



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠
邮箱：pcc@gzjkqh.com

证书编码：F0264831
Z0002326

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

连粕压力重重 走势转弱

【策略概述】

◆ 核心观点：

美豆方面，主产区播种推迟，但因陈豆库存庞大，所以整体市场供应充足。如果中美贸易关系有所突破，那么美豆获得强支持，美豆或在秋季展开大幅上涨走势。如果维持现状或恶化，那么美豆或因天气市炒作有所反弹，但幅度有限。

国内方面，疫情对于猪料打击相当沉重，豆粕的需求受到明显抑制。目前国内生猪和可繁母猪存栏继续降低，下半年水产养殖业将逐渐进入淡季，仅仅依靠禽类和反刍动物等提振豆粕蛋白消费难度较大，因而届时国内豆粕市场的供应压力必然增大。总体而言虽然今年国内大豆进口到港量有所降低，但豆粕需求降幅更加明显。5月份的成交放量透支了后面的需求，所以6月份在期价走弱后，市场上观望情绪加浓，中下游企业以降低库存天数为主。豆粕的现货和基差合同总成交明显放缓，其中尤其是基差成交明显放缓，体现出下游对基差看弱的预期很强。随着美国大豆种植面积的确和季节性美国陈豆腾库周期的到来，我国进口大豆的到港成本必然下滑，季节性压力必然会压制豆粕价格。连粕压制重重，操作上转为偏空思路。

一、行情回顾

美豆期货 6 月以来轮番过山车行情，月初因美豆供应沉重，南美大豆收割进度加快，全球大豆供应压力集中释放。中美贸易谈判再陷僵局，美豆出现一轮下跌。进入中旬，美国大豆、玉米主产区持续降雨，导致播种延续明显，天气预报显示未来降雨仍将延续，美豆预期产量或有下滑，天气市炒作提前启动。基金大幅平仓推动价格上涨。下旬开始美豆种植区天气转好，天气炒作支撑不在，美豆开启顺畅下跌。国内市场，国内蛋白粕市场震荡走高，但涨幅弱于外盘。目前国内进口大豆相对充裕，豆粕现货涨至 3000 元/吨以上，成交放缓。期价支撑来自于成本预期提振。

图 1：美豆主力合约



资料来源：博易大师，广金期货

图 2：连粕主力合约



资料来源：博易大师，广金期货

二、因素分析

1、美豆

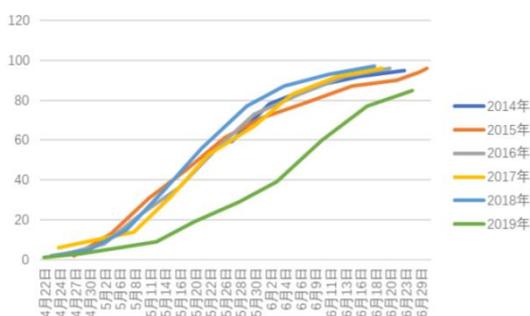
(1) 美农报告利多，天气炒作犹存

6 月底美国农业部公布了美豆种植面积预测报告，报告显示，2019 年美国大豆播种面积预计为 8000 万英亩，比去年减少 10%，创下 2013 年以来的最低面积。该数据低于分析师预测的 8435.5 万英亩，美国农业部 3 月份播种意向面积为 8461.7 万英亩。一般情况下，往年 7-12 月的月度供需报告都会直接引用 6 月面积报告中的播种面积，在次年 1 月报告中再进行修正。偶尔有例外，会在早于 1 月的某个月份进行修正，例如，2013 年缺失 10 月报告，在 11 月报告中对 13/14 年度的播种面积进行了下调。鉴于本年度播种进度之缓慢在历史上从未出现过，有可能在接下来的 10 月-1 月期间修正面积，再次修正之前，市场对于面积的交易将会暂告一段落。此外美国农业部发布的季度库存报告显示，2019 年 6 月 1 日美国大豆库存为 17.9 亿蒲式耳，也低于市场预期的 18.61 亿蒲式耳。去年同期为 12.19 亿蒲式耳。报告对市场带来了利多影响。

据 USDA 最新作物进展周度报告显示，截止到 2019 年 6 月 30 日当周，美国 18 个大豆主产州的大豆播种进度达到 92%，去年同期 100%，过去五年同期的平均播种进度为 99%；大豆作物评级优良率的比例为 54%，去年同期 71%。从报告数据上看，美豆在正常种植窗口结束之后，种植率达到了 92%，补种期间种植率增长了 7%，一年一度的大豆种植基本结束。可以开始关注的是大豆优良率，本周维持在 54% 水平，受到天气的影响，优良率与去年同期相比还是有较大差距的。关注后期大豆优良率的变化以及对美豆走势的影响。

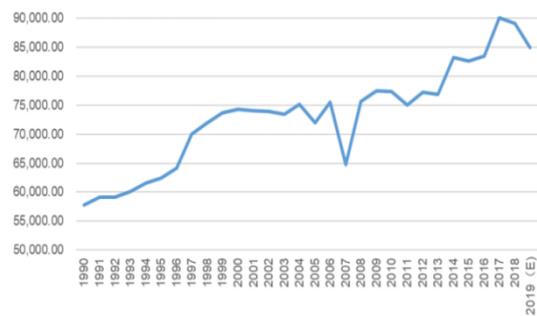
气象预报显示，未来十天美国大部分农业产区的温度将高于正常水平，降雨量将低于正常水平。天气改善将有助于玉米和大豆播种工作以及初期生长。今年春季降雨过量，局部地区发生洪涝灾害，严重耽搁春播工作，也造成作物状况下滑。豆播种期结束之后将进入 7-8 月份关键生长期，美国天气问题还未结束，虽然本周中西部谷物带天气预计较为温暖和干燥，有助于作物加速生长，但大型模型预测美国中部 7 月 10 日至 15 日期间有可能恢复强降雨模式，尤其今年大豆播种进度落后于正常进程，晚播大豆更容易降低单产潜力，尽管创历史记录的陈豆库存仍需消化，但现阶段天气对作物生长及亩产的影响将更为重要。气象预报及分析机构 AccuWeather 称，由于天气恶劣，AccuWeather 预计 2019 年美国大豆产量为 39.42 亿蒲式耳，低于 6 月 10 日预测的 39.52 亿蒲式耳。迄今为止，美国农业部的大豆产量预测数据一直为 41.5 亿蒲式耳，相比之下，过去两年的产量分别为 45.44 亿蒲式耳和 44.12 亿蒲式耳。

图 3:美豆播种进度



资料来源：Wind

图 4:美豆种植面积情况（单位：千英亩）

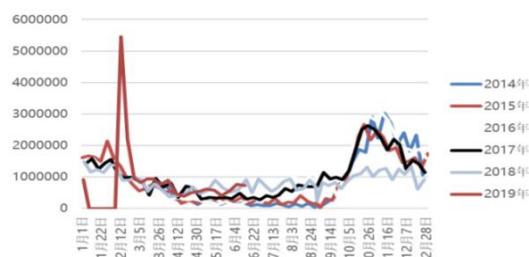


资料来源：Wind

(2) 美豆出口进度仍然较慢

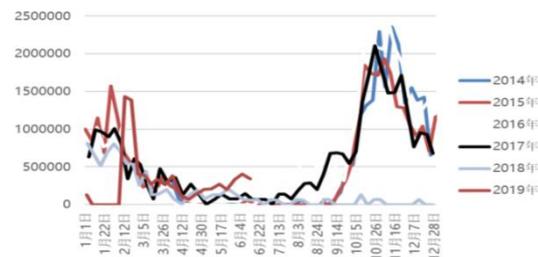
国际方面美国农业部 (USDA) 本周四公布的出口销售报告显示：截至 6 月 20 日当周，美国 2018-19 年度大豆出口净销售 168,200 吨，2019-20 年度大豆出口净销售 319,600 吨。美国对华大豆出口销售总量同比减少 51.9%，一周前同比减少 52.3%。截止到 2019 年 6 月 20 日，2018/19 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为 815.7 万吨，远远低于去年同期的 2735.3 万吨。

图 5:美豆出口情况



资料来源：美国农业部

图 6:美豆出口中国情况



资料来源：美国农业部

(3) 中美谈判重启影响有限

时至 6 月底重磅悬念终于揭晓，官媒报道中美元首在 G20 大阪峰会期间举行重要会晤，此次会晤中同意中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，美方则表示不再对中国输美产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论，谈判重启。会晤后特朗普称美国企业可以继续向华为出售零部件。相关报道出来后中美贸易形势较此前缓和不言而喻。

众所周知，此前贸易争端造成全球最大大豆进口国-中国进口美豆数量急剧下滑，据中国海关数据显示，2018/19 年度以来（始于 2018 年 10 月）中国进口美国大豆降至 543 万吨，较上年度同期锐减逾 80%。相反，中国自南美大豆进口量却是“更进一步”，数据显示 2018/19 年度以来（始于 2018 年 10 月）中国从阿根廷及巴西进口大豆累计高达 4019 万吨，较上年度同期增长 34%。随着中国自美进口大豆大减，直接导致美国陈豆库存快速累积，且迭创历史纪录新高。此前美国农业部（USDA）已经预测期末库存将突破 10 亿蒲式耳，美国农户对此“压力山大”，虽说特朗普政府对其进行补贴，相关数据显示贸易争端以来美国提出总计价值约 280 亿美元的农业补贴，总共分为两批，其中第一轮是 2018 年提出的 120 亿美元，第二轮则是 2019 年 5 月提出的 160 亿美元。截至 2019 年 6 月上旬，第一轮补贴都没有发放完毕，才发放了 85.7 亿美元左右。第二轮补贴规则又有所调整，不是针对受损严重的美国农户，而是针对所在州（业内认为这种做法完全针对的是 2020 年的总统大选，为了这些州特有的选票）。当然了，美国大豆陈库高企，不仅波及美国农户（BWC 统计 2018 年至 2019 年 5 月期间约有 1000 个美国农场破产或倒闭）。事实上，芝商所旗下的 CBOT 大豆期价也是大受影响，如下图所示，中美贸易争端以来，CBOT 大豆 11 月合约很快就跌破 1000 美分大分，最低谷时期甚至跌至 812.25 美分，此后虽说逐渐回升至 900 美分附近（最高也不过是去年 12 月创下的 971 美分），目前重新跌破 900 美分，距离收复 1000 美分仍是遥遥无期。

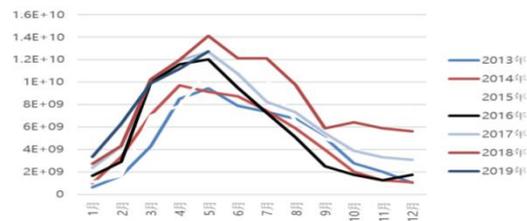
然而，就眼下情形来看，其实两国元首会晤后的贸易谈判短期内达成实质协议可能性较低，毕竟此次两国元首会晤虽如上次一般再次达成共识，但所不同的却是，本次贸易谈判并没有设定具体时间表，这也令业内普遍预期两国间后期还是“边打边谈”的可能性更高些且拖得时间可能会较长。在此背景下，特朗普会晤后称中国将会大量采购美国农产品，但中方对此表述却是，美国希望中国购买美农产品。市场传言不断，业内预期中国政府需要与业内企业沟通之后才能决定是否采购大豆。

(4) 南美贴水报价走软

USDA 公布 6 月大豆供需报告。数据显示：巴西大豆产量 123 百万吨（上月 123，上年 117），出口 75 百万吨（上月 75，上年 78.5），压榨 43.75 百万吨（上月 43.75，上年 42.7），期末库存 27.7 百万吨（上月 27.7，上年 26）。巴西大豆整体产量较去年有所增加，但增幅有限；出口量略低于去年同期，具体还得视中美贸易谈判而定；压榨量较去年有所增加，产量增加因而导致库存也有所增加。在中美贸易摩擦不断持续的情况下，巴西大豆代替美国大豆成为世界最大大豆供应商。受中美贸易重启磋商，我们看到巴西大豆近月装船的贴水报价有所走弱约 7 美分，对比北美大豆的贴水报价估计还会有一定的下调空间。大豆理论成本下降有利于豆粕内外价差的缩小。

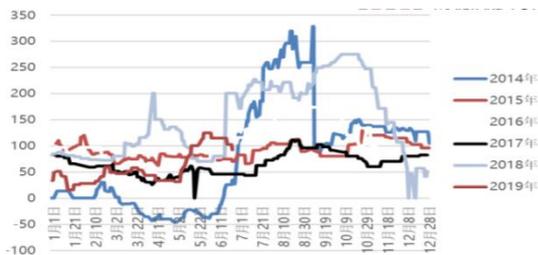
布宜诺斯艾利斯谷物交易所 (BAGE) 发布的周度报告称, 截至 6 月 19 日, 阿根廷大豆收获进度达到 99.1%, 上周为 98.5%, 目前还有 15 万公顷农田尚未收获。交易所估计全国大豆单产为 3.37 吨/公顷, 高于上周的 3.35 吨/公顷。交易所预期 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5600 万吨, 比上年产量 3510 万吨高出 59.5%, 创下 19 年来的次高产量。阿根廷大豆产量的最高纪录为 2014/15 年度的 6080 万吨。去年阿根廷旱灾导致大豆减产。今年天气相对有利, 有助于提振单产和产量。

图 7: 巴西大豆出口情况



资料来源: Wind

图 8: 巴西大豆升贴水报价



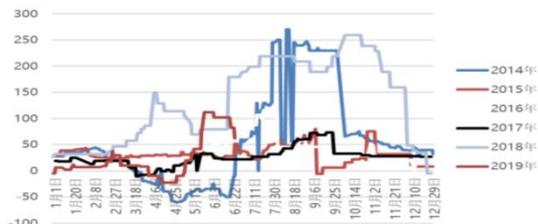
资料来源: Wind

图 9: 南美大豆到港成本情况



资料来源: Wind

图 10: 阿根廷大豆升贴水报价



资料来源: Wind

2、豆粕

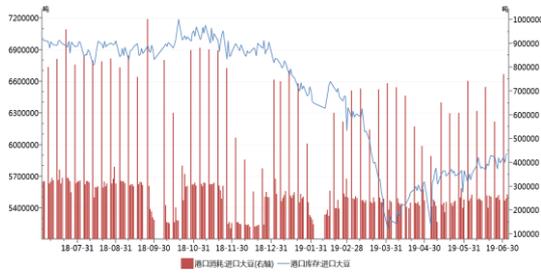
(1) 二季度进口大豆量下降

国内豆粕供应端来看, 2 季度进口大豆 (海关口径, 6 月值为到港口径的预估值) 量 2333 万吨, 1 季度为 1684 万吨, 去年 2 季度为 2531 万吨, 同比减少约 200 万吨, 上一次出现下降还是 2011 年, 当年 2 季度同比减少 200 万吨。2 季度的进口大豆供应量远大于 1 季度。

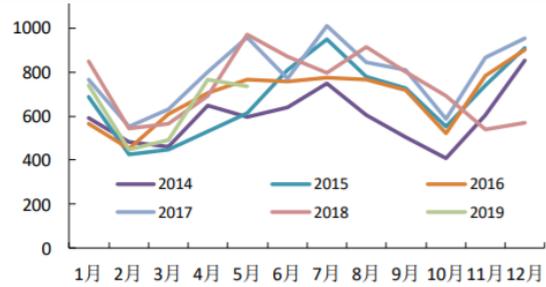
中国海关总署 25 日发布的数据显示, 2019 年 5 月份中国大豆进口总量为 736 万吨, 其中从巴西进口的大豆数量比去年同期减少 31%, 由于非洲猪瘟疫情导致生猪存栏量下滑, 抑制了国内对大豆的需求。5 月份中国进口 630 万吨巴西大豆, 低于去年同期进口量 912.4 万吨。自从 2018 年 8 月初国内报告出现第一例非洲猪瘟疫情以来, 目前全国各地共计出现 137 例。5 月份进口的大豆主要是 3、4 月份订购的, 彼时中美贸易关系有所缓和。所以油厂没有大量囤积大豆。非洲猪瘟也导致油厂采购热情减弱。荷兰合作银行的研究显示, 非洲猪瘟可能导致今年中国猪肉产量下降 30%。5 月份中国从美国进口大豆 977,024 吨, 高于去年同期的 489,539 吨。

图 11: 进口大豆港口库存

图 12: 中国大豆月度进口情况 (万吨)



资料来源：天下粮仓



资料来源：Wind

(2) 下半年国内大豆供应预计不会出现短缺

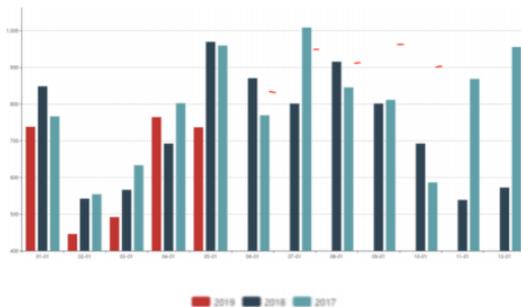
后期大豆进口方面,据天下粮仓调查统计,6月份国内各港口进口大豆预报833.5万吨,7月份预估980万吨,8月初步预估930万吨,9月初步预估960万吨,10月初步预估900万吨。如此计算,预计到2019年10月我国2019年累计进口7779万吨,较上年同期7696万吨增加83万吨。可见在10月之前国内进口大豆供给是相对充裕的。

对于11、12月国内大豆是否出现短缺,国内市场普遍认为整体国内大豆供给不会出现问题,但部分地区可能阶段性有缺口。按照作物年度来看,国家粮油信息中心预估,预计2018/19年度我国进口大豆8400万吨,低于上年度的9413万吨,预计2019/20年度我国大豆进口量为8900万吨,同比增加500万吨。

对于11月份以后的国内大豆供给来源来自于哪里,主要有以下几个渠道,首先国产大豆产量出现增加,国家粮油信息中心预估2019年大豆总产量为1680万吨,同比增加80万吨,为2005年以来最高水平。其次国家临储大豆也开启拍卖进程,首次30万吨2013年的大豆,这些大豆也将弥补部分供给。最后,市场关注的焦点集中到在巴西大豆库存逐步下降之后,进口大豆的缺口如何来填补。一般而言11、12月进口大豆量在800万吨左右,2018年因非洲猪瘟及中美贸易战影响进口量仅为550万吨左右。目前来看,如果中美贸易战能有突破性进展,那么中国进口美豆则就不存在供给缺口的问题。如果中美贸易战继续僵持或者恶化,那么中国可能会加大阿根廷大豆的进口,阿根廷将其国内剩余大豆卖给中国,其国内需求向美国采购的迂回策略。从美国、巴西、阿根廷大豆FOB报价来看,美豆FOB报价最低,阿根廷次之,巴西最贵。

图 13:大豆进口口预估

图 14:中国进口大豆量及增速



资料来源：Wind



资料来源：国家粮油信息中心

(3) 猪瘟依然抑制消费, 下半年消费预计改善

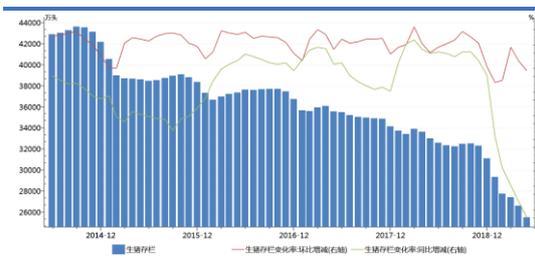
疫情对于猪料打击相当沉重,尤其是近两月两广地区疫情集中爆发,成为南方市场受疫情影响最大的区域,非洲猪瘟疫情导致生猪存栏损失严重,从华南豆粕现货明显较北方弱势可见一斑,因此市场愈发担忧后期国内的豆粕需求。两广地区是我国饲料生产及养殖最重要的区域之一。广东是全国饲料产量第一大省,全年饲料产量近3千万吨,广西年产量也超千

万吨。而近期生猪方面，整个广西粤西地区生猪减栏估计 60-70%以上，能繁母猪尤为紧缺，其中农户生猪损失惨重，基本没有复养意愿。生猪养殖企业普遍把工作重心放在防疫上，尽量减少损失为主，有些企业使用三元母猪繁殖，也有个别企业前往其他省份复养。

农业部数据显示 5 月生猪存栏、能繁母猪存栏同比下跌 22.9%、23.9%，同比跌幅已达历史谷底水平。按照生猪整体存栏量来看，2019 年同期在生猪消费上豆粕或将下降 10%左右。不过近期仔猪价格出现大幅走强的局面，这说明，一方面国内能繁母猪数量偏低，仔猪供给相对较少。另一方面说明随着生猪价格的走高，部分企业出现补栏迹象，可见生猪整体需求下半年可能好于上半年水平。

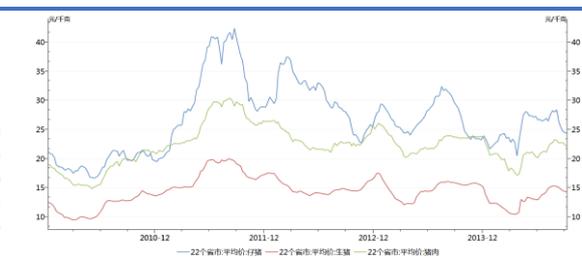
尽管生猪养殖持续低迷，但是禽肉消费出现了大幅增加，成为较好的替代。2018 年四季度国内祖代鸡苗引种量出现回升，当前祖代种鸡、父母代种鸡存比恢复，禽类供给回升趋势明显，这使得禽类的饲用消费增加，部分弥补了生猪消费的下滑。此外由于豆菜粕价差持续低位，使得豆粕对于菜粕的替代达到最大化。市场预期国内豆粕本年度消费量整体下滑 2-3%。一般而言豆粕下半年月度消费量整体高于上半年，尤其是 9、10 月份消费量达到一年的顶峰。总的来看，由于禽类消费以及替代的增加，豆粕的消费在下半年或有缓慢的好转的趋势。

图 15: 生猪存栏量情况



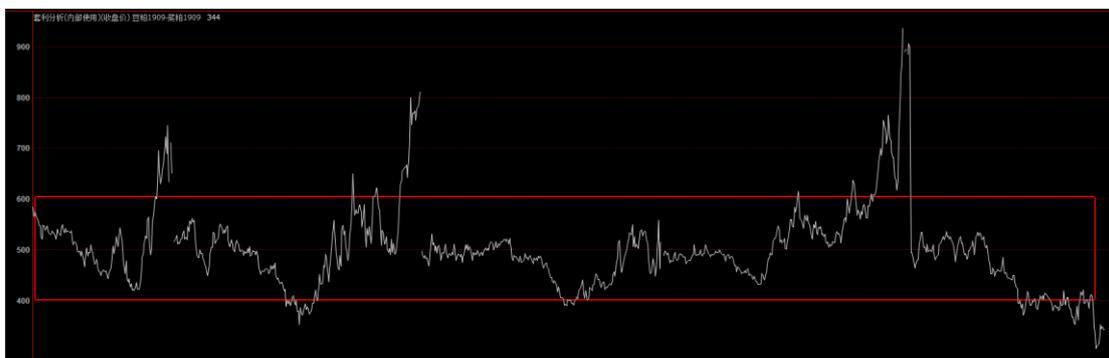
资料来源：Wind

图 16: 中国 22 省市仔猪、生猪和猪肉价



资料来源：Wind

图 17: 豆粕菜粕价差运行区间



(4) 豆粕需求低迷、基差走弱，部分地区出现胀库

大豆压榨企业方面，5 月中旬后豆粕价格上涨，饲料配方豆粕比例又下调，导致 6 月份以来，广西油厂普遍胀库。目前，广西地区大豆库存 70 万吨，豆粕库存接近 11 万吨。广西地区一共 8 家油厂，每天大豆加工量 4 万吨，豆粕需求量月均需求量不到 30 万吨。无论是豆油还是豆粕，很大一部分销往外地的川渝等地区。目前湖南，四川，贵州猪瘟又开始严重，上周开始明显感觉这些地区需求直线下降。豆粕需求总体来看低迷，整体下降 50% 以上，部分油厂出现胀库或几周没有销售的情况。

由于我国非洲猪瘟疫情问题和高价风险犹存，国内豆粕现货接近 3000 元/吨后，成交一直不佳。尤其进入 6 月份以来，国内豆粕周度成交仅在 40 万—45 万吨水平，一个月前的周

度成交则长时间处于 75 万—85 万吨，这表明高价豆粕的需求受到明显抑制。5 月份透支后面的需求，所以在期价走弱后，市场上观望情绪加浓，中下游企业以降低库存天数为主。

虽然豆粕需求偏淡，交易有限，但南美大豆的压榨利润仍长期处于 130—190 元/吨，从而导致进口大豆企业开机率一直维持较高水平，豆粕的库存也由一个多月前的 63 万吨增长到目前的 89 万吨，并且豆粕的库存仍处于积累状态。

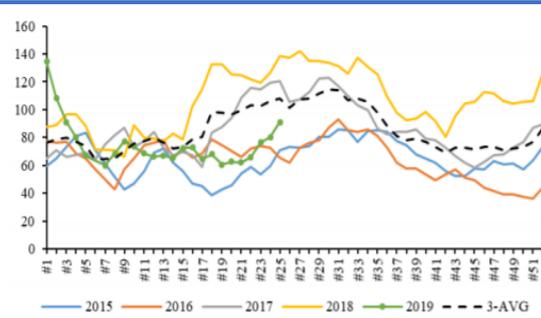
豆粕需求表现开始边际恶化，体现在豆粕基差下降、豆粕库存增加和成交放缓。以华东地区豆粕 7-9 月的基差报价来看，6 月期间基差下跌了 30-50 元左右。进入 6 月，豆粕的现货和基差合同总成交明显放缓，其中尤其是基差成交明显放缓，体现出下游对基差看弱的预期很强。

图 18:国内豆粕周度成交情况



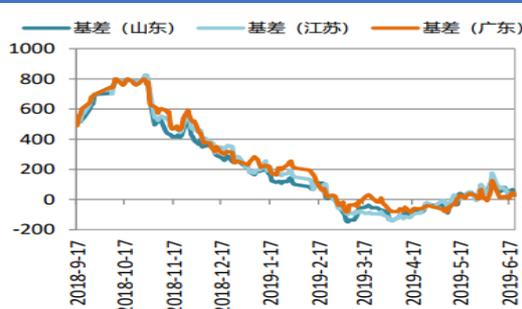
资料来源：天下粮仓

图 19:油厂豆粕库存



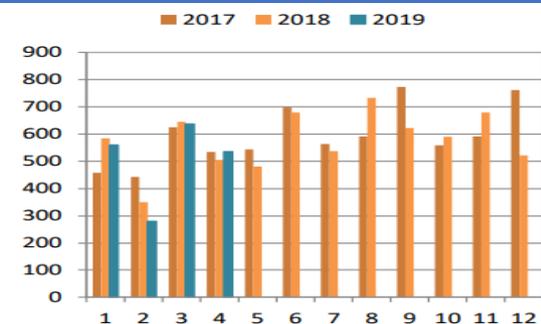
资料来源：Wind

图 20:基差情况



资料来源：天下粮仓

图 21:豆粕月度消费量对比



资料来源：Wind

(5) 中美谈判影响后市供应，如若和解豆粕压力巨大

后期中美贸易问题依然是影响国内大豆、豆粕供应的关键所在，如果后期谈判顺利进行，中美达成一致不互相增加关税，那么在美国新季大豆 9、10 月上市之前，农户会为新豆腾出库容，积极出售陈季大豆。而今年陈豆库存过大，若出现腾库销售，必然会对市场造成超乎往来的压力。并且，目前国内生猪和可繁母猪存栏继续降低，下半年水产养殖业将逐渐进入淡季，仅仅依靠禽类和反刍动物等提振豆粕蛋白消费是不可能的，因而届时国内豆粕市场的供应压力必然增大。

短期内虽然今年国内大豆进口到港量有所降低，但豆粕需求降幅更加明显。随着美国大豆种植面积的确和季节性美国陈豆腾库周期的到来，我国进口大豆的到港成本必然下滑，季节性压力必然会压制豆粕价格。

三、后市研判

美豆方面，主产区播种推迟，但因陈豆库存庞大，所以整体市场供应充足。如果中美贸易关系有所突破，那么美豆获得强支持，美豆或在秋季展开大幅上涨走势。如果维持现状或恶化，那么美豆或因天气市炒作有所反弹，但幅度有限。

国内方面，疫情对于猪料打击相当沉重，豆粕的需求受到明显抑制。目前国内生猪和可繁母猪存栏继续降低，下半年水产养殖业将逐渐进入淡季，仅仅依靠禽类和反刍动物等提振豆粕蛋白消费难度较大，因而届时国内豆粕市场的供应压力必然增大。总体而言虽然今年国内大豆进口到港量有所降低，但豆粕需求降幅更加明显。5 月份的成交放量透支了后面的需求，所以 6 月份在期价走弱后，市场上观望情绪加浓，中下游企业以降低库存天数为主。豆粕的现货和基差合同总成交明显放缓，其中尤其是基差成交明显放缓，体现出下游对基差看弱的预期很强。随着美国大豆种植面积的确和季节性美国陈豆腾库周期的到来，我国进口大豆的到港成本必然下滑，季节性压力必然会压制豆粕价格。连粕压制重重，操作上转为偏空思路。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层 (528305)

电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58762272

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-85231387

成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室

电话：028-61320595

深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田区中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A

电话：0755-82549070

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19

电话：0753-2185061

清河营业部

地址：河北省邢台市清河县长江东街 156 号（原济华路东、长江街南侧）

电话：0531-58766302

福州营业部

