



**豆粕：阶段性供给偏紧提振短期期价，
长期趋势性上涨驱动仍未形成**

长安期货有限公司

投资咨询部

2020年3月19日

阶段性供给偏紧提振短期期价，长期趋势性上涨驱动仍未形成

一、核心观点

全球疫情蔓延，宏观风险发酵叠加原油价格暴跌，近期在系统性潜在利空的作用下，美豆持续面临较大压力，目前国际市场动荡仍未平息，美豆面临的风险依然存在。短期来看前期的大幅下跌、恐慌情绪的释放以及政策方面的刺激或使美豆出现反弹，但我们认为单边趋势性上涨的驱动还未出现，后续出口情况以及新季种植意愿和产地天气也将是我们关注的重点。

国内豆粕在近期出现了与美豆联动性减弱的现象，或许在于巴西大豆升水不断增加以及国内油脂基差大减，在短期内造成了国内豆粕对美盘大豆跟涨不跟跌的情况。因此对于豆粕我们近期着重关注其自身基本面的变化情况。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，产业链运转基本恢复正常，但近期进口大豆到港量不足引发的油厂缺豆停机的现象成为本月豆粕价格走势的核心驱动，叠加下游饲企复工，成交量有所回暖，库存处于低位，近月合约在期限回归的逻辑下，短期内存在较强支撑，期价偏强震荡为主。进入四月我们预计禽类饲料需求或产生阶段性提振，但需要关注四月大豆到港量是否可以如期回升。长期来看在后续到港量增加，供应充足的情况下，主要矛盾落脚于需求端养殖业的存栏恢复情况，利润驱动叠加政策刺激，我们认为依然存在恢复的预期，但恢复进度或进一步延后，目前期价单边趋势性上涨驱动仍未形成。

二、基本面情况

(一) 国际市场分析

1、宏观风险仍未出尽，美豆等待反弹驱动

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

自上周以来，国际金融市场风险持续发酵，美股两周内四次熔断，大量对冲基金因美国股市大跌而存有变现压力，同时美原油暴跌至 30 美元以下，作为与原油价格呈现较高相关性的美盘 CBOT 大豆，在基本面偏弱的前提下，受宏观风险发酵影响呈现出跟随宏观局势而动的态势，目前已跌至种植成本以下。在系统性风险仍未出尽的情况下，美豆仍然面临较大压力，如要期待未来的反转，仍需基本面给予动力。

本月 11 日在美国农业部 USDA 公布的 3 月月度供需报告中，巴西和阿根廷大豆产量均上调 100 万吨，也因此全球大豆产量上调，全球期末库存上调至 1.0244 亿吨。美豆压榨量和出口量未作调整，期末库存维持在 4.25 亿蒲，虽然美豆数据基本未做调整，但是在南美大豆产量上调的情况下，很明显报告数据整体偏空。同时近几周的出口数据也持续施压美豆期价，今日美农公布了最新的周度出口报告，基本符合预期，数据显示，3 月 12 日止当

周，美国 2019/20 年度大豆出口销售净增 63.16 万吨，市场预估为 40-80 万吨。

未来美豆的走势仍然需要关注出口的变化情况，全球的疫情蔓延是否会引发美国物流受限从而影响出口仍然存在不确定性，需要我们持续追踪。同样需要我们关注的是新作的情况，本月末将发布新作种植意向，如果按照目前的价格水平，新作面积有望下调，届时将会对美豆期价形成提振。但目前看来短期反弹的驱动力仍然不足。

2、南美港口停运被证伪，巴西疫情进展仍需持续关注

由于疫情原因使原油及商品价格下挫，间接恶化了巴西汇率，这使得南美大豆的榨利更加优于美豆，中国油厂因此持续采购巴西大豆，且加快了采购步伐，截至目前巴西大豆的销售进度已超过 60%，高于去年同期水平。据天下粮仓数据统计上周前四天中国油厂至少订购了 30-35 船巴西大豆，而前一周的采购数量为 40 多船。

昨日有消息称巴西港口装运出现问题，船运或停运两周时间，但今日港口运营商表示，拉丁美洲最大的港口—巴西桑托斯港将维持正常运转，此前运营商与码头工人和有关部门讨论了应对新冠肺炎疫情的措施；另外一媒体代表称，巴西第二大农业商品港口—巴拉纳瓜港目前也未停止运转，并将继续正常运转。目前来看，巴西港口停运的炒作被证伪，但我们仍需考虑巴西大豆产地至港口的物流运输状况是否良好。

（二）国内市场供需情况

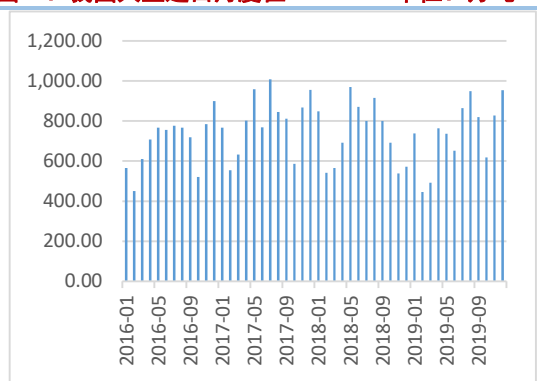
1、缺豆引发油厂停机，库存低位给予期价支撑

2 月由于我国疫情形势严峻，企业复工延迟、油厂开机率不足，造成了短期内供给偏紧的局面，但目前我国疫情已基本控制，油厂开机率在连续几周持续回升维持高位之后，近两周又出现了下降趋势，其主要原因在于 3 月大豆到港量偏低，叠加油厂大豆库存也处在历史

低位区间，部分油厂因缺豆而停机。

据 cofeed 的对大豆到港情况的最新调查统计，2020 年 3 月份国内各港口进口大豆预报到港 74 船 482.5 万吨，4 月份初步预估 730 万吨，较上周的预估值下调 20 万吨。5 月初步预估 850 万吨，较上周预估增加 20 万吨，6 月初步预估 870 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



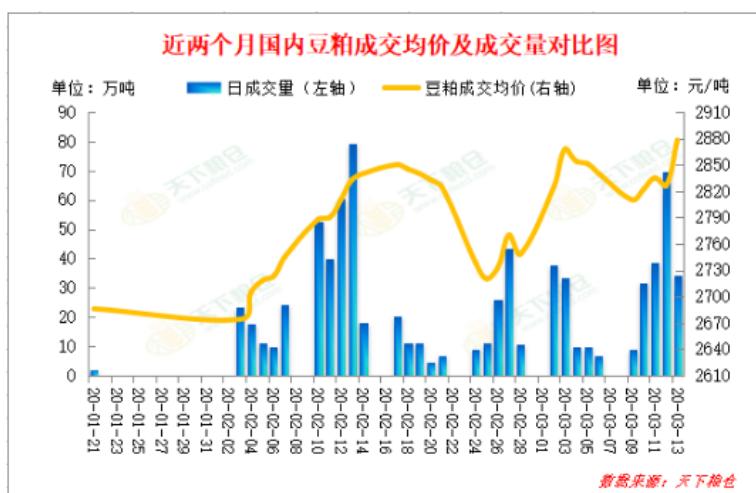
资料来源：wind，长安期货

根据天下粮仓对全国主要油厂的调查统计，2020 年第 11 周(3 月 7 日至 3 月 13 日)国内大豆压榨开机率为 42.28%，压榨量预计为 147 吨左右。第 10 周油厂大豆实际压榨开机率为 47.69%，压榨总量为 165.9 万吨，较前一周降幅为 11.3%。压榨量已连续第二周下降，预计第 12 周将继续下降，预估值为 140 万吨左右水平。

据我的农产品网对国内主要油厂调查显示，2020 年第 11 周，全国主要油厂大豆库存 231.83 万吨，较上周减少 57.02 万吨，减幅 19.74%，同比去年减少 170.82 万吨，减幅 42.42%；豆粕库存为 39.44 万吨，比上周减少 7.84 万吨，减幅 16.58%，比去年同期减少 29.89 万吨，减幅 43.11%。目前来看，进口大豆到港量的不足使原本就处于低位的大豆豆粕库存处在继续下降的格局当中，这无疑给豆粕期价形成了较大的支撑。按照预估 4-7 月进口大豆或面临集中到港的情况，因此二季度豆粕原料端供给充足，一定程度上施压远月期价，不过在全球疫情还在蔓延的局势中，不排除后续进出口贸易出现限制的可能。

2、饲企复工基本恢复，短期内现货成交出现回暖

随着国内疫情的进一步稳定，以及复工复产各项政策的积极推动，物流、运输等基本已全面放开，屠宰企业的开工率在本月有了进一步的上升，饲料企业开工率目前已超过八成。豆粕需求出现了阶段性的回暖。截至 3 月 13 日当周，豆粕总成交量 184.63 万吨，较上周 97.99 万吨的水平增加了 86.7%，较去年同期的 105.18 万吨增加了 75.53%。



现货成交的阶段性回暖叠加进口大豆到港量不足引发的缺豆停机，使豆粕在短期内处于供需偏紧格局，这也是近期现货价格得以支撑的主要原因。我们认为未来两周缺豆现象仍难缓解，大豆豆粕的低库存状态将在本月继续支撑现货价格，连粕期价也同时获得支撑。

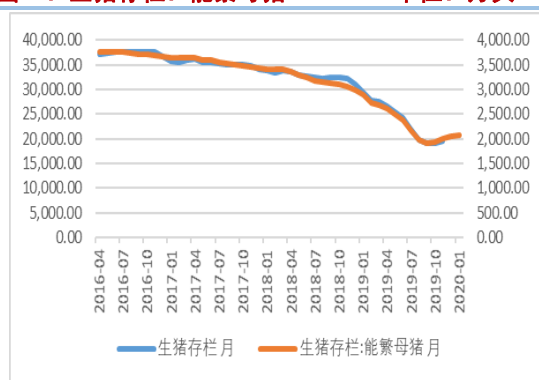
3、禽类饲料或存阶段性补库需求，生猪复养真正恢复仍待时日

由于新冠肺炎疫情的爆发，在今年 2 月 25 日之前全国的畜禽养殖出现了中断，饲料运输受阻叠加活禽市场关闭，肉鸡养殖业发生了阶段性的停歇，再此期间鸡苗预售情况也不甚乐观。而自 2 月 27 日左右起，在疫情逐步稳定，物流基本恢复的境况下，禽类养殖开始恢复正常，大部分畜禽养殖企业在这段时间集中买入鸡苗，根据雏鸡孵化周期推算，大概在 4 月上旬开始，会出现肉禽饲料集中补库的需求，因此我们预计下个月饲料需求的阶段性上升可能会对豆粕期价有所提振。不过考虑到疫情影响后禽类恢复养殖的时间较为集中，因此饲

料补库的时间或也只是集中在两周左右的时间内，之后随着肉鸡长成集中宰杀，市场上短期内供应充足，其价格或也将有所下降，养殖户采购鸡苗的意愿也将随之减弱。养殖端能否形成长期的利多驱动仍然要关注生猪复养与补栏的进展情况。

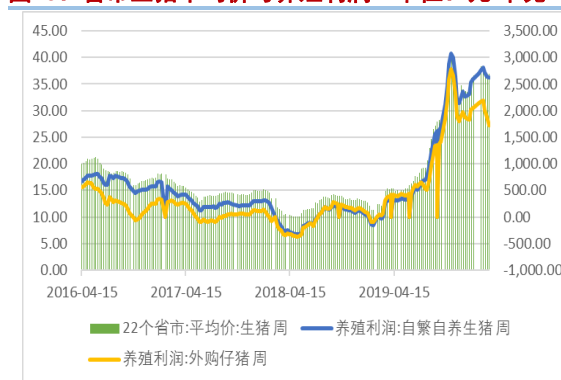
目前生猪养殖利润仍然处于超高水平，能繁母猪存栏连续 5 个月环比增加，可见非洲猪瘟过后最坏的阶段已经过去，疫情带来的影响更多的是原有的生猪复养恢复节奏被打乱，补栏需求较原有周期发生后置，在政府各项刺激政策的作用下，我们不必对未来生猪养殖业过分悲观，但考虑到目前存栏绝对水平仍然较低，我们预计短期内难以明显提升，疫情发生之前所预期的今年三季度起国内需求的恢复还有待验证，短中期内单边大涨的驱动暂时不足。

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

全球疫情蔓延，宏观风险发酵叠加原油价格暴跌，近期在系统性潜在利空的作用下，美豆持续面临较大压力，目前国际市场动荡仍未平息，美豆面临的风险依然存在。短期来看前期的大幅下跌、恐慌情绪的释放以及政策方面的刺激或使美豆出现反弹，但我们认为单边趋势性上涨的驱动还未出现，后续出口情况以及新季种植意愿和产地天气也将是我们关注的重点。

国内连粕在近期出现了与美豆联动性减弱的现象，或许在于巴西大豆升水不断增加以及

国内油脂基差大减，在短期内造成了国内豆粕对美盘大豆跟涨不跟跌的情况。因此对于连粕我们近期着重关注其自身基本面的变化情况。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，产业链运转基本恢复正常，但近期进口大豆到港量不足引发的油厂缺豆停机的现象成为本月豆粕价格走势的核心驱动，叠加下游饲企复工，成交量有所回暖，库存处于低位，近月合约在期限回归的逻辑下，短期内存在较强支撑，期价偏强震荡为主。进入四月我们预计禽类饲料需求或产生阶段性提振，但需要关注四月大豆到港量是否可以如期回升。长期来看在后续到港量增加，供应充足的情况下，主要矛盾落脚于需求端养殖业的存栏恢复情况，利润驱动叠加政策刺激，我们认为依然存在恢复的预期，但恢复进度或进一步延后，目前期价单边趋势性上涨驱动仍未形成。

综上，短期内近月合约或强于远月合约，m2005 前期多单可继续持有，主力 09 合约可尝试轻仓短多操作，设置好止盈止损，目前在养殖端需求驱动仍未到来之前，空仓者追涨仍需谨慎。

投资咨询部

2020 年 3 月 19 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