

目录

黑色金属·螺纹钢.....	2
回归高库存低需求逻辑，螺纹中期偏空.....	9
化工·原油.....	10
全球预期悲观，三月艰难筑底.....	15
化工·乙二醇.....	16
三月份踏寻拐点，可见上下调整.....	22
农产品·棉花.....	23
疫情压制，棉价重挫.....	29
农产品·豆粕.....	30
豆粕基本面偏弱同时还需关注全球疫情影响.....	38

2020年3月

## 回归高库存低需求逻辑

### 螺纹中期偏空

—2020年3月黑色报告

新世纪期货研究院（投资咨询）  
黑色组

Tel: 0571-85106702

新世纪期货有限公司  
地址：杭州市下城区万寿亭13号  
邮编：310000  
传真：0571-85106702  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

新世纪期货研究报告



#### 摘要

#### 行情回顾：

春节后开盘已经第四周了，自疫情爆发以来，由于隔离和运输受阻，终端需求几乎停滞。短期疫情对需求影响将远远大于供给，螺纹偏空格局。

#### 钢材供给：

钢厂减产力度不足，随着运输放开，废钢预计2月底至3月初逐渐恢复，后期废钢少、成材库存高的情况会逐渐缓解，那么产量有望得到恢复。

#### 下游需求：

目前终端需求随着疫情防控和交通受阻而延迟，建筑工程复工将继续延后，上下游资金流面临压力，总体需求将顺延至3月中下旬甚至4月，短期供大于求压力明显。

#### 未来展望：

黑色面临着供应的提前恢复和需求缓慢启动之间的时间错配。随着4-5月需求的集中释放，钢材也会进入快速去库期，但由于基数太大，去库期也会比较漫长，即便到5月上旬出现需求峰值后，库存也大幅高于往年。后期黑色整体压力还是很大，中期对螺纹偏空对待。

## 一、行情回顾:

春节后开盘已经第四周了，自疫情爆发以来，由于隔离和运输受阻，终端需求几乎停滞。截止 2 月 27 日，杭州螺纹钢现货较节前下跌 280 元/吨，广州螺纹下跌 330 元/吨，北京螺纹下跌 190 元/吨，同时螺纹 5 月合约下跌 81 元，10 月合约反而上涨 108 元，螺纹 5-10 月价差从节前价差 137 元最大跌到-75 元，昨日价差-52 元。疫情影响，需求后移，远月表现强于近月，稳健投资者可以多 rb2010 空 rb2005 反套操作，5-10 期间有所回升，但是在海外疫情蔓延，多国确诊病例迅速攀升，远月继续强于近月。目前还可以继续持有，等到国内外疫情得到有效控制，择机离场。螺纹产业链数据供需宽松，疫情对钢材的供需两端都产生了极大的消极影响，而供应降幅明显不及预期，所以短期疫情对需求影响将远远大于供给。现货价格疲软基本充分反应了当前螺纹钢超高库存，利润被挤压，以及螺纹钢 5 月-10 月月差收窄，当下全球避险情绪升温，随着市场重新评估公共卫生安全事件对全球经济的影响，并引发需求忧虑，螺纹偏空格局。

表 1: 年前年后价格对比图

日期	上海螺纹钢现货价格	RB2005 收盘	RB2010 收盘	螺纹 5 月基差	螺纹 10 月基差	螺纹现货生产利润
2020/1/23	3750	3500	3363	312	449	237
2020/2/27	3470	3419	3471	51	-1	41

资料来源: 新世纪期货、wind

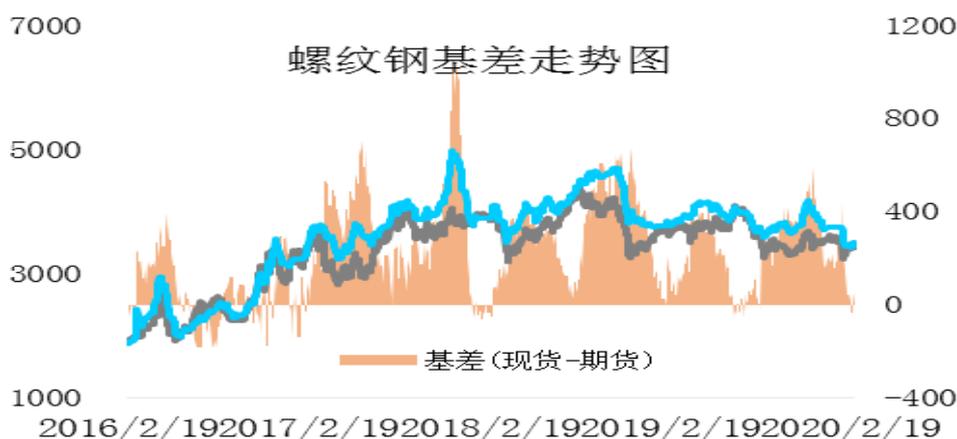


图 1: 螺纹基差走势图

资料来源: 新世纪期货、wind

## 二、铁矿、螺纹钢市场分析

### 2.1 原料端铁矿

近日受到热带气旋影响的澳洲铁矿外运已经得到了修复，而日韩疫情扩散一定程度上使得市场担忧日韩对于铁矿的需求下降，导致海外矿山发运至中国的量会有所增加。澳洲巴西铁矿总发货量在前两周持续下降后大幅度增加，环比回升 531.3 万吨；澳洲铁矿发运环比回升 467.6 万吨，巴西发货环比增加 63.7 万吨，北方六港到港量增加 86 万吨至 893 万吨，供应量面临回升局面。

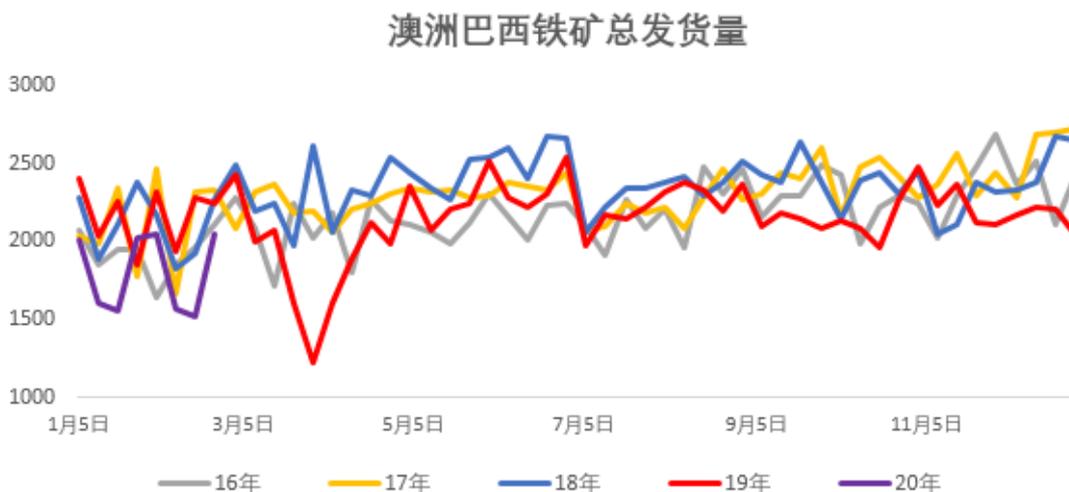


图 2：澳洲巴西铁矿总发货量

资料来源：新世纪期货、wind

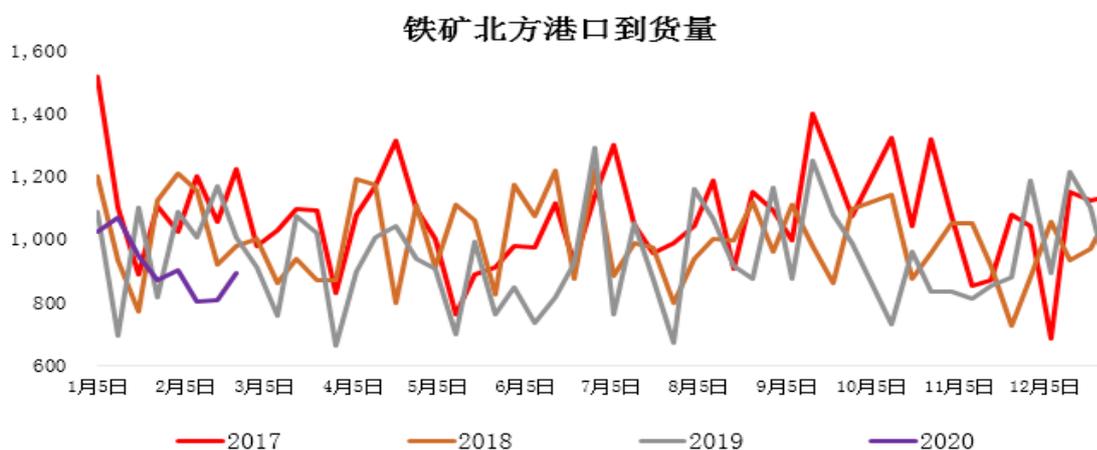


图 3：铁矿北方港口到货量

资料来源：新世纪期货、wind

最近铁矿大幅反弹主要也是港口铁矿石现货成交有所转好，疏港量回升到 296 万吨，64 家钢厂铁矿库存降至 1594.71 万吨，铁矿石 45 港口总库存上周环比小幅降 224 万吨至 1.2170 亿吨。随着海外疫情扩散，日本韩国以及意大利“红色预警”频现，全球市场似乎再度掀起抛售风暴；若疫情进一步扩散，

全球经济或受到较大冲击。钢材市场需求预期或将被改变，与此同时，海外钢铁企业对于铁矿的需求或将发生变化。国内高炉减产预期再度增强，若后期钢厂检修增加，铁水产量下滑，发运到港量增加，那么铁矿将重回累库承压走势，也就前面提到，钢材持续下跌后，出现主动减产，矿石跟跌力度反而更大。

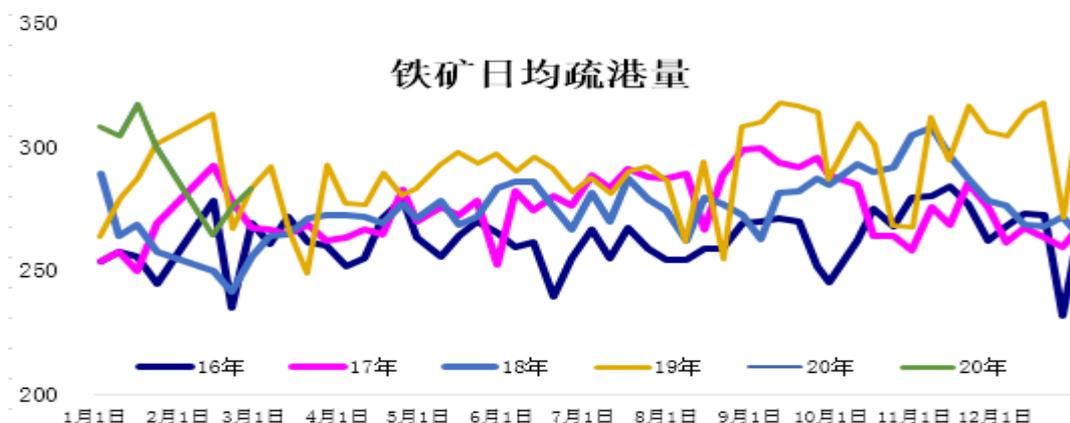


图 4: 铁矿日均疏港量

资料来源：新世纪期货、wind

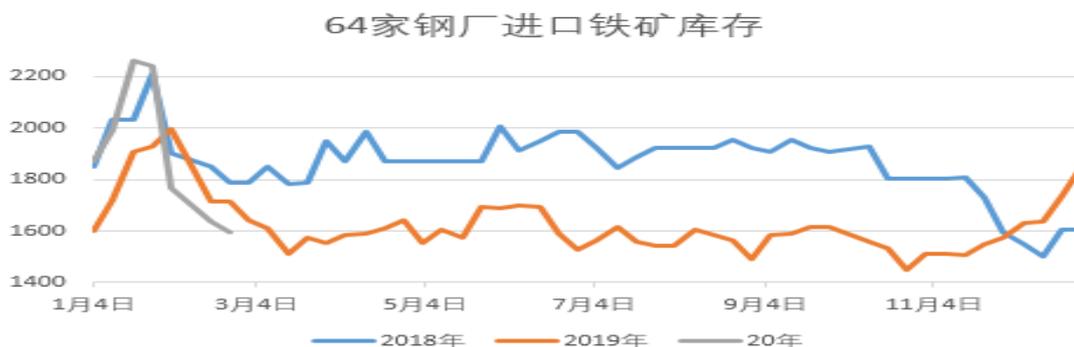


图 5: 64 家钢厂进口铁矿库存

资料来源：新世纪期货、wind

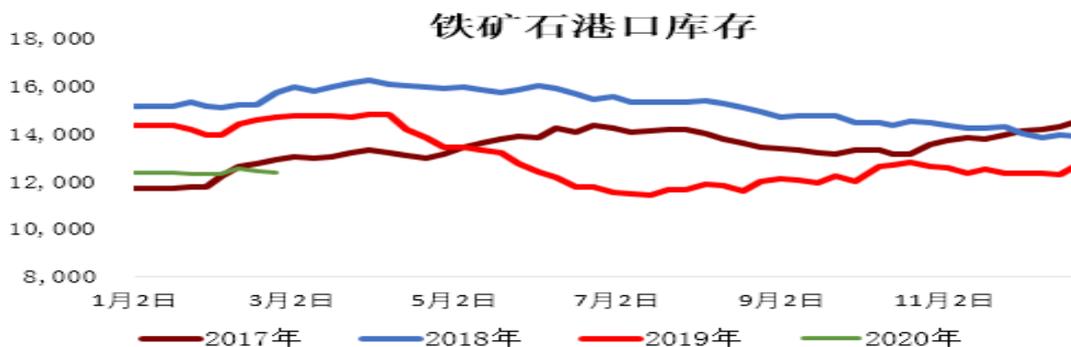


图 6: 铁矿港口库存

资料来源：新世纪期货、wind

## 2.2 成材端

### (一) 供应方面：钢厂减产力度不足

截止 2 月 27 日，Mysteel 调研 247 家钢厂高炉开工率 71.89%，环比上周增 0.46%，同比降 5.34%；高炉炼铁产能利用率 73.82%，降 0.11%，同比降 5.05%；钢厂盈利率 82.19%，增 0.81%；日均铁水产量 206.42 万吨，降 0.29 万吨，同比降 14.15 万吨。Mysteel 调研 163 家钢厂高炉开工率 62.85%，环比上周增 0.97%，产能利用率 73.20%，增 0.53%，剔除淘汰产能的利用率为 79.69%，较去年同期降 2.43%，钢厂盈利率 74.85%，增 0.62%。独立电弧炉开工率下降明显，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉，平均开工率为 5.18%，较上周降 0.70%；产能利用率为 3.36%，较上周降 0.73%。螺纹周产量减 6.95 万吨至 241.43 万吨。

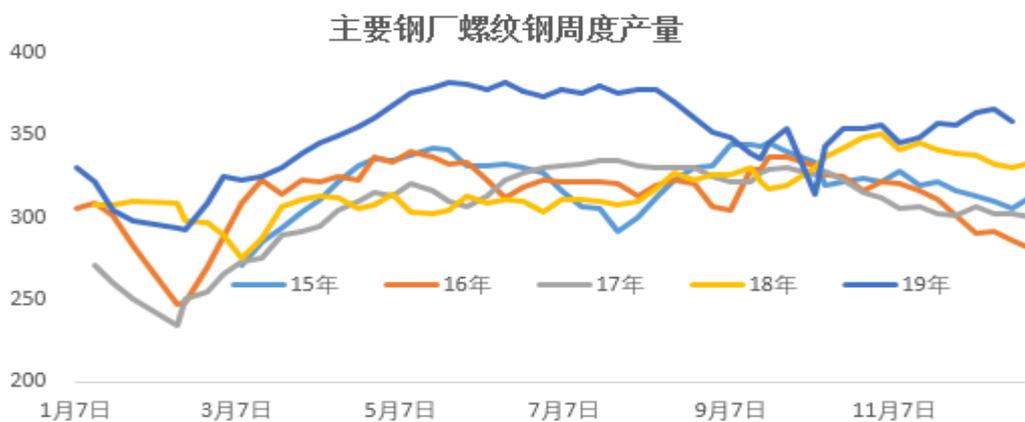


图 7：主要钢厂周度产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

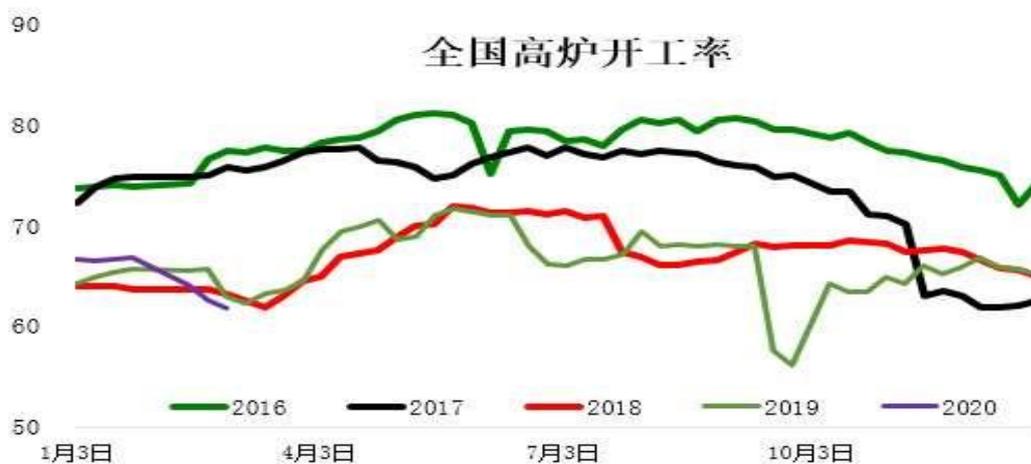


图 8：全国钢厂高炉开工率季节性对比图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

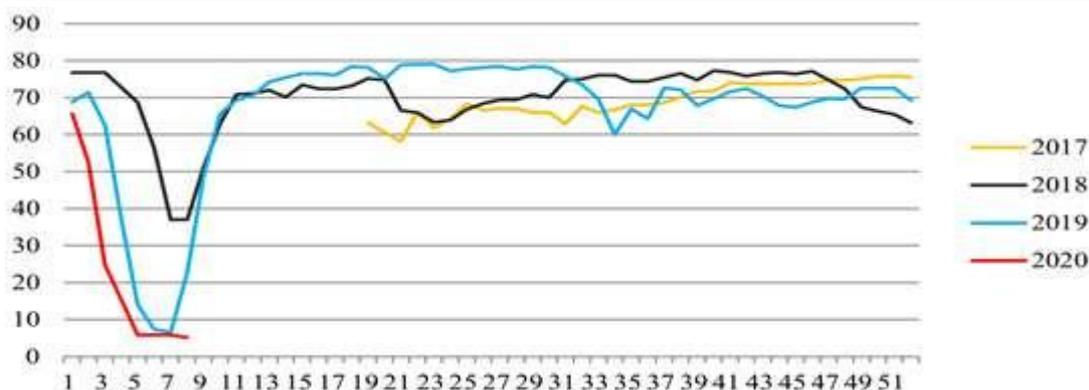


图 9：电弧炉开工率走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截止 2 月 27 日，唐山地区 138 座高炉中有 55 座检修（不含长期停产），检修高炉容积合计 42900m<sup>3</sup>；周影响产量约 82.48 万吨，产能利用率 69.47%，较上周下降 1.85%，较上月同期下降 11.49%，较去年同期下降 7.15%。唐山高炉并无新增检修及复产高炉，受上周后半段高炉集中检修影响，唐山高炉产能利用率有所下降。随着市场需求逐步启动及运输压力有所缓解，部分钢厂近期有高炉复产计划，产量或将回升。

地区	检修个数	高炉检修容积 (单位: m <sup>3</sup> )
市区	1	2000
开平	1	1080
古冶	2	1530
丰南	17	13800
遵化	1	450
丰润	3	2510
迁安	14	10010
迁西	6	3300
乐亭	2	2860
滦州	6	4460
滦南	2	900
曹妃甸	0	0
玉田	0	0
<b>合计</b>	<b>55</b>	<b>42900</b>

图 10：唐山样本钢厂高炉检修容积和检修个数

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

(二) 需求释放缓慢

目前终端需求随着疫情防控和交通受阻而延迟，建筑工程复工将继续延后，工人到位严重不足，上下游资金流面临压力，总体需求将顺延至3月中下旬甚至4月，短期供大于求压力明显，钢价冲高回落风险较大。贸易商基本复工，但成交量没有跟上，还是受到运输限制，目前建筑钢材日成交启动也较缓慢。运输逐渐恢复，目前了解到汽运恢复6成左右，但仍显紧张，并且单程返回后还要经过隔离期才能再上岗。综合考虑，预估3月中下旬需求逐渐恢复，4月形成集中释放。全国建筑钢材日成交有所回升，但依然处于较低水平，在5万吨每天上下徘徊，螺纹表观需求量处于低位。

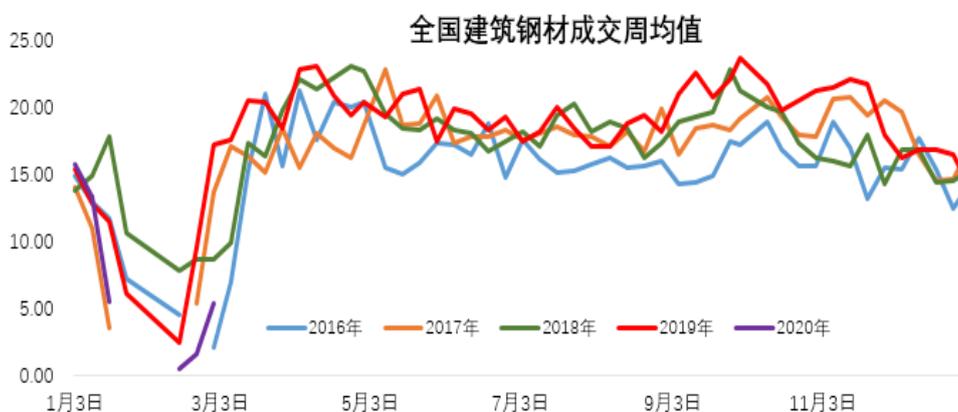


图 11: 全国建筑钢材成交周均值

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

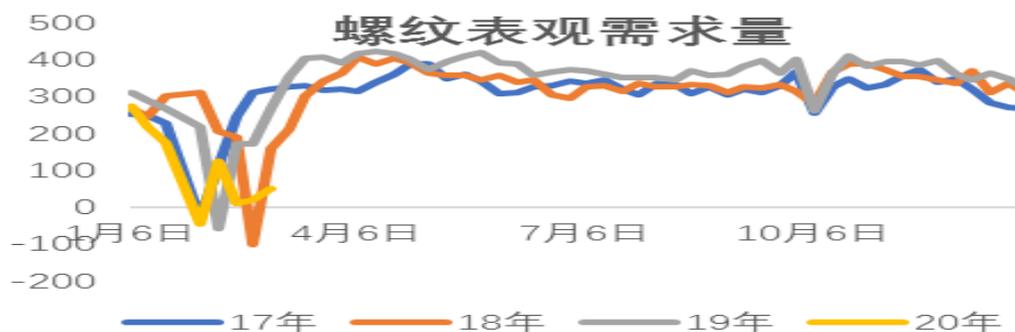


图 12: 螺纹表观需求量

资料来源: 新世纪期货、wind 资讯

(三) 库存高位、利润挤压

目前长流程普遍利润 150-200 元，主动减产驱动不充足。短流程仍然亏损，其中华东亏损 250 元，华北亏损 190 元，复产动力明显不足。废钢供应情况不佳，复产原料也不充足，但随着运输放开，废钢预计 2 月底至 3 月初逐渐恢复，本周部分钢厂废钢到货量已经有所增加，预计后期废钢少、成材库存高

的情况会逐渐缓解，那么产量有望得到恢复。



图 13: 螺纹现货利润

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

结合上述供需情况，预计螺纹总库存峰值将出现在两周后，3月中旬的样子，总量达到 2100 万左右，随后进入去库周期，但截至到 5 月上旬出现需求峰值后，库存仍有可能维持在年后 1300 万吨的高位水平，远高于去年同期 800 多万吨的同期水平，库存压力仍难以释放。去库 13 周后，一直到 6 月上旬，库存有望降至 1100 万吨，但还是高于去年同期水平 700 多万水平。

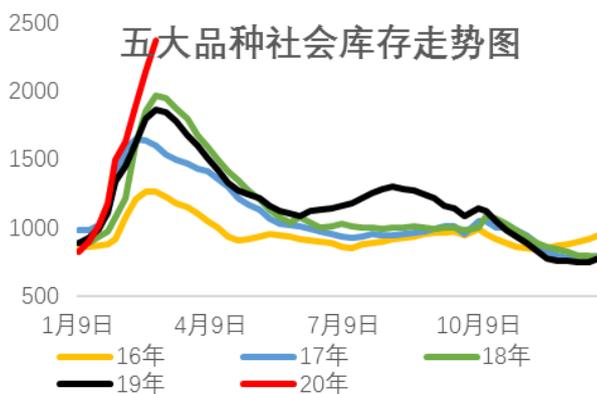


图 14: 五大品种钢材社会库存走势图

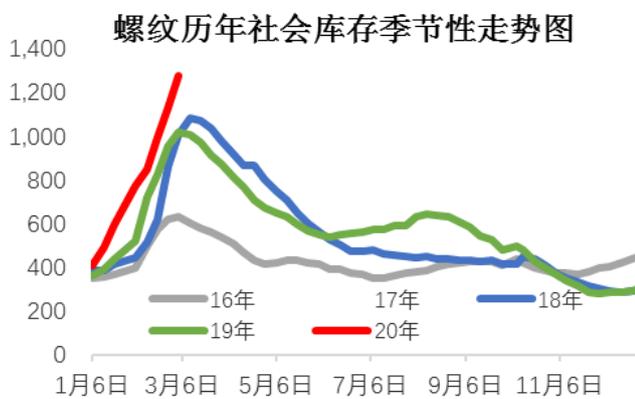


图 15: 螺纹社会库存走势

数据来源：mysteel，新世纪期货

### 三、展望

总的来说，黑色面临着供应的提前恢复和需求缓慢启动之间的时间错配。随着 4-5 月需求的集中释放，钢材也会进入快速去库期，但由于基数太大，去库期也会比较漫长，即便到 5 月上旬出现需求峰值后，库存也大幅高于往年。后期黑色整体压力还是很大，中期对螺纹偏空对待。

风险因素：国内外疫情得到有效控制，下游企业复工加速，钢厂减产不及预期。

2020年03月

## 全球预期悲观，

## 三月艰难筑底

### ——2020年三月原油报告

新世纪期货研究院（投资咨询）  
化工组

Tel: 0571-87923821

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭13号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

### 摘要

二月份以来，全球市场动荡不断。一月下旬开始在中国全面爆发的2019新型冠状病毒肺炎疫情“黑天鹅”，加速下行推动了全球资本市场本来就不甚乐观的预期。

一月初以来，原油受到淡季去库逻辑影响，呈现出季节性下行的规律。但从1月20号开始，则是受到中国疫情的影响。市场对于需求下行的恐慌日渐增长。至2月10日左右开始，中国疫情防控逐渐稳定。中国的每日新增确诊人数在不断下降，社会生产也在有序恢复，恐慌情绪逐渐稳定，原油有一波修复反弹。然而，从2月20日左右开始，世界除中国以外地区的疫情防控则出现了很大的问题。一旦变成大流行疾病，则世界范围内的需求和经济都将承受打击。因此，自2月20日开始，原油大幅承压下行，突破承压位置，继续向下探底。

就后市展望来看，开年需求较弱，但欧佩克的减产调节使得全球原油供需紧平衡状态得以维持。目前受疫情悲观影响，不仅原油，所有风险资产都是空的气氛。就短线操作来看，除了看空为主之外，三月或可关注中东断供风险。



## 一、上月价格走势分析

### 1、期现货市场

目前原油主力换月至 2004 合约，美原油主力合约均为 04 合约，布伦特为 2005 合约。总体来说，自 2020 年开年以来，原油一直承压下行。虽然逻辑在不同的时间段有所不同，但是总体上一直是下行的逻辑。一月初以来，原油受到淡季去库逻辑影响，呈现出季节性下行的规律。但从 1 月 20 号开始，则是受到中国疫情的影响。市场对于需求下行的恐慌日渐增长。这一点由 VIX 指数的变化可以看出来。自 1 月 20 日终南山院士发布肺炎疫情重大信息，以及 1 月 23 日武汉封城措施升级之后，全球市场 VIX 指数有了一波明显的飙升，最高点升至 18.84%，创自去年 10 月 15 日以来的高点。从原油期货盘面也可以直接反应出恐慌情绪的升级。原油节后迎来暴跌：2 月 3 日开盘当年，上期所原油主力合约暴跌 7.5%。

至 2 月 10 日左右开始，中国疫情防控逐渐稳定。中国的每日新增确诊人数在不断下降，社会生产也在有序恢复，恐慌情绪逐渐稳定，原油有一波修复反弹。在 20 号左右，布油运行至 60 美元附近，美原油运行至 55 美元附近。

然而，从 2 月 20 日左右开始，世界除中国以外地区的疫情防控则出现了很大的问题。至 2 月 28 日，韩国肺炎确诊人数超过 2000 人，日本近一千人。另外最值得担忧的是，意大利成为欧洲疫情发源中心，开始向欧洲输出疫情。伊朗作为疫情中心，开始向中东输出疫情。虽然中国的疫情已经得到非常有效的控制，但是以日韩为代表的亚洲地区、以伊朗为代表的中东地区、以意大利为代表的欧洲地区，已经开始呈现出扩散的局面。这不仅仅是中国的需求和经济遭受打击。一旦变成大流行疾病，则世界范围内的需求和经济都将承受打击。因此，自 2 月 20 日开始，原油大幅承压下行，突破承压位置，继续向下探底。

全月来看，截止 2 月 28 日，WTI 原油月度由 51.15 美元下跌至 45.72 美元附近，布伦特原油由 55.89 美元下跌至 50.46 美元。内盘 INE 原油由 415.5 下跌至 353.5 元附近。

表 1：10 月国际油价月度价格对比表

单位：美元/桶

	WTI	Brent
最高价	54.66	59.56
最低价	45.45	50.09
月初开盘价	51.15	55.89
涨幅	-11.4%	-10.8%

(截止 2 月 28 日北京时间下午 16 点 30 分)

数据来源：文华财经，新世纪期货



图 1：原油期货日线图

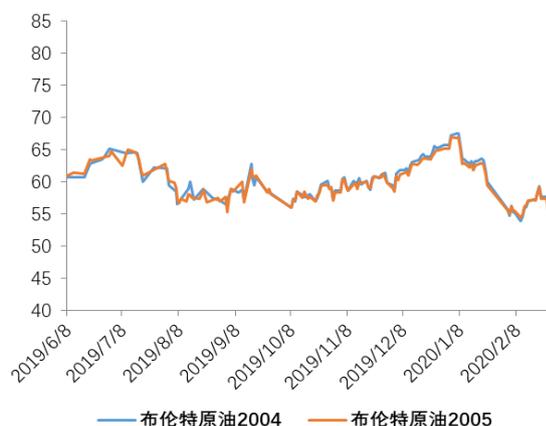


图 2：布伦特原油日线图

数据来源：wind，新世纪期货

## 2、疫情相关分析

中国突发公共卫生事件，已经导致全社会停工、停学。短期来看，企业复工受到影响。中长期来看，中国一季度乃至稍长周期的 GDP 或将受到影响。就原油来说，本次卫生事件对原油需求端短期内一定会产生影响。定性地判断，会导致全国原油需求量一定程度上减少。一旦需求有了短期明显的减少，炼厂首当其冲，开工、生产一定会受到影响，短期内做出调整。数据表明：目前山东地炼已经开始降负荷，较往年同期相比开工率大大下滑。2 月 5 日当周下调至 47.76%，创 2015 年以来的新低。

除了炼厂开工生产受到一定影响之外，由于原油的下游石化行业生产涉及交通运输环节，且公路、铁路运输方式占石化大宗商品运输的绝大部分。目前由于石化大省，如江苏、浙江等因疫情实施交通管制，对化工品运输影响较大，短期依赖公路运输的大宗化工品出现累库可能性增加。就目前的防疫措施来看，这一影响的广泛性和持续性十分深远，难以估计。但回溯 2003 年非典时期，公路货运同比下滑 5%以上，负面影响持续到 10 月份左右。本次的影响程度和时长预估不低于非典时期。

除了上述定性的判断之外，如何定量地估计本次事件对于全国原油需求量的影响也是原油研究的核心问题。这一问题的难点在于，原油是一个周期性、季节性很强的品种，全年有明显的淡、旺季。在淡季时期，原油需求清淡，炼厂也倾向于此时进行检修。而冬季，尤其是我国的一、二月份，春节前后，本就是原油需求的清单时期，需求本身就有所下滑。叠加疫情因素以及经济下行需求周期性减弱因素，本年度开年需求预期超预期悲观。综合全球各大机构的观点来看，目前各方初步测算的差异性非常大。

BP 预估新冠病毒削减中国石油需求 100 万桶每天，而欧佩克+则是在每天减少 20 至 40 万桶左右的水平进行讨论和估计。目前可以看到，疫情防控工作已基本得到控制。2 月中旬就出现了疫情拐点，则本次事件对我国原油需求的减少应当预估在 50 万桶以下。

但是，至 2 月 20 日开始，世界除中国意外地区的疫情防控出现了很大的问题。正如上文所说，意大利成为欧洲疫情发源中心，开始向欧洲输出疫情。伊朗作为疫情中心，开始向中东输出疫情。虽然中国的疫情已经得到非常有效的控制，但是以日韩为代表的亚洲地区、以伊朗为代表的中东地区、以意大利为代表的欧洲地区，已经开始呈现出扩散的局面。除中国以外的其他国家是否能够在数周内有效地抑制疫情，是本次 2019 新型冠状病毒肺炎世界范围内防控的重点，也是本次 2019 新型冠状病毒肺炎是否会演变为“大流行疾病”的关键。同样，也是世界经济是否能喘一口气的关键，也是世界原油价格未来运行方向的先行判断条件。

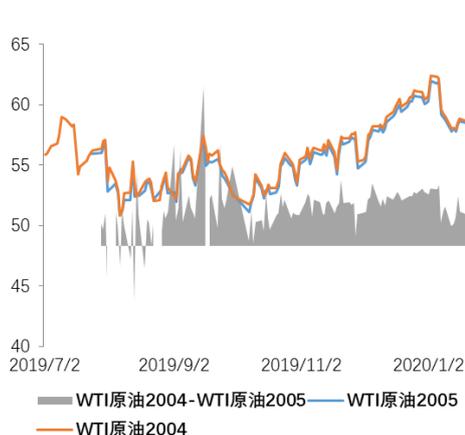


图 3：WTI 原油价格日线图

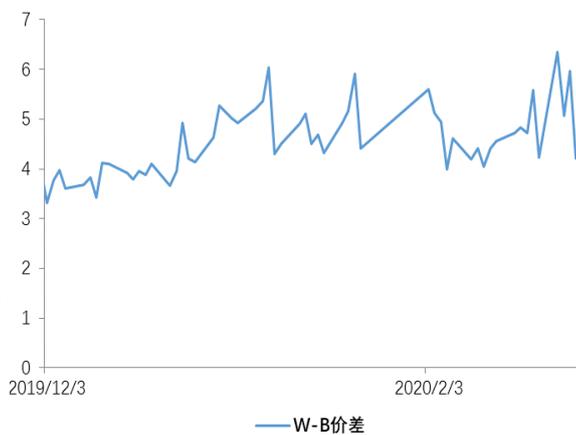


图 4：W-B 价差

数据来源：wind，新世纪期货

## 二、供应面分析

### 1、美国原油产量：高位企稳

根据美国 EIA 上月的四个周度报告，美国原油产量再度刷新历史高位，四周估算日产出分别为 12900，13000，13000，13000 千桶。上月数据来看，产量连续三周维持在 1300 万桶。美国原油产量维持高位不减，产量的持续升高也给原油带来一定的压力。但是值得注意的是，截止 2 月 21 日的一周，美国在线钻探油井数量 679 座，比前周增加 1 座；比去年同期减少 174 座。可以看出，炼厂钻井数持续回升。美国方面原油供应趋于平稳。

原油产出

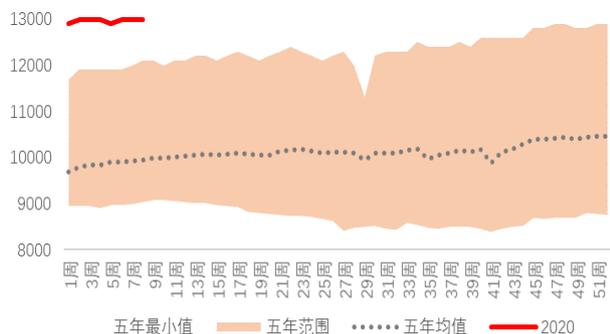


图 5：美国原油产量走势

美国原油产出增量

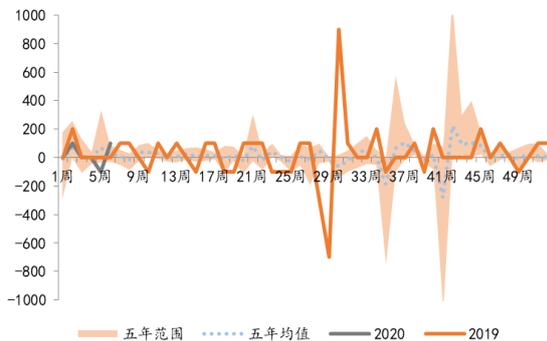


图 6：美国原油产量增速图

美国钻机数量:原油

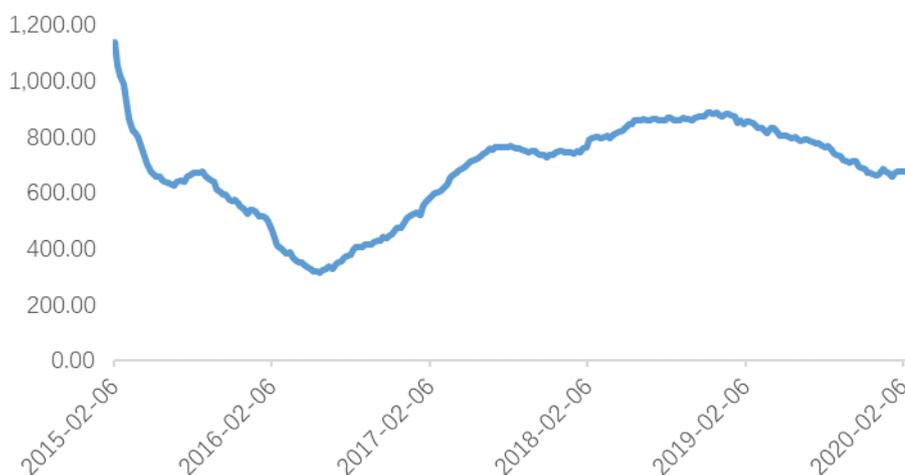


图 7：美国钻机数量

数据来源：EIA，新世纪期货

## 2、关注伊朗等中东国家断供风险

目前有一大风险点值得关注，即以伊朗为代表的中东国家是否能有效防控疫情的问题。伊朗有失控态势，或会影响原油生产。尤其是近日伊朗副总统等政界高官被确诊新冠病例的消息，资本市场的避险情绪又一次受到了刺激。至昨日，伊朗确诊病例有 245 例，其中有 26 例死亡，死亡率超过 10%。与此同时，伊朗周边的邻国阿富汗、巴林、科威特、伊拉克和阿曼等近几日先后报告了来自于伊朗的输入性病例。随着多国关闭与伊朗的航线和陆路边境，伊朗疫情对于中东地区安全以及国际原油市场的影响应当被重视，或成为三月原油价格运行的另一风险点。

另外，即将于三月初举行的欧佩克会议也存在不确定性。沙特阿拉伯与俄罗斯在对权衡全球石油需求减弱的预期方面存在分歧，占欧佩克生产能力一半以上的沙特阿拉伯、科威特和阿联酋正在商讨将原油日产量进一步减产 30 万桶的可能性。但俄罗斯对于进一步减产犹豫不决，仍在观察石油市场需求是否好转。

## 三、库存

### 美国原油库存

美国能源信息署数据显示，截止 2020 年 2 月 21 日当周，美国原油库存量 4.43335 亿桶，比前一周增长 45 万桶；美国汽油库存总量 2.56387 亿桶，比前一周下降 269 万桶；馏分油库存量为 1.38472 亿桶，比前一周下降 211 万桶。原油库存比去年同期低 0.6%；比过去五年同期低 3%；汽油库存比去年同期高 0.6%；比过去五年同期高 2%；馏份油库存比去年同期高 0.1%，比过去五年同期低 5%。美国商业石油库存总量下降 206 万桶。

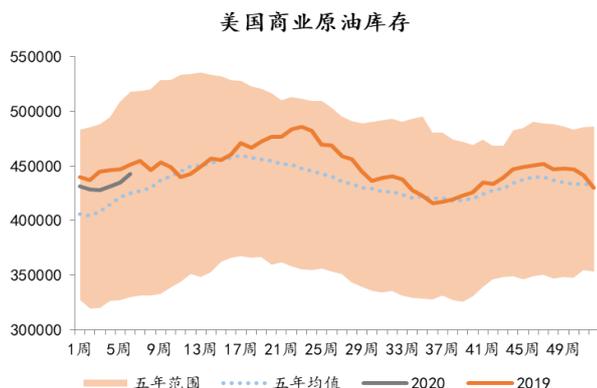


图 8：美国商业原油库存

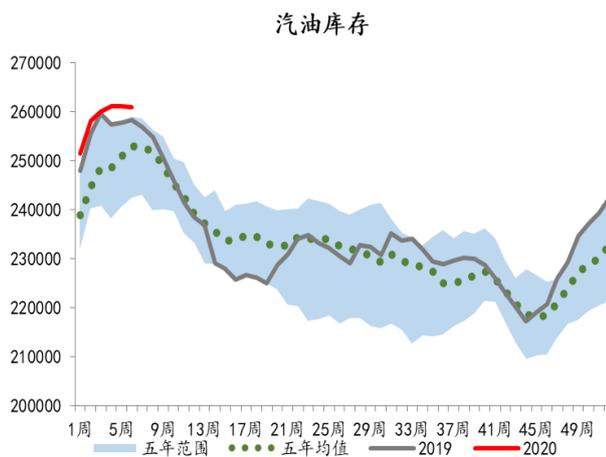


图 9：美国汽油库存增量

数据来源：EIA，新世纪期货

## 四、后市展望

原油 2020 年度的供应缺口言论被证伪，市场担忧全球原油生产供应过剩。但同时，疫情因素叠加季节淡季，加上经济下行需求周期性减弱因素，全球原油和经济需求预期非常悲观。供强需弱的预期下，欧佩克的减产调节使得全球原油供需紧平衡状态得以维持。长周期来看，原油的供需还是紧平衡状态，供应边际的改变还是在欧佩克的抉择和疫情防控的进度。

就后市展望来看，开年需求较弱，但欧佩克的减产调节使得全球原油供需紧平衡状态得以维持。中长线逻辑不变。短线操作来看，关注中东断供风险。

2020 年 3 月

## 三月份踏寻拐点

# ，可见上下调整

——2020 年 3 月乙二醇报告

新世纪期货研究院（投资咨询）  
化工组  
Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司  
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号  
邮编：310000  
传真：0571-85058093  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

### 摘要

春节后第一交易日至今，乙二醇盘面从绝对低价格的反弹，再到国外疫情冲击下的下跌，基本回到初始点。期现联动性的震荡，是得价格上下区间缩小。其中主要原因，除了疫情，没有更大的风险因子，盘面博弈的属性明显减弱，主要集中在几个交易日。

我们认为 3 月份的乙二醇是需求驱动型的品种，面临着下游工厂复工后对原料库存的主动补库行为是否形成爆发之势，抑或风平浪静般来临，还有可能是屡次迟到，但是真实的需求，总会来到。鉴于乙二醇除了需求驱动，外围还有一个关键变量即国外疫情的风险增加，二者的博弈使得 3 月份的乙二醇再掀波澜。除此之外，长期的乙二醇面临供应压力、累库矛盾不变，需求的支撑、装置检修预期带来短期回暖。



## 一、行情回顾：国内疫情恐慌下跌后乐观上涨，国外疫情冲击下跌

整个2月份乙二醇开门大跌，是因为国内疫情当时正值恐慌高点，春节后第一个开盘日，直接打到跌停板，这也是目前位置最低的价格，即4244元/吨。而后国内疫情防控有度、市场对需求的乐观预计，绝对低价格的持续反弹数日。最近几日则是由于国外疫情的部分国家爆发，持续几天后，市场给予反应，月底收尾4336元/吨。

疫情对化工品的影响主要从两大方面考虑，第一也就是最重要的就是需求方面支撑不足，下游及终端企业的生产停滞、复工时间延迟，以及贸易运输的消极影响。各地下游企业大概率要等到2月底启动一部分生产力，3月份才有可能恢复至较好的生产状态，前提还是疫情在这次延长假期过程中得到有效控制。发电耗煤的在春节没有回升，而是在春节前的数据继续下滑，这也从侧面反映出了假期延迟的原因使得生产还没有开始恢复。第二个就是整个宏观经济方面，短期对经济造成一定冲击，市场情绪心态相对不乐观，疫情蔓延的态势引发的对其持续性担忧，消费心态在很长一段时间都会受影响，国际油价也会因为消费不足进而向下调整价格，这将会进一步打开化工下跌空间。

基本面来看，按照往年春节，一般化工品都有一个需求支撑、复工的话题带着库存上涨一波，因为下游主动补库一年之中很少出现，刚好在春节是小工厂型的下游停工时间，放假后就是补库时候，或者年前补库行为继续。当然也有少数，是春节前库存已满的情况下，节后产业链全高库下的价格下跌。但是今年是需求一季度接近停摆，目前3月份也不容乐观。所以春节后去库成为商品主要话题，程序上或者规律上是后期的降价去库概率性更大。所以今年的乙二醇在年后第一个交易日大跌，只是将时间点提前了，或者说节奏换了一下。但是市场极度惶恐下，也能看到绝对低的价格，亦是供需最弱结果。

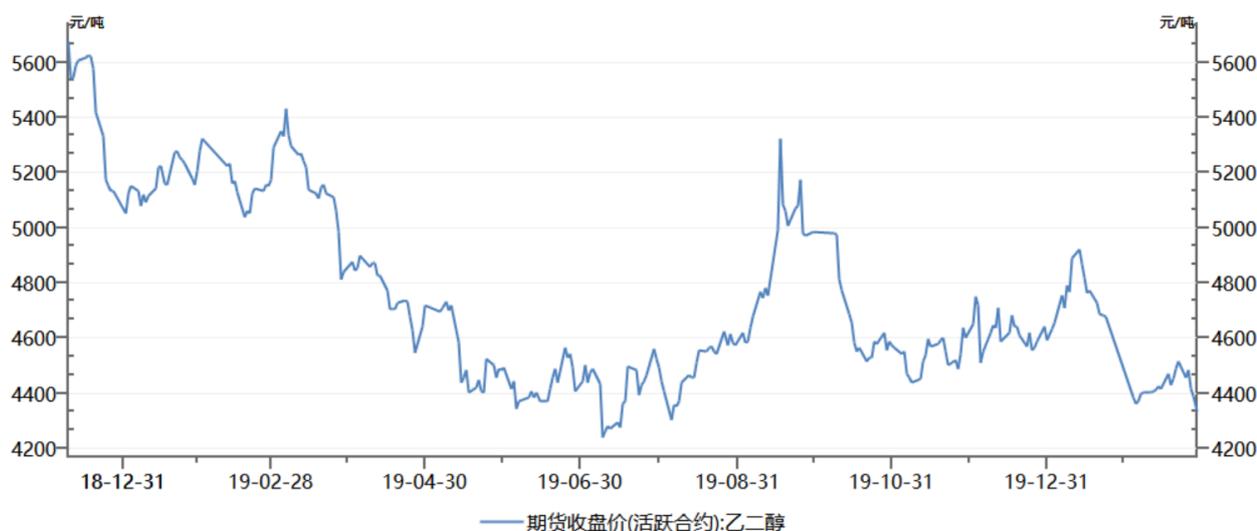


图 1. 乙二醇收盘价

资料来源: wind 资讯

## 二、价差利润：短期煤企生产维持，价格下跌生产压力增加

4600 以上的乙二醇对大多数煤制生产企业来说，生存希望较大，销售有微利，所以大多数的生产企业会提高生产积极性，毕竟去年乙二醇作为空头配置大半年，打到最低 4100 多，让绝大多数生产企业无法承受较长时间的损失，唯以停车告慰，但是自 7 月下旬开始，这一状况开始转变，转变从受到亏损的企业开始，因为停车损失，无法企及下游 8 月份开始补货的需求，乙二醇被打到成本以下后的反弹顺风顺水。目前这个 4600 的位置是一个上下游都可以接受的一个价格，往上或往下，取决于生产企业还是下游需求话语权的权责比重。因此短期看到已经不是成本端的压力去解决价格难题，而是从供需角度考虑，而价格也改变着供需，

2 月份的乙二醇基差，基本比较平缓，除了刚开始交易日的暴跌，未来基差的矛盾已经不大，基差对行情驱动不大。关注低库存下现货交割的紧张感能否给予一定的盘面提振或者现货火爆局面。

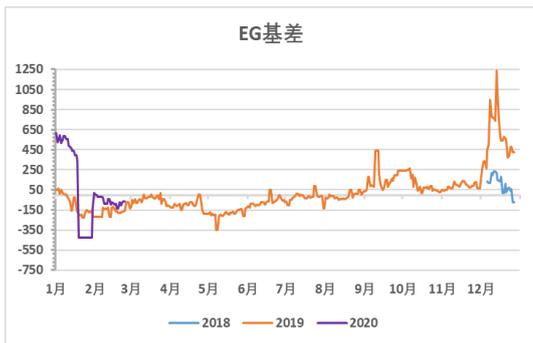


图 2. 乙二醇主流现货基差

MEG产量季节性

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
1月	67.4	54.7	52.3	41.5	30.8	31.5
2月	65.8	53.9	49.8	41.7	29.2	29.2
3月	78.2	59.9	51.8	42.3	31.5	30.8
4月	73.15	51.5	49.5	42.1	31.0	32.9
5月	65.97	43.4	44.4	44.4	33.0	31.0
6月	63.20	44.8	43.7	43.4	35.4	26.5
7月	66.38	54.7	51.8	42.3	39.8	33.5
8月	63.96	64.0	55.1	42.2	44.3	32.6
9月	62.97	62.8	53.9	39.3	41.0	31.8
10月	66.48	67.5	54.6	43.7	43.5	32.1
11月	69.00	66.1	50.9	42.1	41.0	26.0
12月	71.00	70.2	53.2	46.4	44.3	30.0

图 3. 乙二醇月度国产量

数据来源: wind 资讯, 卓创资讯, 新世纪期货

### 三、供需：低价格倒逼生产负荷降低，下游复工仍然关键

截至 2019 年底，中国 MEG 产能 1280.2 万吨/年，其中煤化工产能为 441 万吨/年，产能占比 42%。煤制 MEG 由于原料易得且成本低廉而发展迅速，产能快速扩张。随着煤制 MEG 生产工艺不断优化，装置运行稳定性和产品质量不断提升，在聚酯领域的应用更加广泛，煤制 MEG 将有非常广阔的市场前景。但是，煤制 MEG 前期成本投入过大，设备折旧费较高，而且工艺上存在一定缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，加上产品质量尚无法完全满足聚酯生产的要求（紫外透光率纯度检测达标），目前尚不能完全取代乙烯法的市场地位。从目前公布的 MEG 新产能情况来看，除了恒力、浙江石化、盛虹、中国石化湛江及古雷项目乙烯法外，其余全部是煤制 MEG 项目，鉴于 2019 年各生产线路 MEG 出现全线亏损局面，预计这些规划中的新建装置存在推迟或不确定性。

未来要投产装置乙二醇				
2020				
地区	装置	产能 (万吨)	预计投产时间	工艺
华东	浙江石化	75	2020Q1	油制
华中	湖北三宁	60	2020Q1	煤制
西北	陕煤渭北	30	2020Q2	煤制
华南	中科	40	2020Q2	油制
华北	山西襄矿	20	2020Q3	煤制
华北	建元煤焦化	24	2020Q4	煤制
		249		

表 1.2020 年乙二醇国内新投产能公布

资料来源: 资讯整理

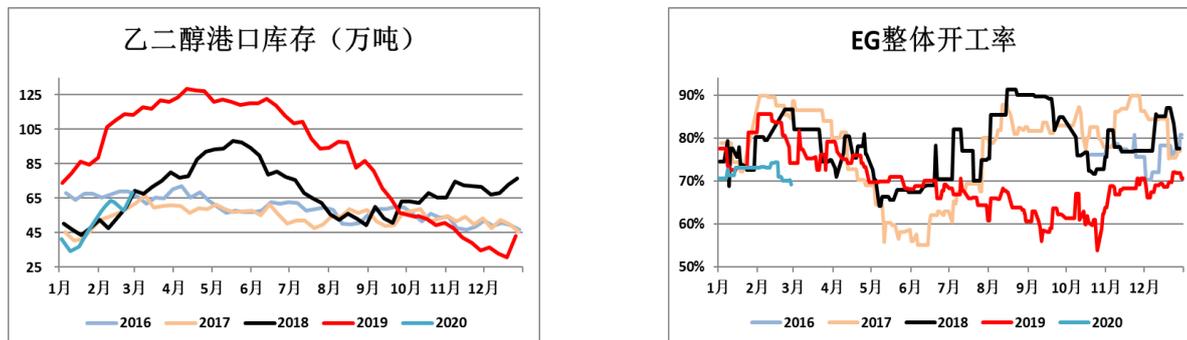
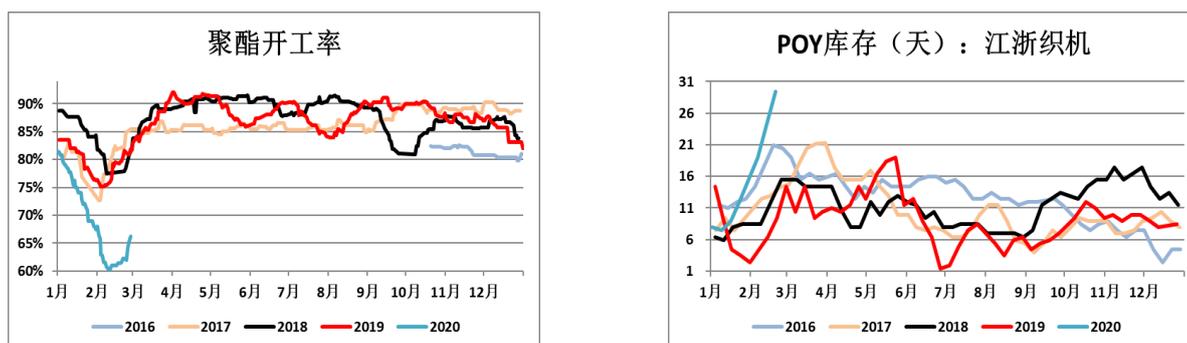


图 4. 乙二醇港口库存和生产开工率走势

数据来源: wind 资讯

目前国内乙二醇整体开工率 80% 左右, 其中煤制乙二醇开工负荷 76.89%, 新装置方面浙石化 75 万吨已投料运行且有合格品产出, 恒力石化乙烯裂解装置投料, 1 号 90 万吨乙二醇装置重启, 2 号 90 万吨装置也在试车调试。兖矿 40 万吨煤企目前一条线生产。国外马来西亚石油装置已产出 MEG。需求方面基本没有出现明显恢复, 物流停滞对运费的溢价也不能带给现货更多的溢价空间, 说明需求量极少, 从现货成交亦能窥见。目前看, 终端企业的恢复预计 3 月初有望逐渐见效, 短期看确实是影响到纺织服装行业, 但是长期来看不外乎是半个月的假期, 只要订单在, 生产开工可以通过提高负荷完成, 对实际需求来说并没有那么大。



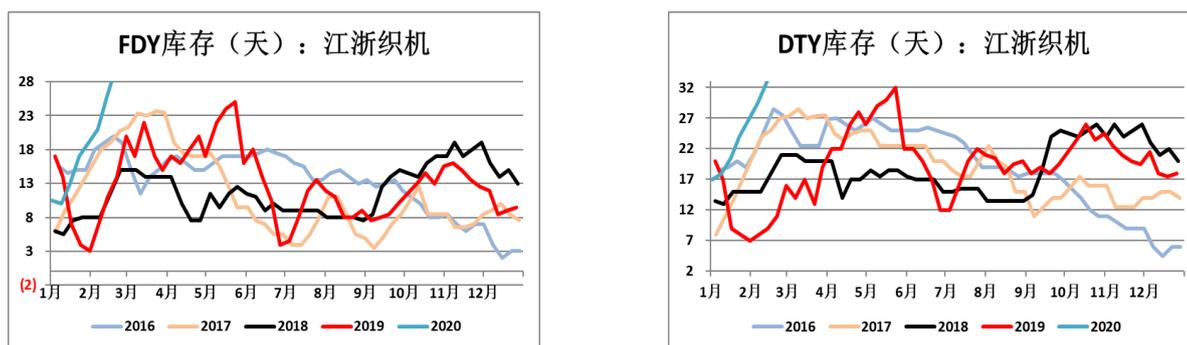


图 5. 聚酯开工及库存

资料来源: wind 资讯, 卓创资讯, 华瑞信息, 新世纪期货

#### 四、3 月行情展望：需求驱动型乙二醇有望出现拐点

当下港口库存绝对值相对中性，未来有去库的预期也是因为对聚酯下游工厂复工后原料补库需求，简单来说，当下掀起补库，价格分分钟涨起来，只是当下需求静待、油价回调、国外疫情影响扩大，期现联动性下滑，低价对上游企业来说，尤其是煤制企业，很容易出现倒逼生产负荷的降低。进入 3 月后，盘面的资金、估值博弈和基差修复、现货逻辑进入转折点，双方各占一半，市场的预期情绪和考虑现货交割的实际情况不分上下，届时库存也会出现拐点，或先降后增，或持续下降，或持续累库，或先增后减，四种情况都有可能，其中的关键变量就在于需求端。

我们假设第一种情况，3 月份一开始，也就是下周可以看到聚酯工厂及终端复工明显，那么我们可以看到乙二醇的相对不高库存，在低价格、需求推动下，快速去一波下来，然后不超过 2 周的工厂主动补库后，需求驱动一般、供应压力上来，价格也经过了市场修饰，进一步调整，时间维度下，极度回转，库存在 3 月下旬，国内生产和外盘进口货源的压力下大概率出现累库。

第二种情况就是最乐观的一种形势，即 3 月份一开始就出现需求持续性利好，国内外疫情得控，市场信心倍增，现货一番好景，那么 3 月份即使面临供应压力，价格一定会优势回来，库存持续下降。第三种情况就是最悲观的，到 3 月份下游工厂仍然复工一般、国内外疫情还在控制期内，那么乙二醇在绝对价格已经不高的情况会是震荡调整过程，现货低价少量成交，库存表现是持续增加，期现活跃性较差。

第四种情况就是需求继续延迟，去库节奏也继续推后，库存结构表现上旬还是一个累库、下旬有所去库，这种情况还是因为下游补库行为的发生在下旬，或者上旬表现非常弱，所以盘面价格也会前期低位调整，后期迎来上涨。

3 月策略建议：

不难理解，乙二醇的需求将成为3月份期现表现的关键。针对我们对3月份行情的展望的四种情况，3月份乙二醇的走势大概率震荡，除非需求、外围条件出现比较大的变动，无论先去库价格先涨后跌、还是先跌后涨，底部和顶部的空间，大概率比较窄，底部空间前期已现，春节后第一个交易日，乙二醇的库存并没有极大累起来，市场仍有消费预期，国内疫情极度恐慌之中，最低到4240元/吨，所以到了3月份，由于需求有实质性的支撑、生产装置有检修预期、库存虽累犹有希望，因此底部空间如此。往上则考虑到需求是否爆发，按照国内疫情在前的经验，国外如果没有防控到位，疫情恐慌节点才刚开始，至少有半个月需要观察，这也是对此次疫情比较悲观的看法。而需求的利好几时来临？由于乙二醇长期面临的供应压力仍然不可小觑，累库压力造成顶部空间有限。上下收窄下，大概率区间操作而为。

**风险提示：**国外疫情爆发、油价波动、到港量超多，煤企装置开工率大幅提升。

2020 年 3 月月报

疫情压制 棉价重挫

——2020 年 3 月棉花报告

新世纪期货研究院（投资咨询）  
农产品组  
Tel: 0571-85155132

新世纪期货有限公司  
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号  
邮编：310000  
传真：0571-85058093  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

### 摘要

由于担心疫情在全球失控，商品市场剧烈动荡；

刚摆脱中美贸易战拖累的棉市，再度因新冠疫情而遭遇重挫；

纺企延迟复工，棉花消费启动推迟。最终影响程度取决于疫情是否能很快得到控制；

预计行情走势先抑后扬，振幅加大；

价位上关注新棉成本 12500，时间点则关注二季度。

新世纪期货研究报告



## 一、行情回顾



图 1 棉花期货价格

资料来源：文华财经、新世纪期货

一年多来，商品市场伴随着中美贸易战起伏不定，终于在中美第一阶段协议签订后告一段落。然而进入 2020 年后，一场突如其来的新冠疫情又令商品遭遇重挫。棉花也无法幸免：春节长假开市，疫情导致的紧张情绪作用下，期棉连续大幅下挫，创出 12130 低点；此后，由于国内疫情得到有效管控，叠加美棉出口需求旺盛，棉价开始触底反弹，2 月 17 日，在蝗灾因素刺激下，期棉还出现涨停板，完全收回了节后的跌幅；然而 2 月下旬，疫情在全球出现扩散，金融市场动荡加剧，期棉开始新一轮下跌，期价连续走低，并以跌停板结束了整月的走势。

## 二、全球棉花供求平衡

表 1：全球棉花供需平衡表（单位：万吨）

	2018/19	2019/20	
		1 月预测值	2 月预测值
产量	2591.2	2623.1	2641.7
进口	922.3	954.4	948.2
出口	897.6	954.7	948.1
消费	2617.7	2617.5	2591.2

期末库存	1757.6	1732.9	1788
库存消费比	67.14%	66.2%	69%

资料来源：新世纪期货 USDA

美国农业部发布的 2 月份全球产需预测，2019/20 年度全球棉花产量预估为 2641.7 万吨，较上月增加 18.6 万吨；消费预估为 2591.2 万吨，较上月减少 26.3 万吨。前几个月连续调降产量的趋势发生了变化，这很大程度可以归结到疫情因素上。意味着全球棉花的供应仍会较宽松。

### 三、疫情下行业情况

毫无疑问，疫情对整个社会形成冲击，给经济增速带来了一定的下行压力，但中国经济和资本市场逐步走向成熟，已具有较强韧性。各部委、金融监管机构、地方政府纷纷出台相应政策为受疫情影响的中小微企业和行业作出了相应的支持。

目前产业下游处在疫情后的恢复阶段，已开工纺企当前的订单情况尚可。节后因短期产量暂少于需求，国产棉纱价格一度还有所上涨。由于棉花价格跌幅较大，成本降低使得下游利润增加。

据 TTEB 调查，截至 2 月 21 日，中国纱线开机负荷 36.3%，比去年同期-24%；中国坯布开机负荷 30.8%，比去年同期-26.3%。在开机负荷提升缓慢的情况下，棉纺企业补库积极不高，棉花市场启动迟缓。疫情打断了下游“原料补库，成品去库”的进程。

从历史数据看，1—2 月份的纺织业产值占全年比例只有 3.5%，占比很小，疫情的影响比较有限；从往年的纺织服装类细分数据看，1—2 月份占全年的消费比例为 17.3%。

如果疫情能够近期得到控制，即使考虑到 3 月份人们的消费信心继续受到影响，整体内需消费预计减少折算成棉花消费量为 50 万吨左右。如疫情有反复，时间进一步延长，则消费减少或达全年内需消费的 30%，接近失去整个春夏装消费。

2003 年中国经济面对非典疫情的表现可作为参考，一二季度经济疲软，而随着疫情得到良好的控制，第三、四季度的增长迅速恢复到 10%左右。当然本次疫情的影响不会简单重复非典走势，需要具体情况具体分析。

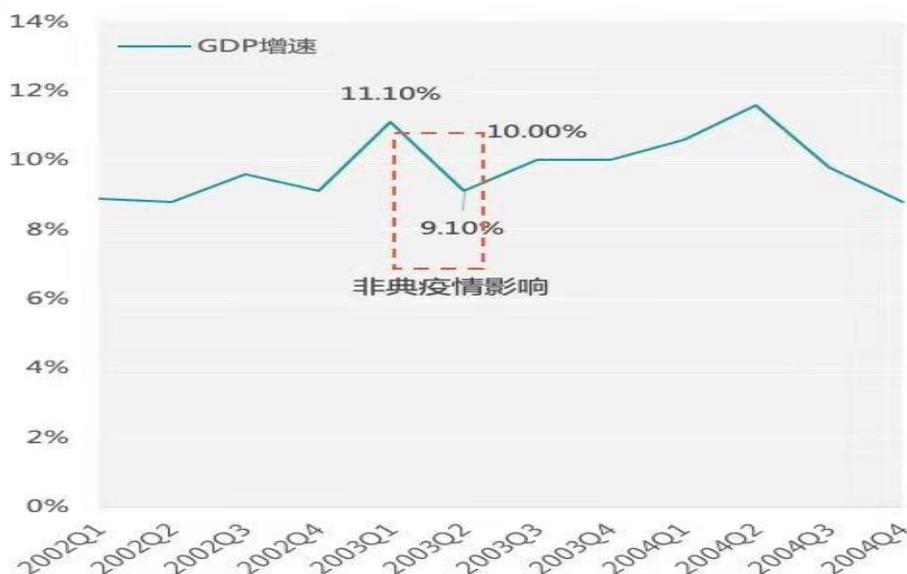


图2 2003年GDP增速

资料来源：新世纪期货 WIND

下图为2003年非典期间中国棉花价格指数走势（当时郑棉期货尚未上市，我们以棉花价格指数进行观察）：当时价格指数下跌约1200元至12100元/吨附近，随后触底反弹，在天气因素配合下，涨幅超过5000元/吨。现在期棉主力合约价格就在12000附近。

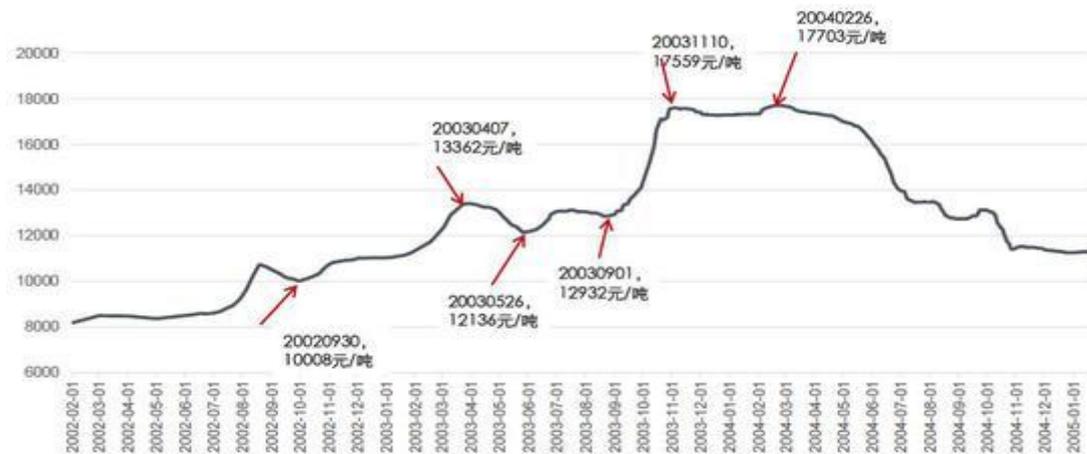


图3 2003年棉花指数

资料来源：新世纪期货 WIND

#### 四、收储情况

表2 收储成交（单位：吨）

本周储备棉成交量价情况									
日期	计划采购量	成交量	成交率	成交均价（右）	涨跌	最高价	最低价	新疆库	内地库
2020/2/24	7000	2000	28.57%	13716	-	13716	13716	0	0
2020/2/25	7000	600	8.57%	13716	0	13716	13716	0	600
2020/2/26	7000	4480	64.00%	13701	(15)	13716	13666	0	4480
2020/2/27	7000	5560	79.43%	13715	14	13716	13706	0	5560
2020/2/28	15000	15000	100.00%	13387	(328)	13486	13286	0	15000
汇总/平均	43000	27640	64.28%	13535	-	13716	13286	0	25640

资料来源：新世纪期货 USDA

12月2日至2月28日储备棉轮入累计挂牌47万吨，实际成交16.408万吨，成交率34.91%，其中新疆库累计12,680吨，内地库累计151,400吨。



图4 储备棉成交数量与价格

资料来源：华瑞信息

当棉价下跌时，收储价吸引力凸显，成交量就会显著增加。2月28日成交率达到了100%。

## 五、国内外棉价

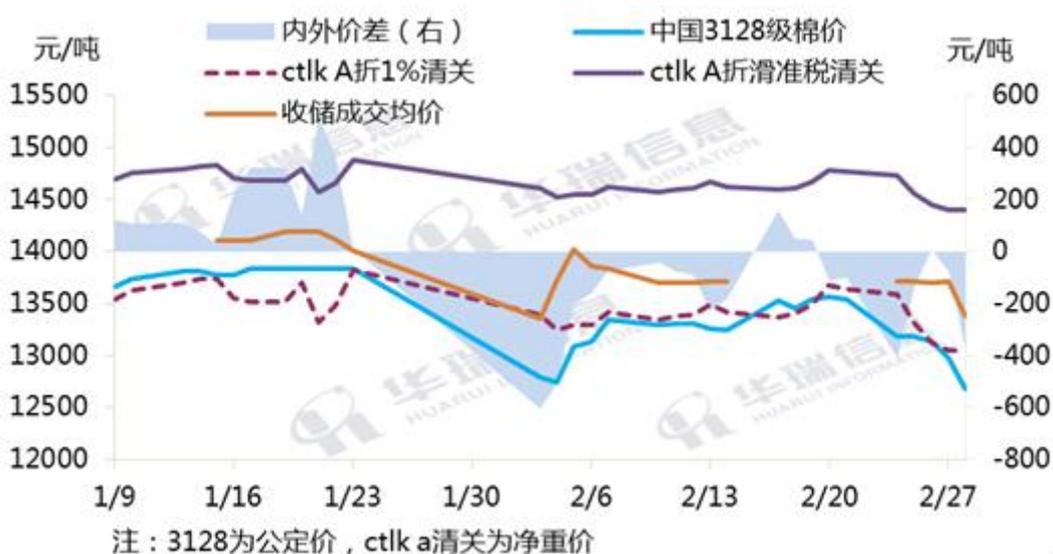


图5 国内外棉花价格

资料来源：华瑞信息

从24日开始，进口价不断下滑，CotlookA按1%关税下折人民币价格以每日跌幅近200元/吨持续滑落，内外棉价差逐渐扩大。截至2月27日CotlookA指数至74.3美分/磅，折1%人民币清关裸价格在13054元/吨、折滑准税14404元/吨净重。

2月26日收储价与外棉价差首次超800元/吨。轮入公告规定：轮入期间，当内外棉价差连续3个工作日超过800元/吨时，暂停交易；当内外棉价差回落到800元/吨以内时，重新启动交易。

中美贸易前期利好逐步开始兑现。2月18日国务院关税税则委员会发布了可申请排除商品详细清单，在申请列表第263项未梳的棉花、264项非零售粗梳中支纯棉单纱明确位列其中。美国当地时间2月19日，美国贸易代表办公室(USTR)公布第9批2000亿美元加征关税商品清单项下的品排除公告，排除清单共涉及47项产品，其中包括纺织服装产品8个税号。中国是最大的棉花消费国，而美国是中国纺织服装品重要的消费市场，随着双方排除清单数量的增加，中国将扩大美棉进口，利好美棉，我国对美纺织纺织品出口有望再度回升。

## 六、仓单数量



图6 交易所仓单

资料来源: 华瑞信息

截至2月28日,一号棉注册仓单36523张、预报仓单5880张,合计42403张,折178.09万吨。18/19注册仓单新疆棉减至3855张(其中南疆库371、北疆库909),地产棉减至383张。19/20注册仓单新疆棉32285张(其中南疆库8310、北疆库20180),地产棉减至1064张。

## 七、后市展望

疫情对棉花的压制是清晰可见的,其力度超出笔者之前预计。市场极度恐慌令基本面和技术面暂时失灵,但突发事件的影响通常是阶段性的。从成本考虑,棉价很可能不会长时间停留于低位,不久的将来反弹至12500的成本线上方应为大概率事件。

为了减轻企业负担,各地政府陆续推出一系列支持政策,其中包括至6月30日物流运输免费政策,至6月30日电价下调5%,员工支持政策、资金支持政策等。随着人流、货流、资金流的恢复,棉花、纺织市场复苏速度将进一步加快。

二季度是传统纺织旺季,后期棉花需求放大是有基础的;同时,二季度也是新疆棉种植季,供应端存在种植意愿和天气因素甚至包括蝗虫的炒作可能。

2020的棉市预计是先抑后扬的走势,振幅加大,点位上我们关注12500,时间点则关注二季度。

2020年3月

## 油粕基本面偏弱同时还需关注全球疫情影响

——2020年3月油脂油料报告

新世纪期货研究院（投资咨询）  
农产品组  
Tel: 0571-85165192

新世纪期货有限公司  
地址：杭州市下城区万寿亭13号  
邮编：310000  
传真：0571-85106702  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

新世纪期货研究报告



### 摘要

#### 国外市场：

新型冠状病毒疫情在全球快速传播令市场担忧，中国的进口需求仍存不确定性，巴西大豆预期丰产且竞争优势明显，国内进口大豆榨利丰厚，中国积极采购巴西大豆。印度马来两国政治争端，印度发放印尼产24度棕榈油的进口许可证，马来产量忽增忽见，马棕油库存恐将增加。

#### 油脂：

油脂需求本处于淡季，新冠疫情又直接影响到了油脂的消费，油厂开机率回升，豆棕油库存进一步增加，国内豆油库存高企且大概率会持续回升，随着疫情逐步控制，餐饮需求会有恢复，但油脂供应有压力。

#### 粕类：

豆粕供应紧张局面缓解，豆粕库存或将慢慢回升。疫情使得生猪产能扩大进程放缓，禽类饲料消费大幅下降，豆粕需求不乐观，不过国务院扩大养殖场户贷款贴息补助范围利于生猪补栏恢复。

**风险：**1、疫情在全球发展 2、产区天气 3、宏观经济

## 一、行情回顾

受新型冠状病毒疫情以及受马盘暴跌影响，节后油脂暴跌，此后价格围绕低位展开震荡走势。国内因疫情持续，餐饮受到极大冲击，油脂消费下降预期明显，油脂库存在油厂开工下降的情况下依然增加，2月中旬以后豆油、棕榈油跌破节后创下的低点，并再创新低。节后国内豆粕库存偏低，而下游节前备货不足，补货意愿较强，国内豆粕市场区域性因物流因素供给不均衡等因素，使得粕跌停开盘后震荡回升，随着油厂开工率大幅增加，供给错配慢慢好转，粕上涨遭遇阻力，高位震荡。

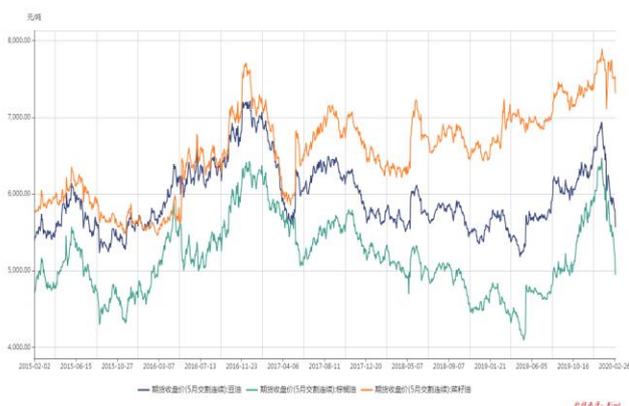


图1 国内油脂期货走势

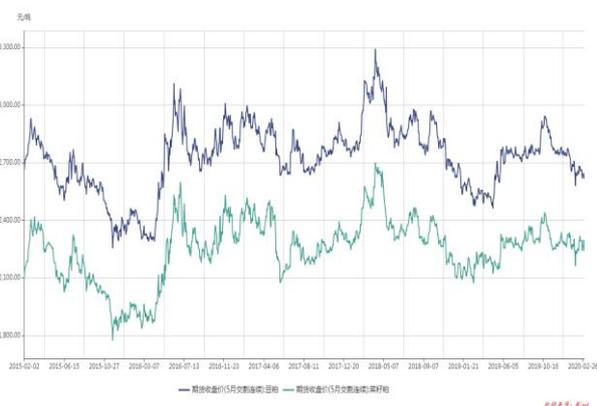


图2 国内粕类期货走势

## 二、国外油脂油料市场供需

### 1、美豆对中国的出口需求改善，期末库存下调，但南美预期丰产

美豆 USDA 月度供需报告显示，美新豆播种面积 7610 万英亩（上月 7610、上年 8920），收割面积 7500 万英亩（上月 7500、上年 8760），单产 47.4 蒲（上月 47.4、上年 50.6），产量 35.58 亿蒲（上月 35.58、上年 44.28），出口 18.25 亿蒲（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.05 亿蒲（上月 21.05、上年 20.92），期末库存 4.25 亿蒲（上月 4.75，上年 9.09）。报告维持美新豆产量预估维持不动，调高出口预估，期末库存预估数据低于此前市场预期。

美国和巴西的需求增加，主要来自中国市场。美国显是受益于中美贸易协议，对中国的出口需求改善，调增中国进口，同时上修美豆出口，美豆出口从 1 月的 17.75 亿蒲式耳上调至 18.25 亿蒲式耳，从而带动整体年度需求预估从 1 月的 40.08 亿蒲式耳上调至 40.58 亿蒲式耳。供应稳定而需求增加，最直接的变化便是期末库存的下降，数据从 1 月的 4.75 亿蒲式耳下调 5000 万蒲式耳至 4.25 亿蒲式耳。阿根廷出口没有变动，巴西则受益于近期中国较好的压榨利润以及稳定的政策环境，巴西出口受国际市场的乐观需求提高 100 万吨至 7700 万吨。

产量方面，美豆产量预估未调整，阿根廷新豆产量预估维持在 5300 万吨，巴西新豆产量预估则上

调 200 万吨至 1.25 亿吨。不过，巴西农业部下属的国家商品供应公司将巴西 2019/20 年度大豆产量预计上调 100 万吨至 1.233 亿吨，巴西大豆预期丰产。巴西分析机构 AgRural 称，截至 2 月 20 日，巴西农户已收获 31% 的 2019/20 年度大豆，一周前为 21%，上年同期为 45%，五年平均进度为 30%。虽然部分地区降雨过量，但是迄今为止质量问题并不显著，单产依然良好。

后期美豆市场主要取决于中国进口情况，新型冠状病毒疫情蔓延造成市场对于美豆出口需求的担忧。近期中国国务院关税税则委员会公告自 2020 年 3 月 2 日起受理免加征关税进口美国农产品的申请，其中包括大豆、高粱等。在此前提下，美国对于我国的大豆进口仍然抱有期待。最新出口销售报告显示，截止 2 月 13 日当周，19/20 年度大豆新增出口净销售 49 万吨，低于市场预估的 60-120 万吨左右的水平，并且从当前的出口能力来看，如果要兑现 18.25 亿蒲的出口量，相当于后续整体要维持在 55 万吨左右的出口量，在以往正常年份也仅为不到 40 万吨的出口量。

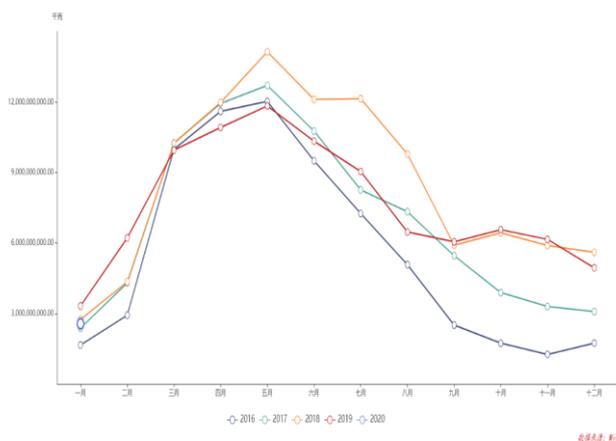


图 3 巴西大豆出口量

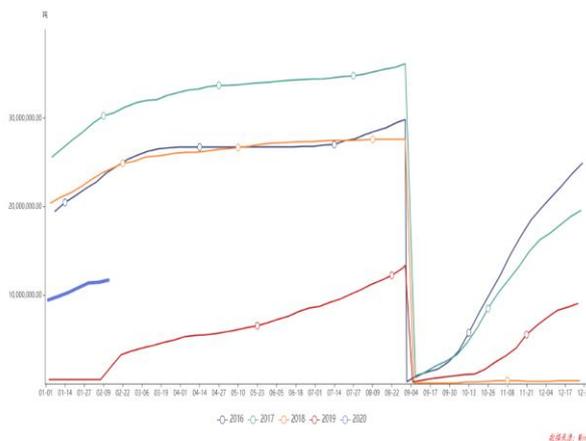


图 4 美豆出口中国累计值

## 2、关注棕榈油主产国减产力度以及印度和中国的需求

MPOB 公布月度最新数据报告显示，马来西亚 2020 年 1 月棕榈油产量环比降 12.29% 至 117 万吨（预期 113-124，上月 133，上年同期 174）；出口环比减 13.33% 至 121 万吨（预期 128，上月 140，上年同期 168）；库存环比降 12.31% 至 176 万吨（预期 167-178，上月 201，上年同期 301）。马棕 1 月产量落在预估下沿，出口不及预期，令 1 月末库存略高于预期，报告整体中性略偏空。

在 2019 年天气干燥、化肥使用量降低减少对 FFB 单产以及季节性减产背景下，马来西亚棕榈油自去年以后产量持续上降，1 月产量环比下降 12.6% 至 117 万吨，为 2016 年 2 月以来最低，减产继续确认。从后期来看，马来和印尼或将继续减产，但印尼的数据很难跟踪，上半年供应端给出的利多支撑跟减产的力度有很大关系。不过，从马棕的生长周期看，每年 3 月棕榈树进入增产周期，并在同年 10 月达到产量峰值，6 月库存季节性累积，一直持续到 11 月。若后期产量恢复理想，叠加出口前景不明朗，期末库

存止跌回升，如此将对已处于高位的棕榈油价格带来巨大压力。从目前的情况来看，马来西亚棕榈油减产的脚步有所放慢，近期高频的产量数据均表现不佳，西马南方棕油协会(SPPOMA)发布的数据显示，2月1日-25日马来西亚棕榈油产量比1月同期增38.84%，单产增40.05%，出油率降0.23%。

MPOB 出口较差，环比下降13.2%至121万吨，低于市场普遍预期。印度尼西亚和马来西亚是全球最大的棕榈油生产国，印度和中国是全球最大的棕榈油进口国，2019/2020年度进口的棕榈油分别约为1000万吨和720万吨。1月马来西亚出口至头号买家印度的棕榈油数量同比减少85.3%至46,876吨，创九年低点。虽然印度已经禁止进口马来西亚的棕榈油，毛棕榈油的关税也从37.5%上调至44%，但印度目前国内油脂库存连创新低，印度需求会有一部分转向印尼棕榈油进口或者其他油种。另外，2020年的斋月从4月24日开始，这就意味着3月份之后，印度将进入油脂进口的旺季，对于产地棕榈油基本面来说，存在利好的可能。不过，疫情开始在中东扩散开来，中东地区医疗水平和疫情控制能力参差不齐，尤其是与伊朗相邻的些国家尚处于战乱之中，伴随伊朗的输入型病例向周边蔓延，中东的疫情防控形势不容乐观，这或会影响棕榈油的需求。中国疫情持续，对于马棕的需求已经大幅下降。

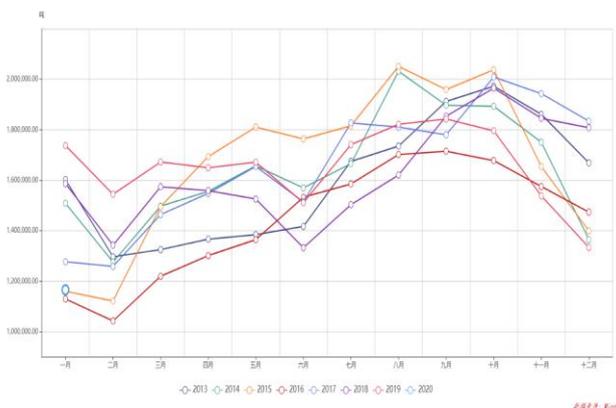


图5 马棕油月度产量

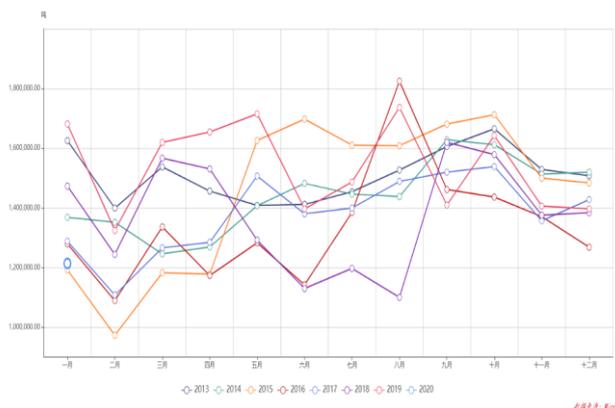


图6 马棕油月度出口

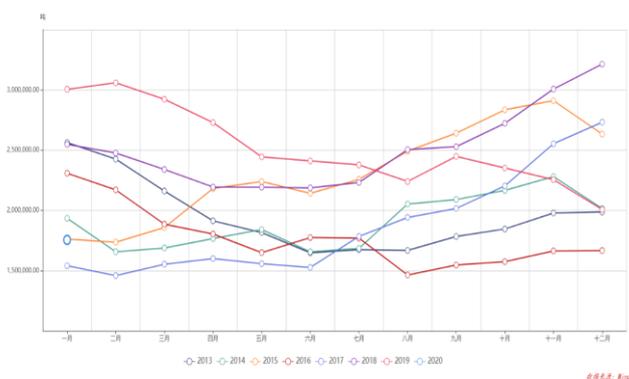


图7 马棕油月度出口

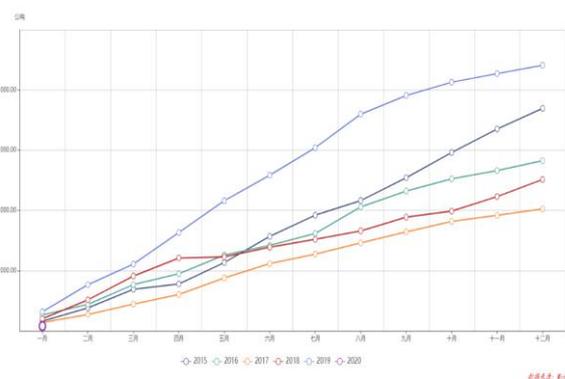


图8 马棕油出口印度累计值

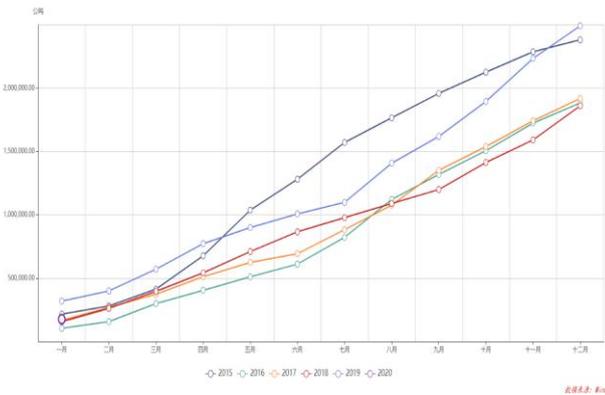


图9 马棕油出口中国累计值

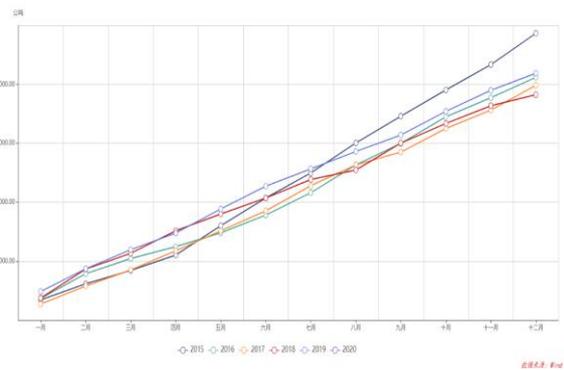


图10 马棕油出口欧洲累计值

### 三、油脂供给增加，需求本处于淡季又加上新型冠状病毒疫情对餐饮业打击

#### 1、油厂复工增多，压榨量回升，后期需关注近月大豆到港情况

目前进口大豆现货压榨利润和盘面压榨利润整体依然处于高利，据 Cofeed 调查统计，截止 2 月 21 日，2019/2020 大豆压榨年度，全国大豆压榨量为 32,075,514 吨，较去年同期的 32,519,948 吨下降 443971 吨，降幅为 1.37%。自然年度，2020 年 1 月 1 日迄今，全国大豆压榨量总计为 10,049,100 吨，较 2019 年度同期的 9,368,085 吨增 68015 吨，增幅为 7.26%。随着疫情的逐步好转，油厂复工增多，市场预期 3 月油厂开工率或将恢复到单周 180 万吨左右的水平。由于压榨量回升较高水平，大豆库存近期有所减少，截止 2 月 21 日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量 438.6 万吨，较去年同期 554.95 万吨减少 20.96%。后期需要关注近月的到港情况。目前 2、3 月大豆受巴西内陆运输和港口装出的影响到港量不足。据买豆粕网数据预估，2 月到港 480 万吨，3 月到港 420 万吨，据 Cofeed 调查统计，2020 年 2 月份国内各港口进口大豆预报到港 496.7 万吨，3 月份初步预估 490 万吨，4 月初步预估 730 万吨，5 月初步预估 810 万吨。但按目前的国内压榨来看，2 月月度压榨 600 万吨，3 月或 700 万吨，到港水平明显偏低，或引发局部地区大豆供应偏紧。

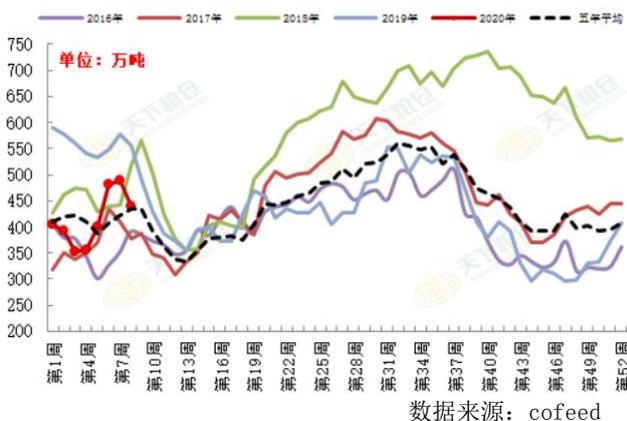


图11 国内沿海油厂大豆库存

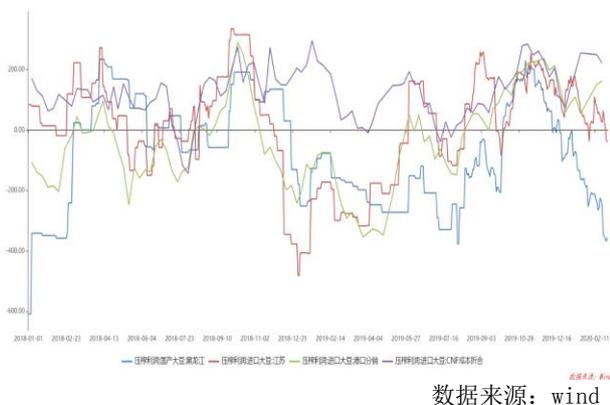


图12 国内大豆压榨利润

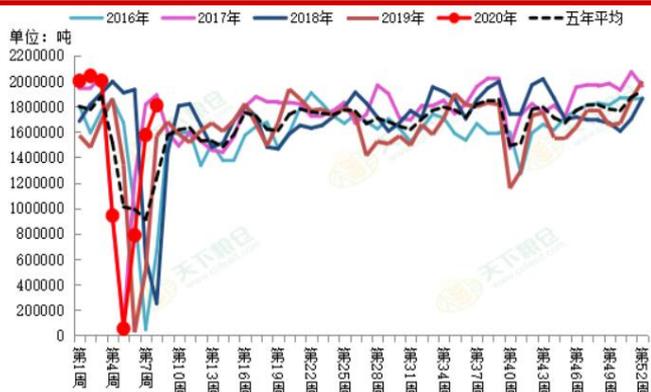


图 12 全国大豆压榨量周度图

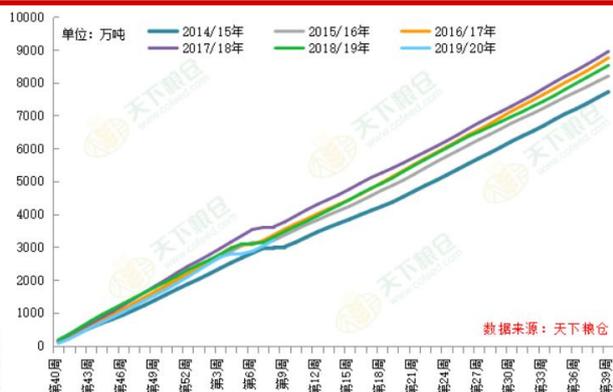


图 14 大豆压榨年度累计图



图 15 中国大豆月度进口

## 2、油脂库存持续上升，而需求疲软

受疫情影响，大部分工厂豆油只产不出，再加上油厂开机率提升，豆油库存继续大幅增加，据 cofeed 数据统计，截至 2 月 21 日，国内豆油商业库存总量 119.78 万吨，较上个月同期 85 万吨增 34.78 万吨，增幅为 40.92%，较去年同期的 130.43 万吨降 10.65 万吨，降幅 8.17%，五年同期均值 114.01 万吨。全国港口食用棕榈油总库存 9445 万吨，较上个月同期 83.91 万吨增 10.54 万吨，增幅为 12.6%，较去年同期的 77.68 万吨降 16.77 万吨，降幅 21.6%。1 月出口至中国的棕榈油环比下降 31%至 17.7 万吨，为去年 7 月以来低点。受新冠肺炎疫情影响，大中城市的大型餐饮企业都宣布停业、中小院校推迟开学、婚礼及各种宴会全部取消，全国性的延长假期，复工恢复缓慢，这些政策或将直接影响一季度甚至二季度的餐饮消费，直接打击中包装油脂需求，中包装消费目前在油脂消费中占大头，这块消费的萎缩是很难会被小包装油短期的增长抵消的，因为一般情况下餐饮业在人均每餐的食用油消费上比家庭烹饪要多，油脂需求下降对豆油的冲击力最大，而棕榈油主要用于方便面、饼干，以及勾兑食用油，棕榈油消费或增加。不过，随着疫情稳定后，餐饮业可能迎来一定时段的报复性消费。



图 16 国内豆油商业库存

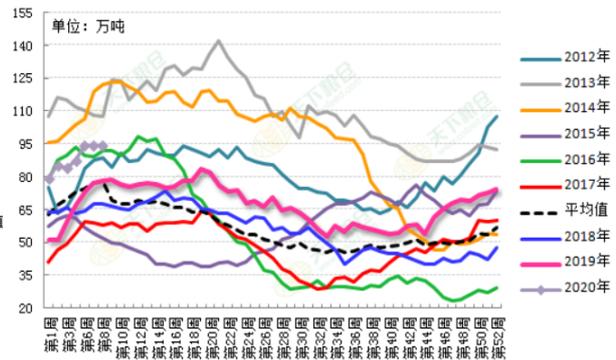


图 17 国内棕榈油港口库存

数据来源: cofeed

### 3、油脂小结与交易策略

新型冠状病毒疫情在全球快速传播令市场担忧，中国的进口需求仍存不确定性，巴西大豆预期丰产且竞争优势明显，国内大豆盘面榨利丰厚，中国积极采购巴西大豆。印度马来两国政治争端，印度发放印尼产 24 度棕榈油的进口许可证，马棕油库存后期大概率开启库存重建节奏。疫情对餐饮占比较高的豆油冲击最大，且渠道库存需要时间消化，豆棕油库存进一步增加，豆油 3 月库存或可能增至 140 万吨，新冠疫情则直接影响到了油脂的消费，国内下游餐饮、工厂、学校的开业、开工、开学若要完全恢复仍需一定时日。随着疫情逐步控制，餐饮需求会有一些的恢复，但供给宽裕的油脂或对期价形成一定的压制。套利方面建议考虑做 YP 扩大。

## 四、豆粕偏紧局面缓解，疫情导致生猪补栏受影响，需求短期或下滑

### 1、豆粕阶段性供应偏紧局面逐渐缓解

节后由于新冠病毒疫情形势严峻，企业复工困难，大多油厂推迟开工，且疫情也导致各地封城封路现象也较为普遍，豆粕运输及人工等其它成本均有提升，同时叠加春节前饲料企业备货不足，使得下游短期内采购意愿较浓，节后豆粕成交量明显增加，供应偏紧。不过随着油厂大豆压榨量回升，豆粕供应偏紧局面缓解，豆粕库存回升，但整体仍处于低位。据 Cofeed 调查统计，随着油厂大豆压榨量回升，豆粕库存有所回升，截止 2 月 21 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 36.57 万吨，较去年同期 64.47 万吨减少 43.27%。预计未来油厂压榨量继续回升，预计豆粕库存或将继续从低位回升。

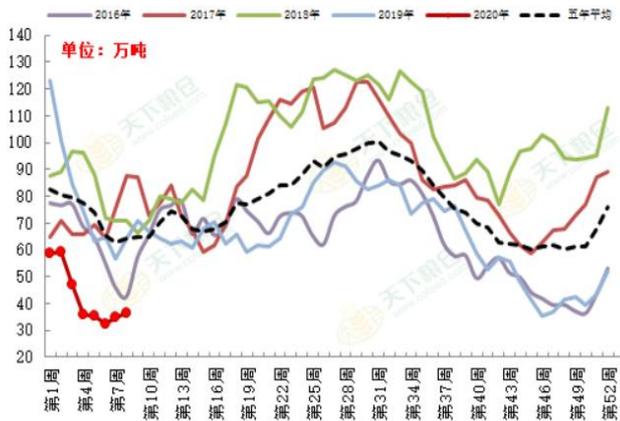


图 18 近几年国内沿海豆粕结转库存变化图

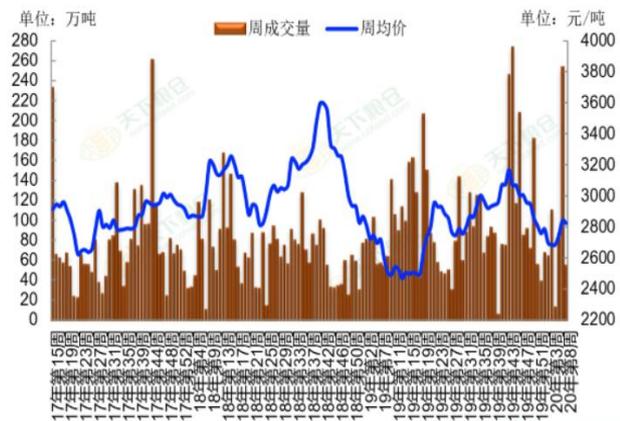


图 19 国内豆粕周度成交

数据来源: cofeed

## 2、疫情短期影响生猪补栏节奏，禽类饲料消费下降

目前疫情仍未得到有效控制，钟南山预计疫情 2 月中下旬出现拐点，4 月份底才能结束，在此之前饲料原料运进、畜禽成品运出仍存在一定障碍，进一步打击养殖户补栏积极性，生猪产能扩大进程放缓。且继湖南发生禽流感之后，四川省南充市西充县发生一起禽流感疫情，2020 年以来已确诊 6 起亚型高致病性禽流感疫情，如果禽流感疫情扩散，将对禽类养殖造成打击，另外由于春节前养殖户集中补栏，造成春节后肉鸡集中出栏，节后活禽市场关闭，外运不畅、加工厂需求不足，活禽积压严重，同时，大量的种蛋孵化后面临被毁，种蛋转商品蛋，同时也面临运输不畅，导致蛋鸡也出现了批量的淘汰，粕类终端需求不佳。不过，国务院为恢复生猪生产，将养殖场户贷款贴息补助范围从 5000 头场放宽至 500 头场，刺激中小养殖企业补栏，有利于生猪补栏恢复。根据农业农村部网站消息，1 月份全国生猪生产稳步恢复。据对全国 400 个定点监测县数据汇总，1 月份能繁母猪存栏环比增长 1.2%，连续 4 个月环比增长，与去年 9 月份相比增长 8%。部分养猪大省能繁母猪存栏恢复势头更好，辽宁连续 8 个月环比增长，河北、山西和黑龙江均连续 6 个月环比增长，河南连续 5 个月环比增长。



图 20 生猪存栏

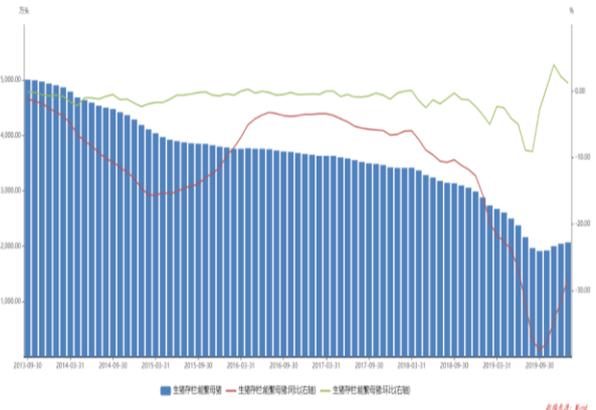


图 21 能繁衍母猪存栏

### 3、小结与交易策略

受新型冠状病毒疫情影响，市场担心中国采购美国农产品需求将下滑，南美大豆丰产在望，且相对于美豆更有优势，美豆需求不明朗。巴西榨利较好，国内油厂积极买入巴西大豆，同时随着美豆免加关税，进口商也在买入美西大豆，油厂开机持续回升，豆粕供应紧张局面缓解，豆粕库存慢慢回升。疫情使得肉类消耗量大降，禽类饲料消费大幅下降，豆粕后期需求不乐观，不过国务院扩大养殖场户贷款贴息补助范围刺激中小养殖企业补栏，利于生猪补栏恢复，但疫情使得生猪产能扩大进程放缓，猪料需求恢复时间延后，豆粕或震荡偏弱。

#### 免责声明：

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，如与新世纪期货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新世纪期货公司的立场，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，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询部），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。