

## 豆类或维持区间震荡 等待月底谈判结果指引

### 主要观点

**行情回顾。**国际方面，上周美豆维持震荡走势。目前美豆收割即将结束，丰产压力持续释放，而出口量较往年同期下降明显，使盘面承压继续上涨乏力，多空因素交织，上周美豆宽幅震荡最终收涨 0.9%。国内方面，上周连豆、连粕宽幅震荡。目前国内豆类走势主要受中美贸易关系影响，当前政策不确定性仍较大，上周 APEC 会议中美未达成一致，降低了中美双方解决矛盾争端的预期。周二白宫经济顾问库德洛表示，特朗普对与中国达成协议抱乐观态度，但达成协议的前提是符合美国利益。周三美国贸易代表更新了 301 条款的最新调查结果，最新报告并不利于缓和中美贸易关系，支撑豆类反弹。但考虑月底中美两国领导谈判在即，主力资金逐渐离场观望，豆类市场偏弱震荡整理，上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨 0.35%、0.22%和 0.03%。

**基本面分析。**供给方面，或维持偏紧预期。目前南美大豆出口已进入尾声，而由于中美贸易战因素，目前我国对新作美豆采购量大幅降低，天下粮仓预计 11、12 以及明年 1 月份进口大豆到港明显降低，预估仅为 574.2、600 和 500 万吨。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，但若中美贸易不和解或我国继续不进口美豆，大豆供应将逐渐表现偏紧，预计第四季度会进入加速去库存阶段。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，第一，8 月初至今国内已经出现 70 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，有利于缓解四季度以及明年第一季度大豆到港减少的压力。

**后市展望。**美豆临近收割结尾但出口压力明显，或使盘面继续上涨乏力，预计中美贸易关系明朗前美豆仍维持震荡，短期难以突破 900 美分/蒲。目前国内豆类受中美贸易关系影响较大，若月底中美谈判取得实质性进展，叠加近期国内非洲猪瘟蔓延影响豆粕需求，预计国内豆类市场将大幅下挫，但若月底没有达成有效谈判，12 月以来国内豆类供应将趋于紧平衡状态，豆类易涨难跌。目前谈判并无实质性进展，从上周 APEC 会议结果和美国贸易代表更新的 301 条款最新调查结果来看，中美贸易争端短期内难以完全消除。但是月底中美两国领导会晤在即，仍有希望达成初步框架协议，其中可能包括解决进口美豆问题。由于政策不确定性仍较大，预计短期豆类或跟随消息面区间震荡整理，短线可区间操作，长线投资者建议暂且观望，等待月底中美谈判结果指引。

报告日期 2018-11-26

### 研究所

王雅静

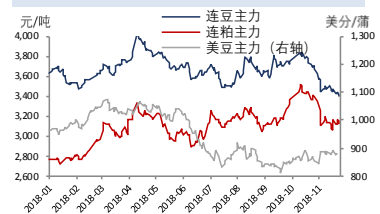
农产品期货分析师

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

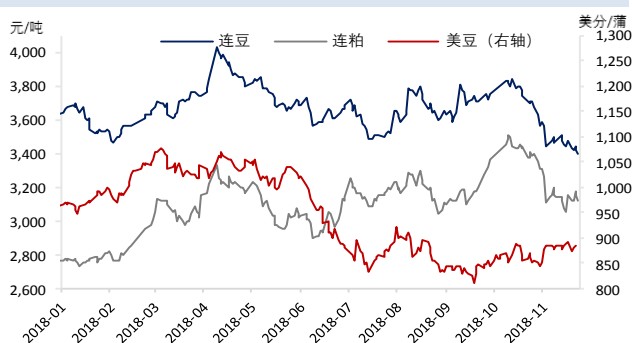
图 1 主力合约走势.....	4
图 2 美豆 CFTC 非商业持仓周度数据 .....	4
图 3 连豆主力成交量及持仓量.....	4
图 4 连粕主力成交量及持仓量.....	4
图 5 国内大豆库存量.....	5
图 6 国内豆粕库存量 .....	5
图 7 生猪养殖利润 .....	6
图 8 生猪存栏及猪粮比价 .....	6
图 9 进口大豆到港成本价.....	6
图 10 进口大豆油厂压榨利润.....	6
图 11 进口大豆压榨利润为零时豆粕成本.....	6
图 12 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	6
图 13 美豆收割进度.....	7
图 14 未来 15 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，上周美豆维持震荡走势。11月份以来中美贸易紧张关系出现缓和，支撑豆类市场表现内强外弱。但目前美豆收割即将结束，丰产压力持续释放，而出口量较往年同期下降明显，使盘面承压继续上涨乏力，多空因素交织，上周美豆宽幅震荡最终收涨0.9%。

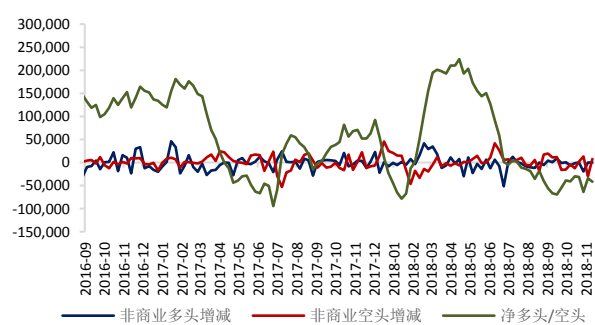
国内方面，上周连豆、连粕宽幅震荡。目前国内豆类走势主要受中美贸易关系影响，当前政策不确定性仍较大，上周APEC会议中美未达成一致，降低了中美双方解决矛盾争端的预期。周二白宫经济顾问库德洛表示，特朗普对与中国达成协议抱乐观态度，但达成协议的前提是符合美国利益，如果两国不能达成协议，美国将把对价值2670亿美元中国产品征收关税的威胁变成现实。周三美国贸易代表更新了301条款的最新调查结果，最新报告并不利于缓和中美贸易关系，支撑豆类反弹。但考虑月底中美两国领导谈判在即，主力资金逐渐离场观望，豆类市场偏弱震荡整理，上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨0.35%、0.22%和0.03%。

### 图1 主力合约走势



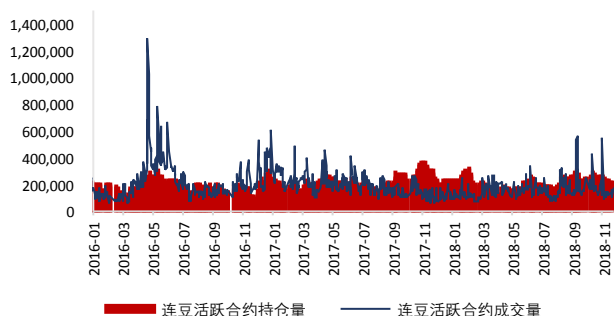
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 美豆 CFTC 非商业持仓周度数据



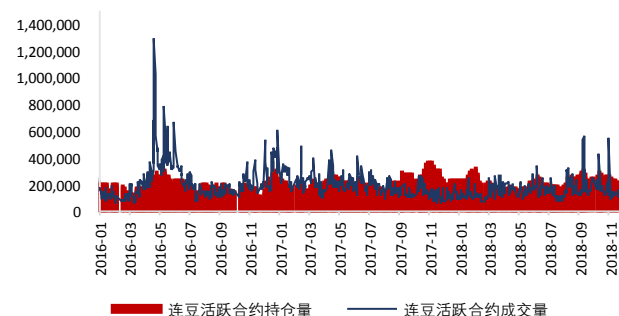
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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

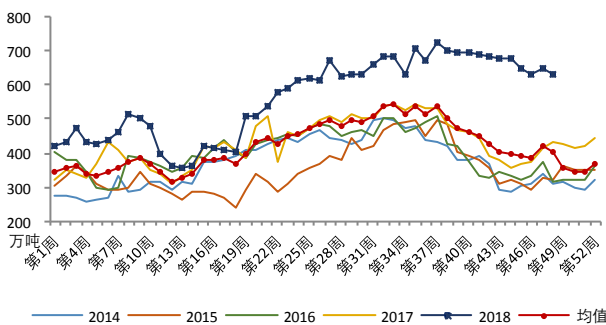
## 二、基本面分析

### （一）供需分析

供给方面，或维持偏紧预期。海关总署数据，10月我国进口大豆692万吨，较去年同期增加18.09%，1-10月份大豆进口同比下降0.48%至7696万吨。目前南美大豆出口已进入尾声，而由于中美贸易战因素，目前我国对新作美豆采购量大幅降低，天下粮仓预计11、12以及明年1月份进口大豆到港明显降低，预估仅为610、600和500万吨。因豆粕现货走货缓慢，部分油厂豆粕有胀库压力，上周国内油厂开机率下降，第47周国内油厂开机率为48.38%，较前一周下降0.61%，压榨量为169.48万吨，较前一周下降1.23%。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，但若中美贸易不和解或我国继续不进口美豆，大豆供应将逐渐表现偏紧，预计12月份以来会进入加速去库存阶段。

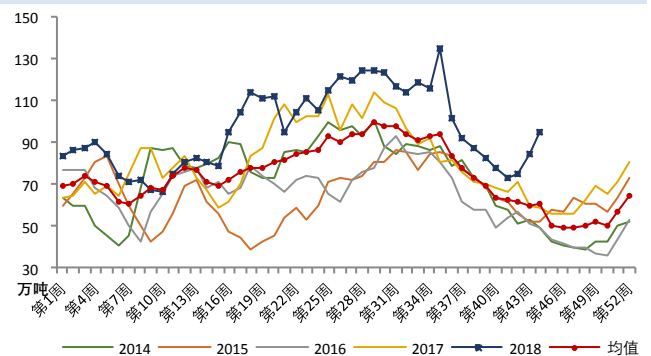
需求方面，利空因素较多。目前主要有两个因素抑制豆粕需求，第一，由于生猪养殖利润不佳，从2016年底起我国生猪存栏量持续下降，加之8月初至今国内已经出现70余起非洲猪瘟疫情，虽然目前猪瘟影响有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪存栏量。第二，政府不断出台措施，减少第四季度以及明年第一季度我国蛋白粕缺口。主要包括开放印度菜粕进口限制，取消我国豆粕出口退税，并且中国饲料工业协会批准发布了猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，据测算，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约1100万吨，带动减少大豆需求约1400万吨，有利于缓解四季度以及明年第一季度大豆到港减少的压力。

图5 国内大豆库存量



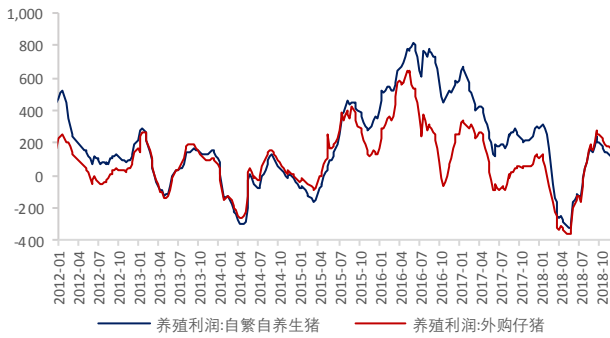
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 国内豆粕库存量



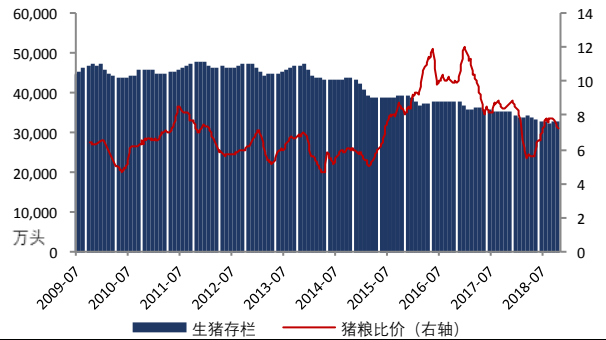
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 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



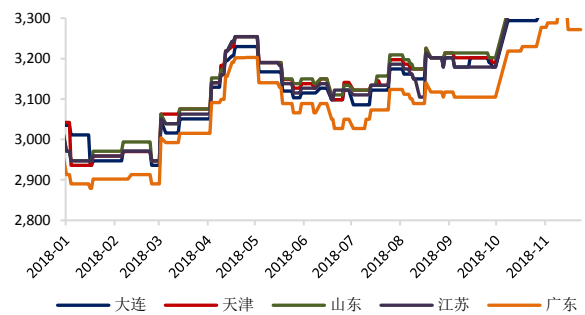
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 进口大豆到港成本价



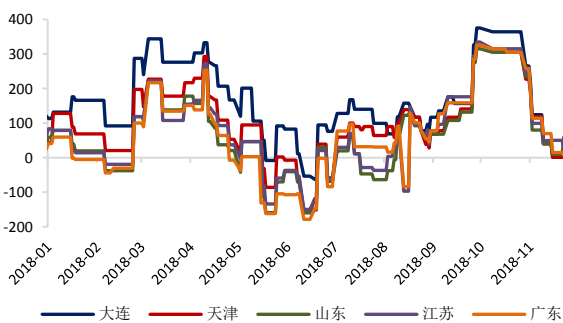
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

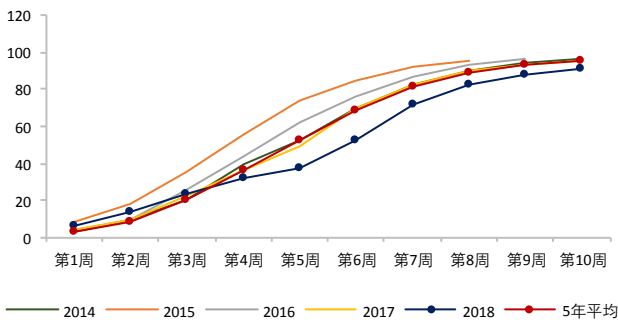
## (二) 天气分析

目前美豆临近收割结尾, 南美大豆处于种植阶段。上一周USDA作物生长周报显示, 截至11月12日, 新作美豆收割进度为91%, 低于5年平均水平96%, 主要是前期收割期间美豆中西部产区强降雨导致今年收割延迟。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 显示, 截至11月16日, 巴西2018/19年度大豆

播种进度达到了82%，高于五年同期的平均播种进度67%，主要是受当前天气有利以及巴西国内种植热情较高影响。

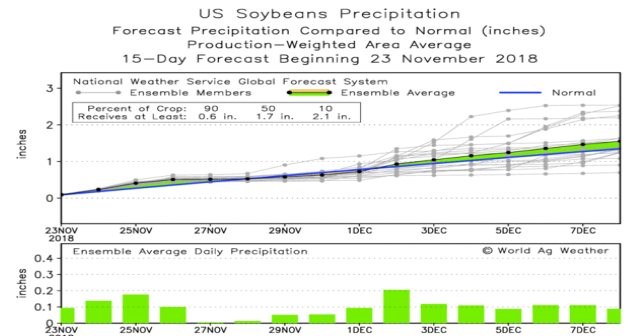
未来15天美豆主产区有90%可获得至少0.6英寸降雨量，50%可获得至少1.7英寸降雨量，10%可获得至少2.1英寸降雨量，降雨量围绕均值水平波动，有助于后期美豆收割，预计本周美豆将完成收割。未来15天巴西大豆主产区降雨量略高于正常水平，有90%可获得至少2.9英寸降雨量，50%可获得至少5.4英寸降雨量，10%可获得至少9.3英寸降雨量，今年巴西大豆播种以来持续强降雨天气或影响后期播种进度。11月份以来，阿根廷大豆逐渐进入播种阶段，未来15天阿根廷大豆主产区降雨量略低于正常水平，有90%可获得至少1.0英寸降雨量，50%可获得至少1.2英寸降雨量，10%可获得至少2.0英寸降雨量，主产区天气适合大豆播种。

图 13 美豆收割进度



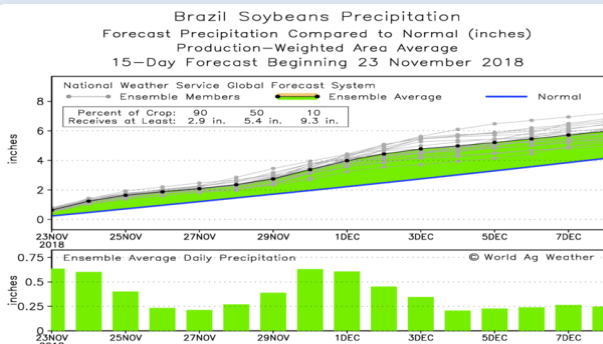
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 未来 15 天美豆主产区降雨量



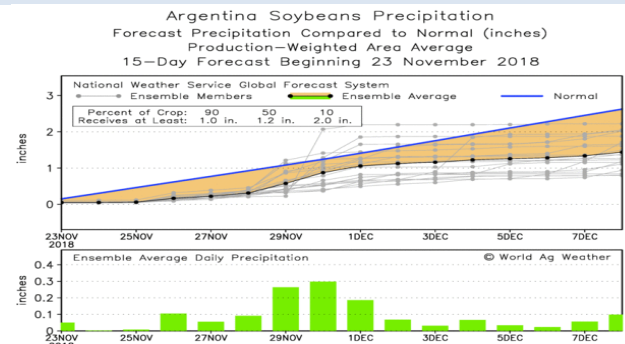
数据来源：World Ag Weather、国都期货研究所

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

### 三、基差与价差套利

上周国内豆粕主力合约基差走弱但仍处于近4年正常区间。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，目前中美贸易出现和谈转机，更多利空01合约豆粕，建议前期空1多5套利策略继续持有。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，豆粕由于需求旺盛已经进入去库存阶段，但豆油库存被动上升至历史高位，目前豆油弱勢格局维持不变，建议油粕比暂且观望。01合约菜粕价差从历史高位回调，建议前期正套止盈。

**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

美豆临近收割结尾但出口压力明显，或使盘面继续上涨乏力，预计中美贸易关系明朗前美豆仍维持震荡，短期难以突破900美分/蒲。目前国内豆类受中美贸易关系影响较大，若月底中美谈判取得实质性进展，叠加近期国内非洲猪瘟蔓延影响豆粕需求，预计国内豆类市场将大幅下挫，但若月底没有达成有效谈判，12月以来国内豆类供应将趋于紧平衡状态，豆类易涨难跌。目前谈判并无实质性进展，从上周APEC会议结果和美国贸易代表更新的301条款最新调查结果来看，中美贸易争端短期内难以完全消除。但是月底中美两国领导会晤在即，仍有希望达成初步框架协议，其中可能包括解决进口美豆问题。由于政策不确定性仍较大，预计短期豆类或跟随消息面区间震荡整理，短线可区间操作，长线投资者建议暂且观望，等待月底中美谈判结果指引。



### 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。