



瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：柳瑜萍
期货从业资格号 F0308127
期货投资咨询从业证书号 Z0012251

助理研究员：谢程琪
期货从业资格号 F03117498

咨询电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

豆类月报

2023年11月30日

南美天气仍然存疑 国内进口压力增加

摘要

豆一：

- 近期国储有开启收储的动作，不过支撑力度有限。
- 由于陈豆轮出不明显，加之上半年新增政策性调节储备占用大量仓容，预计国储收新总量将与拍陈量同等数量。
- 从下游需求来看，由于今年丰产的原因，下游拿货不是很积极，销区观望气氛较浓，当前市场消化速度较往年同期偏缓。
- 不过，由于价格的下跌，农户的惜售情绪也较为明显。

豆二：

- 从美豆的情况来看，从目前的情况来看，受阿根廷缺豆的影响，美豆的压榨表现较好。而出口方面，南美豆虽然有所竞争，不过美豆的出口一直保持较为旺盛的情况，也支撑美豆的价格。
- 南美方面，目前巴西播种进度偏慢，市场仍然担心天气因素对巴西豆的产量有所冲击。
- 阿根廷方面，目前开始播种，不过仍处在初期，暂时没有明显的影响。
- 不过12月新任总统上任后，关注其新的经济政策。

豆粕：

- 从供应面来看，后期大豆的到港量预计依然偏大，增加豆粕的供应压力。
- 且豆粕本身目前的库存就有一定的胀库的压力。
- 从需求端来看，临近年底，生猪有较大的出栏压力。虽然在总体保有量依然较大的背景下，豆粕仍保持较高的刚需，不过有偏下行的趋势。

豆油：

- 从供应端来看，12月供应压力依然较大，预计豆油的供应压力不小。
- 从成本端来看，美豆近期还是主要受到出口以及南美豆天气的影响。
- 其它油脂方面，棕榈油进入减产季，加上厄尔尼诺天气影响，产量或下降，不过总体库存依然处在高位，加上冬季的需求转淡，支撑力度有限。
- 菜油方面，主要还是受到供应压力的影响，对盘面有所打压。

目录

一、2023年11月豆类市场回顾	2
1、豆一市场回顾	2
2、豆二市场回顾	2
3、豆粕市场回顾	3
4、豆油市场回顾	3
二、国际豆类基本面分析	4
1、USDA 报告利空有限 美豆压榨出口表现良好	4
2、巴西产量或受天气的影响	6
3、阿根廷开始种植 市场等待新政策指引	6
4、国内进口预期有所恢复	7
三、国产大豆基本面分析	8
1、国储收储 不过空余粮仓有限	8
2、销售情况一般	8
3、短期农户有挺价的意愿	8
4、进口压力增加	8
四、豆粕基本面分析	8
1、豆粕有一定的库存压力	8
2、生猪饲料需求有下降的态势	10
3、豆粕价格较菜粕偏强	10
4、豆粕提货量一般	11
5、季节性分析	11
五、豆油基本面分析	12
1、库存压力依然存在 关注需求情况	12
2、巴西豆压榨利润上行	13
3、进口成本基本持平	13
4、原油宽幅震荡	14
5、马棕产量下降 出口下降	14
6、菜油供应增加	15
7、三大油脂间价差套利分析	16
8、油粕套利分析	17
9、油脂季节性分析	17
六、基差与价差分析	18
七、资金面及期权分析	20
1、资金面分析	20
2、豆粕期权分析	21
八、总结与展望	21
免责声明	23

一、2023 年 11 月豆类市场回顾

1、豆一市场回顾

2023 年 11 月，豆一总体表现为震荡走强的态势。收储价格出台，市场有一定的支撑，加上市场对低价卖货有一定的抵触情绪，供应量受限，价格震荡上行。



资料来源：博易大师

2、豆二市场回顾

11 月，豆二震荡上行后有所回落，前期主要受美豆的提振，美豆出口良好，加上巴西方面的天气不确定性较大，支撑美豆的价格。不过后期，随着巴西迎来降雨，美豆震荡回落，豆二跟随走弱



资料来源：博易大师

3、豆粕市场回顾

11月，豆粕走出了震荡走强，而后回落的态势。前期主要追随美豆的走势。后期，随着美豆的回落，加上豆粕本身的库存压力较大，下游需求表现一般，限制豆粕的价格。



资料来源：博易大师

4、豆油市场回顾

11月，豆油走出了震荡走强，再回落的态势。开始追随美豆的走强。而后，随着豆油

库存压力较大，加上需求不振，豆油走势偏弱。



资料来源：博易大师

二、国际豆类基本面分析

1、USDA 报告利空有限 美豆压榨出口表现良好

美国农业部发布 11 月份供需报告，将美国大豆平均单产调高至 49.9 蒲/英亩，比上月调高 0.3 蒲/英亩，大豆产量调高至 41.29 亿蒲，较上月调高 2500 万蒲，报告出台前市场预计美国农业部可能会下调美豆单产和产量。美国大豆压榨数据不变，仍为 23 亿蒲，出口预估不变，仍为 17.55 亿蒲。由于产量上调，2023/24 年度美国大豆期末库存调高至 2.45 亿蒲，较上月高出 2500 万蒲，但是仍然低于上年的 2.68 亿蒲。

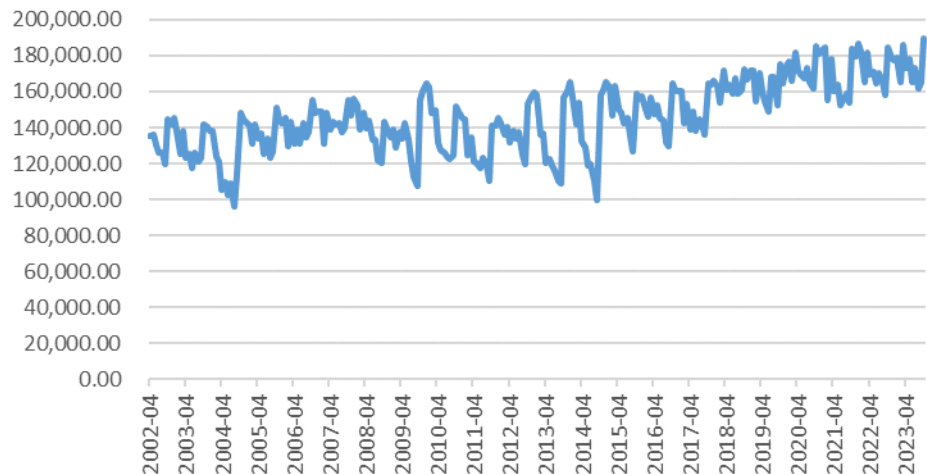
虽然美豆的产量有所上调，不过美豆目前收割基本接近尾声，预计 12 月美豆收割完成，后期产量变化对盘面的影响较为有限。从需求方面来看，这份报告并没有对美国的国内压榨量与出口量进行任何调整，导致的总需求数据基本不变，这导致了期末库存的增加，美豆期末库存上升至 2.45 亿蒲式耳，增加了 0.25 亿蒲，不过，大豆供应依旧有限，目前预估的库存依旧处于 2019/20 年度至今的最低水平。并且，本月月报美豆的库存/消费为 5.87%，处于 2019/20 年度至今的次低水平。另外，需要注意的是，虽然南美大豆预计丰产，但是 USDA 并未对美豆的出口进行调降，也这也在一定程度上有所利多。

	2021/2022		2022/2023		2023/2024	
	11月预估	10月预估	11月预估	10月预估	11月预估	10月预估
期初库存	6.99	6.99	7.47	7.47	7.3	7.3
产量	121.53	121.53	116.22	116.22	112.39	111.7
进口	0.43	0.43	0.67	0.67	0.82	0.82
国内压榨	59.98	59.98	60.2	60.2	62.6	62.6
国内消费	62.92	62.92	62.84	62.84	66.06	66.08
出口	58.57	58.57	54.21	54.21	47.76	47.76
期末库存	7.47	7.47	7.3	7.3	6.68	5.98

数据来源: USDA 瑞达研究院

美国全国油籽加工商协会(NOPA)周三发布月度压榨报告对大豆以及豆油期货利多,因为报告显示10月份大豆压榨量创出历史新高,比市场预期高出250万蒲;而10月底豆油库存降至近9年新低。NOPA会员企业通常占到美国大豆压榨量的95%左右。周三报告显示10月份NOPA会员共压榨大豆1.89774亿蒲,比9月份的压榨量1.65456亿蒲增长14.7%,比去年10月的压榨量1.84464亿蒲增长2.9%,创下了历史最高月度压榨纪录,超过2021年12月创下的1.86438亿蒲的前纪录。由于今年阿根廷大幅减产,而阿根廷主要出口的大豆压榨产品,因此美豆粕的需求抬升,国内压榨需求抬升,大幅提振美豆的压榨需求。对美豆的价格有所支撑。

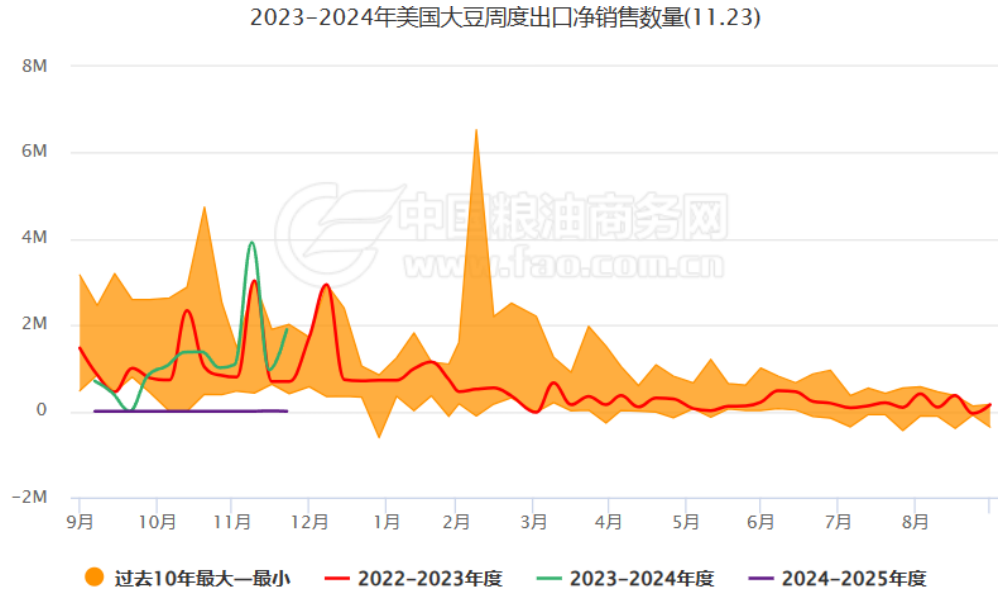
大豆:压榨量



数据来源: NOPA 瑞达期货研究院

美豆出口方面来看,截至11月3日当周,巴西大豆对我国大豆排船计划量为410万吨,上周为458万吨,较前一周继续减少48万吨,环比下降10.5%,排船计划实现五连降。美豆出口方面,持续向好,美国农业部(USDA)公布的出口销售报告显示,截至2023年11

月 23 日当周，美国 2023/24 年度大豆净销售量为 1,895,300 吨，比上周高出 97%，比四周均值高出 10%。



数据来源：USDA 瑞达期货研究院

2、巴西产量或受天气的影响

巴西国家商品供应公司 (CONAB) 表示，截至 11 月 25 日当周，巴西 2023/24 年度大豆种植进度为 75.2%，较上周进度增加 9.8%。去年同期的播种进度为 86.1%。巴西播种进度偏慢，主要还是受到天气因素的影响。

美国古尔科集团总裁杰瑞·古尔科表示，对南美天气和作物前景的担忧引发了基金买盘以及技术性买盘入市。他表示，厄尔尼诺的影响正在加剧，这可能已经导致阿根廷和巴西种植出现问题。巴西的情况不太理想，南部降雨过多，中部和北部大豆产区干旱。上月巴西国家商品供应公司 (CONAB) 将 2023/24 年度巴西大豆产量预估下调至 1.62 亿吨，较早先预期低了近 200 万吨。作物顾问迈克尔·科尔多涅博士将巴西大豆产量预期值调低至 1.60 亿吨，较早先预期也调低了 200 万吨。作为对比，美国农业部在 11 月份供需报告里预测巴西大豆产量为 1.63 亿吨。古尔科解释说，如果南美大豆产量预期仅仅调低 300 万吨（相当于 1.1 亿蒲），就会让 2.2 亿蒲的美国大豆期末库存变得异常紧张，因此近期大豆价格稳步上涨，这反映出市场终于意识到全球大豆供需平衡表没有犯错空间。古尔科认为，美国农业部在 11 月份供需报告里预测巴西大豆产量创纪录，阿根廷大豆产量翻倍，但是却维持美国大豆期末库存 2.2 亿蒲不变，这也具有利多意味。

数据来源：NOAA 瑞达研究院

3、阿根廷开始种植 市场等待新政策指引

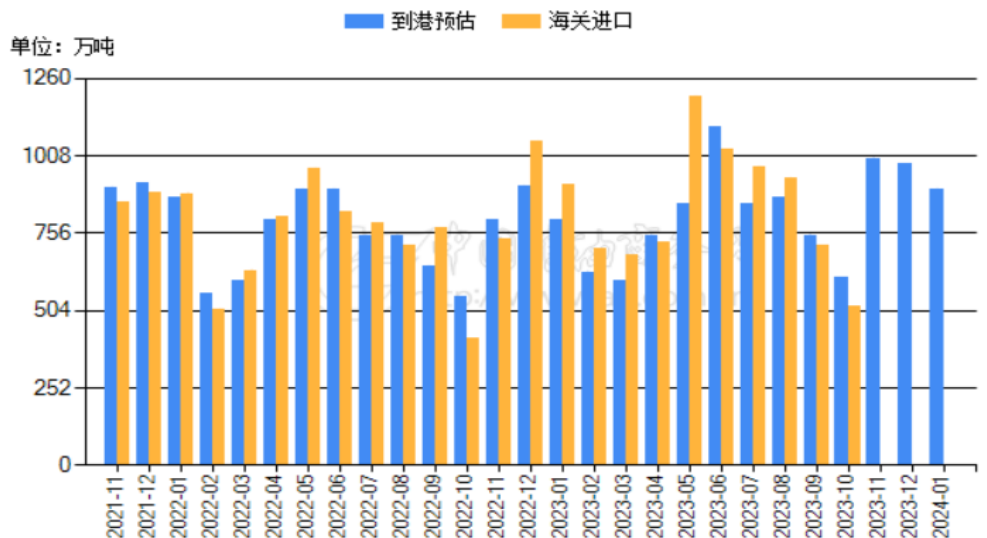
根据布宜诺斯艾利斯谷物交易所 (BAGE) 数据显示,截至11月22日当周,阿根廷2023/24年度大豆种植进度为34.8%,较上周进度增加16.8%。该交易所预计,2023/23年度阿根廷大豆种植面积预计为1735万公顷,截止当周已播种601.6万公顷。

另外,阿根廷近期举行了大选,上台的新任总统是一位激进派的执政者。阿根廷谷物贸易商表示,农户正在放慢大豆销售步伐,并可能在当选总统哈维尔·米莱12月10日就职之前继续这样做,因为米莱的竞选纲领包括减税以及经济美元化。米莱是一位原教旨新自由主义经济学家,他的竞选口号包括用美元替代比索、取消央行,大幅削弱国家作用。他在周日决选中击败了中左翼政府的经济部长塞尔吉奥·马萨。米莱表示将取消目前对谷物和肉类出口的税收,并迅速取消外汇和资本管制,此举将导致比索大幅贬值。但是米莱如何以及何时实施他的竞选纲领仍然存在不确定性。罗萨里奥一家经纪商的市场分析部负责人阿里尔·特杰拉表示,未来一段时间农户在做决策时可能表现得非常谨慎。汇率不确定性是关键,农户将保持惜售,直到新政府实施其计划。

4、国内进口预期有所恢复

从国内供应方面来看,当前情况看,11月进口的预估还是比较高的,12-1月虽然有所下降,不过总体进口量依然偏高。根据粮油商务网的数据显示,11月进口1000万吨(去年735.04万吨),12月进口980万吨(去年1055.46万吨)1月进口900万吨(去年913.15万吨)。后期的进口量总体压力预计较大。

2021年11月至2024年1月进口大豆进口量预估



数据来源: 粮油商务网 瑞达研究院

三、国产大豆基本面分析

1、国储收储 不过空余粮仓有限

国储收购库点却相对热闹，送粮的车辆排成一条小长龙，在市场低迷的情况下，如果离库点较近的话，送粮入库无疑是当下相对较好的选择。截止至 11 月 17 日，中储粮北安直属库，内蒙古地区大杨树直属库、红彦直属库等库点均已完成收购目标。大杨树收购 25000-30000 吨，红彦收购 30000 吨左右。但目前库点开放有限，收储计划也受到一定限制。由于陈豆轮出不明显，加之上半年新增政策性调节储备占用大量仓容，预计国储收储总量将与拍陈量同等数量。国储最近仍在持续进行拍卖。

2、销售情况一般

自新豆上市以来，销区采购东北豆不积极，主要由于今年新豆丰产，鉴于地理位置及豆价原因，销区观望气氛较浓，当前市场消化速度较往年同期偏缓，叠加各地新豆豆源充足，市场需求寡淡。今年，东北大豆的质量好、价格较低，这样的优势被南方市场慢慢认可，南方一些批发市场都以销售东北大豆为主，但由于市场需求不佳，豆源消耗缓慢，未能推升东北大豆行情。

3、短期农户有挺价的意愿

国储出价之后，农户惜售心理更加强烈，加之降雪天气之后，新豆水分较干，利于储存，玉米价格小幅上涨。于是，农户将大豆收入仓库，先进行玉米购销。毕竟，当下大豆价格并不理想，农户心理预期大豆价格应该在 5100-5200 元/吨，现在的收购价格贴近成本价，而玉米相比于黄豆，利润较好。所以农户优先售卖玉米，部分贸易商也是如此。由于新豆上量较难，难收难卖，于是也开始将重点转向玉米，待新豆价格好转，再进行购销。

4、进口压力增加

由于国内豆质量价格方面的优势凸显，目前进口豆市场需求下降，再加上货源短缺，进口豆对国内影响不算大。但未来风险仍比较大。11 月随着美豆陆续收割，11-12 月进口大豆到港量会有所增加。后期进口豆集中到港，国内油厂大豆供应将会较为充足。

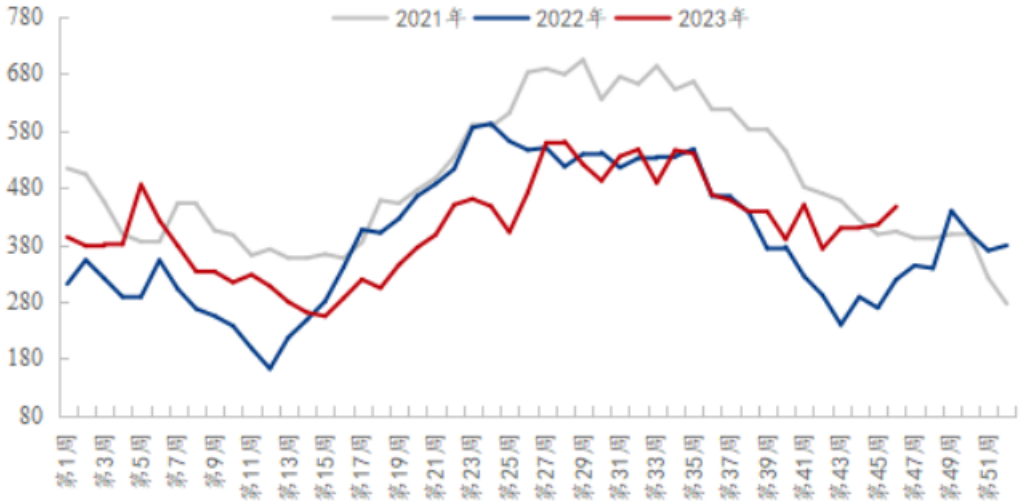
四、豆粕基本面分析

1、豆粕有一定的库存压力

豆粕方面，根据国家粮油信息中心的数据显示，监测显示，11 月 24 日，全国主要油厂进口大豆商业库存 488 万吨，周环比增加 11 万吨，月环比增加 56 万吨，同比增加

140 万吨。根据船期监测，11-12 月大豆到港量接近 2000 万吨，预计后期国内大豆库存将继续回升。根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 48 周（11 月 25 日至 12 月 1 日）111 家油厂大豆实际压榨量为 183.31 万吨，开机率为 62%；较预估低 5.97 万吨。预计第 49 周（12 月 2 日至 12 月 8 日）国内油厂开机率偏稳，油厂大豆压榨量预计 183.27 万吨，开机率为 62%。随着大豆大量到港，预计油厂的开机率会维持在高位。从豆粕的库存方面来看，根据国家粮油信息中心的数据显示，11 月 24 日，国内主要油厂豆粕库存 74 万吨，周环比增加 1 万吨，月环比下降 3 万吨，同比增加 52 万吨，比过去三年同期均值增加 18 万吨。从库存来看，豆粕依然有一定的胀库压力，且后期，随着美豆集中到港，大豆到港压力较大，对豆粕的供应压力预计继续增加，限制豆粕的走势。

全国主要油厂大豆库存统计（万吨）



数据来源：Mysteel 瑞达研究院

全国主要油厂豆粕库存统计（万吨）



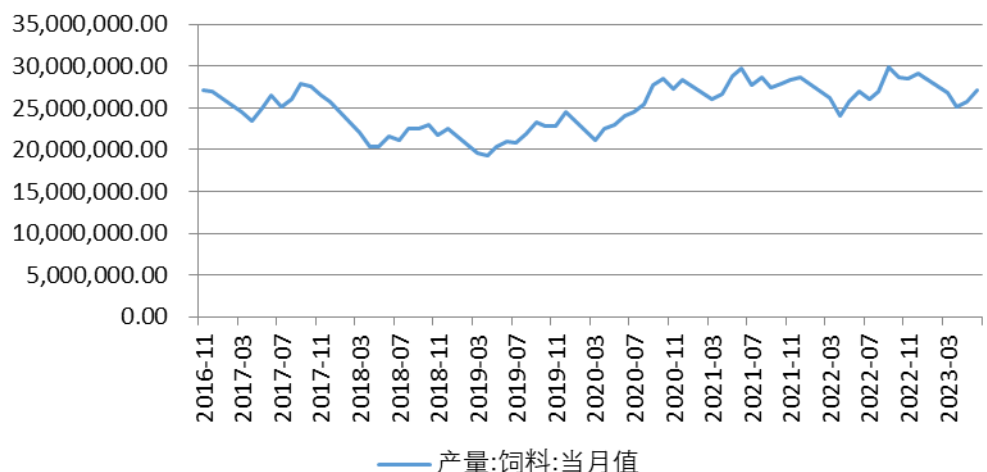
数据来源：Mysteel 瑞达研究院

2、生猪饲料需求有下降的态势

从生猪的情况来看，临近年底，市场出猪的意愿还是比较强的。根据 Mysteel 统计的数据来看，今年前 10 个月，部分大型养殖企业的计划完成率在 80% 左右。高的可以达到 90%，低的在 60% 附近。其中大厂牧原股份完成了 79.82%，温氏股份完成了 79.71%。后期出栏的压力还是比较大的。另外，今年虽然总体去产能较为有限，但是主要是大厂扩大产能，但是散户的去产能较为明显。根据 Mysteel 的数据显示，85 家散户能繁母猪累计去化 13.16%，这个比例还是相当高的。临近年底，预计散户也有加快出栏，回笼资金的意愿，也加快了生猪的出栏。

据样本企业数据测算，在生猪产能充足、规模化进程加快等需求因素拉动下，饲料产量较快增长。前三季度，全国工业饲料总产量 23264 万吨，同比增长 5.3%。其中，配合饲料、添加剂预混合饲料产量同比分别增长 5.3%、14.0%；浓缩饲料同比下降 0.1%。前三季度，猪饲料产量再创历史新高，产量达 10660 万吨，同比增长 10.3%。其中，仔猪饲料、母猪饲料、育肥猪饲料同比分别增长 9.5%、9.1%、12.6%。今年 1—7 月，猪价持续低位运行，生猪养殖连续长时间亏损，猪饲料需求环比波动回落，二季度 3 个月产量环比分别下降 0.5%、1.8%、2.1%。进入三季度，由于猪价震荡上涨、生猪养殖出现扭亏迹象，生猪补栏和饲喂积极性提振，二次育肥比重增大，猪饲料产量环比连续三个月小幅增长，分别增长 2.4%、6.7%、1.5%。

产量:饲料:当月值



数据来源: Wind 瑞达研究院

3、豆粕价格较菜粕偏强

近期豆菜粕的走势尤为值得关注，从今年的 8 月中旬开始，豆粕菜粕走势就出现分化的情况，主要表现为豆粕明显较菜粕偏强。目前两者价差已经从 8 月中旬的 600 元/吨附近

上行至 1100 元/吨附近，上行幅度 500 元/吨。豆粕的成本端有美豆减产以及巴西天气的支撑，有一定的下方支撑。而菜粕方面，不止上游供应压力增加，下游的需求也持续转弱，导致豆菜粕的价差持续扩大。在基本面没有转变的背景下，后期两者的价差预计仍偏高运行为主。

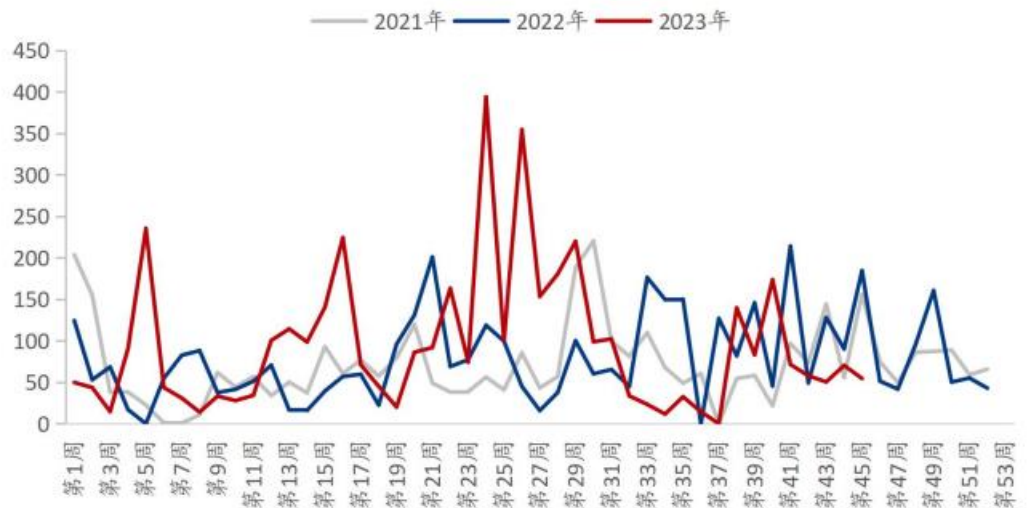


数据来源：博易大师 瑞达研究院

4、豆粕提货量一般

第 47 周国内（截止到 11 月 29 日）豆粕市场成交一般，周内共成交 54.58 万吨，较上周成交减少 15.68 万吨，日均成交 10.92 万吨，较上周成交日均减少 3.14 万吨，减幅为 22.32%，其中现货成交 43.78 万吨，远月基差成交 10.8 万吨。

全国豆粕周度成交量趋势图（万吨）

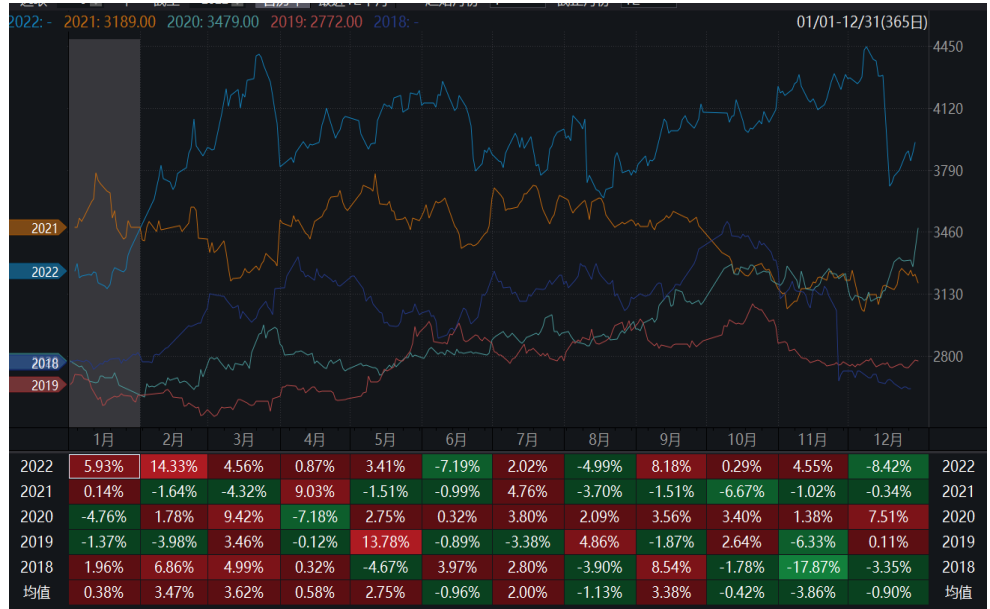


数据来源：Mysteel 瑞达研究院

5、季节性分析

从豆粕的季节性来看，从需求来看，春节过后一个月（2—3 月）是畜禽存栏量较低的时期，需求量较低。3—4 月随着气温的回升，国内畜禽补栏量开始增加，对豆粕的需求也

开始回升。从供应端来看，6~8月，大豆价格主要受天气的影响，处于全年中价格波动幅度最大的阶段，豆粕的价格跟随外盘波动。10月以后，随着国内大豆和美国大豆的上市，国内压榨进入高潮，国内豆粕供应增加。不同阶段，豆粕主要矛盾有所不同，价格波动较大。



数据来源：Wind 瑞达研究院

五、豆油基本面分析

1、库存压力依然存在 关注需求情况

从供应端来看，12月大豆到港量依然较大，油厂预计保持较高的开工率，届时油厂的豆油供应压力预计较大。从需求端来看，进入12月，临近年底，餐饮消费有所回暖，油脂进入备货的周期，或对需求有所提振。从库存的情况来看，据Mysteel调研显示，截至2023年11月17日（第46周），全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为225.28万吨，较上周减少3.68万吨，减幅1.61%；同比2022年第46周三大油脂商业库存176.02万吨增加49.26万吨，增幅27.99%。其中豆油和菜油的库存有所下降，库存增长主要体现在棕榈油方面。具体豆油方面，据Mysteel调研显示，截至2023年11月17日（第46周），全国重点地区豆油商业库存约92.3万吨，较上次统计减少0.65万吨，降幅0.7%。虽然豆油库存有所下降，不过从未来的供应以及需求情况来看，预计去库存的进程较慢。

全国重点油厂豆油库存统计 (万吨)

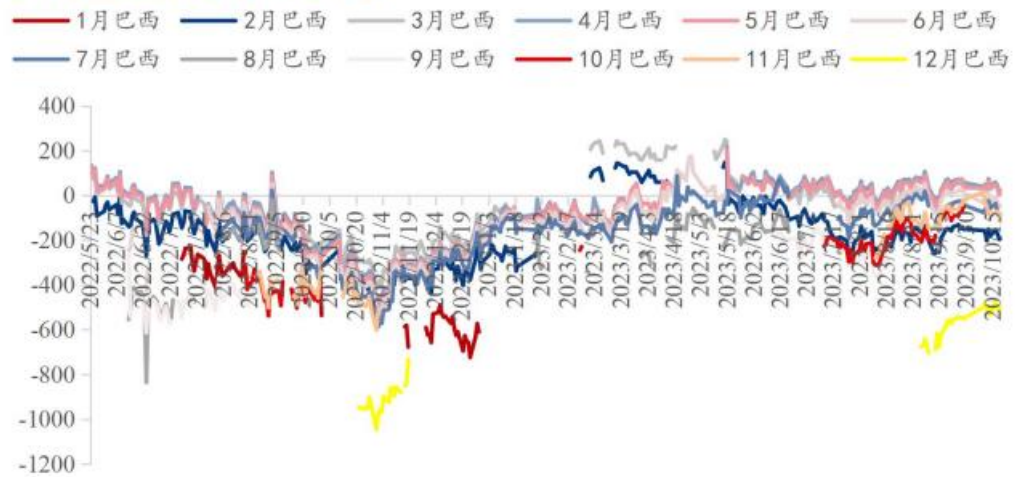


数据来源: Mysteel 瑞达研究院

2、巴西豆压榨利润上行

截至 11 月 17 日-11 月 23 日当周, 巴西 12-1 月升贴水报价较上周上调 5-30 美分, 2-7 月稳中下调 0-15 美分; 美湾 12-2 月升贴水报价稳中下调 0-10 美分。本周贴水报价 多月下调为主, 汇率上涨情况下, 进口美豆成本有所下调, 外盘远月船期对盘面压榨利润涨跌互现。其中美湾 12-2 月船期对盘面压榨利润较上周上调 32-59 元/吨, 巴西 12 月船期对盘面压榨利润较上周上调 25 元/吨, 1 月则下调 58 元/吨, 2-7 月上调 6-75 元/吨

巴西大豆盘面毛利 (元/吨)



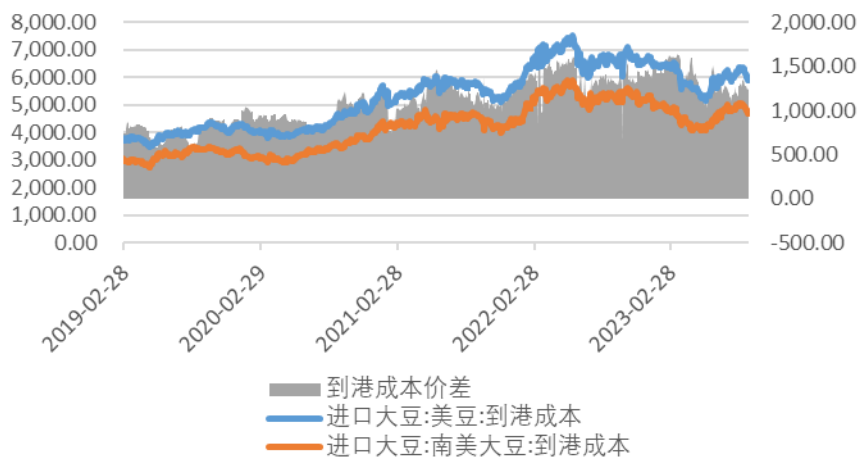
数据来源: Mysteel 瑞达研究院

3、进口成本基本持平

从进口成本来看, 截止 11 月 24 日, 美湾大豆 12 月进口成本 4743 元/吨, 较上月 25 日进口成本 4730 元/吨上涨了 0.2%。阿根廷 12 月进口大豆成本 4752 元/吨, 与上月 25 号进口成本 4732 元/吨上涨了 0.4%。巴西 2 月进口大豆成本 4466 元/吨, 与上月 25 号进口

成本 4440 元/吨相比上涨了 0.58%。美豆集中上市，市场供应压力增加的背景下，价格较南美豆油一定的竞争优势。不过南美巴西的出口依然旺盛，冲击美豆的出口。

大豆进口成本及价差



数据来源：WIND 瑞达研究院

4、原油宽幅震荡

OPEC+部长级会议召开前夕，OPEC+内部围绕明年产量政策制定产生分歧，不确定性放大油价波动。非洲成员国配额基准线调整，阿联酋产量问题以及沙特自愿额外减产是否延续等均为会议焦点，目前组织内部尚未达成一致，OPEC+11月会议由26日推迟至30日。油市对产油国会否继续团结减产产生了担忧，盘中呈现大幅下挫。若干名代表称，针对上一次OPEC+会议制定的条款，话语权更大的产油国所给配额偏低激怒安哥拉和尼日利亚，他们需要额外的时间。不仅如此，沙特不满自己单方面延长减产100万桶/日，希望看到更多的产油国进入减产行列。后续来看，若OPEC+扩大减产则将对冲价构成强支撑，如若OPEC+维持原有减产政策，海外经济下行压力将继续对油价施压，油价难改疲弱走势。

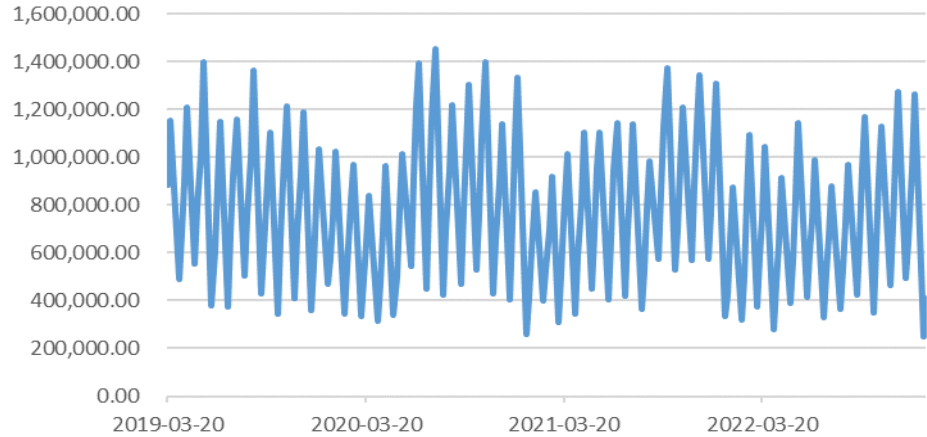
5、马棕产量下降 出口不确定性增加

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，11月马来西亚棕榈油产量环比下降8.61%，其中鲜果串（FFB）单产环比下降7.66%，出油率（OER）环比下降0.18%。从数据来看，进入11月份，马棕产量进入减产的周期，加上受厄尔尼诺天气影响可能得减产，后期马棕的产量预计维持下降的态势。

从高频的出口数据来看，根据船运调查机构ITS公布数据显示，马来西亚11月棕榈油出口量为1530675吨，较10月出口的1384725吨增加10.5%。根据船运调查机构SGS公布数据显示，马来西亚11月棕榈油出口量为1412888吨，较10月出口的1462374吨减少3.4%。从出口情况来看，出口数据有增有降，不确定行加剧。不过后期随着季节性减产的

到来，预计出口也有所下降。

ITS:棕榈油:出口数量

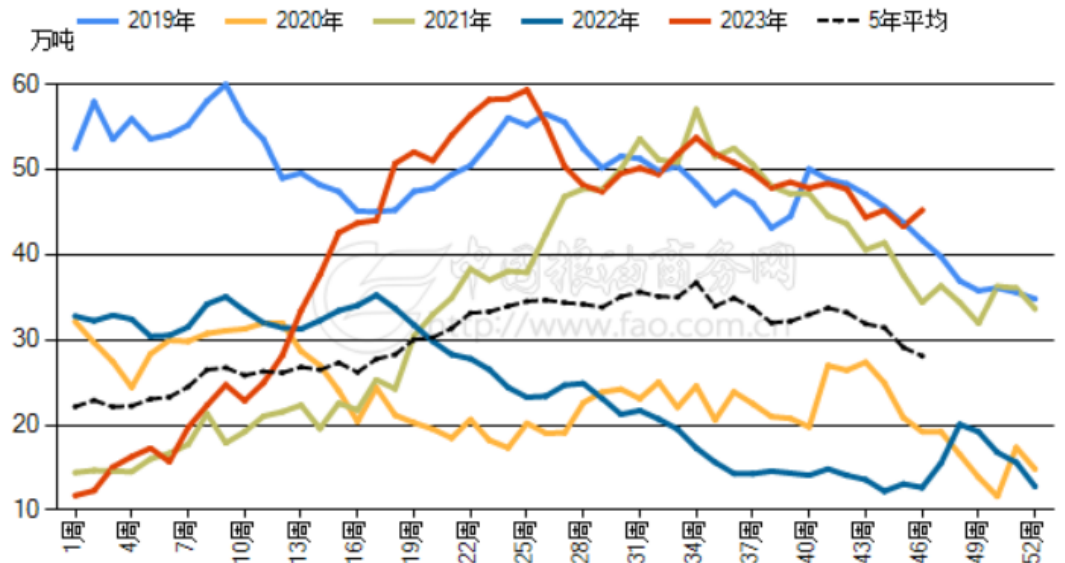


数据来源：ITS 瑞达期货研究院

6、菜油供应增加

菜油方面，中国粮油商务网监测数据显示，截止到2023年第46周末，国内进口压榨菜油库存量为45.2万吨，较上周的43.3万吨增加1.9万吨，环比增加4.43%。国内进口菜油的供给始终表现十分乐观，成为了整体油脂价格上方的重要压制。消费端当前也由于低价而出现消费上的替代，因此消费并不会成为国内菜油价格的提振因素。短期来看，由于供给和库存两方的共同施压，国内价格水平考虑会由于继续表现疲弱。

2019-2023年第46周全国进口压榨菜油周度库存对比



数据来源：中国粮油商务网 瑞达研究院

7、三大油脂间价差套利分析

从近期豆棕的价格来看，近期有所走强，主要体现在豆油较棕榈油偏强。由于进入冬季，天气转冷，棕榈油需求转淡，加上近期棕榈油的进口利润有所打开，进口船货增加，增加了供应，导致棕榈油的港口库存持续累积，压制棕榈油的价格。而豆油方面，虽然库存也偏高，不过还有美豆减产以及南美豆天气的不确定因素的支撑，因此下跌幅度有限，两者价差后期有继续扩大的可能。



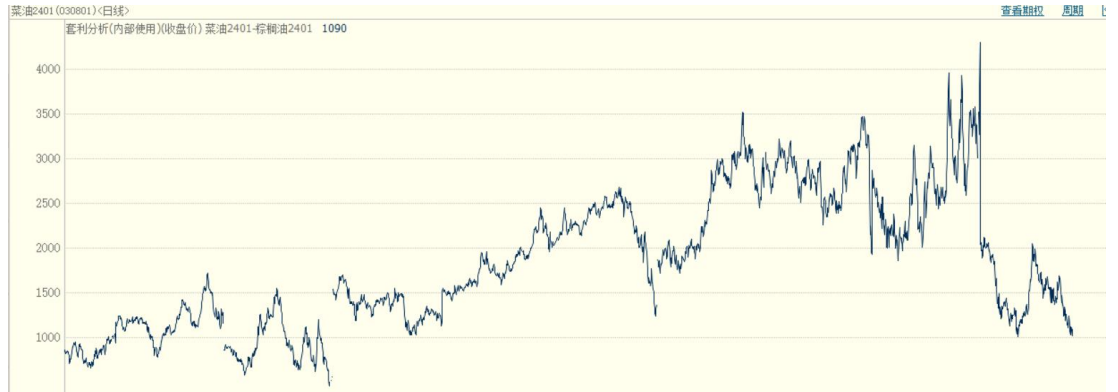
数据来源：博易大师 瑞达研究院

从菜豆价差来看，总体继续缩窄的态势，主要表现在菜油较豆油偏弱。菜油供应面上的压力相较豆油更大，因此表现为菜油的价格更加偏弱，豆油还有成本端的支撑，因此偏强。不过目前两者的价差已经接近低点，后期继续缩窄的空间有限。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

从菜棕价差来看，近期有缩窄的迹象，主要表现为菜油较棕榈油偏弱。目前菜油的供应压力较大，而棕榈油方面面临季节性的减产以及天气因素导致的减产等因素，因此菜棕价差走弱。不过目前也接近相对的低点，后期继续缩窄的空间有限。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

8、油粕套利分析

从油粕比价的情况来看，总体豆油的走势依然弱勢于豆粕的走势。综合来看，从下游需求来看，虽然生猪的养殖利润不佳，不过总体保有量非常高，导致豆粕的刚性需求持续存在，支撑豆粕的价格。另外，豆粕对成本的敏感度更强。CBOT 的价格支撑，对豆粕的影响更加明显。而豆油方面，面临库存压力，以及下游消费表现不佳等问题。不过总体两者的矛盾并不明显，后期继续回调的空间有限。



数据来源：博易大师 瑞达研究院

9、油脂季节性分析

从季节性来看，供应端，一般一季度，油厂开机率下降，大豆库存处在低位，二季度南美大豆集中到港，三季度北美炒作天气因素，市场随外盘影响，四季度美豆集中上市，市场压力增加。从需求方面来看，一季度处在消费旺季，二三季度，随着气温的回升，油脂需求有所回落，四季度节日备货，进入油脂消费旺季。不同阶段，油脂受供需的影响不同，价格受主要矛盾的影响也不同，走势也有所变化。



数据来源：WIND 瑞达研究院

六、基差与价差分析

从豆粕基差的情况来看，基差快速回升。截止 11 月 23 日，豆粕张家港地区与期货主力合约基差在 144 元/吨。基差大幅回落，显示库存充足的背景下，下游的提货积极性有限。

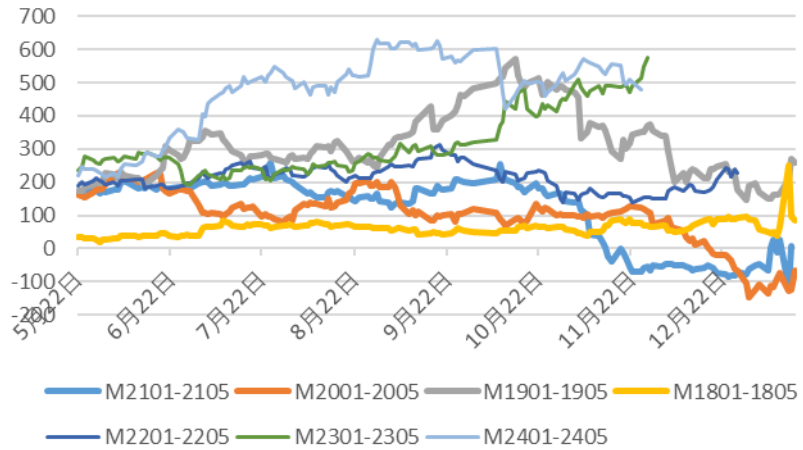
豆粕主力基差



数据来源：同花顺 瑞达研究院

从豆粕的近远月价差情况来看，截止 11 月 23 日，豆粕 1-5 月价差为 479 元/吨。总体价差保持高位震荡的走势，1 月走势较 5 月偏强。后期 1 月面临到港量增加以及南美天气的不确定因素，暂时无法确定远期走势。预计短期维持震荡

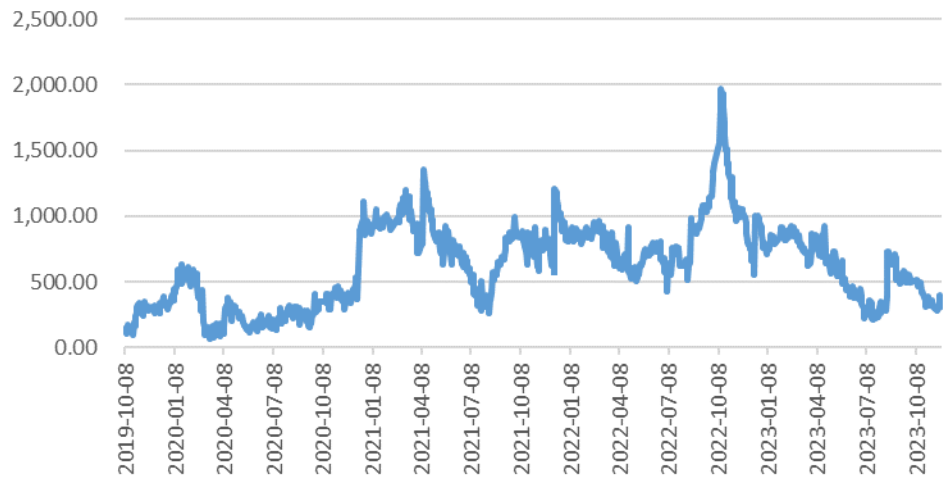
豆粕1月与5月历史价差趋势图



数据来源：WIND 瑞达研究院

从豆油的基差来看，截止 11 月 23 日，张家港豆油与主力合约基差为 370 元/吨。豆油的基差基本保持稳定。有一定的库存压力，不过临近年底需求稍有好转，基差低位震荡。

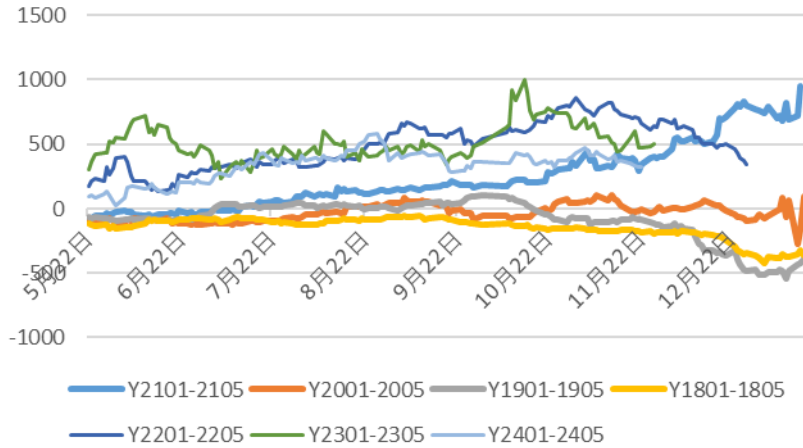
豆油基差



数据来源：同花顺 瑞达研究院

从豆油的近远月价差来看，截止 11 月 23 日，豆油的 1-5 价差为 322 元/吨。价差总体维持震荡，强弱并不明显。目前 1 月到港不确定，而 5 月还未播种，因此总体的供应不确定，价差走势较为谨慎。

豆油1月与5月历史价差走势图

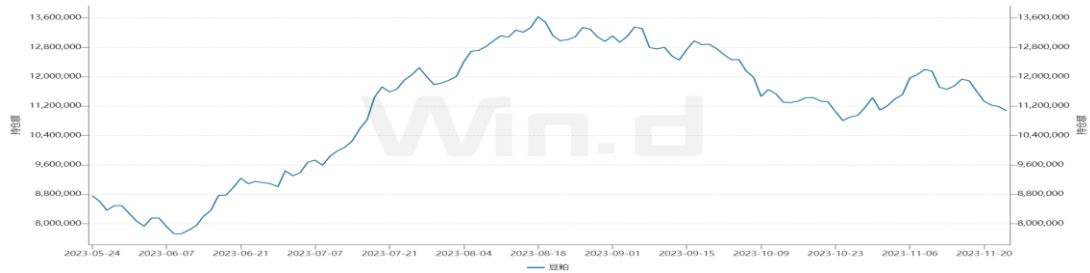


数据来源：WIND 瑞达研究院

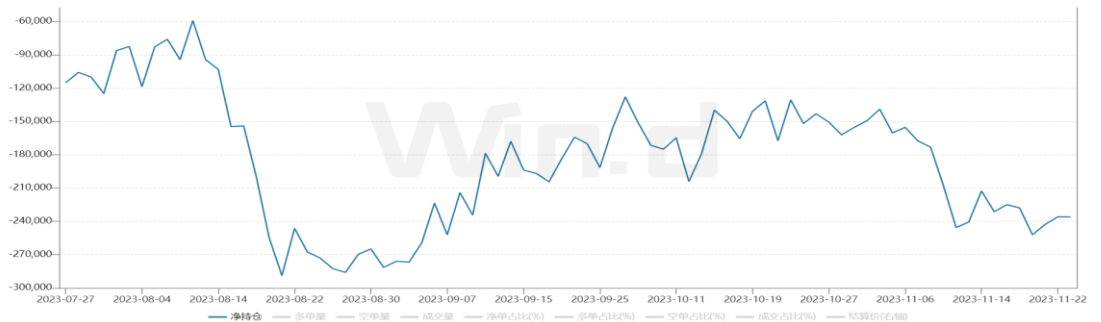
七、资金面及期权分析

1、资金面分析

从豆粕的前 20 名持仓情况来看，截止 11 月 23 日，品种净持仓为 235979 手。总体表现为空头占优。从净空单的走势来看，有所增加。从资金面来看，资金量有所流出，显示多头有离场的迹象。



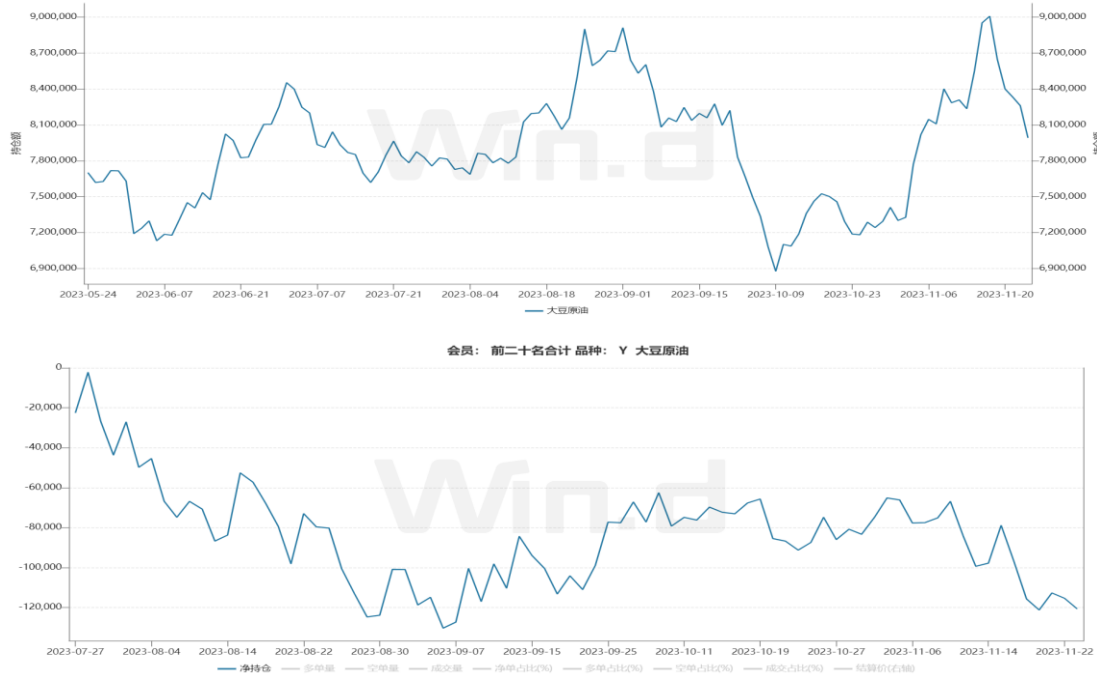
会员：前二十名合计 品种：M 豆粕



数据来源：WIND 瑞达研究院

从豆油的前 20 名持仓情况来看，截止 11 月 23 日，品种净持仓为 120651 手。总体表现为空头占优，从趋势上来看，净空单有所增加。结合资金面，资金先流入再流出，显示

多头有离场的迹象。



数据来源：WIND 瑞达研究院

2、豆粕期权分析

受豆粕期货价格走势波动较大的影响，豆粕期权价格也先涨后跌。截止 11 月 23 日，豆粕平值期权 m2401-C-3950，收盘价位 53，较上月月末 64，跌幅 17.1%。



数据来源：WIND 瑞达研究院

八、总结与展望

豆一：国产豆方面，近期国储有开启收储的动作，不过从收购的价格以及收购的量来

看，均支撑力度有限。将另外，由于陈豆轮出不明显，加上上半年新增政策性调节储备占用大量仓容，预计国储收新总量将与拍陈量同等数量。国储最近仍在持续进行拍卖，限制国产豆的价格。从下游需求来看，由于今年丰产的原因，下游拿货不是很积极，销区观望气氛较浓，当前市场消化速度较往年同期偏缓，叠加各地新豆源充足，市场需求寡淡。不过，由于价格的下跌，农户的惜售情绪也较为明显。由于天气转冷，大豆的储藏较为容易，农户储藏大豆，销售玉米的情况出现，短期限制了大豆的供应量。不过，进口大豆随后将大量到港，压制豆一的价格。

豆二：从美豆的情况来看，USDA 虽然继续调高了美豆的产量，不过对市场的影响较为有限，市场目前更关注美豆的压榨以及出口情况。从目前的情况来看，受阿根廷缺豆的影响，美豆的压榨表现较好，尤其是美豆压榨的豆粕，受阿根廷进口的影响，需求旺盛，支撑了美豆的压榨水平。而出口方面，南美豆虽然有所竞争，不过美豆的出口一直保持较为旺盛的情况，也支撑美豆的价格。南美方面，目前巴西播种进度偏慢，市场仍然担心天气因素对巴西豆的产量有所冲击。已经有机构下调了巴西的产量预期，后期需持续关注天气对南美的影响。阿根廷方面，目前开始播种，不过仍处在初期，暂时没有明显的影响。不过 12 月新任总统上任后，关注其新的经济政策。综合来看，近期市场上不确定因素较多，总体波动较大。

豆粕：从供应面来看，后期大豆的到港量预计依然偏大，供应压力较大的背景下，油厂的开机率预计维持高位，增加豆粕的供应压力。且豆粕本身目前的库存就有一定的胀库的压力，因此后期国内豆粕上方依然有一定的压力。从需求端来看，临近年底，生猪有较大的出栏压力，猪场回笼资金，增加出栏，完成出栏计划等，均会增加生猪的出栏。虽然在总体保有量依然较大的背景下，豆粕仍保持较高的刚需，不过有偏下行的趋势。综合来看，国外豆类可能受天气因素的影响，有走强的预期，不过国内供应压力也是不容忽视的事实，后期继续关注两方的变化。

豆油：从供应端来看，12 月供应压力依然较大，下游需求虽然或有一定的转变，不过库存依然偏高，加上进口的压力，预计豆油的供应压力不小。从成本端来看，美豆近期还是主要受到出口以及南美豆天气的影响。近期重点关注到港量以及南美天气对成本端的影响。原油方面，OPEC 成员对减产有一定的分歧，市场波动加大，对豆油有一定的影响。其它油脂方面，棕榈油进入减产季，加上厄尔尼诺天气影响，产量或下降，不过总体库存依然处在高位，加上冬季的需求转淡，支撑力度有限。菜油方面，主要还是受到供应压力的影响，对盘面有所打压。综合来看，油脂上多空交织，不过库存压力较大的背景下，限制油脂上方的空间。

操作建议:**1、投资策略:**

建议豆一 2405 合约在区间 4800-5100 元/吨高抛低吸, 止损 50 个点。

建议豆二 2401 合约在区间 4000-4400 元/吨高抛低吸, 止损 50 个点

建议豆粕 2405 合约在区间 3200-3500 元/吨高抛低吸, 止损 50 个点。

建议豆油 2405 合约在区间 7500-7900 元/吨高抛低吸, 止损 100 个点

2、套保策略

截至 11 月 30 日, 江苏张家港 43%蛋白豆粕现货价格为 3870 元/吨, 期货 M2405 合约收盘价 3439 元/吨, 对应基差为 431 元/吨。上游企业根据盘面利润、装船情况在 3500 元/吨上方进行做空套保, 止损 3550 元/吨, 下游企业在豆粕 3200 元/吨区间择机入场建立虚拟库存, 止损 3150 元/吨。

江苏地区一级豆油现货价格为 8560, 期货 Y2405 合约收盘价为 7970 元/吨, 基差为 590 元/吨。上游企业根据盘面利润、装船情况在 7900 元/吨上方进行卖出套保, 止损 8000 元/吨, 下游低库存企业在 7500 元/吨适度买入套保, 止损 7400 元/吨。

3、期权操作

考虑到豆粕价格可能有所震荡, 卖出浅虚值看涨期权 M2405-C-3400。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 瑞达期货股份有限公司力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

