

当前利空因素较多 豆类或延续偏弱格局

主要观点

行情回顾。国际方面，上周美豆主力在 900-915 美分/蒲间窄幅震荡。上周一美豆大幅反弹。但目前美豆已收割完毕，丰产压力持续释放，而由于前期中国买家缺席，今年美豆出口量较往年同期下降明显，使盘面承压继续上涨乏力，上周美豆高位震荡最终收涨 2.53%。国内方面，上周连豆和连粕呈震荡偏弱走势。月初中美最高领导谈判取得进展，我国同意继续进口美豆，若放开对美豆进口，国内豆类将维持宽松格局，叠加近期国内非洲猪瘟蔓延影响豆粕需求，基本面疲软，国内豆类市场震荡偏弱。但目前关于采购美豆的时间和关税问题仍没有明确细节，若按加征之后的 28% 关税进口，受成本支撑国内豆类下跌空间有限，有待具体政策细节指引。上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-4.47%、-0.68%和-0.18%。

基本面分析。供给方面，偏紧预期有望缓解。海关总署数据，11 月我国进口大豆 538.4 万吨，较 10 月的 692 万吨下降 22.3%，较去年同期 868 万吨下降 38%，1-11 月份大豆进口同比下降 4.3% 至 8231 万吨。目前南美大豆出口已进入尾声，而由于中美贸易战因素，今年我国对新作美豆采购量大幅降低，但月初中美首脑会晤取得共识，中国已同意立即开始从美国农民手中购买农产品，预计 12 月份以来我国进口大豆到港量将有所增加。由于前期大豆集中到港，目前国内大豆和豆粕库存依旧处于历史同期高位，短期国内豆类供应相对宽松，加之今年美豆丰产，若我国放开进口美豆，预计本月以及明年第一季度进口大豆到港量将增加，国内大豆和豆粕供应偏紧预期有望缓解。需求方面，利空因素较多。目前主要有两个因素抑制豆粕需求，第一，由于生猪养殖利润不佳，从 2016 年底起我国生猪存栏量持续下降，加之 8 月初至今国内已经出现 80 余起非洲猪瘟疫情，虽然目前猪瘟影响有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪存栏量。第二，政府不断出台措施，减少第四季度以及明年第一季度我国蛋白粕缺口。主要包括开放印度菜粕进口限制，取消我国豆粕出口退税，并且中国饲料工业协会批准发布了猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，据测算，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨。

后市展望。目前中美贸易关系暂缓，美豆出口压力有望减小，短期或偏强震荡，但在我国恢复进口美豆前，预计仍难以突破 950 美分/蒲。市场传闻我国将在元旦前后采购美豆，届时南美早熟大豆即将上市，叠加目前国内豆类库存均处于历史同期高位，国内豆类供应充足，而需求端受非洲猪瘟疫情抑制，虽然目前扑杀数量占我国生猪存栏比例较小，但是对后期养殖业信心和补栏量影响严重。当前基本面维持疲软格局，前期部分利空已经释放，短期或延续偏弱格局，下方空间取决于我国是否取消进口加征关税，有待具体政策细节指引。

报告日期 2018-12-10

研究所

王雅静

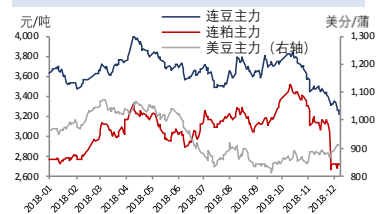
农产品期货分析师

从业资格号：F3051635

电话：010-84183054

邮件：wangyajing@guodu.cc

主力合约行情走势



目 录

一、行情回顾	4
二、基本面分析	5
(一) 供需分析	5
(二) 天气分析	6
三、基差与价差套利	7
四、后市展望	8

插图

图 1 主力合约走势.....	4
图 2 美豆 CFTC 非商业持仓周度数据	4
图 3 连豆主力成交量及持仓量.....	4
图 4 连粕主力成交量及持仓量.....	4
图 5 国内大豆库存量.....	5
图 6 国内豆粕库存量	5
图 7 生猪养殖利润	6
图 8 生猪存栏及猪粮比价	6
图 9 进口大豆到港成本价.....	6
图 10 进口大豆油厂压榨利润.....	6
图 11 进口大豆压榨利润为零时豆粕成本.....	6
图 12 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	6
图 13 美豆收割进度.....	7
图 14 未来 15 天美豆主产区降雨量.....	7
图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量	7
图 16 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量	7
图 17 豆粕主力合约基差.....	8
图 18 豆粕 5-1 价差.....	8
图 19 01 合约油粕比	8
图 20 01 合约豆菜粕价差	8

一、行情回顾

国际方面，上周美豆主力在900-915美分/蒲间窄幅震荡。由于月初中美首脑会晤取得共识，同意暂停进一步加征新关税，我国同意立即开始从美国农民手中购买农产品，受此消息影响，支撑豆类市场外强内弱，上周一美豆大幅反弹。但目前美豆已收割完毕，丰产压力持续释放，而由于前期中国买家缺席，今年美豆出口量较往年同期下降明显，使盘面承压继续上涨乏力，上周美豆高位震荡最终收涨2.53%。

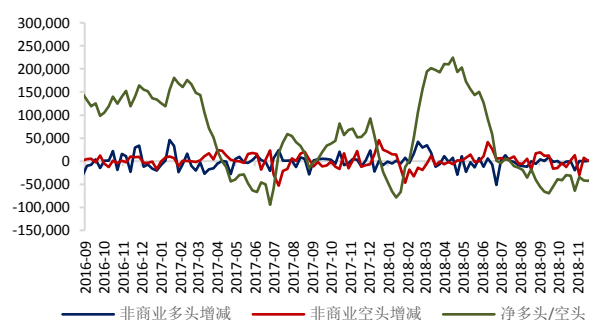
国内方面，上周连豆和连粕呈震荡偏弱走势。目前国内豆类走势受中美贸易关系影响居多，月初中美最高领导谈判取得进展，我国同意继续进口美豆，今年美豆丰产，产量有望达历史最高，若放开对美豆进口，国内豆类将维持宽松格局，叠加近期国内非洲猪瘟蔓延影响豆粕需求，基本面疲软，国内豆类市场震荡偏弱。但目前关于采购美豆的时间和关税问题仍没有明确细节，若按加征之后的28%关税进口，受成本支撑国内豆类下跌空间有限，有待具体政策细节指引。上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-4.47%、-0.68%和-0.18%。

图 1 主力合约走势



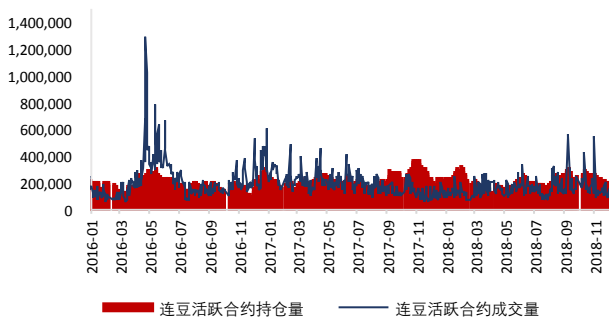
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 美豆 CFTC 非商业持仓周度数据



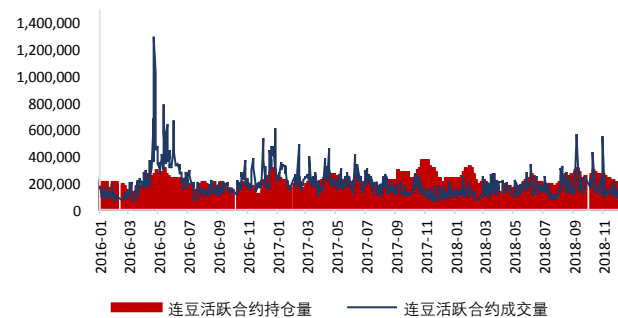
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 连豆主力成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 连粕主力成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

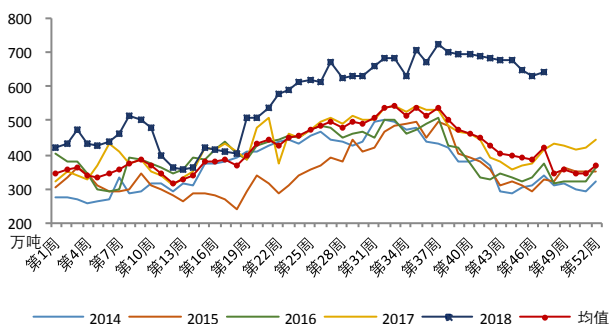
二、基本面分析

(一) 供需分析

供给方面，偏紧预期有望缓解。海关总署数据，11月我国进口大豆538.4万吨，较10月的692万吨下降22.3%，较去年同期868万吨下降38%，1-11月份大豆进口同比下降4.3%至8231万吨。目前南美大豆出口已进入尾声，而由于中美贸易战因素，今年我国对新作美豆采购量大幅降低，但月初中美首脑会晤取得共识，中国已同意立即开始从美国农民手中购买农产品，预计12月份以来我国进口大豆到港量将有所增加。因豆粕走货缓慢，部分油厂豆粕胀库被迫限产，上周油厂开机率继续下降，第49周国内油厂开机率为47.65%，较前一周下降0.6%，压榨量为166.9万吨，较前一周下降1.24%。由于前期大豆集中到港，目前国内大豆和豆粕库存依旧处于历史同期高位，短期国内豆类供应相对宽松，加之今年美豆丰产，若我国放开进口美豆，预计本月以及明年第一季度进口大豆到港量将增加，国内大豆和豆粕供应偏紧预期有望缓解。

需求方面，利空因素较多。目前主要有两个因素抑制豆粕需求，第一，由于生猪养殖利润不佳，从2016年底起我国生猪存栏量持续下降，加之8月初至今国内已经出现80余起非洲猪瘟疫情，虽然目前猪瘟影响有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪存栏量。第二，政府不断出台措施，减少第四季度以及明年第一季度我国蛋白粕缺口。主要包括开放印度菜粕进口限制，取消我国豆粕出口退税，并且中国饲料工业协会批准发布了猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，据测算，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约1100万吨，带动减少大豆需求约1400万吨。

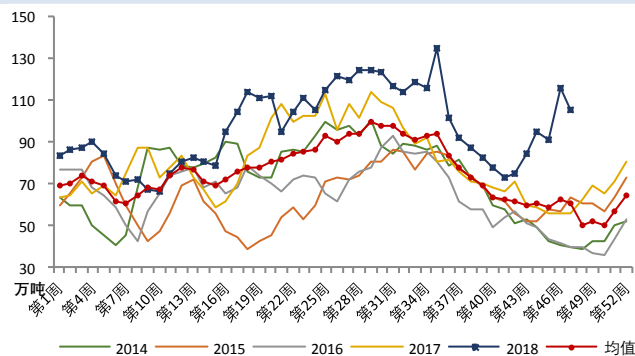
图5 国内大豆库存量



数据来源：Wind、国都期货研究所

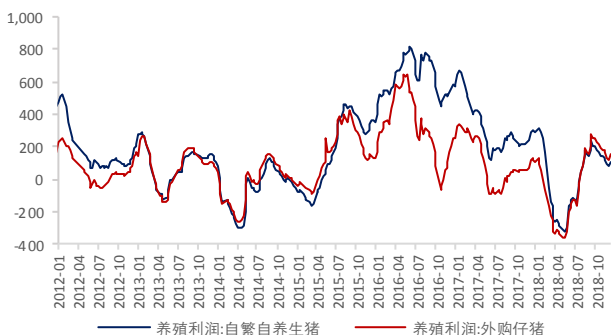
请务必阅读正文后的免责声明

图6 国内豆粕库存量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 生猪养殖利润



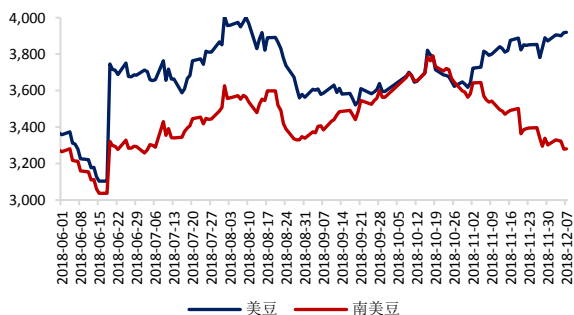
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 生猪存栏及猪粮比价



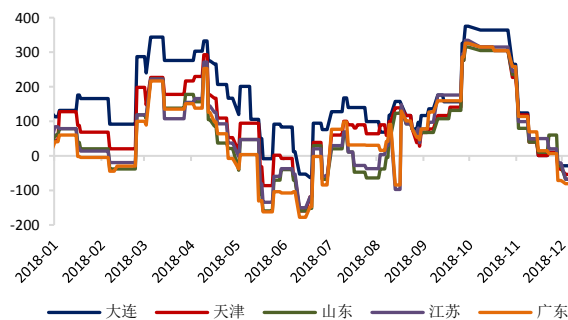
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 进口大豆到港成本价



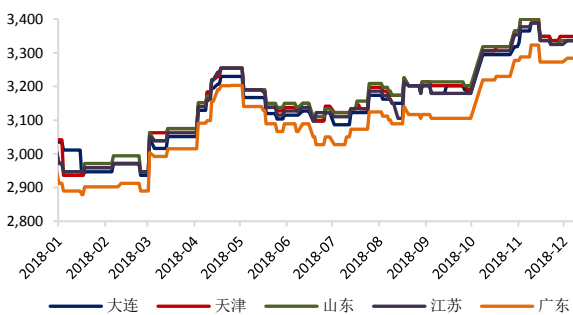
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 进口大豆油厂压榨利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 进口大豆压榨利润为零时豆粕成本



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 美元兑人民币及雷亚尔汇率



数据来源: Wind、国都期货研究所

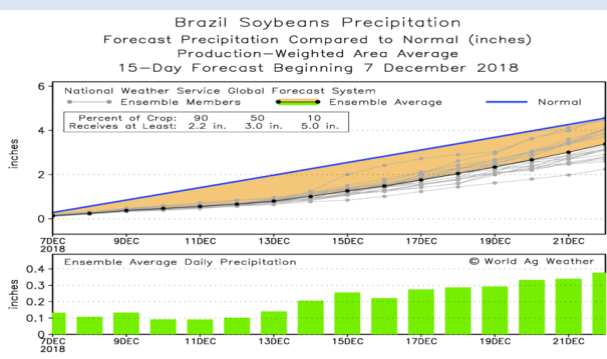
(二) 天气分析

目前美豆已收割完毕, 南美大豆处于种植阶段尾声。USDA11月份供需报告数据, 美豆单产下调至52.1蒲, 产量较上月下调0.9亿蒲至46亿蒲, 但依旧为历史最高水平, 今年新作美豆丰产已成定局。咨询公司Agrural数据显, 截至11月29日, 巴西2018/19年度大豆播种进度达到

了93%，高于五年均值87%，主要是受当前天气有利以及巴西国内种植热情较高影响。同时Agrural预计巴西2018/19年度大豆产量将达历史新高1.214亿吨，因此2018/19年度全球大豆将处于供应宽松格局。

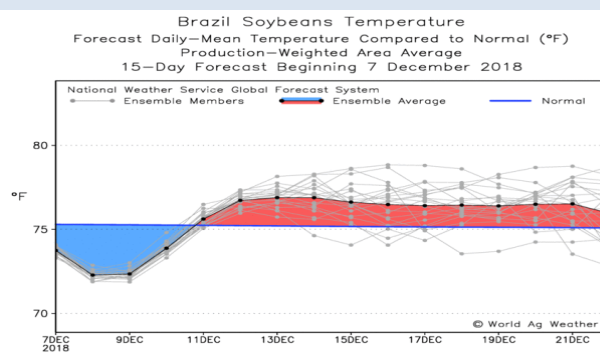
未来15天巴西大豆主产区有90%可获得至少2.2英寸降雨量，50%可获得至少3.0英寸降雨量，10%可获得至少5.0英寸降雨量，降雨量持续低于均值水平，主产区温度围绕正常水平波动，天气依旧适合大豆生长。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至少2.2英寸降雨量，50%可获得至少3.5英寸降雨量，10%可获得至少5.1英寸降雨量，主产区降雨量、温度均围绕正常水平波动，天气有利大豆播种。

图 13 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



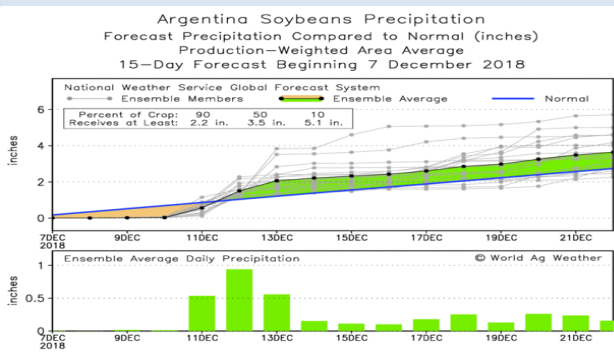
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 未来 15 天巴西大豆主产区温度



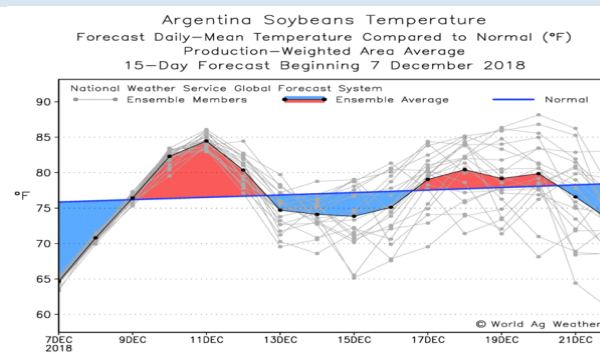
数据来源：World Ag Weather、国都期货研究所

图 15 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量



数据来源：World Ag Weather、国都期货研究所

图 16 未来 15 天阿根廷大豆主产区温度



数据来源：World Ag Weather、国都期货研究所

三、基差与价差套利

目前国内豆粕主力合约基差处于近4年正常区间，但由于中美贸易摩擦使豆粕供给压力集中在明年第一季度，而5月份南美大豆集中上市供应压力偏弱，所以01合约强于05合约，目前中美贸易关系出现缓和，更多利空01合约豆粕，前期空1多5套利策略可逐步止盈离场。同时目前01合约油粕比值偏低，主要是前期集中到港，压榨量一直处于较高水平，豆

油库存被动上升至历史高位，目前豆油弱势格局维持不变，建议油粕比暂且观望。

图 17 豆粕主力合约基差

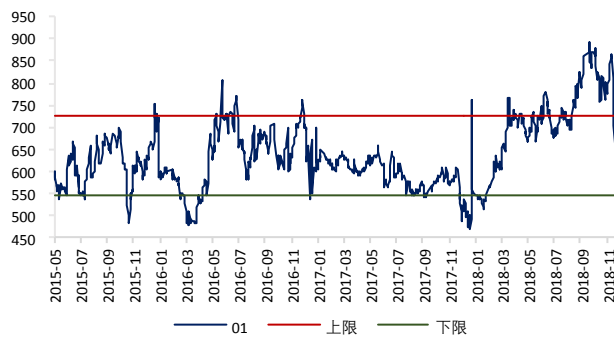

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 豆粕 5-1 价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 01 合约油粕比


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 01 合约豆菜粕价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、后市展望

目前中美贸易关系暂缓，美豆出口压力有望减小，短期或偏强震荡，但在我国恢复进口美豆前，预计仍难以突破950美分/蒲。市场传闻我国将在元旦前后采购美豆，届时南美早熟大豆即将上市，叠加目前国内豆类库存均处于历史同期高位，国内豆类供应充足，而需求端受非洲猪瘟疫情抑制，虽然目前扑杀数量占我国生猪存栏比例较小，但是对后期养殖业信心和补栏量影响严重。当前基本面维持疲软格局，前期部分利空已经释放，短期或延续偏弱格局，下方空间取决于我国是否取消进口加征关税，有待具体政策细节指引。

分析师简介

王雅静，对外经济贸易大学金融学硕士，现任农产品期货分析师。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。