

## 多油空粕套作极度盛行，其背后的逻辑和机会

### 内容提要：

- ◆ 美国政府停摆持续 35 天之久，创历史之最，USDA 的一系列数据推迟发布，计划在 2 月 8 日发布，包括世界农业供需报告（WASDE），1 月份产量报告，谷物季度库存报告。预计美豆产量和库存小幅调降，库存维持在历史偏高水平，关注南美巴西天气炒作的反复性，以及中美贸易谈判的结果，这对中短期豆系市场冲击显著。
- ◆ 2019 年 1 月份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，3 月份初步预估 590 万吨。年初 1 到 2 月份，我国到港大豆预估值不足 1000 万吨，较去年同期减少近三成，短期大豆压榨供给量有限，这为豆系市场形成有利支持。我国豆油商业库存 1 月 25 日 134.6 万吨，同比减少 10%，较去年 10 月份历史最高库存削减 27%。这种库存变动，使得处于近十年低位区的油脂价格高度不稳，一月份累计涨幅收复近半年跌幅。
- ◆ 非洲猪瘟对养殖信心有短期负面冲击和干扰，市场对一季度生猪饲料需求有大幅收缩忧虑，另外，去年 11 月份开始实行的低蛋白饲料配方标准，以及后续中美贸易谈判的乐观期许共同作用下，油粕比价从十年低位出现罕见的快速修复。猪肉价格年内进入牛市周期的预期持续加深，意味着通胀类商品价格水涨船高，额外地对远期油脂形成支持。
- ◆ 策略推荐：1、延续推荐参与 OI-Y 牛市价差，波动区间 1000-1600；  
2、2019 年上半年积极参与 Y-P 价差收敛，维持波动区间 400-900；  
3、此前强调尝试做多油粕比价，当前回升至近一年高位，因修复性扩张速度超预期，注意中美贸易谈判后，比价收敛风险，适当反向操作。

## 豆类/油粕

### 王成强

农产品分析师

从业资格证：F0249002

投资咨询证：Z0001565

TEL：0516-83831127

E-MAIL：wangchengqiang

@neweraqh.com.cn

### 近期报告回顾

贸易谈判后需额外关注南美  
天气形势（2019-01-25）

商品首现涨停潮，市场反弹  
加速的逻辑和线索  
（2019-01-21）

央行首次降准早于预期，利  
于市场维稳反弹。  
（2019-01-04）

（年报）供需持续宽松，贸  
易战、天气和非洲猪瘟搅局  
（2018-12-26）

## 第一部分 市场的五大核心关切

### 一、美国政府停摆结束，USDA 系列重要报告 2 月惹关注

美国政府直到 1 月下旬才结束史上最长时间的停摆（持续 35 天），而此前的关门让很多数据都未能按时发布，USDA 的一系列数据推迟发布，其中包括预定于 1 月 11 日发布的《世界农业供需月度评估报告》和每周出口销售数据。USDA 计划在 2 月 8 日发布一系列重要报告，包括世界农业供需报告（WASDE），1 月份产量报告，谷物季度库存报告。

南美大豆 2018/2019 年度大豆产量虽不及预期，但全球大豆供应仍较为宽松，这要归源于最大主产国美国的庞大库存。市场平均预估显示，USDA 原定公布的 1 月报告料显示，美国 2018 年大豆单产及产量料分别为 51.8 蒲式、45.72 亿蒲式耳，18/9 年度大豆期末库存预估为 9.04 亿蒲式耳。这意味着，美豆产量略有调减、出口略有调升，但美豆库存仍创历史最高纪录，这会为市场带来基本面压力。

此前，芝加哥市场聚焦于中美贸易磋商，中美两国 30 日开始新一轮经贸高级别磋商，尽管市场认为双方在 3 月 2 日前达成协议的难度较大，但仍维持积极预期，美豆大体持稳在 900-930 区间强势震荡，计入和谈和出口的乐观预期。在中美贸易战和美国大豆出口锐减的背景下，民间分析公司 IEG Vantage (Informa Economics IEG) 预计，美国 2019 年大豆播种面积为 8,620 万英亩，较 12 月中的预估高出 110 万英亩，但仍较 2018 年少近 300 万英亩，超过 3% 的种植面积萎缩，将是近十年来最大。谷物种植面积之争的时间临近，以及南美天气后市的变数等因素，将成为国际大豆市场的支持因素。（如表 1 示）

表 1. 美国大豆供需平衡表

项目	17/18年度(预测值)	18/19年度(预测值)	
	USDA12月	USDA12月	分析师1月份平均预测
百万英亩			
播种面积	90.1	89.1	89.1
收获面积	89.5	88.3	88.3
单产(蒲/英亩)	49.3	52.1	51.8
百万蒲式耳			
期初库存	302	438	438
产量	4,411	4,600	4,572
进口量	22	25	25
总供应量	4,734	5,063	5,035
压榨量	2,055	2,080	2,080
出口量	2,129	1,900	1,923
种子用量	104	96	96
调整值	8	32	32
总使用量	4,296	4,107	4,131
期末库存	438	955	904

资料来源：USDA 新纪元期货研究

## 二、非洲猪瘟疫情对市场形势的影响：多油空粕套作交易崛起

2018 年 8 月份以来，非洲猪瘟在国内持续发酵，截止到 1 月中旬，全国非洲猪瘟疫情超过百起，疫情相邻 11 省暂停跨省调运同时，由于疫情导致的跨省运输受阻、疫区周边生猪被扑杀、养殖户补栏积极性受挫等因素影响，各地产能清退度空前，我国生猪行业遭受到严重的经济损失。

通过 Coffeed 对区域养殖调研的了解，我们能很直观的感受，东北三省，华东的山东，华中的两湖、河南和西南的四川等生猪主产省，生猪存栏的损失，和生猪产能增长的匮乏，为新一轮猪周期价格回升埋下伏笔。集中出栏和需求转淡，尽管一季度生猪价格面临季节性下滑压力，但处于十年同期最低，在 3 月份以后，其价格存在快速上涨的风险，届时生猪产能不足和存栏过低的矛盾，可能将愈发凸显，替代品牛羊肉、禽肉、禽蛋将持续受益。

表 2 非洲猪瘟对区域生猪存栏的影响统计表

大区	省份	疫情例数	解封情况	生猪存栏情况	母猪存栏情况	备注
东北	辽宁	14起	全部解封	东北地区生猪存栏大概减少50%，	东北地区母猪存栏大概减少30-40%，	东北地区整体存栏减少明显，尤其养殖场较多的地区，由于猪源饱和，散户恐慌抛售，市场退养现象突出，导致存栏下降明显，生猪存栏下降大概在50%左右，而当前母猪存栏下降大概在30-40%。
	吉林	4起	全部解封			
	黑龙江	6起	已解封4例			
华东	江苏	3起	已解封2例	江苏地区生猪存栏减少50%	江苏地区母猪存栏减少50%	由于疫情发展形势严峻，尤其苏北地区。据了解，当地前期出栏积极，加上因疫情而扑杀掉的，生猪/母猪存栏大概均减少50%。另外南通地区由于官方并未公布有非洲猪瘟疫情发生，因此当地生猪/母猪存栏下降和散户退市情况并不明显。
	山东	0起		生猪存栏大概下降45%	省内母猪存栏下降25%	由于担忧疫情风险和临近春节，当前市场大厂小户跑呈现象突出。据了解，当地生猪存栏大概下降45%左右，而省内母猪存栏大概下25%。
	安徽	9起	全部解封	生猪存栏下降大概在40%	母猪存栏下降大概在30%	当地疫情爆发例数仅次于辽宁地区，发生疫情例数排全国第二。因此当地养殖户退市、减群严重。

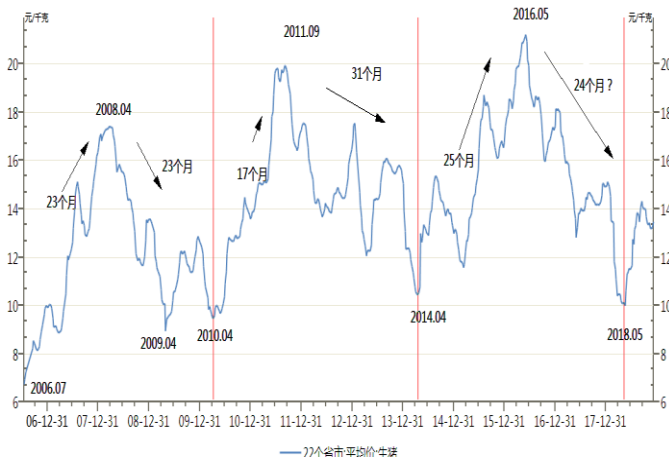
华中	河南	2起	全部解封	生猪存栏下降50%	母猪淘汰率平均在40%左右，局部地区最高达80%	猪价低，亏损严重，同时受非洲猪瘟和环保影响，据粗略估算，造成的母猪淘汰率平均在40%左右，局部地区最高达80%；而生猪存栏下降大概在50%左右。
	湖北	4起	全部解封	疫区以及周边有明显退市、减栏现象，其余地区暂未出现生猪明显减栏	疫区周边有明显退市、减栏现象，其余地区暂未出现生猪明显减栏	当地疫区以及周边市有较明显退市、减栏现象，非疫区下降不明显。
	湖南	7起	全部解封	疫区及周边大概会减少生猪存栏20%，其他地区不明显	除疫区外，母猪存栏下降并不明显	影响较大的基本在疫区周边，据粗略估算，疫区及周边大概会减少生猪存栏20%，除疫区外，母猪存栏下降并不明显。
西南	四川	5起	已解封2例	散户退市较多，小型企业生猪存栏大概下降30%，但大型集团场有扩张动作，综合平均，生猪存栏或下降15%	大型场有扩张动作，虽小散户退市较多，但缺口或被填补，目前母猪存栏下降约5%	当地散户对疫情恐慌情绪较重，退市情况较多，而小型企业生猪存栏大概下降30%，但同时据了解，大型集团场2019年年初已有扩张动作，因此小散户和小型企业所减少的生猪存栏，有部分被大型企业扩张所填补，粗略估计，四川省大概会有15%的生猪存栏下降，而母猪存栏或小幅下降5%

资料来源：天下粮仓

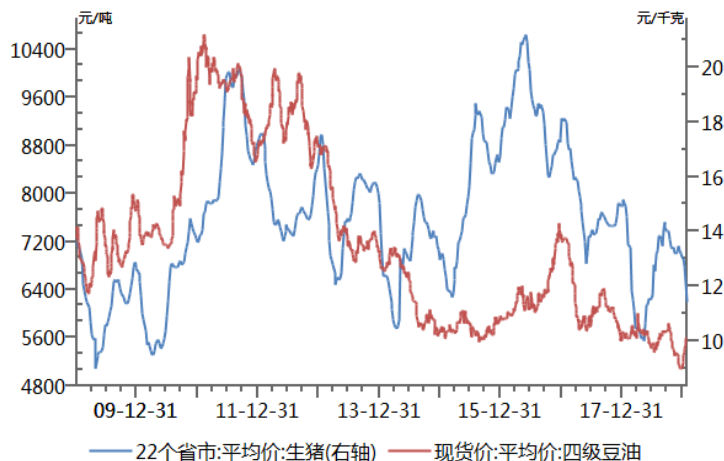
对抗非洲猪瘟疫情是一场持久战，其在8月份于我国首次出现时，生猪低迷持续了超过两年的时间，原本处于自然的去产能周期，如今出现了恐慌和加速继续，猪周期拐点大概率形成，年初或仅是二次确认。生猪养殖需求占饲料总需求的34%，对养殖信心有短期负面冲击和干扰，双粕价格的弱势，更多与去年11月份开始实行的低蛋白饲料配方标准，以及后续中美贸易谈判的乐观期许有关，这为油粕比价从十年低位快速修复创造了条件。另外，猪肉价格进入牛市周期的预期持续加深，意味着通胀类商品价格水涨船高，通过生猪和植物油长期走势的观察，它们在长周期表现上有牛熊重叠。2月份来看，春节前的养殖利润下跌，养殖户补栏意愿低迷，行业内对一季度猪饲料需求不乐观，这些因素叠加，强化了年初以来油粕比价陡然回升的走势。

图 1. “猪周期”重新启动的时间窗口临近

图 2. 生猪价格与豆油价格多数时间牛熊重叠



资料来源：Wind



资料来源：Wind

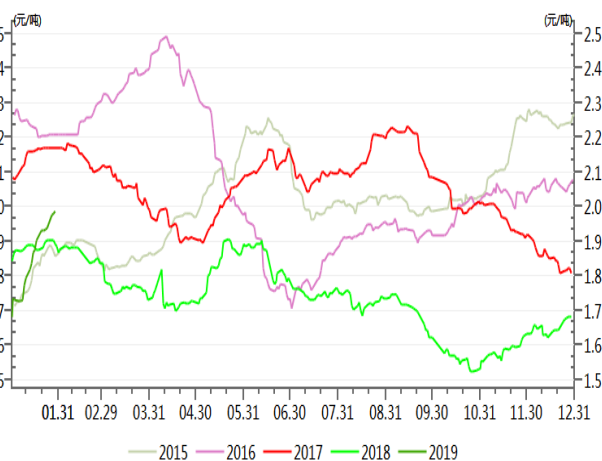
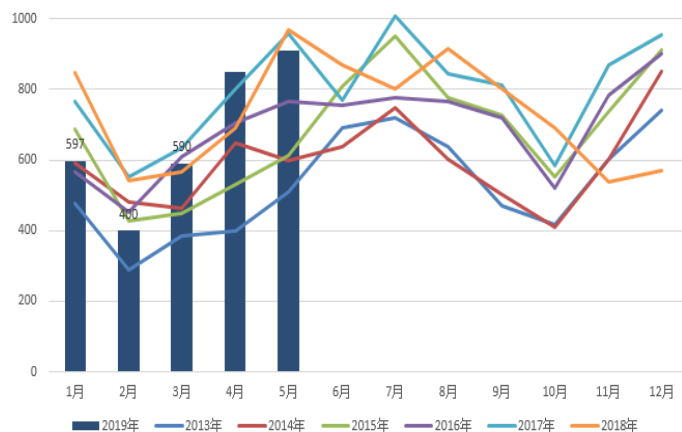
### 三、棕榈油、豆油、菜籽油等三大油脂，创历史最佳一月表现

2019 年 1 月份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，3 月份初步预估 590 万吨，4 月份初步预估 850 万吨，5 月份初步预估维持 910 万吨。年初 1 到 2 月份，到港大豆预估值不足 1000 万吨，较去年同期减少近三成，短期大豆压榨供给量有限，这为豆系市场形成有利支持。我国豆油商业库存 1 月 25 日 134.6 万吨，较去年同期 150 万吨减少 10%，较去年 10 月份历史最高库存 185.8 万吨减少 27%。这种库存变动，使得处于近十年低位区的油脂价格，高度不稳，出现快速的补空式反弹，一月累计涨幅近乎收复近半年跌幅，豆油成为 1 月表现最佳的油脂品种，得益于其库存去化更显著。

节前备货也令豆粕库存快速下滑。截止 1 月 25 日当周，沿海主要油厂豆粕库存量 74.36 万吨，较 1 月初库存高点减少 39%，较去年同期减少 23%，但基于节后需求和中美和谈的预期，这种豆粕库存的现实变动，似乎未助益价格，弱势粕价在套利作用下推动油脂走强。

图 3. 1 季度大豆到港量处于季节性偏低水平

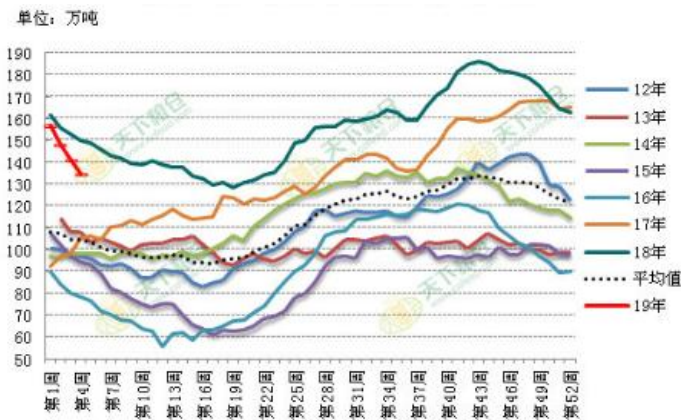
图 4. 国内油粕比价快速回升



资料来源: Wind

资料来源: Wind

图 5. 豆油商业库存快速下滑三个月



资料来源: Wind

图 6. 豆粕库存节前快速下滑



资料来源: Wind

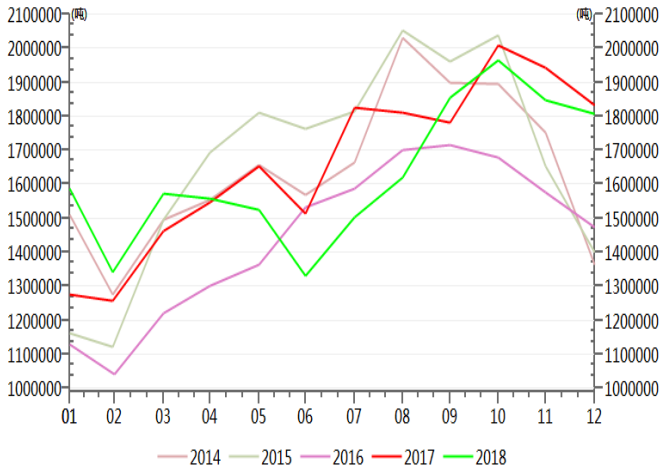
#### 四、棕榈油季节性因素，为油脂市场增添多头动力

马来西亚棕榈油局 (MPOB) 1 月 10 日公布, 12 月末该国棕榈油库存环比增加 6.9% 至 322 万吨, 高于市场预期的 314 万吨。12 月棕榈油产量环比下滑 2% 至 181 万吨, 高于市场预期的 178 万吨。供给数据高于预期, 并未能阻止马来西亚棕榈油季节性上涨的脚步, 因东南亚减产季确立, 供给压力此前数月已提前消化。需求层面上, 为化解高库存压力, 马来西亚将于 2019 年 2 月起全面推行 B10 生物柴油计划, 而印尼, 2019 年生物柴油产量预期为 737 万公升, 同比增长 22.6%, 也计划推出 B25% 生物柴油计划。东南亚生物柴油强制消费程度, 有助于棕榈油去库存, 利于价格修复性表现。

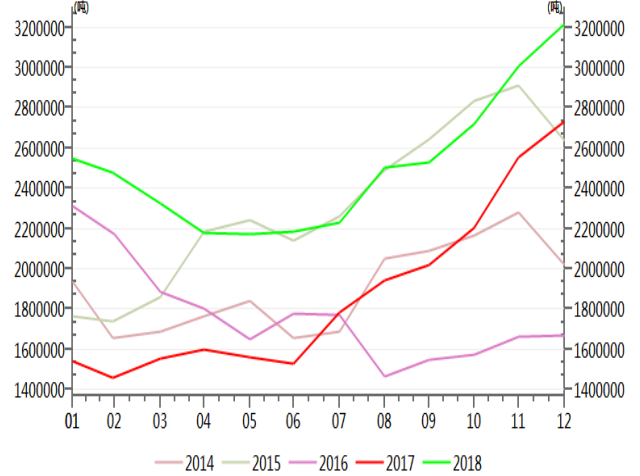
另外, 油世界最新预测显示, 2019 年 1-9 月全球棕榈油及全部油脂库存将分别下降 100 万吨和 180 万吨, 全球油脂产增放缓, 消费增速加快。全球棕榈油产量将增加 300 万吨, 消费预估增加 610 万吨。处于十年低价圈儿的油脂价格, 在这种基本面的变故驱动下, 季节性的上涨, 便颇具弹性了。

图 7. 马棕 12-2 月季节性减产周期确立

图 8. 马棕高库存倒逼需求刺激政策



资料来源: Wind



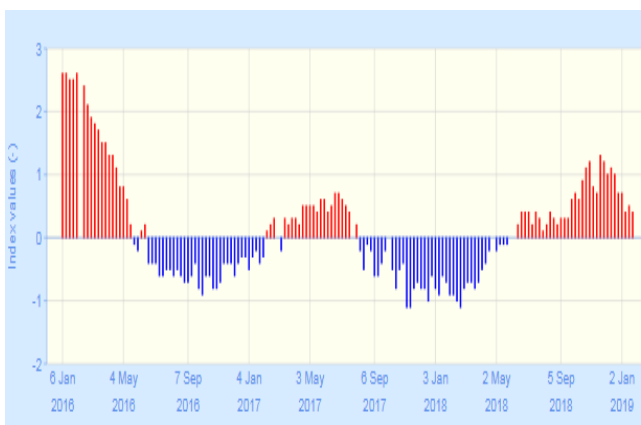
资料来源: Wind

### 五、南美天气旱涝不均，引发天气炒作

往往厄尔尼诺现象的发生，将带来对应时间段内东南亚地区降雨的减少，从而威胁棕榈油产量，强化季节性减产规模，马来西亚棕榈油从 12 月份触底出现牛市波动，与此预期有密切关系。目前，赤道中东部太平洋海温指数延续下降趋势，截至 1 月 20 日 NINO3.4 区 SST 周度指数为 0.43，这个水温已经低于厄尔尼诺的阈值水平，后期需关注其是否继续走弱或仍有反复。

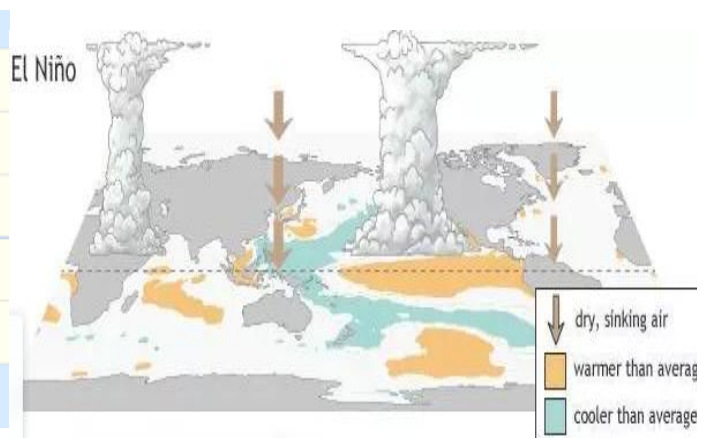
此前秋冬厄尔尼诺现象，对于我国已产生影响，表现为北方冬暖，南方偏冷。而全球多国出现极端天气，也与厄尔尼诺有关。当前正值夏季的南美州国家阿根廷今年降雨不断，导致洪涝灾害，阿根廷全国 1780 万公顷大豆作物中，约 200 万公顷遭受暴雨洪涝灾害。在巴西里约热内卢，超过 40 摄氏度的高温天气已经持续多日，最高气温甚至达到 47 摄氏度，巴西大豆产区旱情加剧，使得历史性丰产的预期落空，预期减产 500-600 万吨。这削弱了全球油籽供给的压力，对市场有正反馈作用。

图 9. Weekly NINO3.4 index



资料来源: weatherzone.com.au

图 10. 厄尔尼诺影响过程示意图



资料来源: 自媒体

## 第三部分 技术图表分析

## 一、大宗商品指数技术图表分析

CRB 大宗商品价格指数，月线图谱，仍在 c4 弱势反弹浪趋势之中，多次冲击近 10 年熊市通道重要反压位后均承压，完成再次下探杀跌。文华商品价格指数更多计入了中国供给侧改革成果因素，c4 超强的反弹浪超过 50%，10 月份一度改写新高至 169.68 后显著承压，连跌三个月后止跌。

图 11. CRB 商品价格指数月线止跌反抽



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

## 二、主要商品技术图表分析

豆粕价格指数，在中美贸易战缓和、中国低蛋白日粮推广、非洲猪瘟的恐慌情绪下，四个月剧烈震荡下跌超过 500 点或 20%，绝对价格 2500 附近为偏低水平（过去数十年历史性重要低价点位 2000、2200 和 2500），预计跌势将收窄，修复性反弹的诉求在增加。

图 12. DCE 豆粕价格指数四个月连跌面临修复





资料来源：文华财经 新纪元期货研究

大连豆油期货价格指数，在 2019 年 1 月份，涨幅 7.5% 为近 8 年熊市周期最大月涨幅，显示出十年来低价区的高度不稳，近年来测得 5150/5250 等为历史性重要底部区域，有望在 5400-6400 低位区间修复反弹。

图 13. DCE 豆油期货价格指数，录得 8 年熊市周期来最大月线涨幅



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

## 第三部分 2 月份主要交易策略推荐

### 一、2 月豆系市场全息图表

表 3.2 月豆系市场全息表

驱动力	关切点	多空	影响周期	备注	重要性
驱动	1、美元指数月线级别转弱，调整下跌。	偏多	中期	对芝加哥大豆市场有提振。	★
	2、金融市场动荡和经济下滑压力下，美国升息暂缓，利于风险偏好回升。	中性	长期	风险资产因货币宽松而膨胀，也将因货币收缩而动荡。	★
政策驱动	1、印度菜粕放开对华出口、取消豆粕出口退税、推进实施低蛋白日粮团体标准等。	利空	长期	收窄国内远期大豆供需缺口，削减饲料蛋白需求。	★★
	2、中美贸易谈判结果存在变数。	中性	长期	谈判具有长期性和复杂性，国内双粕深跌后或已充分计入贸易战因素。	★
天气	厄尔尼诺转弱，南美巴西干旱、阿根廷洪涝。	中性	中期	厄尔尼诺概率上利于北美丰产，不利于东南亚棕榈油产出。	★
供需格局	1、美国谷物种植面积之争中，美豆面积缩减或创近十年之最。	偏多	中期	美豆实现“六连丰产”，贸易战因素出口迟滞库存积压，种植热情骤减。	★
	2、全国非洲猪瘟疫情发生 105 起，养殖信心仍待恢复。	利空	长期	威胁养殖补栏热情，不利于饲料需求。	★★
	3、1-2 月份，东南亚棕榈油进入季节性减产周期。	偏多	中期	利于油脂低价修复性反弹。	★

资料来源：新纪元期货研究

### 二、策略推荐

- 1、延续推荐参与 OI-Y 牛市价差，波动区间 1000-1600；
- 2、2019 年上半年积极参与 Y-P 价差收敛，维持波动区间 400-900；
- 3、此前强调尝试做多油粕比价，当前回升至近一年高位，因修复性扩张速度超预期，注意中美贸易谈判后，比价收敛风险，适当反向操作。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 管理总部

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环  
路166号未来资产大厦8B

### 成都分公司

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138  
号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙  
商务大厦1206、1221、1222

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69  
号裕景国际商务广场A楼2103室

### 南京分公司

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号  
1504室（电梯编号16楼1604室）

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1  
号南京交通大厦9楼

### 南通营业部

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层  
603-2、604室

### 苏州营业部

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23  
幢1518-1室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68  
号平安发展大厦407室

### 杭州营业部

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-  
1408室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号  
大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850216  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街  
138号1栋28层2804号

### 重庆营业部

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号  
9-1#