



**豆粕：供需施压短期或反弹乏力，  
需求恢复仍需等待时日**

长安期货有限公司

投资咨询部

2020年2月28日

## 供需施压短期或反弹乏力，需求恢复仍需等待时日

### 一、核心观点

全球肺炎疫情的蔓延和南美丰产均施压美豆盘面，后期美豆能否获得提振主要还在于中国进口数量的变化情况。国内市场目前处于疫情的后防控时期，生产生活已基本步入正轨，各地油厂陆续复工，开机率不断提升，前期供给紧张的状态已好转。需求端养殖业面对压栏状况的缓解，前期的集中补库热情或将告一段落，生猪禽类的补栏需求预计在 3、4 月份仍然难以产生明显改善，需求端或将呈现偏弱格局，豆粕期价在中短期内震荡调整的概率较大。  
长期来看，疫情结束之后，豆粕的主要交易逻辑仍然将回归于需求端生猪养殖的恢复情况。鉴于生猪养殖利润仍处在历史高位，叠加政府政策方面的加持，我们对养殖补栏的恢复抱有乐观预期，远月豆粕期价将在生猪饲料需求的提振下存在上行的可能。

短期内我们认为还不具备抄底做多的条件，单边观望为主，可尝试 m59 反套操作；待疫情产生的肉类消费和补栏积极性基本恢复，可寻求针对 m2009 合约逢低布局多单的机会。

## 二、基本面情况

### (一) 国际市场分析

#### 1、疫情在全球蔓延美豆承压，后期出口仍是关注重点

图 1：美豆主力合约走势

单位：美分/蒲式耳



资料来源：文华财经，长安期货

新冠疫情在国内呈现出积极向上的势头，在恐慌情绪逐步稳定的时期，疫情在全球蔓延的消息再次使避险情绪加剧，施压美豆。**当前国际市场疫情的发展为最大的不确定因素，需要投资者持续关注，同时，美豆的关注焦点还在于出口预期的变化。**

本月 12 日在美国农业部 USDA 公布的 2 月月度供需报告中，美农下调美国 2019/20 年度大豆年末库存预估至 4.25 亿蒲式耳，而此前分析师平均预计 2019/20 年度美国大豆期末库存接近 4.43 亿蒲式耳，处于预估区间的下沿，同时也低于 1 月报告的预估数据 4.75 亿蒲式耳，此变化主要是基于对中国进口量增加的考量，因此上修出口。而目前此报告的利多或已出尽，市场仍然担忧疫情下的中国能否完成协议约定的进口数量。

中国国务院关税税则委员会此前发布公告称，自 2020 年 3 月 2 日起受理免加征关税进口美国农产品的申请，其中包括大豆、小麦、玉米和高粱。此消息也对美豆出口形成提振，然而我们还需要持续关注未来我国进口美豆的具体落实情况。

## 2、巴西大豆丰产已成定局，美豆盘面承压

**南美大豆已进入收割季，巴西大豆的丰产几乎已成定局**，2 月公布的 USDA 月度供需报告中预估巴西大豆产量为 1.25 亿吨，高于市场预估区间，比 1 月预估增加 200 万吨。巴西产量再创新高。

巴西农业咨询机构 AgRural 2 月 25 日消息，截止 2 月 20 日，巴西农户已经收获了 31% 的 2019/20 年度大豆，相比之下，一周前为 21%。收割进度在一周内增加了 10%，虽然较上年同期落后，但却高于五年均值。

**南美大豆的丰产一方面增加了国际市场的大豆供给，一定程度上弥补美豆减产带来的影响，另一方面，它将与美国共同竞争中国的大豆进口份额。**一般而言，巴西通常在 3 月到 6 月期间出口过半的大豆，其中 75% 的大豆装运到中国。截至 2 月 14 日，巴西头号大豆产区马托格罗索州农户已经销售了 68% 的 2019/20 年度大豆，创下五年同期最高，也远远高于上年同期以及五年平均进度 54%。

## (二) 我国豆粕供需情况

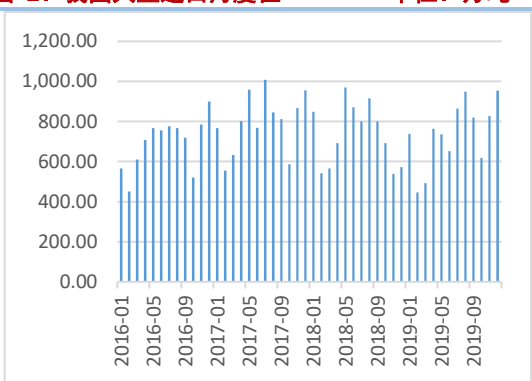
### 1、油厂开机回升，豆粕供给或将恢复

疫情期间企业复工延迟、物流交通不畅，叠加春节前饲料企业备货不足，使得下游短期内采购意愿较浓，给予粕类供需两端一定支撑。但**目前随着我国疫情的逐步控制，企业复工复产的稳步推进，油厂开机率近几周连续回升，物流问题较前期也出现明显改善**，但完全恢

复仍需要一定时间，目前还存在现货供应的区域分化，北方地区由于物流不畅的问题仍在使现货价格保持坚挺，这也是近期粕价存有支撑的部分原因所在，但随着后期运输问题的进一步好转，以及“南粕北调”的实施，供给端偏紧的状况预计将会很快在全国范围内得到缓解。

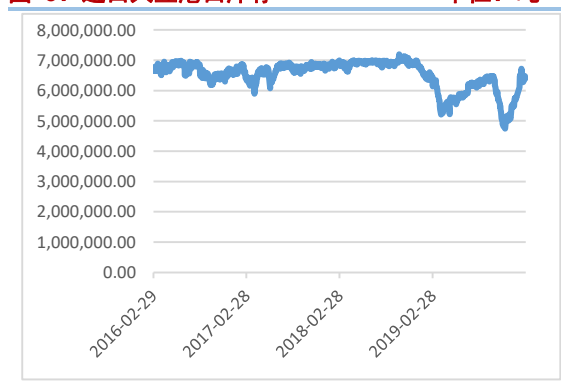
据 cofeed 的对大豆到港情况的最新调查统计，2020 年 2 月份国内各港口进口大豆预报到港 76 船 496.7 万吨，3 月份初步预估 490 万吨，较上月的预估值下调 20 万吨。4 月初步预估 730 万吨，5 月初步预估 810 万吨。

图 2：我国大豆进口月度值 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图 3：进口大豆港口库存 单位：吨



资料来源：wind，长安期货

根据天下粮仓对全国主要油厂的调查统计，2020 年第 9 周（2 月 24 日至 3 月 1 日）国内大豆压榨开机率为 53.4%，压榨量预计为 185 吨左右。第 8 周油厂大豆实际压榨开机率为 51.98%，压榨总量为 180.88 万吨，较前一周增幅为 14.8%。预计第 10 周开机率将继续有小幅增加，预估值为 53.99%，压榨量将达到 187 万吨左右水平。按照当前的开机速度推算，预期 2 月份全国大豆压榨总量在 630.23 万吨左右，高于 1 月份实际压榨量 591.3 万吨，也高于去年同期。

据我的农产品网对国内 111 家主要油厂调查显示，2020 年第 8 周，全国主要油厂大豆库存大豆库存 429.6 万吨，较上周减少 30.55 万吨，减幅 6.64%，同比去年减少 128.7 万吨，减幅 23.06%；豆粕库存为 40.96 万吨，比上周增加 2.11 万吨，增幅 5.43%，比去年同期减少 30.09 万吨，减幅 42.35%，**整体来看，豆粕库存环比出现小幅增加，如果后续需**

**求恢复跟不上，将存在累库的可能，但目前绝对数值仍处在低位，因此短期内对期价下方存有一定支撑。**

**表 1：国内各集团大豆压榨量变化情况表**

排名	集团	压榨量(吨)			开机率(产能利用率)		
		第8周	第7周	增减	第8周	第7周	增减
1	益海	261800	215000	46800	58.62%	48.14%	10.48%
2	中粮	223900	162400	61500	75.89%	55.04%	20.84%
3	中储粮	175000	164500	10500	94.34%	88.68%	5.66%
4	渤海	154700	161000	-6300	94.04%	97.87%	-3.83%
5	嘉吉	137200	137200	0	100.00%	100.00%	0.00%
6	九三	129500	153500	-24000	47.19%	55.94%	-8.75%
7	邦基	97800	84100	13700	68.15%	58.61%	9.55%
8	汇福	89200	81200	8000	56.63%	51.56%	5.08%
9	中纺	72100	72100	0	54.79%	54.79%	0.00%
10	达孚	70000	70000	0	86.96%	86.96%	0.00%
11	中粮来宝	56700	43400	13300	81.00%	62.00%	19.00%
12	中海	56000	24000	32000	44.44%	19.05%	25.40%
13	香驰	49700	49700	0	85.54%	85.54%	0.00%
14	金光	17500	7500	10000	100.00%	42.86%	57.14%
15	东凌	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
16	阳光	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
17	其它	217700	150000	67700	20.67%	14.24%	6.43%
	全国总计	1808800	1575600	233200	51.98%	45.28%	6.70%

资料来源：天下粮仓

## 2、供需错配导致的阶段性补库需求或将减弱

春节过后开盘首日，由于疫情原因造成豆粕恐慌性下跌，当时我们判断疫情对豆粕的利空影响主要在于养殖业复养情绪的受挫导致补栏需求的延后，但在防控政策措施的实施过程中，豆粕上下游企业复工延迟，供给偏紧，且春节前养殖企业饲料库存普遍偏低，在下游屠宰企业开工延后的影响下，生猪出现压栏现象，一度出现强烈的补库需求，使得豆粕期价在下跌之后迅速企稳回升，但在疫情影响下生猪补栏并未真正恢复之前，我们将此理解为供需错配产生的养殖业阶段性的刚需补库，作用时间或较短。

**随着近期疫情好转趋势的基本确定，以及复工复产各项政策的积极推动，物流、运输等均已逐步放开，屠宰企业也逐步开工**，据天下粮仓数据显示，截至 2020 年第 8 周 (2 月 17 日-2 月 23 日)，纳入调查的 201 家屠宰企业的屠宰量为 35.66 万头，较前一周增加 35.66%，当周屠宰企业开工率为 9%，较前一周增加了 2.91%，**预计近期屠宰企业开工率仍以缓慢回升为主。因此生猪和禽类的出栏量或将逐步增加，叠加疫情尚未完全结束目前养殖户的补栏情绪一般，鸡苗预售情况也不甚乐观，我们预计养殖户的补栏需求存在后置，短期内难以明显提升，因此物流的畅通和下游开工或间接利空饲料需求。前期的饲料补库意愿或降低，在短期内对豆粕期价的提振料减弱。**



### 3、利润高位&政策激励，养殖补栏信心有所提振

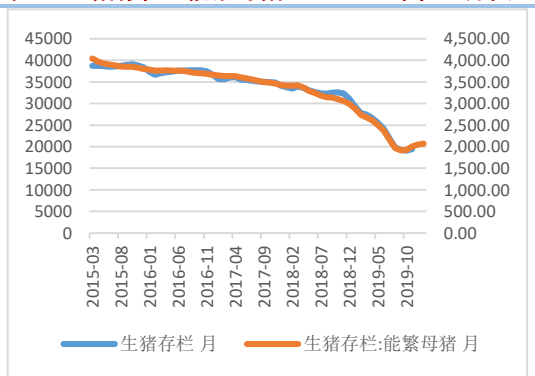
今年春节前夕，生猪养殖业处在非洲猪瘟得到控制后的初步恢复阶段，整体存栏量处在历史低位水平，但已展现出止跌反弹的态势。据对全国 400 各定点监测县数据汇总，1 月份能繁母猪存栏环比增长 1.2%，连续 4 个月环比增长，较 2019 年 9 月份增长 8%，市场普遍预期生猪存栏将在本年度产生较大回升，但在复养情绪刚刚恢复初期，新冠肺炎疫情的爆发无疑对养殖户的热情形成了打压，生猪存栏的恢复节奏也因此被打乱。疫情对猪料需求端的影响一方面在于下游餐饮业与食堂开业延后导致的肉类消费下降，另一方面在于“黑天鹅”

事件引发的情绪悲观，我们认为需求的后置待疫情稳定后就会发生扭转，但对复养情绪的受挫则需要相应的政策刺激。

2020年2月5日中央一号文件发布，其中在保障重要农产品有效供给和促进农民持续增收部分中，文件着重强调：“加快恢复生猪生产。生猪稳产保供是当前经济工作的一件大事，要采取综合性措施，确保2020年年底生猪产能基本恢复到接近正常年份水平。”此外，国务院为恢复生猪生产，将养殖场户贷款贴息补助范围从5000头场放宽至500头场，刺激中小养殖企业补栏，有利于生猪补栏的恢复。政策方面的支持让我们对生猪养殖的恢复仍然抱有期待。

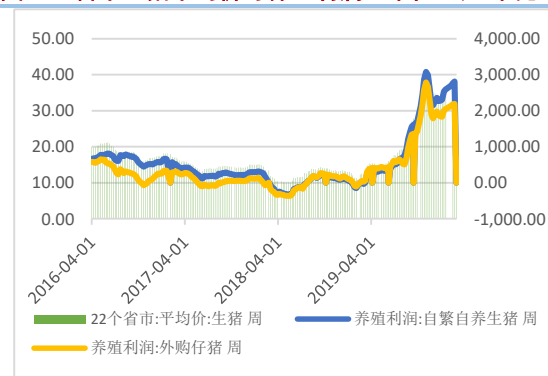
**由此，我们推断生猪补栏的节奏或因为新冠肺炎疫情被阶段性打乱，而后期，随着疫情的完全控制，人们生产生活完全回归正轨，叠加国家对生猪产能的政策性要求，在养殖利润高企的情况下养殖场生猪存栏的恢复或将回归于我们预期的正常轨道，饲料需求的提振也将成为本年度豆粕行情走势最为值得期待的关注点。**

图 4：生猪存栏：能繁母猪 单位：万头



资料来源：wind，长安期货

图 5：省市生猪均价与养殖利润 单位：元/千克



资料来源：wind，长安期货

### 三、综合分析 with 操作建议

全球肺炎疫情的蔓延和南美丰产均施压美豆盘面，后期美豆能否获得提振主要还在于中国进口数量的变化情况。国内市场目前处于疫情的后防控时期，生产生活已基本步入正轨，



各地油厂陆续复工，开机率不断提升，前期供给紧张的状态已好转。需求端养殖业面对压栏状况的缓解，前期的集中补库热情或将告一段落，生猪禽类的补栏需求预计在 3、4 月份仍然难以产生明显改善，需求端或将呈现偏弱格局，豆粕期价在中短期内震荡调整的概率较大。

长期来看，疫情结束之后，豆粕的主要交易逻辑仍然将回归于需求端生猪养殖的恢复情况。

鉴于生猪养殖利润仍处在历史高位，叠加政府政策方面的加持，我们对养殖补栏的恢复抱有乐观预期，远月豆粕期价将在生猪饲料需求的提振下存在上行的可能。

短期内我们认为还不具备抄底做多的条件，可尝试 m59 反套操作；待疫情产生的肉类消费和补栏积极性基本恢复，可寻求针对 m2009 合约逢低布局多单的机会。

投资咨询部

2020 年 2 月 28 日

## 免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。

## 长安期货各分支机构

### 福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号  
新景中心 B 栋 1007-1008 室  
电 话：0592-2231963  
传 真：0592-2231963

### 山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江  
路 10 号  
电 话：0535-6957657  
传 真：0535-6957657

### 江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B  
座 307  
电 话：0519-85185598  
传 真：0519-85185598

### 金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦  
七层  
电 话：029-87206171  
传 真：029-87206163

### 农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦  
七层  
电 话：029-87206176  
传 真：029-87206176

### 能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦  
七层  
电 话：029-87206172  
传 真：029-87206165

### 上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座  
1605  
电 话：021-60146928  
传 真：021-60146926

### 郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期  
货大厦 1302 室  
电 话：0371-86676963  
传 真：0371-86676962

### 西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦  
七层  
电 话：029-87206088 029-87206178  
传 真：029-87206165

### 西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180  
号长和国际 E 座 1501 室  
电 话：029-87323533 029-87323539  
传 真：029-87323539

### 汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫  
景一期三层  
电 话：0916-2520085  
传 真：0916-2520095

### 宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金  
贸大酒店 21 层  
电 话：0917-3536626  
传 真：0917-3535371

### 金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦  
七层  
电 话：029-87380130  
传 真：029-87206165

### 淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267  
号颐和大厦 B 座 501 室  
电 话：0533-6217987 0533-6270009