

兴证期货·研发中心

2020年2月3日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

李国强

021-20370971

huangwei@xzfutures.com

内容提要

短期冠状病毒疫情加速爆发和蔓延，利空氛围仍将持续到2月中旬甚至更长的时间，这将继续给豆类油脂价格带来压力，以偏空交易为主。

中长期来看，疫情得到有效控制，油脂的供求偏紧的状态将会主导价格，带动油脂价格走高；而养殖行业的产能受到疫情的影响出现下降，豆粕的需求恢复可能需要更长时间，价格反弹的周期将拖后。

1. 行情回顾

春节假日期间，外盘豆类油脂出现了大幅下跌。美豆主力合约下跌4.24%；豆油下跌8.48%；豆粕下跌2.45%；马来西亚棕榈油主力合约下跌11.75%，下跌幅度较大。

	1月23日15时收盘价	2月1日收盘价	最高价	最低价	春节期间涨跌幅
CBOT美豆（美分/蒲式耳）	911	872.4	911.6	872.2	-4.24%
CBOT美豆粕（美元/吨）	298.3	291	300.5	290.4	-2.45%
CBOT美豆油（美分/磅）	32.66	29.89	32.75	29.88	-8.48%
CBOT美玉米（美元/吨）	389	382	394	377.2	-1.80%
马棕主力（令吉/吨）	2945	2599	2955	2575	-11.75%

从季节性角度看，春节过后油脂的消费进入淡季，养殖业的需求也进入相对低迷的状态，因此豆类油脂弱势下跌符合季节性规律。但今年受到冠状病毒影响，餐饮服务行业活动几乎停滞，豆类油脂需求出现骤降，导致春节期间外盘价格下跌幅度远远超出往年同期正常水平，尤其是油脂的下跌幅度居于前列，我们认为这也与前期油脂价格上涨幅度过大有很大关系。受外盘价格大跌影响，我们预期节后，国内豆类油脂将低开低走。

2. 基本面分析

当前市场状态下，影响豆类油脂价格的主要因素就是冠状病毒的发展态势。而总体上，疫情演进以及投资者对其的认知经历三个阶段：疫情开始时市场认知不足、反应温和甚至没有太大反应；疫情大规模爆发后市场紧张甚至恐慌；疫情继续发酵但市场已经消化直至疫情逐步结束。

截至当前，武汉肺炎确认案例仍在继续上升，市场仍处于较为担心的状态。世界卫生组织将新型肺炎定义为“国际关注突发公共卫生事件”，对于国内进出口产生的影响仍将持续。根据部分专家的预测，如钟南山院士预计2月中旬前，冠状病毒疫情将达到高峰，这意味着当前疫情的恐慌情绪仍在持续酝酿过程中，至少要持续到2月中旬以后，因此疫情对商品价格的压力仍将存在。

在此，我们简单的将对豆类油脂价格的影响分为短期和中长期两种情况。短期定义为冠状病毒疫情蔓延的恐慌时期，中长期指随着时间的推移疫情得到了有效的控制时期。

2.1 短期基本面分析

市场观点认为，目前的冠状病毒疫情与非典有一定的相似处，但同样存在很大不同。2003年非典时期，中国经济趋势向上，驱动因素主要为出口带动的制造业，自媒体传播带来的恐慌较低，所以非典的冲击较小。而目前，中国经济逐渐成熟，服务业消费贡献大，国内政府与民间又均采取

了比较极端的措施，经济受到的冲击要比非典时期大。因此，冠状病毒疫情的出现以及为防止疫情蔓延所采取的措施带来的经济冲击，对风险资产的信心打击比较大。

短期来看，未来几周市场的恐慌情绪依然存在甚至增加，对商品价格预期相对悲观。春节期间是餐饮服务业最为火爆的时间段，但今年很多地区因为怕疫情蔓延，采取了矫枉过正的措施，导致餐饮行业几乎停滞，对豆油和棕榈油的消费产生了很大的抑制作用。豆粕需求同样受限，部分省份暂时关闭活禽交易市场，部分地区采取封城、封路的极端措施使得部分地区的养殖户面临饲料断供的风险。家禽养殖，一方面物流受阻导致饲料无法运送，另一方面活禽屠宰、买卖受限，生产和销售两端受到双重挤压。1月30日，农业农村部办公厅、交通运输部办公厅、公安部办公厅关于确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序的紧急通知，以解决畜禽养殖所需饲料难以及时补充，种畜禽无法调运等问题。中国畜牧业协会网站1月30日发文称，湖北养殖场即将“断粮”，需要各地支援饲料，协会倡议饲料厂对口支援湖北省18000吨玉米和12000吨豆粕。地方政府在抵抗疫情方面的极端措施仍将限制饲料及豆粕的需求。

因此，短期冠状病毒疫情仍在加速爆发和蔓延，利空氛围仍将持续到2月中旬甚至更长的时间，这将继续给豆类油脂价格带来压力。短期以偏空交易为主。

2.2 中长期基本面分析

中长期来看，冠状病毒对豆类油脂产生的影响相对复杂。油脂更可能出现超跌反弹行情。因为全球的油脂，包括豆油、棕榈油及菜籽油均出现减产情况，供求关系偏紧。而疫情短期虽然对餐饮服务业影响较大，利空于油脂，但油脂的消费并不是完全消失，而是部分转移到家庭消费。当疫情结束，家庭油脂补库及餐饮行业的复苏双重作用对油脂价格的拉动会非常明显，可能会导致油脂价格重新进入到上涨趋势。

疫情对养殖行业及豆粕需求的影响则相对更复杂。由于部分区域封路，饲料及活体运输困难，如果未得到有效缓解，部分市场的养殖行业可能面临产量和产能同时下降的尴尬局面，尤其是依赖生产资料外购的中小散户的产能下降速度会更快。而养殖行业的产量、产能下降，不仅影响短期对饲料及豆粕的需求，同时会影响中期饲料和豆粕的需求，对豆粕消费减少影响的时间周期将大幅增加。

3. 周期的判断依据

如前文所示，我们将疫情持续发酵和升温定义为短期，而将疫情得到有效控制定义为中长期。这里的短期和中长期并非时间的概念，而更多包含的是疫情发展及控制的状态。因此，如何判断短期和中长期对豆类油脂价格的预期就显得更为关键。

桥水对冲基金创始人达利奥认为，对于令人一生难忘的负面事件最初人们会有些轻视。随着持续发展，人们会变得过度担心，直到产生某些可以反转局面的基本面因素为止（例如，病毒的发展从加速转变为衰败）。因此，要关注实际发生的事情、人们认为正在发生的并已反映在定价中的事情（区别于可能发生的事情）、以及指示反转的指标。他通过数据得出结论，香港股市受到 SARS 的不利影响，并在 SARS 病例数达到高峰并开始下降时发生了反转。因此，预计冠状病毒疫情可能也会随着新增病例数量的减少而降低。因此，判断中短期指标之一是无冠状病毒的新增病例。

广发证券宏观首席郭磊认为，目前商品市场尚在下修过程中，不确定性所带来的资产折价仍在持续。后续需要依次关注三个关键时点，一是疫情拐点（疑似和医学观察人数显著下降）；二是政策稳增长出手点（财政和货币政策信号出来）；三是经济数据下行脉冲后的企稳点。这三个关键点将会是风险资产价格的转折点。

因此，我们需要持续关注冠状病毒疫情的发展和控制的情况，能否有效控制疫情将是我们判断短期和中期的重要参考。

4. 行情展望

综合前文，我们认为，短期由于疫情持续爆发和蔓延，对豆类油脂的价格持续利空，将会继续打压价格。而疫情可控的中长期来看，油脂的供求偏紧的状态将会带动价格走高；而养殖行业的产能受到疫情的影响出现下降，豆粕的需求恢复可能需要更长时间，价格反弹的周期将拖后。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。