



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
邮箱：pcc@gzjkqh.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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

连粕震荡筑底

【策略概述】

◆ 核心观点：

目前美豆市场利空因素仍居主导，尤其是中美贸易前景不明，收割推进、上市销售压力来袭，以及投机基金快速地由多翻空等因素令美豆压力重重。但是期价大幅下跌后需要技术调整加上美豆种植成本支撑之下，预计美豆进一步深跌可能性不大，或将在 870 美分附近一线弱势震荡。

国内方面，此前因部分地区环保问题，部分地区缺豆停机，导致国内豆粕库存降至六年低位。随着市场预期港口大豆疏港节奏的加快，预计大豆供给或在 12 月以后有所增加，加上高压榨利润的刺激下，油厂压榨积极性提高，豆粕库存有望中旬以后开始回升。临近双节，生猪出栏或增加，一定程度上限制豆粕短期需求。中美贸易战反复，进口大豆成本反复，导致豆粕短期在多空因素交错中震荡筑底，等待市场进一步提振。后期市场走势仍有较大变量，建议整体仍以谨慎观望为主。

一、行情回顾

美豆主力 01 合约在 11 月初跌破 925 的平台后行情急转直下，下旬期间更是开启了八连跌行情，期价一度触及 867.5，月度累计下跌 5.93%。主要受累于中美贸易谈判进程缓慢，美国大豆收割上市，季节性收获压力沉重等。连粕在美豆的带动下从 11 月初的 2853 跌至 2769，月度跌幅 3.01%，目前围绕 2750 附近震荡。

图 1：美豆主力合约



资料来源：博易大师，广金期货

图 2：连粕主力合约



资料来源：博易大师，广金期货

二、因素分析

1、美豆

(1) 贸易谈判进程缓慢

11 月 26 日，美国总统特朗普在华盛顿表示，目前距离达成贸易协议只差最后一步。两国谈判官员也反复重申将继续谈判，解决未尽事宜。但是仅仅一天后，特朗普就签署了一项支持香港抗议者的法案。虽然考虑到美国两院以压倒性多数通过该法案，意味着特朗普签不签字这一法案都会生效，但是特朗普签署该法案，仍然加剧中美的紧张关系，迅即招致中方

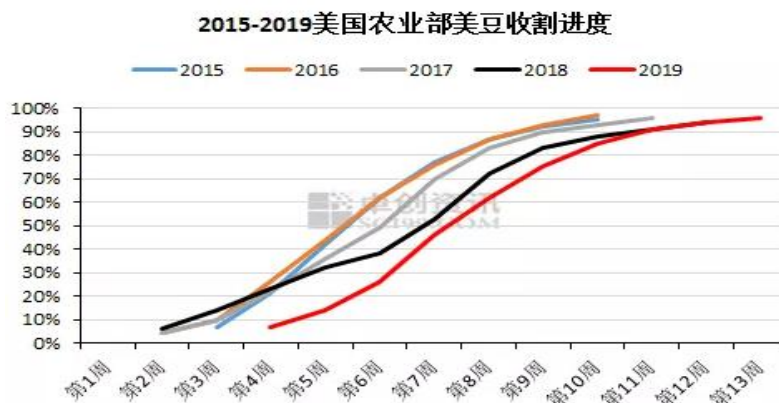
的强烈谴责，也使得特朗普试图结束美中贸易战的努力更加困难。该法案要求根据美国法律每年审议中国香港的特别贸易地位，并且制裁任何滥用人权或者损害香港自治地位的负责官员。美国签署这项新法案正值华盛顿和北京朝着签署第一期协议取得进展。特朗普希望完成这一协议，以便减少他在 2020 年再次竞选总统时的经济不确定性。不过中国商务部发言人高峰称，中美将继续密切沟通，朝着达成第一期协议努力。环球时报的一则推特称，美国承诺取消原计划在 12 月 15 日加征关税，并不等于可以因此不取消之前的关税。

(2) 美豆收割压力来袭

目前美国大豆收割工作接近尾声。美国农业部作物进展周度报告显示，截止到 2019 年 12 月 1 日，美国 18 个大豆主产州的大豆收获完成 96%，上周 94%，去年同期 97%，过去五年均值 99%。在中西部的三大主要大豆产区，伊利诺伊州的大豆收获已经结束，但是印第安纳还有 4% 的大豆等待收获，爱荷华还有 2% 的大豆有待收获。

从出口看，尽管中美贸易谈判再次遭遇政治寒流，但是中国买家并没有因此放慢采购美国大豆的步伐。美国农业部周度出口销售报告显示，截至 2019 年 11 月 21 日的一周，美国 2019/20 年度大豆净销售量为 1,664,100 吨，比上周高出 14%，比四周均值高出 25%。当周中国购入 83 万吨美国大豆，高于前一周的采购量 57 万吨。本年度迄今为止，美国大豆出口销售总量已达 2526 万吨，比上年同期增加 9.5%，其中对中国大陆的销售总量高达 931 万吨，较去年同期的 51.7 万吨提高 17 倍。

图 3：美豆收割进度

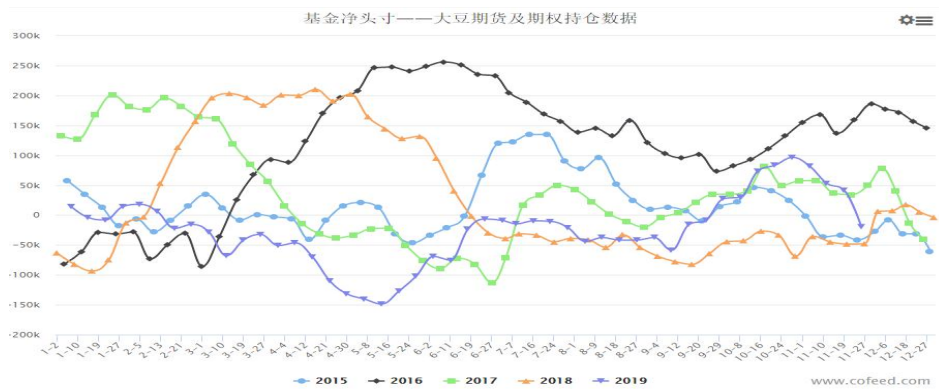


资料来源：卓创资讯

(3) 基金在美豆上大肆翻空

随着此前贸易谈判进程的不确定性愈加明显引发前期投机基金多头平仓抛售，CFTC 发布了截至 11 月 26 日的持仓报告显示，基金在大豆合约上减持多头 7984 手，增持空头 38063 手，净多为 13867 手，净多占比为 1.7%，前周为 7.8%。基金在豆油合约上减持多头 3461 手，增持空头 2708 手，净多为 86624 手，净多占比为 16.3%，前周为 17.9%。基金在豆粕合约上增持多头 1215 手，增持空头 16965 手，净空为 1.7%，前周为净多 2.0%。从基金的持仓结构上看，上周在大豆、豆粕合约上发生了较大的变化，在大豆上大肆翻空，净多下降幅度较快，目前已经接近多空零界点。在豆粕合约上，目前又回归净空状态，结束了前一时期的净多局势。基金持仓结构的变化，意味着美盘豆类商品还将持续一段时日的弱势局势。

图 4：基金在美豆期货及期权持仓数据



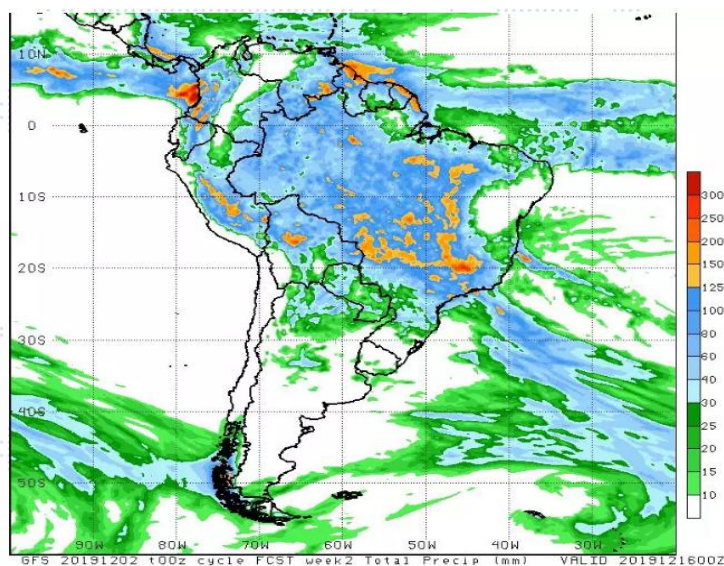
资料来源：CFTC

(4) 南美播种加速，产量预计创纪录

随着南美大豆产区将迎来有利降雨，天气改善提振巴西及阿根廷大豆产量前景，眼下巴西 2019-2020 年度已处于播种的最后阶段。巴西 2019/20 年度大豆播种工作已经完成 88% 到 90%，相比之下，上年同期为 93%，五年平均进度为 85%。马托格罗索州和帕拉纳州的大豆播种工已经基本完成。巴西东北部和南部还有一些大豆播种工作尚未完成。目前巴西大豆种植情况较好，南马托格罗索州的种植仍然较慢，需要继续关注。巴西咨询机构 Agroconsult 称，目前巴西 2019/20 年度大豆播种面积预计达到 9068.8 万英亩，产量将达到 45.56 亿蒲式耳，与早先预测值一致，比上年增长 5.1%。这也令该年度巴西大豆产量均值因此将触及创纪录的 1.227 亿吨，较此前巴西政府上年度的预估值高出 6.7%。Agroconsult 预计 2020 年巴西大豆出口量将达到 27.19 亿蒲式耳，其中 73% 的大豆将出口到中国。

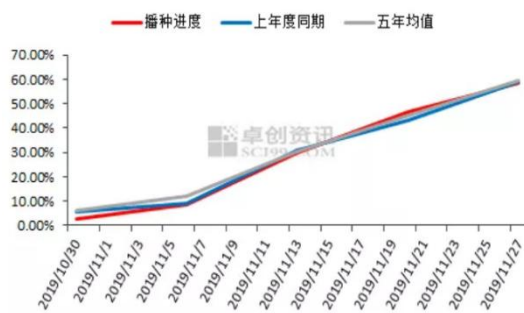
在阿根廷，布宜诺斯艾利斯谷物交易所周度报告称，在截至 11 月 20 日的一周，阿根廷 2019/20 年度大豆播种进度达到 31.3%，高于一周前的 19.7%，比去年同期落后 1.7%。交易所预计 2019/20 年度大豆播种面积为 1770 万公顷，高于早先预估的 1760 万公顷。

图 5：未来两周南美降水预测图



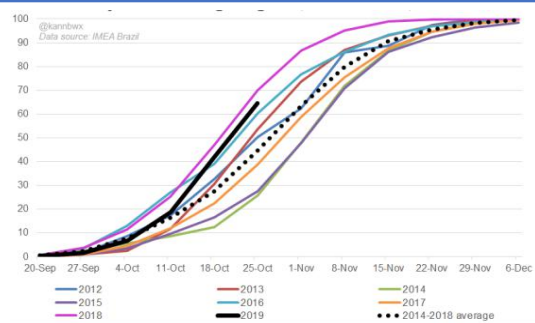
资料来源：FCST

图 6:阿根廷一茬大豆种植进度



资料来源：卓创资讯

图 7:巴西马托格罗索播种进度



资料来源：卓创资讯

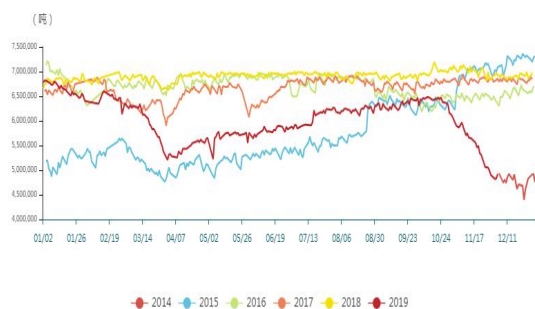
2、豆粕

(1) 中国积极买入南美大豆

近来中美贸易谈判进展缓慢，前景扑朔迷离，所以过去一周中国买家至少采购了 20 船巴西大豆，中国进口厂商 11 月已经完成采购量接近 800 万吨。另外，巴西新豆价格相对有利，也促使买家扩大采购。上周采购的巴西大豆将在明年初交货，届时巴西新豆上市。上周中国还订购了一些美国 and 阿根廷大豆。总的采购量约为 30 船。分析师称，由于围绕美国大豆仍然有很多不确定性，所以锁定一些巴西大豆可能是个不错的对策。

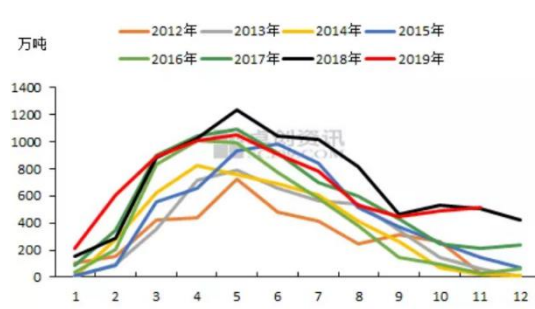
中国海关数据显示，今年 10 月份中国从巴西进口的大豆数量 379.3 万吨，比上年同期减少约 42%，因为进口商推迟采购，期待中美贸易协定签署，严重的非洲猪瘟制约需求。贸易商称，8 月和 9 月份期间，由于许多进口商等着采购美国大豆，错过了采购巴西大豆的机会，这已经影响到 10 月和 11 月的大豆到货量。海关数据显示，10 月份中国从美国进口大豆 114.7 万吨，高于上年同期的 66,955 吨，因为买家在中美贸易休战情况下订购的大豆船货到货。

图 8:进口大豆港口库存



资料来源：Wind

图 9:巴西大豆月度出口量



资料来源：卓创资讯

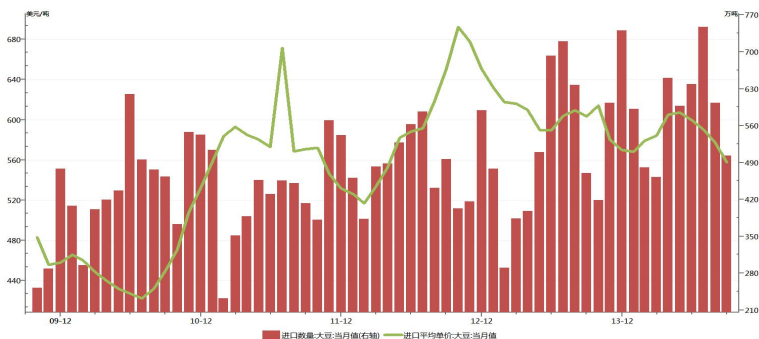
(2) 大豆疏港节奏加快，后期供应改善

11 月 29 日为帮助美国大豆进口到港卸货，中国海关放松了关税保证金政策，允许使用银行保函以缓解港口拥堵。在美国宣称两国贸易协议到了最后关头之际，一度被困在中国沿海货船上的美豆正在重新到港卸货。虽然同意对美国大豆进口豁免 30% 的报复性关税，但买家仍需先支付关税保证金，然后才能寻求退款。

据初步统计，2019 年 12 月份国内主要油厂进口大豆到港量共 136 船，共计约 859.6 万吨（本月船重按 6.3 万吨计），较 11 月预期大幅增加 154.9 万吨。其中华东地区（含沿江地区）32 船约 203.2 万吨；山东地区（含河南）24 船约 151.2 万吨；华北地区 21 船约

132.3 万吨；东北地区 16 船约 100.8 万吨；两广地区 36.5 船约 231.15 万吨；福建地区 6.5 船约 40.95 万吨。美豆期价低位震荡，买船积进，12 月大豆到港充沛。

图 10:大豆进口预估



资料来源：Wind

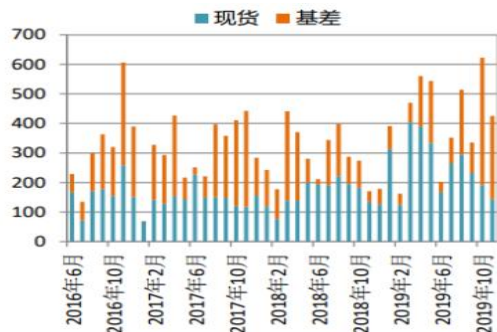
(3) 压榨利润丰厚，油厂开工率持续回升

进口大豆压榨利润丰厚，油厂积极买入。按港口分销大豆均价对应的盘面 1 月合约豆油和豆粕，折算成压榨利润在 180 元/吨左右。在利润高企刺激下，11 月国内油厂开工率持续回升，上周油厂大豆实际压榨量为 161.16 万吨，开机率为 57.16%，较上上周的 153.08 万吨增 5.2%，再前一周压榨量为 154.2 万吨，开机率为 54.69%，可以看出压榨和开机整体呈现恢复状态，油厂整体开工率维持在中等水平。

随着市场预期港口大豆疏港节奏的加快，油厂压榨积极性的变化将决定港口大豆库存水平是否会止降回升。同时，随着市场对大豆供应改善的预期升温，也将制约豆类期价的反弹空间。在后期进口大豆到港充沛的前提下，预计华北的开机率预计将在中旬左右得以提升，唐山中储以及天津京粮停机，达孚恢复开机，预计中旬左右大豆接档后华北整体开机率将明显恢复。

成交方面，上周全国油厂共成交 82.9 万吨，较上上周的 215.19 万吨出现大幅下滑，主要因前期下游采购心态火爆后后期备货情况逐渐减弱，成交下降。价格低迷导致市场心态谨慎，成交量维持低迷态势。截至 11 月 29 日沿海油厂豆粕库存由 37.13 万吨升至 41.37 万吨，连续第二周上升但仍为六年低位。随双节临近大猪出栏可能导致需求下降，未来油厂豆粕库存可能逐渐回升。但在豆粕库存下滑至同期低位的支撑下，豆粕价格破位下跌的可能性将减小。

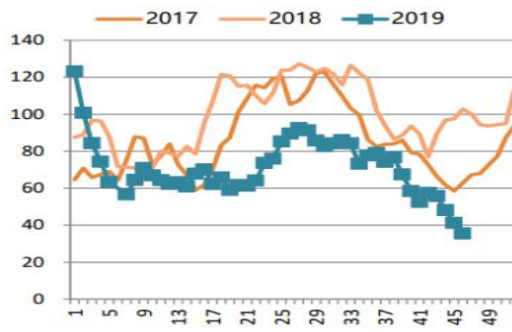
图 11:国内豆粕周度成交情况



资料来源：Wind

图 13:国内豆粕市场成交统计

图 12:油厂豆粕库存

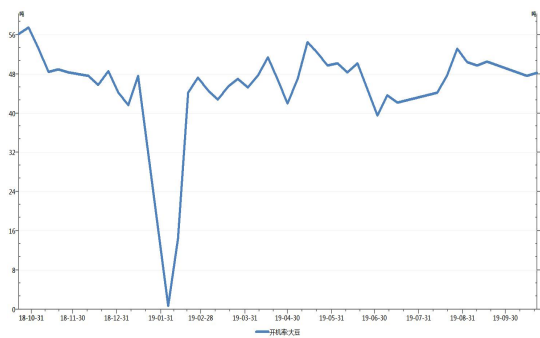


资料来源：Wind

图 14:油厂开机率



资料来源: Wind



资料来源: Wind

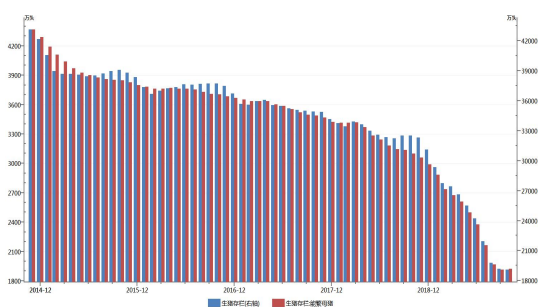
(4) 生猪养殖恢复, 利于豆粕长期需求

目前生猪供给阶段性偏紧, 驱动中长期猪价依旧强势。截至 11 月 21 日全国猪均价 32.78 元/千克, 环比减少 9.96%, 较去年同期大涨 147.5%; 自繁出栏盈利 2220 元/头, 环比减少 15.9%, 同比增加 247.04%。国内猪价居高不下, 制约了鲜肉市场的消费需求, 而冻肉出库积极, 存在冻转鲜的迹象, 拖累了猪价上涨速度。但南方生猪供给偏紧, 驱动南方猪价有继续上涨的迹象, 对猪价构成较大支撑, 短期猪价企稳为主, 中长期趋势上涨格局不变。

全国规模养殖场生猪产能底部回升。数据显示, 10 月全国年出栏 5000 头以上的规模猪场存栏环比增长 0.5%; 能繁母猪存栏环比增长 4.7%, 生猪存栏环比止跌回升。其中, 东北、西北和黄淮地区生猪恢复较快。从数据中可以看出虽然能繁母猪存栏相比上月有所好转, 但短期内生猪供应紧缺的局面难以恢复正常。其中中南区试点禁止非中南区的活猪(种猪、仔猪除外)调入中南区将在 11 月 30 日开始执行, 该政策将对部分地区猪价形成一定冲击。对于后期价格走势, 预计春节前猪价受生猪供应不足的影响而止跌回升, 但节前出栏增加意味着对豆粕需求的疲软。

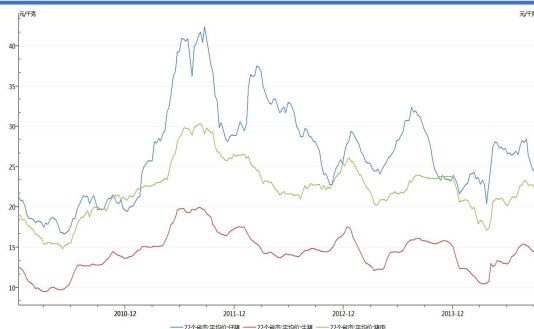
随着能繁母猪存栏环比增加, 意味着在疫情防控力度加强和疫情稳定的情况下, 明年上半年生猪产能将趋于稳定。此外, 规模养猪场生产恢复较快, 年出栏 5000 头以上的猪场, 生猪存栏量和能繁母猪存栏量出现连续 3 个月的环比增长。根据猪周期理论, 能繁母猪需要 114 天才能生产仔猪, 仔猪经过两个月成为小猪, 再经过 4 个月成为肥猪, 此时可以出栏。这一过程, 需要半年多的时间。随着能繁母猪产能的回升, 明年生猪存栏量也将回升, 有利于豆粕长期需求的恢复。

图 15: 生猪与能繁母猪存栏量情况



资料来源: Wind

图 16: 中国 22 省市仔猪、生猪和猪肉价



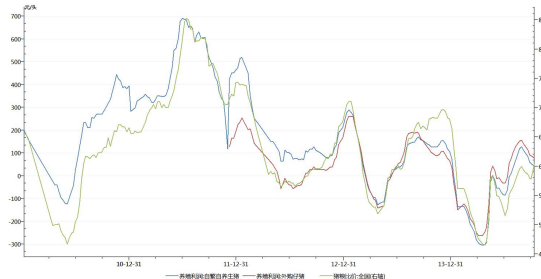
资料来源: Wind

图 17:饲料产量当月同比



资料来源：天下粮仓

图 18:养殖利润与猪粮比



资料来源：Wind

三、后市研判

总的来看，目前美豆市场利空因素仍居主导，尤其是中美贸易前景不明，收割推进、上市销售压力来袭，以及投机基金快速地由多翻空等因素令美豆压力重重。但是期价大幅下跌后需要技术调整加上美豆种植成本支撑之下，预计美豆进一步深跌可能性不大，或将在 870 美分附近一线弱势震荡。

国内方面，此前因部分地区环保问题，部分地区缺豆停机，导致国内豆粕库存降至六年低位。随着市场预期港口大豆疏港节奏的加快，预计大豆供给或在 12 月以后有所增加，加上高压榨利润的刺激下，油厂压榨积极性提高，豆粕库存有望中旬以后开始回升。临近双节，生猪出栏或增加，一定程度上限制豆粕短期需求。期货盘面上看，连粕低迷的走势，难以吸引增量资金入场，11 月以来的资金量稳定在 70 亿元左右，持仓量维持在 510 万张附近。持续下跌后，市场点价心态渐起，认为此处为短期低点附近的观点逐步增多。但从盘面看 05 仍没有反弹迹象，消息面也缺乏足够支撑，中美贸易战反复，进口大豆成本反复，导致豆粕短期在多空因素交错中震荡筑底，等待市场进一步提振。后期市场走势仍有较大变量，建议整体仍以谨慎观望为主。

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

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

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

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号

电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层

电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603

