

► 策略 · 两粕

两粕有望继续震荡偏强

倍特期货 · 研发中心

2018年10月29日

10月美豆整体走势为弱势震荡，期间主产区降水偏多影响收割进度且可能损害单产导致价格有所上扬，不过产量较大和出口数据欠佳两大利空始终压制价格，CBOT11月合约在840-892美分/蒲区间弱势运行。国内方面，10月国庆长假结束后连豆粕跳空高开，1901合约最高涨至3539元/吨。不过随后粕价回落，M1901合约基本弥补此前跳空缺口。

相关报告：

分析师：李闯

投资咨询号：Z0012732

联系电话：028-86269250

QQ：461095809

助理分析师：刘体峰

从业资格号：F0210058

联系电话：028-86269305

QQ：423329788

要点：

- ◆ 美豆产量较大，出口数据欠佳压制价格。
- ◆ 关注我国远期大豆到港预估。
- ◆ 关注疫情配方调整及发展情况。

观点和操作策略：在贸易战利多和国内诸多政策调控利空同时存在的情况下，豆粕可能维持调整震荡，但贸易战不解决的情况下粕价未来仍可能继续震荡上行。操作上谨慎看多，策略上可构建牛市价差组合。最主要的风险来自贸易战变数和国内政策及猪瘟疫情发展。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、行情回顾

豆粕：10月美豆整体走势为弱势震荡。10月CBOT11月合约在840-892美分/蒲区间弱势运行。10月国庆长假结束后连豆粕跳空高开，1901合约最高涨至3539元/吨。不过随后粕价回落，因国内公布诸多政策缓解豆粕供给紧张的态势，包括饲料行业协会公布低蛋白日粮配方团标、允许进口符合质量要求的印度菜粕、取消豆粕出口退税等等，再加上非洲猪瘟大有蔓延之势，也利空豆粕远期消费。M1901合约基本弥补此前跳空缺口。

图 1：10 月份豆粕走势



（数据来源：文华财经）

菜粕：10月份菜粕走势跟随豆粕走势，国庆后跳空高开，随后震荡下行，回补跳空缺口。

图 2：10 月份菜粕走势



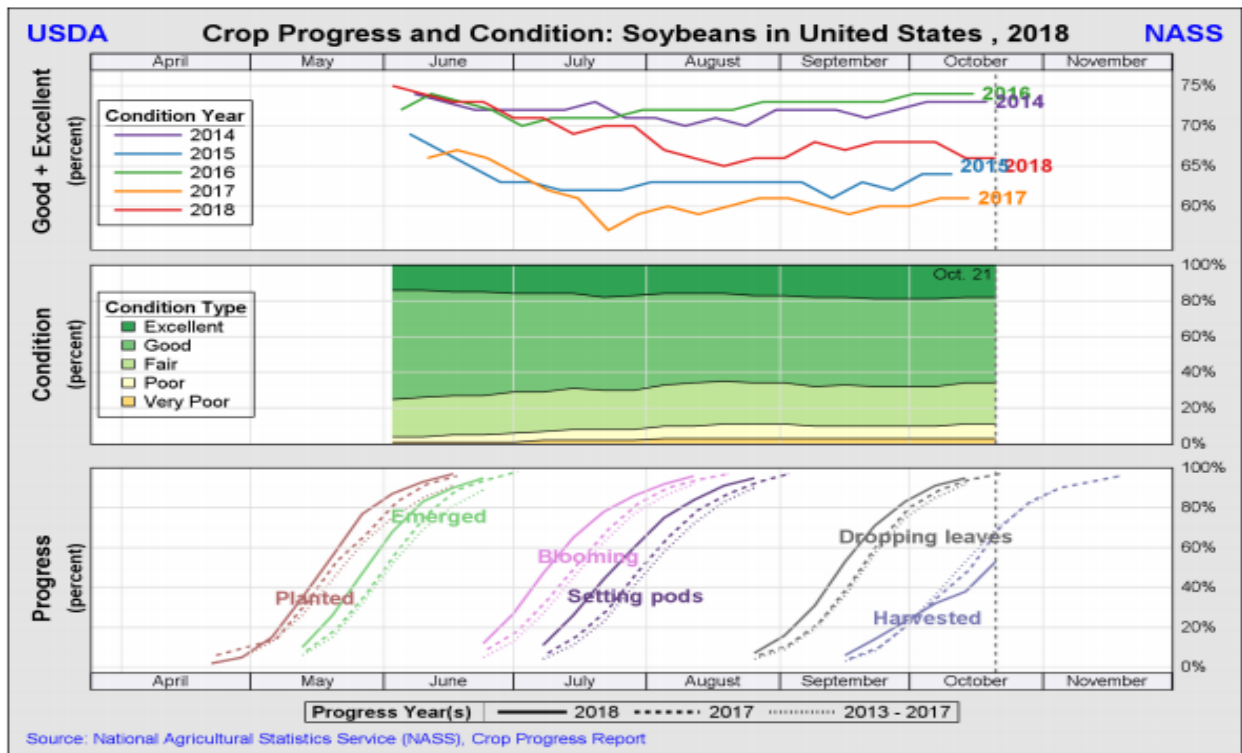
（数据来源：文华财经）

二、基本面研究

(一) 美豆产量较大，出口数据欠佳

10 月美豆产区一度遭遇过多降水，多雨天气导致南部部分地区出现洪涝，而北部冰雪覆盖，不仅耽搁大豆收割进度，还可能会对作物造成一定损害。直接体现在 USDA 作物生长报告中截至 10 月 21 日美豆收获率 53%，低于去年同期 67%和五年均值 69%，优良率则在 10 月由 68%下调至 66%，市场甚至担忧在 11 月月度供需报告中 USDA 将下调美豆单产预估。不过美豆收割已经过半，应该说今年录得历史最高单产基本确定。在 10 月 12 日公布的月度供需报告中，USDA 上调美豆单产预估至 53.1 蒲/英亩，此前最高为 2016 年的 52.1。

图 3：美豆生长进度



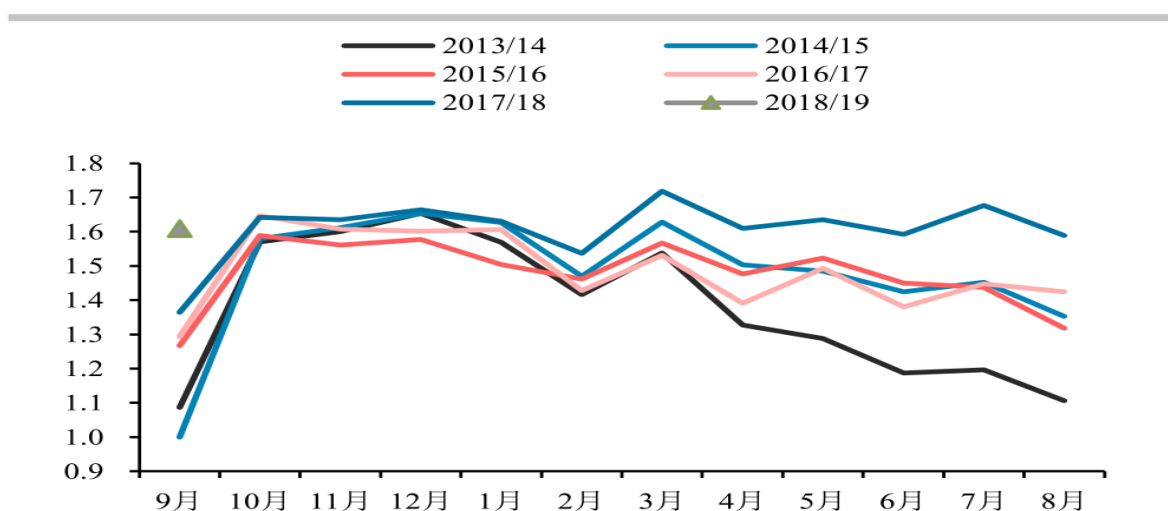
(数据来源：USDA)

需求方面，美国国内大豆压榨保持超高利润，10 月 25 日 EMS 公布的压榨报告显示压榨利润 2.55 美元，一周前 2.71，去年同期仅 1.65。10 月 NOPA 公布压榨月报显示 9 月 NOPA 会员单位累计压榨大豆 1.608 亿蒲，高于市场预估 1.589 亿蒲，同时连续第 11 个月创造历史同期最高

纪录。正常情况下 9 月是美国国内压榨淡季，且压榨商多会在此时间为新作上市压榨做设备检修工作。

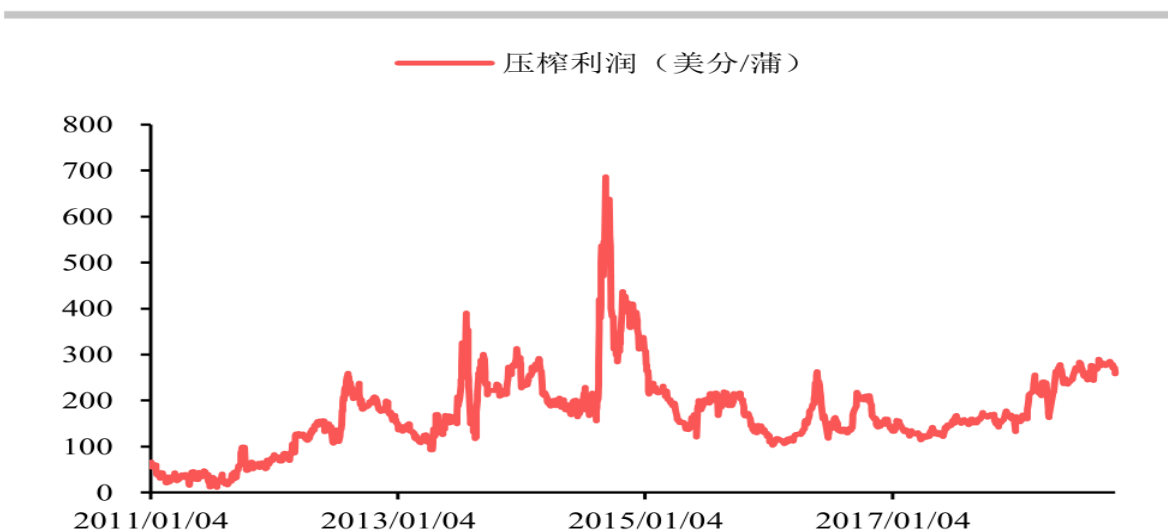
周度出口销售报告数据利空，截至 10 月 4 日、10 月 11 日和 10 月 18 日三周美豆出口销售净增分别仅有 44 万吨、29.36 万吨和 21.27 万吨。截至 10 月 18 日美豆 18/19 年度累计订单 2105.5 万吨，落后去年同期(2841.6 万吨)近 26%。其中这三份报告中未知目的地取消订单 125.4 万吨，中国采购 8730 吨美豆，但取消 24.8 万吨订单；截至 10 月 18 日美国对中国出口大豆累计订单为 102.67 万吨，远低于去年同期 1443.8 万吨。

图 4: 美豆月度压榨量



(数据来源: USDA)

图 5 美豆压榨利润



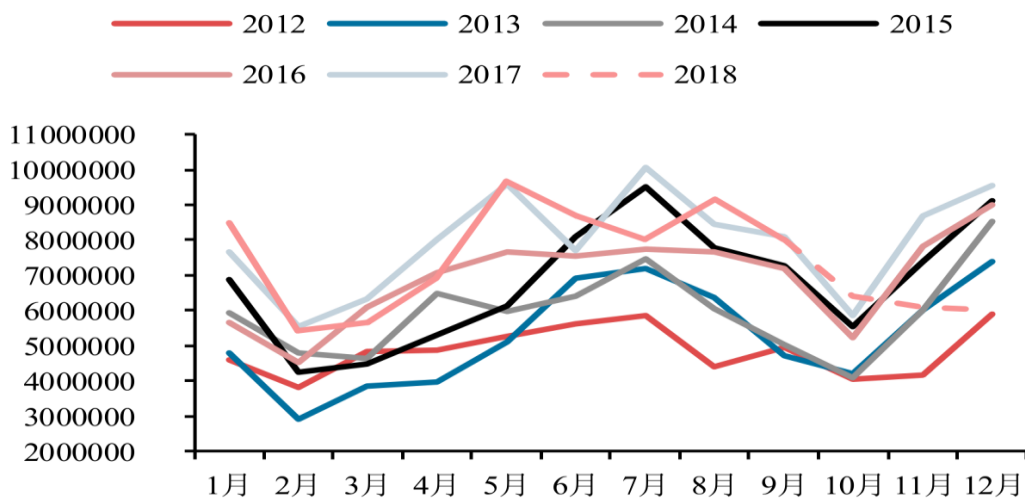
(数据来源: USDA)

综上所述:在这样的供需情况下美豆难以出现有效上涨,预计还将继续维持弱势。

(二) 国内出台多项政策应对贸易战, 关注远期大豆到港量

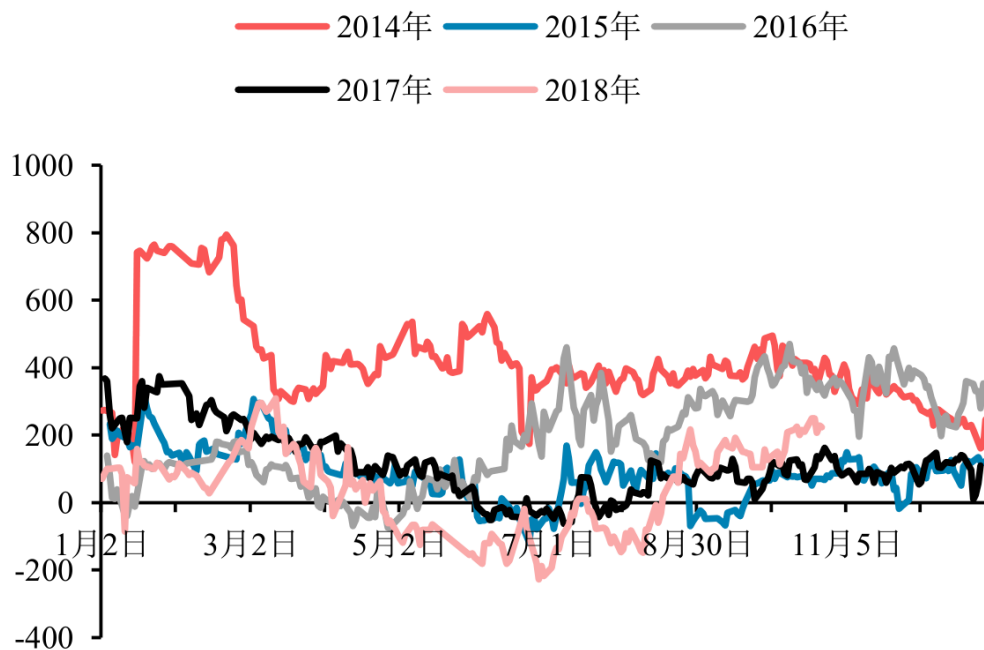
利多豆粕的因素仍然是贸易战:第一,在南美新豆上市前中国不采购买豆、远期大豆到港量不足。我国远期大豆到港预估 10 月 640 万吨,11 月 610 万吨,12 月 600 万吨,1 月 500 万吨。按照目前油厂大豆库存 710 万吨、每月压榨 750 万吨初步测算,1 月底国内大豆库存将降至极低水平。第二,不管对美豆加征 25%关税还是南美 CNF 升贴水上涨,都直接导致进口大豆成本增加,我们计算出的 1 月进口巴西豆(事实上到 1 月可进口的巴西豆将十分有限)对应的豆粕成本为 3500 左右,美湾豆对应豆粕成本 3540,美西豆对应豆粕成本 3470。不过过去的一个月,国内为应对贸易战可能带来的大豆和豆粕供给紧张,出台了多项政策,包括 10 月 22 日海关总署发文允许进口符合质量的印度菜粕,10 月 25 日财政部取消豆粕出口退税,10 月 26 日中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准,聚焦降低配合饲料蛋白含量,等等;再加上国储大豆抛储增加市场供给,非洲猪瘟呈蔓延之势不利豆粕远期消费。把这些因素考虑进去,国内远期豆粕缺口已经大大下降,直接导致豆粕在国庆长假跳空高开后持续上涨乏力。目前国内进口大豆和油厂大豆库存仍处在较高水平,截至 10 月 19 日进口大豆库存 831.3 万吨,油厂大豆库存 707.84 万吨。油厂豆粕库存截至 10 月 19 日下降至 77.02 万吨,一周前 89.31 万吨;从 4 月底曾连续 19 周维持在 105 万吨以上,最高 126.4 万吨。现货上,基差表现较为坚挺,油厂挺粕价意愿较明显。

图 6: 中国月度进口大豆



(数据来源: USDA)

图 7: 国月度进口大豆 M1901 现货基差



(数据来源: USDA)

11 月乃至明年 1 季度, 重点关注的主要有几点: 一是贸易战进展, 虽然现在没有迹象显示中美两国很快能达成共识并解除互相加征关税, 但 G20 峰会两国领导人会晤仍需密切关注; 二是关注南

美天气及大豆生长状况，如果贸易战持续则中国对南美大豆将保持高度依赖，南美产量将直接决定我国未来可进口大豆数量。第三是中国远期大豆到港预估。目前没有迹象显示中国重启美豆进口；阿根廷采购美豆 118 万吨，即使全都置换出口（进口美豆用于压榨，而将自产大豆用于出口）向中国数量仍显不足，中国短时间从其他国家（乌克兰、俄罗斯、加拿大）大量进口的概率较低，未来还需持续关注。第四要关注的是需求，虽然自配料中豆粕添加比例无法控制，但饲料工业协会团标规定的配方调整据称可使中国全年减少 1400 万吨大豆进口和压榨，豆菜粕价差本来就不利于豆粕添加比例增加，再加上非洲猪瘟疫情有蔓延之势失控，明年存栏下降对豆粕消费也将构成利空。综上，在贸易战利多和国内诸多政策调控利空同时存在的情况下，豆粕可能长时间调整震荡，但贸易战不解决的情况下粕价未来仍可能震荡上行。

（四）菜粕

菜粕单边跟随豆粕走势，替代消费将增加菜粕单边走势跟随豆粕。国产菜籽收购基本结束，目前国产菜籽价格保持稳定。因种植收益低下和收储政策发生改变后，国产菜籽产量持续下降，市场价格也始终较为坚挺。进口菜籽方面，供给上，天下粮仓统计 10-11 月我国分别有 57 和 36 万吨的菜籽进口，本周一海关总署宣布允许进口符合要求的印度菜粕，市场预期未来菜粕供给充裕。截至 10 月 19 日沿海油厂菜籽库存 43.5 万吨，一周前 35.5 万吨，去年同期 26.2 万吨；其中两广和福建 36.6 万吨，一周前 26.6 万吨，去年同期 24.05 万吨。需求上，由于贸易战背景下未来大豆和豆粕供给趋紧，豆菜粕大价差促使菜粕添加比例增加，菜粕成交良好。相应的油厂菜粕库存连续下降，截至 10 月 19 日油厂菜粕库存仅 1000 吨，去年同期 9500 吨；未执行合同 21.45 万吨，去年同期 11.16 万吨。未来菜粕走势仍然难以脱离豆粕走出独立行情。目前，在贸易战利多和国内政策调控（包括取消豆粕出口退税、推广低蛋白日粮配方等）利空同时存在的情况下，豆菜粕可能有所调整，但贸易战不解决的情况下粕价未来仍可能震荡上行。

三、策略分析

美豆在产量较大及出口数据欠佳等因素的影响下，继续维持弱势震荡局面。美豆粕在 300—330 区域内震荡概率较大。

短期国内粕市场受到港数据及国内政策影响下，维持震荡回调走势，连粕 1901 在 3300 一线支撑较，后期在贸易战不解决的情况下，仍有可能震荡上行触摸 3600 一线，可单边回调试多，策略持

仓可构建牛市持仓组合。

郑州菜粕走势单边跟随连粕走势。RM1901 在 2450 一线支撑较大，可继续试多交易。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com