

基本面远强近弱 豆粕关注5-1反套

报告日期 2019-09-23

主要观点

行情回顾。上周外盘美豆冲高回落。上周前期受原油价格暴涨以及9月USDA报告利多的影响，美豆再度突破900美分/蒲上涨至7月以来高位。但随着原油复产消息传出，原油价格下跌，且美国中西部多数地区气温高于均值，缓解了部分作物遭受霜冻损及单产的担忧，以及中美贸易谈判再度引发市场忧虑。多重利空作用使美豆高位回落震荡下跌。上周豆粕低开高走。中秋假期间，商务部表示中方企业已开始就采购美国农产品进行询价，大豆、猪肉都在询价范围内，国务院关税税则委员会将对上述采购予以加征关税排除。同时美国农业部证实，我国已开始重启进口美豆，豆粕远期供给偏紧预期有所缓解。受消息面利空影响，本周豆粕开盘低开。但豆粕库存下降以及我国后期采购美豆数量仍不确定支撑豆粕震荡反弹。

基本面分析。供给方面，短期仍维持宽松，远期仍存不确定性。海关总署数据显示，8月份我国大豆进口948.1万吨，环比增加9.73%，同比增加3.62%。目前天下粮仓预估，9月大豆到港量为802万吨，与去年同期的801万吨持平，三季度进口大豆集中到港后，大豆处于季节性累库阶段，因此目前大豆和豆粕供给仍维持宽松。但三季度南美大豆集中进口窗口期结束后，后市大豆供给与是否进口美豆存较大关系。需求方面，仍预期偏弱。生猪及能繁母猪存栏下降近4成，猪肉供需偏紧，生猪价格处于历史高位，目前自繁自养生猪养殖利润已经高达1200元/头以上。同时除各地不断有生猪生产扶持政策出台外，自然资源部发布通知，允许生猪养殖用地使用一般耕地，为稳定生猪生产切实提供用地保障。虽然在疫苗研究出来前，生猪存栏难以恢复到正常水平，但是高养殖利润叠加政策支持刺激养殖补栏热情，预计后市生猪存栏降势将趋缓，同时考虑禽类养殖补栏增加，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。综合来看预计下半年需求难以恢复正常，明年或有望恢复需求。

后市展望。基本面上，上周我国已重启进口美豆72万吨，同时海关总署发布公告，允许进口阿根廷豆粕，远期供给偏紧预期有所缓解，后市仍需关注我国采购美豆的数量与持续性。下游需求方面，受非洲猪瘟影响我国生猪及能繁母猪存栏已下降近4成，近期不断有养殖支持政策出台，但能繁母猪下滑严重，预计下半年需求难以恢复正常，明年或有望恢复需求。从盘面看，8月底以来豆粕连续三周下跌已反映基本面供需宽松，短期或仍维持震荡走势，建议暂且观望。套利方面，由于基本面远强近弱，建议5-1反套持有。关注中美贸易谈判进展以及美豆主产区天气情况对盘面的影响。

研究所

王雅静

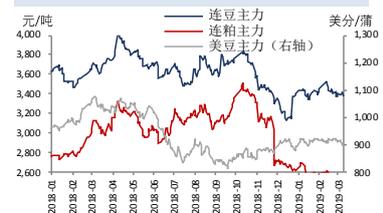
农产品期货分析师

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	7
三、基差与价差套利	7
四、后市展望	8

插图

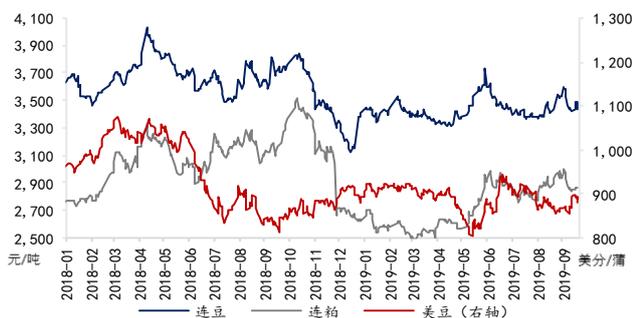
图 1 主力合约走势.....	4
图 2 美豆 CFTC 基金持仓	4
图 3 连豆主力持仓量及成交量.....	4
图 4 连粕主力持仓量及成交量.....	4
图 5 国内大豆库存量.....	5
图 6 国内豆粕库存量	5
图 7 国内饲料年产量及增速	6
图 8 国内饲料产量季节性规律	6
图 9 生猪养殖利润	6
图 10 生猪存栏同比及环比变化	6
图 11 能繁母猪存栏同比及环比变化	6
图 12 进口大豆升贴水.....	6
图 13 进口大豆到港成本.....	6
图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	6
图 15 美豆优良率.....	7
图 16 美国干旱监测（截至 9 月 17 日）	7
图 17 未来 15 天美豆主产区降雨量	7
图 18 未来 15 天美豆主产区温度	7
图 19 豆粕主力合约基差.....	8
图 20 豆粕 1-5 价差.....	8
图 21 油粕比值.....	8
图 22 豆菜粕价差.....	8

一、行情回顾

上周外盘美豆冲高回落。上周前期受原油价格暴涨以及9月USDA报告利多的影响，美豆再度突破900美分/蒲上涨至7月以来高位。但随着原油复产消息传出，原油价格下跌，且美国中西部多数地区气温高于均值，缓解了部分作物遭受霜冻损及单产的担忧，以及中美贸易谈判再度引发市场忧虑。多重利空作用使美豆高位回落震荡下跌。截至上周五收盘，美豆主力报收882.2美分/蒲，周收涨-1.78%。

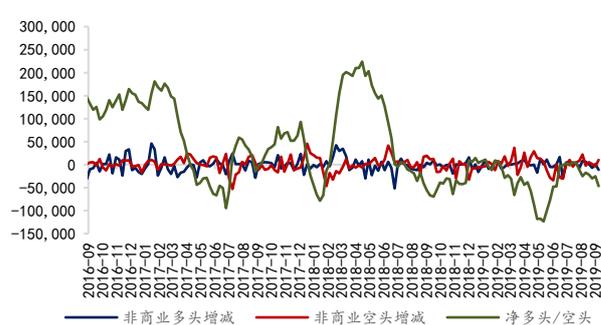
上周豆粕低开高走。中秋假期间，商务部表示中方企业已开始就采购美国农产品进行询价，大豆、猪肉都在询价范围内，国务院关税税则委员会将对上述采购予以加征关税排除。同时美国农业部证实，我国已开始重启进口美豆，豆粕远期供给偏紧预期有所缓解。受消息面利空影响，本周豆粕开盘低开。但豆粕库存下降以及我国后期采购美豆数量仍不确定支撑豆粕震荡反弹。截至上周五收盘，豆粕主力报收2863元/吨，周收涨0.17%。

图1 主力合约走势



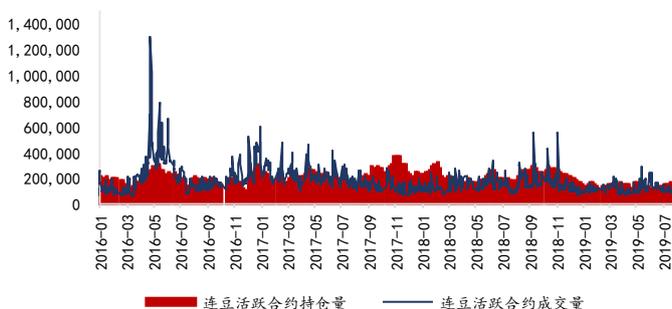
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆 CFTC 基金持仓



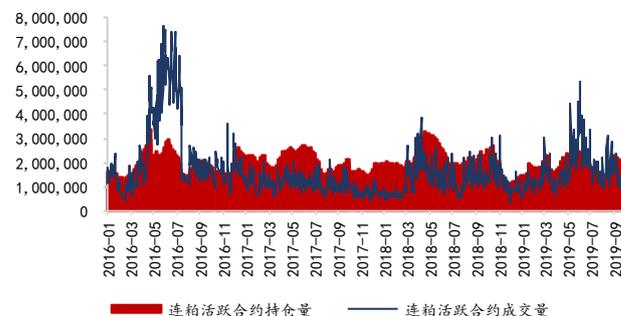
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



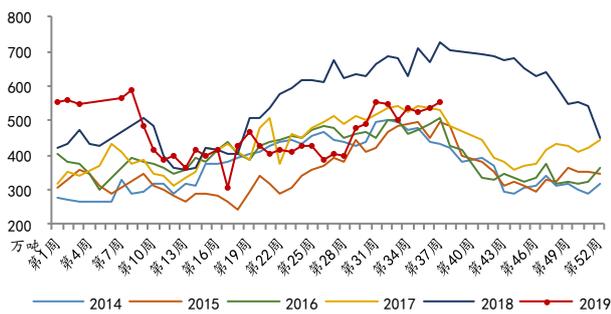
数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

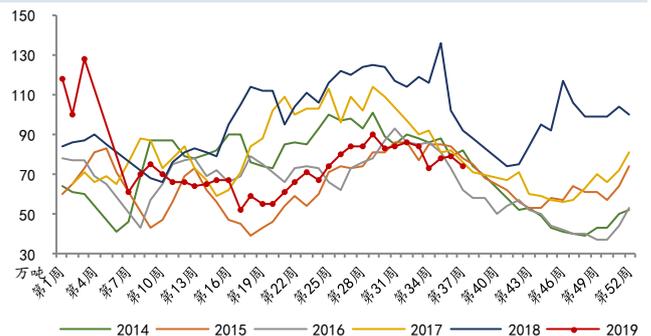
(一) 供需分析

供给方面，短期仍维持宽松，远期仍存不确定性。海关总署数据显示，8月份我国大豆进口948.1万吨，环比增加9.73%，同比增加3.62%。1-8月份大豆累计进口5631.5万吨，同比下滑9.2%。目前天下粮仓预估，9月大豆到港量为802万吨，与去年同期的801万吨持平，三季度进口大豆集中到港后，大豆处于季节性累库阶段。由于今年至今进口量不及预期，以及油厂压榨持续低位，全国豆粕库存处于历史同期较低位置，考虑大豆库存累积，后期油厂压榨量或小幅回升，因此目前大豆和豆粕供给仍维持宽松。但三季度南美大豆集中进口窗口期结束后，后市大豆供给与是否进口美豆存较大关系，近期中美关系暂缓，我国重启进口美豆，远期大豆供给存偏紧预期有所缓解，但仍需关注我国重启进口美豆的数量与持续性。

需求方面，仍预期偏弱。农业部监测数据显示，8月份生猪存栏环比下降9.8%，同比下降38.7%，能繁母猪环比下降9.1%，同比下降37.4%。生猪及能繁母猪存栏下降近4成，猪肉供需偏紧，生猪价格处于历史高位，目前自繁自养生猪养殖利润已经高达1200元/头以上。同时除各地不断有生猪生产扶持政策出台外，自然资源部发布通知，允许生猪养殖用地使用一般耕地，为稳定生猪生产切实提供用地保障。虽然在疫苗研究出来前，生猪存栏难以恢复到正常水平，但是高养殖利润叠加政策支持刺激养殖补栏热情，预计后市生猪存栏降势将趋缓，同时考虑禽类养殖补栏增加，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。综合来看预计下半年需求难以恢复正常，明年或有望恢复需求。

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


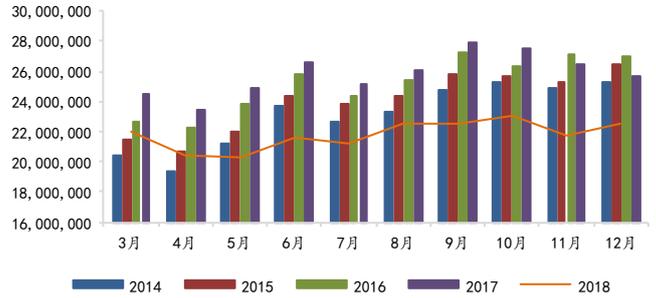
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 国内饲料年产量及增速



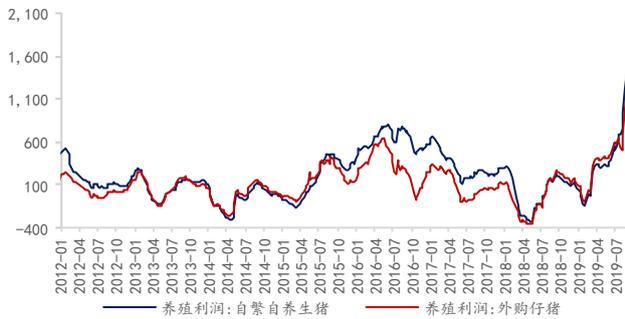
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



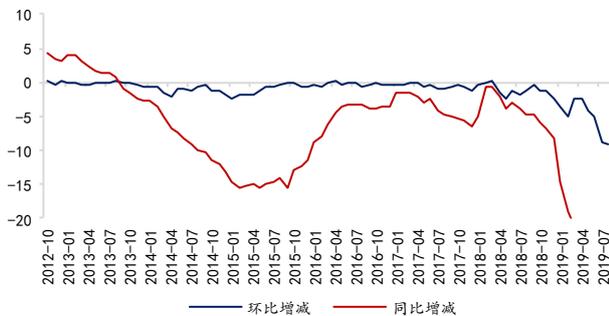
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 生猪存栏同比及环比变化



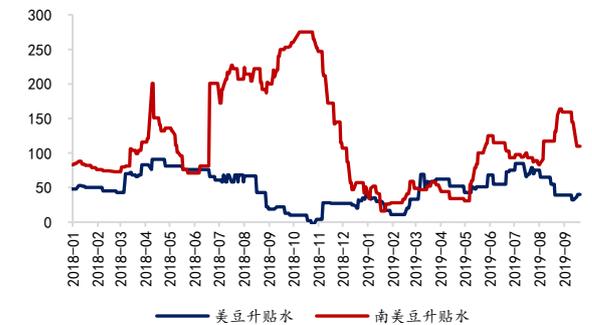
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 11 能繁母猪存栏同比及环比变化



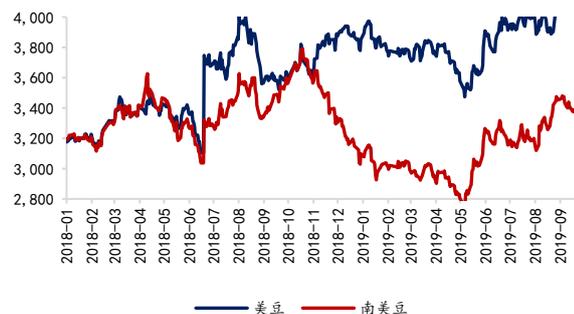
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 进口大豆升贴水



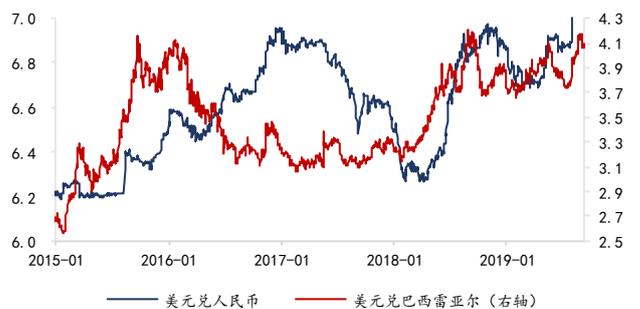
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

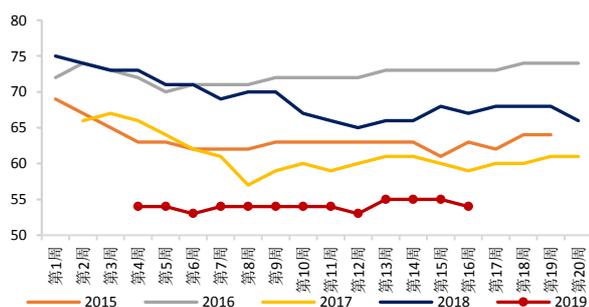


数据来源：Wind、国都期货研究所

(二) 天气分析

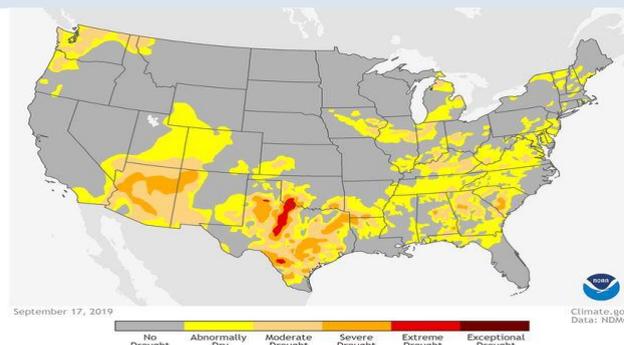
目前美豆处于生长后期阶段，上周USDA在每周作物生长报告中公布，截至9月15日当周，美豆优良率为54%，去年同期为67%。美豆结实率为95%，去年同期为100%，五年均值为100%。美豆落叶率为15%，去年同期为50%，五年均值为38%。主要是今年美豆种植阶段美国中西部出现持续降雨使播种受阻，新作美豆生长进度及优良率均大幅低于往年同期。未来15天美国大豆主产区有90%可获得至少0.8英寸降雨量，50%可获得至少2.0英寸降雨量，10%可获得至少3.4英寸降雨量，未来15天主产区降雨量略高于正常水平，下周各产区温度均略高于正常水平，NOAA干旱监测显示，整体来看美国出现异常干旱现象的只有少数地区，其余地区情况良好。因此目前天气对美豆生长较为有利，由于今年美豆比往年晚生长2-3周，需密切关注后期产区是否出现早霜以及对美豆产量的影响。

图 15 美豆优良率



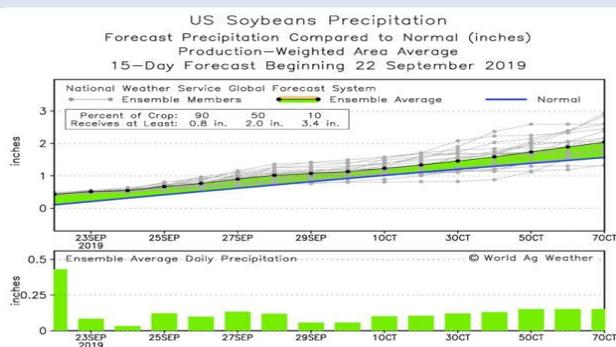
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 美国干旱监测 (截至 9 月 17 日)



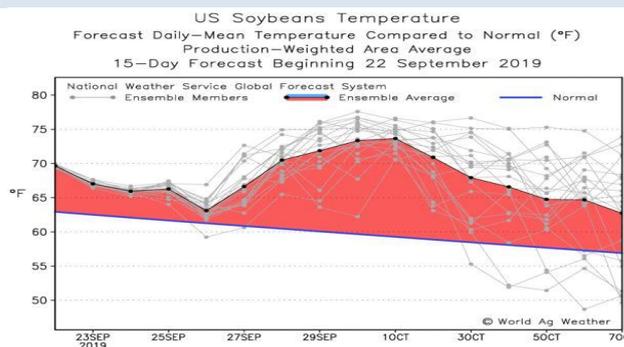
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 未来 15 天美豆主产区降雨量



数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 18 未来 15 天美豆主产区温度



数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

三、基差与价差套利

8月以来豆粕主力合约基差由底部反弹，但仍处于历史相对较低位，主要是因为压榨利润较低使油厂降低压榨，而由于季节性需求豆粕下游提货热情上升，豆粕库存逐渐降低到历史同期最低位置，预计后市现货走势仍强于期货，后期基差或仍有上涨空间。油粕比方面，由于油厂前

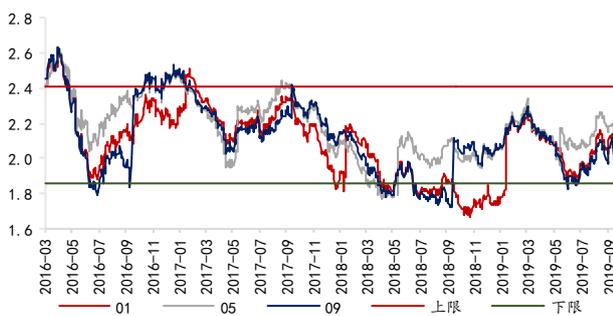
期压榨下降，豆油库存下滑，豆粕受猪瘟影响需求不振，去库速度慢于豆油，因此油粕比持续走高。目前豆油需求旺季已过，油粕比单边上涨趋势难以持续，或维持高位震荡，建议暂且观望。

图 19 豆粕主力合约基差

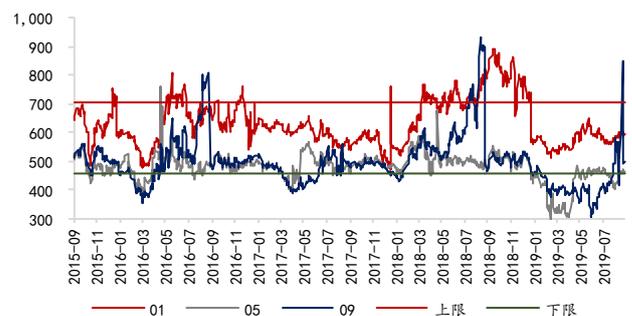

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 豆粕 1-5 价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 油粕比值


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 豆菜粕价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、后市展望

基本上，上周我国已重启进口美豆72万吨，同时海关总署发布公告，允许进口阿根廷豆粕，远期供给偏紧预期有所缓解，后市仍需关注我国采购美豆的数量与持续性。下游需求方面，受非洲猪瘟影响我国生猪及能繁母猪存栏已下降近4成，近期不断有养殖支持政策出台，但能繁母猪下滑严重，预计下半年需求难以恢复正常，明年或有望恢复需求。从盘面看，8月底以来豆粕连续三周下跌已反映基本面供需宽松，短期或仍维持震荡走势，建议暂且观望。套利方面，由于基本面远强近弱，建议5-1反套持有。关注中美贸易谈判进展以及美豆主产区天气情况对盘面的影响。

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。