

风云动 价格变

摘要

美豆：

中美经贸关系演变成为主导美豆价格走势的主要因素，目前中美两国暂时休战 90 天，持续 8 个月之久的紧张关系得到改善。寄望于中国重新恢复进口美豆，推动美豆期价上涨并站稳 900 美分关口。

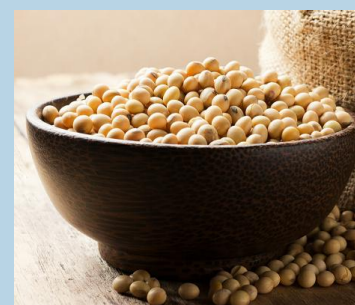
值得关注的是，明年 3 月份中美双方贸易谈判是否能够达成最终一致协议。若明年 3 月份之前，中国重新采购美国商品数量及金额尚未达到美国的要求，贸易关系再度紧张，预计美豆期价因此承压回落，但是在美豆种植面积和产量预期减少的支撑下，预计美豆价格底部将逐渐上移，或在 850 美分关口获得支撑；若明年 3 月份中美双方商谈达成共识，并且取消当前的大豆高关税，那么美豆高库存压力会得到部分释放，美豆期价将借此上扬，但是在南美大豆产量增加预期下，预计明年上半年美豆指数上方或在 960-980 美分处承压。

豆粕：

2018 年上半年主导市场行情的因素为阿根廷天气炒作，下半年主导市场行情的因素为中美经贸关系的演变，当前市场仍在消化中美经贸关系的影响，叠加国内豆粕需求端预期疲软，因而或将拖累明年上半年乃至全年的豆粕价格。不过，中美之间的贸易关系仍存在不确实性，明年 3 月份将成为两国经贸关系的重要节点——若 3 月份前达成共识，取消大豆新增 25% 的关税，预计我国或许会陆续恢复美豆的进口，这将令豆粕价格继续承压。国内豆粕价格与美豆价格的关联性也将回归正常，在美豆成本支撑下，预计国内豆粕下方空间有限，豆粕指数或在 2550-2600 获得支撑；若 3 月份中美两国未达成协议，豆粕价格将出现反弹，在国内需求疲软、南美新豆集中上市的背景下，其上涨空间也会受到抑制，预计压力为 3000，第二压力为 3200。

菜粕：

粕类的价格仍受到中美经贸关系演变的影响，预计菜粕难以脱离豆粕走势独立行情。目前中美两国贸易关系暂缓，市场焦点集中在中国恢复采购美豆的数量和用途上，如果 3 月份前双方达到共识，那么陆续恢复进口大豆原料，将利空国内粕类市场，菜粕也将受之影响跟随调整，预计菜粕指数底部或在 2000-2050；若 3 月份前中美双方尚未达成共识，但在南美大豆陆续集中上市的情况下，国内粕类上涨幅度有限。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

何琳 0451-58896625

投资咨询资格证号

Z0013260

助理分析师

王艳茹 0451-58896619

目录

第 1 章	行情回顾.....	4
第 2 章	全球大豆预期产量增需求减	4
第 3 章	国际贸易形势变化加剧价格波动	5
第 4 章	主产国大豆影响因素	7
4.1	美豆库存持续施压.....	7
4.2	美豆新季种植面积有望下调.....	8
4.3	南美产量恢复性增长	8
4.4	美豆出口步伐预期缓慢	9
4.5	南美大豆出口强劲.....	10
4.6	资金多空转换明显影响价格.....	11
4.7	厄尔尼诺或提升南美大豆产量	12
4.8	美元加息步伐放缓.....	13
4.9	美豆行情展望.....	14
第 5 章	国内豆粕影响因素	14
5.1	大豆进口增速预期放缓	14
5.2	非洲猪瘟意外来袭 生猪补栏再次受创.....	15
5.3	饲料新规调减豆粕使用比例	17
5.4	进口猪肉冲击国内养殖市场.....	18
5.5	去库存速度取决于压榨利润.....	19
5.6	豆粕行情展望.....	20
第 6 章	菜籽粕影响因素.....	20
6.1	国际菜籽影响因素.....	20
6.1.1	全球菜籽产量维持高位.....	20
6.1.2	全球菜籽消费稳中有降.....	21
6.2	国内菜粕影响因素.....	22
6.2.1	菜籽产量下降，进口量创新高.....	22
6.2.2	菜粕需求稳中有增.....	22
6.3	菜粕行情展望.....	23
南华期货分支机构		24
免责声明.....		26

图表目录

图 1: 全球大豆供需平衡表 (左单位: 百万吨 右单位: %)	5
图 2: 美豆期价与连粕期价走势图	5
图 3: 美国大豆供需平衡表 (左单位: 百万吨 右单位: %)	8
图 4: 巴西及阿根廷大豆产量 (单位: 百万吨)	9
图 5: 美豆对华周度出口销售量 (单位: 吨)	10
图 6: 美豆周度出口净销售量 (单位: 吨)	10
图 7: 巴西、阿根廷豆及美豆出口量 (单位: 百万吨)	11
图 8: 期货和期权总持仓与期价走势图 (左单位: 手 右单位: 美分/蒲式耳)	12
图 9: 巴西、阿根廷大豆产量 (单位: 百万吨)	12
图 10: 平均海面温度 (sst) 异常指数 (单位: °C)	13
图 11: 美元指数与美豆价格走势图 (左单位: 美分/蒲式耳)	13
图 12: 我国大豆进口及豆粕消费量 (左单位: 百万吨 右单位: %)	15
图 13: 生猪存栏量 (单位: 万头)	16
图 14: 生猪养殖利润 (单位: 元)	16
图 15: 非洲猪瘟疫情分布图	16
表 1: 我国粕类消费对比 (单位: 万吨)	17
图 16: 豆粕在蛋白粕占比 (单位: %)	17
图 17: 猪肉进口量 (单位: 万吨)	18
图 18: 2017 年中国猪肉进口国家和比例统计 (单位: %)	19
图 19: 沿海豆粕库存 (单位: 万吨)	19
图 20: 全球菜籽产量 (单位: 千吨)	21
图 21: 全球菜籽压榨量 (单位: 千吨)	21
图 22: 菜籽种植面积与产量对比图 (左单位: 千吨 右单位: 千公顷)	22
图 23: 国内菜粕消费用量 (单位: 千吨)	23

第1章 行情回顾

一是阿根廷干旱天气——去年年末市场已预计 2017/18 年度发生弱拉尼娜现象的概率为 70%–90%（拉尼娜现象将导致南美区域出现干旱天气，特别是阿根廷地区）。去年 12 月份开始，阿根廷干旱天气初现端倪，受此影响，CBOT 大豆价格重心小幅上移。在今年 2 月份中国春节假期期间，阿根廷干旱天气加剧，促使 CBOT 大豆期价加速上行。3 月初市场预期阿根廷大豆产量下降至 4000 万吨，推动 CBOT 豆粕指数创出新高至 398.3 美分，受其带动美豆创出近一年新高至 1076.4 美分。

虽然从太平洋厄尔尼诺系数来看，2017/18 年度拉尼娜现象相对较弱，最终阿根廷大豆产量由上年度的 5500 万吨减少至 3780 万吨，同比下降 31.3%，远超出 2011/12 年度的减产幅度 10.1%，同时也超出 2007/08 年度的减产幅度 30.7%。因此，阿根廷的天气炒作成为 2018 年一季度主导市场行情的核心因素。

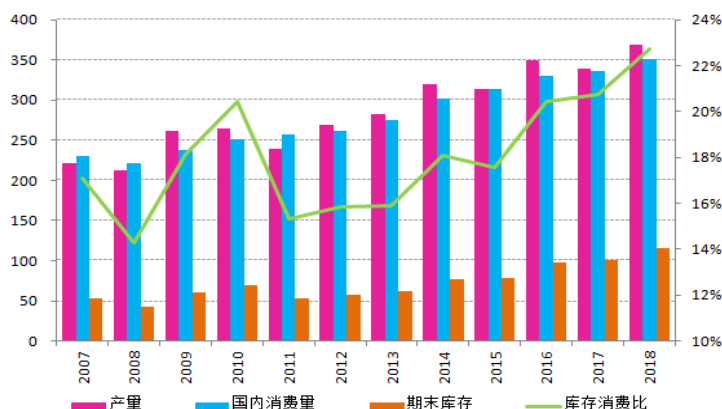
二是中美经贸关系“灰天鹅”事件——进入二季度，南美阿根廷的天气炒作逐渐淡出市场，中美贸易关系演变掀起市场波澜——3 月 23 日，特朗普提出对中国总价值 500 亿美元的进口产品加征 25% 关税的消息确认，当天我国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单，中美贸易摩擦就此拉开序幕，预期进口美豆受到限制，国内豆类期货品种相应高涨。随后，中美双方经过多次商谈但也多次实施关税政策——7 月 6 日，中美双方正式启动对 360 亿商品加增 25% 的关税，此前美豆期价走势中包含对贸易的预期，当日，利空出尽的夜盘美豆期价大幅上涨 4.5%，扭转前期美豆期价低迷行情。8 月 23 日中美双方 140 亿商品加增 25% 的关税，当日美豆期价下跌 1.81%。9 月 18 日，特朗普政府宣布对华 2000 亿美元商品征收关税，清单生效日为 9 月 24 日。对此，中方决定对原产于美国约 600 亿美元商品，加征 10% 或 5% 的关税，与美方同步实施，导致美豆指数再创近 10 年来新低至 826 美分。11 月 1 日中美双方领导人进行了电话商议，美方表示与中方的交谈非常顺利，促使美豆暴涨 3.35%，国内豆粕跌停。接着市场关注的焦点集中在 11 月底 G20 峰会中美两国首脑会晤，根据市场传言此次会晤中美持续八个月之久的贸易摩擦预期缓和，推动美豆缓慢攀升达到 900 美分附近。11 月 30 日 G20 峰会中美领导会晤尘埃落地，双方达成一定共识，经贸紧张关系暂时缓解，美豆指数突破 900 美分关口并站稳。

第2章 全球大豆预期产量增需求减

12 月份美国农业部（USDA）数据显示，2018/19 全球大豆产量大幅增加至 3.692 亿吨，较上年度 3.3947 亿吨增加 2973 万吨，增幅达到 8.75%，其中美国大豆产量为 1.2518 亿吨，占全球总产量的 33.9%，巴西产量自上年度第一主产国降为第二名，大豆产量预估为 1.22 亿吨，占全球总产量的 33%，阿根廷大豆在经历上年度大幅减产，本年度产量将恢复至 5550 万吨，占全球总产量的 15.03%。在全球大豆产量居高不下的背景下，消费也随之微幅增加，本年度消费总量达到 3.5153 亿吨，较去年增加 1545 万吨。但是消费的增幅难抵产量的增幅，最终全球大豆期末库存创出历史新高至 1.1533 亿吨，对应的库存消费比为 22.72%，比较上年 21.18% 增加 3.66%。在能够确定本年度南美大豆产量恢复正常水平的情况下，预计 2018/19 年度全球大豆继续保持偏松的供应格局。

整体来看，2018/19 年度全球大豆的三大主产国呈现“两增一稳”的趋势，未来市场的不确定性来自于全球最大消费国——中国的进口和消费数量变化。中国大豆消费数量大幅下滑，则在全球大豆“产量增、消费减”的格局下，全球大豆价格缺乏上涨动力。

图 1：全球大豆供需平衡表（左单位：百万吨 右单位：%）



数据来源：USDA 南华期货研究所

第3章 国际贸易形势变化加剧价格波动

2018 年豆类市场行情的主要因素除了上半年阿根廷干旱天气造成大豆严重减产之外，最主要的贯穿全年的国际贸易形势变化，重要时间节点如下：

3 月 23 日，特朗普在白宫签署总统备忘录，对中国总价值 500 亿美元的进口产品加征 25% 关税的消息确认。当天我国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单，中美贸易摩擦就此拉开序幕。

图 2：美豆期价与连粕期价走势图



数据来源：USDA 南华期货研究所

4 月 4 日清晨，美国政府发布加征关税的商品清单，对我国出口到美国价值 500 亿美元的商品加征 25% 的关税。当天下午，国务院关税税则委员会对原产于美国的大豆、汽车、化工品等商品加征 25% 的关税。当天，美豆指数迅速下挫至 991.6 美分，尾盘反弹收于 1021.4 美分，日内跌幅达到 2.05%。国内豆粕在 4 月 9 日开盘跳空高开低走，日内涨幅达到 4.33%。

随后中美贸易双方代表进行贸易谈判，两国贸易摩擦反复。5 月 19 日，中美贸易双方代表就部分商品贸易达成协议，中美双方各自做出些许让步，使中美贸易紧张关系暂时缓解，国内外市场逐渐回归基本面。

6 月 15 日，美方公布前期对中国总价值 500 亿美元的进口产品征收 25% 关税的有关清单，并称 7 月 6 号实施。6 月 16 日，国务院关税税则委员会发布公告，对原产于美国约 500 亿美元进口商品加征 25% 关税清单，包括农产品、汽车、水产品等商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税。

6月18日美国称将制定2000亿美元征税清单。对此，我国商务部发言人表示，中国将对此有力反制，推动中美贸易摩擦继续升级。受此影响，6月19日美豆指数急剧下跌至864.5美分，创出近三年半新低，随后因买家逢低买入，致使美豆价格反弹，尾盘收于906美分。国内豆粕跳空高开低走，日内涨幅达到2.95%。

7月6日，中美双方针对前期公布500亿美元商品清单中的340亿美元启动加征25%的关税，但由于在此前美豆期价走势中一直包含对贸易摩擦的预期，因此在实施关税政策落地后，利空出尽的夜盘美豆期价大幅上涨4.5%，扭转前期美豆期价低迷行情。而受此政策实施影响，同日连粕则收于伴有下影线的中阴线。

8月2日，特朗普政府将对华2000亿商品的前期10%关税上调至25%，8月3日中方决定对美国的部分进口600亿美元的商品征收25%、20%、10%、5%不等的关税。

8月8日，美方决定自8月23日起对160亿美元中国输美产品加征25%的关税，为此中国决定对160亿美元自美进口商品加征25%的关税，并与美方同步实施。随后市场有消息称中美两方进行贸易磋商，促使美豆指数呈现反弹。

8月23日副部长王受文代表中方赴美进行贸易磋商，但谈判未取得进展，随后美方对160亿商品加征25%关税，同时我国也对此做出反制。消息公布当日美豆指数下跌1.82%，连粕跟随美豆调整，同时连粕也受国内猪瘟疫情的蔓延压制，8月末连粕跌破2980附近，曾触及前期6月份低点。

9月12日道琼斯称，美国邀请中国展开新一轮的贸易谈判，由对华态度相对温和的姆努钦作为美方代表，美豆指数在创出新低后出现反弹。连粕受此利空推动，期价大幅下跌至2988。但9月13日有消息称美方正准备对华2000亿美元商品加征关税，美豆期价继续下挫。

9月18日，特朗普政府宣布对华2000亿美元商品征收关税，清单生效日为9月24日，截止2018年年底税率为10%。自2019年1月1日，税率调整为25%。同时特朗普声称，如果中国采取报复行为，美国将立即执行阶段三的行动，即针对来自中国的2670亿美元的商品征收关税。对此中方决定对原产于美国约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，与美方同步实施。导致美豆指数再创近10年来新低至826美分，连粕期价则继续收涨。

9月24日，中美双方如期实施新一轮的关税政策，与此同时我国公布《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》白皮书，中美贸易关系再度升级，促使美豆指数在连续上涨三日后小幅回落，连粕指数在节后开盘首日大幅上涨，日内涨幅达到2.72%。

国庆期间，美国、加拿大、墨西哥签署新的自由贸易协定，阻止墨西哥、加拿大与中国达成自贸协定。中美贸易关系愈演愈烈，因此促使国庆假期后的第一个交易日国内豆粕指数跳空高开高走，日内涨幅2.95%，创出新高后买盘跟进，又将期价推升至六个月来新高至3364。

11月1日，特朗普推特发文表示，与中国的贸易谈判“进展顺利”，中美双方领导进行了“非常好的”电话讨论。并且计划在阿根廷G20峰会上，中美两国领导人将当面会晤。受此影响，当日美豆指数大涨3.29%，扭转前期低迷走势。国内豆粕主力合约在11月2日共减仓19万手，封死于跌停板3100附近，跌幅达到4.99%。

11月6日，美国中期选举尘埃落定，当天王岐山在新加坡表示，中方愿推动中美经贸问题达成解决方案。11月8日习主席会见美国前国务卿基辛格，随后王毅称中美双方领导G20峰会会晤对双方均具有重要意义。11月14日，彭博社称，特朗普政府计划促使中国政府在任何可能达成的贸易协议中做出承诺，恢复进口美国大豆。中美经贸关系预期缓和，促使连粕价格承压回落。

11月15日，美国商务部长罗斯表示，中美首脑峰会充其量只会达成框架贸易协议，且仍计划于1月1日继续对中国加征关税。此消息令市场人士担心中美贸易缓和预期再生变故，连粕指数受此刺激，16日开盘直线拉升50个点，日内涨幅达到2.43%。

11月16日路透社称，中国就解决中美贸易紧张局势已向美国发送了清单，尽管特朗普觉得其中省去了四五条重要条款。但特朗普表示，美国可能不必对中国采取进一步关税行动。当日美豆指数开盘拉升10余点，连粕受此影响，16日夜盘滞涨回落。

11月20日消息称，美副总统彭斯在APEC会议攻击中国一带一路战略，降低了中美双方月底解决贸易争端的预期。受此影响，美豆指数大幅下挫2.06%，但连粕并未如往常一样因贸易摩擦担忧反弹，反而因基本面压力低开回落。随后关于中美经贸关系的消息频出，且“忽冷忽热”，主导着市场相关商品的价格走势。

11月30日G20峰会期间中美两国首脑举行晚宴会晤，结果双方达成了共识，停止加征新一轮的关税。美国白宫秘书处发布声明称，在2019年1月1日，美国将对2000亿美元的中国产品征税税率维持在10%。中国同意从美国购买尚未商定但非常大量的农业、能源、工业和其他产品，以减少两国之间的贸易不平衡。中国已同意立即开始从美国农民手中购买农产品，双方同意将尽力在未来90天内完成此项交易。但同时也表示，如果在这段时间结束时，双方无法达成协议，10%的关税将提高到25%。受此刺激，12月3日美豆指数跳空高开，上方幅度达到1.85%。国内连粕开盘跳水，随后迅速拉升，促使K线收出伴有较长下影线的阴线。

12月6日消息，孟晚舟在加拿大温哥华被逮捕，为暂时休战缓和的中美经贸关系蒙上阴影。受此影响，美豆指数在连涨四日后首次回落，盘中曾回补跳空缺口。国内连粕开盘直线拉升，随后震荡回落2800关口之下。

12月7日，美国白宫经济顾问表示，如果中美双方贸易谈判“良好”，特朗普考虑将延长与中国90天的关税休战期。12月12日，中美双方再次进行电话磋商，特朗普发推文称此次通话“非常富有成效”。

12月14日，国务院关税税则委员会公布，对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税25%。随后路透社，美国公布对中国2000亿美元商品加征关税时间调整为2019年3月2日凌晨0时1分。另外，随着中国重新采购美豆，推动美豆期价上扬，国内连粕指数则承压回落，跌逾15个月来新低至2685。

12月20日，商务部负责人确认，中美双方将会在明年1月份举行会谈。并且表示中美元首会晤以来，双方已经就磋商的议题和安排进行了详细讨论，也将根据磋商进展的需要，随时安排包括会面、通话在内的磋商活动，推动落实元首会晤的共识。

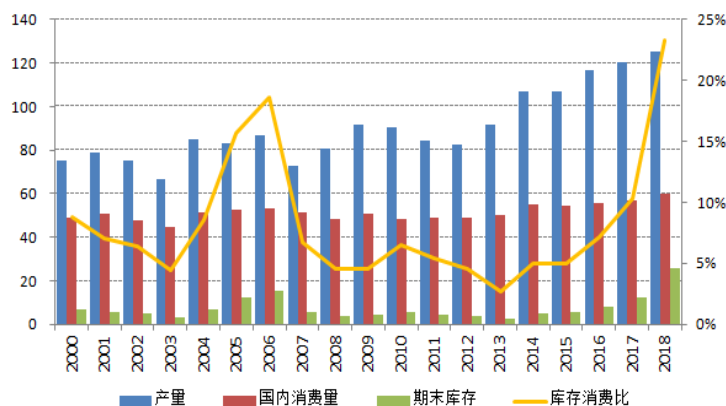
第4章 主产国大豆影响因素

4.1 美豆库存持续施压

12月份美国农业部(USDA)数据显示，2018/19年度美豆播种面积下调至8910万英亩，收割面积降至8830万英亩，较去年8950万英亩减少120万英亩。但是由于今年美豆单产创历史新高至52.1蒲式耳，促使美豆产量再创新高至46亿蒲式耳(1.2518亿吨)，连续四年创出新高。

然后，今年较大的形势变化是中美经贸紧张关系影响，使得美豆出口一直大幅落后于往年同期水平，导致USDA下调本年度美豆的出口数据至19亿蒲式耳(5171万吨)，去年为5795万吨。因此，在本年度美豆丰产、出口下滑的情况下，美豆期末库存创出历史新高至9.95亿蒲式耳(2600万吨)，致使库存消费比达到23.29%，这是历年来首次突破20%的占比。美豆高库存状况将是明年上半年继续施压大豆市场的主要原因，相对充裕的市场供给将使得买家不急于采购，预计期价即便走出反弹行情但空间有限。

图 3：美国大豆供需平衡表（左单位：百万吨 右单位：%）



数据来源：USDA 南华期货研究所

4.2 美豆新季种植面积有望下调

自 3 月初国际贸易形势发生转变，我国买家逐渐减少对美国大豆的进口数量，另外，7 月 6 日中美双方互加征 25% 的关税，中国买家将采购对象转向南美市场，促使美国大豆的出口销售一直处于历年同期低位。受此影响，本年度收割的美豆几乎存放在农户手中，有消息称，“根据明尼阿波利斯联邦储备银行的研究报告显示，明尼苏达州、蒙大拿州、北达科他州和南达科他州以及威斯康星州西北部的部分地区至少有 84 家农场，在截至今年 6 月份的 12 个月内申请破产，破产数量是 2014 年同期的 2 倍多，创下自 2008 年金融危机以来的最高纪录。”

由于种植受益明显受到影响，11 月份美国农业部（USDA）发布的早期基准线预测数据显示，针对 2019/20 年度而言，预计美国大豆播种面积将降至 8250 万英亩，低于 2018/19 年度的 8910 万英亩。同时，预计 2019/20 年度玉米种植面积为 9200 万英亩，高于 2018/19 年度的 8910 万英亩。预计 2019/20 年度所有小麦种植面积为 5100 万英亩，高于 2018/19 年度的 4780 万英亩。并且，预计未来 10 年里美国农户可能提高玉米播种面积，同时减少大豆播种面积——预计美玉米将提高到 9300 万英亩，然后逐步回落，2028/29 年时预计为 9150 万英亩；美国大豆播种面积将位于 8200 到 8500 万英亩的范围内。

整体来看，虽然当前美豆的高库存压力，制约近月美豆期价上涨幅度，但是 2019 年 2 月-3 月份预计市场将对新年度美豆播种面积展开炒作，3 月末的美国种植意向报告仍是市场的焦点，建议关注此前各分析机构预判大豆种植面积数据对 8250-8300 万英亩的偏离度。从目前美豆期价的升水状况来看，代表新年度美豆供需格局的 11 月期价 943.5 美分/蒲式耳已高于 9 月价格 938 美分/蒲式耳，也体现出对面积及产量减少的预期。因此，在未来美豆的种植面积呈现下滑趋势的预期下，明年上半年也将会出现围绕新豆产量的阶段性的期价走强行情。

4.3 南美产量恢复性增长

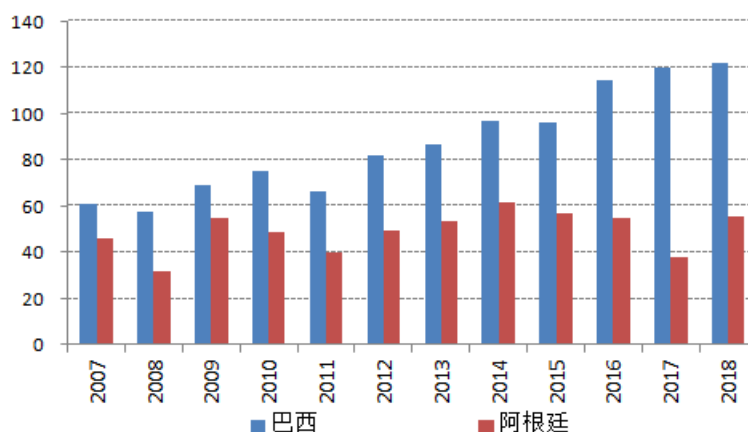
巴西方面，由于中美之间经贸关系的转变，我国对巴西大豆的需求增加，巴西 Agrural 预计新季大豆种植面积增加至 3580 万公顷，比 2017 年大豆种植面积增加 2%，而 9 月份美国农业部预计 2018/19 年度巴西大豆种植面积为 3750 万公顷，较上一年度增加约 7.1%。面积扩增之下，巴西新豆播种期天气良好，截止 12 月 14 日当周，巴西 2018/19 年度大豆播种率为 98.8%，这是创出有记录以来最快的播种进度。年底南美大豆即将进入生长的关键阶段——灌浆鼓粒期，此时需耗水量约 60%。由于在经

历上年度的拉尼娜现象导致的干旱天气后，市场预期本年度发生厄尔尼诺现象的概率较大，厄尔尼诺现象将会促使南美迎来有利的降雨天气，这将利于大豆作物的生长。因此，在面积增加的背景下，天气也风调雨顺，预计 2018/19 年度巴西大豆有望再创历史新高至 1.22 亿吨（12 月份美国农业部数据）。据悉，早熟豆将提前于 12 月末-1 月初上市。

阿根廷方面，2017/18 年度遭受严重的干旱天气，促使其产量大幅下滑至 3780 万吨。在经历严重减产，市场预期 2018/19 年度阿根廷大豆产量将呈现恢复性增长，12 月份美国农业部（USDA）预计本年度产量恢复到 5550 万吨。截至 12 月 12 日，阿根廷 2018/19 年度大豆播种工作完成 68.8%。另外，天气预测显示厄尔尼诺的概率增加，为预期恢复性增长的阿根廷大豆提供了更加有力的天气条件。

总体来看，本年度南美大豆的产量预期增长，会给全球大豆的供给再度带来较大的压力，对大豆的价格将形成较长时间的压制。

图 4：巴西及阿根廷大豆产量（单位：百万吨）

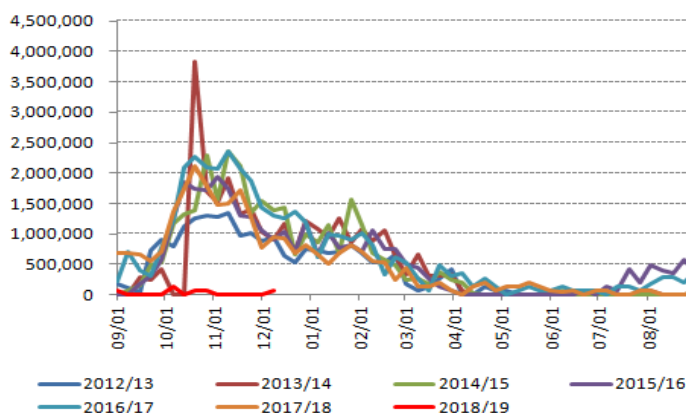


数据来源：USDA 南华期货研究所

4.4 美豆出口步伐预期缓慢

2018 年中美贸易关系的演变成为主导美国大豆出口的因素。自 3 月份开始，中美经贸关系发生转变，我国进口美豆的数量就呈现持续下滑态势，叠加 7 月 6 日中美双方加征 25% 的关税，美豆进口成本大幅提升，促使在美豆传统销售季，美豆对华出口销售量几乎为 0 吨。美国农业部数据显示，截止到 12 月 6 日，2018/19 年度（始于 9 月 1 日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为 34.1 万吨，远远低于去年同期的 1702.5 万吨。美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 52.4 万吨，较去年同期的 2152.9 万吨减少 97.6%。

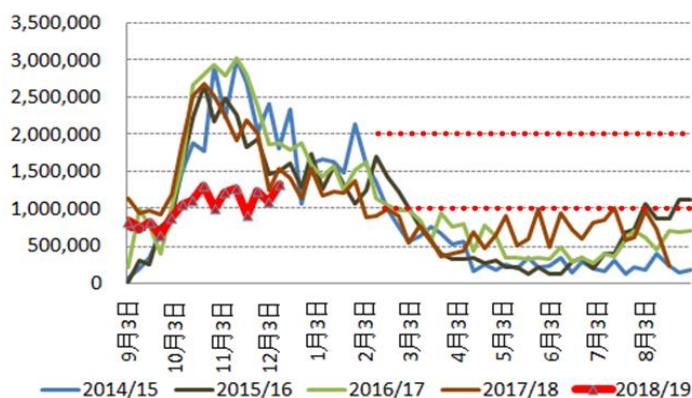
我们对比得出，目前美豆对华出口落后 1700 万吨，而美豆总出口量落后 1050 万吨，相差 650 万吨的数量主要由于前期低价的美豆吸引了周边其他国家的购买热情——其中 9 月份到 11 月份，阿根廷采购美豆的数量达到 120 万吨。但是，随着近期美豆期价走强，叠加我国进口美豆目前仍维持 28% 的关税，促使美豆的进口成本持续高企。南美大豆乘机提速升贴水报价，曾一度使得南美大豆到港成本几乎赶上加税后的美豆到港成本价格。随着时间推进，因预期中美经贸关系缓和开始，巴西及阿根廷主动下调大豆升贴水以获得低价优势，截止 12 月 20 日，巴西进口大豆升贴水由此前 275 美分/蒲式耳下调至 57 美分/蒲式耳，促使美豆与巴西大豆的进口到港完税价相差回落至 700 元/吨左右，目前巴西大豆进口成本优势再度显现。

图 5：美豆对华周度出口销售量（单位：吨）


数据来源：USDA 南华期货研究所

假设美豆为加快出口节奏，缓解当前高库存压力，那么在南美大豆集中上市前，推算美豆周度出口量将达到 195-200 万吨。然而从数据统计显示，美豆集中销售旺季，美豆最大周度出口量仅达到 200-250 万吨，而且今年巴西的早熟豆预期提前收获，未来随着新豆大量上市，抢先挤占美豆的出口份额，预计美豆后期的出口难以达到预期水平。

对比来看，历年 3 月-8 月末，由于南美大豆上市挤占美豆出口份额，随后美豆出口销售情况进入到年度底部水平。因此，在中美贸易关系仍存在不确定的前期下，预计明年上半年美豆滞后的出口销售数量对美豆价格形成较大的压力。

图 6：美豆周度出口净销售量（单位：吨）


数据来源：USDA 南华期货研究所

4.5 南美大豆出口强劲

2018 年 3 月开始，受中美贸易紧张关系影响，巴西大豆出口更为强劲，12 月份 USDA 数据显示，2017/18 年度巴西大豆出口销售量约为 7620 万吨（超出美国大豆出口销售约 31.49%），预计 2018/19 年度巴西大豆出口销售量约为 7700 万吨，超出美国大豆出口销售约 48.9%。

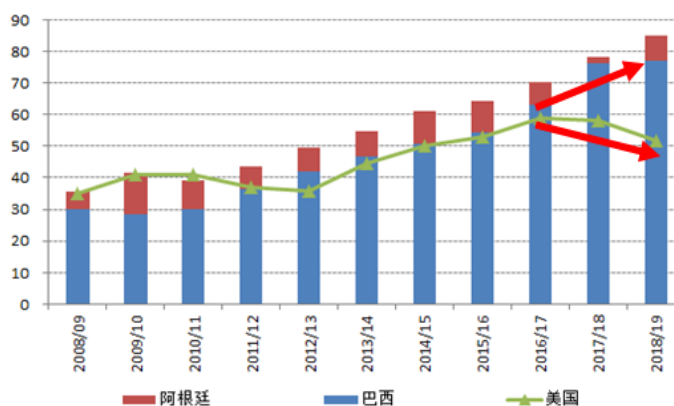
与往年略有不同的是，巴西新季大豆播种提前半个多月完成。据报道预计，12 月末巴西大豆可能完成收获 1% 的大豆（约 120 万吨左右），若后期天气维持风调雨顺，1 月份预计将收获 20% 的大豆，

相当于 2500 万吨。另外，由于今年国际贸易形势发生变化，促使中国对巴西大豆的需求旺盛，据巴西贸易商和船运调查机构最新数据显示，2018/19 年度巴西大豆出口量将超过 8000 万吨。

阿根廷方面，2018 年年初因拉尼娜现象导致阿根廷大豆减产 2000 万吨下滑至 3700 万吨，导致当年南美出口份额多被巴西大豆挤占。然而 2018/19 年度，市场普遍预计阿根廷大豆产量将恢复性增加。国际贸易形势也将影响阿根廷大豆出口。阿根廷谷物出口商协会主席称，“2018/19 年度阿根廷将对中国出口 1600 万吨大豆，创下历史最高纪录。但是如果中美贸易紧张关系得到缓解，阿根廷对中国的大豆出口量可能恢复到正常水平，约为 700 万吨。”

在美豆高库存的背景下，叠加巴西早熟豆提前上市，从时间点来看，12 月中下旬或明年 1 月份巴西大豆将陆续上市，并且将持续到 5 月份，同美豆相比，国内压榨企业更愿意购买蛋白较好的巴西大豆。我们预计后期巴西有望继续主动下调升贴水来获得低价优势，南美大豆仍会对延后的美豆出口形成较大竞争力。

图 7：巴西、阿根廷豆及美豆出口量（单位：百万吨）



数据来源：USDA 南华期货研究所

4.6 资金多空转换明显影响价格

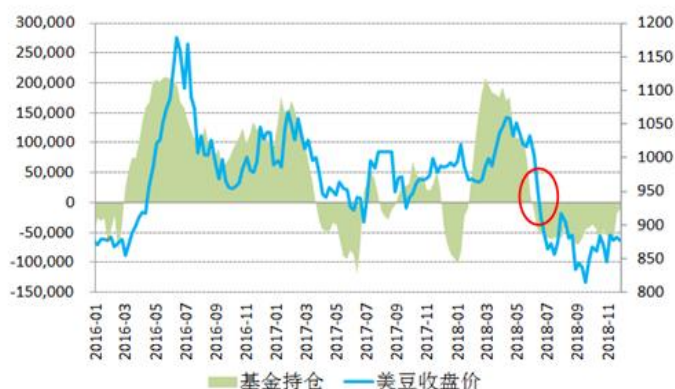
CFTC 基金持仓结构向来是投资者关注的重要因素，对期货行情的判断和预测具有一定的前瞻性和准确性。从美豆基金持仓与期价走势图可以看出，基金净多持仓与美豆期价之间呈现较强的正相关性。

今年年初以来，受阿根廷干旱天气推动，美豆期价大幅上涨。从美豆期货和期权基金方面分析，2 月初基金由前期的净空单转变为净多单，并且持续增加接近前期高位，随后美豆期价跟随上涨，在基金净持仓达到相对高位达到 208200 手后，美豆期价也创出近一年来的高点至 1060.25 美分。

然而随着中美之间贸易紧张关系的演变和升级，基金在 6 月 19 日由净多单转为净空单，此时美豆期价已处于下行通道中，并且在净空单持续增加至 69813 手时，美豆期价创出两年来新低至 814.25 美分。

今年净多转净空后持续时间长达 5 个月。11 月底 G20 会议后，中美经贸关系暂时休战 90 天，截止 12 月下旬，已持续四周减持净空单情况下，美豆缓步攀升至 900 美分附近。我们预计，若中美双方达成协议，后市基金多头存在加码动能，预计美豆基金持仓或将呈现由空翻多或持续增多，届时美豆或将表现相应强劲。

图 8：期货和期权总持仓与期价走势图（左单位：手 右单位：美分/蒲式耳）

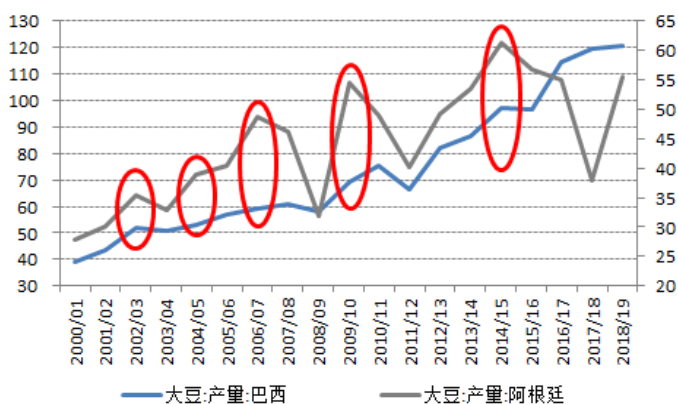


数据来源：CFTC 南华期货研究所

4.7 厄尔尼诺或提升南美大豆产量

厄尔尼诺现象，是太平洋赤道带大范围内海洋和大气相互作用后失去平衡而产生的一种气候现象，一般指赤道东部和中部太平洋地区的热带海洋的海水温度异常、持续的升高。当厄尔尼诺现象发生时，通常会给南美的巴西和阿根廷大豆主产区带来较为历史平均正常偏多的降雨和适宜的温度，这将有利于大豆的生长。据统计，在出现厄尔尼诺天气的年份，70%的时间里大豆单产高于平均水平。从历史情况来看，自 2000 年以来，共发生了五次大规模的厄尔尼诺现象，分别是 2002/2003 年、2004/2005 年、2006/2007 年、2009/2010 年、2014/15 年，而每次厄尔尼诺的发生都伴随着南美大豆产量的增长，比如，巴西大豆产量分别同比增加 19.5%、0.39%、0.35%、19.3%、12.1%；阿根廷大豆产量分别同比增加 18.3%、18.1%、20.5%、70.3%、15%。

图 9：巴西、阿根廷大豆产量（单位：百万吨）

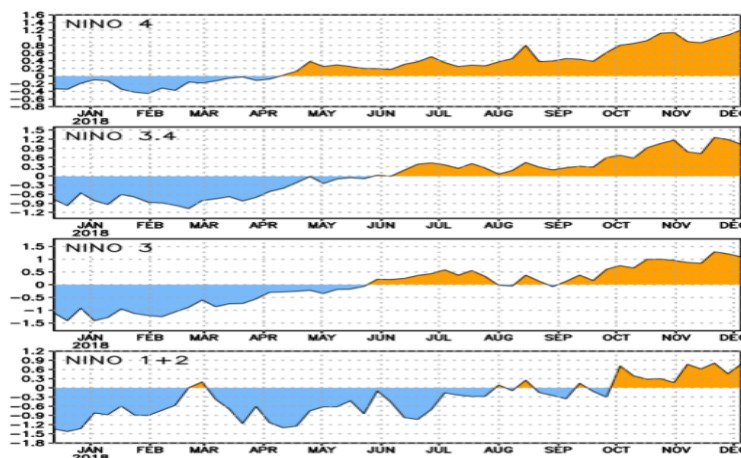


数据来源：USDA 南华期货研究所

今年 10 月 11 日日本气象局称，今年北半球秋季有 70% 的概率发生厄尔尼诺现象。澳大利亚气象局 10 月份也称，由于西太平洋变暖导致今年发生厄尔尼诺现象的概率为 70%。11 月 27 日，联合国世界气象组织（WMO）最新分析，2018 年 12 月至 2019 年 2 月期间发生弱到中等厄尔尼诺现象的概率估计为 75- 80%。

从平均海面温度异常指数来看，自今年 10 月以来，热带太平洋中东部的海面温度就一直处于弱的厄尔尼诺现象水平，而且从加勒比海到南部非洲国家干旱的机会将增加，而强降雨可能会袭击美国和欧洲的部分地区。整体的气候影响有 60% 的几率将延续到明年的 2 月至 4 月。但是由于海表温度的峰值达到或高于平均值 0.8℃至 1.2℃，一般情况下，1.5℃以上视为强厄尔尼诺现象，因此我们预计本次出现强厄尔尼诺事件可能性小。那么，届时巴西、阿根廷大豆将有望受到弱到中等厄尔尼诺现象的推动，产量有望继续提升。

图 10：平均海面温度（sst）异常指数（单位：℃）

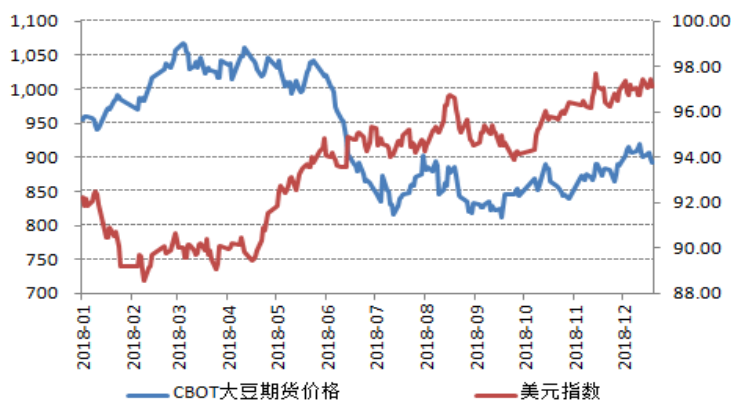


数据来源：NOAA 南华期货研究所

4.8 美元加息步伐放缓

从美元指数与美豆价格走势图可以看出，今年年初美元指数走弱，直到 2 月 6 日创出近三年低点至 88.251，3 月份美联储开始年内首次加息，提高 25 个基点，但美元指数未见好转，4 月底前美元指数在 90 美分附近徘徊。在此期间，美豆期价整体呈现高位震荡态势。5 月初开始美元指数呈现反弹，6 月中旬美联储二次加息，上调 25 个基点至 1.75%-2.00%，再次推动美元指数上扬，6 月末达到上半年以来的高点，然而美豆期价走势却与之恰恰相反。整体来看，上半年美元指数与美豆期价之间呈现出明显的负相关性。

图 11：美元指数与美豆价格走势图（左单位：美分/蒲式耳）



数据来源：USDA 南华期货研究所

三季度初美元指数高位震荡，8月份逐渐走强至97美分附近，随后高位回落至9月中下旬，9月27日美联储迎来年内第三次加息，促使美元指数持续走强，11月中旬升至年内新高98。在此期间，由于中美贸易摩擦持续升级，美豆期价大幅下挫，随后维持底部震荡，11月初开始预期中美经贸关系缓解，美豆期价走出底部震荡区间，呈现反弹态势。整体来看，下半年美元指数与美豆期价一改往日的关系，几乎呈现出同涨同跌的行情。

12月20日美联储如期进行年内第四次加息，再次上调25个基点至2.25%-2.5%。针对2019年分析来看，预计美国2019年GDP增速下调至2%左右，中位数PCE通胀与核心PCE预期为1.9%和2.0%的前提下，从2019年底联邦基金利率的预测中位值为2.875%来看，预计美联储2019年将加息两次。也有经济学家预测，2019年美联储将加息3次，2020年将加息1次。尽管市场对美联储加息预期众多纷纭，但整体来看，美联储或已从从密集加息转向缓慢加息的步伐，这或将抑制美元指数继续走强。我们预计即便维持在95-100区间，也将抑制美豆价格的走强势头。

4.9 美豆行情展望

中美经贸关系演变成为主导美豆价格走势的主要因素，目前中美两国暂时休战90天，持续8个月之久的紧张关系得到改善。寄望于中国重新恢复进口美豆，推动美豆期价上涨并站稳900美分关口。

值得关注的是，明年3月份中美双方贸易谈判是否能够达成最终一致协议。若明年3月份之前，中国重新采购美国商品数量及金额尚未达到美国的要求，贸易关系再度紧张，预计美豆期价因此承压回落，但是在美豆种植面积和产量预期减少的支撑下，预计美豆价格底部将逐渐上移，或在850美分关口获得支撑；若明年3月份中美双方商谈达成共识，并且取消当前的大豆高关税，那么美豆高库存压力会得到部分释放，美豆期价将借此上扬，但是在南美大豆产量增加的预期下，预计明年上半年美豆指数上方或在960-980美分处承压。

第5章 国内豆粕影响因素

5.1 大豆进口增速预期放缓

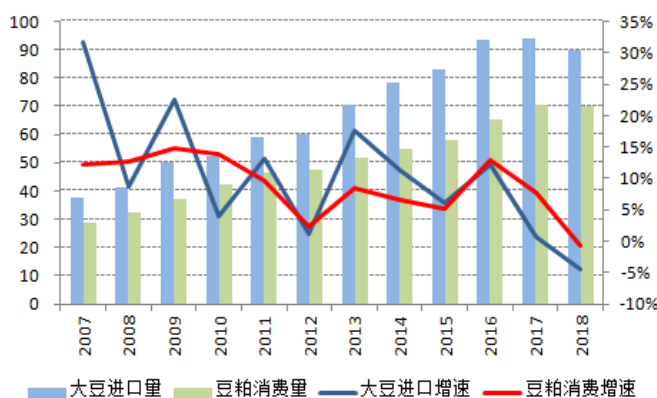
12月份美国农业部(USDA)数据显示，2018/19年度我国大豆进口量由上年度的9413万吨下调至9000万吨，占全球大豆出口总量的59%。对比来看，12月份我国国家粮油信息中心数据显示，2018/19年度我国大豆进口量下调至8400万吨，同比减少10.76%。总体都是呈现大豆进口缩减局面，究其原因，主要来自于以下两方面：

一是今年国际贸易形势发生巨大变化，改变了以往的大豆贸易格局。自3月末开始中美之间的经贸关系发生转变，两国间贸易量较大的大豆首当其冲，最先实施加征25%的政策。受此影响，我国买家大幅减少对美豆的进口，导致预期原料供应出现短缺。为此，我国积极采取各种办法缓解国内蛋白原料短缺的问题——4月份我国农业出台种植大豆的补贴200元/亩高于玉米的政策明确了鼓励大豆种植的导向；6月份国务院发布通知称，从7月起将对原产于印度、孟加拉国、老挝和斯里兰卡等国的进口大豆实行零关税；10月中旬有消息称中储粮将在明年初定向投放500-600万吨储备大豆给压榨企业，填补部分原料缺口；10月22日海关总署发布公告称，在印度菜籽粕满足中国的检验检疫要求下，可以从10月22日起恢复对华出口；10月25日财政部发布通知称，取消豆粕出口退税；10月30日，中国饲料行业协会出台饲料新标准，预期将有效减少豆粕等蛋白饲料原料用量约1100万吨，核算成大豆约1400万吨。

二是今年 8 月初我国沈阳发生了首例非洲猪瘟疫情，随后由北向南逐步扩散蔓延，截止目前全国共出现 100 起非洲猪瘟疫情，涉及 19 个省 4 个直辖市，共扑杀生猪 63.1 万吨。非洲猪瘟疫情主要影响养殖户生猪补栏积极性，预期生猪养殖端对豆粕需求将有所放缓，这也是导致进口大豆减少的预期之外的重要因素（具体解析见 5.2）。

基于以上两个原因影响周期较长，预计仍然是影响我国明年进口大豆需求的主要因素。

图 12：我国大豆进口及豆粕消费量（左单位：百万吨 右单位：%）



数据来源：WIND 南华期货研究所

5.2 非洲猪瘟意外来袭 生猪补栏再次受创

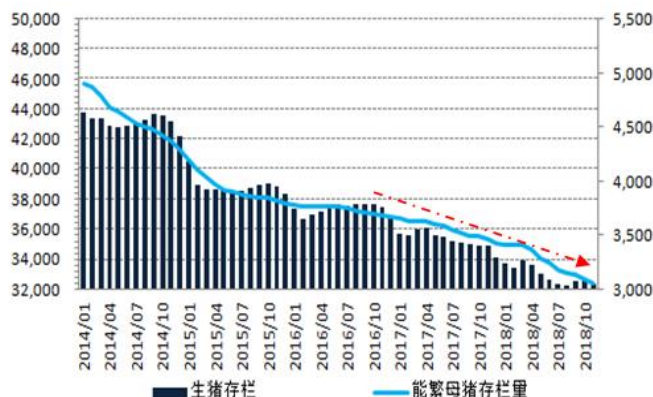
近两年，受生猪产能环保清退影响，我国生猪存栏量逐渐下滑。2018 年上半年，生猪养殖利润出现亏损更使得养殖企业雪上加霜。根据饲料价格测算，在 5-6 月份期间猪粮比曾达到 5.13:1，跌破 2016 年政府公布 5.5:1 的政策警戒线。然而 8 月初生猪养殖市场再次迎来“寒霜”，突如其来的非洲猪瘟疫情，导致养殖户补栏积极性再度下降。因此生猪存栏量在环保压力、养殖亏损和生猪疫情的共振下，生猪存栏量持续下行，农业农村部公布 2018 年 11 月 400 个监测数据显示——11 月份生猪存栏为 3.2306 亿头，比去年同期减少 2.9%，能繁母猪为 3058 万头，比去年同期减少 6.9%。目前生猪产能的低位导致供应恢复缓慢，展望 2019 年生猪供应难以出现明显快速增长，预计生猪养殖对豆粕需求将是维持低迷的局面。

提到“非洲猪瘟”，这是猪的一种急性，发热传染性很高的滤过性病毒所引起的猪病，被世界动物卫生组织（OIE）列为一类动物疫病。该病毒严重影响宿主免疫系统，因此也被称为猪的“艾滋病”。自 1921 年发现到现在已历经接近约 100 年的时间。但是在发生百年来均没有发现有效防控的商业化疫苗，扑杀成为防治疫情的唯一手段。

2018 年 8 月 3 日，我国辽宁沈阳市沈北新区发生首例非洲猪瘟疫情，自此非洲猪瘟呈现全国蔓延趋势，截止 12 月 21 日，全国 23 个省（市、区）已先后发生 100 起非洲猪瘟疫情，而政策原因疫情省的相邻省份也为暂停生猪跨省调运，因此再加上河北、宁夏、甘肃、西藏、山东、广西、新疆、海南 8 省，全国共 27 个省份加 4 个直辖市暂停生猪跨省调运。

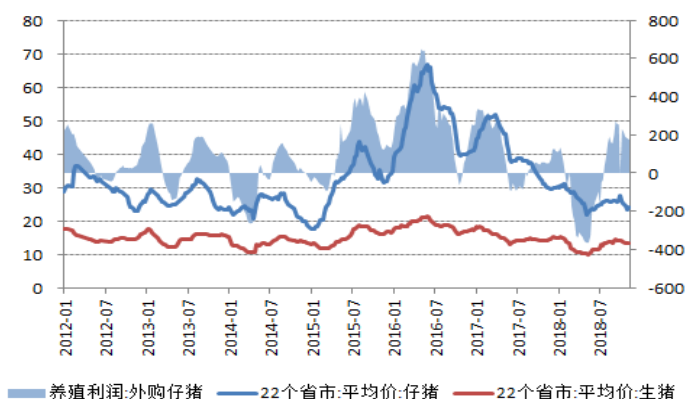
尽管我国目前发生猪瘟疫情的地区均得到有效处置，部分发生疫情的地区已经解禁，但非洲猪瘟疫情全国点状发病成为常态化，禁运、扑杀亦成常态化。截止目前，因非洲猪瘟导致全国累计扑杀生猪超过 63.1 万头。

图 13: 生猪存栏量 (单位: 万头)



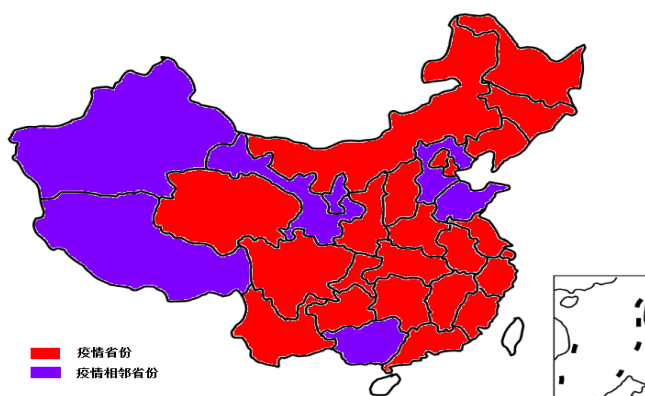
数据来源: 中国政府网 南华期货研究所

图 14: 生猪养殖利润 (单位: 元)



数据来源: 中国畜牧业信息网 南华期货研究所

图 15: 非洲猪瘟疫情分布图



数据来源: 农业农村部 南华期货研究所

今年非洲猪瘟持续发酵态势, 更影响饲料企业的采购节奏, 下游提货速度渐慢, 导致 12 月初部分油厂出现胀库, 豆粕去库存速度缓慢。同时, 期货价格提前做出预期, 再叠加贸易争端影响, 自 10 月份开始豆粕价格持续回落。短期来看, 受生猪调运政策的影响, 各省市间调运困难, 主产区生猪出

栏不畅，大猪压栏现象严重或提振豆粕需求。长期来看，在猪瘟疫情呈现常态化发展的背景下，预计对明年豆粕行情仍会产生重要影响，“扑杀规模逐渐放大”“补栏情绪不高”是市场主要利空因素之一。

5.3 饲料新规调减豆粕使用比例

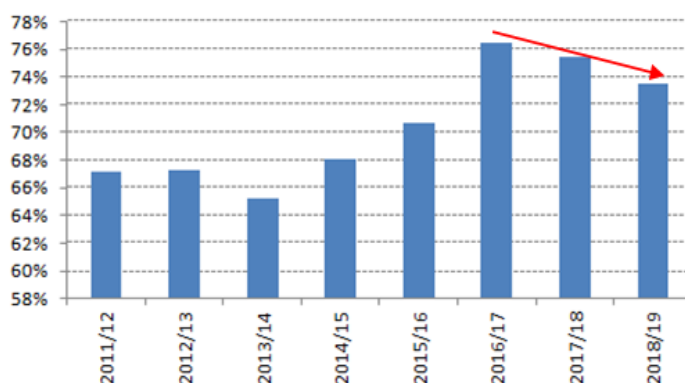
从我国消费对比图来看，从 2011/12 年度开始，我国豆粕消费连续 7 年呈现增长态势，在蛋白粕中的占比也连续增长 4 年之久。这主要是受益于饲料配比中蛋白含量调增，推动相对低廉的豆粕需求增加。另外，2017 年年初开始我国对美 DDGS（玉米酒糟）征收反倾销税及反补贴税，也促使豆粕抢占了部分 DDGS 的市场份额。

表 1：我国粕类消费对比（单位：万吨）

时间	豆粕消费	菜粕消费	棉粕消费	DDGS 消费	花生粕
2011/12	4630	985	445	551	287
2012/13	4890	1030	495	556	302
2013/14	5240	1070	450	955	313
2014/15	5450	1110	400	742	304
2015/16	6250	1022	413	853	300
2016/17	7040	1015	380	463	305
2017/18	7143	1085	401	512	325
2018/19	6836	1133	397	599	330

数据来源：国家粮油信息中心 天下粮仓 南华期货研究所

图 16：豆粕在蛋白粕占比（单位：%）



数据来源：国家粮油信息中心 南华期货研究所

然而，前期中美经贸关系的持续升级，豆粕与杂粕之间的价差逐步扩大，其价格优势不再，下游减少了部分豆粕的使用。同时，受中美经贸关系的影响，迫使我国相关部门调整饲料配方，10月中旬中国饲料工业协会出台了《仔猪、生长育肥猪配合饲料》和《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两个团体标准。与国家标准对比来看，就生猪来看，一是 3-10kg 的仔猪，新旧标准中粗蛋白下限降了 1 个百分点；二是虽然 10kg 以后猪的生长阶段划分不同，但是从蛋白的下限来看，团体标准比国家推荐标准低 1-2 个百分点——按照 43%蛋白含量计算，降低 1 个蛋白，需要减少 2.2~2.3%的豆粕。若猪配合饲料平均

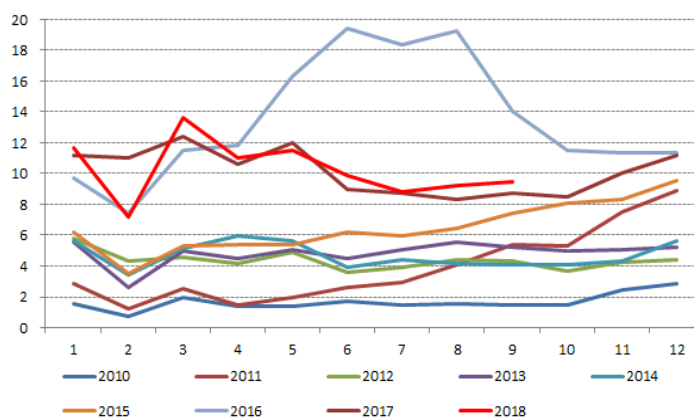
蛋白水平下调 1.5 个百分点，有望将生产 1 公斤猪肉的蛋白质消耗从 0.45 公斤降至 0.39 公斤，降幅达 13%。市场预测，目前我国生猪生产全程饲料蛋白质含量为 16%，全国饲料产量 3.5 亿吨（折配合饲料），豆粕减少量至少为 800 万吨。

新标准的出台与实施，将有效地减少我国豆粕的消费量，后期我们需要关注此项标准的落实和执行。但是可以看出，新标准已经起到一定的指引作用。由于豆粕下游需求预期缩减，预计对明年上半年乃至全年的豆粕价格造成一定的压制。

5.4 进口猪肉冲击国内养殖市场

从历年进口猪肉的走势来看，今年 3 月中旬我国进口猪肉量达到 13.59 万吨，创出近 9 年同期最高水平。随后猪肉进口量同比开始下降，截止 7 月份已连续下降 4 个月。但从 6 月份开始，我国进口猪肉量同比维持在较高水平（除 2016 年外），截止到 9 月份，我国进口猪肉总量为 92.31 万吨，同比去年增加 0.26 万吨，仅次于 2016 年。

图 17：猪肉进口量（单位：万吨）



数据来源：海关总署 南华期货研究所

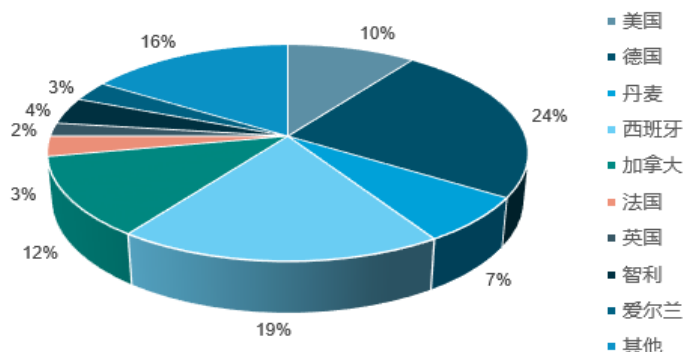
由于中国对进口猪肉的检验检疫要求较为严格，所以目前全球仅 21 个国家和地区的猪肉可以销往中国，主要为美国、加拿大以及欧洲地区，其中美国占比约为 10%。然而今年 3 月末突然爆发的中美经贸争端，打破了平稳的中美贸易模式。6 月份中国财政部官网公布称，随着中美两国互相加征 25% 的关税，美国猪肉要面临 71% 的累计进口税，这其中并不包括增值税。如果扣除 10% 的增值税后，美国猪肉的总关税从 8 月开始达到 88%。受此影响，美国已基本停止向中国出口猪肉。

虽然我国减少对美国猪肉的进口量，但是进口数据显示，我国 1-9 月份的猪肉进口量呈现未降反增的态势。主要原因是我国将进口来源转向其他市场，在 2017 年俄罗斯申请向我国供应猪肉后，今年 8 月份我国大量进口俄罗斯猪肉 24 万吨，占比 1-9 月份猪肉进口总量的 26%。但由于 8 月份开始我国突然爆发非洲猪瘟疫情，有研究人员通过分析比对中国猪瘟病毒的基因组成，发现我国的非洲猪瘟病毒株和俄罗斯的病毒株相近，也就是说，本次的非洲猪瘟来源于俄罗斯的可能性较大，预计后期继续购买俄罗斯猪肉的概率较小。

尽管我国“失去”两个猪肉的进口市场，但是从 2017 年全年猪肉进口国（分国别）来看，我国猪肉主要进口国为德国、丹麦、西班牙以及加拿大，2017 年四国的猪肉进口量占全年总进口量的 62%，我国猪肉的主要进口国尚未发生改变。另外中美经贸关系暂时缓和，我国或将重新采购美国猪肉，并且四季度迎来我国猪肉传统的消费旺季，叠加非洲猪瘟疫情的爆发，预计今年四季度以及明年上半年

我国进口猪肉的数量保守估计将达到 100 万吨，这将对国内生猪养殖市场形成一定的压力，从侧面也降低了豆粕的消费需求。

图 18：2017 年中国猪肉进口国家和比例统计（单位：%）

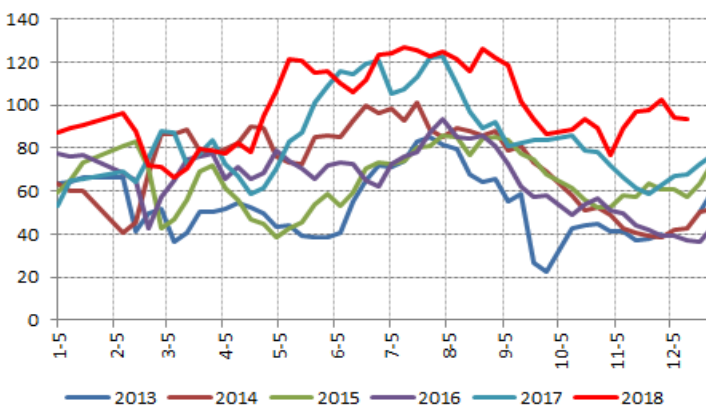


数据来源：公开资料整理 南华期货研究所

5.5 去库存速度取决于压榨利润

2018 年上半年由于生猪养殖行业处于严重亏损状态、4-5 月国际贸易形势影响导致油厂盘面利润突然放大、二季度南方水厂养殖行业因降雨等不利因素影响，促使沿海油厂豆粕库存持续维持在历史高位。进入三季度，由于前期油厂库存压力较大，部分油厂被迫停机，致使豆粕库存小幅回落。八月份中旬受生猪瘟疫影响，下游需求放缓，豆粕库存再次微涨，8 月末开始沿海油厂压榨量逐渐下降，加之 9 月份末双节备货提振豆粕需求，豆粕库存大幅回落至去年同期水平。

图 19：沿海豆粕库存（单位：万吨）



数据来源：国家粮油信息中心 南华期货研究所

从历年豆粕库存数据对比走势图来看，四季度为豆粕去库存周期，但是由于前期豆菜粕价差扩大，豆粕价格优势不再，同时饲料中下调豆粕比例，以及非洲猪瘟疫情持续爆发，豆粕终端需求疲软，导致 11 月份中下旬豆粕库存增加至 100 万吨，随后油厂连续四周开机率下降，促使豆粕库存小幅回落，但是目前豆粕库存仍维持在历史同期高位。

由于 10 月中旬豆粕价格大幅下跌，导致进口巴西大豆盘面利润转差，天下粮食数据显示，截止 12 月 14 日，巴西大豆 12 月船期盘面毛榨利盈利由 10 月底 239 元/吨缩窄至 161 元/吨。美湾大豆 12 月船期盘面榨利亏损 613 元/吨，即使未来油厂采购美豆，那么在支付较高的进口成本下，油厂压榨利润也将有所缩窄。若 3 月份之前中美经贸关系缓和，在美豆上涨、豆粕下跌的预期下，油厂压榨利润空间较小，购买进口大豆步伐减慢，那么豆粕去库存速度将有所加快；若 3 月份之前中美经贸关系紧张，那么美豆回落、豆粕上涨的预期下，油厂压榨利润空间放大，且豆粕需求疲软的情况下，豆粕结转库存压力短时期难以得到缓解。

5.6 豆粕行情展望

2018 年上半年主导市场行情的因素为阿根廷天气炒作，下半年主导市场行情的因素为中美经贸关系的演变，当前市场仍在消化中美经贸关系的影响，叠加国内豆粕需求端预期疲软，因而或将拖累明年上半年乃至全年的豆粕价格。不过，中美之间的贸易关系仍存在不确实性，明年 3 月份将成为两国经贸关系的重要节点——若 3 月份前达成共识，取消大豆新增 25% 的关税，预计我国或许会陆续恢复美豆的进口，这将令豆粕价格继续承压。国内豆粕价格与美豆价格的关联性也将回归正常，在美豆成本支撑下，预计国内豆粕下方空间有限，豆粕指数或在 2550-2600 获得支撑；若 3 月份中美两国未达成协议，豆粕价格将出现反弹，在国内需求疲软、南美新豆集中上市的背景下，其上涨空间也会受到抑制，预计压力为 3000，第二压力为 3200。

另外，基于 3 月份时间点，预期豆粕难以走出单边趋势性行情的前提下，建议 M1905 可选择卖出宽跨式期权策略，M1905 底部区间可设在 2550-2600，上方区间可设在 3100-3200。

第6章 菜籽粕影响因素

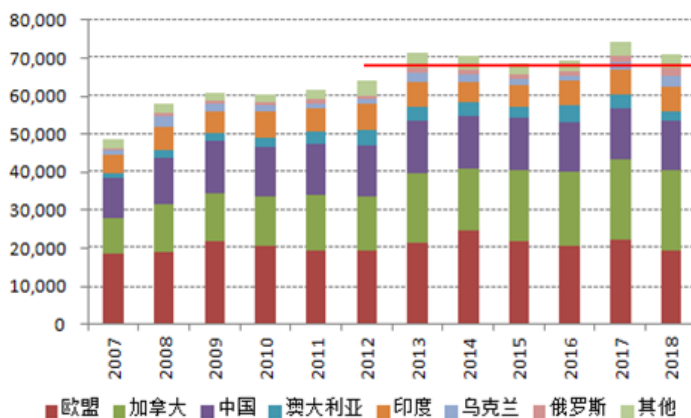
6.1 国际菜籽影响因素

6.1.1 全球菜籽产量维持高位

2018/19 年度预计全球油菜籽产量下滑至 7092 万吨，较去年相比减产约 300 多万吨，降幅达到 4.2%。尽管本年度印度、乌克兰及俄罗斯的油菜籽总产量 1120 万吨，同比增加 9.25%，但也只能抵消欧盟、加拿大、澳大利亚以及中国的部分减产——欧盟地区受干旱天气影响，预计油菜籽将减产至 1950 万吨，同比减少 12%；加拿大地区油菜籽在生长期出现干旱天气，预计造成单产降低，叠加收割面积下滑，导致油菜籽或将减产约 1.07%；澳大利亚由于冬季大部分地区持续干燥，土壤情匮乏，造成油菜籽单产比五年平均水平减少 18%，最终导致菜籽产量减少 107 万吨至 260 万吨；中国自 2015 年油菜籽取消国储收购后，近三年种植面积持续下滑，因此导致产量也随着下降，预计今年国内油菜籽总产量为 1285 万吨。

从历年全球菜籽产量对比图来看，我们预期 2018/19 年度全球油菜籽产量下滑，但是本年度全球油菜籽产量仍处于相对较高的水平，预计 2018/19 年度全球油菜籽供给将维持正常水平。另外，虽然我国油菜籽主要进口国加拿大本年度油菜籽产量出现下滑，但是整体来看，其产量仍位居近十年来第二位至 2110 万吨。因此，若明年中加关系不发生重大突发事件的情况下，预计我国进口菜籽原料供给较为宽裕。

图 20：全球菜籽产量（单位：千吨）

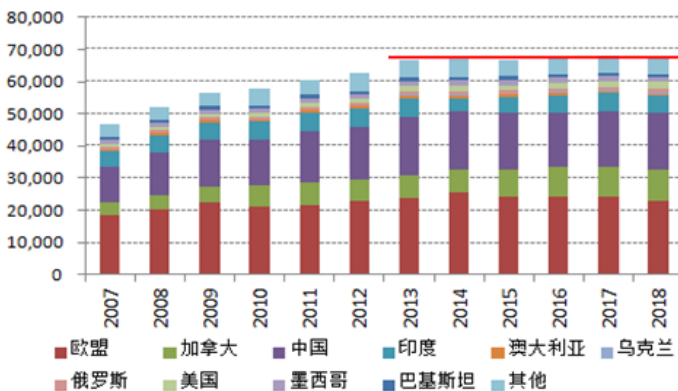


数据来源：USDA 南华期货研究所

6.1.2 全球菜籽消费稳中有降

USDA 数据统计显示，全球菜籽消费量稳中有降，总压榨量从 2017 年 6783 万吨小幅下滑至 2018 年 6767 万吨，降幅仅为 0.24%。原因是全球主要菜籽消费国欧盟和中国呈现“一减一增”趋势——2018 年欧盟压榨量调减 120 万吨至 2310 万吨，降幅达到 4.93%；2018 年中国压榨量调增 700 万吨至 1790 万吨，增幅达到 4.07%。

图 21：全球菜籽压榨量（单位：千吨）



数据来源：USDA 南华期货研究所

值得关注的是，中国菜籽压榨量的回升一方面来自于近几年中国压榨利润向好，菜籽产能的持续扩张；另一方面来自于今年中美经贸紧张关系的推动，豆粕与菜粕之间的价差逐步扩大，菜粕替代性增加。再者，我国调减饲料中豆粕的掺兑比例，促使饲料中菜粕的比例略有增加。目前中美经贸关系缓和，我国陆续开启采购美豆步伐，但是后期采购美豆的数量仍存在不确定性。如果明年 3 月份前中美双方达成共识，那么大豆原料供给充裕，届时，我国菜粕需求量维持稳定；如果明年 3 月份中美双方尚未达成协议，那么大豆原料供给紧张，刺激菜粕替代豆粕，届时我国菜粕需求量或有提升的可能。

明年全球菜籽压榨量最大的不确定来自中国的需求，但是整体来看全球油菜籽压榨量趋于历年正常水平。因此，预计明年全球油菜籽将呈现“需求持稳、供给宽裕”的格局。

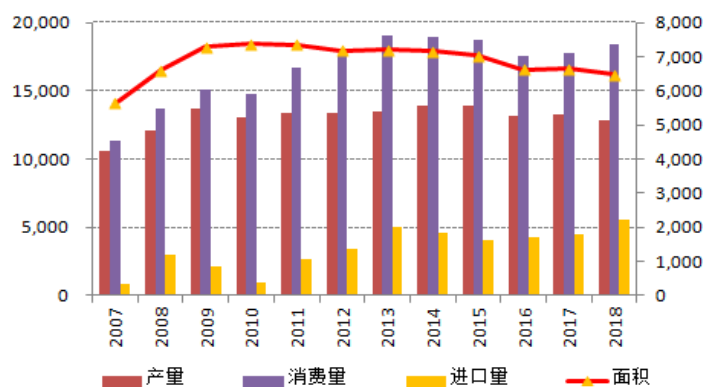
6.2 国内菜粕影响因素

6.2.1 菜籽产量下降，进口量创新高

近几年，我国菜籽产量呈现下滑趋势，主要是自 2015 年我国取消菜籽收储政策，导致全国菜籽种植面积由 2014/15 年度的 715.8 万公顷下降至 2018/19 年度年 646.8 万公顷，降幅达到 9.64%。致使产量由 1391.4 万吨下降至 1285 万吨，降幅达到 7.64%。然而，2017/18 年度成为我国菜籽消费量的拐点——受到国际贸易形势变化的影响，促使 2017/18 年度我国菜籽消费量增加至 1775 万吨，增幅达到 2.3%，预计 2018/19 年度我国菜籽消费量将增加 700 万吨至 1845 万吨，位居近 12 年来第二高位。

由于我国菜籽消费量大幅增加，在国内菜籽产量持续下滑的背景下，我国庞大的菜籽需求只能依靠进口来填补——预计 2018/19 年度我国菜籽的进口量将达到 560 万吨，同比增加 25.6%。可以看出，我国菜籽的供给对外依存度较高，如果中加关系未有明显变化的前提下，明年我国菜籽的供给量较为宽松。

图 22：菜籽种植面积与产量对比图（左单位：千吨 右单位：千公顷）



数据来源：USDA 南华期货研究所

6.2.2 菜粕需求稳中有增

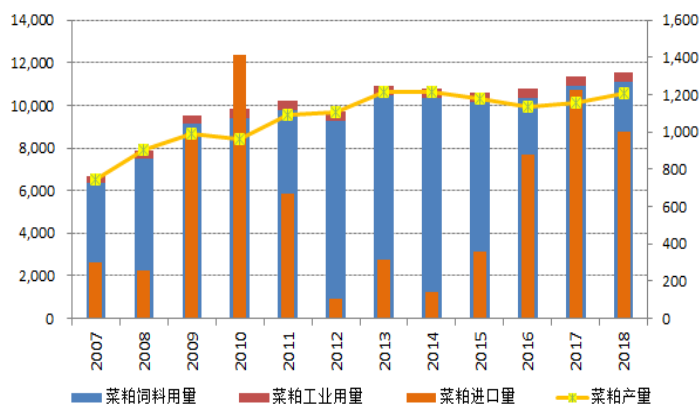
菜粕消费主要来自于两方面，一是大量的菜粕用于饲料消费，全年饲用量占总消费量 90%以上，二是少部分用于工业消费，全年消费占总消费量的 3%-5%。近几年，受益于水产养殖业的快速发展，国内菜粕消费刚性需求呈现稳定态势——从 2013/14 年度开始连续六年维持在 1000 万吨以上水平。2017/18 年度我国菜粕的消费量达到 1136 万吨，预计 2018/19 年度我国菜粕消费量达到近 12 年来高位至 1154.8 万吨，增幅达到 1.65%。

菜粕进口方面，从 2014/15 年度年开始我国菜粕进口量大幅增长，由于中美经贸紧张关系的推动，2017/18 年度菜粕进口已达到 122.5 万吨，仅低于 2010/11 年度的 141.3 万吨。目前中美双方紧张关系暂时缓和，我国陆续恢复采购美豆，预计 2018/19 年度菜粕进口量回落至 100 万吨，此数量仍处于历年来较高水平。另外，我国逐渐开放对其他国家菜粕的进口，以实现饲料蛋白来源的多元化——10 月 22 日海关总署发布公告称，在印度菜籽粕满足中国的检验检疫要求下，可以从 10 月 22 日起恢复对华出口，这是自 2011 年以来首次允许我国进口印度菜粕；再有，12 月 10 日海关总署官员表示，我国已经批准从哈萨克斯坦进口菜籽粕。

然而，我国与菜粕主要进口国加拿大关系未来也存在不确定性——今年 12 月 1 日应美方要求，加拿大扣留孟晚舟女士，促使中加关系趋于紧张。虽然目前孟晚舟女士已经释放，但是未来中加关系或

将受到中美关系的影响，如果明年3月份前的中美关系缓和，那么中加关系担忧不复存在，我国从加拿大进口菜粕量维持正常水平，届时我国菜粕供需呈现紧平衡状态；如果明年3月份中美关系仍紧张，那么中加关系或受此波及，从而或将导致我国从加拿大进口菜粕量大幅下滑，届时我国菜粕将呈现出供不应求的状态，菜粕价格将受此推动表现的较为强劲。

图 23：国内菜粕消费用量（单位：千吨）



数据来源：USDA 南华期货研究所

6.3 菜粕行情展望

粕类的价格仍受到中美经贸关系演变的影响，预计菜粕难以脱离豆粕走势独立行情。目前中美两国贸易关系暂缓，市场焦点集中在中国恢复采购美豆的数量和用途上，如果3月份前双方达到共识，那么陆续恢复进口大豆原料，将利空国内粕类市场，菜粕也将受之影响跟随调整，预计菜粕指数底部或在2000-2050；若3月份前中美双方尚未达成共识，但在南美大豆陆续集中上市的情况下，国内粕类上涨幅度有限。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net