



美豆减产预期升温 成本端支撑粕价创新高

近期海外疫情蔓延及美国大选等因素备受关注，令前期美豆市场出现短暂调整，但随着大选结果落地之后，国际大豆避险情绪也将降温，市场关注焦点将转移到美豆自身供需基本面，短期美豆产量的担忧支撑外盘美豆价格再次拉涨创新高，目前HIS和StoneX已经做出下调美豆单产和产量预估的调整，11月10日将要公布的美农报告大概率同方向调整，同时，巴西新豆上市节奏也将因天气影响推迟，有助于延长美豆出口时间窗，且巴西国内自身压榨也需要增加对美豆的进口需求，而中国继续履行第一阶段协议采购美国大豆，整体美豆出口强劲叠加可能下调的期末库存都长期利好美豆市场，不过值得注意的是，虽然在拉尼娜年份，阿根廷大豆减产概率大于巴西大豆，后期需关注炒作与实际偏差的影响。国内豆粕市场来看，随着中国对美豆采购的增加，港口大豆库存周比增加4.94%，国内豆粕基差继续受偏充裕的大豆供应所压制，但成本上涨增强市场信心，也将对国内豆粕市场价格重心上移也将形成提振，豆粕市场价格维持高位偏强震荡格局，关注美国大选结果、11月USDA供需报告对美豆单产及出口的调整及南美天气等因素影响。连粕2105合约短线偏强震荡，短期支撑3000元/吨，维持回调参与反弹思路，且若后期南美未出现持续有利的降雨，前期多单建议继续持有为主。期权方面，可考虑买入看涨期权或卖出宽跨式策略。



图 1：连粕主力合约价格走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

1、美豆单产大概率下调，提振市场看多氛围

11 月份 USDA 供需报告将于 11 月 10 日公布，目前 HIS 和 StoneX 已经做出下调美豆单产和产量预估的调整，IHS Markit 近日将美豆单产下调 1.1 蒲/英亩至 50.8 蒲/英亩，产量减少 1.11 亿蒲至 41.83 亿蒲；StoneX 本周初则将其对美豆单产预估从上月的 52.4 蒲/英亩下调低至 52.1 蒲/英亩，美豆产量预估为 42.91 亿蒲，因此，预计美国农业部 11 月供需报告中大概率同方向调整，10 月美农报告中对美豆单产预估为 51.9 蒲/英亩，产量预估为 42.68 亿蒲，美豆单产下调预期较强，提振市场信心，支撑短期美豆市场价格继续上行。

表：全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表（百万吨）									
			期初库存	产量	进口量	压榨消费量	国内总消费	出口量	期末库存
2019/20 年度	全球	9月	113.1	337.3	163.5	307.78	351.99	165.9	96.01
		10月	113.04	336.59	162.96	308.71	354.26	164.58	93.75
		变动	-0.06	-0.71	-0.54	0.93	2.27	-1.32	-2.26
	美国	9月	24.74	96.68	0.44	59.06	60.49	45.72	15.64
		10月	24.74	96.67	0.42	58.91	61.96	45.62	14.25
		变动	0	-0.01	-0.02	-0.15	1.47	-0.1	-1.39
	巴西	9月	32.77	126	0.67	44.25	46.5	93.5	19.43
		10月	32.77	126	0.55	44.25	46.5	92.48	20.34
		变动	0	0	-0.12	0	0	-1.02	0.91
	阿根廷	9月	28.89	49.7	4.65	39.5	46.59	10.25	26.4
		10月	28.89	49	4.65	39.15	46.14	10	26.4
		变动	0	-0.7	0	-0.35	-0.45	-0.25	0
	中国	9月	19.46	18.1	98	90.5	108.2	0.1	27.26
		10月	19.46	18.1	97.4	91.5	109.2	0.09	25.66
		变动	0	0	-0.6	1	1	-0.01	-1.6
2020/21 年度	全球	9月	96.01	369.74	163.25	320.8	369.07	166.34	93.59
		10月	93.75	368.47	164.95	322.42	370.59	167.88	88.7
		变动	-2.26	-1.27	1.7	1.62	1.52	1.54	-4.89
	美国	9月	15.64	117.38	0.41	59.33	63.07	57.83	12.52
		10月	14.25	116.15	0.41	59.33	63.03	59.87	7.9
		变动	-1.39	-1.23	0	0	-0.04	2.04	-4.62
	巴西	9月	19.43	133	0.4	45.5	48.15	85	19.68
		10月	20.34	133	0.4	45.5	48.14	85	20.6
		变动	0.91	0	0	0	-0.01	0	0.92
	阿根廷	9月	26.4	53.5	4	42	49.2	7	27.2
		10月	26.4	53.5	4	42	49.2	7	27.7
		变动	0	0	0	0	0	-0.5	0.5
	中国	9月	27.26	17.5	99	98	116.4	0.1	27.26
		10月	25.66	17.5	100	99	117.4	0.1	25.66
		变动	-1.6	0	1	1	1	0	-1.6

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

表：美国大豆供需平衡表

大豆	美国大豆供需平衡表（百万英亩、百万蒲式耳）									
	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20(10月)	20/21(9月)	20/21(10月)	月度调整	年度调整
种植面积	83.30	82.70	83.40	90.10	89.20	76.10	83.80	83.10	-0.70	0.09
收获面积	82.60	81.70	82.70	89.50	87.60	74.90	83.00	82.30	-0.70	0.10
单产（蒲式耳/英亩）	47.50	48.00	52.00	49.10	50.60	47.40	51.90	51.90	0.00	0.09
期初库存	92.00	191.00	197.00	302.00	438.00	909.00	575.00	523.00	-52.00	-0.42
产量	3927.00	3926.00	4296.00	4411.00	4428.00	3552.00	4313.00	4268.00	-45.00	0.20
进口量	33.00	24.00	22.00	22.00	14.00	15.00	15.00	15.00	0.00	0.00
总供应量	4052.00	4141.00	4515.00	4734.00	4880.00	4476.00	4903.00	4806.00	-97.00	0.07
压榨需求	1873.00	1886.00	1901.00	2055.00	2092.00	2165.00	2180.00	2180.00	0.00	0.01
出口量	1843.00	1936.00	2174.00	2129.00	1748.00	1676.00	2125.00	2200.00	75.00	0.31
种用量	145.00	122.00	139.00	112.00	88.00	96.00	100.00	100.00	0.00	0.04
总用量	3861.00	3944.00	4214.00	4297.00	3971.00	3953.00	4442.00	4516.00	74.00	0.14
期末库存	191.00	197.00	302.00	438.00	909.00	523.00	460.00	290.00	-170.00	-0.45
库存/使用比率	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.23%	10.36%	6.42%	-0.04	-0.51

数据来源：USDA、方正中期研究院整理

2、巴西新豆收获将延后，美豆出口需求强劲

南美大豆升贴水报价继续处于历年高位，侧面反映当前南美大豆供应偏紧的格局，10月份巴西大豆出口装船降至249万吨（上年508万吨），巴西陈豆几乎耗尽已成事实，新豆远期预售速度创纪录，巴西大豆供应处于青黄不接期，且大豆压榨商尚未完成年底之前的采购任务，仍需采购部分美豆来满足国内自身的压榨需求，近期美国对巴武装船3.8万吨，叠加今年受到干旱天气影响，巴西农户播种进度大幅延后，也将增加美豆出口时间窗，且中国继续履行第一阶段协议采购美豆，四季度美豆出口需求强劲，将长期利好美豆市场价格。美国官方出口数据显示，今年9月份美国大豆出口创下历史最高水平，达到778万吨，因为对中国的出口创下历史最高水平，达到507万吨，占到美国出口总量的65%。

近几周中国对美豆的采购有所放缓，因美国大选临近市场谨慎观望情绪增强，美农周报显示，截至10月29日当周美豆出口检验降至4周低点210万吨，对中国检验低于前一周，美国对中国装运1440652吨大豆。前一周美国对中国装运2,021,055吨大豆。当周美国对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的69.2%，上周是75.9%，两周前是80.2%。目前美国大选结果仍具有不确定性，虽然两位候选人在对华态度上略有差别，但不论是谁当选，短期内中国都将继续履行第一阶段贸易协议采购内容，整体对豆类市场的直接冲击不会太大，将主要通过美元汇率的波动及市场情绪影响。

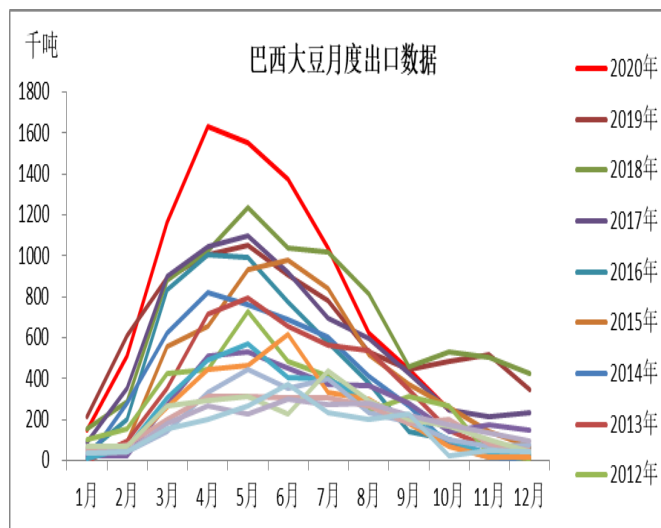


图2：巴西大豆月度出口数据

数据来源：wind、方正中期研究院整理

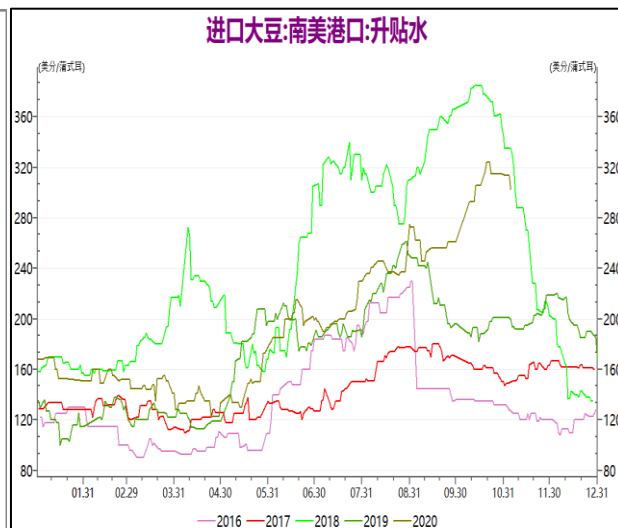


图3：进口大豆升贴水变化

数据来源：wind、方正中期研究院整理

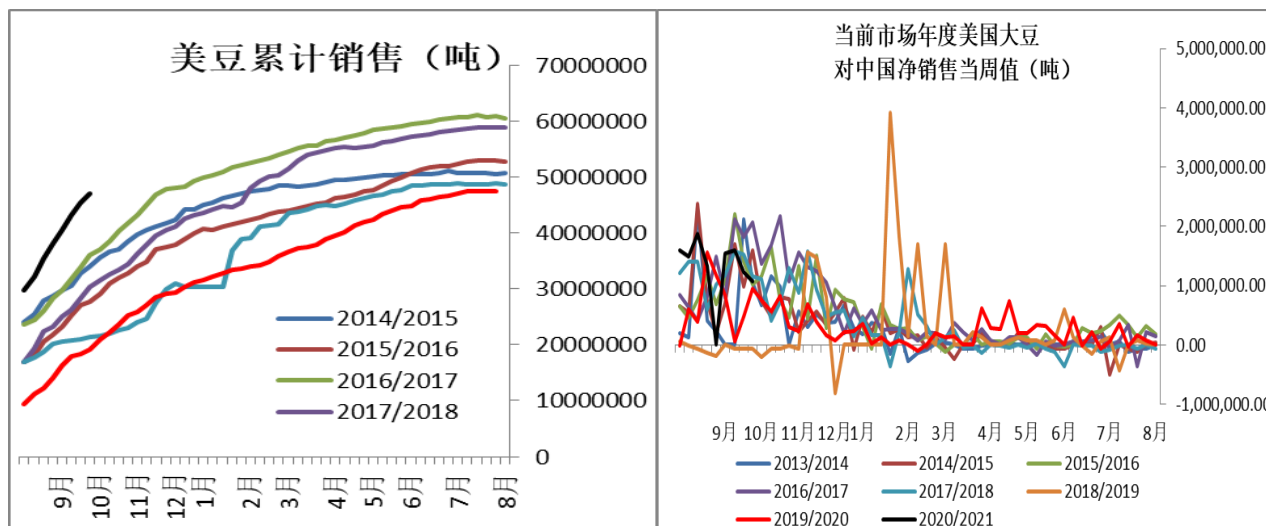


图 4：美豆累计销售（吨）

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

图 5：当前市场年度美国大豆对中国净销售当周值

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

3、拉尼娜现象已经形成 天气炒作尚存空间

10月29日，世界气象组织发布新版《全球季节性气候更新》指出，拉尼娜现象已经形成，预计今年的拉尼娜现象强度为中等到强，并将持续至明年，影响世界诸多地区的温度、降水和风暴型式。如果这种情况持续下去，可能影响南美大豆单产，且如果拉尼娜现象持续到2021年4月份，也可能影响到美国大豆播种工作。

目前巴西大豆种植增速，10月29日当周完成种植意向面积的195，超出市场预期，目前总播种率为42%，5年均值为44%，近期降雨虽有改善，但土壤环境并未实质改善，未能完全缓解大豆生长压力，中期预报显示，巴西大豆主产区周末以干燥天气为主，北部有零星降雨，但持续的间歇性阵雨有利于巴西大豆作物播种和种子萌芽，但南部地区需要更多降水，因此后期天气层面影响需持续关注，而阿根廷新豆播种则将于11月份展开，如果干燥天气持续至12月甚至明年初，将对阿根廷的大豆产量造成明显的负面影响，届时一旦国际市场大豆、豆粕需求仍保持旺盛，CBOT大豆价格仍有进一步走高的动力。

4、短期大豆、豆粕供应充足，制约基差走势

随着中国对美豆采购的增加，港口大豆库存出现积累，周比增加4.94%，且国内油厂压榨将继续维持高位，短期内豆粕供应偏充足，继续制约国内豆粕基差走势，但进口成本支撑弱化国内豆粕市场本身的供应压力，短期价格重心继续向上抬升。截止10月30日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量85.51万吨，较上周的92.15万吨减少6.64万吨，降幅在7.21%，较去年同期48.12万吨增加77.70%。未来两周压榨量将重新回升至210万吨以上，预计下周豆粕库存降幅或放缓。

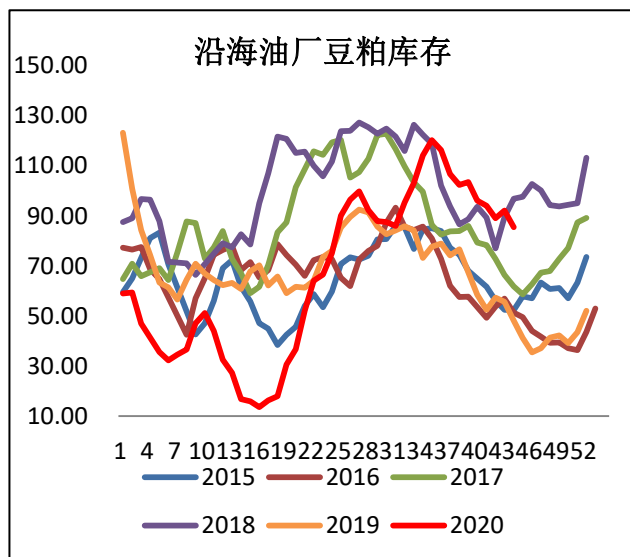


图6：国内沿海油厂豆粕库存

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

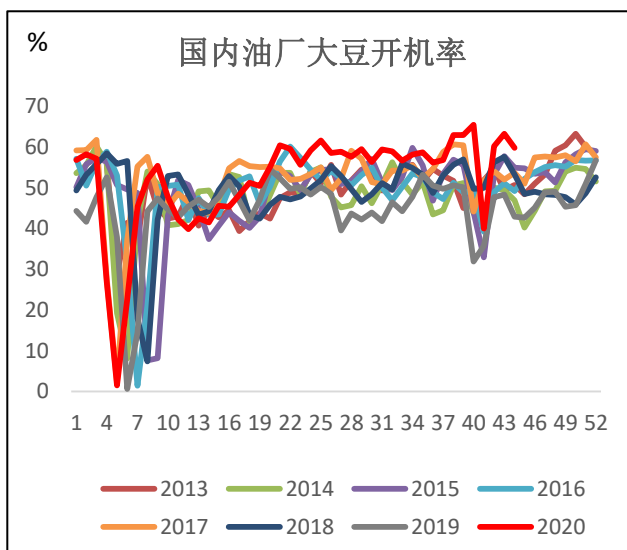


图7：国内沿海油厂开机

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

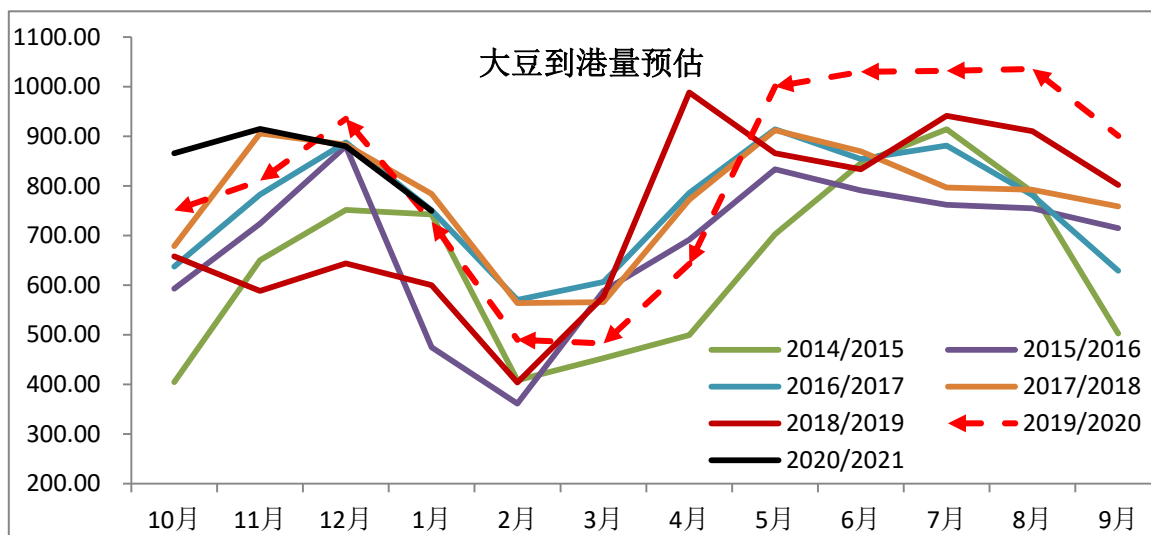


图8：大豆到港量预估

数据来源：wind、方正中期研究院整理

5、长期饲料终端需求维持缓增预期

生猪市场产能恢复过程中，短期猪价走弱惜售情绪增强，养殖户压栏增加，利于增加猪料需求，但随着产能逐渐积累，南方集中制作腊肉叠加春节临近，生猪出栏将较为集中，因此，四季度猪料对粕类的需求有增加预期，但增幅有限。禽类养殖去产能进程仍偏缓慢，蛋禽养殖盈亏平衡，四季度存栏趋于小幅下降，肉禽亏损，出栏积极，整体禽类需求稳中小幅减弱预期。水产料进入淡季，对粕类市场需求增量有限。综合来看，四季度养殖端对豆粕需求同比将继续增多，不过需要注意的是，三季度粕价上涨促使下游增加粕类提货量，或透支部分四季度需求，预计四季度养殖端饲料粕类需求较前期稳中略有放缓，但整体继续维持高位水平。而长期随着生猪市场产能复苏，及禽类养殖产能偏高背景下，整体维持增长判断。

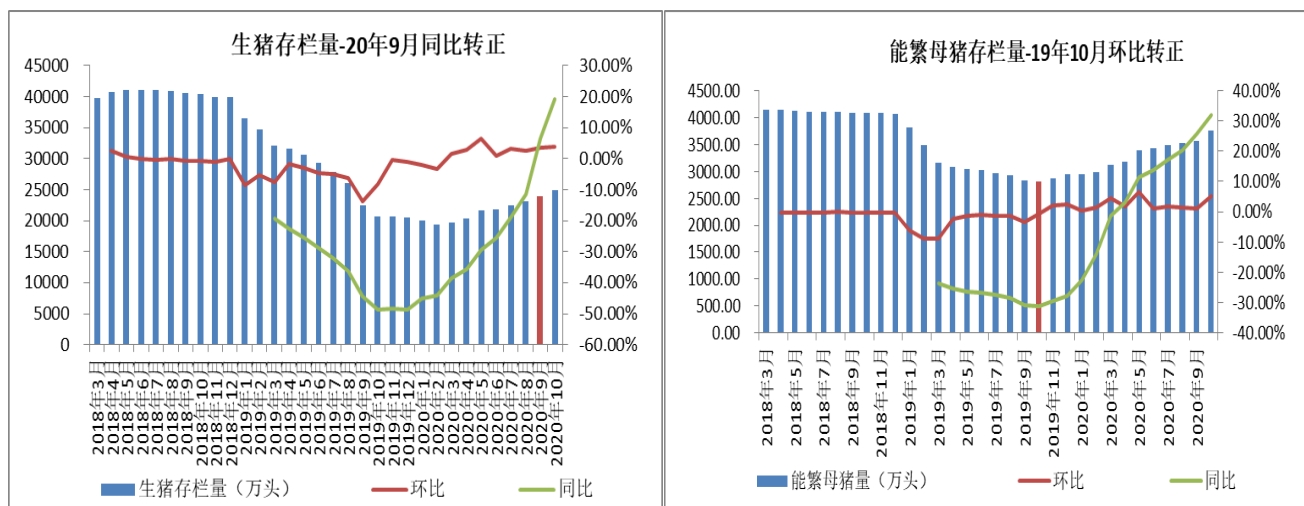


图 9： 生猪存栏变化

数据来源：博亚和讯、方正中期研究院整理

图 10： 能繁母猪存栏变化

数据来源：博亚和讯、方正中期研究院整理

6、综合分析及操作建议

综上所述，国内豆粕市场供需两旺，短期行情仍受大豆主产国阶段供需主导，南美大豆供应青黄不接，美豆收割接近尾声，若 11 月美农报告下调美豆单产数据，将继续提振市场信心，后期中国以多快的速度来履行协议南美大豆产量前景，将成为影响豆类市场价格走势的关键因素，若南美大豆种植阶段不能出现大面积有利降雨，豆粕期货市场将仍有上涨潜力。

7、期权策略

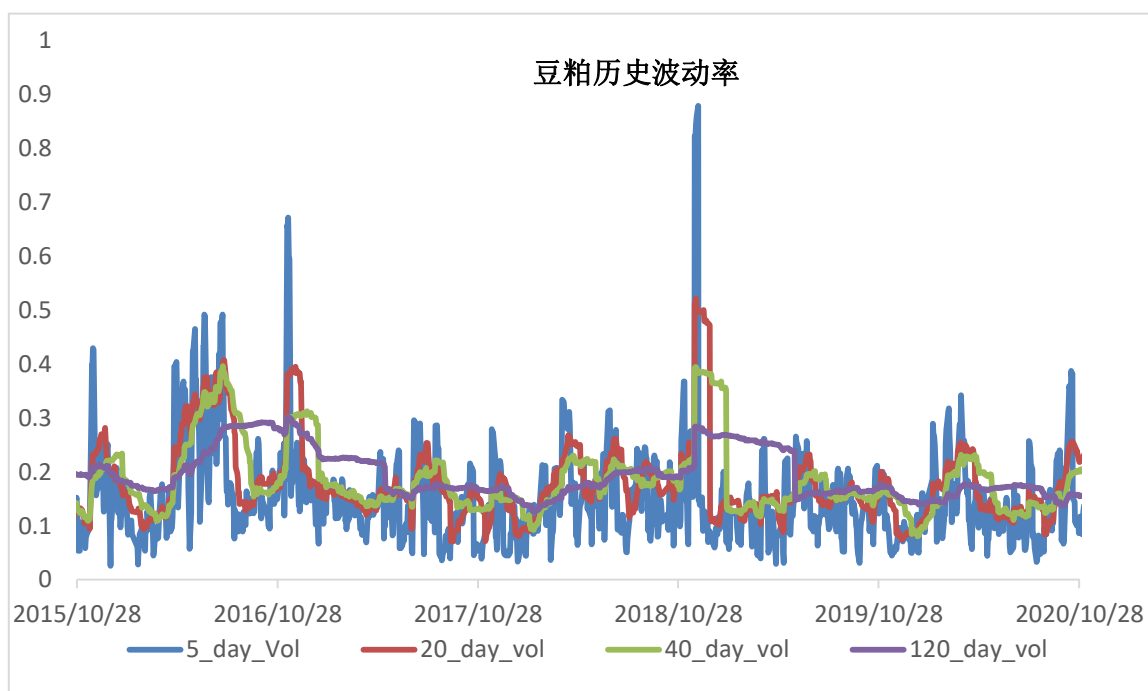


图 11： 豆粕期权历史波动率

数据来源：Wind、方正中期研究院

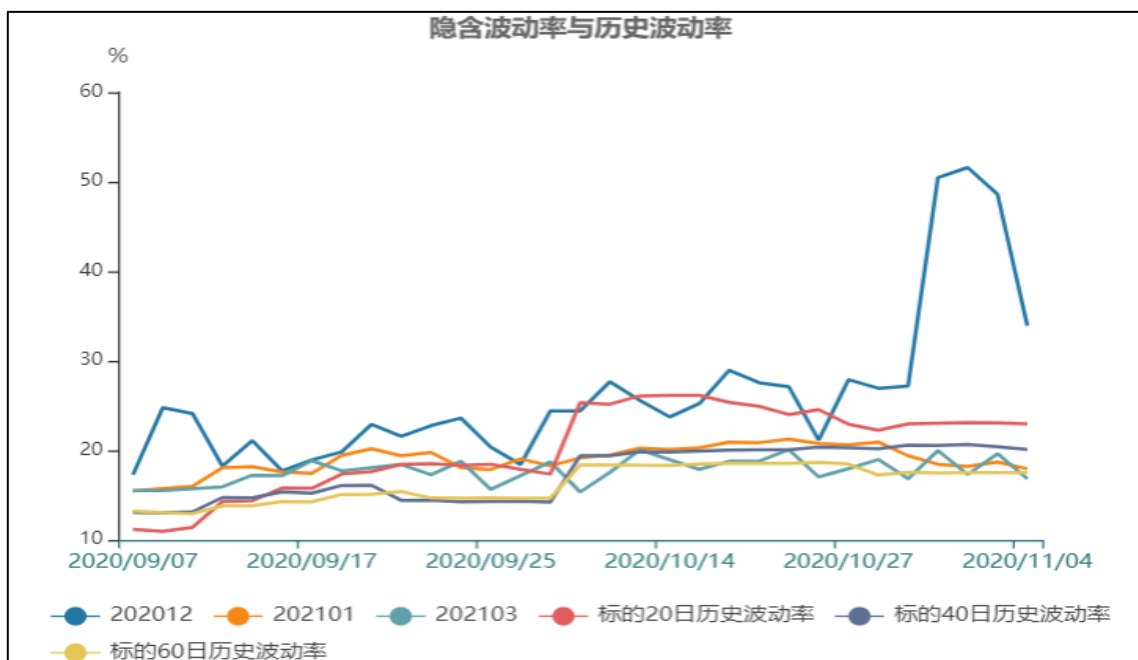
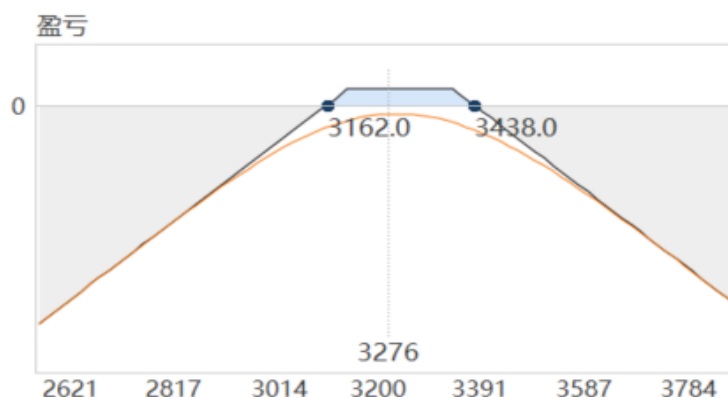


图 12: 豆粕期权隐含波动率与历史波动率

数据来源: Wind、方正中期研究院

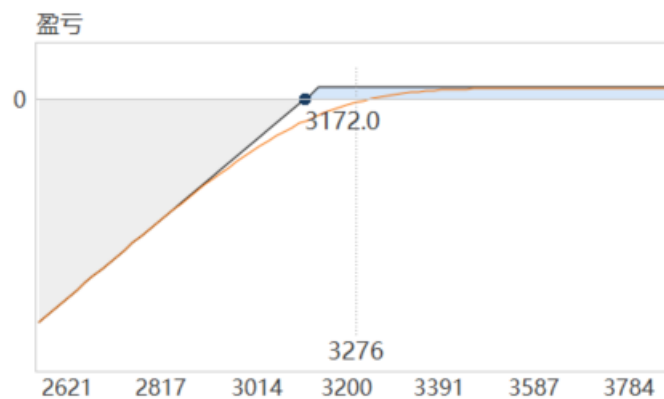
1) 可考虑卖出 M2101-C-3200 期权合约, 同时卖出 M2101-P-3400 期权合约策略。

买卖名称	手数	价格类	价格	买价	卖价	HV60	IV	Delta	Gamma	Vega	Theta	合约乘数
卖 豆粕期权M2101-P-3400	1	买	130.5	130.5	159.5	17.75%	16.33%	-0.750	0.00	3.1320	-0.818	10
卖 豆粕期权M2101-C-3200	1	买	107.5	107.5	116.5	17.75%	17.37%	0.6806	0.00	3.4277	-0.927	10
<div> <div>田 加入标的</div> <div>田 加入组合管理</div> </div> <div> 最大收益: 380.00 最大亏损: -∞ 区间最大收益: 380.00 区间最大亏损: -5,412.00 总Delta: 0.6981 总Gamma: -0.0392 总Vega: -65.5971 总Theta: 17.4605 </div>												



2) 可考虑卖出 M2101-P-3200 期权合约。

分析	买卖	名称	手数	价格类型	价格	买价	卖价	HV60	IV	Delta	Gam	Vega	Theta	合约乘
<input checked="" type="checkbox"/>	卖	豆粕期权M2101-P-3200	1	买价	28.0	28.0	31.0	17.75%	15.43%	-0.317	0.003	4.27%	-0.93	10
		田 加入标的	最大收益: 280.00 最大亏损: -31,720.00 区间最大收益: 280.00 区间最大亏损: -5,512.00											
		田 加入组合管理	总Delta: 3.1762 总Gamma: -0.0207 总Vega: -34.2739 总Theta: 9.3153											



行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
