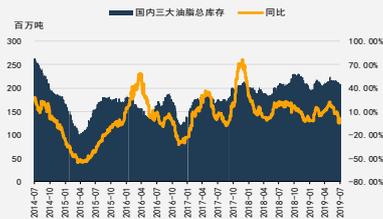




## 油脂止跌反弹 拉动油粕比回升

板块  油脂

中国油脂库存逐步下降：



### 报告摘要

- 由于猪瘟疫情不断爆发，养殖户补栏积极性不强，生猪出栏量大幅萎缩，二季度存栏量进一步下降。上半年猪饲料需求平均下降 20%左右，预计下半年饲料需求或将进一步下降。
- 国内大豆供给充足，8-10 月份美国和南美大豆集中到港，届时油厂开工率将逐步上升，豆油产量增加将进一步推升豆油库存上升，显示出国内油脂总库存消化仍需时间。
- 马来西亚棕榈油进入恢复性增产，且马棕油出口数据回落，再马棕油产量大幅大于出口数量的背景下，预计马来西亚棕榈油库存将重回至 250 万吨上方，而期末库存或增至 300 万吨。
- 通常情况下油粕比的中值应在 3 倍左右，而当前油粕主在 2 倍左右，该数值处于同期偏低水平。考虑到国内大豆供给充足，而豆粕需求不佳，油厂挺油意愿强烈，有利于油粕比回升至 2.2-2.4 合理区间中。
  - 上半年油粕走势
  - 蛋白粕供需变化
  - 全球油脂市场消费情况
  - 策略推荐

前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：吴鸿顺

电话：021-68770062

邮箱：wuhongshun@qhfc.net

从业资格号：F3058252

期货分析师：周云

电话：021-58777763

邮箱：zhouyun@qhfc.net

从业资格号：F3043652

投资咨询号：Z0014060

## 一、上半年油粕走势

2019年上半年，国内油脂油料市场整体呈现震荡偏强走势，主要因素分别缘于中美贸易战的加剧及二季度美豆减产预期升温（见图1）。

第一季度，全国猪瘟疫情防控力度有限，新疫情不断爆发，全国31省份全部沦陷，生猪存栏量降至历史低位，饲料需求维持低迷。同时，中美贸易谈判进展顺利，中国在1月底和2月份又订购了大量的美国大豆，但是中国采购的美国大豆数量相当于去年采购量的三分之一左右。与此同时，南美大豆丰产前景面临，因天气良好，巴西咨询机构上调了2018/19年大豆产量，预计巴西2018/19年大豆产量为1.15亿吨将创下历史第二高位。

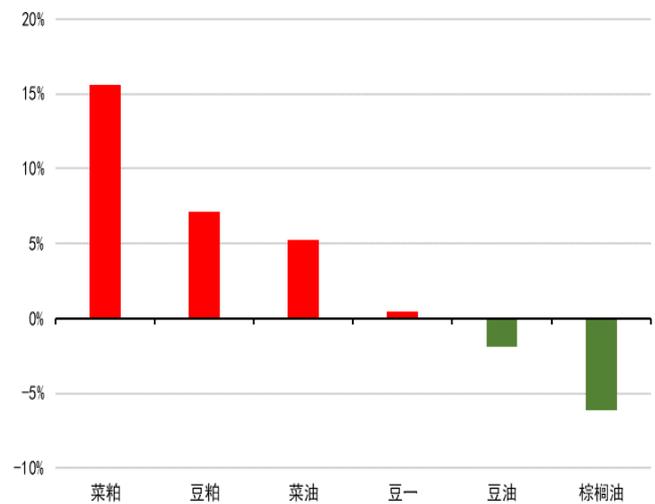
6月份，美国中西部暴雨不断，土壤偏湿严重耽误了美豆播种进度，美国中西部持续大雨，市场对美豆减产预期逐渐升温，天气题材炒作驱动CBOT美豆期货突破900美分关口，拉动国内大豆上涨。

图1 国内油脂油料上半年震荡偏强



数据来源：wind 资讯，前海期货

图2 2019年油脂油料走势对比



数据来源：wind 资讯，前海期货

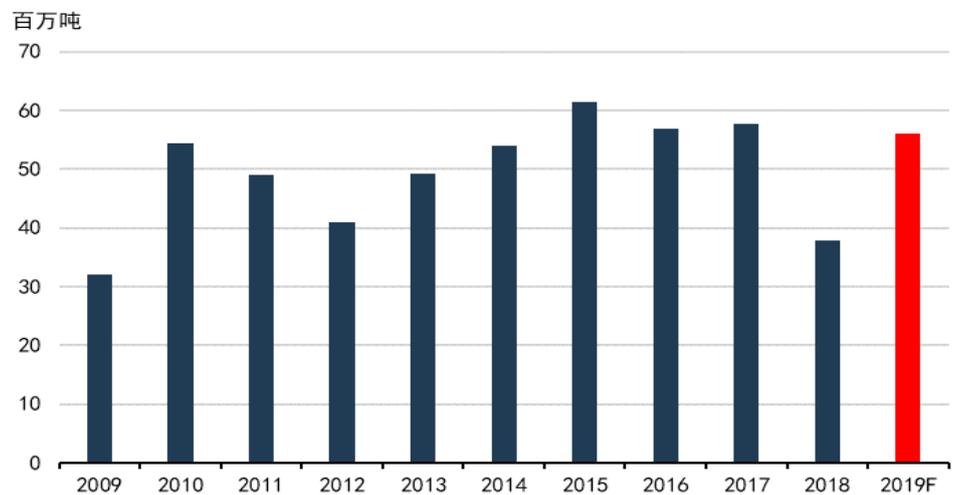
分品种而言，豆类市场粕强油弱（见图2），豆粕、豆一分别上涨了7.2%、0.4%，体现了全球供应偏紧的预期。同时，菜籽市场油粕均保持强势走势，菜粕、菜油价格大幅上涨，分别上涨15.6%和5.2%，主要得益于加籽进口锐减，国内菜籽和菜粕库存偏低。

## 二、蛋白粕供需变化

### （一）南美大豆丰产明确

阿根廷大豆出口得益于中美贸易摩擦带来的进口替代，预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5600 万吨（见图 3），比上年产量 3510 万吨高出 59.5%，创下 19 年来的次高产量。阿根廷大豆产量的最高纪录为 2014/15 年度的 6080 万吨。

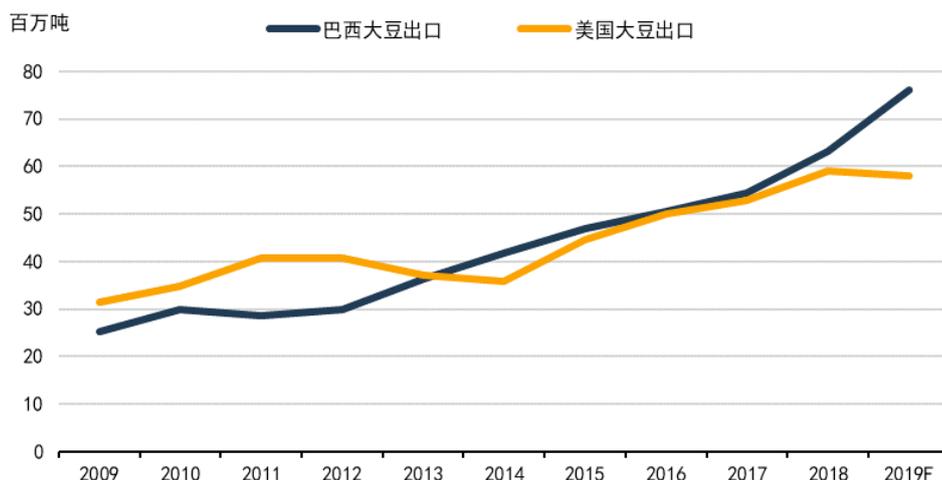
图 3 阿根廷大豆产量恢复均值



数据来源：USDA，前海期货

同时，由于中美经贸问题，巴西已经成为对华大豆出口主要国家，今年 1-5 月份中国进口巴西大豆 2631 万吨占到中国大豆进口总量的 57%，比上年同期高出 16%，而美国所占份额为 31%，比上年同期减少 24%。另外，大豆作物进入生长晚期天气条件良好，2018/19 年度大豆播种面积比上年增加 1.9%。较上年度增长 7.1%。巴西国家商品供应公司（CONAB）称，2018/19 年度巴西大豆产量预计为 1.148 亿吨，比 5 月份的预测值高出 0.5%（见图 4）。

图4 巴西大豆出口再创新高

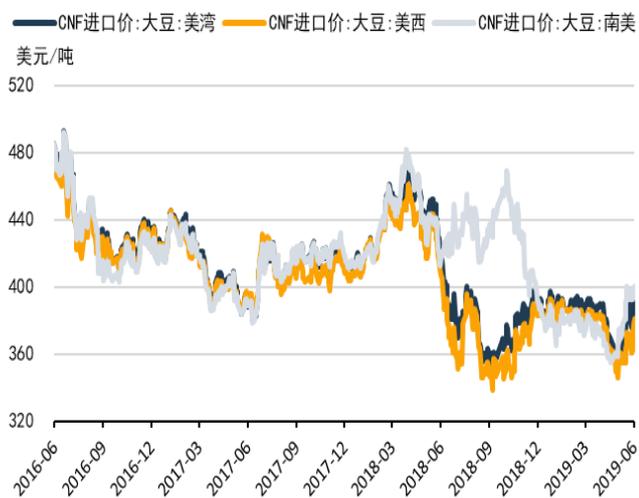


数据来源：USDA，前海期货

值得一提的是，低价巴西大豆竞争力提升，将替代美豆对中国的出口，但鉴于该替代市场高达 3500 万吨的规模，而巴西本年度 440 万吨的新增产量较为有限，因此将难以实现完全替代。不过，巴西内部生物柴油需求旺盛，巴西大豆将有望快速去库存，这支撑了近期出口价的提升，如南美 CNF 进口价从此前最低 360 美元/吨升至 6 月底的 400 美元/吨，幅度达 11.11%（见图 5）。

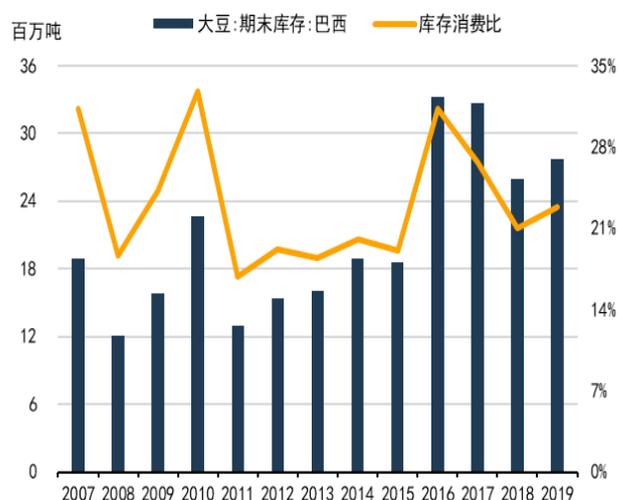
总体上，巴西大豆产量已经升至近 1.15 亿吨的高位，虽然国内压榨向好，但是出口数据前景不容乐观，巴西大豆供给存在过剩风险，库存消费比将从 2016 年的 31% 回调至 20% 附近，但是 2019 年的库存比将从连续 3 年回落后上升至 22.8%（见图 6）。

图5 南美大豆 CNF 进口价上涨



数据来源：USDA，前海期货

图6 巴西大豆库存消耗比小幅回升



数据来源：USDA，前海期货

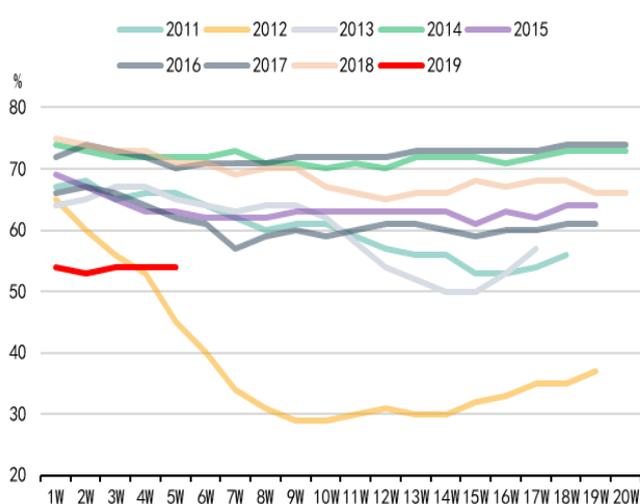
至于目前市场较为担心的巴西部分地区天气偏干燥，大豆播种面积和单产增速创历史最低增速，但预计不会对巴西丰产造成明显负面影响，因为，2018/2019 年大豆播种面积比上年增长 1.9%。

总体而言，2018/19 年度南美大豆产量丰产概率大，巴西产量维持 1.15 亿吨以上高位。同时，阿根廷将从去年的干旱天气恢复，预计产量将恢复至正常水平的 5600 万吨左右，同比去年 3780 万吨增长逾 48.1%。

## （二）美国大豆优良率偏低

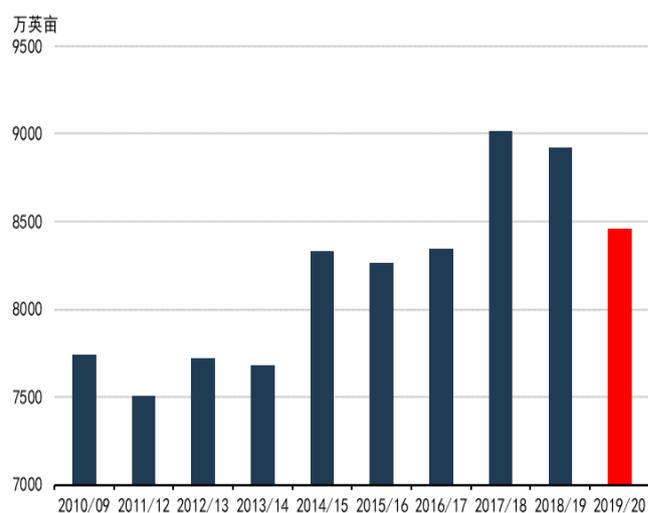
截至目前，2018/19 年度美豆生长条件恶劣，减产预期较强。据美国农业部大豆周度生长报告显示，截至 7 月 28 日，美国大豆优良率为 54%（见图 7），去年同期为 70%；美国大豆开花率为 57%，去年同期为 85%，五年均值为 79%；美国大豆结荚率为 21%，去年同期为 58%，五年均值为 45%。可以看出，受美国大豆播种进度缓慢影响，整体上美豆优良率大幅度低于同期水平，引发美豆减产预期升温。此外，当年度收割面积为 8380 万英亩（见图 8），产量预估为 41.5 亿蒲，较上年度减少 8.67%，预期仍未确认，后期仍存在继续减产可能性。

图 7 美豆优良率处于历史偏低水平



数据来源：USDA，前海期货

图 8 美豆播种面积创三年新低



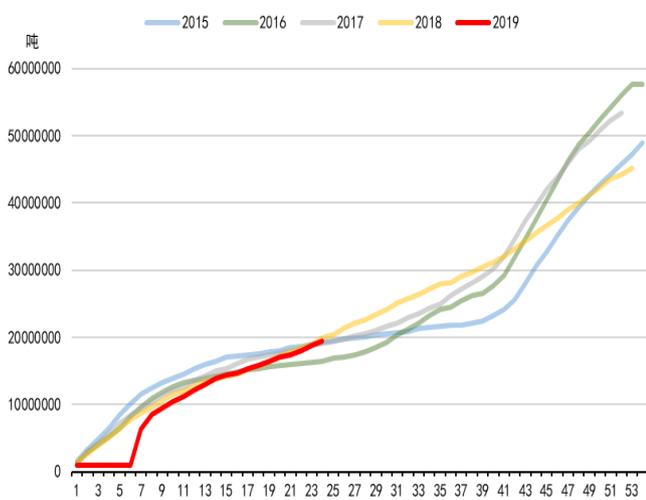
数据来源：USDA，前海期货

而从美国大豆出口量来看，美国农业部周度出口销售报告显示，截至 2019 年 7 月 11 日的一周，美国 2018/19 年度大豆净销售量为 12.8 万吨，比上周低了 3%，比四周均值低了 68%，这是十周来的最低水平。新豆出口销售数量不足

20 万吨。报告还显示，本年度迄今美国大豆出口销售总量达 4866 万吨，同比减少 15.6%（见图 9）。

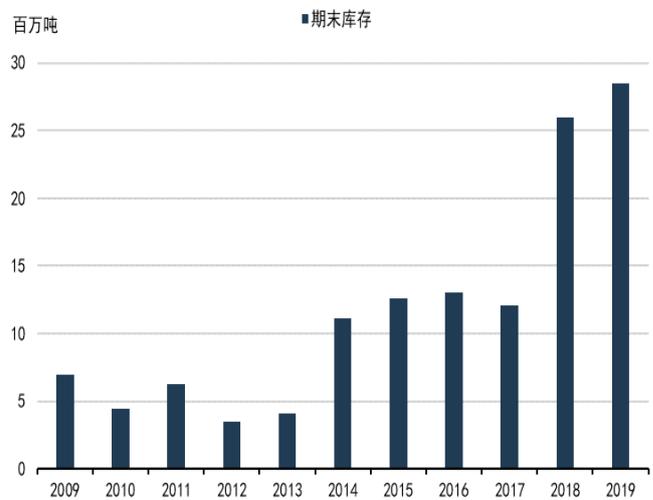
由于出口方面面临较大挑战，这将导致美豆期末库存继续攀升。中美经贸谈判仍存在较大不确定性，美豆对华出口严重受限，出口量同比下滑超 50% 以上。另外，受南美大豆出口的竞争挤兑，美豆出口恐将错过窗口期，据德国行业机构油世界称，2019 年 8 月底美国大豆期末库存预期达到创纪录的 2950 万吨（见图 10）。

图 9 2019/20 年度美豆周度出口量略低于往年



数据来源: USDA, 前海期货

图 10 美豆期末库存再创新高



数据来源: USDA, 前海期货

总体来看，南美大豆丰产前景趋于明朗，而美国中西部受持续大降雨影响，大豆生长前景不容乐观，天气题材炒作引发美了豆减产预期，但是全球大豆“一增一减”整体上供给仍较为充足。反观，中国大豆需求受非洲猪瘟持续发酵，生猪存栏锐减，导致大豆需求继续下降。在供增需减的背景下，对大豆市场构成下跌压力。

### （三）国产大豆增面提产难补缺口

国产大豆供给原本不足，虽然在大豆振兴计划等利好政策刺激下，我国大豆播种面积有望连续增加，但是国产大豆在单产和经济效益均不如玉米的背景下，大豆新增面积有限。因此大豆补贴的力度，种植效益的提高将是确定大豆面积增加的主要因素。截至目前，东北大多数地区的春播工作已基本完成，从今年的东北大豆和玉米补贴政策来看，基本符合市场预期。其中，黑龙江省大

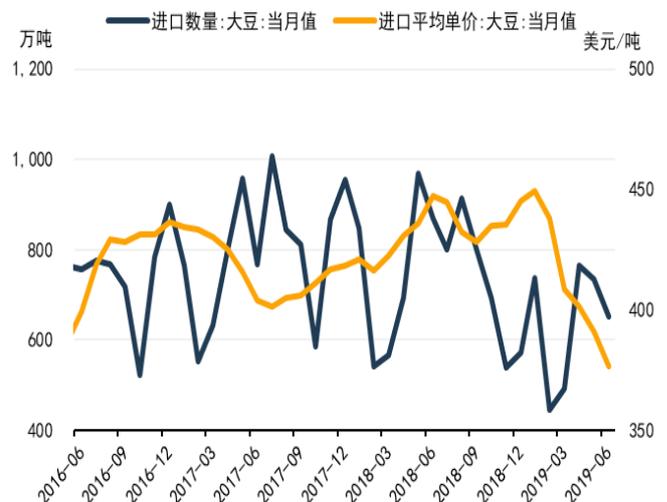
豆生产者补贴每亩高于玉米生产者补贴 200 元以上，大豆生产者补贴每亩不超过 270 元。由于玉米和大豆存在直接的竞争关系，两者种植面积的增减主要取决于经济效益的变化。大豆补贴的增加提振农户种植大豆的积极性，玉米改种大豆的情况比较普遍。据国家统计局数据显示，今年全国大豆意向种植面积增长 16.4%，预计国内大豆产量同比增长 4.7%，达到 1680 万吨（见图 11），大豆产能潜力基本释放，但需求高达 1.1 亿吨，缺口仍在 9000 万吨左右。

图 11 中国大豆种植面积



数据来源：中国统计局，前海期货

图 12 2019 年上半年中国大豆进口量和均价

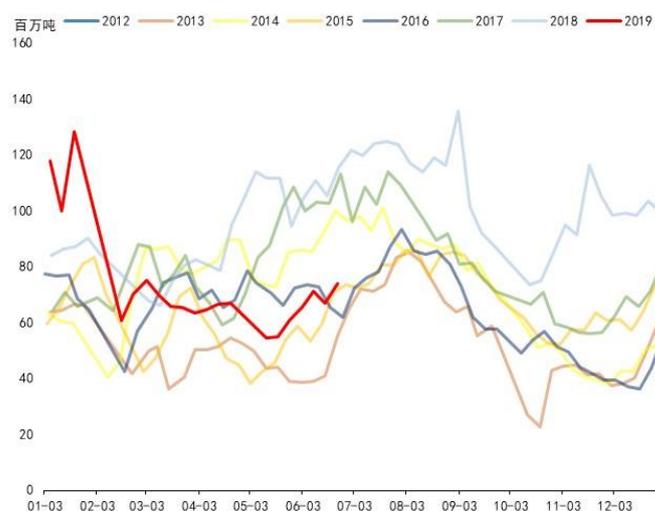


数据来源：wind 资讯，前海期货

进口大豆则主要来源于南美及北美。整体上看，2018/19 年度大豆主产国产量均同比出现较明显增加，但是受豆粕需求下降影响，对华大豆出口持续减少。唯一不确定的在于中美贸易关系对国内大豆供给影响较大。截至目前最新进展，中美贸易达成协议仍存在较大不确定性，双方磋商反复不断，中方已暂停或者减少美豆进口。不过，7 月底中美双方释放初积极信号，中方释放出国内企业可以根据国内市场需求申请美国农产品进口豁免关税，美豆进口量预计将届时中国国内港口库存压力将偏大，库存消化比将大幅上升至 22% 以上（见图 13）。不过，无论双方是否达成阶段性共识，南美大豆丰产和国内大豆产量创新高，都将弥补部分美豆减少的缺口。

**图 13 中国大豆期末库存维持高位**


数据来源：wind 资讯，前海期货

**图 14 国内港口豆粕季节性库存**


数据来源：wind 资讯，前海期货

值得注意的是，通过本轮贸易摩擦，预期中国主动减少从单一国家进口大豆过度依赖的状况转向多元化的进口方针。除南美仍有一定增产潜力外，俄罗斯也是潜在的进口来源国之一，截至6月底，俄罗斯已向中国出口超过百万吨大豆，较去年同期扩大4倍以上，且未来扩大进口前景乐观。

在大豆供给总体宽松的背景下，预期豆粕亦将呈现宽松格局。即使中美贸易谈判不乐观，中国仍可在供需两个层面上积极应对。供给方面包括继续增加豆粕等蛋白粕的进口国家，目前巴西和阿根廷正积极寻求向中国出口豆粕，未来放开直接进口豆粕也并非全无可能。此外，东北大豆振兴计划也将增加国产大豆自给自足的自产能力，以减少大豆对外依赖度偏高的格局。

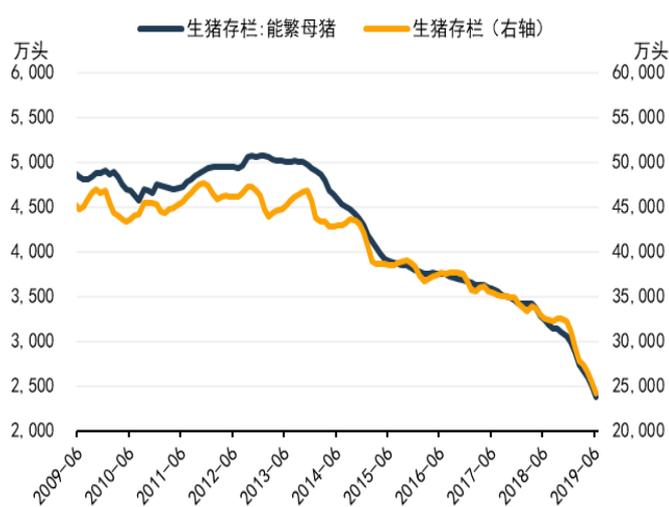
#### （四）生猪存栏再创新低，豆粕需求前景悲观

蛋白消费的多元化令中国消费者不再依靠单一的猪肉摄入蛋白，而是越来越偏重牛羊肉、禽类和水产品。而且，非洲猪瘟抑制了猪肉消费，有利于其他肉类消费以弥补猪肉消费减少造成的缺口，避免猪料大幅减少造成饲料需求锐减。

国内生猪出栏量继续下降，据官方数据显示同比下降了25%左右，民间调研数据更为悲观将降幅下调至40%左右，而近期两广地区猪瘟疫情仍有爆发，当地生猪存栏量降幅在60-70%以上。由于非洲猪瘟持续性强和不确定性，生猪存栏恢复进度缓慢将对未来1-2年的猪价构成支撑，预计猪价有望在2020-2021年都在较高位置震荡。目前猪粮比已突破9关口。据农业农村部公布数据显示，

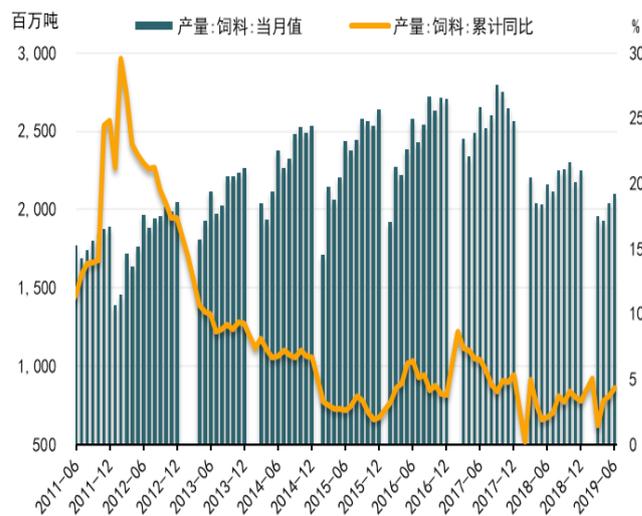
6 月份生猪存栏环比再降 5.1%，同比减少 25.8%；能繁母猪存栏环比再降 5%，同比减少 26.7%（见图 15）。受生猪压栏体重增加和禽类存栏量提高缓解了生猪产能下降，国内 6 月份饲料产量环比小幅上升，同比降幅收窄（见图 16）。另一方面，在高利润的刺激下，东北和华北地区的生猪企业已进入复产阶段。同时，消费者对蛋白的需求转向禽蛋，这推升了禽蛋价格的上涨提高了养殖利润，养殖户补栏积极性较强。据芝华数据最新公布的蛋鸡存栏统计显示，2019 年 5 月在产蛋鸡存栏量为 11.07 亿只，环比增加 3.70%，同比增加 1.29%；5 月育雏鸡补栏 1 亿只；后备鸡存栏量为 3.10 亿只，环比增加 2.36%，同比大幅增加 28.40%，预计下半年禽蛋补栏将稳步上升。因此，养殖利润的上升将提高生猪和禽类养殖行业的补栏积极性。

图 15 生猪和能繁母猪存栏量



数据来源：农业农村部，前海期货

图 16 饲料需求维持低迷



数据来源：wind 资讯，前海期货

### （五）国内市场菜籽供应边际趋紧

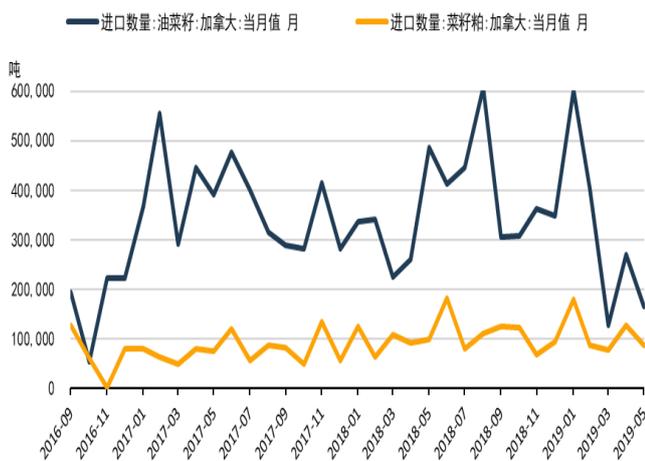
由于中加政治关系的不确定性，导致中加油菜籽贸易基本上仍处于中断的僵局，中国油菜籽进口量锐减至 20 万吨以下，并未延续 4 月份回暖走势。据海关数据显示，2019 年 5 月，我国进口油菜籽 16.5 万吨，环比下降 38.9%，同比则大幅减少 66.2%（见图 17）。整体上看，2019 年 1—5 月我国累计进口 156.6 万吨油菜籽，较去年同期减少了 5.15%。由于中加贸易摩擦未有改善的迹象，市场普遍认为未来我国油菜籽进口量或将进一步下降，油菜籽供应偏紧现象越发明显。

受油菜籽进口量大幅萎缩，油厂经济效益向好，油厂开机率回升加速了油

菜籽库存消化。根据布瑞克数据显示，菜籽油厂开机率回升至 13.6%，同比去年减少了 15%，处于历史偏低位置。另外，截至 7 月初油厂油菜籽库存报 41 万吨，同比减少了 34.19%，处于近 3 年以来历史同期低位。值得注意的是，随着油菜籽进口量的减少，国内油菜籽供需缺口存在继续扩大风险。据国家粮油信息中心数据显示，预计 2019/20 年度我国油菜籽新增供给量为 1704 万吨，同比减少 56 万吨；年度油菜籽榨油消费量为 1610 万吨，同比减少 50 万吨，年度油菜籽供需缺口预估值为 2 万吨(见图 18)。随着菜籽油消费量的逐步攀升，刺激了油厂压榨的积极性，但原料端油菜籽的供给不足，抑制了油厂的压榨量，缓解了菜粕供给激增的压力，供给隐忧仍将继续支撑菜粕市场。

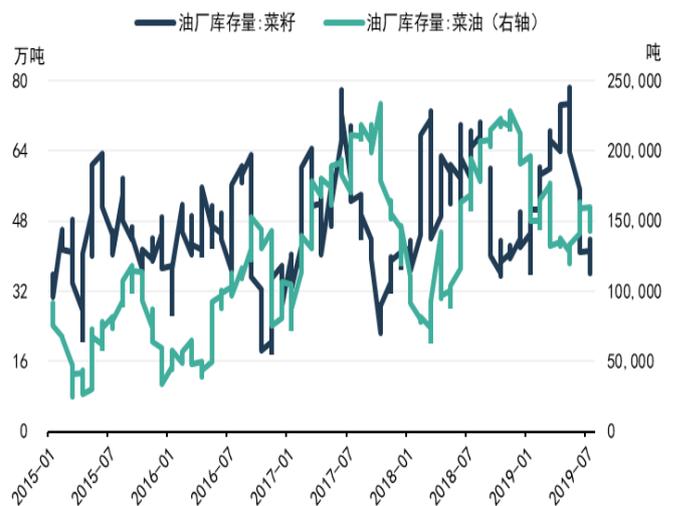
总体上，后续菜粕供给预期下降，但在豆粕和菜粕价差偏小，且水产养殖区持续大降雨的背景下，菜粕消费需求难有起色。

图 17 加拿大油菜籽产量增速趋降



数据来源：海关总署，前海期货

图 18 中国菜籽库逐步下滑

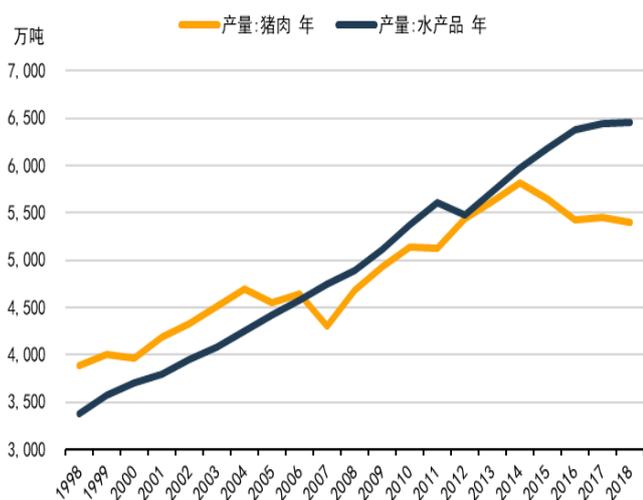


数据来源：wind 资讯，前海期货

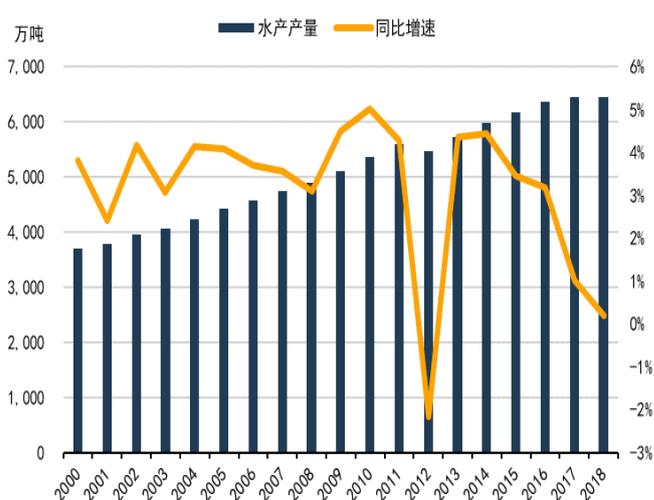
## （六）水产养殖行业“旺季不旺”

7 月水产养殖已经进入养殖旺季，但今年菜粕市场呈现出“旺季不旺”需求缩量格局。菜粕需求下降主要受豆粕和菜粕的价差偏小，抑制了菜粕的消费需求，水产饲料中菜粕的添加比例降至刚性需求，其他饲料配方中甚至出现零添加比例的极端情况。另一方面，南方多地区爆发大面积降雨，连续的降雨导致养殖鱼塘的水质、温度和盐度发生了变化，对鱼虾会有过激反应，加剧了鱼虾大面积发病甚至死亡的风险，水产养殖防疫难度加大也将明显的降低菜粕需求。

就在我国多地区持续遭受强降雨的负面影响下，近期菲律宾以东洋面上一个活跃的热带低压逐步形成今年第五号台风，且逐渐向我国东南沿海靠近。届时将对我国广西北部和中南部、浙江南部、福建西北部等地区带来暴雨或大暴雨。进入夏季，持续的降雨将导致水产养殖产能下降。此外，国家推出政策以加强绿色养殖、优化布局水产养殖生产、加大环保力度以及淘汰落后低效水产养殖等措施，一定程度上降低了菜粕消费需求。今年以来，我国南北水产养殖区出现了大规模的禁养，整治“脏乱差”产能低下的水产养殖场以减少海洋污染，以优先发展优质水产品 and 可持续发展生态环境为目标。水产养殖行业在减量增收、提质增效的背景下，该行业面临养殖布局和产业结构转型升级等挑战。在行业淘汰整合阶段，菜粕需求表现低迷。

**图 19 肉类消费持续向水产品倾斜**


数据来源：国家统计局，前海期货

**图 20 中国水产行业增速继续放缓**


数据来源：国家统计局，前海期货

### 三、全球油脂消费市场

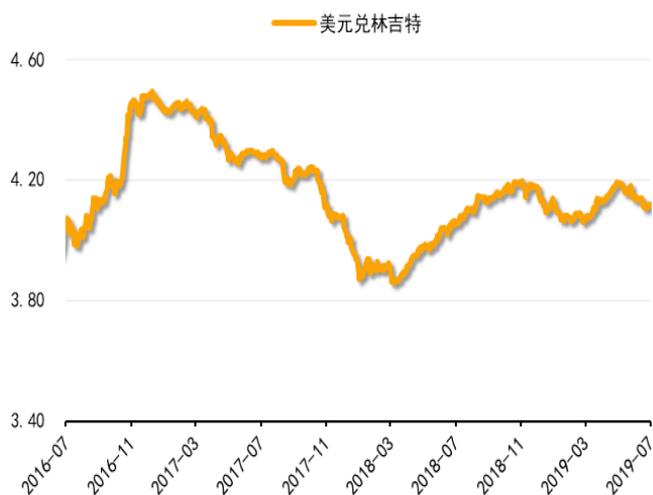
#### (一) 马棕油出口疲软，产量进入季节性恢复

马来西亚维持棕榈油出口零关税政策，加上马币汇率持续走弱且欧洲和中国需求向好，使得 5 月份马棕油出口量攀升至历史高位。但随着五月份提前透支棕榈油消费需求且马币走强，印度进口需求减少，导致 6 月份出口数据环比减少（见图 21）。据马来西亚船运调查机构 SGS 报告显示，马来西亚 6 月棕榈油出口 137.2 万吨，较上月的 168.8 万吨下滑了 18.7%。

进入 7 月初，原油和美国豆油价格持续走强，刺激了棕榈油市场看涨气氛，

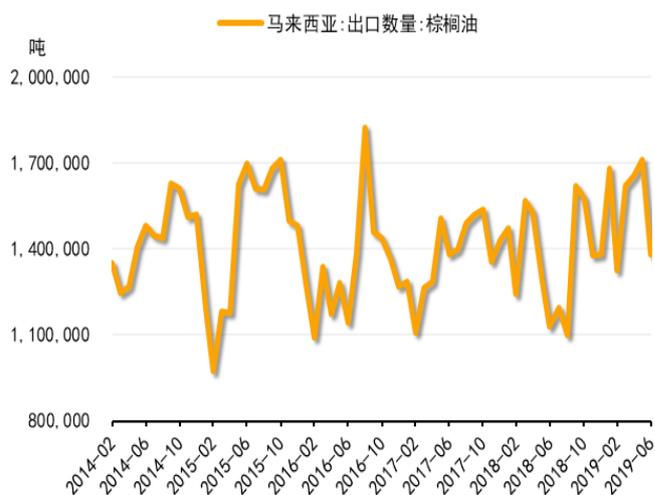
但马棕油价格的上涨并未利多市场需求，加上印度等主要进口国家植物油库存充足，马棕油走强降低了价格优势。据船运调查公司 SGS 马来西亚公司称，2019 年 7 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 115 万吨，比 6 月份同期减少 2%（见图 22）。可以看出，当马棕油价格处于相对低位时，有利于市场需求，而一旦马棕油价格随油价或豆油价格回升，则对马棕油出口形成压制。

图 21 马币汇率走低



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

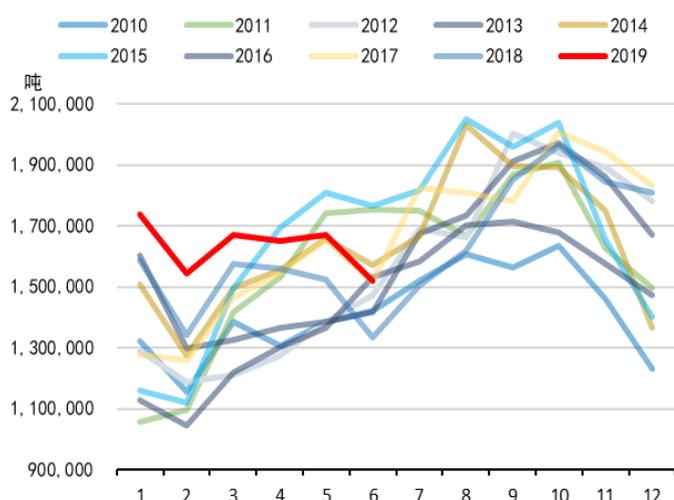
图 22 马棕油出口数据持续走弱



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

往年 6 月份，棕榈油产量明显下降主要受东南亚国家正值斋月假期，采摘棕榈油果数量随劳动力减少而减少。而进入 7 月份以后，假期结束，劳动力复工，马棕油产量将进入持续性增产至 10 月份左右。据南马棕果厂商公会 (SPPOMA) 发布的数据显示，7 月 1-20 日，棕榈油产量环比增加 15.08%，预计 7 月产量棕榈油产量上升至 167 万吨，环比上升 10% 左右（见图 23）。同时，马来西亚棕榈油局 (MPOB) 发布的报告显示，上半年马棕油产量共计为 979 万吨，高于去年同期的 890 万吨，预计马棕油全年总产量将达到 2000 万吨。因此，马棕油产量大幅大于出口数量，预计马来西亚棕榈油库存将重回至 250 万吨上方，而期末库存或增至 300 万吨（见图 24）。

图 23 马棕油周期性增产



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

图 24 马棕油库存仍处于历史同期高位



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

## （二）印尼与欧洲生物柴油引争议

去年年初，欧洲与印尼有关生物柴油课征反倾销税的争议，印尼已经赢得胜诉。这项反倾销税的裁定，使得印尼生物柴油重新进入欧洲市场。据印尼棕榈油协会数据显示，2019年5月份，印尼棕榈油出口为278.8万吨，同比增加19.5%（见图25），其中中国和欧洲是主要的进口国家；另外，印尼政府实施B20生物燃标准也拉动了生物柴油的用量，五月份棕榈油国内消费用量达到159.4万吨，同比增加了41.1%（见图26）。未来，印尼政府计划从2020年开始对交通工具实施B30柴油标准（B30即掺混30%生物燃料的柴油），预计B30掺混项目将帮助国内生物燃料消费增至1000万千升。

图 25 印尼棕油出口数据强劲



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

图 26 印尼棕榈油国内消费需求持续增长

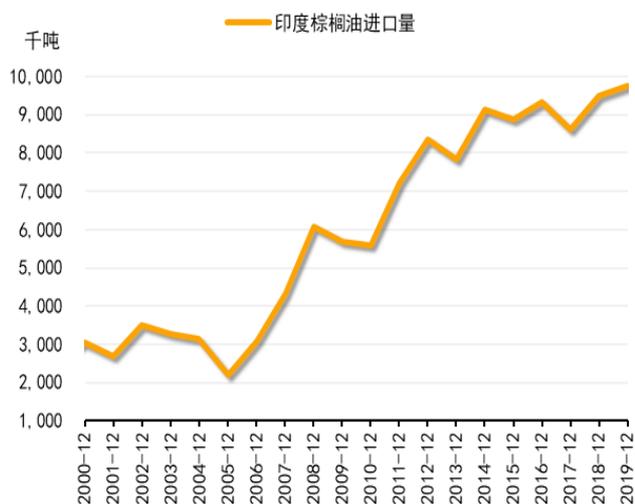


数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

### （三）印度油脂消费市场

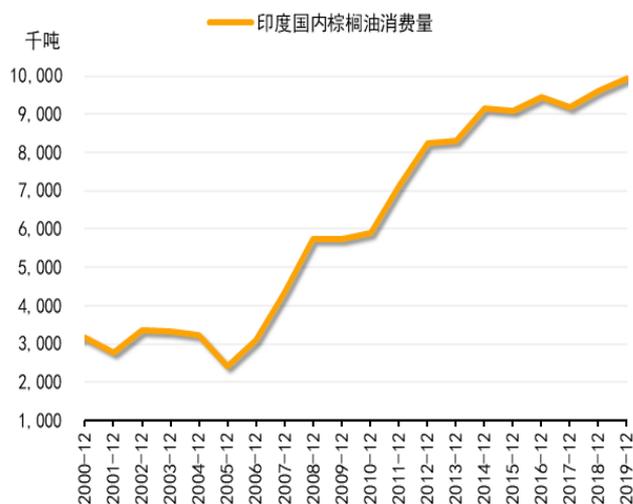
印度作为全球最大植物油进口国，2019 年 2 季度印度进口植物油 356 万吨，较去年同期的 371.5 万吨减少 15 万吨；其中棕榈油进口 217.5 万吨和去年同期 176 万吨增加 41.5 万吨（见图 27）。由于印度下调了精炼棕榈油的进口关税以及全球棕榈油价格维持低位，扩大了印度对棕榈油的购买量。同时，据美国农业部数据显示，2018/2019 年印度棕榈油进口量将上升至 1050 万吨，较去年同期的 860 万吨增长了 22%，而 2019/2020 年度将继续增加至 1075 万吨（见图 28）。

图 27 印度棕榈油进口量持续增加



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

图 28 印度棕榈油国内消费需求持续增长



数据来源：马来西亚棕榈油局，前海期货

### （四）中国油脂消费市场

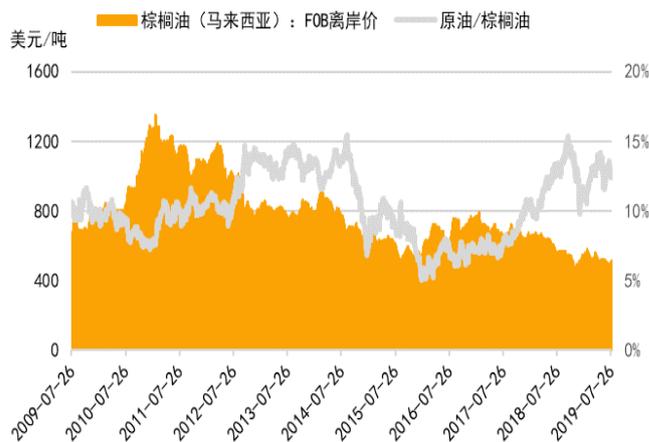
上半年豆棕和菜棕价差大幅走强较去年同期分别扩大了 250 元/吨和 1100 元/吨，且二季度价差有持续扩大的迹象（见图 29）。由于，豆油、菜油和棕榈油之间有很强的替代性，因此在豆油、菜油和棕榈油价差在极不平衡时将有利于替代品。受棕榈油价格持续走弱，突显出棕榈油价格优势，替代其他油脂品种的性价比显现。另一方面，国际油价止跌回升，同样有利于生物柴油的市场需求，拉升了油价和棕榈油的比价（见图 30）。

图 29 豆棕和菜棕价差偏高



数据来源：WIND 资讯，前海期货

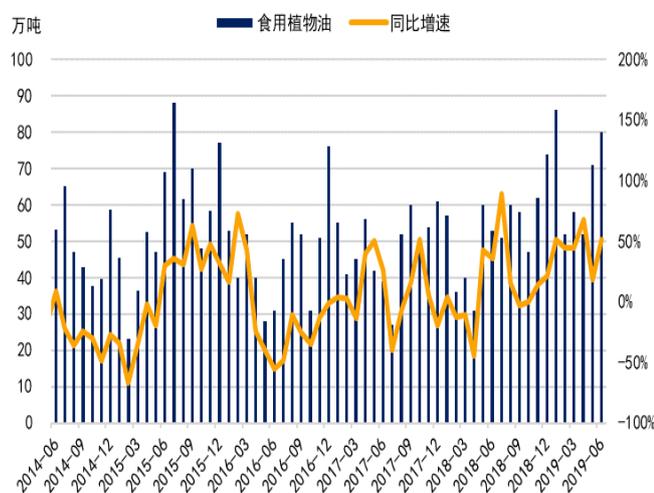
图 30 国际油价和棕榈油比价走强



数据来源：WIND 资讯，前海期货

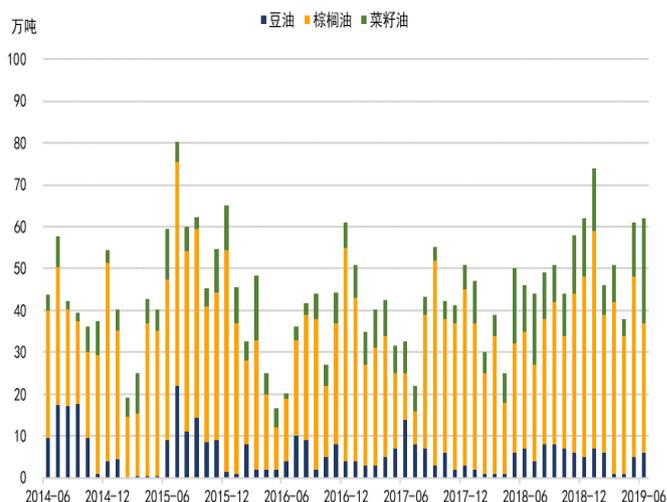
进口方面：2019 年 6 月份中国食物植物油进口量为 80 万吨，较去年同期增加了 50.1%，较三年均值增加了 39.5%。1-6 月份累计进口 399 万吨，同比增加 44%。其中豆油 26 万吨、菜油 73 万吨、棕榈油 233 万吨，三大油脂的进口量仍维持偏高水平（见图 31）。值得注意的是，豆油累计进口量同比增加 44.4%、菜油累计进口量同比增加 30.4%、棕榈油累计进口量同比增加 42.3%（见图 32）。整体来看，伴随着菜棕价差偏高，棕榈油对菜油的替代更加明显，从而刺激了棕榈油的消费量，预计在第三季度菜棕价差将逐渐缩小。

图 31 食用植物油进口维持高增速



数据来源：海关总署，前海期货

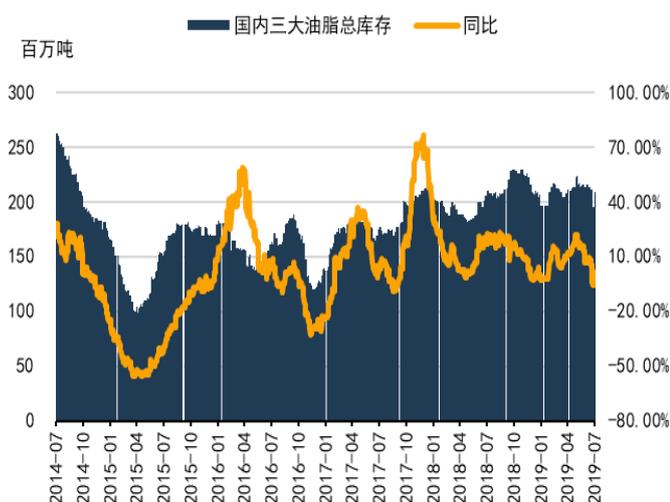
图 32 棕榈油进口占比扩大



数据来源：海关总署，前海期货

油脂库存方面：国内三大油脂库存变化不大仍处于同期偏高水平，三大油脂库存量约为 210 万吨，同比增加了 1.1%，高于三年平均水平（见图 33）。棕榈油方面，全国港口棕榈油库存总量为 66.3 万吨，较去年同期 51.5 万吨，同比增加了 28.7%。虽然 5 月以来国内棕榈油库存逐渐下降，但仍处于历史同期高位。豆油方面，全国港口豆油库存总量为 128 万吨，较去年同期 135 万吨，同比下降了 5.5%，三年均值为 123.5 万吨增加了 3.6%（见图 34）。菜籽油方面，菜油油厂库存为 14.3 万吨，较去年同期减少了 36.3%，三年均值低了 9.5%。另一方面，8-10 月份美国和南美大豆集中到港，8 月份预估到港量为 910 万吨，9 月份到港预估 930 万吨，10 月份初步预估为 880 万吨。国内大豆供给充足，届时油厂开工率将逐步上升，豆油产量增加将进一步推升豆油库存上升，显示出国内油脂总库存消化仍需时间。

图 33 国内三大油脂总库存高于同期水平



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 34 棕榈油库存降速趋缓



数据来源：wind 资讯，前海期货

中美经贸风险：近期，中美双方正在落实两国元首在大阪峰会期间会晤达成的共识。7 月 21 日，新华社发文称，中国企业可以根据国内的市场需求，向美国农产品贸易商就新订单询价。另外，7 月 28 日新华社报道证实，6 月底至今，中国企业已经采购了数百万吨美国大豆。同时，中国向五家企业豁免了进口美国大豆 25% 的关税，豁免关税的进口量为 300 万吨。此外有报道称，已有企业买入 9 月份以后若干船的美国大豆，以及有中国私企购买了美国大豆，这也是自去年 7 月份中国对美国大豆加征 25% 关税后，中国私企首次采购美国大豆，此前仅有国企进行政策性采购美国大豆。中方再度购买美国大豆向市场释

放出中美贸易关系缓解的积极信号，中美双方决定 7 月 30-31 日在上海举行面对面贸易磋商。市场聚焦在第十二轮中美贸易磋商会议上，一旦贸易谈判进展顺利，不排除中方将全面或部分取消美国农产品进口关税，届时国内大豆供给将大幅增加，预计国内豆油供给将十分充裕这也是极大的限制了棕榈油价格反弹高度的另外一个重要因素。

#### 四、策略推荐

##### (一) 跨品种套利策略：做多豆菜粕价差

当前，豆粕和菜粕主力合约的价差维持在 400 元/吨附近，现货价差在 320 元/吨，处于 7 年来的同期最低水平（见图 35）。豆菜粕价差偏小，菜粕用量被豆粕、杂粕等大量替代，以至于菜粕在饲料添加比例降至刚性水平，而豆粕添加比例则上升至极值。因此，菜粕尚不具备价格优势，且其走势将部分受制于豆粕，豆菜粕价差存在回归需求

综上所述，目前菜粕价格强于豆粕主要受加拿大菜籽供给影响。而一旦供应风险缓解，库存高企将打压菜粕价格。反观豆粕方面，美豆减产预期升温及豆粕替代效应明显对豆粕市场构成支撑。

图 35 豆菜粕库存比降至低位



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 36 豆菜粕价差处于历史低位



数据来源：wind 资讯，前海期货

## （二）跨品种套利策略：做多豆油和豆粕油粕比

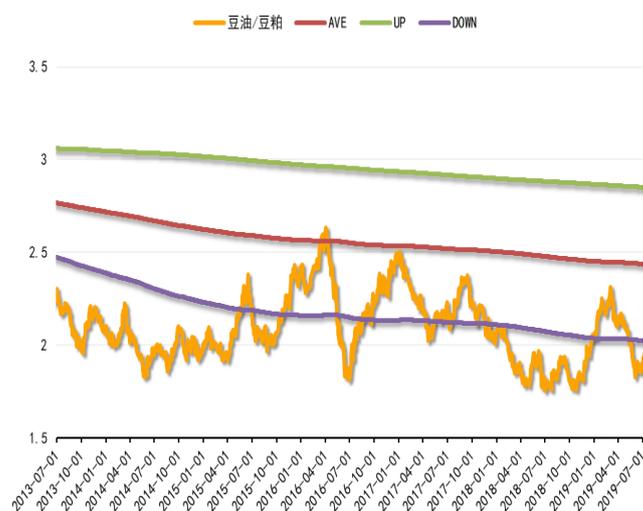
通常情况下油粕比的中值应在 3 倍左右，合理区间在 2.4-3.3 倍之间。而当前，豆油和豆粕主力合约的油粕比在 2 倍左右，该数值处于同期偏低水平（见图 38）。从基本面来看，美豆播种进度缓慢，产量存在减产可能性，但是南美大豆丰产及美国陈豆库存高企，而猪瘟制约了豆粕饲料需求，豆粕走势预期难乐观。反观，国内油厂利润尚可，市场需求向好，豆油库存逐渐下降，随着后续进口大豆集中到港，届时油厂开工率回升，豆粕供给量将上升，在豆粕需求不佳的前提下，豆粕价格或将继续走低。同时，油厂的豆油销售利润好于豆粕，油厂挺油意愿强烈，预计油粕比降扩大至合理区间。

图 37 豆粕库存稳步上升



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 38 油粕比低位横盘整理



数据来源：wind 资讯，前海期货

## （三）跨品种套利策略：卖豆油买棕榈油

由于棕榈油与豆油等植物油之间有很强的替代性，棕榈油和豆油的价格呈现出高度相关性，而一旦二者间的价差趋于不平衡时，将有利于替代品的消费需求。通常，二者间的价差维持在 500-2000 元/吨，价差均值在 1000，而近期豆油和棕榈油价差维持在 1200 元/吨（见图 39）。

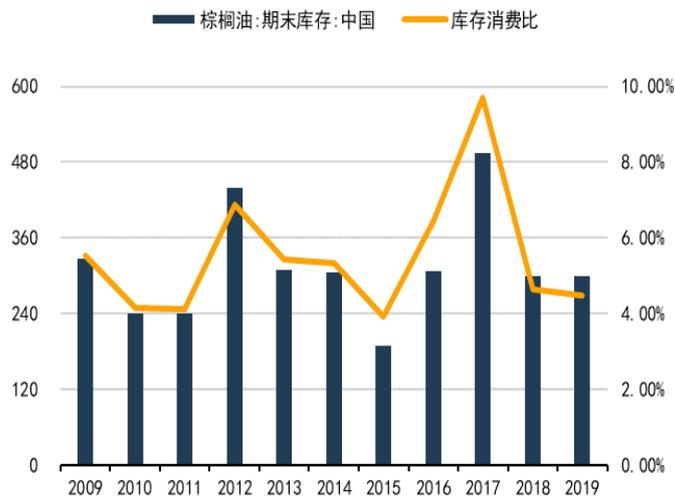
后续随着天气升温更有利于棕榈油消费，而第三季度进口大豆供给激增，油厂开工率回升，豆油供给量增加对豆油价格构成压力，预计豆油和棕榈油价差将缩小。

图 39 豆油棕油价差高于均值



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 40 棕榈油库存下降至合理区间



数据来源：USDA，前海期货

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net>

