

## 短期豆粕或维持震荡 关注月底谈判对盘面指引

报告日期 2019-01-27

### 主要观点

**行情回顾。**国际方面，上周美豆偏强震荡。支撑外盘美豆价格的因素有二，一是近期巴西部分产区天气持续干旱，阿根廷部分产区则降雨量过多，天气不佳或威胁南美大豆单产，分析师预测南美新作大豆产量将较之前预期下调 500-600 万吨左右。二是投资者对月底即将进行的中美新一轮贸易谈判持乐观预期，预计美豆库存压力有望进一步缓解。国内方面，上周国内连豆、连粕呈震荡偏强走势。当前豆粕基本面依旧偏弱，由于年前备货，豆类库存虽有所下降，但仍处于历史同期高位，且为应对备货需求，上周油厂开机率止降回升，目前豆粕供应偏松，而受非洲猪瘟疫情不断扩散影响，需求端疲软问题愈发突出，前期下跌已反应部分利空。短期受美豆走势偏强以及对南美产量担忧的影响，连粕震荡偏强。

**基本面分析。**供给方面，维持宽松预期。虽然 2018 年大豆进口量出现下滑，但是由于需求较弱，目前国内大豆和豆粕库存依旧处于历史同期高位，并且我国已重启进口美豆 500 万吨左右，船期集中于今年一季度，加之今年南美大豆收割快于往年，预计国内大豆和豆粕供应相对宽松。需求方面，维持疲软预期。主要原因有三个，一是目前我国饲料行业产能过剩，饲料年产量增速从 2011 年起一直下滑，2017 年增速已由正转负，而 2018 年饲料产量下滑更为严重，从季节性规律来看，9 月至 12 月为饲料产量的旺季，但 2018 年旺季饲料产量仍不足 2017 年淡季，预计今年饲料产量依旧稳中有降。二是 2018 年 8 月初至今国内已在 21 省 4 直辖市出现 104 起非洲猪瘟疫情，截至 1 月 14 日我国已扑杀 91.6 万头生猪，虽然目前扑杀数量有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪补栏和存栏量。三是政府不断出台措施，利空豆粕需求。主要包括开放印度菜粕进口限制，实施猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，并且今年起，我国将杂粕进口关税由 5% 下调至 0，进一步抑制豆粕需求。

**后市展望。**目前外盘美豆价格主要受南美大豆生长状况以及中美贸易谈判两个因素影响，预计在月底前将跟随谈判进展延续震荡走势。国内豆粕基本面依旧偏弱，库存仍处于历史同期高位，并且重启进口的 500 万吨美豆将集中于一季度到港，叠加今年巴西大豆收割上市速度明显快于往年，预计供给端维持宽松，而需求端受非洲猪瘟疫情影响或持续疲软，前期下跌已反应部分需求利空。预计短期豆粕或跟随外盘美豆震荡整理，可暂且观望，关注月底谈判对盘面的指引。同时春节假期将至，假期间不确定因素较多，建议节前空仓或轻仓为主。春节前后为阿根廷大豆生长的关键阶段，假期期间关注南美大豆主产区天气和 2 月 8 日将要公布的 USDA2 月份供需报告对内外盘豆类的指引。

### 研究所

王雅静

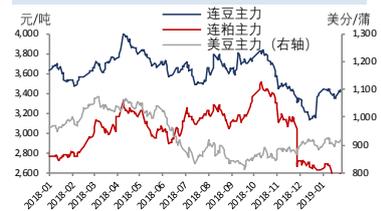
农产品期货分析师

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 .....    | 8 |

## 插图

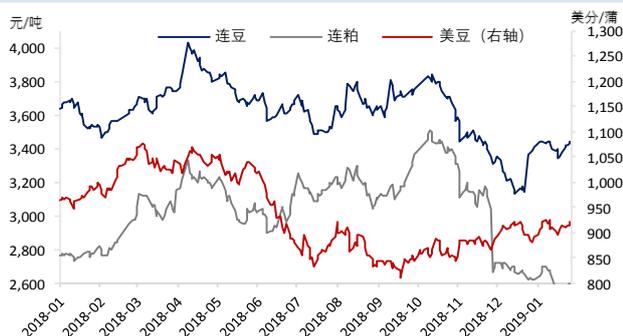
|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1 主力合约走势.....               | 4 |
| 图 2 美豆主力持仓量及成交量 .....         | 4 |
| 图 3 连豆主力持仓量及成交量.....          | 4 |
| 图 4 连粕主力持仓量及成交量.....          | 4 |
| 图 5 国内大豆库存量.....              | 5 |
| 图 6 国内豆粕库存量 .....             | 5 |
| 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.....          | 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 豆粕 5-9 价差.....           | 8 |
| 图 22 油粕比值.....                | 8 |

## 一、行情回顾

国际方面，上周美豆主力合约在900美分/蒲至926美分/蒲间偏强震荡。支撑外盘美豆价格的因素有二，一是近期巴西部分产区天气持续干旱，阿根廷部分产区则降雨量过多，天气不佳或威胁南美大豆单产，分析师预测南美新作大豆产量将较之前预期下调500-600万吨左右。二是投资者对月底即将进行的中美新一轮贸易谈判持乐观预期，预计美豆库存压力有望进一步缓解，最终上周美豆收涨0.92%。

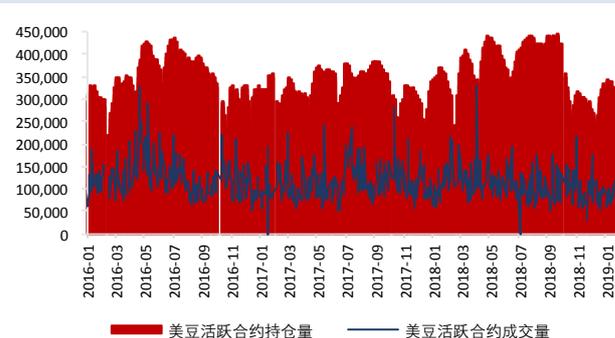
国内方面，上周国内连豆、连粕呈震荡偏强走势。当前豆粕基本面依旧偏弱，由于年前备货，豆类库存虽有所下降，但仍处于历史同期高位，且为应对备货需求，上周油厂开机率止降回升，目前豆粕供应偏松，而受非洲猪瘟疫情不断扩散影响，需求端疲软问题愈发突出，前期下跌已反应部分利空。短期受美豆走势偏强以及对南美产量担忧的影响，连粕震荡偏强。最终上周豆一、豆二和豆粕主力分别收涨2.02%、1.25%和1.02%。

### 图1 主力合约走势



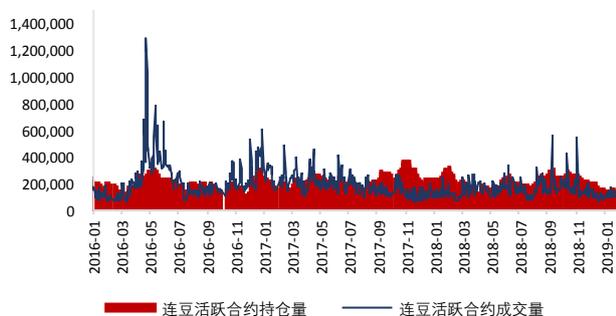
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 美豆主力持仓量及成交量



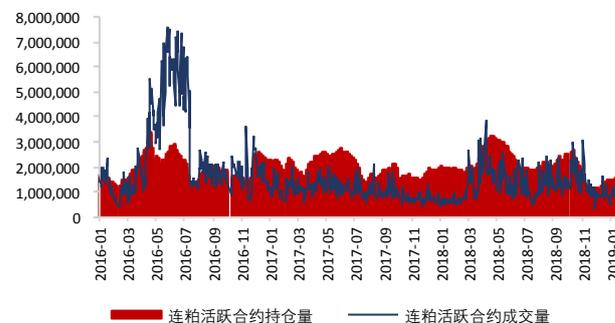
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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

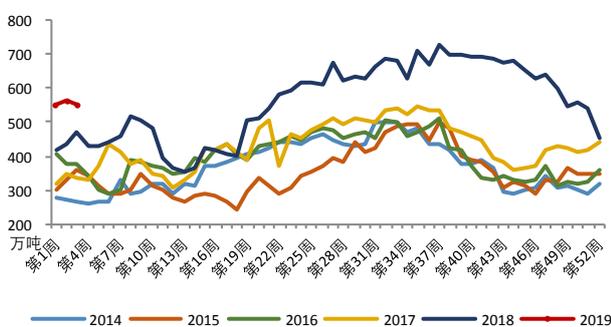
## 二、基本面分析

### （一）供需分析

供给方面，维持宽松预期。海关总署数据，去年12月我国进口大豆572万吨，同比大幅下滑40.09%，为2011年以来同期最低位，2018年全年大豆进口同比下降7.9%至8803万吨，为2011年以来进口量首次下滑，主要是因为中美贸易战因素，导致我国对美豆采购量大幅降低。虽然大豆进口量出现下滑，但是由于需求较弱，目前国内大豆和豆粕库存依旧处于历史同期高位，并且去年12月初中美首脑会晤取得共识，我国已重启进口美豆500万吨左右，船期集中于今年一季度，加之今年南美大豆收割快于往年，预计国内大豆和豆粕供应相对宽松。随着油厂豆粕库存压力有所缓解，且为应对春节备货，上周油厂大豆压榨开机率止降回升，第3周全国油厂开机率为47.66%，环比增加6%，压榨量168.94万吨，环比增加14.41%，因年前备货仍在继续，预计本周压榨量会继续回升。

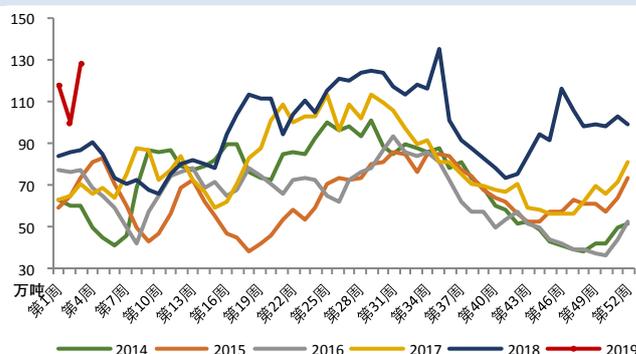
需求方面，维持疲软预期。主要原因有三个，一是目前我国饲料行业产能过剩，饲料年产量增速从2011年起一直下滑，2017年增速已由正转负，而2018年饲料产量下滑更为严重，从季节性规律来看，9月至12月为饲料产量的旺季，但2018年旺季饲料产量仍不足2017年淡季，预计今年饲料产量依旧稳中有降。二是由于生猪养殖利润不佳，从2017年初起我国生猪出栏同比持续高于生猪存栏同比，加之2018年8月初至今国内已在21省4直辖市出现104起非洲猪瘟疫情，截至1月14日我国已扑杀91.6万头生猪，虽然目前扑杀数量有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪补栏和存栏量。三是政府不断出台措施，利空豆粕需求。主要包括开放印度菜粕进口限制，实施猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，并且今年起，我国将杂粕进口关税由5%下调至0，进一步抑制豆粕需求。

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



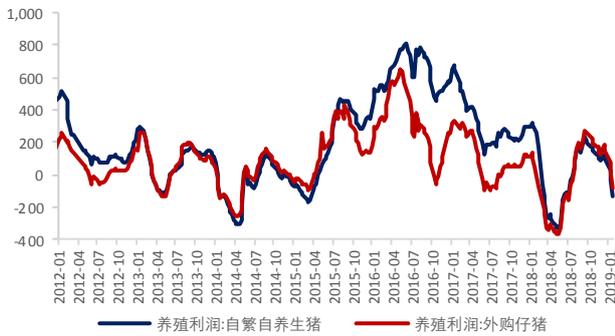
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 国内饲料年产量及增速



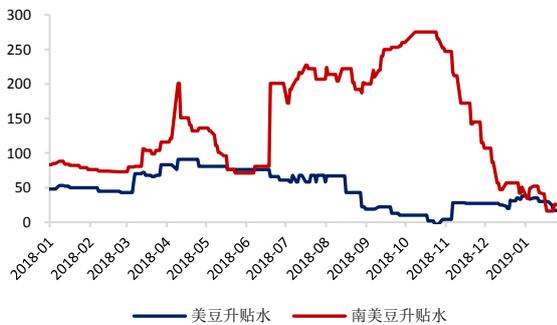
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9 生猪养殖利润



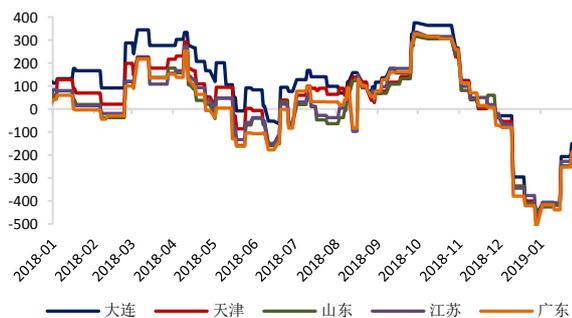
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 11 进口大豆升贴水



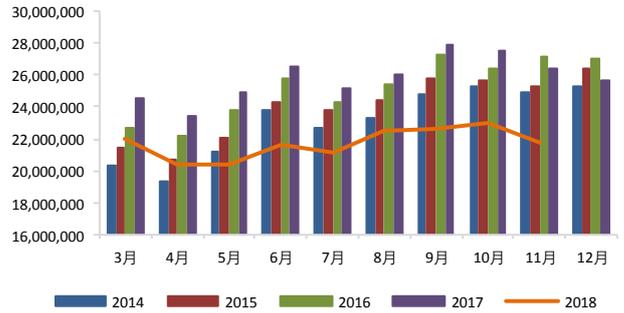
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 进口大豆油厂压榨利润



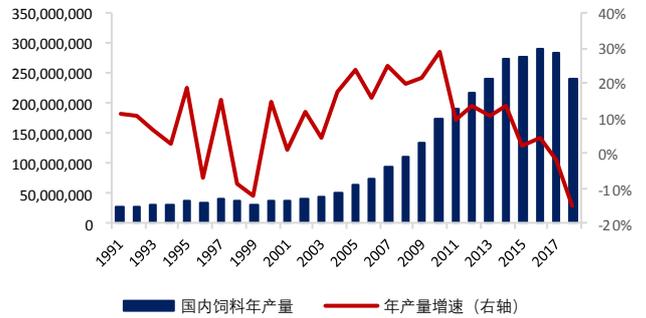
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8 国内饲料产量季节性规律



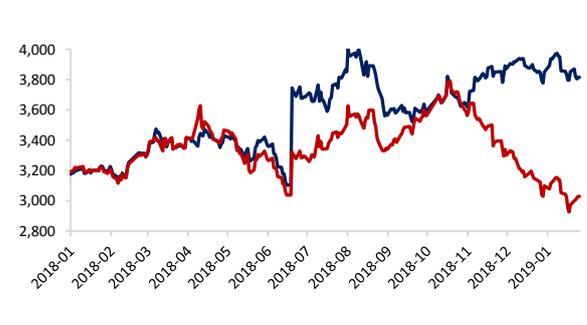
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 生猪存栏及猪粮比价



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 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率



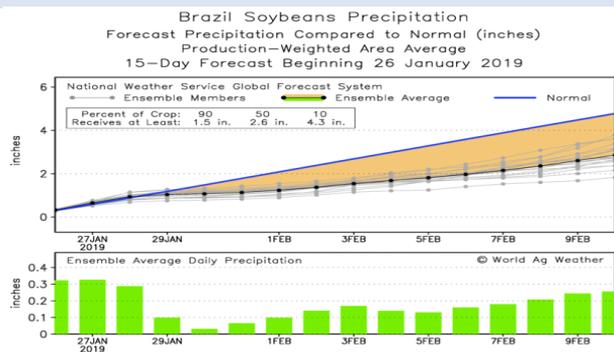
数据来源：Wind、国都期货研究所

(二) 天气分析

目前巴西大豆进入收割阶段，农业咨询机构AgRural称，截至1月18日，新作巴西大豆已完成收割6.1%，远高于去年同期的0.8%和五年平均水平1.2%。未来15天巴西大豆主产区有90%可获得至少1.5英寸降雨量，50%可获得至少2.6英寸降雨量，10%可获得至少4.3英寸降雨量，降雨量持续低于均值水平，温度略高于正常水平，其中主产区帕拉纳州和南里奥格兰德州降雨量最少，或对大豆单产产生影响，但有利于早播大豆的收割。

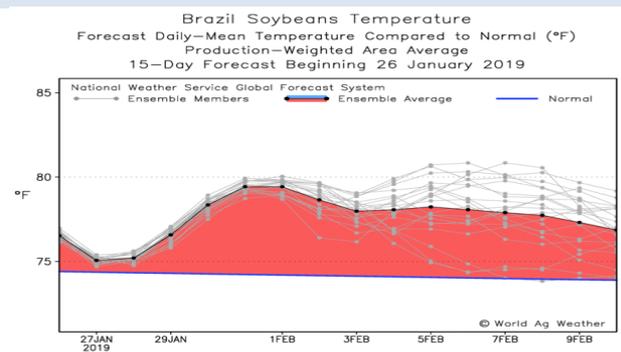
阿根廷大豆目前处于生长阶段，阿根廷谷物交易所数据显示，截至1月16日阿根廷大豆已播种完成98.8%。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至少2.6英寸降雨量，50%可获得至少6.8英寸降雨量，10%可获得至少9.4英寸降雨量，主产区降雨量在文莱15日均高于均值水平，温度均围绕正常水平波动，天气有利大豆生长。

图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



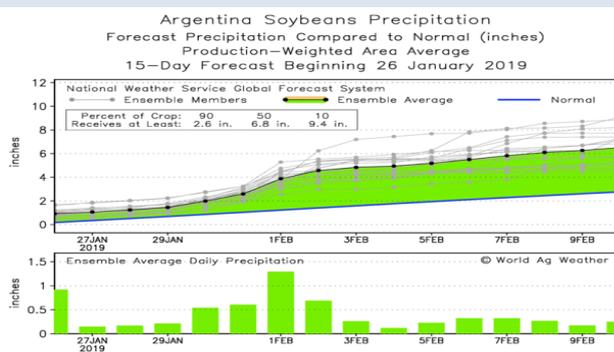
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度



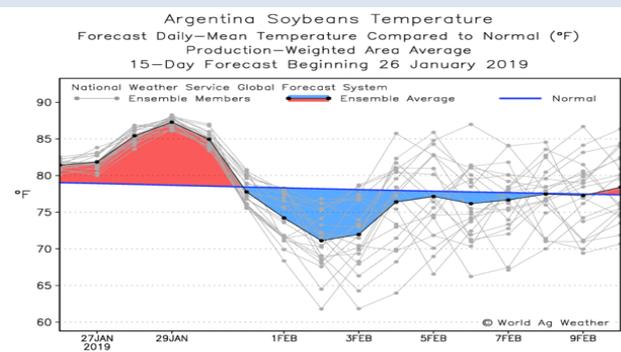
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

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

目前豆粕主力合约基差呈走弱趋势，主要原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，油厂出现胀库情况，导致现货价格下跌幅度大于期货，基差向正常区间修复。目前5-9价差处于历史较高水平，南美大豆产量虽不及预期，但较去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。目前主力合约油粕比均处于正常区间1.86-2.40内，虽然目前油粕库存均处于历史同期高位，但年前豆油需求强于豆粕，可持有05油粕比多头。

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

目前外盘美豆价格主要受南美大豆生长状况以及中美贸易谈判两个因素影响，预计在月底前将跟随谈判进展延续震荡走势。国内豆粕基本面依旧偏弱，库存仍处于历史同期高位，并且重启进口的500万吨美豆将集中于一季度到港，叠加今年巴西大豆收割上市速度明显快于往年，预计供给端维持宽松，而需求端受非洲猪瘟疫情影响或持续疲软，前期下跌已反应部分需求利空。预计短期豆粕或跟随外盘美豆震荡整理，可暂

且观望，关注月底谈判对盘面的指引。同时春节假期将至，假期间不确定因素较多，建议节前空仓或轻仓为主。春节前后为阿根廷大豆生长的关键阶段，假期期间关注南美大豆主产区天气和2月8日将要公布的USDA2月份供需报告对内外盘豆类的指引。

### 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。