华安期货 HUAAN FUTURES

养殖需求有望回暖，豆粕行情可期

-----油脂油料期货 2020 年报

2019 年 12 月 27 日

要点提示：

1、2019/20 年度全球大豆供应过剩局面缓解

2、新年度大豆种植面积预期扩大

3、美国压榨需求强劲，南美大豆压榨量有望增加

4、中美贸易关系缓和，全球大豆贸易格局或将恢复

5、生猪养殖回暖，提振豆粕需求

6、棕榈油库存消费比下滑，主产国消费值得期待

7、国内三大油脂走势继续分化

油脂油料期货
2020 年报

华安期货
投资咨询部
农产品研究小组

沈秋怡 分析师

从业/投资咨询证号

F3037617/Z0014816

李 伟 首席分析师

从业/投资咨询证号

F0283072/Z0010384

夏雨辰 分析师

从业/投资咨询证号

F3031745/Z0014542

何 濛 分析师

从业/投资咨询证号

F3033829/Z0014543

电话：0551-62839067

Email:haqhyfzx@163.com

网址：www.haqh.com

市场展望与投资策略：

2019/20 年度因美豆产量大幅减少，全球大豆供应过剩压力有所缓解。2020/21 年全球大豆产量将出现回升，同时主产国压榨消费继续增加，出口则仍受中美贸易关系影响，国际大豆出口市场或重新分配。预计 2020 年全球大豆供需两旺，大豆供需宽松格局总体难改。国内方面，2019 年非洲猪瘟疫情导致生猪存栏大幅下降，但在政策支持和养殖利润刺激下，存栏量开始回升。2020 年饲料需求将有所好转，特别是下半年生猪存栏预期回升，提振豆粕消费。

2020 年上半年，豆粕市场价格或将维持偏弱走势，因春节生猪集中出栏可能导致饲料需求清淡。之后随着美豆生长关键期的到来，叠加国内需求端恢复，有望令豆类 9 月合约价格受到提振，建议逢低买入看涨期权，或买入远月基差并使用备兑策略以摊低成本。后期重点关注中国对美豆采购进度、南美大豆产量、美国农户大豆种植意愿和国内生猪补栏进度。

对油脂而言，2020 年三大油脂的走势或将继续分化。全球棕榈油产量可能出现大幅下滑，而主产国生物柴油政策的实行将提振棕榈油消费，预计棕榈油价格还将继续增长。随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和，国内进口大豆数量将有所回升，蛋白粕消费也将在明年下半年出现好转，届时豆油供应增加，走势总体偏空。全球菜籽连续减产，国内菜籽产量也因政策以及需求原因连年下降，如果国内持续不放开对加拿大菜籽进口的限制，国内菜籽供应将维持偏紧局面，菜油预计走势高位震荡。建议继续做多棕榈油，也可以选择进行豆棕价差缩小的套利。

一 、行情走势回顾

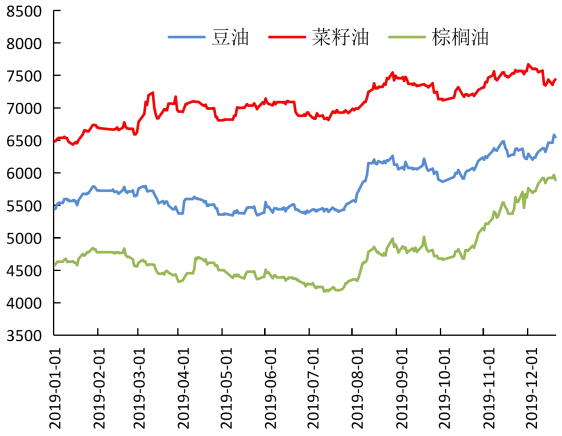
2019 年美国大豆受减产和贸易摩擦两方面影响，走势宽幅震荡。1-4 月，南美大豆产量下调以及中美态度缓和，支撑一季度美豆价格维持高位。之后中美贸易关系再度趋紧，且中国非洲猪瘟大面积蔓延，大豆需求预期下滑，美豆期价在 5 月大幅下滑至十年以来低水平。5-6 月美豆新作的播种期遭遇降雨干扰，播种推进缓慢，市场对于种植面积以及单产的担忧升温，提振期价回升。其后 8-10 月，围绕中美贸易冲突不断反复，美豆价格波动剧烈。11 月后，原定签订第一阶段协议的 APEC 峰会被取消，且美国对香港的态度促使不确定性加大，美豆价格再次快速下行，直至 12 月，中方重启美豆采购，并下发 1000 万吨关税豁免配额，随后中美双方就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美豆价格反弹。整体下半年美豆价格受到中美贸易态度反复影响形成阶段走势。

2019 年国内油脂行情经历了较大的起伏，一方面中美贸易摩擦以来，中国大豆采购开始向南美偏移，上半年由于南美大豆供应充足，国内油脂供应宽松，走势偏弱，下半年随着南美大豆供应的减少，国内油脂进入去库存阶段，逐渐走强。此外，棕榈油行情在四季度快速拉升，因主产国印度尼西亚将于 2020 年强制推行生物柴油 B30 的掺混标准，棕榈油价格的大幅上涨推动了四季度整体油脂价格的走高。

图 1、CBOT 大豆期货走势回顾



图 2、国内油脂期货走势回顾

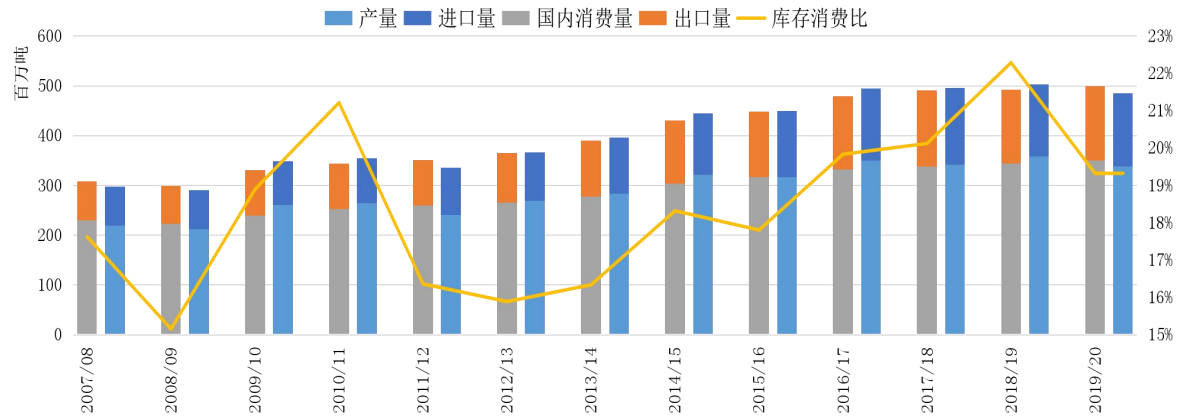


资料来源：华安期货投资咨询部；Wind

二、2019/20 年度全球大豆供应过剩局面缓解

根据美国农业部（USDA）报告显示，2019/20 年度全球大豆需求小幅增加，而供应缩减促使库存有所下降，全球大豆供需宽松局面得到缓解。其中美豆播种期过度降雨导致播种延后，单产和播种面积均受到不利影响，产量下降幅度超出预期，导致全球大豆产量由上一年的 3.58 亿吨降至 3.37 亿吨，降幅为 5.79%。因此，虽然大豆需求受中美贸易摩擦影响增幅放缓，但总体库存消费比出现了 2015/16 年度以来首次下滑，全球大豆供应过剩压力有所缓解。

图 3、全球大豆供需平衡



资料来源：华安期货投资咨询部；USDA

2.1 19/20 年度全球大豆产量下滑，预计新年度产量有所回升

2019/20 年度主产国巴西、阿根廷大豆种植面积扩大，而美国大豆受播种期天气影响，种植面积大幅减少，因而导致全球大豆产量总体下滑。目前 ENSO 指标处在中性区域，主产国大豆单产预期整体呈现增加的态势，而随着中美贸易关系缓和，新年度美国大豆种植面积有望回升，预计 2020/21 年度主产国大豆种植面积及单产或持稳略增。

2.1.1 新年度南美大豆种植面积或继续扩大

由于巴西大豆种植利润较好，尤其因为 18 年以来因中美经贸摩擦，中国进口商大量转向巴西，抬升巴西豆价，农户播种积极性较高，种植面积稳步提高。因 10 月干旱天气，巴西大豆新作播种进程一度大幅落后，但后期主产州出现有利降水，大豆播种进程加快，据巴西咨询机构 AgRural 公司称，截至 12 月 12 日，巴西大豆播种进度达到 96%，播种工作基本完成。根据 USDA 预估，巴西大豆 2019/20 年度播种面积为 3690 万公顷，产量可能达到 1.23 亿吨，同比增加 5%。

阿根廷新政府宣布将大豆、豆油、豆粕出口关税由 25%提升至 30%，将小麦和玉米出口关税由 7%提升至 12%，一些农户因此调整 2019/20 年度播种计划，改种成本更低的大豆，同时减少玉米播种面积。布宜诺斯艾利斯谷物交易所称，在截至 12 月 11 日的一周，阿根廷 2019/20 年度大豆播种进度为 61.3%，土壤墒情不足，比去年同期低了 12.1%。USDA 预计 2019/20 年度阿根廷大豆播种面积为 1750 万公顷，同比增加 5%。

从我国国家气候中心和美国海洋大气局（NOAA）预测上看，从 2019 年 10 月到 2020 年 4 月期间，即南美大豆生长期，出现厄尔尼诺的可能性比较低，今年冬季的情况可能是中性状态。因此只要后期天气改善，即使种植进度略有落后，南美大豆也不难实现正常水平的单产。

图 4、主产国大豆播种面积（百万公顷）

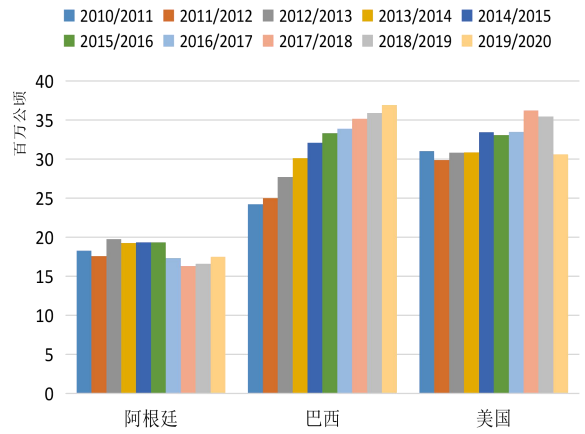
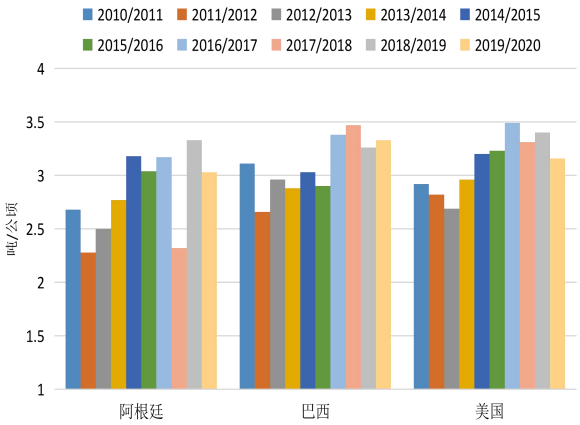


图 5、主产国大豆单产（吨/公顷）



资料来源：华安期货投资咨询部；USDA

2.1.2 美豆 2020/21 年度播种面积预期回升

2019/20 年美豆种植面积大幅减少，一方面是因为中美贸易摩擦导致出口需求不佳，大豆产能难以消化，农户收益大幅下滑，种植积极性减弱，另一方面种植期过度降雨也导致了大量弃耕。19/20 年度美国未播种作物种植面积为 1960 万英亩，较 2011 年的创纪录水平增加了近 1000 万英亩，其中大豆未播种面积为 450 万英亩。根据 USDA 预估，2019 年大豆种植面积减少了 1270 万英亩。

表 1、美国大豆供需平衡

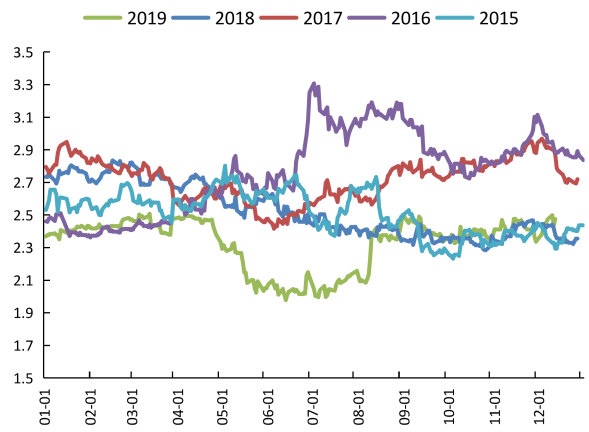
美国大豆供需平衡表	2017/18	2018/19	2019/20 十一月	2019/20 十二月	同比
			百万英亩		
种植面积	90.2	89.2	76.5	76.5	-14.24%
收获面积	89.5	87.6	75.6	75.6	-13.70%
			蒲式耳/英亩		
单产	49.3	50.6	46.9	46.9	-7.31%
			百万蒲式耳		
期初库存	302	438	913	913	108.45%
产量	4412	4428	3550	3550	-19.83%
进口量	22	14	20	20	42.86%
供给总计	4735	4880	4483	4483	-8.14%
压榨量	2055	2092	2105	2105	0.62%
出口量	2134	1748	1775	1775	1.54%
种用	104	89	96	96	7.87%
残值	5	39	32	32	-17.95%
需求总计	4297	3967	4008	4008	1.03%
期末库存	438	913	475	475	-47.97%
库存消费比	10.19%	23.01%	11.85%	11.85%	-11.16%

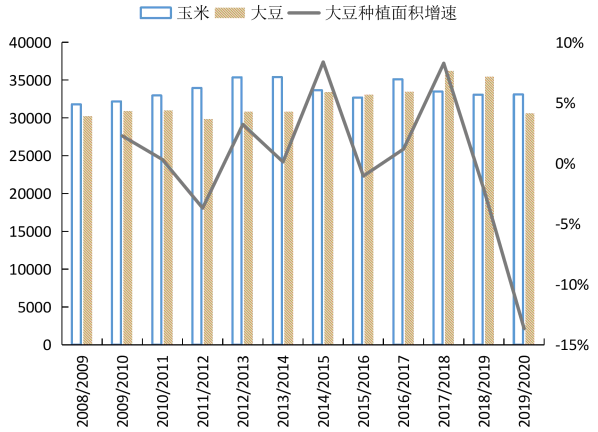
资料来源：华安期货投资咨询部；USDA

不过目前中美就第一阶段贸易协议文本达成一致，中方将加大自美农产品进口，此外，2019 年下半年美豆/美玉米比价最低达到 1.94 后触底回升至 2.48 附近。因此，美国大豆 2020/21 年度种植面积有望出现反弹。美国农业部下属总经济师办公室预估农户在 2020/21 作物年度大豆种植面积将增加至 8400 万英亩，高于 2019/20 年度的 7650 万英亩。

图 6、CBOT 大豆/玉米收盘价

图 7、美国玉米、大豆种植面积（千公顷）





资料来源：华安期货投资咨询部；CBOT；USDA

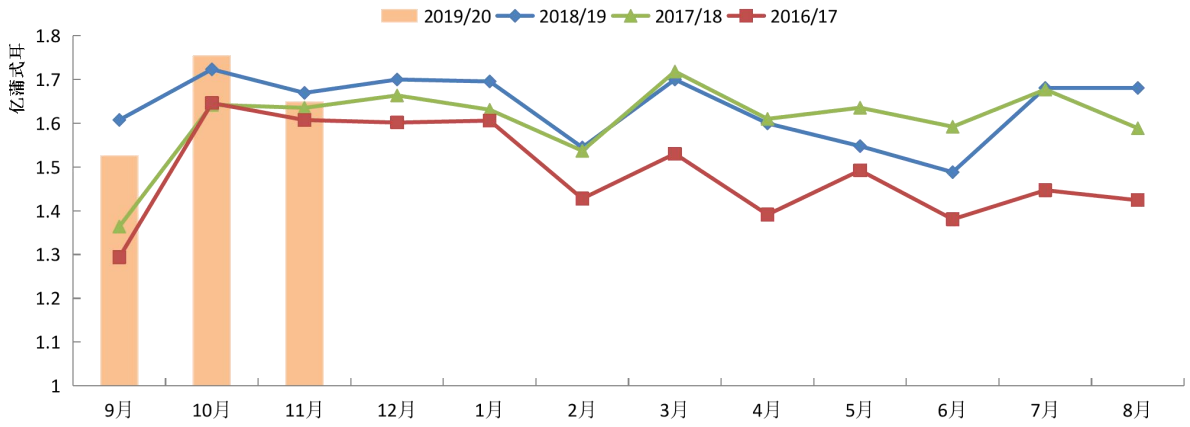
2.2 大豆需求增速放缓

从全球大豆消费层面来看，阿根廷、巴西、美国等国家国内消费稳步增加，而 2018、2019 年中国市场受贸易摩擦和非洲猪瘟疫情影响大豆需求，国际大豆出口竞争愈发激烈。全球大豆需求增速放缓，但仍处于增长的势头，近 5 年年均增速为 3.7%，2018 年增幅 1.74%，2019 年降低至 1.56%。考虑到生物柴油消费增加和养殖存栏开始恢复，预计 2020 年大豆需求较 2019 年将略有增加。

2.2.1 美国压榨需求强劲， 南美大豆压榨量有望增加

据美国油籽加工协会（NOPA）数据显示，数据显示，2018/19 年度美豆压榨量 19.68 亿蒲，同比增 2%，因强劲的压榨利润鼓励美国加工商持续增加压榨量。基于全球蛋白需求及生物柴油政策的乐观预期，19/20 年度美豆压榨料稳中续增。

图 8、美豆月度压榨量（亿蒲式耳）



资料来源：华安期货投资咨询部；NOPA

另一方面，9 月 17 日海关总署发布公告，自当日起允许符合相关要求的阿根

廷豆粕进口。虽然从进口豆粕成本来看大量进口的可能性不大，且运输时间过长也将损害豆粕质量，但对阿根廷大豆压榨需求有一定提振作用。此外，巴西大豆压榨量也将出现增长，主要是因为巴西已批准实施新的强制掺混政策，生物柴油掺混比例将以每年 1%提高，新政策将使得 2020 年巴西生物柴油产量提高 60 万吨。在 2024 年实施 B15 生物燃料政策时，生物燃料行业的大豆需求将增加 900 万吨，这意味着未来 5 年内巴西大豆的国内压榨量将逐年增加。

2.2.2 中美贸易关系缓和，全球大豆贸易格局或将恢复

美国大豆出口关键阶段是每年 10-次年 2 月，在中美贸易摩擦之前，在这个时间段内美国大豆进口约占中国大豆进口量的 60-80%。但 2018、2019 年出口数据较往年明显降低，特别是 2018 年的出口旺季，对华销量几乎为零，2019 年度出口数据较去年有所上升，主要是因为今年中国放开部分大豆压榨企业进口配额，但相比往年同期仍处于较低水平，而运往中国以外的大豆增幅并不能弥补美国未能运往中国大豆所损失的部分。与之相反的是南美大豆，在传统出口淡季，巴西大豆占中国大豆进口量比例高达 60%以上。

目前国务院新闻办公室于 12 月 23 时举行新闻发布会，宣布中美双方已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。中方将扩大从美国进口的农产品规模，美方将分阶段取消对华产品加征关税。具体购买农产品数量，特别是大豆购买数量和时间尚未公布。不过即使对美豆加征关税取消，也不会立刻改变中美大豆运输的情况，只是让美国重新回到中国市场当中参与竞争。在中美贸易关系未有实质进展前，美豆出口销售难有较大的放量，一方面是中国养殖需求尚未完全恢复，春节前后大猪出栏也将对大豆消费造成影响，另一方面是全球大豆供应总体宽松，新年度南美大豆有丰产预期，在 3 月份南美早豆上市开启之后，将给美豆出口带来更多压力。

图 9、美国大豆累计出口量（万吨）

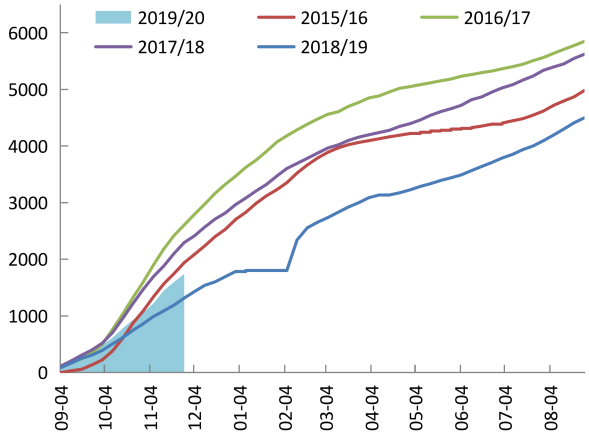
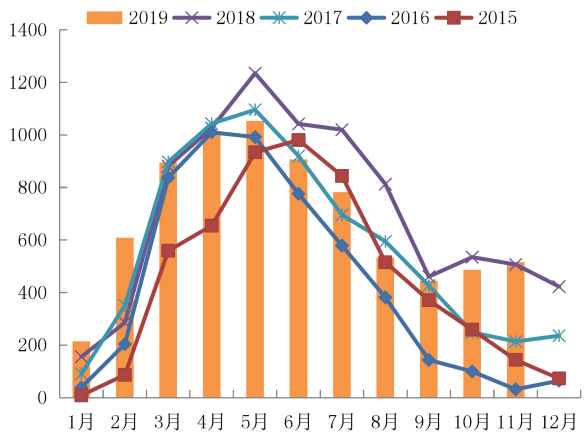


图 10、巴西大豆月度出口量（万吨）



资料来源：华安期货投资咨询部；Wind；USDA；巴西贸易部

小结：受播种期不利天气影响，美豆产量下降幅度超出预期，2019/20 年度全球大豆供应减少。因此，虽然大豆需求受中美贸易摩擦影响增幅放缓，全球大豆库存消费比出现了 5 年来首次下滑，大豆供应过剩压力有所缓解。

预计 2020/21 年南美、美国大豆种植面积都将出现增加，在极端气候出现概率较小的情况下，预计大豆产量将出现回升。需求端看全球蛋白需求及生物柴油政策，都将增加压榨需求；中美贸易关系缓和，全球大豆贸易格局或将恢复，目前因贸易摩擦带来的美豆供应过剩、南美库存偏紧的现状将再次平衡。预计 2020 年全球大豆供需两旺，大豆供需宽松格局总体难改。

三 、生猪养殖回暖，提振豆粕需求

2018 年 8 月非洲猪瘟爆发，截至 2019 年 12 月 12 日，全国共发生猪瘟疫情 161 起（其中野猪疫情 4 起）共扑杀生猪 119.4 万头，目前已解除 160 起。非洲猪瘟疫情爆发以来，我国生猪存栏不断下滑，进而我国饲料需求，和作为饲料原料之一的豆粕消费也由之前的稳定增长转为下滑态势。

随着我国非洲猪瘟大规模爆发，我国对于疫情的控制措施也在不断提升，9 月 4 日，财政部、农业农村部联合发文，要求稳定生猪生产保障市场供应，提出完善种猪场、规模猪场临时贷款贴息政策，加大生猪调出大县奖励力度，提高生猪保险保额等六举措。且猪肉价格的上涨使得养殖利润大幅提升，截至 12 月 13 日当周，全国生猪利润 1134.79 元/头，较去年同期 114.31 元/头的盈利水平增加 1020.48 元/头，增幅为 892.70%。政策的出台以及高利润将刺激生猪补栏，此外 10 月我国非洲猪瘟疫苗进入临床试验阶段，也将强化市场补栏信心，未来非洲猪瘟的边际利空影响继续弱化。农业农村部称 11 月全国年出栏 5000 头以上规模养猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为 1.9%和 6.1%，已连续三个月环比增长，规模养殖场生产恢复势头强劲。多家生猪养殖上市公司已经开始行动，相继发布公告表示将扩大产能。上市公司相继扩产有助于行业集中度的提升，也将提升行业抗风险能力。后期随着养殖户防控能力的提升和各地利好政策的支持，母猪存栏或将继续增加。出于养殖周期考虑，明年下半年生猪养殖会逐渐好转。前提是非洲猪瘟比较稳定，不再重复大面积的爆发。

过去十年，我国饲料产量一直保持增长趋势，但 2018 年以来养殖业不景气，饲料产量也出现下降。2019 年饲料消费下滑幅度好于预期，海关总署数据显示，2019 年 1-11 月中国大豆进口 7897 万吨，同比降幅仅为 4.1%。主要因为非洲猪瘟疫情发生以来，替代效应表现较为突出，猪价走高也带动了禽肉价格的走高，禽类养殖利润创新高，存栏量出现了较大幅度的增长，进而带动了禽类饲料消费增长。由于目前蛋禽及肉禽养殖利润仍表现较好，2020 年第一季度乃至上半年的在产蛋鸡存栏量或将维持在 11 亿只以上，预期禽类饲料将维持旺盛，但是继续上涨空间相对有限。

图 11、生猪养殖利润（元/头）

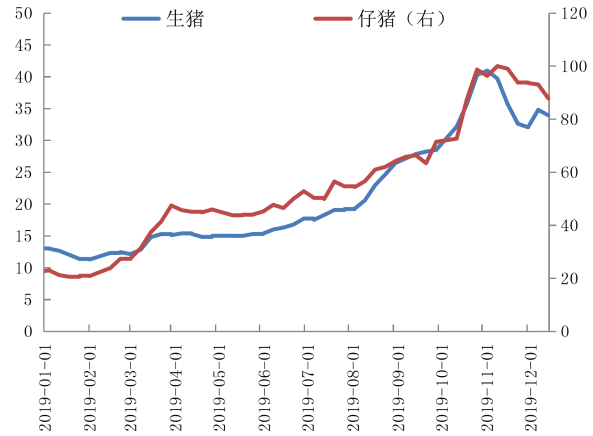
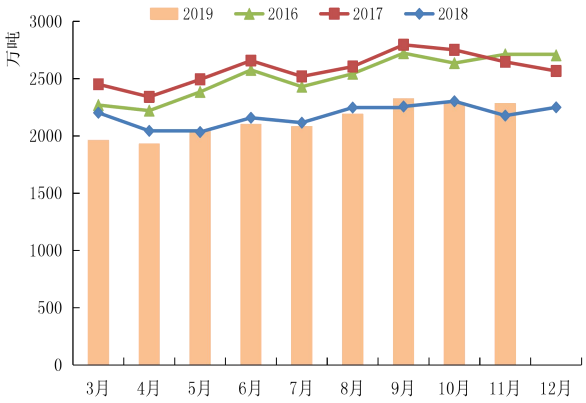


图 12、饲料生产量（万吨）



资料来源：华安期货投资咨询部；Wind；商务部

综上所述，在非洲猪瘟疫情不再反复的情况下，2020 年饲料需求将有所好转，特别是下半年生猪存栏回升后。市场主流观点认为 2020 年豆粕总消费量同比或增 2%-5%。未来需继续关注非洲猪瘟的发展演变和生猪出栏情况，春节后大猪集中出栏而新增产能尚需时日，可能会是全年豆粕消费最差的时间。

四、 棕榈油库存消费比下滑，主产国消费值得期待

4.1 国际棕榈油供需收紧

近几年来，全球棕榈油产量的不断上升，因而棕榈油价格长期低迷。其中马来西亚由于种植面积饱和，棕榈油产量趋于稳定，近两年来都维持在 2000 万吨左右的水平。根据 MPOB 报告显示，2019 年 1-11 月马来西亚棕榈油产量达到 1852 万吨，较去年同期 1771 万吨增加 81 万吨，增幅 4.58%。印度尼西亚的产量则逐年上升，主要源于其产能的提升。近年因环保原因印度尼西亚棕榈树种植一直遭到世界各国的抨击，因此 2018 年起印尼政府宣布在未来 3 年内不再发放新油棕业者执照，也不批准任何新的开垦活动。虽然印尼棕榈树新增面积受到了抑制，但是过去 10 年棕榈园大幅扩张，树龄结构相对年轻，根据调查，印尼 7-14 年高产期的棕榈树种植面积则高达 63%，印尼棕榈油产量仍有增加潜力。但由于全球棕榈油价格长期低迷，棕榈园收入下滑，部分小型种植园被迫削减人力、管理、化肥等支出，再加上今年 7-8 月印尼出现了较为严重的干旱。预计 2020 年棕榈油产量将出现下滑，支撑全球棕榈油价格走势。

消费方面，棕榈油主要用于食用消费，但植物油食用消费增长已逐渐趋于缓和，未来棕榈油消费量的增长将主要取决于生物柴油的消费。近年来为了促进国内棕榈油库存的消化，主产国在不断推进生物柴油的消费用量，2020 年印尼将全面推行 B30 的生物柴油掺混标准，这将给印尼棕榈油消费带来每年 300 万吨的增长。与此同时，2020 年马来也将在国内推行 B20 的生柴执行标准，这意味着约 80

万吨的棕榈油消费增长。除去欧盟可能减少的棕榈油制生柴用量，预期全球棕榈油的工业消费将在 2020 年增加近 250 万吨左右。这将使全球棕榈油期末库存将减少 100 万吨以上，库消比下滑至 12%左右。生柴政策的执行将使得国际棕榈油供需转向紧缩，棕榈油价格将持续上行。

图13：马来西亚棕榈油月度产量（万吨）

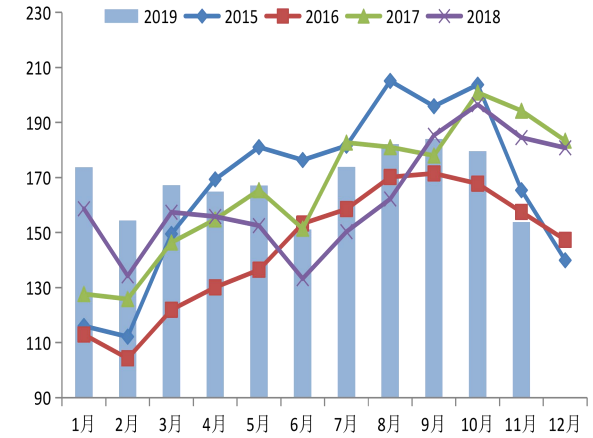
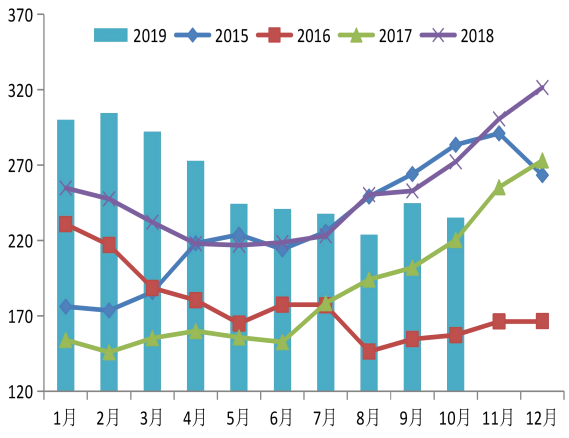


图14：棕榈油库存（万吨）



资料来源：华安期货投资咨询部;MPOB

4.2 国内三大油脂走势分化

从今年初开始，国际棕榈油价格一路下滑，豆棕和菜棕价差拉升，使得棕榈油的食用替代较以往有所增加，因此也使得国内棕榈油进口量不断增加。2019 年 1-11 月进口量为 507 万吨，同比增长 61%。

图15：国内主要港口豆油库存（万吨）

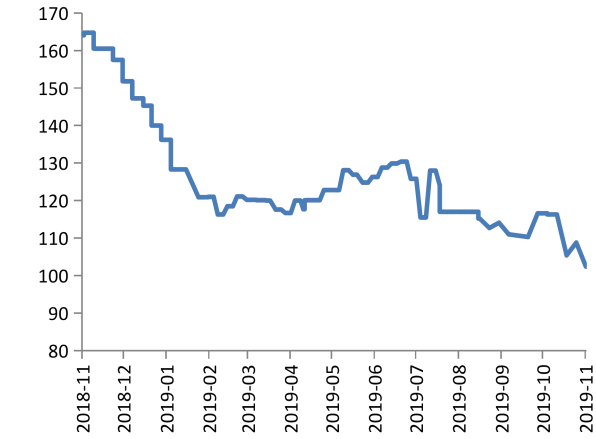
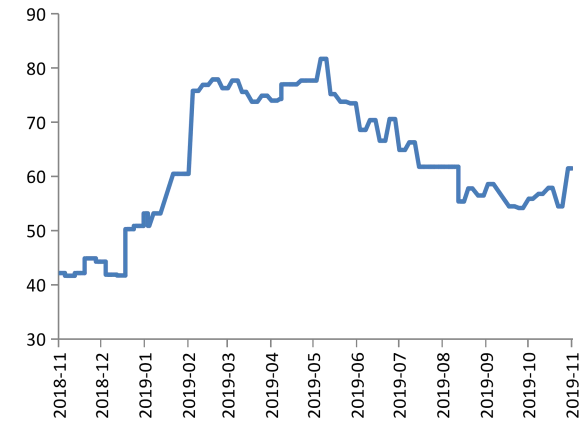


图16：棕榈油港口库存（万吨）



资料来源：华安期货投资咨询部；Wind

2019 年因中美贸易摩擦使得国内进口大豆的数量下滑，且由于非洲猪瘟的影响，蛋白粕消费下降，油厂开机率的降低，从而导致国内豆油产量出现下滑，南美直接进口豆油增加。预计 2020 年 1 季度国内豆油供给仍将处于偏紧局面，但随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和，国内进口大豆数量将有所回升，蛋白粕消

费也将在明年下半年出现好转，届时豆油供应增加，价格或将转而向下调整。

菜油方面，因中国对加拿大进口菜籽和菜油加以管制，自 2019 年 5 月后国内进口菜籽数量出现较大下滑。全球菜籽供需也处于收紧的阶段，欧盟、加拿大、乌克兰、澳大利亚菜籽产量均出现较大幅度下调。目前菜油的价格较其他品种的油脂价格差距较大，需求也相对低迷，如果这一价差不能得到修复，未来菜油价格上方空间较为有限。整体来说，国内菜油 2020 年的供给将依旧紧张，在中加关系得不到改善的情况下，国内菜油价格将继续维持在高位震荡。

五、后市展望与操作策略

2019/20 年度因美豆产量大幅减少，全球大豆库存消费比总体下滑，供应过剩压力有所缓解。预计 2020/21 年全球大豆产量将出现回升，主产国压榨消费增加，出口则仍受中美贸易关系影响，国际大豆出口市场或重新分配。总体而言，全球大豆供需两旺，大豆供需宽松格局总体难改。

国内方面，2019 年饲料消费总体趋弱，主要因为非洲猪瘟疫情导致生猪存栏大幅下降，但在政策支持和养殖利润刺激下，存栏量开始回升。且禽类养殖利润较高，存栏大幅增长，禽料消费部分弥补了猪料消费下滑带来的损失。在非洲猪瘟疫情不再反复的情况下，2020 年饲料需求将有所好转，特别是下半年生猪存栏预期回升，预估豆粕总消费量同比或增 2%-5%。

综合来看，2020 年上半年，豆粕市场价格或将维持偏弱走势，因春节生猪集中出栏导致需求清淡，之后随着美豆生长关键期的到来，叠加国内需求端恢复，有望令豆类 9 月合约价格受到提振，建议逢低买入看涨期权，或买入远月基差并使用备兑策略以摊低成本。后期重点关注中国对美豆采购进度、南美大豆产量、美国农户大豆种植意愿和国内生猪补栏进度。

对油脂而言，2020 年三大油脂的走势或将继续分化。全球棕榈油产量可能出现大幅下滑，而主产国生物柴油政策的实行则将提振棕榈油消费，预计棕榈油价格还将继续增长。随着南美大豆上市、中美贸易谈判缓和，国内进口大豆数量将有所回升，蛋白粕消费也将在明年下半年出现好转，届时豆油供应增加，走势总体偏空。全球菜籽连续减产，国内菜籽产量也因政策以及需求原因连年下降，如果国内持续不放开对加拿大菜籽进口的限制，国内菜籽供应将维持偏紧局面，菜油预计走势高位震荡。建议继续做多棕榈油，也可以选择进行豆棕价差缩小的套利。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。