

农产品涨势暂歇 二季度波动减小

——农产品篇

分析师：徐盛（F3083505，Z0016250）

2021.3.26

农产品涨势暂歇 二季度波动减小

——2020年四季度农产品投资策略展望

■ 主要驱动因素：

宏观市场情绪、原油价格、天气变化、非洲猪瘟的影响。

■ 供求角度：

白糖季节性库存高点，1-2月进口数量同比最高，2季度供应压力偏大。

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。

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。

■ 预计价格主要运行区间：白糖09：5300-5600；豆油09：7400-8600；棕榈油09：6400-7400；菜油09：9400-10000；豆粕09：3300-3600。

主要内容

白糖：全球步入去库，待下半年抬头

豆粕：需求恢复缓慢，远月豆粕可期

油脂：强弱转换偏慢，油脂高位震荡

品种：白糖

全球步入去库，待下半年抬头

——2021年二季度白糖投资策略展望

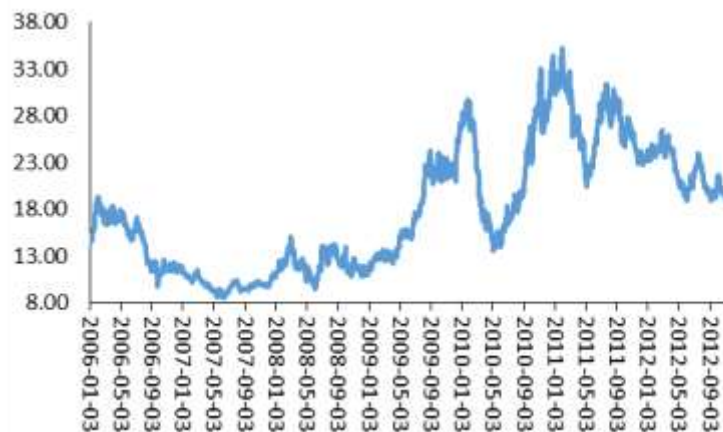
关注焦点

- 原糖3月合约交割后，市场逼仓逻辑不再。随着印度大规模收榨，供应大局基本确定，后期市场将更多关注巴西开榨的情况。而印度出口签约大量增加、巴西疫情导致封城以及月底大规模开榨将缓解目前全球糖供应紧张的局面，但原糖15美分/磅存在乙醇折糖以及印度出口成本的强支撑。
- 随着进口政策逐步放开，国内外糖价联动性加强。2季度国内糖价也将跟随原糖波动，下方同时还受基差支撑。
- 注意宏观金融市场动荡对糖价的影响。

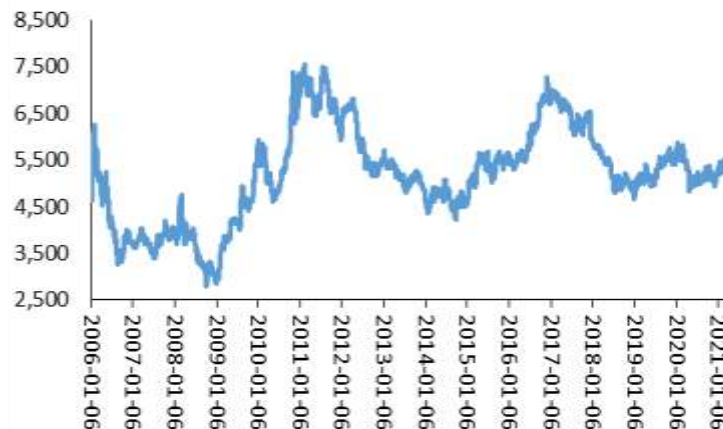
白糖走势

- 进入2021年，原糖走势出现先抑后扬。1月-2月由于泰国进一步减产、全球原油和玉米价格推动乙醇价格上涨，原糖一度接近19美分/磅，同时出现近月走强。
- 进入3月随着原糖逼仓行情结束，同时原油价格回调带动乙醇价格走低、巴西疫情恶化导致封城使得原糖价格出现回落。
- 国内价格则跟随原糖同样出现先涨后跌，但由于基差国内价格波动小于国际糖价。

原糖主力收盘价（美分/磅）



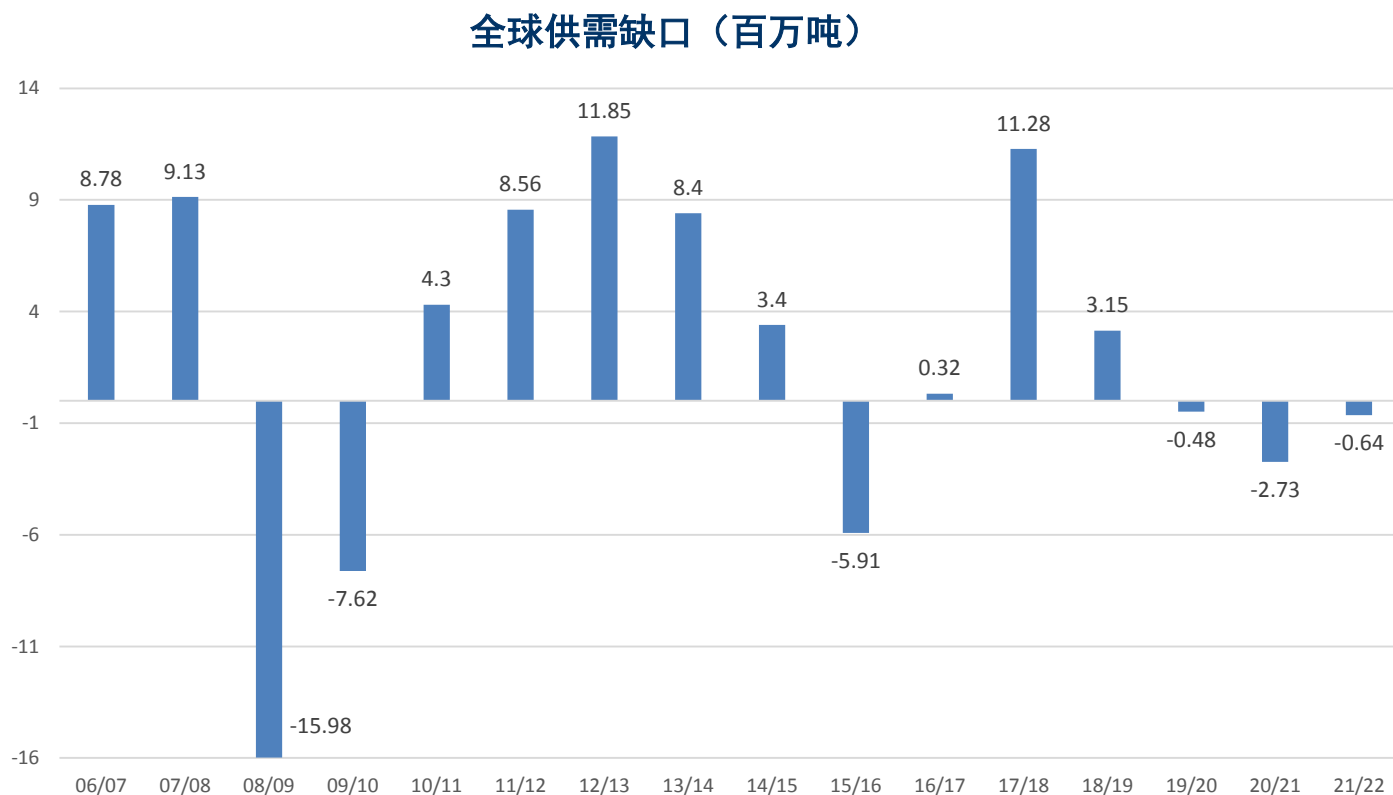
白糖主力收盘价（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

全球糖新一年依然处于去库存中

- 按照Kingsman的预估，20/21和21/22榨季全球依然有小幅供需缺口，因此长期看全球依然处于去库存中。



前期糖现货紧张凸显

- 1月-2月由于泰国进一步减产，国际糖供应压力紧张，全球原糖升贴水维持在高位，巴西甚至创下近年高点。后期预计升贴水将逐步下降。

泰国原糖升贴水（美分/磅）



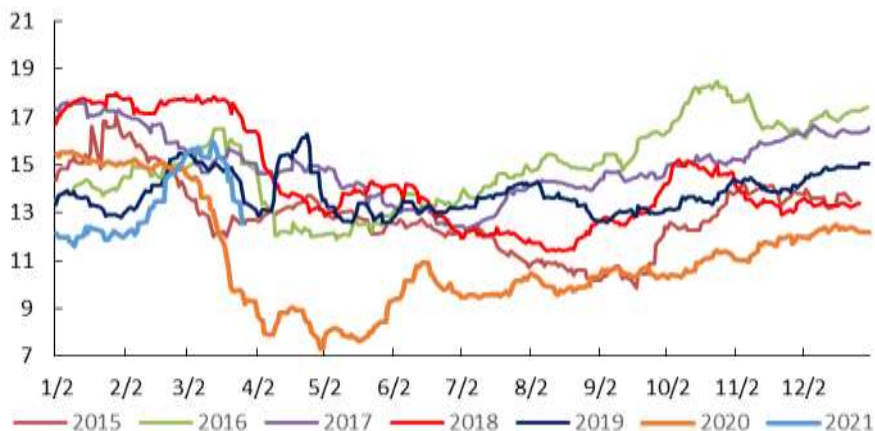
巴西原糖升贴水（美分/磅）



乙醇成为近期最大的扰动因素

- 随着3月原油价格回调，以及巴西疫情恶化，巴西乙醇价格大幅下跌，糖-乙醇价差重新扩大。

巴西乙醇折糖价（美分/磅）



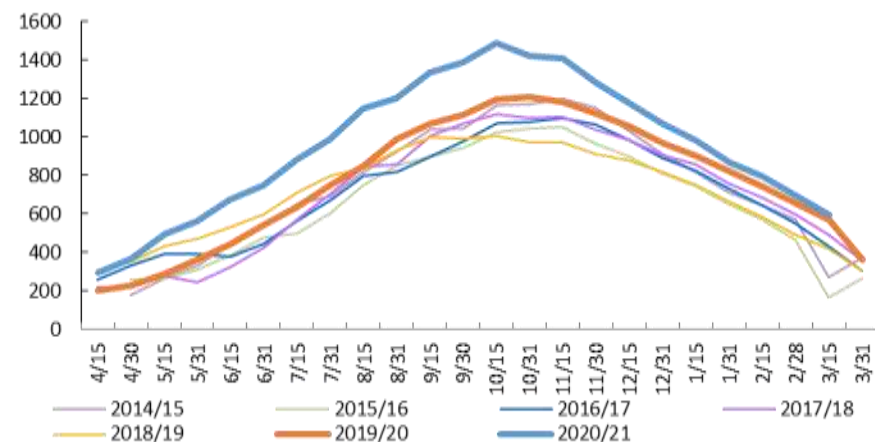
巴西糖-含水乙醇价差（美分/磅）



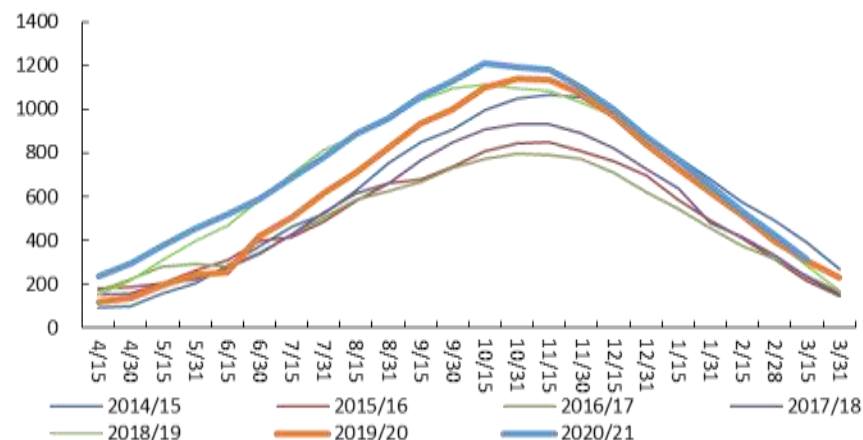
乙醇成为近期最大的扰动因素

- 2季度关注巴西糖和乙醇垒库速度。

巴西糖库存（万吨）



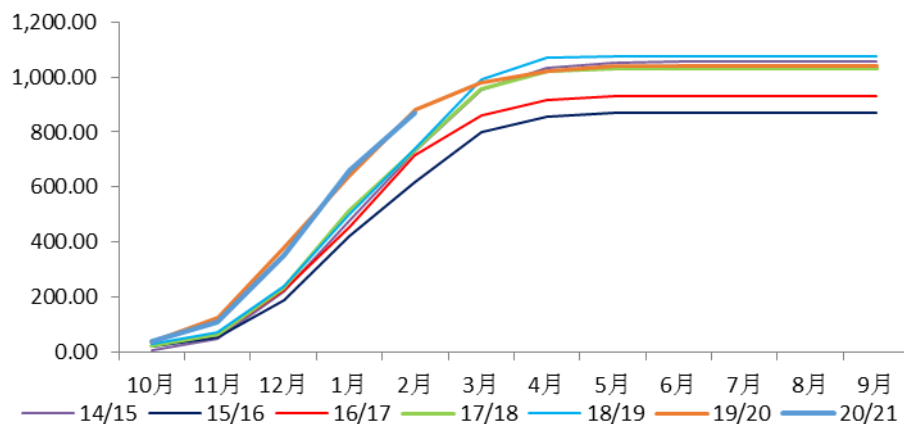
巴西乙醇库存（万立方米）



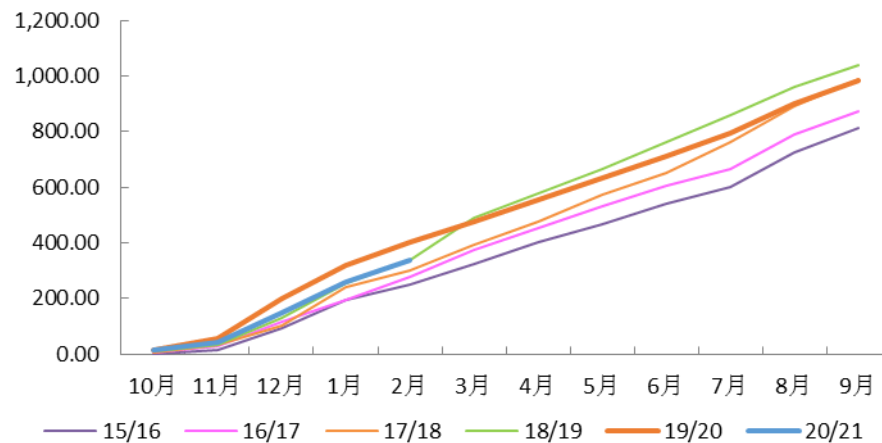
截止2月国内工业库存相对较高，但出现边际改善

- 2020/21年制糖期全国已累计产糖867.67万吨（上制糖期同期882.54万吨），全国累计销售食糖338.5万吨（上制糖期同期401.72万吨），累计销糖率39.01%（上制糖期同期45.52%）。

中国工业产量（万吨）



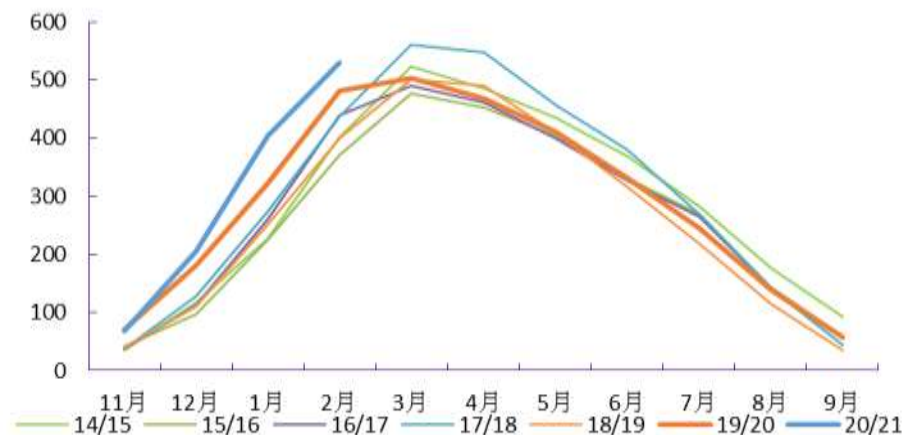
中国工业销量（万吨）



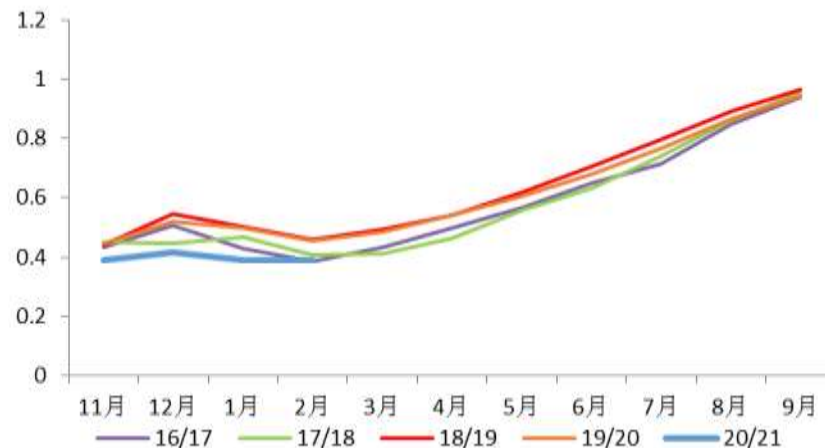
截止2月国内工业库存相对较高，但出现边际改善

- 2季度国内糖主要以围绕去库存为核心，在此期间糖市预计以震荡为主。

中国工业库存（万吨）



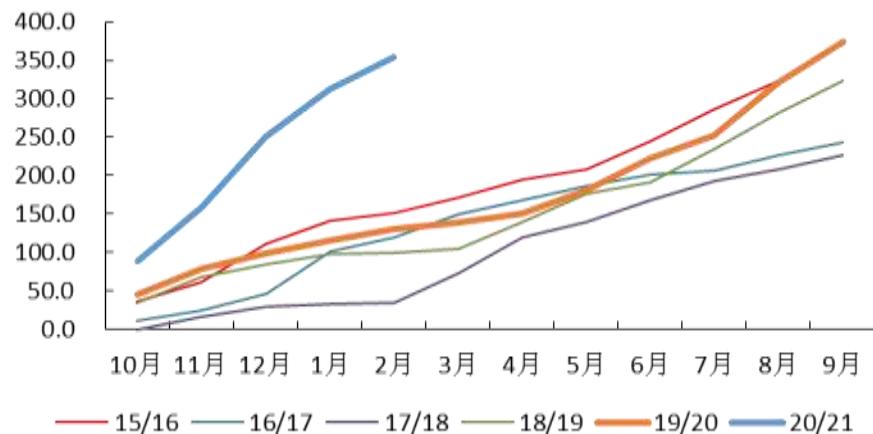
中国糖产销率



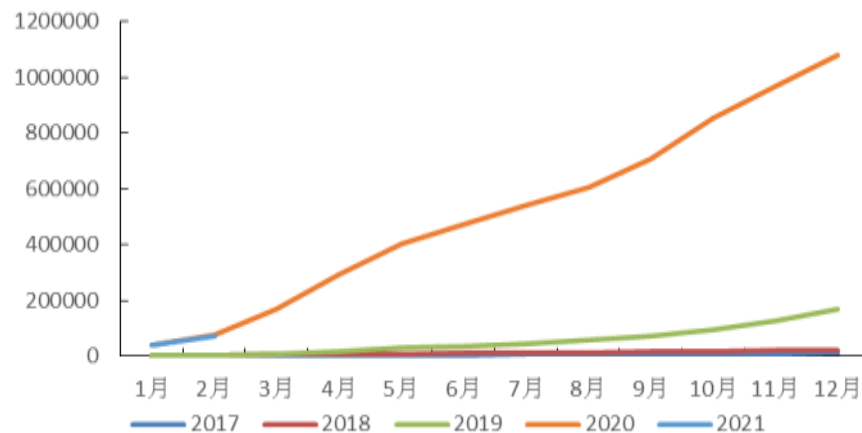
国内进口同比新高，短期供应压力偏大

- 中国1月份进口糖62万吨，2月份进口糖43万吨。2021年1-2月中国累计进口糖105万吨，同比增加73万吨。20/21榨季截至2月底中国累计进口糖355万吨，同比增加224万吨。
- 2021年1月糖浆进口4.04万吨，同比增加0.20万吨，2月糖浆进口3.29万吨，同比下降0.55万吨。

国内月度糖进口（万吨）



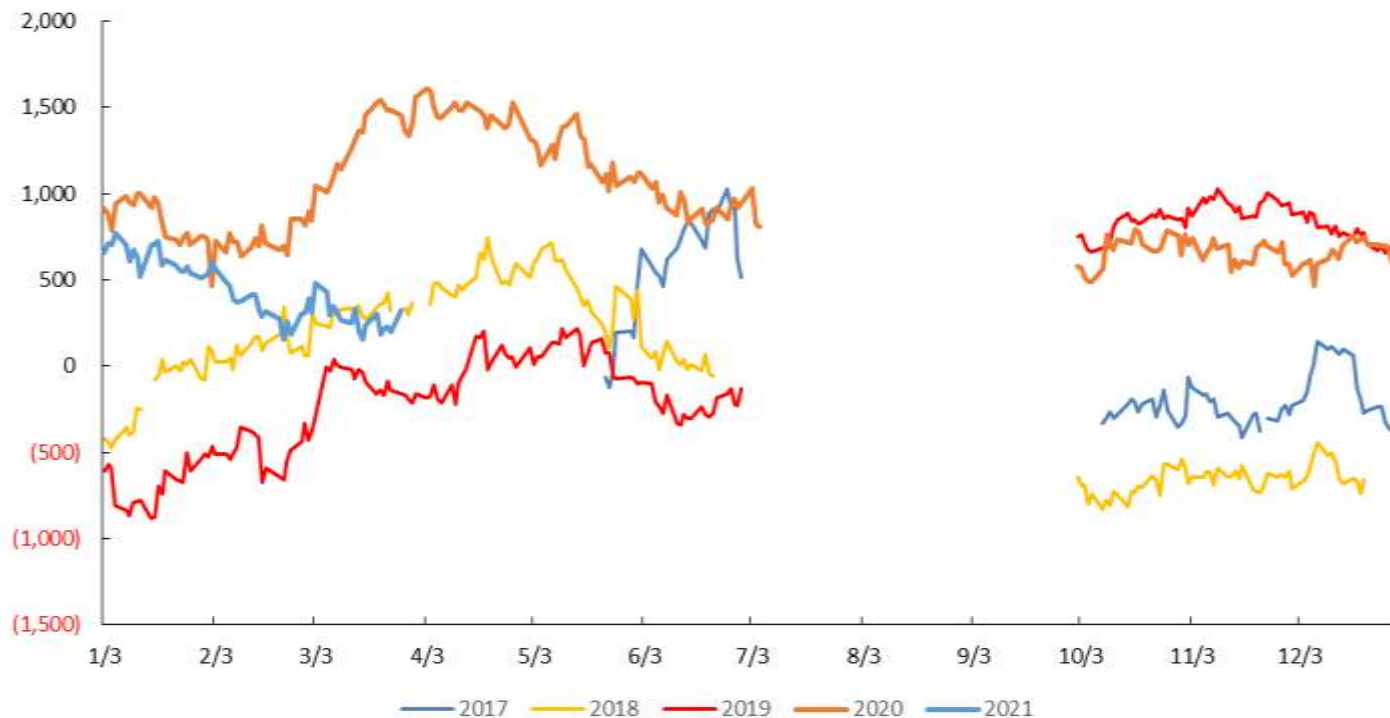
国内月度糖浆进口（吨）



国内进口利润一季度下降

- 前期随着原糖上涨，国内进口利润一路下降，目前进口利润维持区间波动。而进口成本将对国内价格起到支撑作用。

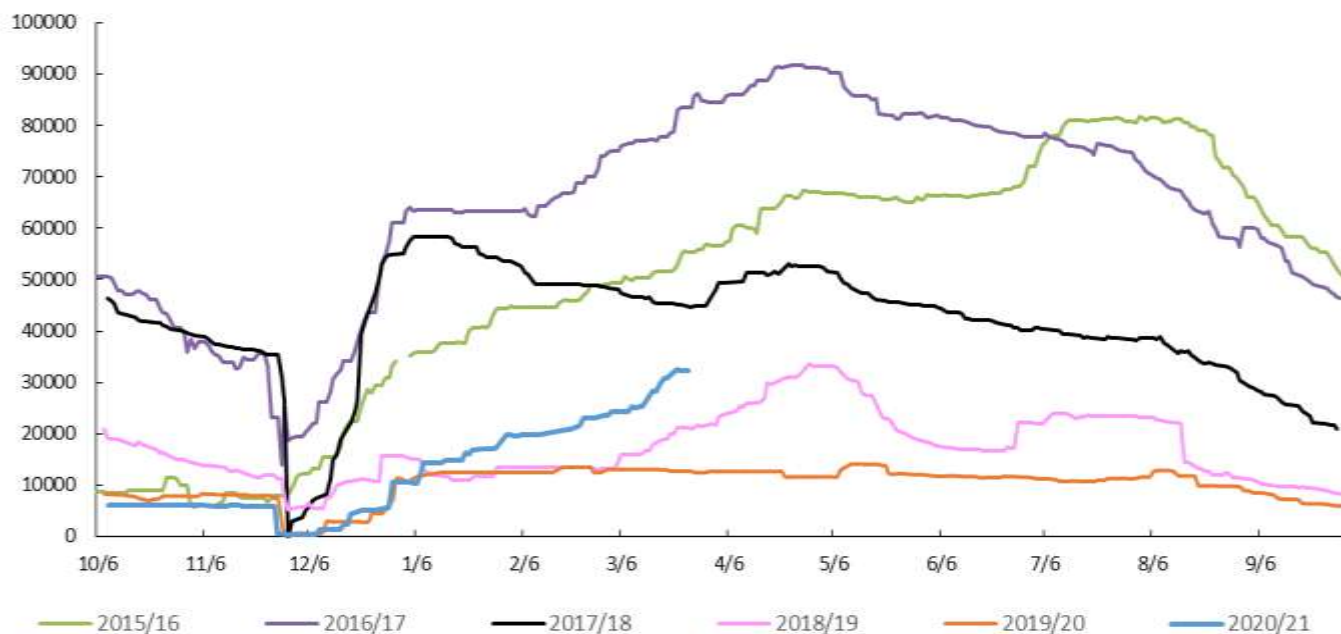
原糖7月-郑糖9月配额外盘面进口利润（元/吨）



国内仓单压力逐步变大，压制近月价格

- 由于前期价格上涨，仓单加有效预报大幅提升，目前超过3.2万张（32万吨），压制近月价格。

仓单+有效预报（张，10吨）



未来的新变化：糖-果葡糖浆价差

- 过去几年玉米价格的强势推动了下游淀粉和淀粉糖成本的上涨，糖和F55果葡糖浆的价差达到了近几年第二低点。

白糖-F55果葡糖浆价差（元/吨）



2021年二季度白糖行情的主要逻辑

- 全球未来2年仍然处于去库存格局，国际糖价长期看涨。
- 短期巴西大规模开榨，国际供应紧缺缓解。印度在2020年12月批准600万吨糖的出口补贴，出口平价在15美分/磅。在全球糖需要印度出口供应的背景下，截至目前已经出口签约430万吨，二季度国际糖价依然受印度出口平价支撑，预计二季度原糖价格在14-17美分/磅震荡。
- 由于进口政策的逐步放开，国内糖价跟随国际糖价，两者波动方向趋于一致，但国内波动率小于国际糖价。
- 在SR09在5200-5300元/磅一带位置将受到进口成本和国内制糖成本的支撑，上方5600一带现货套保压力加大，因此二季度预计国内糖价同样以震荡为主。
- 到三季度时随着糖进入季节性高点，届时国内国际糖价有望达到甚至超过一季度的水平。

风险点提示：

- 宏观波动风险。原油价格大幅上涨或者下跌都将导致国际和国内糖价的波动加大。
- 天气因素导致巴西收割中断、北半球种植受影响。
- 玉米作为竞争作物价格大幅波动影响糖价。

2021年二季度白糖期货操作建议

套利操作

- ❖ SR01-SR09月差反套
- ❖ 50-100附近可做扩大

单边操作

- ❖ 白糖2季度以波段操作为主，参考区间5300-5600

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年二季度白糖策略推荐

推介 一

买SR2201-抛SR2109套利

- 当前价差150，在50-100附近做扩，目标300-400。

推介二

SR2109区间操作

- 当前盘面是5350，在5300-5600一带进行区间操作。

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

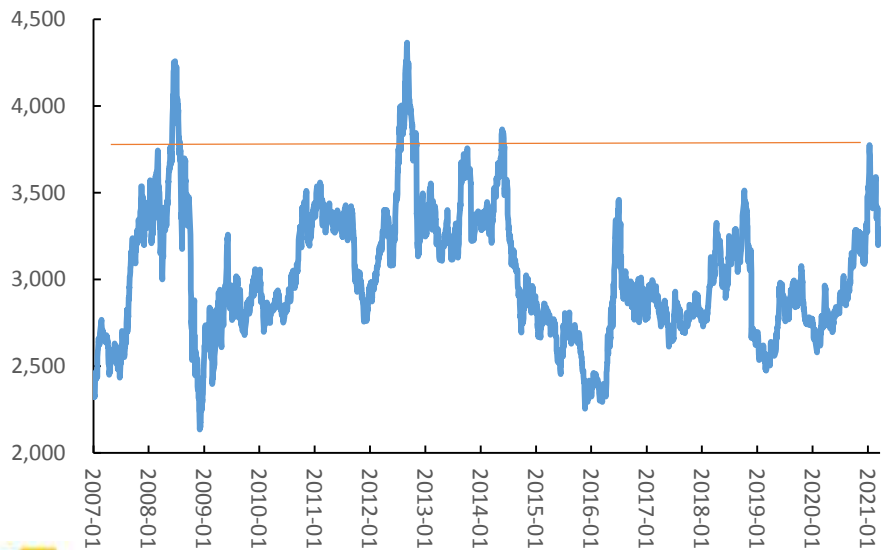
关注焦点

- 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。

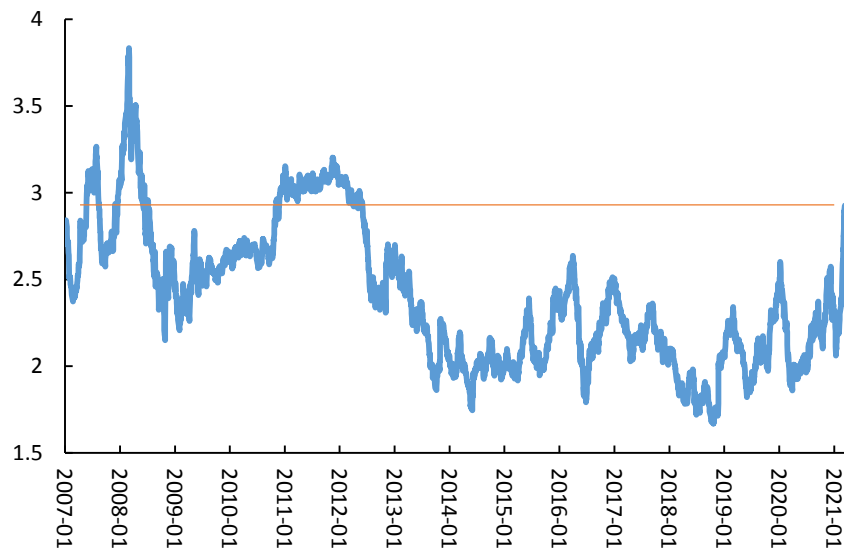
豆粕及油粕比走势

- 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

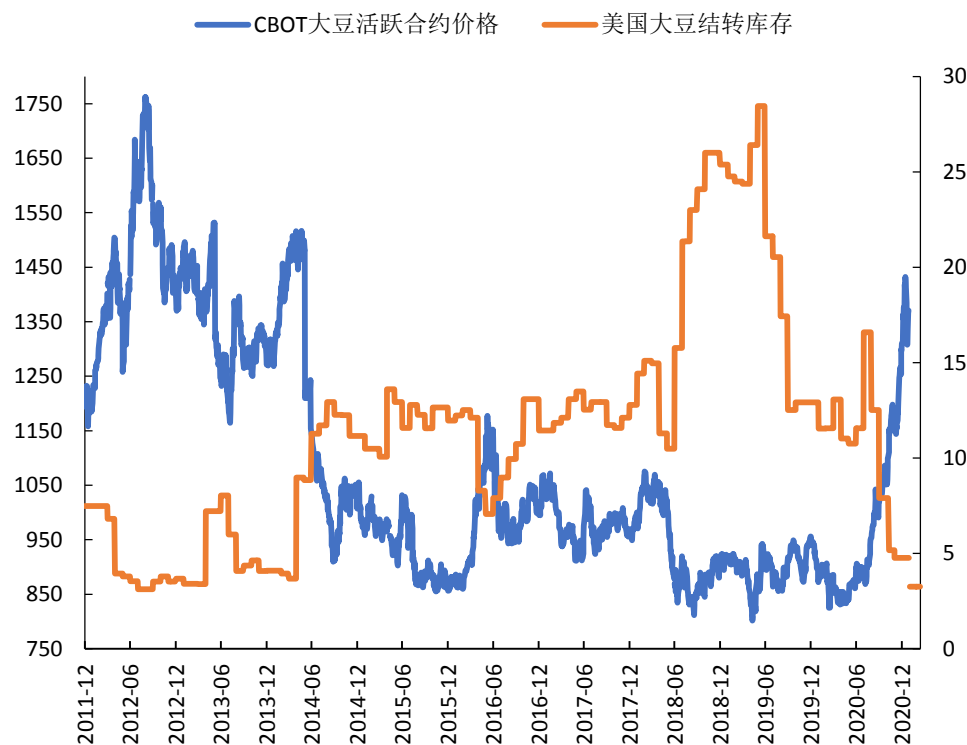


资料来源：Wind，申万期货研究所

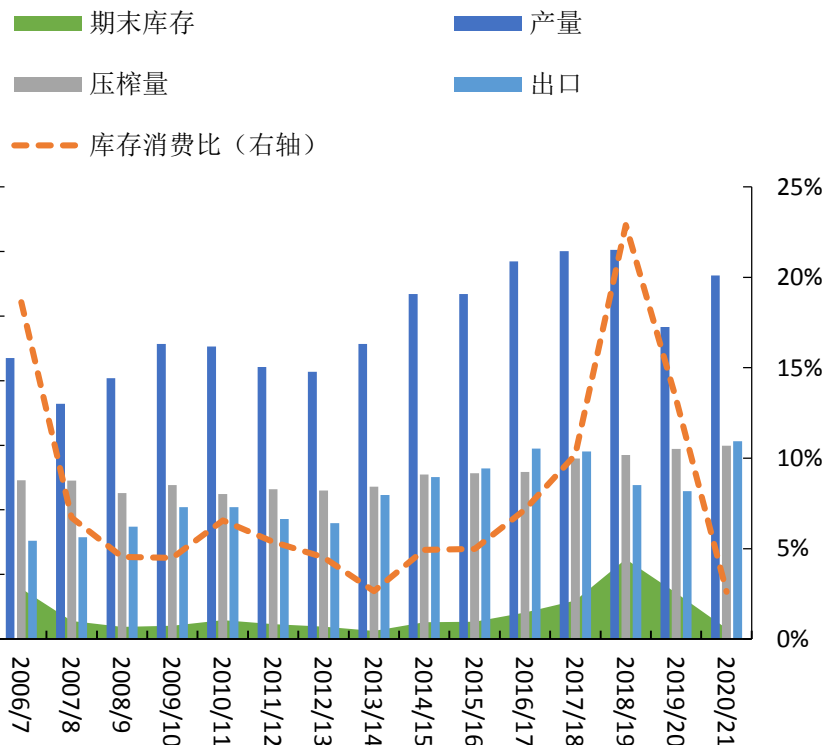
美豆库存消费比历史新低

■ 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）



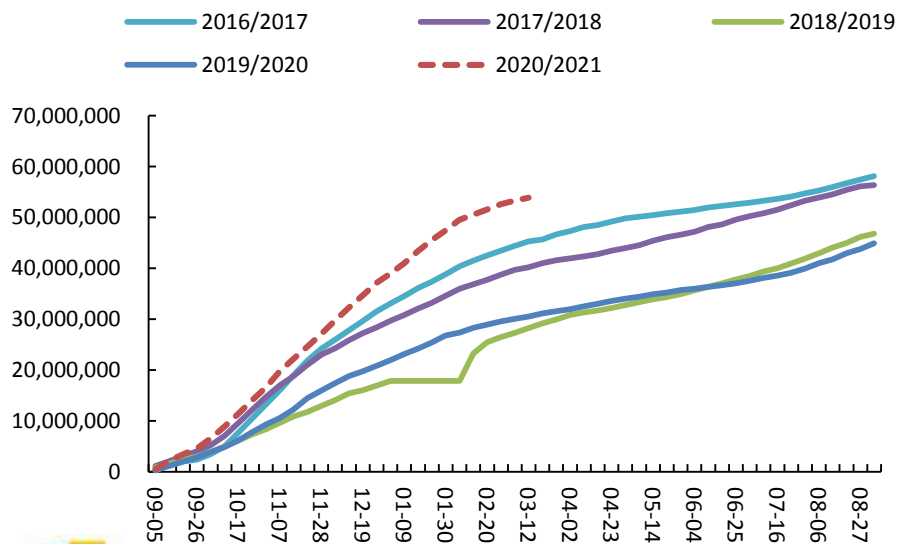
美国大豆平衡表、库存消费比（百万吨，%）



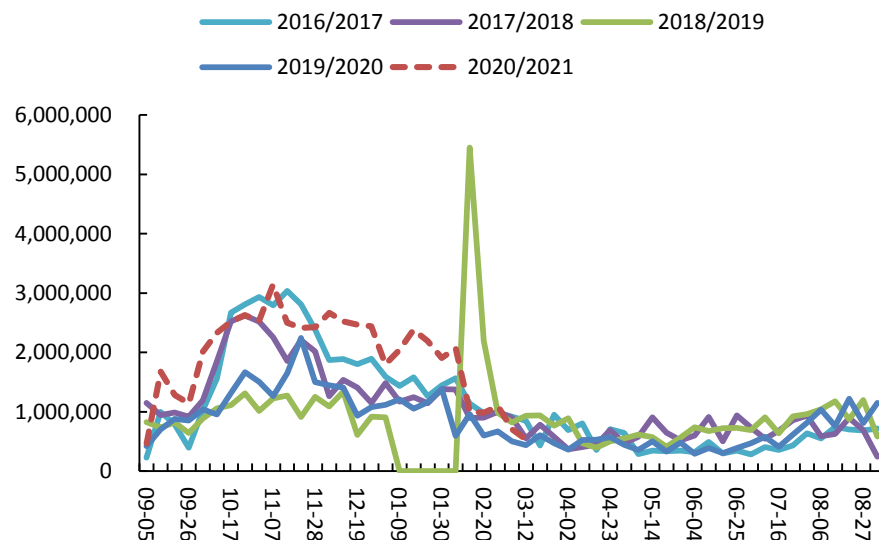
美豆销售进度接近完成

- 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）

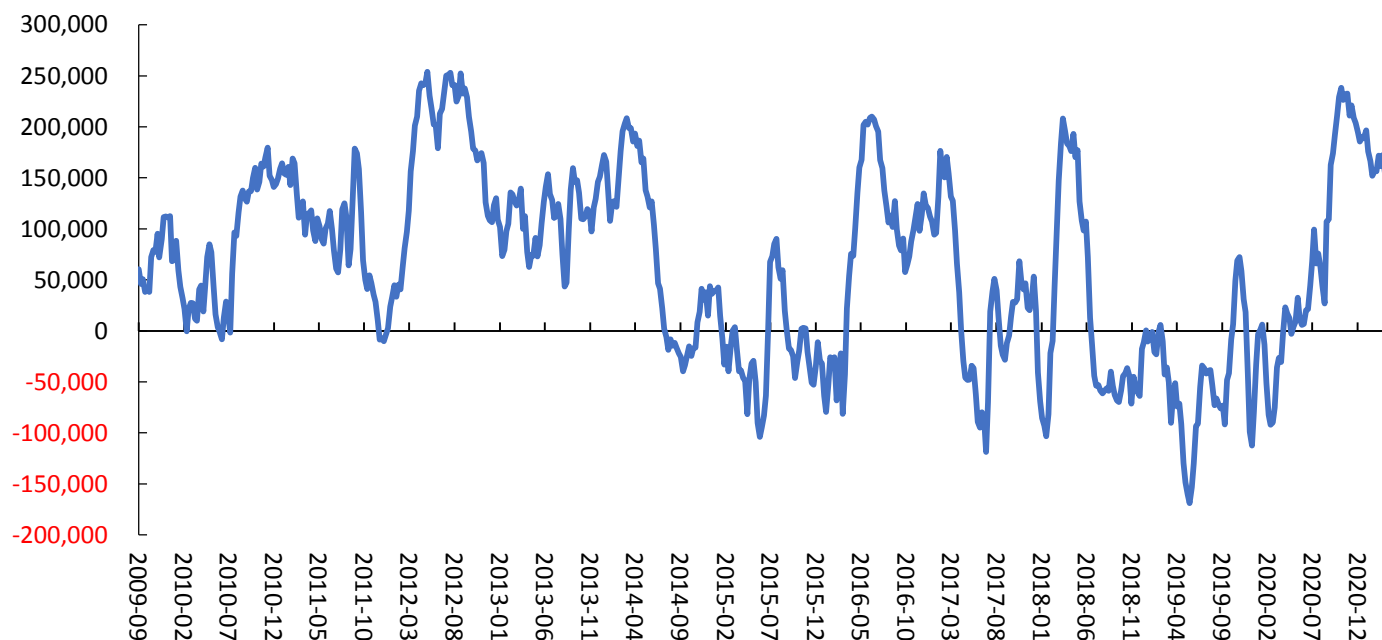


资料来源：USDA, Wind, 申万期货研究所

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）

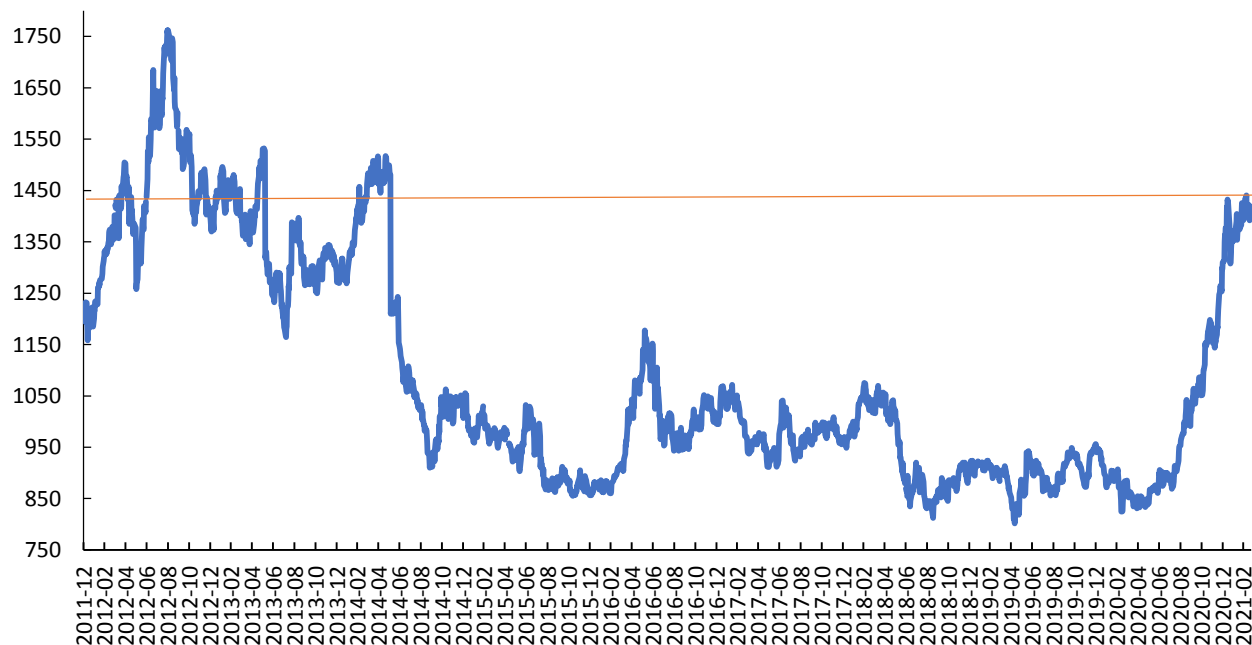


资料来源：Wind，申万期货研究所

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）

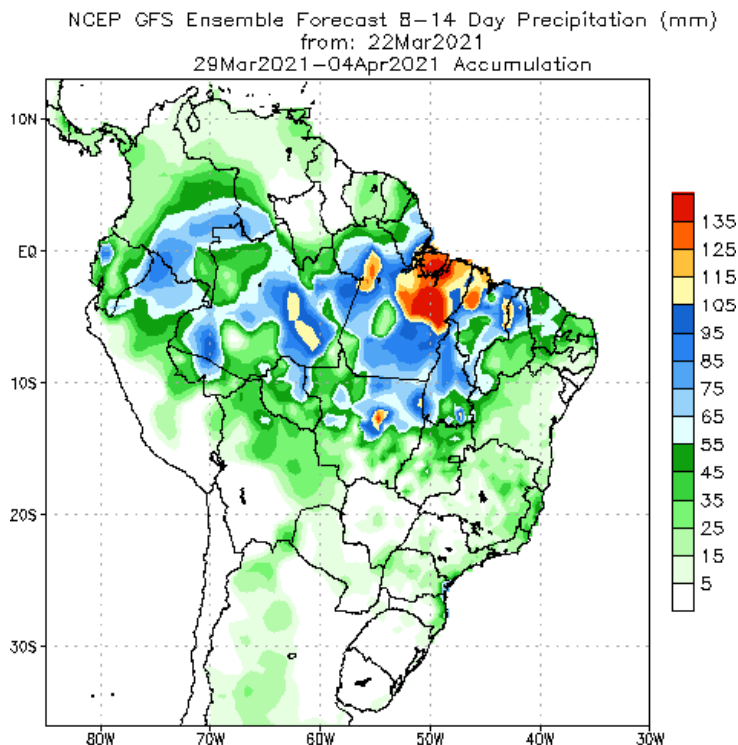


资料来源：Wind，申万期货研究所

南美未来降雨情况

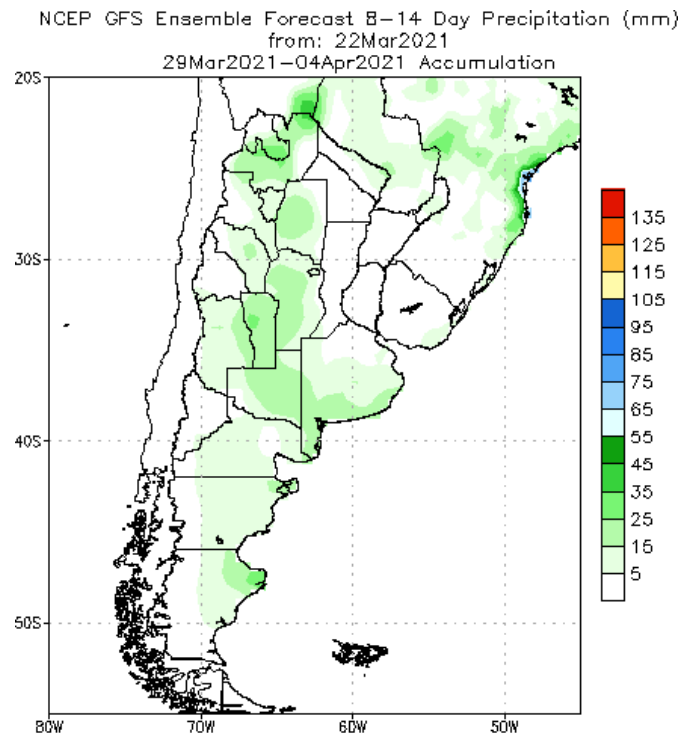
- 未来3月29日-4月4日巴西东北部地区降雨偏多，中部有零星降雨，天气总体利于收割。
- 阿根廷降雨偏少，尤其是潘帕斯地区。

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



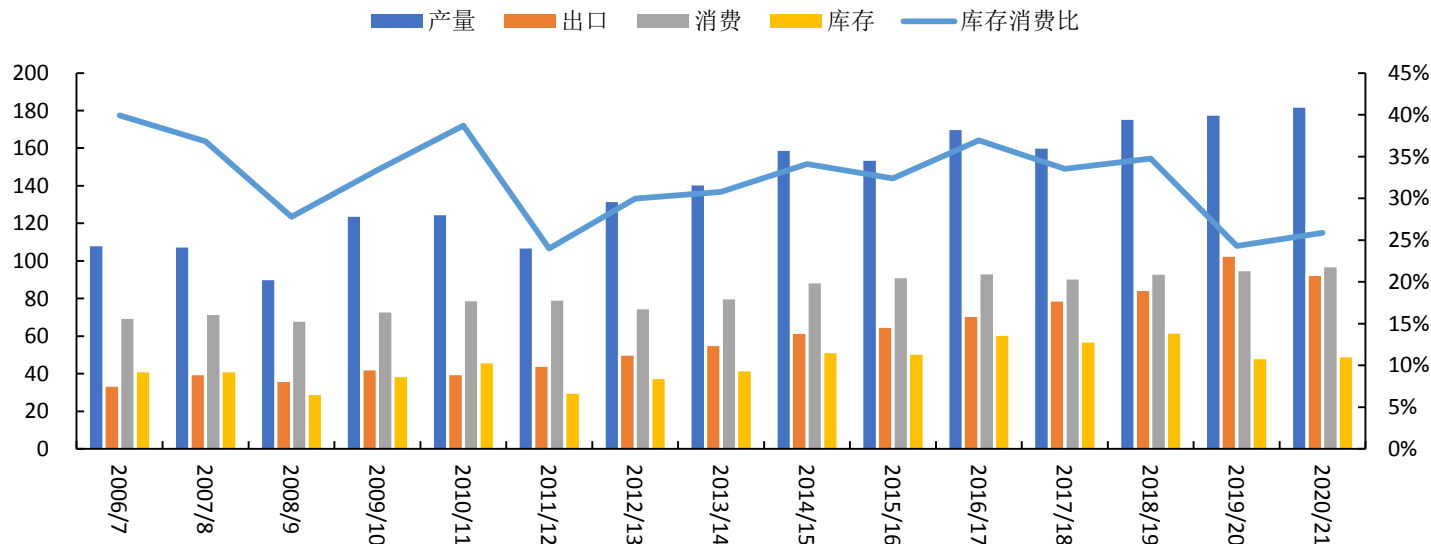
Bias correction based on last 30-day forecast error

资料来源: NOAA, 申万期货研究所

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，%）

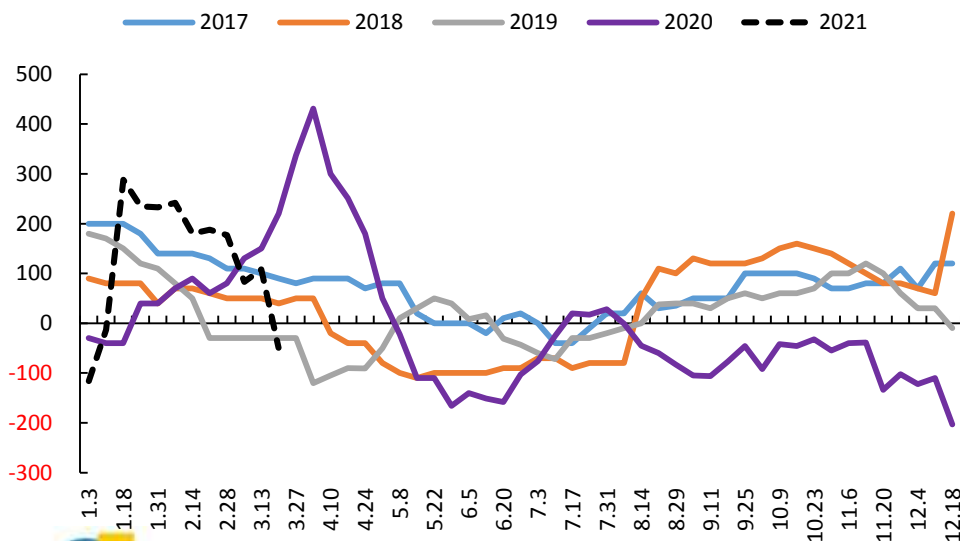


资料来源：USDA，Wind，申万期货研究所

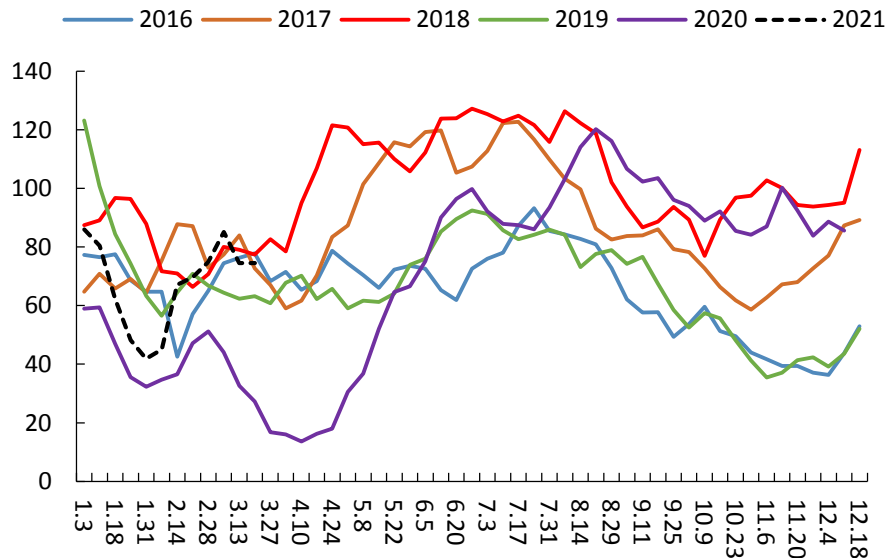
豆粕库存高位，基差持续走弱

- 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）

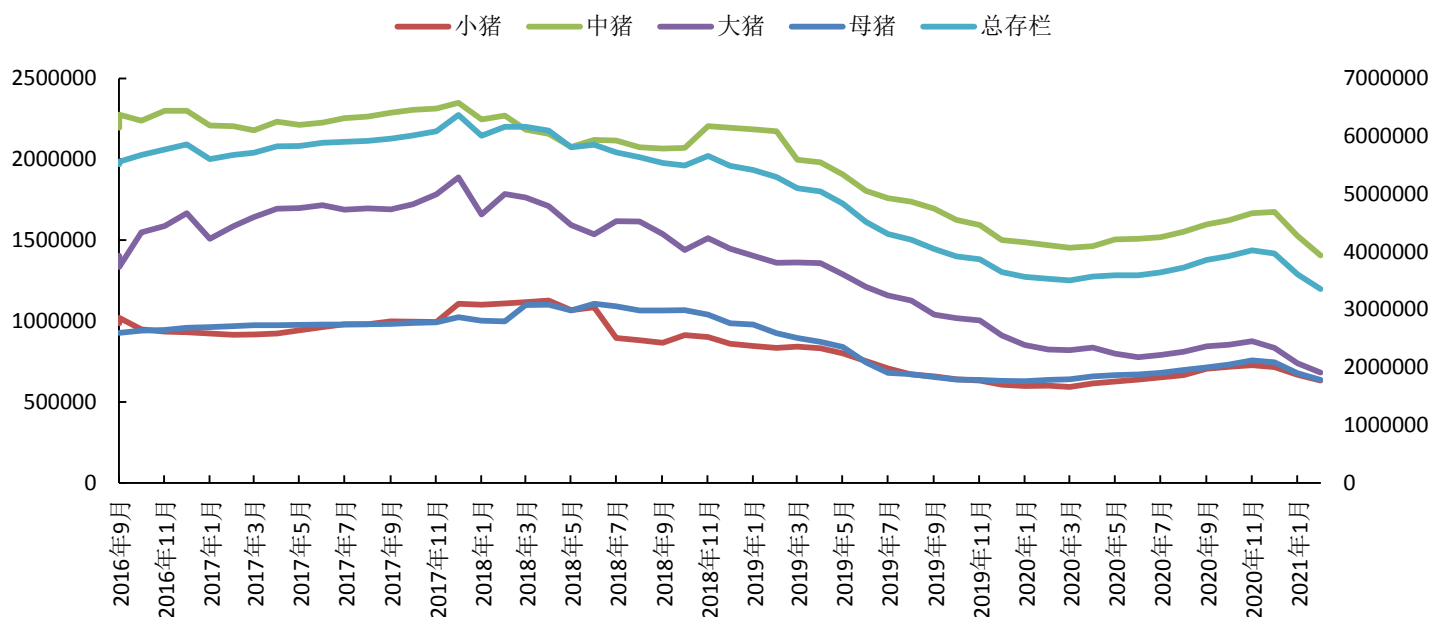


资料来源：海关总署，天下粮仓，Wind，申万期货研究所

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。

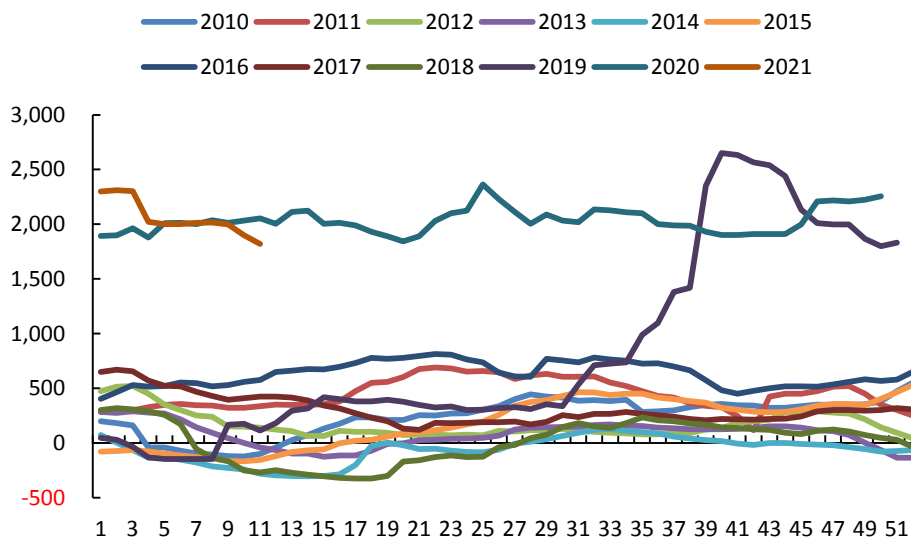
样本企业生猪存栏情况（头）



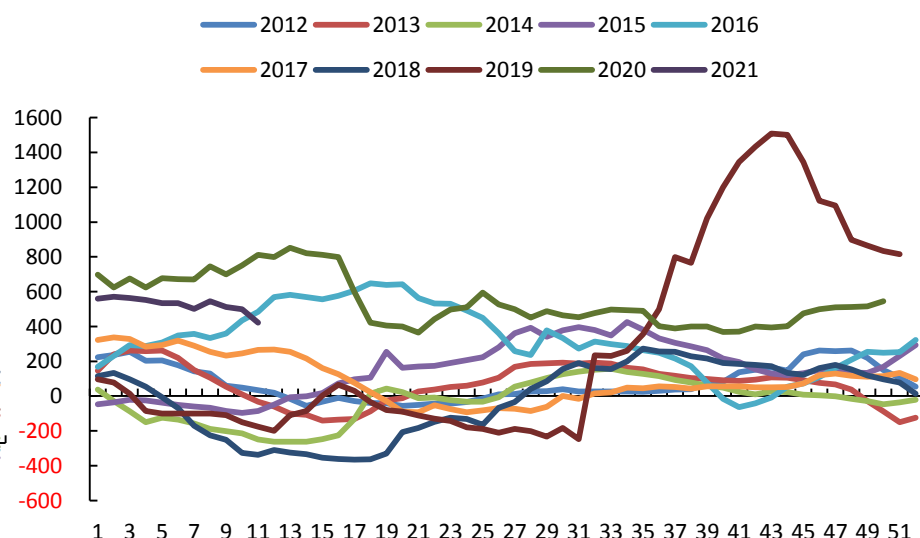
生猪养殖利润依然较高

- 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）



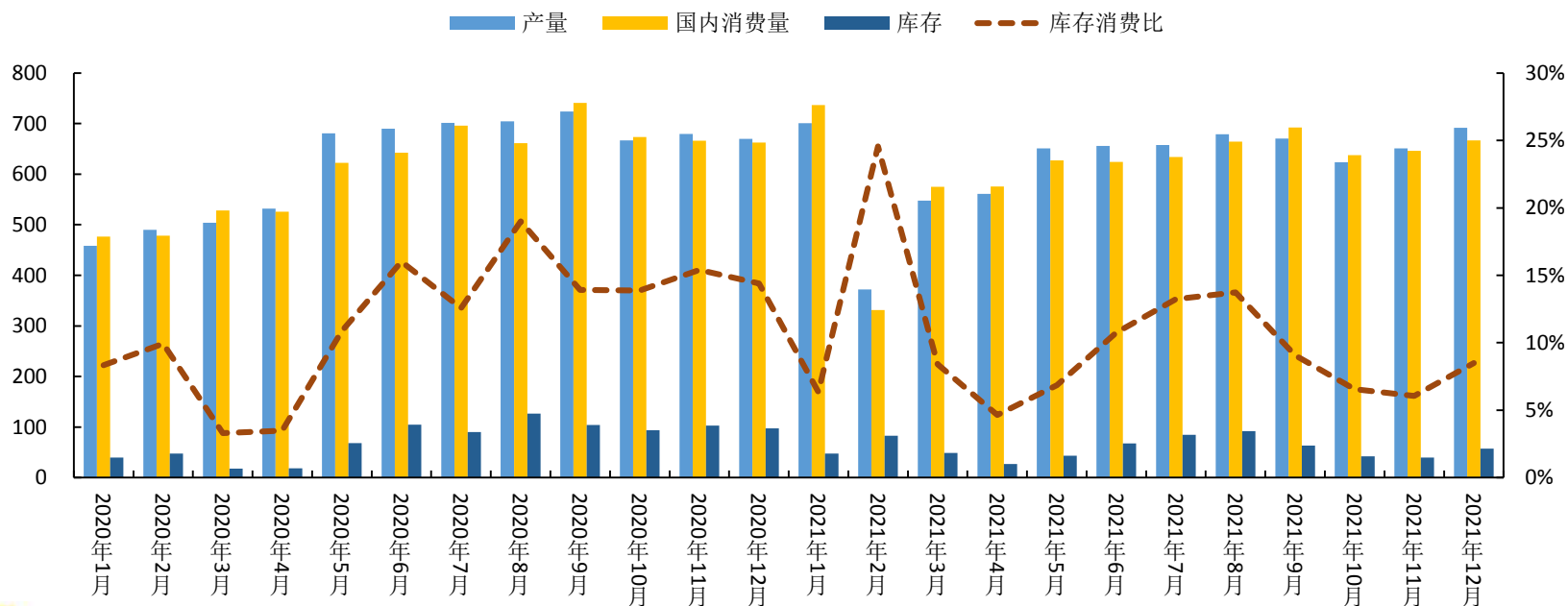
自外购仔猪养殖利润（元/头）



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

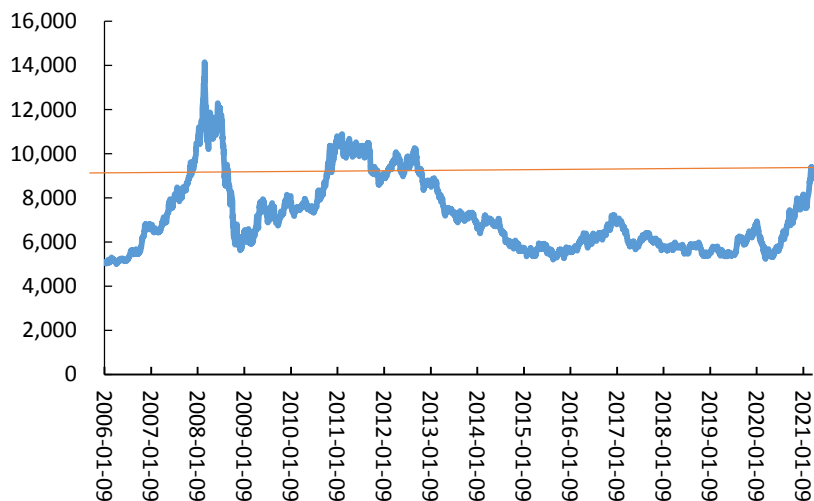
关注焦点

- 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。

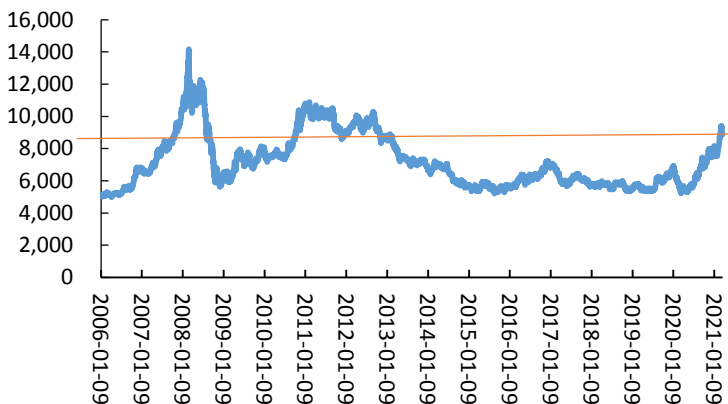
油脂走势

- 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。

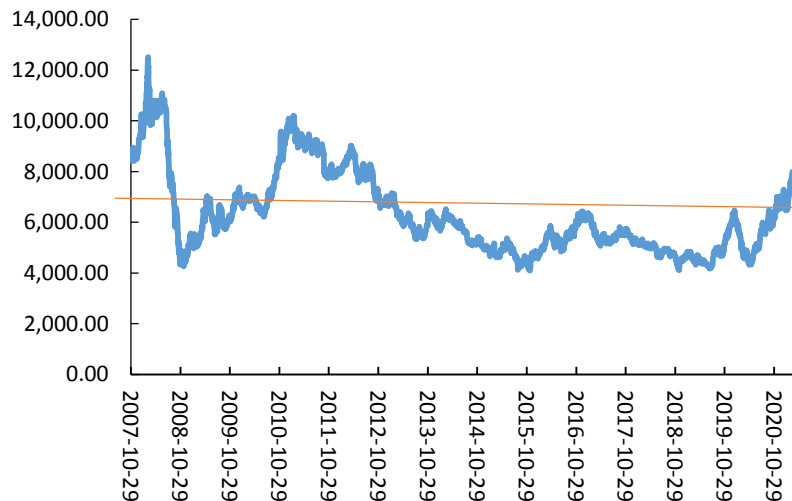
豆油主力收盘价（元/吨）



菜油主力收盘价（元/吨）



棕榈油主力收盘价（元/吨）

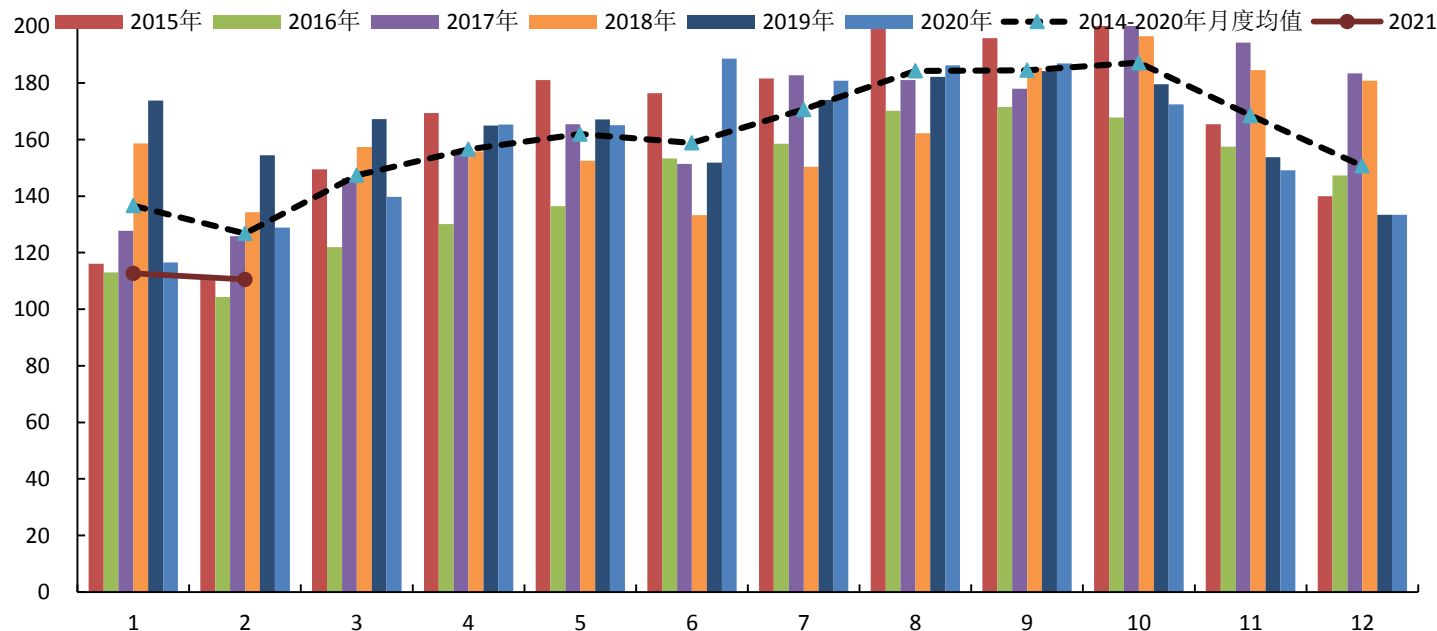


资料来源：Wind，申万期货研究所

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）

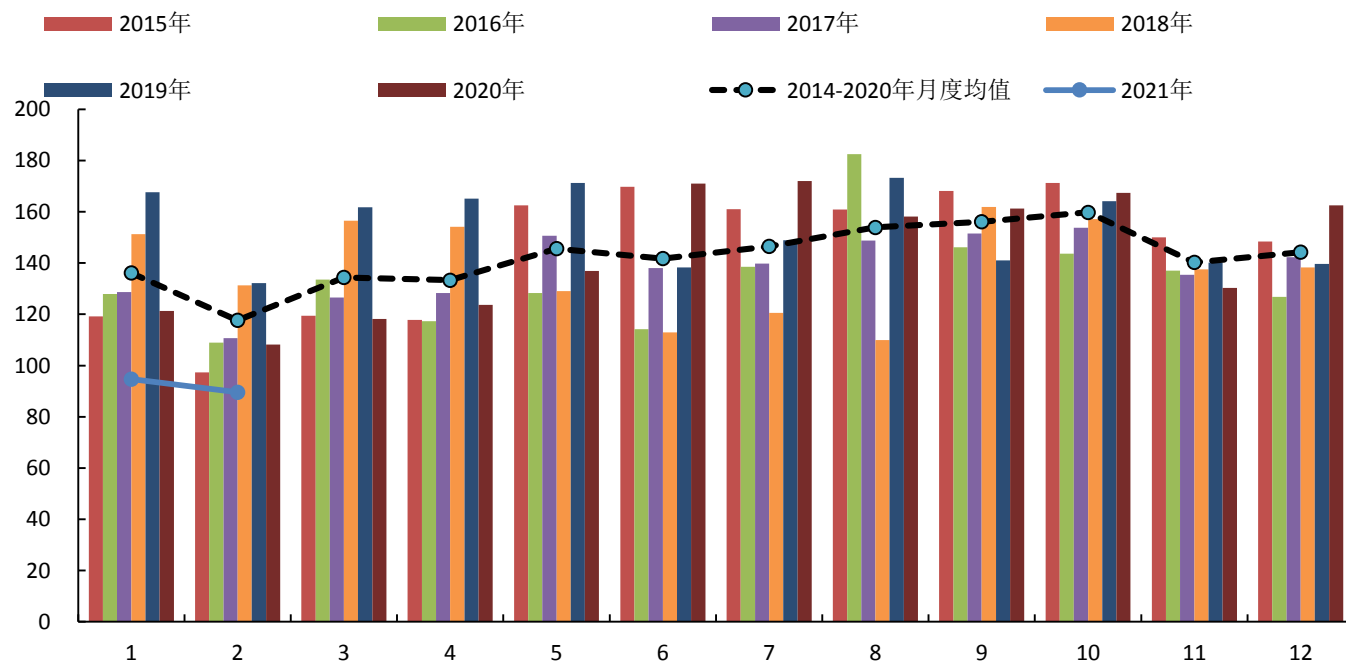


资料来源：MPOB，Wind，申万期货研究所

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。

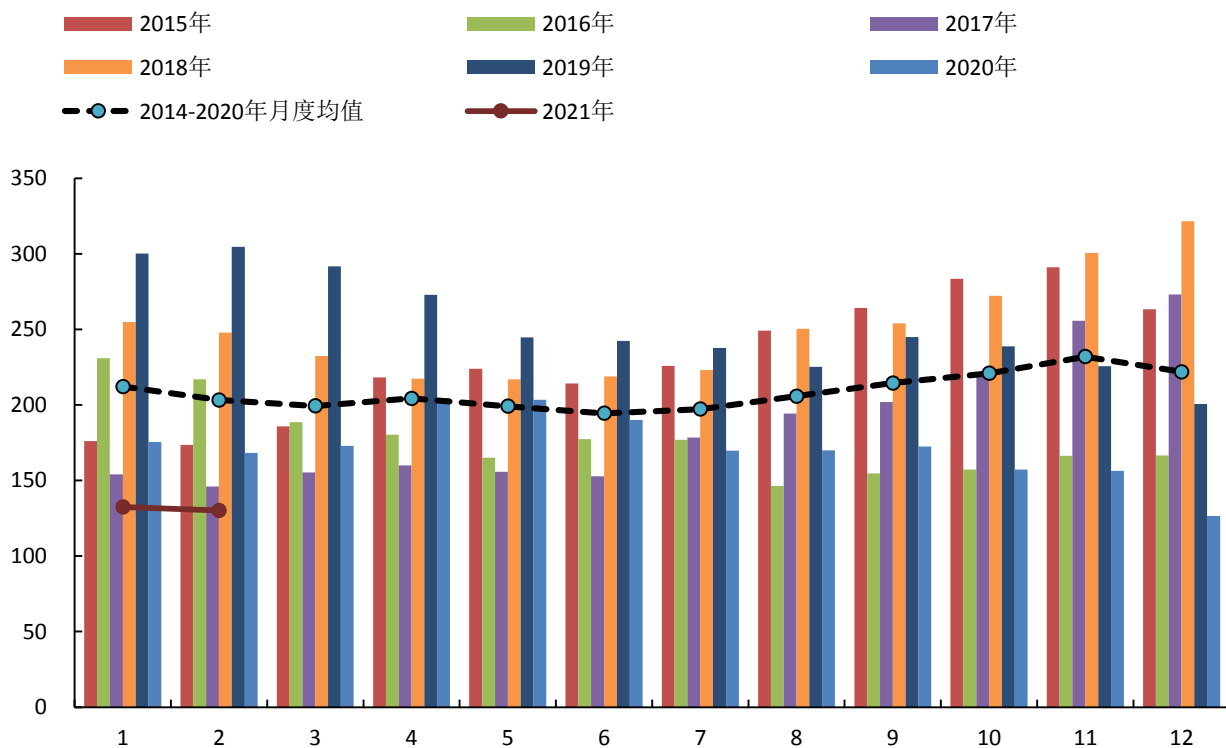
马来西亚棕榈油月度出口（百万吨）



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）

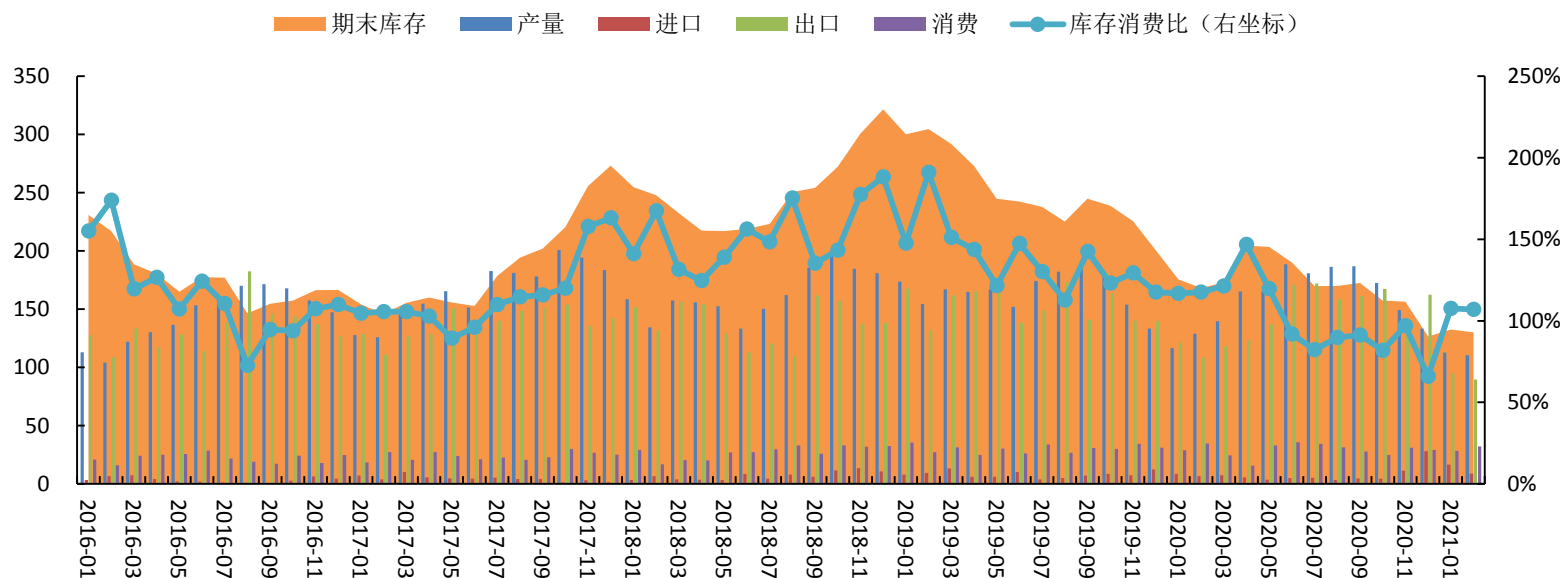


资料来源：MPOB, Wind, 申万期货研究所

马来西亚棕榈油库存消费比降低

- 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。

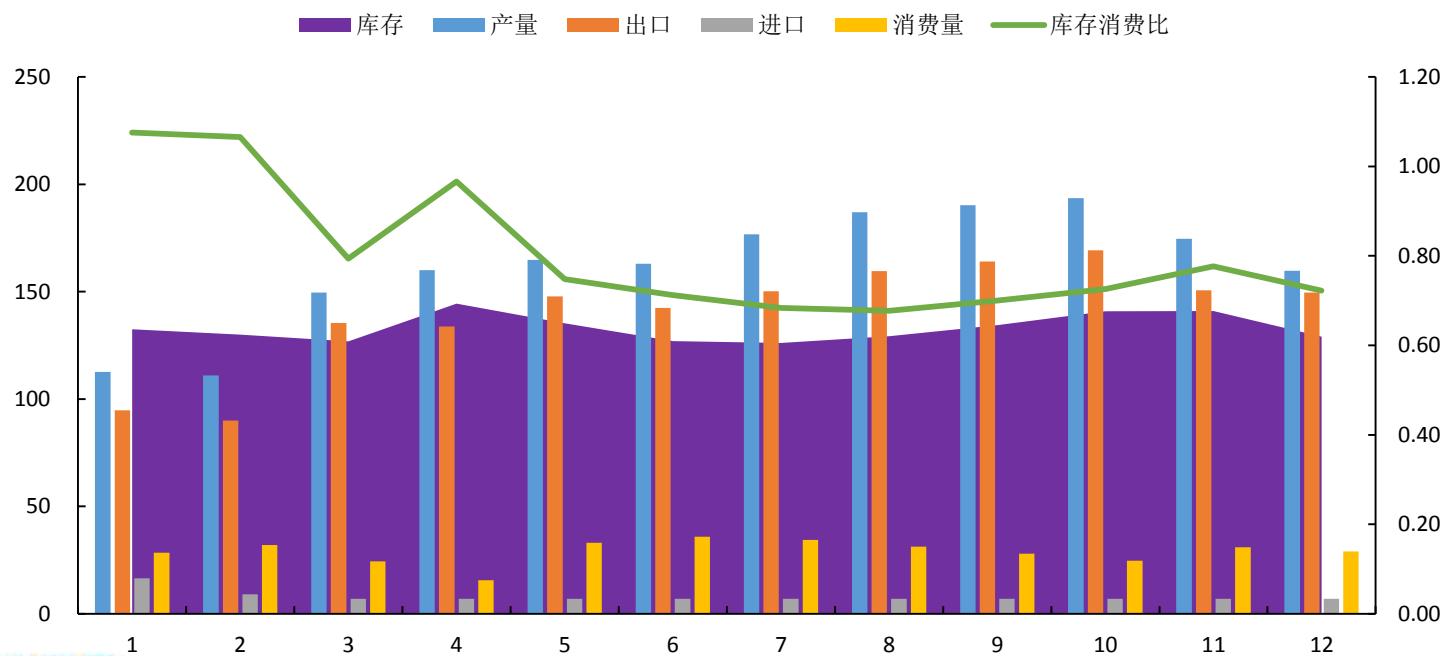
马来西亚棕榈油平衡表（百万吨，%）



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）

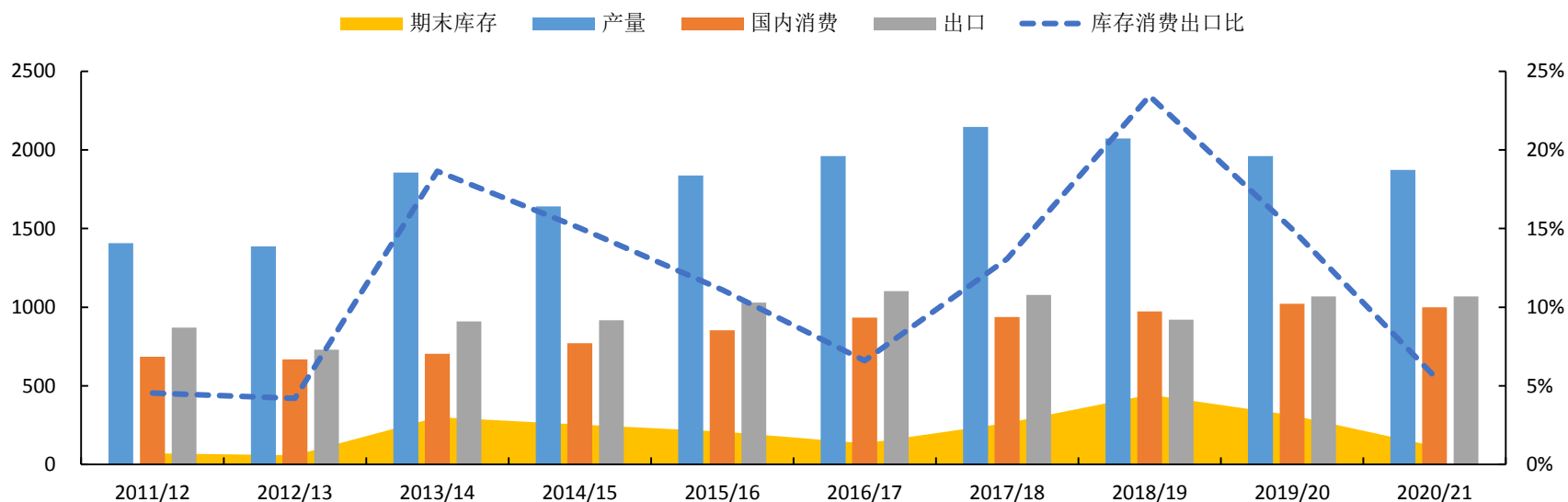


资料来源：海关总署，天下粮仓，申万期货研究所

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。

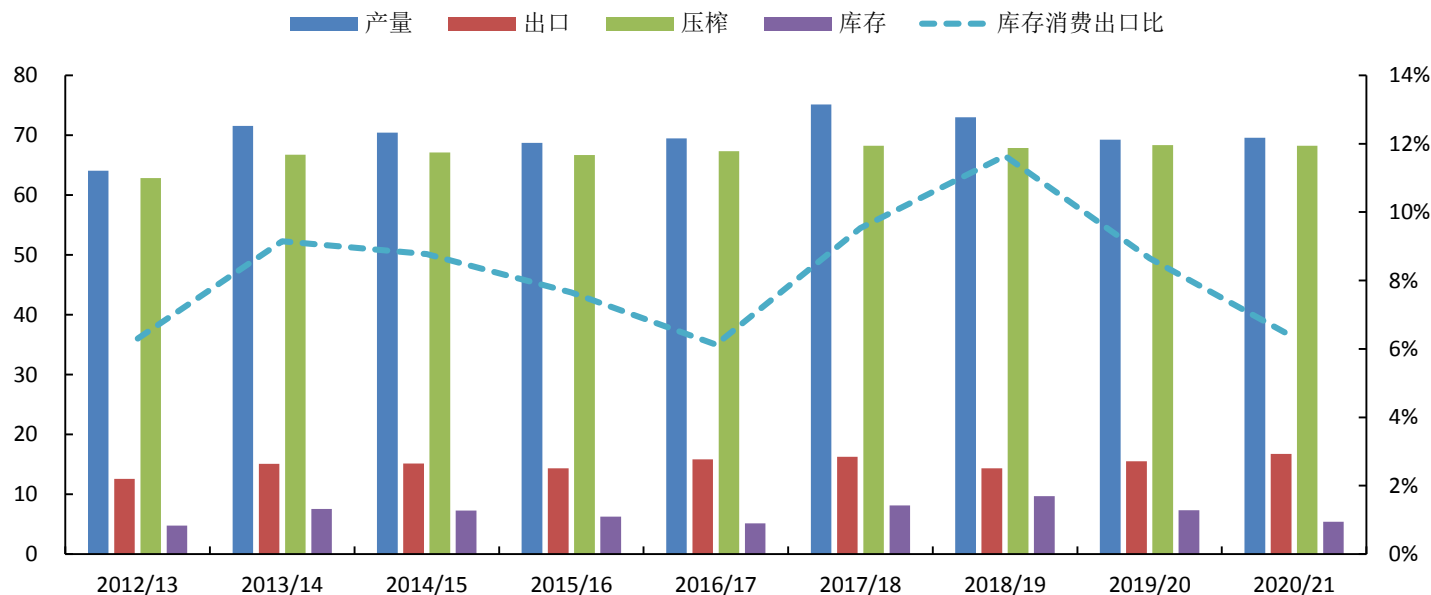
加拿大菜籽平衡表（万吨，%）



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，%）

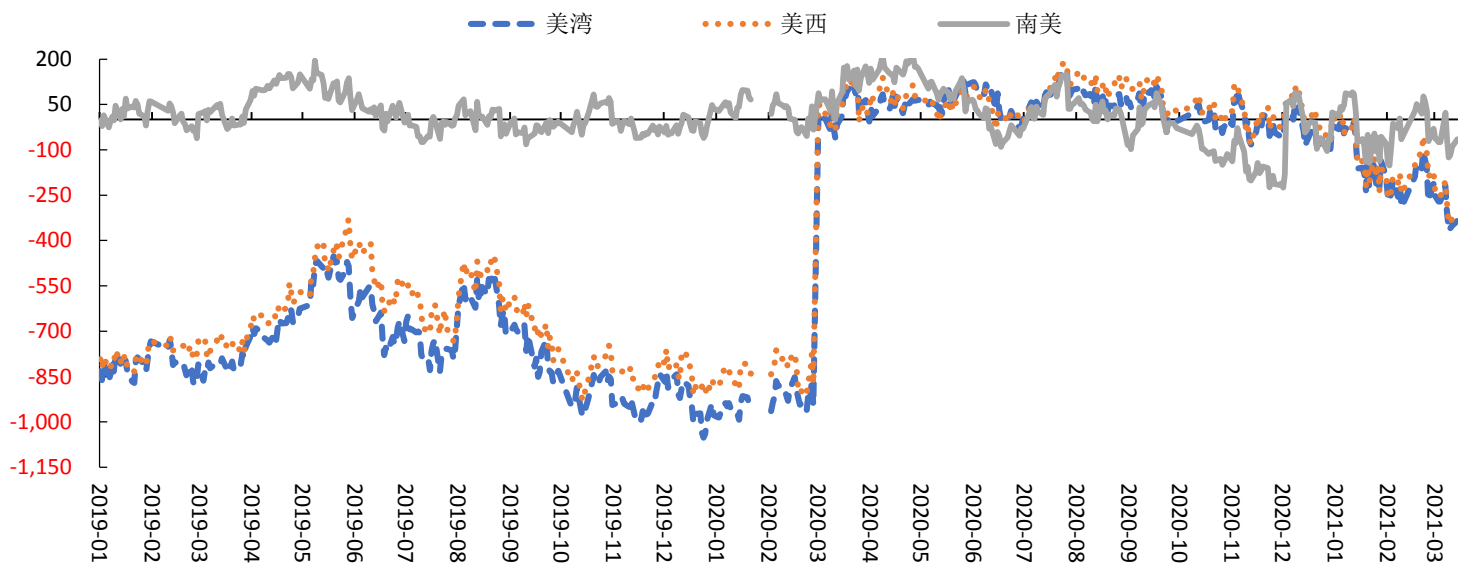


资料来源：USDA, Wind, 申万期货研究所

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。

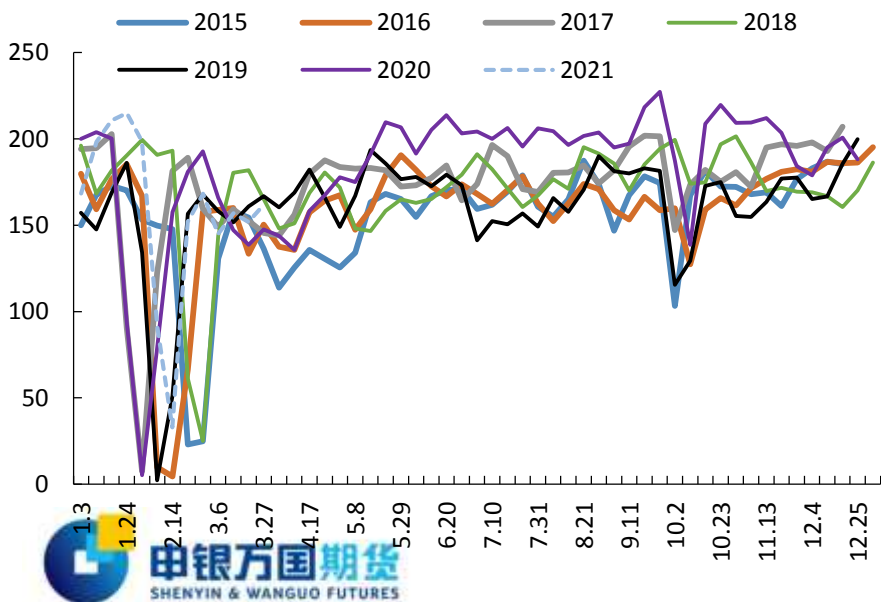
大豆压榨利润（元/吨）



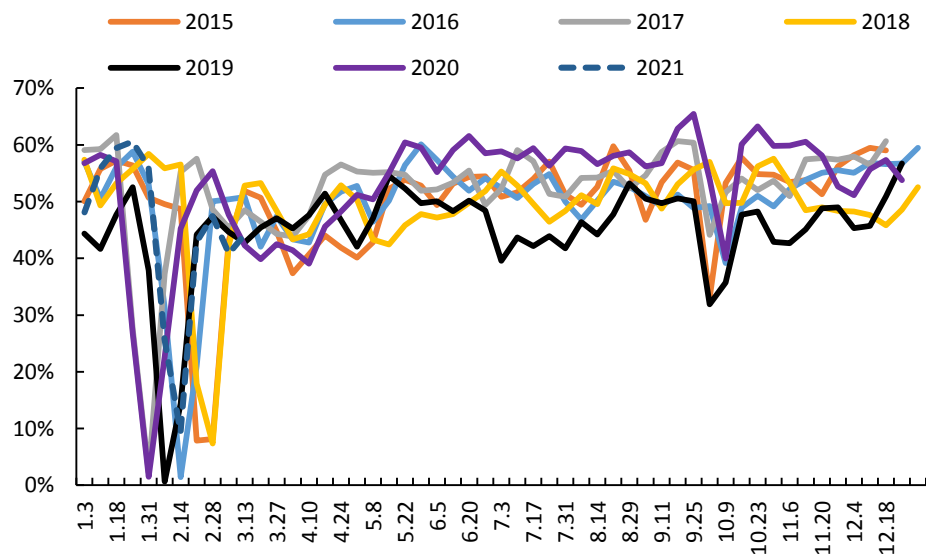
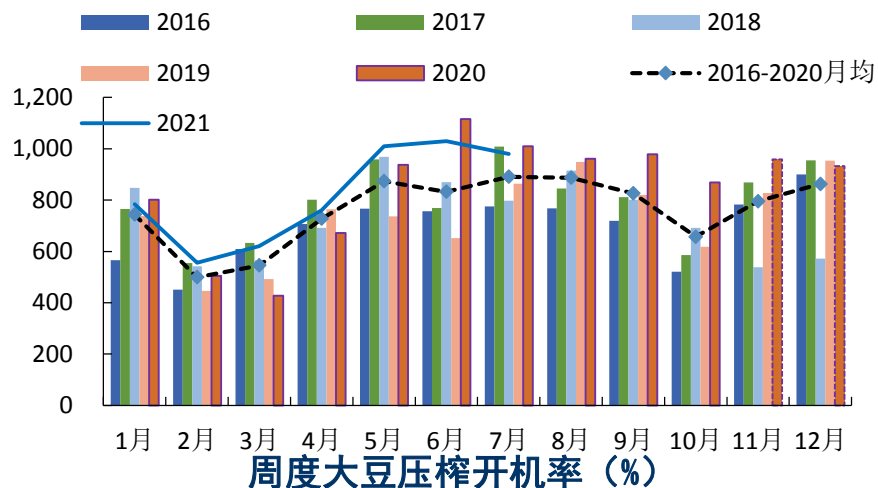
国内大豆压榨量较低，后期到港多

- 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）

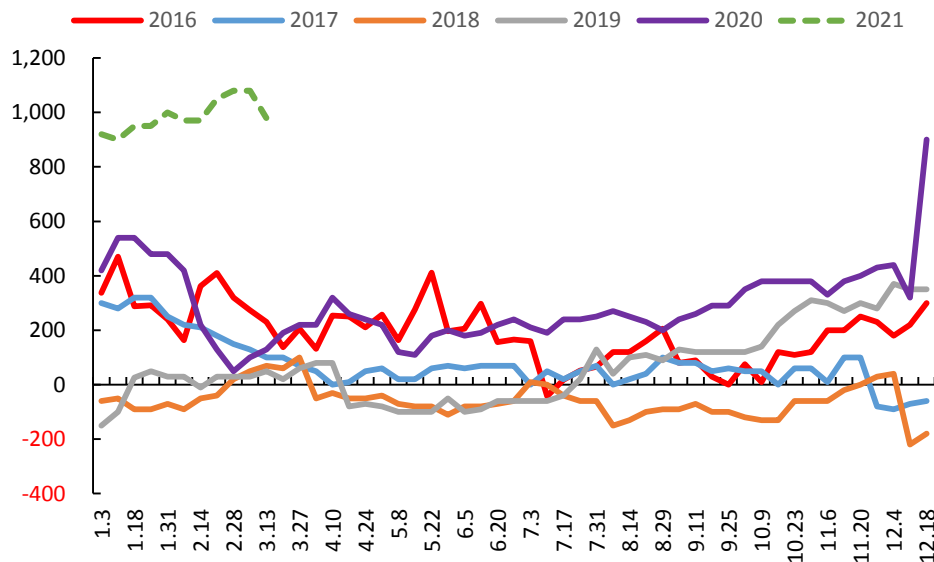
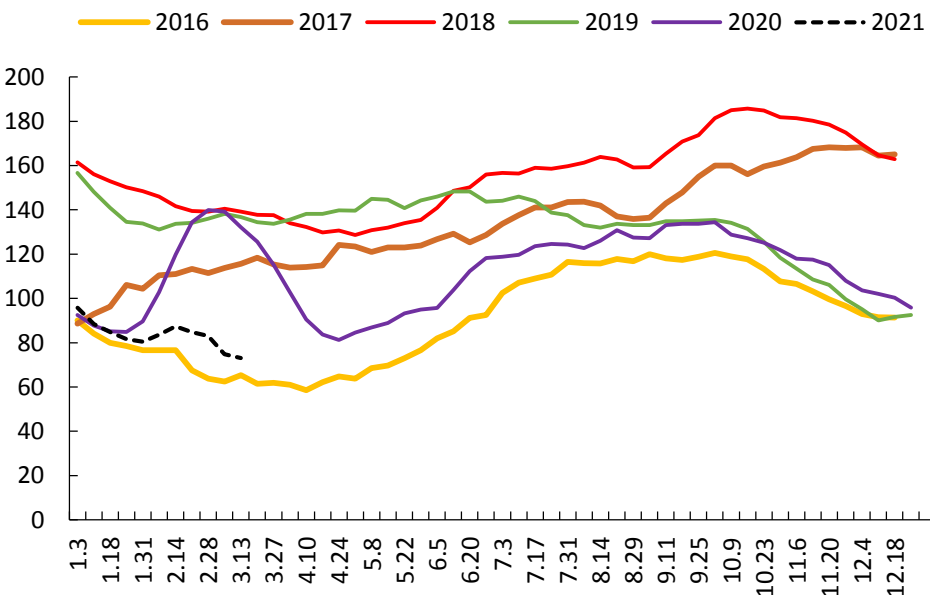


资料来源：Wind，申万期货研究所

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。

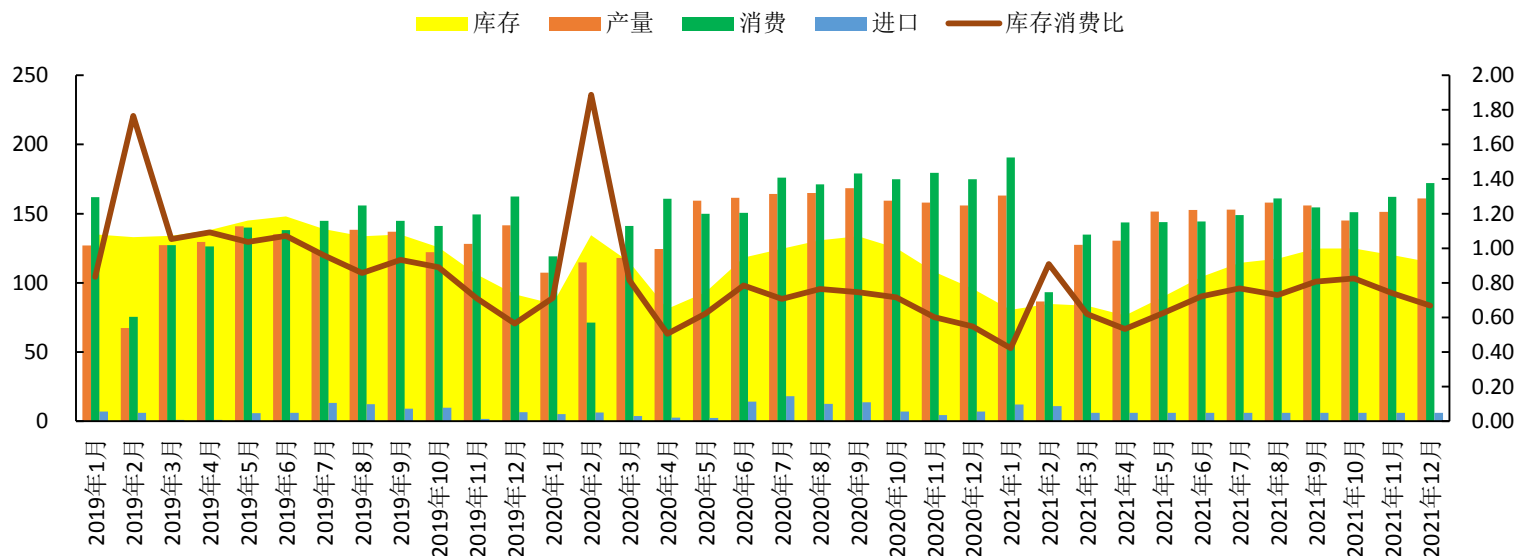
豆油库存（万吨）



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。

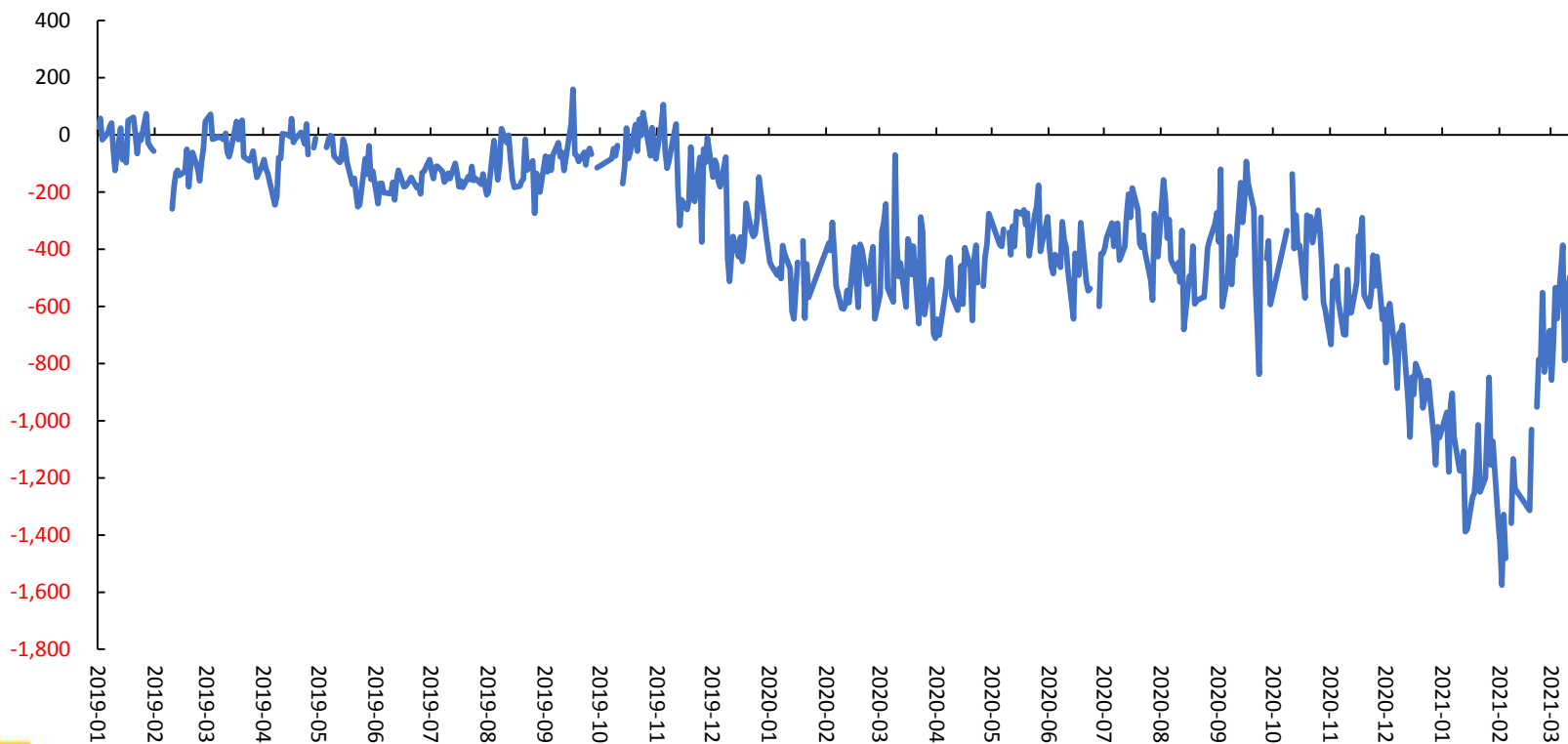
国内豆油平衡表（万吨）



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。

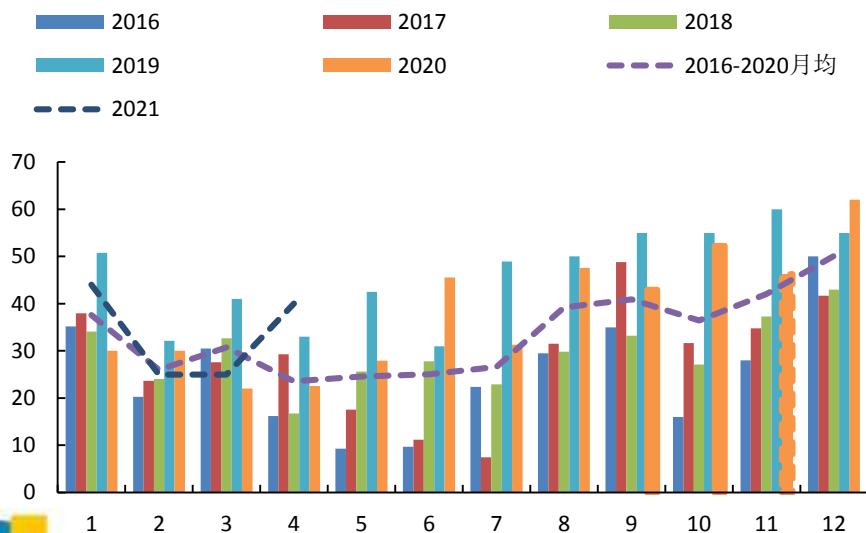
马来西亚棕榈油进口利润（元/吨）



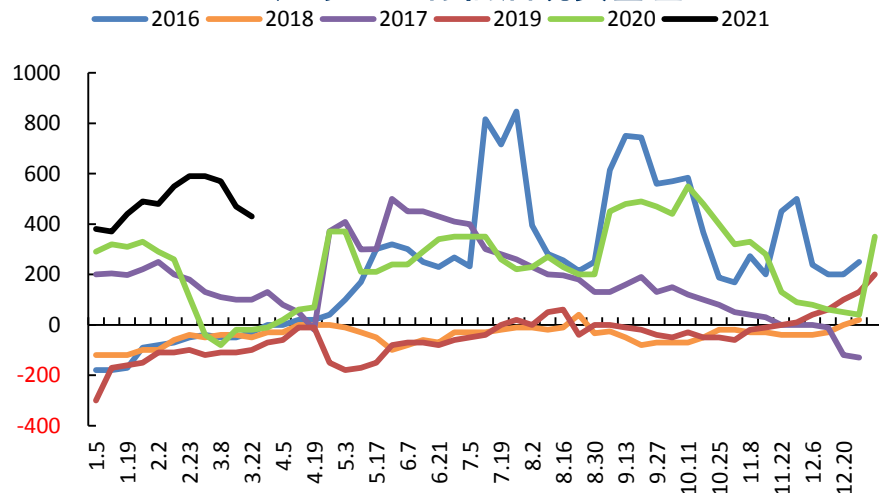
国内棕榈油库存低，现货基差高

- 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。

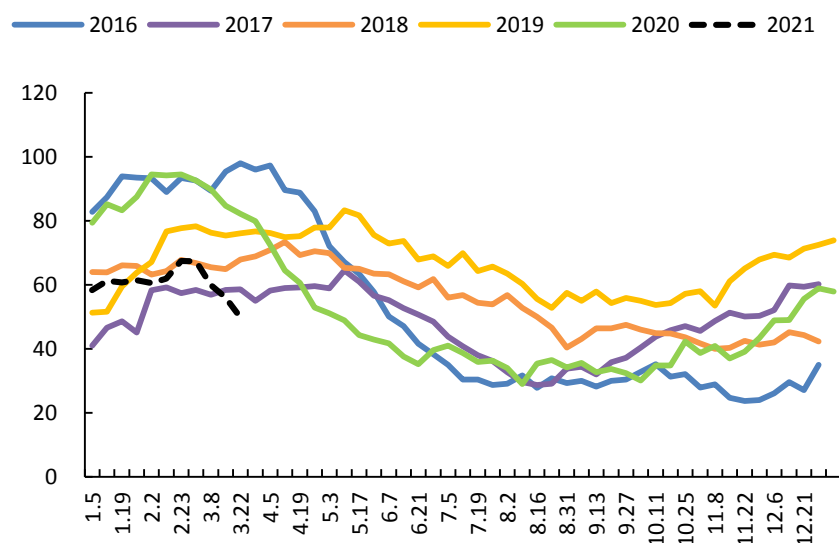
国内24° 棕榈油进口量（万吨）



广东24° 棕榈油现货基差



国内低度棕榈油库存（万吨）

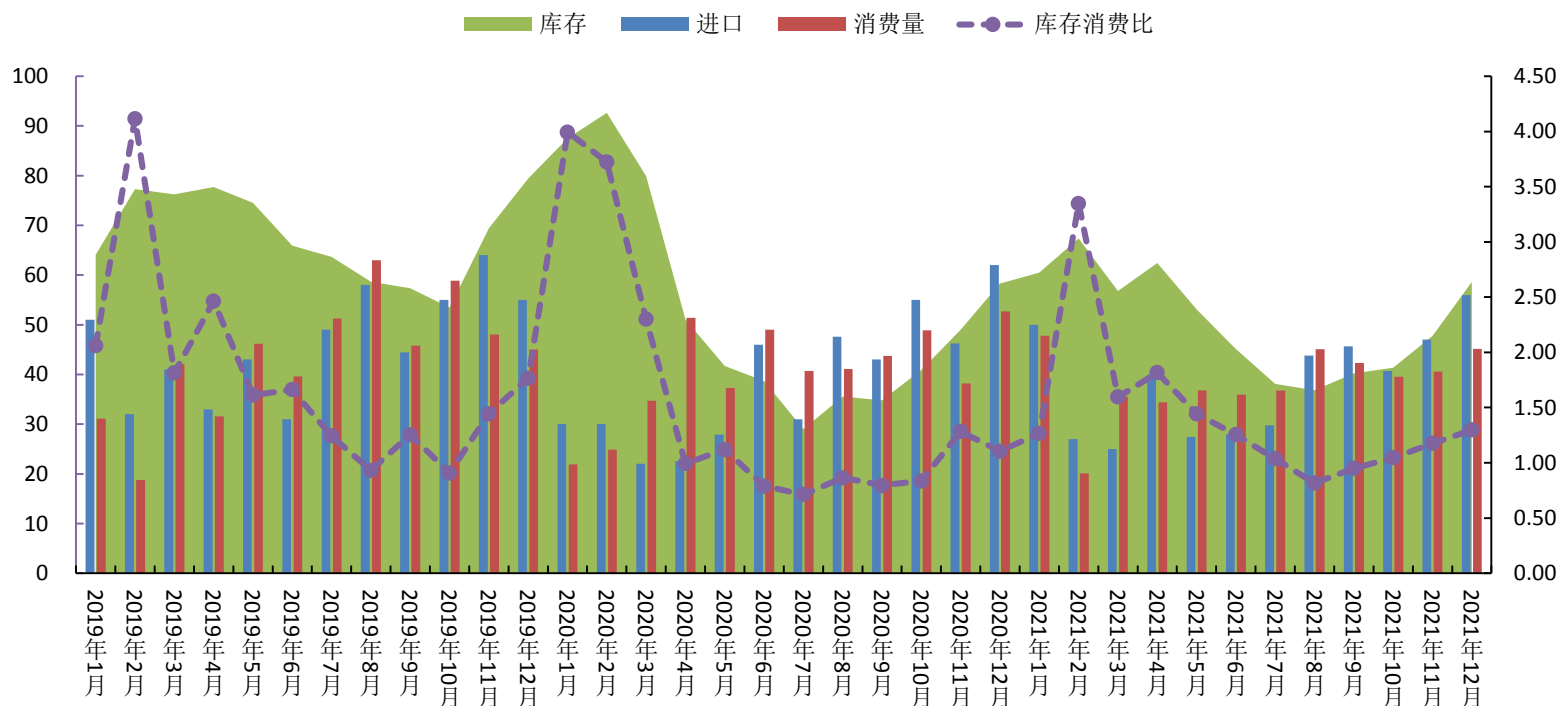


资料来源：Wind，申万期货研究所

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。

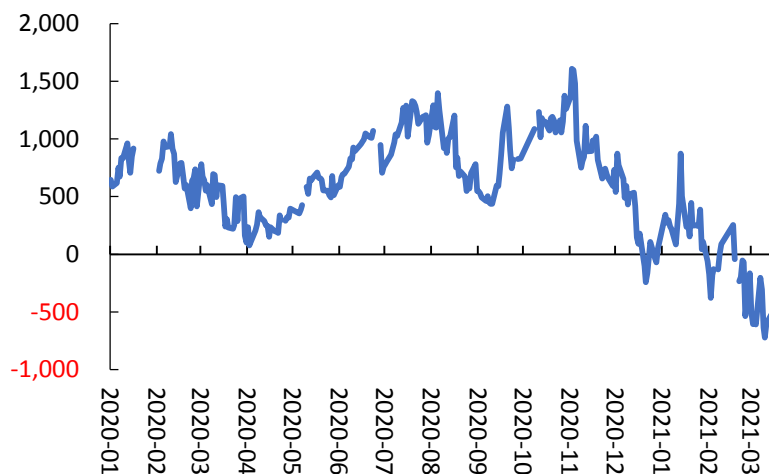
国内24° 棕榈油平衡表（万吨）



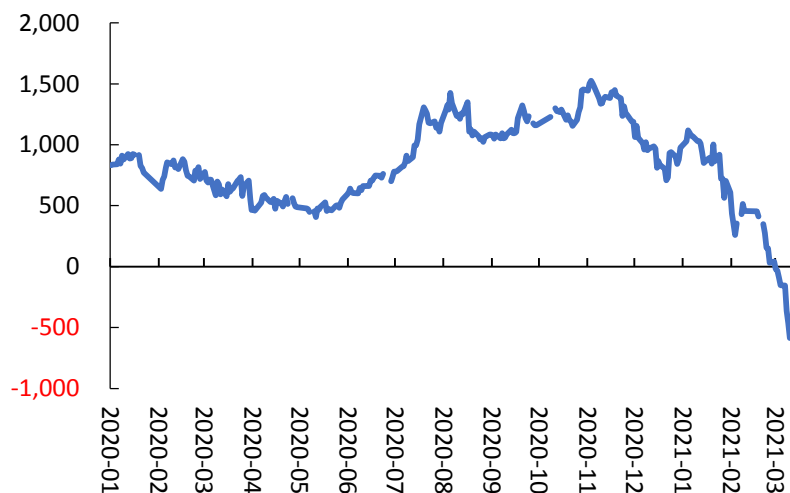
菜籽压榨和菜油进口利润

- 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）

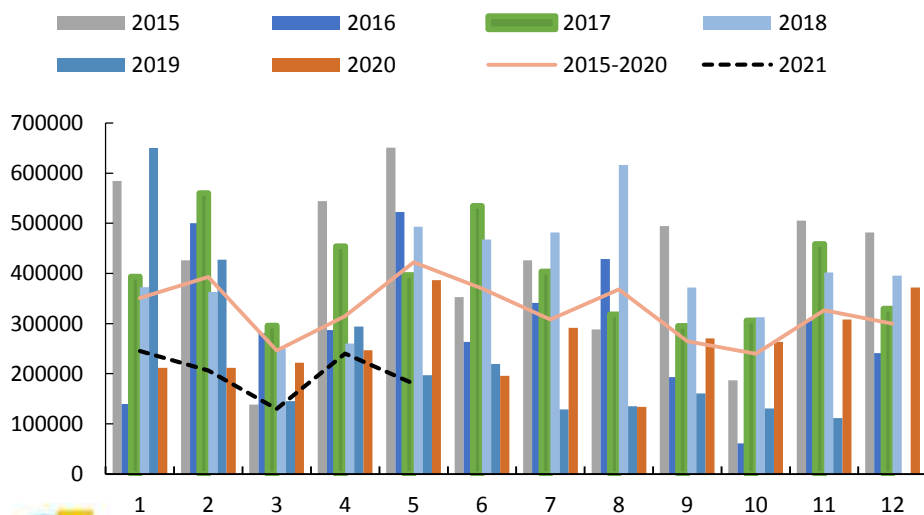


资料来源：Wind，申万期货研究所

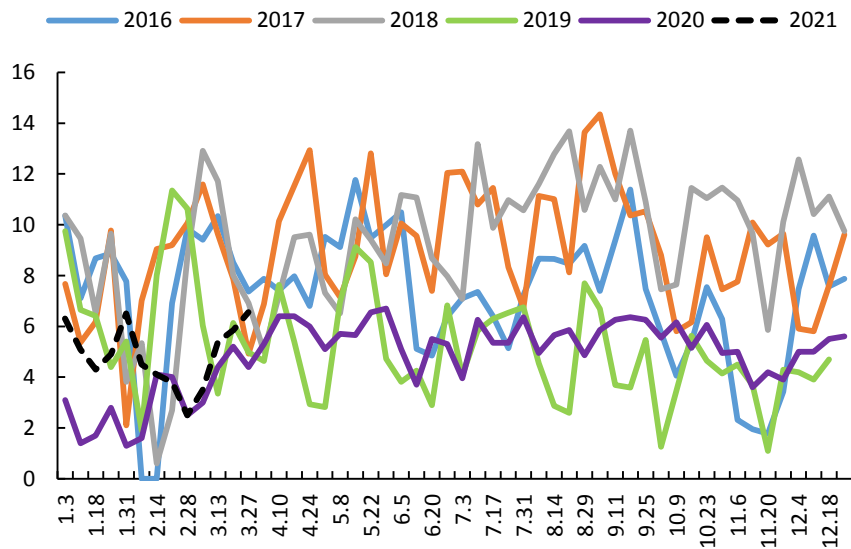
国内菜籽压榨和到港情况

- 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）

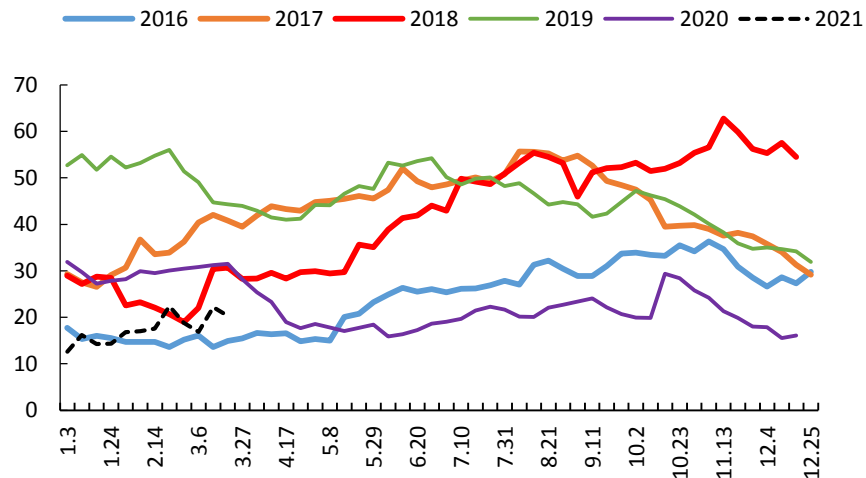


资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

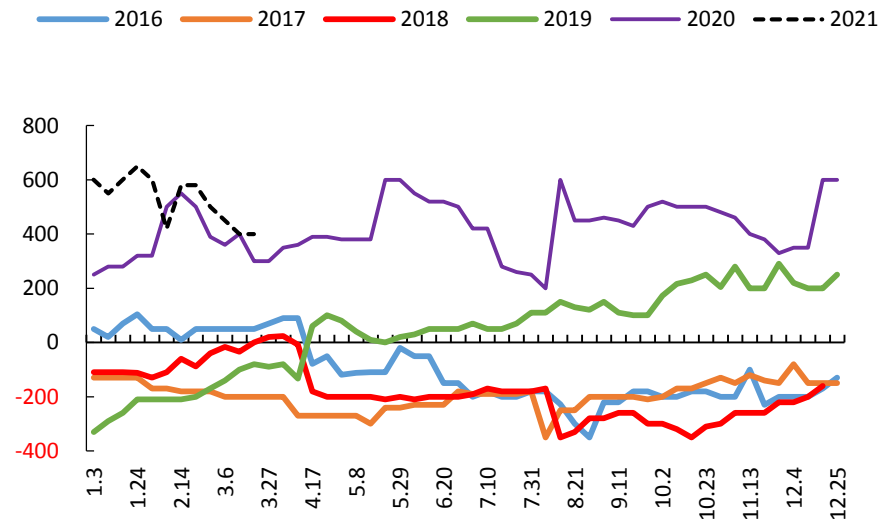
进口菜油库存低，现货基差高

- 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

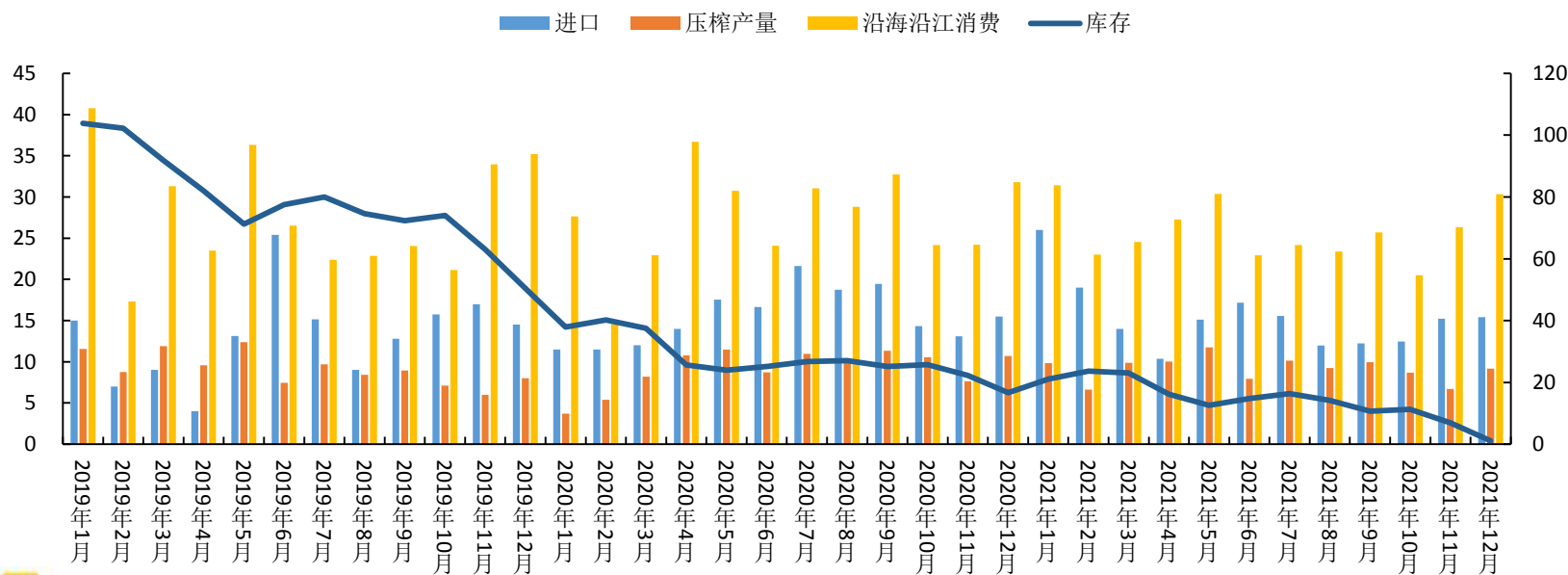


资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

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）



资料来源：海关总署，天下粮仓，申万期货研究所

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。