

多头配置，宜关注经贸磋商动向和霜冻炒作

内容提要：

- ◆ 美国违反了 G20 元首共识，几欲动用中美间全部贸易额增税，且将中国例入了汇率操纵国，这种极限施压，一度令市场很难看到经贸关系缓和的希望，直接诱发人民币骤贬和内盘油粕的剧烈反弹，9 月关注磋商动向对盘面的冲击。
- ◆ 美国中西部西部地区的大豆长势比正常落后 7 到 10 天，中西部东部的作物长势比正常落后 10 到 14 天。8 月下旬，美豆优良率 55%，落后于去年同期的 66%。Pro Farmer 预计单产 46.1 蒲，低于 2014 年的 47.5 蒲的水平。晚播使得本季末霜冻风险有待评估，关注 9 月天气升水。
- ◆ USDA8 月美国大豆供需报告显示，美新豆播种面积 7670 万英亩（预估 8100、上月 8000、上年 8920），单产 48.5（预估 47.5、上月 48.5、上年 51.6），产量 36.80 亿蒲（预估 37.83、上月 38.45、上年 45.44），期末库存 7.55（预期 8.21，上月 7.95，上年 10.70）。美国大豆播种面积如期下调，且超预期，但单产未做调整，产量及库存调降超预期。
- ◆ 2019 年 1 到 8 月份，我国大豆进口累计 5600 万吨，较去年同期缩减 9.7%或 600 万吨，经贸关系紧张背景下，远期油籽进口不足忧虑长期存在，国内油籽及油粕库存趋降。
- ◆ 策略推荐：
 - 1、Y-P 价差 1300 附近尝试参与收敛套利，目标 1200-1150。
 - 2、人民币贬值、中美贸易关系紧张和早霜冻威胁等变量约束影响下，单边配置油粕多头为主，并更多时间配置多油空粕组合。
 - 3、国内菜油指数月线图，2008 至 2016 年跌 8 年累积跌幅 65%见熊底价 5500 元/吨，2019 年初确立 6300 牛市通道支持，反转并进入重要的牛市波动时空，8 月推升至 7447 点，7200 停损增持配置长期趋势多单。

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

豆粕年内最高收盘价报收，经贸关系紧张易促成突破性上涨（2019-08-23）

经贸磋商动向引价格巨震，买油抛粕持续盛行（2019-08-16）

季末重要报告后，连跌五日技术寻底（2019-07-05）

进入生长季，追逐天气升水行情（2019-07-01）

美豆减产威胁挥之不去 VS 中美经贸磋商，陷入震荡（2019-06-21）

第一部分 中美经贸形势对市场影响显著

表 1 豆粕，中美经贸摩擦动向的晴雨表

时间	事件	美豆五天后变动	大连豆粕一个月后变动
2018-03-22	特朗普签署总统备忘录。	12.4 / 1.20%	234 / 7.81%
2018-05-29	白宫拟于6月15日公布关税税率为25%的、总价值约500亿美元的最终中国进口商品清单。	-43.8 / -4.19%	102 / 3.36%
2018-06-15	美国公布500亿征税清单。	-8.2 / -0.89%	111 / 3.76%
2018-07-11	美国公布对华2000亿美元进口商品征税清单目录，税率10%。	-5.8 / -0.67%	169 / 5.43%
2018-08-01	美国宣布2000亿美元商品征税税率提高至25%。	-2.0 / -0.22%	-138 / -4.26%
2018-09-07	彭博:特朗普称将视情况很快公布对中国的2000亿美元商品征收关税:美方已经准备好额外的2670亿美元清单。	-8.6 / -1.03%	246 / 7.88%
2018-09-17	美国正式宣布将于9月24日正式对中国2000亿征税10%，到明年税率提高至25%，如果中国反制将即刻对剩余2670亿美元商品征税。	13.0 / 1.57%	329 / 10.54%
2018-10-04	美国副总统彭斯对华发布演讲。		
2018-11-01	国家主席习近平与美国总统特朗普通话。约定于月底的G20峰会再次会晤并深入探讨。	28.8 / 3.39%	-315 / -9.21%
2018-12-01	中美领导人G20会谈结果超预期，初步达成90天和解。	-3.6 / -0.39%	-430 / -14.08%
2019-05-06	特朗普推特称将于本周五提高2000亿关税税率至25%，并对剩余3000亿征税。	-24.6 / -2.97%	293 / 11.35%
2019-05-13	美国公布对华3000亿美元征税清单。	26.2 / 3.25%	257 / 9.66%
2019-06-18	特朗普与习近平主席通话，表示将在G20峰会期间与中方进行再次会谈。	7.2 / 0.78%	-143 / -4.81%
2019-06-29	美国提出不再对中国加征新的关税并放松对华为的出口管制。	-37.4 / -4.01%	-131 / -4.52%
2019-08-02	特朗普称拟对3000亿美元中国输美商品加征10%关税，9月1日实施。	25.6 / 2.95%	214 / 7.72%
2019-08-06	美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。	24.2 / 2.79%	123 / 4.29%
2019-08-23	中方宣布对750亿美元美方商品征税。	-1.6 / -0.18%	50 / 1.70%

注：红色底纹指中美经贸关系边际改善，灰色底纹指的是边际恶化。

资料来源：新纪元期货研究

美国在中美经贸磋商过程中反复无常，8月初，美国违反了G20元首共识，几乎欲动用了中美之间全部的贸易额增税，并且将中国例入了汇率操纵国，这种极限施压，令市场很难看到经贸关系缓和的希望，直接诱发了人民币汇率本月超过4%的剧烈贬值，国内植物油、粕类板块反弹超过10%挺进年内新高形成趋势上涨，芝加哥大豆系列跌回三个月前低位。而中美经贸任何向好的苗头，都可能酝酿内外盘市场反向的波动风险，在当前形势下，中方认为应该讨论的问题是取消对5500亿美元中国输美商品进一步加征关税，防止贸易战继续升级，9月赴美磋商，这无疑为市场带来新的不确定性风险。

作为贸易摩擦反击的一部分，中国将从9月1日起对美国大豆加征5%关税，从12月15日起对美国小麦、玉米和高粱加征10%关税。按照人民币汇率贬值至7.13、对美进口大豆关税提升至33%来计算，芝加哥850美分/蒲式耳价格，豆油6200元/吨的价格，豆粕成本3680元/吨，无贸易战下豆粕成本2560元/吨。贸易战下巴西豆对应豆粕成本2950元/吨。国内豆粕期货价格，底部成本支撑效应显著。

第二部分 市场关注要点解读和前瞻

一、市场持续关注新年度美作产量前景的评估

USDA8 月美国大豆供需报告显示，美新豆播种面积 7670 万英亩（预估 8100、上月 8000、上年 8920），收割面积 7590 万英亩（预估 7990、上月 7930、上年 8810），单产 48.5（预估 47.5、上月 48.5、上年 51.6），产量 36.80 亿蒲（预估 37.83、上月 38.45、上年 45.44），出口 17.75（上月 18.75，上年 17.00），压榨 21.15（上月 21.15、上年 20.65），期末库存 7.55（预期 8.21，上月 7.95，上年 10.70）。美国大豆播种面积如期下调，且超预期，但单产未做调整，产量及库存调降超预期（如表 2 示）。

下旬以来，Pro Farmer 进行了为期四天的作物巡查，对美国七大种植州的玉米及大豆进行了田间调查，其中预计美豆单产 46.1 蒲，产量 34.97 亿蒲，较 8 月 USDA 报告产量削减近 5%，9 月 12 日 USDA 新的供需报告较受瞩目，但季末天气或霜冻风险的评估，或许成为市场的真正焦点。

表 2. 美国大豆供需平衡表

SOYBEANS	2017/18	2018/19	2019/20	2019/20
			Jul	Aug
			<i>Million</i>	
Area Planted	90.2	89.2	80.0 *	76.7
Area Harvested	89.5	88.1	79.3 *	75.9
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested	49.3	51.6	48.5 *	48.5
			<i>Bushels</i>	
Beginning Stocks	302	438	1050	1070
Production	4412	4544	3845	3680
Imports	22	17	20	20
Supply, Total	4735	4999	4915	4771
Crushings	2055	2065	2115	2115
Exports	2134	1700	1875	1775
Seed	104	89	96	96
Residual	5	75	34	30
Use, Total	4297	3929	4120	4016
Ending Stocks	438	1070	795	755
Avg. Farm Price	9.33	8.5	8.4	8.4
Stock to Use Ratio	10.19%	27.23%	19.30%	18.80%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

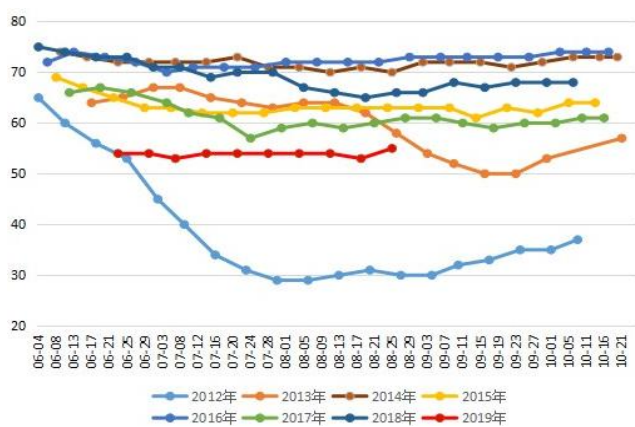
二、作物进入关键生长期，霜冻风险是核心关切

美国农业部发布的最新作物进展报告显示，美国中西部西部地区的玉米和大豆长势比正常落后 7 到 10 天，中西部东部的作物长势比正常落后 10 到 14 天。8 月下旬，美豆优良率 55%，较上周 53%有所提高，仍

落后与去年同期的 66%。美国大豆结荚率 79%，仍落后于去年同期 95%。此前五年美豆单产分别为 51.60、49.30、51.90、48、47.5（单位：蒲式耳/英亩），Pro Farmer 预计单产 46.1 蒲，低于 2014 年的 47.5 蒲的水平，因为美豆生长优良率和结荚率都显著落后于历史平常年景，市场对产量前景的预判存在较大分歧。

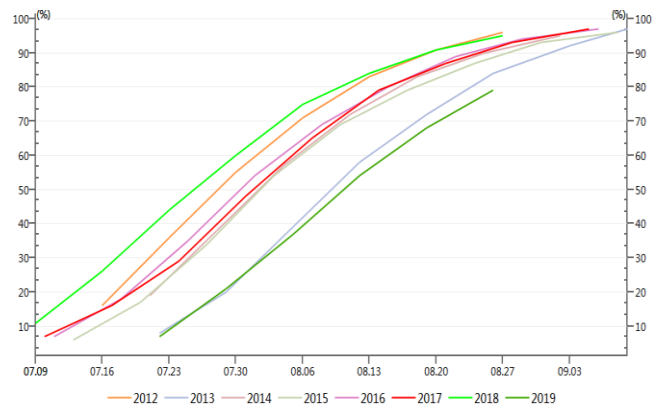
美国大豆产量规模，今年实际上取决于秋季及第一场破坏性霜降出现的时间，如果 9 月份美国北部平原和中西部出现任何冰点温度，可能会造成严重作物损失，美国作物历史性晚播季的背景下，预计 9 月份，市场将基于早霜风险的评估开始展开博弈。

图 1. 美豆生长优良率平稳上修



资料来源：Wind

图 2. 美豆结荚率落后与历史同期



资料来源：Wind

三、美国大豆出口销售仍显滞后，打击芝加哥谷物市场信心

美国对华大豆出口销售总量同比减少 49.2%，一周前同比减少 49.6%。截止到 2019 年 8 月 22 日，2018/19 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为 1224.8 万吨，远远低于去年同期的 2761.6 万吨。2018/19 年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 1415.0 万吨，较去年同期的 2786.1 万吨减少 49.2%。因失去全球最大的大豆进口国的需求支持，美豆出口销售创五年来最差表现，严重打击了芝加哥谷物市场信心。

图 3. 美国大豆出口销售五年最差

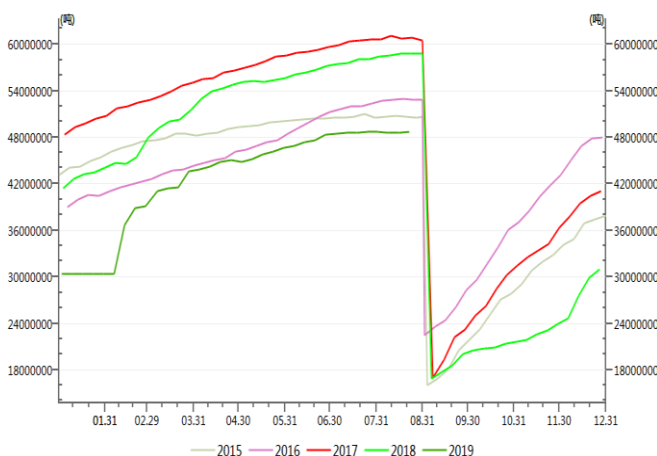
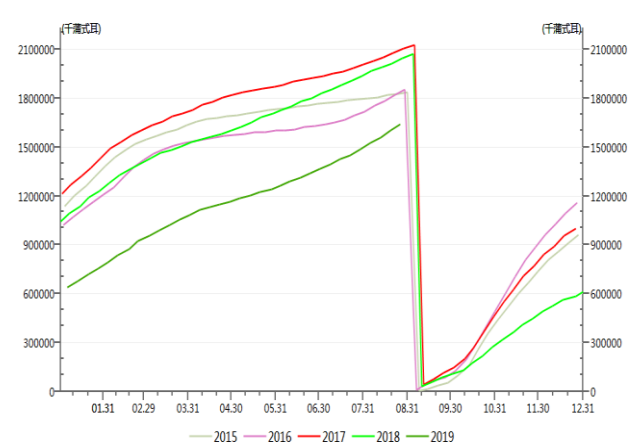


图 4. 美国大豆出口检验量五年最差



资料来源: Wind

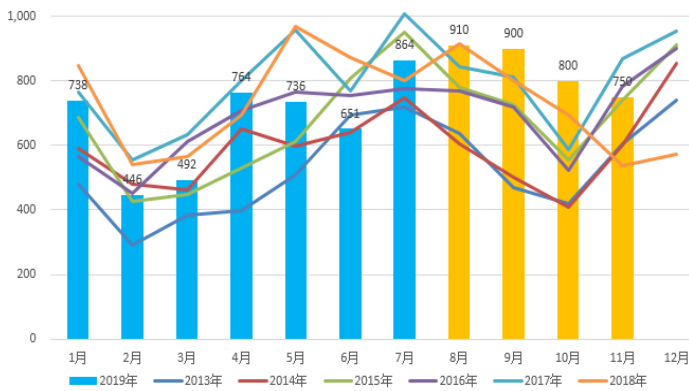
资料来源: Wind

四、国内供需结构性偏紧预期升温

1、国内油籽到港量显著缩减

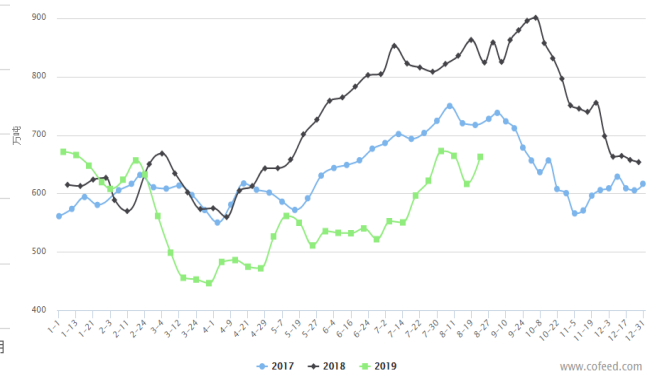
2019 年 1 到 8 月份, 我国大豆进口累计 5600 万吨, 较去年同期缩减 9.7% 或 600 万吨, 预计未来三个月, 大豆将预期到港量 2450 万吨, 有显著的增长趋势, 但仍较去年有 2% 以上的减量。国内大豆库存 662.5 万吨, 去年同期 824 万吨, 前年为 728 万吨。

图 5. 我国大豆到港预期逐月变动图 (黄色为预期)



资料来源: Wind

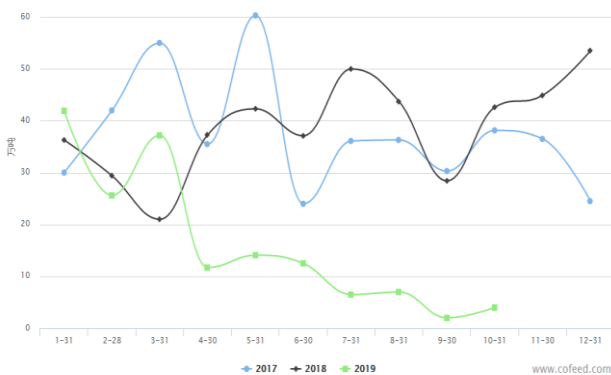
图 6. 我国大豆库存处于近年偏低水平



资料来源: Cofeed

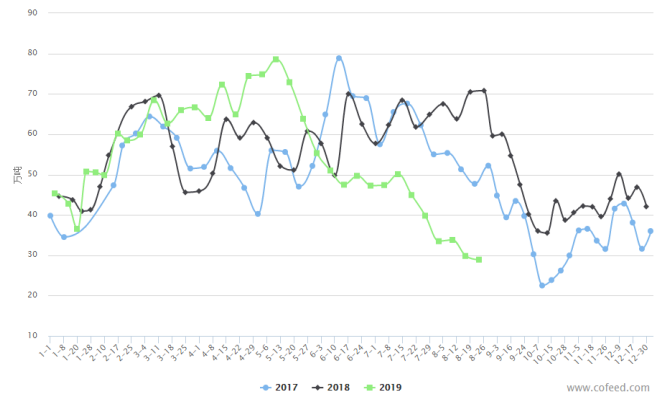
国内进口菜籽库存处于近年历史偏低水平, 截止到 8 月 25 日当周, 库存水平为 28.9 万吨, 去年同期 70.8 万吨, 前年同期为 52.2 万吨。受中加关系影响, 我国菜籽到港量清淡, 10 月份预计到港 4 万吨, 而去年同期为 42 万吨, 前年同期为 38 万吨。

图 7. 国内菜籽到港量预期严重不足



资料来源: Cofeed

图 8. 国内进口菜籽库存水平偏低

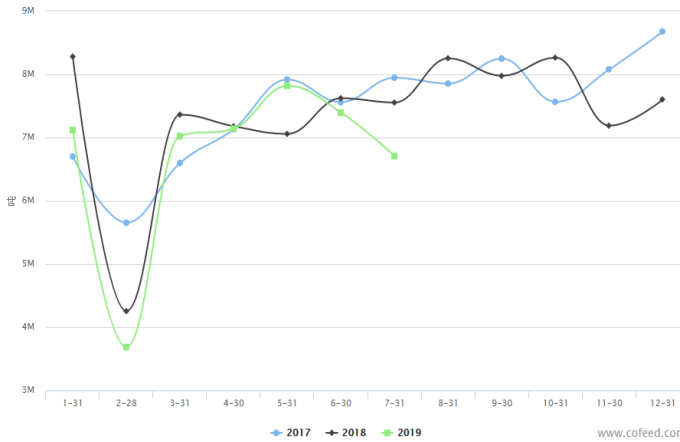


资料来源: Cofeed

2、国内油籽压榨量偏低

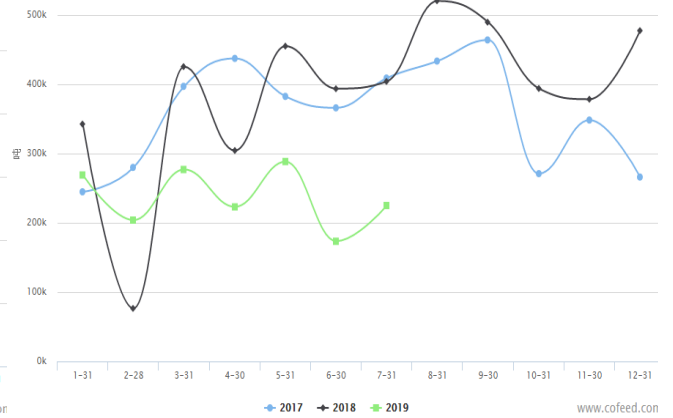
Cofeed 数据显示，我国 7 月份大豆压榨量 670 万吨，显著低于去年同期 755 万吨，前年同期为 794 万吨。7 月进口菜籽月度压榨量 22.5 万，显著低于去年同期的 40.4 万吨，前年同期为 40.9 万吨。

图 9. 国内大豆月压榨量呈反季节缩减趋势



资料来源: Cofeed

图 10. 进口菜籽月压榨量显著萎缩

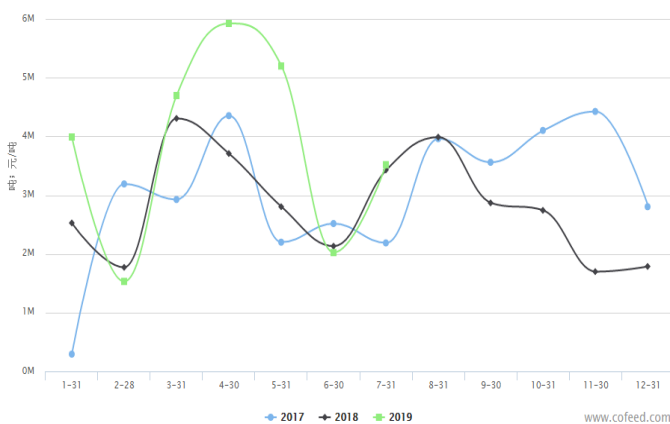


资料来源: Cofeed

3、国内油粕库存水平不高

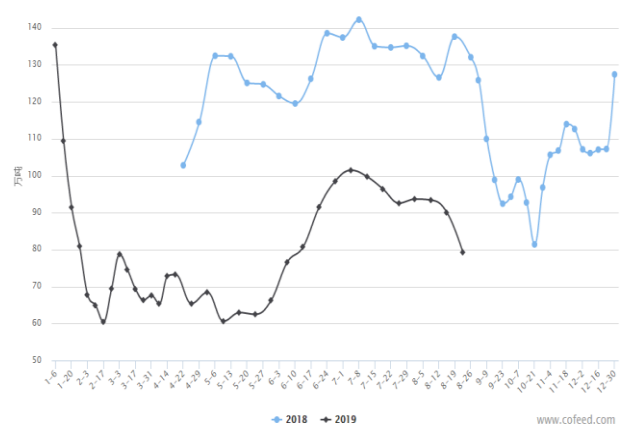
国内部分地区豆粕月度成交量显示，7 月份成交 352 万吨，去年同期为 342 万吨，前年同期为 218 万吨，成交仍显旺盛。截止到 8 月下旬，国内豆粕库存 79.28 万吨，显著低于去年同期的 132.05 万吨，库存水平偏低。

图 11. 部分地区豆粕月成交量同比显示仍旺盛



资料来源: Cofeed

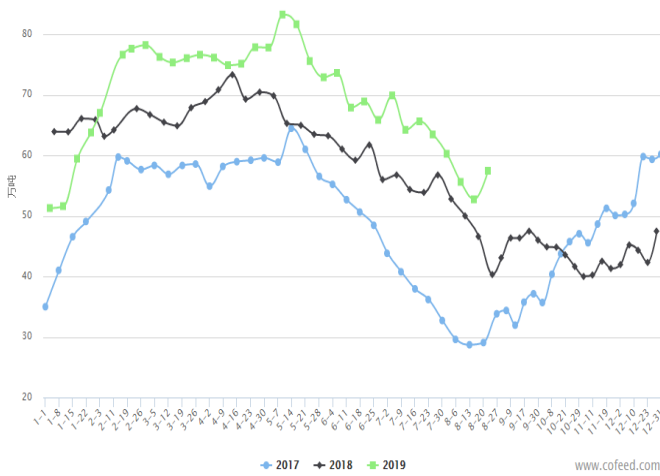
图 12. 国内豆粕库存水平偏低



资料来源: Cofeed

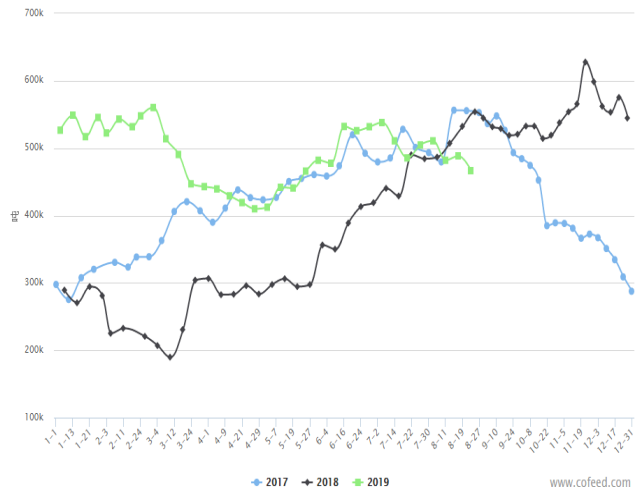
8 月 23 日，国内豆油商业库存数量为 131.95 万吨，远于去年同期的 163.88 万吨水平，前年同期为 141.96 万吨，库存去化显著。豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为 236 万吨，亦显著低于去年同期的 259.6，前年同期为 231 万吨。

图 13. 国内棕榈油库存处近三年高位



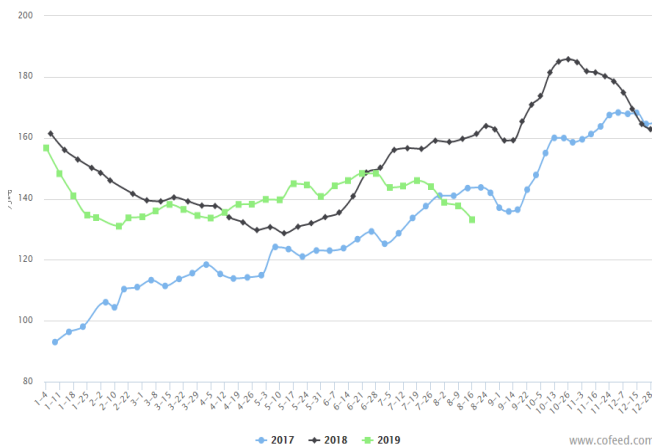
资料来源: Cofeed

图 14. 国内菜油库存同比出现缩减趋势



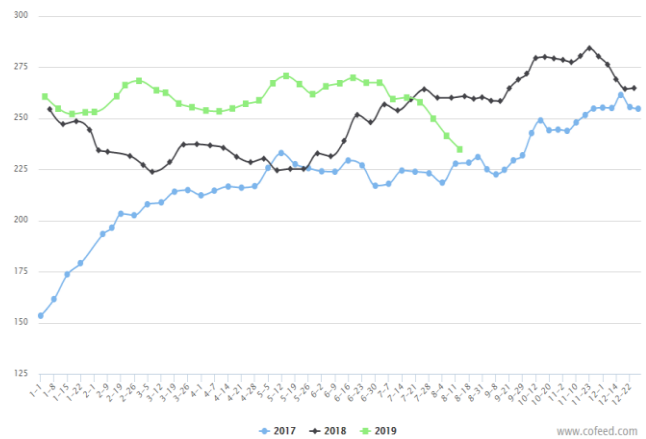
资料来源: Cofeed

图 15. 国内豆油库存同比缩减趋势最为显著



资料来源: Cofeed

图 16. 三大植物油总库存同比呈现显著缩减



资料来源: Cofeed

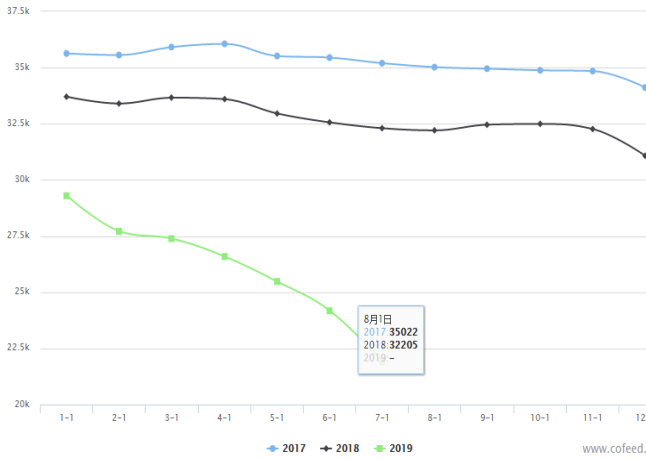
9 月份, 是学校开学和中秋国庆双节备货的时间窗口, 也是天气转凉植物油需求淡旺转换的时期, 今年的特殊背景是, 非洲猪瘟持续满周年, 养殖需求持续不振, 更兼有贸易摩擦油籽进口压榨不足的因素, 这些均利于植物油整体去库存趋势的延续。

五、非洲猪瘟下生猪去化严重, 影响粕类需求信心

截止到 8 月 20 日, 全国 27 省份 4 个直辖市共发生疫情 151 起, 解封 143 起。农业农村部数据显示 2019 年 7 月生猪存栏环比下降 9.4%, 同比下降 32.2%, 能繁母猪存栏环比下降 8.9%, 同比下降 31.9%。非瘟疫情这一年以来, 我国生猪存栏从同比缩减 2.4%扩大至同比缩减 32.2%, 能繁母猪从同比缩减 4.8%扩大至同比缩减 31.9%, 产能两位数去化在不断扩大。主要大中城市生猪价格在 23 日当周为 24.68 元/公斤, 首次改

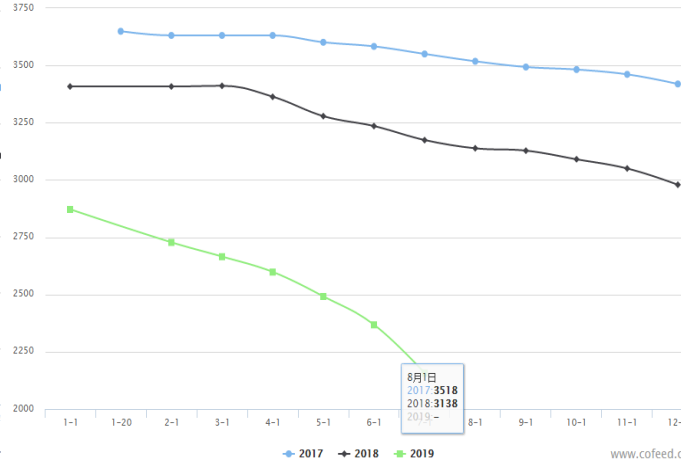
写历史新高，8月21日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施，但未来养殖复苏之路仍可能漫长。

图 17. 我国生猪存栏同比缩减 32.2%



资料来源: Cofeed

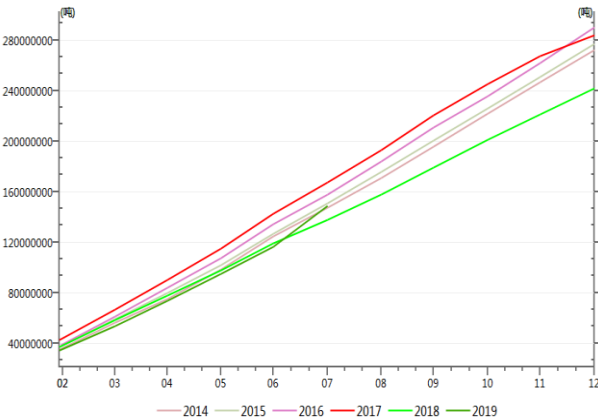
图 18. 我国能繁母猪同比缩减 31.9%



资料来源: Cofeed

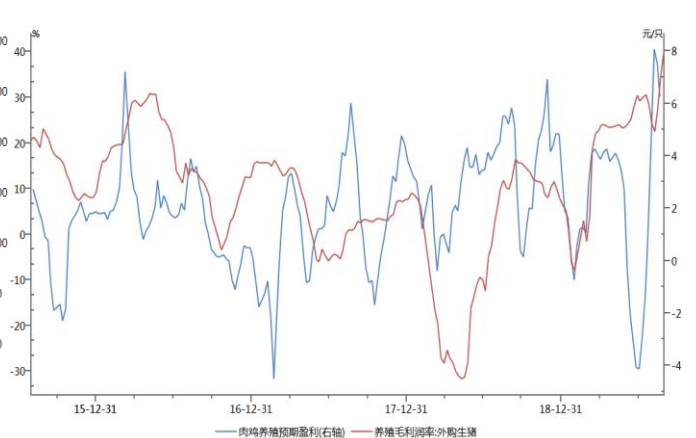
前 7 个月，我国饲料产量 1.49 亿吨同比增长 7.9%，据饲料工业协会数据，2019 年前 7 个月，猪饲料产量累计同比削减 17.2%，蛋禽饲料累计同比增长 10.5%，肉禽饲料累计同比增长 13.7%，在我国养殖行业历史性红利时期，我们看到的是，饲料需求新的增长趋势正在形成，禽类需求增量很大程度上弥补了生猪养殖需求的减量。

图 19. 前七个月饲料产量 1.49 亿吨同比+7.9%



资料来源: Wind

图 20. 生猪肉禽养殖利润处于历史最佳时期



资料来源: Wind

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，c5 熊市下跌持续 15 个月，当前跌回两年前低价，获得支撑，近期或缺乏新的破位动能，抵抗性反弹的机会增加。

图 21. CRB 商品价格指数月线熊市下探获支撑



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

2019 年上半年，豆粕价格指数确立了 2500-3000 的波动区间，当前冲关 3000 关口震荡反复，短期 3000 上方不稳陷入震荡，持稳后，波动区间将上移至 3000-3400。

图 22. DCE 豆粕价格指数波动区间上移



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，月涨幅超过 7%，持稳翻越 5700，存在长期熊牛转换的技术意义，则 5700-5900 或将涌现较强的多头承接盘。

图 23. 关注 DCE 豆油期货价格指数越过熊市通道



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第四部分 8 月份主要交易策略推荐

1、Y-P 价差 1300 附近尝试参与收敛套利，目标 1200-1150。

2、人民币贬值、中美贸易关系紧张和早霜冻威胁等变量约束影响下，单边配置油粕多头为主，并更多时间配置多油空粕组合。

3、国内菜油指数月线图，2008 至 2016 年跌 8 年累积跌幅 65%见熊底价 5500 元/吨，2019 年初确立 6300 牛市通道支持，反转并进入重要的牛市波动时空，8 月推升至 7447 点，7200 停损增持配置长期趋势多单。

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#