

疫情、贸易战多反复 豆粕震荡寻出路

投资咨询研究部
濮翠翠

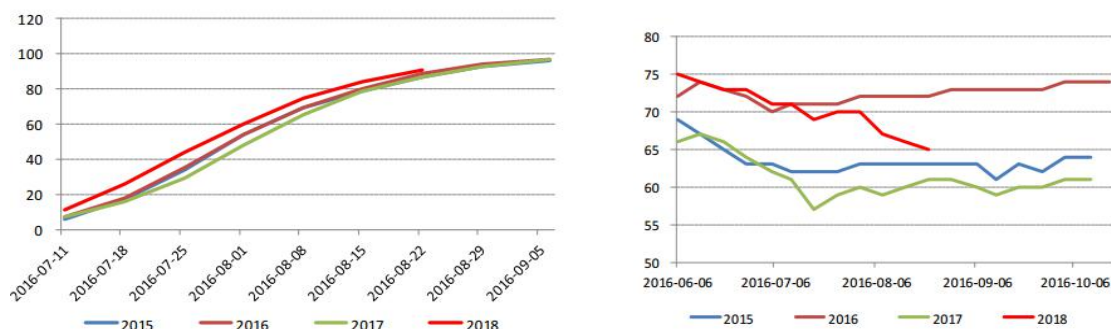
一、美豆

1、美豆丰产在望，价格反复探底

USDA 在 8 月供需报告中,将美豆 2018/19 年度单产从 48.5 蒲式耳/英亩上调至 51.6 蒲式耳/英亩,大大超过市场预期 49.6 蒲式耳/英亩水平。美国 Pro Farmer 公司 8 月底组织人员对美国中西部的玉米以及大豆主产区进行为期四天的年度实地考察后,预计 2018 年美国大豆单产为 53 蒲式耳/英亩,高于美国农业预测部的 51.6 蒲式耳/英亩。如果 Pro Farmer 公司的大豆单产预测成为现实,今年大豆产量将达到 46.83 亿蒲式耳,比美国农业部的预测值低 9000 万蒲式耳。此前美国中西部干旱少雨,令美豆期价一度注入天气升水,但是随着产区迎来有利降雨,美豆单产潜力显著提升。截止到 2018 年 8 月 26 日,美国 18 个大豆主产州的大豆结荚率为 95%,上周 91%,去年同期 92%,五年同期均值 90%。大豆作物优良率为 66%,一周前是 65%,去年同期为 61%。自美国农业部 8 月供需报告的美豆单产预估超出市场预期之后,美豆大幅下跌消化这一重大利空,预计下个月的 USDA 报告很可能再次上调单产,可以预计美豆下年度的库存还有可能再次调高,高库存势必仍会对美豆价格产生压制。进入 9 月,天气炒作时间窗口基本结束,考虑到美豆丰产在望,随着收割压力到来,美豆仍将继续弱势运行,按照美豆的成本支撑理论来看,本年度美豆的价格很可能长期维持在 900 美分以下,但若跌临 800 美分则存在超卖风险,关注本季价格反复测底、探底进程。

图 1: 美豆结荚率

图 2: 美豆优良率



数据来源：WIND

图 3：Pro Farmer 公司实地考察结果

州度	今年大豆 结荚数 (个)	与去年比 较 (%)	与均值比 较 (%)	USDA 9 月单产 预估 (蒲 /英亩)	USDA 去年单产 (蒲 / 英 亩)	产量占比
衣阿华州	1013	-4.79%	-14.59%	59	56.5	12.79%
	1416	23.24%	13.37%			
明尼苏达州	1196	11.26%	8.04%	49	47	8.66%
伊利诺伊州	1607.4	30.63%	31.91%	64	58	13.93%
印第安纳州	1311.87	12.24%	14.40%	58	54	7.30%
内布拉斯加州	1299.08	14.86%	9.04%	61	57.5	7.42%
俄亥俄州	1248.2	12.75%	13.91%	56	49.5	5.49%
南达科他州	1024.72	13.91%	5.09%	49	43	5.74%

数据来源：WIND

图 4：美豆指数期价



数据来源：WIND

2、贸易磋商一波三折，争端或继续升级

中美已经进行三轮磋商，但局势却变得更为严峻，此前中美两国就贸易问题进行了多次磋商，但是均未能取得进展。这对农产品市场构成利空影响。中国是全球头号大豆进口国，由于美国对中国产品加征重税，中国从 7 月初对美国大豆等在内的产品加征 25% 的关税，致使中国进口商纷纷转向南美供应，继首轮 340 亿美元产品加征关税生效后，第二轮 160 亿美元产品加征 25% 关税的决定，自 8 月 23 日起正式生效。目前美国农业界非常担心多年来建立的大豆销售市场，可能因为贸易战的升级而逐

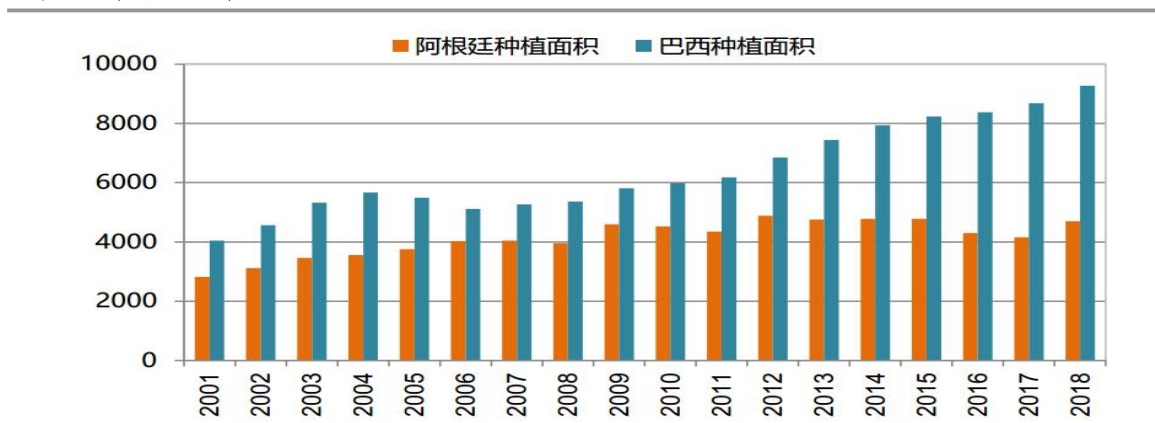
渐萎缩。由于美国四处挑起经贸摩擦，招致多方反制，美国农民因利益受损而怨声载道。此外，从近期的数据可以看出，美国对中国装运的大豆急剧下降。而由于大豆出口的减少，美国国内压榨量将有所提升，这也直接导致了 CBOT 豆粕在近期创出新低。8 月 27 日美国 120 亿救济细节曝光，大豆补贴将直接发放到农民手中。首期为今年大豆产量的 50% 乘以 1.65 美元/蒲，总补贴大概 36 亿美元。因为直接将补贴发放至农户，并没有改变供给情况。因此美豆盘面影响有限。中美贸易战具有长期性和严峻性，或演变成“升级—接触试探—再升级—再接触试探—双方妥协”的拉锯战，目前看来在 11 月份两国领导会面前难有缓和迹象，美豆陆续进入收割季，若出口数据疲弱，美豆价格难有反弹空间。

3、南美新赛季开播，面积或创纪录

南美大豆播种季节即将开始，分析师普遍猜测 2018/19 年度巴西大豆播种面积将会创下历史最高纪录。尽管巴西雷亚尔汇率波动及运费新规仍存在不确定性，但是大豆种植收益依然良好，这主要得益于中国旺盛的需求。分析师预计 2018/19 年度巴西大豆播种面积可能增至创纪录的 3628 万公顷。路透社对分析师以及贸易商所做的调查显示，市场人士平均预计 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.1976 亿吨，同比增加 0.65%。作为对比，美国农业部 8 月 10 日预测 2018/19 年度巴西大豆产量达到 1.2050 亿吨，高于 2017/18 年度的 1.1950 亿吨，同比增加 0.84%。巴西农户将从 9 月中旬开始种植大豆。

阿根廷是全球第三大大豆出口国，农户 11 月份开始种植 2017/18 年度大豆，收割工作于 3 月到 6 月期间进行。美国农业部预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5700 万吨，高于 6 月份预测的 5600 万吨，也高于 2017/18 年度的 3700 万吨。未来全球供应保持充足。

图 5：南美大豆种植面积



数据来源：WIND

二、豆粕

1、国内四季度大豆供应偏紧

进口关税生效后，全球大豆贸易格局面临重新平衡。2017 年全球大豆进口量为 1.51 亿吨，中国进口 9700 万吨，占比 64%。2017 年中国从美国进口大豆数量为 3285 万吨，占全年进口量的 34.39%。贸易战并不会影响全球的供求关系，而只是影响大豆在全球的分配和贸易结构。USDA 8 月供需报告中对中国大豆做了调整，进口量从 1.03 亿吨下调至 9500 万吨，国内压榨量从 1.02 亿吨下调至 9650 万吨。就在同一天，中国农业部下调了 2018/19 作物年度大豆进口预估至 9385 万吨，比上月预测值调减 180 万吨。这表明，农业部预计大豆进口量将同比减少 1.8%——这将是 2004 年以来第一次进口减少。

7 月 6 日起，我国对美国大豆加征 25% 进口关税，使得美国大豆进口成本增加 700~800 元/吨，较巴西大豆高 300 元/吨左右，由于加征关税后美国大豆失去竞争优势，国内企业几乎没有新增美国

大豆的采购，仅进口 3 船约 18 万吨前期采购的美国大豆，预计 8 月下旬还有 1 船到港，进口总量远低于去年 7~8 月份的 11 船 68 万吨。2017/2018 年度，巴西大豆预计产量为 1.19 亿吨，国内消费约 4628 万吨，全年出口计划为 7500 万吨。截至 7 月底，巴西已对中国出口大豆 4620 万吨，剩余可供出口量仅为 2880 万吨，况且，这些余量并不是全部都向中国出口。巴西对中国在 8 月和 9 月的大豆出口量开始出现下降。天下粮仓数据显示 2018 年 9 月份大豆到港最新预期在 850 万吨，10 月份初步预期维持 760 万吨。11 月大豆到港初步预估 700 万吨。另据德国汉堡油世界统计，9—12 月巴西大豆出口量可能降至 1070 万吨，低于上年同期的 1130 万吨。按照往年统计，9 月份开始美国大豆开始大量发往中国，2017 年 9 月份美国对中国的大豆出口检验量为 300 万吨，之后随着美豆大量上市，美豆对中国的出口检验量会迅速增加。每年的 11 月份到次年的 3 月份是我国传统的大量进口美豆的月份。今年受贸易战影响，美国进口大豆关税大幅提高，如果美国进口大豆受限，南美无法完全填补这个缺口。即使本年度我国大量增加其他国家（亚洲地区及俄罗斯）的大豆进口，仍会有 1500-2000 万吨的大豆缺口。

9 月下旬美豆陆续上市，巴西大豆逐渐售罄，因此中国可能或多或少可能重新采购美豆。事实证明，随着巴西升贴水的提高以及巴西大豆消耗殆尽，8 月份中旬开始，已经有三船美豆开始运往中国。如果中美贸易摩擦升级，中国持续不进口美豆大豆，在消化大量库存的基础上，国内大豆进口量将减少 1000 万吨以上，部分中小压榨企业可能受到影响。如果国内豆粕和豆油价格因供应减少而大幅上涨，在可以消化加征关税成本的基础上，美国大豆还有可能进口到中国，对大豆压榨产业的影响将减弱。德国油世界也预计 2018 年 10 月至 2019 年 3 月期间，中国将购买美豆约 1500 万吨左右。按照目前的市场预期，即使中美两国在 11 月底达成贸易和解，美国大豆运到中国也要到 12 月下旬，而往年 11 月份美国新季大豆已经大量到达中国港口，10 月至 12 月中旬美豆到港量减少，也将导致全年进口下滑。

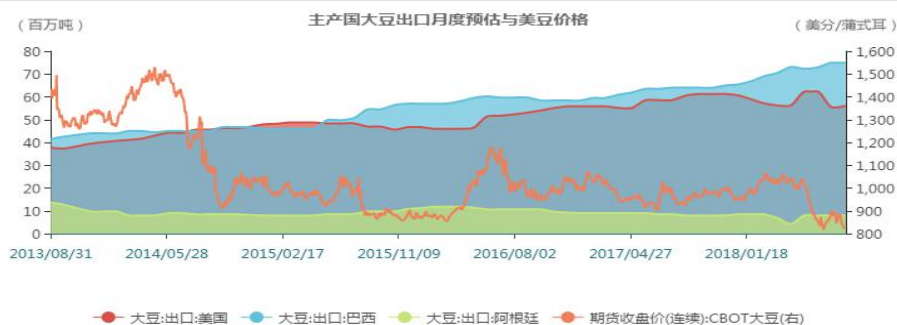
从预期的进口量来看，目前未来各月的进口量较前期均有所增加。这表明市场正在不断进行采购。从短期来看，国内大豆供给依旧充裕。后期关注中美两国贸易谈判的进展，如果 11 月以前不能有突破的话，那么 12 月份以后到下一个南美季前供给会相对紧张一些。总体上，全球大豆供需还是比较宽松，中国大豆进口 3 季度预计正常，较为充足，但是 4 季度可能受到中美贸易战加剧的考验，4 季度大豆进口降幅或超预期，从而利多国内市场。

图 6：全球大豆消费月度预估



数据来源：WIND

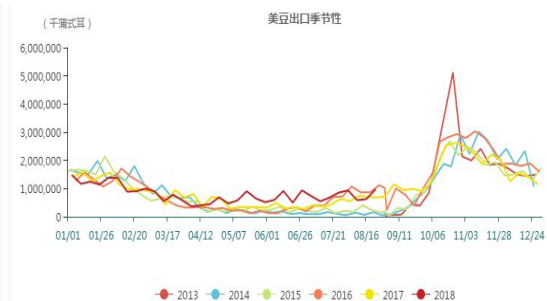
图 7：主产国大豆出口月度预估



数据来源: WIND

图 8: 美豆周度出口

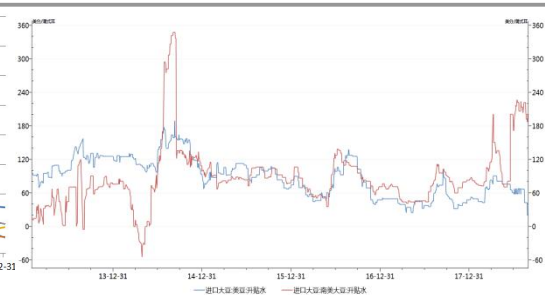
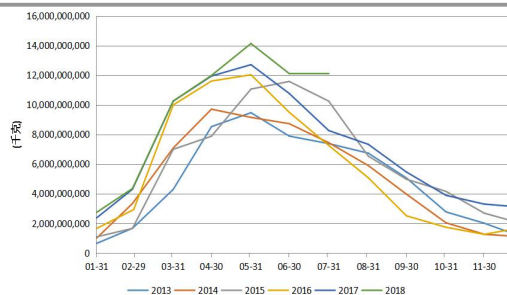
图 9: 美豆出口季节性变化



数据来源: WIND

图 10: 巴西大豆月度出口量

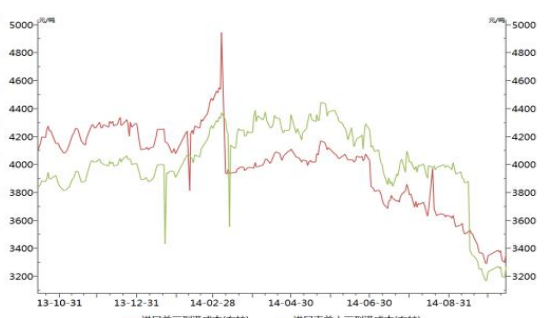
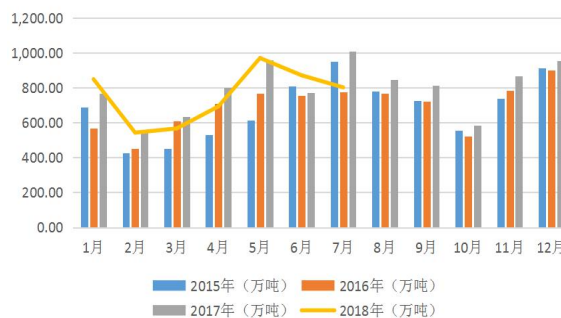
图 11: 进口大豆升贴水



数据来源: WIND

图 12: 中国大豆月度进口量

图 13: 进口大豆到港成本



数据来源: WIND

2、政府推行低蛋白饲料，应对大豆缺口

中国豆粕饲料用量已经从 2000 年的 1500 万吨增加至 2017 年 7297 万吨，近几年也维持持续稳定增长，2017 年豆粕饲料用量较 2016 年 6759.6 万吨增加 7.95%，而同期豆油消费仅增加 0.8%。其次是豆粕供应量大，是来源稳定的蛋白质饲料原料，没有其它的农产品补上豆粕的空缺。豆粕供应对猪、禽、水产、牛羊等养殖行业均有影响，涉及国内肉蛋奶产量，影响面比油脂广，因此豆粕才是中国进口大豆中包含的刚性需求。每年 80% 以上的豆粕产量用于家禽和猪的饲养。豆粕中富含的蛋白质及多种氨基酸是家禽和猪的主要营养来源，只有当其它粕类单位蛋白成本远低于豆粕时，才会考虑使用其它粕类作为替代品。最近几年来，豆粕也被广泛应用于水产养殖业中。豆粕中含有的多种氨基酸能够充分满足鱼类对氨基酸的特殊需要，由于捕捞过度原因，造成世界鱼粉减产，豆粕已经开始取代鱼粉。在水产养殖中发挥越来越重要的作用。

为了应对国内可能出现的大豆缺口，我国相关部门做了非常多的努力和尝试，其中推行低蛋白日粮饲料是一个可以完全解决豆粕缺口的方案，但是在推行此类饲料的过程中还有一些难点需要解决。低蛋白日粮寄希望于用杂粕、玉米以及复合氨基酸来替代豆粕，首先，我国没有足够的杂粕可以用来替代豆粕，从其他国家进口粕类需要政策支撑，多进口加拿大菜籽压榨菜粕又会受到国内压榨产能以及加拿大港口装运能力的限制；其次，现在的豆粕玉米现货比价相对于 2016 和 2017 年并不高，在豆粕价格没有特别高的情况下，饲料企业和养殖企业预计不会主动使用玉米替代豆粕；最后，使用大量的氨基酸替代豆粕无疑会推动氨基酸价格上涨，成本上涨会打消养殖企业主动减少豆粕用量的积极性。

图 14：豆粕饲料用量

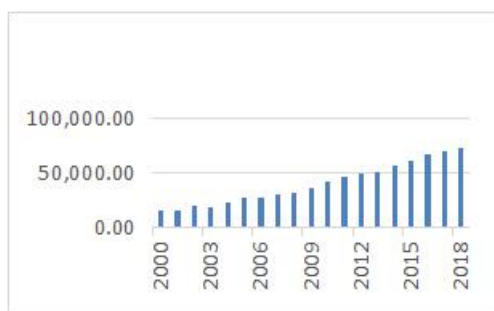
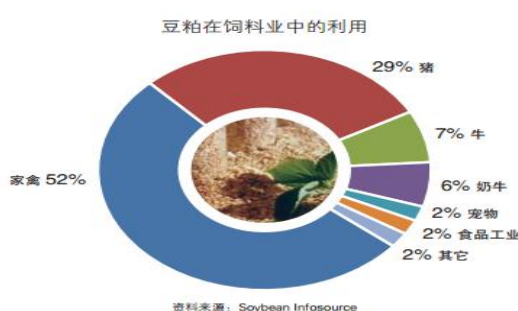


图 15：豆粕在饲料中的利用



数据来源：WIND

图 16：国内饲料月度产量

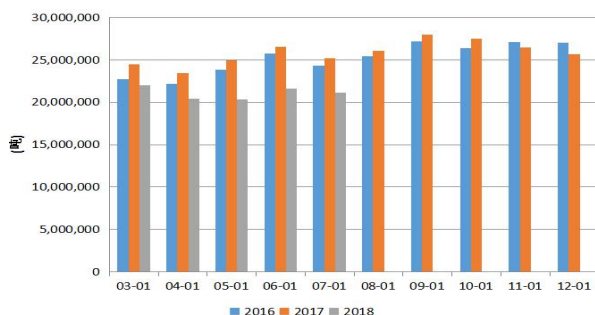
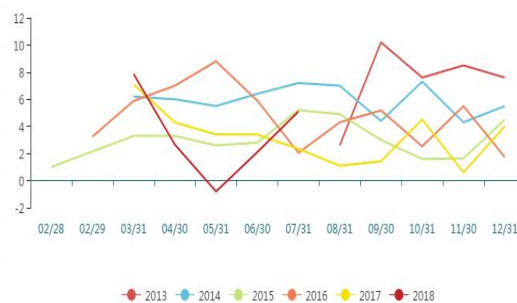


图 17：国内饲料产量当月同比



数据来源：WIND

3、油厂开机率大增，豆粕库存上升

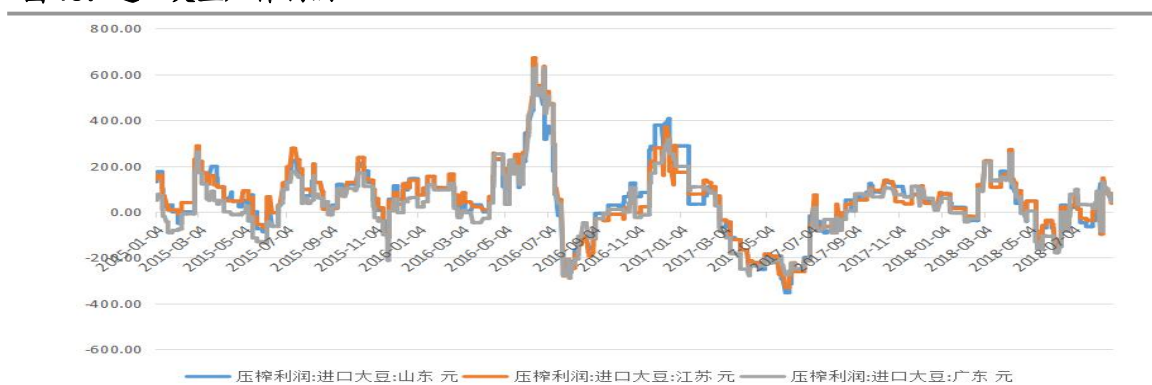
大豆进口成本下滑，导致进口大豆压榨利润转好。根据天下粮仓测算，巴西大豆近远月盘面榨利 150-250 元/吨以内，压榨利润整体回升。美湾加上关税后压榨利润在 -160 至 200 元/吨。港口分销大

豆的压榨利润在-20至100元/吨左右。目前压榨巴西大豆盈利明显，油厂开工积极性相对前期有所增加，随着天气转凉，电力供应恢复，前期限电、限产的日照及天津各油厂均恢复开机，巴西大豆含油率高，不易保存，因此8月底9月初油厂开机率大幅提高，8月下旬油厂开机率将继续保持超高水平，周度压榨量达到200万吨。因油厂开机率大幅回升，豆粕产出量明显增加。国内豆粕价格下跌，贸易商购销谨慎，加之各地出现猪瘟疫情，饲料养殖企业备货意愿减弱，市场更倾向于现采现用豆粕库存回升。截至8月28日，国内主要油厂豆粕库存为130万吨，较上周同期增加11万吨，较去年同期增加25万吨，较过去3年均值增加36万吨。从豆粕基差及成交来看，8月份基差继续回升，目前已经从贴水会升至升水阶段。

8~9月我国大豆到港量仍然庞大，库存持续上升，随着气温下降以及油脂备货期来临，后期油厂将维持较高开机率，豆粕产出量较大，加之近期国内发生生猪疫情，影响豆粕用量，预计短期豆粕库存将继续上升。

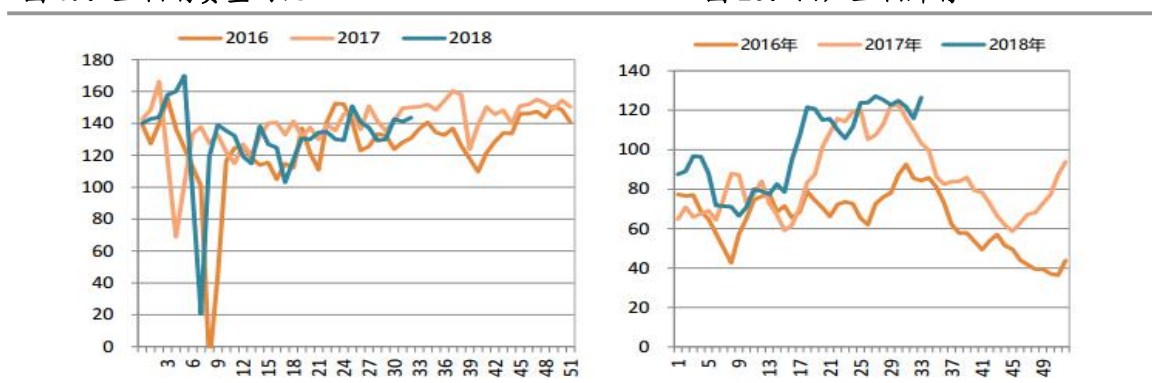
尽管当前国内豆粕供应充足，下游需求疲软，但四季度进口减少的预期不断加强，近日市场预期后期供应可能偏紧，饲料企业增加四季度买货数量，现货市场走势整体强于期货，表明现货供应趋紧的预期将不断在价格中体现，预计后期豆粕价格逐渐趋强。现阶段豆粕现货库存压力仍较大，预计后期大豆压榨利润空间有限。

图 18：进口大豆压榨利润



数据来源：WIND

图 19：豆粕消费量对比



数据来源：天下粮仓

图 20：油厂豆粕库存

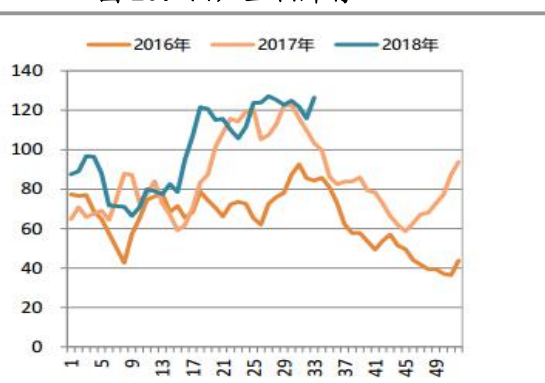
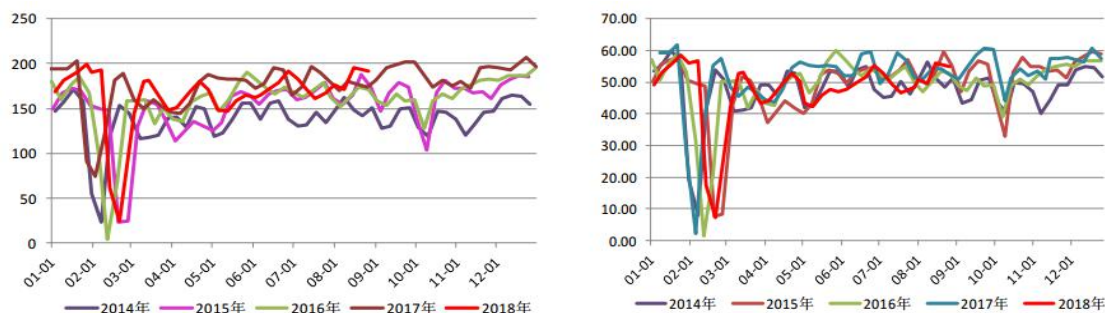


图 21：大豆压榨量

图 22：油厂开机率



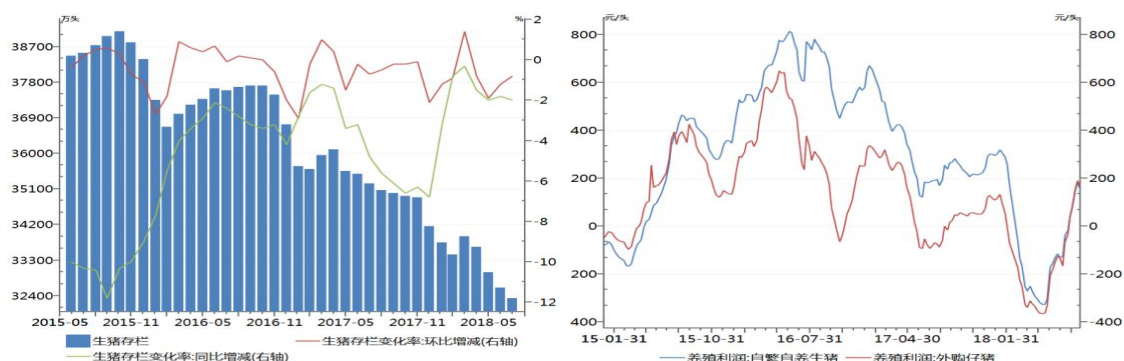
数据来源：天下粮仓

4、生猪疫情影响需求，豆粕消费增速难现

继我国辽宁爆出首例非洲猪瘟病例后，8月16日河南郑州双汇屠宰场确诊疫情，8月19日，江苏连云港海州区某养殖场生猪出现不明原因死亡，国内生猪养殖又遭遇疫情打击，引发市场恐慌，养殖户集中抛售生猪，生猪价格滞涨转跌。市场预期大规模疫病爆发将会造成豆粕需求萎缩，连粕行情急转直下。各地现货价格跟盘走弱，监测显示，辽宁大连地区43%普通蛋白豆粕价格为3230元/吨，天津地区为3190元/吨，山东日照地区为3160元/吨，江苏张家港地区为3200元/吨，广东东莞地区为3210元/吨，均较上周同期下跌20~50元/吨，但跌幅小于期货。8月29日下午中国农业农村部表示，沈阳、郑州等四起非洲猪瘟疫情目前已经得到了有效控制和清除，下一步，农业农村部将加大生猪生产、运输等多环节监管，防止新发疫情出现。农业农村部亦表示，不能排除爆发新的猪瘟疫情的可能性。目前屠宰企业有意在中秋、国庆前稳定生猪市场价格，加之大型猪场挺价，冲抵疫情对生猪市场的影响，但如果形成继续爆发之势，猪价短期难有上涨。目前生猪养殖利润不佳，行业不甚景气的情况下养殖户缺乏大量补库的积极性，豆粕粕价差有利于豆粕添加比例增加，均预示着2018年豆粕消费再难见前两年近两位数的增速。

图 23：生猪存栏变化率

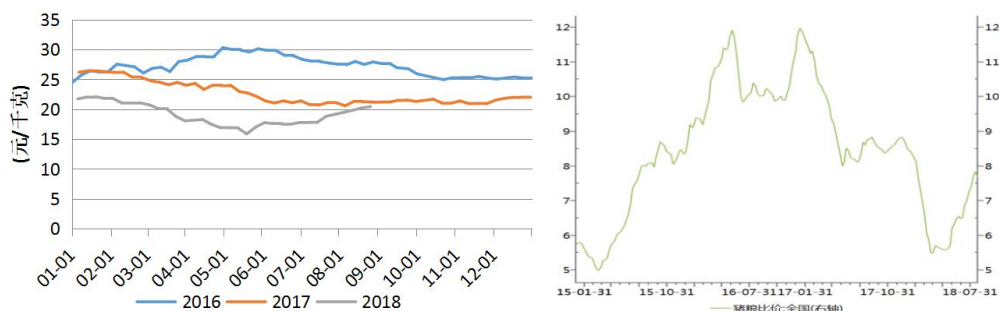
图 24：养殖利润



数据来源：WIND

图 25：猪肉平均价

图 26：猪粮比



数据来源: WIND

三、后市展望

美豆丰产高于 USDA 预估及巴西销售积极施压美豆，供应压力已在盘面体现，美豆维持弱势震荡。但美豆跌临 800 美分存在超卖风险，关注本季价格反复测底、探底进程。总体上，全球大豆供需还是比较宽松，三季度中国进口大豆预计较为充足，目前国内主要地区油厂大豆库存充裕，但是四季度可能受到中美贸易战加剧的考验，进口大豆降幅或超预期，从而利多国内市场。且巴西升贴水连续上涨及人民币贬值等因素推升进口成本，油厂挺价意愿强烈。

前期设备检修的油厂近期陆续恢复开工，整体压榨量受压榨利润的驱动处于较高水平，国内豆粕产出较高。后期随着大豆到港相对减少，豆粕库存将会随着大豆库存下降而下降。非洲猪瘟暂时无法彻底排除，市场情绪受疫情影响而波动，抑制消费需求，从消费端利空粕价，不过近期价格急跌更多反应的是非洲猪瘟背景下市场的恐慌情绪，继续向下的空间相对有限，不宜过分看空。倘若疫情得以控制，贸易争端仍使得豆粕后期回归偏强态势。

免责声明:

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。