

2018. 12. 28



分析师：黄昊
农产品组

目 录

一、2018 年行情回顾	2
1.1 大连豆粕与美豆行情走势	3
二、影响因素分析	4
2.1 中美贸易摩擦影响供应预期	5
2.2 贸易战意外惊喜：南美大豆单产增加	6
2.3 厄尔尼诺现象助力“天气行情”	7
三、全球供求分析	8
3.1 国际现货市场	8
3.2 国际市场供给	9
3.3 国际市场需求	9
四、中国需求分析	10
4.1 国内现货市场	10
4.2 国内市场供给	11
4.3 国内市场需求	12
4.4 豆粕油厂库存	13
五、总结	14



一、行情回顾

回首 2018 年，国内豆粕走出了一波冲高回落，先扬后抑的行情，由此笔者将其分为三个阶段。2018 年豆粕及豆类行情的主要因素是收中美贸易问题产生牵连，逐渐在经济政治等方面均产生摩擦，中国对美国大豆征收 25% 的关税，以及大幅下降的进口预期是影响 CME 大豆和国内豆内商品行情的主要因素。

第一阶段：年初至春节期间，因阿根廷天气炒作难休，且强劲的美豆出口数据也为市场提供支撑，美豆大幅上涨，大连豆粕期货亦跟随美豆大幅走高，期货市场表现强劲，市场信心不断增强。由于年初期间阿根廷大豆主产区天气干燥，土壤墒情严重不足，造成大豆单产下滑，天气行情主导下的行情易涨难跌，该轮行情在 3 月 2 日见顶于 3160 点位。

第二阶段：春节之后的中美贸易战，中美贸易战波及大豆，美豆应声下跌：继美国 4 月 3 日宣布依据“301”调查对中国商品加征关税之后，4 月 4 日中国商务部随即宣布将对原产于美国的大豆等农产品等进口商品对等采取加征 25% 关税措施，大豆被纳入中国反击美国的选项，豆粕价格普遍上升约 34%。该轮行情在 4 月 4 日见顶于 3369 点位。

第三阶段：9 月往后至今，但受中美贸易摩擦仍存忧虑影响，豆粕震荡下跌。由于贸易战不确定性、饲料配方中豆粕添比下降及非洲猪瘟发展的不确定性，从供需两方面共同影响豆粕市场，使得其行情反复震荡。不过 11-12 月国内买船不足，油厂对豆粕挺价意愿较为明显合约价格明显偏强，现货基差也表现坚挺，随着中美双方关于贸易争端态度的转变和国内不断爆发的猪瘟，国内阶段性供给紧张的炒作根基不在，需求端的低迷和行业新规的出台令豆粕使用前途预期不佳，双粕价格不断回归基本面供给过剩的事实，导致豆粕跌入一年来最低点 2604 点位于 12 月 24 日。



1.1 大连豆粕与美豆行情走势

图 1：豆粕日 K 线走势图（2018.01-2018.12）



数据来源：华鑫期货研究所

图 2：美豆日 K 线走势图（2018.01-2018.12）



数据来源：华鑫期货研究所

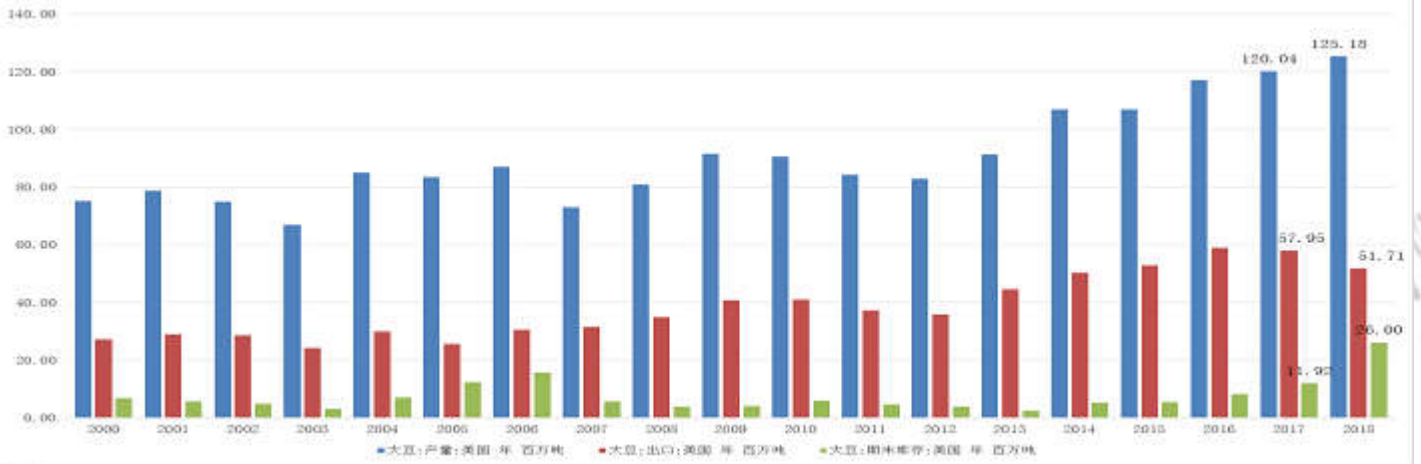


二、影响因素分析

2.1 中美贸易摩擦影响供应预期

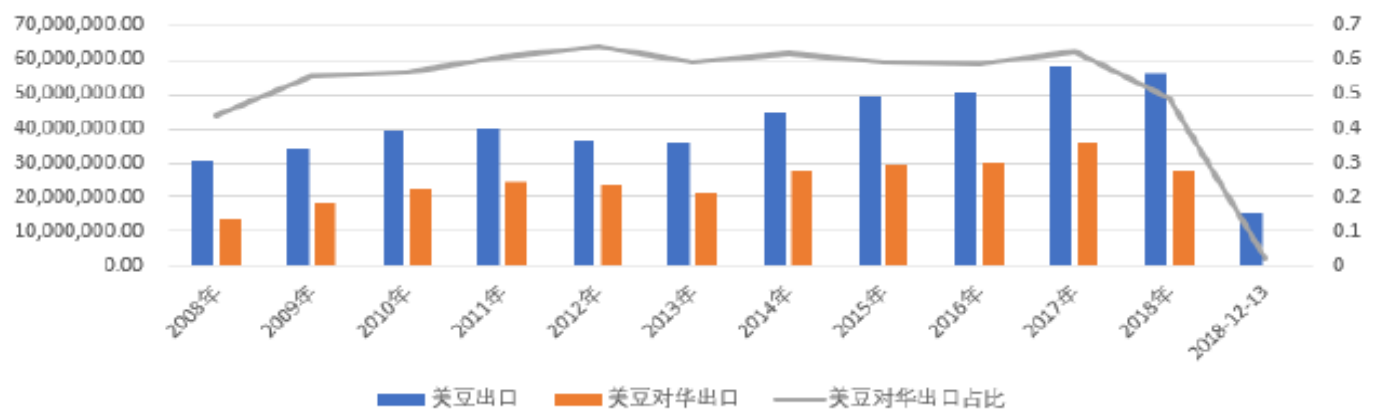
众所周知，中国是美国大豆最重要的客户，自身也具备着庞大的大豆消费市场，自中美贸易战正式开打以来，25%的进口关税让美国大豆失去了庞大的市场，作为反制美国对华进口商品加征关税的重要措施之一，中国开始暂停从美国进口大豆，并转而寻求购买南美大豆，从国内的角度来看，由于中国对美大豆需求占全部用豆需求的30%以上，失去美国大豆的供给着实影响豆类商品供需状况。由于中美贸易的爆发，美国大豆出口数据断崖式见识，截止到2018年12月份，美国大豆出口1515万吨，较2017年同期2584减少1070万吨，降幅41.4%。根据美国农业部报告显示，截止到11月19日美国对华大豆出口销售总量同比减少96.1%，12月，中国与美国贸易争端进入90天的休战阶段，双方将就贸易问题持续协商。最新的消息是中国似乎松动了对美国大豆的进口，美国对华出口150万吨大豆，是贸易摩擦以来的次松动。后续情况不甚明朗。但150万吨的大豆相比较3000万吨、140亿美元的美国大豆进口量而言还是太少，更多的是象征意义。在中美争端趋于政治化的背景下后期作季的出口整体数据是否能好转，关键在于中国是否恢复对美豆的采购，是否能恢复到征税前的状态，倘若达成一致，数据将有所回升，反之，则数据将创历史新低，后期双方谈判还需关注。

图3：美国大豆产量，出口与期末库存



数据来源: wind 数据&华鑫期货研究所

图 4: 美国对华出口, 对华出口占比



数据来源: wind 数据&华鑫期货研究所

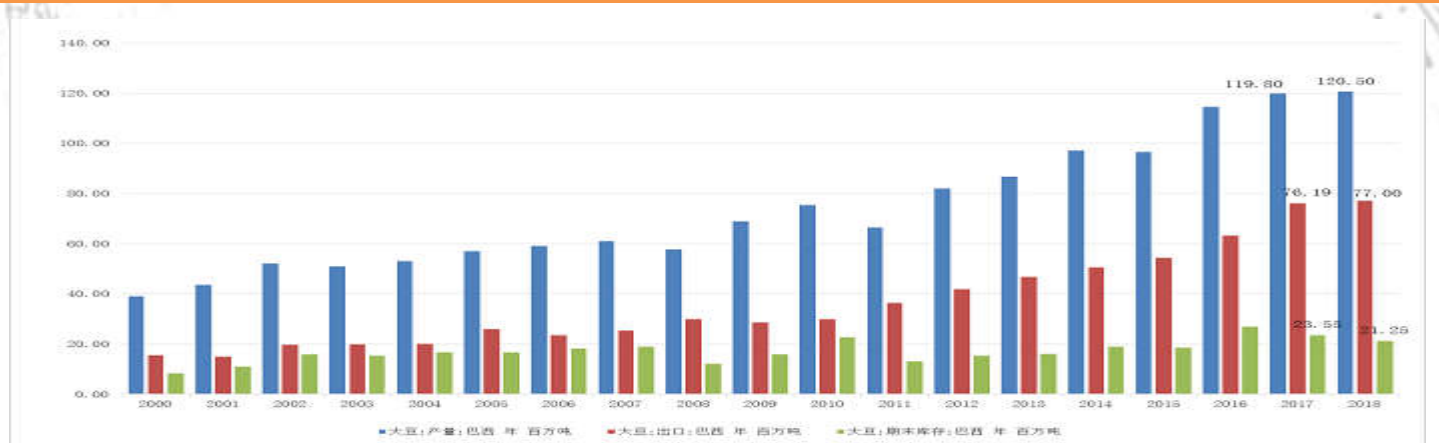
2.2 贸易战意外惊喜: 南美大豆单产增加

由于中美贸易的出现, 南美洲的巴西成为了最大受益者。巴西 18/19 年度的大豆种植面积较上一年增加 3.2%, 达到 8965 万英亩, 受到中美贸易争端影响, 巴西大豆需求转旺, 推升了巴西大豆的种植热情, 18/19 年度巴西大豆产量预计增至 1.1976 亿吨, 较上年度增加 0.65%。对华出口量达到 8300 万吨的纪录高位占到出口总量的 80%。据美国农业部发布的消息显示, 2018/19 年度巴西大豆产量预计达到纪录高位 1.22 亿吨, 比上月预测值高出 150 万吨, 比上年增加 1%。大豆单产预计 3.37 吨/公顷, 比上



月预测值高出 5%，不过比上年创纪录的水平低 2%。今年大豆单产良好，因天气原因良好，技术改革，提振所有地区的单产创下历史最高纪录。

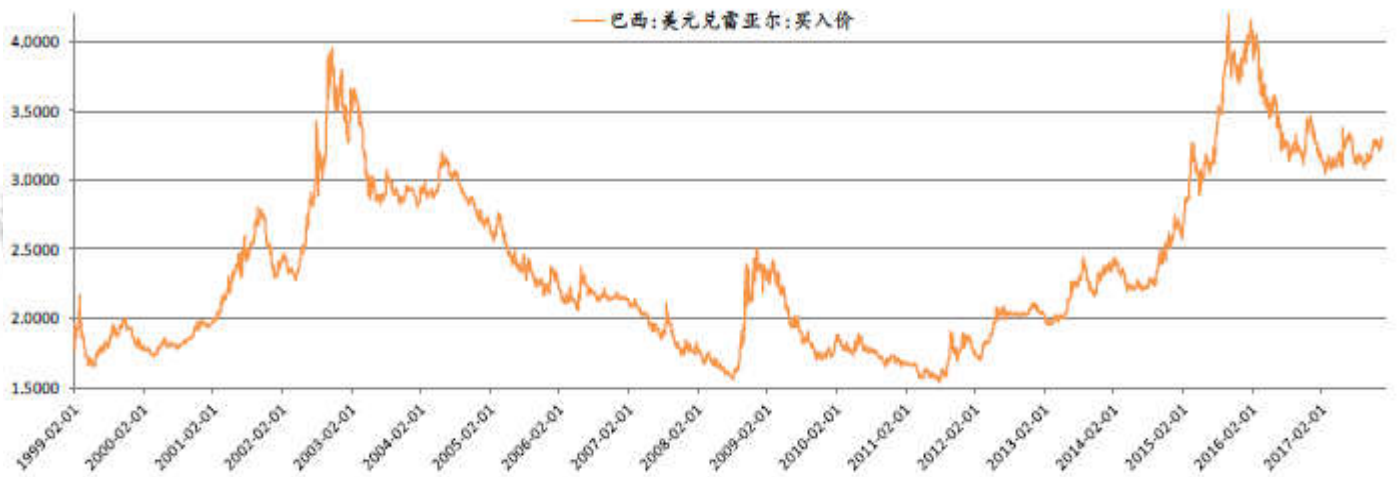
图 5：巴西大豆产量，出口，期末库存



数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

但12月之后南美大豆的到港量明显缩减，缘于市场预期中美会晤后中方开始采购美国大豆，同时国内非洲猪瘟比刚开始预想的要严重地多。巴西大豆出口至中国CNF升贴水全年出现了3次大幅的波动，基本上对应着中美贸易摩擦的事态发展，10月中旬在达到历史同期高位385 美分/蒲式耳之后，升贴水开始了持续的大跌，12月已经跌破了年初低位。进入12月份，整个国内市场都进入到了观望状态，压榨利润下滑严重，需求不济，对于进口美豆是否取消加征关税的担忧都严重制约了进口大豆的购买意愿，同时也需关注巴西雷亚尔和美元的走势，总体看南美大豆供应量将在巴西种植面积扩大和单产提高的基础上保持增长态势。

图 6：巴西雷亚尔汇率

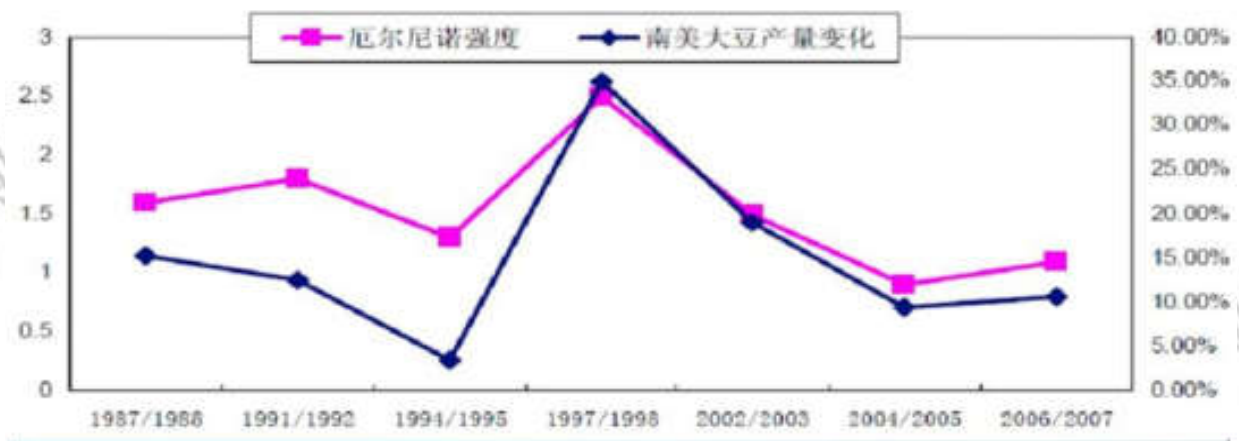


数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

2.3 厄尔尼诺现象助力“天气行情”

厄尔尼诺是一种自然发生的现象，包括赤道太平洋地区的海洋表面温度发生波动，它对世界许多地方的天气模式产生重大影响。在历史上，反厄尔尼诺现象总是与玉米、黄豆和小麦价格实际波动率异常剧烈的时期相关。从今年巴西的大豆播种进度上可以进一步验证厄尔尼诺现象对南美大豆生长天气有利的证据，根据巴西农业部供需的大豆播种进度来看，早在11月份大豆播种工作已经完成98%。12月下旬，巴西帕拉纳州农村经济研究所称，由于天气可能造成大豆作物减产，预计2018/19年度帕拉纳州大豆产量在1910万吨，而此前预期是1960万吨。由于帕拉纳州和南马托格罗索州天气干旱，有预计巴西大豆产量预测数据面临下调可能——目前来看也无法撼动丰产大格局，或减少200-300万吨。

图7：厄尔尼诺强度与南美大豆产量变化图



数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

三、全球供求分析

3.1 国际现货市场

截止至 2018 年 12 月 27 日，美豆现货（伊利诺伊）价格 8.24 美元/蒲式耳，现货价格较上一交易日环比下跌 0.14 美元/蒲式耳。从季节性角度来分析，当前现货价格较近 5 年相比维持在较低水平。

图 7：美国现货市场与期货市场&季节走势图



数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所



3.2 国际市场供给

根据 USDA2018 年 11 月份月度报告，全球大豆产量 367.5 百万吨，环比减少 1.98 百万吨，产量位于历史较高水平。美豆产量月度预估为 125.18 百万吨，环比减少 2.45 百万吨，季节性来看产量处于历史较高水平。2018 年 11 月美豆月度压榨量为 166,959 千蒲式耳。截止 2018 年 11 月，全球大豆进口月度预估为 152.27 百万吨，处于历史较高水平。

图 8：全球大豆产量预估表

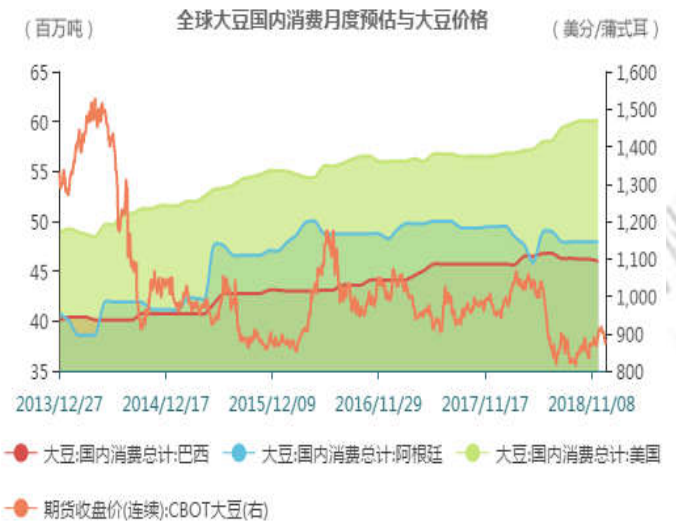
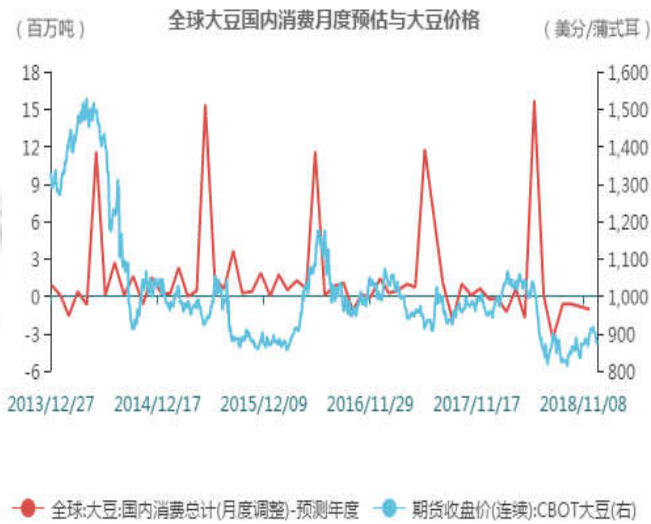


数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

3.3 国际市场需求

根据 USDA2018 年 11 月份月报数据，全球大豆（预测年度）国内消费为 351.94 百万吨，环比减少 1.07 百万吨。美国大豆国内消费月度预估为 60.08 百万吨，巴西大豆国内消费月度预估为 46 百万吨，阿根廷大豆国内消费月度预估为 47.92 百万吨。全球大豆出口月度预估为 155.44 百万吨，环比减少 1.96 百万吨。美国大豆出口月度预估为 51.71 百万吨，巴西大豆出口月度预估为 77 百万吨，阿根廷大豆出口月度预估为 8 百万吨。

图 9：全球大豆消费预估&大豆价格表



数据来源: wind 数据&华鑫期货研究所

四、中国需求分析

4.1 国内现货市场

截止到 2018 年 12 月 27 日,国内豆粕主力合约基差 325 元/吨。与上一交易日相比环比增加 9 元/吨。从季节性来看,豆粕主力合约基差季节性位于历史平均水平。张家港地区豆粕现货价格 2,950 元/吨,较上一交易日无变化。从季节性角度来分析,当前张家港地区豆粕现货价格较近 5 年相比维持在较低水平。

图 10: 国内现货价格与期货价格走势



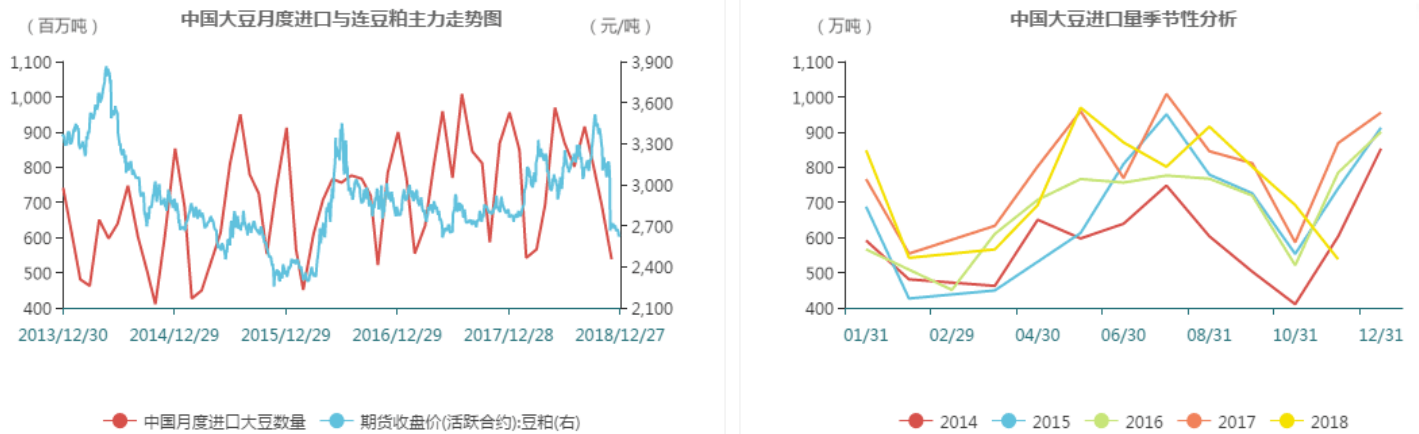
数据来源: wind 数据&华鑫期货研究所



4.2 国内市场供给

根据中国海关统计：截止 2018 年 11 月，中国大豆月度进口量为 538 万吨，环比减少 154 万吨。从季节性来看，当前大豆进口量位于历史较低水平。

图 11：国内大豆进口走势图

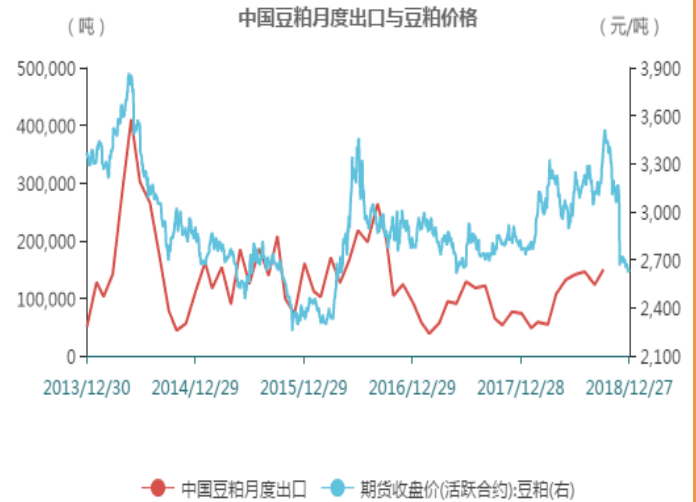
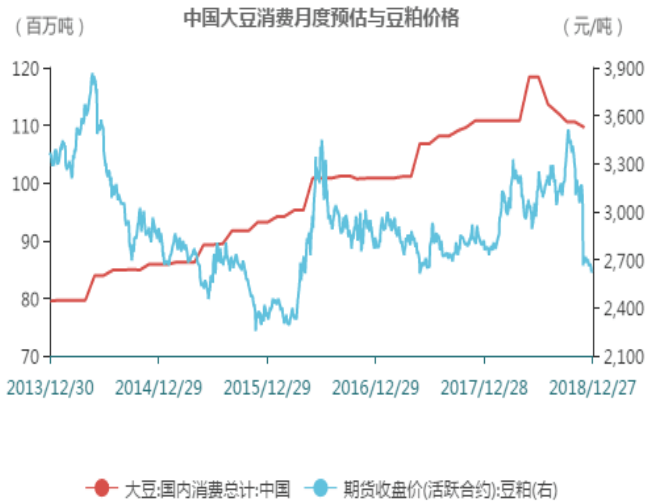


数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

4.3 国内市场需求

据 USDA2018 年 09 月份月报数据，中国大豆国内消费月度预估为 110.6 百万吨，环比减少 1.5 百万吨。中国商务部数据显示，截止 2018 年 09 月，中国豆粕月度出口 149,783.88 吨，环比增加 26,418.93 吨。饲料产量为 21,779,000 吨，当月同比为 2.2%。从季节性来看，饲料产量位于历史较低水平，饲料同比变化幅度位于历史较低水平。

图 12：国内大豆消费预估



数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所

4.4 豆粕油厂库存

油厂豆粕库存从 5 月起开始明显上升，在 9 月初达到 135.5 万吨的高点。这与贸易商抢先进口大豆有关系，也和下游的生猪疫情有关。在 10 月后油厂开机率下滑，豆粕随之进入了一段去库存的销售期。近期随着油厂复工，库存重新回升。从历史数据来看，目前 116 万吨左右的库存量实际上并不低，大致与 17 年 7 月相当。短期需求能够确保。因为目前下游生猪养殖方面遭遇疫情打击，豆粕的需求高峰可能会因而推迟，市场所预判的缺口还不会在目前显现。11 月以后再度进入春节备货期，消费回升，并于 12 月达到年度顶点。2018 年 1 季度豆粕表观消费同比增 7.2%，2 季度豆粕表观消费同比降 4.2%，3 季度豆粕表观消费同比降 0.3%，前 3 季度豆粕表观消费同比增速仅为 0.52%，远远低于去年同期的 7.2%。10 月消费环比基本持平，同比增 5.75%，反映了生猪跨省禁运后养殖企业被动压栏造成的豆粕消费增加，11 月消费逆季节性趋势环比大降 13.9%，同比下降 11.5%，

图 13: 豆粕油厂库存



数据来源：wind 数据&华鑫期货研究所



五、总结

中国饲料工业协会新规。2018年10月26日，中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准，自2018年11月1日起实施。两项标准的出台将有效减少豆粕等蛋白饲料原料用量。新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约1100万吨，带动减少大豆需求约1400万吨。大豆供应宽松的格局已经确定。能够对供应造成新的变化的，则主要关注未来天气，对于美豆而言，中美贸易关系不断修复无疑会增加其进口量，但迫在眉睫的压力是，巴西早熟大豆已经开始收割，未来几个月巴西将上市产量创纪录的大豆，就眼下而言，1月或能装出200万吨新豆，令美国农户担心中国将继续采购南美大豆。而且中美谈判山高水长，还要再经历2个月的磋商，因此需密切关注。行到水穷处，坐看云起时，国务院宣布2019年1月1日起杂粕进口关税从5%降至0，令12月25日菜粕期货领跌，豆粕受累跟跌，目前下游生猪养殖方面遭遇疫情打击，豆粕的需求高峰可能会因而推迟，市场所预判的缺口还不会在目前显现。12月以后再度进入春节备货期，消费回升，并于春节前达到高点。若巴西大豆收割顺利提前收割，或中美贸易顺利缓和，政策变动所带来的影响将远超基本面，春去秋来，或许后期国内行情将会用一波大行情来反映。



免责声明

本研究报告由华鑫期货有限公司撰写，报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性、完整性和时效性，也不保证我公司做出的建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的内容对任何投资做出任何形式的担保，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，对于本报告中提供信息所导致的任何直接或间接投资盈亏不承担任何责任。

本报告的版权归华鑫期货有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为“华鑫期货有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。华鑫期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

华鑫期货有限公司总部

地址：上海市宁海东路 200 号申鑫大厦 28 楼

邮编：200021

网址：<http://www.shhxqh.com>