

## 豆粕重心上移趋势不变 逢回调布局多单持有

### 主要观点

- 行情回顾。**上周豆粕震荡偏强运行。美国大豆低库存以及南美产区天气偏干是支撑内外盘上行的主要原因，不过国内由于进口大豆到港压力偏大，豆粕去库不及豆油，因此油粕比强势，连粕涨势弱于外盘。
- 基本面分析。**供给方面，天下粮仓根据船期预计 11、12 月份进口大豆到港分别为 914.9 和 910 万吨，偏高于往年同期水平，因此后期国内上游供给依旧维持宽松预期。需求方面，当前生猪养殖利润虽有回落但仍存盈利，特别是自繁自养生猪养殖利润依旧处于高位，养殖补栏积极，因此猪饲料方面豆粕需求继续看好，但仍需谨慎非洲猪瘟散点复发对生猪存栏恢复进度的影响。库存方面，目前国内沿海主要地区油厂进口大豆和豆粕库存仍处于历史同期高位，由于进口大豆到港偏多，油厂压榨量一直处于较高水平，豆粕去库缓慢。
- 后市展望。**11 月 USDA 报告超预期下调美国大豆期末库存至近七年来低位，考虑目前美国大豆出口销售进度已达当前年度目标的近 90%，因此美豆低库存背景下出口仍存上调空间，预计外盘下方支撑较强。南美方面，巴西大豆播种进度已赶超五年同期均值，阿根廷大豆进度略慢，不过目前整体影响不大，但未来两周巴西最大主产区天气依旧存偏干风险，或影响大豆生长，南美产区天气仍是关注重点。国内方面，今年 1-10 月我国累计进口大豆同比增长 17.72%，预计 11、12 月进口大豆到港量仍高于往年同期，大豆压榨量处于高位，豆粕去库缓慢，近月基差弱势，但预计跟随外盘成本端重心上移趋势不变。操作上，不建议追高，关注 05 合约回调布局多单机会，同时持续关注南美产区天气变化。

报告日期 2020-11-23

### 研究所

王雅静

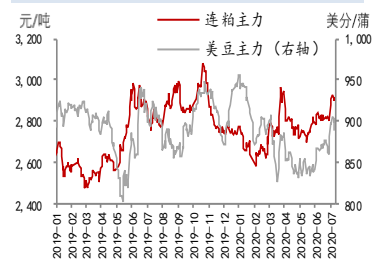
农产品期货分析师

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 .....	4
(一) 供需分析 .....	4
(二) 天气分析 .....	6
三、基差与套利 .....	7
四、后市展望 .....	8

## 插图

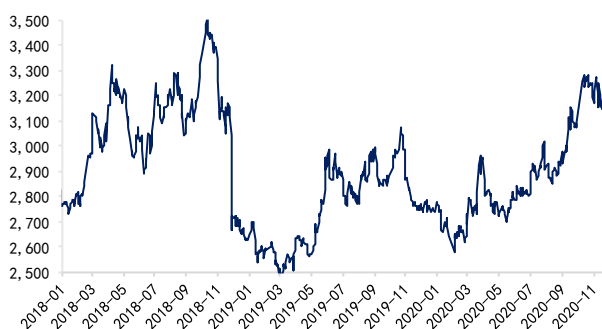
图 1 豆粕主力合约走势 .....	4
图 2 美豆走势及 CFTC 基金持仓 .....	4
图 3 进口大豆到港量 .....	5
图 4 大豆月度压榨量 .....	5
图 5 生猪存栏同比及环比变化 .....	5
图 6 能繁母猪存栏同比及环比变化 .....	5
图 7 生猪养殖利润 .....	5
图 8 在产蛋鸡存栏 .....	5
图 9 蛋鸡养殖利润 .....	6
图 10 豆粕表观需求 .....	6
图 11 国内大豆库存量 .....	6
图 12 国内豆粕库存量 .....	6
图 13 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量 .....	7
图 14 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量 .....	7
图 15 CPC/IRI 拉尼娜概率预测 .....	7
图 16 CFS. v2 预测 .....	7
图 17 豆粕主力合约基差 .....	7
图 18 油粕比值 .....	7

---

## 一、行情回顾

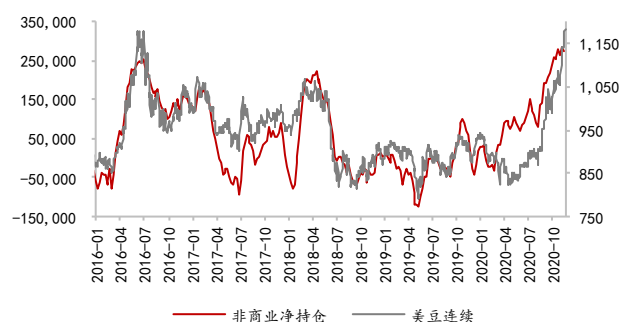
上周豆粕震荡偏强运行。美国大豆低库存以及南美产区天气偏干是支撑内外盘上行的主要原因，不过国内由于进口大豆到港压力偏大，豆粕去库不及豆油，因此油粕比强势，连粕涨势弱于外盘。截至11月20日收盘，M2101报收3192元/吨，周收涨0.92%，M2105报收3221元/吨，周收涨1.96%。

图1 豆粕主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆走势及CFTC基金持仓



数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、基本面分析

### （一）供需分析

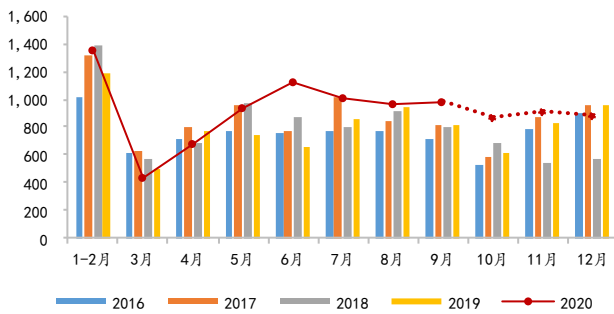
供给方面，海关总署数据显示，今年1-10月我国累计进口大豆8321.7万吨，同比增长17.72%。四季度为美国大豆传统出口窗口期，随着我国生猪养殖的逐渐恢复、巴西大豆库存见底以及第一阶段贸易协议的履行，本年度美国大豆出口销售进度明显偏快，目前已完成全年目标的90%。天下粮仓根据船期预计11、12月份进口大豆到港分别为914.9和910万吨，高于往年同期水平，因此后期国内上游供给依旧维持宽松预期。

需求方面，饲料工业协会统计显示，10月饲料总产量2382万吨，环比下降2.4%，同比增长20.9%。其中猪饲料产量934万吨，环比增长8.6%，同比增长64.3%，蛋禽饲料产量284万吨，同比增长4.7%，环比下降2.2%，肉禽饲料产量815万吨，同比增长3.9%，环比下降4.6%。农业农村部数据，10月能繁母猪存栏同比增长31.5%，生猪存栏同比增长26.9%，当前生猪养殖利润虽有回落但仍存盈利，特别是自繁自养生猪养殖利润依旧处于高位，养殖补栏积极，因此猪饲料方面豆粕需求继续看好。禽饲料方面，全国在产蛋鸡存栏量仍处于历史同期高位，虽然今年养殖盈利不佳，但从淘鸡进度来看，养殖户超淘意愿不大，因此预计禽

饲料需求量维持缓降趋势。整体来看，预计饲料需求增长趋势不变，但仍需谨慎非洲猪瘟散点复发对生猪存栏恢复进度的影响。

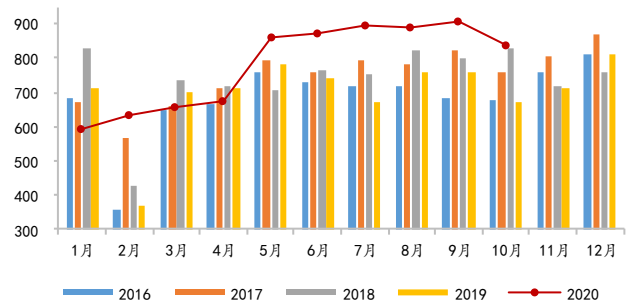
库存方面，截至11月13日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存606.44万吨，豆粕库存87.03万吨，仅次于2018年库存水平，仍处于近几年同期高位。由于进口大豆到港偏多，油厂压榨量持续高位，部分地区豆粕出现胀库，上周油厂压榨量回落至203.57万吨水平，预计未来两周压榨量仍将继续下降。

图3 进口大豆到港量



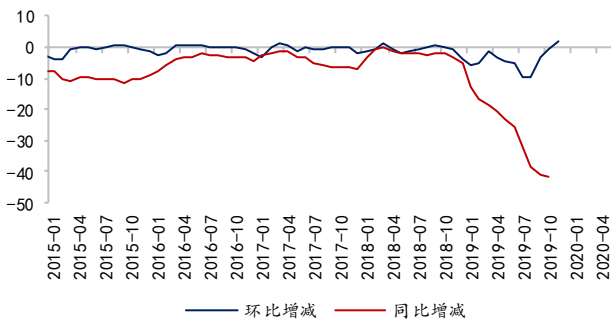
数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 大豆月度压榨量



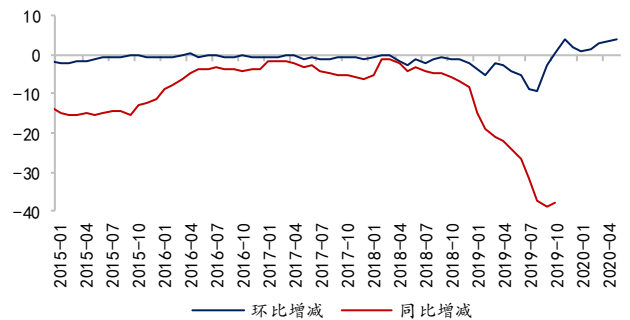
数据来源：天下粮仓、国都期货研究所

图5 生猪存栏同比及环比变化



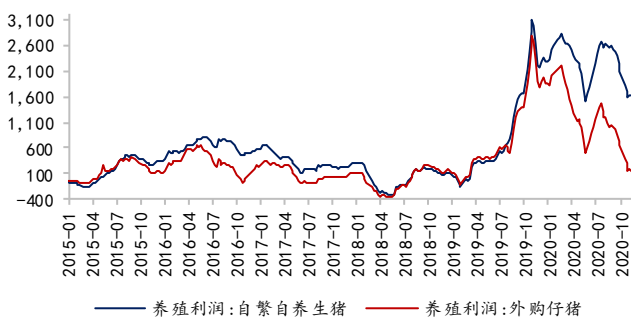
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 能繁母猪存栏同比及环比变化



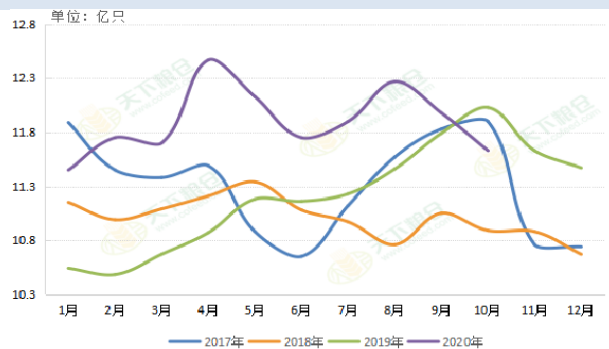
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 生猪养殖利润



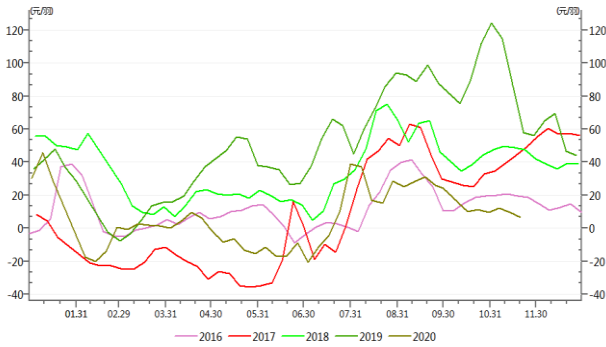
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 在产蛋鸡存栏



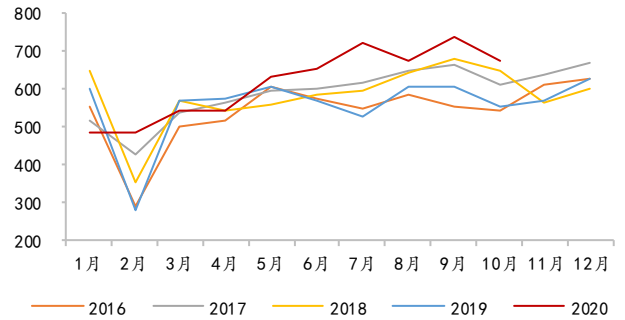
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 蛋鸡养殖利润



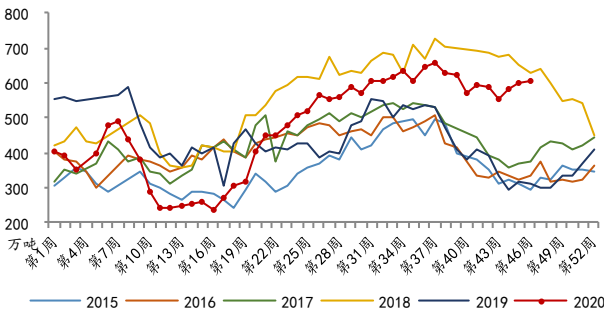
数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 豆粕表观需求



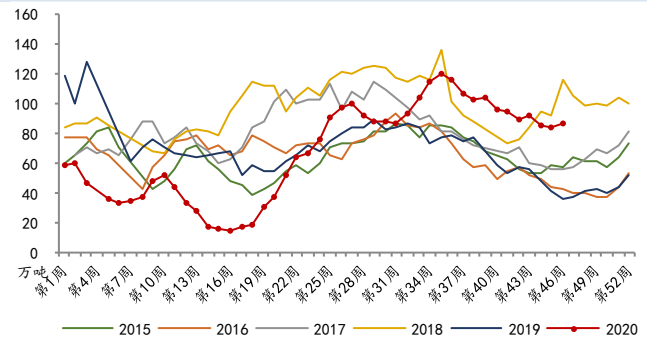
数据来源: Wind、国都期货研究所

图11 国内大豆库存量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图12 国内豆粕库存量



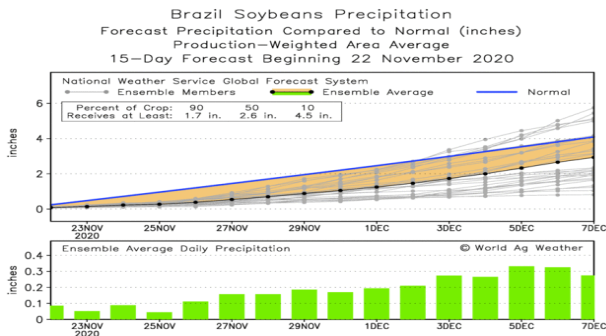
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 天气分析

南美大豆目前处于种植阶段, 咨询机构AgRural数据显示, 截至11月12日当周, 巴西大豆种植进度为70%, 已赶超去年同期69%。预计未来15天巴西产区有90%可获得至少1.7英寸降雨量, 50%可获得至少2.6英寸降雨量, 10%可获得至少4.5英寸降雨量, 巴西产区降雨量依旧低于均值, 特别是最大产区马托格罗索州, 或影响大豆生长。布宜诺斯艾利斯谷物交易所数据显示, 截至11月18日, 阿根廷大豆播种率为28.8%, 略低于去年同期31.3%和五年均值30%。预计未来15天阿根廷产区有90%可获得至少1.9英寸降雨量, 50%可获得至少2.1英寸降雨量, 10%可获得至少3.1英寸降雨量, 未来两周阿根廷产区降雨有所恢复, 虽然依然略低于均值水平, 但预计对大豆播种影响有限。

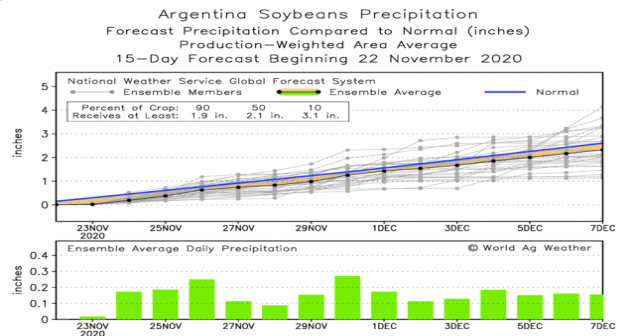
CPC/IRI预计, 拉尼娜持续至北半球冬季的概率为85%, 持续至2021年春季(2-4月)的概率为60%。而从拉尼娜强度来看, 多数模型预计11-1月存在中度-强度拉尼娜, 随后将减弱。所以不排除南美大豆在后期生长期继续遭遇干旱天气, 从而影响产量的可能, 需持续关注南美产区天气变化。

图 13 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



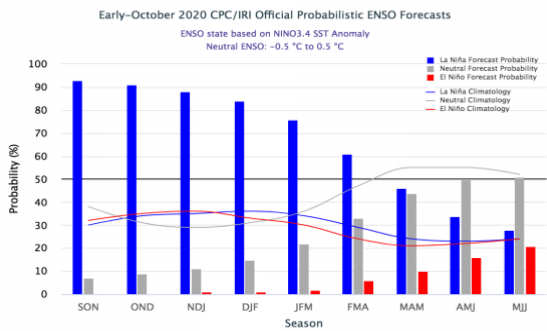
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 14 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量



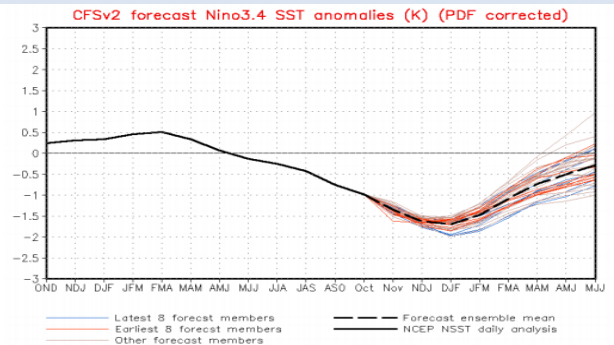
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 15 CPC/IRI 拉尼娜概率预测



数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 16 CFS.v2 预测



数据来源: NOAA、国都期货研究所

### 三、基差与套利

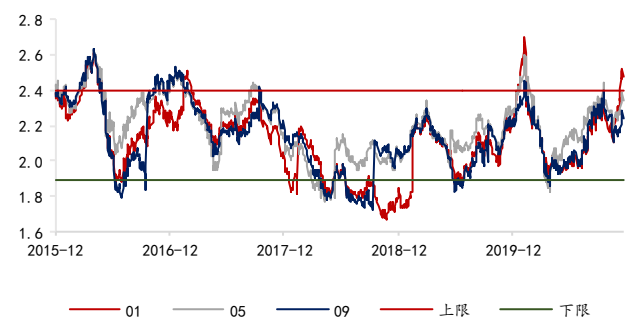
基差方面，由于进口大豆到港偏多，油厂压榨量持续高位，部分地区豆粕出现胀库，近月基差短期或弱势难改。油粕比方面，油脂依旧多头趋势，不建议做空，前多可继续持有。

图 17 豆粕主力合约基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 油粕比值



数据来源: Wind、国都期货研究所

#### 四、后市展望

11月USDA报告超预期下调美国大豆期末库存至近七年底位，考虑目前美国大豆出口销售进度已达当前年度目标的近90%，因此美豆低库存背景下出口仍存上调空间，预计外盘下方支撑较强。南美方面，巴西大豆播种进度已赶超五年同期均值，阿根廷大豆进度略慢，不过目前整体影响不大，但未来两周巴西最大主产州天气依旧存偏干风险，或影响大豆生长，南美产区天气仍是关注重点。国内方面，今年1-10月我国累计进口大豆同比增长17.72%，预计11、12月进口大豆到港量仍高于往年同期，大豆压榨量处于高位，豆粕去库缓慢，近月基差弱势，但预计跟随外盘成本端重心上移趋势不变。操作上，不建议追高，关注05合约回调布局多单机会，同时持续关注南美产区天气变化。



### 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承担其准确性或完整性。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。