

基本面持续疲软 豆类或延续偏弱走势

报告日期 2018-12-17

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

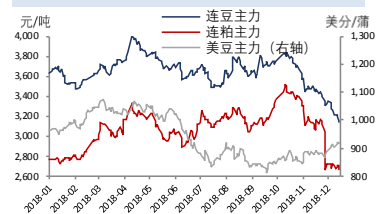
主要观点

行情回顾。国际方面，上周美豆主力在 900-927 美分/蒲间窄幅震荡。月初中美首脑会晤取得共识后，我国已经同意从美国农民手中购买农产品，其中包括进口美国大豆。美豆出口压力有望减小，受利多支撑影响，美豆主力合约站稳 900 美分/蒲点位。之后市场围绕我国具体进口时间以及进口量震荡，上周美豆最终收涨-1.75%。国内方面，上周连豆和连粕延续震荡偏弱走势。目前国内豆类基本面依旧很弱，由于前期进口大豆到港集中，豆类库存均处于历史同期高位，叠加我国已重启进口美豆，预计供应将维持宽松，而豆粕下游需求疲软，非洲猪瘟疫情或对后期养殖业信心和补栏量影响严重，因此目前国内豆类依旧处于偏弱走势。上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-2.37%、-1.66%和-1.81%。

基本面分析。供给方面，偏紧预期或转为宽松。目前南美大豆出口已进入尾声，而由于中美贸易战因素，今年前期我国对新作美豆采购量大幅降低，但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，同时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，上周已进口 113 万吨，预计 12 月份以来我国进口大豆到港量将有所增加，之前远期供给偏紧预期或转为偏松。需求方面，维持疲软预期。目前主要有三个因素利空豆粕需求，第一，由于前期我国饲料行业产能过剩，从 2010 年起饲料年产量增速开始下滑，2017 年产量增速已由正转负，今年 1-10 月我国饲料产量累计值较去年同期下降约 17.8%，因此豆粕下游需求较弱。第二，因为生猪养殖利润不佳，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。第三，中国饲料工业协会批准发布并已执行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。目前我国已重启进口美豆，美豆出口压力有望减小，短期或维持震荡。国内目前豆类库存均处于历史同期高位，叠加进口美豆，短期供应将维持宽松，而豆粕下游需求不足问题突出，非洲猪瘟疫情或对后期养殖业信心和补栏量影响严重，油世界预测本年度我国豆粕消费减少 200-300 万吨。当前基本面维持疲软格局，前期部分利空已经释放，短期豆粕或延续偏弱走势，空单可继续持有，下方空间取决于我国是否取消进口加征关税以及我国进口力度，有待具体政策细节指引。

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	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 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 进口大豆到港成本价	6
图 12 进口大豆油厂压榨利润.....	6
图 13 进口大豆压榨利润为零时豆粕成本.....	6
图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	6
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	7
图 18 未来 15 天阿根廷大豆主产区温度	7
图 19 豆粕主力合约基差.....	8
图 20 豆粕 5-1 价差.....	8
图 21 01 合约油粕比	8
图 22 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900-927美分/蒲间窄幅震荡。月初中美首脑会晤取得共识后，我国已经同意从美国农民手中购买农产品，其中包括进口美国大豆。美豆出口压力有望减小，受利多支撑影响，美豆主力合约站稳900美分/蒲点位。之后市场围绕我国具体进口时间以及进口量震荡，周三彭博报道我国将于本月采购首批美豆约500-800万吨，外盘震荡走强，但随后周四USDA报告，美国民间出口商向中国出口销售113万吨美豆，进口量小于预期美豆滞涨转跌，上周美豆最终收涨-1.75%。截至12月11日基金在大豆合约上增持多头-10077手，增持空头-7057手，净多持仓5931手，较上周减少3020手，从持仓结构看，投资者观望情绪上升。

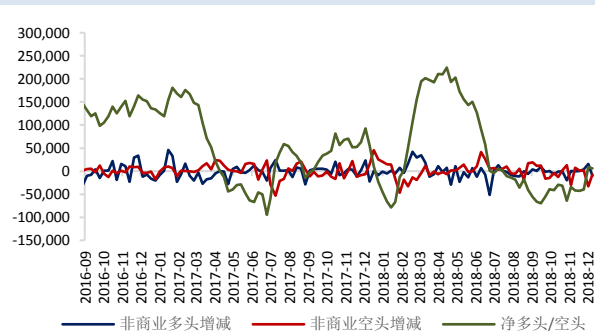
国内方面，上周连豆和连粕延续震荡偏弱走势。目前国内豆类基本面依旧很弱，由于前期进口大豆到港集中，豆类库存均处于历史同期高位，叠加我国已重启进口美豆，预计供应将维持宽松，而豆粕下游需求疲软，非洲猪瘟疫情或对后期养殖业信心和补栏量影响严重，因此目前国内豆类依旧处于偏弱走势。上周四USDA确认我国重启采购美豆之后，周五连豆粕主力大幅下挫，上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-2.37%、-1.66%和-1.81%。

图1 主力合约走势



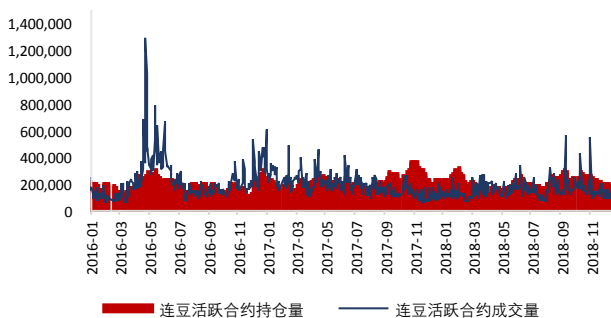
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆 CFTC 非商业持仓周度数据



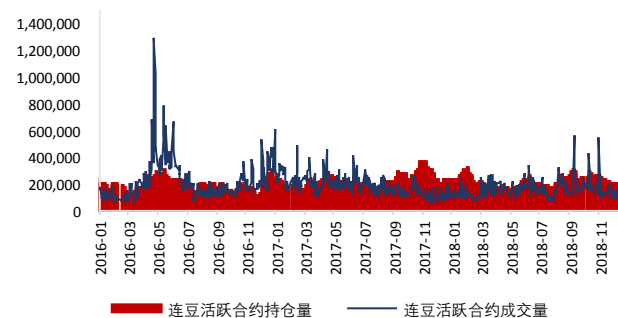
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，偏紧预期或转为宽松。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，今年前期我国对新作美豆采购量大幅降低，但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，同时月中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，上周已进口113万吨，预计12月份以来我国进口大豆到港量将有所增加，之前远期供给偏紧预期或转为偏松。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50周国内油厂开机率为45.83%，较前一周下降1.82%，压榨量为160.54万吨，较前一周下降3.8%。

需求方面，维持疲软预期。目前主要有三个因素利空豆粕需求，第一，由于前期我国饲料行业产能过剩，从2010年起饲料年产量增速开始下滑，2017年产量增速已由正转负，今年1-10月我国饲料产量累计值较去年同期下降约17.8%，因此豆粕下游需求较弱。第二，因为生猪养殖利润不佳，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。第三，中国饲料工业协会批准发布并已执行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

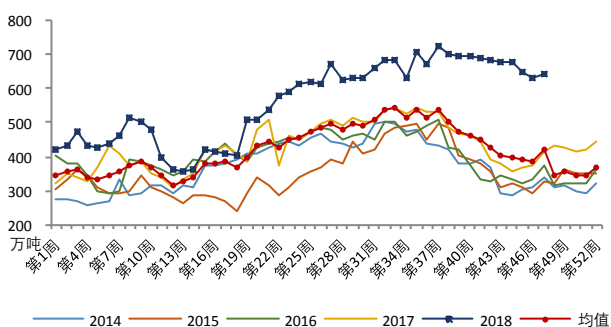


图6 国内豆粕库存量

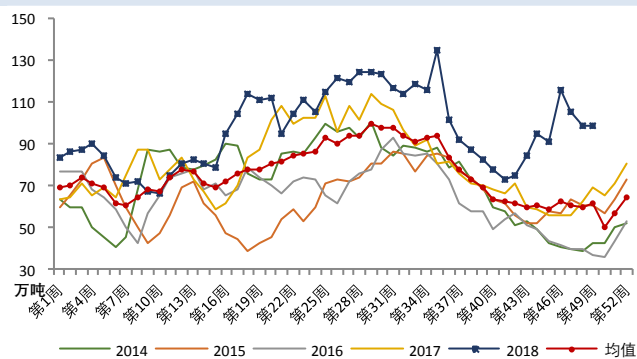
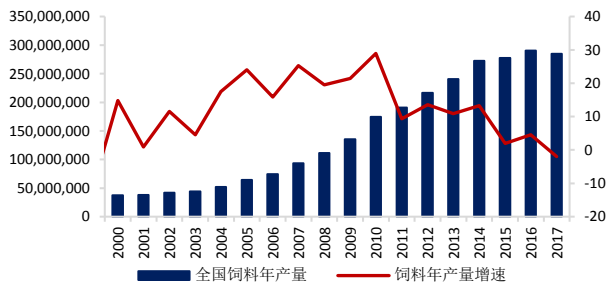
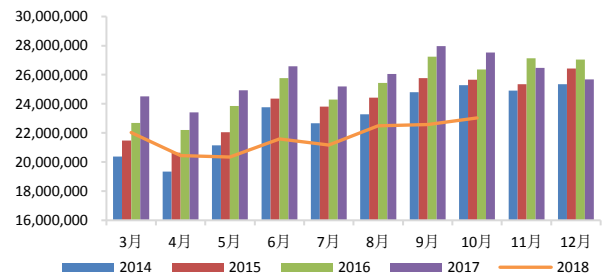


图7 国内饲料年产量及增速



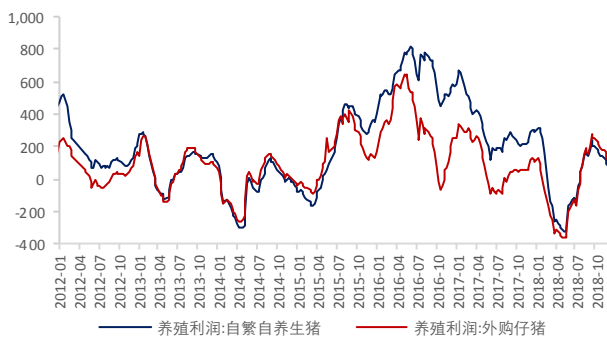
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



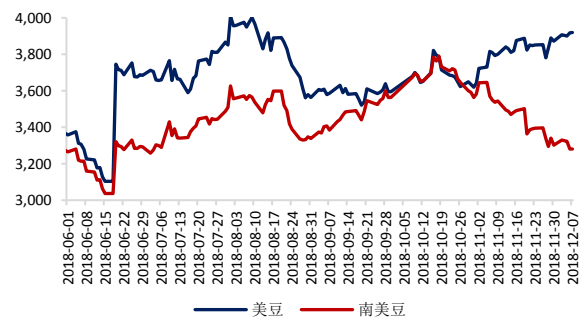
数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 生猪存栏及猪粮比价



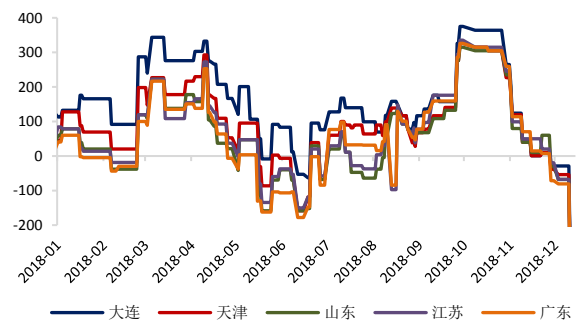
数据来源：Wind、国都期货研究所

图11 进口大豆到港成本价



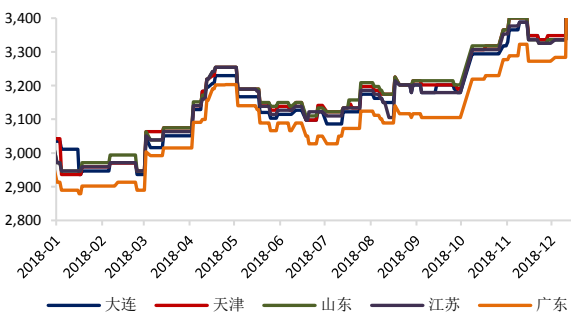
数据来源：Wind、国都期货研究所

图12 进口大豆油厂压榨利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

图13 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



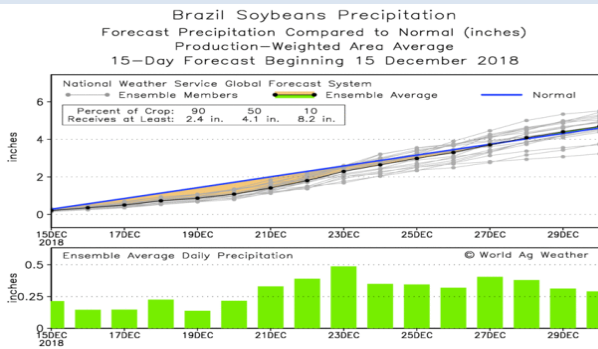
数据来源：Wind、国都期货研究所

(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数据显示，截至11月底，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年度全球大豆供应维持宽松格局。

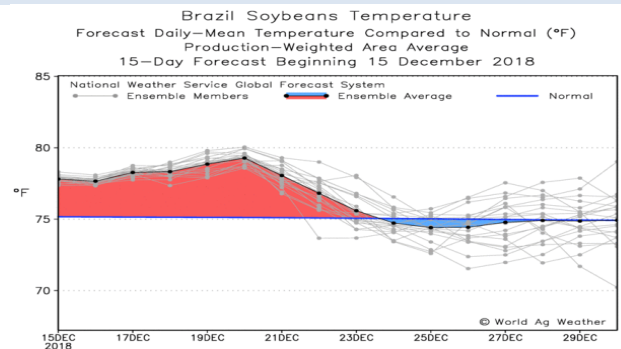
未来15天巴西大豆主产区有90%可获得至少2.4英寸降雨量，50%可获得至少4.1英寸降雨量，10%可获得至少8.2英寸降雨量，降雨量持续低于均值水平，主产区温度略高于正常水平，天气依旧适合大豆生长。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至少1.2英寸降雨量，50%可获得至少1.8英寸降雨量，10%可获得至少5.0英寸降雨量，主产区降雨量、温度均围绕正常水平波动，天气有利大豆播种。

图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



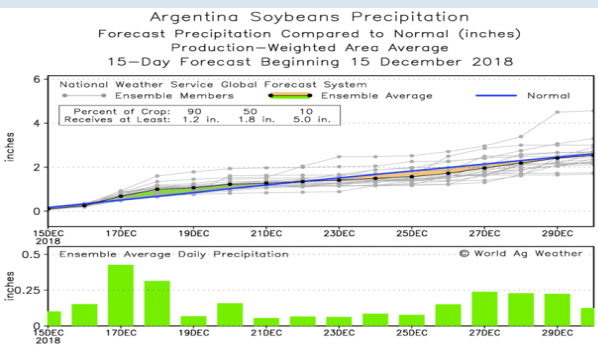
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度



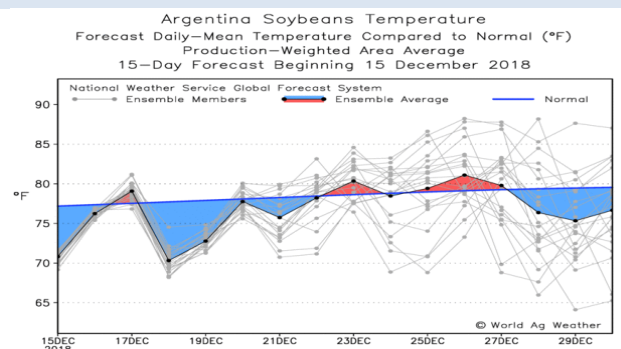
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

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

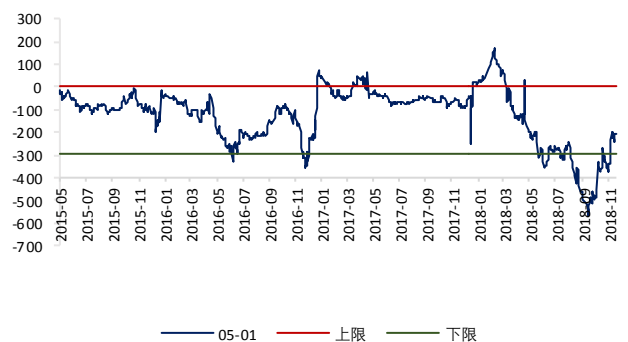
目前由于豆粕走货缓慢，现货价格疲软，国内豆粕主力合约基差逐渐向近4年正常区间回归。前期中美贸易摩擦使豆粕供给压力集中在明年第一季度，而5月份南美大豆集中上市供应压力偏弱，所以01合约强于05合约，目前中美贸易关系出现缓和，更多利空01合约豆粕，1-5价差缩小，前期空1多5套利策略可逐步止盈离场。同时目前01合约油粕比值偏低，主要是前期集中到港，压榨量一直处于较高水平，豆油库存被动上升至历史高位，目前豆油弱勢格局维持不变，建议油粕比暂且观望。

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

目前我国已重启进口美豆，美豆出口压力有望减小，短期或维持震荡。国内目前豆类库存均处于历史同期高位，叠加进口美豆，短期供应将维持宽松，而豆粕下游需求不足问题突出，非洲猪瘟疫情或对后期养殖业信心和补栏量影响严重，油世界预测本年度我国豆粕消费减少200-300万吨。当前基本面维持疲软格局，前期部分利空已经释放，短期豆粕或延续偏弱走势，空单可继续持有，下方空间取决于我国是否取消进口加征关税以及我国进口力度，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。