

厚积薄发

摘要

美豆：近期原油期价暴跌，生物燃油企业开机率下降，加上阿根廷为抑制新冠肺炎疫情传播，采取了适当强制性隔离措施，阿根廷逾 70 个城市限制农产品运输，因此市场预期美豆粕需求增加，带动美豆指数呈现“V”字反转，二季度还是需要重点关注新冠肺炎疫情对巴西以及阿根廷大豆以及豆粕的出口影响，疫情持续将继续支撑美豆价格。另外，二季度美豆将进入关键的播种期，天气预测显示今年春季美国降雨仍偏高，如果大豆播种不顺利，将继续刺激美豆价格上涨，预计美豆上方或看到 970-1000 美分。如果播种期天气没有对美豆生长产生实质性影响，在种植面积预期增加的背景下，美豆期价预期承压，预计期价或会回到 800-900 美分区域。

豆粕：美豆指数触底反弹，加上 3 月份大豆到港量较少，且受疫情影响导致巴西、阿根廷农产品运输、装船及检疫时间延长，后期大豆到港量或低于此前市场预期，导致国内油厂开机水平偏低，豆粕短期供给偏紧，刺激连粕价格快速拉升。但是巴西大豆压榨利润丰厚，吸引中国油厂积极采购大豆，同时国内生猪产能尚未完全恢复，豆粕终端需求恢复缓慢，加上新冠肺炎疫情仍在全球范围内蔓延，市场对全球经济放缓的担忧，或限制连粕上涨空间。综上所述，建议二季度重点关注海外疫情对大豆物流运输的影响，如果大豆出现阶段性到港推迟，油厂缺豆停机增加，可能会进一步推升豆粕价格，豆粕价格有望突破 3000 元/吨一线，下方关注 2800 一线支撑。

菜粕：一季度是菜粕季节性消费淡季，加上新冠肺炎疫情疫情影响，菜粕维持在 2200-2400 元/吨区间震荡（除春节后首日外）。二季度水产养殖逐渐恢复，中加紧张关系尚未缓解，菜籽原料供给趋紧，市场仍存在阶段炒作机会，对菜粕价格有一定的提振，但是葵花粕等替代品供给增加，或制约菜粕上涨幅度。未来菜粕价格仍将跟随豆粕走势，继续关注中加关系进展。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

李宏磊

0451-58896625

投资咨询资格证号

Z0011915

助理分析师

王艳茹

0451-58896619

目录

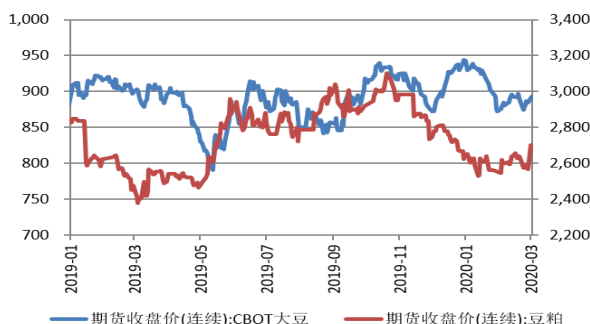
第 1 章 行情回顾	4
第 2 章 美豆价格影响因素	5
2.1 全球大豆库存高企	5
2.2 南美大豆丰产兑现	5
2.3 美豆库存消费比略降	6
2.4 美豆出口销售同比略增	7
2.5 美豆种植面积恢复性增加	7
2.6 美豆粕需求预期增加提振美豆期价	8
2.7 行情展望与操作策略	8
第 3 章 豆粕价格影响因素	9
3.1 中美达成贸易协议，等待细节实施	9
3.2 大豆总量充裕，但存在阶段性紧张	9
3.3 生猪产能虽有好转，但是恢复速度缓慢	10
3.4 豆粕库存或低位回升	10
3.5 行情展望与操作策略	11
第 4 章 菜粕价格影响因素	12
4.1 中加关系尚未缓解，原料仍处紧张态势	12
4.2 油厂开机偏低，菜粕库存处于低位	12
4.3 替代品进口增加，影响菜粕需求	13
4.4 行情展望与操作策略	13
南华期货分支机构	14
免责声明	16

图表目录

图 1.1.1: 美豆及连豆粕期价走势图 (左单位: 元/吨 右单位: 美分/蒲式耳)	4
图 2.1.1: 全球大豆供需平衡表.	5
图 2.2.1: 南美大豆供需平衡表.	5
图 2.2.2: 巴西大豆收割进度 (单位: %)	6
图 2.2.3: 美元兑雷亚尔.	6
图 2.2.4: 阿根廷大豆主产区降雨.	6
图 2.2.5: 阿根廷大豆主产区温度.	6
图 2.3.1: 美豆供需平衡表.	7
图 2.4.1: 美豆出口净销售 (单位: 吨)	7
图 2.4.2: 美豆对华出口销售 (单位: 吨)	7
表 2.5.1: 展望论坛数据与实际播种面积对比 (单位: 万英亩)	8
图 2.6.1: 美豆粕指数.	8
图 3.2.1: 油厂压榨量 (单位: 万吨)	9
图 3.2.2: 油厂开机率 (单位: %)	9
图 3.2.3: 我国大豆进口月度对比图 (单位: 万吨)	9
图 3.3.1: 生猪、能繁母猪存栏量 (单位: 万头)	10
图 3.4.1: 豆粕现货成交 (单位: 吨)	11
图 3.4.2: 豆粕库存 (单位: 万吨)	11
图 4.1.1: 未来几个月菜籽到港 (单位: 万吨)	12
图 4.1.2: 菜籽库存 (单位: 万吨)	12
图 4.2.1: 菜籽压榨量 (单位: 万吨)	12
图 4.2.2: 菜粕库存 (单位: 万吨)	12
图 4.3.1: 葵花籽进口 (单位: 吨)	13

第 1 章 行情回顾

图 1.1.1：美豆及连豆粕期价走势图（左单位：元/吨 右单位：美分/蒲式耳）



数据来源：WIND 南华期货研究所

1 月初因中东局势紧张，且南美地区迎来有利降雨，市场预期巴西大豆丰产，以及中国春节前后突发新冠肺炎疫情，使得投资者担心中国对大豆等农产品的需求会因此受到影响，加上巴西大豆陆续上市，在雷亚尔持续贬值的背景下，巴西大豆价格优势明显，挤占美豆的出口市场，以上利空因素打压美豆期价，令美豆指数从月初的 969 美分下跌至月末的 883 美分，月度跌幅达到 8.02%。国内方面，在成本端的拖累下，连粕指数在 2650-2800 元/吨区间维持弱势震荡。

2 月份美豆呈现底部弱势震荡，运行区间为 883-913 美分之间，主要原因是 1 月末美豆触及低点后呈现技术性反弹，且白宫经济顾问表示，中国将会履行第一阶段贸易协议，与此同时，中国自 3 月 2 日起受理美国农产品免税申请，市场预期中国采购前景将有所改善，提振美豆期价弱势反弹，但是巴西大豆丰产预期随着收割推进逐步兑现，加上新冠肺炎疫情开始在全球范围内蔓延，市场恐慌情绪加剧，限制美豆上涨空间。国内方面，中国新冠肺炎疫情令市场恐慌，节后首个交易日开盘主力触及跌停板，连粕指数跌幅达到 2.28%，随后反弹到节前震荡平台下沿，并延续弱势震荡态势。

3 月份因新冠肺炎疫情大流行导致全球经济放缓的担忧重创金融市场，市场恐慌情绪加剧，以及南美大豆丰产兑现，美豆出口销售数据不佳，令美豆指数不断创出新低至 830 美分。随后由于乙醇工厂的运营放慢，市场猜测养殖户将使用豆粕取代玉米酒糟粕，提振美豆粕价格上涨，带动美豆指数触底反弹，加上新冠肺炎疫情导致突发事件—巴西、阿根廷港口暂停，推动美豆指数继续上行。国内方面，因 3 月份大豆到港量较少，部分沿海油厂缺豆停机，豆粕库存处于低位，令连粕指数呈现小幅反弹，而美豆期价大涨，及原料供给预期趋紧，刺激 3 月 23 日连粕 05、09 合约纷纷涨停，期价直接站上 2900 元/吨关口之上。

第 2 章 美豆价格影响因素

2.1 全球大豆库存高企

USDA 最新数据显示：2019/20 年度全球大豆产量上调至 3.4176 亿吨，较 1 月份增加 1.20%，期末库存上调至 1.0244 亿吨，同比增加 570 万吨，对应期末库存消费比为 20.41%，位居近 7 年以来第二高位，全球大豆供给呈现宽松态势，对美豆期价形成压力。

图 2.1.1：全球大豆供需平衡表

大豆 (百万吨)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 1月预计	2019/20 2月预计	2019/20 3月预计
全球									
期初库存	56.21	62.57	77.73	77.92	95.82	99.05	110.28	111.22	111.88
产量	283.12	319	313.77	351.32	340.47	358.65	337.7	339.4	341.76
进口量	111.73	121.9	133.33	144.25	153.28	145.4	147.95	150.8	150.75
国内压榨	241.27	262.38	275.31	288.54	295.13	297.48	303.58	304.33	303.45
总消费	275.72	299.86	314.35	330.14	338.05	342.88	350.11	351.06	350.07
出口量	112.77	125.96	132.55	147.22	152.96	148.33	149.15	151.5	151.88
期末库存	62.57	77.66	77.92	96.14	98.56	111.88	96.67	98.86	102.44
全球库存消费比	16.11%	18.24%	17.44%	20.14%	20.07%	22.78%	19.36%	19.67%	20.41%

数据来源：USDA 南华期货研究所

2.2 南美大豆丰产兑现

USDA 最新数据显示：2019/20 年度巴西大豆产量达到 1.26 亿吨，阿根廷大豆产量达到 5400 万吨，分别较 1 月份预估值增加 300 万吨、100 万吨。作为对比，巴西农业部下属国家商品供应公司（CONAB）预测数据显示，今年巴西大豆产量预计达到创纪录的 1.242 亿吨；布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测今年阿根廷大豆产量为 5450 万吨。

图 2.2.1：南美大豆供需平衡表

大豆 (百万吨)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 1月预计	2019/20 2月预计	2019/20 3月预计
巴西									
期初库存	15.33	15.95	18.93	18.2	33.21	32.74	30.26	30.42	30.48
产量	86.7	96.2	96.5	114.1	120.8	117	123	125	126
进口量	0.61	0.31	0.41	0.25	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
国内压榨	36.86	39.93	39.75	40.9	44.52	42.53	43.75	43.75	43.75
总消费	39.86	42.98	43.25	44.55	46.49	45.17	46.24	46.4	46.4
出口量	46.83	50.61	54.38	63.14	76.18	74.95	76	77	77
期末库存	15.95	18.86	18.2	24.86	31.53	29.76	31.17	32.17	33.23
巴西库存消费比	18.40%	20.15%	18.64%	23.08%	25.70%	24.78%	25.50%	26.07%	26.93%
阿根廷									
期初库存	20.96	26.05	31.7	31.6	27.3	23.73	28.89	28.89	28.89
产量	53.5	61.4	56.8	57.8	37.8	55.3	53	53	54
进口量	0	0	0.68	1.67	5.05	6.41	3.9	3.9	3.9
国内压榨	36.17	40.23	43.27	43.3	36.93	40.57	44.6	44.6	43.6
总消费	40.57	45.22	47.65	47.83	43.13	47.45	51.7	51.7	50.7
出口量	7.84	10.57	9.92	7.03	2.11	9.1	8.2	8.2	8.2
期末库存	26.05	31.66	31.6	36.22	24.9	28.89	25.89	25.89	27.89
阿根廷库存消费比	53.81%	56.75%	54.89%	66.02%	53.04%	51.09%	43.22%	43.22%	47.35%

数据来源：USDA 南华期货研究所

目前巴西大豆收割已经过半，良好的天气条件也有利于收割工作的开展和推进，丰产预期逐渐兑现。由于过去两个月巴西雷亚尔汇率大幅下跌 15%以上，导致巴西国内谷物价格飙升，并创下历史最高纪录，因此农户积极出售大豆作物——截止 3 月 6 日，巴西农户已销售 55%的 2019/20 年度大豆（上年同期为 43%），农户还预售了 13%的 2020/21 年度大豆（上年同期为 5%）。其中大豆主产区马托格罗索州，2019/20 年度大豆农户销售约 70%，2020/21 年度大豆预售了 30-32%。巴西大豆陆续集中上市，

且出口销售量同比增加，挤占美豆的出口份额，对美豆期价形成压力。

图 2.2.2：巴西大豆收割进度（单位：%）

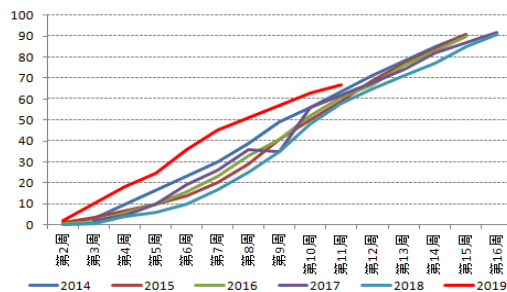


图 2.2.3：美元兑雷亚尔



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

阿根廷大豆处于灌浆期，适量的降雨对作物生长有利，最新天气预测数据显示阿根廷大豆主产区虽然降雨量有所减少，但是气温不高且持续时间不长，预计对作物生长影响不大。

虽然2月末有报道称，阿根廷暂停农产品出口登记，何时恢复另行通知，且总统阿尔韦托·费尔南德斯称在3月1日宣布调高大豆、豆粕和豆油的出口税。其中，大豆出口关税上调3%，达到33%。由于阿根廷目前是世界第三号大豆生产国和出口国，此项政策对于美豆价格而言无疑是利多，但是阿根廷主要以出口豆粕为主，预计对美豆期价提振作用有限。

图 2.2.4：阿根廷大豆主产区降雨

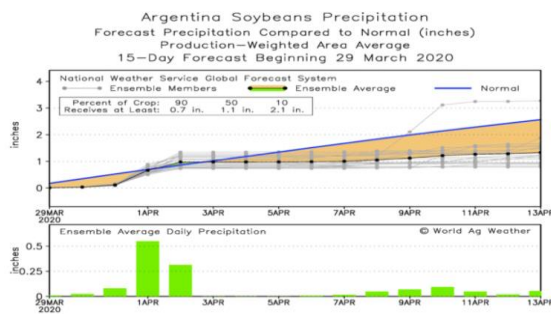
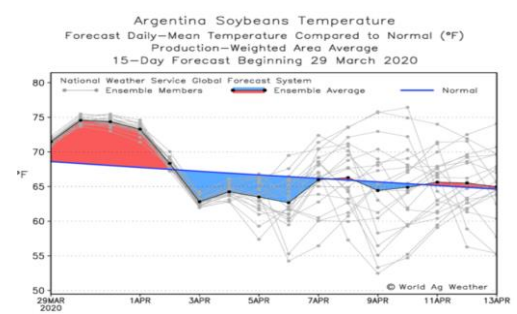


图 2.2.5：阿根廷大豆主产区温度



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

整体来看，2019/20 年度南美大豆作物丰产，尤其是巴西创出历史记录，南美大豆供给较为充裕，对美豆期价形成压力。

2.3 美豆库存消费比略降

最新 USDA 供需报告显示：2019/20 年度美新豆播种面积 7610 万英亩（上月 7610），收割面积 7500 万英亩（上月 7500），单产 47.4 蒲（上月 47.4），产量 35.58 亿蒲（上月 35.58），出口 18.25 亿蒲（上月 18.25），压榨 21.05 亿蒲（上月 21.05），期末库存 4.25 亿蒲（预期 4.40，上月 4.25）。

报告中显示美豆期末库存下降至 4.25 亿蒲，同比去年减少 53%，对应库存消费比亦呈现下降，现阶段来看，美豆库存压力较之前明显减弱。

图 2.3.1：美豆供需平衡表

美国大豆	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 1月预计	2019/20 2月预计	2019/20 3月预计
播种面积 (百万英亩)	82.7	83.4	90.2	89.2	76.1	76.1	76.1
收割面积 (百万英亩)	81.7	82.7	89.5	87.6	75	75	75
单产 (蒲式耳/英亩)	48	52	49.3	50.6	47.4	47.4	47.4
期初库存	191	197	302	438	909	909	909
产量	3926	4296	4412	4428	3558	3558	3558
进口量	24	22	22	14	15	15	15
供应总量	4140	4515	4735	4880	4482	4482	4482
压榨量	1886	1899	2055	2092	2105	2105	2105
出口量	1942	2174	2129	1748	1775	1825	1825
种子用量	97	105	104	89	96	96	99
期末库存	18	36	9	39	32	32	29
消费总量	3944	4213	4297	3967	4008	4058	4058
平均价格 (\$/bu)	8.95	9.47	9.33	8.48	9	8.75	8.7
库存消费比	4.99%	7.17%	10.19%	23.01%	11.85%	10.47%	10.47%

数据来源：USDA 南华期货研究所

2.4 美豆出口销售同比略增

美国农业部数据显示：截止 3 月 19 日，2019/20 年度美豆出口净销售为 3135.7 万吨，较 2018/19 年同期的 2924.3 万吨增加了 211 万吨，增幅达到 7.23%。其主要原因是中美贸易磋商进展顺利，我国买家逐渐开始采购美豆，截止 3 月 19 日，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 1234.3 万吨，较去年同期的 1122.2 万吨提高 10.0%。

图 2.4.1：美豆出口净销售（单位：吨）

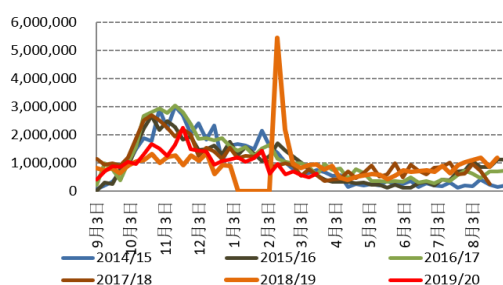
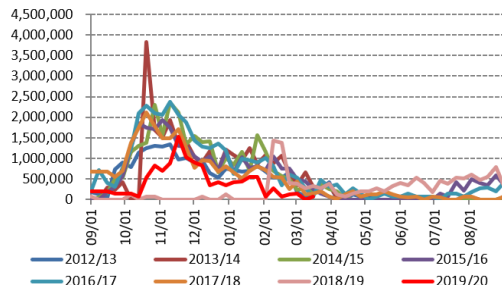


图 2.4.2：美豆对华出口销售（单位：吨）



资料来源：USDA 南华期货研究所

虽然今年美豆对华出口销售小增，且今年 1 月中旬中美两国达成第一阶段贸易协议，中国承诺进口美国农产品，同时 2 月份中国向一些大豆压榨企业发放了进口美国大豆的关税豁免政策，时间为一年，但是美国农业部长珀杜 (Sonny Perdue) 表示，美国农业部发布的 2020 年美国农产品出口预测并未将一月份签署的美中“第一阶段”贸易协议的细节列入考量范围，且自签署协议后至今，中国还没有开始大笔采购美国农产品，珀杜表示，中国可能在春末或夏季进入美国大豆市场，目前美豆对华销售数据同比往年正常水平仍大幅落后，因此二季度乃至三季度重点关注美豆对华出口情况能否提振美豆期价。

2.5 美豆种植面积恢复性增加

美国农业部在 2 月份年度展望论坛发布数据显示：预计今年春季大豆种植面积预计为 8,500 万英亩，高于去年的 7,610 万英亩，增幅 12%。玉米种植面积预计为 9,400 万英亩，高于去年的 8,970 万英亩，增幅 4.8%。同时预计 2020/21 年度大豆价格将小幅上涨，每蒲式耳上涨 0.05 美元至 8.80 美元。

表 2.5.1：展望论坛数据与实际播种面积对比（单位：万英亩）

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	同比
大豆	展望论坛	8330	8270	8350	9020	8920	8500	8500	0
	实际种植	8330	8270	8340	9020	8910	7610		

数据来源：USDA 南华期货研究所

去年因春播困难导致大豆种植面积同比减少 1310 万英亩，按趋势产量计算，相当于 6 亿多蒲式耳，因此在 2020 年大豆期初库存将大幅下降，而在全球需求增长的预期下，支持大豆面积在 2020 年恢复到 8500 万英亩。另外，由于去年天气条件不佳降低种植面积，2019 年多数土地弃耕，2020 年预计这些未播种的土地将会种植玉米和大豆。

2.6 美豆粕需求预期增加提振美豆期价

一季度原油价格暴跌导致乙醇企业亏损，工厂开机率降低，玉米酒糟粕（DDGS）产量下降，市场的 DDGS 供应不多，市场预期美豆粕替代用量将增加，另外市场担心新冠肺炎疫情可能中断南美供应，均提振美豆粕指数从 3 月 17 日的 297 美分直线拉升至 3 月 24 日的 324 美分，7 日涨幅达到 9.1%。而美豆粕需求增加刺激油厂压榨量上升——NOPA 数据显示，2 月大豆压榨量为 1.66288 亿蒲式耳，虽然低于 1 月的 1.76940 亿蒲式耳纪录新高，但是创下历史同期新高。终端需求增加带动美豆价格触底反弹，期价从 828 美分反弹至 890 美分，上涨 62 美分。

图 2.6.1：美豆粕指数



数据来源：文华云 南华期货研究所

2.7 行情展望与操作策略

近期原油期价暴跌，生物燃油企业开机率下降，加上阿根廷为抑制新冠肺炎疫情传播，采取了适当强制性隔离措施，阿根廷逾 70 个城市限制农产品运输，因此市场预期美豆粕需求增加，带动美豆指数呈现“V”字反转，二季度还是需要重点关注新冠肺炎疫情对巴西以及阿根廷大豆以及豆粕的出口影响，疫情持续将继续支撑美豆价格。另外，二季度美豆将进入关键的播种期，天气预测显示今年春季美国降雨仍偏高，如果大豆播种不顺利，将继续刺激美豆价格上涨，预计美豆上方或看到 970-1000 美分。如果播种期天气没有对美豆生长产生实质性影响，在种植面积预期增加的背景下，美豆期价预期承压，预计期价或会回到 800-900 美分区域。

第3章 豆粕价格影响因素

3.1 中美达成贸易协议，等待细节实施

2020年1月15日签署第一阶段贸易协议，其中针对农产品方面，协议中指出：1、中国承诺将按2017年基准上，在2020年和2021年多采购125亿和195亿美元农产品，两年合计320亿美元。市场普遍认为2017年基数为240亿美元；2、中国采购的农产品包含油籽、肉类、谷物、棉花、海鲜和其他农产品，备注中注明其他农产品含乙醇、酒糟（DDGS）、乳制品、加工食品等；3、中国简化饲料添加剂（含DDGS）进口审核流程，但仍继续有权对美国进口饲料添加剂安全监管体系进行审核，未提及DDGS“双反”措施。另外，2月份中国表示免除包括大豆在内的美国产品加征关税，时间为一年，中美经贸磋商向好发展，重点关注两国贸易协议细节实施的情况。

3.2 大豆总量充裕，但存在阶段性紧张

3月份进口大豆到港量较少，导致沿海大豆库存下降，目前国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量240.93万吨，较去年同期372.04万吨减少35.24%，为近7年以来新低。3月份原料供给趋紧，令油厂开机率下降，豆粕产出量亦下滑，提振连粕价格出现阶段性反弹。

图 3.2.1：油厂压榨量（单位：万吨）

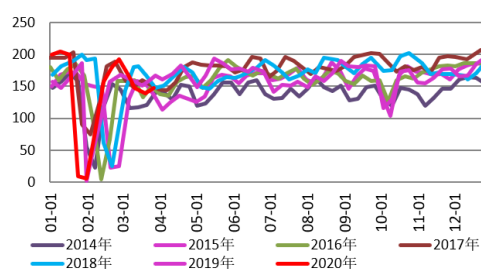
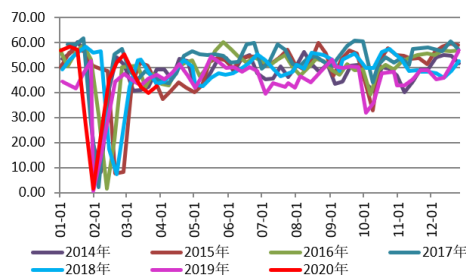
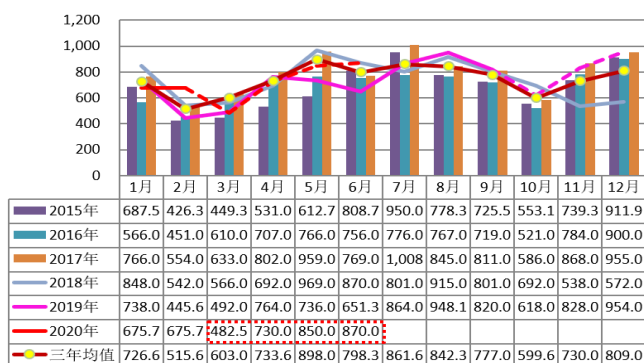


图 3.2.2：油厂开机率（单位：%）



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

图 3.2.3：我国大豆进口月度对比图（单位：万吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

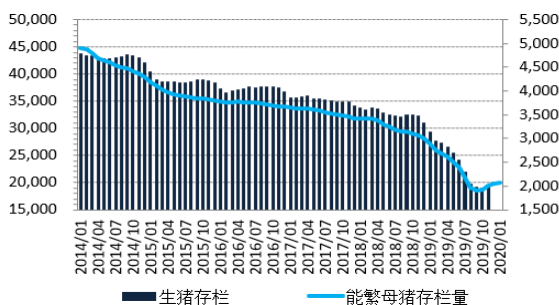
现阶段由于巴西大豆压榨利润良好，中国买家积极采购巴西大豆，周度购买量高达 35 船较高水平，据 Cofeed 调查数据显示，二季度进口大豆到港量高达 2450 万吨水平，原料供给预期充裕，但是存在阶段性紧张问题——因为新冠肺炎疫情全球范围内仍在蔓延，目前疫情影响国家和地区数量破百，全球经济放缓担忧加剧，且为抑制疫情传播，多个国家实施限制出入境，暂停部分企业开工等措施。其中，阿根廷逾 70 个城市限制农产品运输，虽然南美港口正常运作，但是运输、装船及检疫时间延长，导致巴西大豆装船较慢，市场仍担忧后期南美出口供应问题，预计 4 月份大豆到港量可能低于此前市场预期，若原料供给阶段性趋紧，油厂开机率维持较低水平，豆粕产出量继续下降，届时仍将提振连粕价格，但是具体反弹高度仍需关注油厂低开机率持续时间长短。

3.3 生猪产能虽有好转，但是恢复速度缓慢

自 2018 年 8 月份非洲猪瘟疫情爆发以来，生猪产能严重受创，据农业农村部监测，2019 年 9 月全国能繁母猪同比降幅达 39%，创出历史最低水平。然而在国家政策支持，以及养殖利润高企的刺激下，养殖户积极补栏，去年 10 月开始能繁母猪环比转正，今年 2 月全国能繁母猪存栏环比增长 1.7%，连续 5 个月环比增长。

虽然生猪产能逐步恢复，但是整体恢复速度缓慢，首先，现阶段能繁母猪存栏中三元母猪占比较高，特别是后备母猪中绝大多数为三元母猪，由于三元母猪配种难，且繁殖效率低（仅为二元能繁母猪的 60%~70%）和生长速度慢等因素制约，预计将延后行业产能恢复时间。其次，从新生仔猪数量上看，新生仔猪数量开始增加，据统计全国 10 万家年出栏 500 头以上的规模猪场，2 月仔猪存栏环比增长了 3.4%，这是第一次出现环比增长，但是对应生猪出栏预计要在 8-9 月份左右，因此 2020 年仍是生猪供给紧缺的一年，预计其对豆粕需求恢复是一个渐进的过程，完全恢复往年正常水平至少要等到四季度甚至明年。

图 3.3.1：生猪、能繁母猪存栏量（单位：万头）



数据来源：WIND 南华期货研究所

3.4 豆粕库存或低位回升

一季度因春节假期、复工延迟、原料短缺等因素共振，使得豆粕库存长时间维持在低位，另外随着中国新冠肺炎疫情逐渐好转，发改委称全国除湖北外复工率达 90%，部分省份接近 100%，终端需求较前期已有所好转，豆粕现货成交量高企，亦支撑豆粕去库存。

由于美豆期价走跌，加上巴西雷亚尔疲软，大豆进口成本优势明显，使得油厂压榨利润丰厚，若二季度油厂压榨利润持续良好，将刺激企业加快压榨进度，而生猪产能恢复尚需时日，4 月份之后豆粕库存或从低位回升，将限制连粕价格上涨空间。

图 3.4.1：豆粕现货成交（单位：吨）

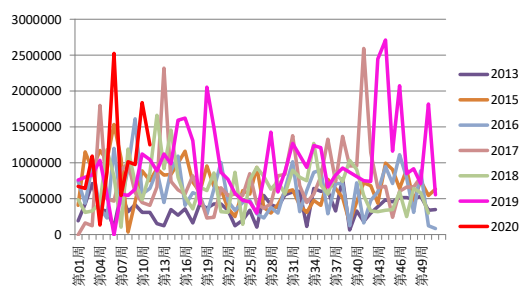
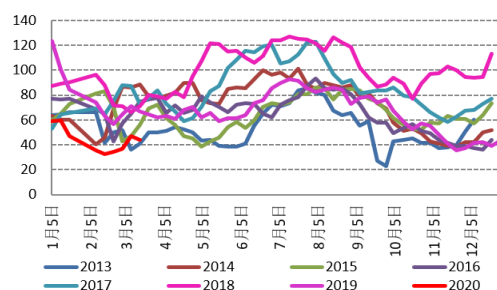


图 3.4.2：豆粕库存（单位：万吨）



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

3.5 行情展望与操作策略

美豆指数触底反弹，加上 3 月份大豆到港量较少，且受疫情影响导致巴西、阿根廷农产品运输、装船及检疫时间延长，后期大豆到港量或低于此前市场预期，导致国内油厂开机水平偏低，豆粕短期供给偏紧，刺激连粕价格快速拉升。但是巴西大豆压榨利润丰厚，吸引中国油厂积极采购大豆，同时国内生猪产能尚未完全恢复，豆粕终端需求恢复缓慢，加上新冠肺炎疫情仍在全球范围内蔓延，市场对全球经济放缓的担忧，或限制连粕上涨空间。综上所述，建议二季度重点关注海外疫情对大豆物流运输的影响，如果大豆出现阶段性到港推迟，油厂缺豆停机增加，可能会进一步推升豆粕价格，豆粕价格有望突破 3000 元/吨一线，下方关注 2800 一线支撑。

第 4 章 菜粕价格影响因素

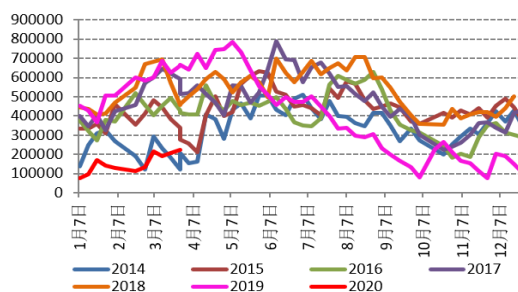
4.1 中加关系尚未缓解，原料仍处紧张态势

目前中加紧张关系尚未缓解，导致菜籽进口不畅。根据 Cofeed 统计，3 月有一船 6 万吨澳籽和两船共 11.8 万吨加籽到港，4 月一船 6 万吨澳籽到和四船 24 万吨加籽到港。加籽进口量下降，使得菜籽库存一直维持在同期较低水平，截止 3 月末，国内沿海进口菜籽总库存为 23.3 万吨，但较去年同期的 65.95 万吨，降幅 64.67%。其中两广及福建地区菜籽库存下降至 17.2 万吨，较去年同期 45.55 万吨降 62.24%。

图 4.1.1：未来几个月菜籽到港（单位：万吨）

未来几个月国内菜籽到港情况预测					
企业	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月	2020年3月
防城港中德			3 (5日)	6 (3日)	6
防城港中德	5.4 (14日)		6 (5日)	6.8 (15日)	6
钦州中德					
湛江中德					
湛江中德					
东家富之源					
东家富之源	3 (1日)	3 (8日) / 6 (14日)	3 (11日)	5 (20日)	6
厦门中德	5.5 (9日)	6 (21日)		6 (8日)	6
漳州中德					
福州中德					
厦门中德					
厦门中德	6.1 (19日)		6 (16日)		6
营口富源					
张家港中德					
中谷粮油				6 (15日)	24
总计	20	15	12	23	30

图 4.1.2：菜籽库存（单位：万吨）



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

4.2 油厂开机偏低，菜粕库存处于低位

一方面由于原料供给趋紧，另一方面春节假期因新冠肺炎疫情影响延长，使得一季度油厂开机处于偏低水平，这就导致菜粕库存亦处于历史同期的低点。而现阶段水产养殖处于淡季，同时新冠肺炎疫情使得现阶段一些地方水产品压塘较为严重，挤占了今年鱼苗的养殖空间，另外餐饮复工尚未完全恢复，终端消费不加，菜粕下游需求低迷。

图 4.2.1：菜籽压榨量（单位：万吨）

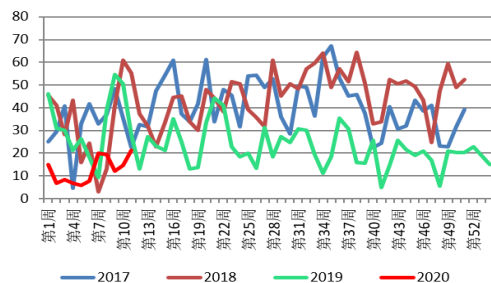
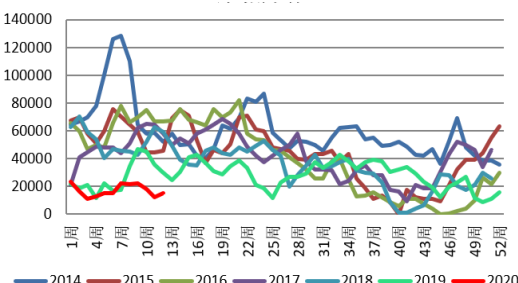


图 4.2.2：菜粕库存（单位：万吨）



资料来源：天下粮仓 南华期货研究所

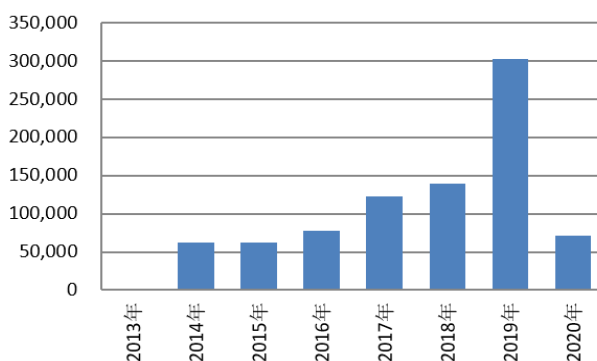
但是为了对水产品稳产保供，国家出台了相关的督促指导措施，农业农村部渔业渔政管理局局长介绍从 3 月初开始，水产养殖由南到北渐次展开。在政策支持下，水产养殖逐渐好转，且随着二季度气温逐渐回升，水产养殖投苗工作陆续开启，据调度，目前苗种生产能力已经恢复了 80%以上，养殖

户看涨后市价格，预计二季度水产养殖旺季投苗量或受成品价格提振有所增加，届时对菜粕需求将有所好转，而原料供给仍不充足，预计菜粕库存继续维持低位或再度下降，届时对菜粕价格起到一定提振作用。

4.3 替代品进口增加，影响菜粕需求

虽然中加贸易关系紧张导致我国进口加拿大菜籽大幅减少，但是为弥补菜籽、菜粕的缺口，我国逐渐增加葵花籽等替代品进口：葵花籽替代菜籽——海关数据显示，2020年1-2月葵花籽进口71261.60吨，较去年同期1-2月份59962.78吨，增加11298.82吨，同比增幅18.84%。

图 4.3.1：葵花籽进口（单位：吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

现阶段水产养殖处于淡季，且因为疫情影响水产饲料需求平平，其中菜粕还被葵粕、棕榈粕等杂粕替代，导致菜粕消费总体清淡。目前来看，中加紧张关系仍将持续，预计我国将继续加大葵花籽、棕榈粕、菜粕等进口，对菜粕价格继续形成压力。

4.4 行情展望与操作策略

一季度是菜粕季节性消费淡季，加上新冠肺炎疫情影响，菜粕维持在2200-2400元/吨区间震荡（除春节后首日外）。二季度水产养殖逐渐恢复，中加紧张关系尚未缓解，菜籽原料供给趋紧，市场仍存在阶段炒作机会，对菜粕价格有一定的提振，但是葵花粕等替代品供给增加，或制约菜粕上涨幅度。未来菜粕价格仍将跟随豆粕走势，继续关注中加关系进展。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86205696

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 803、804 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120363

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏州大道西路 205 号尼盛广场 1 幢 1202 室
电话：0512-87660825

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102、104
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

济南分公司

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话：0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市稠江街道总部经济园 A5 幢 1603 室
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第 14 层)
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部

台州经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 29 层 2906 号
电话：0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-55151801

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 002 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



股票简称：南华期货 股票代码：603093

公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net