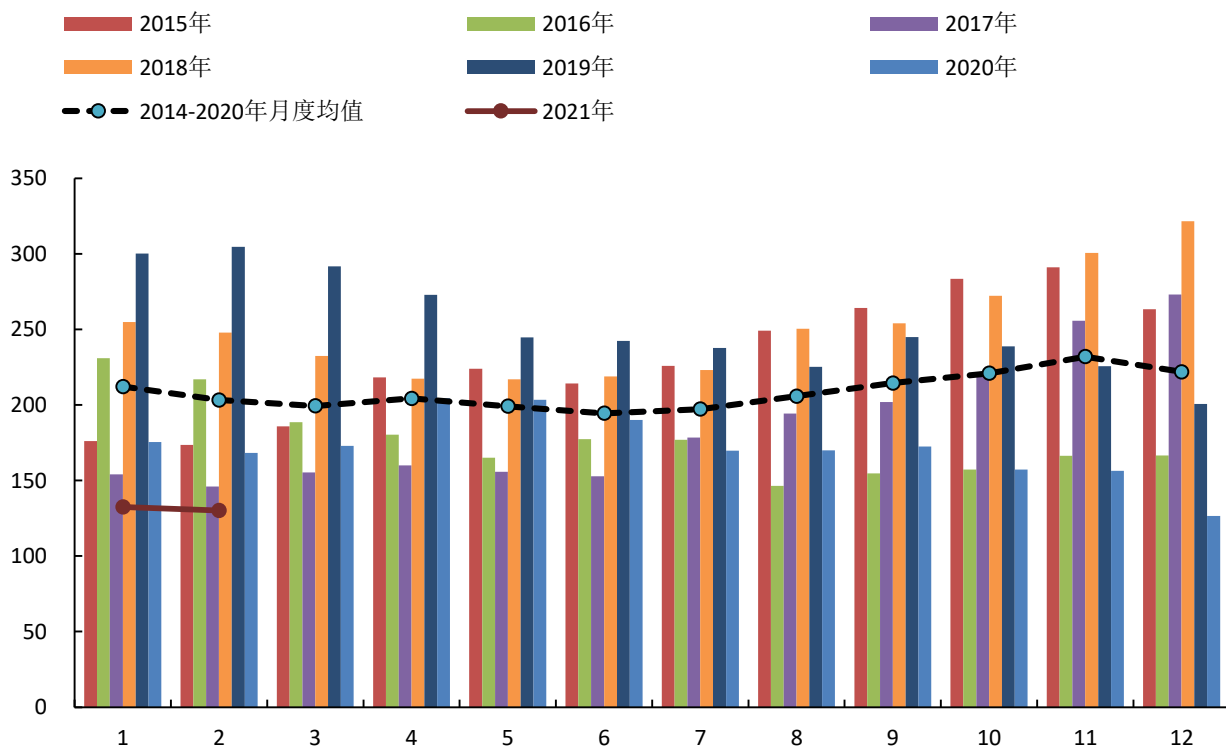
马来西亚棕榈油月度出口（百万吨）



马来西亚棕榈油库存降幅超预期

- 2月底库存130万吨，环比降1.8%，预期140-142.5万吨，1月132.5万吨，去年2月170万吨。

马来西亚棕榈油库存（百万吨）

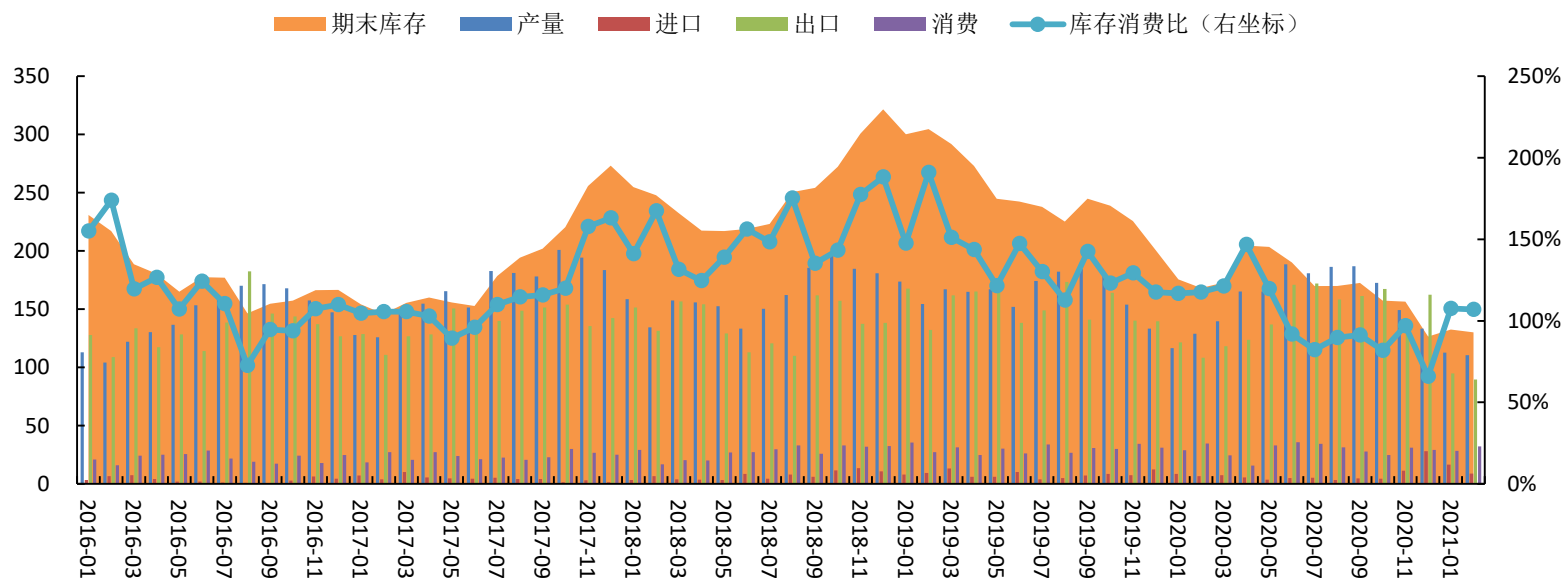


资料来源：MPOB, Wind, 申万期货研究所

马来西亚棕榈油库消比降低

- MPOB2月报告偏利多，库存处于近几年最低的位置，库存消费比减少至1.07。

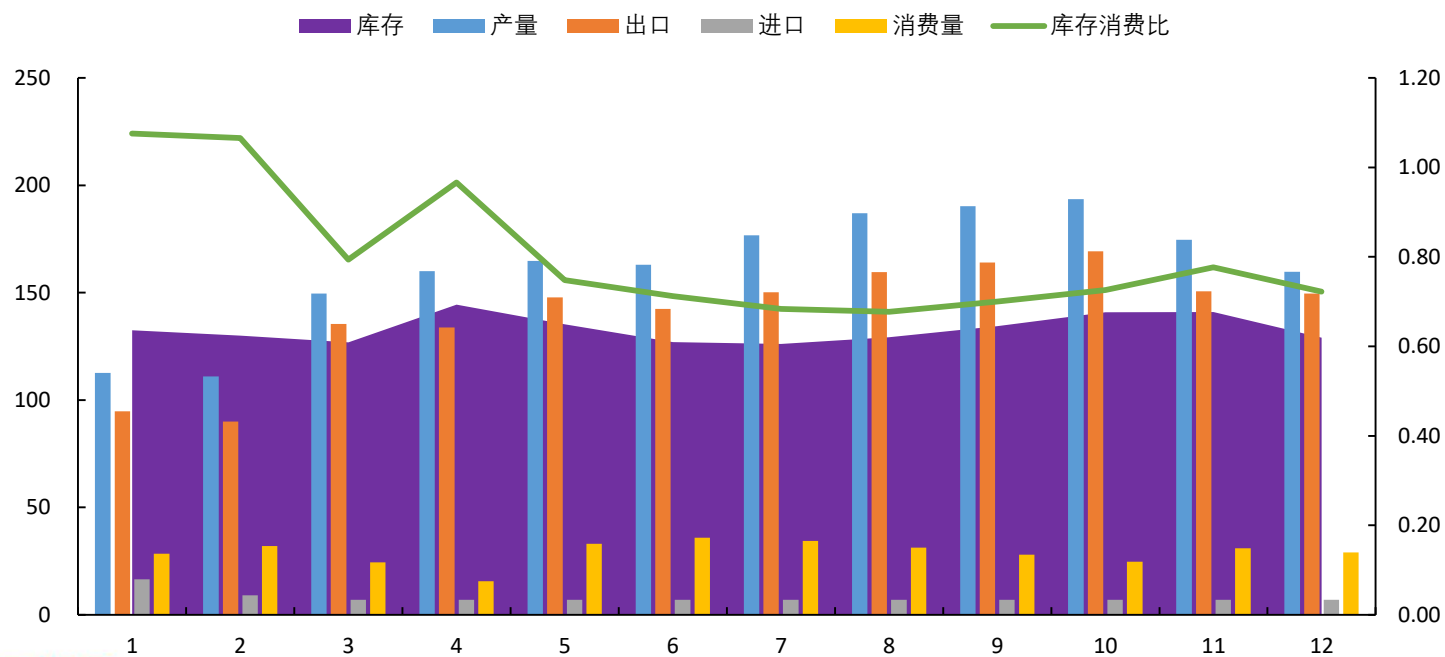
马来西亚棕榈油平衡表（百万吨，%）



2021年马来西亚棕榈油平衡表

- 马来西亚棕榈油2021年全年库存预计不高，3、4月和10、11月是年内库存高点，预计在140-150万吨。

马来西亚2021年棕榈油平衡表预估（万吨）

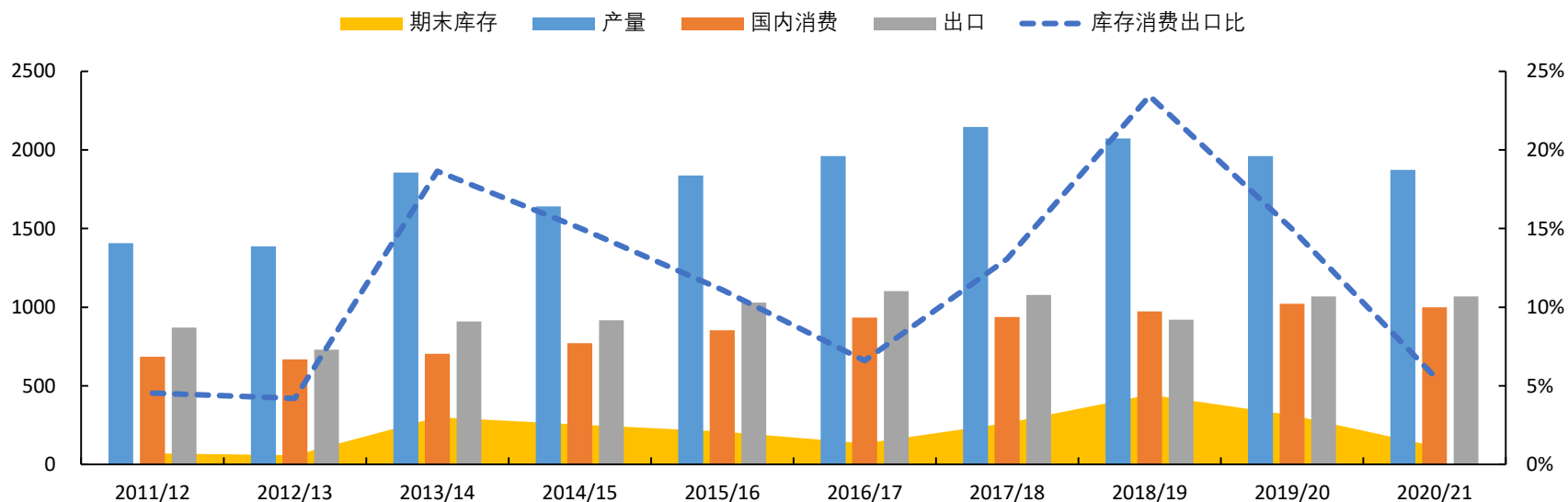


资料来源：海关总署，天下粮仓，申万期货研究所

加拿大菜籽减产

- 加拿大统计局发布，2020/21年度菜籽产量为1872万吨，比上一季减少89万吨，预计截至2021年7月底库存在100万吨左右，库存消费比下降至5.61%，2013年以来最低。

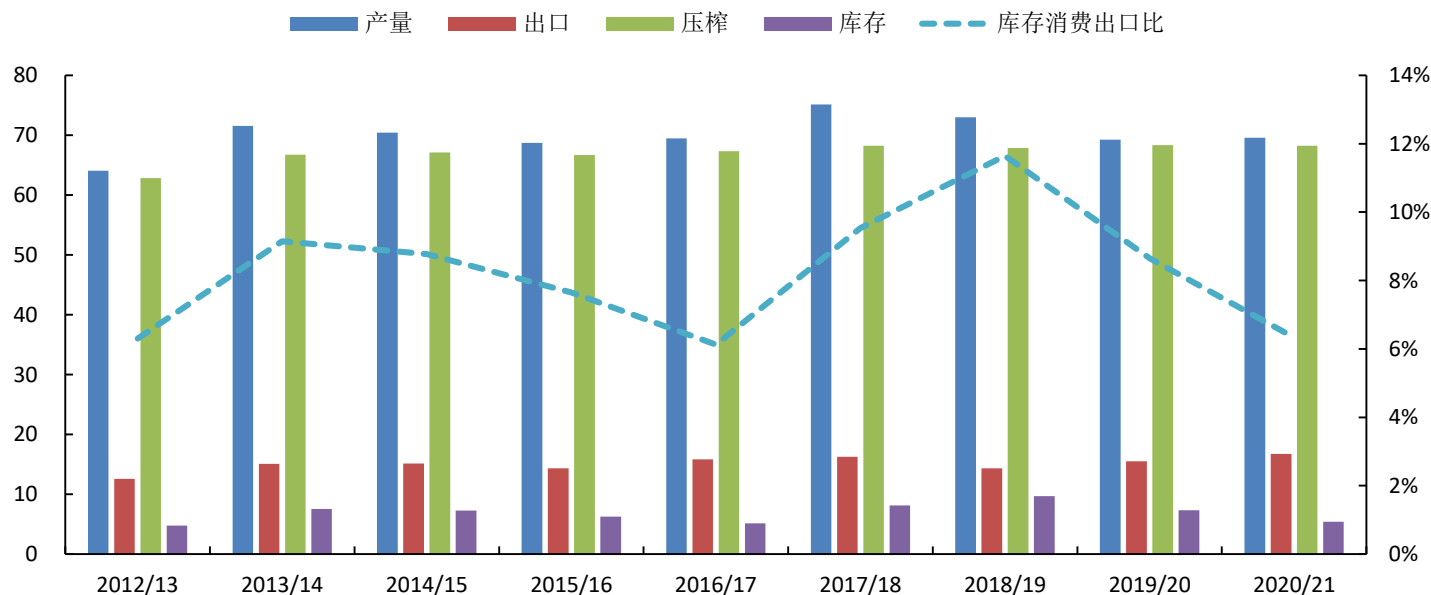
加拿大菜籽平衡表（万吨，%）



2020/2021年全球菜籽库消比继续下降

- 2020/21年度菜籽产量为6959万吨，比上一季增加36万吨，出口为1674万吨，比上一季增加121万吨，期末库存减少至542万吨，库存消费比减少至6.33%。

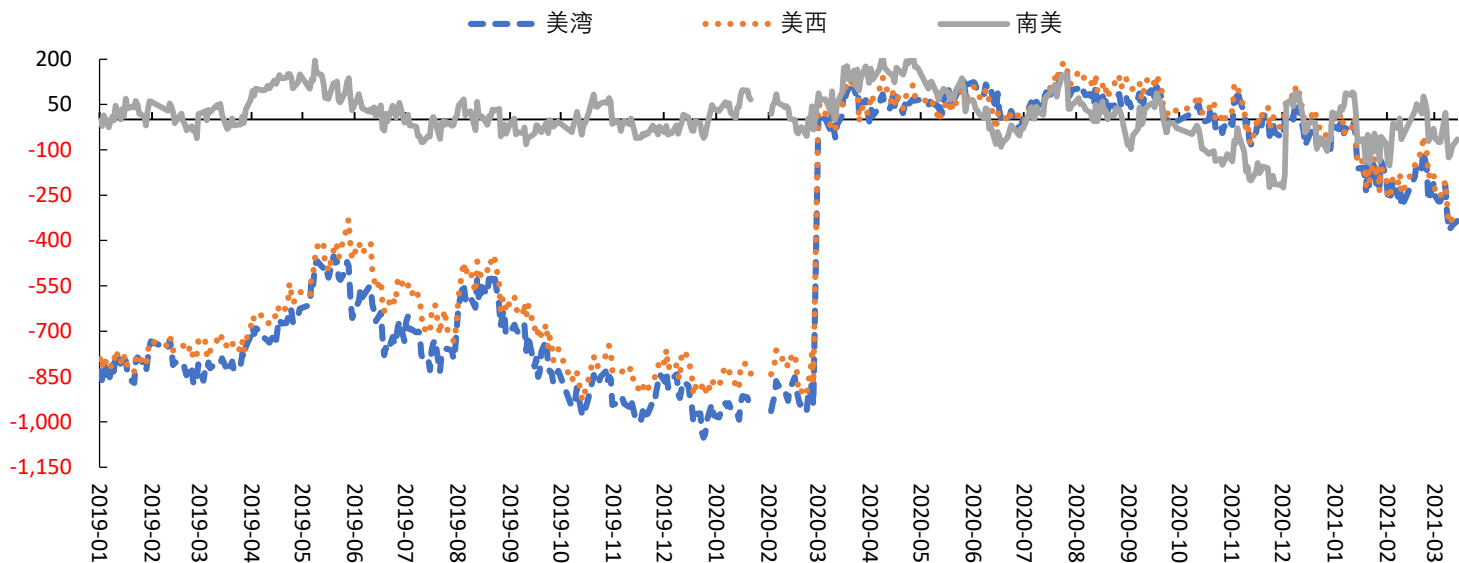
全球菜籽平衡表（万吨，%）



国内大豆压榨持续亏损

- 外盘美豆较为坚挺，主力合约维持在1400美分/蒲式耳附近，而国内油脂和粕类相对外盘偏弱，国内大豆压榨利润持续倒挂。

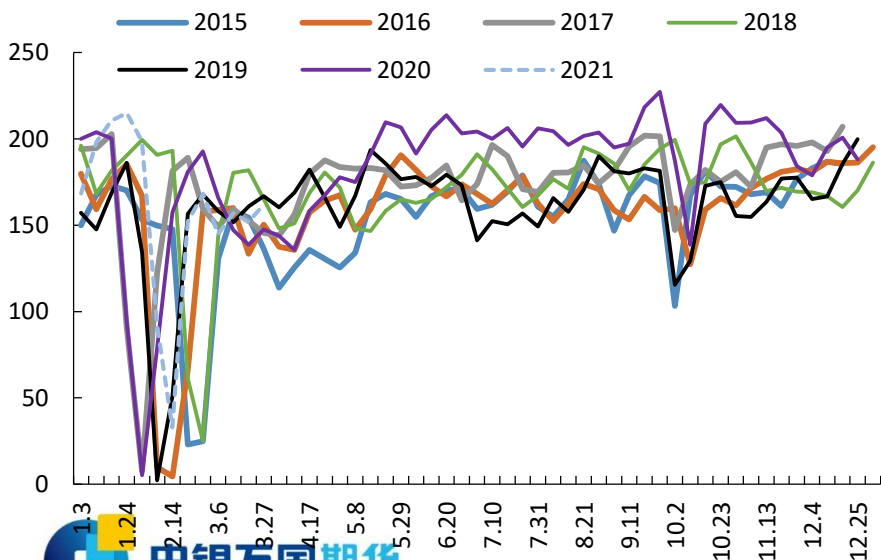
大豆压榨利润（元/吨）



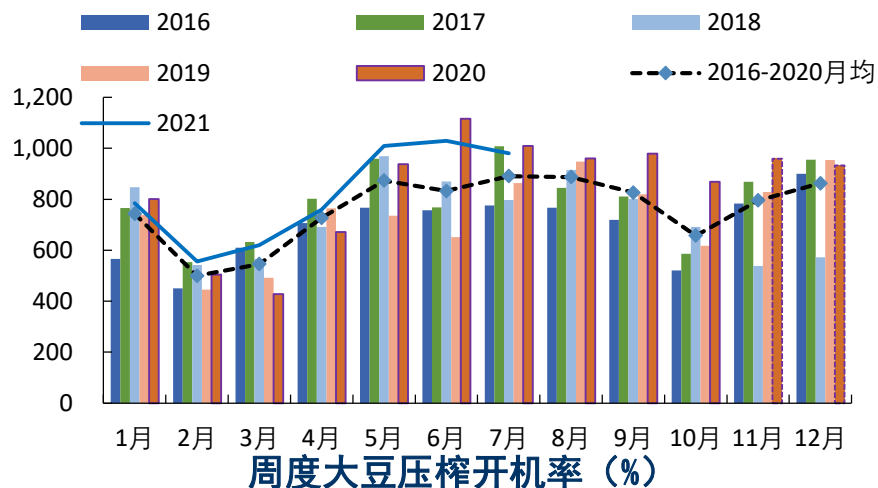
国内大豆压榨量较低，后期到港多

- 此前受部分企业短豆和豆粕胀库，周度大豆压榨量和开机率较低。
- 预计本周及下周大豆压榨量在150万吨，暂时较低。
- 受巴西收割和物流影响，国内大豆集中到港预计在5月，4、5、6、7月大豆到港处于历史高位。

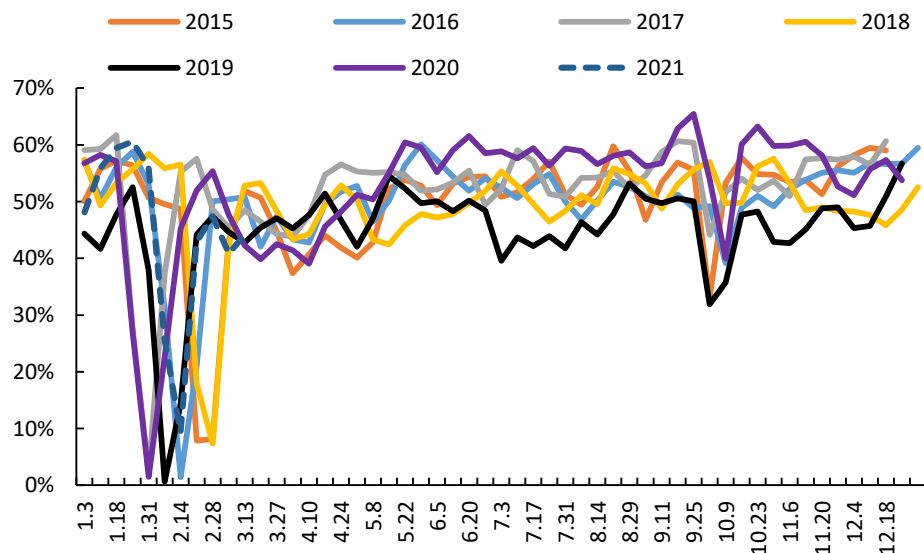
周度大豆压榨量（万吨）



大豆进口量（万吨）



周度大豆压榨开机率（%）

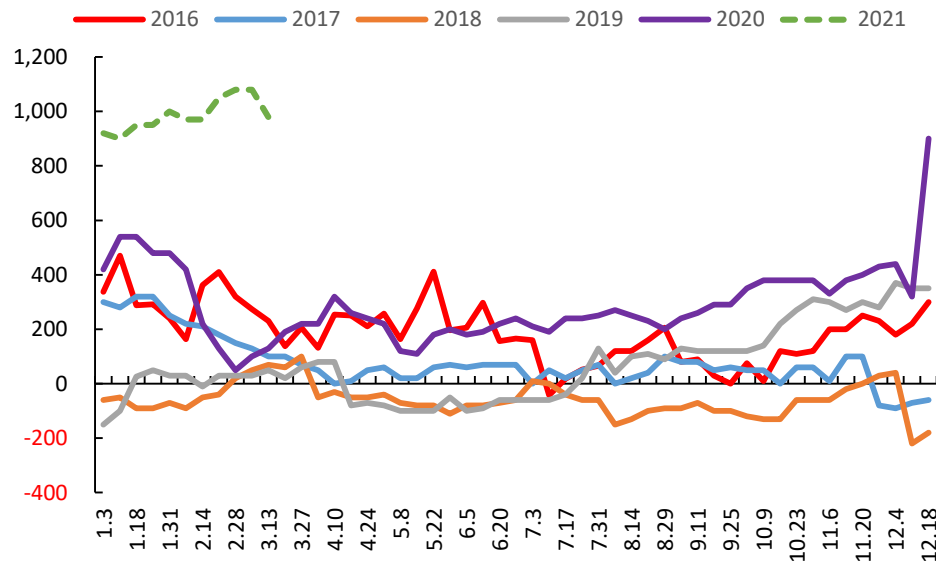
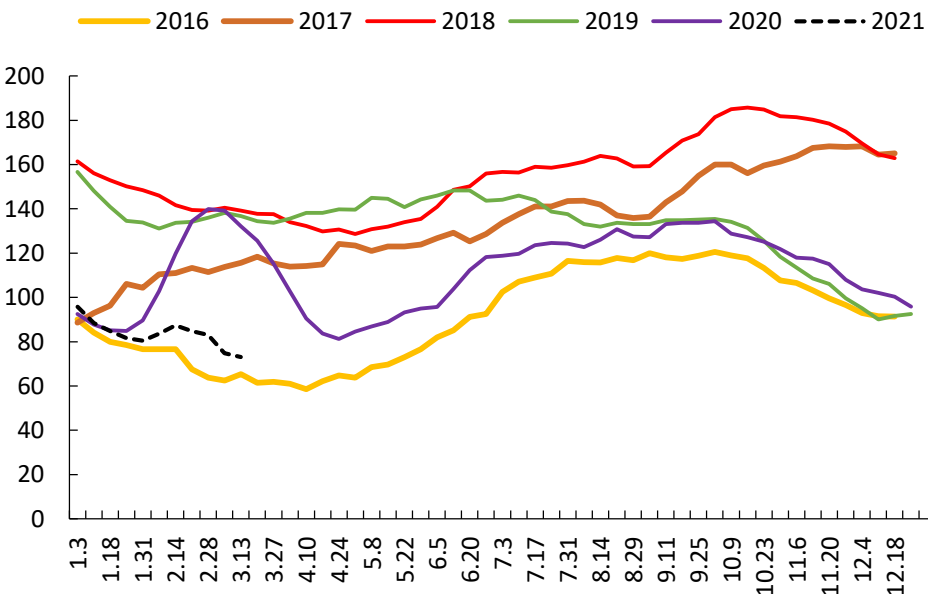


资料来源：Wind，申万期货研究所

国内豆油库存低，基差历史高位

- 截至3月19日，国内豆油库存减少至73.08万吨，是近几年同期较低的库存。
- 随着国内豆油拍卖，国内豆油基差略微回调，但是仍处于历年最高的位置。

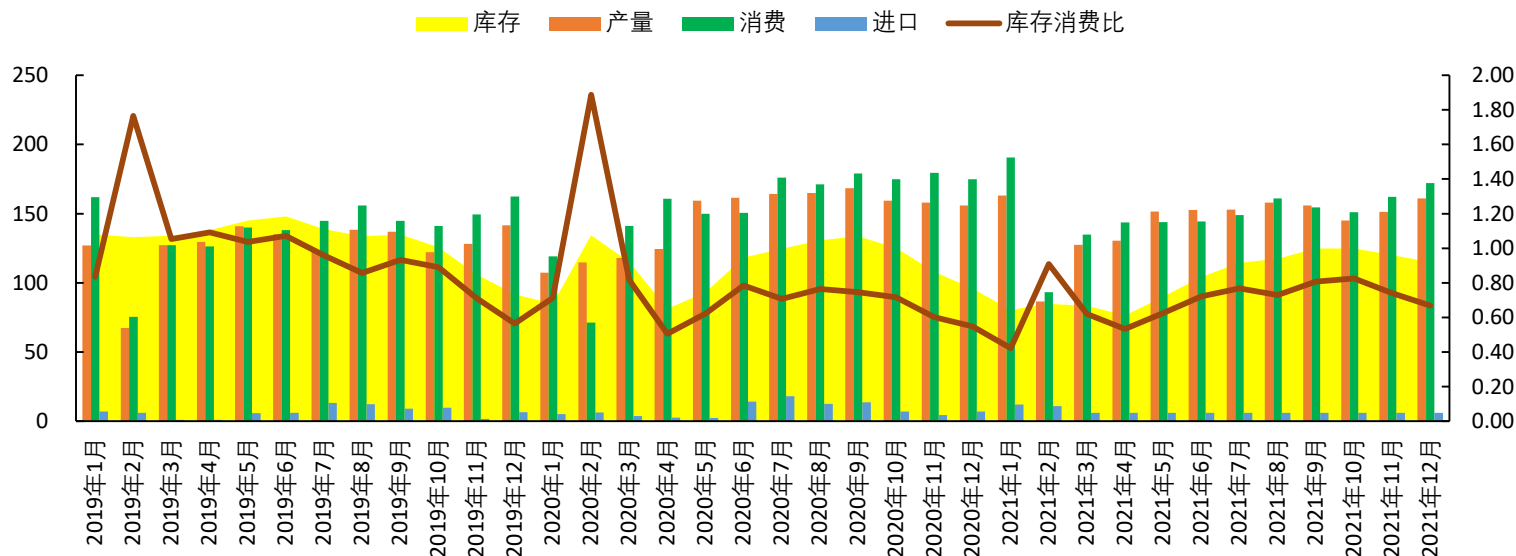
豆油库存（万吨）



国内豆油供需平衡表预估

- 预计5月前国内豆油累库较慢，而后库存开始明显累积。

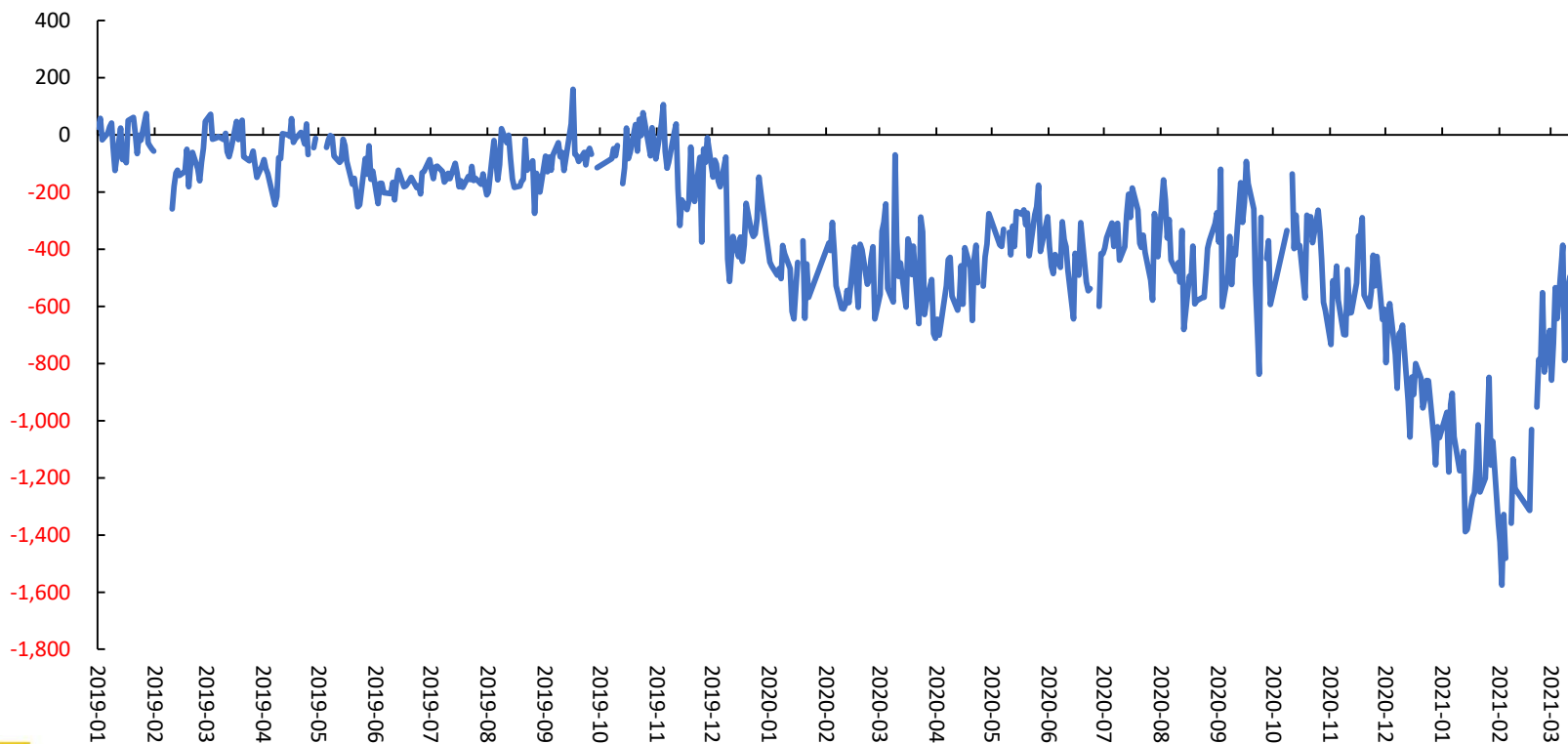
国内豆油平衡表（万吨）



近月端马来西亚棕榈油持续倒挂

- 产地马来西亚棕榈油库存低，国内进口利润持续倒挂。

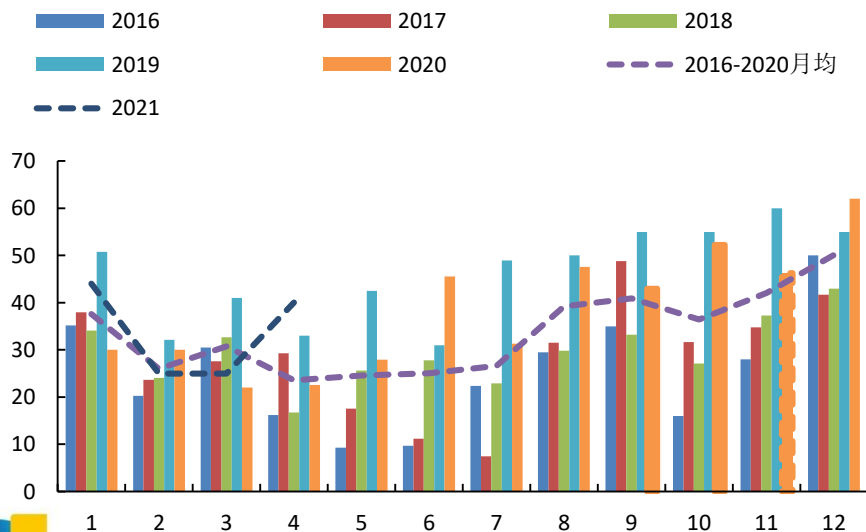
马来西亚棕榈油进口利润（元/吨）



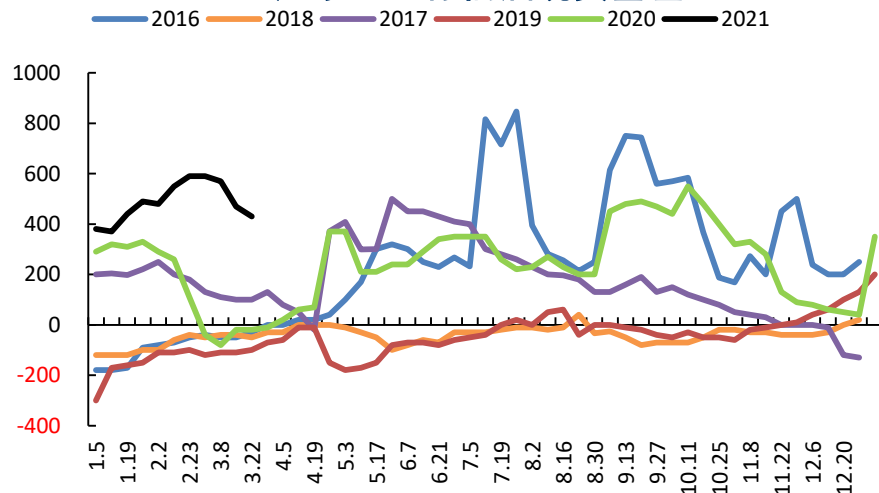
国内棕榈油库存低，现货基差高

- 截至3月19日，国内棕榈油库存减少至49.73万吨，处于历年同期最低的位置。
- 广东24° 现货基差走弱至05+400，基差处于历史同期高位。
- 国内棕榈油进口倒挂多，持续时间长，2、3月到港不多，这也导致国内处于去库存状态。4月到港预估40万吨，偏多，有望缓解近期到港不足的情况。

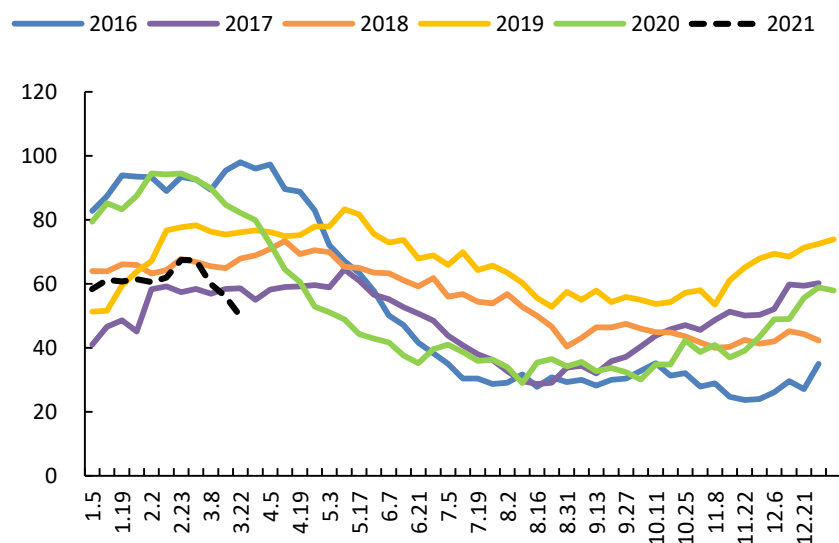
国内24° 棕榈油进口量（万吨）



广东24° 棕榈油现货基差



国内低度棕榈油库存（万吨）

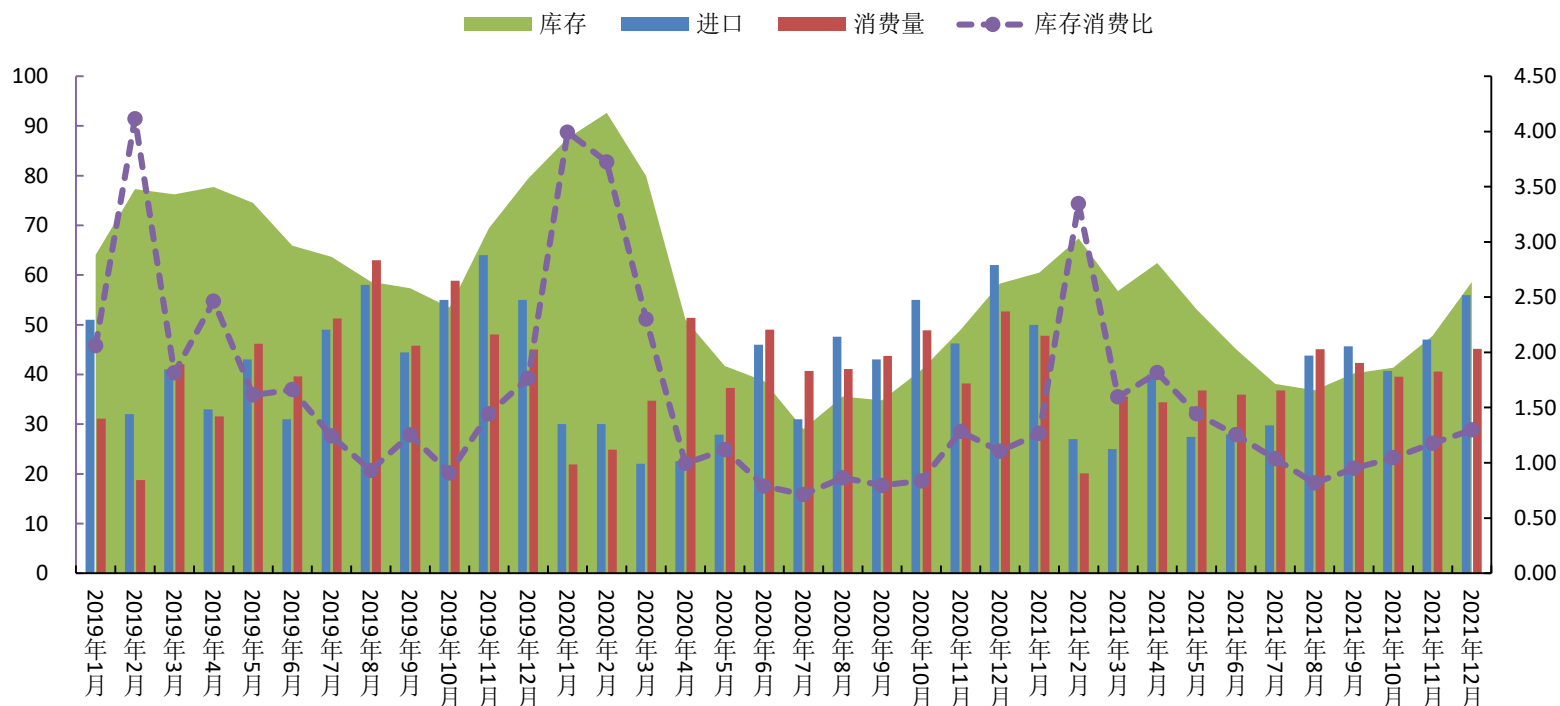


资料来源：Wind，申万期货研究所

国内24° 棕榈油平衡表预估

- 预计二季度国内24° 棕榈油总体处于去库存状态，三季度库存缓慢累积，四季度开启明显累库，国内库存压力或不大。

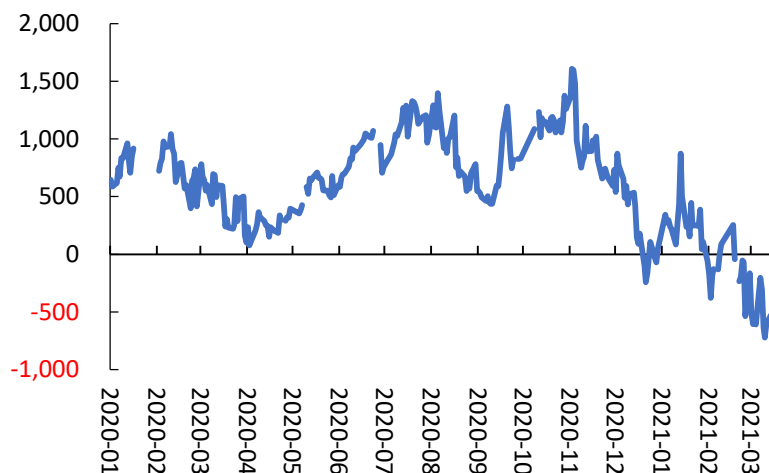
国内24° 棕榈油平衡表（万吨）



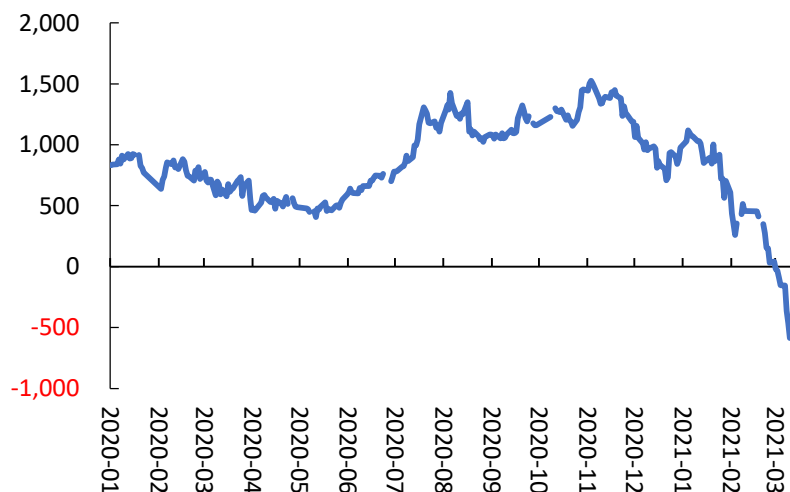
菜籽压榨和菜油进口利润

- 2020/2021年度加拿大菜籽减产，而菜籽需求较好，外盘毛菜油和菜籽报价持续走高，国内菜籽压榨和毛菜油进口由盈利转为亏损。

加拿大毛菜油进口利润（元/吨）



加拿大菜籽压榨利润（元/吨）

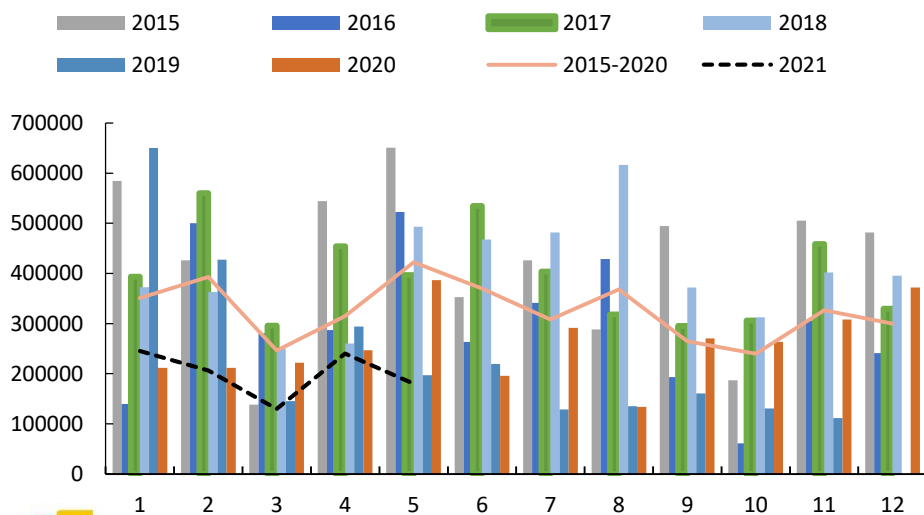


资料来源：Wind，申万期货研究所

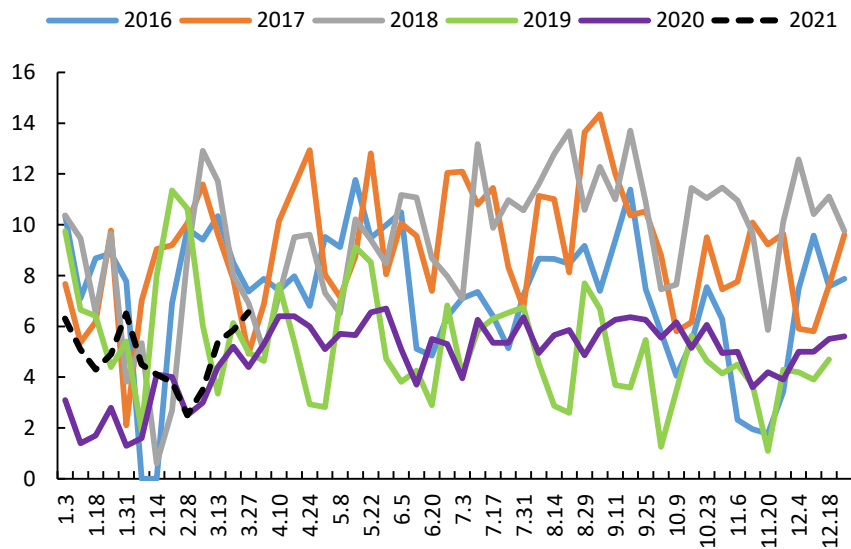
国内菜籽压榨和到港情况

- 截至3月12日，周度菜籽压榨5.4万吨，预计本周和下周分别压榨5.85万吨和6.55万吨，周度压榨较低。
- 4月、5月菜籽预估分别到港24、18万吨，低于历年均值。

国内菜籽进口量（万吨）



国内菜籽压榨量（万吨）

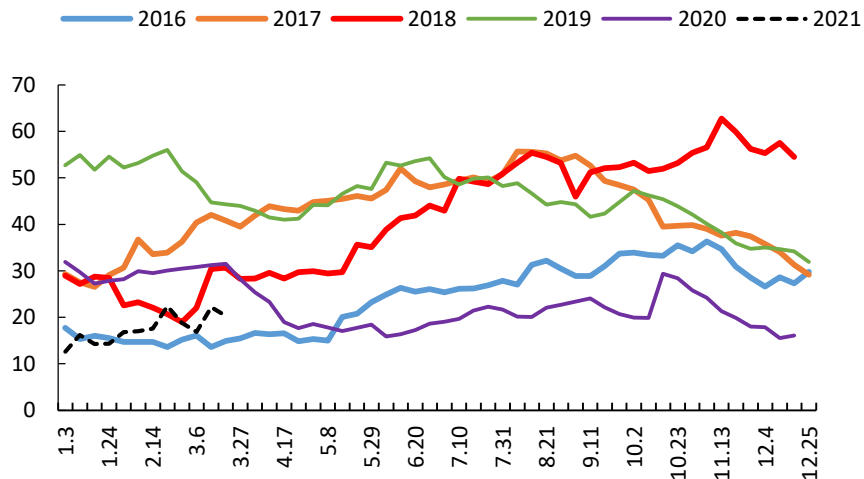


资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

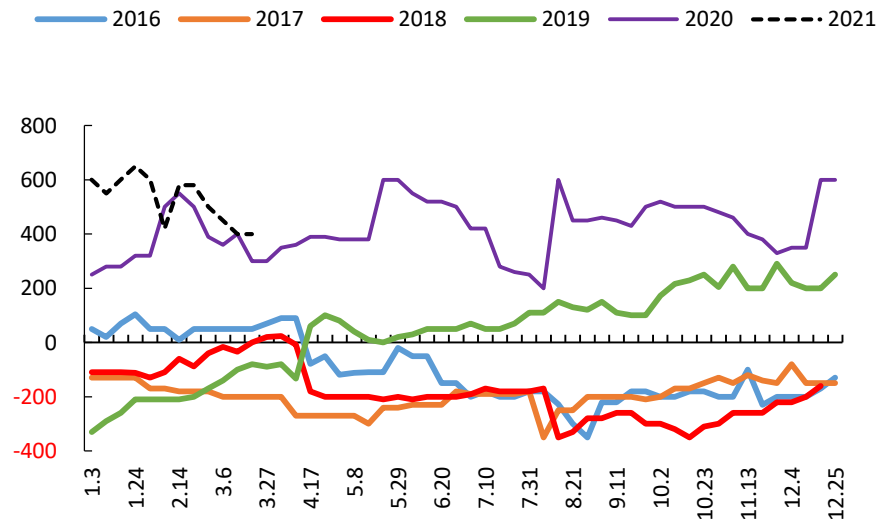
进口菜油库存低，现货基差高

- 截至3月12日，沿海菜油库存为20.325万吨，略高于2016年。
- 四级菜油基差维持近几年最高的位置，最近基差回落。

沿海进口菜油库存（万吨）



广西四级菜油现货基差

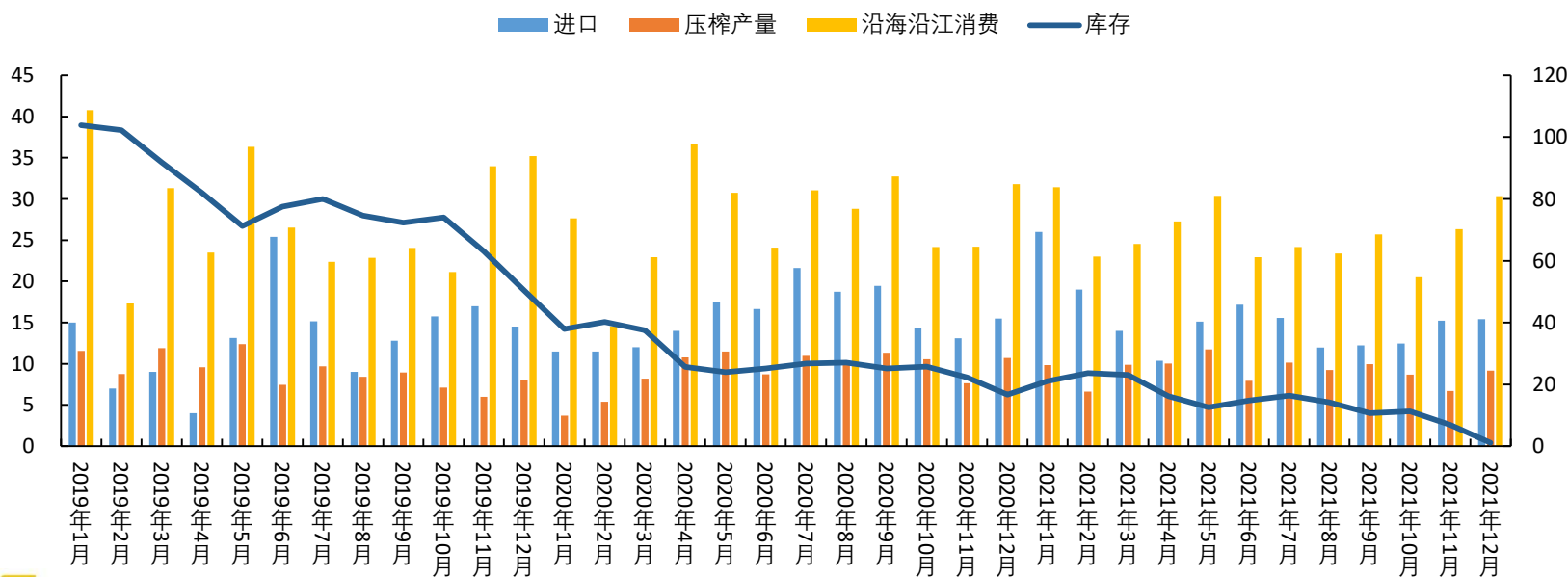


资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

沿海沿江进口菜油平衡表预估

- 目前加拿大菜油和菜籽进口仍受限制，且严查非转菜油，预计到年底进口菜油处于去库存状态。

沿海沿江进口菜油平衡表（万吨）



2021年二季度油脂行情的主要逻辑

- 2021年马棕期初库存低，劳动力短缺等问题影响产量，斋月等利多出口，预计上半年不易明显累库。
- 国内大豆集中到港要在5月附近，在此之前豆油供应有限。而后随着国内生猪存栏恢复乐观情况下，国内豆油开启累库过程。
- 加拿大菜籽和菜油仍然没有放开进口，进口菜油和菜籽供应仍然是问题，国内菜油预计处于去库存状态。
- 虽然油脂供应逐渐增加，明显累库及油粕比强弱转换预计较为缓慢。

风险点提示：

- 宏观风险因素对商品价格存在影响，关注商品价格整体形势。
- 马来西亚和印度尼西亚棕榈油产量大幅增长导致累库。
- 中国和加拿大关系缓解，进口菜籽和菜油放开进口。

2021年二季度油脂期货操作建议

套利操作

- ❖ 菜油和豆油09合约扩大
- ❖ 1700-1800附近可做扩大

单边操作

- ❖ 油脂单边预计波动较大
- ❖ 建议观望

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

2021年二季度油脂策略推荐

推介 一

买菜油012109-空豆油Y2109套利

- 当前价差1900，在1700-1800附近做扩。

免责声明

本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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。