

多空因素交织 短期豆粕震荡为主

报告日期 2019-03-11

主要观点

行情回顾。国际方面，上周外盘美豆不断下挫收低。美豆承压原因有二，一是中美贸易谈判前景的不确定性，虽然上月双方结束在华盛顿谈判后，我国表示会额外购买1000万吨美豆，但之后并无迹象显示我国有任何购买美豆活动，直至上周四有交易商表示中国国有企业购买了至少50万吨美豆，但美豆库存压力依旧较大制约外盘价格；二是受上周五USDA报告利空影响，本次报告将2018/19年度全球大豆年末库存由1.0672亿吨上调至1.0717亿吨，其中美豆库存由上月9.1亿蒲下调至9亿蒲，虽小幅下调但仍高于市场预期并且为历史最高库存水平。国内方面，上周国内连豆呈震荡走势，连粕走势偏强。上周支撑豆粕反弹原因有二，一是基本面利空已在盘面部分反映，加之上周非洲猪瘟疫情数明显减少，只有广西贵港市发生一起疫情，该养殖场生猪存栏3172头，猪瘟利空影响暂时减弱。二是月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对中国出口油菜籽的资格，菜系产品供给预期偏紧，菜粕拉涨使豆菜粕价差降至历史低位，考虑二者之间替代关系，对豆粕价格形成支撑。

基本面分析。供给方面，维持宽松预期。目前国内大豆库存依旧处于历史同期较高水平，且上月中美双方结束在华盛顿的谈判后，我国表示将额外向美购买1000万吨大豆，叠加天气改善，新作南美大豆产量预测高于年前，收割上市速度均快于往年同期，据天下粮仓最新估计3、4、5和6月份大豆到港预估分别为671.1万吨、870万吨、975万吨和980万吨，预计供给端维持宽松。需求方面，疲软预期有所改善。主要原因有二个，一是从2018年8月初至今国内已在24省4直辖市出现112起非洲猪瘟疫情，上周猪瘟疫情数明显下滑，加上目前猪价已出现上涨，预期生猪存栏情况将较前期预测有所好转，但应考虑实际疫情情况或更为严重的后果。二是月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对中国出口油菜籽的资格，中加关系紧张导致目前菜粕供应偏紧，豆菜粕二者之间存在价差替代关系，目前二者价差已降至历史低位，部分菜粕需求或转移为豆粕需求，使豆粕需求有所改善。

后市展望。目前就国内基本面而言，南美大豆收割上市速度加快，加上油厂压榨开机率已逐渐恢复，豆粕胀库压力仍存，而需求端压力有所减弱，因为月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对中国出口油菜籽的资格，菜粕拉涨使豆菜粕价差降至历史低位，利多豆粕需求，但从去年8月起至今我国已出现112起猪瘟疫情，上周疫情爆发数量虽有所下降，但对养殖业信心和生猪补栏的打击仍不容忽视，总之基本面压力较前期有所缓解但仍偏弱。同时考虑本周中美双方将展开新一轮磋商，以及上周美豆大幅下挫影响，预计短期豆粕持续反弹乏力，或维持震荡走势，建议观望为主。

研究所

王雅静

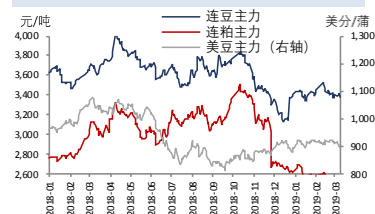
农产品期货分析师

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 | 7 |
| 三、基差与价差套利 | 8 |
| 四、后市展望 | 9 |

插图

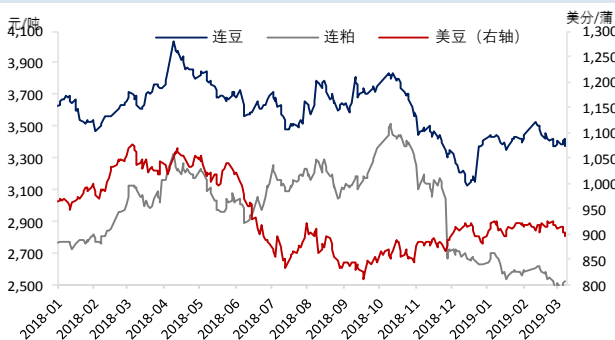
| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1 主力合约走势..... | 4 |
| 图 2 美豆主力持仓量及成交量 | 4 |
| 图 3 连豆主力持仓量及成交量..... | 5 |
| 图 4 连粕主力持仓量及成交量..... | 5 |
| 图 5 国内大豆库存量..... | 6 |
| 图 6 国内豆粕库存量 | 6 |
| 图 7 国内饲料年产量及增速 | 6 |
| 图 8 国内饲料产量季节性规律 | 6 |
| 图 9 生猪养殖利润 | 6 |
| 图 10 生猪存栏及猪粮比价 | 6 |
| 图 11 进口大豆升贴水 | 6 |
| 图 12 进口大豆到港成本..... | 6 |
| 图 13 进口大豆油厂压榨利润..... | 7 |
| 图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率..... | 7 |
| 图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量 | 7 |
| 图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度..... | 7 |
| 图 17 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量 | 8 |
| 图 18 未来 15 天阿根廷大豆主产区温度 | 8 |
| 图 19 豆粕主力合约基差 | 8 |
| 图 20 豆粕 5-1 价差..... | 8 |
| 图 21 豆粕 5-9 价差..... | 8 |
| 图 22 油粕比值..... | 8 |

一、行情回顾

国际方面，上周外盘美豆主力合约由高位924美分/蒲震荡下挫，最终冲破900美分/蒲整数关口，收于895美分/蒲。上周美豆承压原因有二，一是中美贸易谈判前景的不确定性，虽然上月双方结束在华盛顿谈判后，我国表示会额外购买1000万吨美豆，但之后并无迹象显示我国有任何购买美豆活动，直至上周四有交易商表示中国国有企业购买了至少50万吨美豆，但美豆库存压力依旧较大制约外盘价格；二是受上周五USDA报告利空影响，本次报告将2018/19年度全球大豆年末库存由1.0672亿吨上调至1.0717亿吨，其中美豆库存由上月9.1亿蒲下调至9亿蒲，虽小幅下调但仍高于市场预期并且为历史最高库存水平，多重利空导致上周美豆主力合约收涨-1.69%。

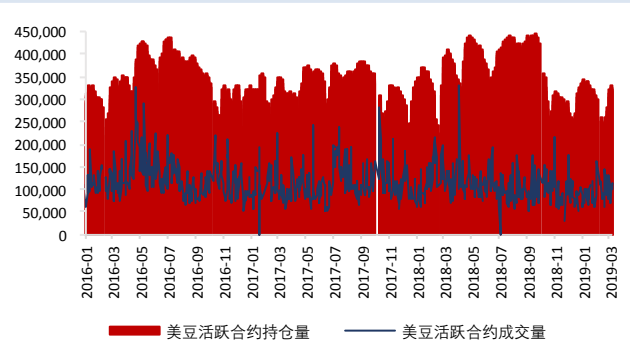
国内方面，上周国内连豆呈震荡走势，连粕走势偏强。上周支撑豆粕反弹原因有二，一是基本面利空已在盘面部分反映，加上上周非洲猪瘟疫情数明显减少，只有广西贵港市发生一起疫情，该养殖场生猪存栏3172头，猪瘟利空影响暂时减弱。二是月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对华出口油菜籽的资格，菜系产品供给预期偏紧，菜粕拉涨使豆粕价差降至历史低位，考虑二者之间替代关系，对豆粕价格形成支撑。最终上月豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-1.00%、0.14%和0.40%。

图1 主力合约走势



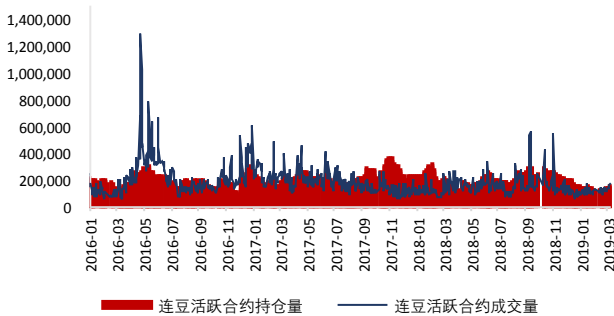
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆主力持仓量及成交量



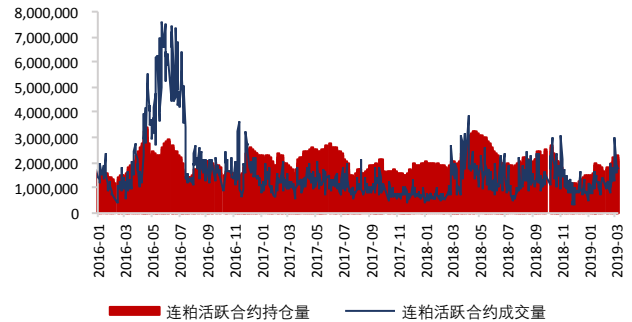
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 连豆主力持仓量及成交量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 连粕主力持仓量及成交量



数据来源：Wind、国都期货研究所

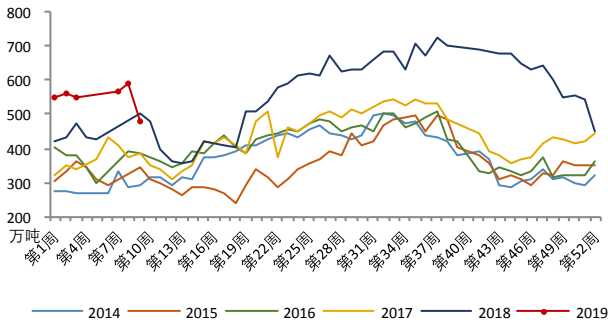
二、基本面分析

（一）供需分析

供给方面，维持宽松预期。海关总署数据，今年2月我国进口大豆446万吨，1-2月大豆进口1183万吨，较去年同期减少14.9%，主要原因是中国对美国大豆征收高额关税，导致美豆进口量大幅下滑。但目前国内大豆库存依旧处于历史同期较高水平，且上月中美双方结束在华盛顿的谈判后，我国表示将额外向美购买1000万吨大豆，叠加天气改善，新作南美大豆产量预测高于年前，收割上市速度均快于往年同期，据天下粮仓最新估计3、4、5和6月份大豆到港预估分别为671.1万吨、870万吨、975万吨和980万吨，预计供给端维持宽松。因部分油厂豆粕胀库及原料未接上，上周国内油厂开机率下降，第10周全国油厂开机率为44.62%，环比下降2.71%，压榨量158.18万吨，环比下降5.71%，预计未来两周油厂压榨量将有所回升。

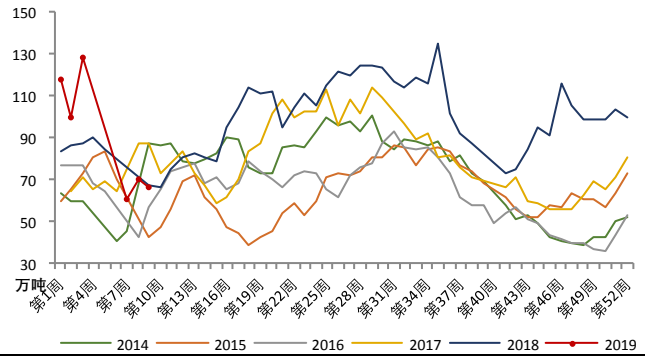
需求方面，疲软预期有所改善。主要原因有二，一是从2018年8月初至今国内已在24省4直辖市出现112起非洲猪瘟疫情，截至1月14日我国已扑杀91.6万头生猪，上周猪瘟疫情数明显下滑，加上目前猪价已出现上涨，预期生猪存栏情况将较前期预测有所好转，但应考虑实际疫情情况或更为严重的后果。二是月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对中国出口油菜籽的资格，考虑2018年我国进口菜籽压榨的菜粕产量和直接进口菜粕量占国内菜粕总供给的65%左右，而我国菜籽和菜粕的主要进口地均为加拿大，中加关系紧张导致目前菜粕供应偏紧，豆粕和菜粕二者之间存在价差替代关系，目前二者价差已降至历史低位，部分菜粕需求或转移为豆粕需求，使豆粕需求有所改善。

图 5 国内大豆库存量



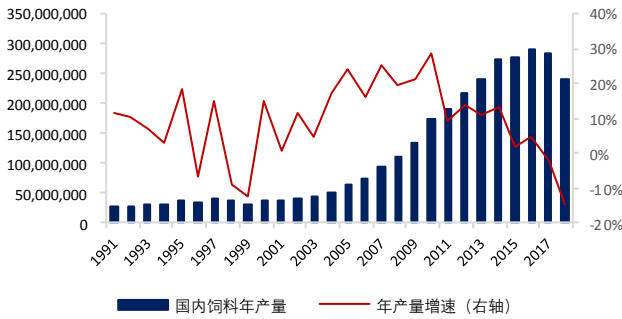
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 国内豆粕库存量



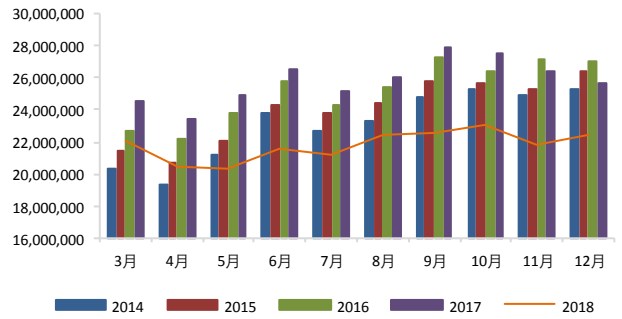
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 7 国内饲料年产量及增速



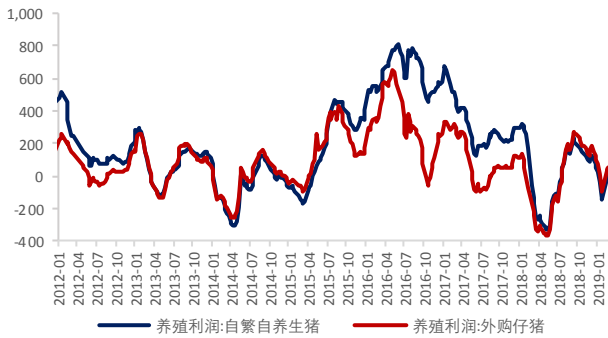
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 国内饲料产量季节性规律



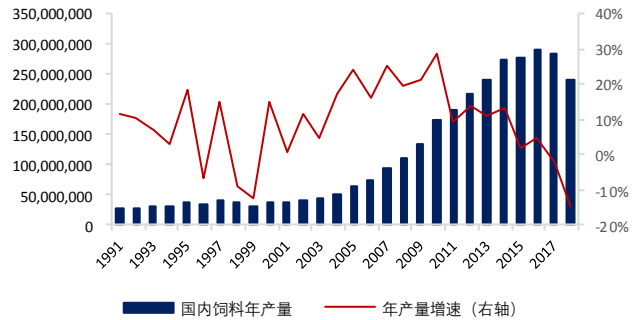
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 生猪养殖利润



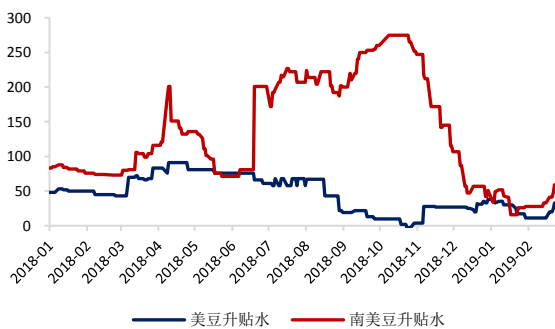
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 生猪存栏及猪粮比价



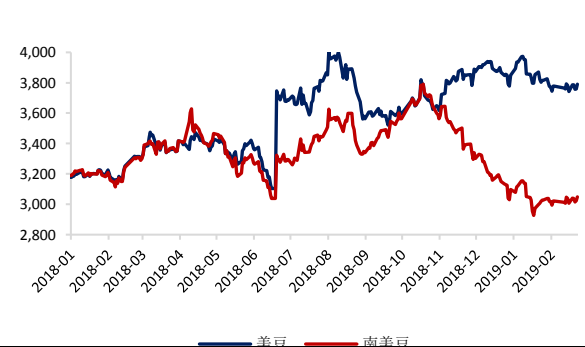
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 进口大豆升贴水



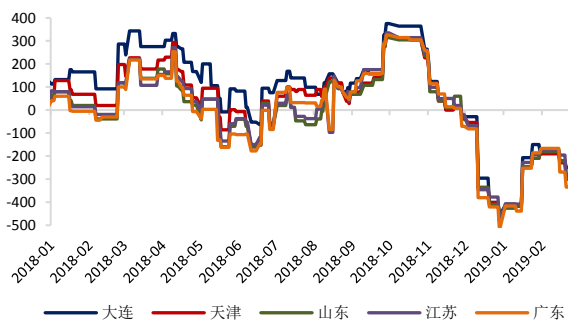
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 进口大豆到港成本



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 进口大豆油厂压榨利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率



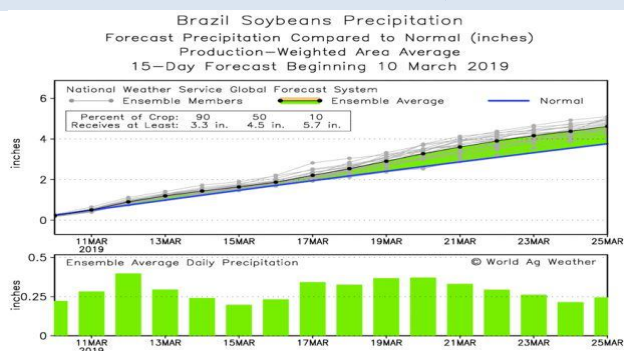
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 天气分析

目前巴西大豆处于收割阶段, 咨询机构AgRural称, 截至2月24日, 新作巴西大豆收割已完成45%, 高于上年同期的25%以及五年平均进度27%, 其中马托格罗索州大豆收割完成约80%。未来15天巴西大豆主产区有90%可获得至少3.3英寸降雨量, 50%可获得至少4.5英寸降雨量, 10%可获得至少5.7英寸降雨量, 主产区降雨量略高于正常水平, 温度均围绕正常水平波动, 有利于巴西晚熟大豆的生长。

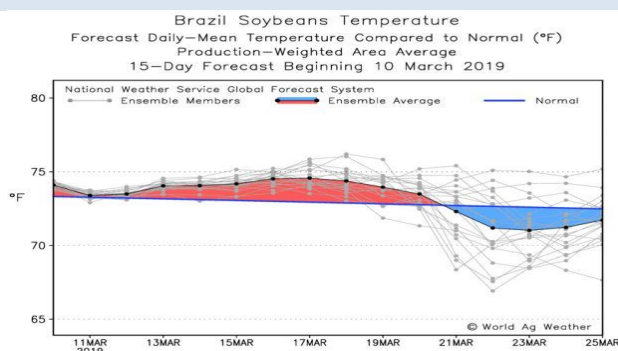
目前阿根廷大豆仍处于生长关键阶段。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至少1.1英寸降雨量, 50%可获得至少1.3英寸降雨量, 10%可获得至少3.7英寸降雨量, 主产区未来15天降雨量持续低于正常水平, 温度均围绕正常水平波动, 降雨减少或对阿根廷大豆的生长产生影响。

图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



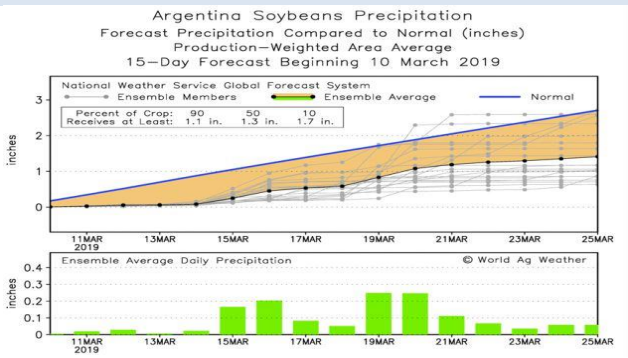
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度



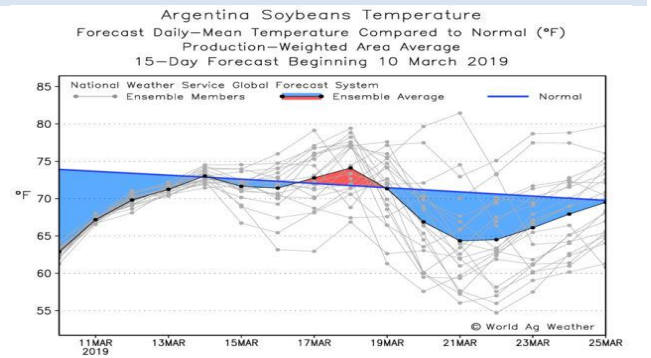
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 17 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 18 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

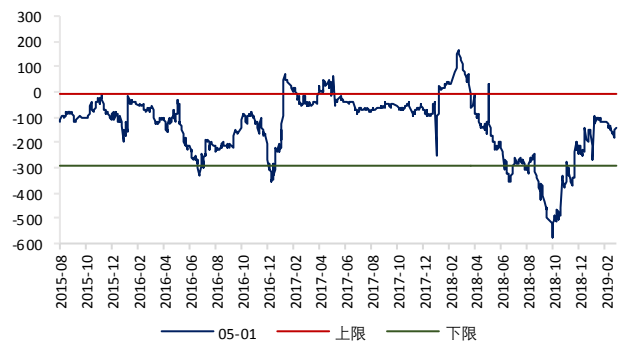
豆粕主力合约基差从去年年底起呈不断走弱趋势，主因是豆粕主力前期已释放部分利空，而目前现货端由于下游需求不足，油厂出库较慢，导致现货价格下跌幅度大于期货，基差不断向下方探底。目前豆粕5-9价差从高位回调，但仍处于历史较高水平，南美大豆产量虽不及最初预期，但较往年相比丰产格局不变，05合约整体偏空，而09合约受中美贸易谈判和美豆种植意向影响较大，后市上涨空间大于05合约，可长期持有5、9反套。去年年底起主力合约油粕比不断上涨，目前虽基本面偏弱抑制豆粕价格，但豆油需求亦处于淡季，预计短期油粕比维持震荡。

图 19 豆粕主力合约基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 豆粕 5-1 价差



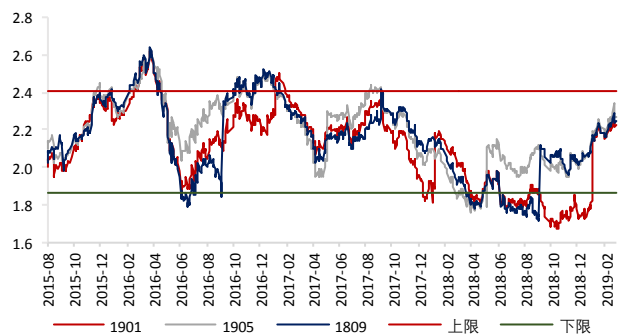
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 豆粕 5-9 价差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 油粕比值



数据来源: Wind、国都期货研究所

四、后市展望

目前就国内基本面而言，南美大豆收割上市速度加快，加上油厂压榨开机率已逐渐恢复，豆粕胀库压力仍存，而需求端压力有所减弱，因为月初中国海关总署依法取消一家加拿大企业对华出口油菜籽的资格，菜粕拉涨使豆菜粕价差降至历史低位，利多豆粕需求，但从去年8月起至今我国已出现112起猪瘟疫情，上周疫情爆发数量虽有所下降，但对养殖业信心和生猪补栏的打击仍不容忽视，总之基本面压力较前期有所缓解但仍偏弱。同时考虑本周中美双方将展开新一轮磋商，以及上周美豆大幅下挫影响，预计短期豆粕持续反弹乏力，或维持震荡走势，建议观望为主。

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，成员来自海内外一流名校，具有丰富的衍生品研究、投资经验。坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，以基本面研究为基础，结合宏观趋势和产业研究，国都期货力求为客户提供全方位的专业投研服务。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，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求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，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

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：010-84183058。