

国信期货 2 队大商所十大投研团队评选报告

油脂油料

豆粕：暂难形成合力 结构性机会为先

2020 年 9 月 2 日

大豆方面，美豆方面，美豆单产高企已然成为大概率事件，但因 8 月中旬以来的干旱天气影响，单产有小幅下调的可能。美豆需求主要看出口，中美关系仍对美豆出口有影响，但市场越发理性。美豆去库存周期仍将持续，多寡需看出口增减情况。短期 CBOT 大豆波动区间在 850-980 之间，美元指数回落让美豆价格或受支撑，整体美豆进入震荡偏强格局。国内进口大豆在 9 月后进入季节性下降期，供应压力有所缓解，加之美豆偏强，从成本角度也会对进口豆形成提振；国产大豆目前仍拍卖保障，供应不缺，后期随着新豆上市，有望兑现季节性收获压力。

豆粕方面，国内豆粕 9 月或呈现先抑后扬走势，月初市场依旧处于高库存的压力下，但随着进口大豆到港量的下降，国内豆粕供给 9 月或出现拐点，库存 8 月创新高后开始回落。国内养殖需求，禽类稳中有增，但增幅有限，水产养殖进入高峰期，生猪或在 10 月份全面进入复苏期。豆粕短期基差或疲软，9 月以后有增强的可能。豆粕期货整体呈现震荡偏强格局，下方空间有限，上行仍需等待美豆及国内供需格局的转变。

油脂方面，国际油脂市场，美豆油依旧受到出口和生物柴油消费的支撑，其库存压力大大缓解，尤其是进入减产周期末端，美豆油或将得到较大支撑。目前国际棕榈油市场进入增产周期，无论是马来西亚棕榈油、还是印尼棕榈油产量进入增产局面，未来出口、生物柴油消费成为影响马来、印尼走势的关键，由于目前这两大主产国棕榈油库存相对处于低位，这对价格有一定支撑，后期价格能否延续涨势，需求成为关键。整体而言，马棕油市场进入牛市尾声，上涨空间变窄。9 月国内油脂市场进入累库阶段，三大油脂库存或均有增加，但是增加的节奏差异化明显。9 月三大油脂继续上行空间有限，高位震荡加剧，市场波动加大。

团队：国信期货 2 队

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

可选交易操作：

- 1、做空 01 月 Y/M 比价：建仓区间 [2.2, 2.3]；止盈区间 [1.9, 2]，止损区间 [2.3, 2.4]
- 2、做空 01 月 A-B 价差：建仓区间 [950, 1050]，止盈区间 [600, 700]，止损区间 [1050, 1150]
- 3、Y01 月阶段性反套：建仓区间 [140, 150]，止盈区间 [0, 50]，止损区间 [150, 180]
- 4、M01 合约震荡交易：M2101 合约参考 2850-3150 元区间交易。
- 5、油脂区间操作：Y2101 合约参考 6200-6800 区间操作；P2101 参考 5400-6000 区间操作。
- 6、使用期权进行 Gamma Scalping 交易，主要获取实际波动率与隐含波动率差值带来的损益，次要获取对冲频率调整带来的方向性 delta 损益。

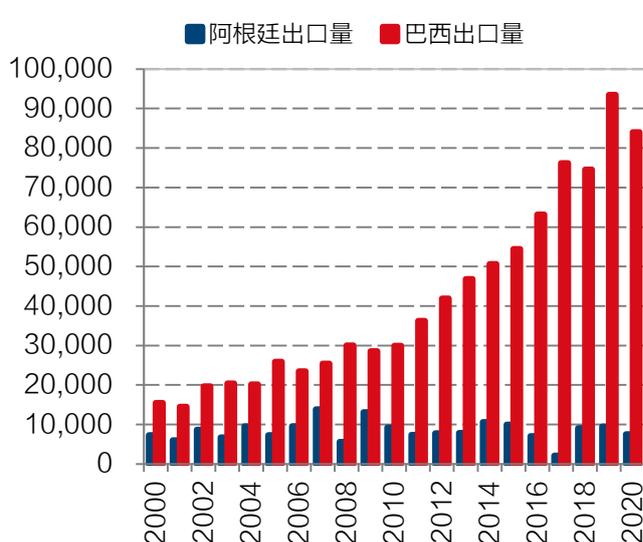
第一部分 大豆及蛋白粕市场的关键因素分析

一、巴西可供大豆骤降 库存仍有下调预期

USDA最新预估2020年8月底巴西大豆库存在1910万吨（上年同期3275万吨），阿根廷大豆库存在2570万吨（上年同期为2889万吨）。可见目前南美大豆库存下降较为明显。USDA预估2020/21年度巴西大豆出口在8400万吨（上年同期9350万吨），阿根廷大豆出口750万吨（上年同期950万吨）。从巴西的出口的来看，按照巴西植物油行业协会（ABIOME）每月出口来看，2019年9月-2020年7月累计出口8764.5万吨，8月份只要出口585.5万吨即可。巴西全国谷物出口商协会（Anec）近期将巴西大豆8月出口量预估从前期的672万吨下调至648万吨。可见巴西大豆库存仍有下调可能。

图：南美库存

图：南美出口量



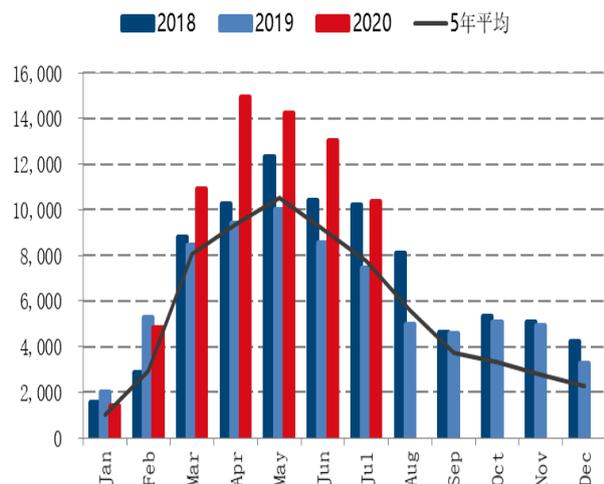
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

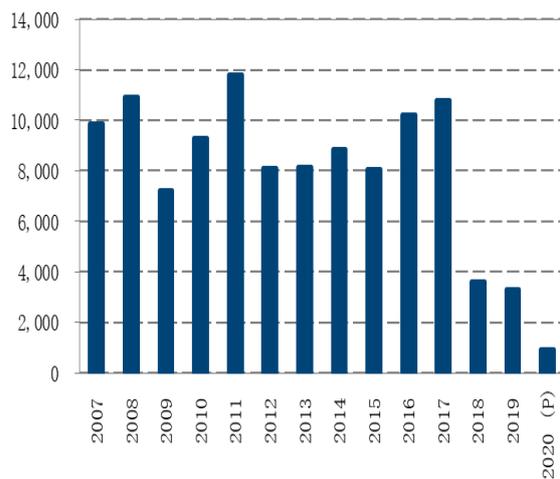
按照巴西植物油行业协会（ABIOME）的数据显示，历年8-12月月均国内消费在135-150万吨，ABIOME预计12月底，巴西的大豆库存仅为91万吨（上年同期为331万吨）。那么巴西大豆9-12月份可出口量月均也就在250-300万吨左右。年底巴西从阿根廷进口大豆的概率加大。

图：巴西大豆单月出口量

图：巴西大豆日历年度库存



数据来源: ABIOVE 国信期货



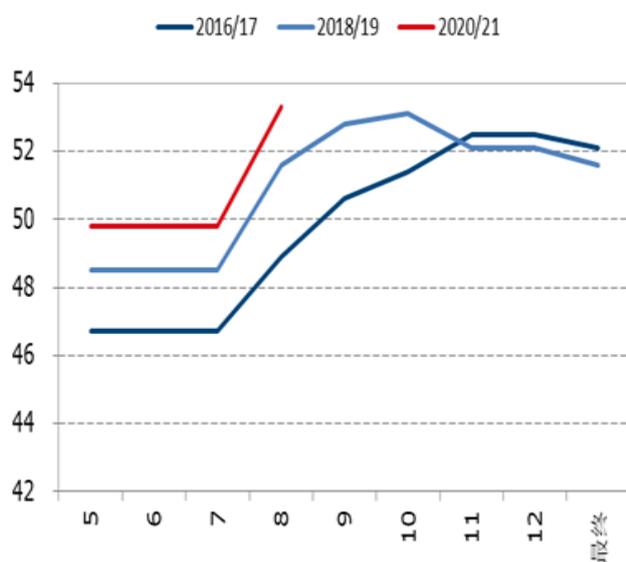
数据来源: ABIOVE 国信期货

二、美豆单产高企突出 但仍有下调预期

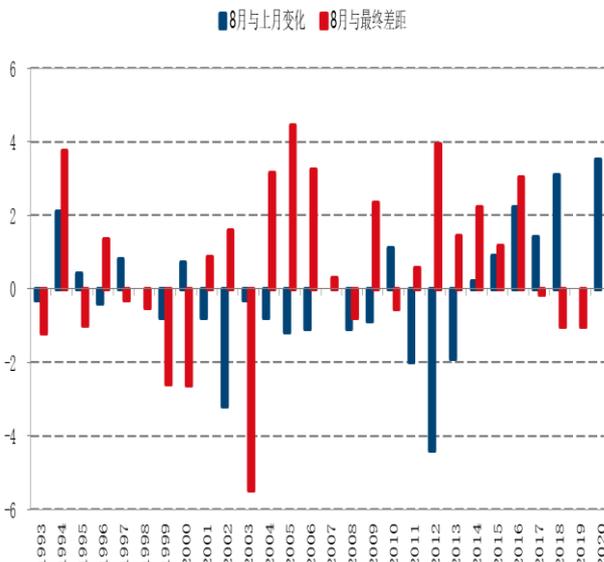
从供给来看,USDA把新年度美豆单产直接从49.8蒲/英亩上调至53.3蒲/英亩,上调幅度高达3.5蒲/英亩,创近年来最高上调幅度,此前市场预估是51.3蒲。今年无论是优良率走势还是单产上调的节奏均与2016、2018年颇为相同。如果说比照历史同期相似性来看,2016、2018年9、10月单产仍继续提高,但最后才进行下调。从历史来看,8月单产预估大增,最终单产一定小于8月概率较大,除了2016年以外。

图: 相似年度月度单产走势

图: 8月单产与最终单产差距



数据来源: USDA 国信期货

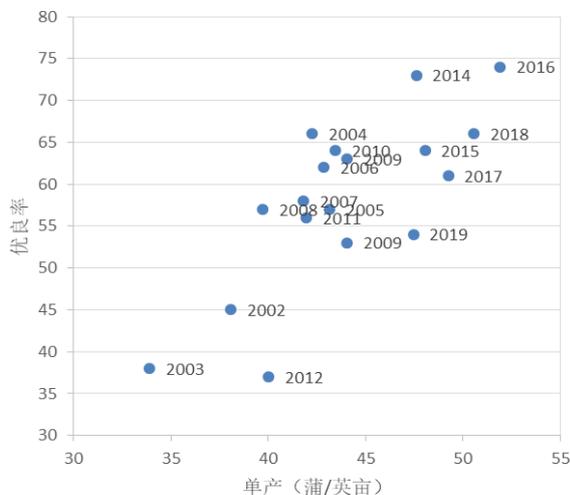


数据来源: USDA 国信期货

不过值得注意的是,现在转基因技术的提高,使得美豆单产一段时间就会上一个台阶。2002-2003年单产的波动区间在30-40蒲式耳/英亩,2004-2010年单产的波动区间在40-45蒲式耳/英亩,2011-2017年单产的波动区间在45-50蒲式耳/英亩。2018年以后美豆单产进入50蒲式耳/英亩以上区间,可见一般每隔6年

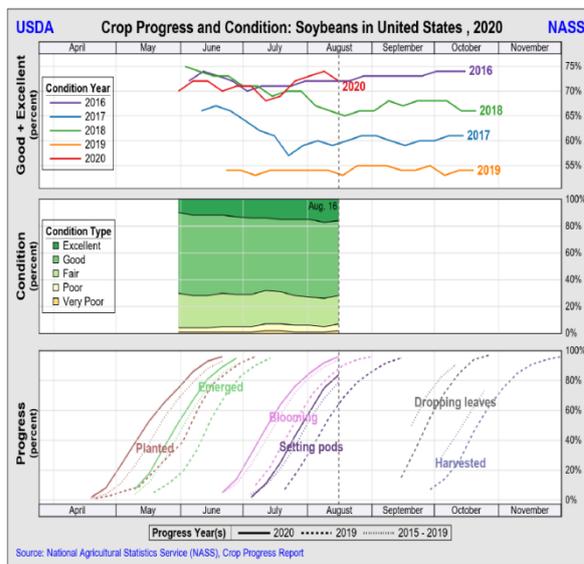
左右的时间，美国大豆转基因技术就发生更新迭代，单产就上一个台阶。

图：美豆优良率与单产对比



数据来源：USDA 国信期货

图：美豆播种进度

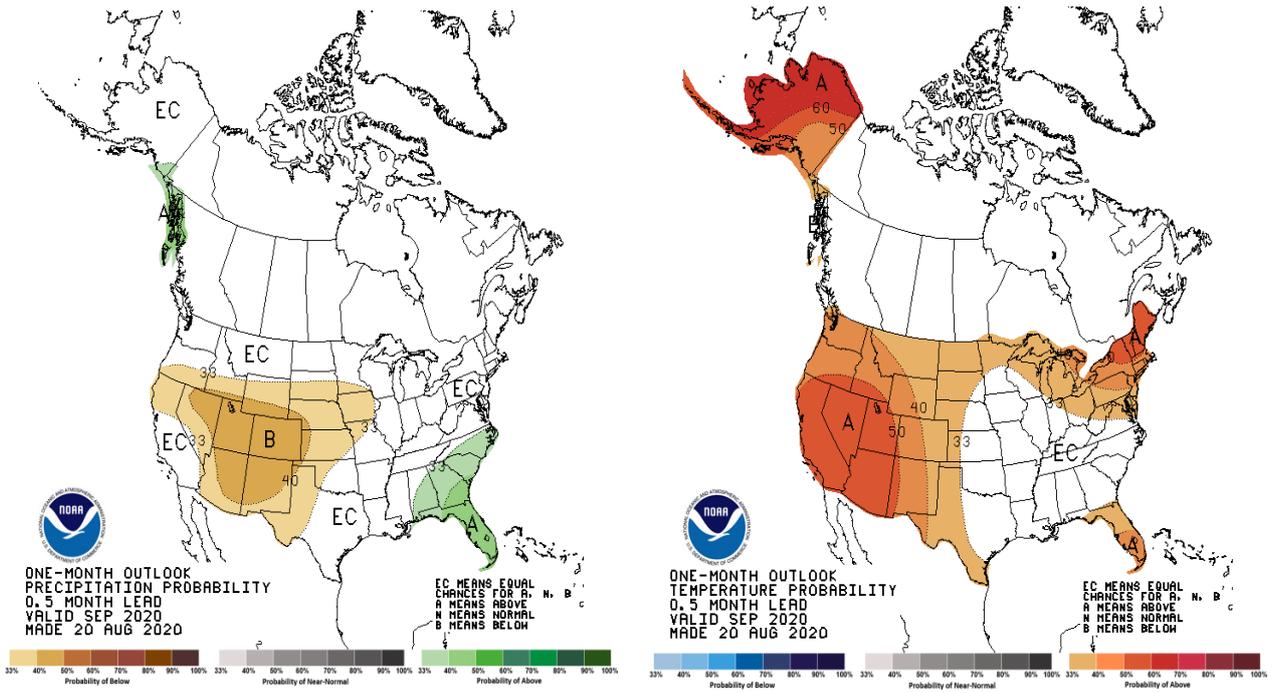


数据来源：USDA 国信期货

从最新的生长报告来看：截至8月24日，美国大豆优良率为69%，低于一周前的72%，上年同期为55%。优良率开始有所下降。进入8月中旬以后，似乎前期完美的天气出现了一定的瑕疵，先是中西部的谷物地带遭遇强风暴，爱荷华州农田受到一定影响，目前已经开始进行灾情调查。最终受灾情况可能在9月报告中有所体现。其次是未来一个月美国产区天气或将进入高温少雨的气候中。从未来一个月天气来看，衣阿华，伊利诺伊、印第安纳、俄亥俄州、密苏里等州均没有有效降雨。这对灌浆结荚期的大豆生长略有不利。未来一个月美国温度普遍增加，气温是比同期高出50%左右。目前Pro Farmer作物巡查已经结束，从调研的情况来看，Pro Farmer预计，2020年美国大豆平均单产为52.5蒲/英亩，产量将达到创纪录的43.62亿蒲，但低于美国农业部8月份供需报告中 53.3 蒲/英亩的单产预估以及 44.25亿蒲的产量预估值。可见未来单产仍有调整的空间。

图：美豆未来30天降雨量

图：美豆未来30天气温



数据来源：USDA国信期货

数据来源：USDA 国信期货

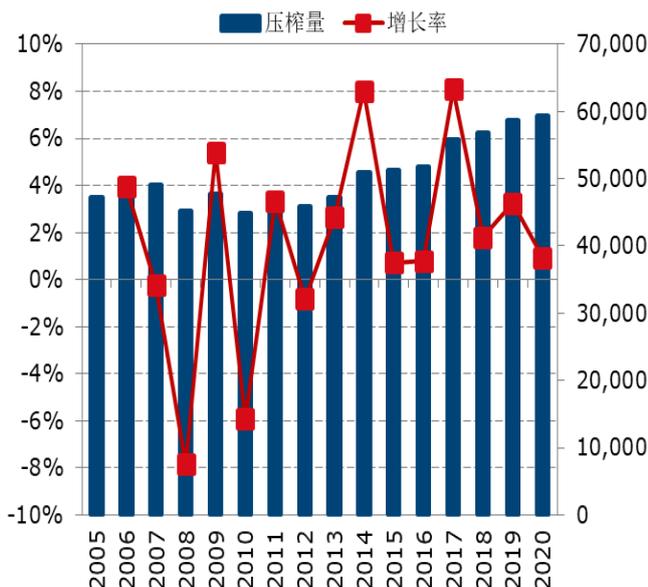
总的来看，美豆单产高企已然成为大概率事件。目前美豆进入生长关键期，由于未来一个月美国产区天气高温少雨，这或将对美豆灌浆结荚有一定的影响。单产有小幅下调的可能。

三、美豆压榨上调空间有限 贸易格局发生逆转

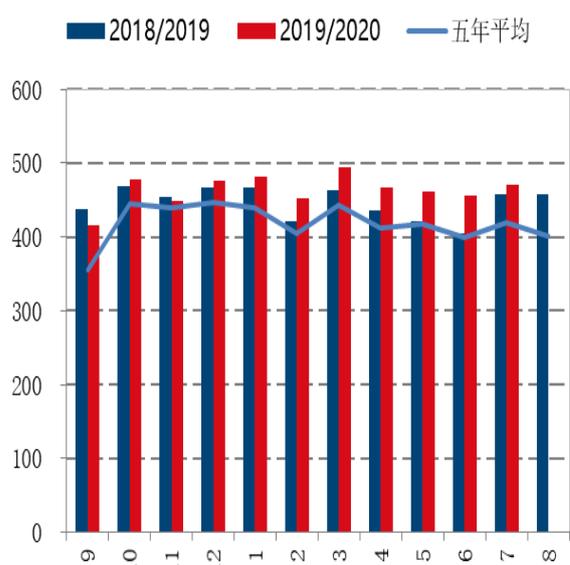
2019/20年度USDA从6月份开始逐步上调年度压榨，不断刷新历史记录从5783万吨调至5879万吨，主要是由于巴西豆油出口大幅下降，阿根廷因关税问题豆粕、豆油出口也受阻。这使得美豆油出口消费大增，进而提振了美豆的压榨。尽管美豆压榨利润低于往年水平，但是美豆压榨量却大幅增加。按照NOPA压榨报告来看，2019年9月-2020年7月，累计压榨量在5096万吨，比上年同期4895万吨增加201万吨，本年度月均压榨量在463万吨。如果想要完成USDA的预估，剩余1月的压榨量要在489万吨左右，往年同期仅为450万吨，要月增加39万吨的压榨量，可见美豆压榨能否实现高增长仍需检验。

图：美国压榨量年度对比

图：美国压榨量月度对比



数据来源: USDA 国信期货

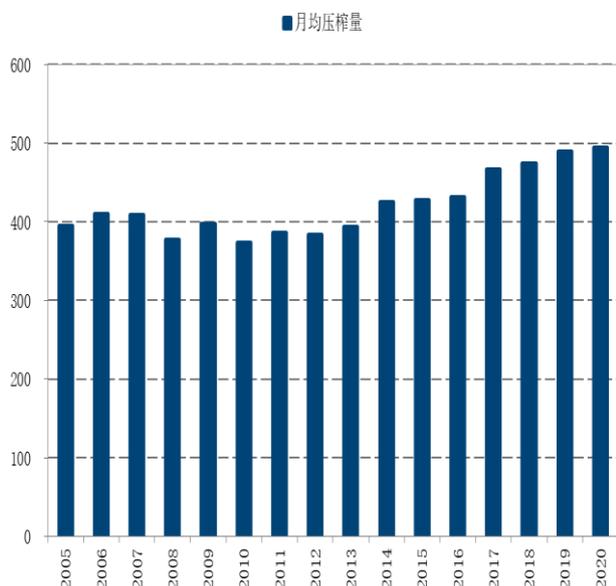


数据来源: NOPA 国信期货

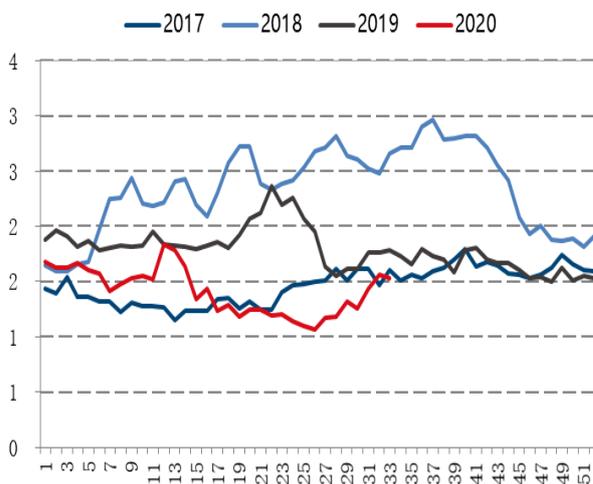
最新供需报告显示, USDA将20/21年度美豆压榨继续从上调至5933万吨, 比上年同期增加54万吨, 美豆压榨量再创新高, 月均压榨量高达494万吨, 比上年度增加5万吨/月。值得思考的是, 20/21年度, 巴西豆油出口将明显恢复, 那么上年度被挤占的巴西豆油的出口可能从美国回流到巴西, 美豆新年度压榨还能一如既往的创新高? 后期美豆压榨继续调增的概率不大, 下调的概率更大一些。

图: 美国压榨量年度对比

图: 美国压榨利润对比



数据来源: USDA 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

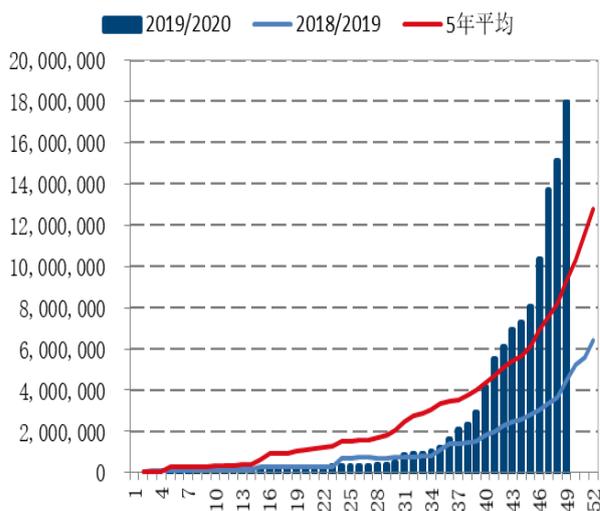
出口方面, USDA 报告预估 2020/21 年度美豆出口为 5783 万吨, 同比上年的 4490 万吨增加了 1293 万吨。从周度出口数据来看, 下年度未装船数量创历史新高, 截止到 8 月 10 日, 美国下年底未装船数量达到 1797 万吨, 去年同期仅为 450 万吨。

图：美豆出口量



数据来源：USDA 国信期货

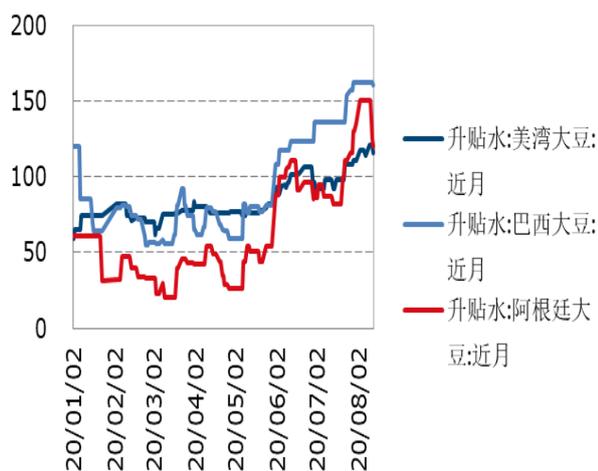
图：美豆下年度累计出口



数据来源：USDA 国信期货

从7月份以来，中国开始不断增加采购美豆，一方面来看，随着巴西大豆减少，其升贴水大幅飙升，这使得美豆的价格优势凸显。10月船期美湾大豆到港在3300元/吨，美西到港在3280元/吨。巴西大豆到港则需要3360元/吨。正因为如此，USDA在8月报告中主要贸易国进出口的增减量有明显的变化，巴西、阿根廷出口的降幅加上中国出口的增加，约等于美豆出口的增加数量。可见USDA预估，20/21年度，国际大豆贸易流向发生较大变化，中国采购或将回归到美国市场上。尽管目前中美贸易关系仍存在诸多不确定因素，在谈而不崩的大背景下，在南美大豆上市前，美豆依然是中国采购的首选。

图：美国、南美大豆升贴水



数据来源：WIND 国信期货

图：大豆贸易国进出口量调整

年度	出口国			进口国
	美国	巴西	阿根廷	中国
2019/20	4490	9350	950	9800
2020/21	5783	8400	750	9900
增减	1293	-950	-200	100

数据来源：USDA 国信期货

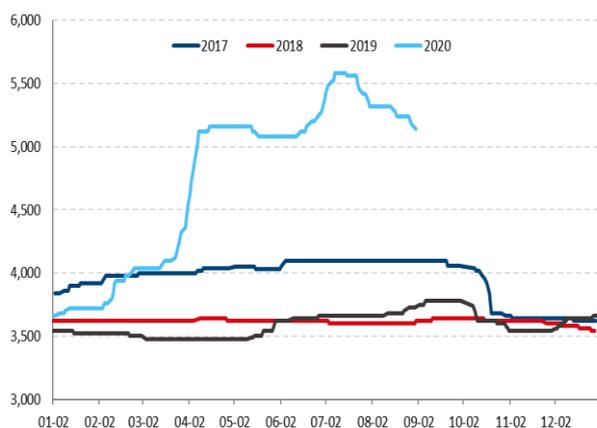
总的来看，美豆20/21年度丰产预期已经消化，高单产市场已经普遍认同，由于未来美豆产区遭遇高温少雨，单产后期下调或有小幅下调的可能。美豆消费主要看出口，压榨变化有限。中美关系仍对美豆出

口有影响，但市场越发理性。美豆去库存周期仍将持续，库存增减多寡需看出口情况。美豆成本在900-920美分一线，美豆市场很少有长期维持在成本以下的局面。短期CBOT大豆波动区间在850-920之间。美元指数回落让美豆价格或受支撑。市场未来能否突破区间，主要看天气和出口是否会发生异常情况，整体美豆进入震荡偏强格局。

三、国产豆供应偏紧格局趋于缓和 进口大豆进入季节性下降期

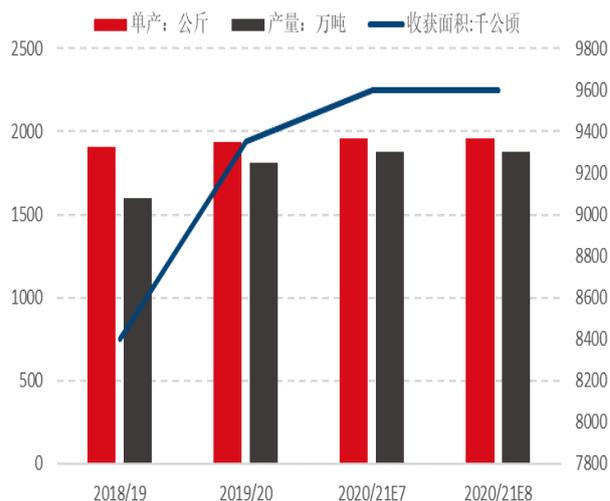
7月下旬月以来，国产大豆价格连续回落，整体市场情绪降温，主要是俄豆及国内大豆拍卖不断补充供应，使得国产大豆供应偏紧的格局趋于缓和。根据天下粮仓的统计，8月以来各主体就进行了21轮大豆拍卖，其中国产大豆拍卖了11轮，累计投放57万吨，成交24万吨，成交率仅72.78%。从国内大豆拍卖节奏来看，国内大豆拍卖或延续到9月中，而此时离国产新豆供应上市不远。根据国家农业农村部的预估，2020/21年国产大豆面积在960万公顷，较上年略有增加，使得产量达到1882万吨，较2019/20年增加72万吨，国内新豆供应增加。由于本季国产大豆现货价格高企，无论与非转基因的俄豆及还是进口转基因大豆来对比，价差都处于偏高水平，从季节性来看，国内食品豆价格一般从9月下旬开始下跌，因此，预计随着新豆上市这种高估状态都逐步得到修正。

图：哈尔滨国产食品豆价格



数据来源：天下粮仓 国信期货

图：国产大豆产量预估

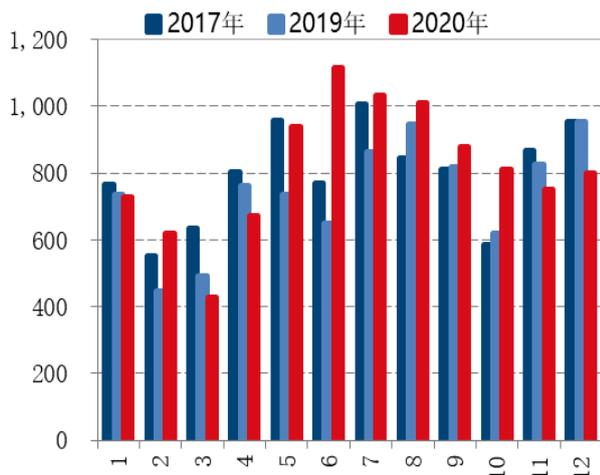


数据来源：WIND 国信期货

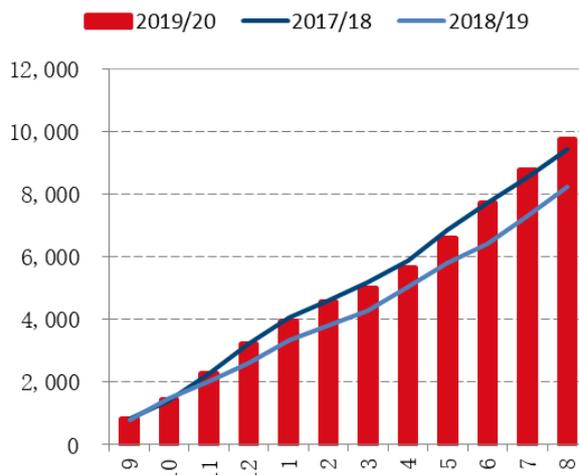
进口豆方面，天下粮仓预估，2020年8月份国内各港口进口大豆预报到港158船1035.8万吨，9月初步预估890万吨，10月份初步预估820万吨，11月到港量初步预估800万吨，12月初步预估810万吨。按此前海关总署数据及后期到港预估量，预计2019/2020年度（2019年9月至2020年8月）中国进口大豆量将达到9790万吨，与USDA预估相似，远高于国家粮油信息中心的9650万吨的水平。目前因泊位紧张延迟大豆卸货导致目前大豆到港量低于市场预期。从目前来看，8月份国内大豆到港量依然处于高位，9月到港量预期出现拐点，装卸延误会不会让9月份的拐点延后出现，需要在9月份关注港口大豆装卸情况。

图：大豆进口量

图：大豆年度累计进口量



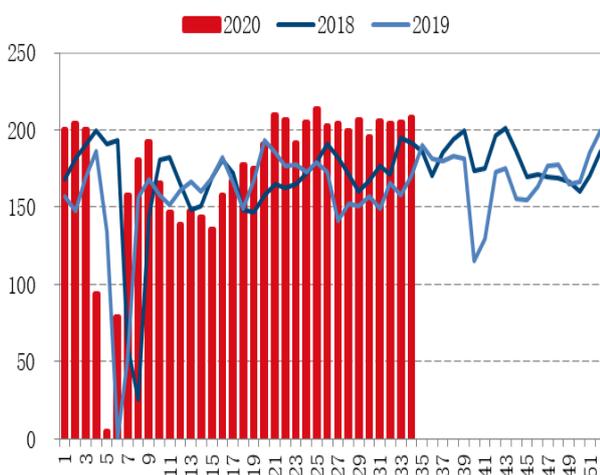
数据来源：天下粮仓 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

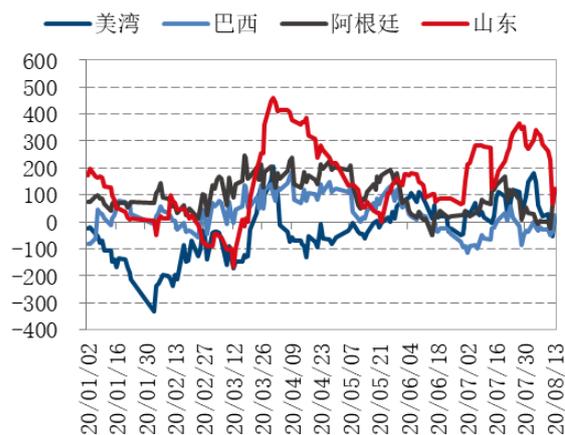
五、豆粕供给面临拐点 库存或冲高回落

图：大豆单周压榨量



数据来源：天下粮仓 国信期货

图：大豆压榨利润

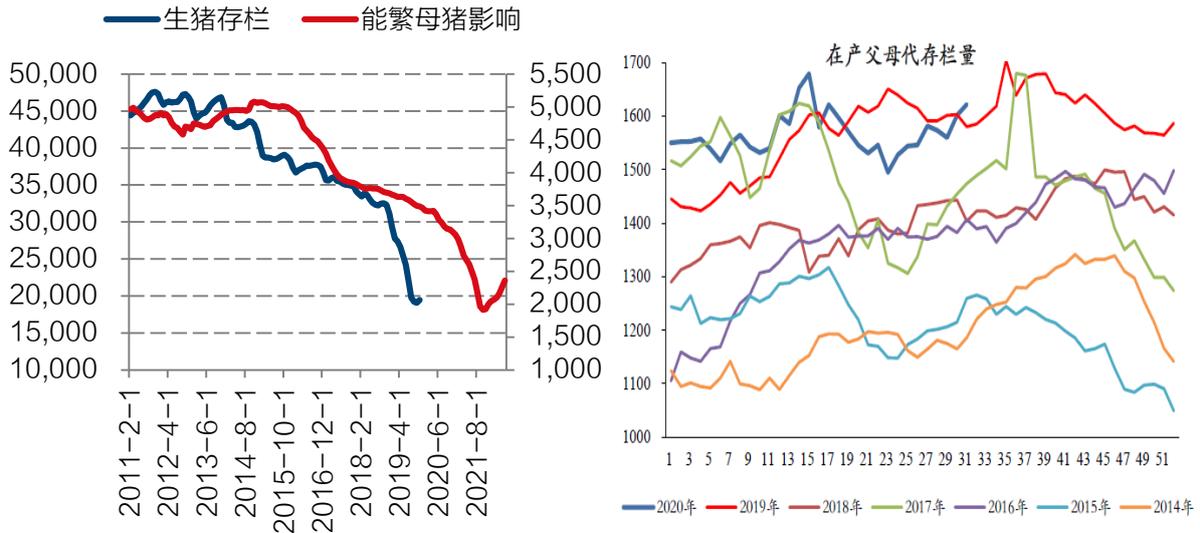


数据来源：WIND 国信期货

目前国内压榨利润尽管较前期略有下滑，但整体依然处于有利可图局面中。国家粮油信息中心监测显示，美湾大豆9月船期对大商所1月合约压榨利润70元/吨，巴西大豆9月船期对大商所1月合约压榨利润-35元/吨。目前国内部分地区豆粕库存已经接近上限，库存压力增加，催提明显，整体开工率较前期会有所下降。但整个8月份大豆单周压榨量均保持在200万吨上下。按照进口大豆折算豆粕供给来看，9月份大豆单周压榨量将开始回落。9月份豆粕产量或下降，单周压榨量也将回落至180万吨平均水平上。9月豆粕供给或将出现拐点。

图：能繁母猪存栏量对比

图：在产父母代存栏量



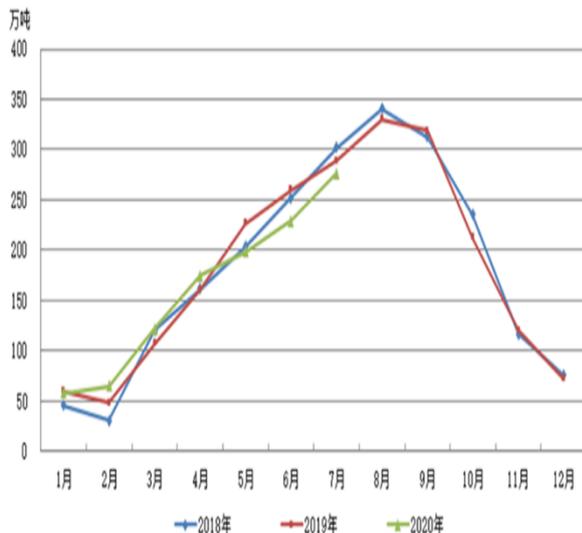
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：WIND 国信期货

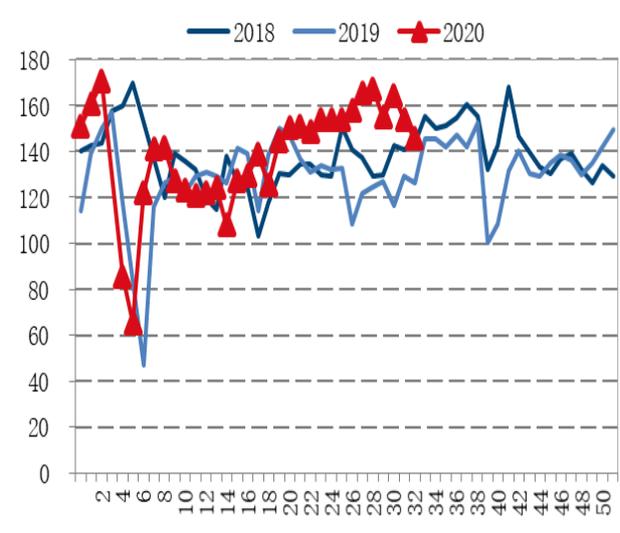
消费来看，2020年7月国内饲料总产量2190万吨，环比增长7.3%，同比增长16.0%。其中7月份猪饲料产量701万吨，环比增长10.3%，同比增长36.8%，连续2个月同比增长。其中，母猪饲料同比增长77.8%。可见国内整体养殖业正在复苏。对于后期养殖业走势，从生猪存栏来看，由于7月份南方高强度降雨导致部分地区非洲猪瘟有散点式爆发情况，河南、四川、广东等地南方代表性的生猪养殖大省生猪出栏均重持续下降。养殖户恐慌情绪明显，抛售力度加大。从7月饲料明细可以看出，仔猪料和母猪料增幅明年，而育肥猪增幅有限。来自于某券商的预估，9月能繁存栏母猪年化猪肉产能同比降幅将进一步扩大至38.07%，为全年最低。预计随着10月生猪实际产能逐月环比增长，同比降幅收窄。从目前生猪的年龄结构来看也较为相符，短期生猪养殖饲料需求可能减弱，需求增加幅度明显或将要等到10月份。

图：水产饲料季节性走势

图：豆粕周度消费量



数据来源：天下粮仓 国信期货



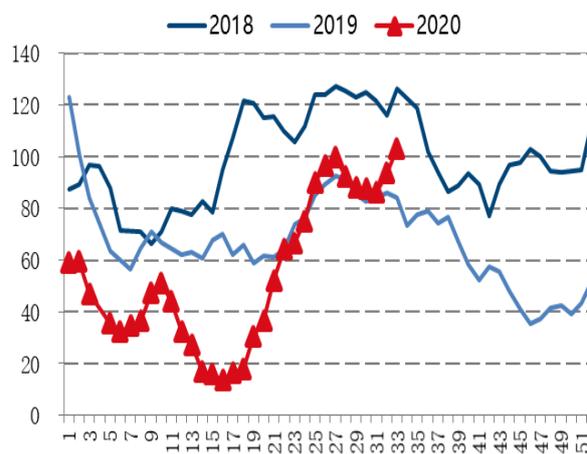
数据来源：天下粮仓 国信期货

国内肉蛋禽类养殖利润从5月份的大幅亏损出现了明显的好转，817肉杂鸡以及毛鸡基本上都有了一定

的利润。养殖积极性也所有恢复。由于去年国内生猪遭遇猪肉，禽肉大规模增产扩产，国内父母代，祖代鸡均处于2014年以来同期偏高水平。由于目前国内生猪养殖仍处于恢复期，肉类供应缺口仍存在，加之猪肉价格保持高位，因此禽类价格仍有支撑，因此国内禽类养殖依旧保持高位运行，但是增幅可能不大。短期在饲料占比中依旧处于领先的位置。一般而言，8、9月份是水产饲料需求的旺季，由于豆粕价差有利于豆粕的配比，因此9月豆粕在水产饲料中需求依然保持增加的局面。

图：豆粕产消库存对比

图：豆粕库存对比



数据来源：天下粮仓 国信期货

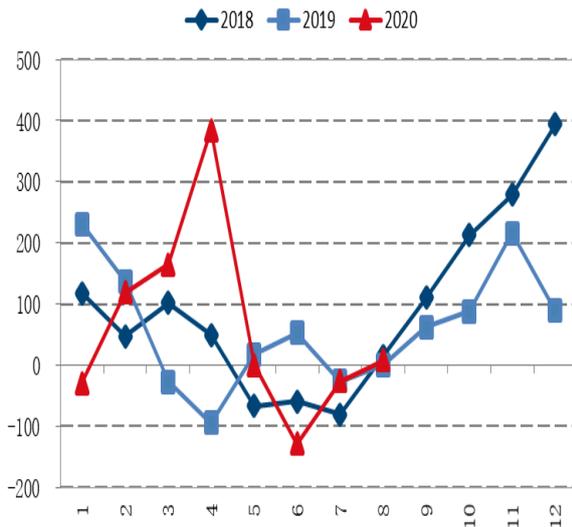
数据来源：天下粮仓 国信期货

从消费需求来看，豆粕周度表观消费量在7月份都在160万吨左右，8月份表观消费量在150万吨上下。由于饲料企业提前备货天数较高，因此整体8月表观消费要低于7月。从下游采购来看，下游提货也较7月份明显回落。但依然处于同期较高的水平。从未执行合同来看，整体豆粕基差已经卖到了2021年6-9月份，远期消费还是可以期待。

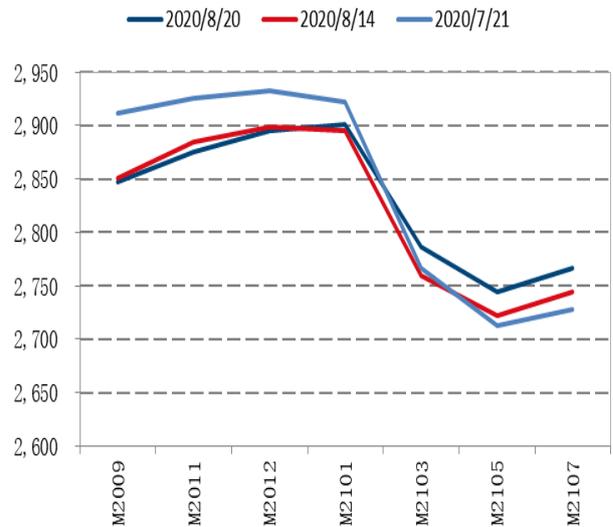
按照大豆压榨折算供给量和表观消费量进行月度测算，8月份，产量依然处于高位，需求略有下降，库存走高。截止8月14日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量103.14万吨，由于油厂压榨依然处于高位，短期供大于求依然存在，豆粕库存或在8月份创新高。进入9月，由于大豆到港量大幅回落，豆粕供给量出现拐点，库存从高位回落。这对价格会有所支撑。

图：豆粕基差走势

图：豆粕期限走势



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

从基差走势来看, 8月下旬豆粕基差依然维持弱势格局, 进入9月以后, 尤其是中旬以后, 随着豆粕供给的减少, 豆粕库存的回落, 豆粕基差有望震荡走高。从豆粕期限结构来看, 在2101合约前, 豆粕呈现正向市场, 表明市场对于2021年1月前相对乐观预期, 而此后价格可能因南美丰产呈现悲观走势。

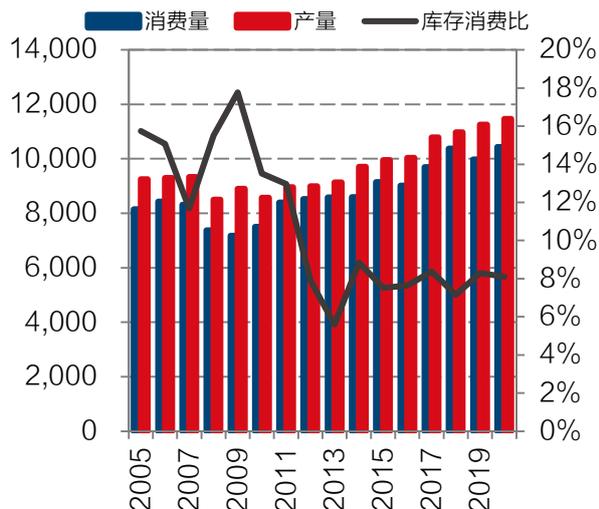
总的来看, 国内豆粕9月或呈现先抑后扬走势, 月初市场依旧处于高库存的压力下, 但随着进口大豆到港量的下降, 国内豆粕供给9月或出现拐点, 库存8月创新高后开始回落。国内养殖需求, 禽类稳中有增, 但增幅有限, 水产养殖进入高峰期, 生猪或在10月份全面进入复苏期。豆粕短期基差或疲软, 9月以后有增强的可能。豆粕期货整体呈现震荡偏强格局, 下方空间有限, 上行仍需等待美豆及国内供需格局的转变。

第二部分影响油脂市场的关键因素分析

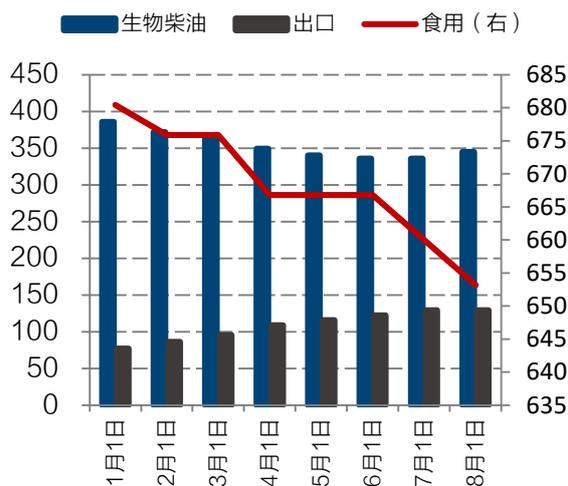
一、消费旺盛 美豆油库存逐步下滑

图: 美国豆油供需结构

图: USDA对美豆油消费调整



数据来源: WIND、国信期货

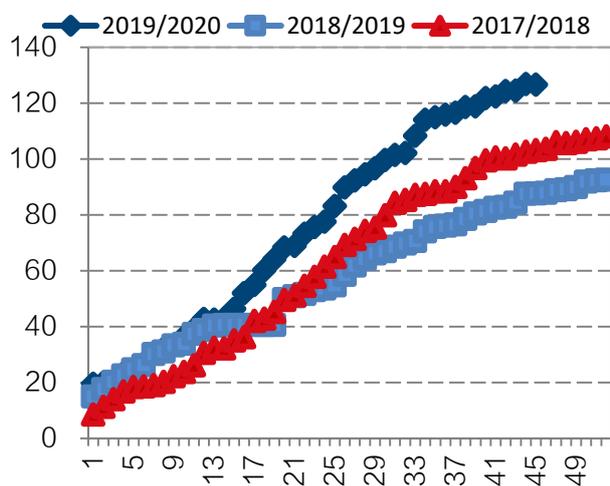


数据来源: WIND、国信期货

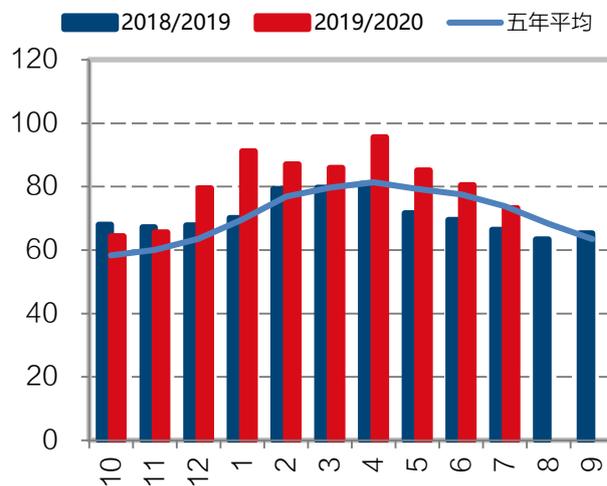
5月份以来,美豆油在触底后呈现反弹走势,尽管USDA对于美豆油2019/20年度库存有所上调,主要原因是美国疫情不断发酵,美豆油国内食用消费大幅下调,但是随着经济活动复苏,市场已经对食用消费下降有所反应。尤其是国际豆棕价差持续低位,豆油在其他贸易国消费替代增加,加之巴西、阿根廷豆油出口下滑,使得美豆油出口明显增加。从USDA报告月度调整的节奏来看,自3月份美国疫情爆发后,USDA连续下调美豆油国内消费,从680万吨逐步下调至653万吨,下调27万吨。而出口从77万吨上调至129万吨增加52万吨,生柴工业需求从386万吨一度最低下调至336万吨,8月略有增加至345万吨。可见出口的增加部分抵消了食用消费和生物柴油消费的下降。

图: 美豆油出口消费

图: 美豆油库存



数据来源: WIND、国信期货



数据来源: NOPA、国信期货

截止到8月初,美豆油累计出口126万吨,上年同期仅为87万吨,远高于2015/16年度115万吨的记录,USDA预计美豆油2019/20年度出口129万吨,从目前美豆油出口进度来看,后期出口仍有上调可能。对于生物柴油消费而言,按照EIA最新公布的5月数据来看,由于玉米油和地沟油产量的下降,导致豆油生柴比例大幅提高,使得豆油工业消费5月份大幅增加,这也是近期USDA上调工业需求关键所在。从目前来看,短

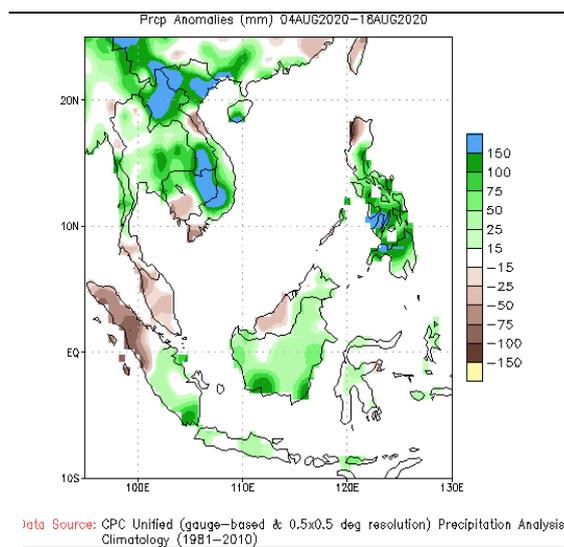
期豆油工业消费仍有继续上调的可能。从NOPA最新数据来看，美豆油5月总消费量达到99万吨，创历年同期最高纪录，也充分说明当期出口和工业消费均有大幅增加，此后6、7月份美豆油消费分别在92万吨和97万吨，均创历史同期最高水平。可见出口、工业消费以及恢复的食用消费均有不俗表现。按照NOPA统计，2019年10月到2020年7月，美豆油累计消费量达到890万吨，距离USDA预估的997万吨，剩余两个月只需要53.5万吨的月均消费量即可。而剩余两个月五年平均也在80万吨的消费量，可见USDA未来上调美豆油需求可能性很大。此外从库存方面来看，截止到7月底美豆油库存达到73.83万吨，高于上年同期的66.4万吨，几乎接近五年平均73.28万吨。可见美豆油库存压力大大缓解，尤其是进入减产周期末端，美豆油或将得到较大支撑。

二、马棕油库存或修复 出口降幅明显

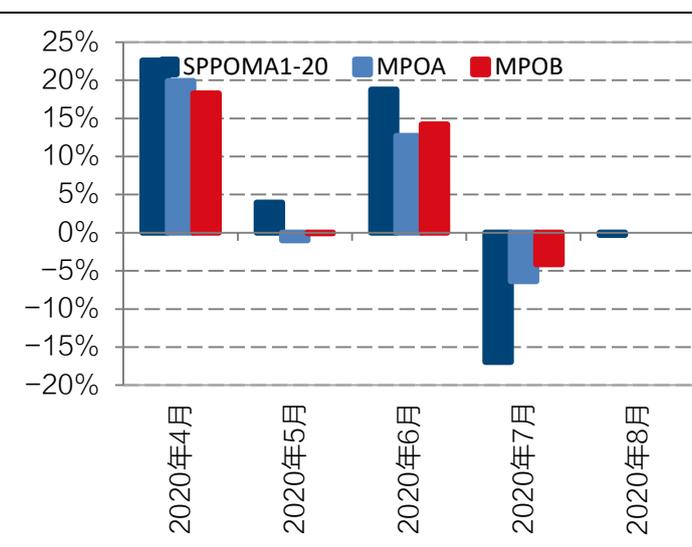
进入8月份，马来西亚和印尼棕榈油主产区降雨量出现大幅下降，这让棕榈油产量恢复有一定的提振作用。西马南方棕油协会(SPPOMA)发布的数据显示，8月1日-20日马来西亚棕榈油产量比7月降0.28%，单产降1.38%，出油率增0.21%。从近几个月三家机构预测来看，方向一致性较为明显。一般而言马棕油产量增加集中在8-10月份。可见马棕榈油8月份大概率产量会有增加的预期。

图：马来、印尼8月降雨量

表：马来西亚棕榈油产量预估



数据来源：USDA 国信期货

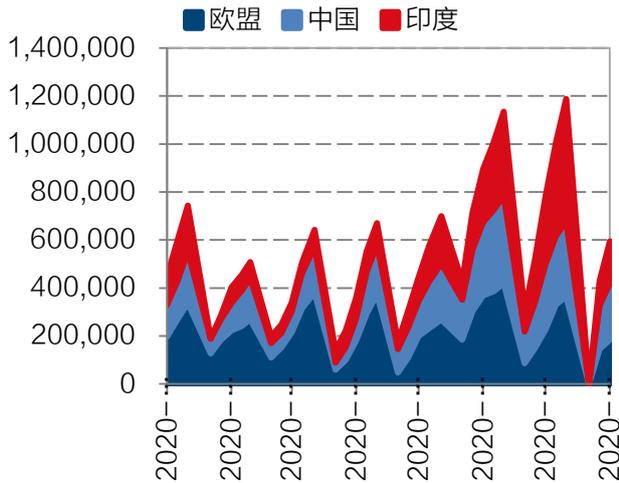


数据来源：WIND 国信期货

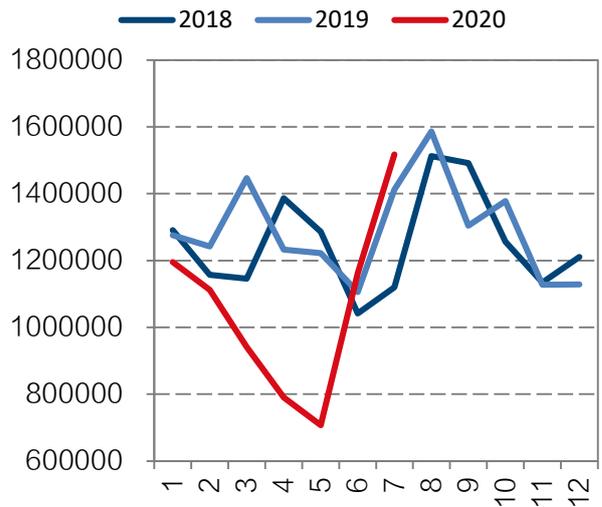
与产量增加相比，马棕油8月的出口环比大幅下降。一方面是由于7月出口激增，导致8月出口出现回落。另一方面，由于令吉升值，导致进口需求减弱。从各家机构预测来看，8月1-20天马棕油出口同比下降在18.5-21.5%。中国、欧盟、印度采购量均较上月同期有明显的下降。近期印尼考虑上调棕榈油关税，以支持生物柴油计划，这可能对马棕油出口有所提振。从现阶段来看，产量的增加和出口的回落，可能让8月马棕油库存回升。

图：马来西亚棕榈油出口

图：印度棕榈油进口



数据来源：WIND 国信期货

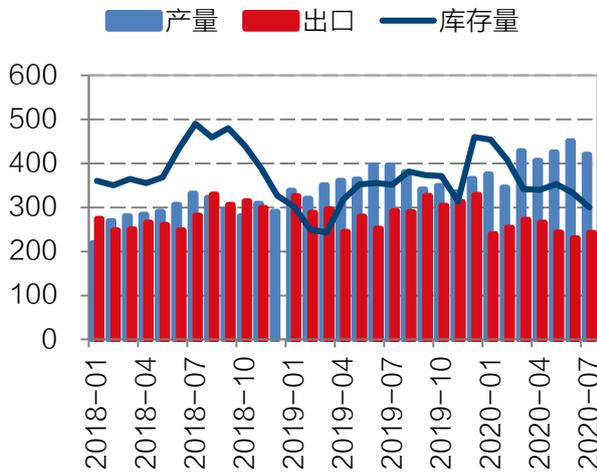


数据来源：WIND 国信期货

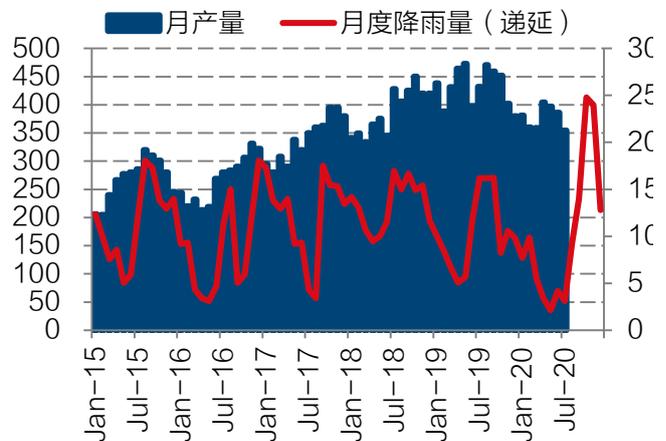
从目前来看，马棕油市场供给压力开始体现。这样的问题同样对于印尼也存在，前期降雨量对产量的影响已经在印尼市场上发挥，7月印尼产量降至354万吨，此后预期产量会有明显的回升。对于印尼而言，提高关税可能会使得出口下降，其增量主要看生物柴油能否实现年初的预期。8月以后印尼的库存有望回升。

图：印尼供需平衡表

图：降雨对印尼产量的影响



数据来源：WIND国信期货

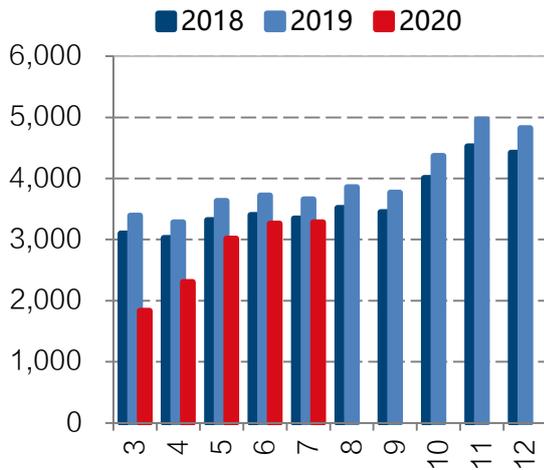


数据来源：WIND国信期货

总的来看，目前国际棕榈油市场进入增产周期，无论是马来西亚棕榈油、还是印尼棕榈油产量进入增产局面，未来出口、生物柴油消费成为影响马来、印尼走势的关键，由于目前这两大主产国棕榈油库存相对处于低位，这对价格有一定支撑，后期价格能否延续涨势，需求成为关键。整体而言，马棕油市场进入牛市尾声，上涨空间变窄。

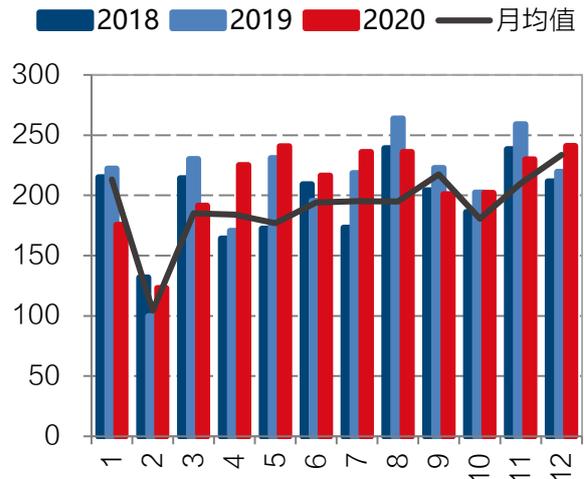
三、消费旺季进入尾声 油脂库存或将增加

图：国内餐饮收入走势



数据来源：WIND国信期货

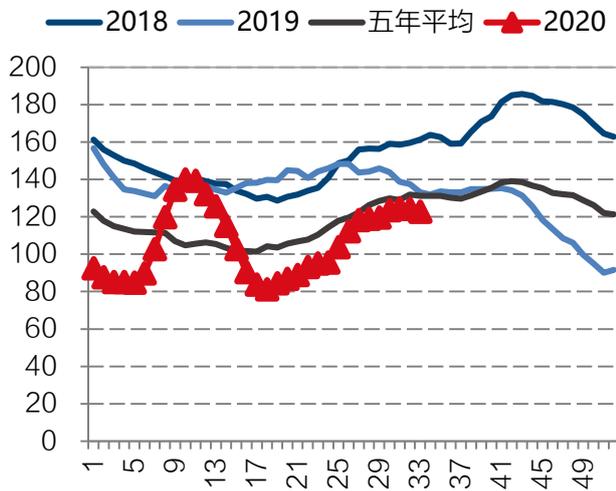
图：国内油脂消费量走势



数据来源：WIND国信期货

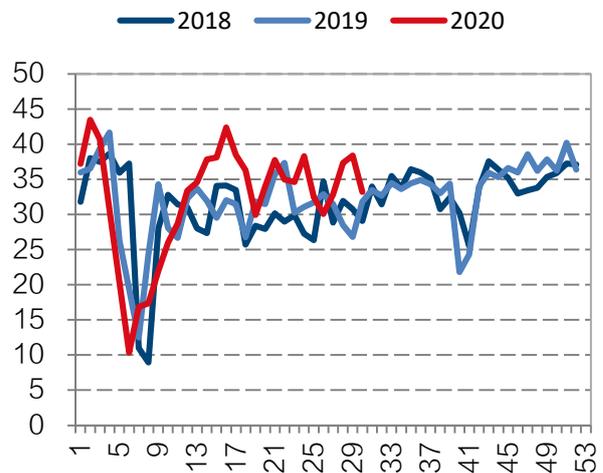
尽管国际新冠疫情仍在不断发酵，但是国内疫情的影响正在慢慢减弱，尤其是上半年影响较大的餐饮行业正在慢慢复苏，从4月份开始，国内餐饮当月收入同比降幅正在逐步收窄。7月份国内餐饮收入达到3282亿元，上月同期为3262亿元，去年同期为3658亿元。这对于国内油脂消费而言是相对利好的，油脂消费也正在慢慢恢复。按照天下粮仓对于三大油脂消费量的预估来看，随着8月份双节备货结束后，国内油脂消费进入短暂的调整期，9-10月份油脂消费进入常态水平，整体消费会较8月有所下降。

图：国内豆油库存



数据来源：天下粮仓 国信期货

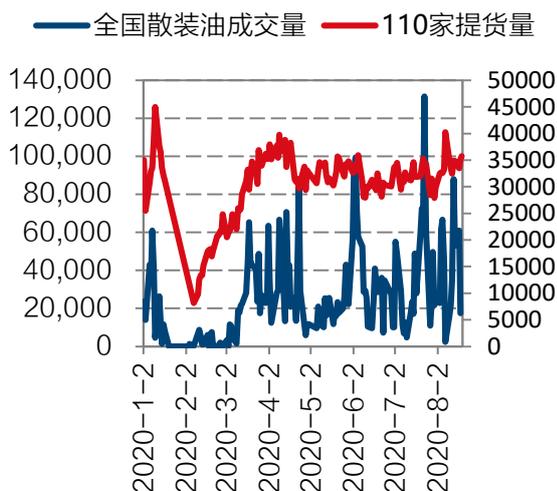
图：豆油表观消费量



数据来源：天下粮仓 国信期货

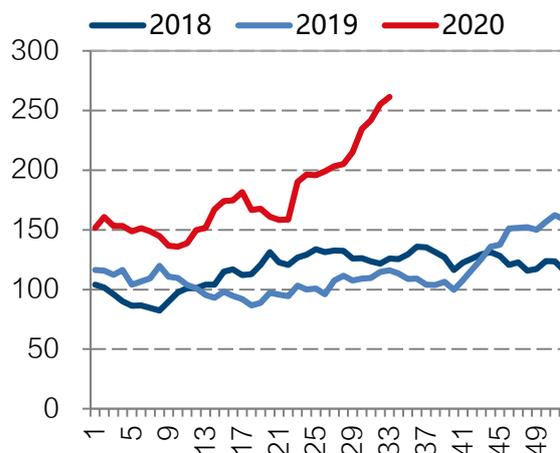
豆油方面，自2020年以来国内豆油消费整体好于油脂整体消费。按照周度表观消费量来看，4月份和7月-8月份的表现消费量明显高于去年同期很多。前30周，豆油表现消费量累计到917万吨，比上年同期增加71万吨。究其原因，一方面是由于豆油与棕榈油、菜油相比，具有较强的替代效应，争夺部分其他油脂的消费份额，另一方面，由于玉米价格的高企，豆油在饲料消费方面也有明显的增加。此外，中间库存贸易商的采购量也明显增加。

图：豆油成交量及提货量



数据来源：天下粮仓 国信期货

图：豆油未执行合同



数据来源：WIND 国信期货

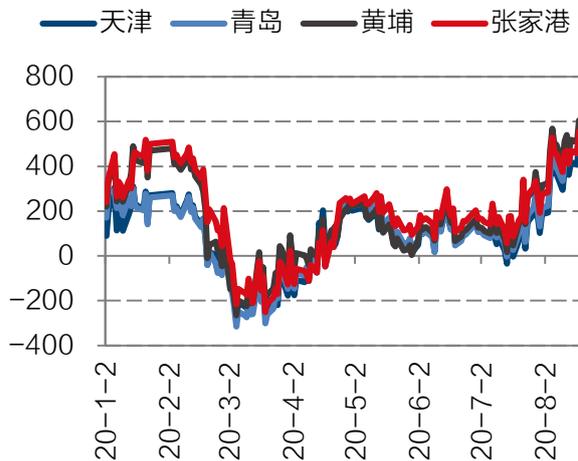
从目前下游采购来看，进入8月中旬以后，豆油成交放缓，但是市场提货量相对高位。说明整体节日需求较为旺盛。由于今年中粮等企业持续在低位采购豆油，使得豆油未执行合同高企。截止到8月14日豆油未执行合同高达261万吨，比上年同期116万吨增加145万吨，可见后期整体豆油需求依然保持相对高位。目前旺季豆油单周表观消费均值在37.5万吨左右的水平，进入9月，节日备货结束，豆油表观消费或回落到33-35万吨左右。由于9月大豆进口到港量下降，单周压榨量或回落到180万吨，折油在34万吨左右，可见豆油累库节奏依然不快。

图：国内豆油进口成本



数据来源：天下粮仓 国信期货

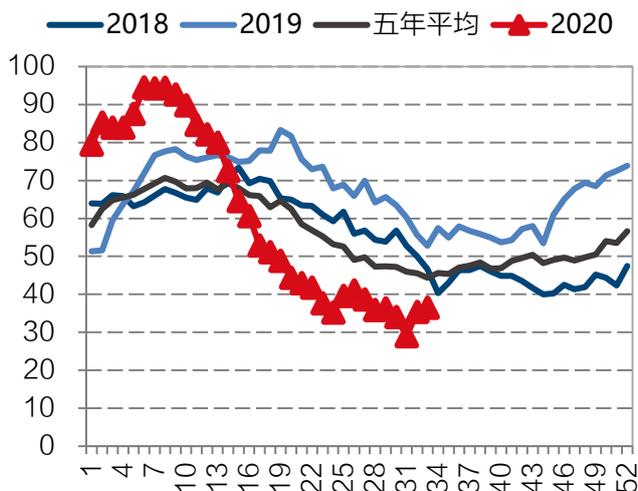
图：国内豆油基差



数据来源：WIND 国信期货

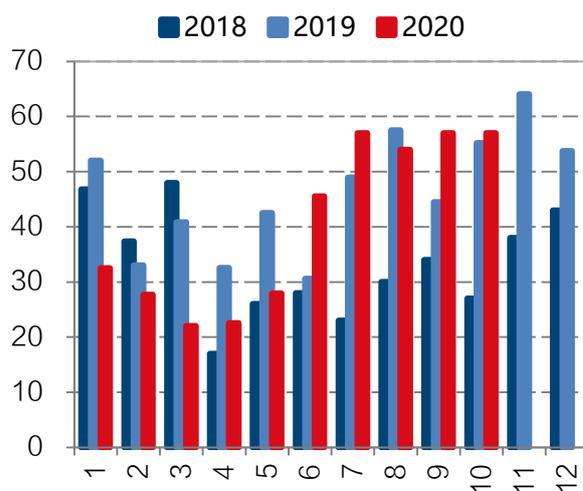
从价格上来看，近期随着国内豆油价格的高企，进口豆油出现一定的利润窗口，导致豆油期货市场出现抛压。截止到8月21日，进口阿根廷豆油9月船期完税成本在6610元/吨，张家港三级豆油现货报价在6900元/吨。对于豆油市场，进口成本是其价格的上限，一旦进口出现利润，进口抛压就会凸显。可见短期内国内豆油市场或将受制于进口成本的压制。从基差来看，目前现货基差相对偏高，随着消费旺季的回落，豆油基差有望回落。

图：棕榈油库存量



数据来源：天下粮仓 国信期货

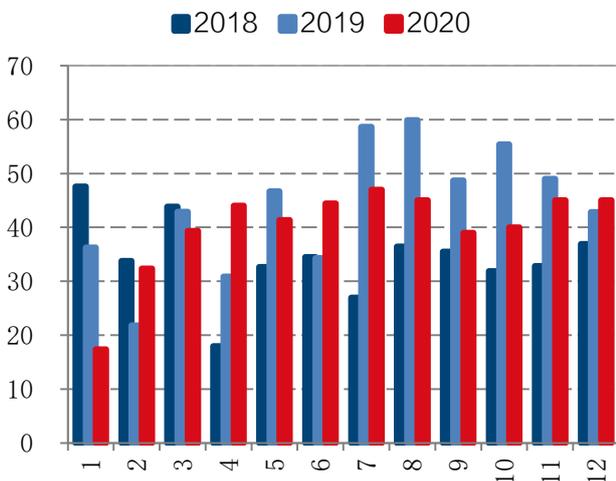
图：棕榈油进口量



数据来源：天下粮仓 国信期货

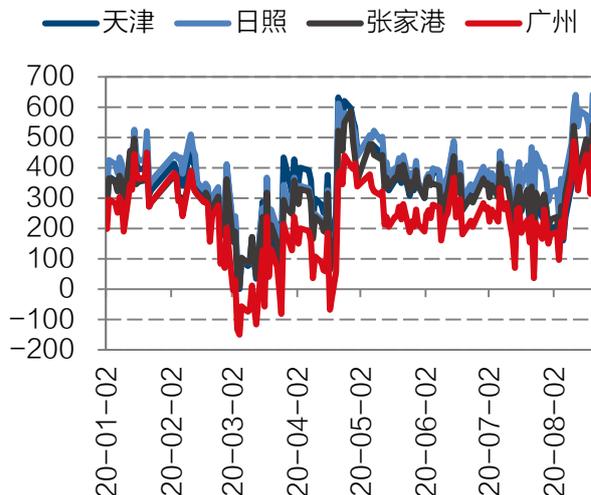
棕榈油方面，从7月份以来国内棕榈油库存一直维持在40万吨以下，一度最低到29万吨。截止到8月14日，棕榈油库存有所回升至36万吨。远低于上年同期的52万吨水平。8月中旬以来，随着国内棕榈油价格的走高，进口棕榈油一度出现进口利润，市场预估近两周采购十余船棕榈油，后期进口棕榈油到港增加，供给将会充裕。根据船期监测，8月棕榈油到港量55-60万吨，9月份57万吨左右。由于豆棕价差相对偏低，导致豆油替代棕榈油较为明显，目前棕榈油表观消费月度从上年同期的58万吨降至40万吨左右。可见9月份国内棕榈油累库进程会加快。这将对棕榈油基差有较大的冲击，棕榈油基差或将高位回落。

图：棕榈油表观消费量



数据来源：天下粮仓 国信期货

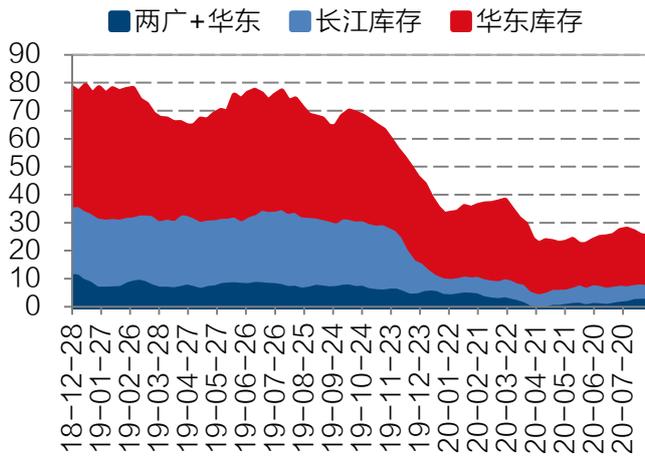
图：棕榈油基差



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

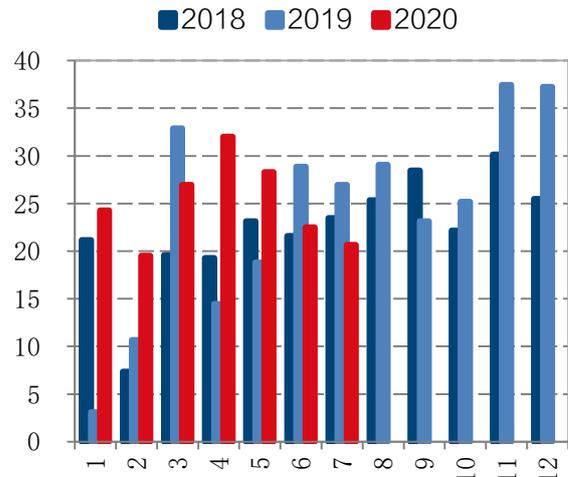
菜油方面，截止到8月14日，国内菜油库存（两广、福建、长江、华东）等地共计24.9万吨，仅为去年同期一半的水平。由于菜油与棕榈油、豆油的价差过大，这使得当下菜油的消费仅限于刚需水平。从7月表观消费量来看，目前菜油的消费量已经降至20万吨左右，去年同期26万吨。可见目前菜油的消费已经降至历史最低水平，需求继续下降空间有限。

图：菜油库存



数据来源：天下粮仓 国信期货

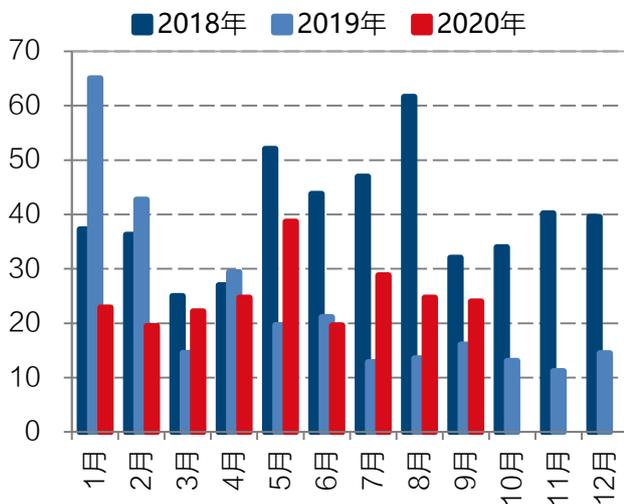
图：菜油表观消费量



数据来源：天下粮仓 国信期货

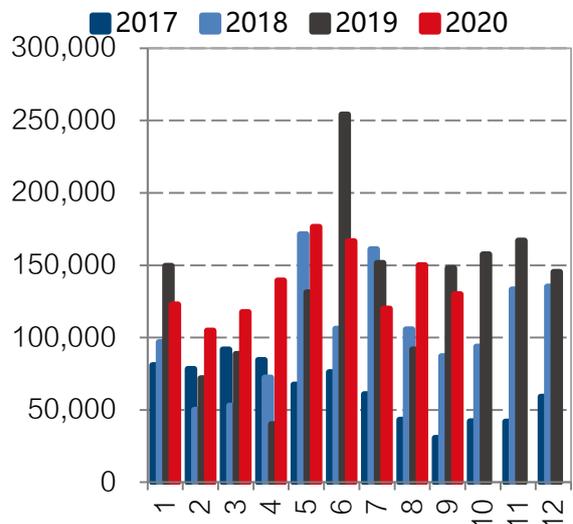
从供给方面来看，由于中加关系迟迟未能缓解，进口菜籽依然处于偏低水平，市场预期9月份菜籽进口量在24万吨左右，菜油进口量在15万吨左右，可见9月菜油可供应量在25万吨左右。根据表观消费和可供量来测算，国内菜油进入9月以后库存也将慢慢回升。不过由于菜油整体供需结构相对偏紧，因此菜油价格依然呈现偏强格局。

图：菜籽进口量



数据来源：天下粮仓 国信期货

图：菜油进口量

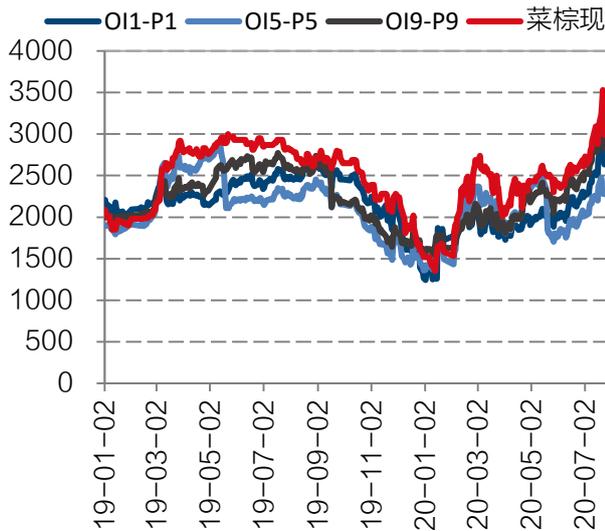


数据来源：天下粮仓 国信期货

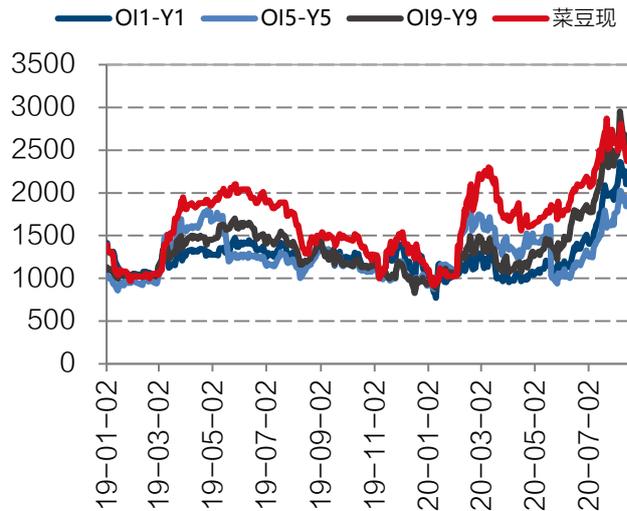
目前，菜油与棕榈油1月合约价差在2996，再创历史高点，8月份以来菜油棕榈油价差不断刷新高点。菜油与豆油1月合约价差在2222，8月初最高至2356。目前菜油与豆油、棕榈油的价差已经抑制菜油的需求，目前菜油只剩下不可替代的刚需。从三大油脂供需情况来看，菜油与其他油脂间的价差高位运行仍将持续。

图：菜油棕榈油价差

图：菜油豆油价差关系



数据来源: WIND 国信期货

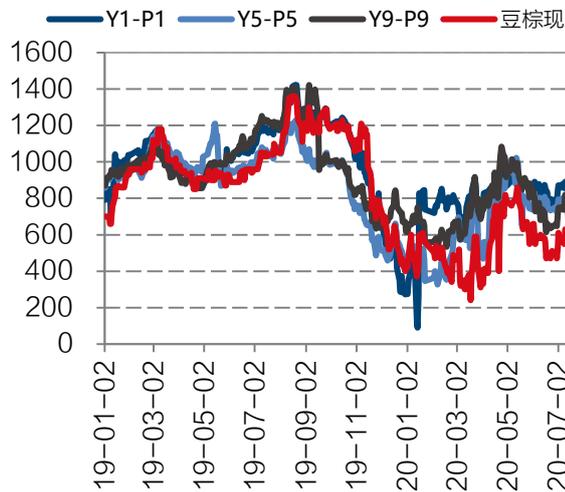


数据来源: WIND 国信期货

在豆棕价差方面, 目前豆棕价差处于低价区内, 豆油与棕榈油1月合约价差在774, 已经从低位600回升。从目前豆棕基本面来看, 棕榈油库存压力要远高于豆油, 因此豆棕价差有望继续扩大, 均值950一线或将看到。从油粕比的走势来看, 由于豆油需求旺季即将结束, 而豆粕的需求即将到来, 油粕比有望回归。

图: 豆棕价差关系

图: 豆类油粕比



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

总的来看, 9月国内油脂市场进入累库阶段, 三大油脂库存或均有增加, 但是增加的节奏差异化明显。整体而言, 随着双节备货的结束, 油脂市场需求回归常态化, 目前国内餐饮业仍在有条不紊的复苏中, 因此国内油脂消费仍有支撑。豆油市场, 由于未执行合同较大以及9月国内油厂开工放缓, 因此豆油库存增加缓慢。棕榈油进口后期到港增加, 由于豆棕价差相对偏低, 棕榈油消费被替代, 因此其库存增幅最为突

出。相对而言，菜油目前供给依然偏紧，但是需求也只剩下刚需，因此供需略有盈余，库存增幅有限。总的来看，棕榈油库存回升幅度最大，豆油次之，菜油最小。9月三大油脂继续上行空间有限，高位震荡加剧，市场波动加大。

第四部分 结论及策略思路

一、结论

大豆方面，美豆方面，美豆单产高企已然成为大概率事件，但因8月中旬以来的干旱天气影响，单产有小幅下调的可能。美豆需求主要看出口，中美关系仍对美豆出口有影响，但市场越发理性。美豆去库存周期仍将持续，多寡需看出口增减情况。短期CBOT大豆波动区间在850-980之间，美元指数回落让美豆价格或受支撑，整体美豆进入震荡偏强格局。国内进口大豆在9月后进入季节性下降期，供应压力有所缓解，加之美豆偏强，从成本角度也会对进口豆形成提振；国产大豆目前仍拍卖保障，供应不缺，后期随着新豆上市，有望兑现季节性收获压力。

豆粕方面，国内豆粕9月或呈现先抑后扬走势，月初市场依旧处于高库存的压力下，但随着进口大豆到港量的下降，国内豆粕供给9月或出现拐点，库存8月创新高后开始回落。国内养殖需求，禽类稳中有增，但增幅有限，水产养殖进入高峰期，生猪或在10月份全面进入复苏期。豆粕短期基差或疲软，9月以后有增强的可能。豆粕期货整体呈现震荡偏强格局，下方空间有限，上行仍需等待美豆及国内供需格局的转变。

油脂方面，国际油脂市场，美豆油依旧受到出口和生物柴油消费的支撑，其库存压力大大缓解，尤其是进入减产周期末端，美豆油或将得到较大支撑。目前国际棕榈油市场进入增产周期，无论是马来西亚棕榈油、还是印尼棕榈油产量进入增产局面，未来出口、生物柴油消费成为影响马来、印尼走势的关键，由于目前这两大主产国棕榈油库存相对处于低位，这对价格有一定支撑，后期价格能否延续涨势，需求成为关键。整体而言，马棕油市场进入牛市尾声，上涨空间变窄。9月国内油脂市场进入累库阶段，三大油脂库存或均有增加，但是增加的节奏差异化明显。9月三大油脂继续上行空间有限，高位震荡加剧，市场波动加大。

二、投资策略及风控措施

1、做空01月Y/M比价：建仓区间[2.2, 2.3]；止盈区间[1.9, 2]，止损区间[2.3, 2.4]

风险因素：豆粕需求不及预期致库存偏慢，流动过剩下通胀预期交易推动油脂超预期上涨。

2、做空01月A-B价差：建仓区间[950, 1050]，止盈区间[600, 700]，止损区间[1050, 1150]

风险因素：国产豆意外减产；猪瘟重发致豆粕需求及压榨开机下降，影响进口豆需求

3、Y01月阶段性反套：建仓区间[140, 150]，止盈区间[0, 50]，止损区间[150, 180]

风险因素：中美关系恶化致进口大豆到港减少

4、M01合约震荡交易：M2101合约参考2850-3150元区间交易。

风险因素：向上风险美豆天气极端恶化；向下风险猪瘟复发影响需求。

5、油脂区间操作：Y2101合约参考6200-6800区间操作；P2101参考5400-6000区间操作。

风险因素：向上风险为通胀预期交易下商品整体上涨；向下风险为产区累库存速度超预期。

6、豆粕期权操作：大选邻近，中美关系趋于紧张，实际波动率有超越隐含波动率的可能。

使用双买并动态对冲的方式调节总体delta及gamma敞口暴露。若遇到行情突变产生可观盈利。由于权利仓时间价值磨损，操作期不宜过长，在预期时间发生前建仓。事件平复后尽快平仓。具体合约根据预期组合Greeks暴露情况设置。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。