

基本面弱勢难改 豆粕后市或仍偏弱运行

报告日期 2019-03-04

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

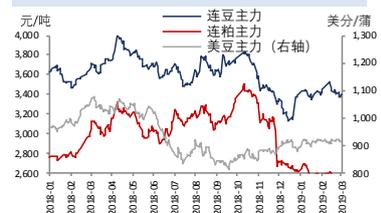
主要观点

行情回顾。国际方面，上月外盘美豆主力合约在 907 美分/蒲至 945 美分/蒲间偏弱运行。上月美豆承压原因有二，虽然我国多次表示会购买更多美豆，但是自去年 12 月初至今购买量只在 800 多万吨左右，美豆库存压力依旧较大制约外盘价格；二是南美天气改善，产量较年前预测有所上调。但中美谈判不断出现缓和预期以及 USDA 上月下调今年美豆种植面积，对美豆下方形成支撑。国内方面，上月国内连豆、连粕小幅冲高后大幅回落。基本面持续承压是连豆、连粕不断走弱的主要原因，1 月底以及 2 月份中美磋商后，我国分别表示会额外进口 500 万吨、1000 万吨美豆，加之南美天气改善且收割上市进度加快，使供给端承压，而非洲猪瘟疫情仍是抑制国内豆粕需求的主要因素，年后广西、山东、云南、河北、内蒙古和陕西先后发生猪瘟疫情，养殖场生猪存栏量均较大，同时食品公司三全、金锣等猪肉制品检出非洲猪瘟病毒核酸阳性问题，非洲猪瘟持续扩散严重打击养殖业信心和补栏积极性，抑制饲料需求。

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最高水平，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，且收割上市速度快于往年同期，据天下粮仓估计 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，维持疲软预期。主要原因有三个，非洲猪瘟不断扩散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。二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，预计今年饲料产量依旧稳中有降。三是政府不断出台措施，利空豆粕需求。

后市展望。目前国内豆粕基本面弱勢难改，中美谈判不断出现缓和预期，上月我国同意继续额外购买 1000 万吨美豆，加上南美大豆收割上市速度加快，2 月巴西大豆出口量猛增至 609 万吨，显著高于上月的 215 万吨和去年同期的 286 万吨，同时年后油厂压榨开机率逐渐恢复，豆粕库存或进一步回升，供给端存在压力，而需求端受非洲猪瘟影响较大，从去年 8 月起至今我国已出现 111 起猪瘟疫情，年后疫情集中爆发，严重打击养殖业信心和补栏积极性，1 月份生猪存栏同比下滑 12.62%，预计短期内生猪存栏或将继续下滑，抑制豆粕需求。盘面看上月豆粕不断下挫探底，上周五虽受菜粕拉涨影响盘面出现反弹，但考虑基本面并未改善，预计豆粕持续反弹乏力，后市仍延续震荡偏弱走势，建议空单继续持有，价差方面建议豆粕 5-9 反套可长期持有。

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

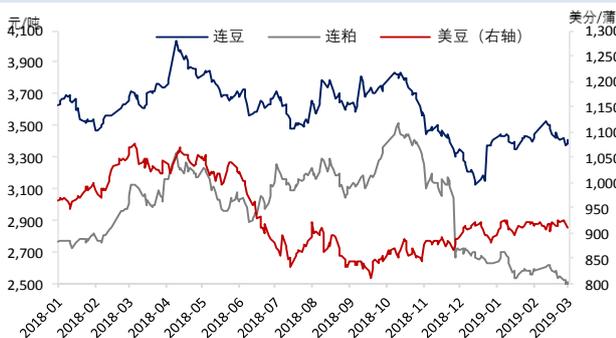
图 1 主力合约走势.....	4
图 2 美豆主力持仓量及成交量	4
图 3 连豆主力持仓量及成交量.....	5
图 4 连粕主力持仓量及成交量.....	5
图 5 国内大豆库存量.....	6
图 6 国内豆粕库存量	6
图 7 国内饲料年产量及增速	6
图 8 国内饲料产量季节性规律	6
图 9 生猪养殖利润	6
图 10 生猪存栏及猪粮比价	6
图 11 进口大豆升贴水	6
图 12 进口大豆到港成本.....	6
图 13 进口大豆油厂压榨利润.....	7
图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	7
图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量	7
图 16 未来 15 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

一、行情回顾

国际方面，上月外盘美豆主力合约在907美分/蒲至945美分/蒲间偏弱运行。上月美豆承压原因有二，一是中美高级别磋商后，虽然我国多次表示会购买更多美豆，但是自去年12月初至今购买量只在800多万吨左右，美豆库存压力依旧较大制约外盘价格；二是南美天气改善，产量较年前预测有所上调。年后巴西大豆主产区降水回归，有利于巴西大豆的生长，同时交易所预计新作阿根廷大豆产量较前期预测增加200万吨。但中美谈判不断出现缓和预期以及USDA上月预测今年美豆种植面积为8500万英亩，低于去年同期的8920万英亩和分析师预测的8610万英亩，对美豆下方形成支撑，最终上月美豆主力收涨-2.15%。

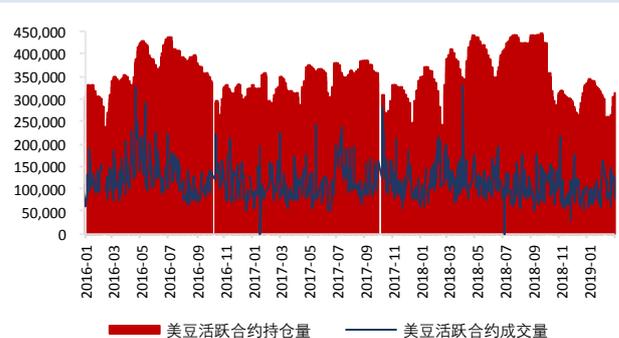
国内方面，上月国内连豆、连粕小幅冲高后大幅回落。基本面持续承压是连豆、连粕不断走弱的主要原因，1月底以及2月份中美磋商后，我国分别表示会额外进口500万吨、1000万吨美豆，加之南美天气改善且收割上市进度加快，使供给端承压，而非洲猪瘟疫情仍是抑制国内豆粕需求的主要因素，年后广西、山东、云南、河北、内蒙古和陕西先后发生猪瘟疫情，养殖场生猪存栏量均较大，同时食品公司三全、金锣等猪肉制品检出非洲猪瘟病毒核酸阳性问题，非洲猪瘟持续扩散严重打击养殖业信心和补栏积极性，抑制饲料需求。看终上月豆一、豆二和豆粕主力分别收涨-1.02%、-3.65%和-3.98%。

图1 主力合约走势

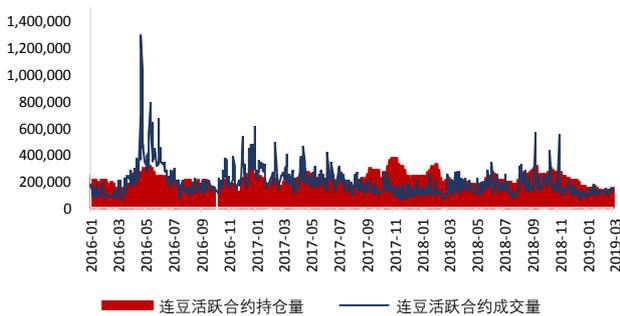


数据来源：Wind、国都期货研究所

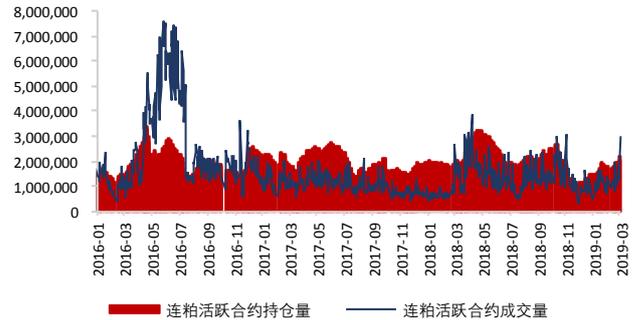
图2 美豆主力持仓量及成交量



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

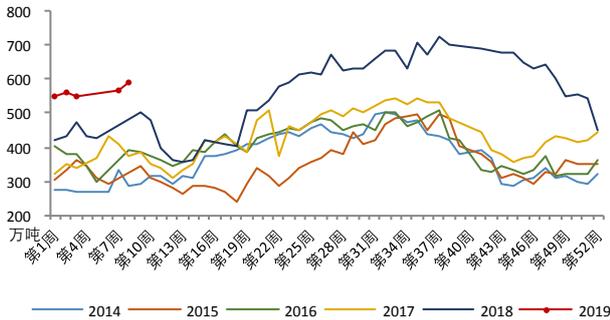
二、基本面分析

（一）供需分析

供给方面，维持宽松预期。海关总署数据，今年1月我国进口大豆737.7万吨，较去年同期减少13%，主要原因是中国对美国大豆征收高额关税。但目前国内大豆库存依旧处于历史同期最高水平，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，且收割上市速度快于往年同期，据天下粮仓估计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。因节后恢复生产，上周国内油厂开机率继续提高，第9周全国油厂开机率为47.33%，环比增加3.14%，压榨量167.76万吨，环比增加7.09%，预计本周油厂开机率仍处于慢慢恢复中。

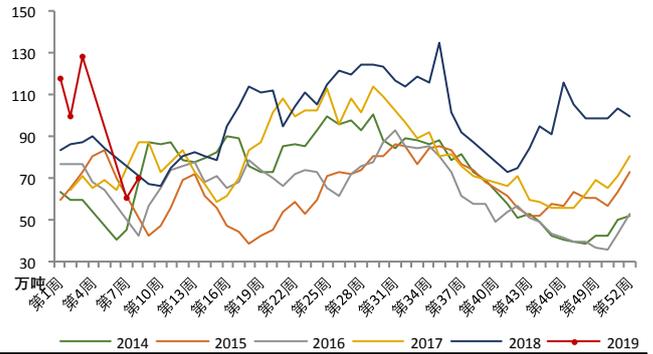
需求方面，维持疲软预期。主要原因有三个，一是2018年8月初至今国内已在24省4直辖市出现110起非洲猪瘟疫情，截至1月14日我国已扑杀91.6万头生猪，虽然目前扑杀数量有限，但对养殖业信心打击较大，或严重影响后期生猪补栏和存栏量。二是目前我国饲料行业产能过剩，饲料年产量增速从2011年起一直下滑，2017年增速已由正转负，而2018年饲料产量下滑更为严重，从季节性规律来看，9月至12月为饲料产量的旺季，但2018年旺季饲料产量仍不足2017年淡季，预计今年饲料产量依旧稳中有降。三是政府不断出台措施，利空豆粕需求。主要包括开放印度菜粕进口限制，实施猪鸡低蛋白配合饲料团体标准，并且今年起，我国将杂粕进口关税由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



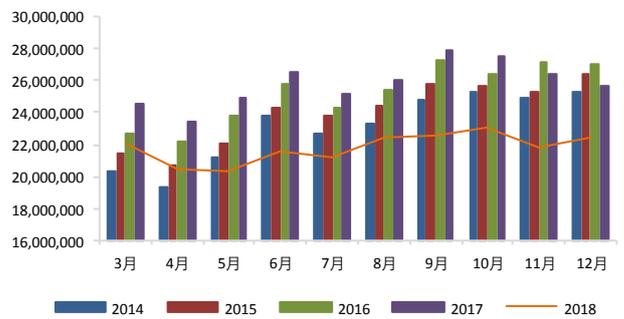
数据来源: Wind、国都期货研究所

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 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



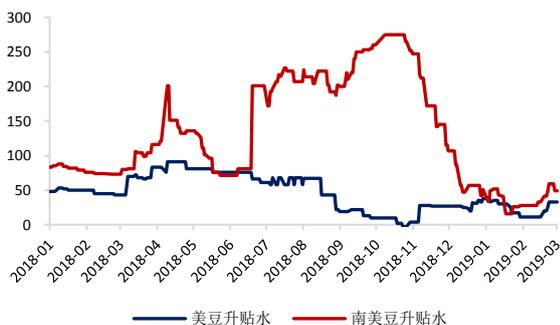
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 生猪存栏及猪粮比价



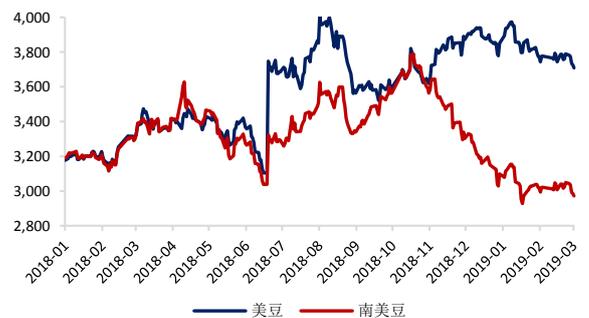
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 进口大豆升贴水



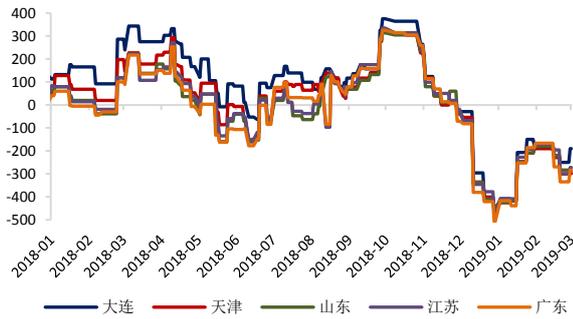
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



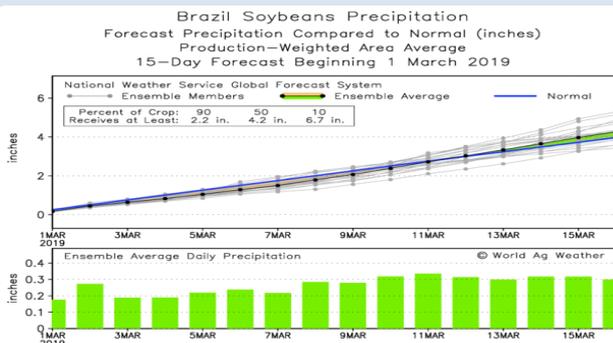
数据来源: Wind、国都期货研究所

(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2.2英寸降雨量, 50%可获得至少4.2英寸降雨量, 10%可获得至少6.7英寸降雨量, 主产区降雨量和温度均围绕正常水平波动, 有利于加速巴西大豆的收割进度。

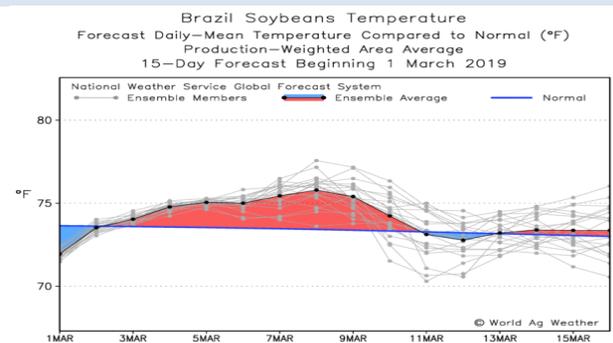
目前阿根廷大豆仍处于生长关键阶段。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至少2.2英寸降雨量, 50%可获得至少3.1英寸降雨量, 10%可获得至少4.0英寸降雨量, 主产区未来15天降雨量略高于正常水平, 温度均围绕正常水平波动, 天气有利阿根廷大豆的生长。

图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



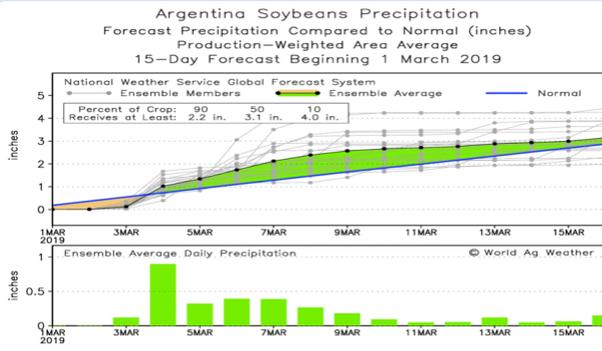
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度



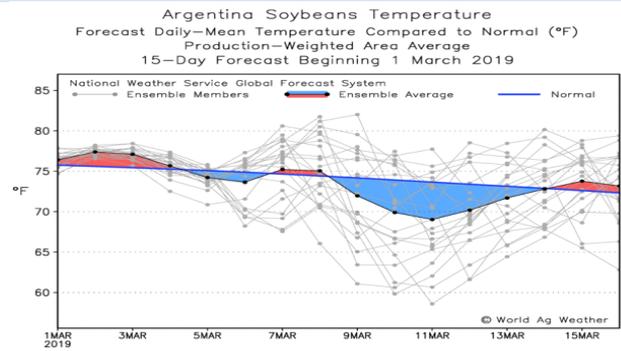
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

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

豆粕主力合约基差从去年年底起呈不断走弱趋势，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，目前虽非洲猪瘟持续利空豆粕需求，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

目前国内豆粕基本面弱势难改，中美谈判不断出现缓和预期，上月我国同意继续额外购买1000万吨美豆，加上南美大豆收割上市速度加快，2月巴西大豆出口量猛增至609万吨，显著高于上月的215万吨和去年同期的286万吨，同时年后油厂压榨开机率逐渐恢复，豆粕库存或进一步回升，供给端存在压力，而需求端受非洲猪瘟影响较大，从去年8月起至今我国已出现111起猪瘟疫情，年后疫情集中爆发，严重打击养殖业信心和补栏积极性，1月份生猪存栏同比下滑12.62%，预计短期内生猪存栏或将继续下滑，抑制豆粕需求。盘面看上月豆粕不断下挫探底，上周五虽受菜粕拉涨影响盘面出现反弹，但考虑基本面并未改善，预计豆粕持续反弹乏力，后市仍延续震荡偏弱走势，建议空单继续持有，价差方面建议豆粕5-9反套可长期持有。

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。