

大豆豆粕年报

回归本源 大势悲观

中粮期货研究院 油脂油料

2018-12-26

【分析师】

阳林钦

010-59137057

yanglinqin@cofco.com

从业资格号: F0311519

投资咨询号: Z0011819

【综述】: 18 年对于部分民营油厂、下游饲料企业、豆粕贸易商和养猪企业来说是非常艰难的一年。19 年肯定不是能够躺赢的一年, 因为 19 年我们面临的是一个供应和需求矛盾放大的一年, 对于下游企业来说, 踩错节奏可能就是被市场淘汰的残酷结局。

19 年的上涨机会关注一个季节性上涨的时点, 即美国大豆生长期, 除非出现严重的干旱, 否则我们认为上涨高度也有限, 按照一般程度的干旱预估, 我们认为 CBOT 大豆高点预估在 1050-1100 美分区间, 对应豆粕的成本按照乐观估计在 3200-3400 元/吨区间。在建议产业在这个位置卖出保值。

我们对 CBOT 大豆价格运行低点区间看的比较悲观, 基于供应和需求矛盾放大, 区间预估在 750 至 800 美分。尽管往年经验显示农民在 850 美分就会惜售, 但是今年美国农民剩余库存压力高于任何一年且卖货窗口又正逢巴西农民卖货, 今年的压力是超过往年的。CBOT 低点可能出现的时间在 2-3 月以及美国下一季收割压力之时。对应国内豆粕的成本也按照乐观估计在 2100-2300 元/吨区间。

基于我们对大势悲观的判断, 建议上游产业提前卖出做好保值, 下游产业操作保持随采随用, 降低库存的思路。

- 【核心因素】:**
- 一、全球大豆供应过剩
 - 二、美国 19 年大豆播种面积是非常重要的变量
 - 三、中国的蛋白需求面临转折
 - 四、中美贸易关系对国内外大豆、豆粕的影响将淡化

【预期偏差】: 人民币汇率 中美贸易关系 雷亚尔、比索汇率

第一部分 2018 年行情回顾

2018 年接近尾声，这一年对于产业和期货市场来说，都经历了一个长期非常态的过程。尤其是产业，比拼的是资金链的雄厚与否、套期保值操作的准确性，今年出现了部分民营企业资金链困难的问题，跳出这个产业来看，资金链紧张不是个例。今年行情的剧烈波动也加剧了企业经营的困难，如果没有完善的套期保值体系，现货的管理完全敞口，这一年下来也难以做到不亏损。

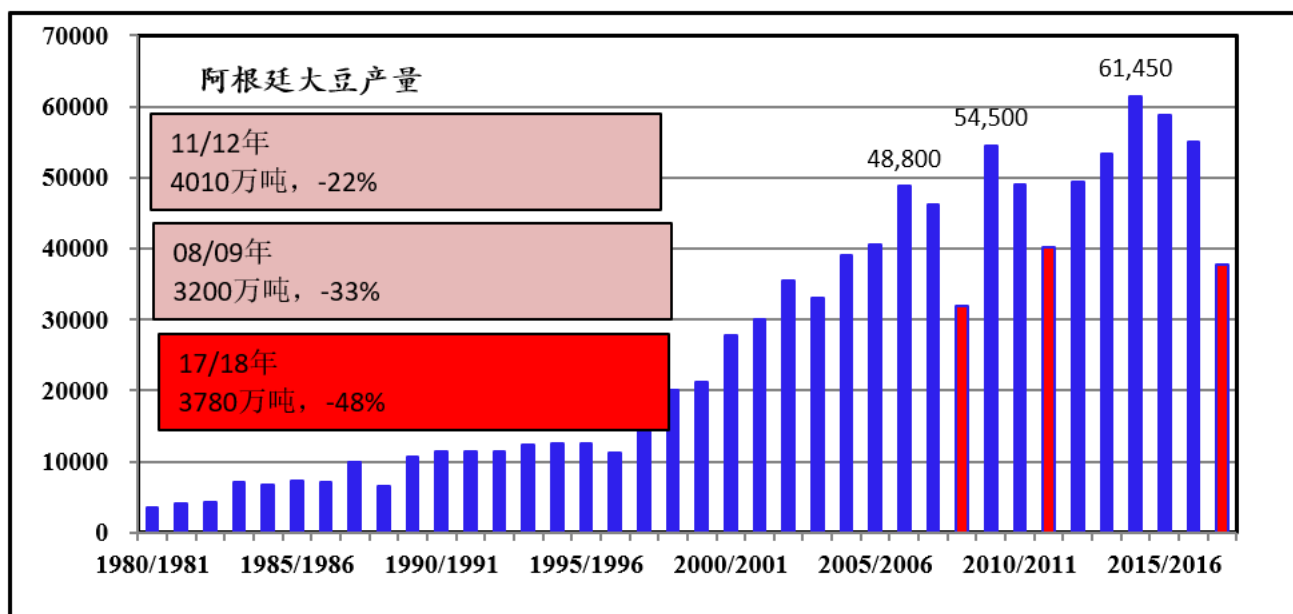
DCE 豆粕

我们将 2018 年的行情走势划分为两个阶段，第一个阶段核心的交易因素是阿根廷大豆减产。第二阶段核心的因素，供应是中美贸易关系（反反复复），需求是猪周期、低蛋白日粮政策、非洲猪瘟疫情。

第一个阶段：行情启动是 2 月初，见顶是 3 月 6 日，最大上涨幅度约 13%。

这是一个比较典型的有题材、管理基金做多、价格上涨的模式。阿根廷大豆核心产区降雨偏低，引发了市场对于阿根廷产量损失的预期，但是在美国和巴西的大豆供应充足的大背景之下，以及进入 3 月份，阿根廷产量就基本定型，留给天气炒作的空间并不多，因此阿根廷大豆减产并不足以发酵成为一个大级别的趋势上涨。（具体的分析请参考文章《冷静对待阿根廷天气炒作，美豆 1100 美分或将面临压力》）

图 1-1：历史上 3 次阿根廷大豆产量严重损失 单位：千吨



数据来源：USDA 中粮期货研究院

第二个阶段：自阿根廷大豆减产交易结束之后至今，这个阶段中各个复杂的因素交织在一起，下图中我们将阶段性的高低点进行了标注。

4 月 9 日前国内豆粕快速拉涨，这个阶段国内外市场意识到中美之间的贸易关系并不是政治戏码，互相加征关税的预期快速升温，担忧国内大豆供应出现短缺，国内豆粕上涨了 12% 至 3340 元/吨，测算的巴西 7 月船期进口大豆盘面净榨利已经达到将近 140 元/吨，对产业来说这是非常好的套保机会，吸引了大量的套保空单

随后这一波下跌的低点是 6 月 12 日，2904 元/吨，跌幅 13%，除了套保压力比较大之外，供需层面，需求端也

出现了恶化，由于生猪养殖利润深度亏损，倒逼上游豆粕消费，5月份生猪价格企稳，豆粕消费也才逐渐企稳。

从6月12日至8月9日，豆粕价格反弹了13%，这个阶段的上涨，主要驱动是加征关税从预期变成现实，但从供需的层面来说，国内大豆供应充足，豆粕库存平均保持在133万吨的高位，因而我们看到这个阶段的上涨并不是很流畅，8月9日高点3292元/吨，也没有突破4月9日的高点。

从8月9日至8月28日，豆粕价格下跌了7%，这个阶段的下跌，主要驱动是纠错，市场情绪带动下的上涨并没有得到基本面的配合。8月1日辽宁爆发首起非洲猪瘟，但捕杀量不大，并没有引起市场足够的重视。

从8月28日至今，豆粕价格波动巨大，多空双杀。10月10日之前，豆粕价格经历一波快速拉涨，这个阶段主要是投机多单和套保空单博弈，市场几乎是一致预期，看涨豆粕，加上9月份豆粕消费数据良好，**预期**11月份开始（大豆+豆粕）库存下降，**市场上投机做空的力量很小，同时也没有新增的套保空单**，国庆前后的价格上涨表现得又快又猛。10月10日作为一个标志性的日期，触发的事件是饲料工业协会颁布了低蛋白日粮的团体标准，早在7月份，饲料工业协会就组织行业龙头企业调研低蛋白日粮的可行性，最早提出来这个概念是大约在两年前，但真正引起大家重视是10月9日官方发布的文件。这个时候非洲猪瘟疫情叠加低蛋白日粮政策，还是没有引起市场的足够重视，加之10月份豆粕的需求数据非常好，普遍的看法还是认为豆粕上涨的基础良好。进入11月份之后，（大豆+豆粕）库存下降的预期被证伪，一方面是供应并没有出现大规模的油厂因为缺豆而停机，二是需求出现断崖式下滑，11月-12月压榨量月均减少100万吨，而豆粕库存并没有出现下降。非洲猪瘟疫情持续发展，加重了养殖户的恐慌心态，加速育肥猪出栏，这种持续性对产业也产生了深远的影响，促进了**散户**产能淘汰、抑制**规模养殖企业**新产能投放、长期压制疫情区域的猪价（可能持续至19年三季度）。

图 1-2：豆粕价格走势及关键结点 单位：元/千吨



数据来源：路透 中粮期货研究院

CBOT 大豆

第一个阶段是交易阿根廷大豆减产，持续到3月5日，这个阶段内外盘的联动性很强，之后中美贸易关系扰乱

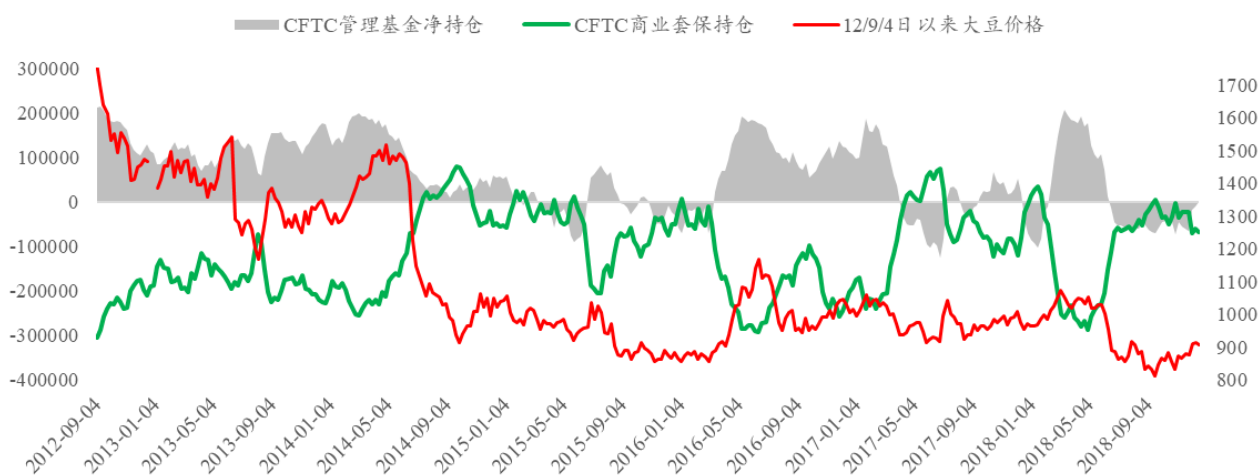
了内外盘的节奏，开始出现分化。

第二个阶段是3月5日至9月18日，大豆价格整体是下跌的形态，**节奏上是有变化的**。至5月17日，大豆的下跌趋势还是比较缓慢的，也没有跌破1000美分这个关键的支撑位。5月25日至7月13日，是加速下跌阶段，先后跌破了950美分、900美分、850美分的关键支撑位。7月31日至9月18日，又迎来一波加速下跌，跌破了7月13日的低点。第二个阶段核心因素是中美贸易关系和美国大豆产量，两个因素交织在一起，今年美国大豆产区的天气没有掀起波澜，美国大豆再一次实现了丰收。大产量叠加中国需求缺失，是双重利空，1819年美国大豆库存创历史纪录。

第三个阶段是9月18日至今，大豆价格整体上是底部震荡。这个阶段美国大豆丰收的压力已经充分释放了，核心交易因素变成中美贸易壁垒下非中国需求的表现以及农民的卖货进度。

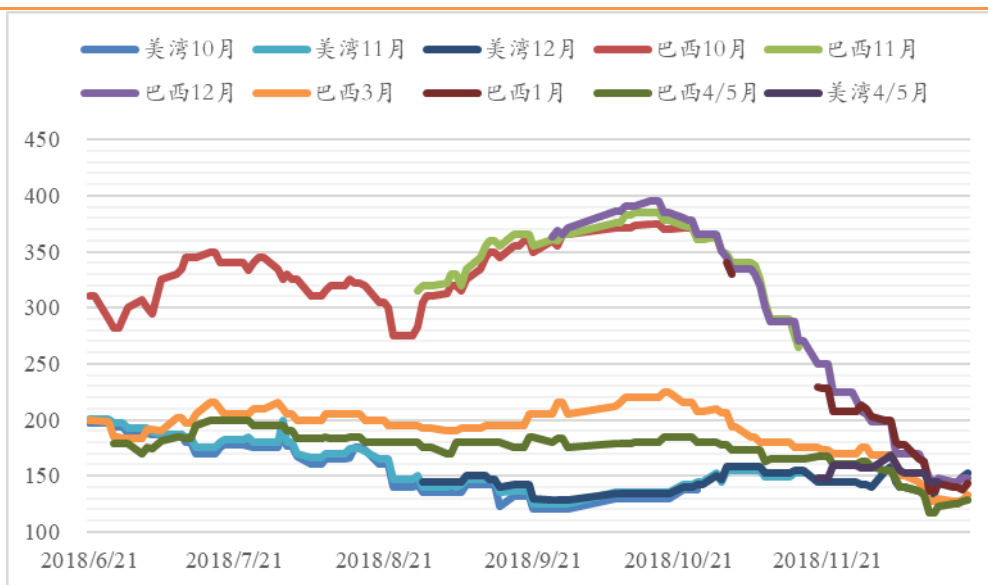
这个阶段CBOT底部震荡的走势对照国内豆粕市场的大幅波动，出现了严重分化。这个阶段CBOT市场对分析国内豆粕走势的意义不大，**反而是南北美升贴水的波动剧烈，有效性更强**。CBOT大豆价格运行的逻辑相对更加清晰，美国庞大的库存压力抑制价格上涨幅度、而低价农民惜售则提供了底部支撑。从CFTC持仓的变动上也能加以验证，每当价格稍有反弹，就会吸引农民卖货，管理基金的多、空头寸变动遵循多头头寸不动，空头头寸调整规律，可以看出基金也是采取保守的思路。

图 1-3: CFTC 持仓（左轴）和 CBOT 大豆价格（右轴） 单位：手 美分/蒲式耳



数据来源：CFTC 路透 中粮期货研究院

图 1-4：美国和巴西大豆 CNF 中国的贴水比照 单位：美分/蒲式耳



数据来源：天下粮仓 中粮期货研究院

图 1-5：CBOT 大豆价格走势和关键结点 单位：美分/蒲式耳



数据来源：路透 中粮期货研究院

第二部分 概况与结论

以 2012 年 9 月 4 日为标志，油脂油料市场进入熊市，至今这一个周期已经超过 6 年的时间，除了 16 年 3 月至 6 月出现过一次大约 30% 幅度的快速上涨之外，整个周期里没有大级别的反弹，我们统计从 1974 年以来，CBOT 大豆任何一个熊市周期持续的时间都没有这一轮熊市的周期长。这是其一。其二是 15 年 11 月见到 850 美分的低点之后，实际上大豆就进入了长达三年的底部震荡，一个商品的价格能在底部趴三年也是值得我们思考的。

我们觉得本质的原因是需求增速平缓，而过去几年单产实现跳跃式增长，供需再平衡的周期拉长。

展望 18/19 年，南北美丰收叠加中国蛋白需求下降，供应大于需求的根本矛盾是在放大的。

再考虑更加长远的事情，美国下一季大豆的播种面积是一个重要的看点，我们认为大豆面积是否大幅缩减以达到全球显著去库存的效果，还是需要打个问号。

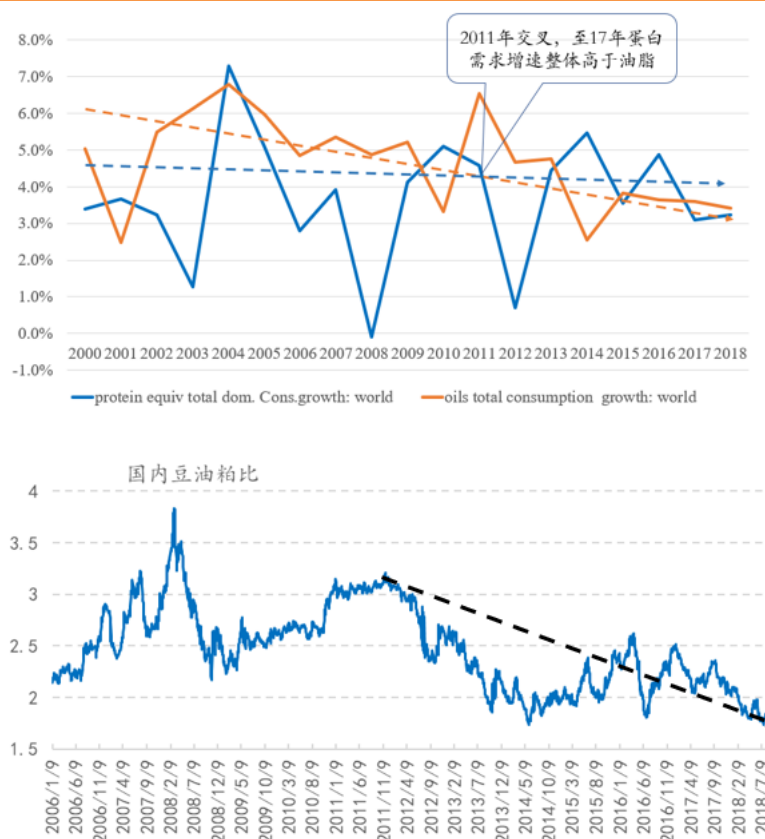
在总量过剩的大格局之下，但我们分析认为有几个重要的转折与分化：

转折一：蛋白需求增速可能面临转折。中国蛋白需求增速是全球蛋白需求增长的驱动力，然而短期来看，中美贸易纷争、非洲猪瘟疫情持续发展这两个因素的爆发成为导火索，长期来看，中国人均肉食结构的调整、养殖产业效率的提升，以及提升蛋白利用效率可能成为长期趋势，短期和长期因素都指向中国的蛋白需求增速下滑。

转折二：全球油脂可能逐渐走出熊市周期。得益于供应增速放缓以及植物油的生物柴油需求旺盛、印度植物油需求恢复。但需要强调的是原油下跌风险和全球宏观下行的风险依然存在，植物油迎来拐点的节奏还需要后续跟踪。具体请阅读油脂年报。

转折三：油粕比的转折。12 年以来，油粕比大方向上持续走低。同样都面临总量过剩的大背景，而粕比油强的根本原因是全球蛋白需求增速长期高于油脂需求，加剧油脂供应过剩。未来中国的蛋白需求增速可能面临转折，将带动油粕比走势扭转。

图 2-1：蛋白需求增速超过油脂需求增速长期压制油粕比走弱



数据来源：USDA 路透 中粮期货研究院

分化一：中国和美国之间的分化以及南北美之间的分化已经过度为中国和美国之间的分化。随着南美大豆大量上市，目前美国的贴水已经由大幅低于巴西变为持平或高于巴西。

分化二：国内三大油供需分化。豆菜油存在远期供应收缩的预期，棕榈油在不出厄尔尼诺的天气问题下，供

应充足。具体请阅读油脂年报。

19 年价格展望和操作建议

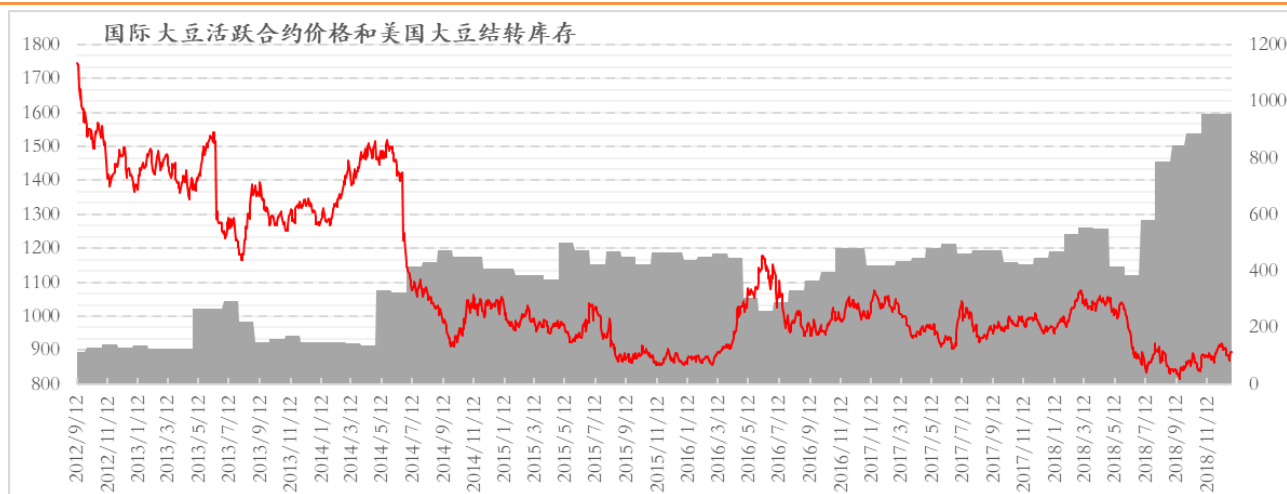
18 年对于部分民营油厂、下游饲料企业、豆粕贸易商和养猪企业来说是非常艰难的一年。19 年肯定不是能够躺赢的一年，因为 19 年我们面临的是一个供应和需求矛盾放大的一年，对于下游企业来说，踩错节奏可能就是被市场淘汰的残酷结局。

19 年的上涨机会关注一个季节性上涨的时点，即美国大豆生长期，除非出现严重的干旱，否则我们认为上涨高度也有限，按照一般程度的干旱预估，我们认为 CBOT 大豆高点预估在 1050-1100 美分区间，对应豆粕的成本按照乐观估计在 3200-3400 元/吨区间。在建议产业在这个位置卖出保值。

我们对 CBOT 大豆价格运行低点区间看的比较悲观，基于供应和需求矛盾放大，区间预估在 750 至 800 美分。尽管往年经验显示农民在 850 美分就会惜售，但是今年美国农民剩余库存压力高于任何一年且卖货窗口又正逢巴西农民卖货，今年的压力是超过往年的。CBOT 低点可能出现的时间在 2-3 月以及美国下一季收割压力之时。对应国内豆粕的成本也按照乐观估计在 2100-2300 元/吨区间。

基于我们对大势悲观的判断，建议上游产业提前卖出做好保值，下游产业操作保持随采随用，降低库存的思路。

图 2-2: CBOT 大豆价格（左轴）和美国大豆库存（右轴）的对照比较 单位：美分/蒲式耳 百万蒲式耳



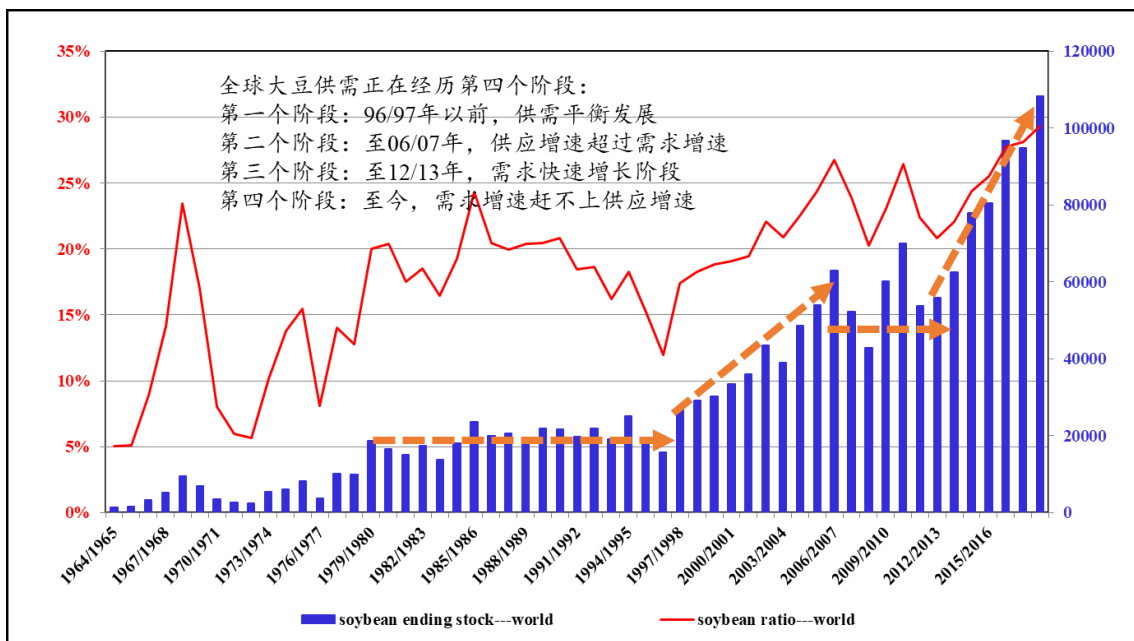
数据来源：USDA 中粮期货研究院

第三部分 核心因素分析

一、全球大豆供应过剩

从 12 年至今，全球大豆供需实际上正在经历第四个阶段，即需求增速赶不上产量增速，造成了油籽供应过剩。从 12 年至 18 年，全球油籽产量从 4.54 亿吨增加至 5.75 亿吨，增量 1.21 亿吨，这个增量超过了历史上任何相同周期内的增量，其中增量主要是大豆，从 2.69 亿吨增加至 3.69 亿吨，增量 1 亿吨，大豆单产提升以及巴西面积高速增长是全球大豆产量连续丰产的原因。其他还包括葵花籽、油菜籽产量增速提升。

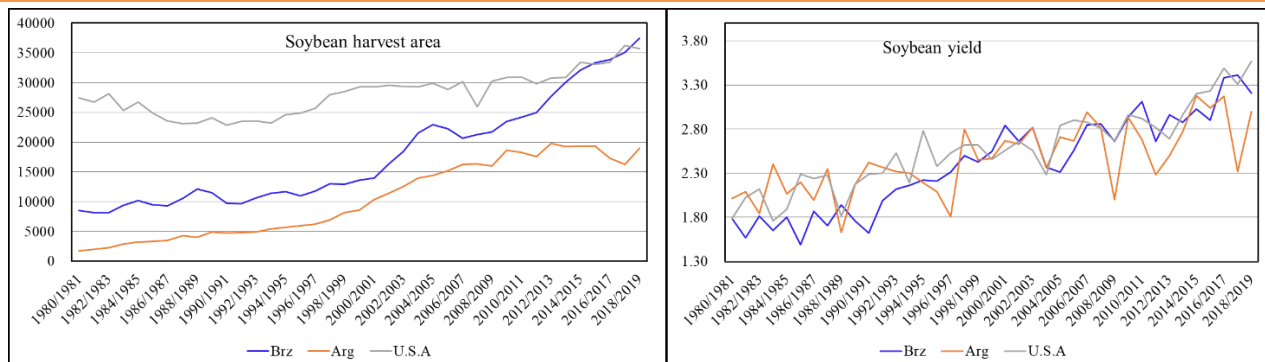
图 3-1: 全球大豆供需周期 单位: 千吨



数据来源: USDA 中粮期货研究院

图 3-2: G-3 国大豆播种面积 单位: 千公顷

G-3 国大豆单产 单位: 吨/公顷



数据来源: USDA 中粮期货研究院

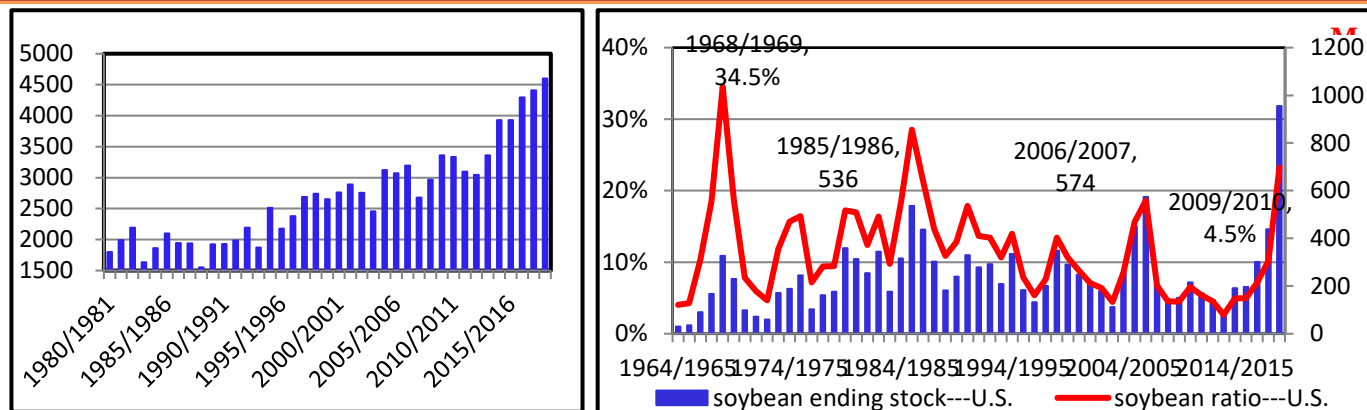
18/19 年度全球大豆市场将面临供应和需求矛盾放大:

美国大豆产量创历史新高, 自 2013 年以来连续第五年创历史新高或者非常接近新高 (2015 年的产量非常接近 2014 年)。

并且由于中国不买美国大豆, 已经导致全球除了美国之外的旧作库存被掏空, 而美国的库存却非常庞大。

图 3-3: 美国大豆产量 单位: 百万蒲式耳

美国大豆库存和库存消费比 单位: 百万蒲式耳



数据来源：USDA 中粮期货研究院

受益于中美贸易战,巴西大豆旧作量价双赢。本季大豆播种积极性非常高,今年的播种进度是历史最快的年份,巴西今年的大豆产量有望再创历史新高,12月底的局部干旱不足以改变丰产大势。马州早收的大豆在12月底就可以开始收割,1月份能够装出的大豆量将远超历史,缓解国内的大豆供应。阿根廷大豆产量预计将恢复性增长,具体有待观察2-3月份的天气才能证实。

二、美国19年大豆播种面积是非常重要的变量

如果美国下一季的大豆播种面积不能有效下降,那去库存就只能依靠极端天气来被动去库存,而不是主动去库存。如果下一季不能有效去库存,那么这一季持有库存等待高价就不是一个好的策略了。

美国大豆、玉米、小麦的总播种面积长期来看已经保持了稳定,没有增长的趋势,大豆面积下降,如果玉米、小麦的面积不增,则弃耕面积会增加。因此,影响大豆播种面积增减的因素主要来自和竞争作物之间的竞争。

18年大豆、玉米、小麦的实际播种面积分别是89.1、89.1、47.8百万英亩,其中小麦的播种面积处于绝对低位。

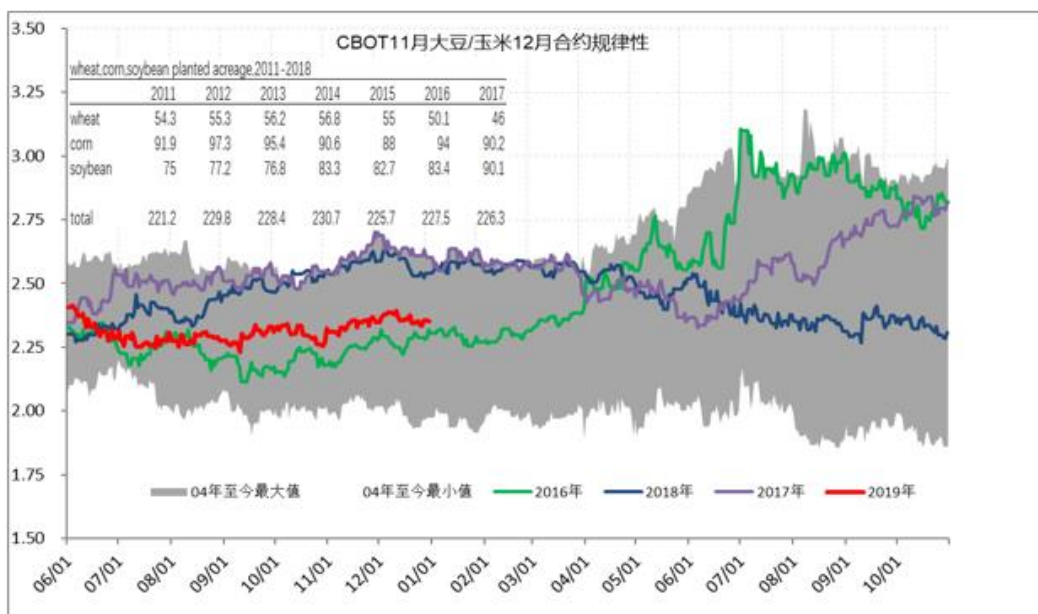
支持19年大豆播种面积增加的逻辑是18年种植大豆的农民是贸易战的最大受害者,19年农民继续种植大豆的积极性下降。

然而我们分析认为,19年大豆的播种面积未必大幅减少,可能是持平或者略减。

一是大豆种植户是特朗普政府农民救助计划的最大受益者。

二是大豆/玉米比价还保持在2.35左右,处于历史波动区间的中间位置,略高于1611大豆/1612玉米,当时大豆价格在15年11月份创下850美分的低点,这个低点在随后的3年时间是一个很强的支撑位,16年大豆的播种面积面积同比仅增加了70万英亩,玉米同比增加了600万英亩,小麦同比减少了490万英亩。

图 3-4: 大豆玉米比价



数据来源：路透 中粮期货研究院

三是大豆绝对价格还在 900 美分附近，对比 15-18 年，并不是一个绝对的低位，小麦和玉米的绝对价格也不高，种植玉米和小麦的积极性不会高于种植大豆。

三、中国的蛋白需求面临转折

中国蛋白需求增速是驱动全球大豆进口增加的根本原因，从 12 年至今，已经见到油籽产量增速在提升，如果叠加中国蛋白需求增速放缓，将加剧全球油籽供应过剩。

首先，非中国地区蛋白需求增量并不能抵消中国需求增量放缓。尽管东南亚、墨西哥等地区的蛋白需求还在增长，但体量不及中国。

图 3-5：非中国地区（大豆+豆粕折大豆）进口需求 单位：千吨

Commodity	Country	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2017/2018 增速	2018/2019 增速
折大豆	European Union - 28	40,341	38,659	34,119	36,397	38,911	39,588	37,459	38,439	39,367	3%	2%
折大豆	Indonesia	5,808	6,098	6,381	7,089	6,977	7,628	8,069	8,305	8,760	3%	5%
折大豆	Malaysia	1924	1982	2199	2334	2509	2530	2586	2793	2791	8%	0%
折大豆	Mexico	5409	5578	5059	5638	6106	7141	6662	7148	7537	7%	5%
折大豆	Philippines	2601	2445	2563	3097	2926	3603	3639	3703	3871	2%	5%
折大豆	Southeast Asia	19868	20408	21804	23581	25981	27799	28914	29281	30825	1%	5%
折大豆	Thailand	5,092	5,647	5,528	5,193	6,319	5,897	6,621	6,463	6,831	-2%	6%
折大豆	Vietnam	4396	4189	5088	5824	7199	8091	7945	7965	8519	0%	7%

数据来源：USDA 中粮期货研究院

其次，影响中国蛋白需求增速的主要因素包括：人均肉食增长空间、人口增速及结构、养殖产业结构的调整和养殖周期、饲料配方和替代。结合宏观以及养殖板块的分析我们得出以下结论：

- (1) 人均猪肉食用量已经饱和，蛋白食用结构调整方向为增加牛羊肉、水产等高质量蛋白的占比。
- (2) 人口增速放缓及人口老年化对蛋白消费贡献下降。
- (3) 从长期猪肉的消费变化趋势推导，未来我国年生猪出栏量 6.8 亿头左右可以满足终端猪肉的需求。
- (4) 养殖产业规模化占比提升的趋势已经形成且不可逆。在生猪出栏量下降的趋势下，过去两年豆粕消费依

然能保持高增长，很重要的一个原因就是规模化比例上升，泔水喂养的比例下降、管理水平提升。规模化占比提升的另外一个影响是导致养殖周期拉长，豆粕的需求波动周期也将拉长。

(5) 饲料中蛋白和能量的比例调整、豆粕和杂粕间的替代依据价格优势而定。

(6) 蛋白利用效率问题被广泛关注。大猪育肥的过程中存在饲料的转化效率以及饲料中蛋白的利用效率的问题。随着规模化养殖比例提升，提升蛋白利用效率是长期趋势。18 年饲料工业协会顺势推出低蛋白日粮团体标准，是顺应行业发展趋势的。短期来看，推广需要一个过程，在目前养猪利润普遍在盈亏平衡附近或者之下的局势下，养殖户自主推动的动力会比较强。

具体到 18/19 年度的豆粕消费：(1) 散户泔水喂养退出市场还将对豆粕利多，但这一因素已经经过两年的发酵，力度会下降。(2) 非洲猪瘟持续发酵，由北向南、从点到面、从散户到规模养殖场扩散，散户的补栏积极性严重下挫，新增产能投放进度也将因生猪调运禁止而放缓，对 19 年四季度及 20 年上半年猪价利多，但对豆粕消费偏利空。

(3) 杂粕的供应量增加利空豆粕消费。(5) 整体评估，利空因素和风险更大。

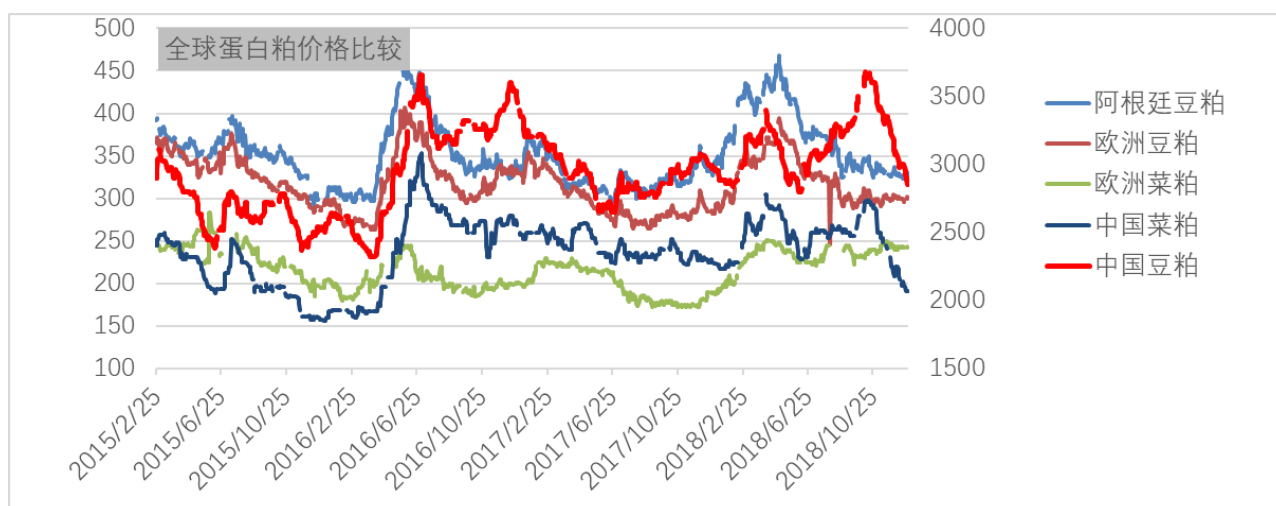
四、中美贸易关系对国内外大豆、豆粕的影响将淡化

中国不能买美国大豆对全球市场而言，本质上是一个结构性矛盾，而不是总量矛盾，随着巴西新作大豆能够供应中国，中国能不能买美国大豆对国内大豆的供应来说已经发生了质的变化，以前主动权在巴西，所以巴西大豆的贴水能够涨到 300 多美分，而现在主动权在国内。

中美 G20 会议之后双方在 90 天谈判窗口能达成何种协议，对大豆市场而言，储备是否继续增加购买，是否取消 25% 的加征关税，影响将体现在美国大豆的出口目标如何调整、取消关税之后商业采购将视利润而决定是采购美国还是巴西。

下图是全球蛋白价格的比较。中国豆粕相对全球蛋白溢价是不可持续的，将吸引全球蛋白原料流向中国，这是市场本身具备的调节机制，事实上后来我们看到的大量的葵花籽粕、菜粕进口以及大豆买船量高于预期正是在验证这一点。目前中国豆粕、菜粕的价格已经回落，没有利润可图。

图 3-6：中国豆粕价格依然溢价



数据来源：路透 中粮期货研究院

第四部分 预期偏差

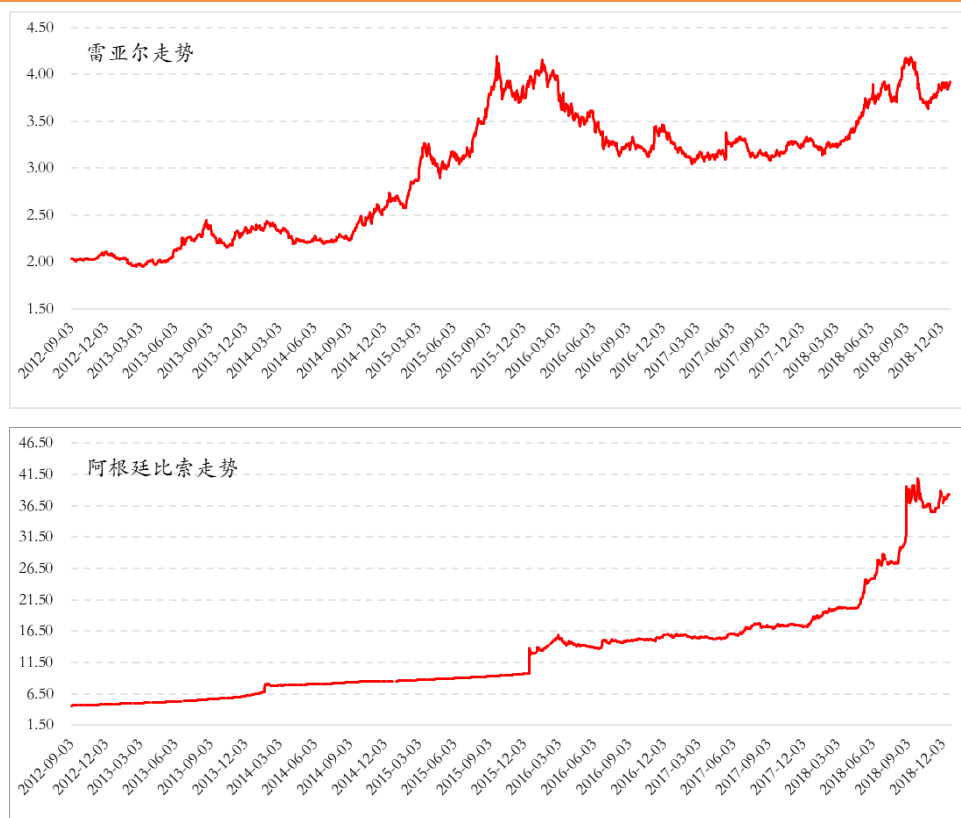
宏观和政策风险难以把握

(1) 人民币汇率走势。人民币存在长期贬值趋势，短期内受到政策的影响，也存在较大幅度的升值空间。人民币汇率波动难以把握将导致油脂油料的进口成本波动加大。我们在第二部分对国内豆粕价格展望的测算中，按照人民币汇率为 7 来进行测算。

(2) 中美贸易关系。如果储备继续增加美国大豆采购，美国大豆的库存能降到 6 亿蒲式耳以下，CBOT 大豆的底部将高于我们的预估。如果中国放开 DDGS 进口，将对国内豆粕偏利空，具体要依据进口利润而定。

(3) 雷亚尔、比索的汇率风险。巴西和阿根廷为外债风险高的国家，雷亚尔和比索继续深度贬值的概率不容忽视，如果贬值的节奏还延续 18 年，是有利于巴西农民销售的积极性，不利于阿根廷农民销售的积极性。

图 4-1：巴西和阿根廷汇率走势



数据来源：USDA 中粮期货研究院



更多资讯，请关注中粮期货研究中心公众号

【风险揭示与免责声明】

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州三家期货交易所全权会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据其个人认可的公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议。相关人士不得依赖本报告取代其独立判断。**任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。**本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. **本公司及分析师对这些信息的真实性、准确性和完整性不做保证。**本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制、歪曲、修改本报告之内容。