

你方唱罢我登场，油脂转牛粕价亦可期

内容提要：

- ◆ 中美贸易战从 2018 年 2 月末至今，CBOT 大豆 1082 高点后便从未再次被超越，价格总体呈下跌趋势，下跌最大幅度达-27%（1082~791）；谈判磋商以来美豆以震荡下跌为主，跌多涨少。执牛耳者棕榈油，携油脂转入长期牛市波动，油粕比价先抑后扬重回近两年新高，历史最强“猪通胀”来袭，“油你不得”，也“粕不得已”，油粕价格冰火两重天。
- ◆ 全球植物油库存连续两年缩减，到 2019/2020 年度下滑到 1921 万吨，为近八年新低，较六年前历史高位减少 25%，库存消费比 6.54%为历史低位区，供需格局已持续收紧多年。2019 年厄尔尼诺滞后性影响下，东南亚棕榈油产出增长大幅衰减，主产国提升了的生物柴油计划，成为价格摆脱熊市加速上涨的导火索。
- ◆ 在历史最佳的养殖利润激励，以及最强的复产政策扶助下，2020 年是猪周期上升阶段的后半场，按照 23 个月的平均上涨时间来测算（截止 2019 年 12 月，已持续了 10 个月），明年高猪价可能成常态，2020 年下半年过后，生猪价格有望进入下降周期。预计豆粕等饲料品种需求在进入 2020 年 3 季度后显著复苏。
- ◆ 策略推荐
- ◆ 1、东南亚棕榈油减产和非瘟大疫需求复苏初期，油粕比价或改写近七年新高，多油空粕套作或延续在 2020 年上半年多数时间。
- ◆ 2、豆油棕榈油价差收敛至近十年低位，2020 年 3 到 4 月份价差或迎来重要的扩大交易窗口，2009 合约价差波动范畴预计 500-1200。
- ◆ 3、主要油脂价格已打破近十年的熊市波动通道，转入长期牛市波动周期，预计将改写近 6 年价格新高。2020 年 1 季度和 4 季度，仍是油脂重要的多头配置时间。
- ◆ 4、史上最强复产政策和高养殖利润驱使下，生猪存栏加快恢复，预计 2020 年四季度以后出现行业周期拐点。以豆粕为代表的饲料蛋白品种，预计在 2020 年二季度再次开启战略性多头配置时间窗口，预计 2009 合约波动区间 2700-3400。

豆类/油粕

王成强

农产品分析师

从业资格证：F0249002

投资咨询证：Z0001565

TEL：0516-83831127

E-MAIL :wangchengqiang
@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

关注“猪周期”外溢影响，
多油空粕套作（2019-11-04）供需持续宽松，贸易战、天
气和非洲猪瘟搅局
（2019-10-01）金融动荡缘何？多半是冰
水，局部冒火焰（2019-08-05）商品首现涨停潮 市场反弹
加速的逻辑和线索
（2019-01-21）

第一部分. 中美经贸摩擦和美豆市场行情回顾

中美贸易战从 2018 年 2 月末至今，芝加哥大豆 1082 高点便从未再次被超越，价格总体呈下跌趋势，下跌最大幅度达-27%（1082~791）；每轮谈判中间，美豆以震荡下跌为主，参与统计 14 次，下跌 8 次，上涨 6 次，多涨幅偏大的集中在美豆跌至 850 以下，且 850 美分以下越低反弹幅度越大。

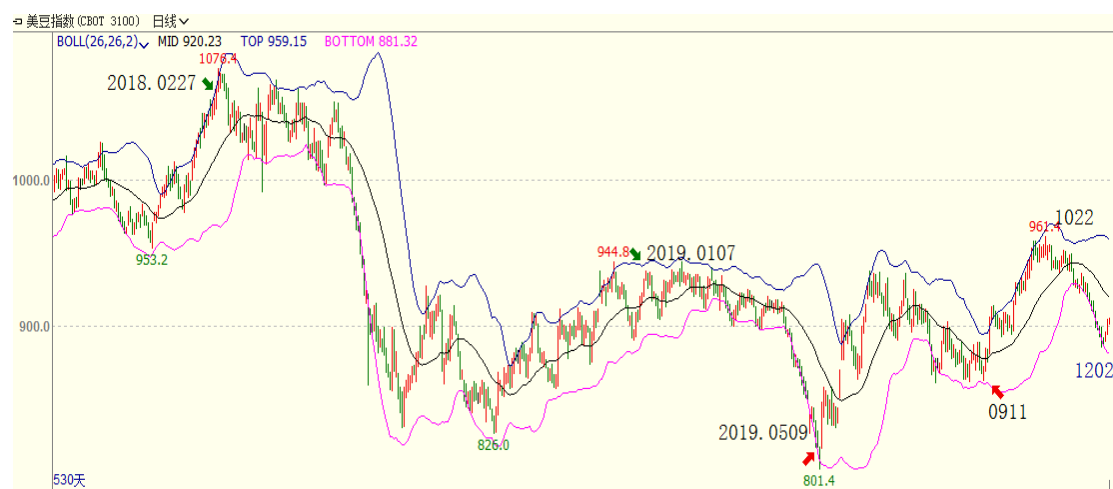
表 1. 中美经贸摩擦的每轮磋商及美豆表现

时间	事件	效果描述	期间美豆波动区间	美豆波动幅度
2018.02.27-03.03	中美第一轮贸易高级别磋商（华盛顿）	交换意见	1082	
2018.05.03-05.04	中美第二轮贸易高级别磋商（北京）	交换意见	1082-983	-9.15%
2018.06.02-06.04	中美第三轮贸易高级别磋商（北京）	5月升级后，积极具体的进展	1055-992	-6%
2018.08.22-08.23	中美第四轮贸易高级别磋商（华盛顿）	建设性谈成交流	1014-826	-18.50%
2019.01.07-01.09	中美代表团在京副部级经贸磋商	奠定了基础	812-914	12.60%
2019.01.30-01.31	中美第五轮贸易高级别磋商（华盛顿）	重要阶段性进展	891-931	4.50%
2019.02.14-02.15	中美第六轮贸易高级别磋商（北京）	主要问题达成原则共识	931-894	-4%
2019.02.21-02.24	中美第七轮贸易高级别磋商（华盛顿）	取得实质性进展	894-934	4.50%
2019.03.28-03.29	中美第八轮贸易高级别磋商（北京）	有关文本，并取得新进展	912-886	-2.80%
2019.04.03-04.05	中美九轮贸易高级别磋商（华盛顿）	达成新共识	886-907	2.40%
2019.04.30-05.01	中美十轮贸易高级别磋商（北京）	5月10日特朗普威胁加征关税	907-842	-7.20%
2019.05.09-05.10	中美十一轮贸易高级别磋商（华盛顿）	重大原则问题上中方决不让步	842-806	-4.30%
2019.07.30-07.31	中美十二轮贸易高级别磋商（上海）	下一轮定于9月	791-941	18.90%
2019.08.02	美国将于9月1日起对中国3000亿商品加关税	-		
2019.08.13	中美经贸高级别磋商双方牵头人通话	约定未来两周再通话		
2019.08.14	特朗普推迟部分商品征收10%关税至12月15日	-		
2019.08.23	中国对约750亿美元商品加征10%、5%不等关税，分两批9月1日、12月15日实施。	-		
2019.09.11-09.12	美国推迟2500亿美元15日，中国恢复采购美国猪肉。	互表善意		
2019.10.10-10.11	中美十三轮贸易高级别磋商（华盛顿）	实质性进展，计划后续磋商	851-945	11.00%
2019.10.11-12.02	-	保持沟通	945-867	-8.25%

资料来源：新纪元期货研究

回溯 2019 年美国大豆及国内油粕市场。

图 1. 贸易摩擦以来美豆波动重心下移（年振幅 20%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

上半年初始，春季美国农户的大豆种植面积将为 8500 万英亩，低于去年同期的 8920 万英亩，且巴西主要大豆产区降雨稀少、气温高企，将会导致大豆产量难以连续第二年达到创纪录水平，加之中美第七轮贸易谈判中取得重大进展，曾经助推芝加哥大豆市场强势上扬。5 月开始，中美贸易战升级贸易关系恶化，一度使美豆期货价格跌至近十年来最低位，直至 5 月末双方重新就贸易关系展开磋商，才为美豆改善库存过剩局面带来希望。美豆市场对中美贸易磋商反应相对平静，美豆种植延误及可能造成的减产才是市场交易的重点。潮湿的天气持续令美国中西部地区大豆播种工作受阻及延误，且这种潮湿的天气仍尚无结束迹象。美国大平原北部地区降雨量有限，当地大豆播种将得以推进。中美贸易磋商重燃希望以及美国大豆播种延误等利多因素提振 6、7 月份美豆期货价格回升。

2019 年下半年，中美双方牵头人于 7 月 30 日到 31 日在上海行第 12 轮中美经贸高级别磋商，中美贸易形势向好。不过，8 月 6 日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，市场预期出现摇摆。由于对中美达成贸易协议的可能性疑虑重重，中国大豆买家没有选择冒险，而是转向南美的美国竞争对手以确保明年的供应。进入四季度，第十三轮中美的高级别贸易磋商结束后，“第一阶段协议”的预期乐观和我国多次增加免除美国大豆额外进口关税的额度，一度刺激 10 月份美豆上涨挺进 950 上方，但中美第一阶段协议的签署久拖近乎停滞，美豆重新回到年内核心波动区间（850-950）下端。

图 2. 2019 年大连豆油指数先抑后扬图（年振幅 23%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

油脂市场，呈现先抑后扬的牛市波动。东南亚棕榈油主产区受厄尔尼诺滞后性影响，棕榈油产出潜力受到严重威胁，加之 2020 年印尼生物柴油 B30、马来西亚生物柴油 B20 计划，马来西亚衍生品交易所 (BMD) 棕榈油期价由上半年的震荡盘跌 15%，在 7 月中旬触底转入牛市波动，年末以来累计涨幅已超过 40%。国内三大油脂区间纷纷转入牛市波动，出现近四年以来最强劲的多头行情，豆油棕榈油价差收窄至近十年同期低位。油脂的劲扬抑制了粕类的波动，另外，非瘟大疫之下，国内生猪价格出现历史性上涨，养殖业出现历史性盈利周期，饲料需求忧虑牵制粕类市场信心，国内双粕期价上半年出现一轮超过 20% 的快速拉涨后，年内多数时间震荡盘跌。

图 3. 2019 年大连豆粕指数先扬后抑图（年振幅 22%）

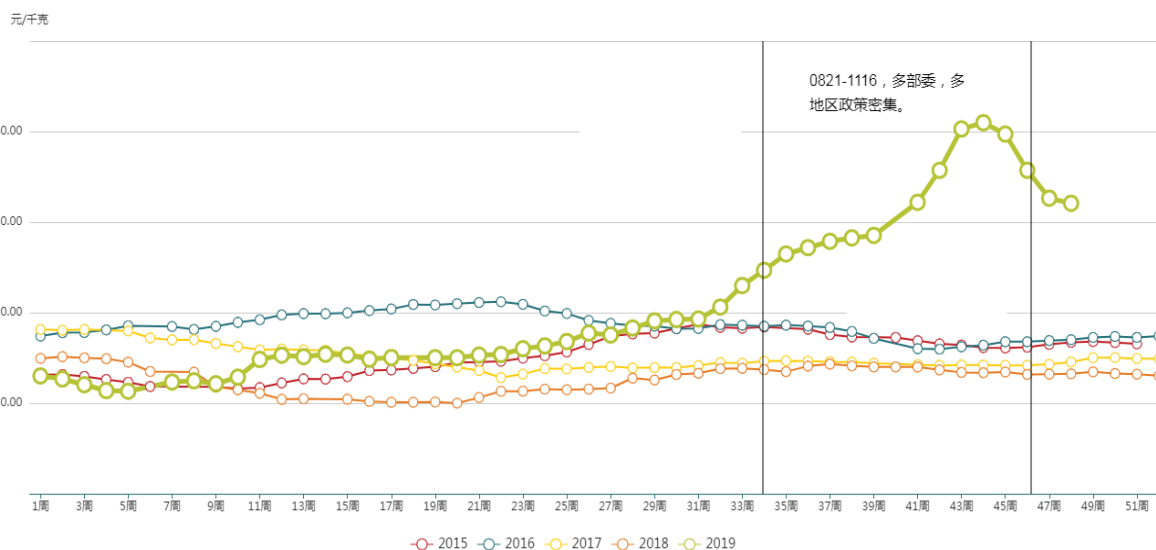


资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分.“猪周期”倒逼史上最强复产政策

我国主要大中城市生猪价格，在 2019 年 8 月 16 日当周，以 22.99 元/公斤改写历史最高价格（此前纪录为 2016 年 6 月 3 日 21.2 元/公斤），随后出现陡峭的加速上涨，直到 11 月 1 日当周触及高点 40.98 元/公斤后出现调整（截止到 11 月末累计调整 21.7%）。

图 4. 我国生猪价格远超历年猪周期高点（年振幅 227%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

在生猪改写历史新高以后，中央各部委、多数主产省保供应稳价格的政策和具体举措，密集出台。

8 月 21 日，国务院总理李克强主持召开国常会，确定稳定生猪生产和猪肉稳价的五项措施，包括运输上纳入“绿色通道”、整改禁养限养规定、取消 15 亩上线鼓励规模养殖、提升防疫能力等。

8 月 29 日，商务部将适时投放中央储备冻肉，继续鼓励扩大猪肉进口。

9 月 1 日到 11 日，交投运输部、农业农村部、财政部、自然资源部、生态环境部、发改委、国务院办公厅、国新办等密集出台配套政策支持。

8 月末至 9 月末，以山东、河南、湖南等主产省份为代表，各地方补贴、贷款或保险等措施密集出台。

11 月 29 日，生态环境部召开 11 月例行新闻发布会。环境部已组成 20 个工作小组，赴全国 200 个生猪调出大县开展现场调研，督促地方严格排查禁养区划定。

12 月 6 日，农业农村部《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》出炉，被称为“史上最强”的生猪生产恢复政策，全方位加大养猪扶持力度，确保 2020 年年底产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常。

图 5. 生猪价格近三到四轮周期波动图



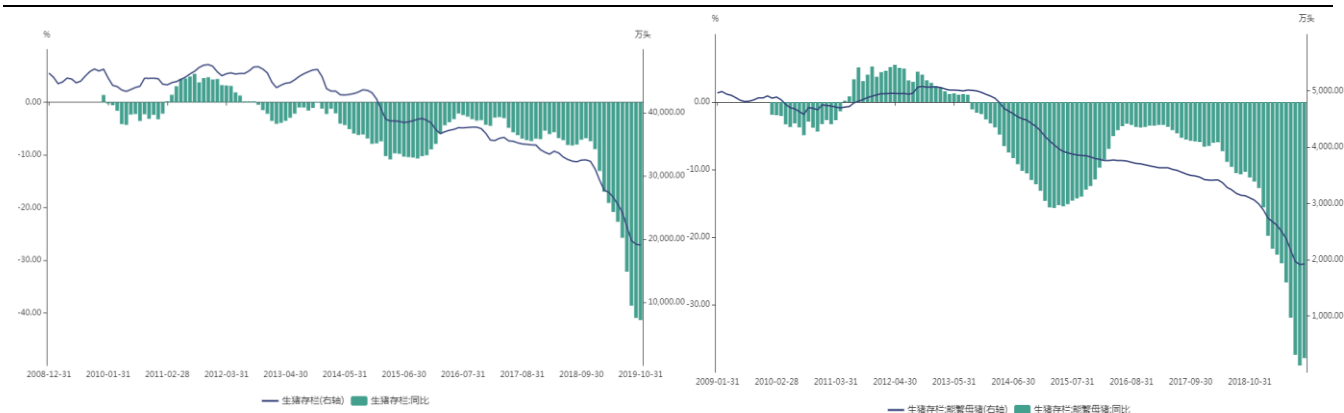
资料来源：WIND 新纪元期货研究

2006 年至今，我们经历了三次完整的猪周期，平均每 4 年即 48 个月一个周期，上升和下降周期持续的时间长短不一。最近一次上升期从 2014 年 4 月开始持续了 25 个月，下降期从 2016 年 5 月开始至 2019 年 2 月，持续 32 个月，因非洲猪瘟疫情因素、严苛的养殖业环控约束条件，拉长价格低迷的时间。在历史最佳的养殖利润激励，以及最强的复产政策扶助下，明年是猪周期上升阶段的后半场，按照 23 个月的平均上涨时间来测算（截止 2019 年 12 月，已持续了 10 个月），明年高猪价可能成常态，2020 年下半年过后，生猪价格有望进入下降周期。

数据支持上，农业农村部数据显示 2019 年 10 月生猪存栏环比下降 0.6%，同比下降 41.38%，能繁母猪存栏环比首次转增 0.6%，同比下降 38.03%，降幅首次收窄。非瘟疫情这一年以来，我国生猪存栏从同比缩减 2.4% 扩大至同比缩减 41.38%，能繁母猪从同比缩减 4.8% 扩大至同比缩减 38.03%，产能两位数去化在不断扩大，在 10 月份出现积极变化。

图 6. 我国生猪存栏 10 月同比缩减 41.37%

图 7. 我国能繁母猪 10 月同比降幅收窄至 37.9%



资料来源：WIND 新纪元期货研究

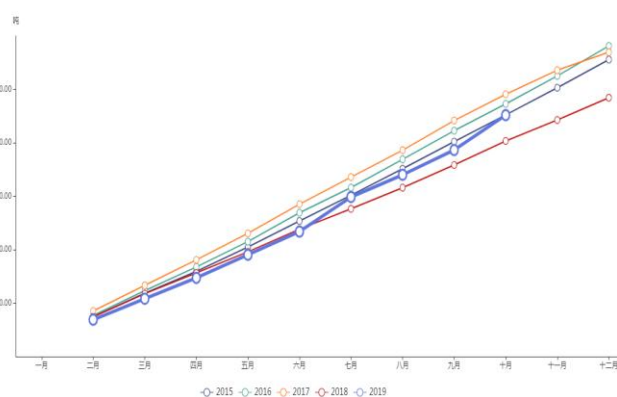
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 我国生猪养殖利润处于历史最佳状态



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 9. 截止 10 月我国饲料累计值同比增长 7%



资料来源：WIND 新纪元期货研究

而本轮猪周期，面临的重大问题是，非洲猪瘟使猪源减少，对存活率的担忧限制了补栏，而未来数年难以有疫苗问世，增添了政策和利润双重激励的养殖变数。“猪粮安天下”，生猪在我国有特殊的意义。我国 10 月通胀数据攀升至近六年同期高位（3.8%），其影响外溢和扩散不断体现，增添了植物油市场的买兴热情。生猪能繁母猪存栏见底后，意味着一年后饲料需求的恢复性增长，玉米、蛋白粕等饲料景气度回升。在“猪通胀”的市场环境中，畜禽养殖业历史高利润维系，当前仍未能弥补生猪带来的蛋白缺口。养殖行业复苏，饲料需求在量上有弹性，截止到 10 月份我国 2019 年总饲料产量 2.26 亿吨同比增长 7%，但价格弹性较小，玉米、豆粕总体表现平稳。

表 2. 我国肉蛋奶前三季度供给变化，生猪缺口仍待填补（单位：万吨）

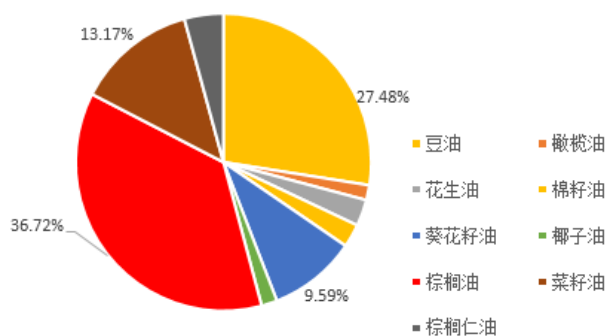
1到3季度	猪、禽肉、牛、羊				禽蛋	牛奶
分类	猪肉	禽肉	牛肉	羊肉		
产量	3181	1539	458	330	2372	2153
同比增长	-17.20%	10.20%	3.20%	2.30%	5.50%	2.50%
2018年同期产量	3841.79	1396.55	443.8	322.58	2248.34	2100.49
2019年绝对增减量	-660.79	142.45	14.2	7.42	123.66	52.51

资料来源：WIND 新纪元期货研究

第三部分 供给侧的变动，亦驱动油脂熊牛转换

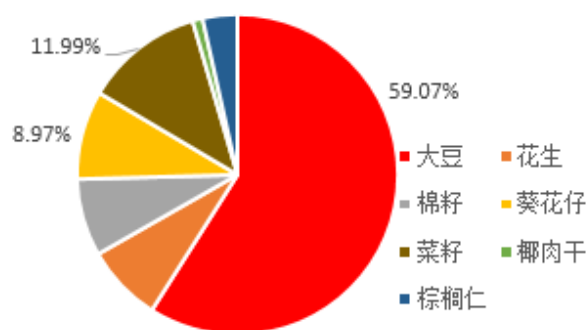
2019 年生猪的趋势暴涨，源于供给侧的产能过度损失；2019 年年中三大油脂转入牛市波动，也源于其最大植物油品种棕榈油供给端出现收缩。这深刻诠释了“农产品看供给”的投资逻辑。2019/2020 年，全球植物油总产量 2.065 亿吨，其中，棕榈油占比 36.72%，豆油占比 27.48%，菜籽油占比 13.17%，棕榈油作为全球最大植物油品种，其供给侧变动，对植物油整体价格，具有举足轻重的地位。

图 10. 九大植物油品种棕榈油居首位



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 11. 主要油料品种大豆居首



资料来源：WIND 新纪元期货研究

一、厄尔尼诺威胁东南亚棕榈油生产

2019 年 8 月份以来，月线图上，棕榈油价格指数突破 4500，宣告升破超 10 年以来的熊市轨道压制线，完成熊牛转换，截止 11 月中旬，脱离低点累积涨幅超过 30%，牛市波动持续深化。过去 10 年，我们在图表中可以清晰的看到此前的两轮趋势反弹，分别是 2008 年 11 月至 2011 年 2 月，涨幅 110%；2015 年 11 月至 2016 年 12 月，涨幅 40%。共同点是，这期间同样发生过厄尔尼诺事件。

2014 年 10 月至 2016 年 4 月，受史上最强厄尔尼诺影响，印尼和马来西亚棕榈油产量在 2015 年分别出现 3% 和 11% 的产量损失。2006 年 8 月至 2007 年 1 月，2009 年 6 月至 2010 年 4 月，曾接连发生厄尔尼诺事件，尽管印尼因产能扩张期仍出现强劲的增产势头，但马来西亚在 2008 年出现 1.75% 的产量损失，在那场通胀年景中，

为市场提供额外的动力。

2018 年 9 月至 2019 年 7 月厄尔尼诺期间（表 2），东南亚地区干旱少雨生产环节恶劣，根据油棕花序发芽、授粉以及果实生长规律，干旱对产出的影响往往在 9 个月后开始显现，预计至少在 2020 年一季度前，东南亚产出低于季节性的风险持续。根据东南亚棕榈油生产的季节性特征，历年来，3 月份到 9 月份是旺产季，10 月份到次年 2 月是淡产季，2019 年进入 10 月份，马来西亚棕榈油产出同比缩减超过 8.6%，是近三年以来最大值，产出弱于季节性，厄尔尼诺对生产的滞后性影响开始显现。

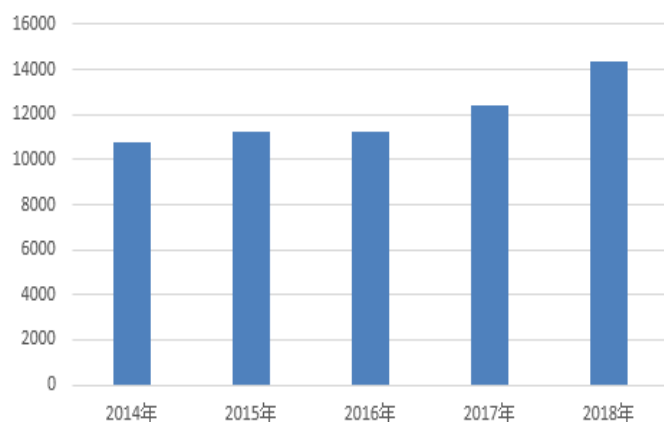
表 3. 近五年厄尔尼诺指数变化表

年度	12-2月	1-3月	2-4月	3-5月	4-6月	5-7月	6-8月	7-9月	8-10月	9-11月	10-12月	11-1月
2019年	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	0.3	-	-
2018年	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	0.8
2017年	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.9	-1
2016年	2.5	2.2	1.7	1	0.5	0	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6
2015年	0.6	0.6	0.6	0.8	1	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6

资料来源：NOAA

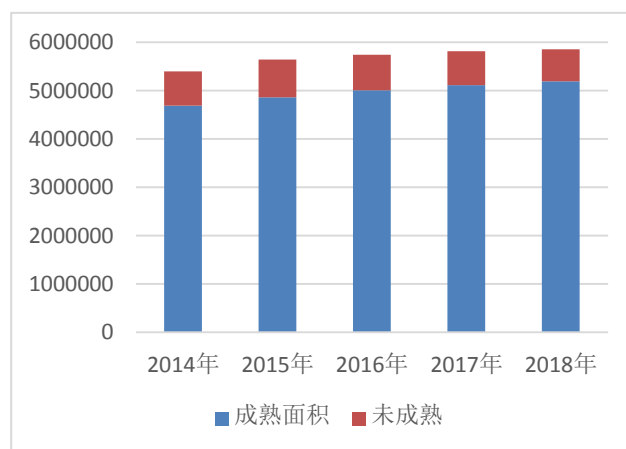
MPOB 数据显示，10 月份，在季节性产量峰值时间里，马来西亚棕榈油单果串 1.59 吨/公顷，同比缩减 8%。近几年来，马来西亚油棕树面积增长从 2015 年的 4.6% 放缓到 2018 年的 0.66%，成熟面积增长由 2015 年的 3.6% 放缓到 2018 年的 1.5%，未成熟面积 2015 年当年出现 11.5% 高增长，到 2018 年净减少 5.8%。马来西亚油棕树未成熟面积萎缩，树龄老化问题将长期制约产量增长潜力。

图 12. 印尼油棕树面积高增长至 15.7%



资料来源：印尼中央统计局

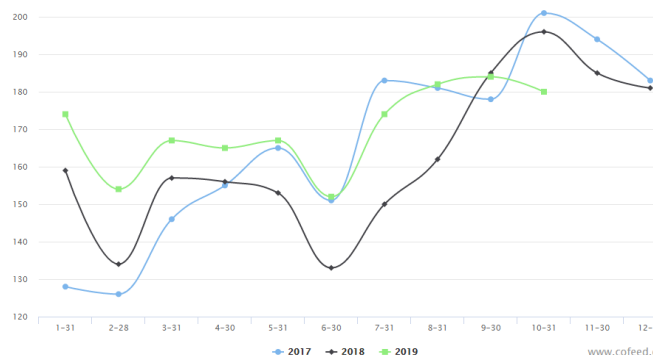
图 13. 马来西亚油棕树面积增长放缓至 0.66%



资料来源：马来西亚棕榈油局

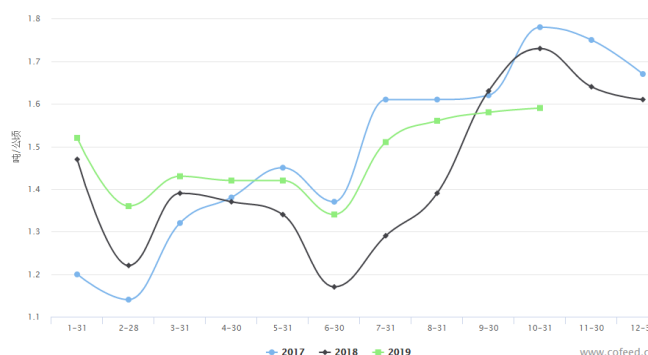
印尼中央统计局数据显示,近几年来,印尼油棕树面积增长处于扩张期,特别是 2017 年和 2018 年保持 10.5% 和 15.7% 的高增长,使得这两年该国棕榈油产量分别增长 10% 和 16%,突破 4057 万吨。2019 年市场曾寄望 300 万吨的产量增长,但月度产量下滑的势头,可能令增年长陷入停滞或勉力维持 100 万吨左右。

图 14. 马来西亚棕榈油 10 月产量同比减少 8%



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 15. 马来西亚棕榈油果串单产 10 月同比减少 8%

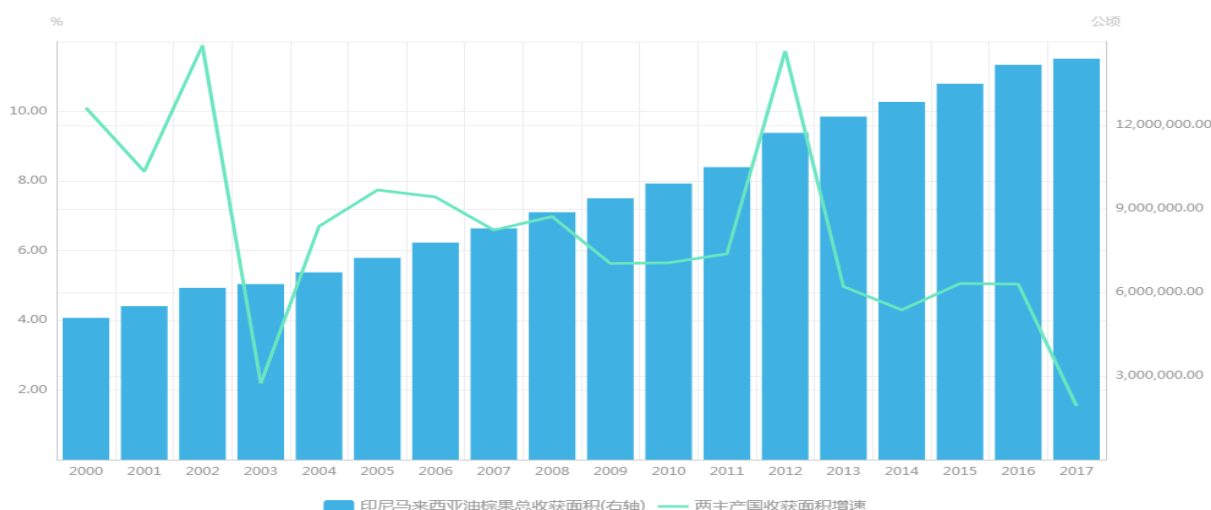


资料来源: WIND 新纪元期货研究

二、主产国总体面积扩张放缓,生物柴油计划为市场注入强心剂

印尼和马来西亚棕榈油的总产量,全球占比达到 84%。即便印尼面积扩张期,联合国粮农组织数据显示,两国油棕总面积在 2017 年为 1439 万公顷同比仅增长 1.54%,一些因素限制了生产的快速扩张。市场对东南亚棕榈油生产过程中,砍伐深林和生态破坏存在抵制,另外,马来西亚可持续棕榈油(MSPO)认证要求种植者符合保护环境和工人权利的某些标准,从 2020 年 1 月开始强制实施,而当前马来西亚有超过三分之一的种植园尚未达到可持续性标准。RSPO 目前是国际绿色认证标准的制定者,去年全球只有五分之一产量获得了 RSPO 可持续认证。

图 16. 印尼马来西亚两国油棕树总面积增长整体放缓



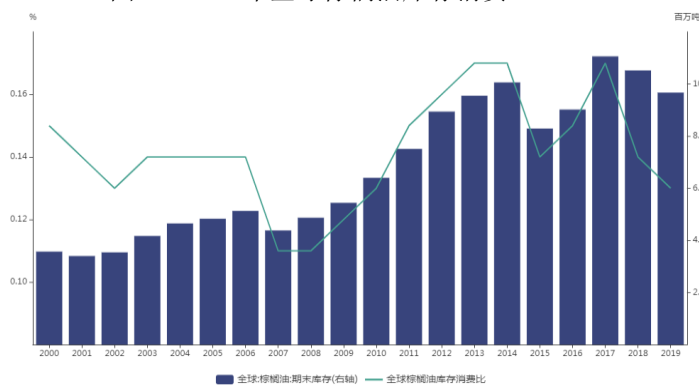
资料来源: WIND 新纪元期货研究

2019 年 10 月 15 日,印度尼西亚能源矿产部称,B30 生物柴油计划将于 2020 年 1 月 1 日启动,2020 年 B30 的目标是 9,590,131 千升或大约 834 万吨;月平均为 799,178 千升或约 69.5 万吨,超出市场预期,这是棕榈油

季度井喷行情的导火索。印尼寄望于生物柴油项目，可以抵消由能源进口产生的经常账户赤字，并刺激棕榈油需求。12 月 10 日，印尼官员称计划在 2021-2022 年实施 B40 生物柴油计划，作为全球排名前四的生物柴油生产大国，不断提高棕榈油在生物柴油的掺混比例，对棕榈油需求有较大刺激作用，抵消产量增长对价格带来的压力，是降库存的利器。

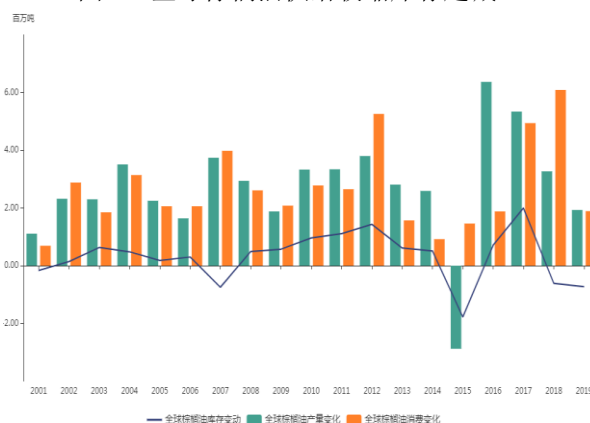
全球棕榈油库存连续两年缩减，到 2019 年下滑到 967 万吨，较三年前历史高位减少 13%，库存消费比回到 2010 年的水平（12.96%），暗示供需格局收紧。根据供需平衡表历史统计数据，库存变动对产量变动高度敏感，而近两年消费增长高于产量增长，导致全球棕榈油库存有显著削减趋势。

图 17. 2019 年全球棕榈油库存消费比 13%



资料来源：WIND 新纪元期货研究

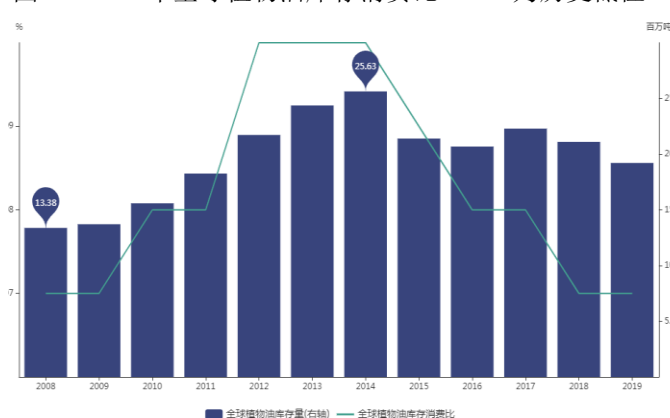
图 18. 全球棕榈油供给收缩库存趋减



资料来源：WIND 新纪元期货研究

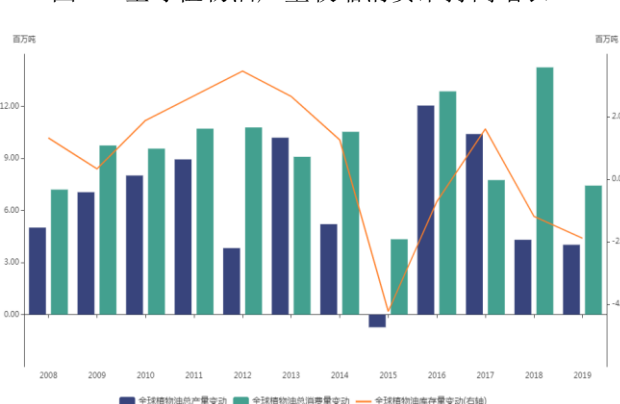
全球植物油库存连续两年缩减，到 2019/2020 年度下滑到 1921 万吨，是近八年历史新低，较六年前历史高位减少 25%，库存消费比 6.54% 为历史低位区，供需格局收紧持续多年。全球植物油本年度总产量 2.07 亿吨，增长 402 万吨或 1.98% 增速放缓，总消费量 2.94 亿吨，增长 743 万吨或 2.59%。植物油消费增长持续多年高于产量增长，导致库存呈现趋势下滑。

图 19. 2019 年全球植物油库存消费比 6.54% 为历史低位



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 全球植物油产量收缩消费维持高增长

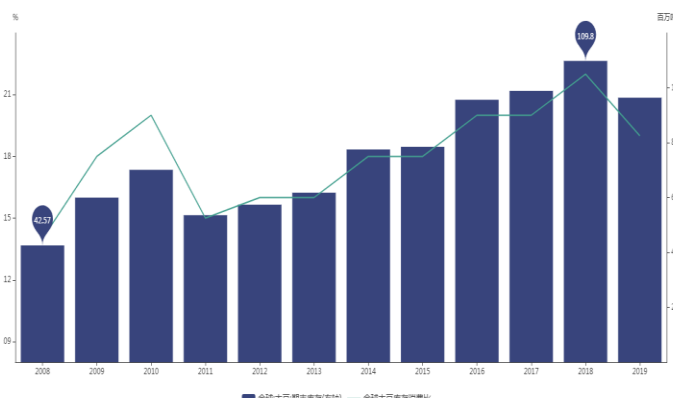


资料来源：WIND 新纪元期货研究

第四部分、全球油籽供给呈收缩趋向

2019 年全球主要油料 5.7 亿吨,大豆占比 59%,菜籽占比 12%,葵花籽占比 9%,是最主要的油籽品种。2019/2020 年,全球大豆总产量 3.375 亿吨,削减 2073 万吨;全球大豆总需求 3.497 亿吨,增加 631 万吨;而全球大豆库存 9640 万吨,较上年度削减 1340 万吨,库存消费比下降至 19.33%,是近 4 个年内低位。全球大豆产量减少和库存收缩的幅度,仅次于 2011/2012 年度。

图 21. 2019 年全球大豆库存消费比降至 19%



资料来源: WIND 新纪元期货研究

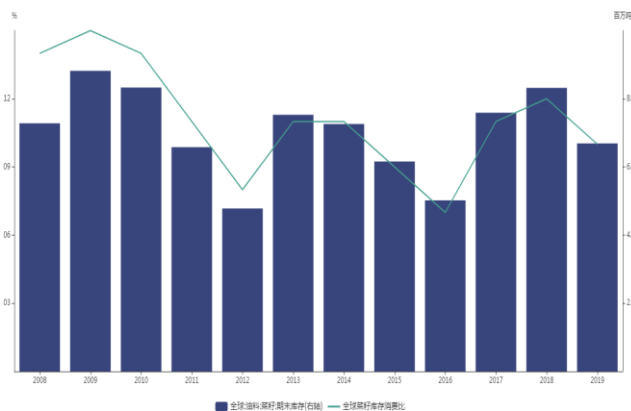
图 22. 全球大豆供给收缩库存趋降



资料来源: WIND 新纪元期货研究

2019/2020 年,全球菜籽总产量 6802 万吨,削减 392 万吨;全球菜籽总需求 6661 万吨,削减 130 万吨;而全球菜籽库存 669 万吨,较上年度削减 163 万吨,库存消费比下降至 10%,是近 3 年内低位。全球菜籽经历了近十年以来最大的产量绝对数量的减少后,致库存收紧。

图 23. 2019 年全球菜籽库存消费比降至 10%



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 24. 全球菜籽供给收缩库存趋降



资料来源: WIND 新纪元期货研究

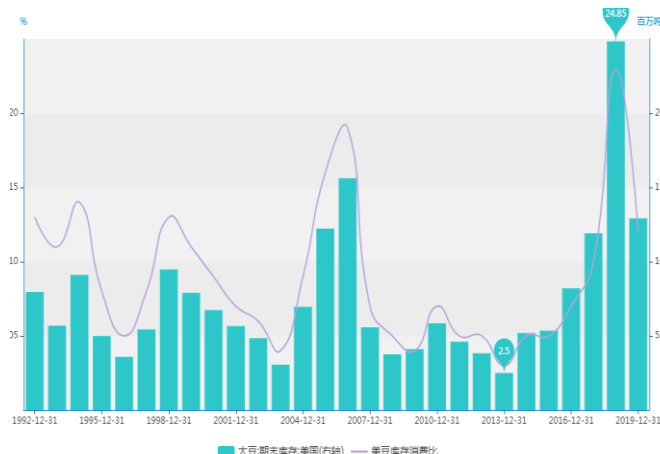
具体到大豆市场分国别的情况。2019/2020 年,美豆产量 9662 万吨,同比减少 2390 万吨或 19.83%,是历史较大的减产年景,美豆总消费 1.09 亿吨,同比增长 112 万吨或 1.04%,美豆库存骤降 1193 万吨或 12%,库存消费比下滑到 12%,供需格局出现较大改善。

巴西大豆产量 1.23 亿吨,同比增加 600 万吨或 5%再续历史新高,总消费量 1.23 亿吨,同比增加 242 万吨或 2%,巴西大豆库存 3042 万吨,同比增加 66 万吨或 2.22%,库存消费比维持在 25%左右。

阿根廷大豆产量 5300 万吨,同比减少 230 万吨或 4%,总消费量 5990 万吨,同比增长 335 万吨或 5.92%,阿

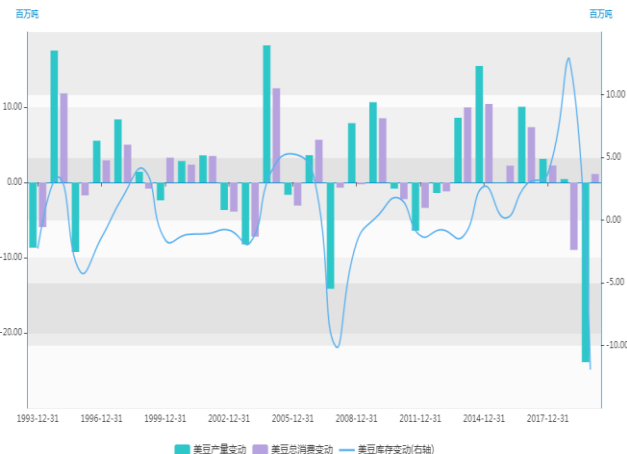
根廷大豆库存 2589 万吨，同比减少 300 万吨或 10.38%。南美两大豆主产国，总产量或有 370 万吨 2.1% 的净增量，总库存或有 234 万吨 4.2% 的净减量，这是在正常的天气形势下的积极结果，南美供需形势存在不稳定风险。

图 25. 19/20 年度美国大豆库存消费比骤降至 12%



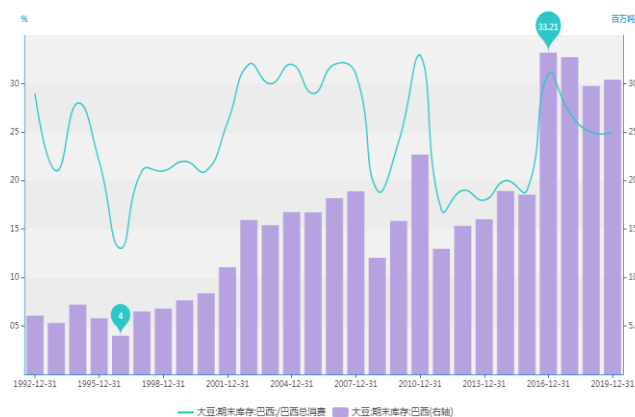
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 26. 美国大豆产量库存录得历史最大降幅



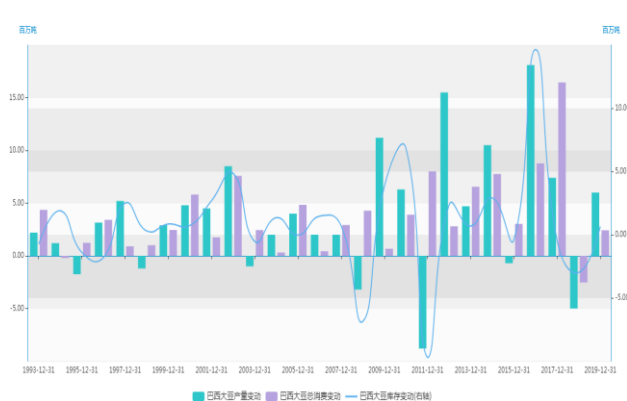
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 27. 19/20 年度巴西大豆库存消费比维持在 25%



资料来源：WIND 新纪元期货研究

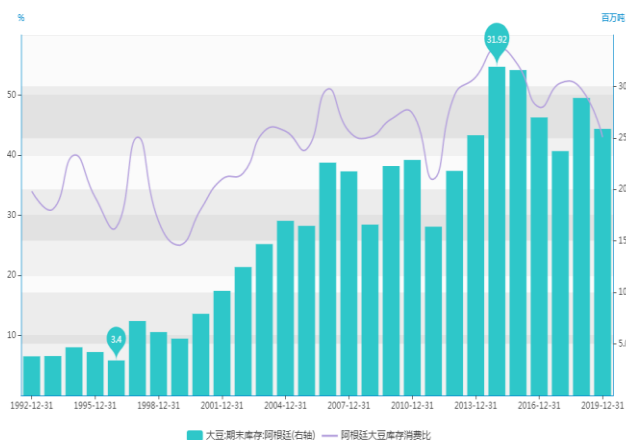
图 28. 巴西大豆产量库存增长温和



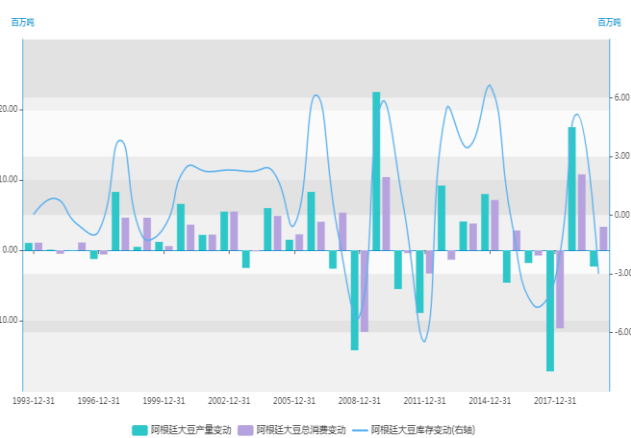
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 29. 19/20 年度阿根廷大豆库消费比连降多年至 43%

图 30. 阿根廷大豆产量库存呈收缩趋向



资料来源: WIND 新纪元期货研究

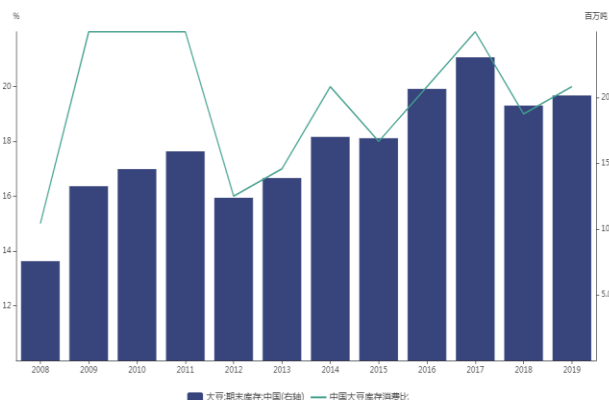


资料来源: WIND 新纪元期货研究

第五部分、中国大豆进口暂时性收缩

2019 年 2 月 19 日, 中央一号文件正式发布, 文件指出要实施大豆振兴计划, 多途径扩大种植面积, 随后在 3 月, 农业农村部发布《大豆振兴计划实施方案》。大豆营养全面而丰富, 其中蛋白质的含量比猪肉高 2 倍, 是鸡蛋含量的 2.5 倍。大豆蛋白质质量好, 其氨基酸组成和动物蛋白质近似, 其中氨基酸比较接近人体需要的比值, 所以容易被消化吸收。如果把大豆和肉类食品、蛋类食品搭配着来吃, 其营养可以和蛋、奶的营养相比, 甚至还超过蛋和奶的营养。随着人民群众日益增长的美好生活的需要, 预计优质大豆需求增长动力强劲。

图 31. 中国大豆库存消费比小幅回升至 19.73%



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 32. 我国大豆产量快速增长库存小幅回升

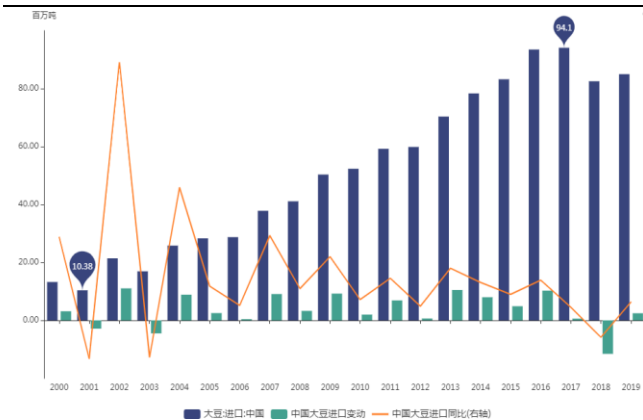


资料来源: WIND 新纪元期货研究

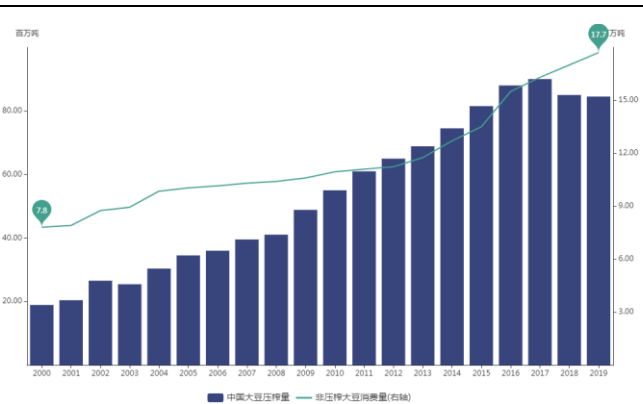
根据 USDA 数据, 2019/2020 年度, 中国大豆产量 1810 万吨增长 220 万吨, 产量和绝对增量均创历史之最, 受猪瘟疫情影响增长放缓, 近两个年度压榨需求平均下滑 3% 至 8450 万吨, 国产大豆主要用于非压榨食用大豆, 该数量平均增长超过 4% 至 1770 万吨, 本年度我国大豆总消费量 1.022 亿吨增长 20 万吨, 库存增长 77 万吨表现温和, 库存消费比小幅抬升至 19.73%。

图 33. 中国大豆进口断崖下滑后回稳

图 34. 中国非压榨大豆消费量稳增长



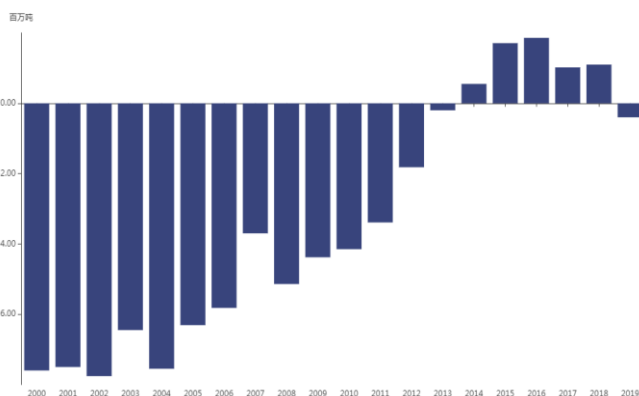
资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

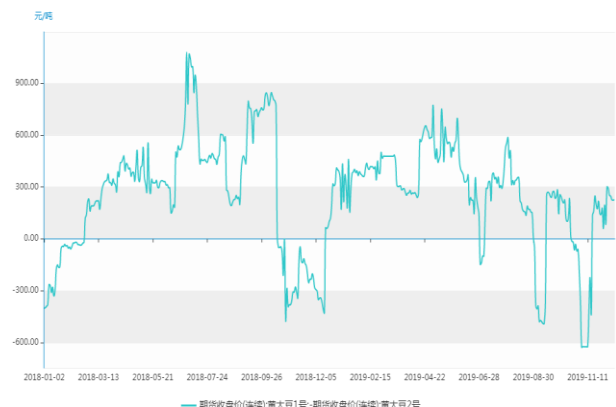
中国大豆进口量。上年度出现断崖式下滑 1156 万吨至 8254 万吨，当前年度稳中回升至 8500 万吨，中国进口占全球 57% 的比例，中国进口需求的减量，是过去两年芝加哥大豆熊市波动的重要归因。在农业供给侧改革和大豆振兴规划的激励下，国产大豆产量创历史新高，但中国非压榨大豆消费和国产大豆数量仍呈现缺口（40 万吨）状态。在国产大豆产业振兴之路上，黄大豆 1 号期货，将扮演重要的价格发现和资源配置调节功能，作为国产食用大豆基准价格，与黄大豆 2 号进口压榨用大豆的价差，预计更多存在修复性扩大机会。

图 35. 中国非压榨大豆消费和国产大豆数量缺口



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 36. 黄大豆 1 号和黄大豆 2 号期货价差走势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

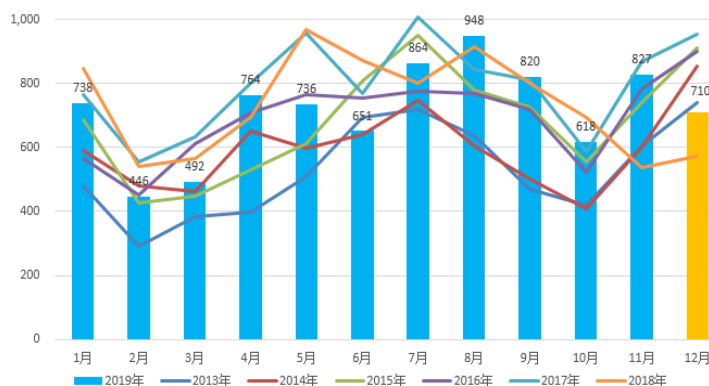
第六部分、国内油粕整体库存偏低，存在补库存空间

1、国内油籽到港量显著缩减

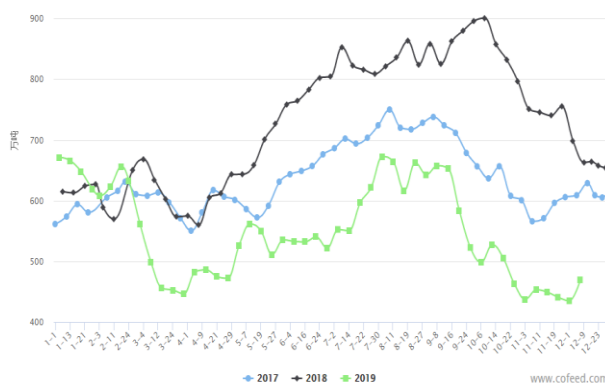
2019 你那 1 到 12 月份，预计我国大豆进口累计 8614 万吨，同比缩减 2.18% 或 192 万吨，这较去年进口萎缩 8% 或 750 万吨，有显著收窄，随着中美经贸关系缓和，以及中国连续多次大幅增加关税豁免的进口大豆数量，年末大豆供给紧张的形势得到缓解。截止到 12 月 9 日，国内大豆港口库存 469 万吨，去年同期 662 万吨，前年为 608 万吨。

图 37. 我国大豆到港预期逐月变动图（黄色为预期）

图 38. 我国大豆库存处于近年偏低水平



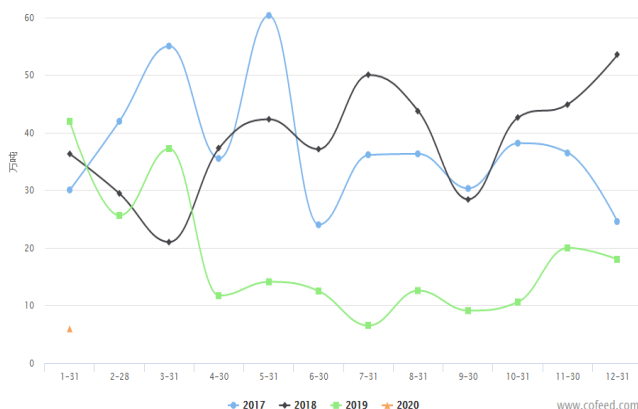
资料来源: WIND 新纪元期货研究



资料来源: Cofeed

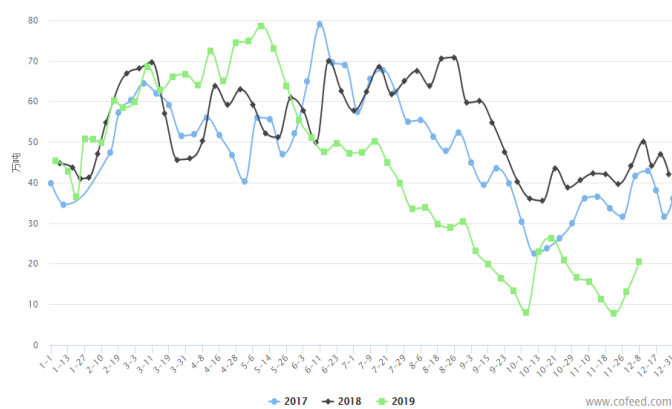
国内进口菜籽库存处于近年历史偏低水平，根据 Cofeed 数据统计和调查，2019 年我国到港菜籽 220 万吨，同比去年 467 万吨缩减 53%。受中加关系影响，我国菜籽到港量清淡，港口库存持续维持低位未有实质缓解。

图 39. 国内菜籽到港量仍严重不足



资料来源: Cofeed

图 40. 国内进口菜籽库存水平偏低



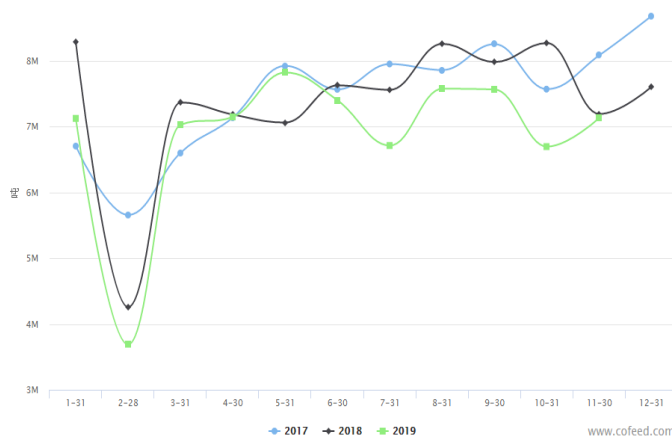
资料来源: Cofeed

2、国内油籽压榨量偏低

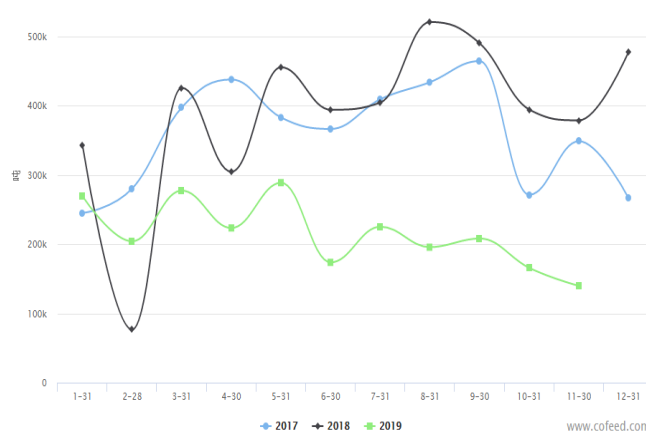
Cofeed 数据显示，我国 11 月份大豆压榨量 713 万吨，去年同期为 719 万吨，前年同期 808 万吨。11 月进口菜籽月度压榨量 14 万，去年同期 37.8 万吨，前年同期为 34.8 万吨。

图 41. 国内大豆月压榨量处于近年偏低状态

图 42. 进口菜籽月压榨量显著萎缩



资料来源: Cofeed

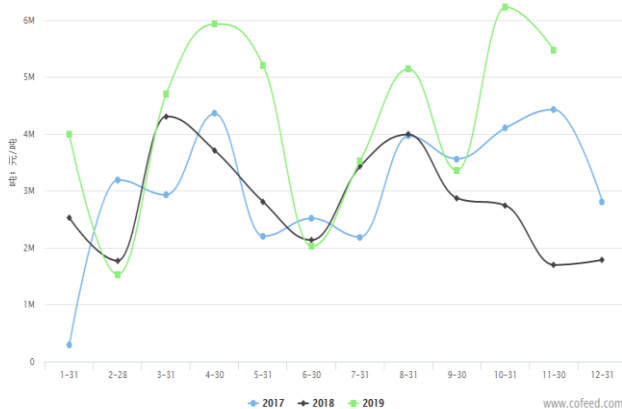


资料来源: Cofeed

3、国内油粕库存水平偏低

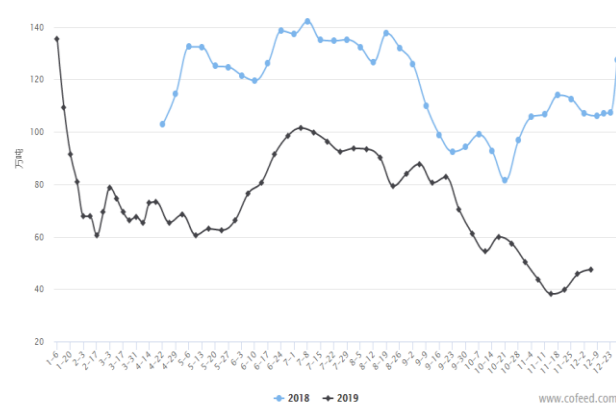
国内部分地区豆粕月度成交量显示, 11 月份成交 547 万吨, 去年同期为 170 万吨, 前年同期为 443 万吨, 成交仍显旺盛。截止到 12 月初, 国内豆粕库存 47 万吨, 显著低于去年同期的 106 万吨, 库存水平偏低。

图 43. 部分地区豆粕月成交量同比显示仍旺盛



资料来源: Cofeed

图 44. 国内豆粕库存水平偏低

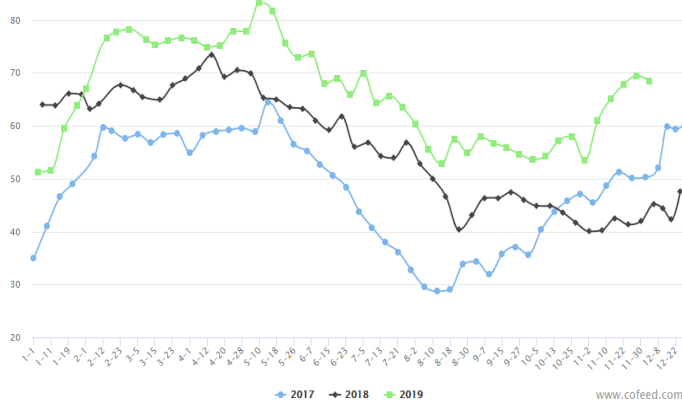


资料来源: Cofeed

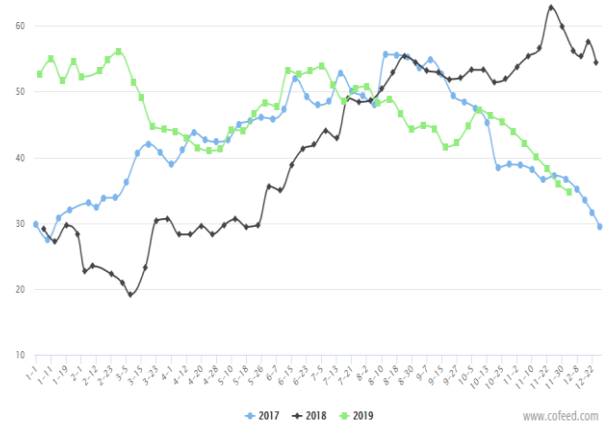
12 月 06 日, 国内豆油商业库存数量为 99.64 万吨, 是近八年同期低位, 远低于去年同期的 174.87 万吨水平, 比近五年同期均值仍减少 23%, 前年同期为 168 万吨, 库存去化显著; 国内菜油库存 34.71 万吨, 去年同期 56.23 万吨, 前年 35.1 万吨; 国内棕榈油 68.5 万吨, 去年 45.22 万吨, 前年 52.1 万吨。豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为 202.85 万吨, 亦显著低于去年同期的 276.32 万吨, 前年同期为 255.07 万吨。

图 45. 国内棕榈油库存处近三年高位

图 46. 国内菜油库存同比出现缩减趋势

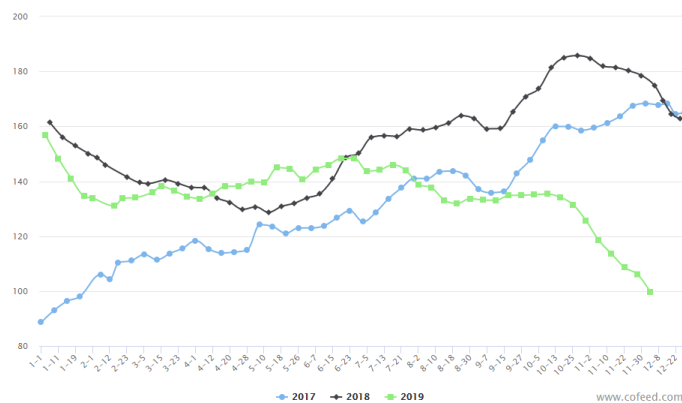


资料来源: Cofeed



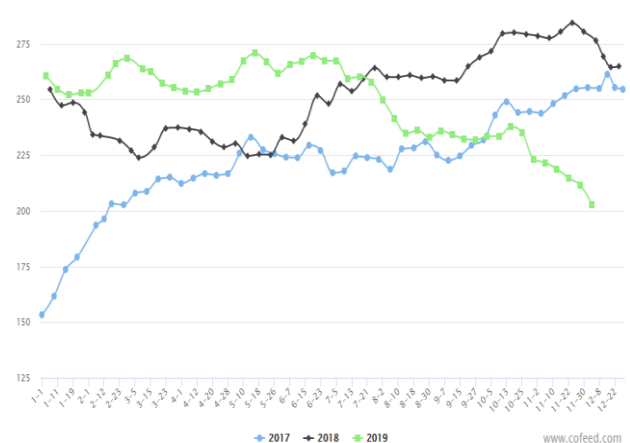
资料来源: Cofeed

图 47. 国内豆油库存同比缩减趋势最为显著



资料来源: Cofeed

图 48. 三大植物油总库存同比呈现显著缩减



资料来源: Cofeed

第八部分 2020 年主要交易策略推荐

一、2020 年豆系市场全息图表

表 4. 2020 豆系市场全息表

驱动力	关切点	多空	影响周期	备注	重要性
宏观驱动	1、美元指数牛市周期尾部，转入周期性下跌的机会增加。	利多	长期	扶助大宗商品价格包括农产品。	★
	2、中美签署第一阶段协议，更多时间经贸关系或缓和。	利多	长期	金融市场动荡，风险资产进入高波动率状态。	★★★
	3、全球逆周期调节维稳经济和市场信心。	中性	长期		★

政策驱动	1、国储大豆、菜籽油泄库尾声。	利多	长期	国家通过储备库存调控价格的能力趋弱。	★
	2、实质性推进“农业供给侧改革”“大豆产业振兴规划”。	利多	长期	优化种植结构，价格面临重估。	★
	3、史上最强加快生猪生产恢复发展的政策。	利多	长期	养殖复苏，饲料总需求增长呈刚性，玉米、豆粕长期存在低估风险。	★★★★
事件驱动	1、2019 年厄尔尼诺年景滞后性影响持续显现，及后市作物生长期天气风险。	中性	中期	威胁东南亚棕榈油产出，利多油脂；利于全球大豆丰产，利空粕类。	★★★★
	2、非洲猪瘟疫情的反复性。	中性	长期	利空饲料品种，利多油脂序列。	★
供需格局	1、棕榈油减产，植物油库存持续下滑供需收紧开始显现。	利多	长期	油脂牛市波动的基础。	★★
	2、全球大豆供需由宽松转向再平衡和趋向偏紧。	中性	季节性	美豆长期在成本线弱势震荡。	★
	3、国内油粕库存偏低，补库存需求增加。	利多	中期	中国需求恢复性增长	★
技术条件	1、三大油脂转入大周期牛市波动的技术条件成熟。	利多	长期	脱离熊市低点，涨幅超 20%进入技术牛市。	★
	2、豆粕维持在近三年 700 点左右箱体波动范畴。	中性	长期	震荡市况，区间波动。	★

资料来源：USDA 新纪元期货研究

二、策略推荐

1、东南亚棕榈油减产和非瘟大疫需求复苏初期，油粕比价或改写近七年新高，多油空粕套作或延续在 2020 年上半年多数时间。

2、豆油棕榈油价差收敛至近十年低位，2020 年 3 到 4 月份价差或迎来重要的扩大交易窗口，2009 合约价差波动范畴预计 500-1200。

3、单边博弈三大油脂牛市波动。执牛耳者棕榈油，2019 年年中 7 月前后期货价格指数见熊市低点，至年末累积涨幅超过 40%，期间豆油、菜油指数涨幅 20%。主要油脂价格已打破近十年的熊市波动通道，转入长期牛市波动周期，预计将改写近 6 年价格新高。2020 年 1 季度和 4 季度，仍是油脂重要的多头配置时间。

4、史上最强复产政策和高养殖利润驱使下，生猪存栏加快恢复，预计 2020 年四季度以后出现行业周期拐点。以豆粕为代表的饲料蛋白品种，预计在 2020 年二季度再次开启战略性多头配置时间窗口，预计 2009 合约波动区间 2700-3400。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#