

全球大豆供需两旺，拉尼娜难起波澜

走势评级：大豆：下跌 豆粕：震荡 豆油：下跌

报告日期：2017 年 12 月 30 日

★基本面判断：

全球市场，2018 年大豆供给仍然充裕，需求同样旺盛，未来 3 个月拉尼娜的强度会直接影响全球大豆价格，同时巴西雷亚尔的走势以及阿根廷关税变化均值得密切关注。

国内国产大豆方面，2017 年我国种植结构调整效果显著，大豆产量增幅较大，且明显高于需求增速，因此价格承压。2018 年农业供给侧改革将进一步深化，连豆一价格仍有下跌空间。

国内进口大豆方面，2018 年供给仍然充裕，油厂压榨利润可观，开机积极，豆粕、豆油供给宽松。需求方面，养殖行业结构调整带来的蛋白需求增量仍维持高位，对价格有所支撑，但豆油需求增速放缓，高库存对价格形成压力。

★投资建议：

1. 玉米，豆一价差策略：

买入玉米 1805 合约，卖出豆一 1805 合约，策略持有至春节。

2. 油粕比策略：

做空 1805 合约油粕比，策略持有至 2018 年 3 月，随后换月至 1809 合约。

3. 豆粕期权策略：

预计 2018 年豆粕延续震荡走势，主力合约震荡区间 2650-2950，推荐 1805 合约逢低买入，逢高做空。同时，鉴于南美大豆关键生长期市场伴随着天气炒作升水，推荐投资者买入 1805 合约行权价 2950 看涨期权，规避期价异常拉升的风险。

★风险提示：

强拉尼娜很可能导致阿根廷大豆产量骤减，全球豆类价格大幅拉升，值得投资者密切关注。



王晓慧

高级分析师(农产品)

从业资格号：

F0283984

投资咨询从业资格号：

Z0001628

Tel:

86411-84807352

Email:

xiaohui.wang@orientfutures.com

主力合约行情走势图

豆一 1805 合约



豆粕 1805 合约



豆油 1805 合约



目录

1、全球大豆主产国供需分析	7
1.1、巴西	7
1.1.1、巴西大豆供给	7
1.1.2、巴西大豆需求	8
1.1.2.1、巴西大豆出口需求	8
1.1.2.2、巴西大豆压榨需求	10
1.2、阿根廷	11
1.2.1、阿根廷大豆供给	11
1.2.2、阿根廷大豆需求	14
1.2.2.1、阿根廷大豆出口需求	14
1.2.2.2、阿根廷大豆压榨需求	15
1.3、美国	16
1.3.1、美国大豆供给	16
1.3.2、美国大豆需求	16
1.3.2.1、美国大豆出口需求	16
1.3.2.2、美国国内大豆压榨需求	17
1.4、全球大豆整体呈现供需两旺格局	19
2、中国国产大豆（豆一）	20
2.1、中国国产大豆供给	20
2.2、中国国产大豆需求	21
2.3、2018 年国产大豆价格变数	22
2.3.1、转基因大豆掺兑监察	22
2.3.2、农业供给侧改革深化力度	23
2.3.3、国际大豆价格的影响	23
3、中国进口大豆（豆粕；豆油）	24
3.1、中国进口大豆供给	24
3.2、中国进口大豆压榨需求	25

3.3、中国豆粕终端需求	26
3.3.1、生猪养殖行业分析	26
3.3.2、禽蛋养殖行业分析	30
3.4、中国豆油需求	32
4、投资机会推荐	34
4.1、豆一，玉米价差策略	34
4.2、油粕比策略	35
4.3、豆粕期权策略	35
5、风险提示	36

图表目录

图表 1: 巴西降雨量.....	7
图表 2: 巴西异常温度监测.....	7
图表 3: 巴西大豆种植面积.....	8
图表 4: 巴西大豆产量.....	8
图表 5: 美元兑巴西雷亚尔.....	9
图表 6: 巴西大豆出口量与库存.....	9
图表 7: 巴西 BR-163 公路.....	9
图表 8: 巴西大豆压榨量.....	10
图表 9: 巴西豆油工业需求和食用需求.....	10
图表 10: 巴西生物柴油产量.....	10
图表 11: 巴西豆粕国内饲用需求.....	11
图表 12: 巴西豆粕出口需求.....	11
图表 13: 阿根廷大豆种植面积和产量.....	12
图表 14: 阿根廷大豆压榨量和出口量.....	12
图表 15: 全球大豆生长周期.....	12
图表 16: 拉尼娜年份南美大豆单产、全球库存与价格关系.....	13
图表 17: 南方涛动指数.....	13
图表 18: 阿根廷降雨量.....	14
图表 19: 阿根廷异常温度监测.....	14
图表 20: 阿根廷豆类品种出口关税.....	14
图表 21: 美元兑阿根廷比索.....	14
图表 22: 阿根廷生物柴油产量、出口及国内消费.....	15
图表 23: 阿根廷豆油产量和出口量.....	15
图表 24: 阿根廷豆油国内工业需求和食用需求.....	15
图表 25: 阿根廷豆粕产量和出口量.....	16
图表 26: 阿根廷豆粕需求量.....	16
图表 27: 美豆收割面积.....	16
图表 28: 美豆产量与结转库存量.....	16
图表 29: 大豆主产国出口量.....	17
图表 30: 美豆产量和出口量.....	17
图表 31: 美豆周度出口销售至中国.....	17

图表 32: 美国大豆月度压榨数据.....	18
图表 33: 美国大豆年度压榨量.....	18
图表 34: 美国豆粕消费量.....	18
图表 35: 美国可再生燃料强制标准.....	19
图表 36: 美国豆油产量和出口量.....	19
图表 37: 美国豆油工业需求和食用需求.....	19
图表 38: 全球大豆产量.....	19
图表 39: 全球大豆结转库存.....	19
图表 40: 国产大豆供需平衡表.....	20
图表 41: 国产大豆产量.....	20
图表 42: 国内大豆现货平均价格统计.....	21
图表 43: 国产大豆与进口大豆价差.....	22
图表 44: 国产大豆食用需求.....	22
图表 45: 国产大豆压榨利润.....	22
图表 46: 进口大豆压榨利润.....	22
图表 47: 连豆一期货仓单数量.....	24
图表 48: 连豆一期货价格走势.....	24
图表 49: 中国进口大豆到港量 (年度).....	24
图表 50: 中国进口大豆到港量 (月度).....	24
图表 51: 进口大豆港口库存.....	25
图表 52: 油厂大豆库存.....	25
图表 53: 进口大豆压榨利润.....	26
图表 54: 进口大豆压榨量及产能利用率.....	26
图表 55: 油厂豆粕库存.....	26
图表 56: 油厂豆粕未执行合同量.....	26
图表 57: 生猪价格和猪粮比.....	27
图表 58: 生猪存栏量.....	27
图表 59: 国内生猪屠宰量.....	28
图表 60: 生猪养殖利润.....	28
图表 61: 生猪存栏变化率.....	28
图表 62: 养殖与饲料企业上市公司近三年营业收入.....	29
图表 63: 2020 年的生猪养殖结构预估.....	29
图表 64: 能繁母猪淘汰量.....	29
图表 65: 中国豆粕饲用需求.....	30
图表 66: 中国玉米饲用需求.....	30
图表 67: 家禽养殖企业上市公司近三年营业收入.....	30

图表 68: 蛋鸡苗与蛋鸡配合料价格.....	31
图表 69: 鸡蛋零售价与蛋鸡养殖利润.....	31
图表 70: 肉种蛋和肉鸡苗价格.....	31
图表 71: 817 肉鸡苗和肉杂鸡价格.....	31
图表 72: 817 肉杂鸡养殖利润.....	32
图表 73: 淘汰鸡价格.....	32
图表 74: 饲料月度产量.....	32
图表 75: 累计饲料产量.....	32
图表 76: 中国住宿和餐饮行业季度 GDP.....	33
图表 77: 中国住宿和餐饮行业年度 GDP.....	33
图表 78: 中国豆油年度食用需求量.....	33
图表 79: CPI 食用油.....	33
图表 80: 油厂大豆库存.....	34
图表 81: 豆油商业库存.....	34
图表 82: 玉米 1805 合约走势.....	35
图表 83: 豆一 1805 合约走势.....	35
图表 84: 豆油 1805 合约走势.....	35
图表 85: 豆粕 1805 合约走势.....	35
图表 86: 5 月豆粕期权成交量和持仓量.....	36
图表 87: 豆粕期权持仓量 P/C 比.....	36
图表 88: 隐含波动率期限结构.....	36
图表 89: 豆粕期权波动率锥.....	36

1、全球大豆主产国供需分析

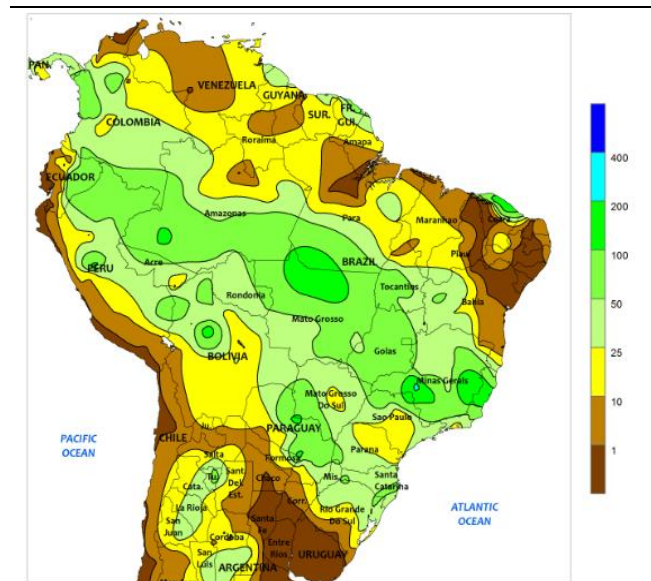
1.1、巴西

巴西由于水资源的丰沛，并且有大量的牧场可供潜在的开垦，其大豆供应的潜力也在被逐步挖掘，巴西产量的变动对市场影响也越来越大。

1.1.1、巴西大豆供给

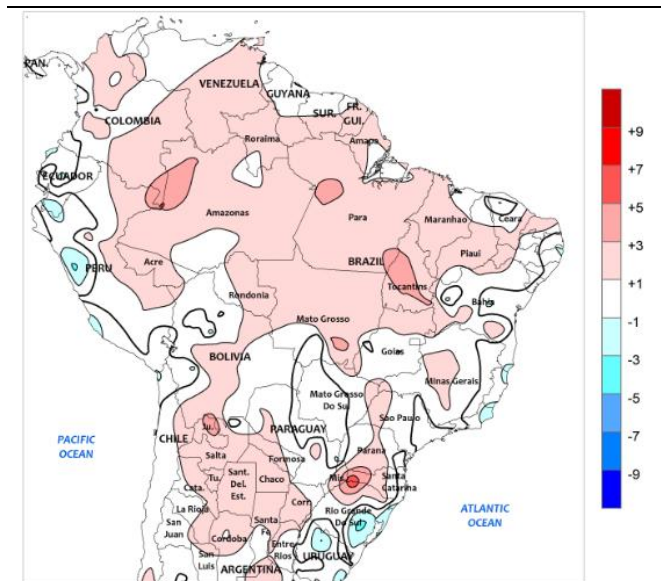
在巴西大豆播种期，由于此前天气干燥，土壤湿度不足以达到播种条件，许多农民不得不延迟播种，巴西大豆播种率落后于往年均值。但随后巴西地区天气出现十分及时的改善性降雨，有效缓解了土壤墒情。

图表 1：巴西降雨量



资料来源：NOAA

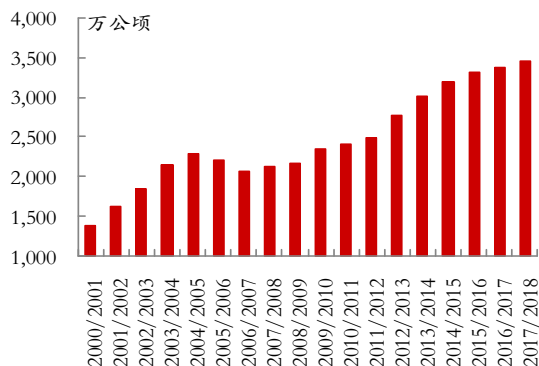
图表 2：巴西异常温度监测



资料来源：NOAA

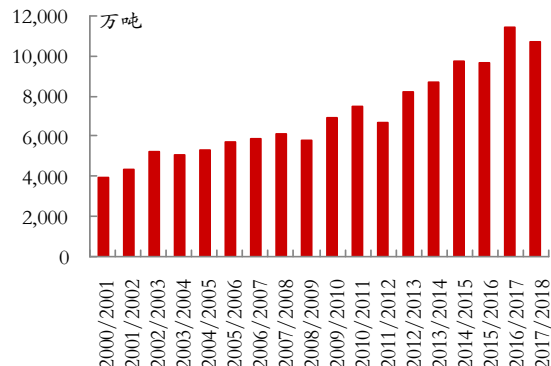
巴西农业部下属的巴西国家商品供应公司 CONAB 表示，因为大豆种植收益高于玉米，2017/18 年度巴西大豆播种面积可能继续增加，预计巴西大豆新作种植面积将会增加 2%，再创历史新高。美国农业部预计 2017/18 年度巴西大豆种植面积为 3470 万公顷，较上一年度增加 2.36%。

图表 3: 巴西大豆种植面积



资料来源: USDA

图表 4: 巴西大豆产量



资料来源: USDA

尽管将拉尼娜因素考虑在内,预期本年度巴西大豆单产会略有下滑,但由于种植面积增加,整体产量仍然非常可观,巴西农业咨询机构 Safras 预计巴西 2017/18 年度大豆产量将达到美 1.147 亿吨,国农业部预计巴西 2017/18 年度大豆产量将达到 1.08 亿吨。

1.1.2、巴西大豆需求

1.1.2.1、巴西大豆出口需求

由于 2016/17 年度巴西大豆超预期丰产,产量达到 1.141 亿吨的创下纪录高位,但同期大豆价格低迷,巴西农民出口销售意愿不足。同时,由于 2016 年巴西政府支持农民加强田间仓储能力,使得农民销售大豆在时机的把握上更加具有主动性。在此之前,农民收割大豆,尽快销售到港口是他们的唯一选择,随着仓储能力的提升,农民可以择价择时销售,因此 2016/17 年度的巴西大豆结转库存出现陡增。

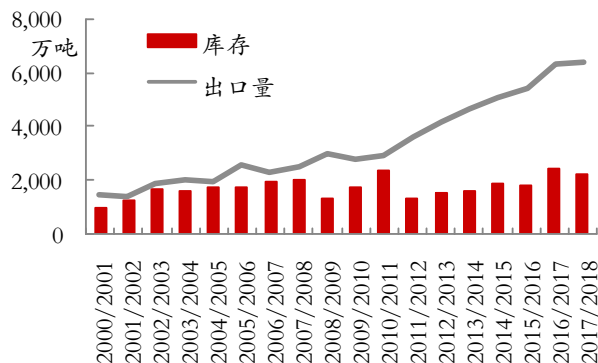
近期由于巴西雷亚尔贬值,巴西农民积极出口,就价格而言,巴西大豆相较于美豆具有较强竞争力,冲击了美豆的出口。全球逾 60% 的贸易大豆由中国进口,大豆出口国每年都在竞争中国的份额。美国统计局数据显示,过去五年中,美国大豆出口商在每年 10-12 月的出口量平均占历年出口量的 53%,因此这一阶段非常重要。

图表 5: 美元兑巴西雷亚尔



资料来源: Wind

图表 6: 巴西大豆出口量与库存



资料来源: USDA

在全球大豆连续第五年丰收之际，美国农业部公布将 2017/18 年度巴西大豆出口量上调至 6500 万吨。巴西未来几个月料将在中国大豆进口业务中赢得更大市场份额，打压美国出口。

在巴西大豆出口需求增加的同时，巴西地区的物流运输也有了明显的改善，链接巴西大豆产区与亚马逊河的 BR-163 公路已经完成了在雨林地区 Para 接近 800 公里的铺建。预计 BR-163 公路将在 2018 年底至 2019 年年初全线贯通，这条道路将原本 2000 公里的大豆运输线路缩短到 1500 公里，大大的降低了大豆运输成本。这也意味着在 2018 年，巴西大豆价格相较于美豆将会更加具有竞争力。

图表 7: 巴西 BR-163 公路



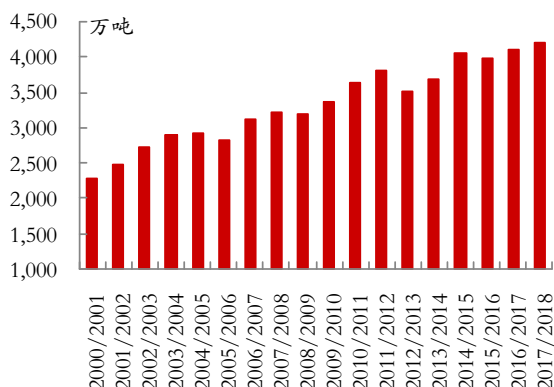
资料来源: 360 图片网

1.1.2.2、巴西大豆压榨需求

巴西植物油行业协会 (ABIOVE) 发布的 2018 年预测报告显示, 2018 年国内大豆压榨量将达到 4300 万吨, 比 2017 年的预期水平增加 150 万吨, 其主要原因是国内生物燃料需求增加。

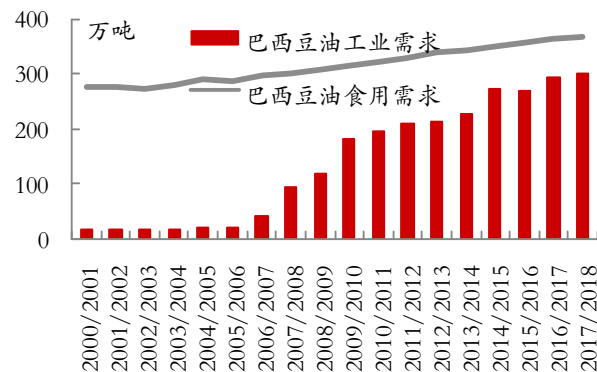
巴西目前实施 8% 的生物燃料掺混政策, 2018 年该比例将会提高。ABIOVE 认为政府将会加快这一进程, 10% 的掺混比例最早可能于 2018 年 3 月份实施。巴西国家能源委员会已经于 2017 年 11 月 9 日批准了 B10 预案, 同时巴西能源部也在考虑何时将生物柴油混合比例达到 15%。

图表 8: 巴西大豆压榨量



资料来源: USDA

图表 9: 巴西豆油工业需求和食用需求



资料来源: USDA

预计巴西国内豆油消费量将增加至 755 万吨, 较 2017 年增加 65 万吨, 较 2016 年增加 100 万吨。而巴西植物油行业协会 (ABIOVE) 预计明年巴西国内豆油消费量将增至 770 万吨。

图表 10: 巴西生物柴油产量 (万吨)

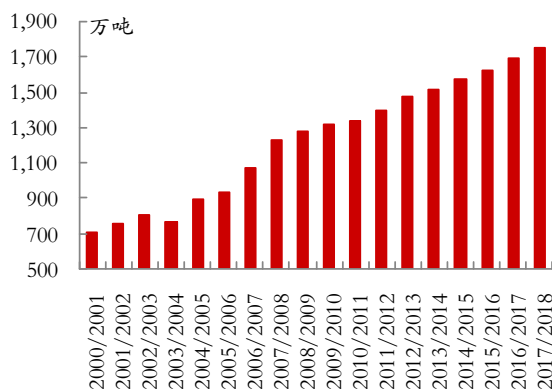
指标名称	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
产量	440	375	333.2	345.7	299.8
原料用量					
豆油	320	265	255	267	224
棕榈油	5	2.7	3.8	0.5	0
牛油	56	57.8	51.9	64.1	61.3
棉油	4	1	3.4	7	6.8
其他	55	52.5	19.1	6.7	7.8

资料来源: ABIOVE

另外，2018 年预计巴西生物柴油生产所需豆油用量出现暴增将会导致 2018 年巴西豆油出口供应将会出现缩水，预计 2018 年巴西豆油出口量在 110 万吨，同比减少 35 万吨，达到 20 年以来的新低。

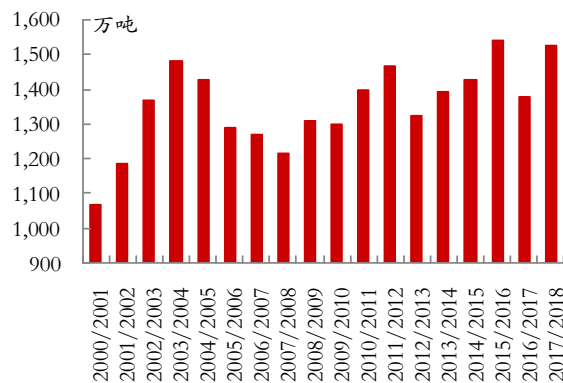
另外，值得注意的是目前巴西也在大力投入牲畜养殖，巴西国内豆粕饲用需求也出现较大幅度增长，同时，巴西豆粕出口需求量在 2017/18 年度也会有明显的增加。

图表 11：巴西豆粕国内饲用需求



资料来源：USDA

图表 12：巴西豆粕出口需求



资料来源：USDA

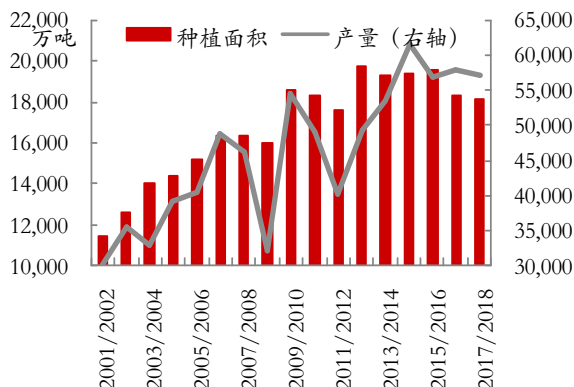
整体来看，尽管巴西此前天气干燥，但随后的降雨及时，预计单产受到影响较小，2017/18 年度，巴西大豆丰产仍然是主基调。巴西大豆出口需求显著增加，同时国内豆粕、豆油需求均有较为明显的增幅。在供需两旺的环境下，预计巴西大豆结转库存会有小幅下滑。

1.2、阿根廷

1.2.1、阿根廷大豆供给

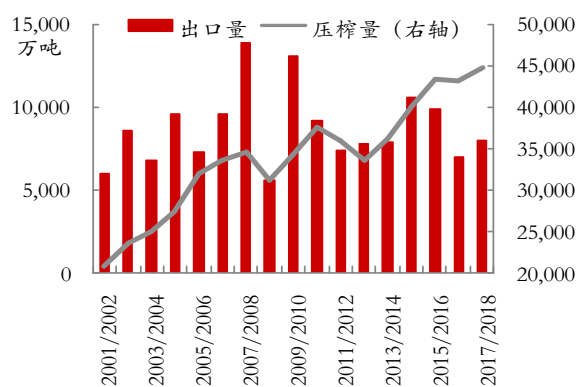
因为总统马克里 2015 年底取消玉米和小麦出口关税及配额，促使农户将更多的耕地种上玉米和小麦，2016/17 年度大豆种植面积明显下滑，尽管 2017/18 年度降幅放缓，但这也将是大豆播种面积连续第三年下降。布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计 2017/18 年度大豆播种面积为 1810 公顷，考虑到拉尼娜将会使得单产有所下滑，预计的总产量将低于去年同期。

图表 13: 阿根廷大豆种植面积和产量



资料来源: 布宜诺斯艾利斯谷物交易所

图表 14: 阿根廷大豆压榨量和出口量

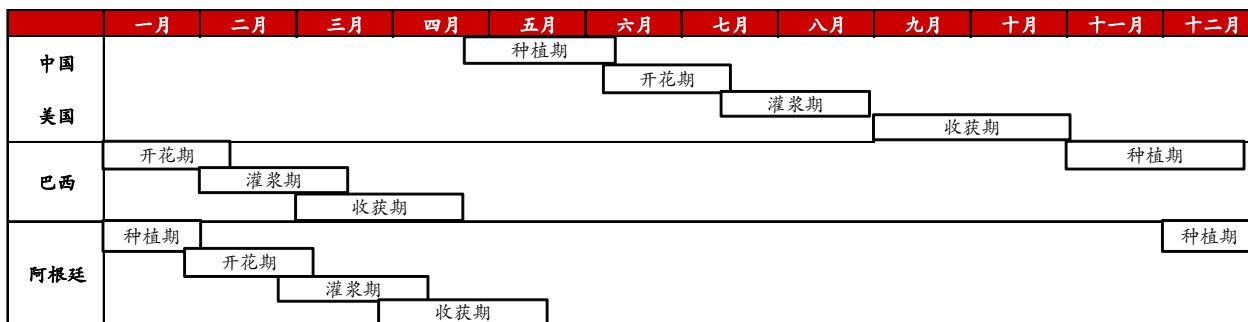


资料来源: USDA

美国国家气象局曾在 11 月报告里指出 2017/18 年度拉尼娜现象出现的概率可能是 65%-75%，12 月报告中将发生概率提升至 80%，并且报告明确指出了目前正处于拉尼娜开始阶段，同时提及拉尼娜现象很有可能延续至明年的 2 至 4 月份。拉尼娜现象对南美的影响通常在阿根廷，乌拉圭和巴西的西南部地区，这些地区的降水会出现减少。

大豆生长过程中，关键生长期开花期和结荚期需要充足的雨水，否则会导致减产。对北半球而言，7-8 月是关键生长期；对南半球而言，1-3 月是关键生长期。相对于厄尔尼诺及正常年份，拉尼娜可能导致美国及南美大豆关键生长期干旱，从而导致大豆减产。拉尼娜对于南美 2018 年 1-3 月气温及降水的影响将决定其对南美大豆单产的影响。

图表 15: 全球大豆生长周期



资料来源: 东证衍生品研究院

通过对过去 30 年拉尼娜年份的分析得出结论: 由于巴西位于南美洲的东北部，拉尼娜对巴西大豆种植的影响相对较小，从统计数据来看，部分拉尼娜年份，巴西大豆产量不减反增，整体影响并不确定。相较于巴西，阿根廷地处于南美洲的西岸，受拉尼娜天气影响较大。另外，阿根廷地区种植水平相对落后，对天气的依赖也比较高，拉尼娜现象对阿根廷大豆产量影响较大。

图表 16：拉尼娜年份南美大豆单产、全球库存与价格关系

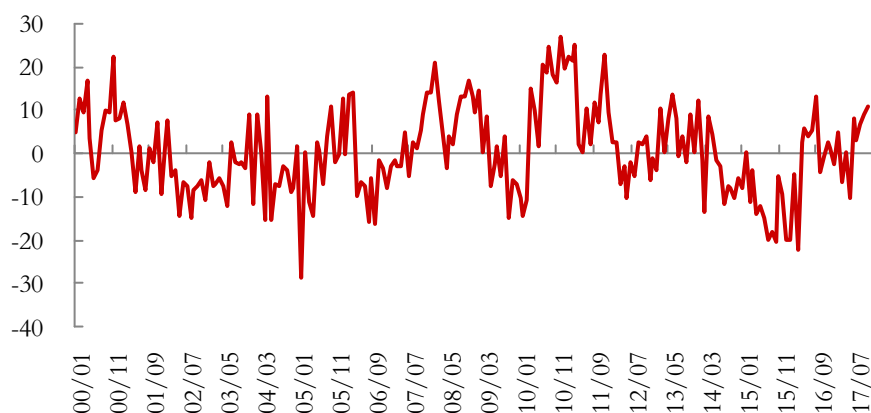
发生时间	持续时间 (月)	巴西大豆单产变化 (蒲式耳)	阿根廷大豆单产变化 (蒲式耳)	全球大豆结转库存增幅	CBOT 大豆涨跌幅
1984.10-1985.6	9	9	-14	31%	-12%
1988.5-1989.5	13	14	-31	-7%	-17%
1995.8-1996.3	8	-1	-5	-25%	19%
1998.7-2001.3	33	-3,5,11	-13,1,8	6%,4%,13%	4%,-13%,-9%
2007.8-2008.6	11	0	-6	-17%	78%
2010.7-2011.4	10	6	-9	16%	37%
2011.8-2012.3	8	-15	-15	-23%	5%

资料来源：东证衍生品研究院

从历史数据看拉尼娜气候年份对 CBOT 大豆价格走势影响可以看出，在拉尼娜气候年份，CBOT 美豆期价涨跌都有，与具体的大豆产量情况有关。这也再次证明拉尼娜气候时，国际大豆价格并不只是上涨一个方向，期价走势主要取决于拉尼娜的强度以及拉尼娜发生期间全球大豆的库存情况。

目前全球大豆供给一个宽松的状态，2016/17 年度大豆结转库存较上一年增加 24%，2017/18 年度大豆结转库存增加 2%，在此环境下，预计拉尼娜现象很难改变大豆价格低迷的趋势。另外，尽管南方涛动指数持续出现正值，预示着拉尼娜现象的形成，但目前强度并不显著，预计 2018 年很可能会有较为温和的拉尼娜现象。

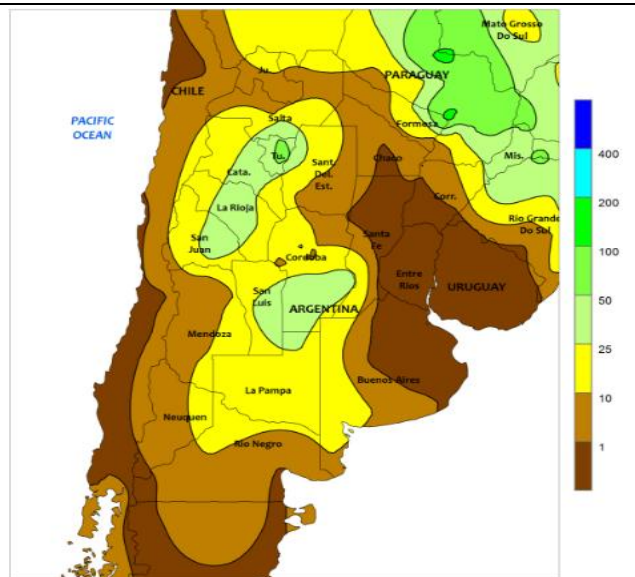
图表 17：南方涛动指数



资料来源：Wind

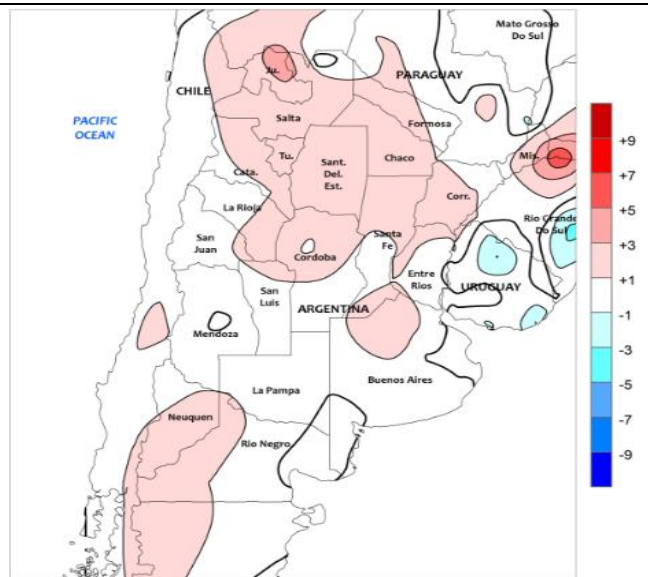
另外，如果拉尼娜现象在明年 3 月前消退，南美大豆很可能只对大豆种植进度有所干扰，南美大豆或将再度丰产，尽管今年南美天气很难达到 2016/17 年度近乎完美的状况，但在美国大豆产量再度增加的背景下，全球大豆供给压力加剧，豆类品种重心会继续下移。

图表 18: 阿根廷降雨量



资料来源: NOAA

图表 19: 阿根廷异常温度监测



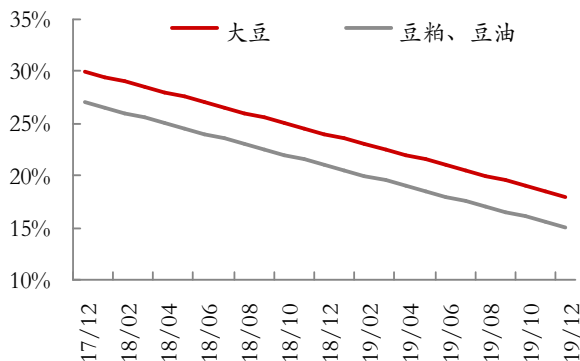
资料来源: NOAA

1.2.2、阿根廷大豆需求

1.2.2.1、阿根廷大豆出口需求

依据阿根廷政府颁布的法令,从 2018 年 1 月份起的两年里,阿根廷将每月把大豆出口关税下调 0.5%,这意味着 2019 年底阿根廷的大豆出口关税将降至 18%,比目前水平调降 12%。

图表 20: 阿根廷豆类品种出口关税



资料来源: Wind

图表 21: 美元兑阿根廷比索



资料来源: USDA

2018 年和 2019 年阿根廷出口关税逐月下调 0.5%的政策同样也适用于豆油和豆粕,目前阿根廷对豆油和豆粕征收 27%的出口关税。而阿根廷是全球最大的豆油和豆粕出口国,

以及全球第三大豆出口国，出口关税的下调大大增加了该国豆类品种的价格竞争优势，提振出口需求。

另外，在 2015 年 12 月，阿根廷总统马克里上任后，除了将关税做出了很大程度的调整，同时，还令阿根廷比索汇率自由浮动，有利市场改革。增加了阿根廷大豆、豆粕、豆油的出口份额。

1.2.2.2、阿根廷大豆压榨需求

目前阿根廷豆油库存相对较低，预计在 24-28 万吨，农民惜售降低了大豆压榨量，预计未来 3 个月阿根廷大豆压榨量将调减 110 万吨。由于 2018 年美国 and 巴西豆油出口量明显下滑，而全球豆油进口需求增长，这改善了阿根廷豆油出口前景。

欧盟正在商讨明年 1 至 6 月或将对阿根廷实施生物柴油反补贴关税，阿根廷出口商担忧这将威胁到阿根廷的生物柴油出口前景。根据目前的政策，2018 年阿根廷豆油出口将明显增加。

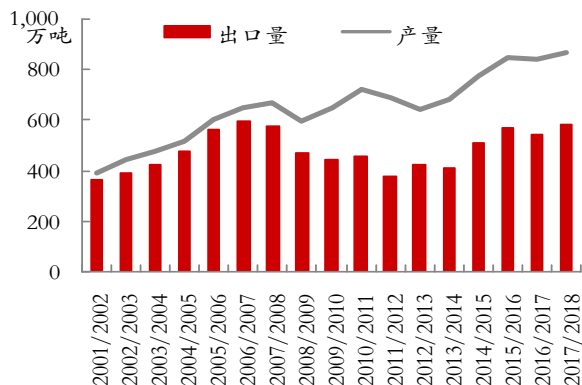
图表 22：阿根廷生物柴油产量、出口及国内消费（万吨）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
产量	279	266	181	258.4	199.7
出口量	164.3	161.6	78.8	159.8	114.9
国内消费	115	103.6	101.3	97	88.5

资料来源：油世界

因此在阿根廷大豆产量下滑的前提下，大豆压榨量仍然出现较为明显的增幅。阿根廷生物柴油需求量的增长带动了阿根廷豆油消费。

图表 23：阿根廷豆油产量和出口量



资料来源：USDA

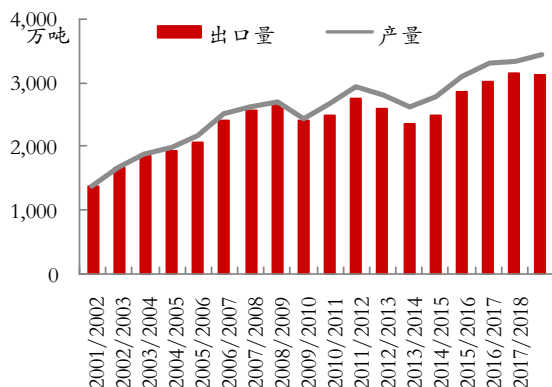
图表 24：阿根廷豆油国内工业需求和食用需求



资料来源：USDA

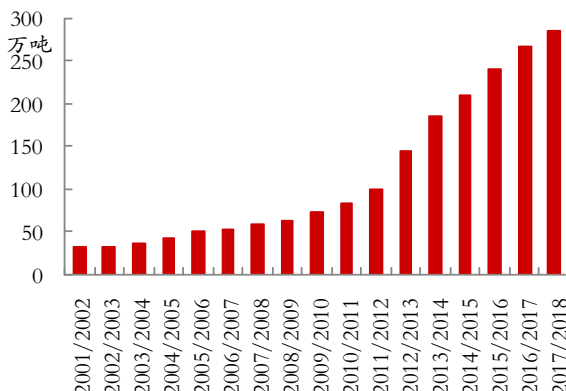
豆粕方面,由于阿根廷养殖行业近几年也在迅速发展,因此其国内豆粕需求量增幅显著,这些都拉动了阿根廷大豆的压榨需求。

图表 25: 阿根廷豆粕产量和出口量



资料来源: USDA

图表 26: 阿根廷豆粕需求量



资料来源: USDA

1.3、美国

1.3.1、美国大豆供给

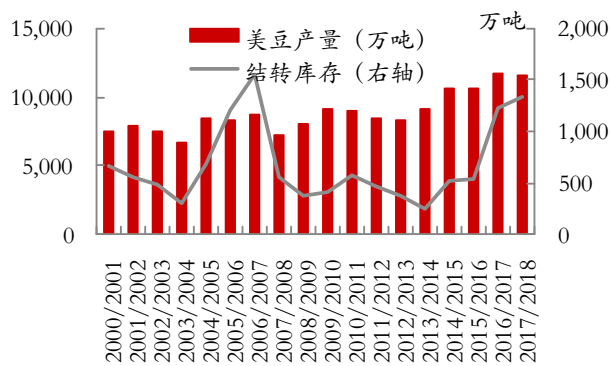
2017 年美豆种植面积再创纪录, 尽管种植初期美国天气非常干燥, 但强大的转基因种子克服了天气因素的干扰, 最终单产仍在每英亩 49.5 蒲式耳高位, 2017/18 年度美豆产量为 44.25 亿蒲式耳, 大豆结转库存为 4.25 亿蒲式耳, 较上一年度有明显增加, 大豆供给宽松格局仍然延续。

图表 27: 美豆收割面积



资料来源: USDA

图表 28: 美豆产量与结转库存量



资料来源: USDA

1.3.2、美国大豆需求

1.3.2.1、美国大豆出口需求

美豆出口需求占美豆产量的一半以上, 在美豆出口需求中有 2/3 大豆出口销售至中国,

中国豆粕需求的高速增长促使美豆种植面积连年增加，但全球大豆出口国每年都在竞争中国的份额。由于从2018年1月1日起中国将只允许杂质含量不超过1%的美国大豆进口（之前为1-2%），根据船运数据，今年半数对华出口的美国大豆无法达到中国的质检要求，这将导致美豆出口成本上升。对美豆构成打压，同时巴西库存量庞大，阿根廷出口关税下降，都使得南美农民出口积极性很高，挤压了美豆出口份额。

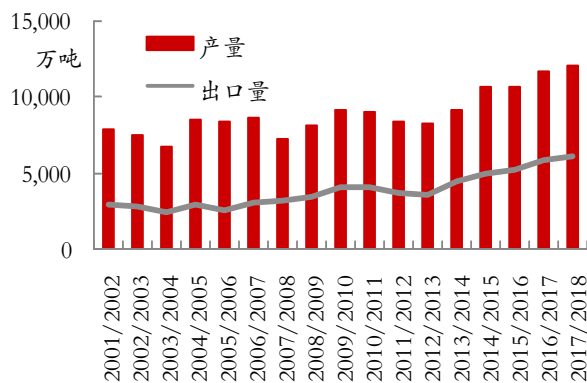
图表 29：大豆主产国出口量（百万吨）

指标名称	11月		10月		9月	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
美国	8.8	10.27	9.45	11.22	22.89	25.21
阿根廷	0.12	0.01	0.48	0.22	1.66	1.21
巴西	2.14	0.32	2.49	1	8.9	2.76
巴拉圭	0.36	0.03	0.35	0.09	0.99	0.31
乌拉圭	0.03	0.04	0.06	0.02	0.53	0.28
总计	11.45	10.67	12.82	12.55	34.98	29.77

资料来源：油世界

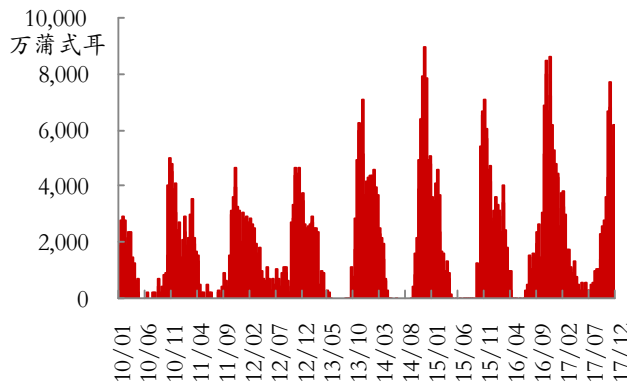
2017年9-11月美豆装船量较去年同期骤减230万吨，仅为2290万吨，而同期南美出口量猛增730万吨，北美在竞争中损失掉市场份额。不过2018年美国大豆库存量较高，预计美国农户和出口商将从阿根廷和巴西2018年上半年的减产中受益，预计2017/18年度（2017年9月-2018年8月）美豆装船总量达到5880万吨。

图表 30：美豆产量和出口量



资料来源：Wind

图表 31：美豆周度出口销售至中国

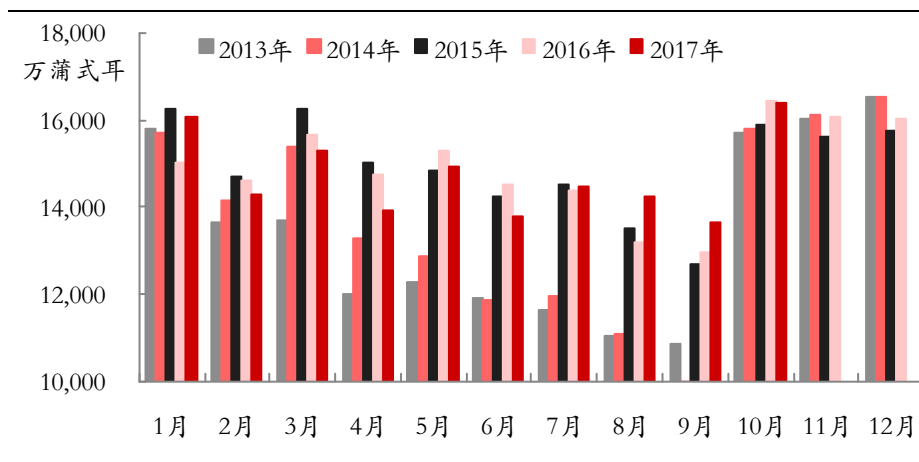


资料来源：Wind

1.3.2.2、美国国内大豆压榨需求

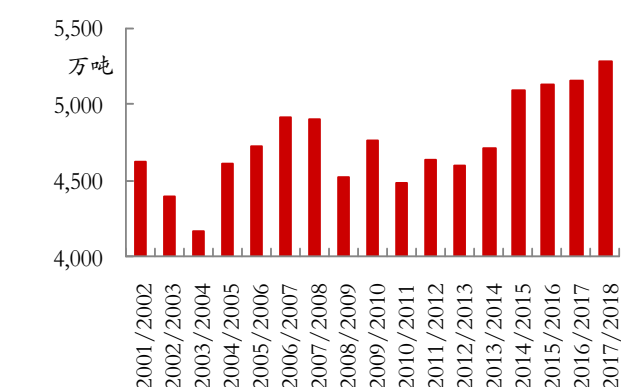
美国压榨利润较好，油厂开工积极，源于美国畜牧业蛋白需求不断增加，预计在2018年-2019年，美国畜牧业将会出现过剩，这会明显拉动美国本土豆粕需求，凸显了美国国内大豆压榨需求强劲。

图表 32: 美国大豆月度压榨数据



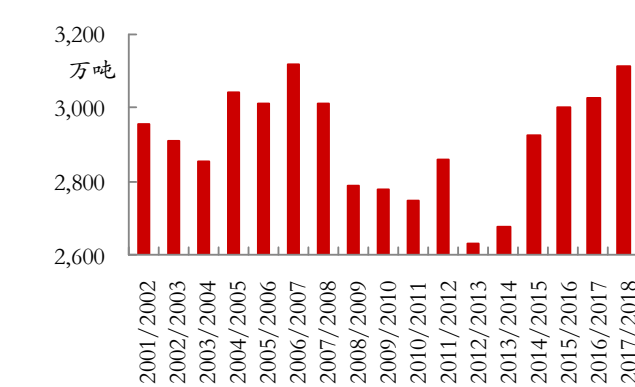
资料来源: NOPA

图表 33: 美国大豆年度压榨量



资料来源: USDA

图表 34: 美国豆粕消费量



资料来源: USDA

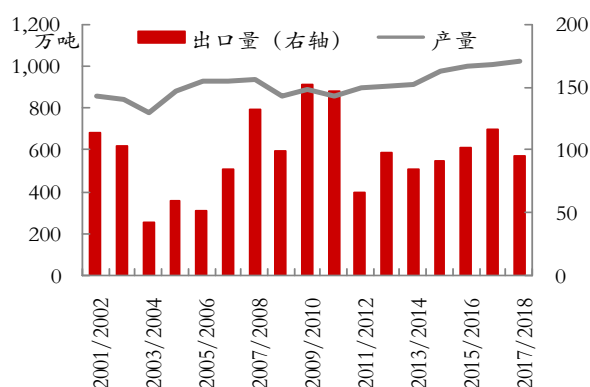
同时,美国生物柴油增加了豆油的需求,成为美国大豆压榨量增加的另一个诱因。根据美国环保局 2017 年 11 月 30 日公布的最终决议,2018 年美国将强制要求掺入更多生物燃料,预计美国生物燃料强制掺混用量将达到 192.9 亿加仑,高于 2017 年水平。2018 年掺混目标包括 150 亿加仑常规生物燃料,以及 42.9 亿加仑高级生物燃料。

图表 35: 美国可再生燃料强制标准 (10 亿加仑)

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
总体用量	19.29	19.28	18.11	16.93
常规生物燃料	15	15	14.5	14.05
高级生物燃料	4.29	4.28	3.61	2.88

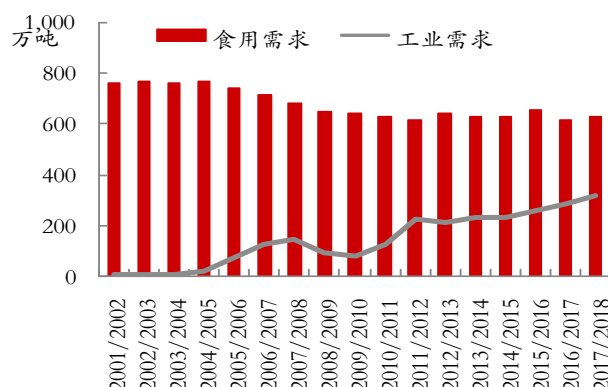
资料来源: 油世界

图表 36: 美国豆油产量和出口量



资料来源: USDA

图表 37: 美国豆油工业需求和食用需求

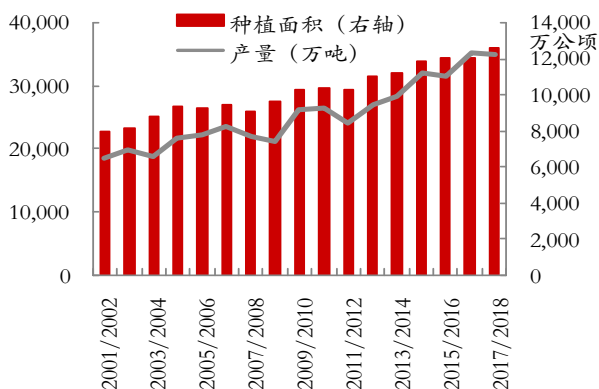


资料来源: USDA

1.4、全球大豆整体呈现供需两旺格局

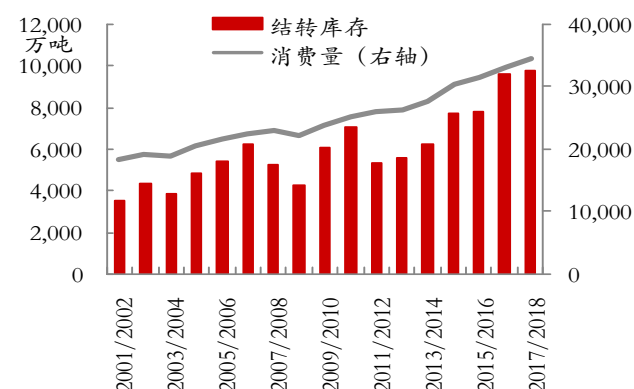
在中国强劲的需求增长带动下，全球大豆种植意愿增强，种植面积有所增长，尽管天气因素造成期价有所波动，但转基因技术不断发展，大豆趋势性单产仍然增加。根据美国农业部最新数据显示，全球大豆产量为 3.4889 亿吨，消费量为 3.4496 亿吨，整体来看，全球大豆呈现出供需两旺的格局，期末结转库存预计将达到 9790 万吨，创下历史高位。

图表 38: 全球大豆产量



资料来源: USDA

图表 39: 全球大豆结转库存



资料来源: USDA

2、中国国产大豆（豆一）

2.1、中国国产大豆供给

从去年开始，政府在“镰刀湾”号召缩减玉米播种面积，改种大豆、水稻等其他作物，加之对大豆种植更大的补贴力度，使得农民大豆种植积极性提高，导致2017年大豆播种面积明显增加，加之东北主产区天气条件适宜，最终使我国2017大豆生产出现面积、单产、总产“三增”的良好局面。

据中国农业部预计，2017年我国大豆收获面积为819.4万公顷，比去年的720.2万公顷增加99.2万公顷，增幅为13.77%，单产为1823公斤/公顷，比去年的1796公斤/公顷，增加1.5%，总产量为1494万吨，比上年的1294万吨，增加200万吨，增幅为15.46%。

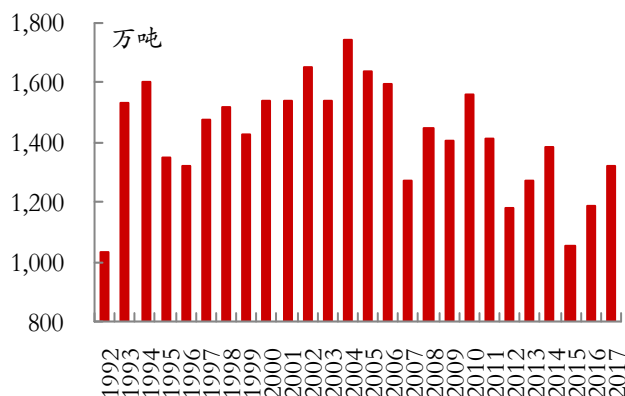
不仅产量增加，从2017年9月底开始，政府在东北地区还持续进行了临储大豆的抛售操作，由于抛售的大豆存储年头过长，质量较差，加之下游需求不旺，大豆抛储成交率偏低，但也在一定程度上增加了大豆供应。由于供给量增幅明显，东北大豆新作集中上市后，下游采购并不积极。

图表 40： 国产大豆供需平衡表

单位：万吨	2015	2016	2017
期初库存	745	653	602
国内产量	1094	1294	1494
总供给量	1848	1947	2092
压榨量	200	260	300
出口量	20	20	20
种子及其他	75	85	95
食用量	900	980	950
总需求量	1195	1345	1365
期末库存	653	602	727

资料来源：东证衍生品研究院

图表 41： 国产大豆产量



资料来源：天下粮仓

2017年国产大豆新作上市后，由于中储粮在东北部分地区进行储备大豆轮进操作，收购价格在1.9元/斤左右，明显高出市场价格，给予价格一定程度的支撑，一度使得国产大豆价格企稳反弹，但收购点分布不均，同时收购总量偏低，最近随着中储粮系统轮储收购计划的相继完成，国产大豆现货价格再度陷入跌势。

近期东北豆市冷清，基层毛粮价格不降，增加贸易商收购难度，塔豆外销不畅，贸易商士气低落。产区市场观望气氛浓厚，局部粮点停收。销区市场仍在消化前期库存，竞争激烈促使贸易商打起“价格战”。目前农户和经销商急需回笼资金，进一步增加市场出售压力。节前备货刺激并未显现，市场人士普遍看空后市，采购热情较低。

另外，沿淮地区大豆因质量下降也遭到了冷落，质量偏差的雨后豆无人问津，实际购销中存在给价就卖的情况，各地购销明显迟滞，贸易商低价收无量，高价收无利，大豆出货普遍缓慢，大多数仍在产区打转。

图表 42：国内大豆现货平均价格统计（元/吨）

时间/品种	产区清粮	销区食用	进口分销	油厂收购
2017/10/31	3543	4184	3420	3344
2017/11/30	3546	4092	3435	3460
月涨跌	3	-92	15	62

资料来源：博朗咨询

实际上这种购销平淡的情况在每年的农历十月及其前后都会存在，究其原因：一来是因为贸易商及南方销区需要一定的、合理的时间来消化前期库存；二来是因为这一段时间恰逢南方新鲜蔬菜上市旺季，豆制品消费受到一定的限制，也挤压了国产大豆的需求。

目前整个大豆市场购销呈现僵持局面，后续供应压力仍然较大，且伴随着年前卖粮变现的需求，市场销售压力可能会进一步显现，仍有窄幅走软的可能性及空间。

价格的下挫将导致农民种植大豆效益下滑，同时今年农民种植玉米实现扭亏为盈，种植玉米利润远远高于大豆，这将促使2018年农民更加主动的选择种植玉米而放弃种植大豆，这也会给2018年种植结构的进一步调整增加难度。

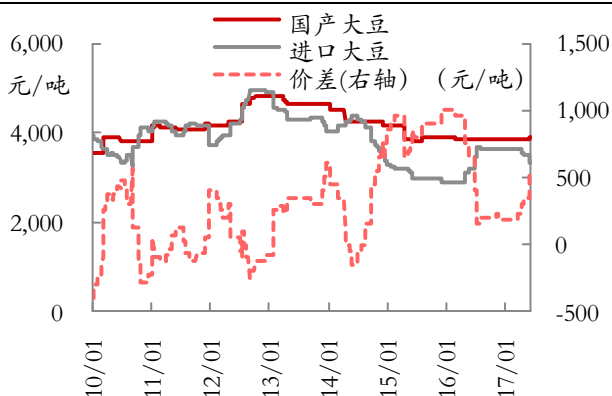
2.2、中国国产大豆需求

我国国产大豆主要用于食用，制作豆腐、豆浆、酱油等食用用途，需求量相对刚性，2017年在供给陡增的环境下，需求并无明显提升，连豆一价格大幅下跌。国产大豆仅有少量用于压榨，且用于压榨的大豆主要是国储质量较差的陈豆，以及在收割、运输过程中品质受到损伤的新作的大豆。

从国产大豆供需平衡情况来看，虽然近三年我国大豆的压榨需求逐年递增，但由于国产大豆压榨豆油与进口大豆压榨豆油存在价差，而相较于品质消费者对于价格更为敏感，国产大豆压榨的非转基因豆油需求有限，同时国产大豆压榨出豆粕与进口大豆压榨豆粕售价和需求无差异，因此国产大豆压榨普遍亏损，并逐步被边缘化。

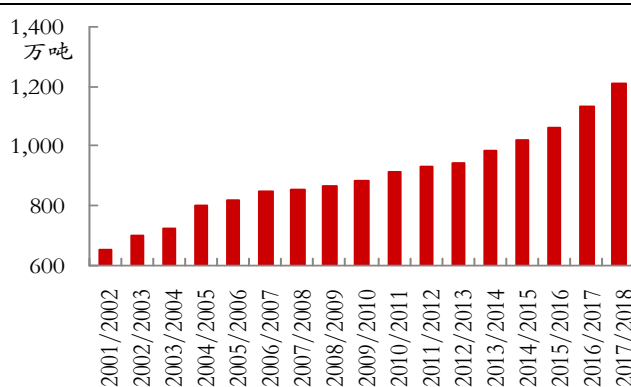
但2017年，随着供给侧改革初见成效，国产大豆产量有明显增加，且价格出现下滑，因此国产大豆压榨利润提升企业开机增加。截至12月初，以东北油厂大豆厂门收购价、豆油及豆粕出厂价测算，国产豆压榨利润为126元/吨，按照目前东北地区豆粕出厂价及当前大豆采购价计算，油厂仍有百元以上的利润，这成为支撑其积极采购的主要动力。据中国大豆网了解，目前黑龙江双鸭山、哈尔滨及内蒙古地区大小油厂开机率较高，企业采购原粮价格为3300~3440元/吨。

图表 43: 国产大豆与进口大豆价差



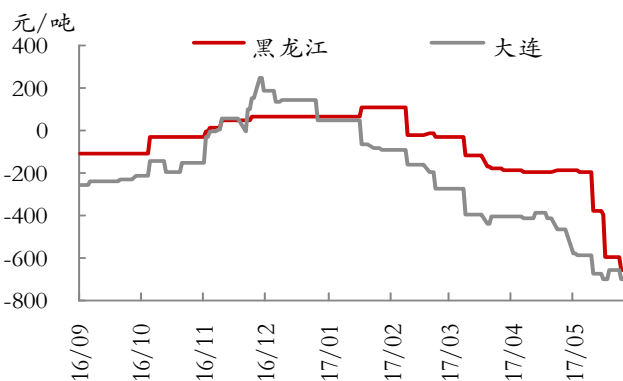
资料来源: Wind

图表 44: 国产大豆食用需求



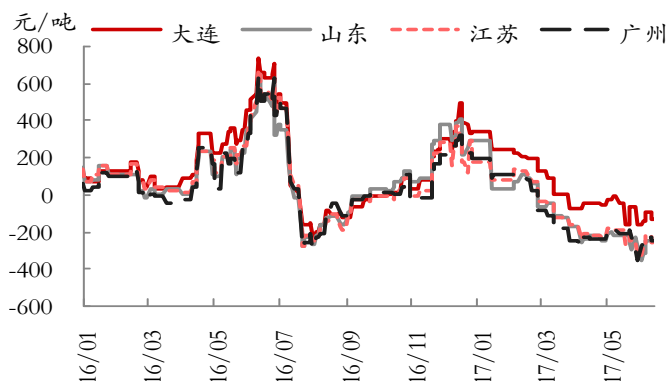
资料来源: Wind

图表 45: 国产大豆压榨利润



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 46: 进口大豆压榨利润



资料来源: 东证衍生品研究院

2.3、2018 年国产大豆价格变数

2.3.1、转基因大豆掺兑监察

一直以来,由于国产非转基因大豆价格相对于进口大豆价格较高,个别不法商贩为了获取暴利,将进口转基因大豆直接掺兑进国产大豆进行销售,为了维护食品安全,整肃豆类市场,近几年政府多次严查进口大豆流向,但在高利润的驱使下,进口大豆掺兑情况仍然存在。

习近平总书记作的十九大报告中明确指出,要确保国家粮食安全,把中国人的饭碗牢牢端在自己手中。强调重视食物安全,更好的满足人民日益增长的消费需求,保证食物质量,这也意味着 2018 年,政府将严格控制转基因食品的流向,保障人民食用非转基因大豆制品的高品质要求。

2.3.2、农业供给侧改革深化力度

2017 年由于受到国家供给侧改革政策的引导，国内大豆种植面积增幅显著同时单产上调，总产量可观，供给压力增大压低了大豆销售价格。另一方面，由于玉米种植面积降幅明显，尽管单产增加，但总产量较去年仍有下滑，玉米销售价格较去年均价明显上涨。今年农民种植玉米实现扭亏为盈，且种植玉米利润高于大豆，这很可能会给明年种植结构的进一步调整增加难度。

但值得注意的是，在十九大报告中强调了将会推进农业供给侧改革。近年来，我国开展了大豆价格形成机制与收储制度改革，总体思想是让市场在资源配置中起到决定性的作用。迄今为止，改革取得了显著成效，但改革任务尚未完成，下一步要坚定不移地按照“分品种实策、渐进式推进”的思路，深化农业供给侧改革，加紧不熟稻谷，小麦等价格形成机制和收储制度改革。

这也意味着，政府将不遗余力的将农产品供给侧改革深化，2018 年玉米改种大豆的计划将得以完善，玉米种植面积或将继续下调，大豆种植面积将有所增加，这对连豆一期价形成利空。

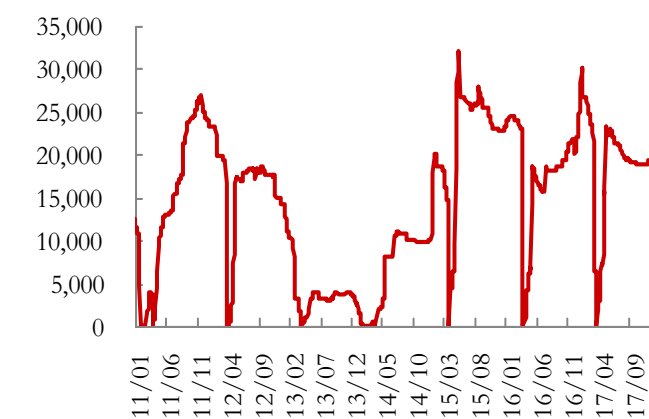
2.3.3、国际大豆价格的影响

由于进口大豆数量较大，而且部分进口大豆非法掺入国产大豆销售，港口进口大豆分销价得以影响到国产大豆价格。

目前南美大豆播种正如火如荼展开，截至 12 月上旬，巴西大豆播种工作基本完成，阿根廷大豆播种进度过半，虽然市场在热炒拉尼娜气候模式，但预计影响程度比较有限，单产很难大幅下调，另外考虑到目前过剩的全球大豆库存量，预计国际大豆价格难有趋势性上涨。

综上所述，国产大豆丰产而需求没有同步跟上是国产大豆价格下跌的主要原因。另外，国产大豆价格下跌，使得大豆期货仓单注册成本降低，刺激大豆仓单大量生成，甚至有部分企业拟将接拍的 2011 年临储大豆注册成仓单，据大商所数据，截至 12 月中旬，大豆期货在库仓单在数量为 19310 张，为历史同期偏高水平。

图表 47: 连豆一期货仓单数量



资料来源: 大连商品交易所

图表 48: 连豆一期货价格走势



资料来源: 文华财经

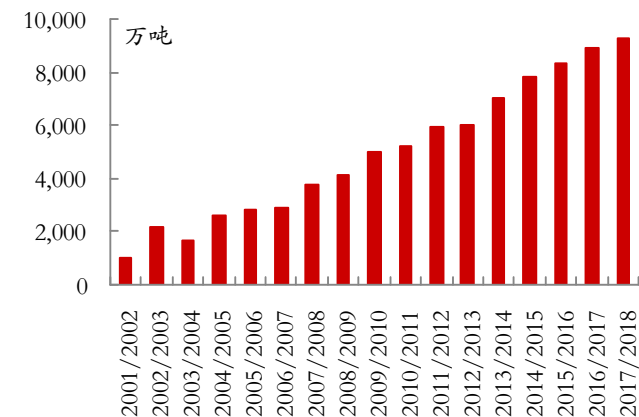
预计 2018 年 1 季度国产大豆价格仍有下跌空间, 随后国产大豆期货价格走势将取决于国家政策导向是否有利于农民进一步减少玉米种植, 增加大豆种植。

3、中国进口大豆（豆粕；豆油）

3.1、中国进口大豆供给

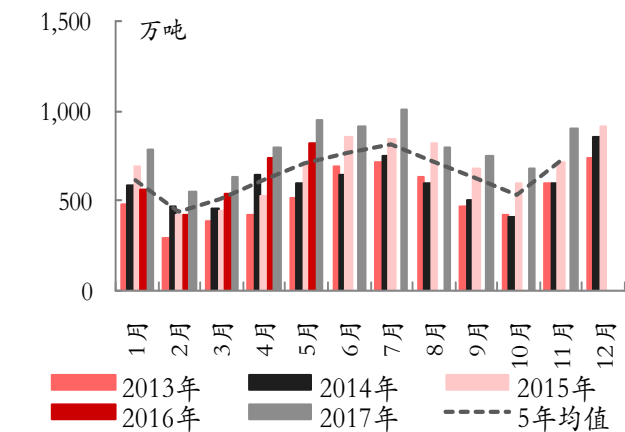
在全球供给充裕的大背景下, 中国作为全球大豆最大进口国, 预计 2017/18 年度中国进口大豆总量可达 9700 万吨。就在国际市场聚焦中美签订大豆协议采购单, 未来贸易单量落实在 USDA 销售报告可能带来利多支撑的背景下, 中国市场被国家农业部严控 GMO（转基因）证书导致部分油厂进口大豆无法卸船入厂的消息刷屏。

图表 49: 中国进口大豆到港量（年度）



资料来源: Wind

图表 50: 中国进口大豆到港量（月度）



资料来源: 海关总署, 天下粮仓

10 月我国大豆进口量为 586 万吨, 较 9 月的 811 万吨减少 28%, 远低于此前预期的 750

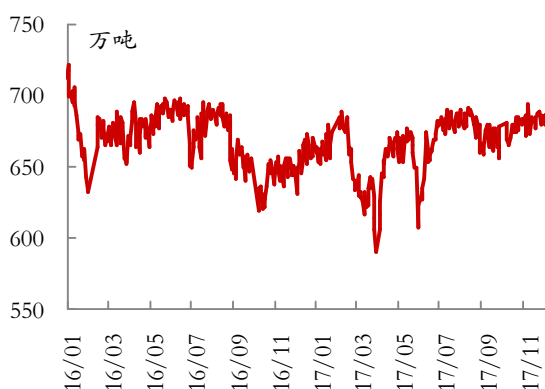
万吨水平，但仍为历史同期最高，10 月份一直是大豆进口季节性低点。2017 年 1 月中国农业部下发《关于做好 2017 年农业转基因监管工作的通知》，GMO 证书发放缓慢的问题只是该项通知实施的具体表现。

据国内市场人士称，从 2017 年 4、5 月份开始，GMO 证书审查和发放节奏就有所收紧，这与国家此前延续了 15 年的进口转基因生物安全证书审批制度变革有关。据悉国务院对于《农业转基因生物安全管理条例》进行了修改，农业部设立了两个重点实验室开发新的、更完善的安全评价办法，并且有可能在适当的时候改变当前由国家农业转基因生物安全委员会(以下简称“转安委”)审查、批准农业转基因生物安全证书的程序，计划设立一个专职的审查小组，审查跨国企业提交的材料，向转安委汇报，再由转安委审批。

从产地装船情况预计，11 至 12 月份进口大豆到港量将超过 1850 万吨，同时由于近期豆粕需求良好，大豆压榨企业开机积极，供给仍然充裕。根据天下粮仓数据显示因“转基因证书”手续问题已解决，港口清理积压的美国船货船，中国 11 月进口大豆 868 万吨，环比增加 48%，预计 12 月进口大豆到港量 907 万吨，进口大豆到港密集，供给充裕。

随着进口大豆到港量的增加，国内沿海主要油厂进口大豆库存量也出现增加。截止至 12 月 10 日当周，国内进口大豆库存总量 439.75 万吨，较去年同期增加 36.47%。

图表 51：进口大豆港口库存



资料来源：海关总署，天下粮仓

图表 52：油厂大豆库存

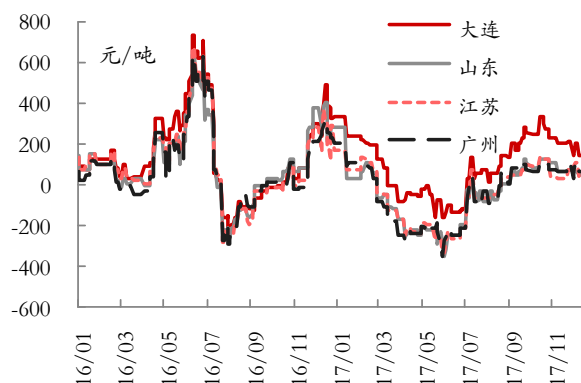


资料来源：Wind

3.2、中国进口大豆压榨需求

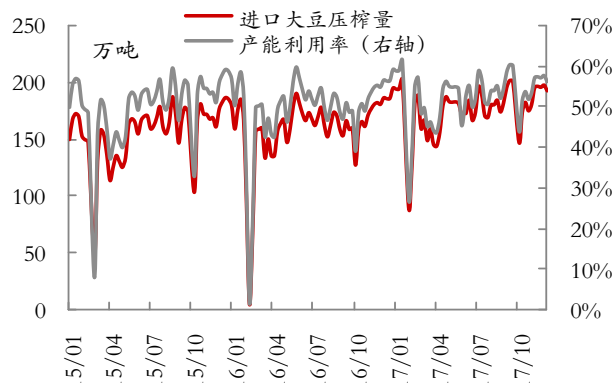
因当前大豆压榨利润良好，随着大豆不断到场，油厂开机积极性较高，大多数油厂保持满开，油厂开机率继续提高，目前国内油厂大豆压榨产能利用率为 58%，预计 12 月进口大豆到港量仍然庞大，油厂开机率仍会维持高位。

图表 53: 进口大豆压榨利润



资料来源: Wind

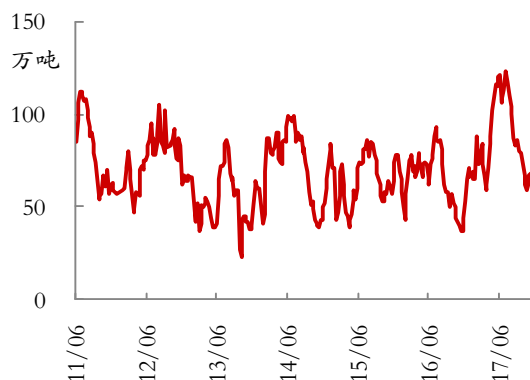
图表 54: 进口大豆压榨量及产能利用率



资料来源: 天下粮仓

由于饲料企业提货速度仍然不快,油厂豆粕库存量继续增加,山东部分油厂已经胀库,豆粕未执行合同量有所下降,截止至12月10日,国内沿海主要地区油厂豆粕库存总量为72.75万吨,较去年同期增加96.09%。当周末执行合同量662.76万吨,较去年同期增加22.25%。未来两周,预计油厂开机率继续维持高位,而买家提货速度不快,豆粕库存会继续增加。

图表 55: 油厂豆粕库存



资料来源: 天下粮仓

图表 56: 油厂豆粕未执行合同量



资料来源: 天下粮仓

3.3、中国豆粕终端需求

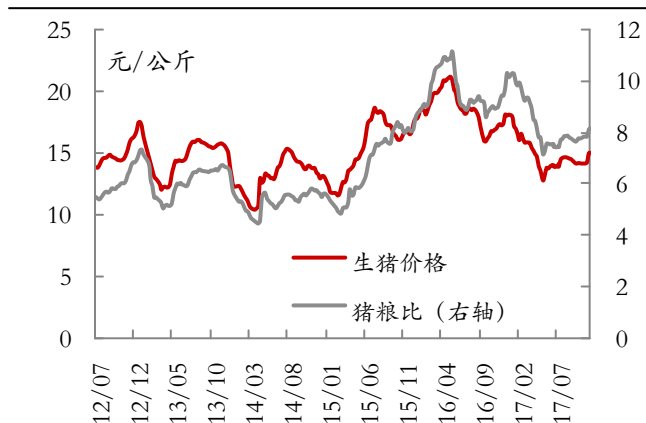
3.3.1、生猪养殖行业分析

随着现代畜牧业的高速发展,中央一号文件明确提出:“推进农业清洁生产,加快畜禽粪便集中处理的意见。”畜禽养殖废弃物和环保红线成为制约养殖行业发展的瓶颈,受到环保监察影响,在很大程度上迫使散养户退出市场,其中年出栏500头以下的散养户

拆迁和关停的影响最大，散养户养殖量下降了 10%-15%。

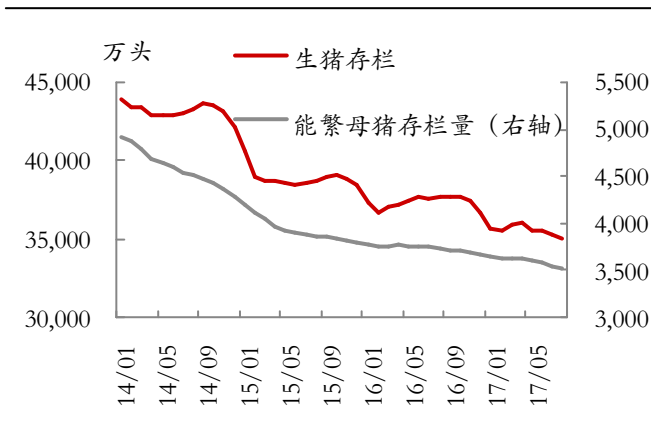
养殖行业拆栏情况普遍，不过规模企业积极扩栏，抵消了小企业拆栏的影响。目前生猪供给仍然充裕，整体来看养殖利润有所回暖，目前的生猪存栏量止跌，但仍处于较低水平，生猪养殖行业对饲料的需求增速有所放缓。

图表 57：生猪价格和猪粮比



资料来源：Wind

图表 58：生猪存栏量

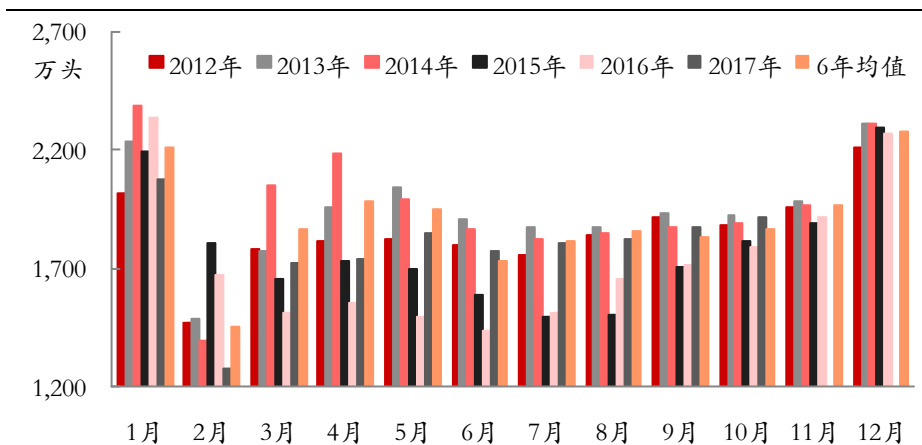


资料来源：Wind

进入冬季，由于北方地区局部降雪，导致市场猪源调运受阻，同时四季度猪肉需求也会有季节性增长，猪肉价格呈现出微幅上涨的态势。但当前屠宰企业成本压力较大，对猪价上涨有抵触情绪，整体猪价涨幅受限。

根据农业部生猪等禽畜屠宰统计监测系统监测，11 月份全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量为 2006.43 万头，环比上涨 4.7%，同比增长 4.89%。11 月生猪存栏环比上月减少 0.1%，同比去年同期下降 6.3%，能繁母猪存栏量上月减少 0.6%，同比去年减少 5.6%。目前能繁母猪存栏量和生猪存栏量持续下滑，且未来产能恢复会非常缓慢。

图表 59：国内生猪屠宰量



资料来源：中国农业部

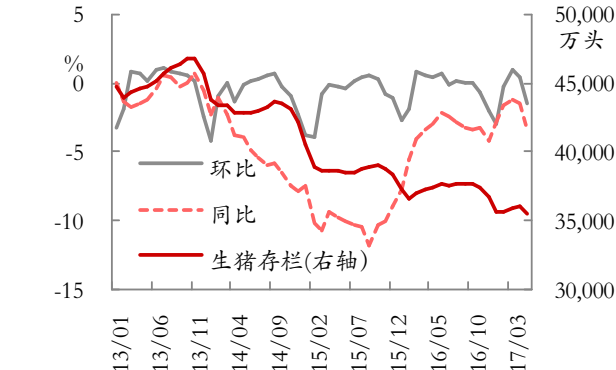
自繁自养的养殖利润在 200-300 元的区间内波动，虽然较 2016 年养殖利润大幅下跌，但仍旧处于历史较好水平，养殖利润高一方面驱使养殖企业积极扩栏和出栏，另一方面也吸引产业链上利润水平较低的饲料企业、屠宰企业进入养殖行业。

图表 60：生猪养殖利润



资料来源：Wind

图表 61：生猪存栏变化率



资料来源：Wind

在散养户退出市场的同时，规模化养殖比例不断提高，从近三年上市公司报表来看，除温氏股份外，生猪养殖企业上市公司与饲料动保企业上市公司的营业收入都比增幅明显。尤其是饲料或动保企业大部分涉足养殖，而且对营业收入贡献不小，形成饲料养殖一体化。

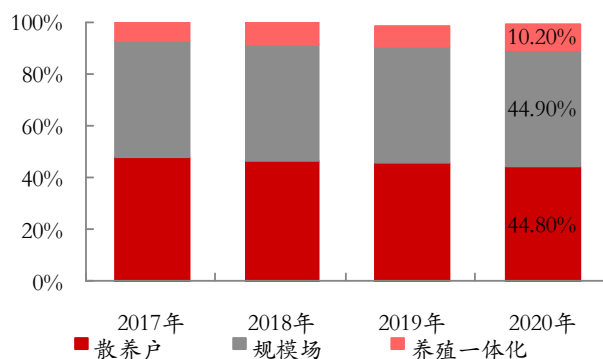
图表 62：养殖与饲料企业上市公司近三年营业收入（百万元）

生猪养殖企业	2018年报预测	2017年报预测	2016年年报	2017年同比增减
温氏股份	62623	55515	59355	-6.47%
牧原股份	14251	10203	5606	82.00%
雏鹰股份	10369	8386	6090	37.69%
正邦科技	26408	21772	18920	15.08%
饲料动保企业	2018年报预测	2017年报预测	2016年年报	2017年同比增减
大北农	24439	20240	16841	20.19%
海大集团	40127	33422	27185	22.94%
金新农	4126	3464	2763	25.39%
新五丰	1708	1703	1692	0.67%
天康生物	5577	4915	962	410.65%
唐人神	17313	14075	10884	29.31%

资料来源：Wind

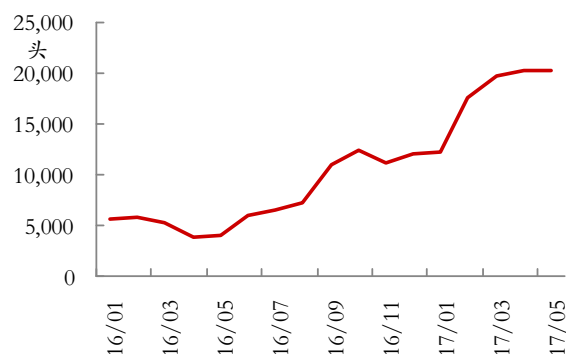
目前整个养殖行业的结构已经出现了巨大的调整，预计未来几年这一调整的趋势会都会得以延续。环保、食品安全等相关政策的出台和实施，禁养区的规划，市场会倒逼产业升级，大企业和规模化企业将成为市场的主导力量，散养户大量退出市场。

图表 63：2020 年的生猪养殖结构预估



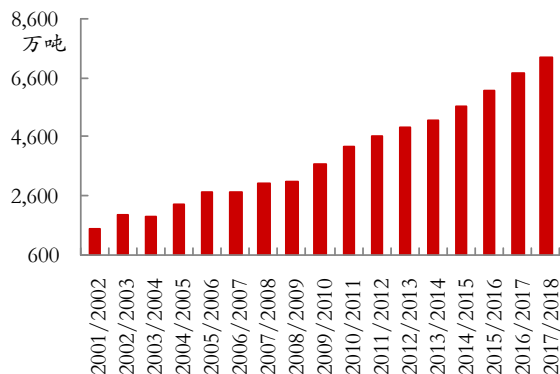
资料来源：博亚和讯

图表 64：能繁母猪淘汰量



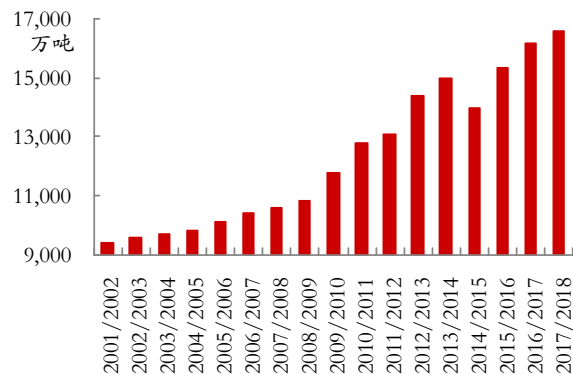
资料来源：Wind

图表 65: 中国豆粕饲用需求



资料来源: Wind

图表 66: 中国玉米饲用需求



资料来源: Wind

由于中国的养殖结构发生了重大变化, 因此尽管生猪存栏量水平仍处于历史低位, 但生猪养殖行业对于饲料的需求量仍然有增长, 其中饲料整体需求增长在 3%-4%, 另外由于最近两年豆粕的价格低廉, 其在饲料中的勾兑比例明显增加, 豆粕的饲用需求增速在 7%-8%。

3.3.2、禽蛋养殖行业分析

根据禽蛋养殖行业上市公司报表来看, 以鸭产业为主的华英农业营业收入增幅显著, 另外仙坛股份与圣农发展的营业收入与去年同期基本持平, 民和股份和益生股份营业收入则出现不同程度的缩水。

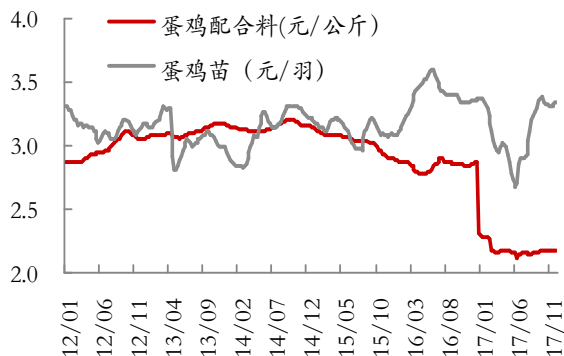
图表 67: 家禽养殖企业上市公司近三年营业收入 (百万元)

家禽养殖企业	2018年报预测	2017年报预测	2016年年报	2017年同比增减
民和股份	1844	1293	1409	-8.22%
益生股份	1312	779	1611	-51.66%
圣农发展	10467	8963	8340	7.47%
仙坛股份	2587	2204	2095	5.19%
华英农业	3815	3276	2515	30.29%

资料来源: Wind

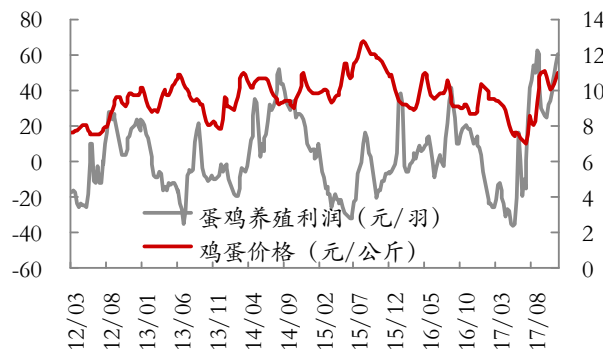
在蛋禽养殖方面, 今年下半年, 随着鸡蛋价格的强势反弹, 蛋禽养殖利润大幅好转。目前产蛋鸡存栏量较往年相比处于相对于低位, 养殖户对后市看涨预期较高, 养殖企业补栏积极性较高, 对 2018 年豆粕饲用需求有所提振。

图表 68: 蛋鸡苗与蛋鸡配合料价格



资料来源: Wind

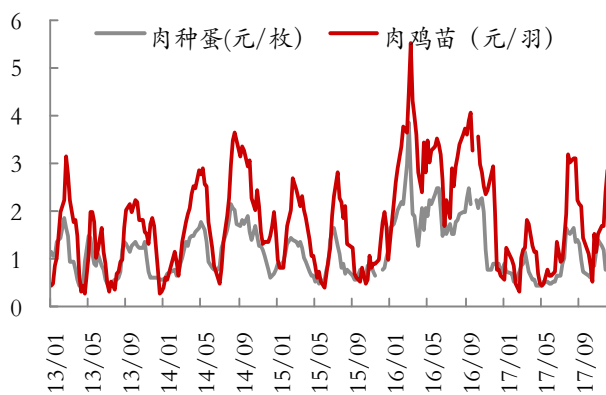
图表 69: 鸡蛋零售价与蛋鸡养殖利润



资料来源: Wind

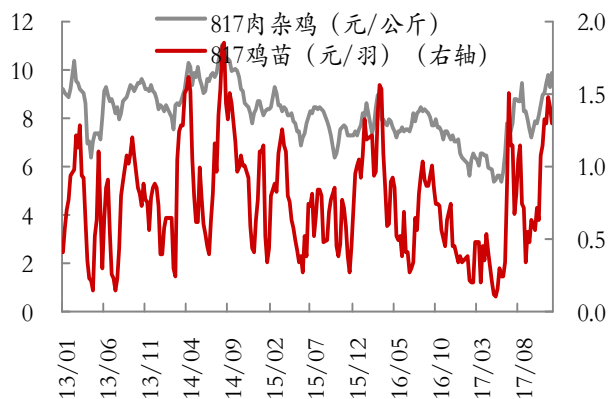
在肉禽养殖方面,由于养殖户惜售,导致肉鸡出栏量较少,肉鸡价格持续处于高位,但屠宰场经营压力较大,大多选择灵活调整开机率,受此未来影响鸡价涨势会受到限制。肉鸡养殖方面,养殖利润持续攀升至高位,养殖户补栏积极性很高,利好鸡苗价格,种鸡场数量呈现恢复状态,预计未来肉鸡存栏将会对豆粕饲用需求有所支撑。

图表 70: 肉种蛋和肉鸡苗价格



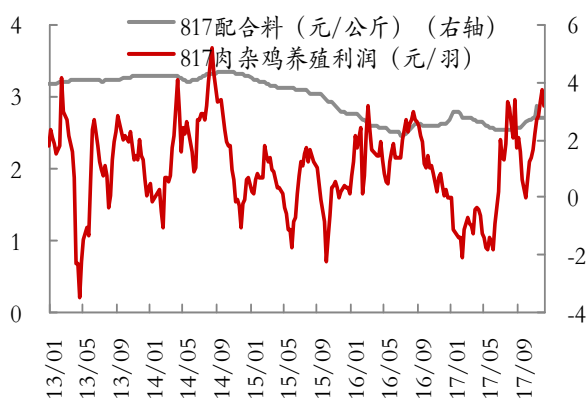
资料来源: Wind

图表 71: 817 肉鸡苗和肉杂鸡价格



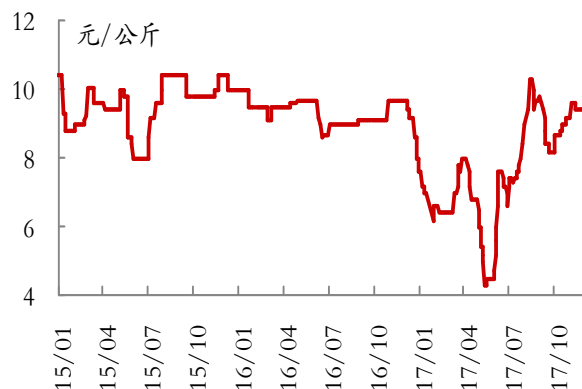
资料来源: Wind

图表 72: 817 肉杂鸡养殖利润



资料来源: Wind

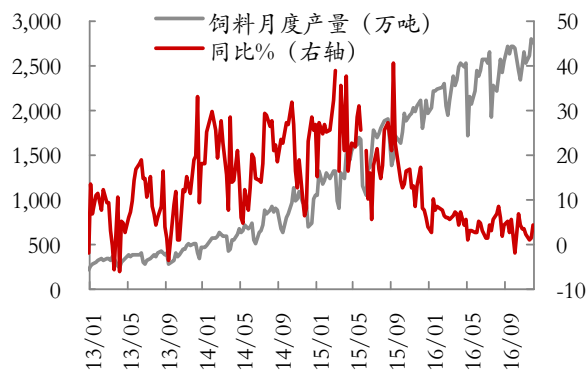
图表 73: 淘汰鸡价格



资料来源: Wind

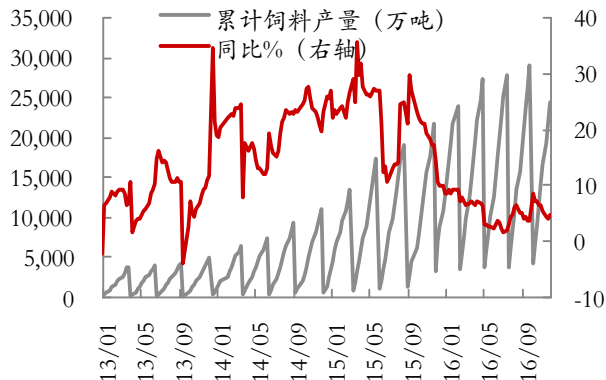
从此前分析可以看出, 尽管受到环保限产限制, 多数小规模养殖户被迫关停, 但规模化养殖企业正在积极扩张, 养殖结构的变化令国内养殖行业依然享有规模化养殖的红利。虽然国内豆粕饲用需求增速出现明显下滑, 但预计 2018 年度豆粕饲用需求增速依然可达 7%-8%。

图表 74: 饲料月度产量



资料来源: Wind

图表 75: 累计饲料产量

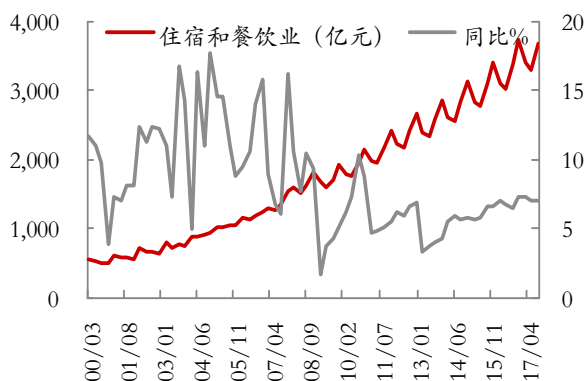


资料来源: Wind

3.4、中国豆油需求

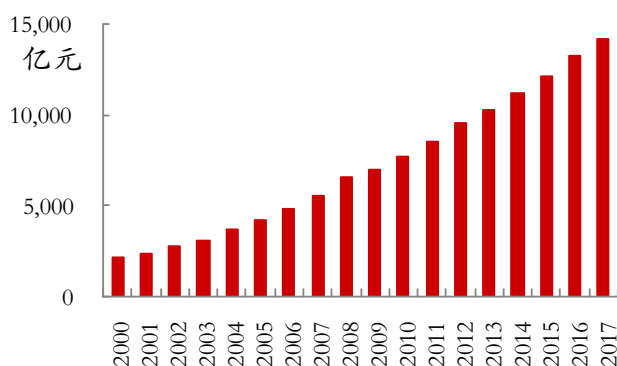
国内豆油食用消费需求整体相对刚性, 家庭用餐饮消费的需求弹性很低, 外出餐饮消费需求略显弹性。随着我国国民经济的快速发展, 居民的收入水平越来越高, 餐饮消费需求日益旺盛, 营业额一直保持较强的增长势头。据统计, 近五年来, 我国餐饮业发展态势良好。

图表 76: 中国住宿和餐饮行业季度 GDP



资料来源: Wind

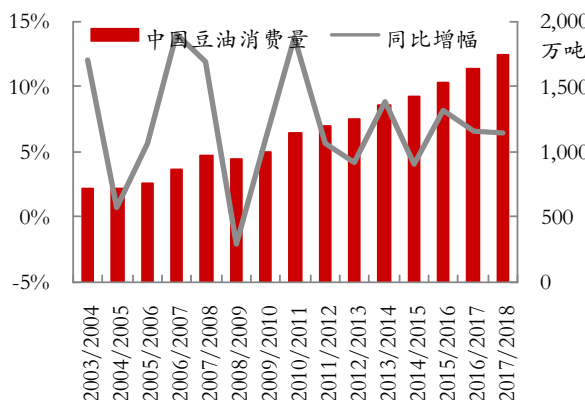
图表 77: 中国住宿和餐饮行业年度 GDP



资料来源: Wind

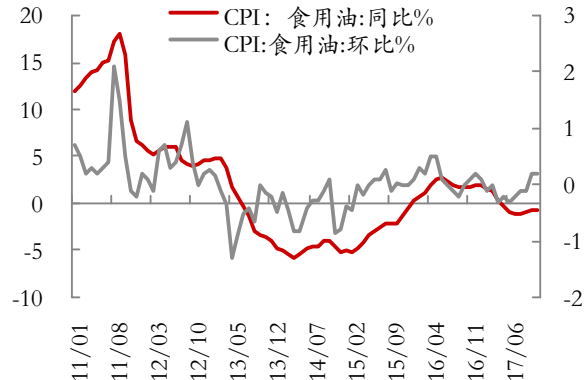
从历史来看,四季度是豆油的需求旺季,元旦、春节都是在四季度以及明年一季度,豆油的年内高点一般出现在2—3月份,一般在春节前后,随着需求旺季的来临,豆油价格有望展开季节性的涨势。餐饮业食用油消费方面,具有较强的季节性,通常四季度消费收入最大,二至三季度相对较低,整体来看豆油的食用需求年度增速在6%左右。

图表 78: 中国豆油年度食用需求量



资料来源: Wind

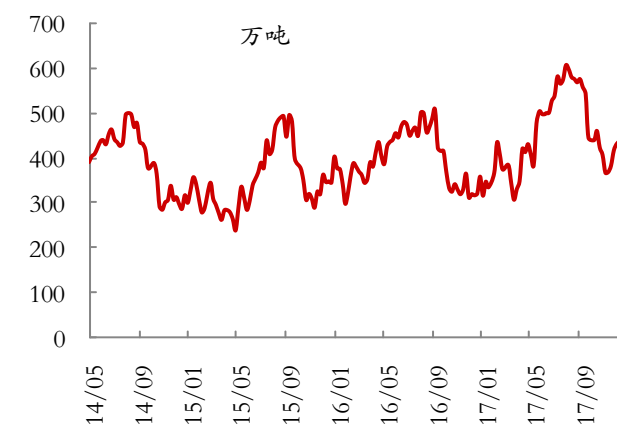
图表 79: CPI 食用油



资料来源: Wind

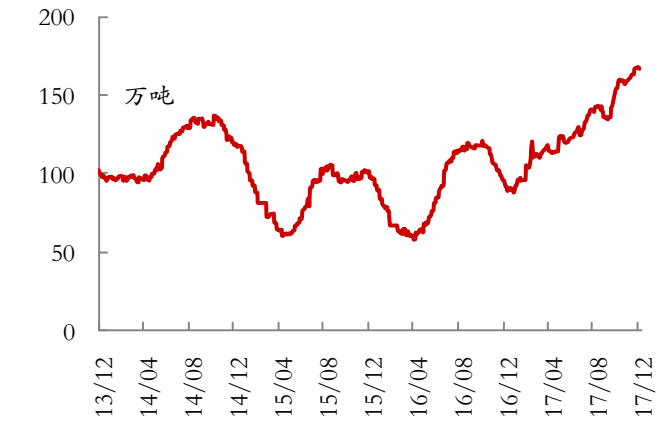
由于供给增速明显高于需求,因此国内豆油库存居高不下,目前国豆油商业库存在170万吨附近,相比较往年库存压力较大,豆油走势承压,未来后市随着豆油去库存的展开,需求旺季的启动,豆油库存有望持续性下降。

图表 80: 油厂大豆库存



资料来源: 天下粮仓

图表 81: 豆油商业库存



资料来源: 天下粮仓

预计2018年,在油厂压榨利润可观的背景下,油厂开机积极性较高,加之我国大豆进口量明显攀升,豆油供给将会延续充裕的环境。从定量角度来看,我国进口大豆年增量在10%左右,而豆油需求增速在6%左右,供过于求仍然是2018年豆油基本面的主基调。

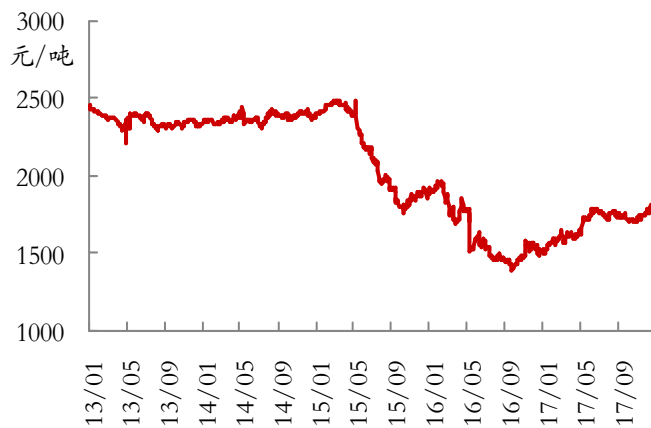
4、投资机会推荐

4.1、豆一,玉米价差策略

目前玉米现货紧俏,产区贸易商积极囤货,港口库存飙升,铁路、货运,船运均呈现出欣欣向荣的景象,玉米现货价格涨势喜人,拉动期货盘面走强。但国产大豆却因为供给侧改革增产,需求无增量,导致价格下跌,尽管中储粮收购价格较高,但由于收购数量有限,收购站点分布不均,对价格难有提振。推荐投资者在春节前,可以选择2:1的比例买入1805玉米,卖出1805豆一。

春节过后,国家为了进一步推进供农产品供给侧改革,调整种植结构,在农民玉米销售工作基本完成后,很可能出台相关政策打压玉米价格。否则,农户在春季种植时很可能增量种植玉米,不利于种植结构的深入调整。因此,推荐的玉米,豆一价差策略要在春节前清仓。

图表 82: 玉米 1805 合约走势



资料来源: 文华财经

图表 83: 豆一 1805 合约走势



资料来源: 文华财经

4.2、油粕比策略

2018 年中国进口大豆到港量增幅 8%-10%，油厂压榨利润较好，开机积极，豆粕、豆油供给都将非常充裕，但豆粕需求增速在 7%-8%、豆油需求增速在 6%，豆粕的需求略强于豆油，因此推荐投资者做空 1805 合约油粕比。

图表 84: 豆油 1805 合约走势



资料来源: 文华财经

图表 85: 豆粕 1805 合约走势

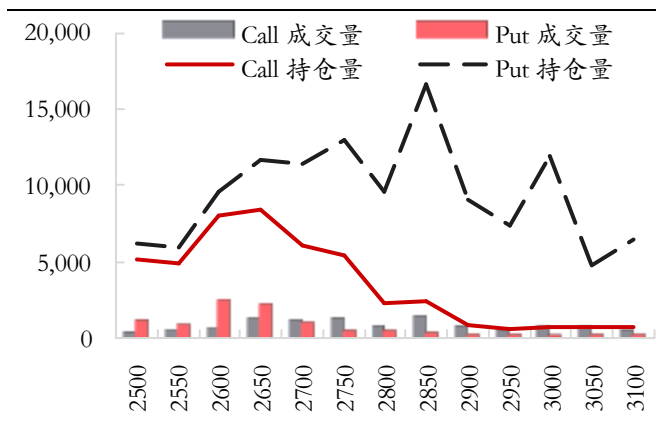


资料来源: 文华财经

4.3、豆粕期权策略

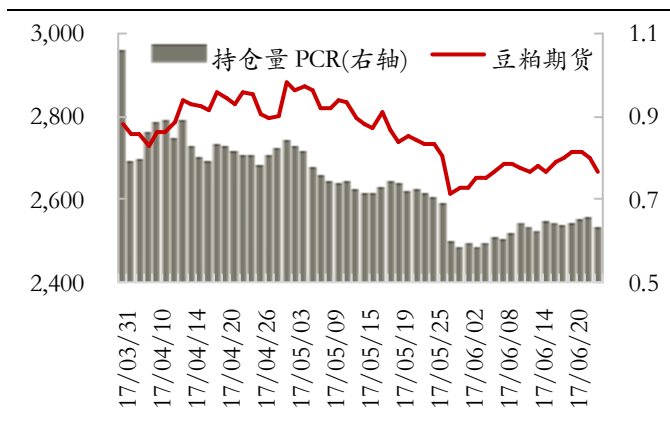
鉴于对 2018 年豆粕期价走势判断为震荡，预计主力合约震荡区间为 2650-2950，投资者可以选择区间操作，逢低买入，逢高沽空。但鉴于目前正处于南美大豆生长关键期，该敏感时期时常伴随着天气炒作升水，为了避免价格大幅拉升风险，推荐投资者可以选择买入 1805 合约行权价为 2950 的看涨期权，规避风险。

图表 86: 5 月豆粕期权成交量和持仓量



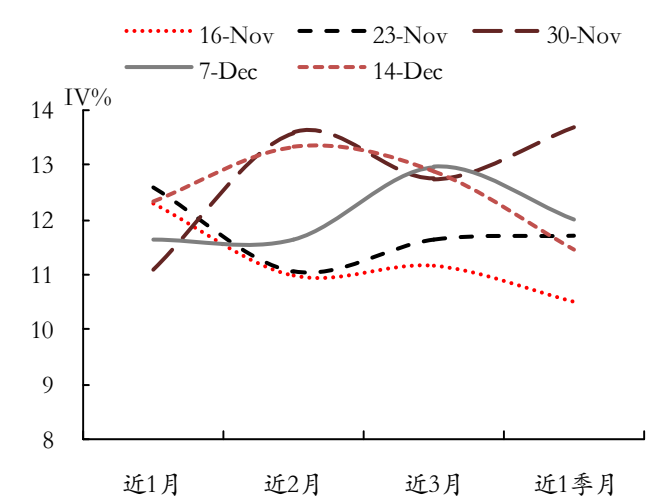
资料来源：文华财经，东证衍生品研究院

图表 87: 豆粕期权持仓量 P/C 比



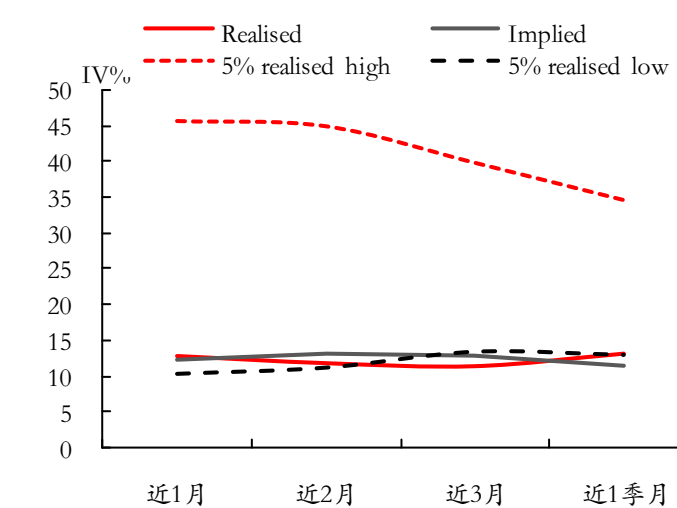
资料来源：文华财经，东证衍生品研究院

图表 88: 隐含波动率期限结构



资料来源：文华财经，东证衍生品研究院

图表 89: 豆粕期权波动率锥



资料来源：文华财经，东证衍生品研究院

5、风险提示

如果发生强拉尼娜，很可能会导致阿根廷大豆产量骤减，全球豆类价格大幅拉升，值得投资者密切关注。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司（简称东证期货）是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本达5亿元，系国内四家期货交易所的结算会员。

东证期货专注于金融期货和商品期货的研究与服务，提供权威、及时的研发产品服务和投资策略；专注于信息技术的创新，创建安全、快捷的交易通道，开发多样化、个性化的交易系统；专注于构筑全面的风险管理和客户服务平台。

东证期货管理团队管理经验丰富，业绩出众，在业内享有盛誉。人才管理及激励机制完善，公司拥有硕士学历以上人员占比30%，具有海外证券和期货经历的高端人才占比10%。

2010年，东证期货发展迅猛，成绩斐然，成为业内进步最快、最受瞩目的期货公司之一。2011年初，东证期货荣获2010年度中国金融期货交易所年度会员金奖，同时获投资者教育奖、客户管理奖、技术管理奖和功能发挥奖等四项单项大奖；荣获上海期货交易所优胜会员第七名，铜、橡胶和燃料油三项企业服务奖；荣获大连商品交易所优秀会员第九名；东证期货研究所荣获大连商品交易所、和讯网第二届全国“十大期货研发团队”农产品团队全国第二名、化工团队全国第五名；荣获郑州商品交易所行业进步奖等。

东证期货全年无风险事故，充分体现了公司稳健经营，稳步发展的经营宗旨。

分析师承诺

王晓慧

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com