



2020年9月30日

金信期货研究院

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

美豆看涨支撑 国内供需两旺

内容提要

美国大豆库存有继续下调的可能；南美大豆播种和生长季节面临天气炒作，CBOT 大豆未来一个季度维持看涨预期。

年内美豆主导全球大豆贸易市场，巴西大豆销售殆尽，预计国际大豆升贴水易涨难跌。

国内豆粕供需两旺，库存有下降可能，榨利恶化预计油厂挺粕，总体来看豆粕价格有支撑。

国内菜粕跟随豆粕走势，性价比开始显现，预期跟随豆粕偏强运行。

操作建议

建议 3000-3050 做多豆粕 2101，2250-2300 做多菜粕 2101。

风险提示

- 1、中美关系不确定性。
- 2、南美大豆主产区天气因素造成的不确定性。
- 3、新冠肺炎疫情对全球经济的影响。
- 4、国内非洲猪瘟疫情对豆粕需求的影响。



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、核心逻辑

1、全球大豆供需情况：美豆库存趋紧，南美天气偏干

美国农业部 (USDA) 在 9 月份的报告中下调美国大豆的单产至 51.9 蒲/英亩，这使得 2020/21 年度美国大豆产量下调至 43.13 亿蒲，比 8 月份的预估下调 1.12 亿蒲 (2.5%)，导致 2020/21 年度美国大豆的期末库存降至 4.60 亿蒲，库存消费比降至 10.36%。9 月 30 日 USDA 的季末库存报告显示美国大豆旧作的库存为 5.23 亿蒲，低于 USDA 在 9 月供需报告中的 5.75 亿蒲的预估，预计 USDA 将在 10 月份的供需报告中下调旧作库存，从而导致 2020/21 年度美国大豆的期末库存进一步降低。

截至 9 月 24 日，美国大豆出口销售已经达到 3813 万吨，已经完成年度出口预期量的 65.9%，为历史最快出口进度，历史上曾经的最快进度是 2016/17 年度同期的 2829 万吨。今年美豆异常强劲的出口，得益于中国持续采购美国大豆。由于中美在今年 1 月份签订了第一阶段贸易协议，中国按照协议大量采购美国农产品，目前市场普遍预期 2020/21 年度中国购买美国大豆的数量将超过 2016/17 年度，该年度美豆出口为 21.75 亿蒲，目前 USDA 预测 2020/21 年度的美豆出口为 21.25 亿蒲，如果未来 4 个月中国保持每个月采购 400 万吨美国大豆的进度，USDA 将大概率在 1 月份供需报告中上调美豆出口预估，从而将导致 2020/21 年度美国大豆的期末库存进一步降低。

图 1：美国大豆供需平衡表及平衡表预测

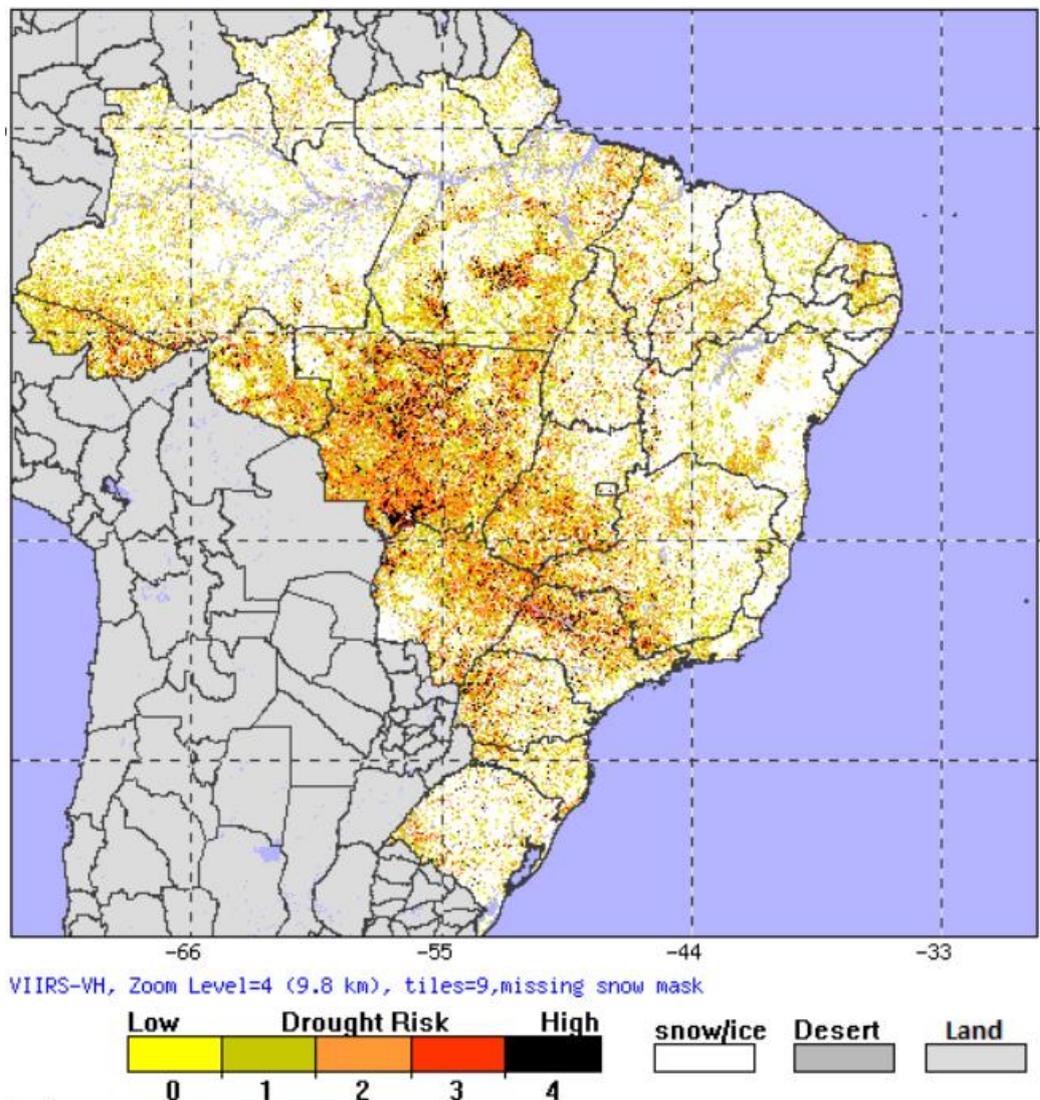
种植年度	2016/17	2017/18	2018/19	19/20(Est.)	20/21(8月proj.)	20/21(9月proj.)	20/21(proj.)
种植面积 (百万英亩)	83.4	90.2	89.2	76.1	83.8	83.8	83.8
收割面积 (百万英亩)	82.7	89.5	87.6	75.0	83.0	83.0	83.0
单产 (蒲/英亩)	52	49.3	50.6	47.4	53.3	51.9	52.3
期初库存 (百万蒲)	197	302	438	909	615	575	525
产量 (百万蒲)	4,296	4,412	4,428	3,552	4,426	4,313	4,343
进口量 (百万蒲)	22	22	14	16	15	15	15
总供给 (百万蒲)	4,515	4,735	4,880	4,477	5,056	4,903	4,883
国内消费量(百万蒲)	1,901	2,055	2,092	2,170	2,180	2,180	2,130
出口量 (百万蒲)	2,166	2,134	1,748	1,680	2,125	2,125	2,250
种子 (百万蒲)	105	104	88	97	100	100	100
剩余量 (百万蒲)	41	5	43	-45	40	38	38
总消耗 (百万蒲)	4,214	4,297	3,971	3,902	4,445	4,443	4,518
	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21	20/21
结转库存 (百万蒲)	302	438	909	575	610	460	365
库存/消费	7.17%	10.19%	22.89%	14.74%	13.72%	10.34%	8.08%

资料来源：USDA，金信期货研究院

如上图所示，后期美国大豆的单产有上调的可能，因为从收割的情况来看，除了爱荷华以外，其他产区的产量均为历史最好水平；旧作库存会下调；随着美豆价格的上涨以及阿根廷豆粕出口的增加，美豆国内的压榨量会有所下降，在一定程度上抵消美豆出口的增加，最终，美豆的期末库存还是有很大可能性会降到 4 亿蒲以下，库存消费比低至 8% 左右，参考历史情况，美国大豆的库存和库存消费比水平处于 2016-2018 年之间，据此推测，CBOT 大豆价格很可能会冲击 1080-1180 美分这一区间。

USDA 预测 2019/20 年度巴西大豆库存将降至 1943 万吨，较上一年度大幅下降 1333 万吨，为 2013 年以来最低。结合美国大豆库存下降，以及中国大豆需求维持强劲的预期，新年度的南美大豆产量需要维持在高位。9 月份，气象机构推测今年四季度全球气候将偏向于拉尼娜现象，市场对于南美大豆生长的关注度大幅上升，因为通常来说，拉尼娜现象将导致阿根廷东北部和巴西南部偏干，哥伦比亚大学国际气候与社会研究所的模型推测显示，10 月到明年 1 月，阿根廷东北部和巴西南部会异常干燥，降水将低于正常值 60%以上。从目前的土壤情况来看，巴西西部和西南部的马托格罗索州、南马托格罗索州和帕拉纳州偏干，这三个州正是巴西大豆的主产区，占到巴西大豆种植面积的 60%左右，如果土壤墒情在未来 3 个月未能得到改善的话，将对巴西大豆产量造成影响，可能将进一步推升 CBOT 大豆价格。

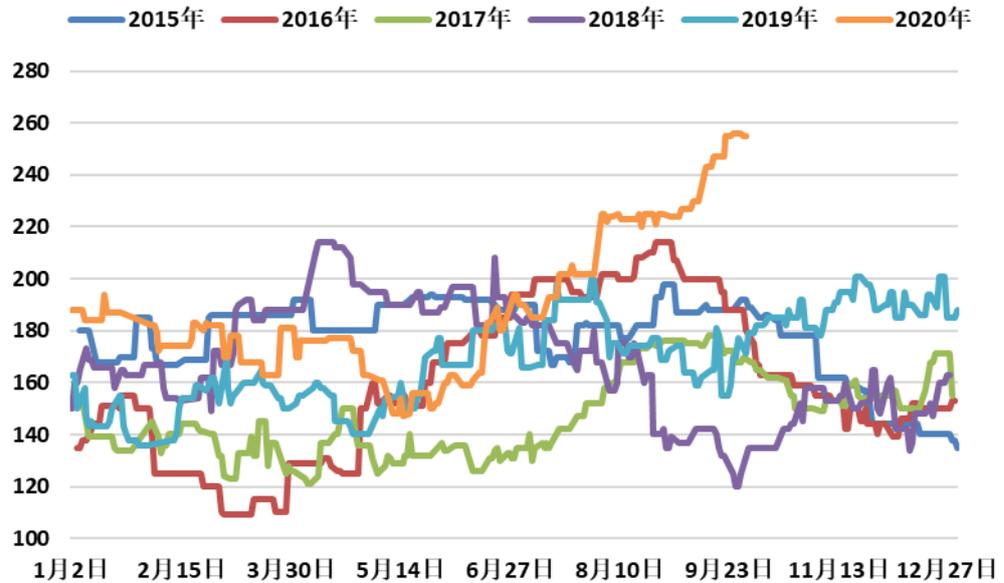
图 2：巴西干旱风险



资料来源：NOAA，金信期货研究院

根据巴西贸易部的数据显示，1-9 月份，巴西累计出口大豆 7958 万吨，比去年同期多出口 1880 万吨，10-12 月巴西可出口的大豆数量不超过 1000 万吨，所以美国大豆将主导全球大豆贸易市场，在美国大豆库存趋于下降的预期下，美国大豆升贴水报价持续上涨，创出 2014 年以来的新高。

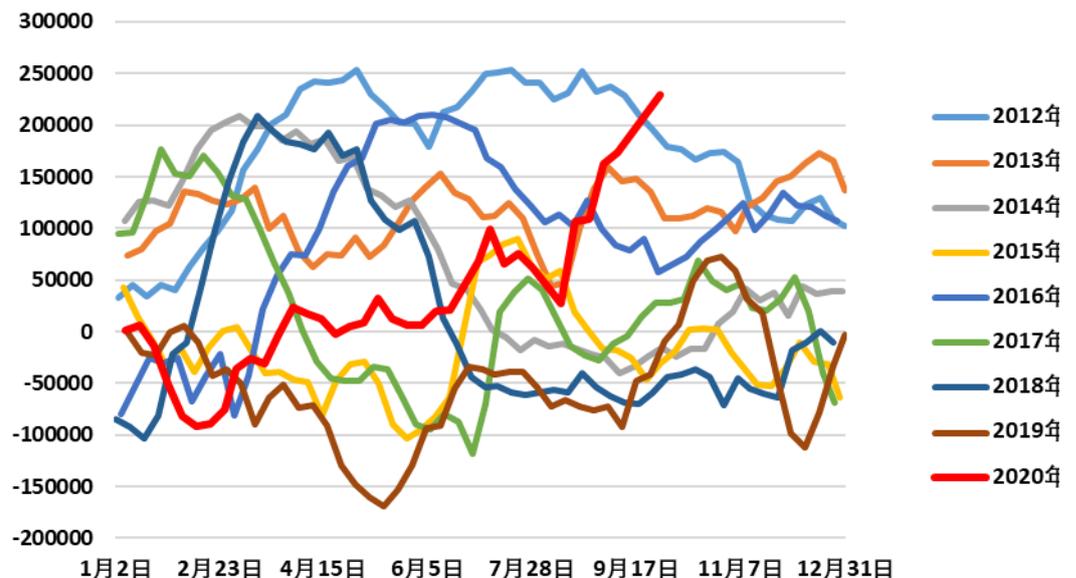
图 3: 美湾大豆升贴水 (美分/蒲式尔)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

截至 9 月 29 日，管理基金在 CBOT 大豆期货和期权上的持仓为净多 22.9 万张，是 2012 年以来的最高净多水平，显示出市场做多情绪非常高涨。

图 4: 管理基金在 CBOT 大豆上的净持仓



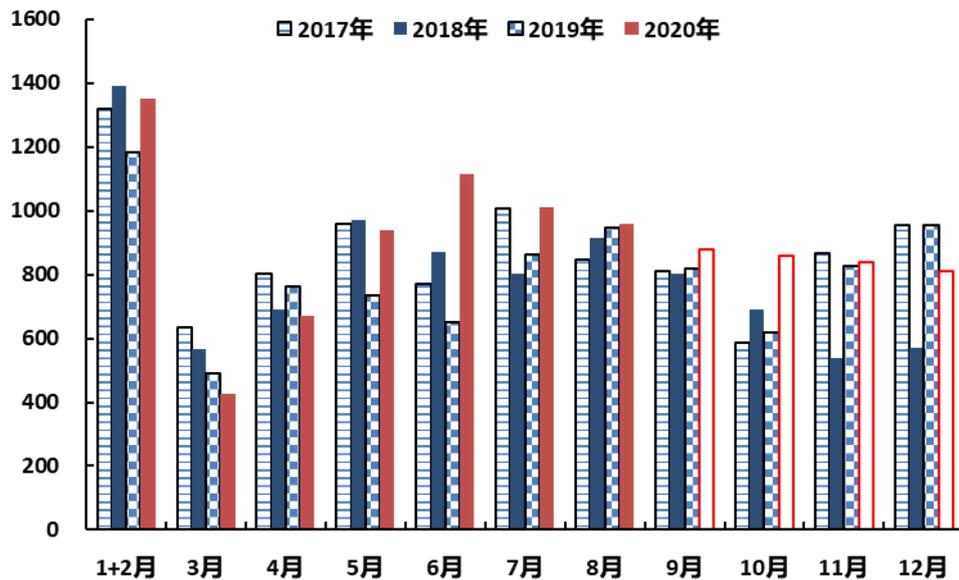
资料来源: CFTC, 金信期货研究院

综合以上的分析，由于巴西大豆基本售罄，1月份之前美豆几乎独占全球大豆贸易市场，在美豆库存仍有下调预期，而市场对于南美大豆生长季的天气关注度上升的情况下，CBOT大豆四季度仍然看涨。同时，美豆和巴西豆均库存紧张的预期也令进口大豆升贴水居高不下。所以，无论是上游供应还是成本的角度来看，都对国内的豆粕有支撑。

2、国内豆粕供需情况：供需两旺

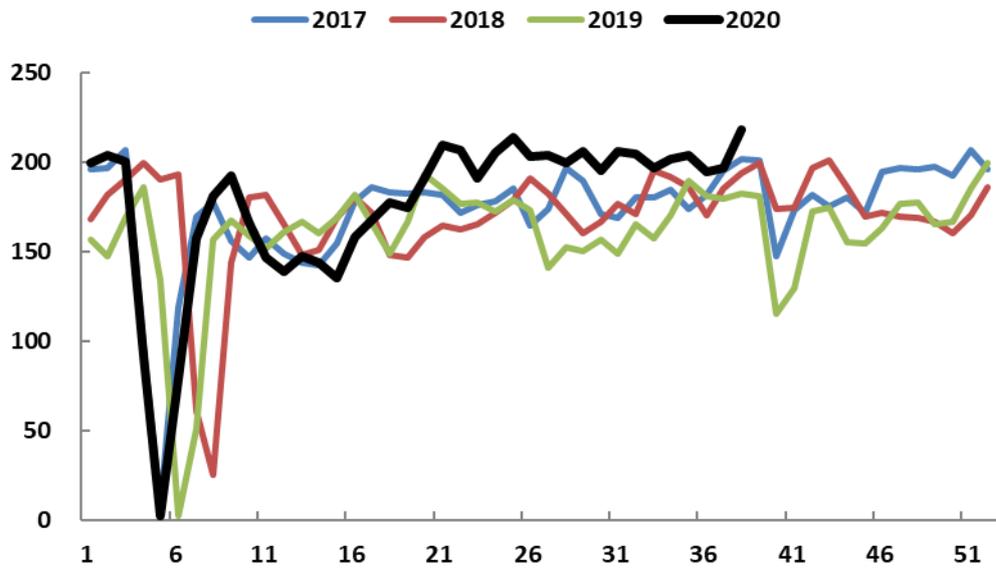
1-8月，国内累计进口大豆6474万吨，超过2017年的6334万吨，创出历史同期进口量的新高。9月目前来看港量预计在880万吨左右，10-12月，根据排船情况，预计国内仍将进口2510万吨左右大豆，这样，2020年大豆进口量将超过9700万吨，超过2017年的9554万吨，为历史最大进口量。国内大豆进口量创记录的同时，大豆压榨量也在持续创记录，1-9月共压榨大豆6966万吨，2016-2019年同期的压榨量分别为5959万吨、6561万吨、6553万吨和6216万吨，如果从周度压榨量来看，则第三季度的压榨量异常突出，6月初到9月25日的17周的周均压榨量达到204.1万吨，超过历史同期均值173.5万吨约17.6%；四季度，由于仍然有巨量大豆到港，并且压榨利润仍然较为丰厚，预计大豆压榨量仍将超过历史同期。所以，从大豆进口量和大豆压榨量的角度来说，国内豆粕今年的供应都是非常充足的。

图5：国内大豆月度进口量及2020年9-12月到港量预估（万吨）



资料来源：海关总署，金信期货研究院

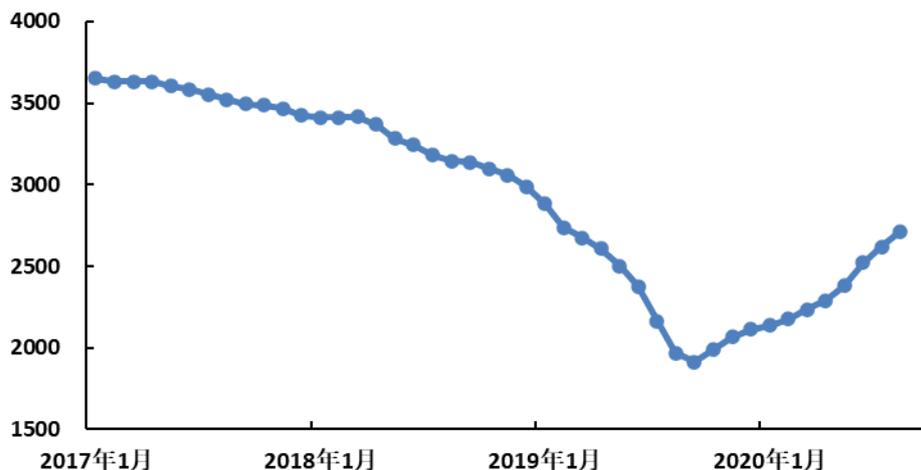
图 6: 国内大豆周度压榨量 (万吨)



资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

根据农业农村部的数据显示, 截至 8 月份, 国内能繁母猪存栏已经连续 11 个月环比正增长, 累计增长 41.8%, 同比增长 37%; 生猪存栏也已经连续 7 个月环比正增长, 同比增长 31.3%; 照此势头发展, 生猪存栏有望按照 3.5-3.8% 的月均增速增加, 猪料需求有望持续增长。不过, 随着生猪存栏和出栏量的增加, 预计生猪价格将下滑, 生猪养殖利润将下降, 目前生猪养殖中大量用乳猪料代替育肥料的使用方式将改变, 这会在一定程度上影响豆粕的添加比例, 所以豆粕在猪料中的需求增长要略微打个折扣。由于饲料价格上涨较快, 5 月份以来, 禽类养殖开始亏损, 蛋禽和肉禽的存栏下降, 不过由于蛋禽和肉禽过去 2 年多补栏量非常大, 所以即使下降, 整体存栏仍将高于 2018 和 2019 年同期, 所以禽料中的豆粕用量预计环比下降, 但是同比仍是持平至小幅增长。

图 7: 能繁母猪存栏 (官方口径) (万吨)



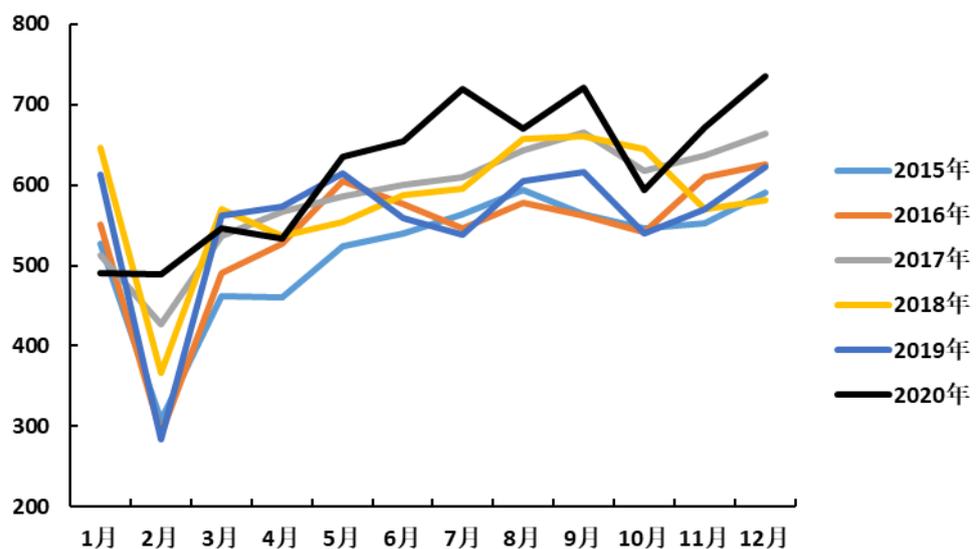
资料来源: 农业农村部, 金信期货研究院

从饲料工业协会的数据中, 也可以验证猪料增加禽料下降的事实, 猪饲料从 6 月份

开始环比正增长，并且连续 3 个月增长，平均增幅 8.27%，蛋禽饲料 6-8 月份出现了平均 1% 的降幅，肉禽饲料 6-8 月份的平均增幅仅 0.6%，所以四季度的饲料总需求预计是增长的，但是具体增幅还很难确定。

豆粕的表观消费量三季度增幅明显，周均表观消费量达到 161.9 万吨，远超 2017-2019 年同期均值的 143 万吨，较二季度的周均表观消费量 140.2 万吨继续增长，直观反映出豆粕的需求增长。四季度生猪存栏仍将继续增加，且会有一个出栏前的育肥阶段，但是由于年前的消费旺季，出栏也将大幅增加（农业农村部模型预测出栏增 17.9%），所以预计豆粕的平均需求将略超三季度的平均水平，但是低于国庆节前备货水平，达到 165 万吨/周，10-12 月预计豆粕表观消费量将达到 2002 万吨，超过 2017-2019 年同期 1816 万吨的水平。

图 8：豆粕表观消费量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

所以，无论从养殖端，还是饲料端，还是豆粕的表观消费情况，都显示出豆粕需求增长强劲，四季度豆粕需求如果达到 2002 万吨，将超过历史同期 10%，国内的大豆进口量和压榨量足以满足，但是预计豆粕库存将出现持续下降，至年底降至 60-70 万吨，豆粕库存的下降将对豆粕价格构成支撑。

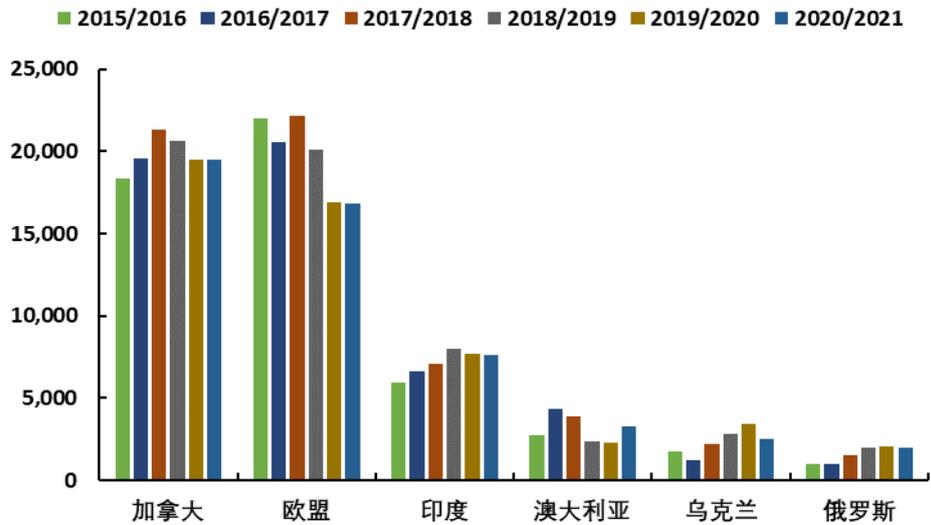
另外，由于 CBOT 大豆存在上涨预期，而国内豆粕和豆油由于供应相对充足，涨幅很可能不及 CBOT 大豆，这导致进口大豆的压榨利润恶化，压榨厂客观上会挺价豆粕，因为豆粕在榨利中的占比更高。

总的来看，四季度豆粕的供应仍然是充足的，但是需求的增长更加强劲，豆粕库存持续下降的可能性较大。同时，由于 CBOT 大豆预期看涨以及大豆压榨利润恶化，均对豆粕价格有支撑。

3、菜粕供需情况：供应稳定，需求恢复，替代品供应增加

全球菜籽供应连续第二个年度出现产需缺口，因欧洲的菜籽产量连续3个年度出现大幅下降，不过由于最大的出口国加拿大的菜籽产量稳定，全球大豆、葵花籽等其他油籽油料的供应也非常充足，并且全球的菜籽需求并没有出现强劲增长，所以国际菜籽价格相对稳定。

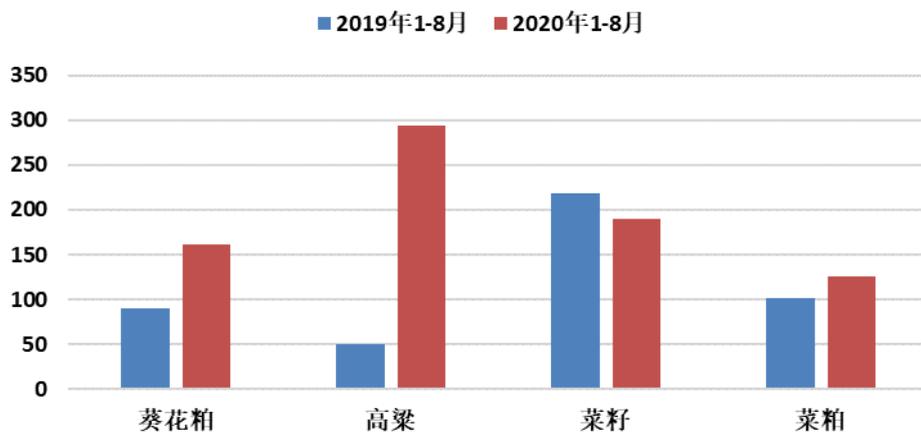
图 8：2016-2021 年菜籽主产国产量（千吨）



资料来源：USDA，金信期货研究院

2019年4月份以来，国内加强了对进口菜籽的杂质的检验，导致菜籽进口量大幅减少，国内压榨获得的菜粕的供应相应减少。2020年1-8月份，我国累计进口菜籽190.01万吨，比去年同期减少28.85万吨，比2017-2019年同期均值少105.11万吨。但是，同时，国内增加了菜粕的直接进口，2020年1-8月进口菜粕126.04万吨，比去年同期增加24.31万吨，比2017-2019年同期均值增加41.13万吨。总的来看，菜粕供应量相对稳定。

图 9：葵花粕、高粱、菜籽、菜粕进口同比（万吨）

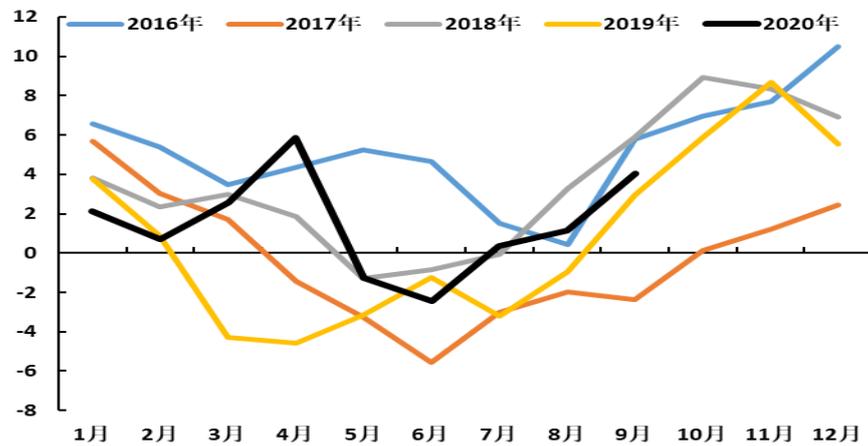


资料来源：海关总署，金信期货研究院

菜粕的供应相对稳定，但是它的替代品的供应却大幅增加。上文提到过，2020年大豆进口量创记录，导致豆粕供应量创记录水平。另外，今年葵花粕和高粱的进口也同比大增，2020年1-8月份国内累计进口葵花粕162.12万吨，比2019年1-8月份多进口71.26万吨，同比增幅78%；2020年1-8月份国内累计进口高粱293.18万吨，同比大增489.48%。

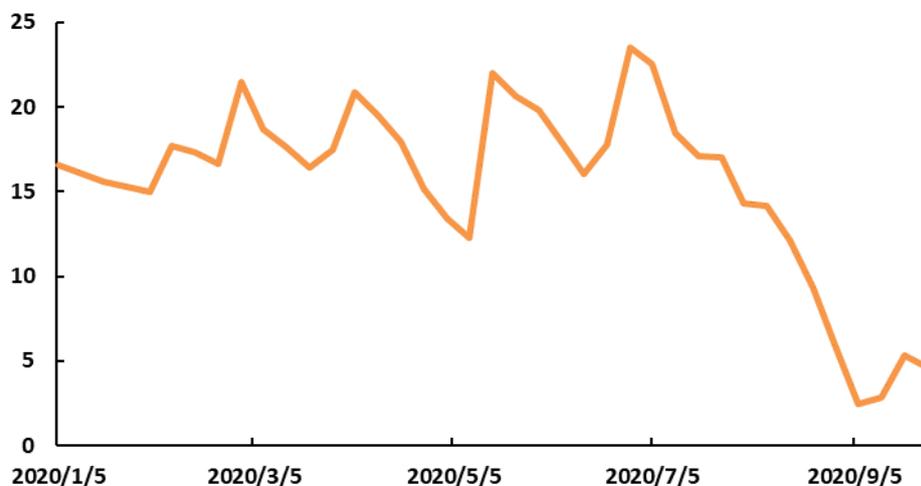
菜粕的需求方面，一方面进口葵花粕和高粱大量替代菜粕，导致上半年菜粕的需求相对较差，另一方面，由于生猪养殖利润丰厚，养殖户希望用更好的饲料来保障生猪的健康出栏，也导致豆粕在饲料中的添加比例居高不下。不过5月份以来，禽类养殖开始出现亏损，8月以来，菜粕的单位蛋白价格远低于豆粕，推动菜粕需求恢复，国内菜粕库存持续下降。四季度，豆粕价格看涨的预期下，预计菜粕的性价比仍将超过豆粕，对菜粕的需求有提振作用。

图 10: 华东 (豆粕-菜粕) 单位蛋白价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 11: 2020 年进口颗粒豆粕库存 (万吨)



资料来源: 天下粮仓, 金信期货研究院

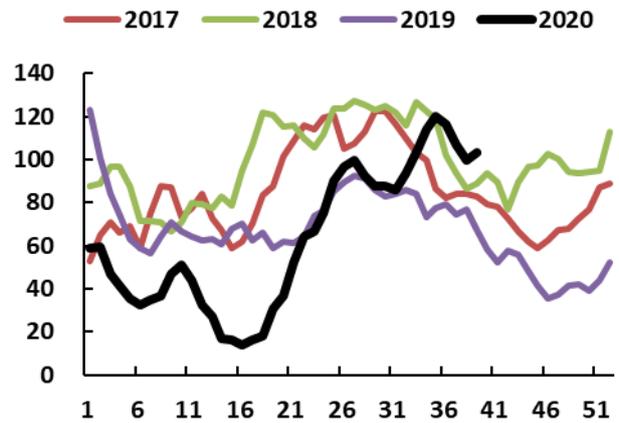
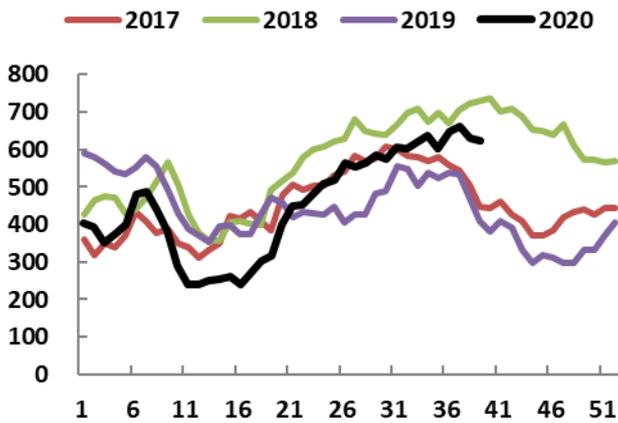
总的来说，菜粕价格仍将跟随豆粕价格波动，由于豆粕价格的驱动主要来自外盘，传导到菜粕会更加间接，所以预计菜粕价格的涨幅将不如豆粕。不过，由于菜粕的性价比的提高，菜粕的需求会持续恢复，在国内菜粕整体供应量相对有限的情况下，不排除菜粕出现阶段性供应偏紧的情况，关注国内菜籽和菜粕库存变化，很可能有阶段性的趋势性上涨行情。

二、基础数据图解

1、大豆和豆粕库存：四季度预期下降。

图 12：国内沿海大豆库存（万吨）

图 13：国内沿海豆粕库存（万吨）



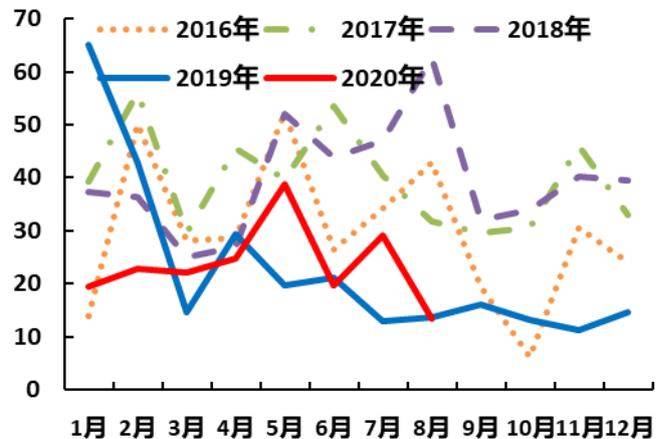
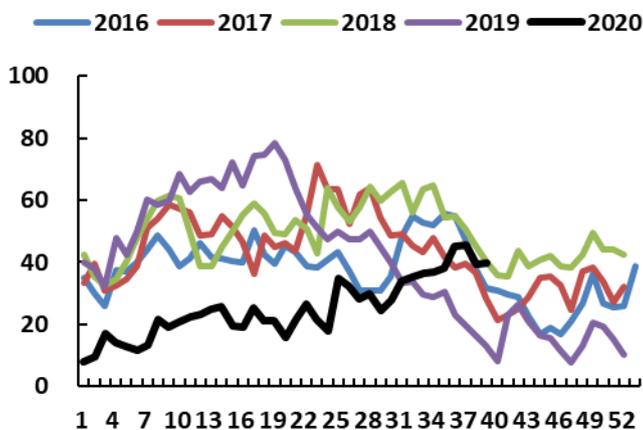
资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

2、菜籽库存回升，进口量仍然较低

图 14：国内沿海菜籽周度库存（万吨）

图 15：菜籽进口量（元/吨）



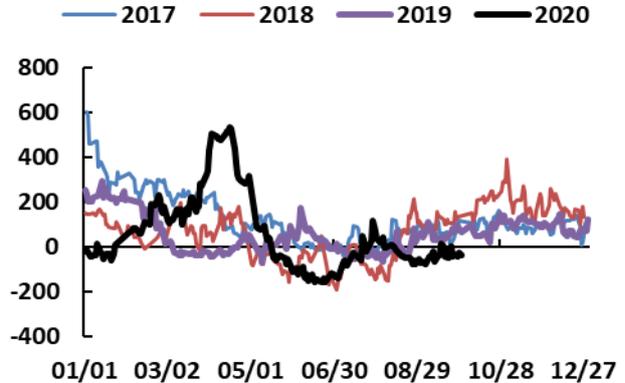
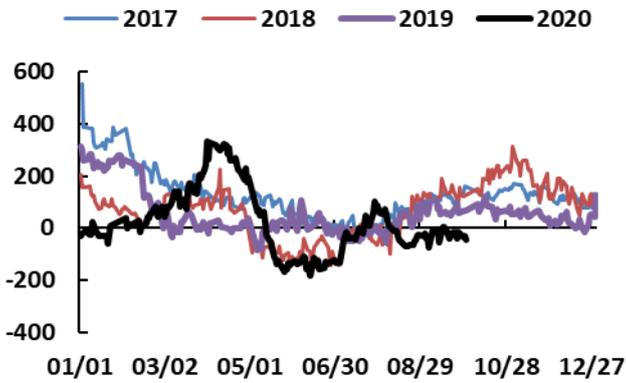
资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

资料来源：Wind，金信期货研究院

3、豆粕基差较弱，菜粕基差震荡上涨

图 16: 东莞豆粕基差 (元/吨)

图 17: 张家港豆粕基差 (元/吨)

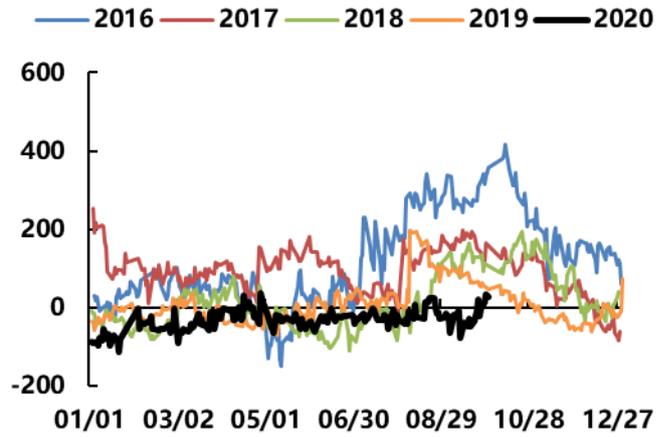
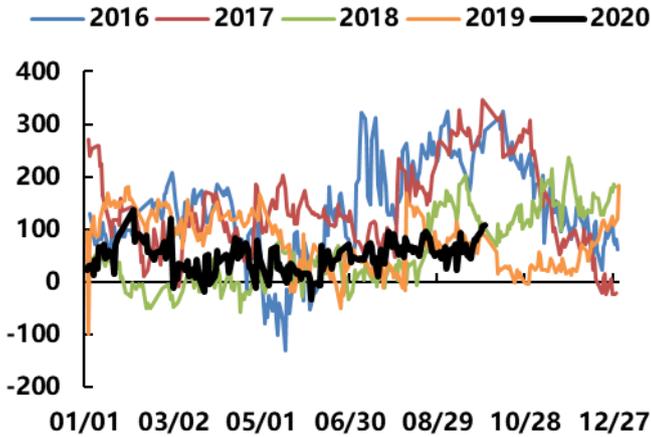


资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 18: 南通菜粕基差 (元/吨)

图 19: 珠三角菜粕基差 (元/吨)



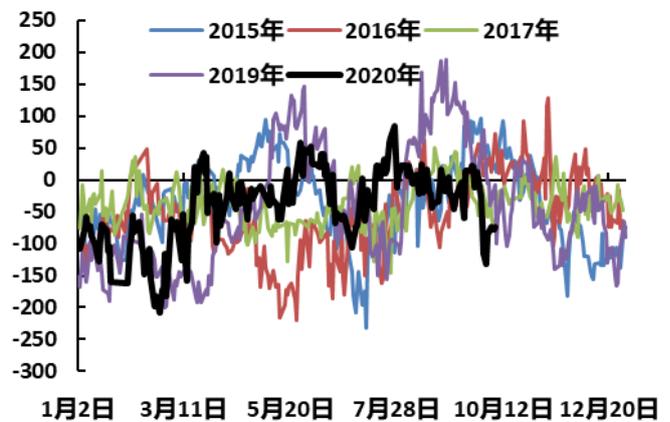
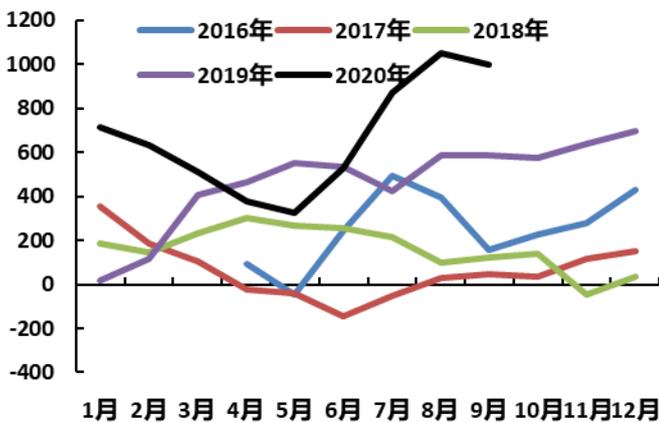
资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

4、大豆榨利恶化，菜籽榨利丰厚

图 20: 进口菜籽盘面压榨利润 (元/吨)

图 21: 进口大豆盘面压榨利润 (元/吨)

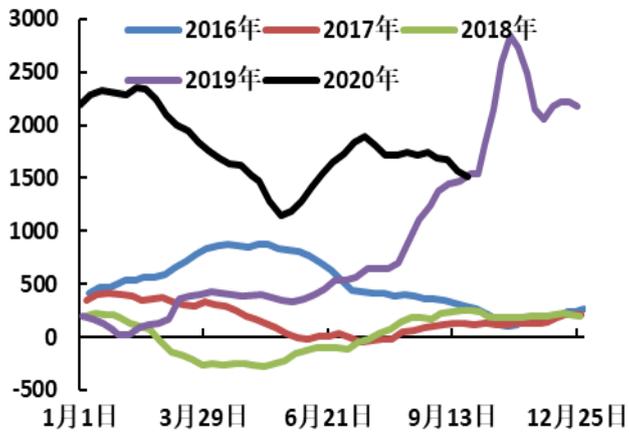


资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

5、养殖利润：养猪利润丰厚，禽类养殖开始亏损

图 22：生猪养殖利润



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 23：蛋鸡和肉鸡养殖利润



资料来源：Wind，金信期货研究院

三、综合分析和交易策略

由于美豆主导下半年国际大豆贸易市场,且存在库存下调预期,加上南美天气炒作,CBOT 大豆和国际大豆升贴水继续看涨。

国内豆粕供应充足,但是需求强劲,预计豆粕库存下降,豆粕价格将偏强运行。菜粕跟随豆粕价格波动。

操作上,建议 3000-3050 做多豆粕 2101, 2250-2300 做多菜粕 2101。

重要声明

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！