

进口大豆成本推动

豆粕重心震荡上移

豆粕月报

观点及操作建议:

目前市场情况是巴西港口大豆贴水高于美湾报价，但低于加征25%关税美豆进口价格，那么决定巴西进口大豆成本靠左移还右移，主要由巴西大豆供应状况和中国采购需求决定，但若中美贸易缓和，理论上巴西大豆移出升水。虽然由于中国买家担心第四季度大豆采购不足，进口大豆成本重心上移，以及人民币贬值预期短期难以逆转，豆粕中期震荡为主，但目前国内油厂豆粕库存高企，且饲料厂强制被动下调蛋白粕配方，需求预期在下调，将反馈抑制巴西贴水走高。综上，我们认为国内豆粕价格重心是震荡上移，但由于需求低迷，缺乏大幅走高动能。风险：中美贸易战预期松动。

操作策略:

策略：豆粕维持逢低做多思路，但不追高，其中连粕1901合约背靠3000-3050做多，破2930止损，第一目标位3300，第二目标位3400。

有库存贸易商采取高抛低吸滚动的购销策略，没有库存的贸易商建议现货可随行就市。

风险因素：USDA8月单产超预期，中美贸易战预期松动。

作者姓名：牟启翠

邮箱 mouqicui@csc.com.cn

电话：023-81157290

投资咨询从业证书号：Z0001640

发布日期：2018年08月03日

相关研究报告

2017.01.01	供应压力凸显，豆粕弱势震荡
2018.01.01	市场供应有收紧趋势，价格重心震荡上移

农产品研究团队

田亚雄 研究员

联系电话：023-81157339

投资咨询资格编号：Z0012209

牟启翠 研究员

联系电话：023-81157290

投资咨询资格编号：Z0001640

石丽红 助理研究员

联系电话：023-81157285

魏鑫 助理研究员

联系电话：023-81157285

一、行情回顾

图 1：大商所豆粕 1901 合约周 K 线走势(元/吨)


数据来源：博易大师，中信建投期货

图 2：CBOT 美豆连续合约周 K 线走势（美分/蒲式耳）


数据来源：博易大师，中信建投期货

7 月份，芝加哥期货美豆先抑后扬，截止月末，11 月合约收高 38.5 蒲式耳，涨幅 4.38%，报收于 918 美分蒲式耳。月初由于中美加征关税落地，美豆延续 6 月跌势，美豆价格最低来到每蒲式耳 826 美分，创 2009 年以来新纪录，随着利空情绪释放，种植成本支撑，空头获利回补，价格反弹至 850 美分；7 下半月，在周度出口数据强劲下，美豆走出一波低位反弹行情，最高反弹至 922 美分。

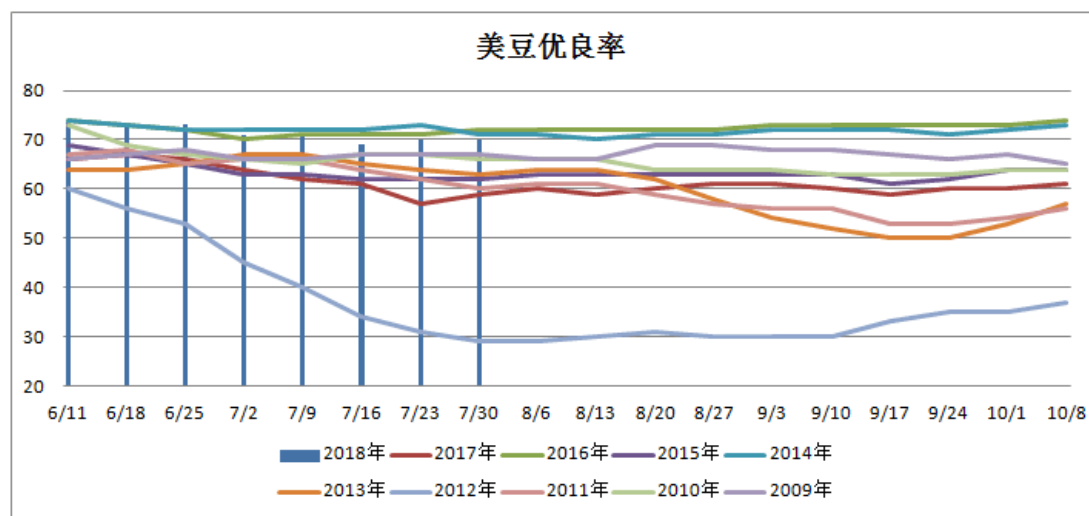
7 月份连粕先抑后扬，上半月由于中美贸易战互加关税落地，且现货市场需求不认可，连粕高开低走，豆粕 01 合约最低回落至 3063 元/吨，随后在美豆反弹带动下，价格震荡走高，月末报收于 3228 元/吨，较上月涨 11 元/吨，涨幅 0.34%。豆粕现货市场涨跌互相，波动幅度收窄，截止月末，沿海豆粕现货报价在 2960-3100 元/吨一线，较月初涨-30 至 30 元/吨。

二、价格影响要素分析

2.1 美豆优良率趋好，单产或创新高

2017 年美国作物区天气总体正常，大豆生长情况好于去年同期。据美国农业部最新生长报告显示，截至 7 月 29 日当周，美国大豆优良率为 70%，高于分析师 69%，前一周为 70%，去年为 59%；美豆开花率为 86%，前一周为 78%，去年同期为 80%，五年均值为 77%；结荚率为 60%，前一周为 44%，去年同期为 45%，五年均值为 41%。由于目前大豆生长情况良好，优良率 70%，好于去年 59%，估计单产水平高于 49.1 蒲式耳/英亩，若截止 8 月底，美豆优良率若能保持在 69% 或以上，那么自 1988 年以来数据观察，单产均值较趋势单产高出 5-15%，那么意味着单产估计在 51-53 蒲式耳/英亩以内，或高于 2016 年 52.1 蒲式耳/英亩的单产纪录。

图 3：美国大豆优良率（%）



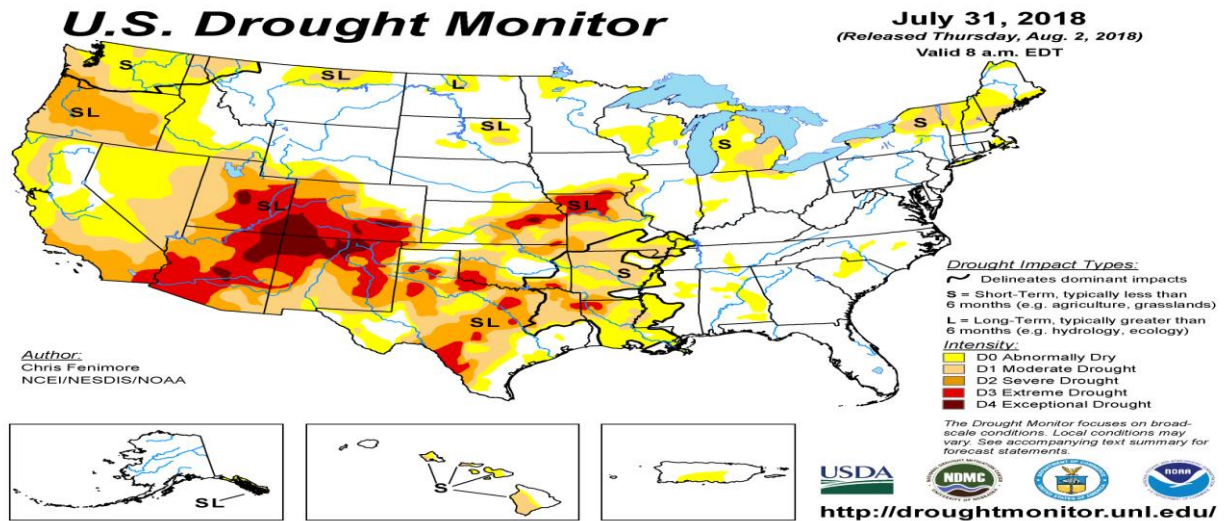
数据来源：USDA、中信建投期货

7月美国大部分地区的气温都高于平均水平，西部、西南、南部和东北部气温追溯到124年前位于历史上最热的第三个纪录。美国中西部和西北部大部分地区7月的总降水量均低于平均值。我们也可以看到大豆优良率由6月下旬73下降至70。由于8月中上旬大豆处于关键结荚期，若近期产区干旱不能得到缓解，优良率下降将直接影响大豆单产。

美国政府8月2日发布的干旱监测周报（U.S. Drought Monitor）显示，过去一周里美国的无干旱面积总体下滑至45.58%，低于去年同期的69.48%，超级干旱面积1.61%，较上周回落0.01%，低于去年同期0.76%（具体情况见表1）。今年美国干旱情况较去年严重，且在持续发展；地区上看，今年干旱重灾区主要在南部及西南地区，而大豆种植地带的中西地区和平原地区虽然总体干旱面积继续扩大但干旱程度低，仅堪萨斯州及密苏里州干旱较为严重，密歇根州和爱荷华州仅有轻度干旱。考虑到8月大豆陆续进入灌浆结荚期，对水分需求量大，干旱对大豆生长越发敏感，一旦干旱严重州的不到缓解，单产将受影响，美豆价格将快速兑现天气升水。

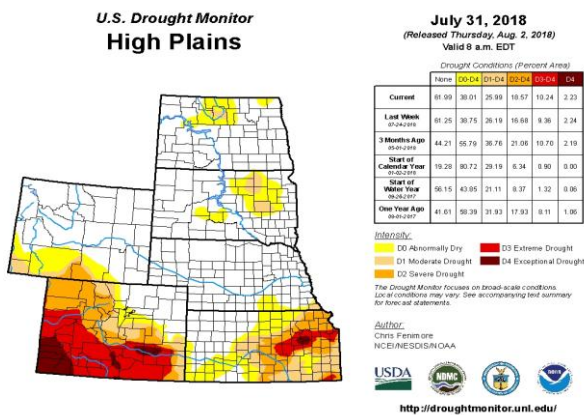
根据干旱监测中心展望显示，8月份堪萨斯州东北、密苏里州西北部及爱荷华州南部干旱情况仍将持续，密歇根州总体干旱有好转。后期重点关注中度重度干旱州的改善情况。

图 4：美国周度干旱监测情况：



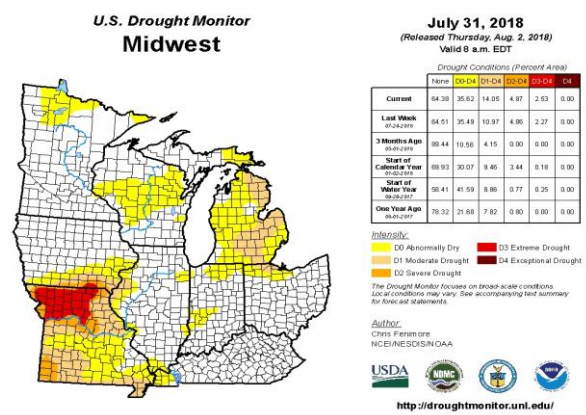
数据来源：U.S.Drought monit

图 5：平原地区干旱情况



数据来源：U.S.Drought monit

图 6：中西部地区干旱情况



数据来源：U.S.Drought monit

表 1：美国干旱监测情况：

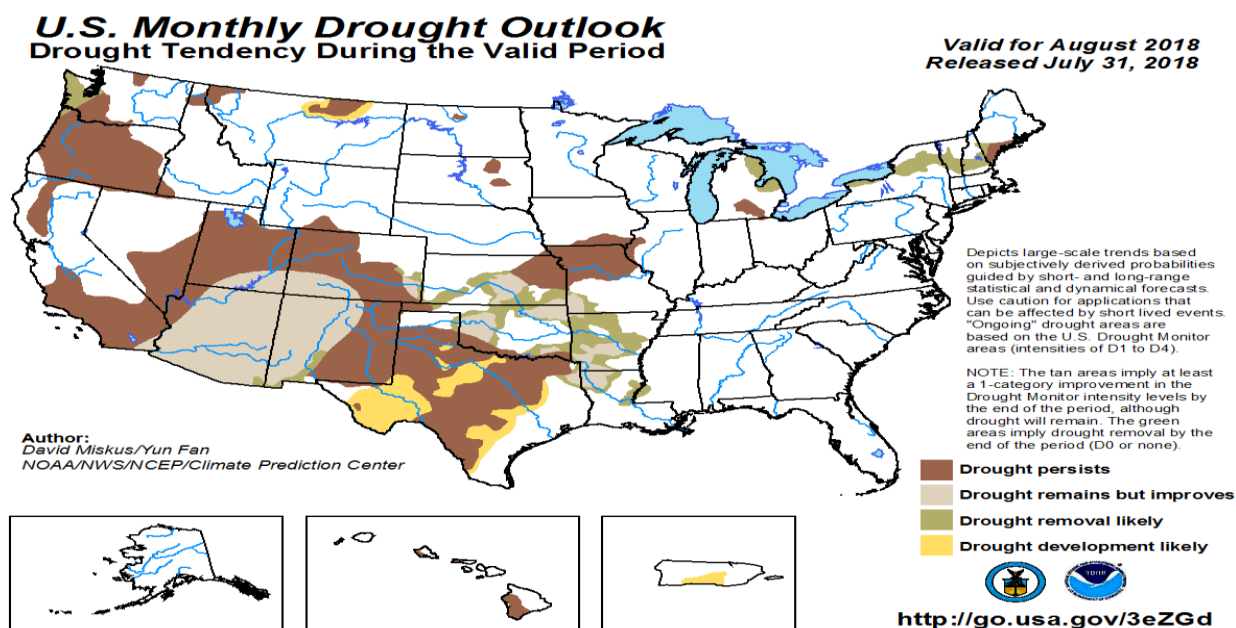
表1：美国干旱评级数据（不包括阿拉斯加、夏威夷和波多黎各）

时间	日期	无干旱	D0	D1	D2	D3	D4
当前周	2018/07/31	45.58	20.29	14.72	10.9	6.9	1.61
上周	2018/07/24	46.49	21.28	12.91	10.67	7.04	1.62
三个月前	2018/05/01	57.24	14.15	12.28	7.43	6.69	2.2
日历年初	2017/12/26	45.31	28.32	21.42	4.12	0.83	0
水年度初	2017/09/26	63.07	23.11	8.83	2.63	1.49	0.87
去年同期	2017/08/01	69.48	18.75	6.54	2.63	1.84	0.76

注：D0为反常干燥，D1为中度干旱，D2严重干旱，D3极度干旱，D4超级干旱

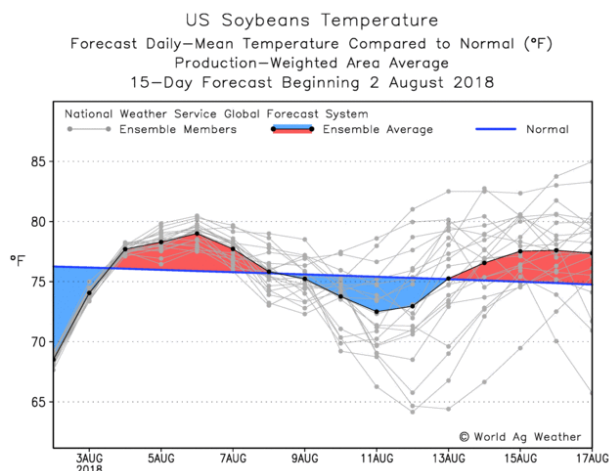
数据来源：U.S.Drought monit

图 7：美国 8 月份干旱情况展望：



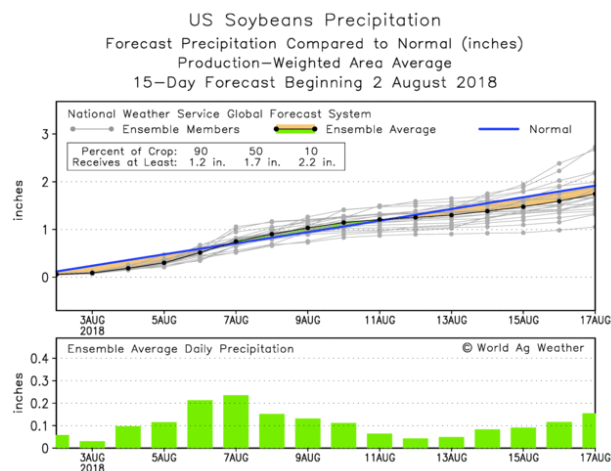
数据来源：U.S.Drought monit

图 8：美国未来 15 天气温异常情况



数据来源：NOAA

图 9：美国未来 15 天降雨异常情况



数据来源：NOAA

2.2美豆出口预期好转

周度出口继续加快，本年度美豆出口预期好转，下一年度出口销售乐观。截止7月26日当周，当月累计美豆出口装船282万吨，去年同期为184万吨，增幅53.26%；当前年度美豆出口装船累计达到5237万吨（上年度5472），未装船576万吨（上年度540），年累计销售量达到5813万吨，高于USDA预计的5674万吨，但低于上年度6012万

吨；2018/19年度累计销售1037万吨，高于上一年同期的639万吨，增幅62.28%。

由于中国对美豆加征25%关税，转向巴西买豆，市场预期美豆出口不乐观，但事实上6月中旬以来美豆出口数据情况向好(具体见表2)，我们认为主要原因是，今年阿根廷大幅减产国内大豆需求不足转向进口美豆，其次巴西大豆基本都被中国买家购买，原来在巴西采购大豆的欧盟国家转向美国采购，最后由于贸易战利空影响，巴西大豆相对美豆价差扩大到每吨60美元，结合7月初美豆大幅下挫，便宜的美豆价格刺激欧盟、埃及及印尼等需求国增加对大豆的采购。

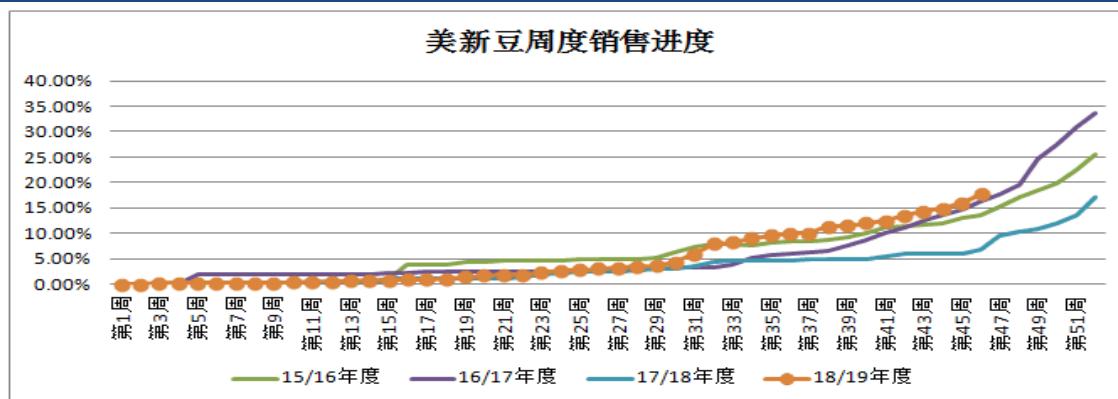
7月25日，欧盟委员会主席容克和美国总统特朗普会谈后宣布了一份声明，其中内容之一为欧盟同意将增购美国的大豆。由于欧盟每年大豆进口量在1400万吨，去年从美国进口大豆476万吨，低于三年均值504万吨，若欧盟履行协议扩大对美豆进口，那么增量也就在800-1000万吨。我们认为在，在出口预期极端悲观情况下，市场看到欧盟出口增量，虽然不能完全替代中国约3000万吨进口需求，但边际上有改变，且受成本支撑，美豆价格阶段性底部825-850区间可以确定。此外进入8月巴西大豆出口接近尾声，今年阿根廷大豆大幅减产，那么9月至明年2月这段时间全球大豆出口还只能依赖美豆，所以美豆出口不会太差。

表 2：美国大豆周度出口情况（吨）

日期	17/18美豆周出口装船	去年同期	同比增速%	周净销售	去年同期	18/19年度未装船量	上年同期
2018-06-14	912,446.00	296,131.00	208.12	222,144.00	111,182.00	6,881,176.00	3,440,545.00
2018-06-21	500,463.00	344,238.00	45.38	358,513.00	312,414.00	7,523,446.00	3,442,545.00
2018-06-28	937,827.00	278,669.00	236.54	561,646.00	365,521.00	7,982,168.00	3,515,770.00
2018-07-05	733,560.00	407,368.00	80.07	158,607.00	228,041.00	8,253,008.00	3,970,770.00
2018-07-12	546,975.00	357,968.00	52.80	194,106.00	409,558.00	8,866,358.00	5,493,318.00
2018-07-19	680,261.00	433,963.00	56.76	394,819.00	163,674.00	9,830,178.00	6,025,162.00
2018-07-26	856,438.00	637,737.00	34.29	93,670.00	157,538.00	10,373,462.00	6,392,674.00
合计	5,167,970.00	2,756,074.00		1,983,505.00	1,747,928.00		

数据来源：USDA，中信建投期货

图 10：美国大豆下一年度销售进度（%）



数据来源：USDA，中信建投期货

2.3 进口巴西大豆成本高企

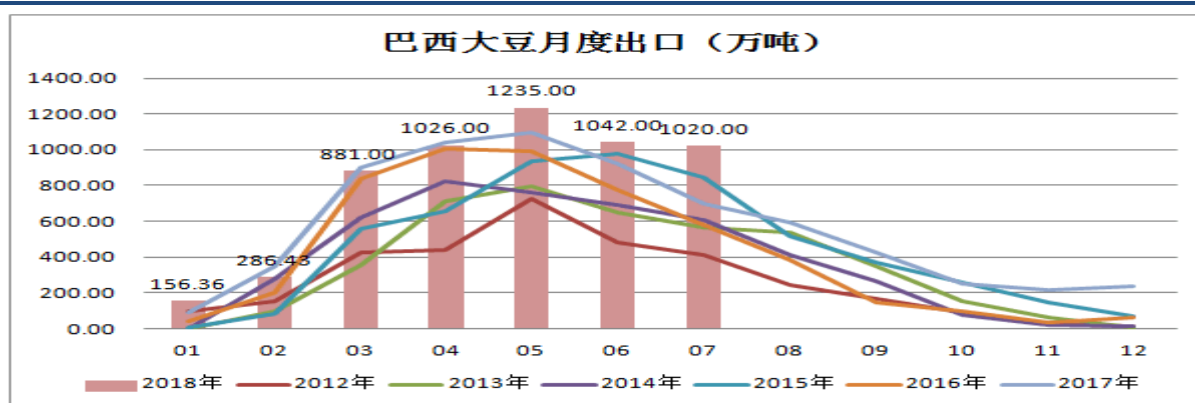
今年巴西大豆出口旺盛。巴西贸易部公布数据显示，7月大豆出口1020万吨，较6月回落22万吨，较去年同期696万吨增加45.55%，年初迄今累计出口5647万吨，较去年同期5094万吨增加553万吨，增幅10.84%。7月23日消息，Abiove机构预期巴西大豆出口量将达到7350万吨，此前预期为7210万吨。根据往年规律4-8月为巴西豆出口旺季，若按7350万吨目标计算8-12月还有1703万吨大豆出口（去年同期出口1721万吨）。

5月下旬巴西国内刚刚经历了长达10日的卡车司机大罢工，造成港口大豆供应受阻，虽然6月初罢工已进入尾声，港口运输有望陆续恢复，但由于今年巴西经济大幅下滑，货币贬值达18%以上，且10月面临总统大选，政局不稳，不排除8-11月罢工事件重演，存在国内运力风险，延误巴西大豆出口。

进口巴西大豆成本高企原因：1）对美豆增税25%后，中国需求基本转向南美市场，抬高巴西出口报价，截止7月31日，巴西港口大豆8月船期贴水报价为310，较美湾的168高出142，进口大豆成本价较美豆高出13.76%；2）巴西约70%化肥依赖进口，而货币贬值预期仍在，加大种植成本；3），巴西国内运费僵局还未得到解决，运力受阻导致港口大豆库存过低；4）国际原油价格上涨抬高运输成本。风险：贸易战缓和，原油大幅下跌。

巴西2018/19年度播种面积继续增加是大概率事件，主要是基于中国对美豆需求转向巴西市场。咨询机构Datagro7月31日称2018/19年度巴西大豆种植面积预计增加3%，创纪录高位。此外，部分机构预计巴西大豆播种面积将较上年3510万公顷提高100-170万公顷。我们认为今年巴西扩种预期在2-5%以内，但警惕由于巴运费问题未能解决，延误大豆播种进度，导致播种面积不及预期。

图 11：巴西月度大豆出口走势（万吨）



数据来源：USDA，中信建投期货

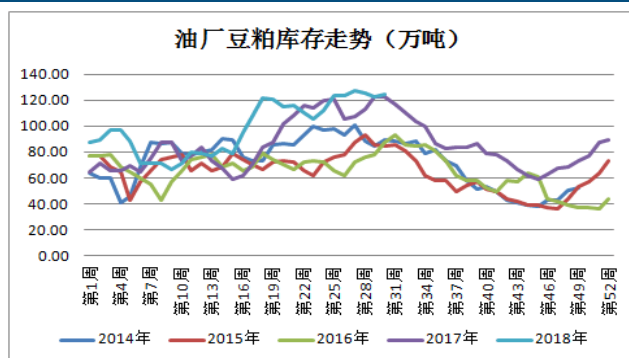
2.4 豆粕去库存化

由于中美贸易战升级，中国买家将美西大豆洗船，且巴西因工人罢工，国内运力瘫痪，装船延迟，7月进

口大豆到港量严重不及预期，到港量预计为 856 万吨，低于预期的 930 万吨。根据天下粮仓数据显示：截止 7 月 27 日，7 月迄今大豆到港 695 万吨，低于预计的 856 万吨，主要是因大豆仓容满库，导致油厂大豆滞留港口，排队卸货，8 月大豆到港预计在 850 万吨，9 月预计在 800 万吨，10 月预估在 630 万吨。8-10 月累计进口大豆预期在 2280 万吨，较去年同期增 1.69%，我们认为虽然大豆进口量同比有增量，但鉴于中美贸易战仍有不确定性，8 月后巴西国内大豆出口进入尾声出口能力下降，以及今年 10 月巴西总统选举，时间逐步临近，国内政局动荡风险加大，罢工事件仍有恢复可能，进口大豆有延误风险。

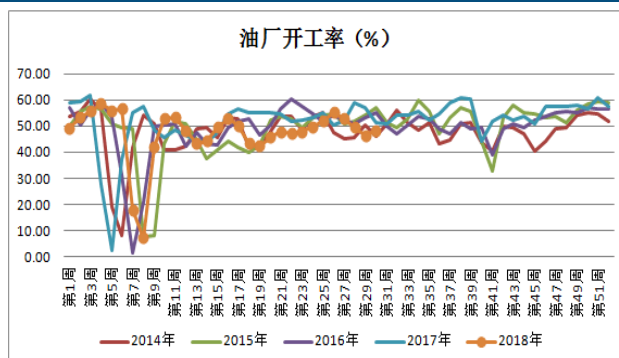
7 月豆粕库存虽有一定下滑，但绝对值仍处于高位，豆粕现货反弹依然有压制。截止 7 月 27 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 124.86 万吨，较 6 月底库存 123.91 万吨增加 0.95 万吨，但较月内高点 127.21 万吨回落 2.35 万吨，较去年同期的 122.76 万吨增加 1.71%。经过 7 月两周时间油厂胀库停机，豆粕库存增加动能在减弱，库存有一定下滑，虽然由于进口成本推高导致走货不顺畅，但鉴于第四季度季节性消费旺季来临，年内拐点出现概率大，进入去库存阶段。

图 12：近几年油厂豆粕周库存量走势(万吨)



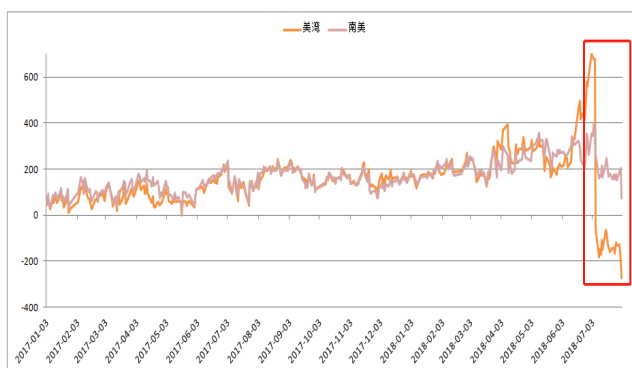
数据来源：天下粮仓、WIND

图 13：全国油厂开机率(%)



数据来源：天下粮仓、中信建投期货

图 14：国内进口大豆盘面压榨毛利润(元/吨)



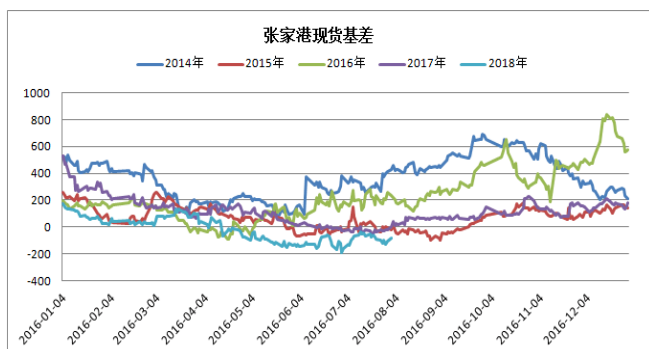
数据来源：WIND、中信建投期货

图 15：各港口进口大豆预报量(万吨)

8月进口大豆预报(万吨)	
地区	进口数量
华东	244.2
华北	127.6
山东	176.8
广西	82.5
广东	107.3
福建	41.5
东北	58.5
合计	838.4

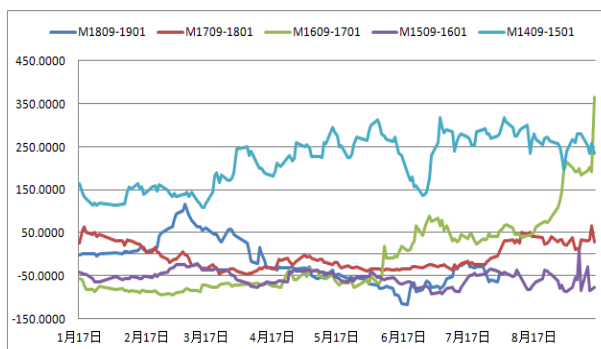
数据来源：天下粮仓、中信建投期货

图 16：国内进口大豆现货基差走势（元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 17：连粕 09 与 01 合约价差（元/吨）



数据来源：天下粮仓、中信建投期货

2.5 短期下游需求仍低迷

7月份生猪价格震荡上涨，猪粮比持续好转。截止月末，全国生猪平均价格为12.78元/公斤，较上月同期的11.08元/公斤上涨了1.7元/公斤，涨幅为15.3%，较去年同期的13.47元/公斤下跌了0.69元/公斤，跌幅为5.1%；猪粮比为6.79:1，较上月的6.18:1上涨9.9%，较去年同期的7.28:1下跌了6.7%。

由于生猪价格带动，养殖业摆脱亏损局面，截止8月3日，自繁自养生猪养殖利润为76.22元/头，结束长达5个月的亏损。进入8月后，因当前高温、高湿天气影响，生猪疫情突出，市场标猪供应偏紧的情况持续，预计上中旬猪价适度上涨，但由于8月后期的供应量相较之前会有所增加，加上8月仍处于三伏天，高温持续，猪肉消费仍旧不佳，猪价仍旧缺乏持续大幅上涨基础，预计下旬猪价呈现震荡小幅回调整理的走势。8月生猪价格震荡偏强，生猪养殖业基本摆脱亏损局面继续好转，增强下游补栏意愿，由于8月天气高温，生猪疫情发生概率大，若短时间集中爆发，对豆粕需求有冲击。

7月底，国家发改委召集各大饲料企业召开会议，询问低蛋白日粮的可能性，及蛋白可替代原料情况。国家强制执行调低蛋白比例，预计将对豆粕需求会有一定影响。

据农业农村部最新数据显示，6月生猪存栏下降至32601万头，比上个月减少1.2%，比去年同期减少1.8%。能繁母猪存栏降至3242万头，比上个月减少1.3%，比去年同期减少12.9%，生猪存栏较低，豆粕终端需求仍有限。综上，由于国家强制执行调低蛋白比例，8月高温生猪疫情事件风险加大，豆粕需求短期仍将受抑制，但中长期看养殖业利润逐步好转，有利于提高补栏积极性。

三、展望及策略

虽然中美贸易争端有继续升级可能，但是贸易战对美豆价格影响在衰减。美豆价格走势重回基本面指引。8月大豆进入灌浆期，对水分更为敏感，一旦天气不利，价格容易走出天气升水，此外考虑到欧盟将加大对美豆

进口，以及阿根廷大豆大幅减产需进口原料满足压榨需求，美豆出口预期由前期悲观逐渐好转，对于目前美豆890美分价格来说基本处于成本线附近，后期有天气炒作和出口强劲的升水空间。然而由于今年大豆生长情况好，优良率高于去年同期，那么我们认为USDA8月份上调2018/19年美豆单产到50以上是大概率事件，将抑制价格的反弹。因而我们认为美豆缺乏趋势行情，维持在840-950区间震荡。

目前市场情况是巴西港口大豆贴水高于美湾报价，但低于加征25%关税美豆进口价格，那么决定巴西进口大豆成本靠左移还右移，主要由巴西大豆供应状况和中国采购需求决定，但若中美贸易缓和，理论上巴西大豆移出升水。虽然由于中国买家担心第四季度大豆采购不足，进口大豆成本重心上移，以及人民币贬值预期短期难以逆转，豆粕中期震荡为主，但目前国内油厂豆粕库存高企，且饲料厂强制被动下调蛋白粕配方，需求预期在下调，将反馈抑制巴西贴水走高。综上，我们认为国内豆粕价格重心是震荡上移，但由于需求低迷，缺乏大幅走高动能。风险：中美贸易战预期松动。

策略建议：豆粕维持逢低做多思路，但不追高，其中连粕1901合约背靠3000-3050做多，破2930止损，第一目标位3300，第二目标位3400。

风险提示：USDA8月单产超预期，中美贸易战预期松动。



联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4，C

电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 8 楼 808-811 单元

电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082701

廊坊营业部

地址：河北省廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼 318 室

电话：027-59909520

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811 室

电话：0571-28056982

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

济南营业部

地址：济南市泺源大街 150 号中信广场 1018

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话：028-62818708

深圳营业部

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

上海漕溪北路营业部

地址：上海市徐汇区漕溪北路 331 号中金国际广场 A 座 9 层 B 室

电话：021-33973869

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号上海银行大厦 5-5、5-6 室

电话：0574-89071687

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903、1904、1905 室

电话：0551-62876855

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 13A06 单元

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com