

粕类油脂交易逻辑及机会探讨

2020 年 11 月 17 日 星期二

摘要

近期粕类油脂的交易逻辑在于，大豆及马棕产地库存双双探底，成本端整体提振油脂油料板块价格；国内方面，由于库存压力的差异，粕类库存压力高于油脂，连盘表现为油强于粕。对于未来的交易机会，我们认为压制豆粕价格的因素主要是偏高的库存打压现货基差，叠加人民币汇率升值导致 CBOT 的涨幅加不到豆粕上，且南美产量炒作暂时停止的情况下，近月走的更多的是基差修复逻辑；对于未来豆粕的走势，我们认为，美豆库存 7 年最低已为板上钉钉，且未来仍有继续下调库存的预期，美豆易涨难跌；国内四季度到明年一季度大豆到港压力环比减轻，而下游生猪需求环比改善，高的豆粕库存或在未来逐渐缓解，基差或走强；风险点方面，美豆今年偏低的库存更多由出口项拉动，非产量出问题，也就意味着库存是转移的而不是消失的，由 CBOT 传导至 DCE 的路径可能并不顺畅，另外，南美天气风险更多归于北美豆销售周期的拉长，即 1-2 月可能会短暂缺豆，但供应风险升水较难加在 05 合约上，所以南美利好更多是短暂影响。油脂方面，通过对马棕未来平衡表的推演，后两月马棕库存大概率维持低位，成本端继续为油脂带来支撑，目前国内三油总库存维持低位，近月油脂走基差修复逻辑，维持偏强走势，后期再创新高仍需新的利好刺激或需要国内油脂库存继续探底，需关注马棕产量何时恢复以及明年国储豆油是否继续收储。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 农产品组

孔令琦

农产品研究员

Konglingqi@htfutures.com

从业资格号：F3049029

投资咨询号：Z0015632

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、美豆：库存下调至 7 年来最低，供需偏紧易涨难跌

1. USDA 报告超预期下调美豆单产，库存降至 7 年来最低

11 月 11 日 USDA 发布 10 月供需报告，关注 USDA 报告的主要逻辑是关注美豆及全球期末库存的调整，反映的是供需情况的宽松或者紧张。与期末库存有关的项目有，供应端：单产*收获面积=产量，其中单产调整的月份一般为：1 月、5 月、8-11 月，面积调整的月份一般为：1 月、5 月、7 月、8 月、10 月，由于上个月已调整过收获面积，故本次单产的调整成为市场关注的焦点。需求端关注的指标有：国内压榨、出口。国内压榨一般变动不大，出口项为近期关注的焦点。报告发布之前，市场预期为美豆单产、产量下调，同时出口上调，带来期末库存下调，预期库存为 2.39 亿蒲，而本次报告如期下调美豆单产及产量，但下调幅度高于市场预估：单产调低至每英亩 50.7 蒲（市场预期为 51.7 蒲），产量调低至 41.7 亿蒲（市场预期为 42.51 亿蒲）。需求端，原本预期上调的出口项本次未做调整。本次供需报告将美豆期末库存大幅调低至 1.9 亿蒲，为 7 年来的最低期末库存；库存消费比回落至 4.2%，亦为近 7 年以来最低。

日期	期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费总计	出口	期末库存	农场平均价	库存消费比（右）
2020年	14.25	113.5	0.41	59.33	63.11	59.87	5.17	10.4	4.20%
2019年	24.74	96.67	0.42	58.91	61.96	45.62	14.25	8.57	13.25%
2018年	11.92	120.52	0.38	56.94	60.4	47.68	24.74	8.48	22.89%
2017年	8.21	120.07	0.59	55.93	58.87	58.07	11.92	9.33	10.19%
2016年	5.35	116.93	0.61	51.74	55.72	58.96	8.21	9.47	7.16%
2015年	5.19	106.86	0.64	51.34	54.47	52.86	5.35	8.95	4.98%
2014年	2.5	106.88	0.9	50.98	54.96	50.14	5.19	10.1	4.94%
2013年	3.83	91.39	1.95	47.19	50.09	44.57	2.5	13	2.64%
2012年	4.61	82.79	1.1	45.97	48.83	35.85	3.83	14.4	4.52%
2011年	5.85	84.19	0.44	46.35	48.72	37.15	4.61	12.5	5.37%
2010年	4.11	90.61	0.39	44.85	48.4	40.85	5.85	11.3	6.55%

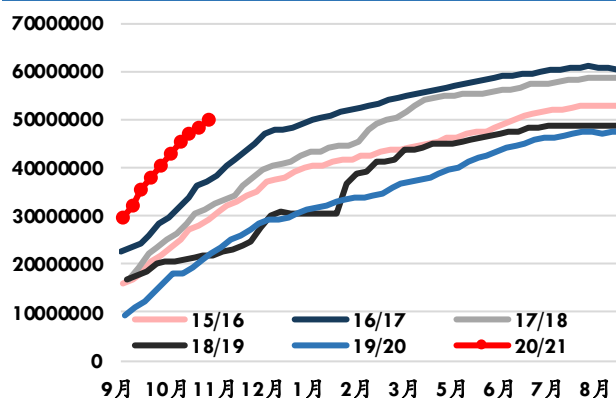
历史行情来看，4.2%的库销比对应的美豆价格中枢应当在 1300-1400 美分，当前价格在 1165 左右，上方仍存空间。

年份	期末库存	库销比	美豆波动区间	
2006	574	15.70%	688	527
2007	205	6.29%	1221	654
2008	138	4.34%	1658	784
2009	151	4.29%	1275	849
2010	215	6.15%	1394	907
2011	169	5.09%	1449	1103
2012	141	4.32%	1769	1160
2013	92	2.58%	1495	1258
2014	191	4.70%	1530	910
2015	197	4.75%	1056	857
2016	302	6.68%	1178	851
2017	432	9.25%	1026	904
2018	909	18.63%	919	812
2019	615	11.69%	944	791
2020	190	4.20%	1162	825

2. 意料之外未调整出口项，未来存在上调预期

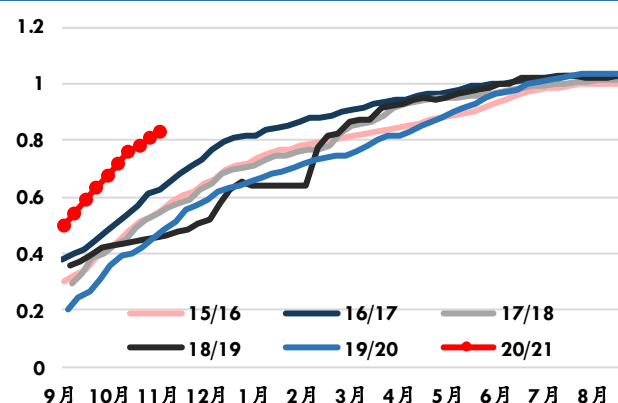
在中国加快采买美国农产品以求尽力履约贸易协议的背景下，市场对于本次报告上调美豆出口项的预期是很强的，但本次报告未对出口项进行调整，为市场预期之外。未来我们认为出口项仍有上调的可能性，原因是目前美豆销售进度已逾 80%（去年同期为 52%），同比上年高出近 2600 万吨，而 USDA 平衡表中仅给出了 1425 万吨的年环比增幅，上调空间还是比较大的。目前美豆期末库存为 517 万吨，若后期出口上调，必然带来库存的进一步收紧。

图：美豆出口销售总量（已出口+未装船） 单位：吨



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

图：美豆出口销售进度 单位：%



数据来源：USDA、海通期货投资咨询部

3. 南美播种：巴西播种追上平均水平，拉尼娜对产量影响或有限

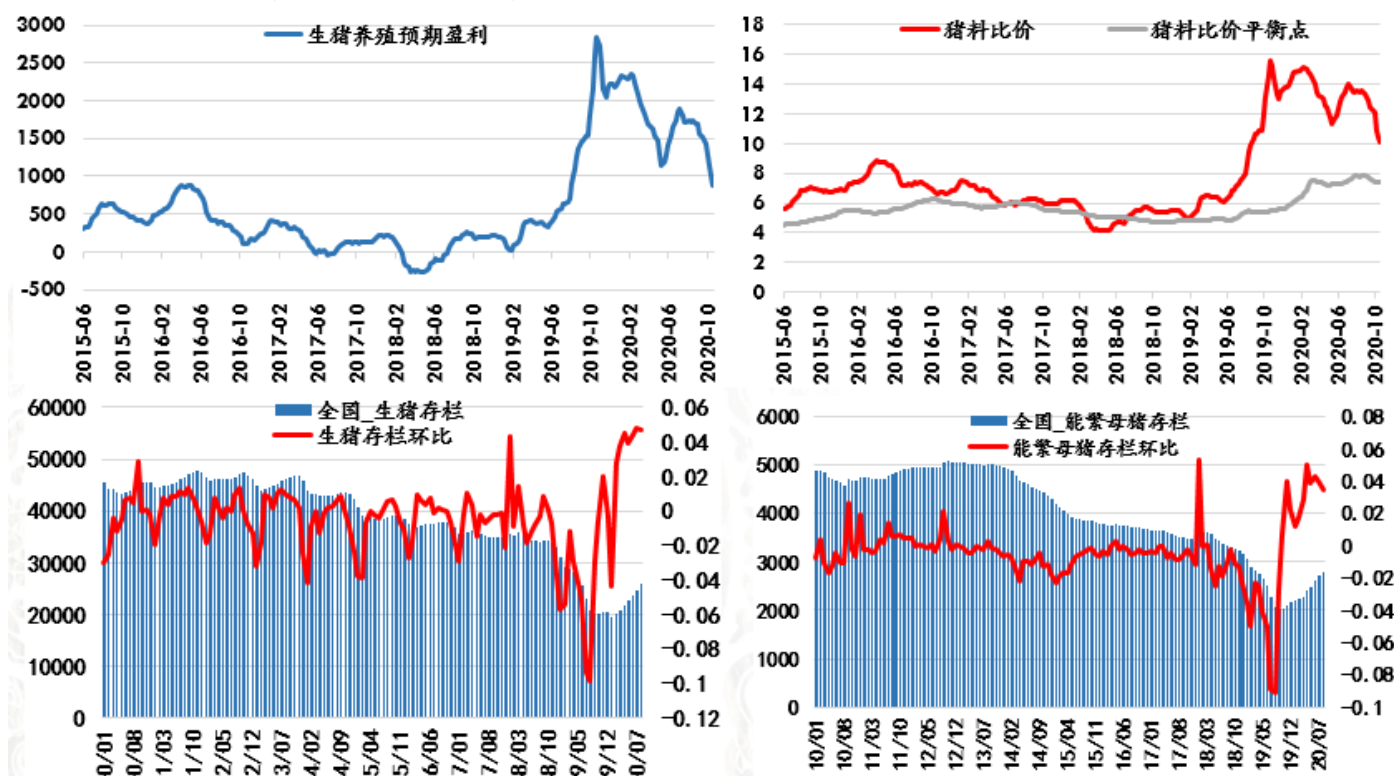
对于市场关注热度持续的南美播种问题，在经历了 10 月份主产州干旱导致的播种延迟之后，进入 11 月份产区陆续迎来降水，当地农民加快播种进度，目前巴西大豆播种进度已基本追上历年平均水平。对于后续南美风险，我们认为虽然 11 月下旬第一大主产州马托格罗索州的降水量依然表现为低于正常水平的偏旱情况，但播种进度赶上之后预计对产量的影响有限，且巴拉纳州及里奥格兰德州后期降水情况都比较好，故产量方面没有太多炒作的点。巴西方面的风险在于，本年度的延播可能会使收获时间延迟，原本 1 月中旬开启的收获进程可能有所推迟，而对应的美豆销售周期进一步拉长，美豆目前的销售进度已远超历年同期，若 1 月中旬后无南美大豆进入市场补充，必将抬升美豆升贴水。

综上所述，南北美供应端逻辑为：美豆库存降至 7 年最低点，由于本次未调整出口项，后期库存可能会随着出口上调进一步下调，美豆格局进一步收紧；南美产量风险炒作可能性不大，但延播导致的延收风险或使美豆销售周期拉长，带来的是明年 1 月全球大豆供应可能偏紧，CBOT 美豆总体易涨难跌。

二、豆粕：国内供需两旺，豆粕价格无泡沫

1. 生猪存栏持续恢复，饲料需求处在环比回升通道

下游豆粕需求端，我们认为在目前生猪存栏环比持续恢复，且尚未恢复至疫情前水平的情况下，饲料对于豆粕的需求依然是位于环比回暖的通道。首先从生猪和能繁母猪的存栏情况来看，能繁母猪近几个月的月环比增速维持在 3% 左右，生猪存栏环比增速在 5% 左右，目前生猪存栏总量在 2.48 亿头，较猪瘟疫情之前的 3 亿头以上恢复了 7-8 成，故后期生猪存栏的持续恢复仍是提振豆粕需求的一个重要引擎。饲料配方的调整方面，需要关注的是生猪养殖利润的一个变化，猪瘟爆发的原因其实是在养殖利润较差的时候，那养殖户就倾向于减少饲料配方中相对较贵的豆粕的用量，改用杂粕去替代，而豆粕作为优质的蛋白饲料，用量降低可能会导致猪的抵抗力下降，所以在猪瘟出现时，被感染的几率就会大大增加，而生猪养殖利润好的时候，养殖户就会倾向于在饲料中多添加豆粕，来增强猪的抵抗力，最大程度地保护养殖利润。目前生猪的养殖利润还是属于一个比较高的位置，高于猪瘟疫情发生之前，猪料比价也是位于平衡点的上方，所以至少到明年，比较高的养殖利润也会促使下游保持一个比较合理的豆粕用量，所以养殖利润是饲料配方调整中豆粕比例是否刚性的一个因素。所以对于蛋白粕方面，我们认为生猪需求的相对刚性是支撑豆粕价格的一个重要因素。

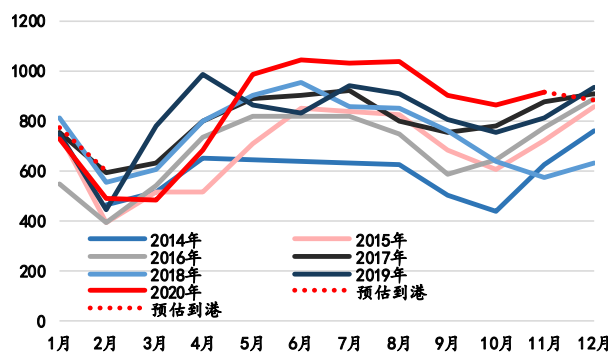


2. 四季度到港环比减少，有望季节性去库

今年 5 月份以来，大豆到港量就在历年最高的水平，高到港量也促使下游开机率维持在历年最高的水平，大部分时间周均压榨量维持在 200 万吨以上。大豆压榨出的豆油需求一直不错，一方面今年饲料用油有增量，另一方面国储收了不少，豆油基差一直保

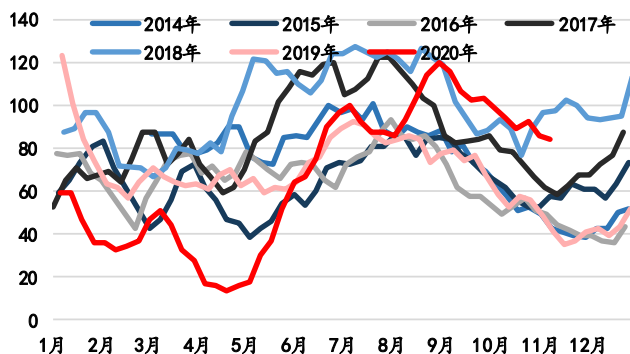
持高位，也就使豆粕库存一直维持高位。未来几个月的到港来看，11月914万吨，12月910万吨，1月800万吨，2月600万吨，3月650万吨，到港回归历年正常区间，虽然位于区间上沿，但油厂压榨压力较此前有所减轻。过去三季度以来，在高压榨量+饲料需求未完全恢复的情况下，豆粕提货量仍维持在往年同期最高的水平，说明下游需求并不差，在未来压榨量可能环比走弱，而饲料需求可能环比走强的情况下，豆粕大概率走上去库节奏。

图：大豆月度到港量及预估 单位：万吨



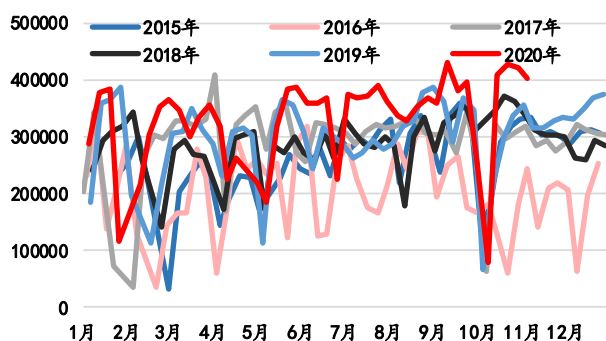
数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：沿海油厂豆粕库存 单位：万吨



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：30家豆粕周度提货量 单位：吨



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

需求端总结一下，豆粕需求端的重要引擎在于生猪存栏的持续恢复，而目前压制豆粕价格的因素在于豆粕的高库存和油脂的整体低库存使得美豆的涨幅更多的加在豆油上，高库存带来的负基差使近月走基差修复逻辑，叠加近期人民币汇率走强带来进口成本的下降，成本对于豆粕的提振也暂时看不到，未来，高库存或在到港量环比降低的格局下逐步被消化，季节性去库存节奏之后或将迎来基差的由负转正。

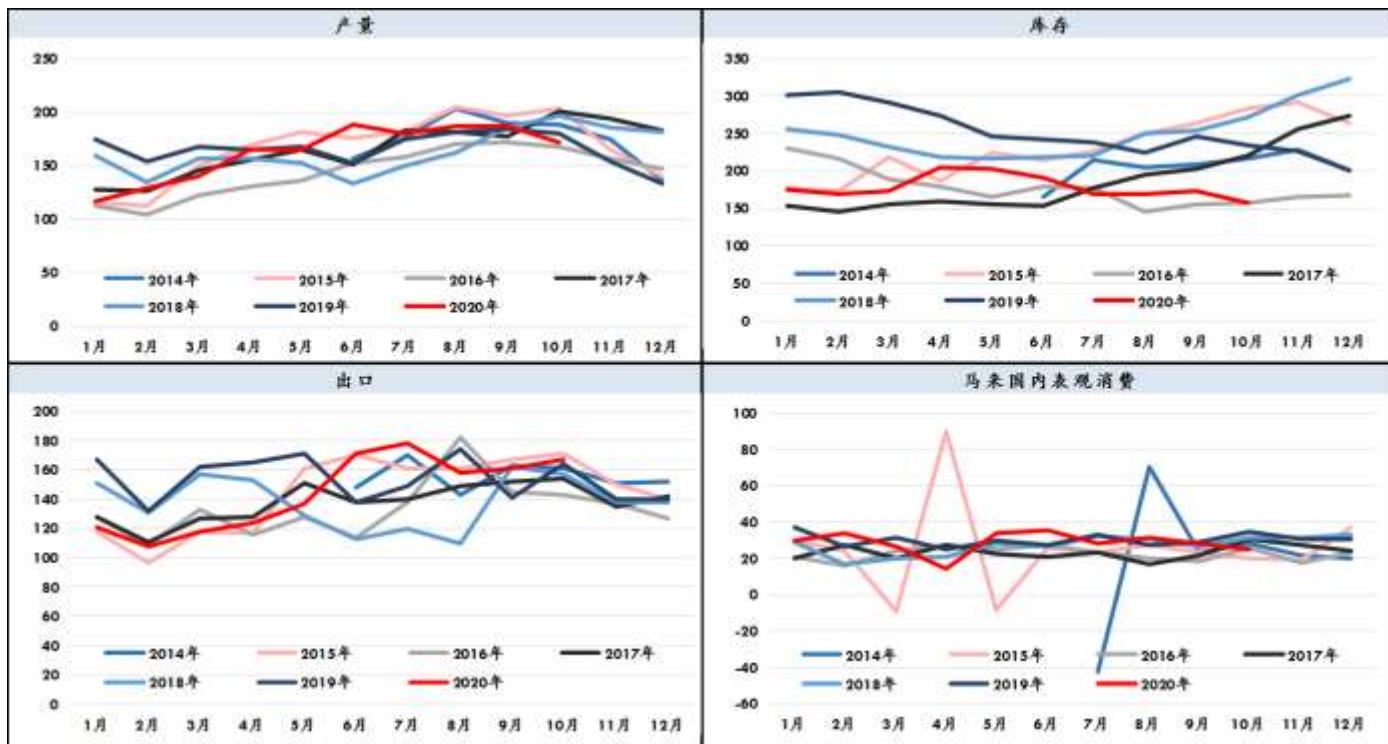
供需端总结：CBOT 大豆在美豆库存有望进一步调低的预期下易涨难跌，但美豆库存转移至中国带来的国内豆粕高库存及负基差，使得CBOT涨幅难以加至豆粕上，未来利好方面，赌南美产量风险是不靠谱的，中长期仍是需要期待需求环比持续好转带来的逐渐去库存。

三、棕榈油：马来库存继续探底

油脂方面，马棕持续保持坚挺，缘于马来棕榈油库存继续探底。MPOB10月报告数

据：产量 172.44 万吨，环比-7.75%，同比-4.44%。机构预估区间在 176-177 万吨，产量降幅超预期；出口 167.4 万吨，同比+1.83%，环比+3.8%。机构预估区间在 169-170 万吨，略低于预期。库存 157.3 万吨，同比-33.2%，环比-8.63%。机构预估区间在 156-159 万吨，符合预期。

图：MPOB 报告，马来西亚棕榈油数据



由此可见制约马来库存回暖的依然是产量复苏不及预期，而制约产量的是疫情影响下，马来种植园外来劳工问题仍未得到解决。MPOA 在此前的报告中指出，劳工短缺使得种植园 2-3 成的潜在产量无法实现，在马来暂未普遍推行劳工准入许可证之前，我们认为未来产量复苏的周期或进一步后移。

未来出口方面，整个 10 月份欧盟、印度、中国的进口量均在历年同期偏高位置，ITS 统计的马来出口量在历年最高位置，未来随着天气转凉，棕榈油消费进入季节性淡季，叠加目前我国进口利润尚未打开，进口看不到利好点，后两月马棕出口或回归至历年均值附近。

图：后两月马棕平衡表推演：

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
期初库存	201	176	170	173	205	203	190	169.8	169.9	172.5	157.34	154.84
产量	117	129	139.7	165	165	189	180.77	186.3	186.9	172.44	155	145
进口	8.5	6.7	7.5	5.7	3.7	4.9	5.27	3.23	4.8	4.5	8.5	7.8
出口	121	108	118	124	137	171	178.23	158.16	161.2	167.4	142	140
国内表观消费	29.5	33.7	26.2	14.7	33.7	35.9	28.01	31.27	27.9	24.7	24	28
期末库存	176	170	173	205	203	190	169.8	169.9	172.5	157.34	154.84	139.64

【马棕平衡表推演的依据】

①产量：鉴于种植园劳工问题难完全解决，11 月产量预估为 155 万吨，为近 6 年

产量均值-10%，12月产量预估为145万吨，为近6年产量均值-5%。

②出口：出口难出现环比利好（前两月实际出口量为近6年均值+3~5%），出口预估维持近6年均值，分别为142和140。

③进口及国内表观消费维持近6年均值。

④库存：11月、12月期末库存或继续下调至154万吨和139万吨，季节性累库周期较难看到，马棕维持偏强的概率大。

四、豆油：油脂总库存低位，豆油一靠马棕，二靠国储

豆油本身的基本面并没有过多矛盾，今年大豆端的高压榨带来的豆油库存压力，一部分被今年新增的饲料用油消化，另一部分被收储消化，叠加另外两大油脂——棕榈油和菜油的库存偏低，三油总库存一直维持低位，与豆粕相比豆油没有库存压力，导致豆油基差一直保持正值，也使CBOT美豆涨幅更方便地加在豆油上。未来豆油的行情将依然跟随整个油脂板块的低库存，近月走基差修复的逻辑；更远的行情关注明年国储收储行动是否延续，以及马棕库存何时回暖。

五、总结

近期粕类油脂的交易逻辑在于，大豆及马棕产地库存双双探底，成本端整体提振油脂油料板块价格；国内方面，由于库存压力的差异，粕类库存压力高于油脂，连盘表现为油强于粕。对于目前粕类的价格表现，我们认为压制豆粕价格的因素主要是偏高的库存打压现货基差，叠加人民币汇率升值导致CBOT的涨幅加不到豆粕上，且南美产量炒作暂时停止的情况下，近月走更多的是基差修复逻辑；对于未来豆粕的走势，我们认为，美豆库存7年最低已为板上钉钉，且未来仍有继续下调库存的预期，美豆易涨难跌；国内四季度到明年一季度大豆到港压力环比减轻，而下游生猪需求环比改善，高的豆粕库存或在未来逐渐缓解，基差或走强；风险点方面，美豆今年偏低的库存更多由出口项拉动，非产量出问题，也就意味着库存是转移的而不是消失的，由CBOT传导至DCE的路径可能并不顺畅，另外，南美天气风险更多归于北美豆销售周期的拉长，即1-2月可能会短暂缺豆，但需要注意的是，1月外盘价格对应国内3月现货，即巴西延收带来的供应风险最远影响到3月份，产量新高预期下，国内05合约难言存在供应风险，所以南美利好更多是短暂影响。油脂方面，通过对马棕未来平衡表的推演，后两月马棕库存大概率维持低位，成本端继续为油脂带来支撑，目前国内三油总库存维持低位，近月油脂走基差修复逻辑，维持偏强走势，后期再创新高仍需新的利好刺激或需要国内油脂库存继续探底，需关注马棕产量何时恢复以及明年国储豆油是否继续收储。

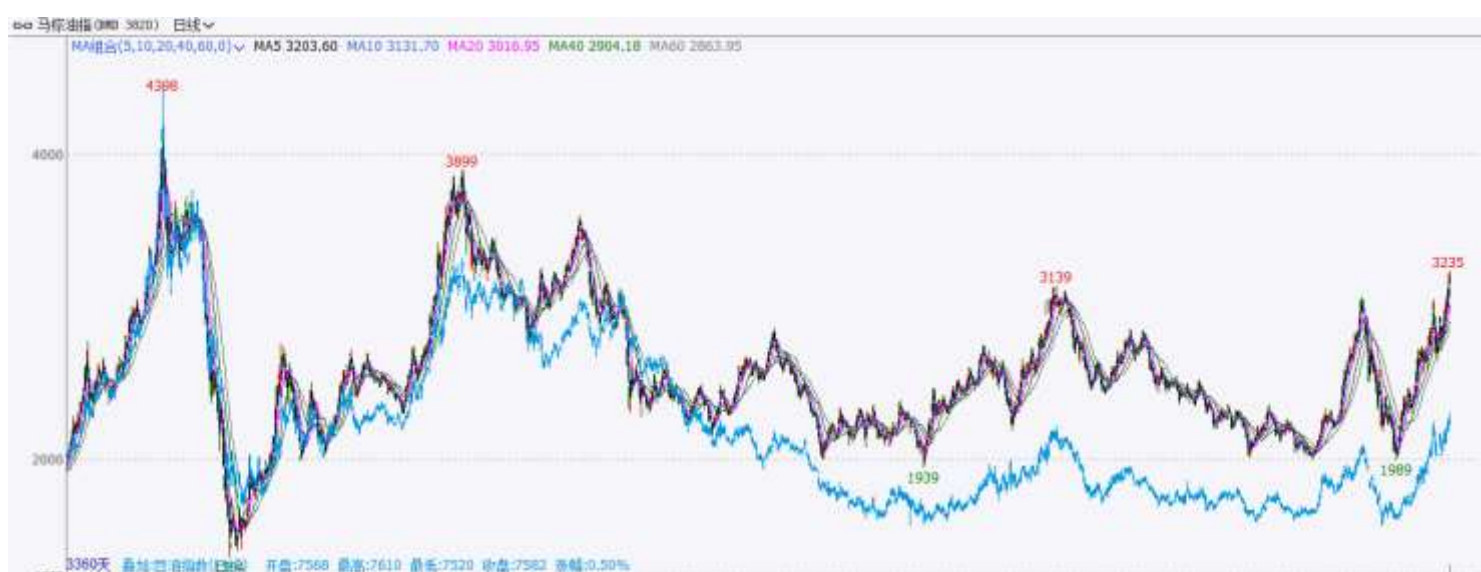
附：CBOT 美豆与 DCE 豆粕、DCE 豆油叠加



BMD 马棕与 DCE 棕榈油叠加



BMD 马棕与 DCE 豆油叠加



法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。