

天气炒作豆粕易涨难跌 中美关系加大波动幅度

报告日期 2019-07-03

主要观点

行情回顾。今年上半年豆粕走势主要分为三个阶段。1-2月大幅下挫。供应过剩叠加非洲猪瘟蔓延抑制需求是该阶段豆粕下跌的主要原因，2月底豆粕指数跌至2511.5，较年初下跌近5%。3-4月底底部震荡。3月初中美关系紧张，菜系进口受阻，受菜粕拉涨以及库存下降影响豆粕小幅反弹，但基本面弱势难改，上方压力明显，多空交织，豆粕维持震荡。5月至今，中美贸易关系和北美天气主导盘面走势，由于5月初中美关系恶化，导致南美大豆升贴水大幅提高以及人民币贬值，提升了进口大豆成本，同时5月中旬北美天气炒作开启，支撑豆粕继续上涨，最终5月豆粕指数大涨近13%，刷新年内新高，6月份随着天气炒作的降温以及中美关系的缓和，没有延续5月份的涨势，呈高位震荡走势。

基本面分析。三季度我国大豆存集中到港压力，四季度供给预期偏紧。今年1-5月我国进口大豆累计到港量为3175.1万吨，较去年同期3617万吨下降12.2%，天下粮仓预计7-8月份大豆到港量为1890万吨，比去年同期1716万吨增加174万吨，7、8月份大豆存集中到港压力。按往年进口规律来看，四季度是美豆进口窗口期，今年美豆大概率减产，同时考虑进口美豆需加征25%的关税，进口成本提升导致美豆缺乏竞争力，预计四季度美豆进口量仍有限，而南美大豆届时处于出口淡季，因此四季度大豆进口预期偏紧。需求方面，下半年预计饲料需求稳中波动。虽然猪饲料同比下滑严重，但是禽类养殖补栏增加，禽类饲料同比增长迅速。综合来看其他饲料需求上升，弥补了猪饲料下降，预计后市需求对盘面影响中性。

后市展望。三季度豆粕主要交易点为北美主产区生长天气和中美关系，四季度市场交易点将集中在中美关系和南美种植天气。受种植期持续降雨影响，新作美豆种植进度及优良率均不及往年同期，天气市情况下豆粕易涨难跌，而中美关系的不确定性则加大了豆粕的波动幅度。由于三季度进口大豆或集中到港，豆粕存季节性累库压力，四季度大豆预期供给偏紧，基本面强于三季度，预计后市01合约上涨空间大于09合约，因此月底中美关系缓和对于豆粕带来的情绪利空反映后，可关注逢低做多m2001机会。5月合约受中美关系影响较小，主要受天气影响，天气炒作情况下，逢低做多m2005亦有较高安全边际。

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

目 录

一、行情回顾	5
二、基本面分析	5
(一) 供需分析	5
(二) 天气分析	10
三、后市展望	11
四、风险提示	12

插图

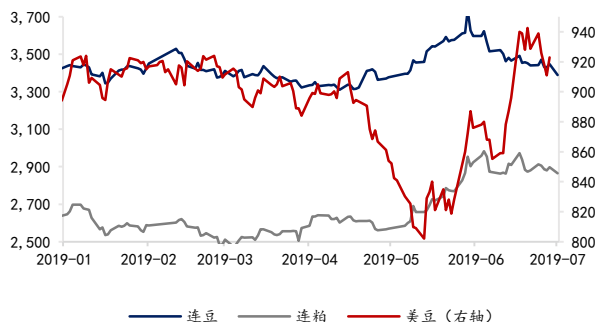
图 1 主力合约走势（元/吨）	5
图 2 美豆主力持仓量及成交量（手）	5
图 3 连豆主力持仓量及成交量（手）	5
图 4 连粕主力持仓量及成交量（手）	5
图 5 全球大豆供需平衡（百万吨）	6
图 6 美豆期末库存及库销比（百万吨）	6
图 7 巴西大豆期末库存及库销比（百万吨）	7
图 8 阿根廷大豆期末库存及库销比（百万吨）	7
图 9 我国进口美豆数量（万吨）	7
图 10 我国进口巴西大豆数量（万吨）	7
图 11 我国进口阿根廷大豆数量（万吨）	7
图 12 进口大豆到港量（万吨）	7
图 13 国内大豆库存量（万吨）	7
图 14 国内豆粕库存量（万吨）	7
图 15 进口大豆升贴水（元/吨）	8
图 16 进口大豆到港成本（元/吨）	8
图 17 盘面压榨利润（元/吨）	8
图 18 美元兑人民币及雷亚尔汇率	8
图 19 国内饲料年产量及增速（吨）	9
图 20 国内饲料产量季节性规律（吨）	9
图 21 生猪养殖利润（元/头）	9
图 22 国内不同饲料产量比例	9
图 23 生猪存栏同比及环比变化（%）	9
图 24 能繁母猪存栏同比及环比变化（%）	9
图 25 俄罗斯非洲猪瘟季节规律	9

图 26 俄罗斯不同季节的猪瘟.....	9
图 27 美豆播种进度 (%)	10
图 28 美豆优良率 (%)	10
图 29 美豆种植面积 (百万英亩)	10
图 30 美豆单产 (蒲式耳/百万英亩)	10
图 31 7 月美国降雨量预测	11
图 32 未来 3 个月美国降雨量预测.....	11
图 33 豆粕主力合约基差 (元/吨)	11
图 34 油粕比值.....	11

一、行情回顾

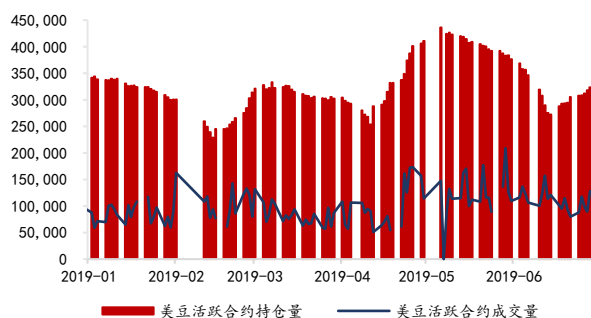
今年上半年豆粕走势主要分为三个阶段。1-2月大幅下挫。供应过剩叠加非洲猪瘟蔓延抑制需求是该阶段豆粕下跌的主要原因，2月底豆粕指数跌至2511.5，较年初下跌近5%。3-4月底部震荡。3月初中加关系紧张，菜系进口受阻，受菜粕拉涨以及库存下降影响豆粕小幅反弹，但基本面弱势难改，上方压力明显，多空交织，豆粕维持震荡。5月至今，中美贸易关系和北美天气主导盘面走势，由于5月初中美关系恶化，导致南美大豆升贴水大幅提高以及人民币贬值，提升了进口大豆成本，同时5月中旬北美天气炒作开启，支撑豆粕继续上涨，最终5月豆粕指数大涨近13%，刷新年内新高，6月份随着天气炒作的降温以及中美关系的缓和，没有延续5月份的涨势，呈高位震荡走势。

图1 主力合约走势（元/吨）



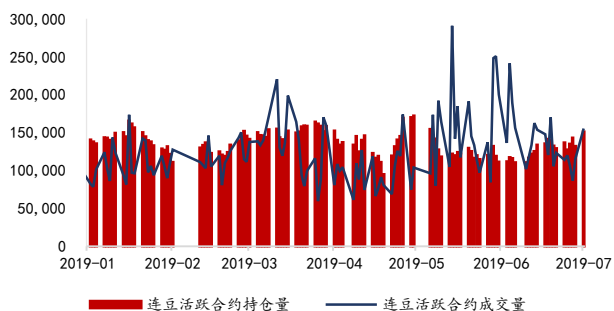
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆主力持仓量及成交量（手）



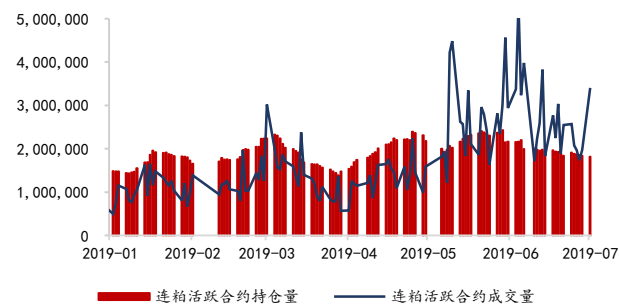
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 连豆主力持仓量及成交量（手）



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（手）



数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

（一）供需分析

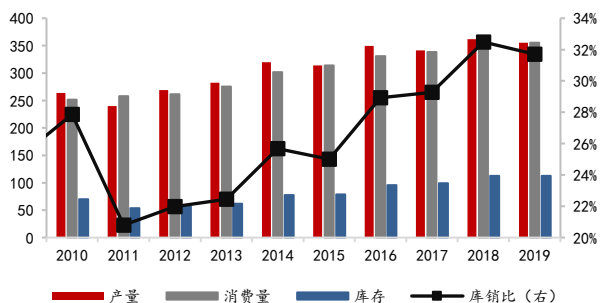
从全球大豆供需平衡来看，大豆供给存下降预期。6月份USDA供需报告预测，2019/20年度全球大豆产量35539万吨，同比-1.85%，消费量35531万吨，同比2.32%，产需剩余仅8万吨，库销比由上年32.48%回落至31.71%。新作美豆产量下调是全球大豆供给减少的主要原因，

2019/20年度美豆期末库存小幅下降至2845万吨，库销比下降至46.57%。2018/19年度巴西大豆库存下滑至2600万吨，库销比降至57.33%，中美互征关税后，我国大量进口巴西大豆是巴西库存下降的主要原因。2018/19年度阿根廷大豆库存小幅上升至2945万吨，库销比为60.22%。

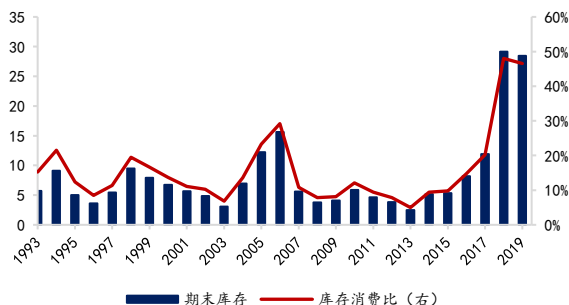
2018年我国进口大豆8806万吨，其中巴西6608.2万吨，美国1664.01万吨，阿根廷91.6万吨。去年中美互征关税后，我国进口美豆数量较2017年3285.54万吨同比下滑近50%。今年1-4月我国进口美豆到港量为430.96万吨，同比下滑70%，可以看出中美贸易摩擦一年以来，全球大豆贸易格局已经发生改变，南美大豆正在逐渐取代美豆在我国的市场。

三季度我国大豆存集中到港压力，四季度供给预期偏紧。今年1-5月我国进口大豆累计到港量为3175.1万吨，较去年同期3617万吨下降12.2%，天下粮仓预计7-8月份大豆到港量为1890万吨，比去年同期1716万吨增加174万吨，7、8月份大豆存集中到港压力。按往年进口规律来看，四季度是美豆进口窗口期，今年美豆大概率减产，同时考虑进口美豆需加征25%的关税，进口成本提升导致美豆缺乏竞争力，预计四季度美豆进口量仍有限，而南美大豆届时处于出口淡季，因此四季度大豆进口预期偏紧。

库存方面，由于今年至今进口量不及预期，国内沿海油厂大豆、豆粕库存分别由历史高位降至正常和较低水平，截至6月23日全国大豆库存为425.10万吨，去年同期为618万吨，全国豆粕库存为74.09万吨，去年同期为115.4万吨。

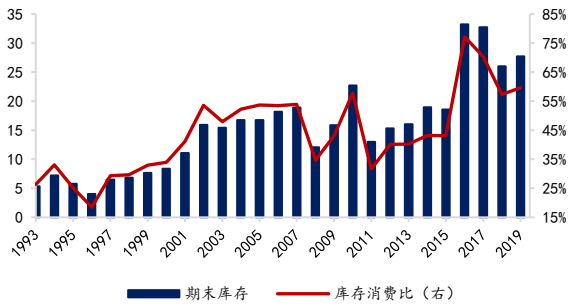
图 5 全球大豆供需平衡（百万吨）


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 美豆期末库存及库销比（百万吨）


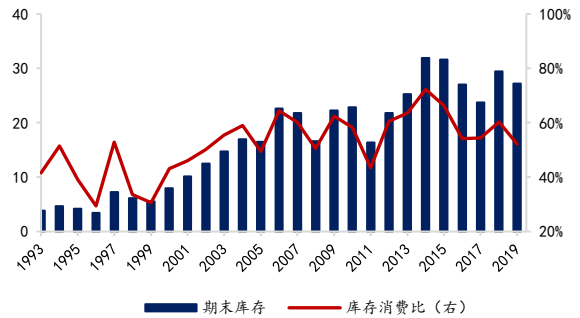
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 巴西大豆期末库存及库销比（百万吨）



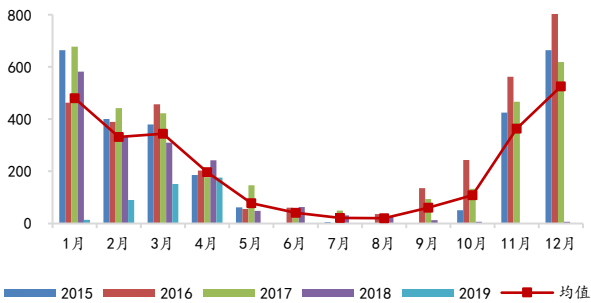
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 阿根廷大豆期末库存及库销比（百万吨）



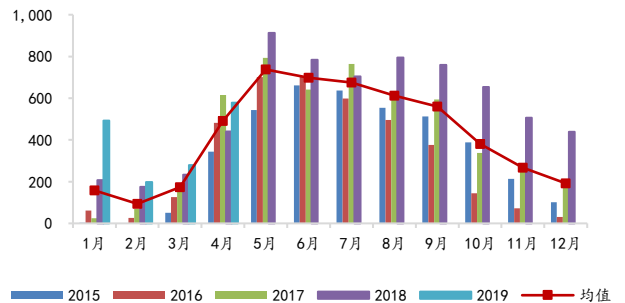
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 我国进口美豆数量（万吨）



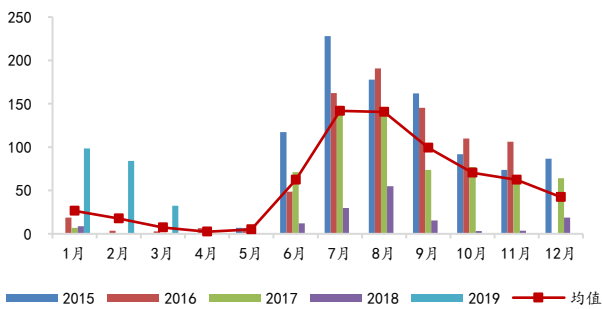
数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 我国进口巴西大豆数量（万吨）



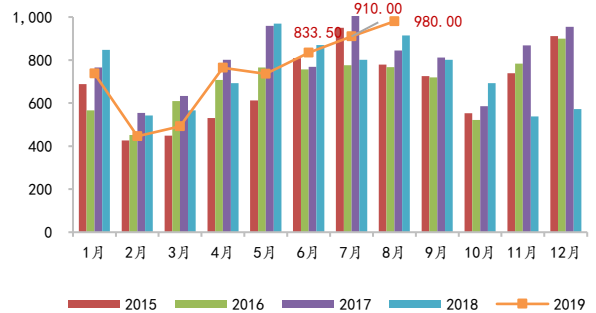
数据来源：Wind、国都期货研究所

图11 我国进口阿根廷大豆数量（万吨）



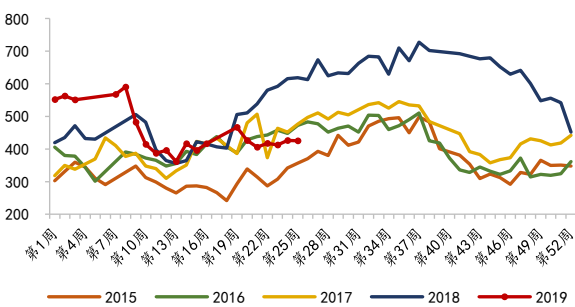
数据来源：Wind、国都期货研究所

图12 进口大豆到港量（万吨）



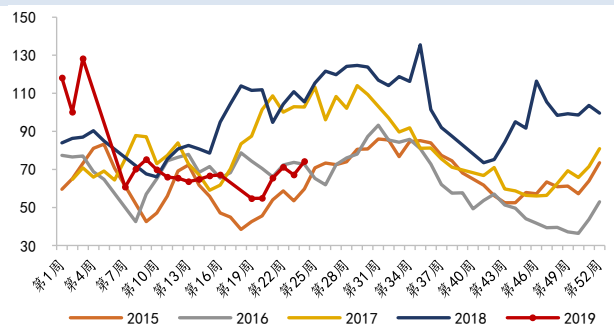
数据来源：Wind、国都期货研究所

图13 国内大豆库存量（万吨）



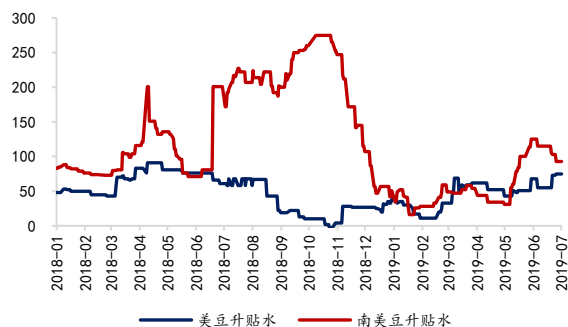
数据来源：Wind、国都期货研究所

图14 国内豆粕库存量（万吨）



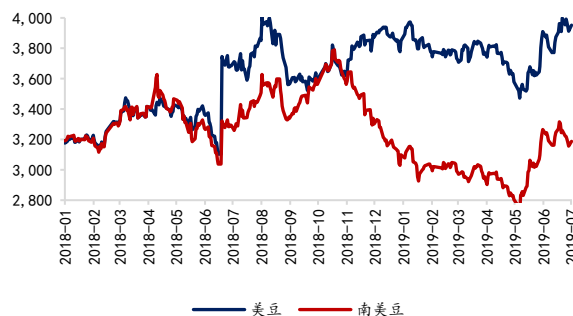
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 进口大豆升贴水 (元/吨)



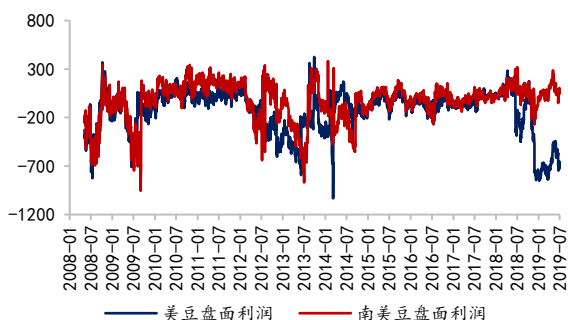
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 进口大豆到港成本 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 盘面压榨利润 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 美元兑人民币及雷亚尔汇率

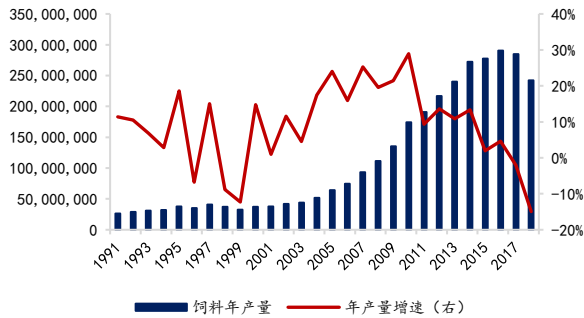


数据来源: Wind、国都期货研究所

需求方面, 下半年预计饲料需求稳中波动。去年 8 月初非洲猪瘟传入我国并在全国范围内扩散, 截至 6 月 30 日, 我国已发生 143 起疫情, 解封 131 起, 内地 31 省直辖市已全部出现疫情。当前非洲猪瘟对国内生猪产业的影响已经显现, 农业部监测数据显示, 5 月生猪存栏环比下降 4.2%, 同比下降 22.9%, 能繁母猪存栏环比下降 4.1%, 同比下降 23.9%。现在非洲猪瘟并无疫苗治疗, 疫情感染国均采用扑杀方式处理。据俄罗斯近 10 年 ASF 疫情发展情况来看, 温度与疫情传播速度正相关, 二、三季度是疫情的集中爆发期, 虽然今年二季度我国只上报了 18 疫情, 但三季度疫情仍不容忽视, 预计在猪瘟疫情得到有效控制前, 猪饲料需求难以改善。

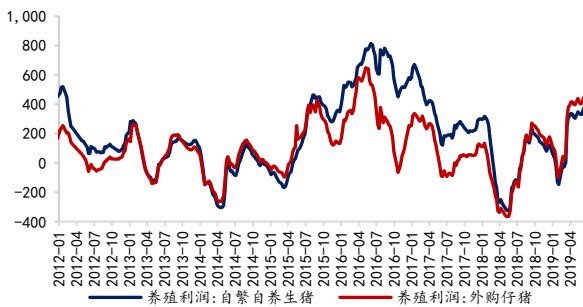
就整体饲料产量而言, 虽然猪饲料同比下滑严重, 但是禽类养殖补栏增加, 禽类饲料同比增长迅速, 以及豆粕价格处于绝对低位, 在饲料中比例提升, 导致整体来看 5 月份饲料产量 2041.2 万吨, 同比增长 0.3%, 综合来看其他饲料需求上升, 弥补了猪饲料下降, 预计后市需求对盘面影响中性。

图 19 国内饲料年产量及增速 (吨)



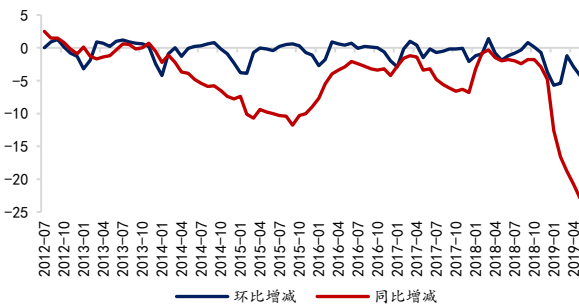
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 生猪养殖利润 (元/头)



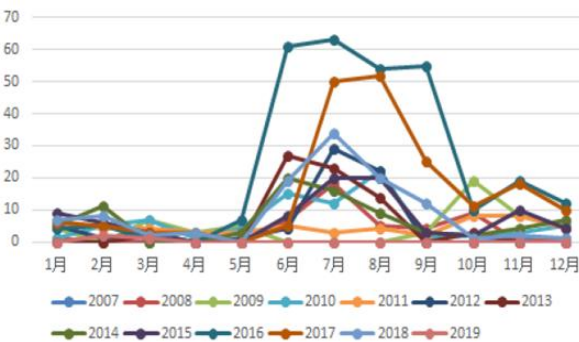
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 生猪存栏同比及环比变化 (%)



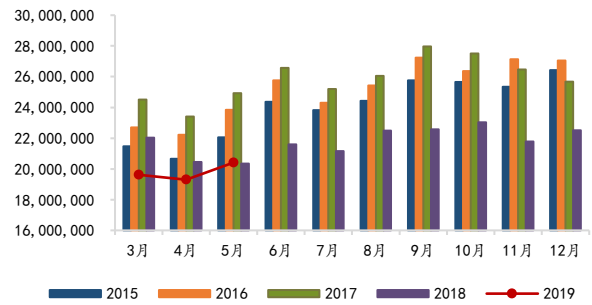
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 俄罗斯非洲猪瘟季节规律



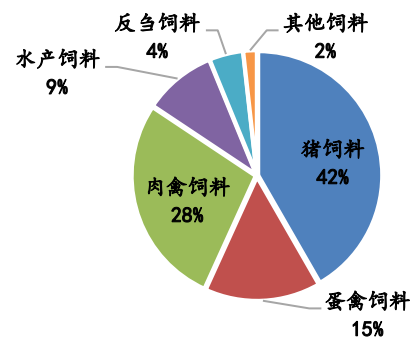
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 国内饲料产量季节性规律 (吨)



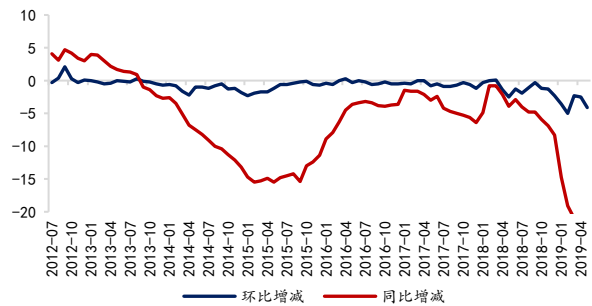
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 国内不同饲料产量比例



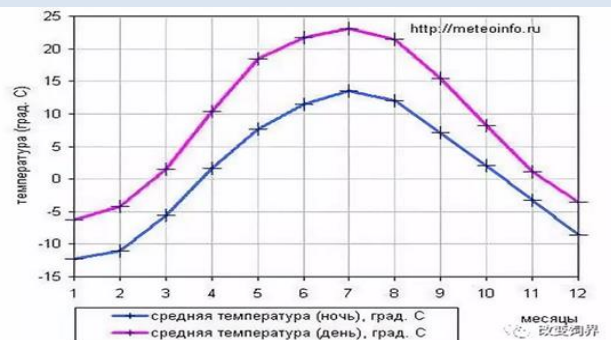
数据来源: 畜牧业年鉴、国都期货研究所

图 24 能繁母猪存栏同比及环比变化 (%)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26 俄罗斯不同季节的猪瘟



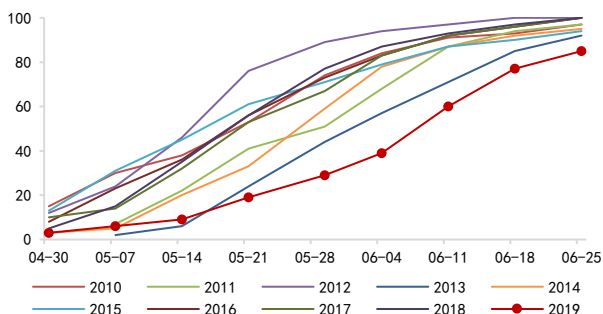
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 天气分析

三季度天气市交易的是北美主产区天气。目前美豆处于播种晚期和生长阶段，由于今年3月至6月期间美国大部分地区出现持续降雨，导致美豆今年播种严重受阻，截至7月1日，美豆播种进度达92%，为近10年最慢播种进度，一般往年同期播种已完成100%。USDA公布的美豆优良率仅54%，远不及去年同期的71%，一般晚播大豆单产往往不及预期，因为容易遭遇早霜天气，因此后市美豆单产下调预计为大概率事件，从较低的优良率和晚播情况来看，今年美豆单产难以超过49蒲/百万英亩，预计单产可能会在USDA7月或8月报告中体现。同时6月底USDA公布的种植面积报告中，预测2019/20年度大豆种植面积为8000万英亩，较3月份意向的8461.7万英亩下降约5.5%，较去年同期的8919.6万英亩下降约11.5%。因此判断后市美豆产量有进一步下调空间。

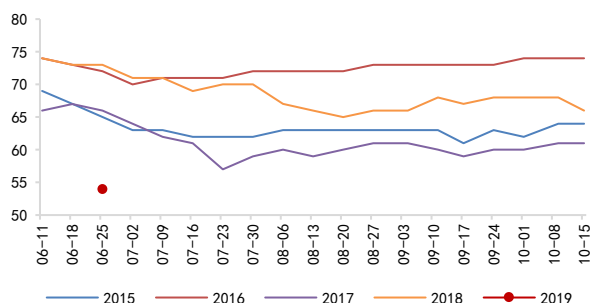
7、8月份主产区生长天气对大豆单产至关重要，干旱往往会导致大豆减产，适量降雨有助于大豆增产，但降雨过多，亦会影响单产，从NOAA公布的7月份和未来三个月的降雨预测来看，美豆主产区仍将出现大量降雨，降雨对后市大豆生长影响，仍需密切关注。

图 27 美豆播种进度 (%)



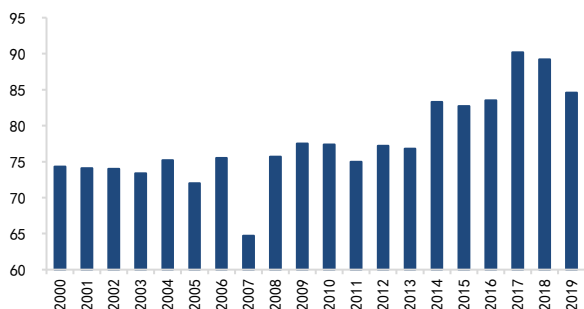
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 28 美豆优良率 (%)



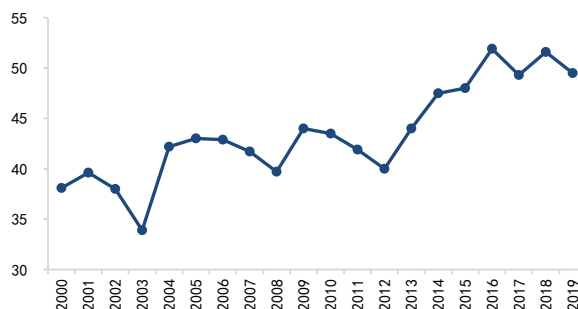
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 29 美豆种植面积 (百万英亩)



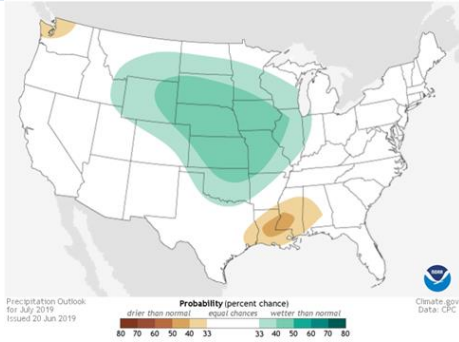
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30 美豆单产 (蒲式耳/百万英亩)



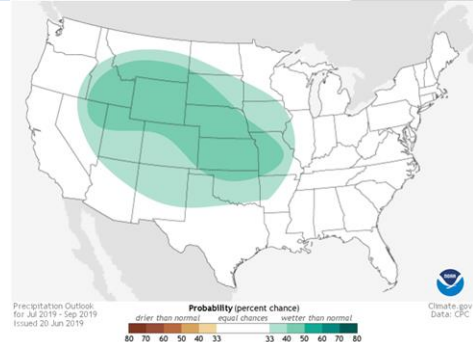
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31 7月美国降雨量预测



数据来源：NOAA、国都期货研究所

图 32 未来3个月美国降雨量预测



数据来源：NOAA、国都期货研究所

三、后市展望

目前豆粕主力合约基差处于历史相对较低位，三季度大豆集中到港后，油厂存季节性累库压力，而期货盘面反映天气升水，预计走势强于现货，预计三季度基差维持弱势。

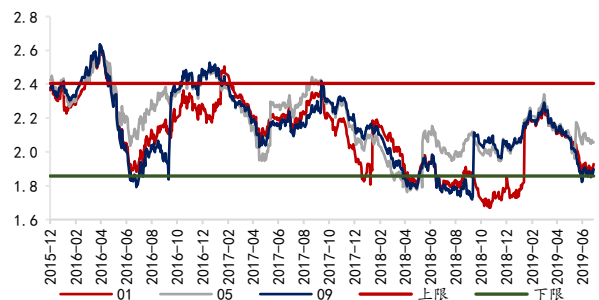
油粕比走势主要跟随豆粕，因为豆油受库存高企影响难以持续性上涨，但盘面已反映大部分库存利空，下方空间有限，豆油长期维持震荡走势。6月底中美关系暂缓，对豆粕形成较大情绪利空，短期油强粕弱，建议油粕比多单持有，后市生长天气炒作重启，将转为粕强油弱格局，届时可逢高做空。

图 33 豆粕主力合约基差（元/吨）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 34 油粕比值



数据来源：Wind、国都期货研究所

三季度豆粕主要交易点为北美主产区生长天气和中美关系，四季度市场交易点将集中在中美关系和南美种植天气。受种植期持续降雨影响，新作美豆种植进度及优良率均不及往年同期，月底USDA种植报告已下调美豆种植面积，后期单产下调仍为大概率事件，预计将在USDA7月、8月报告中进行调整，因此目前天气升水并没有完全在盘面反映，天气市情况下豆粕易涨难跌，而中美关系的不确定性则加大了豆粕的波动幅度。

由于三季度进口大豆或集中到港，豆粕存季节性累库压力，四季度大豆预期供给偏紧，基本面强于三季度，预计后市01合约上涨空间大于09合约，因此月底中美关系缓和豆粕带来的情绪利空反映后，可关注逢低做多m2001机会。5月合约受中美关系影响较小，主要受天气影响，天气炒作情况下，逢低做多m2005亦有较高安全边际。

四、风险提示

- 1、USDA7、8月份供需报告意外调高美豆种植面积或单产；
- 2、三季度北美天气有助于大豆生长；
- 3、非洲猪瘟疫情严重恶化，猪饲料需求大幅下滑；
- 4、中美达成协议，对美豆加征关税取消。

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。