

豆粕价格仍存上涨潜力

策略报告

2020/11/29

摘要:

我们认为未来市场的主要驱动仍在于巴西天气/大豆产量。目前拉尼娜现象持续,巴西整体仍处在较干旱状态。12月、1月为巴西大豆重要生长期,若此间降水不足将导致巴西大豆单产下降,进而促使CBOT大豆价格进一步上涨。不过若短期内巴西降雨增加,CBOT大豆仍存在短暂下跌调整的可能,从技术上看,CBOT大豆指数价格支撑预计在1125美分/蒲式耳附近。

DCE豆粕价格受到强势豆油价格以及人民币汇率压制,表现明显弱于CBOT大豆。近期国内豆粕表观消费量有所下降,大豆、豆粕库存有所抬升。在这种情况下,一方面现货基差、近月基差仍会面临压力,另一方面油粕比短期料难以走弱。因此DCE豆粕价格中长期仍有希望跟随CBOT大豆价格走高,但仍需警惕回调风险,在美豆低库存效费比的情况下,DCE豆粕价格下方仍有成本支撑。

从技术上看,DCE豆粕指数目前仍受到了三角形整理区间上沿的压力,尚未有效突破。一旦向上突破后,则首先可能会测试3400元/吨压力位。若CBOT大豆价格回调至1125美分/蒲式耳附近,按照巴西大豆2月船期196H报价、油粕比维持在当前2.3左右水平测算,DCE豆粕价格成本在3050元/吨。

因此未来首选策略仍然是逢回调在3100元/吨附近逐步布局M2105合约多单。但是考虑到近期CBOT大豆及DCE豆粕价格表现整体偏强,因此可以考虑通过构建海鸥期权组合替代M2105合约单边持仓。

具体结构如下:M2105-C-3300、卖出M2105-C-3400、卖出M2105-P-3050。按照11月28日夜盘收盘价计算,该组合权利金成本在0元/吨左右,组合Delta在0.383左右。

范仲兴

油脂油料研究员

从业资格号:F3053587

投资咨询从业资格号:Z0011872

联系电话:0531-86013208

E-mail:star-fzx@163.com

客服电话:400-618-6767

公司网址:www.luzhengqh.com

微信公众号:lzqhyjs



微信服务号:lzqhyfwh



2020 年 8 月中旬以来，CBOT 大豆价格经历了一轮快速且大幅度上涨。9 月 20 日之前 CBOT 大豆价格主要受到中国对美豆的“刚需”驱动快速上涨；9 月 20 日之后，在新作美豆的减产预期下 CBOT 大豆价格再度冲高，这一因素对价格的推动到 10 月 9 日 USDA 公布 10 月份美豆产量预估为止。此后在中国对美豆的持续买需下 CBOT 大豆价格进入强势整理阶段；11 月初，由于 USDA 对美豆产量的调减超过市场预期，CBOT 大豆价格快速上涨约 12%。

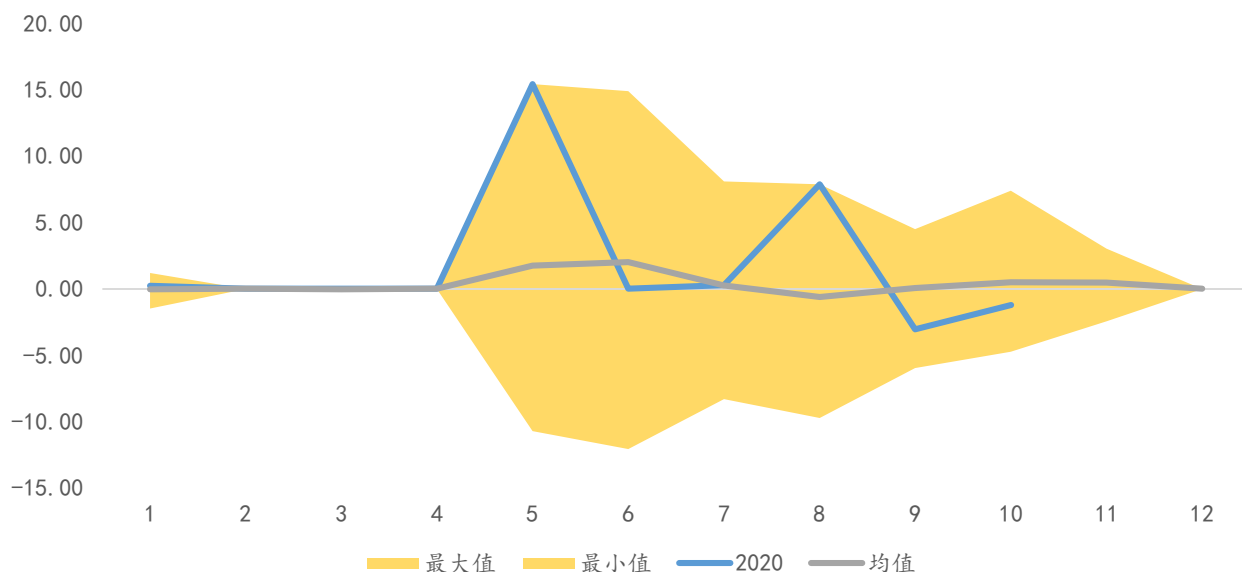
本次报告一方面会对未来 CBOT 大豆及 DCE 豆粕价格进行展望，另一方面也将回顾并重新评估中国“刚需”以及美豆减产对价格的推动力。总体我们认为目前中国对美豆的“刚需”以及美豆减产这两个驱动因素目前均已基本兑现。未来这两个因素对价格的影响将逐渐趋弱。

一、USDA 对新作美豆的产量调减料幅度料将减小

在 2020 年 8 月、9 月两个月 USDA 发布的美国作物产量报告中，USDA 均对已经发生而尚未量化评估的可能对美豆产量产生影响的因素进行了“预告”。因此可以看到虽然在 8 月份报告中 USDA 大幅调增了 2020/21 年度美豆产量，但是由于报告的“Special Note”中埋下了“未来仍有可能调减美豆产量”的伏笔，CBOT 大豆价格在报告后走出了利空出尽的行情。

不过在 10 月份发布的作物产量报告中，这一“预告”停止了。同时我们回顾过去 20 年 USDA 对预测年度美豆单产的调整规律不难发现。USDA 自每年 5 月份开始对预测年度美豆产量进行第一次调整，这一次调整的幅度往往最大，随后调整幅度逐渐收窄。12 月份基本不对美豆单产进行调整，次年 1 月份可能对美豆单产进行一次小幅的修正。所以我们认为未来美豆减产这一因素对 CBOT 大豆的推升作用将逐渐弱化。

图1：2000 年以来 WASDE 报告对预测年度美豆产量调整变化（百万吨）



数据来源：Wind，鲁证期货

二、南美干旱天气持续，减产预期增强

据 Safras 数据显示，截至 11 月 20 日巴西大豆播种已完成 74.1%，上年同期为 75.7%，平均进度为 75.5%。10 月末以及 11 月初的降雨已经使巴西大豆的种植进度恢复到正常水平。而且由于大豆价格的快速走高，巴西农民对于种植大豆的积极性增加。据 Conab 预计，马托格罗索州的大豆种植面积将增加 2.8%至 1020 万公顷。

不过当前巴西的天气调减仍然令人担忧。从大豆的生长周期来看，在生长初期大豆抵御不利天气条件的能力较强，进入灌浆期后大豆对水分需求增加，此时若仍维持干燥天气将对大豆产量造成较为明显的影响。因此未来需格外关注 12 月至 1 月期间的降水情况。目前大部分机构仍对巴西大豆维持增产预期。即便如此全球大豆供需结构仍然处在偏紧的状态。因此未来任何对巴西大豆产量的调减都可能加剧供需情况的恶化，促使 CBOT 大豆价格进一步上涨。

由于此前巴西大豆对中国出口强劲，进入 10 月份后巴西国内大豆供应逐渐紧张，出口数量快速下降。据 Abiove 数据显示，巴西 2020 年 10 月份大豆出口量为 249 万吨，环比减少 44%，同比减少 50.9%。

另外，由于此前降雨不足推迟了大豆播种的时间，巴西新作大豆上市的时间料将推迟。Agroconsult 预计至 1 月 31 日马托格罗索州约有 450 万吨新作大豆上市，而去年同期为 1090 万吨。

因此我们预计 11 月-1 月期间，巴西大豆对中国的出口量料保持在 60-70 万吨/月的区间，2020 年 9 月至 2021 年 1 月巴西累计可向中国出口大豆数量预计为 700 万吨。

表1：巴西大豆出口情况（万吨）

月份	2017年			2018年			2019年			2020年		
	巴西大豆出口总量	对中国出口量	对中国出口占比	巴西大豆出口总量	对中国出口量	对中国出口占比	巴西大豆出口总量	对中国出口量	对中国出口占比	巴西大豆出口总量	对中国出口量	对中国出口占比
1月	91	120	131%	156	127	81%	203	211	104%	140	118	85%
2月	351	510	145%	286	456	160%	527	491	93%	483	496	103%
3月	898	770	86%	881	829	94%	846	669	79%	1086	1000	92%
4月	1043	820	79%	1026	897	87%	940	643	68%	1486	1047	70%
5月	1096	726	66%	1235	844	68%	1001	671	67%	1410	956	68%
6月	919	592	64%	1042	768	74%	855	684	80%	1275	837	66%
7月	695	506	73%	1020	710	70%	744	491	66%	996	643	65%
8月	595	504	85%	812	635	78%	500	397	79%	596	443	74%
9月	427	259	61%	456	546	120%	460	373	81%	447	315	70%
10月	249	243	98%	522	421	81%	508	467	92%	249	191	77%
11月	214	189	88%	482	487	101%	495	381	77%	83*	67*	80%*
12月	236	211	90%	407	263	65%	327	233	71%	80*	64*	80%*
合计	6814	5449	80%	8325	6983	84%	7407	5710	77%	8331*	6177*	74%*

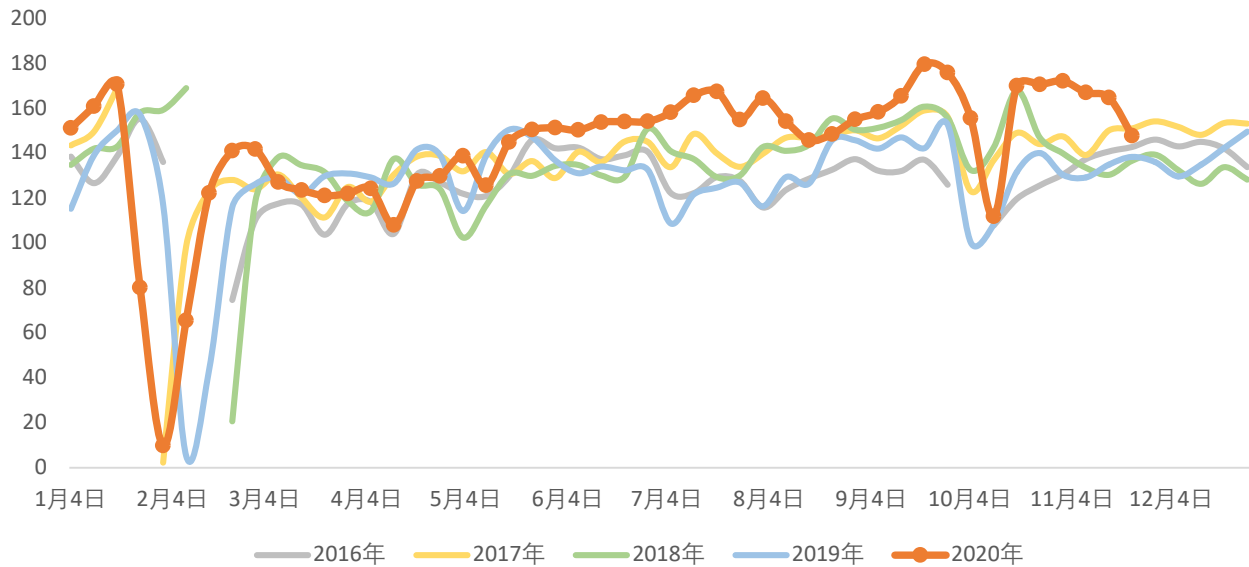
注：*为预估数据

数据来源：Abiove，天下粮仓，鲁证期货

三、国内豆粕消费小幅下降，豆粕高库存下油粕比短期难以走弱

由于此前肉鸡养殖经历了近两个月的持续亏损，淘汰鸡数量有所增加，叠加部分季节性因素，近期国内豆粕表观消费量有所下降。据我们推算，2020年第47周国内豆粕表观消费量约148万吨。总体来说，国内豆粕消费仍好于我们在9月份时的预期，豆粕消费下降的时间点整体后延，我们预计相对于9月份的预估，2020年三季度国内大豆压榨需求将提高190万吨。2020年10月至2021年1月，国内大豆需求预计在3958万吨左右。

图2：国内豆粕表观消费量（万吨）



数据来源：天下粮仓，鲁证期货

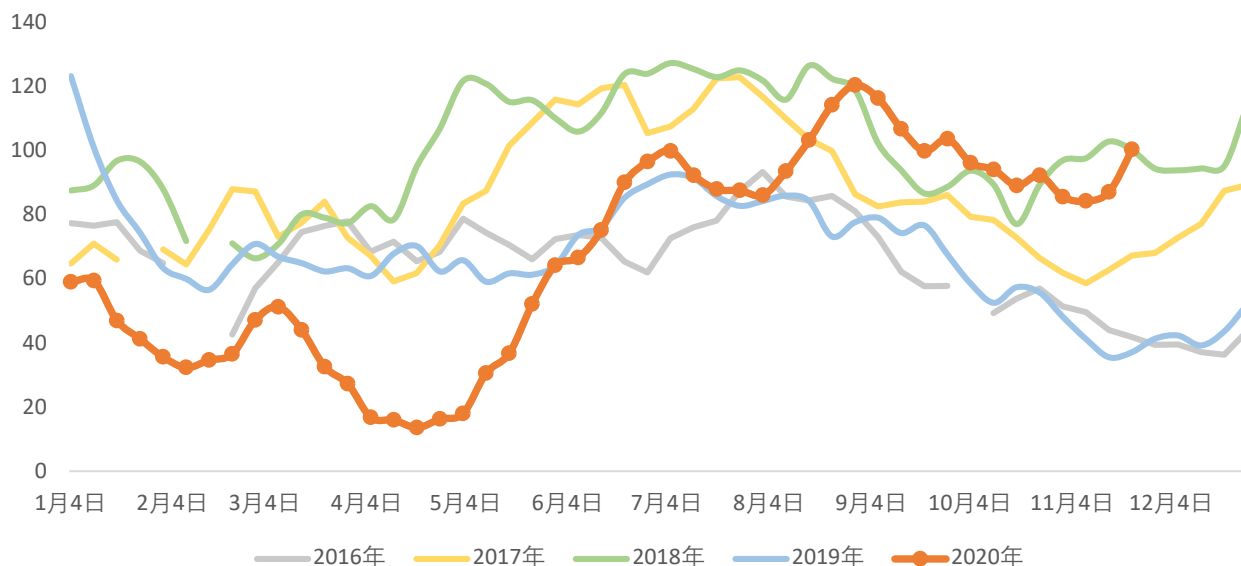
表2：中国大豆、豆粕需求预估（万吨）

月份	月份周数	豆粕表观消费量		大豆压榨量	
		周均消费量	当月消费量合计	当月压榨量合计	阶段压榨量合计
2019年9月	4	144	574	726	9772
2019年10月	4	122	489	593	
2019年11月	5	134	669	828	
2019年12月	4	139	556	717	
2020年1月	5	114	572	704	
2020年2月	4	118	470	610	
2020年3月	4	123	493	599	
2020年4月	4	122	489	605	
2020年5月	5	142	711	960	
2020年6月	4	153	610	773	
2020年7月	5	162	810	1012	
2020年8月	4	151	603	807	
2020年9月	4	170	679	838	
2020年10月	5	156	780	964	3958*
2020年11月	4	155*	620*	785*	
2020年12月	4	145*	580*	734*	
2021年1月	5	145*	725*	918*	
2021年2月	4	110*	440*	557*	

数据来源：天下粮仓，鲁证期货

不过由于近期国内豆粕消费快速下降，而大豆到港数量保持相对高位，因此在12月底之前国内大豆、豆粕库存预计难有显著的下降，整体仍会维持较高的水平。这一方面仍会对现货基差、近月基差构成压力，另一方面也将限制油粕比短期下降的空间。

图3：国内豆粕库存（万吨）

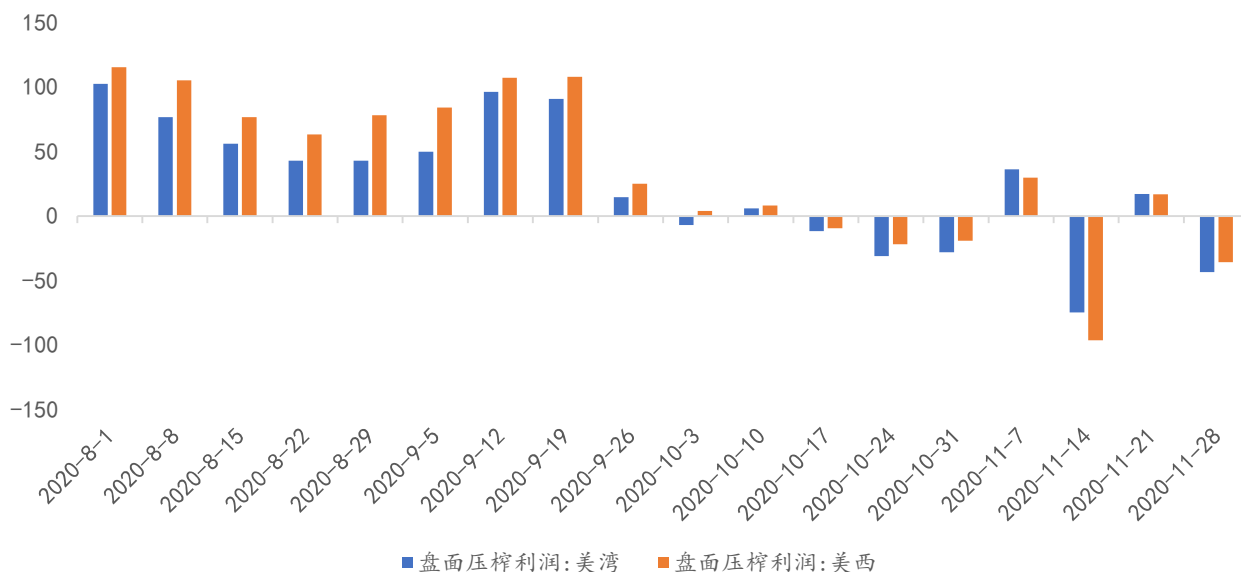


数据来源：天下粮仓，鲁证期货

四、美豆对华销售增量逐渐下降，未来装运速度仍有望提高

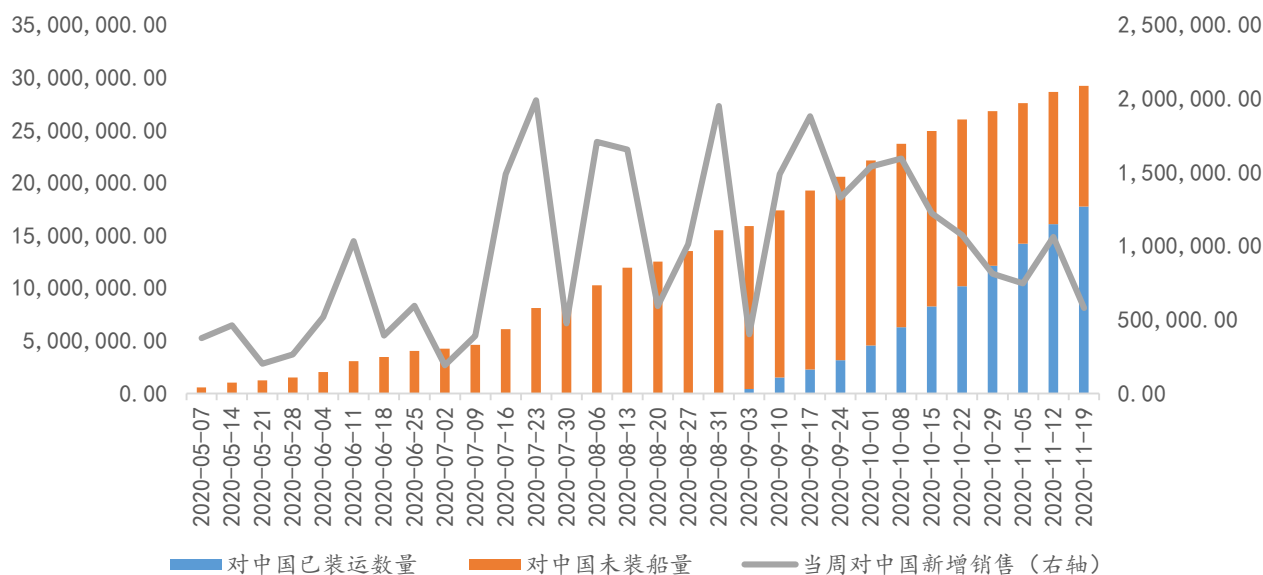
在此前的报告中我们已经论述过四季度中国对美豆存在一定程度的“刚需”，这一方面表现为中国对美豆的大量、持续的新增采购，同时也伴随着美豆远期盘面榨利持续保持在正向高位。持续的正向高位压榨利润说明国内对豆油、豆粕的需求推升了 DCE 油粕相对于美豆的价格，并促使大豆压榨企业更多的去采购远期美豆。

图4：美豆远期盘面榨利走势（元/吨）



数据来源：Wind，鲁证期货

图5：2020/21 年度美豆对中国销售、装运情况（吨）



数据来源：USDA，鲁证期货

这一现象在 9 月 20 日前后发生了质的变化。从图 2 中可以发现，9 月 20 日之后美豆远期盘面榨利快速回落至 20 元/吨附近，此后逐渐走低并最终转负。这一方面会影响中国大豆压榨企业对美豆的采购积极性。更重要的是远期盘面榨利如此显著的转化或许表明中国对美豆的采购数量已经基本可以满足其“刚需”。

最近路透社报道称中国买家有计划取消 12 月-1 月部分船期订单，考虑到当前美豆盘面榨利亏损，且近期美豆 12 月-1 月船期报价已经较高位下滑 40 美分/蒲式耳，若此前未点价确实存在洗船动力。

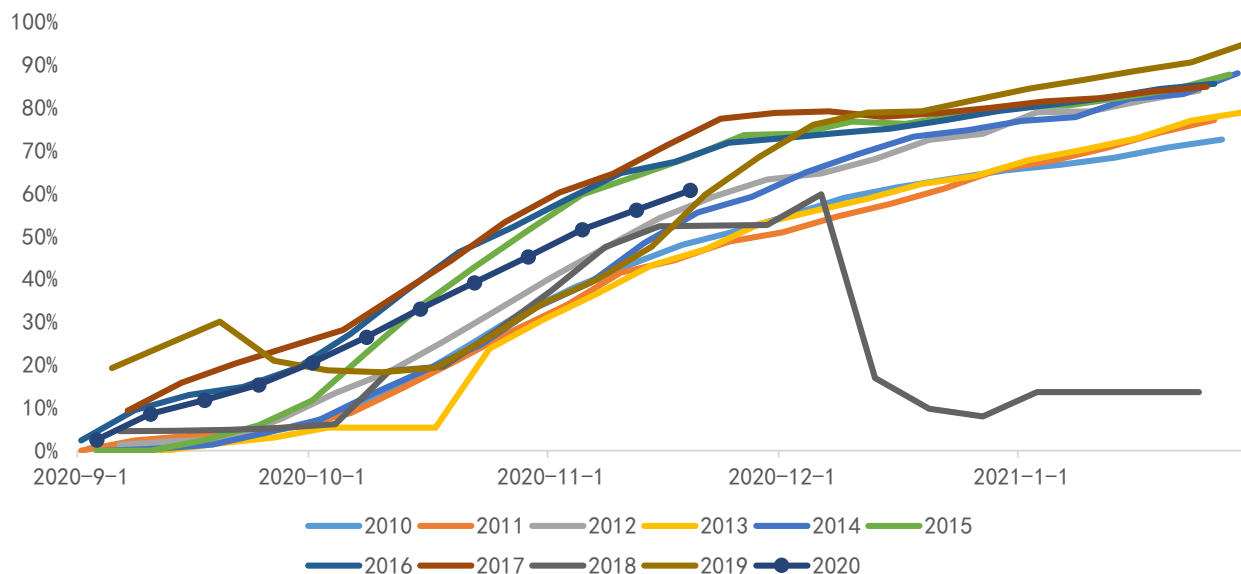
表3：美豆到中国港口船期报价

报价日期	品种	船期	CBOT价格 (美分/蒲式耳)	升贴水 (美分/蒲式耳)	运费 (美元/吨)	CNF升贴水 (美分/蒲式耳)
2020-10-15	美湾	12月	1057.25	156	42	270F
		1月	1057.25	151	42	265F
	美西	12月	1057.25	192	25	260F
		1月	1057.25	190	24	255F
2020-11-26	美湾	12月	1184	127	38	230F
		1月	1184	126	37.5	228F
	美西	12月	1184	155	24	220F
		1月	1184	150	24	215F

数据来源：天下粮仓，鲁证期货

从供需角度来说，当前中国对美豆的采购尚未显著过剩，应处在供需平衡的水平。据 USDA 数据显示，截止 11 月 19 日当周，20/21 年度美豆出口销售总量为 5193 万吨，对华销售总量为 2919 万吨，占比 56%；对未知目的地销售总量为 936.9 万吨。按照同比例推算，若对未知目的地销售量的 56%将对华装运，则截至 11 月 19 日中国已累计采购美国大豆约 3444 万吨。

图6：2020/21 年度美豆对中国装运进度



数据来源：USDA，鲁证期货

目前美豆对中国的装运进度（出口装运总量/出口销售总量）在 61%左右，仍明显低于 2015-2017 年的同期水平，但高于其他年份。从历史情况来看，至 1 月末大部分年份美豆对华装运进度可达到 90%左右。按照此比例计算，2020 年 9 月至 2021 年 1 月期间，美豆可实现对华出口约 3100 万吨。叠加 700 万吨巴西大豆以及国内 100 万吨大豆库存供应，当前对美豆的采购数量基本可以满足未来巴西新豆上市前的国内的大豆需求。

因此上述洗船因素或许将对 CBOT 大豆、美豆升贴水造成短暂利空，但不应理解为对 DCE 豆粕价格构成利空。DCE 豆粕价格中长期仍有望跟随 CBOT 大豆价格走高，但仍需警惕回调风险，在美豆低库存消费比的情况下，DCE 豆粕价格下方仍有成本支撑。

五、展望与策略

我们认为未来市场的主要驱动仍在于巴西天气/大豆产量。目前拉尼娜现象持续，巴西整体仍处于较干旱状态。12 月、1 月为巴西大豆重要生长期，若此间降水不足将导致巴西大豆单产下降，进而促使 CBOT 大豆价格进一步上涨。不过若短期内巴西降雨增加，CBOT 大豆仍存在短暂下跌调整的可能，从技术上看，CBOT 大豆指数价格支撑预计在 1125 美分/蒲式耳附近。

DCE 豆粕价格受到强势豆油价格以及人民币汇率压制，表现明显弱于 CBOT 大豆。近期国内豆粕表观消费量有所下降，大豆、豆粕库存有所抬升。在这种情况下，一方面现货基差、近月基差仍会面临压力，另一方面油粕比短期料难以走弱。因此 DCE 豆粕价格中长期仍有望跟随 CBOT 大豆价格走高，但仍需警惕回调风险，在美豆低库存消费比的情况下，DCE 豆粕价格下方仍有成本支撑。

从技术上看，DCE 豆粕指数目前仍受到了三角形整理区间上沿的压力，尚未有效突破。一旦向上突破后，则首先可能会测试 3400 元/吨压力位。

若 CBOT 大豆价格回调至 1125 美分/蒲式耳附近，按照巴西大豆 2 月船期 196H 报价、油粕比维持在当前 2.3 左右水平测算，DCE 豆粕价格成本在 3050 元/吨。

因此未来首选策略仍然是逢回调在 3100 元/吨附近逐步布局 M2105 合约多单。但是考虑到近期 CBOT 大豆及 DCE 豆粕价格表现整体偏强，因此可以考虑通过构建海鸥期权组合替代 M2105 合约单边持仓。

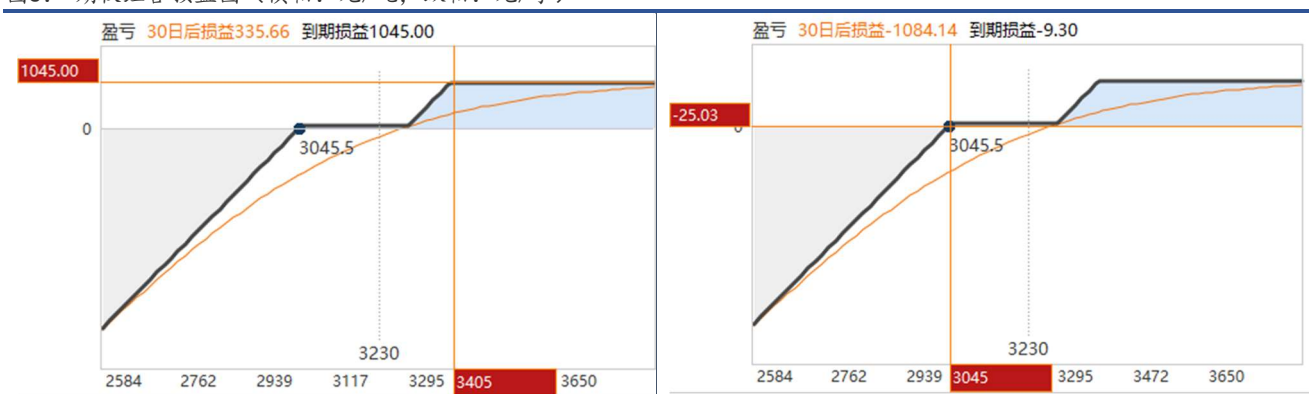
具体结构如下：M2105-C-3300、卖出 M2105-C-3400、卖出 M2105-P-3050。按照 11 月 28 日夜盘收盘价计算，该组合权利金成本在 0 元/吨左右，组合 Delta 在 0.383 左右。图 8 中展示了该期权组合的损益结构图，其中黑色实线为到期损益情况，黄色曲线为 30 日后损益情况。

图7：DCE 豆粕指数周K线（元/吨）



数据来源：文华财经，鲁证期货

图8：期权组合损益图（横轴：元/吨，纵轴：元/手）



数据来源：Wind，鲁证期货

风险提示及免责声明

本研究报告仅供鲁证期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，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、转载，需征得本公司同意，并注明出处为鲁证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。