



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

## 进退维谷

### 摘要

外盘：一季度美豆期价在 890-950 美分区间震荡，主要原因是美豆库存维持高位，拖累美豆价格。虽然目前中美贸易磋商在积极推进，但是在没有达成最终协议前仍存在不确定性，而且二季度南美新豆集中上市，在压榨利润的驱动下，我国油厂更青睐巴西大豆，挤占美豆的出口份额，以及近期美国中西部发生严重的洪涝，预期玉米播种面积转种大豆，这样意外情况成为近日利空美豆的因素。美豆出口方面，2月22日我国承诺再次进口美豆 1000 万吨，以及 4 月底中美两国首脑或将举行会晤，若两国贸易协议顺利推进，则美豆库存压力得到部分缓解，届时提振美豆期价。总体来看，预计二季度美豆将在 860-950 美分区间震荡。

内盘：一季度豆粕指数重心震荡下移，2月28日连粕期价下挫自 2016 年 4 月份以来低点至 2493 元/吨，随后由于豆菜价差缩窄至 300 元/吨，饲料厂选择豆粕代替菜粕，短期提振豆粕价格。如果中美贸易关系缓和，我国将恢复进口美豆，以及二季度南美巴西新豆集中上市，叠加我国非洲猪瘟疫情影响生猪存栏及补栏，在供给宽松和需求疲软的背景下，预计豆粕价格压力后移，由于届时美豆和豆粕相关性也将回归正常水平，在进口成本支撑下，那么豆粕下跌空间有限。综上所述，预计二季度豆粕价格下有支撑，上有压力，震荡空间预计在 2400-2700 元/吨。

一季度是菜粕季节性消费淡季，菜粕维持弱势震荡，2月28日菜粕指数创出自 2016 年 5 月份低点至 2078 元/吨，3月初因中加关系紧张，刺激菜粕价格大幅上涨，但由于豆菜价差处于低位，导致菜粕成交清淡，制约菜粕的上涨幅度。二季度水产养殖逐渐恢复，国产菜籽预期减产，以及中加紧张关系尚未缓解，预计二季度仍存在市场炒作机会，对菜粕价格有一定的提振，预计二季度菜粕将维持在 2050-2300 元/吨区间震荡。

一季度连豆指数在 3250-3550 元/吨区间震荡，尽管受非洲猪瘟引发饲料需求下滑导致减少了进口大豆数量，但是国产大豆产量增加尤其需求不振的格局更是拖累国产大豆市场走弱。今年国家继续鼓励大豆种植，黑龙江公布大豆生产者补贴维持在每亩 300 元左右水平，预计新豆面积继续增加，在正常天气状况下大豆产量也将继续增加，供应压力再度袭来。考虑到东北地区冬季少雪，春节偏旱等因素，春播期的天气炒作可能引发二季度的阶段性行情，但反弹空间有限，预计二季度连豆指数的震荡区间仍维持在 3250-3550 元/吨。

## 目录

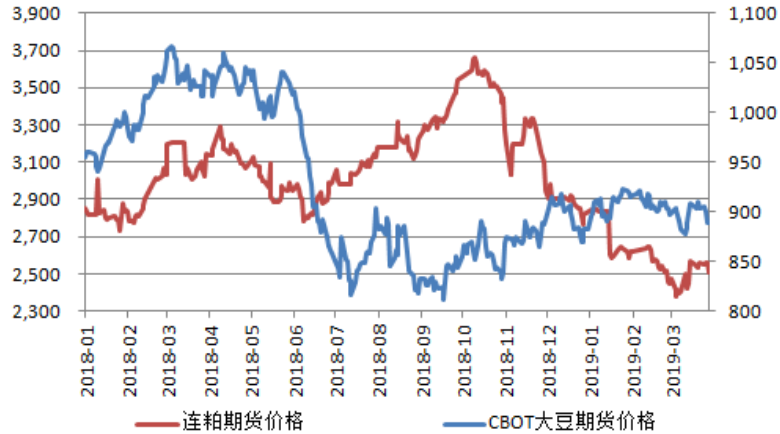
第 1 章 行情回顾 .....	4
第 2 章 美豆价格影响因素 .....	5
2.1 美豆库存消费比高企 .....	5
2.2 南美豆产量恢复性增长 .....	6
2.3 美豆出口销售下降 .....	7
2.4 基金持仓维持净空 .....	8
2.5 展望论坛与天气影响博弈 .....	8
2.6 种植意向报告意外低于预期 .....	10
2.7 季度库存创历史同期新高 .....	11
2.8 行情展望与操作策略 .....	11
第 3 章 豆粕价格影响因素 .....	12
3.1 中美贸易谈判积极推进 .....	12
3.2 生猪存栏受创，豆粕消费下降 .....	13
3.3 大豆到港预期增加，供给较为宽松 .....	14
3.4 豆粕需求不佳，库存或将增加 .....	15
3.5 行情展望与操作策略 .....	16
第 4 章 菜粕价格影响因素 .....	16
4.1 中加关系紧张，原料供给趋紧 .....	16
4.2 南方阴雨弥漫，新季菜籽预期减产 .....	17
4.3 淡水鱼价格或将回暖 .....	18
4.4 豆菜价差缩窄，限制菜粕涨幅 .....	19
4.5 行情展望与操作策略 .....	20
第 5 章 国产大豆价格影响因素 .....	20
5.1 中央一号文件提出大豆振兴计划 .....	20
5.2 国储收购价随市场价格逐步下调 .....	21
5.3 黑龙江 2 月末启动玉米大豆储备收购 .....	22
5.4 黑龙江公布 2019 年大豆种植者补贴标准 .....	23
5.5 注册仓单高企，价格压力加大 .....	24
5.6 进口大豆仍将影响国内大豆市场 .....	25
5.7 行情展望与操作策略 .....	26

**图表目录**

图 1.1.1: 美豆及连豆粕期价走势图 (左单位: 元/吨 右单位: 美分/蒲式耳) . . . .	4
图 2.1.1: 美豆供需平衡表. . . . .	5
图 2.1.2: 全球大豆供需平衡表. . . . .	5
图 2.2.1: 巴西大豆收割进度 (单位: %) . . . . .	6
图 2.3.1: 美豆出口净销售 (单位: 吨) . . . . .	7
图 2.3.2: 美豆对华出口销售 (单位: 吨) . . . . .	7
图 2.4.1: 美豆基金持仓 (单位: 手)、持仓与期价对比 (左单位: 手 右单位: 蒲) . . . . .	8
图 2.5.1: 展望论坛数据与实际播种面积对比 (单位: 万英亩) . . . . .	8
图 2.5.2: 美国农产品价格与面积预测. . . . .	9
图 2.5.3: 北美天气预测情况. . . . .	9
图 2.5.4: 美国主产区大豆播种时间. . . . .	10
表 2.6.1: 种植意向面积数据 (单位: 百万英亩) . . . . .	10
图 2.7.1: 美豆季度库存数据 (单位: 千蒲式耳) . . . . .	11
表 3.1.1: 2019 年一季度中美贸易事件梳理 . . . . .	12
图 3.2.1: 非洲猪瘟疫情分布图. . . . .	13
图 3.2.2: 生猪、能繁母猪存栏量 (单位: 万头) . . . . .	13
图 3.2.3: 俄罗斯非洲猪瘟疫情发病情况. . . . .	14
图 3.3.1: 我国大豆进口月度对比图 (单位: 万吨) . . . . .	14
图 3.3.2: 大豆压榨量及开机率 (左图单位: 万吨、右图单位: %) . . . . .	15
图 3.4.1: 豆粕库存 (单位: 万吨) . . . . .	16
表 4.1.1: 菜籽进口数据分国别 (单位: 吨) . . . . .	17
表 4.1.2: 菜粕进口数据分国别 (单位: 吨) . . . . .	17
图 4.2.1: 2 月南方多雨省份 2019 年和常年降水日数 . . . . .	18
图 4.2.2: 未来天气预测. . . . .	18
图 4.3.1: 淡水鱼批发价格 (单位: 元/公斤) . . . . .	18
图 4.4.1: 豆菜粕 05、09 价差走势图 (单位: 元/吨) . . . . .	20
表 5.2.1: 国储轮换大豆价格调整表. . . . .	21
图 5.2.1: 大豆价格走势 (元/吨) . . . . .	22
图 5.3.1: 大豆、玉米收储情况. . . . .	22
图 5.3.2: 省级收储玉米、大豆通知. . . . .	23
图 5.5.1: 大豆注册仓单量 (单位: 手) . . . . .	24
表 5.5.1: 大豆交割情况. . . . .	24
图 5.5.2: DCE 黄大豆 1 号 2001、2003 上市以来走势 . . . . .	25
图 5.6.1: 中国大豆供需平衡表 (单位: 千吨) . . . . .	25

## 第 1 章 行情回顾

图 1.1.1：美豆及连豆粕期价走势图（左单位：元/吨 右单位：美分/蒲式耳）



数据来源：WIND 南华期货研究所

1 月初因南美巴西持续高温少雨，导致大豆主产区出现不同程度的旱情，市场预计巴西大豆减产，叠加 1 月 7 日至 9 日，中美双方在北京举行副部长级贸易磋商，推动美豆指数反弹至 938 美分。但中美经贸谈判反复，1 月底中美双方再次进行磋商，市场担心中美谈判结果存在隐忧，美豆承压回落。整体来看，1 月份美豆指数在 900-940 美分区间震荡。国内方面，受到非洲猪瘟影响，豆粕下游需求疲软，打压豆粕价格，1 月份连粕价格维持底部震荡。

2 月初因中美贸易磋商结果乐观，我国承诺重新采购美豆 500 万吨，推动美豆期价上涨至 944.4 美分，2 月 14、15 日中美举行第六次贸易磋商，两会过后刘鹤副总理赴美进行第七次磋商结果是美国将延后原定 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施，且我国承诺再次进口美豆 1000 万吨，在此期间，美国农业部展望论坛下调大豆种植面积，支撑美豆期价，但 2 月份 USDA 供需报告显示美豆期末库存为 9.1 亿蒲，在高库存的压力下，美豆期价上涨空间有限。整体看来，2 月份美豆指数以站稳 900 美分附近震荡。国内连粕在需求不佳的背景下继续走弱，2 月底连粕指数创出自 2016 年 4 月份以来新低至 2493 元/吨。

3 月初美豆期价曾跌破 900 美分支撑位，主要原因是虽然 2 月 22 日中国承诺再次采购美豆 1000 万吨，然而实际进口数量小、速度慢，难以缓解美豆庞大的库存，叠加 3 月份 USDA 供需报告利空，以及巴西收割进度远高于五年同期水平，令美豆承压。但是在触及近四个月低点后，美豆期价弱势反弹，叠加中美双方迎来第八、九次贸易磋商，促使美豆在 900 美分附近震荡。3 月 28 日分析师预计 2019 年美豆种植面积为 8616.9 万英亩（2 月份展望论坛 8500 万英亩），促使美豆指数下挫 1.31%。目前美豆上方年线处存在压力，下方 880 美分处获得支撑。国内方面，受到菜粕价差缩窄至 300 元/吨附近，菜粕性价比大幅下降，豆粕替代性增加，导致 3 月份以来豆粕现货成交量提高，价格也在触底后呈现反弹，但反弹力度有限，目前期价 60 日线压力处尚未突破。

## 第 2 章 美豆价格影响因素

### 2.1 美豆库存消费比高企

图 2.1.1: 美豆供需平衡表

美国大豆	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 12月预计	2018/19 2月预计	2018/19 3月预计
播种面积	76.8	83.3	82.7	83.4	90.2	89.1	89.2	89.2
收割面积	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	88.3	88.1	88.1
单产(蒲)	44	47.5	48	52	49.3	52.1	51.6	51.6
期初库存	141	92	191	197	302	438	438	438
产量	3358	3927	3926	4296	4412	4600	4544	4544
进口量	72	33	24	22	22	25	20	20
供应总量	3570	4052	4140	4515	4735	5063	5002	5002
压榨量	1734	1873	1886	1899	2055	2080	2090	2100
出口量	1638	1843	1942	2174	2129	1900	1875	1875
种子用量	97	97	97	105	104	96	96	96
剩余	10	48	18	36	9	32	31	31
消费	3478	3861	3944	4213	4297	4107	4092	4102
期末库存	92	191	197	302	438	955	910	900
平均价格	13	10.1	8.95	9.47	9.33	7.85-9.35	8.10-9.1	8.10-9.1
库存消费	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	23.25%	22.24%	21.94%

数据来源: USDA 南华期货研究所

图 2.1.2: 全球大豆供需平衡表

大豆 (百万吨)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 12月预计	2018/19 2月预计	2018/19 3月预计
<b>全球</b>								
期初库存	56.21	62.57	77.73	77.92	95.82	99.69	98.09	98.56
产量	283.12	319	313.77	351.32	340.47	367.5	360.99	360.08
进口量	111.73	121.9	133.33	144.25	153.28	152.27	151.42	151.22
国内压榨	241.27	262.38	275.31	288.54	295.13	307.6	304.8	303.85
总消费	275.72	299.86	314.35	330.14	338.05	351.94	349.44	348.49
出口量	112.77	125.96	132.55	147.22	152.96	155.44	154.36	154.2
期末库存	62.57	77.66	77.92	96.14	98.56	112.08	106.72	107.17
全球库存消费比	17.67%	20.00%	19.10%	22.06%	22.00%	24.21%	23.24%	23.40%
<b>巴西</b>								
期初库存	15.33	15.95	18.93	18.2	33.21	25.15	31.53	31.53
产量	86.7	96.2	96.5	114.1	120.8	122	117	116.5
进口量	0.61	0.31	0.41	0.25	0.18	0.2	0.25	0.25
国内压榨	36.86	39.93	39.75	40.9	44.52	42.7	42.7	42.7
总消费	39.86	42.98	43.25	44.55	46.49	45	45.05	45.05
出口量	46.83	50.61	54.38	63.14	76.18	81	79.5	79.5
期末库存	15.95	18.86	18.2	24.86	31.53	21.35	24.23	23.73
巴西库存消费比	19.06%	20.83%	19.33%	23.89%	26.12%	17.26%	19.63%	19.42%
<b>阿根廷</b>								
期初库存	20.96	26.05	31.7	31.6	27.3	34.52	24.9	24.9
产量	53.5	61.4	56.8	57.8	37.8	55.5	55	55
进口量	0	0	0.68	1.67	5.05	4.2	5.35	5.35
国内压榨	36.17	40.23	43.27	43.3	36.93	43	43.2	43
总消费	40.57	45.22	47.65	47.83	43.13	47.92	49.4	49.2
出口量	7.84	10.57	9.92	7.03	2.11	5	6.3	6.3
期末库存	26.05	31.66	31.6	36.22	24.9	41.3	29.55	29.75
阿根廷库存消费比	59.19%	62.32%	59.41%	71.97%	63.78%	86.04%	59.70%	60.34%

数据来源: USDA 南华期货研究所

2018年12月22日凌晨至2019年1月25日美国政府停摆35天之久,打破历史最长记录,由于美国政府停摆,导致美国农业部暂时停止发布1月份供需报告和季度库存报告。

3月份USDA供需报告显示:2018/19年度美豆产量45.44亿蒲式耳(2月45.44亿蒲),国内压榨21.00亿蒲式耳(2月20.90亿蒲),出口18.75亿蒲式耳(2月18.75亿蒲),期末库存9.00亿蒲式耳(预期8.98亿蒲,2月9.10亿蒲)。阿根廷2018/19年度大豆产量5500万吨(预期5520万吨,2月5500万吨),巴西2018/19年度大豆产量1.165亿吨(预期1.154亿吨,2月1.17亿吨)。虽然供需报告中显示美豆国内压榨量小幅增加,令美豆期末库存微幅下调至9.0亿蒲式耳,但仍高于此前市场

预期 8.98 亿蒲式耳，并且巴西新季大豆产量稍高于此前市场预期。本次报告对美豆期价影响偏空，在发布后美豆 05 震荡回落，盘中期价跌破前期新低至 892.25 美分。

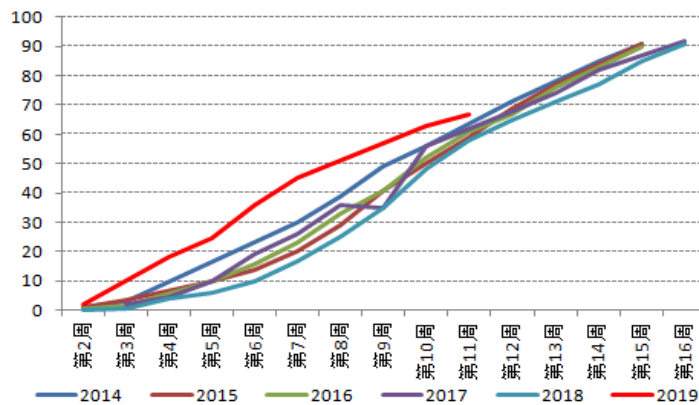
值得注意的是，在中美双方保持密切联系，积极展开贸易磋商，且在中国承诺再次进口美豆前提下，2 月份供需报告中对美豆的出口数据和中国进口大豆数据均小幅下调，另外在 2 月 22 日中国承诺再次进口美豆 1000 万吨后，3 月份的供需报告对美豆的出口数据和中国进口数据仍未做调整，这表明市场对中美贸易磋商结果仍存担忧。目前美豆库存消费比处于历史高位，是今年打压美豆期价的主要因素。

## 2.2 南美豆产量恢复性增长

一季度南美天气整体风调雨顺，仅仅 1-2 月份巴西出现局部干旱，市场进行阶段性炒作，但是在美豆库存高企的背景下，对美豆价格影响力度减弱。

巴西方面：目前巴西新作收割进度高于五年同期。据 AgRural 称，截至 3 月 28 日，巴西大豆收割工作已经完成 67% 左右，相比之下，五年平均进度为 65%。另外随着巴西部分地区迎来有利降雨，提振了一些地区的作物单产，包括戈亚斯州、巴伊亚州及圣卡塔琳娜州在内的州的大豆平均单产料增加，因此 AgRural 上调巴西 2018/19 年大豆产量至 1.129 亿吨（2 月份 1.125）。作为对比，美国农业部 3 月份供需报告中预计巴西本年度大豆产量为 1.165 亿吨（2 月份 1.17）；巴西国家商品供应公司称，本年度巴西大豆产量预计在 1.13459 亿吨（2 月份 1.15343）；Agroconsult 预计巴西大豆产量为 1.18 亿吨；巴西植物油行业协会发布的 3 月份供需报告显示，本年度巴西大豆产量预计为 1.169 亿吨，其中预计巴西大豆出口量达到 7010 万吨；巴西 Safras 公司称，预计本年度巴西大豆产量预计为 1.1585 亿吨，其中预计巴西大豆出口量为 7000 万吨。

图 2.2.1：巴西大豆收割进度（单位：%）



数据来源：天下粮仓 南华期货研究所

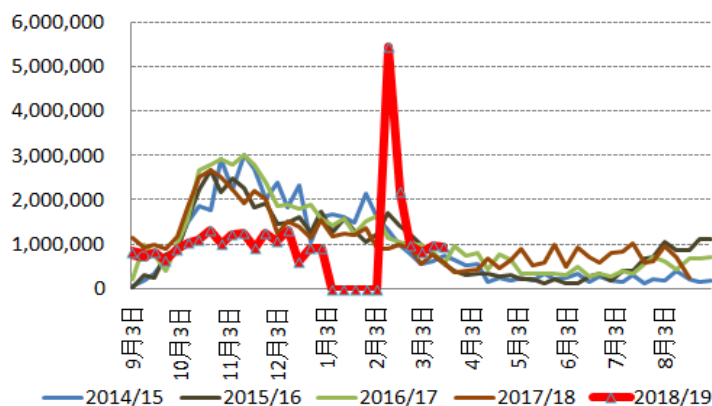
阿根廷方面：在经历上年度阿根廷大豆严重减产，2018/19 年度阿根廷大豆呈现恢复性增产，阿根廷经济部发布报告称，2018/19 年度阿根廷大豆产量将达到 5400 万吨；罗萨里奥谷物交易所预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5200 万吨；布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计产量为 5300 万吨。对比来看，较去年同比增长幅度在 37.6%-42.8%。

值得关注的是，虽然本年度巴西大豆产量预计同比去年下降 3.35%，但是对比近五年来看，大豆产量仍居于第二位，以及阿根廷大豆恢复到往年正常水平，叠加 3 月份 USDA 供需报告显示美国新季大豆产量预期再创新高。整体来看，全球大豆供给较为宽松，对大豆价格形成压制。

## 2.3 美豆出口销售下降

美国农业部数据显示：截止 3 月 22 日，2018/19 年美豆出口净销售为 2838.4 万吨，较 2017/18 年同期的 4012.1 万吨减少 1173.6 万吨，降幅达到 29.25%。其主要原因是受中美贸易摩擦影响——我国进口美豆数量明显下降，截止 3 月 21 日，2018/19 年度美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 1122.2 万吨，较去年同期的 2853.7 万吨减少 60.7%。

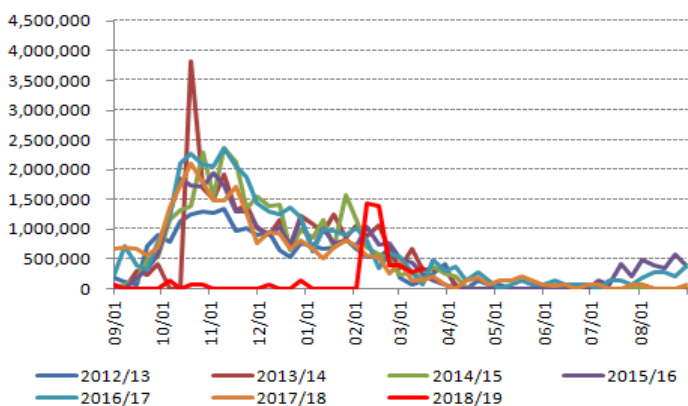
图 2.3.1：美豆出口净销售（单位：吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

注：极值是因美国政府关门，暂停公布销售数据，恢复正常后将 6 周数据累计公布。

图 2.3.2：美豆对华出口销售（单位：吨）

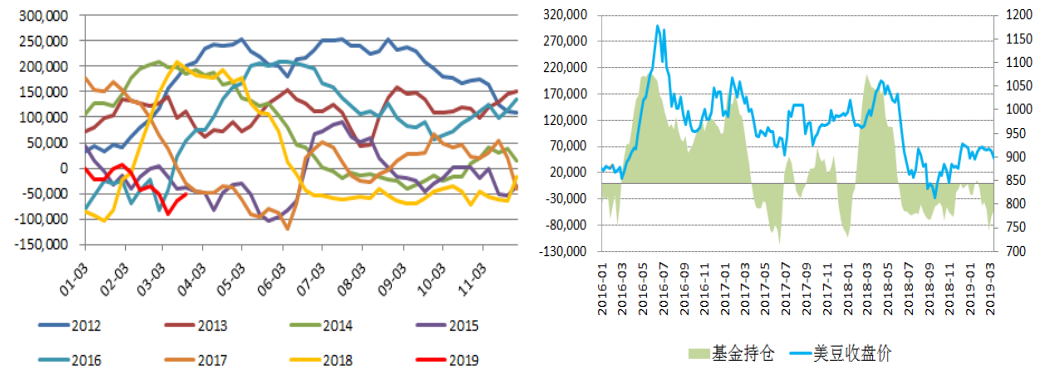


数据来源：WIND 南华研究

此前中美谈判中我国承诺进口美豆 2000 万吨，但是从实际进口数据来看，我国仅仅完成一半的数量，主要是在我国进口美豆维持 28% 的高关税下，美豆进口成本维持高位。而且二季度巴西大豆集中上市（以巴西最大的主产区马托格罗所为例，2019 年 1-2 月份对华出口销售 76%，去年同期为 61.2%），这将继续挤占延后出口的美豆的市场份额。另外二季度重点关注中美贸易磋商结果，如果 4 月份底两国达成贸易协议，那么我国将恢复对美豆的进口，或将部分缓解美豆库存压力。但是如果尚不能达成协议，那么美豆出口销售前景较为悲观，在美豆高库存的压力下，预计美豆价格难有起色。

## 2.4 基金持仓维持净空

图 2.4.1：美豆基金持仓（单位：手）、持仓与期价对比（左单位：手 右单位：蒲）



数据来源：CFTC 南华期货研究所

中美贸易关系反复，美豆在高库存压力下，一季度 CBOT 美豆指数在 890-950 美分区间震荡，CFTC 基金持仓维持低位，2 月份开始持续增持净空单，3 月中旬净空单触及同期低点至 90197 手，此时美豆指数创出 2019 年一季度以来低点至 899.2 美分。最新 CFTC 发布的报告显示，投机基金在大豆期货和期权市场上减持净空单——2019 年 3 月 26 日，投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货以及期权部位持有净空单 51,394 手，比一周前的 63,982 手减少 12,598 手。基金持有大豆期货和期权的多单 82,154 手，一周前是 74,030 手；持有空单 133,548 手，一周前是 138,022 手。当前中美双方尚未达成最终贸易协议，叠加南美新豆上市，美豆后期出口销售情况仍存忧虑，预计在高库存的背景下，美豆期价上涨乏力，估计基金方面或在 0 轴附近反复，美豆期价将维持弱势震荡。

## 2.5 展望论坛与天气影响博弈

美国农业部在 2 月份年度展望论坛发布数据显示：预估 2019/20 年度大豆种植面积为 8500 万英亩，同比 2018/19 年度减幅 4.71%，低于预估的 8614.4 万英亩，玉米种植面积为 9200 万英亩，增幅 3.3%，高于预估的 9151.2 万英亩，小麦 4700 万英亩，减幅 1.7%，高于预估的 4719.6 万英亩。作为对比，IEG Vantage 预计美国 2019 年大豆种植面积为 8549.4 万英亩（2 月份预估 8604.4）；Allendale Inc 年度调查显示，2019 年美国农户预计将种植 8,426.3 万英亩大豆；Farm Futures 预计大豆面积为 8590 万英亩，同比减少 3.7%。另外，农业部首席经济学家预估 2019/20 年度大豆平均价格 880 美分/蒲，玉米 365 美分/蒲，小麦 520 美分/蒲。可以看出，在预期大豆种植面积下降的前期下，预估美豆平均价格仍接近五年最低水平 860 美分/蒲。

表 2.5.1：展望论坛数据与实际播种面积对比（单位：万英亩）

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	同比
大豆	展望论坛	7680	8330	8270	8350	9020	8920	8500	-4.71%
	实际种植	7680	8330	8270	8340	9020	8910		

数据来源：USDA 南华期货研究所



图 2.5.2：美国农产品价格与面积预测

Some prices expected to edge up into 2019					
Crop	2019F	% (YoY)	5 year low	2019F	5 Year high
Soybeans (\$/bu)	8.80	+2.3%	8.60	8.80	9.47
Corn (\$/bu)	3.65	+1.4%	3.30	3.65	3.65
All Rice (\$/cwt)	12.20	+0.8%	10.40	12.20	12.70
Wheat (\$/bu)	5.20	+1.0%	3.89	5.20	5.20
Cotton (\$/lb)	0.67	-8.9%	0.61	0.67	0.72

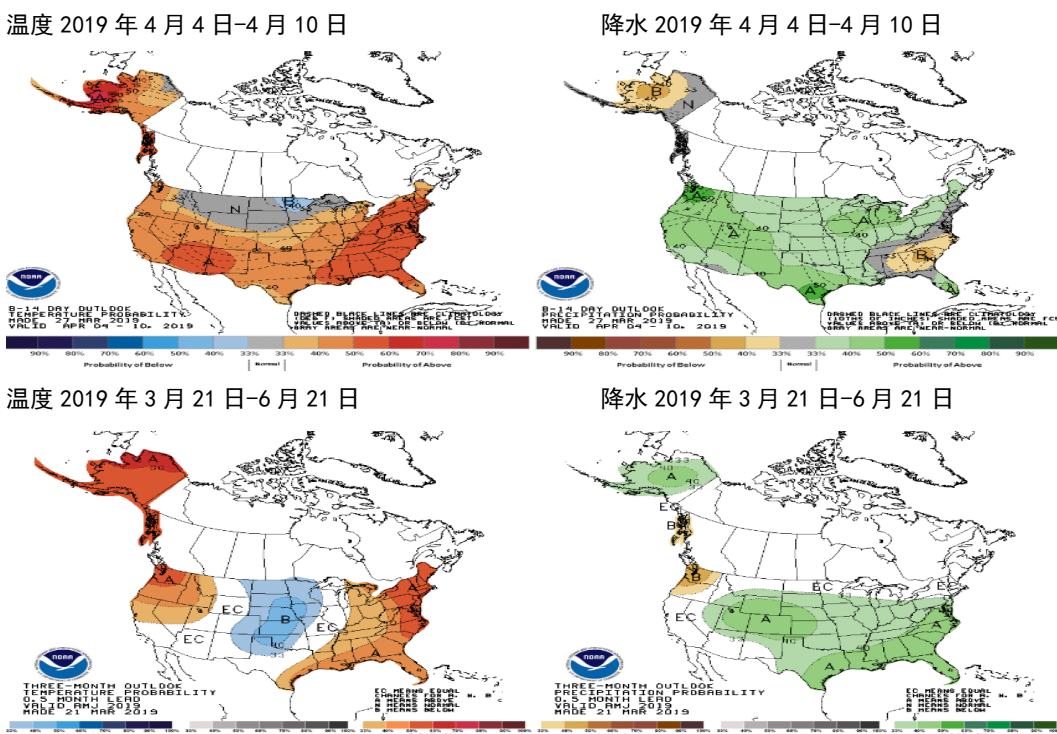
  

Corn and bean area at parity, wheat holding					
Crop	2019F (mil. acres)	% (YoY)	5 year low	2019F	5 Year high
Corn	92.0	+3.3%	88.0	92.0	94.0
Soybeans	85.0	-4.7%	82.7	85.0	90.3
Wheat	47.0	-1.7%	46.1	47.0	55.0
All cotton	14.3	+1.1%	8.6	14.3	14.3
Rice	2.7	-9.8%	2.5	2.7	3.3

数据来源：USDA 南华期货研究所

从近 6 年展望论坛预估与实际播种面积对比来看，正常情况下两者调整幅度不超过 20 万英亩。然而今年美国天气出现异常情况或将其出现大幅度偏离——近期暴雨和积雪融化导致内布拉斯加州、爱荷华州和密苏里州发生洪水。美国国家气象局（NWS）称，未来数周蒙大拿以及南北达科他州，结冰的内河支流可能会带来更多的洪水。美国国家海洋与大气管理局称，爱荷华州及内布拉斯加州的洪涝可能会在更大范围内持续至 5 月。叠加 3 月中旬美国部分地区受到“炸弹气旋”的影响，导致气温持续偏低，预计土壤墒情条件将迫使美国玉米播种工作至少推迟数周甚至更久。由于洪涝导致美玉米播种工作受阻，因此市场预估美豆种植面积将高于此前预期（中西部地区是美国大豆、玉米作物的主要产区，通常情况下，美国农民在每年 4 月初率先种植玉米，然后 4 月下旬种植大豆）。如果随着播种工作的陆续开启，若美豆实际种植面积高于 8500 万英亩，那么在美豆高库存压力下，对美豆期价再次形成利空。

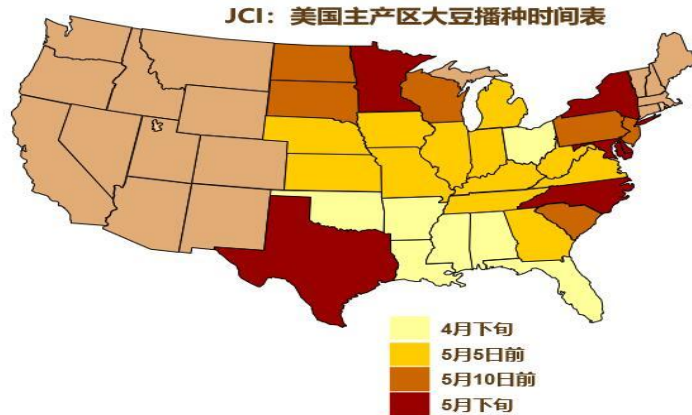
图 2.5.3：北美天气预测情况



数据来源：NOPA 南华期货研究所

但是也要关注降雨量对后期播种工作开展的影响，未来3个月天气预测数据显示，中西部大豆主产区降雨量仍维持在33%-60%区间，从美国主产区大豆播种时间来看，中西部播种时间为4月下旬至5月初，在严重的洪涝灾情以及强降雨天气的背景下，预计美豆播种工作开展期间天气炒作的可能性提高，二季度期间或将提振美豆价格。

图 2.5.4：美国主产区大豆播种时间



数据来源：中国汇易网 南华期货研究所

## 2.6 种植意向报告意外低于预期

3月30日凌晨美国农业部公布了种植意向报告，数据显示2019年美国大豆种植意向面积8461.7万英亩，较去年实际面积8919.6万英亩减少457.9万英亩，亦意外低于2月份展望论坛的8500万英亩以及市场平均预期的8619.1万英亩；玉米9279.2万英亩，不仅高于市场平均预期的9118.4万英亩，亦高于去年实际面积的8912.9万英亩。

表 2.6.1：种植意向面积数据（单位：百万英亩）

品种	报告结果	平均预测	预测范围	2018	2月展望论坛
大豆	84.617	86.191	84.263-88.00	89.106	85.0
玉米	92.792	91.184	89.5-92.7	90.167	92.0

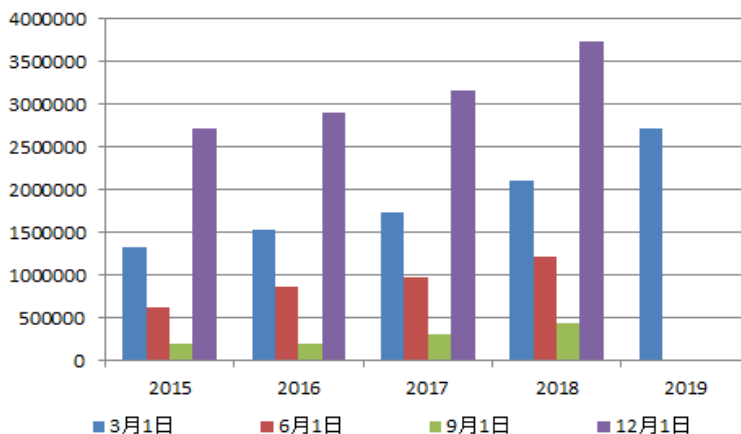
数据来源：USDA 南华期货研究所

种植意向报告中下调美豆种植面积至8500万英亩以下，上调美玉米种植面积至9200万英亩以上，这与此前因洪涝天气影响可能导致玉米种植面积减少、大豆种植面积增加的市场预期相悖。就本次报告数据来看对玉米利空、美豆利多——报告公布当天美玉米期价大跌4.02%，期价创出近半年以来新低至367美分。美豆在报告公布之时，盘中呈现反弹，但整体反弹力度有限，最终受库存高企和玉米期价下挫拖累，尾盘期价跳水。

但是值得注意的是，现阶段美国新季农作物尚未开始播种，且种植面积调查是在3月份前两周完成，随后中西部玉米种植区多地出现洪水，目前洪涝灾情仍在持续，若洪涝及强降雨严重影响玉米的种植，那么新季大豆的实际种植面积仍有待商榷，或将在洪水退去后大豆实际种植面积再度增加。因此，二季度重点转向关注美国洪水灾情以及播种的天气变化情况。

## 2.7 季度库存创历史同期新高

图 2.7.1：美豆季度库存数据（单位：千蒲式耳）



数据来源：USDA 南华期货研究所

2018/19 年度美豆产量再创新高至 45.44 亿蒲，以及中美经贸摩擦影响，美豆对华出口呈现明显下滑，美豆全年出口销售数据不及往年同期，致使 USDA 月报以及 12 月末季度库存数据均维持高位，在 3 月末季度库存报告中也不例外，截止 3 月 1 日大豆库存 27.16 亿蒲式耳（市场预期 26.83 亿蒲式耳，预估区间 20.95-27.97 亿蒲），去年同期的 21.09 亿蒲式耳；玉米库存 86.05 亿蒲式耳，高于市场预期的 83.36 亿蒲式耳。

虽然本次报告数据基本符合市场预期，报告公布后美豆盘中略有反弹，但是美豆季度库存创出近年来同期历史新高，在庞大的库存压力下，美豆反弹力度有限，叠加受到美玉米期价大跌拖累，美豆指数尾盘下破 900 美分，跌幅 0.58%。从历史美豆出口销售数据来看，二季度陈豆销售处于季节性低位，但今年与往年不同的是，美陈豆库存量充裕，后期应重点关注中美贸易关系的演变，如果中美双方在 4 月份达成贸易协定，我国恢复对美豆的进口，那么美豆高库存或将得到部分缓解，届时将提振美豆期价。如果尚不能达成贸易协定，预计美豆庞大的库存压力短时期难以消化，但是在利空出尽的前提下，对期价不会掀起太大波澜。

## 2.8 行情展望与操作策略

一季度美豆期价在 890-950 美分区间震荡，主要原因是美豆库存维持高位，拖累美豆价格。虽然目前中美贸易磋商在积极推进，但是在没有达成最终协议前仍存在不确定性，而且二季度南美新豆集中上市，在压榨利润的驱动下，我国油厂更青睐巴西大豆，挤占美豆的出口份额，以及近期美国中西部发生严重的洪涝，预期玉米播种面积转种大豆，这样意外情况成为近日利空美豆的因素。美豆出口方面，2 月 22 日我国承诺再次进口美豆 1000 万吨，以及 4 月底中美两国首脑或将举行会晤，若两国贸易协议顺利推进，则美豆库存压力得到部分缓解，届时提振美豆期价。总体来看，预计二季度美豆将在 860-950 美分区间震荡。

## 第 3 章 豆粕价格影响因素

### 3.1 中美贸易谈判积极推进

中美贸易摩擦自 2018 年 3 月份开始至今已经持续一年之久，虽然目前仍未达成具体的贸易协定，但是自 2018 年 11 月 30 日中美首脑在 G20 峰会会晤，双方达成共识，高级贸易代表保持密切联系。并且在 2018 年 12 月 14 日，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，至此中美两国紧张的贸易关系暂时得到一丝喘息。

表 3.1.1：2019 年一季度中美贸易事件梳理

时间	内容
1 月 7 日-9 日	中美双方在北京举行经贸问题副部级磋商。双方积极落实两国元首重要共识，就共同关注的贸易问题和结构性问题进行了广泛、深入、细致的交流，增进了相互理解，为解决彼此关切问题奠定了基础。双方同意继续保持密切联系。
1 月 30-31 日	刘鹤副总理赴美进行贸易磋商，此次磋商双方就贸易平衡、技术转让、知识产权保护、实施机制等共同关心的议题以及中方关切问题进行了坦诚、具体、建设性的讨论，取得重要阶段性进展。并且在此次谈判中我国承诺进口美豆 500 万吨。
2 月 14 日	莱特希泽等人将访华进行新一轮中美经贸高级别磋商，双方表示将保持密切沟通、抓紧工作，争取达成符合双方利益的协议。
2 月 21-22 日	中美双方第七轮经贸高级别磋商于华盛顿举行，中国提议每年额外采购 300 亿美元的美国农产品，其中包括大豆、玉米和小麦，其中承诺再次进口美豆 1000 万吨。
3 月 1 日	美国贸易代表办公室宣布，对 2018 年 9 月起加征关税的自华进口商品，不提高加征关税税率，继续保持 10%，直至另行通知。
3 月 4 日	中美两国元首可能会在 3 月 27 日左右峰会上达成正式的贸易协议。
3 月 12 日	中美经贸高级别磋商代表进行了电话交谈，双方就协议文本中关键的问题进行具体磋商，并确定了下一步工作安排。
3 月 14 日	中美经贸高级别磋商代表进行了第三次电话交谈，双方就协议文本上进一步取得实质性进展。
3 月 15 日	美方表示不急于完成这次交易，因为预计两国首脑会面可能推迟到至少四月份。
3 月 21 日	美国贸易代表团于 3 月 28 日-29 日访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，中方代表团将于 4 月初赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商。
3 月 28-29 日	中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京共同主持第八轮中美经贸高级别磋商，双方讨论了协议有关文本，并取得新的进展。

数据来源：公开网站 南华期货研究所

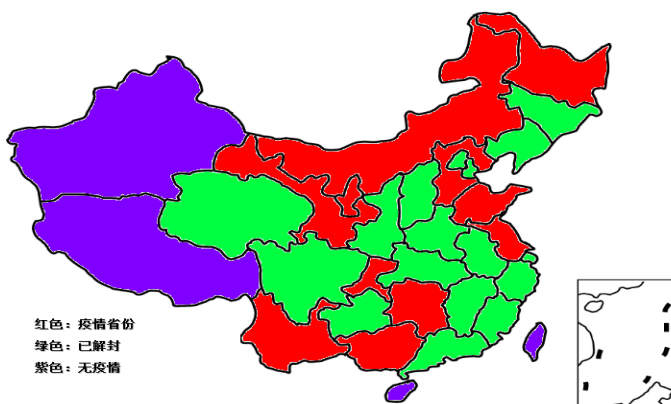
中美贸易磋商仍存在不定性，当前我国进口美豆的关税仍维持在 28%，因此后期关注的重点是我国是否取消对美豆加征的 25%的关税政策。如果 4 月份中美双方达成贸易协议，并且取消两国加征的高额关税政策，届时我国将逐渐恢复对美豆的进口，对国内豆粕价格来讲继续利空。但是对于美豆来讲，高库存压力有所缓解将提振价格，在进口成本的支撑下，预计豆粕下跌空间有限。如果 4 月份中美两国尚不能达成贸易协定，那么在二季度巴西新豆集中上市，以及国内非洲猪瘟疫情影响豆粕需求，

在供给宽松和需求疲软的背景下，预计豆粕价格难有起色。

### 3.2 生猪存栏受创，豆粕消费下降

自 2018 年 8 月份非洲猪瘟疫情爆发以来，截止 3 月 21 日全国共有 28 个省份发生家猪（113 起）和野猪（3 起）非洲猪瘟疫情。目前来看，没有发生非洲猪瘟疫情的省份为新疆、西藏、海南、香港、澳门、台湾省，官网公布数据累计扑杀超过 91.6 万头。作为对比，Intl Fcstone 估计为了阻止猪流感的蔓延，中国已经捕杀了至少 1000 万头猪。

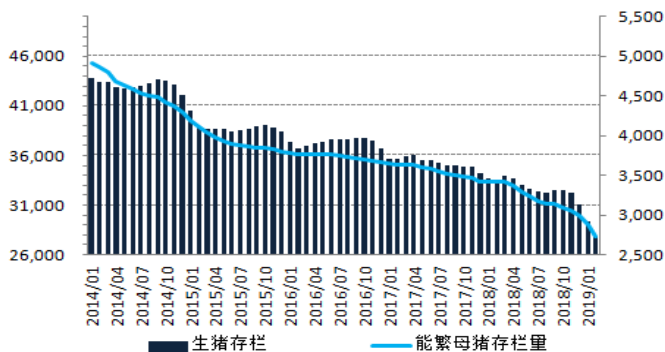
图 3.2.1：非洲猪瘟疫情分布图



数据来源：农业农村部 南华期货研究所

非洲猪瘟疫情影响，散户亏损较为严重，在春节前市场集中出栏，叠加春节过后，虽然官方公布疫情爆发起数较前期减少，但是市场却传言不断，生猪存栏和补栏受到重创。其中山东、河南、东北等省份生猪及能繁母猪存栏量下降最为突出。另外，受疫情影响部分省份再次对生猪产能实行环保清退，政府有劝退动作，诸如北京、广西、广东、江苏、安徽、两湖等地区，这些地区生猪及能繁母猪存栏也有不同程度的下降。

图 3.2.2：生猪、能繁母猪存栏量（单位：万头）



数据来源：WIND 南华期货研究所

3 月 15 日农业农村部畜牧兽医局公布数据显示：2019 年 2 月份全国生猪存栏较上月减少 5.4%，较去年同期减少 16.6%，能繁母猪存栏较上月减少 5.0%，较去年同期减少 19.1%。另外，因猪瘟疫情影响，我国在加征 62% 的高额关税下仍大量进口美国猪肉，截至 3 月 7 日当周，美国向我国出售猪肉 23846 吨，同比增长超过 90%，成为自 2017 年 4 月份以来最大单。由于生猪存栏、补栏的大幅下降，

以及扩大进口美国猪肉，导致豆粕下游需求较为疲软，预计豆粕饲料需求将环比下降 4.7%-6.8%，利空豆粕价格。而且从俄罗斯发生非洲猪瘟疫情的月份来看，一般情况下随着天气回暖，非洲猪瘟发生的数量和范围越大，届时对豆粕需求将进一步减弱。

图 3.2.3：俄罗斯非洲猪瘟疫情发病情况



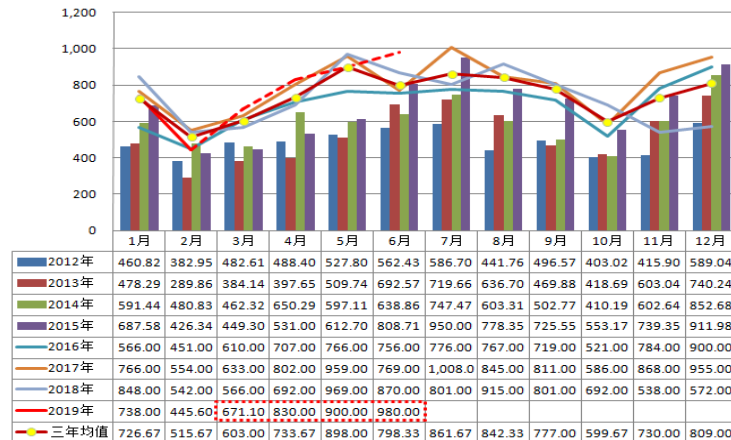
数据来源：公开网络 南华期货研究所

值得注意的是，目前随着市场母猪淘汰，生猪补栏弥补不了淘汰母猪，导致生猪存栏量大幅下降，目前局部地区能繁母猪存栏下降 40%-50%，市场生猪供给紧缺，推动部分地区生猪价格回暖，目前市场普遍认为猪价上涨有可能会提前到 4-5 月份，预计新一轮猪周期将提前到来，从而刺激中小型养殖户补栏积极性，届时将带动豆粕需求量略有增加。但是非洲猪瘟仍在发酵，大型养殖场受疫情影响补栏动作缓慢，以及生猪自身生长周期较长，预计二季度对豆粕价格提振力度有限。

### 3.3 大豆到港预期增加，供给较为宽松

据海关数据显示，2019 年 2 月份我国大豆进口量为 446 万吨，较 1 月份的 738 万吨减少 40%，较上年同期 542 万吨减少 17%。2019 年 1-2 月份大豆进口总量为 1184 万吨，较去年同期减少 14.8%。主要原因一是 2 月份适逢春节假期；二是在于非洲猪瘟疫情导致生猪存栏及补栏不佳，从而降低了大豆饲料需求。

图 3.3.1：我国大豆进口月度对比图（单位：万吨）

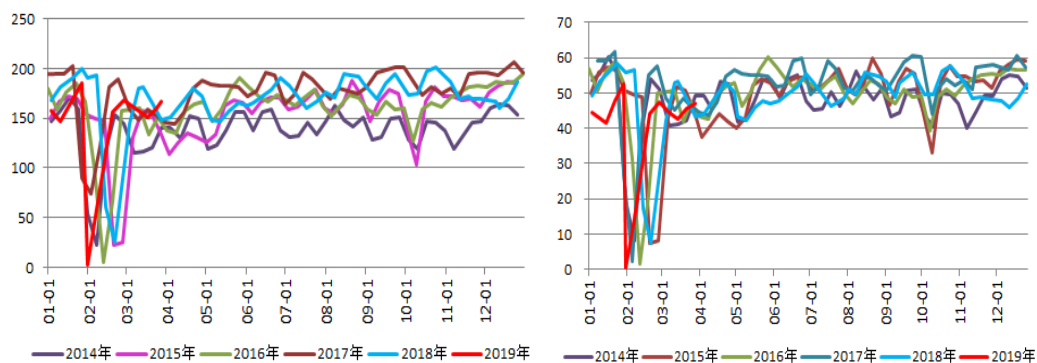


数据来源：WIND 南华期货研究所

截止 3 月 22 日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量 372.04 万吨，较去年同期 425.59 万吨减少 12.58%。根据 Cofeed 调查统计，2019 年 3 月份预报到港为 671.1 万吨，4-6 月份预估值分别为 830 万吨、900 万吨、980 万吨。对比来看，今年二季度大豆进口量高于去年同期，而且在下游需求不佳的背景下，整体大豆供给仍较为宽松。

因非洲猪瘟疫情影响，下游对豆粕需求较为疲弱，截止 3 月 29 日当周，2018/19 年度全国大豆压榨量为 4057.3 万吨，较上年度同期的 4427.9 万吨下降 370.7 万吨，降幅为 8.24%。2019 年 1 月 1 日至今，全国大豆压榨量总计为 1742.1 万吨，较 2018 年同期的 1981.7 万吨下降 239.6 万吨，降幅为 12.08%。

图 3.3.2：大豆压榨量及开机率（左图单位：万吨、右图单位：%）



数据来源：天下粮仓 南华期货研究所

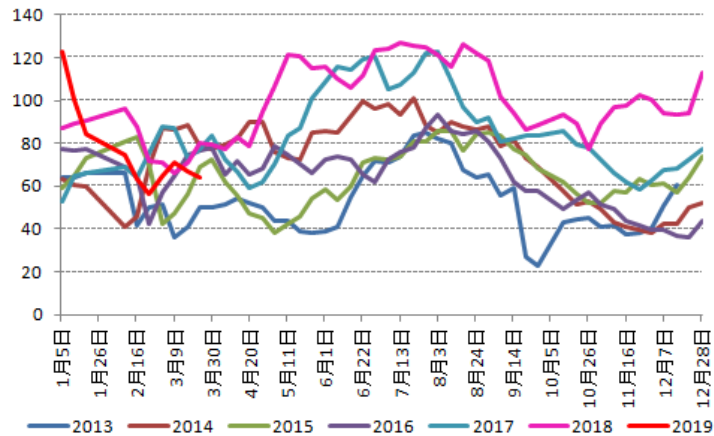
综上，一季度大豆压榨量、开机率同比去年有所下滑，主要是下游需求不佳、以及前期油厂豆粕库存胀库、环保检修所致。随着近期油厂逐渐恢复开机，4-6 月预估大豆到港量将达到 2710 万吨，同比去年增加 179 万吨。因此，预计二季度油厂压榨量或将回升至正常水平。

### 3.4 豆粕需求不佳，库存或将增加

受非洲猪瘟疫情影响，2018 年四季度豆粕库存压力明显，结转到 2019 年 1 月份豆粕库存达到 120 万吨左右，创出近 7 年同期高位，但是随着春节假期、豆粕胀库、以及环保检修等因素导致油厂开机率下降或停机，另外 3 月份开始豆粕价差缩窄至 300 元/吨左右，豆粕替代性提高，促使豆粕现货成交量逐渐增加，令豆粕去库存速度加快，截止 3 月 22 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 62.31 万吨，较去年同期 79.99 万吨减少 22.10%。

目前来看，由于油厂前期高库存压力缓解，大部分油厂陆续恢复开机，而且随着未来大豆到港量的增加，后期大豆压榨量有所提高，叠加非洲猪瘟疫情仍在发酵，且 3 月 25 日辽宁地区发生禽流感疫情，预计二季度豆粕下游需求难有重大起色，豆粕库存有望继续回升，届时对价格形成压制。

图 3.4.1: 豆粕库存 (单位: 万吨)



数据来源: 天下粮仓 南华期货研究所

### 3.5 行情展望与操作策略

一季度豆粕指数重心震荡下移,2月28日连粕期价下挫自2016年4月份以来低点至2493元/吨,随后由于豆菜价差缩窄至300元/吨,饲料厂选择豆粕代替菜粕,短期提振豆粕价格。如果中美贸易关系缓和,我国将恢复进口美豆,以及二季度南美巴西新豆集中上市,叠加我国非洲猪瘟疫情影响生猪存栏及补栏,在供给宽松和需求疲软的背景下,预计豆粕价格压力后移,由于届时美豆和豆粕相关性也将回归正常水平,在进口成本支撑下,那么豆粕下跌空间有限。综上所述,预计二季度豆粕价格下有支撑,上有压力,震荡空间预计在2400-2700元/吨。

## 第4章 菜粕价格影响因素

### 4.1 中加关系紧张,原料供给趋紧

从我国菜籽进口数据可以看出,我国年度进口菜籽总量自2010年的159.98万吨增长至2018年的476.61万吨,九年的时间里进口数量接近翻两倍。从进口国别来看,菜籽主要来源国是加拿大、俄罗斯、蒙古、澳大利亚等国家,其中占比量最大来自于加拿大。以最近年份2018年数据为例,我国菜籽全年进口约476.6万吨,其中从加拿大进口445.2万吨,占比约95.5%。

从我国菜粕进口数量可以看出,我国年度进口菜粕总量从2015年的12.27万吨增长至2018年的130.27万吨。从进口国别来看,菜粕主要来源国是加拿大,以2018年数据为例,我国菜粕全年进口130.27万吨,其中加拿大进口127.53万吨,占比97.8%。

自2018年12月初,某企业CF0在加拿大被捕,导致中加关系变得紧张,从而影响菜油菜粕价格行情。

3月1日,中加关系紧张升级以及新批准的进口转基因菜籽品种等因素影响,菜籽CMO证书审批受限,当天菜粕05合约大涨4.47%。

3月6日消息,加拿大理查德国际公司表示,中国已经取消了该公司对华出口油菜籽的许可证。随后中国政府发出声明,近期中国海关多次从加拿大进口的油菜籽中检出危险性的有害生物,因此,我国海关根据法律法规和国际惯例做出暂停进口部分公司加拿大油菜籽的决定。加拿大是我国菜系的



主要进口国，因此在上述消息确认后，市场预期后期菜系供给趋紧，刺激菜粕、菜油期价轮番大涨。

3月23日消息称，加拿大油菜籽协会(Canola Council)表示，随着中加的紧张关系达到新高，中国进口商已停止购买加拿大油菜籽，预计近期内不会恢复购买。

3月26日海关总署发布关于撤销加拿大 Viterra Inc. 企业油菜籽注册登记的通知。加拿大又一企业对华出口油菜籽资质被取消，令市场担心后期菜籽紧缺。消息公布当日菜油跳空高开高走，涨幅达到1.41%，菜粕上涨0.81%。

3月27日，加拿大总理表示，将派代表团赴华就中加油菜籽贸易问题进行磋商，隔夜白盘菜粕大幅下跌2.6%，收复前期涨幅。

表 4.1.1：菜籽进口数据分国别（单位：吨）

	全国	加拿大	俄罗斯	蒙古	澳大利亚
2010	1599847	1599848	0	0	0
2011	1262264	1251079	0	11185	0
2012	2929591	2921079	0	7765	0
2013	3662684	2788493	0	19294	854897
2014	5080821	4492084	16097	38043	534600
2015	4469657	3897753	26184	73013	472710
2016	3565017	3437621	19397	44770	63230
2017	4747066	4511938	58569	95664	55000
2018	4766119	4452966	204510	83521	25123
2019年1月	650097	601959	37649	10489	0

数据来源：海关总署 南华期货研究所

表 4.1.2：菜粕进口数据分国别（单位：吨）

	全国	加拿大	埃塞俄比亚
2015	122796.87	9569.94	0
2016	503654.83	496682.83	0
2017	965325.78	933485.39	11944.32
2018	1302764.88	1275391.37	3800.06
2019年1月	17956.07	179230.88	0

数据来源：海关总署 南华期货研究所

就目前菜籽船期跟踪数据来看，4月份菜籽进口量仅仅2船，5月份菜籽进口量仅1万吨澳籽，原料趋紧提振下游副产品菜粕价格。但是现阶段中美双方正在积极推进贸易谈判，如果4月份中美两国达成贸易协议，中加紧张关系或将得到缓和，那么我国进口加拿大油菜籽将恢复正常水平，进口原料端因素对菜粕价格提振作用将有所减弱。

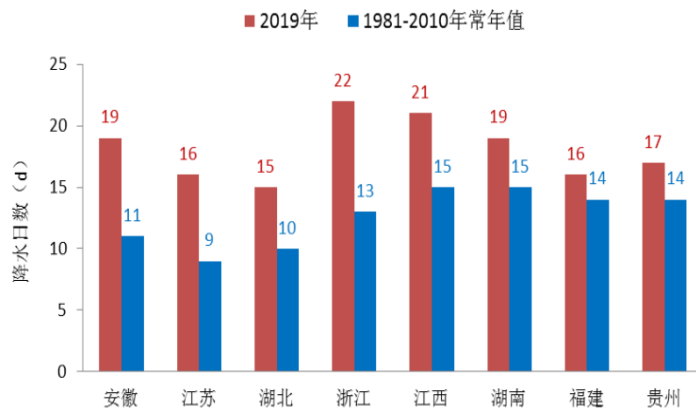
## 4.2 南方阴雨弥漫，新季菜籽预期减产

据统计，2018年12月以来，贵州、湖南、湖北、江西、浙江、安徽、江苏等7省平均降水日数均为1961年以来同期最多。2月份以来，我国长江中下游出现了持续的阴雨雪天气，其中江淮南部、江汉东部、江南大部、贵州中东部、福建北部等地2月降水日数有15~26天，各省平均降水日数均较

常年同期偏多，大部地区日照时数偏少5成以上，单日照照时数≤3小时的天数有20~26天。持续阴雨寡照导致部分低洼田块的油菜遭受湿渍害，生长缓慢、长势偏弱，导致产量和品质下降——安徽地区农田土壤水分过于饱和，对油菜晚期及弱小苗株的生长尤为不利，江淮及其以南地区出现不同程度农田湿渍害；贵州油菜等作物生长受阻，对产量和品质影响较大；江西省铜鼓县千亩油菜田长势缓慢，生育期推迟，部分油菜田出现绝产，油菜籽大面积减产。

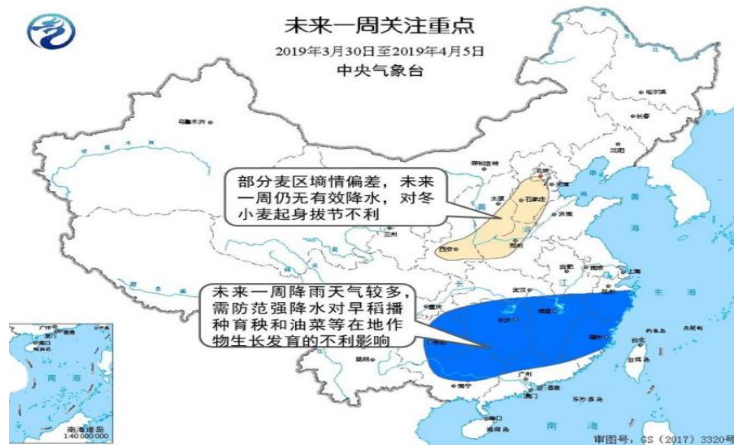
3月中下旬中央气象台报道，3月21日至27日全国范围的降温天气，最低气温降至2~6℃，长江中下游地区大部油菜目前处于抽薹开花期，降温对部分处于开花结荚的油菜不利，菜籽产量将遭受进一步摧残。虽然当前尚难预估损失，但是本年度国产菜籽产量下降已成定局，原料供给短缺对副产品菜粕价格来讲有一定的提振作用。建议关注随着5月份菜籽进入收割期，菜籽产量减产幅度推动菜粕价格上涨的力度。

图 4.2.1：2月南方多雨省份 2019 年和常年降水日数



数据来源：中国气象台 南华研究

图 4.2.2：未来天气预测



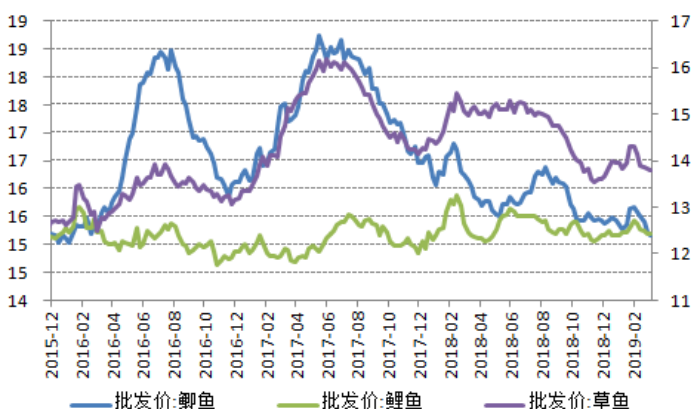
数据来源：中国气象台 南华研究

### 4.3 淡水鱼价格或将回暖

一季度整体来看，淡水鱼价格较为低迷，其中草鱼、鲫鱼价格一度跌破成本线。主要原因是由于

去年养殖量过大，而市场销量比往年小，供需两端失衡严重，导致价格持续低迷，叠加春节假期前后，养殖户集中清塘为新季养殖投苗做准备，淡水鱼价格继续走跌。截止 3 月 24 日，全国草鱼塘口均价跌至 4.2 元/斤，同比下跌 37.13%，环比下跌 3.23%。全国鲫鱼价格塘口均价 4.45 元/斤，同比下跌 28.23%，环比下跌 3.05%。全国鲤鱼塘口均价 4.57 元/斤，同比下跌 22.93%，环比下跌 3.59%。

图 4.3.1：淡水鱼批发价格（单位：元/公斤）



数据来源：WIND 南华期货研究所

但是随着养殖户清塘逐渐接近尾声，还未开塘的养殖户惜售，叠加清明节、五一劳动节将至，预计二季度淡水鱼价格有回暖趋势，以草鱼为例，近期华中、华东、华南、华北以及东北地区草鱼行情均出现上涨。二季度气温逐渐回升，水产养殖投苗工作陆续开启，目前随着淡水鱼价格好转，养殖户看涨后市价格，预计二季度水产养殖旺季投苗量或受成品价格提振有所增加，届时对菜粕需求将有所好转，从而对菜粕价格起到一定提振作用。

#### 4.4 豆菜价差缩窄，限制菜粕涨幅

一季度受到非洲猪瘟疫情不断发酵影响，豆粕下游需求不佳，价格持续低迷，菜粕跟随豆粕走势，导致两者之间的价差回落，3 月初因中加紧张关系升级，我国取消加拿大贸易商对华出口菜籽资质，市场预计后期我国菜籽供给趋紧，刺激菜粕近月合约大涨 4.47%，进一步促使豆菜价差缩窄至 300 元/吨左右（一般情况下，豆菜价差处于 400 元/吨则会产生豆粕替代菜粕）。因此部分饲料厂下调水产养殖料中菜粕的添加比例，从此前 10%~12%的正常水平下调至 5%~8%，甚至传言广东大企业饲料配方中菜粕零添加，禽料中已用葵粕代替菜粕，导致近期菜粕成交量大幅下降，制约菜粕上涨幅度。

从历史豆菜价差走势图来看，二季度豆菜价差走扩的概率较大，结合当前市场基本面，建议可做多豆菜价差套利：

第一，中加关系紧张，刺激菜粕期价上涨，致使豆菜价差缩窄至历史同期低点，在水产需求启动前出现两者极小的价差势必影响菜粕的后期用量，目前已有部分饲料厂选择豆粕代替菜粕，3 月份以来菜粕现货成交清淡，豆粕成交量增加，从而利空菜粕价格提振豆粕价格。

第二，中美经贸谈判正在积极的推进，如果中美关系达成贸易协议，预计中加紧张关系或将缓和，以及加拿大总理表示将派代表团赴华就油菜籽问题进行谈判，同时 5-6 月份我国新季菜籽集中上市，菜籽原料供给缺口得到缓解。

第三，由于非洲猪瘟疫情导致生猪存栏及补栏受到重创，导致豆粕下游需求较为疲软，打压一季度豆粕价格，但是市场普遍认为存在生猪补栏预期，届时豆粕需求将有所回暖。

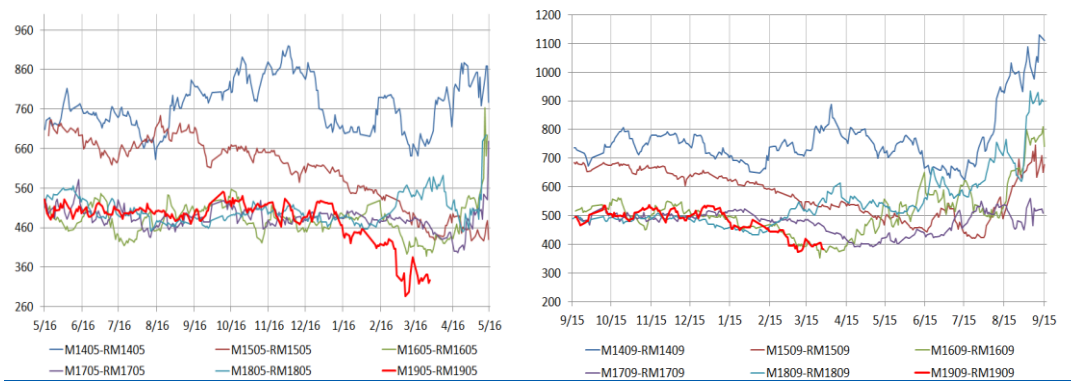
第四，我国承诺进口大量美国农产品，市场预期我国将取消对美 DDGS 的双反关税政策，DDGS 进

口或将恢复到此前正常水平，这将挤占一部分菜粕市场份额。

第五，如果中美双方达成贸易协议，我国重新恢复采购美豆，美豆高库存压力得到部分缓解，利多美豆期价，届时豆粕和美豆的相关性将回归正常，在进口成本支撑下将提振豆粕价格。

综上所述，建议二季度进行买豆粕 09 卖菜粕 09 套利操作，前期入场点位 390-420 附近，后期可逢低补仓，目标区间为 550-570，可接受 20-30 点亏损。由于此款套利持有时间较长，因此要注意中美、中加关系的演变，二季度水产养殖启动推动菜粕消费，以及我国油菜籽的减产幅度等风险。

图 4.4.1：豆菜粕 05、09 价差走势图（单位：元/吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

## 4.5 行情展望与操作策略

一季度是菜粕季节性消费淡季，菜粕维持弱势震荡，2月28日菜粕指数创出自2016年5月份低点至2078元/吨，3月初因中加关系紧张，刺激菜粕价格大幅上涨，但由于豆菜价差处于低位，导致菜粕成交清淡，制约菜粕的上涨幅度。二季度水产养殖逐渐恢复，国产菜籽预期减产，以及中加紧张关系尚未缓解，预计二季度仍存在市场炒作机会，对菜粕价格有一定的提振，预计二季度菜粕将维持在2050-2300元/吨区间震荡。

## 第5章 国产大豆价格影响因素

### 5.1 中央一号文件提出大豆振兴计划

21世纪以来第16个指导“三农”工作的中央一号文件于2月19日由新华社受权发布。这份文件题为《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》。其中提出“调整优化农业结构... 实施大豆振兴计划，多途径扩大种植面积”“实施重要农产品保障战略。加强顶层设计和系统规划，立足国内保障粮食等重要农产品供给，统筹用好国际国内两个市场、两种资源，科学确定国内重要农产品保障水平，健全保障体系，提高国内安全保障能力。将稻谷、小麦作为必保品种，稳定玉米生产，确保谷物基本自给、口粮绝对安全... 主动扩大国内紧缺农产品进口，拓展多元化进口渠道，培育一批跨国农业企业集团，提高农业对外合作水平。加大农产品反走私综合治理力度。”“完善农业支持保护制度... 完善稻谷和小麦最低收购价政策。完善玉米和大豆生产者补贴政策... 推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点... 扩大农业大灾保险试点和“保险+期货”“试点... 支持重点领域特色农产品期货期权品种上市。”

当前，农业生产的政策支持力度和政策信号都在不断增强。国家继续实施小麦、稻谷最低收购价

政策，收购价保持基本稳定。国家完善玉米、大豆生产者补贴政策，强化了农业信贷、保险等支持政策。实施重要农产品保障战略，要加强顶层设计和系统规划。将稻谷、小麦作为必保品种，稳定玉米生产，确保谷物基本自给、口粮绝对安全。尤其再度提出实施大豆振兴计划，多途径扩大种植面积。

2月21日中国农业农村部公布《2019年种植业工作要点》指出，“稳住粮食生产。完善稻谷、小麦最低收购价，玉米、大豆生产者补贴政策，更好发挥市场机制作用。完善粮食主产区利益补偿机制，保护农民种粮积极性和地方政府抓粮积极性。”“提升大豆和油料供给能力。落实加强油料生产保障供给的意见，组织实施大豆振兴计划，推进大豆良种增产增效行动，进一步提高大豆补贴标准，扩大东北、黄淮海地区大豆面积，研发推广高产高油高蛋白新品种。大力发展长江流域油菜生产，推进新品种新技术示范推广和全程机械化。扩大黄淮海地区花生种植。力争全年大豆和油料面积增加500万亩以上。”

其中，大豆振兴计划是调整农业供给侧结构，特别是种植业结构的一个重要举措，主要在以下几个方面加大着力点：第一，要稳定恢复中国大豆种植面积，主要是在东北地区、环渤海地区引导农民扩大大豆种植。第二，在科研上加快优质、高产大豆品种选育，开展联合攻关，提高大豆品种的适应性、高产性和优质性。第三，结合加工业发展，培育一些新的大豆企业、新的合作组织，提高大豆生产经营的组织化程度和水平。根据2016年农业部关于促进大豆生产发展的指导意见提出“力争到2020年大豆面积达到1.4亿亩”（约合933万公顷），按照目前840万公顷国内大豆种植面积来讲，我们还需要增加近93万公顷的大豆面积，不得不说是任重道远。

## 5.2 国储收购价随市场价格逐步下调

2018年自秋粮陆续收获以来，国储大豆轮换计划于2018年11月4日启动，当时报价国标三等大豆入库价格为1.85元/斤，此后，随着市场价格逐渐走弱，东北产区国储大豆收购经历8次下跌自节前三等豆源1.85元/斤跌至1.7元/斤。对于东北产区而言，国储的收购数量有限，但也缓解了产区卖粮压力。

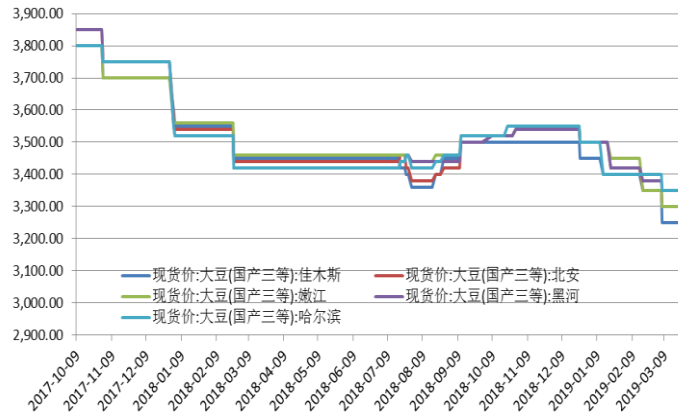
2018年国储轮换大豆自开始收购以来，连续多次下调收购价格：

表 5.2.1：国储轮换大豆价格调整表

时间	内容
11月5日	国储轮换大豆价格为1.85元/斤（3700元/吨）
11月13日	下调至1.83元/斤（3660元/吨）
11月22日	下调至1.81元/斤（3620元/吨）
12月6日	下调至1.79元/斤（3580元/吨）
12月16日	下调至1.765元/斤（3530元/吨）
12月21日	下调至1.75元/斤（3500元/吨）
1月3日	下调至1.73元/斤（3460元/吨）
1月17日	下调至1.7元/斤（3400元/吨）

数据来源：WIND 南华期货研究所

图 5.2.1：大豆价格走势（元/吨）

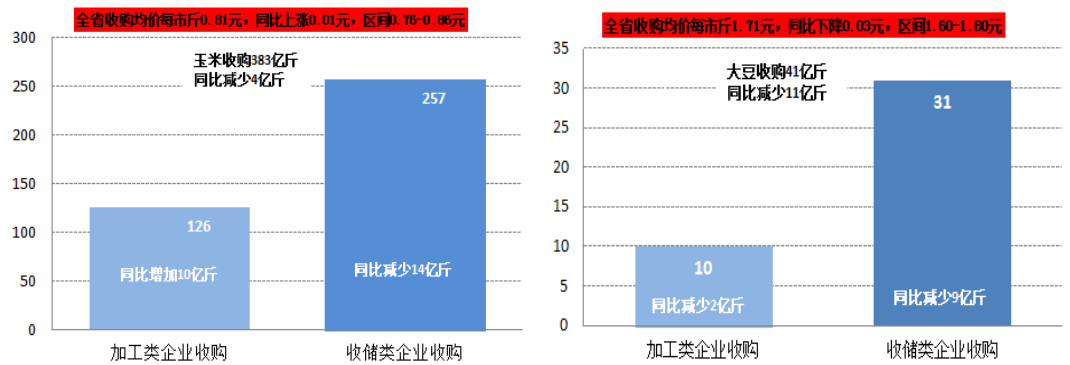


数据来源：WIND 南华期货研究所

### 5.3 黑龙江 2 月末启动玉米大豆储备收购

黑龙江省粮食局于 2 月 22 日组织召开玉米、大豆购销形势分析座谈会。作为中国粮食产量的第一大省，从 2018 年 10 月秋粮收购开始，黑龙江省收购期大豆收购进度同比放缓，省内加工企业效益低、贸易企业利润空间受到抑制，价格整体水平同比下降，持续低位运行，市场观望气氛较重。截至 2 月 20 日，本收购期全省入统企业累计收购粮食 972 亿斤（市场化收购 711 亿斤，政策性收购 261 亿斤），同比减少 39 亿斤（市场化增加 99 亿斤、政策性减少 138 亿斤）。纳入统计范围内的企业收购量玉米同比减幅 1%、大豆减幅 21%。

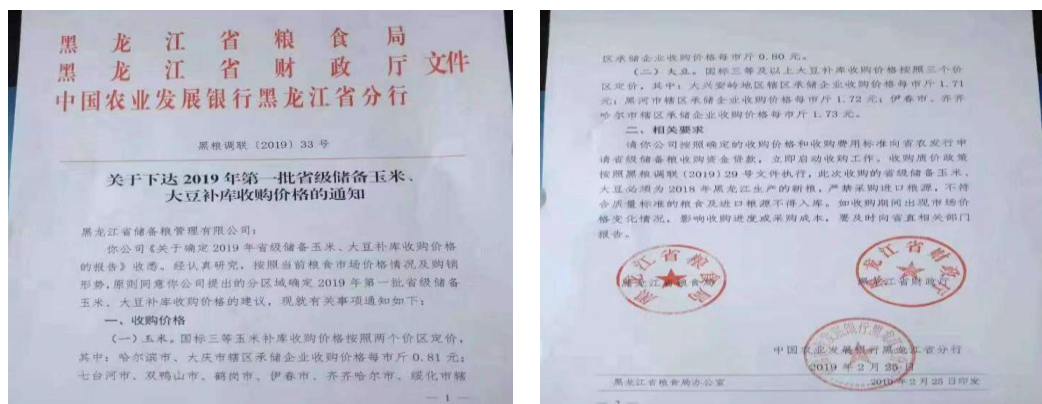
图 5.3.1：大豆、玉米收储情况



数据来源：中华粮网 南华期货研究所

根据全省粮食购销形势，以及存在的玉米、大豆收购进度较慢、农民盼涨惜售等情况，为确保黑龙江省农民余粮购销顺畅流通，不发生大范围“卖粮难”，降低“坏粮”风险，为了带动秋粮收购市场，2 月未经黑龙江省人民政府批准启动省级储备玉米、大豆补库收购工作——2 月 26 日发文《关于下达 2019 年第一批省级储备玉米、大豆补库收购价格的通知》，公布了 2019 年第一批省级储备玉米、大豆补库收购价格：国标三等及以上大豆补库收购价格按照三个价区定价，其中：大兴安岭地区辖区承储企业收购价格 3420 元/吨；黑河市辖区承储企业收购价格 3440 元/吨；伊春市、齐齐哈尔市辖区承储企业收购价格 3460 元/吨。

图 5.3.2：省级收储玉米、大豆通知



数据来源：黑龙江省粮食局 南华期货研究所

近日，黑龙江各地省储粮库收购标准和收购价格有所调整，黑河地区省储粮库大豆收购标准由国标三等调整为国标二等，要求青粒控制在 3%以内，入库价格为 1.72 元/斤；齐齐哈尔地区省储粮库大豆收购价格由 1.73 元/斤调整为 1.71 元/斤，国标三等，要求青粒在 3%以内。据了解，近期黑龙江齐齐哈尔，黑河等大豆主产区的普通商品粮和油豆价格有所回落，幅度在 2 分-5 分左右。

2018 年国产大豆市场的终端需求始终不旺，秋季大豆价格在上市初期后一落再落，贸易商不敢贸然备货，从而造成豆市的低迷，更有原因是农户惜售心理强烈，售粮意愿比较薄弱，再有，2018 年 9 月初黑龙江黑河、齐齐哈尔、内蒙古大杨树地区大豆受到严重早霜影响，出现不同程度的青粒，影响当地大豆的质量，从而影响当地大豆在市场的认可度。直至今日黑龙江地区农户即将为春耕做准备，豆价也一直处在相对弱势的状态。

虽然，国储省储会在一定程度上影响北方地区大豆的外流，从而也使南方主产区的大豆价格有一定的上涨空间。但随着天气的逐渐回暖，豆制品需求也越来越弱，仍将抑制豆价上涨。

## 5.4 黑龙江公布 2019 年大豆种植者补贴标准

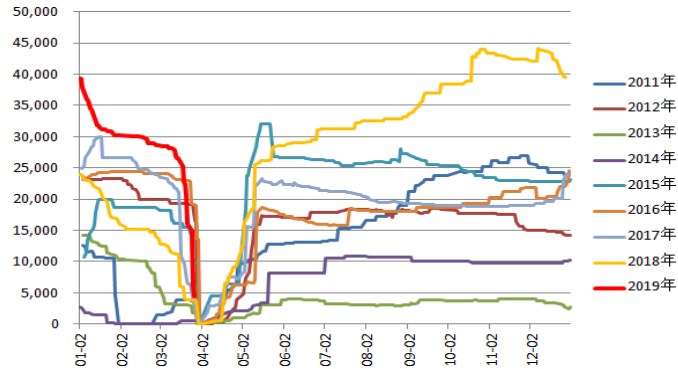
今年 3 月 15 日记者从黑龙江农业农村厅获悉，为深入推进种植结构调整，促进米豆合理轮作，调动农民种粮积极性，保障农民种植玉米和大豆的基本收益，2019 年黑龙江省将继续实行玉米、大豆生产者补贴政策，在上年基础上适当提高玉米生产者补贴标准，大豆生产者补贴标准保持在每亩 300 元左右，且高出玉米生产者补贴 200 元以上。具体补贴标准由省里根据国家下达的玉米、大豆生产者补贴资金总额和玉米、大豆合法实际种植面积等因素统筹确定。

2018 年国家为了鼓励农户种植大豆的积极性，扩大我国大豆的种植面积，黑龙江地区作为大豆主产区率先响应国家政策，在 2018 年 11 月公布了黑龙江地区大豆种植者补贴为 320 元/亩！并在年末陆续下发到大豆种植者的手中，补贴收入对于农户来说是雪中送炭，在一定程度上缓解了大豆种植户由于豆价下跌、收益降低所带来的资金压力。但另外一方面，大豆的高额补贴引起种植成本的增加，据了解，2019 年大豆种植户的租地成本至少增加每公顷 2000 元左右。

从今年农民种植意愿来看，首先，由于近年来国家鼓励种大豆，补贴比玉米高，加上轮种补贴以及玉米茬不准焚烧，较难处理等，农户种植大豆积极性显著增加。再有，去年东北大部分地区整个冬季降雪极度偏少，大面积春旱情况较为严重，土壤墒情较差。非灌溉区农户均表示要等下雨后再购买种子等农资，根据生长天数选种玉米或者转种大豆、杂粮等。据了解，往年玉米种子销售近 6-7 成，今年到目前玉米种子销售仅 1 成左右，大豆后期被动转种的概率也在增高。

## 5.5 注册仓单高企，价格压力加大

图 5.5.1：大豆注册仓单量（单位：手）



数据来源：中华粮网 南华期货研究所

表 5.5.1：大豆交割情况

合约	交割日期	交割量	交割金额	均价
a1901	20190104	9,203	292,451,170	3,178
a1901	20190109	1,228	39,322,360	3,202
a1901	20190110	806	25,292,840	3,138
a1901	20190111	2	64,320	3,216
a1901	20190114	7	214,620	3,066
a1901	20190118	115	3,643,750	3,168
a1903	20190305	754	24,708,580	3,277
a1903	20190306	350	11,405,000	3,259
a1903	20190311	23	753,710	3,277
		12,488	397,856,350	3186

数据来源：DCE 南华期货研究所

从大连商品交易所大豆注册仓单量来看，延续 2018 年 5 月以来的历史高位，一直到 2019 年一季度注册仓单量居高不下，创出同期以来新高。尽管 3 月初开始大豆仓单量呈现骤然下降的趋势，但这并不是因为需求转好，而是根据交易所规则每年 3 月末大豆注册仓单全部注销。

从数据统计来看，2019 年一季度的大豆交割数量达到 12488 手，均价为 3186 元/吨，交割成交价在 3066-3277 元/吨（1.533-1.6385 元/斤），2018 年同期交割 16107 手，均价为 3096 元/吨，交割成交价在 3090-3298 元/吨（1.545-1.649 元/斤），虽然我们知道期货豆与贸易粮存在一定质量差异，但从近两年同期期货价格持续低迷走势来看，市场继续体现的是国产豆的供应压力比较明显的局面。

从代表 2019 年新季大豆的期货价格走势表现来看——连豆 2001 合约自 2018 年 9 月 10 日上市接近 4000 元/吨，到持续走弱至 3 月 29 日收盘价 3354 元/吨，跌幅 16.15%，连豆 2003 合约自 2019 年 3 月 21 日开盘价 3403 元/吨也同样显示市场预期价格不乐观。

从交割地来看，2018 年 12 月 28 日大商所称为进一步贴近市场需求、服务实体经济发展、推进黄大豆 1 号期货国际化，将黄大豆 1 号基准交割地由辽宁大连调整至黑龙江哈尔滨，增设牡丹江市、佳木斯市、齐齐哈尔市、双鸭山市等为交割区域并修改非基准交割地升贴水。新设交割区域、升贴水修



改自黄大豆 1 号 2005 合约起施行。因此，预计在 2005 新合约上市之后，期价体现的是产区大豆价格，由于期现市场联动性更强，产区企业客户参与套保意愿增强，农户参考期货价格进行种地、卖粮将更加便捷。

图 5.5.2: DCE 黄大豆 1 号 2001、2003 上市以来走势



数据来源：博弈大师 南华期货研究所

## 5.6 进口大豆仍将影响国内大豆市场

去年 7 月 6 日开始中国对进口美国大豆加征 25%关税，导致中国企业放弃采购美国大豆，但自从 2018 年 12 月 1 日两国元首在阿根廷达成为期 90 天的贸易协议以来，中国已经恢复采购美国大豆。截止 3 月初，2018/19 年度中国已累计采购美国大豆 992 万吨，远低于上年度同期的 2642 万吨。但同时受非洲猪瘟疫情持续发生、猪饲料需求大幅下滑的影响，也使得豆粕蛋白需求减少，国粮中心 3 月报告中降低了本年度的压榨消费量，将进口大豆数量从 8470 万吨降至 8370 万吨，从而使得年度库存由上年度缺口状况转为结余 58 万吨。

表 5.6.1: 中国大豆供需平衡表（单位：千吨）

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2018/19	2018/19
			3 月	1 月	2 月	3 月
生产量	12,350	13,600	15,282	16,000	16,000	16,000
进口量	83,231	93,495	94,130	87,000	87,000	87,000
年度供给总量	95,581	107,095	109,412	103,000	103,000	103,000
种用	660	740	780	800	800	800
食用及工业消费	13,650	14,150	14,600	15,000	15,000	15,000
压榨消费	82,250	91,700	92,900	87,500	87,500	86,500
其中：国产大豆	1,450	1,200	2,200	2,800	2,800	2,800
进口大豆	80,800	90,500	90,700	84,700	84,700	83,700
年度国内消费量	96,560	106,590	108,280	103,300	103,300	102,300
出口量	103	114	143	120	120	120
年度需求总量	96,663	106,704	108,423	103,420	103,420	102,420
年度结余量	-1,082	391	989	-420	-420	580

数据来源：国家粮油信息中心 南华期货研究所

我国国产大豆市场按照需求分为食用需求和油用需求，其中国内大豆主要是为了满足食用需求。我国大豆食用每年大约保持在 1000-1200 万吨左右，但是连续三年国产大豆面积扩大，产量上升 350 万吨，尽管食用需求提升 135 万吨、国产大豆压榨提升 135 万吨、种用提升 15 万吨，对比来看最后大约仍 65 万吨的“剩余”，还未包括进口大豆流入到食用领域的数量。因此，近几年形成了国产大豆市场“量增价跌”的局面。若按照大豆振兴计划今年黑龙江继续扩种 500 万亩，按平均单产 300 斤/亩则产量或继续增加 75 万吨，再有，中美贸易磋商正积极谈判，一旦取消美豆进口关税恢复美豆进口，则下半年对国内大豆市场的供应压力再度袭来。

## 5.7 行情展望与操作策略

一季度连豆指数在 3250-3550 元/吨区间震荡，尽管受非洲猪瘟引发饲料需求下滑导致减少了进口大豆数量，但是国产大豆产量增加尤其需求不振的格局更是拖累国产大豆市场走弱。今年国家继续鼓励大豆种植，黑龙江公布大豆生产者补贴维持在每亩 300 元左右水平，预计新豆面积继续增加，在正常天气状况下大豆产量也将继续增加，供应压力再度袭来。考虑到东北地区冬季少雪，春节偏旱等因素，春播期的天气炒作可能引发二季度的阶段性行情，但反弹空间有限，预计二季度连豆指数的震荡区间仍维持在 3250-3550 元/吨。

**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

**浙江分公司**

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

#### 安徽营业部

合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

#### 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](http://www.nanhua.net)