

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号 F3051551

xujing@dxqh.net

豆粕下跌空间有限，政策指引行情

■ 观点要点：

1 月至 2 月是豆类的一个关键节点，在这段时间里，美国政府停摆、市场缺少数据和报告引导的情况下，中美的谈判进程、南美的产量变化将左右豆类在很长一段时间内的行情。

中国开始采购美豆在一定程度上缓解了美豆的库存压力，同时市场对谈判前景的乐观接连提振外盘。但是需要注意的是，根据 USDA 对 2018/19 年度出口的预估，中国还需要再至少进口 1000 万吨美豆。如果中国不能实现这一采购节奏，则美豆的库存压力将存在，在中美没有达成彻底的和解协议之前，这种做法只是将美豆下跌的时间点后延了而已。

就国内来看，一季度大豆到港量较往年明显减少，节前备货有利于豆粕去库，2 月豆粕价格可以得到支撑，但是中长期来看，非洲猪瘟导致猪价持续下跌，养殖利润恶化打击养殖户补栏积极性，疫情对下游需求的影响仍需继续关注。

■ 投资建议：

预计豆粕仍将维持在 2600 元/吨左右震荡，弱势行情仍将延续，但是 2 月来看下跌空间有限，去库存的节奏将持续一段时间。

■ 行情回顾

1 月 CBOT 大豆主力合约震荡上行，巴西恶劣天气支撑大豆市场，多家分析机构已经下调南美大豆产量；美国国内由于政府停摆，市场缺乏重要数据的指引；政策面仍然难以把握，但市场整体对于中美谈判前景的乐观支撑 CBOT 大豆始终维持在 900 美分/蒲式耳以上；中国目前的采购对美豆的庞大库存并没有绝对性的改善，限制了 CBOT 大豆的涨幅。

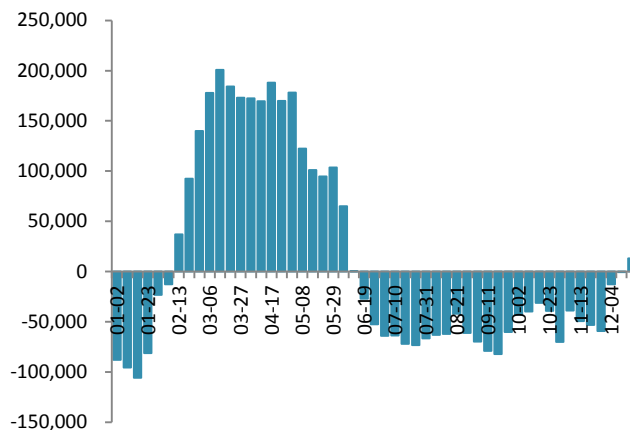
美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的报告显示，投机基金在大豆期货和期权市场上增持净空单，这也是连续第二周增持。截至 9 月 4 日的一周，投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货以及期权部位持有净空单 62,749 手，比一周前的 53,642 手增加 9,107 手。

豆粕方面，主力合约仍然维持弱势震荡的态势，目前国内大豆和豆粕的绝对库存仍然偏高，节前虽然也有备货但是由于下游猪瘟疫情持续发酵

图 1：CBOT 大豆走势（单位：美分/蒲式耳）

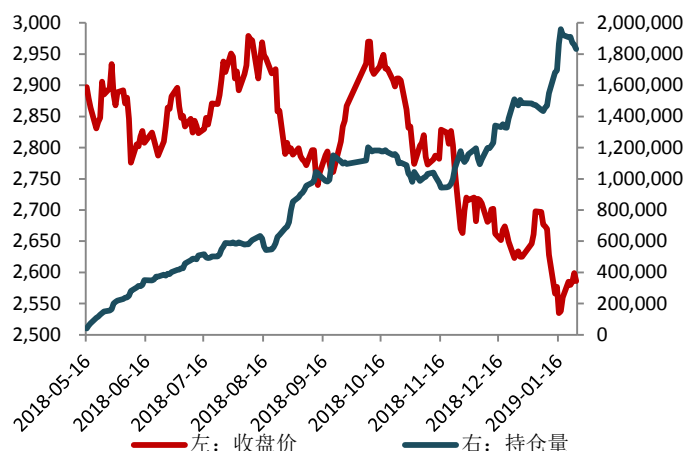


图 2：CBOT 大豆基金净持仓



来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

图 3：豆粕 1905 走势



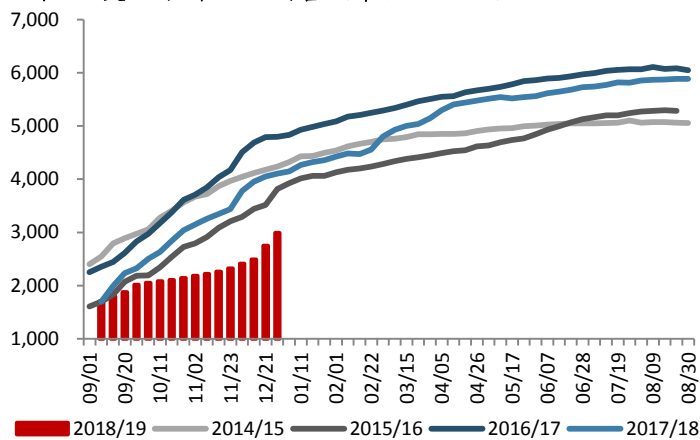
来源：Wind, 东兴期货投资咨询部

■ 美国：库存压力难以消解，市场仍在等待政策面的引导

此前由于美国政府停摆，USDA 出口报告已经连续四周未公布。而目前随着临时预算法案的通过，美国政府部分部门停摆状态暂时结束，而受此影响导致断更的多项报告和数据也将陆续恢复更新。根据 USDA 于 1 月 31 日发布的报告，截止至 2018 年 12 月 20 日，美豆累计出口销售大豆 2992.97 万吨，较去年同期 3939.7 万吨下滑 24.03%；对中国累计出口 348.25 万吨，去年同期为 2310.65 万吨。USDA 对于 2018/19 年度出口预估为 19 亿蒲式耳，约等于 5168 万吨，而目前销售进度仅达到出口预估的一半。若要实现这一目标，按照美豆对中国出口数量占美豆出口总量的比重为 50% 来算，中国还需要再至少进口 1000 万吨美豆。如果中国不能实现这一采购节奏，则美豆的库存压力将仍然难以缓解，因此可以说左右美豆的行情的重要因素就是后续中国的采购节奏。

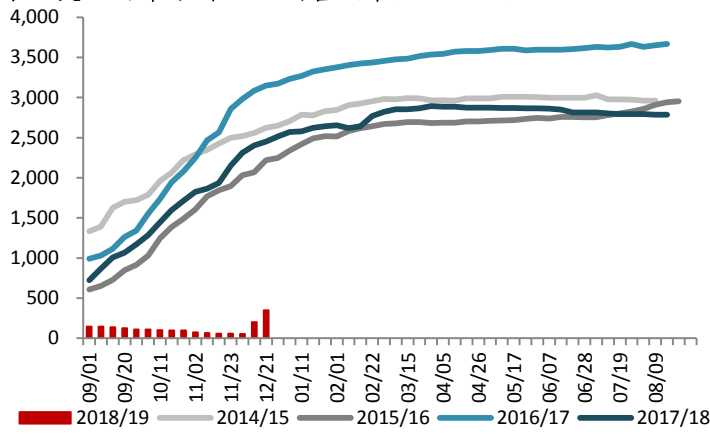
从中美关系上来看，当前美国经济和美股回调、国会与特朗普对修建移民墙分歧较大以至于引发政府关门、中美正开展贸易协商，均牵制特朗普，短期内中美贸易战有望阶段性缓和，但是长期仍然不会结束，未来的市场仍然存在变数。自 1 月初中美两国在北京进行了副部级磋商以来，媒体不断传来相互矛盾的信息，而由于政府关门导致交易缺乏重要数据和报告的引导，市场对于任何消息都表现的十分敏感。1 月 17 日，道琼斯周刊报道称来自财政部长 Steven Mnuchin 的消息称美国正考虑取消中国进口商品的惩罚性关税，可能是为使中国能在月底谈判时达成协议，但此后 CNBC 报道称财政部否认姆努钦的表态。1 月 19 日，美国总统特朗普曾表示“与中国的贸易谈判进展非常顺利”，他还补充说，在 3 月 1 日截止日期前达成交易“很有可能发生”，同时中国农业部批准进口五种转基因作物，以缓解美国农产品外销的压力，外界解读这是中国向美国释出善意的讯号。然而就在几天前，美国参议员 Chuck Grassley 表示，两国“在需要进行的结构性改革方面没有取得任何进展”。1 月 23 日英国金融时报及 CNBC 均报道称华盛顿取消了定于 30 日举行的初步会谈，但是当天白宫高级经济顾问 Larry Kudlow 就明确否认了这一报道。

图 4: 美豆累计出口销售 (单位: 万吨)



来源: USDA, 东兴期货投资咨询部

图 5: 美豆对华累计出口销售 (单位: 万吨)



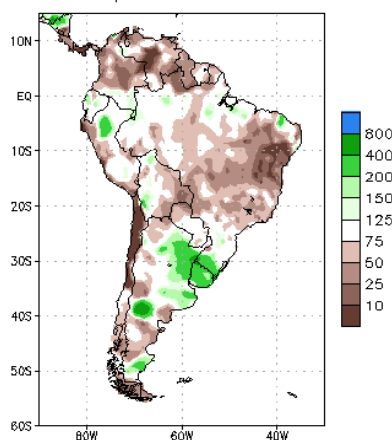
■ 恶劣天气导致南美损产, 但丰产局势难以改变

巴西干旱情况仍将延续, 减产对丰产的影响较小。巴西南部降水相对显著, 但中西部、东北部大豆生产带天气仍然表现干燥, 将会导致大豆产量难以连续第二年达到创纪录水平。油世界将 2018/19 年度巴西大豆产量预估下调至 1.175 亿吨, 较前期下降 550 万吨, 部分机构也认为有可能下降至 1.15 亿吨, 这样巴西大豆出口较上年可能会下降 1100-1300 万吨。虽然该产量不及去年巴西 1.2 亿吨的创纪录水平, 但也仍然是历史上第二高产量, 除非巴西的恶劣天气长期延续, 否则减产对大豆丰产的影响仍然不大。

阿根廷大豆产量今年有望得以修复, 目前大豆播种已经全面完成。阿根廷布宜诺斯艾利斯交易所报告种植进度 98.8%, 上周 96.7%, 优良率 51.2%, 上周 48.8%, 去年 35%。受前期局部产区降水过多的影响, 油世界将阿根廷大豆产量预估下调至 5050 万吨, 较上年猛增 1500 万吨, 但是仍然低于四年前的 6000 万吨, 若现行关税出口政策不变, 预计阿根廷出口量将达到 1220 万吨, 在一定程度上可以弥补巴西出口的减少。

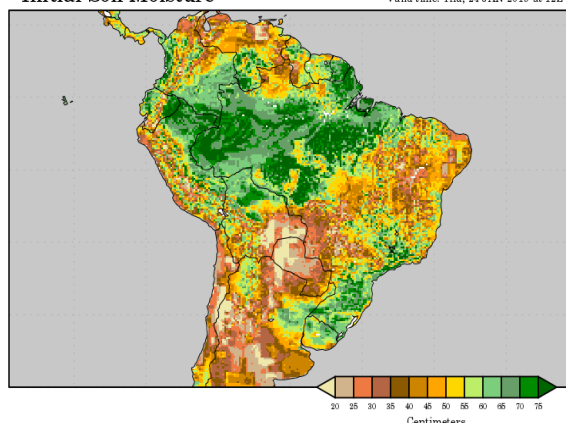
图 6: 南美 30 日降水情况 (2018.12.25-2019.01.23) 图 7: 南美土壤湿度

30-day Accumulated Precip % of Normal 25DEC2018-23JAN2019



Initial Soil Moisture

Liquid Water in top 2 meters of soil
Valid time: Thu, 24 JAN 2019 at 12Z



来源: NOAA, 东兴期货研发中心

图 8：巴西大豆产量及出口（单位：万吨）

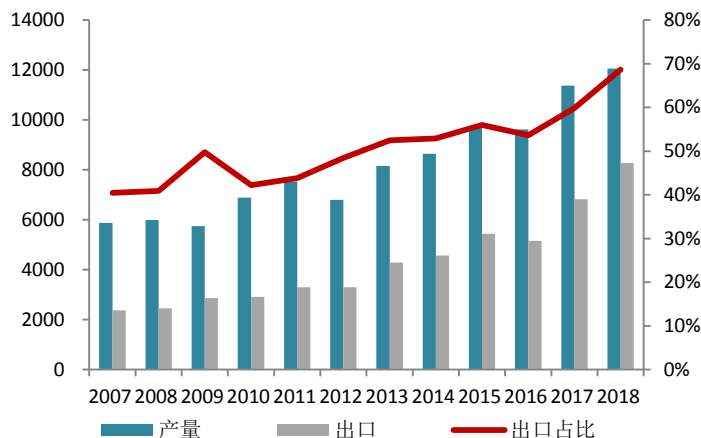
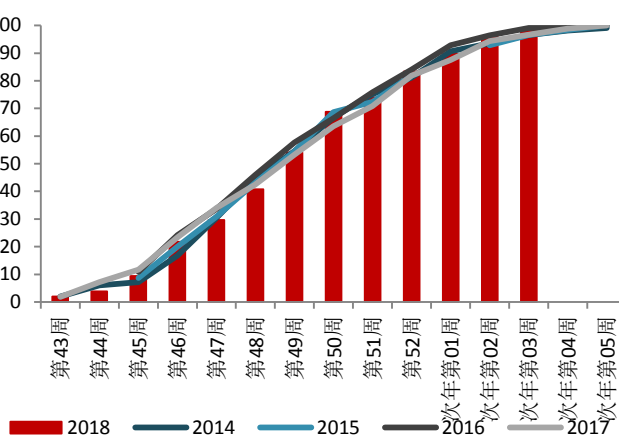


图 9：阿根廷大豆的种植进度



来源：ABIOVE，东兴期货投资咨询部

■ 国内 2 月大豆供应略偏紧，后续进口量仍较为充足

根据天下粮仓调查统计，2019 年 1 月国内各港口进口大豆预报到港 96 船 597.3 万吨，2 月份最新预估 400 万吨，较上周预估增 20 万吨，3 月份初步预估 592 万吨，较上周预估增 30 万吨，4 月份初步预估 850 万吨，较上周预估持平，5 月份预估维持 910 万吨。目前国内大豆库存虽然有所下滑但是仍然较为充裕，目前为 619.25 万吨，一季度大豆进口量较往年明显减少，供应偏紧，同时节前压榨需求有所回暖，均有助于推动国内大豆去库。而二月以后的情况，若中美谈判取得阶段性进展，中国再采购数百万吨的美豆作为临储大豆，这不会影响到目前市场上的大豆总量，之后即使中美在农产品方面没有能够短时间内达成彻底和解协议，释放的临储大豆也会给市场传递一个供应充裕的信号，另一方面需要关注巴西大豆损产对出口数量的影响，但是由于前文提出，损产对巴西最终丰产的影响不大，且阿根廷产量修复也有利于增加大豆供给，因此本文认为损产对于中国进口南美大豆的数量影响不大。

图 10：国内各港口实际及预估到港（单位：万吨）

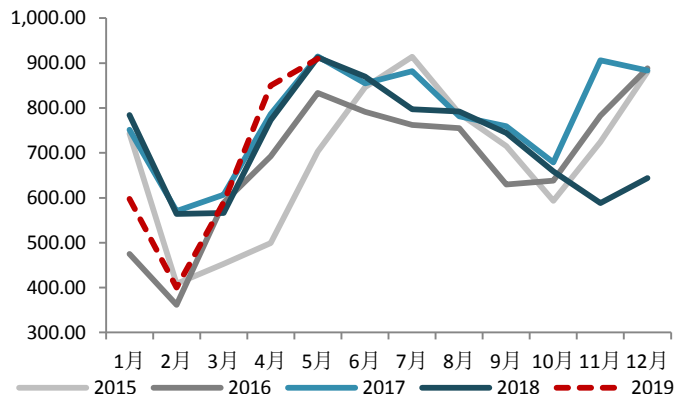
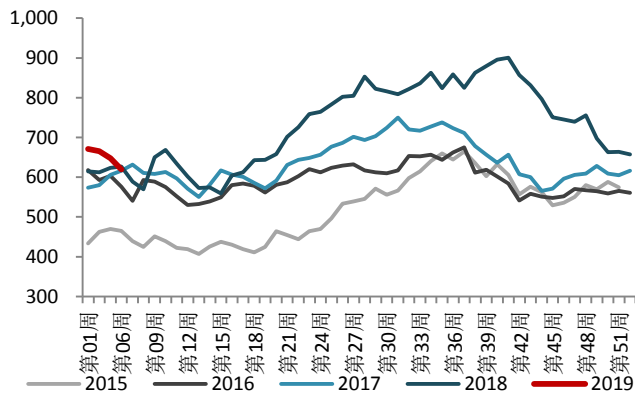


图 11：国内大豆库存（单位：万吨）



来源：Cofeed，东兴期货投资咨询部

图 12: 油厂周度开机率

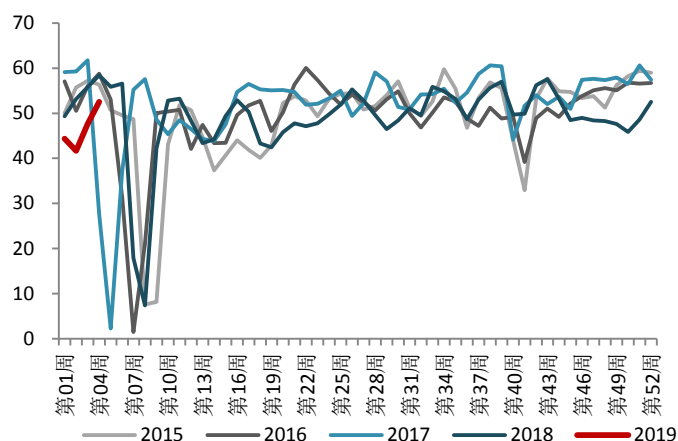
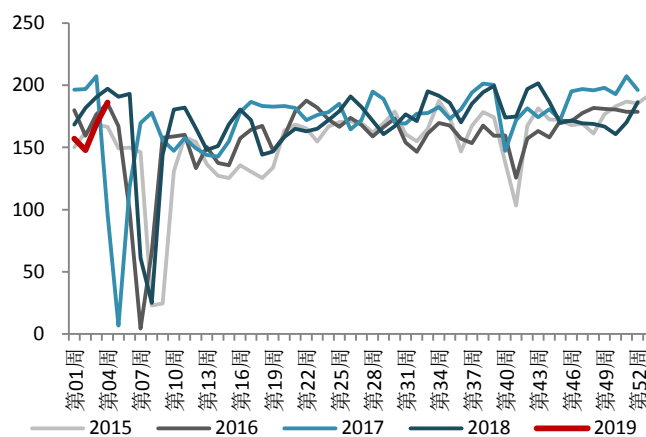


图 13: 油厂周度大豆入榨量



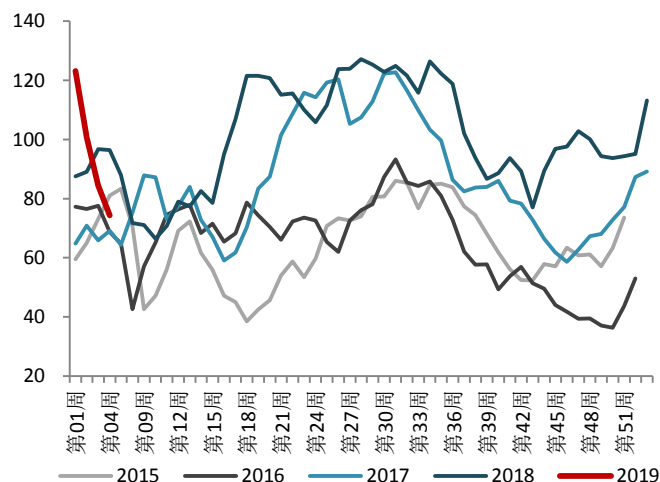
来源: Cofeed, 东兴期货投资咨询部

■ 节前备货有利于豆粕去库, 中长期猪瘟仍影响需求

通过我们一月初在两广地区的调研的情况来看, 一月虽然节前下游备货已经陆续开始, 但是下游普遍随买随用, 远期基差交易惨淡, 这是由于此前油厂榨利恶化, 油厂开出较高的基差合同, 然而出于对后市供给的不确定性, 下游企业对高基差合同接受度不高。

一月份以来, 豆粕库存连续数周下降, 目前已经达到了一个相对较低的水平, 菜籽粕也因为养殖淡季库存水平处于低位, 在备货需求的支撑下有利于粕类小幅反弹。然而需要注意的是, 2019 年 1 月 1 日起, 我国对进口杂粕实行零关税的措施, 将大大增加各类杂粕的进口数量, 对蛋白粕市场形成利空。

图 14: 豆粕库存 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, 东兴期货投资咨询部

图 15: 各地进口大豆压榨利润 (单位: 元/吨)

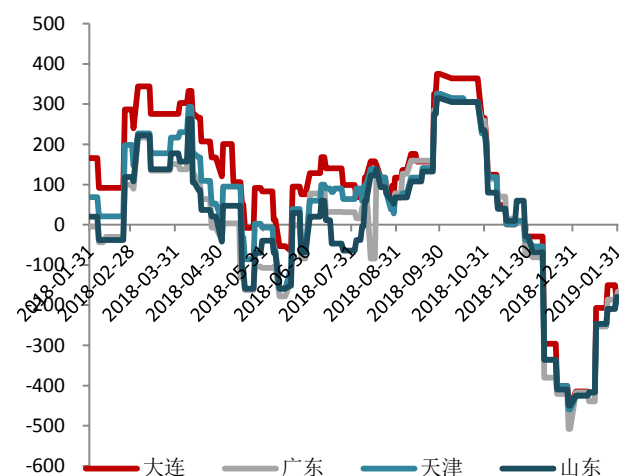


图 16: 菜粕周度库存 (单位: 万吨)

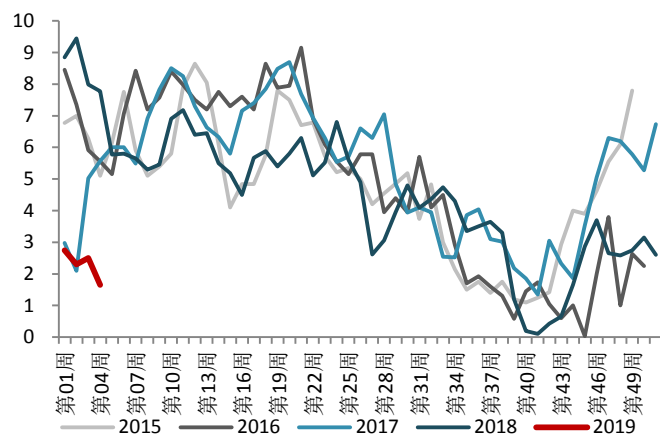
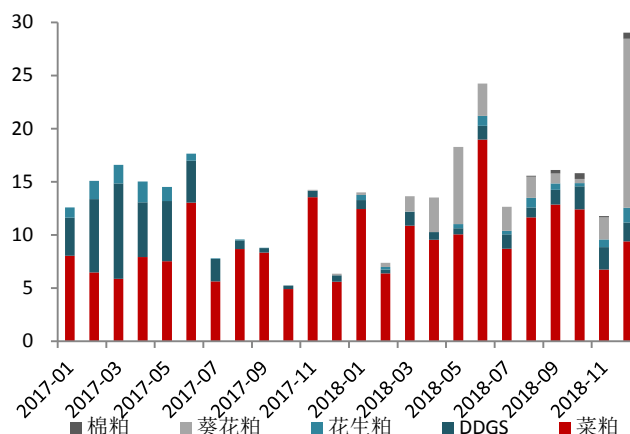


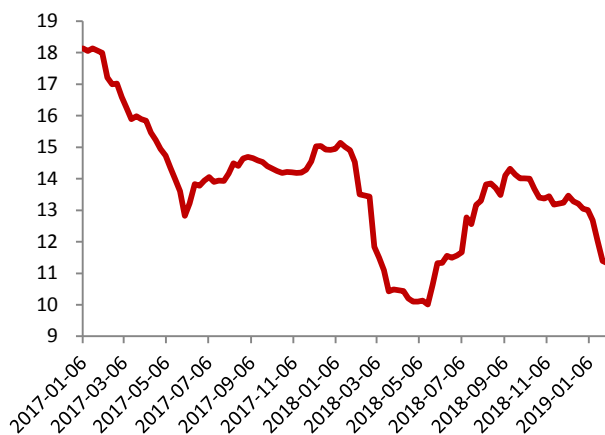
图 17: 各类杂粕月度进口量 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, 东兴期货投资咨询部

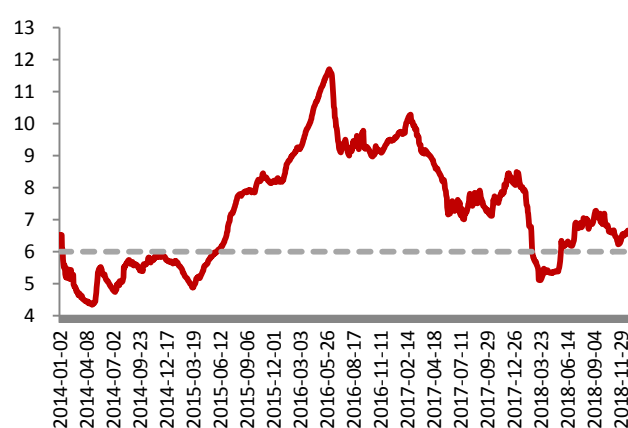
受非洲猪瘟的影响, 截止至 2019 年 1 月 25 日, 生猪价格下跌至 11.39 元/千克, 生猪养殖利润恶化至 5 月末以来最低, 养殖户补栏意愿低迷, 不利于猪料中长期消费, 行业内对于 3 月份之后的猪料是不太乐观的, 悲观的看法认为一季度饲料总体消费要下降 30-35%, 此后还需要继续关注需求变化。

图 18: 22 个省市生猪平均价格



来源: Cofeed, 东兴期货投资咨询部

图 19: 猪粮比



免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。