

多油空粕套作仍趋盛行

内容提要:

- ◆ 《油世界》文，11 月 1 日至 21 日，美国对中国大豆装船升至 22 个月高点，在 300 万吨的水平（对比 2018 年 11 月零出口和 2014-2017 年同期 720 万吨的均值）。美豆价格 10 月份曾受到中国 1000 万吨免税配额支撑，但 11 月份里一路走软，因额外出口需求不足。
- ◆ USDA11 月美国大豆供需报告显示，美豆播种面积 7650 万英亩（上月 7650、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（上月 7560、上年 8760），单产 46.9（预估 46.6、上月 46.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.10、上月 35.50、上年 44.28），出口 17.75（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.05（上月 21.2、上年 20.92），期末库存 4.75（预期 4.28，上月 4.60，上年 9.13）。美豆产量同比去年削减近 20%，单产产量较上月未做调整，压榨下调导致期末库存调升，不利于收割尾季或短周期价格的表现，不过供给收缩限制下行空间。
- ◆ 据农业农村部，非瘟疫情以来，我国能繁母猪存栏环比首次转增 0.6%，同比降幅 38.03%，降幅首次收窄。当前全国生猪产能下滑已基本见底，年底前存栏有望止降回升，这种养殖业复苏的积极变化，对饲料需求有提升的指示意义。
- ◆ 市场曾预计本年度印尼棕榈油产量会增 200-300 万吨，但实际增产数量仅勉强维持 100 万吨，产量增长不及预期的一半。受厄尔尼诺影响，东南亚遭遇干旱，恐放大棕榈油季节性产出的缩减，强化油脂牛市波动。
- ◆ 策略推荐：
 - 1、Y-P 价差趋势收敛。
 - 2、菜油菜粕、豆油豆粕市场，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，三大油脂调整过程中多头配置增持。5 月合约，豆油 6200、菜油 7250、棕榈油 5550 为参考停损位，博弈月线级别涨势扩大。
 - 4、双粕维持震荡，基于全球油籽供给收缩和养殖需求复苏的判断，年内低价区择机尝试配置远月多头，豆粕菜粕价差转入收敛交易。

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

关注“猪周期”外溢影响，多油空粕套作（2019-10-30）

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）

第一部分 中美经贸形势动态跟踪

表 1 中美经贸摩擦从 5 月份升级到岁末缓和

时间	事件
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%)，
2019-09-13	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 亿美元美国农产品，并加大知识产权保护，计划在 APEC 峰会会晤。
2019-10-25	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。
2019-11-02	中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，中方声明：“双方就妥善解决各自核心关切进行了认真、建设性的讨论，并取得原则共识。”中美声明都使用了“建设性”一词。
2019-11-07	国务院：全面取消在华外资银行、证券公司等金融机构业务范围限制。中国商务部：中美同意随协议进展、分阶段取消加征关税。海关总署和农业农村部正在研究解除美国禽肉对华出口限制事宜。
2019-11-17	中美经贸高级别磋商双方牵头人通话。双方围绕第一阶段协议的各自核心关切进行了建设性的讨论，并将继续保持密切交流。
2019-11-21	高级别通话中，中方邀请美方贸易谈判代表举行更多会谈。中方官员希望与美方，可以在感恩节之前，到北京进行面对面会谈。美方表示他们愿意见面磋商，但除非中方明确表示将在知识产权保护、技术转让和农业做出承诺。
2019-11-26	中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，双方就解决彼此核心关切问题进行了讨论，就解决好相关问题取得共识，同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通。

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。11 月 1 日至 21 日美国对中国大豆装船升至 22 个月高点，在 300 万吨的水平（对比 2018 年 11 月零出口和 2014-2017 年同期 720 万吨的均值。）美豆价格 10 月份曾受到中国 1000 万吨免税配额支撑，但 11 月份里一路走软，因额外出口需求不足。

11 月，中美第一阶段经贸协议的签署地和时间均未达成，但沟通更为频繁和紧密，市场波动反馈更为理性。需要注意的是，11 月下旬，美国无理通过所谓“香港人权与民主法案”，为两国关系增添了新的变数。

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 11 月美国大豆供需报告显示，美豆播种面积 7650 万英亩（上月 7650、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（上月 7560、上年 8760），单产 46.9（预估 46.6、上月 46.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.10、上月 35.50、上年 44.28），出口 17.75（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.05（上月 21.2、上年 20.92），期末库存 4.75（预期 4.28，上月 4.60，上年 9.13）。美豆产量同比去年削减近 20%，单产产量较上月未做调整，压榨下调导致期末库存调升，不利于收割尾季或短周期价格的表现。

表 2. 美国大豆 11 月供需平衡表

SOYBEANS	2017/18	2018/19	2019/20	2019/20
			Oct	Nov
			<i>Million</i>	
Area Planted	90.2	89.2	76.5	76.5
Area Harvested	89.5	87.6	75.6	75.6
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	49.3	50.6	46.9	46.9
			<i>Bushels</i>	
Beginning Stocks	302	438	913	913
Production	4412	4428	3550	3550
Imports	22	14	20	20
Supply, Total	4735	4880	4483	4483
Crushings	2055	2092	2120	2105
Exports	2134	1748	1775	1775
Seed	104	89	96	96
Residual	5	39	32	32
Use, Total	4297	3967	4023	4008
Ending Stocks	438	913	460	475
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	9.33	8.48	9	9
Stock to Use Ratio	10.19%	23.01%	11.43%	11.85%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

二、作物收割季进度追平去年

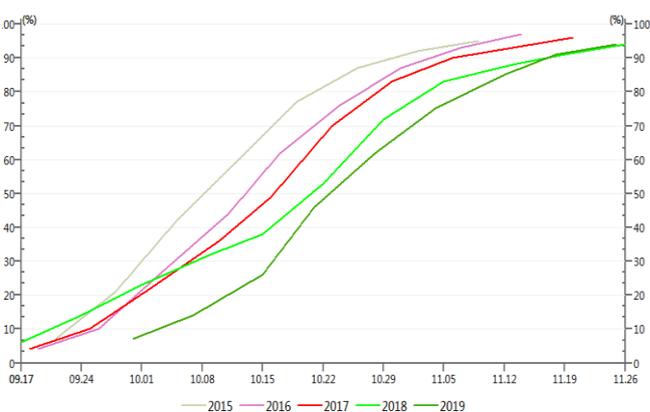
美国农业部发布的最新作物进展报告显示，截至 11 月 25 日，美国大豆收割工作完成 94%，已经持平于去年同期。美国大豆收割率和优良率处于历史偏低水平，但尾季收割天气形势良好，减轻了市场对供给不确定性的忧虑。最近五年美豆单产分别为 51.60、49.30、51.90、48、46.9（单位：蒲式耳/英亩），显然今年的单产形势，属于近五年偏低的水平。11 月的 USDA 供需报告未对供给数据做出调整，出乎市场意料。

图 1. 美豆生长优良率落后于历史同期



资料来源：Wind

图 2. 美豆收割率落后于历史同期



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 11 月 14 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）2372 万吨，仍处于近 5 年历史偏低水平，较去年同期 2263 万吨同比增加接近 5%。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）848 万吨，而去年同期仅仅 65 万吨。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 11 月 25 日，本年度美国大豆出口检验累积值 530745 千蒲式耳，较去年同期 365636 千蒲式耳增加 18.35%。

图 3. 美国大豆出口销售五年最差但恢复性增长

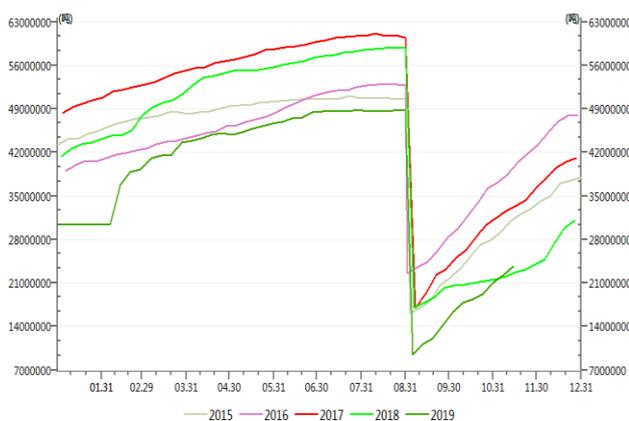
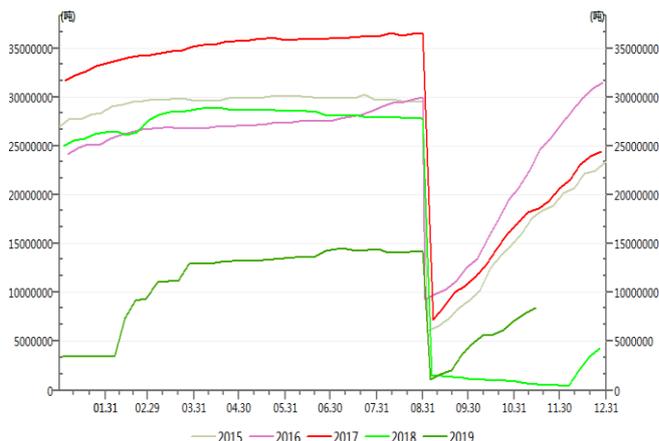


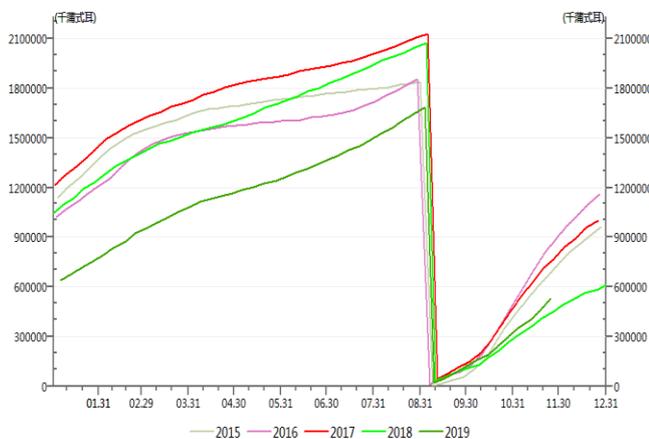
图 4. 美国大豆对华出口销售显著增加



资料来源: Wind

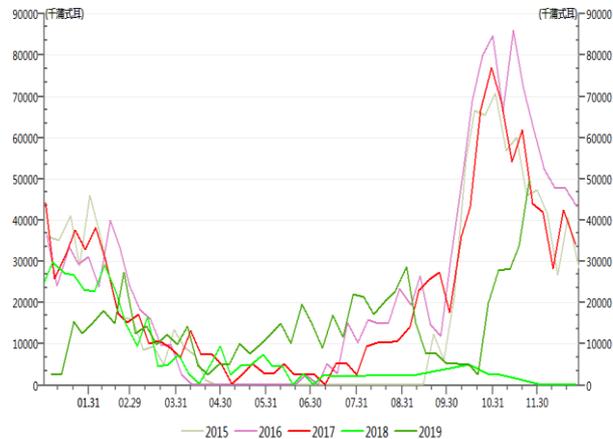
资料来源: Wind

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



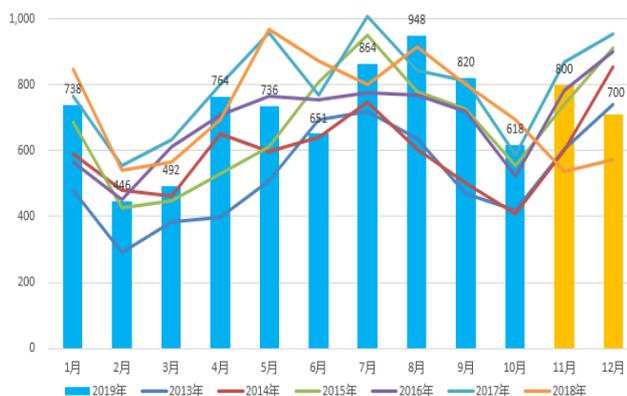
资料来源: Wind

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

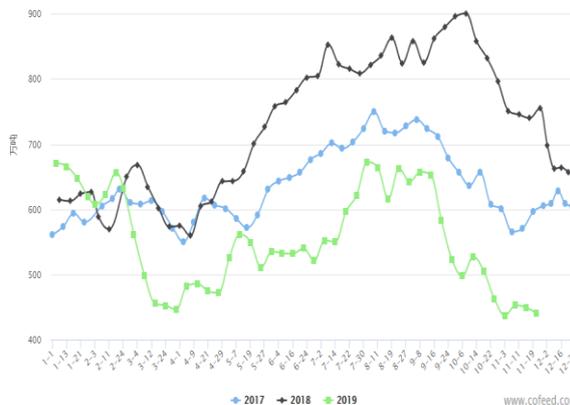
1 到 11 月份, 我国大豆进口累计 7877 万吨, 较去年同期缩减 4.33% 或 357 万吨, 随着中美经贸关系缓和, 以及中国连续多次大幅增加关税豁免的进口大豆数量, 年末大豆供给紧张的形势得到缓解。国内大豆库存 440 万吨, 去年同期 755 万吨, 前年为 605 万吨。

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

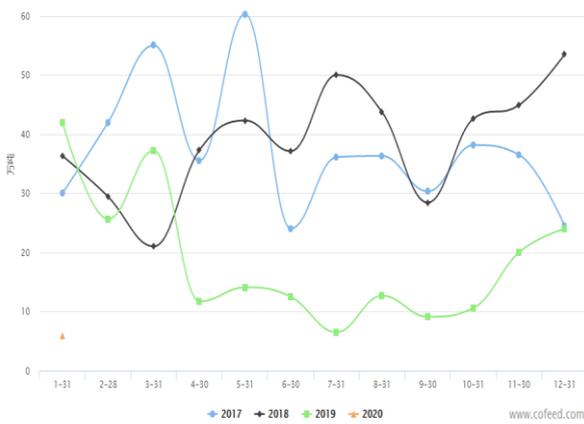
图 8. 我国大豆库存处于近年偏低水平



资料来源: Cofeed

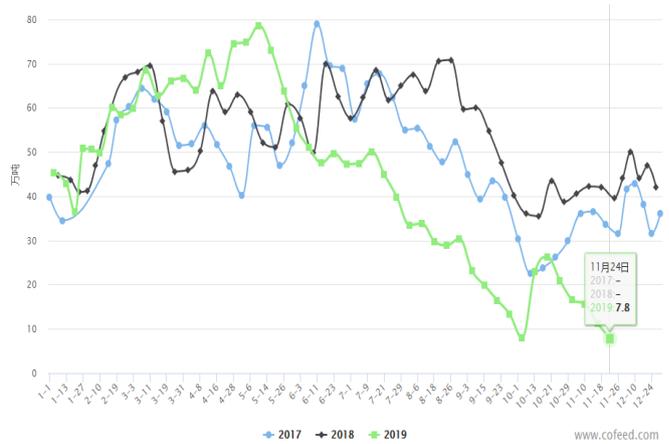
国内进口菜籽库存处于近年历史偏低水平，根据 Cofeed 数据统计和调查，未来三个月，即 11 月到明年 1 月份，我国菜籽到港预估 50 万吨，去年同期规模为 140 万吨，萎缩 78.6%。截止到 11 月 24 日当周，我国库存水平为 7.8 万吨，去年同期接近 39.6 万吨，前年同期接近 31.55 万吨。受中加关系影响，我国菜籽到港量清淡，港口库存持续维持低位未有实质缓解。

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

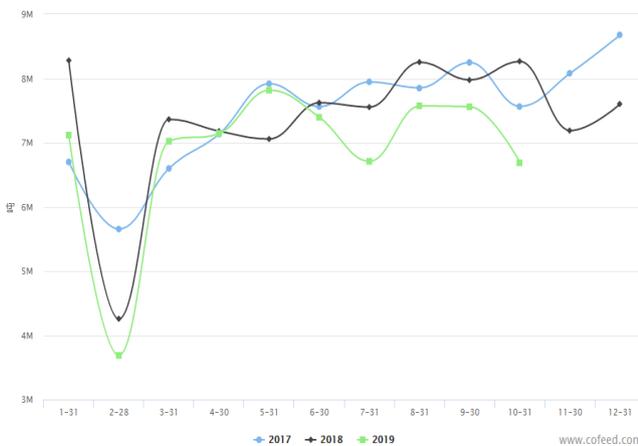


资料来源: Cofeed

2、国内油籽压榨量偏低

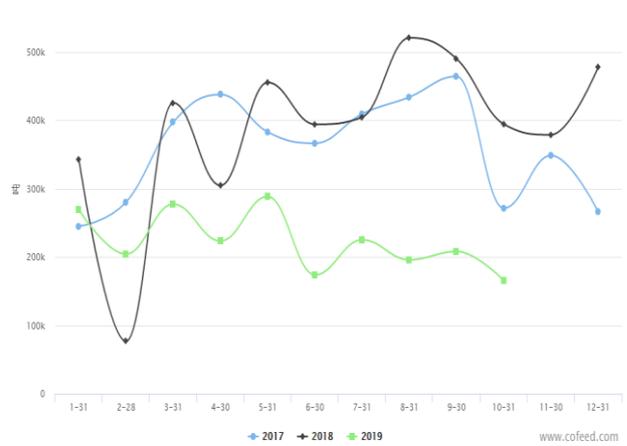
Cofeed 数据显示，我国 10 月份大豆压榨量 669 万吨，显著低于去年同期 827 万吨，前年同期为 757 万吨。10 月进口菜籽月度压榨量 16.5 万，显著低于去年同期的 39.4 万吨，前年同期为 27.1 万吨。

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

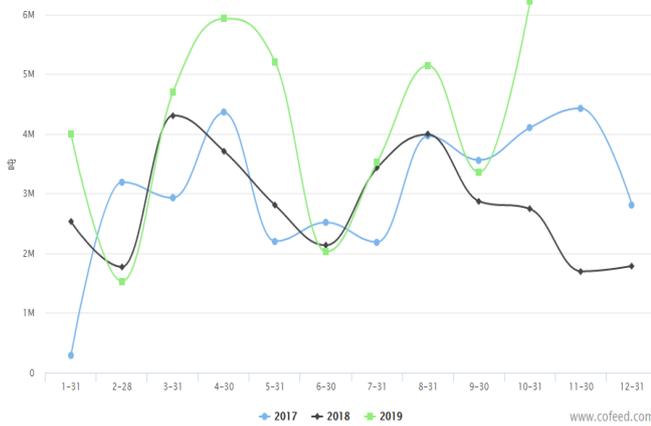


资料来源: Cofeed

3、国内油粕库存水平不高

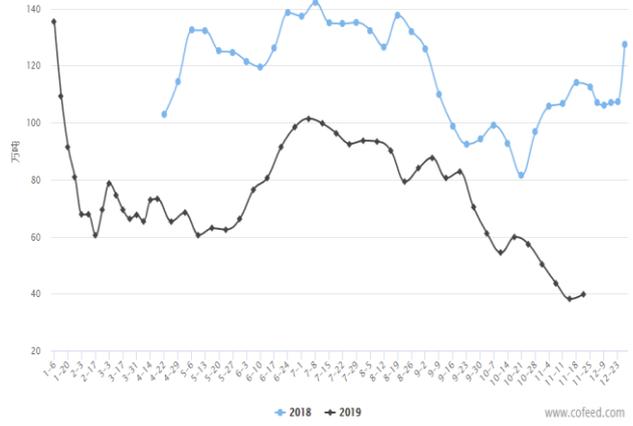
国内部分地区豆粕月度成交量显示，10 月份成交 622 万吨，去年同期为 274 万吨，前年同期为 410 万吨，成交仍显旺盛。截止到 11 月下旬，国内豆粕库存 39.85 万吨，显著低于去年同期的 112.6 万吨，库存水平偏低。

图 13. 部分地区豆粕月成交量同比显示仍旺盛



资料来源：Cofeed

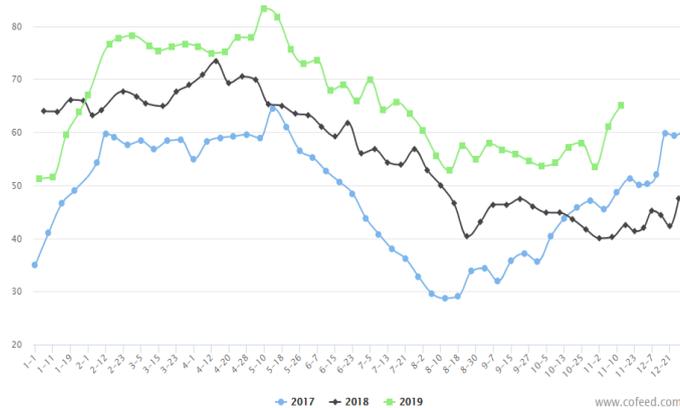
图 14. 国内豆粕库存水平偏低



资料来源：Cofeed

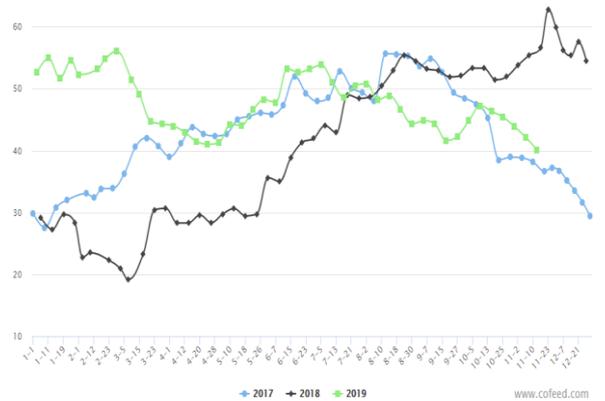
11 月 22 日，国内豆油商业库存数量为 108.58 万吨，远于去年同期的 180.2 万吨水平，前年同期为 163.7 万吨，库存去化显著。豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为 218.69 万吨，亦显著低于去年同期的 284.29 万吨，前年同期为 248.01 万吨。

图 15. 国内棕榈油库存处近三年高位



资料来源：Cofeed

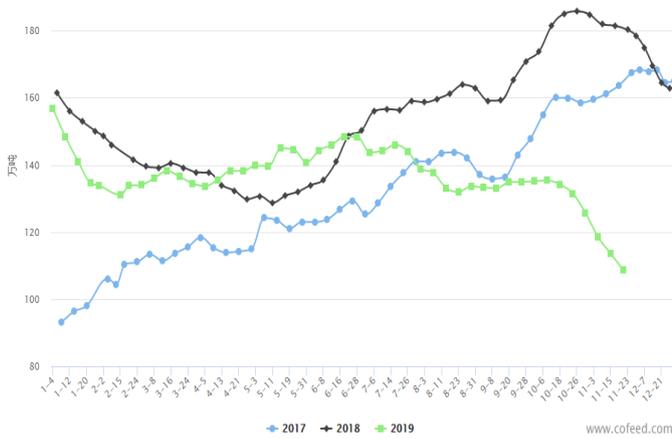
图 16. 国内菜油库存同比出现缩减趋势



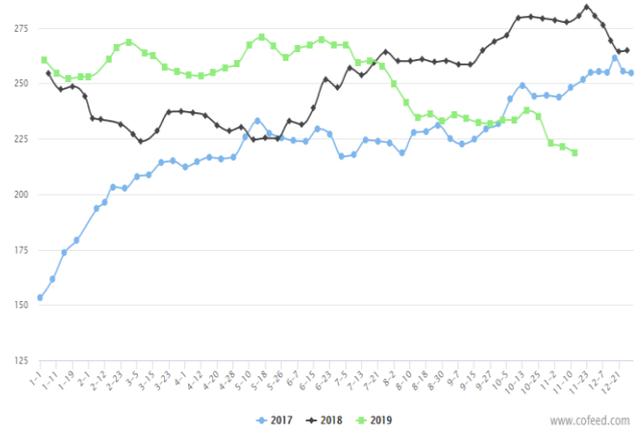
资料来源：Cofeed

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

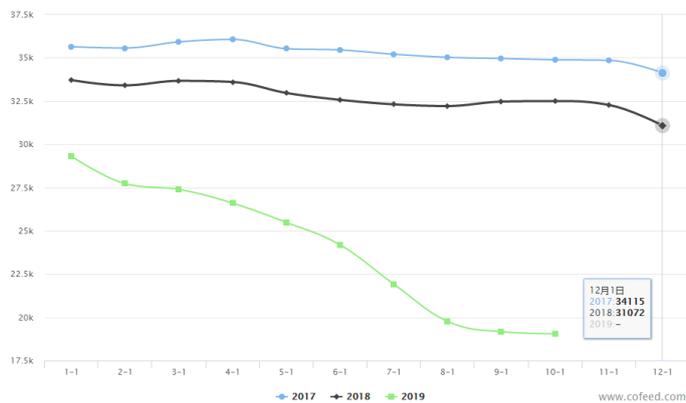
进入 12 月份，仍是元旦春节需求旺季备货的时间窗口，今年的特殊背景是，非洲猪瘟持续超过一年，养殖需求持续不振，更兼有贸易摩擦油籽进口压榨不足的因素，这些均利于植物油整体去库存趋势的延续。

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 10 月生猪存栏环比下降 0.6%，同比下降 41.38%，能繁母猪存栏环比首次转增 0.6%，同比下降 38.03%，降幅首次收窄。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 41.38%，能繁母猪从同比缩减 4.8%扩大至同比缩减 38.03%，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，11 月 1 日阶段性高点 40.98 元/千克后，当月已出现 20%的调整下跌。

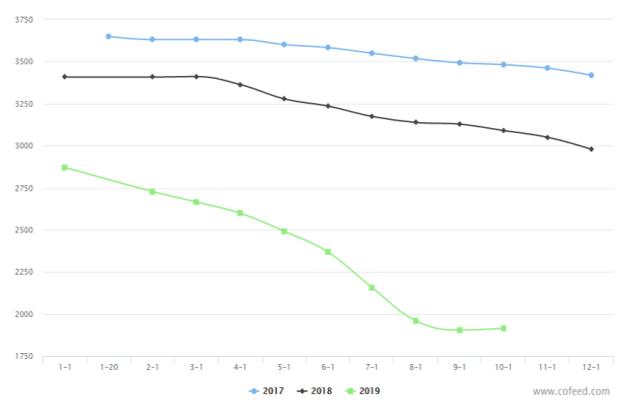
据农业农村部，当前全国生猪产能下滑已基本见底，年底前存栏有望止降回升，这种养殖业复苏的积极变化，对饲料需求有提升的指示意义。

图 19. 我国生猪存栏同比缩减 41.38%



资料来源: Cofeed

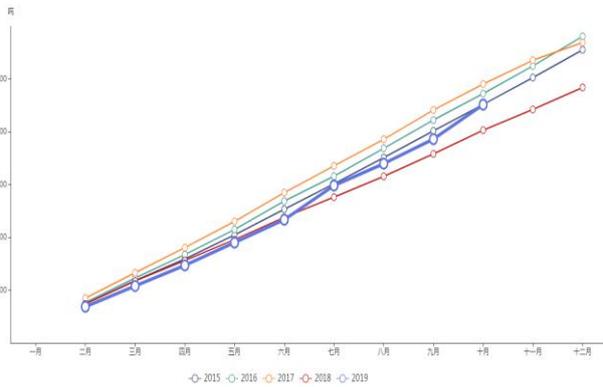
图 20. 我国能繁母猪同比缩减 38.03%



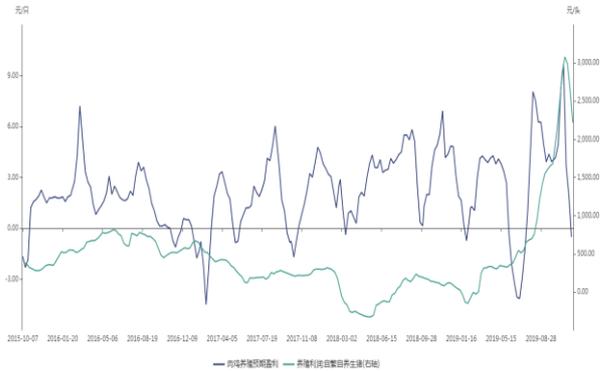
资料来源: Cofeed

图 21. 前 10 个月饲料产量 2.26 亿吨同比增 7%

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，有反弹趋势，但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后连续反弹



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，缺乏趋势延伸。

图 24. DCE 豆粕价格指数陷入震荡



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 12 月份主要交易策略推荐

- 1、Y-P 价差趋势收敛。
- 2、菜油菜粕、豆油豆粕市场，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，三大油脂调整过程中多头配置增持。5 月合约，豆油 6200、菜油 7250、棕榈油 5550 为参考止损位，博弈月线级别涨势扩大。
- 4、双粕维持震荡，基于全球油籽供给收缩和养殖需求复苏的判断，年内低价区择机尝试配置远月多头，豆粕菜粕价差转入收敛交易。

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，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报告以任何形式翻版、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处理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：028-6885096
邮编：610041
地址：成都市高新区[...]
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：025-847066
邮编：210019
地址：南京市建邺区[...]
1504室（电梯编号1

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：0513-558805
邮编：226001
地址：南通市环城路[...]
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：0571-858171
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路[...]
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：023-679069
邮编：400010
地址：重庆市渝中区[...]
9-1#