



## 豆类季度策略报告

# 供需压力依旧 结构性机会犹存

### 摘要

- 虽然新季国内大豆收储政策发生变革，但连豆期价并未回归至自身供需之上，资金依托交割成本展开激烈争夺，严格的交割成本及交割地点变换是连豆操作的主思路，区间震荡则是操作的基本策略。
- 粕类延续近高远低，现强期弱结构，现货市场的供需结构导致油厂继续采取挺粕思路，下游养殖逐步恢复但增幅不甚乐观，替代需求及出口是主要不确定因素，到港不足将支撑短期豆粕期现价格，1、5 价差将继续跟随进口成本波动，可关注采购节奏及美豆销售节奏带来的 1、5 套利机会。
- 油脂再现反弹势头，棕榈油率先引领但内盘迟迟未能启动，关注季节性需求回暖及库存结构预期变化带来的反弹投资机会。

智慧 <sup>创</sup> 造 奇迹

一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

孙明磊

[sunminglei@nawaa.com](mailto:sunminglei@nawaa.com)

助理研究员:

刘冰欣

0451-58896626

[liubingxin@nawaa.com](mailto:liubingxin@nawaa.com)

第 1 章 成本、资金继续操纵连豆 .....	4
1.1. 连豆基本策略 .....	4
1.2. 驱动逻辑 .....	4
第 2 章 豆粕压力犹存.....	5
2.1. 豆粕基本策略 .....	5
2.2. 豆粕供需因素分析 .....	5
2.3. 风险提示 .....	9
第 3 章 油脂蠢蠢欲动，季节性反弹可期.....	10
3.1. 基本策略 .....	10
3.2. 豆油库存结构潜在利好.....	10
3.3. 风险提示 .....	12

图 2.1.1: 国内大豆月度进口量 .....	5
图 2.1.2: DDGS 月度进口量 .....	6
图 2.1.3: 生猪月度存栏量 .....	7
图 2.2.4: 生猪养殖利润 .....	7
图 2.2.5: 鸡蛋价格 .....	7
图 2.2.6: 禽类养殖利润 .....	8
图 2.2.7: 豆粕月度出口 .....	9
图 3.2.1: 豆油商业库存 .....	10
图 3.2.2: 棕榈油港口库存 .....	10
图 3.2.2: 国内大豆月度压榨量 .....	11

## 第1章 成本、资金继续操纵连豆

### 1.1. 连豆基本策略

品种及合约	方向	技术点位	操作方式
豆一 1501/1505	区间	4300-4700	震荡思路

### 1.2. 驱动逻辑

三季度连豆与美豆出现较大背离，尽管连豆 09 年以来受收储政策影响行情独立性提高，但类似三季度的背离仍较为罕见。究其根源，资金的积极介入以及市场对新季度收储政策改革理解的分歧应是主要驱动力。

有观点认为今年东北地区大豆减产导致供给大幅下降，而需求端由于恒大介入粮油行业尤其是在黑龙江收购油厂将推动需求大幅增长。但实际上近年来东北地区尤其是黑龙江大豆种植面积连续下降，可以转种其他作物耕地已经消耗殆尽，目前大豆种植面积可以压缩空间已经十分有限，部分地区甚至受轮种影响大豆面积反而略有增加，5 月份我司产区实地考察获得种植面积下降比例低于 10%。9 月底在收获季节考察获得的单产情况较佳，总体产量下降幅度应该低于 8%。如果考虑到二三季度储备大豆持续拍卖造成期末库存增加，截至 9 月 30 日，临储拍卖大豆共成交 248 万吨，其中黑龙江地区成交 165 万吨，所以 14-15 年度国产大豆供应端基本没有缩减。至于需求端，虽然恒大高调介入粮油行业并推出有机豆油概念，有分析认为此举可能导致市场对有机豆油消费量增长带动产区大豆压榨量的上升。但需要考虑市场推广的时间因素，以及目前国产与进口大豆高价差的成本差异带来的市场接受程度问题。除恒大概念外，国内食品大豆消费及蛋白等深加工消费增长亦较为迅猛，食用领域由于食品安全监控愈加严格，进口替代消费的下滑将导致国产需求提升。蛋白深加工方面由于山东地区产能增长迅速，预计全年增幅在 15-20 万吨。所以需求端会有超出预期增长，但增幅不足以支撑当前国产大豆与进口大豆的高价差，尤其是在食用油无法有效检测是否转基因的背景下。

除去自身供需，目前连豆的价格更多受资金及交割成本驱动。豆一由于合约标的设置原因，交割成本是连豆期价的重要参考，尽管大商所在黑龙江增设了交割库，但哈尔滨的益海交割库协议库容只有 10 万吨，目前该库已经注册仓单 8.5 万吨，可用库容十分有限，尽管绥化及北安三地还有 15 万的协议库容，实际交割量可能大于协议库容，但实际可交割量还是受到库容能力的限制，总的来说目前产区可交割能力严重受限，所以交割成本只能以大连地区作为标准。

三季度拍卖成交的大豆均价多在 4050-4100 元/吨之间。这个价格是储备库内价格，出库加上短途运输费用在 200 元/吨左右（需要考虑各种隐性支出），黑龙江到大连的运费在 140 元/吨，现在到 1501 的仓储和利息支出在 100 元左右。所以以大连作为交割地点的交割成本为 4490-4540 之间。再考虑到部分炒作盈利空间，4700 一带应该是四季度连豆期价运行的顶部区域，当然不排除向 9 月 16 日一样达到 4799 这样的非理性价位，但 4800 之上，期现套利空间巨大，将吸引大量套利卖盘的介入，尤其是在目前

储备大豆成交量巨大背景下。由于新豆收购价较高，以新豆交割成本更高，故这里不再计算分析。

如果资金离场，则连豆有可能再度回落至 4300-4400 一带，此时可择机再度买入持有。连豆各合约之间目前保持 50-60 元左右价差，基本保持平衡结构，暂不存在有利套利机会。

## 第2章 豆粕压力犹存

### 2.1. 豆粕基本策略

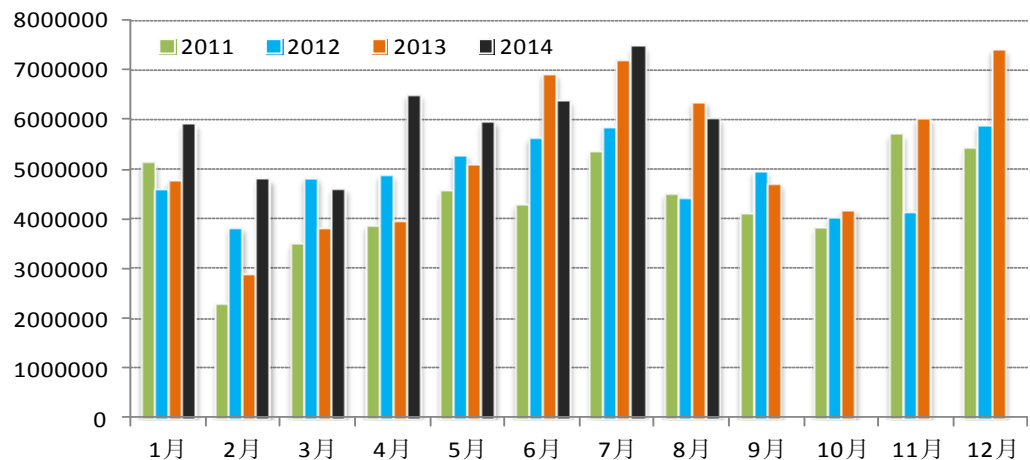
品种及合约	方向	建仓价差	目标价差	止损价差
豆粕 1501/1505	买 1 卖 5	210-230 点	350	210

截至 10 月 8 日，连粕 1505 较 1501 合约贴水 226 元，这个价差要大于以大豆理论进口到港价计算的豆粕成本价差，12 月到港的大豆理论成本为 3320 元/吨，则 1 月合约豆粕保本价在 3032 元/吨。而 4 月到港的巴西大豆理论成本为 3180 元，依据盘面 5 月油粕比计算的 5 月合约豆粕保本价一吨为 2827。豆粕理论价格与盘面价格基本保持平衡状态，从进口成本角度看，目前 1、5 月不存在明显套利机会。但 5 月合约对应的巴西大豆升水仍有较大波动空间，后期升水波动情况更多受美豆出口进度、剩余库存及国内采购节奏等因素影响。而 1 月合约对四季度采购窗口则可能遭遇出口惜售及运输延迟等问题，进口成本仍存在波动可能

### 2.2. 豆粕供需因素分析

豆粕目前延续现强期弱，粕强油弱格局，尤其是现货市场表现强劲，期现价差已经超出 400 元左右。目前的高价差与现货市场表现也有一定关系，现货市场短期供应紧张与下游养殖需求的持续改善是目前豆粕现货坚挺及相对油脂表现偏强的主要原因。

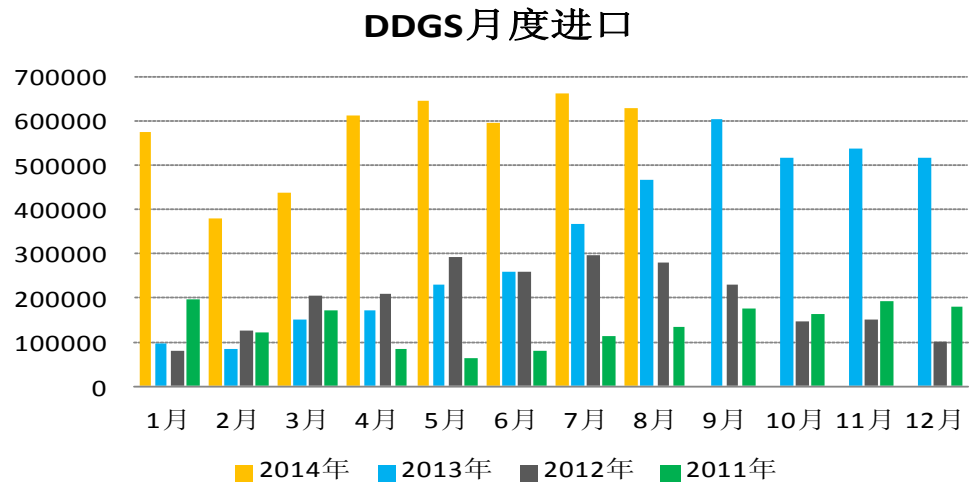
图 2.2.1: 国内大豆月度进口量



资料来源：Wind&南华研究

9月尤其是10月是进口大豆到港数量较少月份，从国内大豆月度进口数据看，10月是年内进口量低点月份，月度进口量仅400万吨左右，与目前月度600万吨压榨量相比存在较大缺口。9月底我司在华北及山东地区考察时油厂反馈的情况也验证了这一点，目前沿海油厂，尤其是华北山东等地由于9月到港不足，部分企业已经停机，压榨量的下降导致油厂豆粕库存环比亦出现下滑，供应量的不足对豆粕现货市场提供了较强支撑。不过11月伴随美豆进口到港的快速提升，届时结构性或季节性供应紧张将得到有效缓解，对应基差也将逐步缩窄。

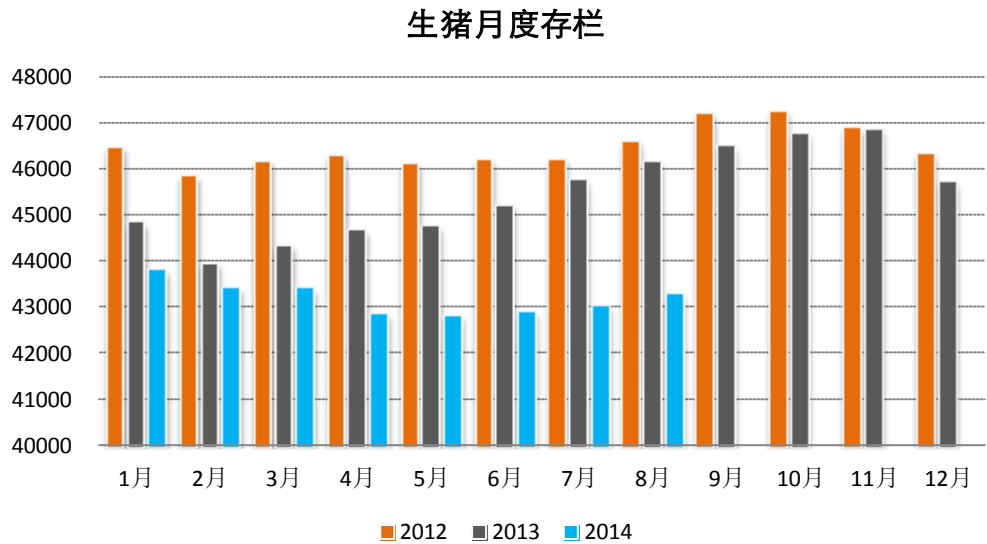
图 2.2.2: DDGS 月度进口量



资料来源：中国海关&南华研究

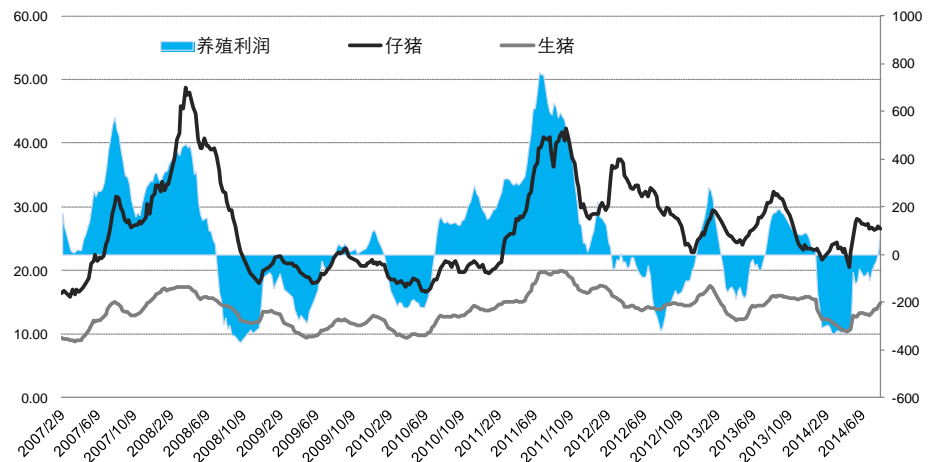
四季度替代粕供应方面，棉粕、花生粕今年供应稳定，尤其是棉粕质量稳定没有出现大面积的黄曲霉素超标，同时 DDGS 进口保持稳定，并没有受到转基因检验的明显影响，近 5 月国内 DDGS 进口量平均在 60 万吨以上，8 月也没有出现明显下滑。但小麦替代四季度基本消失，这主要是因为小麦价格稳步走高，而玉米价格相对低迷，价差扩大导致成本优势消失，这在一定程度上增加对蛋白粕需求，预计月度增加 4-5 万吨左右。

图 2.2.3: 生猪月度存栏量



资料来源: 中国海关&南华研究

图 2.2.4: 生猪养殖利润

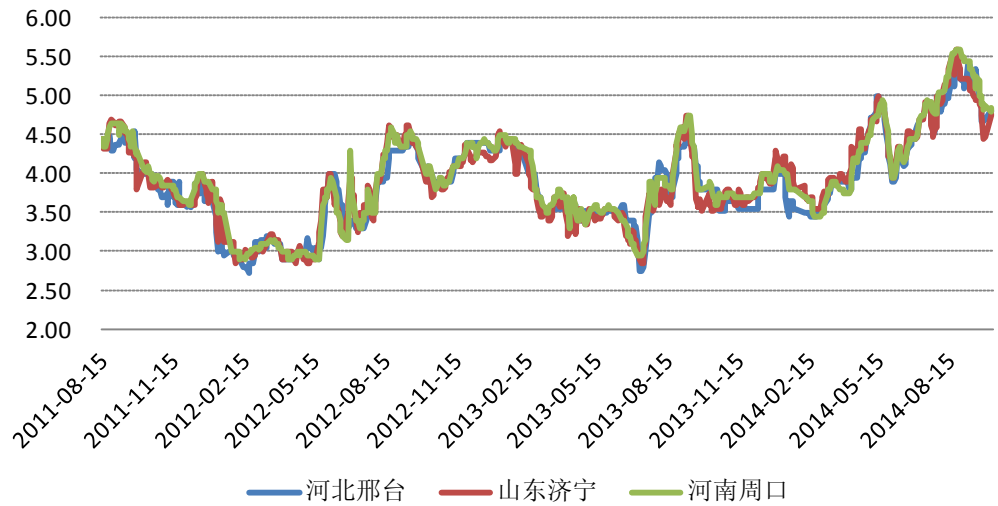


资料来源: 农业部畜牧业司&南华研究

下游需求方面, 三季度以来养殖逐步恢复。农业部畜牧业司公布的 8 月生猪存栏 4.328 亿头, 环比增长 1%, 这已经是连续第 4 个月增长, 剔除季节性影响, 目前存栏增长速度仍不尽如人意, 但目前养殖利润仍保持在较好水平, 节前自繁自养企业每头盈利一度接近 200 元, 节后受生猪价格下跌影响利润有所回吐。目前的养殖利润尚不足以推动生猪存栏大幅增长, 但受季节性因素影响, 生猪存栏四季度将保持慢速增长势头, 虽同比仍保持下降速度, 但环比将逐步好转。

图 2.2.5: 鸡蛋价格

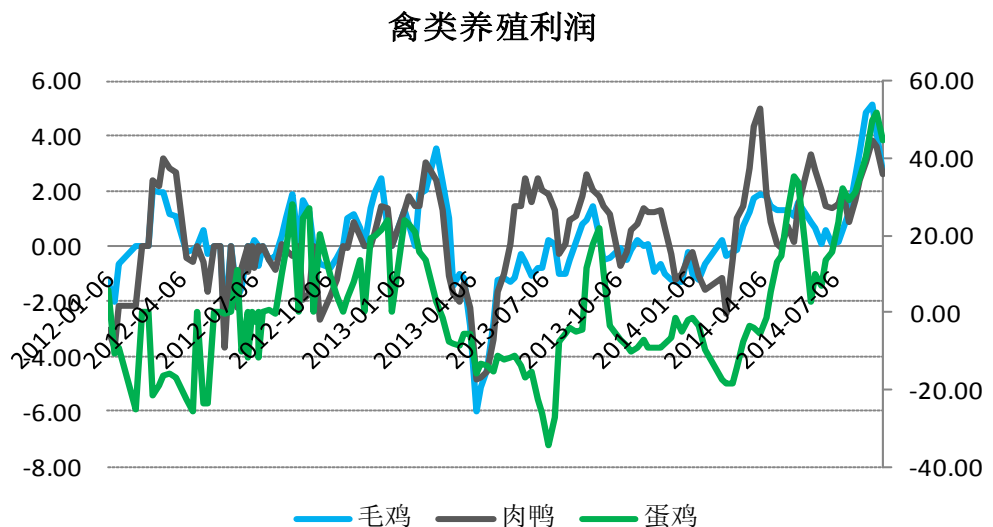
## 鸡蛋价格



资料来源：WIND&南华研究

禽类养殖亦有好转，蛋鸡价格近期下滑较为明显，8月底以来鸡蛋价格持续下降，截至10月9日主产区鸡蛋报价较三季度高点下降13%左右，不过扣除节日因素影响，鸡蛋供应并未有效改善。这与现货市场情况也保持吻合，养殖户初期补栏并不积极，有效补栏更多发生在8月中下旬及9月初，考虑到蛋鸡的养殖周期，养殖需求在四季度将呈现逐步增强趋势，当然后期仍需关注养殖利润变化及补栏情况。

图 2.2.6：禽类养殖利润



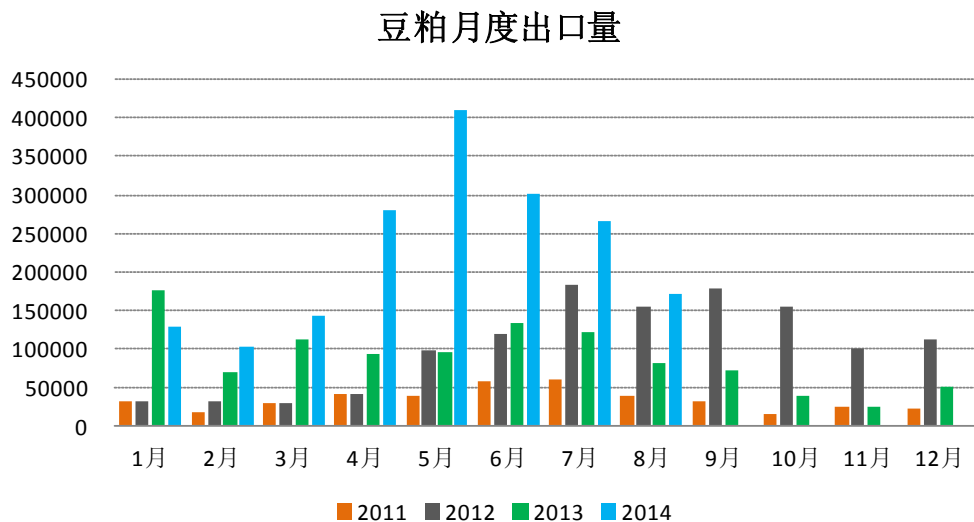
资料来源：WIND&南华研究

肉鸡由于养殖周期相对较短，中期需求并未明显下滑，目前养殖利润可观，预计四季度存栏将继续呈现恢复状态，从现货行业了解的情况，目前种禽企业压缩祖代存栏已



经进入尾声, 四季度至来年一季度苗鸡供应将逐步趋稳, 肉鸡及蛋鸡存栏波动将有趋缓, 对四季度禽类养殖需求保持温和增长预估。

图 2.2.7: 豆粕月度出口



资料来源: WIND&南华研究

除养殖需求外, 出口方面是豆粕需求的一个亮点, 二三季度国内豆粕出口同比大幅增长, 1-8月豆粕共出口 180 万吨, 同比增长 92 万吨。出口的增长在一定程度上支撑了豆粕现货价格的稳定, 不过 8 月出口增幅略有下滑, 考虑到美盘豆类的持续下滑, 国内豆粕价格处于劣势, 需防范四季度出口增速大幅回落的可能。

综合以上状况, 我们认为四季度供需将从短期趋紧向逐步宽松转变, 现货市场豆粕挺价意愿将有削减, 目前盘面价格表现合理, 吸引压榨企业外买内卖操作, 未来 1、5 价差仍将基于进口成本波动。如果美豆大量上市之后时常出现惜售将导致升水走强进而带动国内 1、5 月豆粕价格上市。短期可尝试买 1 卖 5 操作, 目标位 350 点。

### 2.3. 风险提示

- 1、豆粕出口出现大幅增长
- 2、新季杂粕供应出现质量问题导致替代需求大幅变化
- 3、下游养殖补栏进程意外加快
- 4、油厂进口大豆到港速度过慢导致供应紧张
- 5、饲料企业采购节奏变化

## 第3章 油脂蠢蠢欲动，季节性反弹可期

### 3.1. 基本策略

#### 3.1.1. 买入油粕比策略

品种及合约	方向	建仓比价	目标比价	止损比价
豆油、豆粕 1505	买油卖粕	2.10-2.15	2.3-2.35	2.10

油粕比经历了长达三年的持续走低过程，但8月中旬以来，豆油与豆粕比价持续走高，其中5月合约油粕比已经升至2.15左右。5月合约油粕比的回暖路径是通过豆粕加速走弱实现，同期豆油并未出现明显走强势头。

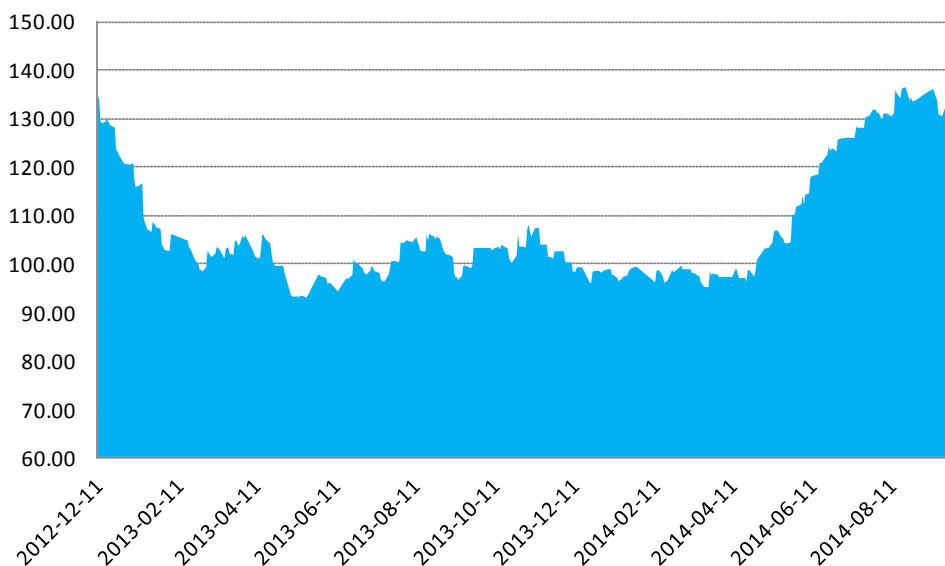
我们认为四季度油粕比将继续回升，但届时不是通过豆粕的继续走弱实现，而更多通过油脂端的回升带动。

#### 3.1.2. 油脂季节性反弹策略

品种及合约	方向	建仓价位	目标比价	止损比价
豆油 1505	买入	5900-6000	6500-6550	5846

### 3.2. 豆油库存结构潜在利好

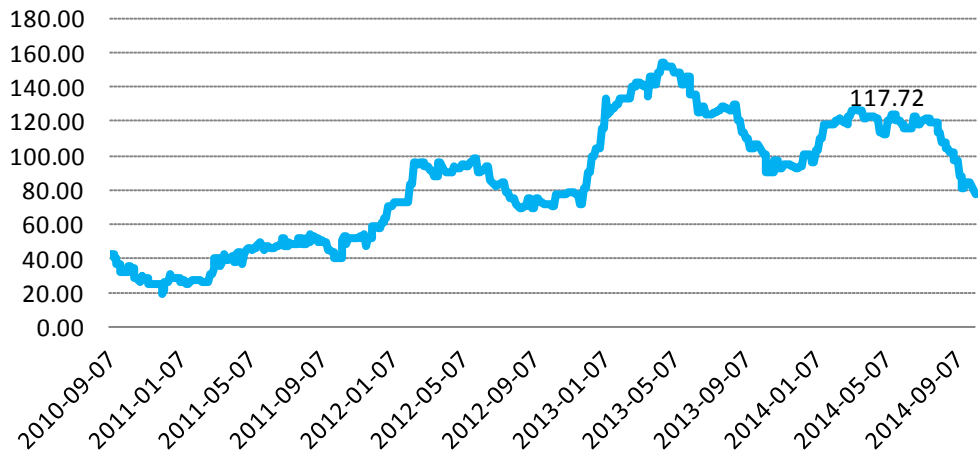
图 3.2.1: 豆油商业库存



资料来源: WIND&南华研究

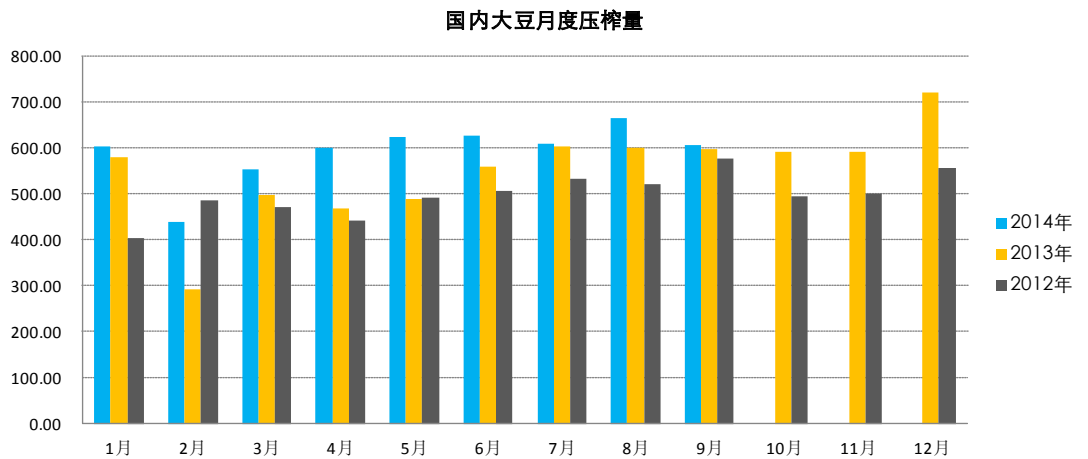
图 3.2.2: 棕榈油港口库存

### 棕榈油港口库存



资料来源: WIND&南华研究

图 3.2.3: 国内大豆月度压榨量



资料来源: 天下粮仓&南华研究

当前豆油虽然供应持续增长但需求端亦有一定起色。从压榨端看,三季度国内大豆压榨量继续保持较高水准,月均压榨量在 600 万吨之上,三季度共压榨大豆 1879 万吨(天下粮仓数据),同比增长 78 万吨,豆油产量增长 14.5 万吨,而 7、8 月进口量也增加 7.4 万吨至 34.6 万吨,而库存较 7 月 1 日仅增加 6.9 万吨,这表明至少表观消费呈现增长态势,如果将周期拉长至过去的 9 个月,则消费增长势头更为明显,与上一年度相比,豆油从消费端呈现回暖趋势,供需形势有所好转。

虽然库存水平偏高,截至 9 月 30 日,国内豆油商业库存为 132.5 万吨,不过其他油脂尤其是棕榈油库存下降幅度较大,市场供应压力在一定程度上有所缓解。而且当前库存结构对油脂也存在潜在利好。我司调查的情况显示,由于前期油脂价格持续下降,

中间贸易及下游终端消费的油脂库存都保持极低水准，库存主要集中在油厂，这表明目前的油脂库存是头重脚轻结构，缺乏正常的中间及下游库存储备，而一旦油脂价格企稳反弹，贸易及终端的增库存动作将导致短期表观消费异常增长，形成供应趋紧状态。而且伴随时间推移，四季度正是豆油消费的旺季，市场心理预期的转变以及季节性消费需求的增长将支撑短期油脂价格的反弹。

### 3.3. 风险提示

- 1、棕榈油减产幅度有限导致反弹势头放缓甚至是结束。
- 2、原油价格持续下滑导致油脂工业消费下滑。
- 3、中间贸易及终端环节采购迟迟不能启动。

## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
电话: 0577-89971808/89971820 传真:  
0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
电话: 022-88371080; 88371089

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号  
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-210  
7 室  
电话: 0592-2120370

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室  
(200122)  
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号  
(116023)  
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

### 成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室  
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼  
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
电话: 0351-2118016

### 南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室  
电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

### 普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市  
103-104 号  
电话 0663-2663886

## 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，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我所报告中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。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华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了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我所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南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、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“南华期货公司”，并保留我所的一切权利。