



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠
电话：020-88523420
邮箱：pcc@gz.jkqh.com
证书编码：F0264831
Z0002326

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

豆粕价格重心有望逐步上移

核心观点：

今年美豆播种面积降幅较大，生长进度整体也落后往年，目前美豆已进入关键生长期，若后面再次遭遇天气问题，那么对美豆将产生一定的支撑，推升美豆价格。中美贸易摩擦问题忽明忽暗、继续困扰市场走向。巴西大豆库存见底，需求旺盛令进口大豆理论成本不断上涨，油厂挺粕心态增强。目前供给增幅有限，而下游需求方面非洲猪瘟疫情持续，终端需求仍受抑制，但随着养殖行业的恢复，豆粕需求会慢慢增加，国内豆粕市场最差的时期可能已经过去。近期中秋节下游备货启动，导致豆粕成交量上升，亦间接证明市场心态的好转。综合来看，目前推动国内豆粕价格上涨的因素主要是进口大豆成本上涨、豆粕库存降低等。后期大豆供给偏紧、生猪养殖业恢复等因素提振下，豆粕价格重心有望逐步上移。

一、美豆

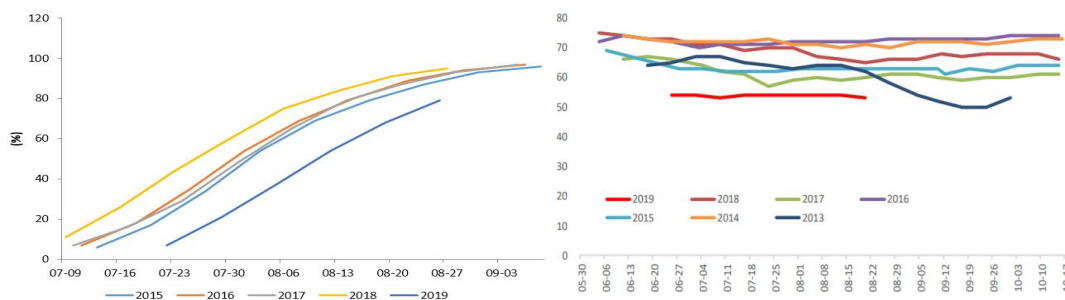
1、美豆产量预期下降，全球库存压力缓解

美国农业部发布的 8 月度供需报告显示，重新调查后的美国大豆播种面积为 7670 万英亩，低于 7 月份预估的 8000 万英亩。美国农业部本月预计今年美国大豆产量为 36.8 亿蒲，较去年较少了约 2350 万吨，同比减少 19%。大豆单产预测数据不变，仍为 48.5 蒲/英亩，高于分析师预期的 47.4 蒲/英亩，低于去年的 51.6 蒲/英亩。美国农业部预计美国 2019/20 年度大豆出口为 17.75 亿蒲，比上月预测值低 1 亿蒲。2019/20 年度美国大豆期末库存预测值下调 4000 万蒲，为 7.55 亿蒲。此次报告产量低于预期，利多美豆价格。虽然本年度阿根廷大豆的产量恢复弥补了部分美豆减产造成的影响，但是全球大豆库存将因此而大幅下滑。

从美国大豆生长情况看，目前美国大豆优良率保持稳定。截至 8 月 18 日当周，美国大豆生长优良率为 53%，前一周为 54%，去年同期为 65%。尽管近来美豆生长速度较快，但综合指标仍明显落后于年均正常水平。考虑到气候将随时间转变，留给美豆优良率等指标翻盘的时间已剩不多。本周美国中央平原、大湖区等中西部大豆带有较大范围降水预期，虽有助改善部分中西部大豆带的干燥，但拖累整体气温水平，不利于大豆长势和优良率拔高。从近期美国本土的大豆、玉米调查情况来看，受播种期恶劣天气影响，美国地区间大豆单产差距大，在结荚率、优良率等指标上有明显的体现，一些机构调查的大豆产量水平同 USDA 前期公布结果有一定出入。综合来看，目前美国相关大豆带存在阴雨寡照天气，不利于美豆相关指标更快提升，美豆已进入关键生长期，在播种面积大幅缩减的情况下，若天气炒作出现，将推升美豆价格，对美豆期价将呈现中性或利多支撑。

图 1：美豆结荚率

图 2：美豆优良率



数据来源：WIND，广金期货投研部

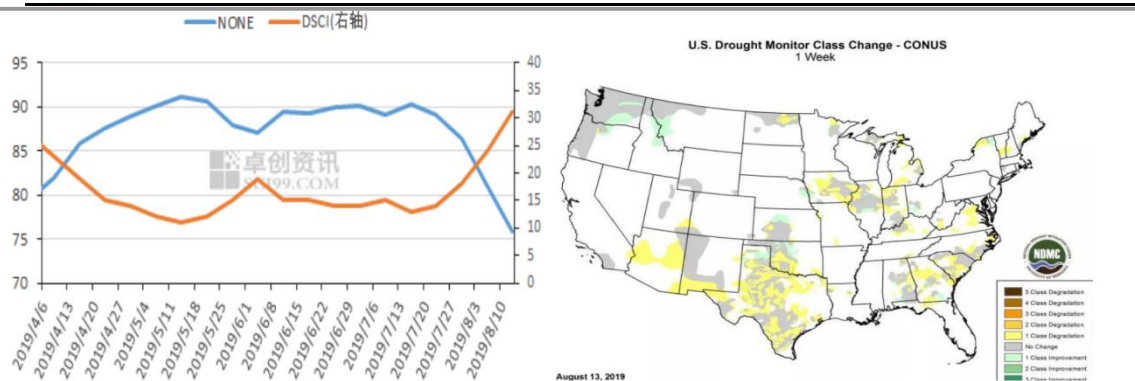
图 3：美豆期价走势



数据来源：博弈大师

图 4：美国周度干旱情况

图 5：周度干旱报告环比变化



数据来源：卓创资讯，广金期货投研部

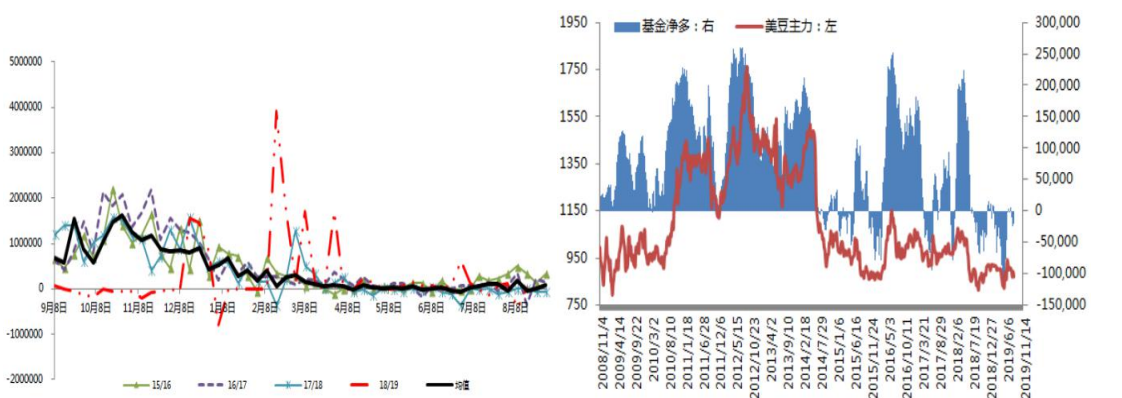
2、中美贸易关系阴晴不定，美豆出口受阻

自 7 月 30 日-31 日,美国和中国的贸易谈判代表在上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商以来,中美贸易关系频繁出现反转。首先美国将一部分产品从剩余 3000 亿美元列表中剔除;而部分商品加征 10%关税的日期将延后至 12 月 15 日。此消息导致美豆上涨国内豆类品种下跌,但随后在 15 日又宣布将对约 3000 亿美元来自中国的进口商品加征 10%的关税。8 月 23 日中美贸易战升级,中国对美约 750 亿美元商品加关税,随后美方宣布,将提高对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税的税率。24 日,中方强势回应,美方严重破坏多边贸易体制和正常国际贸易秩序,必将自食其果。目前贸易关系不确定性仍存,“边打边谈”概率较大。正是因为特朗普政府频繁变脸,就是否推迟对中国产品加征新的关税的决定一变再变,中国买家只能以不变应万变,继续从巴西采购大豆。虽然去年 12 月份以来中美已经进行十几轮谈判,但根本问题仍未得到解决。而且推迟加征关税并不意味着双方停火,目前中国大豆市场一直处于观望之中,买家并未积极询盘美国大豆。中国买家对于在此时购买美国产品持谨慎态度。

美盘上的资金同样纠结,难以选择方向。CFTC 数据看美豆持仓,从 6 月 25 日开始,多空持仓基本一致,叠加目前来回震荡的走势,美豆市场仍在等待方向选择。截至 2019 年 8 月 20 日投机基金在 CBOT 大豆期市上增持净空单,净空单 72,432 手,比一周前增加 5,982 手,作为对比,上周减少 6,363 手。在豆粕市场减持净空单,在豆油市场减持净多单。

图 6: 美豆对华出口量

图 7: 基金在美豆上的持仓



数据来源：WIND，广金期货投研部

3、巴西库存见底，需求旺盛令豆价大幅上涨

中美贸易战加剧，而阿根廷大选的不确定性造成比索汇率贬值，令阿根廷农户囤积大豆作为对冲手段，阿根廷农户继续囤货惜售，因此中国积极订购巴西大豆。8月中旬一周内中国就从巴西采购了 25 至 30 船大豆，相当于大约 150 万至 200 万吨。知情人士称，中国买家大量采购巴西供应，因为买家尚未完成截至 10 月份的采购任务。此外巴西从 9 月份提高生物柴油掺混率，如果将生物柴油掺混率从 10% 提高到 11%，将使得每月大豆需求增加 20 万吨。巴西油籽加工商和中国买家竞购巴西大豆，推动雷亚尔计价的豆价大幅上涨。

中国大量采购巴西大豆，已经造成帕拉纳瓜港大豆价格自 5 月份以来上涨 16%。同期大豆升水也上涨 1.50 美元/蒲式耳。8 月 23 日山东进口大豆分销市场大豆分销价格 3200 元/吨，CBOT 大豆 11 月合约 870 美分，9 月船期对 11 月合约巴西大豆贴水报价 256 美分，折最新进口大豆理论成本 3375 元/吨，按沿海四级豆油格 5550 元/吨，折豆粕理论成本 3162 元/吨，虽然 CBOT 大豆价格运行于相对低位，但是巴西大豆的贴水价格持续上涨，周初时近月装船的巴西大豆贴水价格 228 美分最新的价格涨至 256 美分，上涨 28 美分。从而带来进口大豆理论成本不断上行。巴西大豆的理论成本保持在 3300 元/吨之上，支撑国内的油粕市场行情。国内豆粕价格表现理性，内外价差一直维持高位。虽然巴西迄今为止一直可以满足中国的需求，但是目前库存正在见底。接下来几个月，巴西大豆出口将进入淡季，能够出口的数量有限，随着南美大豆出口高峰过去，而美豆进口仍有较高关税，企业买船意愿较低，国内大豆供应逐渐趋紧，南美大豆的升贴水也已经开始明显上涨。所以虽然美豆盘面上看周线下跌，但是港口大豆升水报价上涨推升了大豆理论成本不断上涨，油厂挺粕心态增强，豆粕价格相对坚挺。

总的来看，目前美豆方面的关注点集中于美豆产量预期以及中美贸易关系变化。今年美豆播种面积降幅较大，播种进度整体也落后往年，目前美豆已进入关键生长期，在播种面积大幅缩减的情况下，若后面再次遭遇天气问题，那么对美豆将产生一定的支撑，推升美豆价格。中美贸易摩擦问题忽明忽暗、继续困扰市场走向市场对此感知疲态。若后期争端升级则外盘整体将是承压表现，反之，如果出现缓和的话，期价运行底部或会上移。由于，中美贸易战升级促使中国避开美国供应，因此中国加快采购巴西大豆，港口大豆升水报价上涨推升了大豆理论成本不断上涨。

图 8：巴西大豆月度出口量

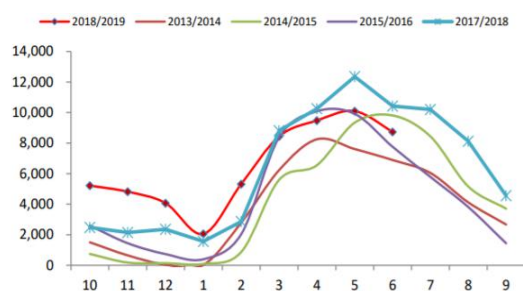


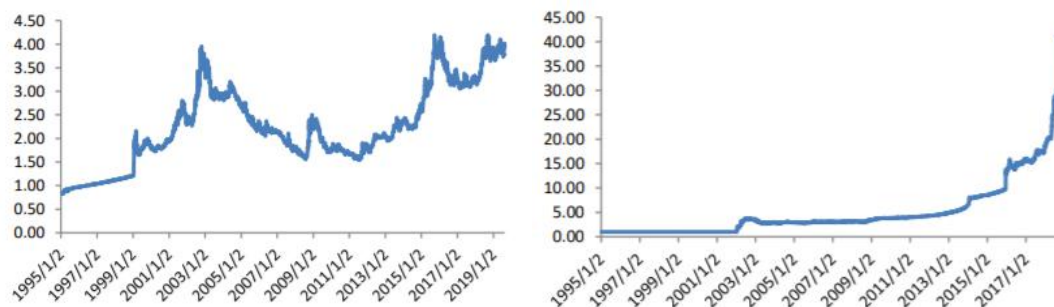
图 9：巴西大豆月度产量



数据来源：WIND 广金期货投研部

图 10：美元兑雷亚尔

图 11：美元兑比索



数据来源: WIND, 广金期货投研部

图 12: 进口大豆 CNF 报价

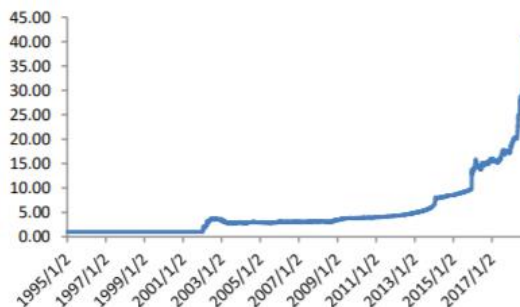


图 13: 进口大豆压榨毛利润



数据来源: WIND, 广金期货投研部

二、豆粕

1、国内三季度大豆供应无虞，四季度偏紧

行业刊物《油世界》称，中国限制进口美国大豆将造成今年下半年的进口大豆供应趋紧。今年 7 月到 12 月期间中国从美国进口的大豆估计只有 800 万吨，从南美和其他地区进口的大豆预计为 4000 到 4100 万吨。美国农业部预计 2019/2020 年度中国大豆进口预计为 8500 万吨，高于上年的 8300 万吨，均比上月预测值调低了 200 万吨，也显著低于贸易战爆发前 2017/18 年度的进口量 9400 万吨。中国农业部将 2018/19 年度中国大豆进口预测数据下调到 8350 万吨，比早先预测值低 150 万吨。

中国海关总署称，今年 7 月份中国进口大豆 864 万吨，高于上年同期的 800 万吨，同比增加 8%，比 6 月份的 651 万吨增加 33%，创下 2018 年 8 月份以来的最高单月进口水平。进口高企的原因在于南美大豆压榨利润提高，产区供应进入高峰期。不过 7 月份的进口量低于市场预期，因为港口卸货耽搁，豆粕需求疲软也导致加工厂产能利用率下滑。今年前七个月中国进口 4691 万吨大豆，同比减少 11%，因为受到贸易战及非洲猪瘟担忧的影响。

截止到 8 月底，国内大豆港口库存在 620 万吨左右。天下粮仓预计 9 月大豆到港预估 900 万吨，第三季度大豆到港数量庞大，估计总到港量为 2800 万吨，大豆供应充足。对于第四季度的大豆供给，10 月大豆到港初步预估下调至 800 万吨，11 月大豆到港初步预估维持 750 万吨。目前这几个月采购量因在中美贸易不确定性而出现小幅下滑。如果中美贸易谈判依旧未有结果，由于巴西可供大豆数量相对不多，12 月以后可能会相对偏紧，12 月之前，供给担忧不大，但巴西大豆升贴水会大幅走高，进口大豆成本会增加明显。

图 14: 中国大豆月度进口量

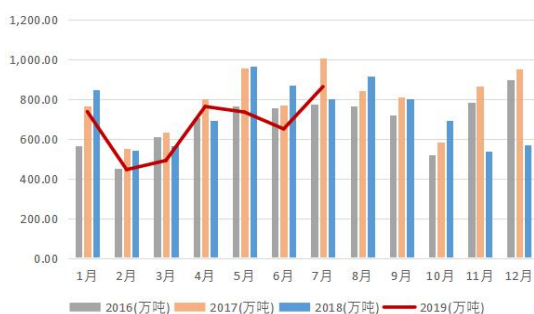
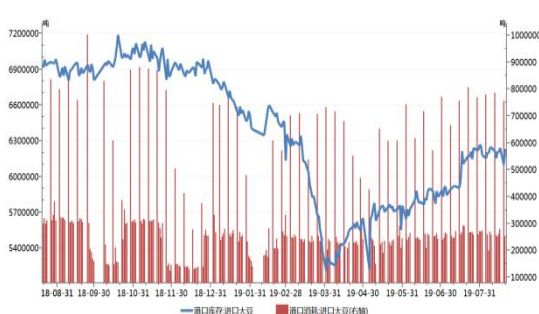


图 15: 进口大豆港口库存

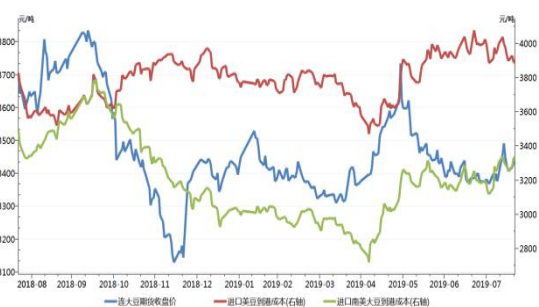


数据来源: WIND, 广金期货投研部

图 16: 进口大豆升贴水情况



图 17: 进口大豆到港成本

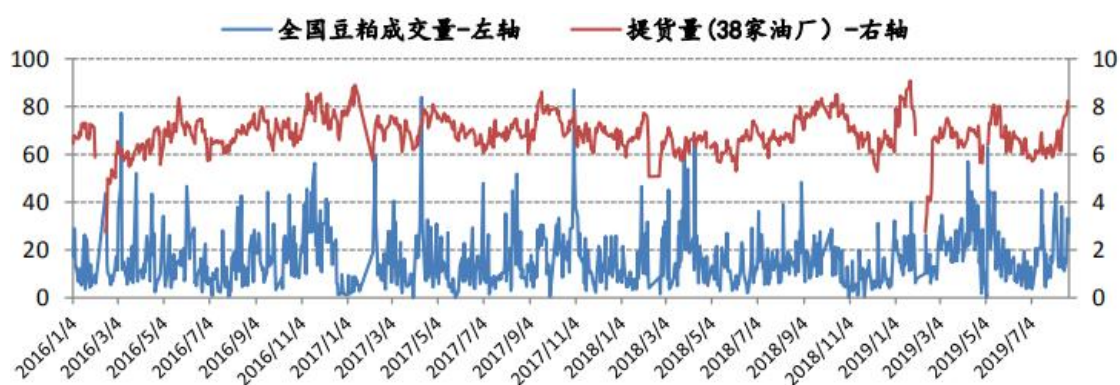


数据来源: WIND, 广金期货投研部

2、下游备货积极，豆粕成交放量

截至 8 月 16 日当周，豆粕基差成交总量 35.10 万吨，现货成交量为 39.14 万吨，周度提货总量为 55.11 万吨。截止 8 月 23 日当周，豆粕成交继续放大，总量在 124.54 万，较去年同期 75.07 万增加 65.89%。周内成交焦点依然在于 10-1 月基差，即 9 月份即之后的去库存预期，且中秋节下游备货启动，刺激下游备货积极性，导致本周豆粕成交量高于上周。按照目前节奏，8 月下旬提货保持转好预期。

图 18: 我国豆粕成交及提货量



数据来源: 天下粮仓, 广金期货投研部

3、库存压力缓解，后期开机率回升

截至 8 月 23 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 84.21 万吨，较去年同期 126.4

万吨减少 33.37%。可见由于 8 月份油厂的停工消化库存，豆粕现阶段库存压力略有缓和。此外由于压榨利润可观，油厂开机积极性较高，本周开机率如期回升，全国各地油厂大豆压榨总量 170.48 万吨，较上周 157.84 万吨增 12.64 万吨，增幅 8%，当周大豆压榨开机率为 47.72%，较上周 44.18% 增幅 3.54 百分点。未来两周开机率将继续回升，下周油厂压榨量将升至 182 万吨左右，下下周压榨量将回升至 185 万吨左右。

图 19：大豆周度压榨量

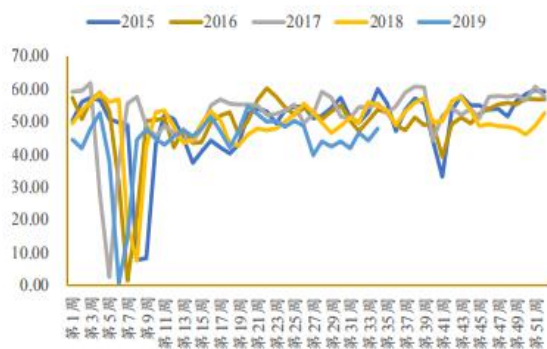
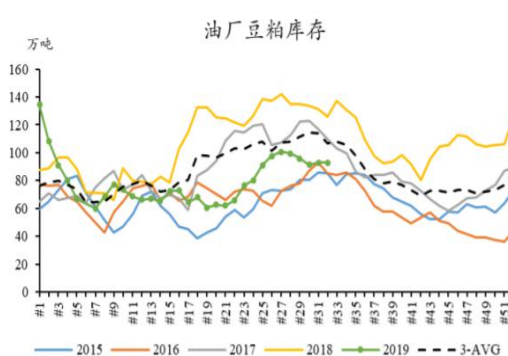
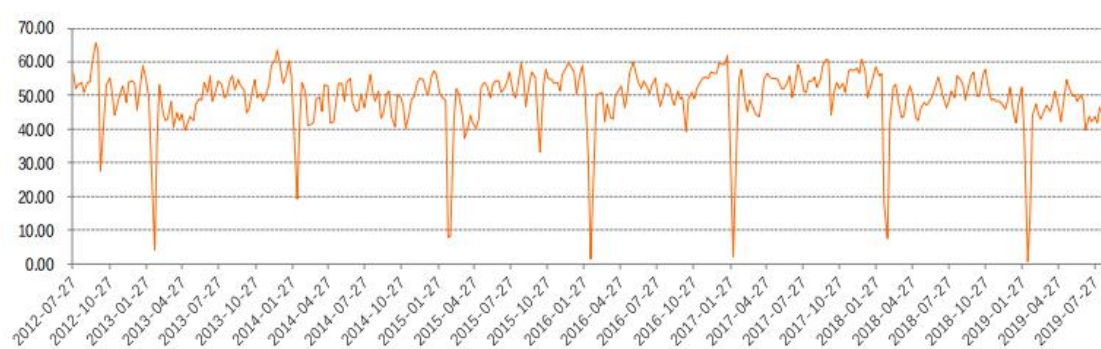


图 20：油厂豆粕库存



数据来源：天下粮仓

图 21：国内油厂开机率



数据来源：天下粮仓

4、猪瘟最难时刻已过，政策助力生猪补栏

需求端来看，非洲猪瘟仍在蔓延。目前部分区域猪瘟有二次复发的消息，两广地区生猪存栏降幅巨大，农业农村部统计数据表明，中国 7 月份生猪存栏较去年同期下降 32.2%，7 月能繁母猪存栏同比下降 31.9%，降幅均大于 6 月份数据。八月份以来生猪与猪肉价格的异常上涨，引起了市场各方的重视。东南沿海地区地区毛猪的价格涨幅明显，明显高于华北、东北地区。在生猪与猪肉价格的飞涨过程中，非洲猪瘟疫情多发无疑是“贡献”最大的。其出现的一年多时间内，国内有上百万头的生猪被扑杀，同时还影响到了养殖户的补栏积极性，导致国内生猪存栏量大幅下滑。除了非洲猪瘟以外，今年上半年环保因素亦对生猪存栏造成较大影响，县、乡查猪圈现象密集，中小型养殖退出现象频发。

8 月 21 日，国常会发文稳猪价。国务院常务会议提出，综合施策恢复生猪生产，取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定，发展规模养殖、支持农户养猪，加强动物防疫体系建设，保障猪肉供应等举措。当前不再对生猪等养殖业一刀切地搞环保和去产能，很多地方政府开始采取各种措施来帮助农民恢复生产，预计这会加快生猪生产的恢复速

度若政策顺利稳定猪价。加上当前出栏一头生猪的利润已高达 800—1000 元，众多的大大小小的养殖企业与养殖户肯定会想尽办法多养猪、养好猪，较为科学的非洲猪瘟预防办法和措施也会得到大面积推广，有望使生猪养殖业恢复规模。推动生猪补栏则有利于豆粕等饲料需求端的回暖，利好农产品。

图 22：生猪存栏变化率

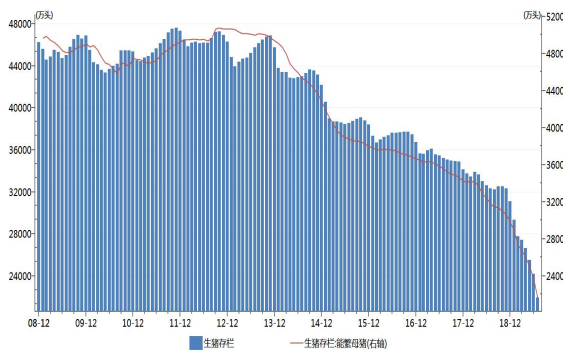


图 23：养殖利润



数据来源：WIND

图 24：猪肉平均价

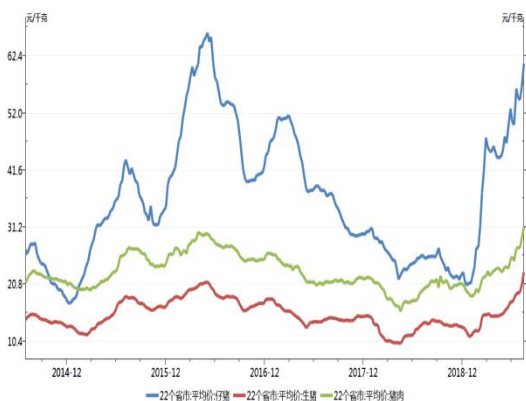
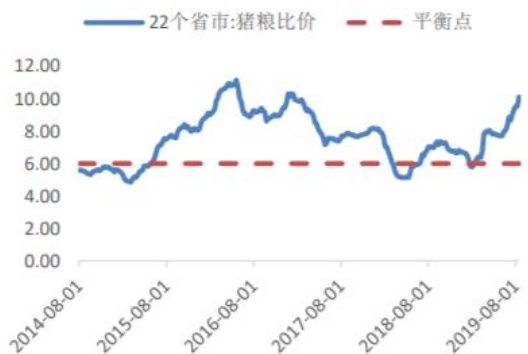


图 25：猪粮比



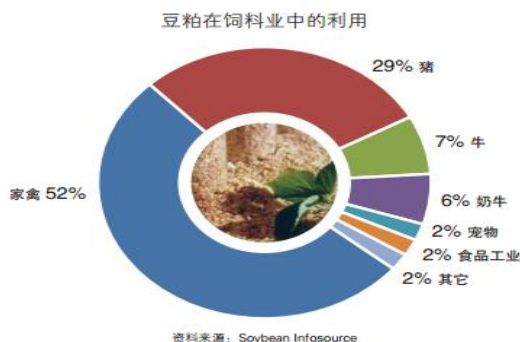
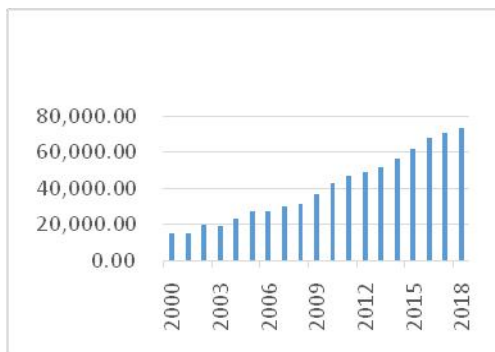
数据来源：WIND

5、蛋禽养殖扩展，提振豆粕需求

与此同时，因生猪出栏量下降，猪肉价格上涨，带动了蛋鸡、肉鸡价格上涨，肉禽养殖利润明显，刺激蛋鸡、肉鸡等其他养殖扩张，行业发展迅速，北方很多养殖企业改变养殖思路，尝试将养猪场转变为肉禽养殖场，获利颇丰，南方相关企业也紧随其后。蛋鸡料、肉鸡料产量增加，一定程度上抵消了生猪存栏量下降导致的粕类需求减少部分。据饲料工业协会统计，今年上半年国内饲料总产量为 9306 万吨，累计同比下降 0.5%。其中，猪料产量为 3630 万吨，同比下降 14%；蛋禽饲料产量为 1303 万吨，同比上升 10.5%；肉禽饲料产量为 3279 万吨，同比上升 12.4%。因此未来豆粕需求端可能更多还要依靠肉禽和蛋禽需求，水产目前预期仍旧较差。随着养殖行业的恢复，豆粕需求会慢慢增加，预期将会继续弥补生猪带来的豆粕消费的下滑，平滑豆粕需求，结合中美贸易摩擦或再次的升级以及以往需求表现来看，预期 8 月国内豆粕需求环比小幅增长。

图 26：豆粕饲料用量

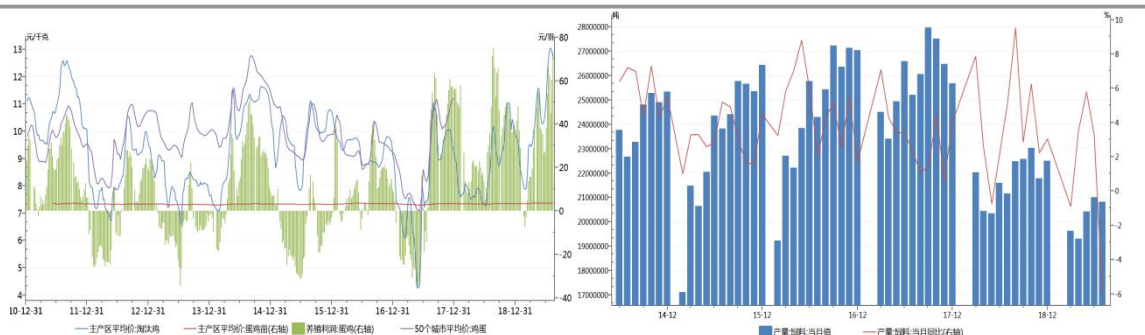
图 27：豆粕在饲料中的利用



数据来源：WIND

图 28：蛋价与养殖利润

图 29：国内饲料产量



数据来源：WIND

三、总结

今年美豆播种面积降幅较大，生长进度整体也落后往年，目前美豆已进入关键生长期，若后面再次遭遇天气问题，那么对美豆将产生一定的支撑，推升美豆价格。中美贸易摩擦问题忽明忽暗、继续困扰市场走向。巴西大豆库存见底，需求旺盛令进口大豆理论成本不断上涨，油厂挺粕心态增强。目前供给增幅有限，而下游需求方面非洲猪瘟疫情持续，终端需求仍受抑制，但随着养殖行业的恢复，豆粕需求会慢慢增加，国内豆粕市场最差的时期可能已经过去。近期中秋节下游备货启动，导致豆粕成交量上升，亦间接证明市场心态的好转。综合来看，目前推动国内豆粕价格上涨的因素主要是进口大豆成本上涨、豆粕库存降低等。后期大豆供给偏紧、生猪养殖业恢复等因素提振下，豆粕价格重心有望逐步上移。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及

有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元
电话：020-38298555

顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层 (528305)
电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼
电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房
电话：0411-84806645

山东分公司

