

关注“猪周期”外溢影响，多油空粕套作

内容提要：

- ◆ 11 月是中美第一阶段协议签署的关键时间。美国坚持要中国做出 500 亿美元的美国农产品采购承诺，中国欲依据市场自主决定是否购买，或成为结束第一阶段中美贸易战谈判的主要胶着点，这对国内豆系市场的影响较为深刻。
- ◆ USDA10 月美国大豆供需报告显示，美豆播种面积 7650 万英亩（上月 7670、上年 8920），单产 46.9（预估 47.3、上月 47.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.83、上月 36.33、上年 44.28），期末库存 4.60（预期 5.21，上月 6.40，上年 9.13）。美豆单产和产量大幅下调，产量同比去年削减近 20%，导致库存消费比显著调降至 11.43%，美豆产量跌入六年前低位，供给收紧趋势奠定市场本季底部。
- ◆ 我国主要大中城市生猪价格在 8 月中下旬首次改写历史新高后，出现陡峭的加速上涨，年内累计最大涨幅近 255%，为史上最猪周期，并带动国内 cpi 回升至 3%，其外溢影响肉蛋类产品同步上涨，养殖业进入系统的暴利时期，通胀和需求复苏驱动，油粕重心或协同共振上移。
- ◆ 策略推荐：
 - 1、Y-P 价差大规模收敛，厄尔尼诺年景后的减产效应，若持续在年末发酵，yp 价差趋势收敛仍存超预期风险，参考 2009-2010 和 2015-2016 相似年景，当前为历史均值价差 1050，目标下移至 800-1000 区域。
 - 2、人民币阶段性升值、中美贸易关系缓和和北美定产等因素约束，更多时间配置多油空粕对冲套利组合。
 - 3、国内植物油旺季备货叠加“猪通胀”，兼有东南亚季节性减产超预期因素，三大油脂积极多头配置。豆油 6300、菜油 7400、棕榈油 5200 为参考停损位，博弈月线级别涨势扩大。
 - 4、双粕维持在半年内区间波动，多豆粕空菜粕对冲为主，基于全球油籽供给收缩和养殖需求复苏的判断，择机尝试配置远月多头。

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

刷新年内高点，棕榈油突破性上涨（2019-10-25）

猪鸡共振，鸡蛋期货多头配置（2019-10-22）

猪价历史性飙涨，蛋价也疯狂（2019-09-17）

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）

第一部分 中美经贸形势动态跟踪

表 1 中美经贸摩擦在 10 月份趋向缓和

| 时间 | 事件 |
|------------|---|
| 2018-03-22 | 特朗普签署总统备忘录。 |
| 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。 |
| 2018-06-15 | 美国公布 500 亿征税清单。 |
| 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%。 |
| 2018-08-01 | 美国宣布 2000 亿美元商品征税税率提高至 25%。 |
| 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。 |
| 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。 |
| 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。 |
| 2018-12-01 | 中美领导人 G20 会谈结果超预期，初步达成 90 天和解。 |
| 2019-05-06 | 特朗普发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。 |
| 2019-05-13 | 美国公布对华 3000 亿美元征税清单。 |
| 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。 |
| 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。 |
| 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。 |
| 2019-08-06 | 美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。 |
| 2019-08-23 | 中方宣布对 750 亿美元美方商品征税。 |
| 2019-09-01 | 美中新一轮互增关税。 |
| 2019-09-05 | 中美双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商。 |
| 2019-09-12 | 美国把原本 10 月 1 号上调对 2500 亿美元的中国商品关税(25% 到 30%)，推迟到 10 月 15 号。 |
| 2019-09-13 | 中方对美国大豆、猪肉等农产品采购实施加征关税排除。 |
| 2019-09-17 | 美方公布三份关税排除清单。 |
| 2019-09-19 | 中美经贸副部级磋商在华盛顿举行，拟为 10 月初高级别谈判奠定基础。 |
| 2019-09-25 | 特朗普联合国大会言论引发经贸前景忧虑。 |
| 2019-10-11 | 中美第十三轮磋商取得实质性进展，美暂停对华 2500 亿美元商品再进一步增加关税（从 25% 提升到 30%），中国将采购 400-500 亿美元美国农产 |

2019-10-25

品，并加大知识产权保护，计划在 APEC 峰会会晤。

国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认部分文本的技术性磋商基本完成。中美两国首脑有望在 11 月 16 日至 17 日智利峰会上签署的贸易协定第一阶段的部分内容即将敲定。

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

美国此前曾宣布将对所有 5500 亿美元的进口商品提高 5% 的惩罚性关税，从而使 2500 亿美元商品的关税自 10 月 1 日起达到 30%，另 3000 亿美元的商品自 12 月 15 日起达到 15%。但由于 10 月中旬第一阶段谈判所取得的实质性进展，其中原定 10 月 1 日上调的 5% 关税已暂停。但美国方面依然表示，若 12 月 15 日前未取得进展，则美国将对其他 3000 亿美元进口商品继续提升关税至 15%，目前为 10%。

作为贸易协定第一阶段的实质性进展，特朗普提出中国采购 400-500 亿美元美国农产品的计划，这是此前正常年景进口额度的近两倍，对美豆的进口可能恢复到 3000 万吨的历史常态，一定程度增加了内盘市场的供给压力。截止到 10 月 24 日当周，美豆出口检验量大增至 156.84 万吨，创 2018 年以来新高，超出市场预期，其中对中国出口检验量 53.59 万吨，占出口检验总量的 34.17%。

智利出于抗议和安全的原因，已取消 APEC 会议。特朗普随后表态，中美两国正在努力选择一个新的地点签署贸易协定的第一阶段，约占总交易额的 60%，新地点将很快宣布。有消息称，美国官员在贸易谈判中坚持要中国做出 500 亿美元的美国农产品采购承诺，但是中国不愿意承诺具体采购数量和采购时间，想根据市场状况自主决定是否购买，成为结束第一阶段中美贸易战谈判的主要胶着点，这对国内豆系市场的影响较为深刻，需要密切关注其动态。

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

USDA 10 月美国大豆供需报告显示，美豆播种面积 7650 万英亩（上月 7670、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（预估 7573.9、上月 7590、上年 8760），单产 46.9（预估 47.3、上月 47.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.83、上月 36.33、上年 44.28），出口 17.75（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.2（上月 21.15、上年 20.92），期末库存 4.60（预期 5.21，上月 6.40，上年 9.13）（如表 2 示）。美豆单产和产量大幅下调，产量同比去年削减近 20%，导致库存消费比显著调降至 11.43%，美豆产量跌入六年前低位，供给收紧趋势奠定市场价格反弹基调。

表 2. 美国大豆 10 月供需平衡表

| SOYBEANS | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2019/20 |
|----------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| | | | Sep | Oct |
| | | | <i>Million</i> | |
| Area Planted | 90.2 | 89.2 | 76.7 | 76.5 |
| Area Harvested | 89.5 | 87.6 | 75.9 | 75.6 |
| | | | <i>Bushels</i> | |
| Yield per Harvested Acre | 49.3 | 50.6 | 47.9 | 46.9 |
| | | | <i>Bushels</i> | |
| Beginning Stocks | 302 | 438 | 1005 | 913 |
| Production | 4412 | 4428 | 3633 | 3550 |
| Imports | 22 | 14 | 20 | 20 |
| Supply, Total | 4735 | 4880 | 4658 | 4483 |
| Crushings | 2055 | 2092 | 2115 | 2120 |
| Exports | 2134 | 1748 | 1775 | 1775 |
| Seed | 104 | 89 | 96 | 96 |
| Residual | 5 | 39 | 32 | 32 |
| Use, Total | 4297 | 3967 | 4018 | 4023 |
| Ending Stocks | 438 | 913 | 640 | 460 |
| Avg. Farm Price (\$/bu) 2/ | 9.33 | 8.48 | 8.5 | 9 |
| Stock To Use Ratio | 10.19% | 23.01% | 15.93% | 11.43% |

资料来源：USDA 新纪元期货研究

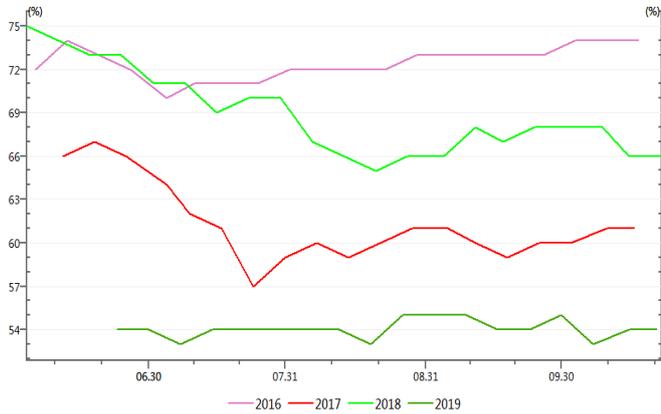
美国大豆收割率和优良率处于历史偏低水平，从今年美豆单产预估角度看，后期不断调整的最终单产预计将落在 48-49 蒲式耳/英亩区间，这属于近五年偏低的水平，今年美国大豆产量较去年大幅下滑 20% 奠定了供给收缩的势头，如果中美经贸磋商局势向好，则芝加哥大豆已圈定今年秋季低点，价格有望回升至 17/18 年价格波动区间（900-1100）。

二、作物收割季进度缓慢

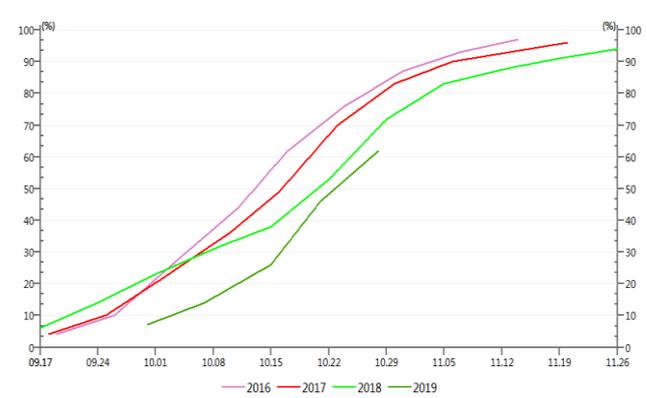
美国农业部发布的最新作物进展报告显示，截至 10 月 25 日，美国大豆收割工作完成 62%，高于一周前的 46%，不过落后五年平均进度 78%。美国大豆收割率和优良率处于历史偏低水平，从今年美豆单产预估角度看，后期不断调整的最终单产预计将落在 48-49 蒲式耳/英亩区间，最近五年美豆单产分别为 51.60、49.30、51.90、48.46、46.9（单位：蒲式耳/英亩），显然今年的单产形势，属于近五年偏低的水平。美国 10 月中上旬的霜冻天气给美豆新作产量可能造成损害，并未计入美国 10 月供需报告中，11 月的 USDA 供需报告才会揭晓，美豆单产和产量潜力，是市场的关注点。

图 1. 美豆生长优良率落后于历史同期

图 2. 美豆收割率落后于历史同期



资料来源: Wind

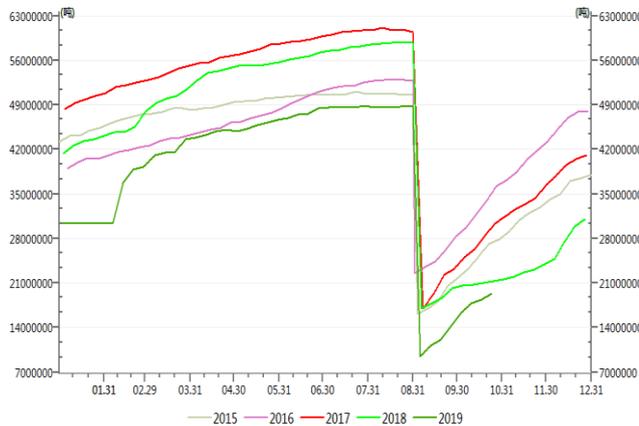


资料来源: Wind

三、美国大豆对华出口快速增长，提振芝加哥大豆价格

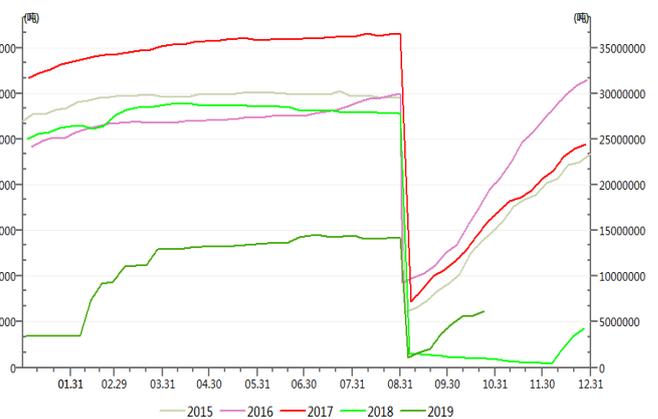
截止到 10 月 24 日当周,美豆出口销售总量(周出口累计值与当前市场年度未装船数量)1927.13 万吨,仍处于近 5 年历史偏低水平,较去年同期 2134.92 万吨同比减少接近 10%。但美国对华出口销售总量(周出口累计值与当前市场年度未装船数量) 619.02 万吨, 同比去年 96.39 万吨增长 5.4 倍。随着中美经贸关系的缓和及对华出口恢复正常的预期,美豆出口需求显著改善对芝加哥市场豆系提振意义重大。截止到 10 月 28 日,本年度美国大豆出口检验累积值 297476 千蒲式耳,较去年同期 270027 千蒲式耳增加 10%; 10 月 28 日当周,美豆对华出口检验量 19776 千蒲式耳,较去年同期锐增 6.7 倍。

图 3. 美国大豆出口销售五年最差



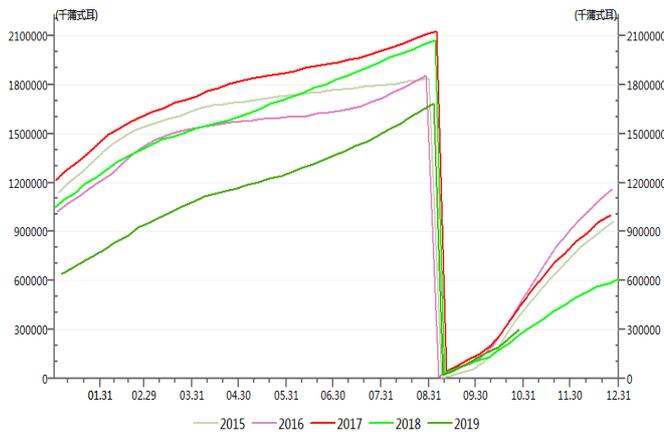
资料来源: Wind

图 4. 美国大豆对华出口销售显著增加



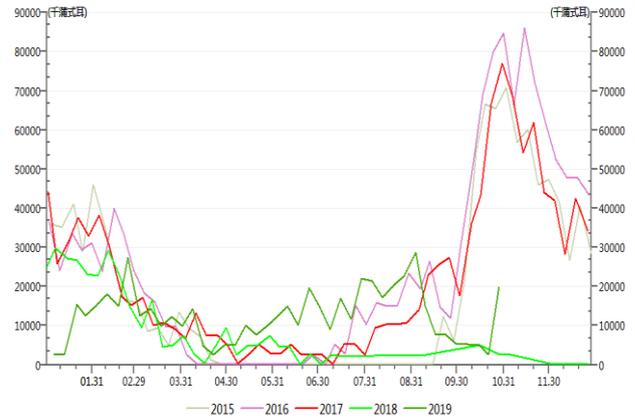
资料来源: Wind

图 5. 美国大豆出口检验累计值



资料来源: Wind

图 6. 美国大豆对华出口检验量周变动图



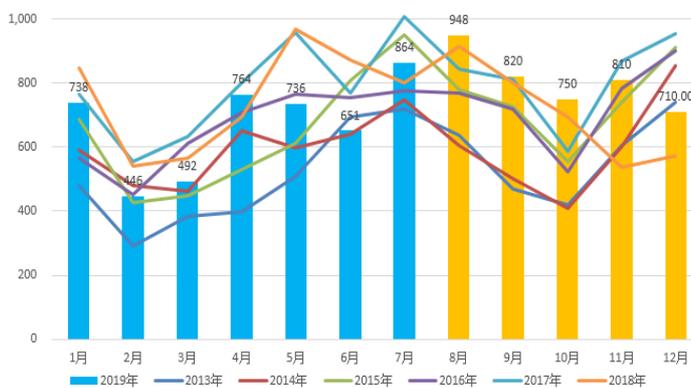
资料来源: Wind

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

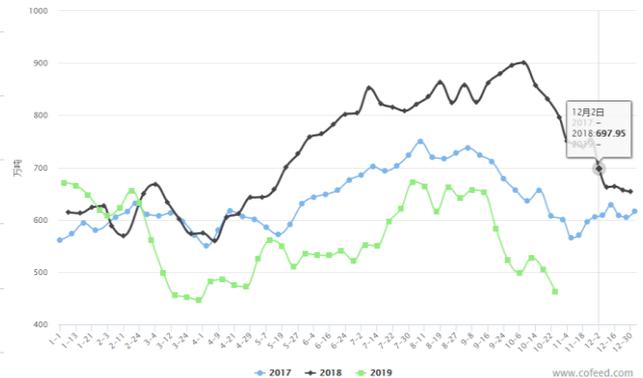
1 到 10 月份, 我国大豆进口累计 7209 万吨, 较去年同期缩减 6.33% 或 487 万吨, 随着中美经贸关系缓和, 以及中国连续三次大幅增加关税豁免的进口大豆数量, 年末大豆供给紧张的形势得到缓解。国内大豆库存 462.6 万吨, 去年同期 796 万吨, 前年为 600 万吨。

图 7. 我国大豆到港预期逐月变动图(黄色为预期)



资料来源: Wind

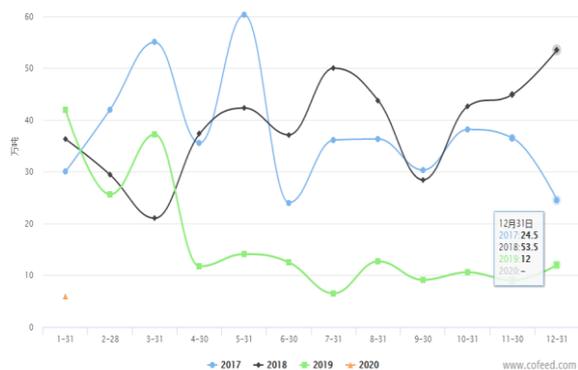
图 8. 我国大豆库存处于近年偏低水平



资料来源: Cofeed

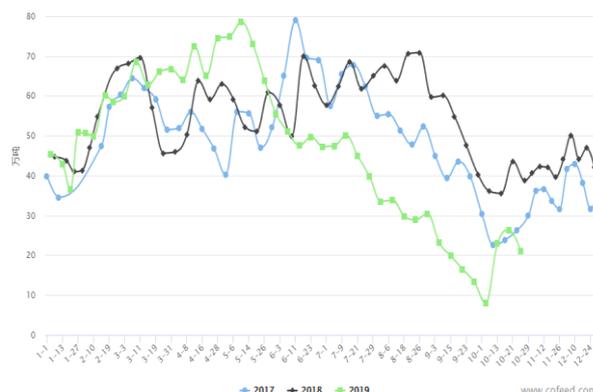
国内进口菜籽库存处于近年历史偏低水平, 根据 Cofeed 数据统计和调查, 未来三个月, 即 11 月到明年 1 月份, 我国菜籽到港预估 27 万吨, 去年同期规模为 140 万吨, 萎缩 80%。截止到 10 月 27 日当周, 我国库存水平为 21 万吨, 去年同期接近 39 万吨, 前年同期接近 30 万吨。受中加关系影响, 我国菜籽到港量清淡, 港口库存持续维持低位。

图 9. 国内菜籽到港量仍严重不足



资料来源: Cofeed

图 10. 国内进口菜籽库存水平偏低

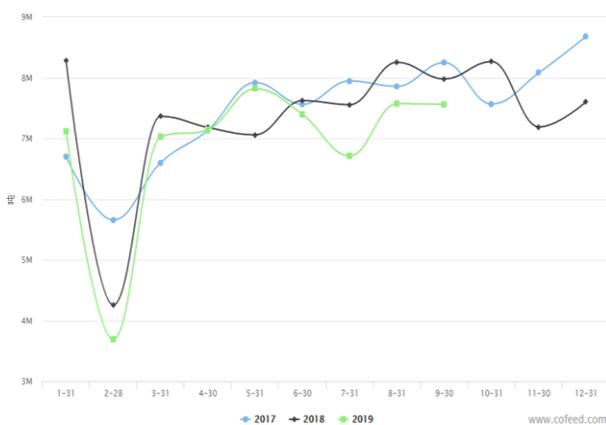


资料来源: Cofeed

2、国内油籽压榨量偏低

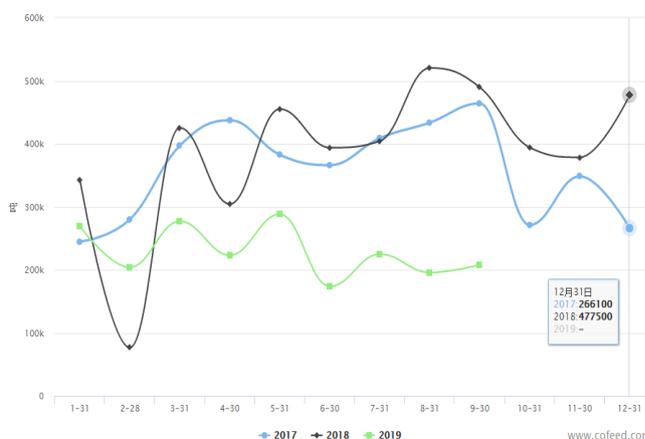
Cofeed 数据显示, 我国 9 月份大豆压榨量 755 万吨, 显著低于去年同期 797 万吨, 前年同期为 825 万吨。9 月进口菜籽月度压榨量 20.8 万, 显著低于去年同期的 49 万吨, 前年同期为 46.4 万吨。

图 11. 国内大豆月压榨量呈反季节缩减趋势



资料来源: Cofeed

图 12. 进口菜籽月压榨量显著萎缩



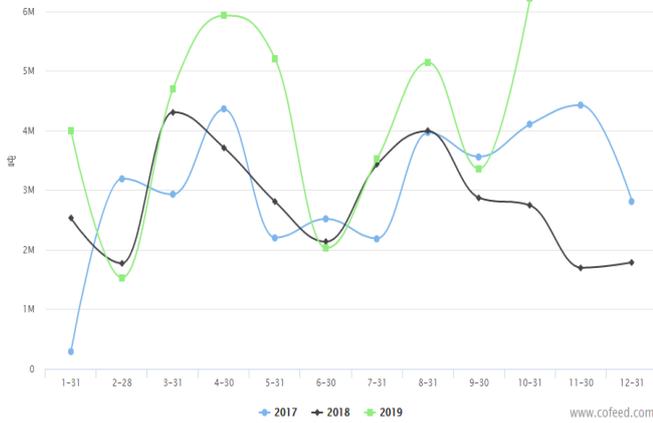
资料来源: Cofeed

3、国内油粕库存水平不高

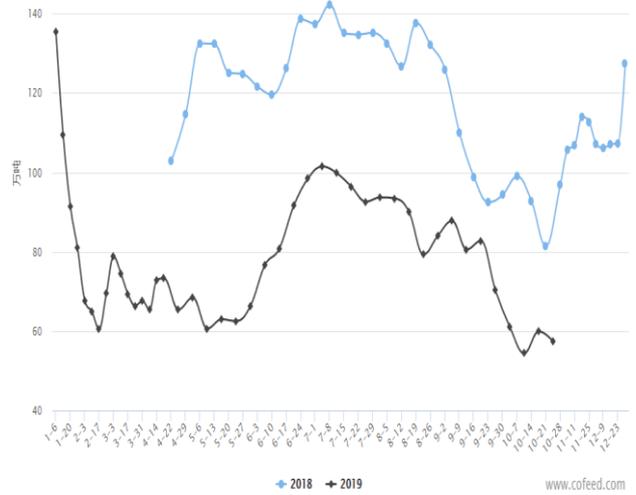
国内部分地区豆粕月度成交量显示, 10 月份成交 622 万吨, 去年同期为 274 万吨, 前年同期为 410 万吨, 成交仍显旺盛。截止到 10 月下旬, 国内豆粕库存 57.36 万吨, 显著低于去年同期的 96 万吨, 库存水平偏低。

图 13. 部分地区豆粕月成交量同比显示仍旺盛

图 14. 国内豆粕库存水平偏低



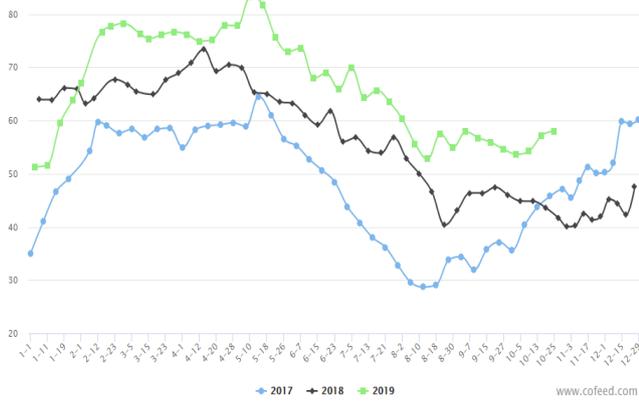
资料来源: Cofeed



资料来源: Cofeed

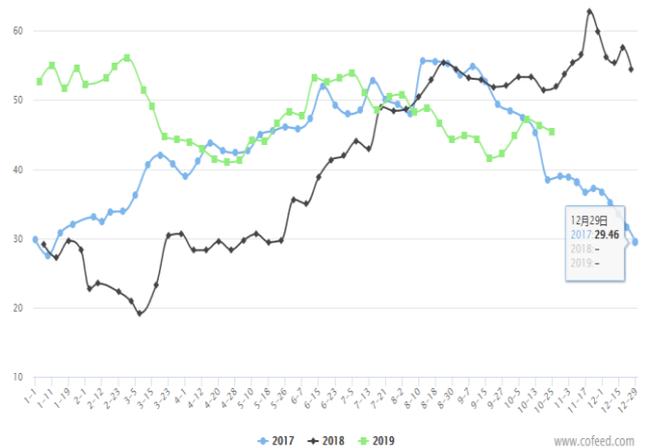
10月25日,国内豆油商业库存数量为131.45万吨,远于去年同期的185.7万吨水平,前年同期为158.5万吨,库存去化显著。豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为234.85万吨,亦显著低于去年同期的279.3,前年同期为244.5万吨。

图 15. 国内棕榈油库存处近三年高位



资料来源: Cofeed

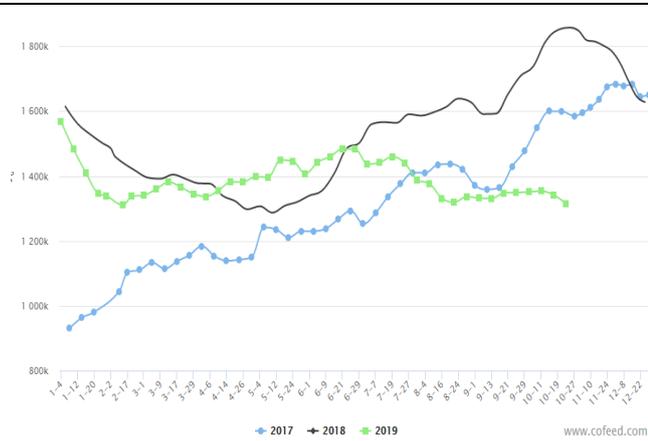
图 16. 国内菜油库存同比出现缩减趋势



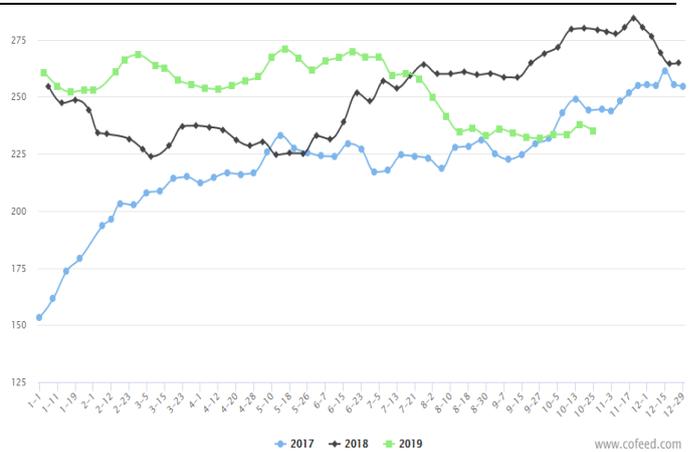
资料来源: Cofeed

图 17. 国内豆油库存同比缩减趋势最为显著

图 18. 三大植物油总库存同比呈现显著缩减



资料来源: Cofeed



资料来源: Cofeed

进入 11 月份，元旦春节需求旺季备货的时间窗口将逐步开启，今年的特殊背景是，非洲猪瘟持续超过一年，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。

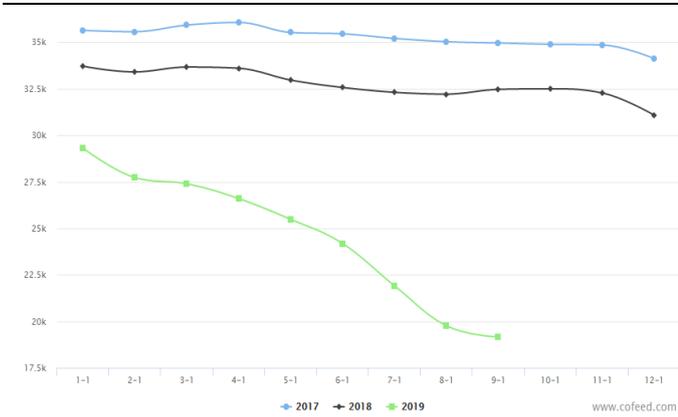
五、养殖暴利刺激养殖业复苏，远期饲料需求看好

农业农村部数据显示 2019 年 9 月生猪存栏环比下降 3%，同比下降 41.1%，能繁母猪存栏环比下降 2.8%，同比下降 38.9%。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 41.1%，能繁母猪从同比缩减 4.8%扩大至同比缩减 38.9%，产能两位数去化在不断扩大。主要大中城市生猪价格在 8 月中下旬首次改写历史新高后，出现陡峭的加速上涨，当前主要城市生猪价格从年初低位累计涨幅超过 255%，为历史上最强猪周期，并带动国内通胀回升至 3%为近六年高位，其外溢影响肉蛋类产品历史性上涨，养殖业进入系统的暴利时期，势必会激发下游养殖热情。

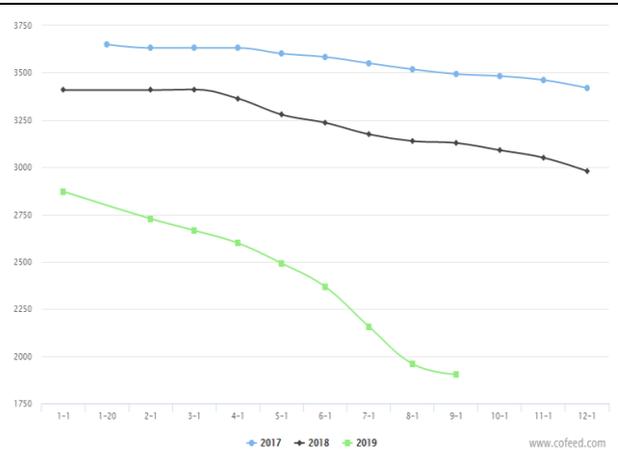
据农业农村部消息，9 月份，全国年出栏 5000 头以上的规模猪场生猪存栏环比增长 0.6%、能繁母猪存栏环比增长 3.7%，后备母猪销量继续大幅增长，猪饲料产量和销量都有回升。吉林、辽宁、山东等 12 个省生猪存栏环比增加或持平，生产恢复向好的因素明显增多，生猪生产整体上进入止降回升的转折期。按照这一趋势，年底前生猪生产产能有望探底回升，明年有望基本恢复到正常水平。

图 19. 我国生猪存栏同比缩减 41.1%

图 20. 我国能繁母猪同比缩减 38.9%



资料来源: Cofeed

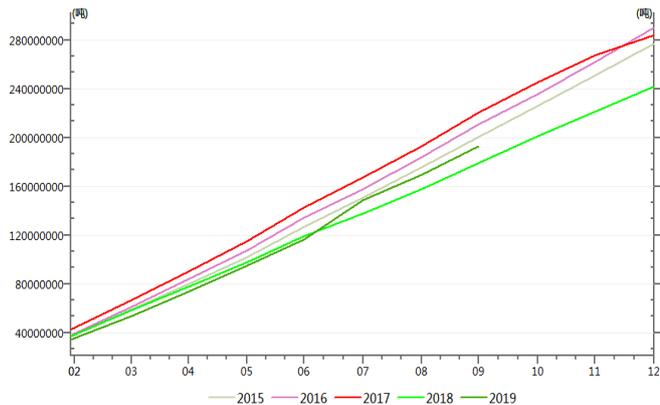


资料来源: Cofeed

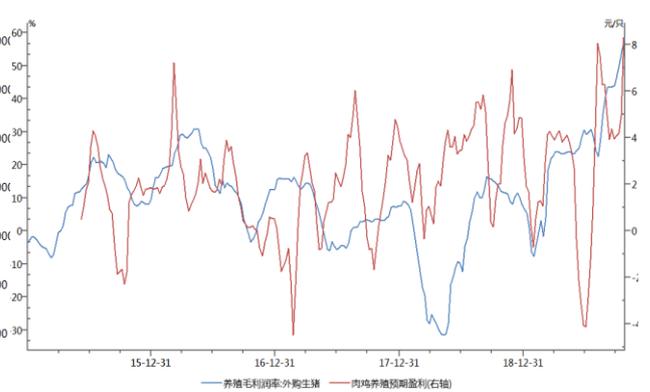
前 9 个月, 我国饲料产量 1.93 亿吨同比增长 7.8%, 据饲料工业协会数据, 2019 年上半年, 猪饲料产量累计同比削减 14.3%, 禽饲料累计同比增长 11.5%, 水产饲料同比增长 4.4%, 反刍饲料同比增长 4.2%。在我国养殖行业历史性红利时期, 我们看到的是, 饲料需求新的增长趋势正在形成, 禽类需求增量很大程度上弥补了生猪养殖需求的减量。

图 21. 前 9 个月饲料产量 1.93 亿吨同比+7.8%

图 22. 生猪肉禽养殖利润处于历史最佳时期



资料来源: Wind



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, 跌回两年前低价, 在 9 到 10 月份获得支撑跌势暂歇, 尚无法敲定下跌浪结束。

图 23. 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 24. 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，8 月持稳突破 5700，打破了持续近十年的熊市下跌反压线，存在长期熊牛转换的技术意义，当前脱离熊市低点累计涨幅接近 20%，临近进入技术牛市。

图 25. 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 11 月份主要交易策略推荐

- 1、Y-P 价差大规模收敛，厄尔尼诺年景后的减产效应，若持续在年末发酵，趋势收敛仍存超预期风险，参考 2009-2010 和 2015-2016 相似年景，当前为历史均值价差 1050，目标下移至 800-1000 区域。
- 2、人民币阶段性升值、中美贸易关系缓和和北美定产等因素约束，更多时间配置多油空粕对冲套利组合。
- 3、国内植物油旺季备货叠加“猪通胀”，兼有东南亚季节性减产超预期因素，三大油脂积极多头配置。豆油 6300、菜油 7400、棕榈油 5200 为参考停损位，博弈月线级别涨势扩大。
- 4、双粕维持在半年内区间波动，多豆粕空菜粕对冲为主，基于全球油籽供给收缩和养殖需求复苏的判断，择机尝试配置远月多头。

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

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

徐州营业部

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

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

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

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

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

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

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

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

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）

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

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

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#