

2020年11月20日

金信期货研究院

## 论买入豆粕的三大基础

2020年金信期货豆粕专题策略报告

傅博

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

### 内容提要

8月份以来,豆粕总体来看是上行的走势,但是走得非常的波折,尤其是豆粕2101合约。目前的豆粕除了自身供需情况以外,还受到CBOT大豆和豆油走势的影响。

8月中旬至今,CBOT大豆自底部上涨了35%,受美豆库存不断下调以及南美天气炒作推动,目前价格已经涨到2016年的高点附近。美豆的炒作基本结束,南美的天气炒作将令CBOT大豆在1月底之前维持偏强走势。

豆油的强势在于油脂整体强势,以及收储预期导致国内可流通豆油数量的减少,春节前后将是关键的时间窗口。如果豆油开始转弱,对豆粕将是利好。

从现在到明年2月份,从国内的大豆采购情况来看,豆粕的供应是非常充足的,但是不可否认的,需求还比较强劲,如果维持这种强劲的需求,3月份以后油和粕的供需节奏可能将发生变化。

总体来看,看好豆粕明年2、3季度的行情,操作上建议关注M2105和M2109回调后的做多机会,以及买粕抛油的套利。

### 操作建议

建议M2105和2109在3000-3150之间逐步建立中期多单。建议YM比价在2.4以上逐步建仓买豆粕2105卖豆油2105的套利。

### 风险提示

- 1、南美之后的天气一直风调雨顺。
- 2、国储大豆轮出超预期。
- 3、生猪产能恢复远不及预期。

请务必仔细阅读正文之后的声明



# 正文目录

## 目录

内容提要 .....	1
操作建议 .....	1
风险提示 .....	1
一、 <b>CBOT 大豆走势分析</b> .....	4
二、 <b>豆油对豆粕的影响分析</b> .....	6
三、 <b>豆粕供需情况分析</b> .....	7
1、豆粕供应最宽松的时候已过 .....	7
2、豆粕需求维持强劲是市场的一致性预期 .....	8
四、 <b>总结及操作建议</b> .....	9
五、 <b>风险提示</b> .....	9

# 图表目录

图表 1	2020/21 年度美国各州大豆单产调整变化	4
图表 2	8-10 月美国月度土壤湿度累计值距平数据	4
图表 3	过去 1 个月巴西降雨距平	5
图表 4	豆油周度表观消费量 (万吨)	6
图表 5	国内大豆月度到港量及预估 (万吨)	7
图表 6	能繁母猪环比增速	8
图表 7	2020 年 4-10 月各种饲料产量 (万吨)	9
图表 8	豆粕周度表观消费量 (万吨)	10

## 一、CBOT 大豆走势分析

8 月份以来，美国农业部持续下调美豆 2020/21 年度的库存预估，推动美豆持续上涨，但是关于美豆的炒作基本告一段落，未来几个月，美豆库存继续下调的概率不高。

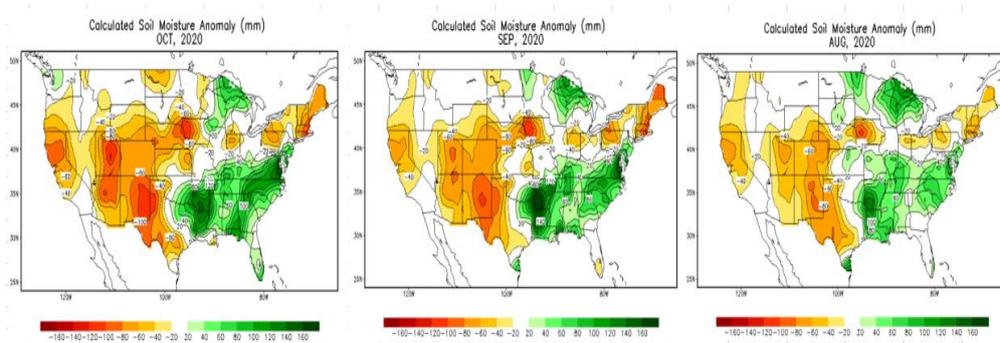
首先，美豆单产的预估从 8 月份的 53.3 蒲/英亩下调到 50.7 蒲/英亩，从主产州的调整情况来看，产量占比前 10 的产区的单产都被下调，而且调整幅度非常接近，但是通过对比 10 月份各主产区的土壤湿度的绝对百分数和距平数据，我们发现伊利诺伊州、密苏里州和俄亥俄州的天气情况其实是不错的，而且 7-9 月份，除了爱荷华西北部、印第安纳州和内布拉斯加中部区域以外，其他产区的降雨也是非常不错的，所以，我们认为美国农业部进一步下调美豆单产的概率不大，甚至不排除美国农业部在 1 月份的定产报告中小幅上调美豆单产的可能。

图 1：2020/21 年度美国各州大豆单产调整变化

	change (11月VS8月)	change(11月VS9月)	change(11月VS10月)	产量占比
illinois	-9.38%	-6.45%	-3.3%	14.3%
iowa	-6.90%	0.00%	-3.6%	12.1%
minnesota	0.00%	-1.92%	-1.9%	9.0%
indiana	-4.92%	-3.33%	-3.3%	7.9%
nebraska	-6.45%	-3.33%	-3.3%	7.2%
missouri	-7.55%	-3.92%	-2.0%	6.8%
ohio	-6.90%	-3.57%	-3.6%	6.3%
south dakota	-6.00%	-2.08%	-2.1%	5.5%
kansas	-8.70%	-4.55%	-4.5%	4.8%
north dakota	-8.33%	-8.33%	-2.9%	4.5%
arkansas	2.04%	2.04%	2.0%	3.3%
mississippi	-1.82%	1.89%	1.9%	2.7%
michigan	-5.88%	0.00%	0.0%	2.5%
wisconsin	-1.85%	-1.85%	-3.6%	2.5%
kentucky	1.85%	0.00%	0.0%	2.4%
tennessee	0.00%	-2.00%	2.1%	1.9%
north carolina	5.41%	2.63%	2.6%	1.5%
louisiana	3.64%	3.64%	3.6%	1.4%

资料来源：USDA，金信期货研究院

图 2：8-10 月美国月度土壤湿度累计值距平数据



资料来源：NOAA，金信期货研究院

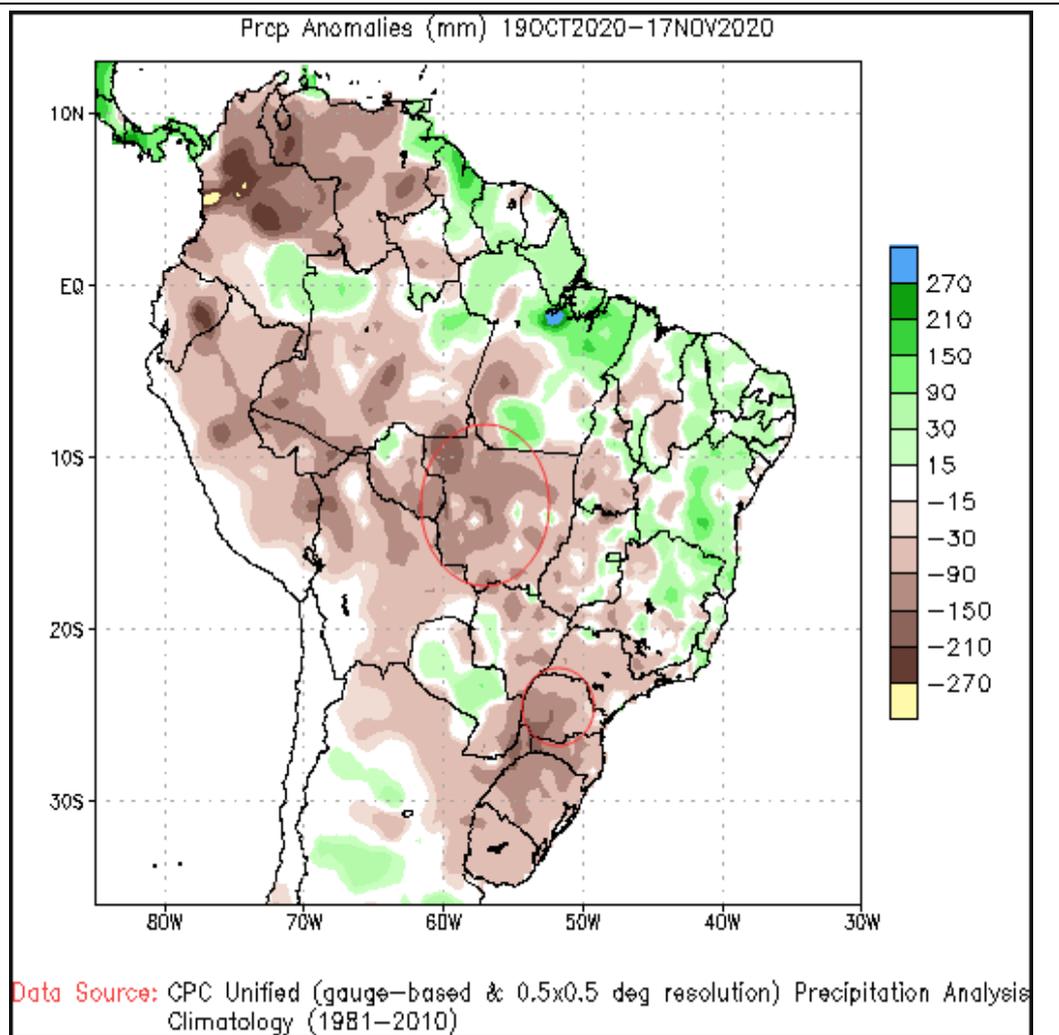
其次，市场目前仍然预期美国农业部将上调美豆出口预估，但是美国农业部对出口的调整一般发生在 2 月份以后。目前中国明年 2 月份之前的采购已经完成 85%以上，从

美国农业部的每周出口销售报告来看，中国的采购在放缓，而且明年 3 月份以后不排除国储大豆会有轮出，所以，在南美大豆产量大致明确之前，预计美豆的出口也不会调整。

同样的，美豆的压榨暂时看也不会调整，所以在产量预计不下调，甚至小幅上调，出口和压榨不调整的情况下，关于美豆的炒作阶段性结束。市场的关注点目前转向南美。

由于近期巴西的播种进度大幅赶上，阿根廷的播种进度也属于正常，所以市场对于南美的关注点，主要集中在天气方面。过去一个多月，巴西大豆主产区马托格罗斯和巴拉那的降雨比历史均值低，这导致了播种的延迟，另外马托格罗斯、巴拉那、南马托格罗斯的根区土壤湿度目前都不理想，一旦这些地区出现连续 2 周以上的干旱天气，将引爆市场对于南美产量的担忧。市场依然记得 2016 年初，阿根廷产量预估调降 500 万吨所引发的 CBOT 大豆上涨近 200 点的行情，所以，未来 2 个月，如果美国农业部在月度报告中大幅下调巴西和阿根廷大豆的产量预估的话，将进一步推升 CBOT 大豆价格。不过需要注意的是，如果没有持续恶劣的干热天气影响的话，已经触及 2016 年高点并且基金净多单接近历史高位的 CBOT 大豆面临调整的压力。

图 3：过去 1 个月巴西降雨距平



资料来源：NOAA，金信期货研究院

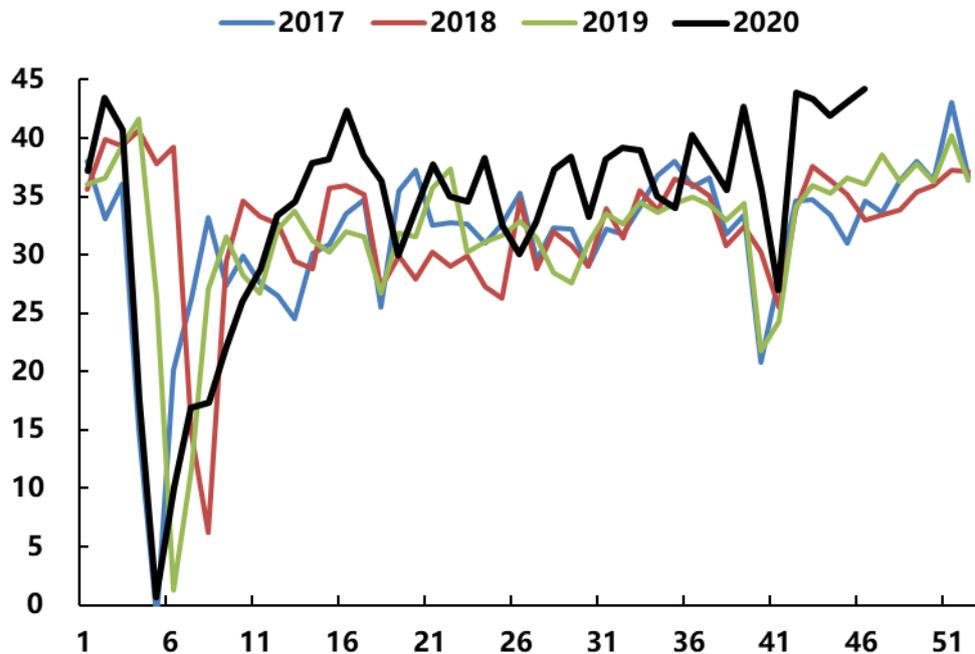
目前来看，中国的强劲需求+巴西低库存+美国低库存是 CBOT 大豆维持强势的三大基础，只要中国维持 1 亿吨左右的年度进口量，需要南美大豆丰产+美国大豆丰产才可能令 CBOT 大豆的上涨趋势改变，所以 CBOT 大豆趋势上涨的基调在南美产量和美豆新一季种植面积明确以前很难改变。

## 二、豆油对豆粕的影响分析

8 月中旬以来，CBOT 大豆上涨了 35%，但是同期豆粕最大上涨幅度仅 17%，同期豆油的上涨幅度达到 29%，从榨利构成的角度来说，在一定程度上，是豆油的上涨抑制了豆粕的上涨。

豆油本轮上涨有 2 大原因：1、全球主要油籽作物阶段性供应偏紧推升各大油脂价格，大豆是中国大量采购导致两大主产国库存偏紧，棕榈油是第二大主产国因劳工短缺导致产量下降和库存偏紧，菜籽是全球范围连续第二年出现产需缺口，葵花籽则是今年主产国乌克兰、俄罗斯、欧盟出现减产。2、国内收储预期推动豆油可流通货源偏紧，这是今年对豆油价格支撑最大的因素，今年 3 月底以来，地方性储备和国家收储豆油的预期推动了豆油成交持续火爆，豆油的未执行合同数量创历史纪录，3 月底到 11 月中旬的 35 周，国内豆油的表现消费量同比增加 168 万吨。豆油的“需求”强劲推动大豆压榨量的大幅增加，从而导致区域性的豆粕供应过剩，令豆粕基差疲软。

图 4：豆油周度表观消费量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

不过，明年 3 月份以后情况或许将发生质的变化，豆油的需求会下降，库存上升会

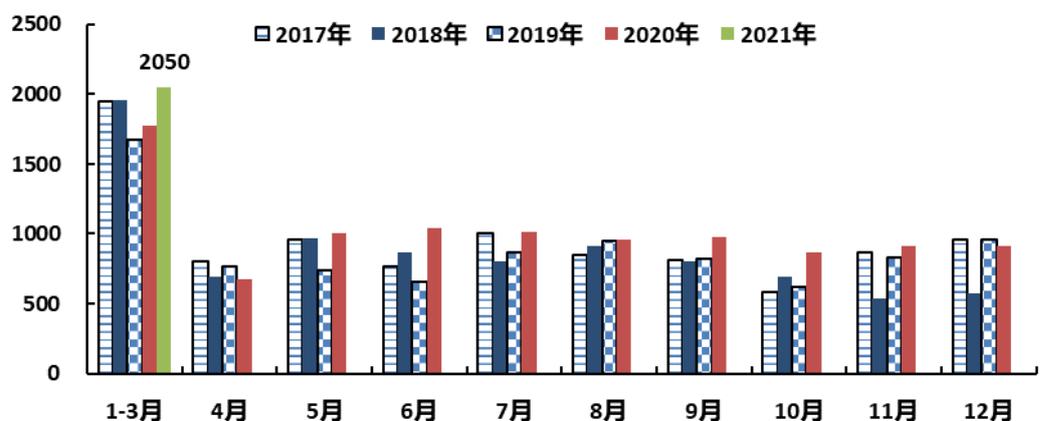
**压制价格，豆粕会相对偏强。**首先，目前来看收储是一次性的，到明年3月份就结束了，这一块会影响豆油的表现消费大约100-150万吨。其次，按照目前生猪养殖的恢复进度，明年三季度以后生猪存栏将恢复到非洲猪瘟前的水平，动物油脂的供应会增加，价格会回落，豆油对动物油脂的替代将减少，今年饲料用油的增加主要是替代动物油脂，这一块消费增量年度预估在70-120万吨之间。第三，国内疫情今年5月份以来已经进入可控状态，明年疫情消退对国内的餐饮用油的提振是有限的，对豆油消费的增幅不会超过70万吨，算上前2项，明年的消费还将下降100-200万吨。也就是说明年3月份以后，豆油大概率将进入库存上升周期，明年豆油的库存可能创纪录，这种情况下，豆油价格将承压，油厂到时候又将挺价豆粕，来保障压榨利润。

### 三、豆粕供需情况分析

#### 1、豆粕供应最宽松的时候已过

国内10月份的大豆到港量为869万吨，11月份预计在910万吨，均为历史最高值，但是今年过年较晚，且10月份是双节长假，所以10月和11月相对来说是消费淡季，这导致10月和11月的豆粕供应压力较大，12月以后豆粕供应最宽松的时候将过去，按照目前的采购进度来看，明年1-3月，国内豆粕的供应还略微偏紧。今年4-10月份大豆压榨量5943万吨，同比增幅为16.48%，今年4-10月份的豆粕表观消费量4712万吨，同比增幅为14.46%，今年1-3月份大豆压榨量为1881万吨，如果按照14%的增幅计算，明年1-3月份需要大豆2144万吨，而目前来看到港量只有2050万吨。另外，巴西今年延迟播种对于1-2月份船期的装运可能还会造成影响。

图5：国内大豆月度到港量及预估（万吨）

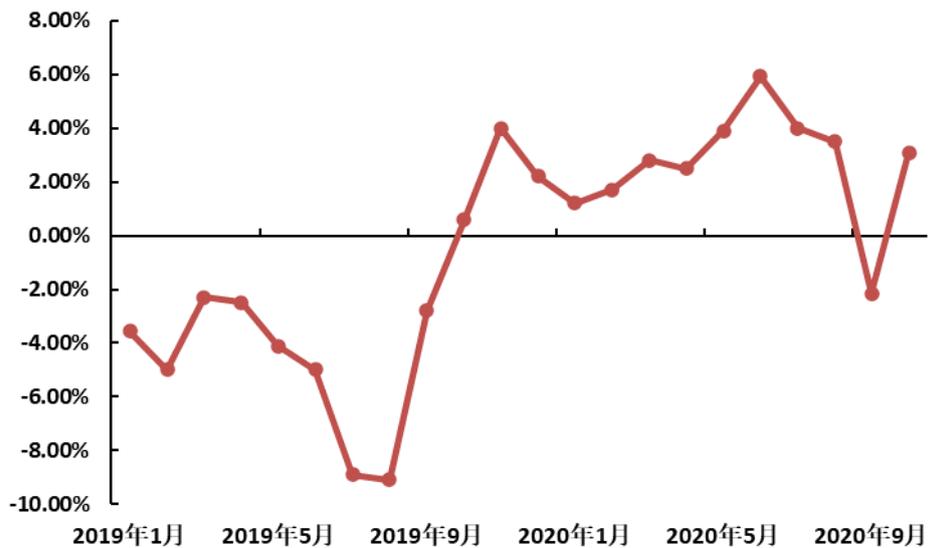


资料来源：海关总署，天下粮仓，金信期货研究院

## 2、豆粕需求维持强劲是市场的一致性预期

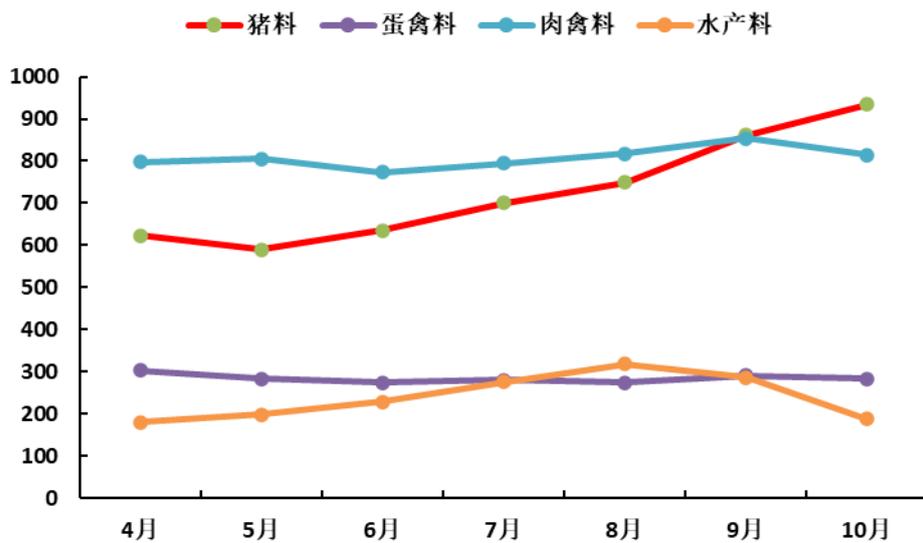
农业农村部公布的数据显示，10月份能繁母猪存栏连续13个月增长，比去年同期增长32%；生猪存栏3.87亿头，连续9个月增长，比去年同期增长27%。目前生猪产能已经恢复到2017年年末的88%左右。照此趋势，明年二季度，全国生猪存栏将基本恢复到正常年份的水平。从饲料工业协会的数据来看，今年4月-10月份，猪料持续增长，蛋禽料和肉禽料维持稳定，猪料的同比增幅在60%，禽料的增幅不到5%。

图6：能繁母猪环比增速



资料来源：饲料工业协会，金信期货研究院

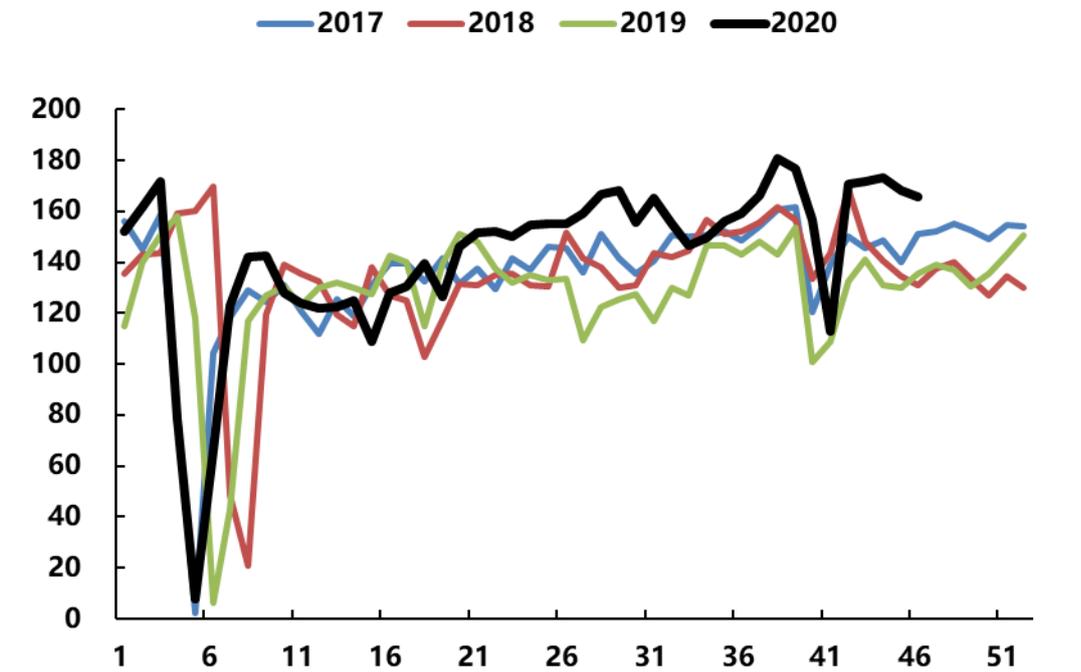
图7：2020年4-10月各种饲料产量（万吨）



资料来源：饲料工业协会，金信期货研究院

从豆粕的表观消费量来看，4-10 月份，豆粕表观消费量同比增 14.46%。

图 8：豆粕周度表观消费量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

所以，随着生猪养殖继续向规模化发展，自繁自养的养殖利润仍然非常丰厚的情况下，明年三季度以前的生猪存栏还会持续增加，豆粕的需求将保持强劲。

## 四、总结及操作建议

巴西和美国大豆库存双低，推动 CBOT 大豆强劲上涨，南美产量确定之前大豆上涨趋势将延续。2020 年受国内收储影响，油强粕弱，2021 年预计豆油供应过剩，豆油价格将承压。明年 3 季度之前国内的生猪存栏预计持续增长，将助力豆粕需求保持强劲。以上三个因素为豆粕价格上涨奠定了基础，将对豆粕价格构成支撑。只要豆粕供应出现问题，豆粕价格将出现一波大涨。

所以在明年 3 月份之前，豆粕如果跟随 CBOT 大豆出现调整，将是建仓中期多单的机会。同时，也建议关注豆油 05/豆粕 05 在 2.4 以上的买粕抛油的套利。

## 五、风险提示

- 1、南美之后的天气一直风调雨顺。
- 2、国储大豆轮出超预期。
- 3、生猪产能恢复远不及预期。

## 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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息,但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法,仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告,并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议,投资者据此投资,风险自担,金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息,分享研究成果,版权归金信期货所有,未经金信期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制,修改。如引用、刊发,需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者:期市有风险 入市需谨慎!