



# 豆粕价格底部形成 中长期将延续强势

 板块  蛋白粕

全球大豆库存消耗比下降



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：吴鸿顺

电话：021-68770062

邮箱：wuhongshun@qhfc.com.net

从业资格号：F3058252

期货分析师：周云

电话：021-58777763

邮箱：zhouyun@qhfc.com.net

从业资格号：F3043652

投资咨询号：Z0014060

## 报告摘要

- 2019 年全球大豆库存和库存消耗比下降。未来大豆走势主要关注两个点，短期关注中美贸易谈判进展，中长期还需关注需求端的变化。
  - 非洲猪瘟的影响似乎已经达到顶峰，中国 2020 年大豆进口量预估为 8500 万吨，2019 年 8250 万吨。短期不确定因素较多，暂时观望。但中长期大豆偏多，逢低做多。
  - 基于基本面好转的展望，推荐逢低买入豆粕，并可考虑做多豆菜粕价差。
- 2019 年油脂油料期货市场行情回顾
  - 全球市场大豆供需形势分析
  - 国内大豆供应形势分析
  - 2020 年市场展望及策略推荐



Sector  Protein Meal

Global stocks-to-use ratio of soybean will trending lower:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment research center

Analyst: Wu Hongshun

Tel: 021- 68770062

E-mail: wuhongshun@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3058252

Analyst: Zhou Yun

Tel: 021- 58777763

E-mail: zhouyun@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3043652

Investment consulting certificate No.:

Z0014060

## The production cost underpins the price of soybean meal

### Soybean Meal will remain **strong** in long term

#### Abstract

- The global ending stocks and stocks-to-use ratio of soybean is trending lower in 2019. The path of soybean price depends on following two factors. One is the China-U.S trade war in short term. The other is the change of long-term demands.
  - African Swine Fever negative effects seem to have peaked, China 2020 soybean imports est. at 85MMT vs 82.5MMT in 2019. There are many uncertainties in short term, it is recommended to wait for the result of China-U.S negotiation. The price will remain strong in long term, time the market and long at a lower point.
  - Based on better fundamental of soybean meal, buying on rallies is recommended. Meanwhile, longing the spread with soybean meal and rapeseed meal shall be considered.
- Futures Market review of oils and oilseeds in 2019
  - Analysis of the supply and demand of global soybean market
  - Analysis of domestic soybean supply
  - Market outlook and strategy recommendation for 2020

## 一、2019 年油脂油料走势偏强

2019 年全年，国内油脂市场呈现出震荡偏强走势，主要因素分别缘于中美贸易战的反复无常及美国大豆减产预期升温。

首先，全国猪瘟疫情防控力度有限，新疫情不断爆发，全国 31 省份全部沦陷，生猪存栏量降至历史低位，饲料需求维持低迷。同时，中美贸易谈判进展顺利，中国在 1 月底和 2 月份又订购了大量的美国大豆，但是中国采购的美国大豆数量相当于去年采购量的三分之一左右。与此同时，南美大豆丰产前景面临，因天气良好，巴西咨询机构上调了 2018/19 年大豆产量，预计巴西 2018/19 年大豆产量为 1.15 亿吨将创下历史第二高位。

其次，中美谈判破裂主导市场情绪，美方自 6 月开始对中方 2000 多亿产品加征关税上调至 25%，国内被迫给予反击同样上调美国进口关税。受中美贸易摩擦负面消息影响，引发国内油脂油料市场价格大幅攀升。6 月份，美国中西部暴雨不断，土壤偏湿严重耽误了美豆播种进度。美国中西部持续大降雨，市场对美豆减产预期逐渐升温，天气题材炒作驱动 CBOT 美豆期货突破 900 美分关口，拉动国内大豆上涨。

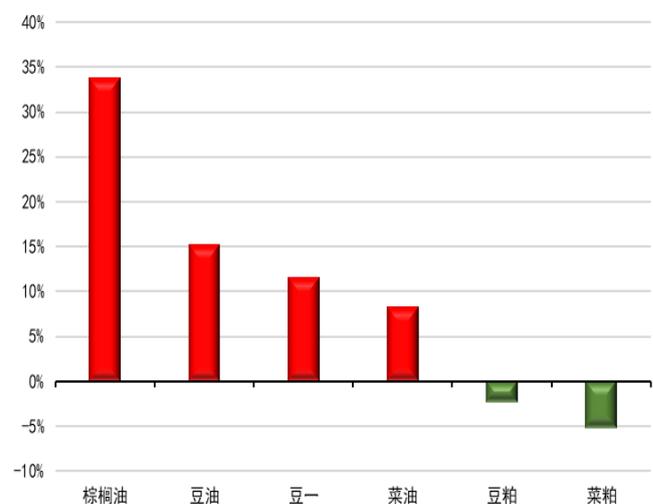
此后，经历初期的僵持阶段后，双方元首在 12 月中旬达成第一期贸易协议，美方对国内加征关税减半；中方承诺扩大美国农产品采购量。中美贸易摩擦谈判前景偏向乐观。

图 1 国内油脂油料全年走势强势



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 2 2019 年油脂油料走势对比



数据来源：wind 资讯，前海期货

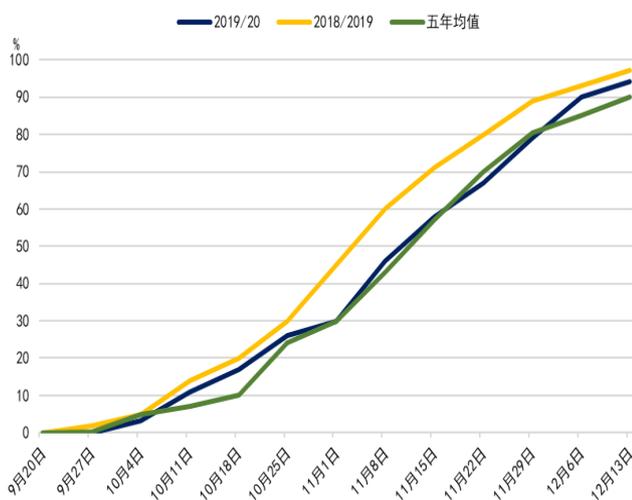
分品种而言，豆类市场油强粕弱，豆粕、豆一分别下跌了 2.32%、11.59%，体现了全球供应宽松的预期。同时，菜籽市场油粕走势分化，菜粕下跌了 5.13%，菜油上涨了 8.24%，主要受加拿大菜粕和菜油对华出口通道顺畅，而下游水产需求低于预期拖累。

## 二、豆粕供给预期过剩

### （一）南美大豆丰产明确

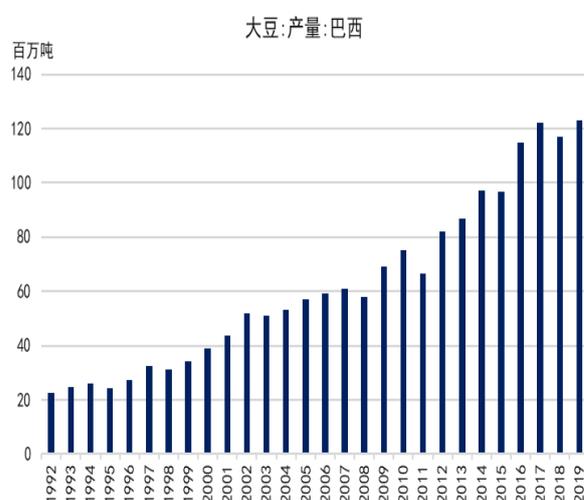
巴西大豆出口量再创新高，主要受惠于中美经贸摩擦呈现出大幅增加，预计产量将达到 1.23 亿吨，比 2018/19 年度的 1.17 亿吨提高 6%。受大豆价格偏高，2019/2020 年农户种植大豆积极性继续提高，预计种植面积将维持小幅增加至 3630 万公顷，同比提高 1.1%，这也是 13 年以来最低同比增速。同时，由于早期天气尚可，新季大豆种植进度较五年均值一致。截至 12 月 10 日，巴西大豆播种进度达到 93%，其中在头号产区马托格罗索州，大豆播种工作已经完成，帕拉纳州的播种工作也接近完成。

图 3 巴西大豆种植进度



数据来源：AgRural，前海期货

图 4 巴西大豆产量



数据来源：USDA，前海期货

值得一提的是，本年度雷亚尔持续贬值，巴西大豆竞争力提升，将替代美国对中国的出口，但鉴于该替代市场高达 3500 万吨的规模，而巴西本年度 440 万吨的新增产量较为有限，因此将难以实现完全替代。不过，巴西内部生物柴

油需求旺盛，巴西大豆将有望快速去库存，这支撑了近期出口价的提升。南美 CNF 进口价上调至 404 美元/吨，较去年同期 391 美元/吨同比增加 3.32%，折算成进口成本价为 3250 元/吨。

总体上，由于全球经贸摩擦不断以及中国的猪瘟疫情使得豆粕需求前景扑朔迷离，导致巴西大豆面积和产量均小幅增加。另一方面，巴西国内压榨向好，以及生物柴油消费需求走强，叠加出口数据再创历史新高，库存消费比将维持在 24.82%。

图 5 南美大豆 CNF 进口价上涨



数据来源：USDA，前海期货

图 6 巴西大豆库存消耗比持平



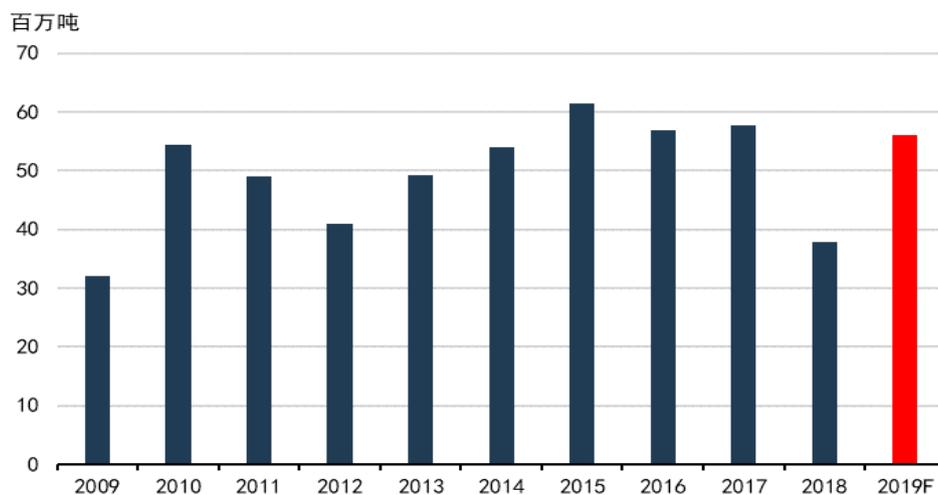
数据来源：USDA，前海期货

阿根廷大豆出口得益于中美贸易摩擦带来的进口替代，预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5600 万吨，比上年产量 3510 万吨高出 59.5%，创下 19 年来的次高产量。阿根廷大豆产量的最高纪录为 2014/15 年度的 6080 万吨

另一方面，阿根廷政府周六公布的一项官方法令显示，该国新政府将大豆、豆油和豆粕税率从原来的 25% 提高到 30%，将玉米和小麦的税率从原来的 7% 提高到 12%。新政府将牛肉出口关税从 7% 提高到 9%。

总体而言，2019/20 年度南美大豆产量预计将维持高位，虽然，阿根廷受出口政策影响，产量下滑至 5300 万吨，但巴西产量维持 1.23 亿吨以上高位。因此，南美大豆产量整体上是“一增一减”大致相抵，预计南美大豆产量大概率较去年持平。

图7 阿根廷大豆产量恢复均值

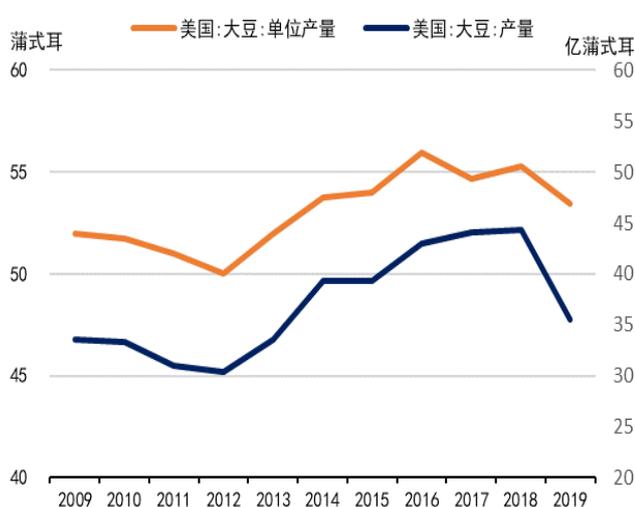


数据来源：USDA，前海期货

## (二) 美豆收割面积和产量双降

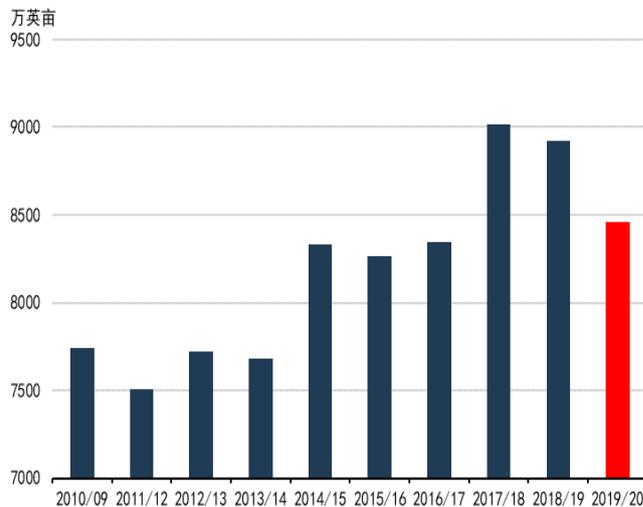
截至目前，2019/20 年度美豆生长条件恶劣，减产预期较强。据 USDA12 月供需报告，受中西部降水偏多影响，美豆单产预估下调至 46.9 蒲式耳/英亩降至历史低位，降至 2014/2015 年水平。并且，美豆收割面积下降至 7650 万公顷，较去年收割面积 8760 万英亩减少了 12.67%，处于近几年低位，导致美豆总产量降至 35.5 亿蒲式耳，较上年 44.28 亿蒲式耳减少了 19.82%。美豆减产预期基本确定，后期再调整概率偏低。

图8 美豆单产和产量降低至低位



数据来源：USDA，前海期货

图9 美豆播种面积创三年新低

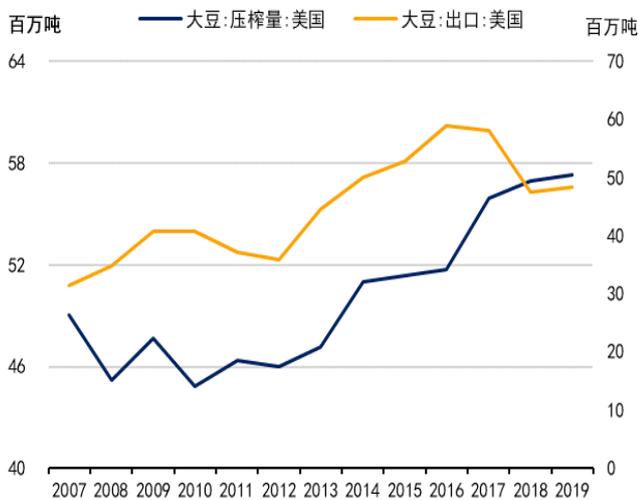


数据来源：USDA，前海期货

而从美国国内需求来看，由于美国大豆压榨利润继续增长，促使美国国内压榨需求保持良好增速。据 USDA12 月供需报告数据显示，美国 2019/20 年度大豆压榨预估为 21.05 亿蒲式耳。作为对比，美国 2018/19 年度大豆压榨预估为 20.92 亿蒲式耳；美国 2017/18 年度大豆实际压榨为 20.55 亿蒲式耳。可以看出，在较高压榨利润下，美国国内需求向好，弥补了部分出口缺口。

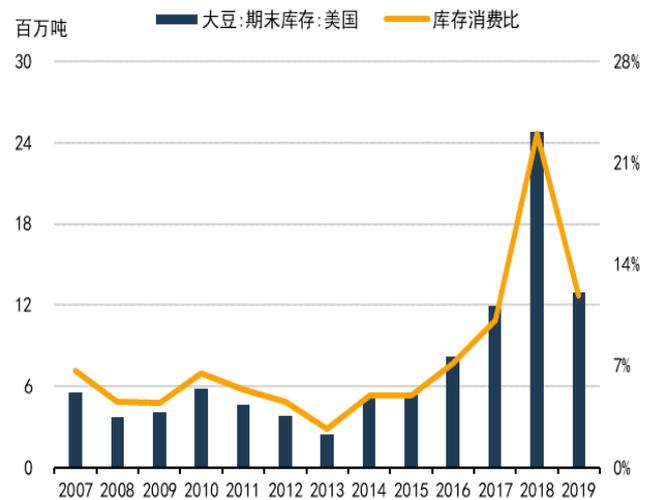
美豆出口方面逐步向好，这主要受中美即将达成第一期贸易协议。截止 11 月 21 日，2019/20 年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为 930.7 万吨，较去年同期的 51.7 万吨提高 1700.0%。并且，USDA12 月供需报告预估中国 2019/20 年度进口预估为 8500 万吨（持平于 11 月预估）；2018/19 年度进口预估为 8254 万吨（持平于 11 月预估）。随着中美关系趋缓，中国放开美国农产品进口通道，一旦中美达成第一期贸易协议，预计美豆进口量将继续增加，但恢复至常年水平仍需时日。

图 10 2019 年美国国内压榨需求强劲



数据来源：USDA，前海期货

图 11 美豆期末库存和库存消耗比大幅下降



数据来源：USDA，前海期货

总体来看，南美大豆丰产前景趋于明朗，而美国中西部受持续大降雨影响，加上前期中美经贸关系紧张，导致美农改种玉米或其他农作物，使得美豆收割面积、单产以及产量均出现下滑。而随着中美关系趋缓，叠加美国国内压榨利润较好，国内压榨需求增加，导致美国大豆库存和库存消耗比较年中大幅下滑。同时，阿根廷新政府计划提高农产品出口关税已弥补财政赤字，加上巴西雷亚尔持续贬值，推高了南美种豆进口成本。以及，中国生猪复养进度顺利，生猪

存栏环比回升，高利润刺激养殖户补栏积极性，大豆需求将逐步回升至常年水平。一旦，国内生猪存栏环比继续增加将提振豆粕需求预期，在政府政策大力鼓励下，生猪复养进度可能超预期，届时将极大的刺激豆粕消费需求，带动豆系价格上扬。

### （三）国产大豆增面提产

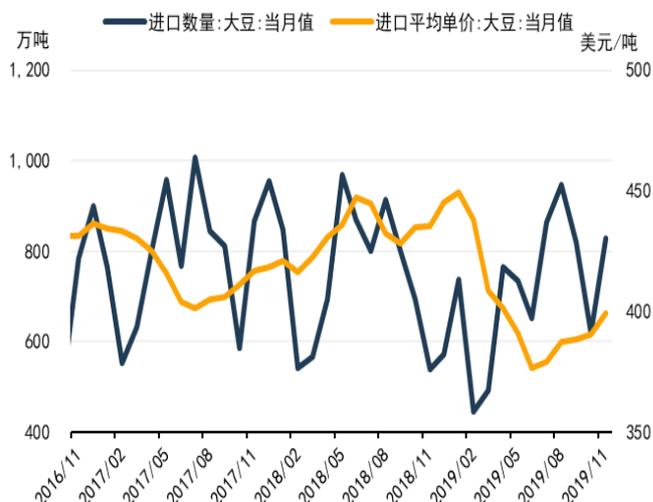
中国大豆主要来源于国内种植及国外进口，由于种植品种及性价比的不同，国产大豆占比偏低，仅约 14%。从政策方面来看，国家出台“一号文件”鼓励扩大国产大豆种植面积。2019 年国家给予大豆直补明显高于玉米，黑龙江省 2019 年大豆种植补贴将较玉米高出 200 元/亩以上，大豆生产者补贴每亩不超过 270 元；吉林省提高 2019 年大豆生产者补贴标准较上年提高 41 元/亩至 265 元/亩。在大豆振兴计划实施的推动下，2019 年中国大豆播种面积将增至 1.40 亿亩，比去年增加 1382 万亩，同比增加 10.9%；大豆产量预计为 1810 万吨，同比增长 13%。在高补贴刺激下，中国大豆播种面积有望连续四年增加。中国农业种植结构持续优化，低质低效的谷物类种植面积进一步调减，而油菜籽、花生等经济作物种植面积较往年有所增加，特别是大豆振兴计划实现良好的开局。

图 12 中国大豆种植面积



数据来源：中国统计局，前海期货

图 13 2019 年中国大豆进口量和均价



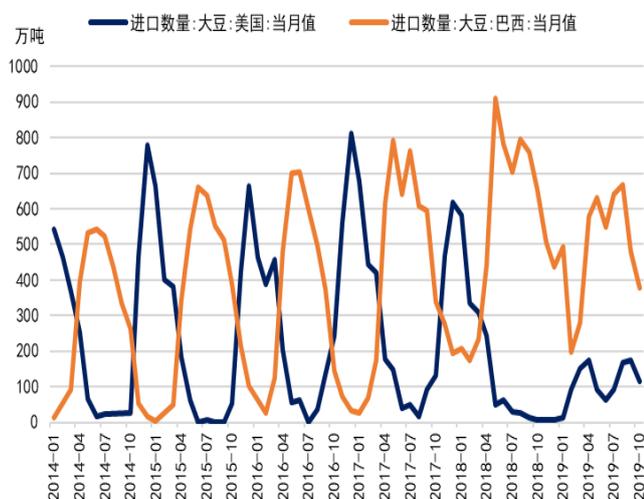
数据来源：海关总署，前海期货

国内进口大豆主要来源于南美及北美。2018/19 年度大豆主产国产量均同

比出现较明显增加，加上中美关系趋缓，主产区大豆对华出口逐步回升。唯一不确定的在于中美贸易关系对国内大豆供给影响较大。截至目前最新进展，中美贸易达成协议仍存在一定程度上的不确定性，双方磋商反复不断，不过，中美双方释放出积极信号，中国将豁免美国农产品进口加征关税，其中包括大豆和猪肉等农产品。

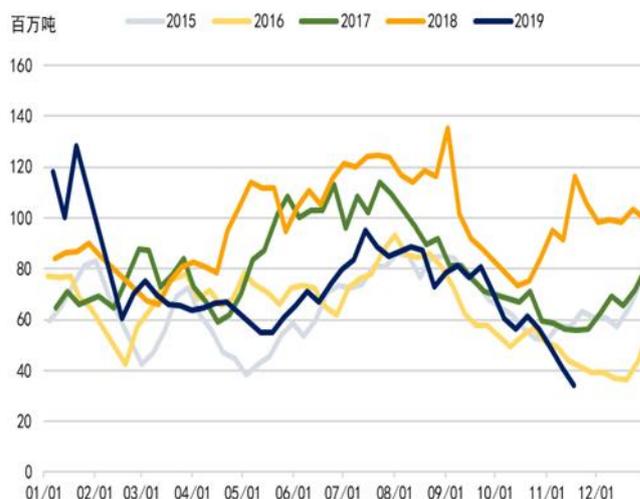
尽管贸易谈判牵头人分别释放了达成第一期贸易协定的积极信号，但市场依旧担心贸易谈判再生变故。因此，在中美达成贸易协议前，促使中国买家持续买入巴西大豆。根据贸易商数据显示，中国进口厂商 11 月已经完成采购量接近 800 万吨，并且持续你买入 20-30 船巴西大豆。国内厂家积极买入南美大豆兑现良好榨利。同时，国内油厂也积极的买入美国大豆。据海关数据显示，11 月份中国大豆进口量为 828 万吨，比 2018 年 11 月份的进口量 538 万吨提高 54%，比 10 月份的进口量 618 万吨提高了 34%，大豆进口数量激增，受中美经贸停歇期间，中国企业扩大美豆采购量以及此前美豆大量抵达港口并且清关。

图 14 中国大豆期末库存维持高位



数据来源：海关总署，前海期货

图 15 国内港口豆粕季节性库存



数据来源：天下粮仓，前海期货

值得注意的是，进口大豆压榨利润丰厚，油厂积极买入。按港口分销大豆均价对应的盘面 1 月合约豆油和豆粕，折算成压榨利润在 180 元/吨左右。在利润高企刺激下，11 月国内油厂开工率持续回升。根据咨询机构数据显示，截至 11 月 17 日沿海油厂豆粕库存为 34.26 万吨，同比去年同期大幅减少了 67.53%，厂家库存降至 6 年低位；油厂豆油库存为 102.4 万吨，同比去年同期减少 37.6%。在油厂开机率维持在中等水平，以及豆粕库存下滑至同期低位支撑下，豆粕价

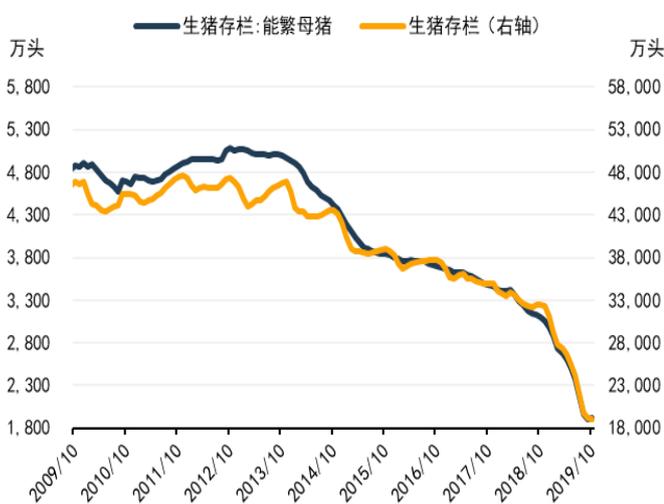
格破位下跌的可能性将减小。

#### （四）生猪存栏环比止跌回升，豆粕需求前景改观

进入 11 月以来，国内生猪产能恢复势头明显，猪价涨价预期随之降温。据涌益咨询数据，截至 11 月 21 日全国猪均价 32.78 元/千克，环比减少 9.96%，较去年同期大涨 147.5%；自繁出栏盈利 2220 元/头，环比减少 15.9%，同比增加了 247.04%。国内猪价居高不下，制约了鲜肉市场的消费需求，而冻肉出库积极，存在冻转鲜的迹象，拖累了猪价上涨速度。但南方生猪供给偏紧，驱动南方猪价有继续上涨的迹象，对猪价构成较大支撑，短期猪价企稳为主，中长期趋势上涨格局不变。

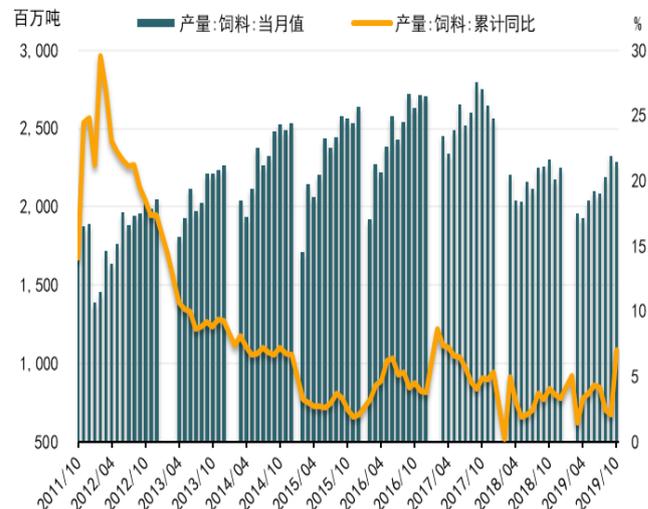
全国规模养殖场生猪产能底部回升。据农业农村部对全国 400 个县定点监测，11 月份生猪存栏环比增长 2%，自去年 11 月份以来首次回升；能繁母猪存栏环比增长 4%，连续 2 个月回升。据农业农村部报告显示，11 月份全国年出栏 5000 头以上规模猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为 1.9% 和 6.1%，均比 10 月份扩大 1.4 个百分点，已连续 3 个月环比增长。从不同区域来看，东北、西北和黄淮地区生猪恢复较快。随着生猪产量止跌回升以及禽类补栏持续增加，使得国内饲料产销持续增长。据国家统计局数据显示，1-10 月国内饲料产量增加至 2.25 亿吨，同比增加 11.99%。目前能繁母猪存栏止跌回升，在疫情防控力度加强和疫情稳定的情况下，预计明年上半年生猪产能将趋于稳定。

图 16 能繁母猪存栏量止跌



数据来源：农业农村部，前海期货

图 17 饲料需求维持低迷



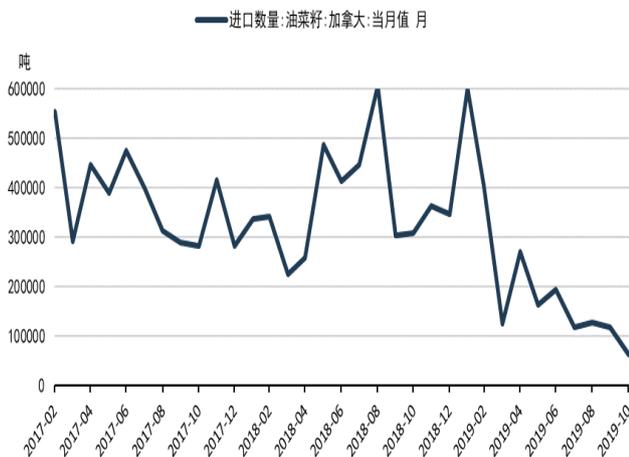
数据来源：国家统计局，前海期货

### 三、菜粕供需格局预期改善

#### (一) 菜粕和菜油进口通道顺畅

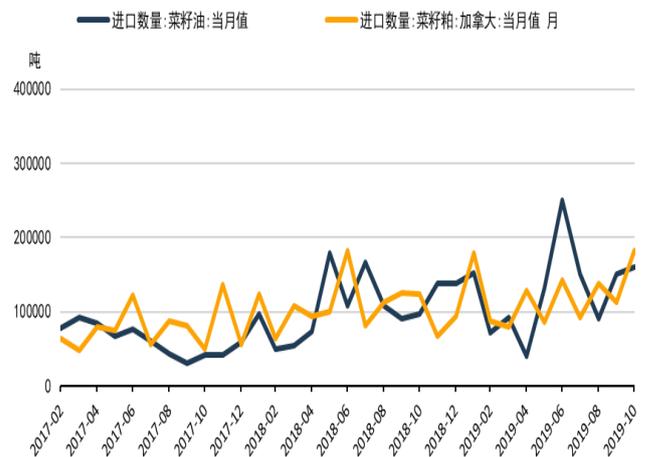
受中美与中加关系紧张影响，下半年以来，我国菜籽进口量锐减。加籽出口至国内数量减少至 20 万吨以下，虽然加籽进口数量环比小幅回升，但同比仍出现较大幅度下滑。据海关数据显示，2019 年 8 月，加籽对华出口量 12.7 万吨，环比上升 7.64%，同比则大幅减少 79.06%。整体上看，2019 年 1—8 月加籽对华出口总量为 200.5 万吨油菜籽，较去年同期减少 35.7%（图 1）。由于油菜籽进口数量断崖式下降，加上菜籽压榨效益较好，使得港口油菜籽库存加速下降。截至 8 月 23 日，国内沿海地区油菜进口油菜籽总库存为 28.9 万吨，较去年同期的 70.8 万吨下降了 59.2%，油菜籽库存处于历史偏低水平（图 2）。由于中加关系僵持，后续加籽对华出口量前景不容乐观。据监测，8 月、9 月、10 月进口油菜籽到港数量分别为 7 万吨、4 万吨、2 万吨，大幅低于历史同期 10—30 万吨/月的均值水平。

图 18 加拿大菜籽对华出口降至历史低位



数据来源: 中国海关, 前海期货

图 19 加拿大菜粕和菜油对华出口量激增



数据来源: 中国海关, 前海期货

中国虽然限制了加拿大油菜籽进口，但加拿大菜粕进口渠道通畅。据海关总署数据显示，2019 年 8 月我国进口菜粕到港数量为 13.7 万吨，环比大幅增加 49.62%，较去年同期增加了 22.54%。2019 年 1—8 月我国累计进口菜粕 90.1 万吨，较去年同期增加 4.3%（图 3）。其中，加拿大菜粕对华出口单月均值超 9 万吨，且 6 月份菜粕进口量扩大至 14.2 万吨，并且这也是首次单月加拿大菜

粕进口量超过菜籽进口量，一旦中加关系继续维持紧张状态，不排除加拿大菜粕进口将转向常态化。

值得注意的是，由于中美和中加贸易摩擦使得未来我国菜籽进口量呈现出偏紧态势，特别是国内菜籽进口几乎完全依赖于加籽。在加籽大面积进口无望的背景下，市场转向直接进口加拿大菜粕以弥补国内菜粕供给缺口。而未来只要政策不加以限制，我国菜粕进口量预计将维持在较高水平。

## （二）中国菜粕长势良好

今年一季度，由于我国南方低温、阴雨天气较多，不利于油菜籽生长，油菜籽产量减少，供应偏紧一度提振市场看涨情绪。而进入五月份，南方地区并未出现“倒春寒”等极端天气，整体气温温和，降雨量适中，因此新季油菜籽整体长势良好。美国农业部驻北京农业参赞发布的中国油籽年度报告显示，2019/20 年度中国国内油菜籽产量预期达到 1310 万吨，比上年的 1290 万吨增加 1.6%。目前我国南方多地新季油菜籽逐渐开始收割，随着 5-6 月份新季油菜籽集中上市，油厂开机率有望回升，将会增加菜粕供应量。

图 20 中国油菜种植面积及产量



数据来源：USDA，前海期货

图 21 油菜籽库存消耗比大幅下降



数据来源：wind 资讯，前海期货

进口方面，菜籽方面由于欧盟和加拿大减产，欧盟进口需求增加，明年菜籽供给可能偏紧，或出现小幅下降。不过，乌克兰菜籽产量持续增加已超过澳大利亚，成为第二大油菜籽出口国。中国则可以增加其他国家的油菜籽，菜粕和菜油的进口量，同时进口更多的替代品。一旦中国发放油菜籽进口许可证，

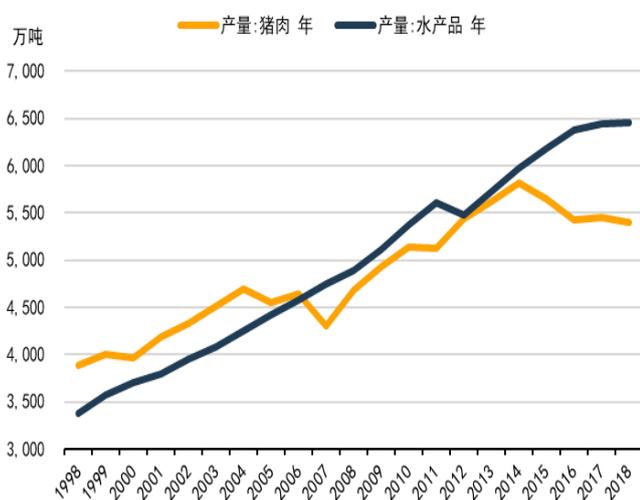
那么中国可能提高乌克兰油菜籽进口量，以弥补供应偏紧问题。因此，国内菜粕供应预期总体较为平稳。

### （三）水产养殖行业增速放缓

今年水产养殖经济效益一般使得鱼饲料需求低迷。受华南地区爆发大面积降雨和台风天气，连续的大降雨导致养殖鱼塘的水质、温度和盐度发生了变化，引发了鱼虾的过激反应，使得鱼虾出现了大面积发病，养殖难度的提高也导致菜粕需求的下降。同时，由于去年水产行业供给结构和需求端不太匹配，导致存塘量较高，鱼价较差，从而导致今年投苗较少，鱼苗价格走低，进一步抑制了菜粕需求。。

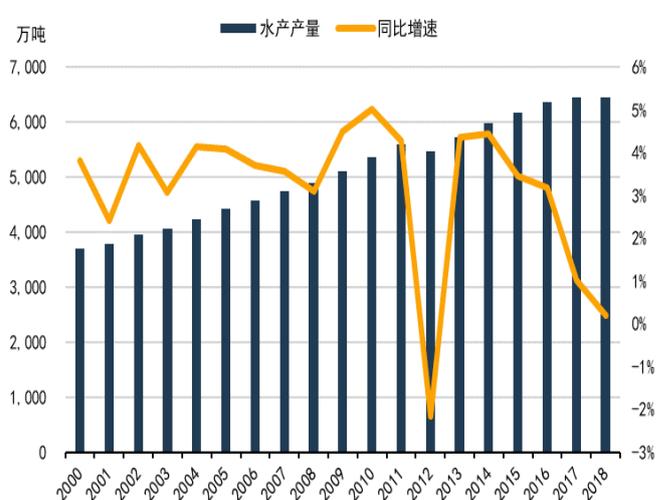
中国为了保证海洋生物的可持续发展严格执行伏期休渔政策，整治“脏乱差”等产能低下的水产养殖场以减少海洋污染，从而导致水产品产量大大减少。据联合国粮农组织（FAO）预计，水产养殖的年增长率将从 2003-2016 年的 5.7% 放缓至 2017-2030 年的 2.1%，因中国新休渔政策的实施和环保趋紧加快出清低效水产养殖场。水产养殖行业增速放缓，鱼饲料需求逐步减少，进而导致菜粕需求减少，且豆菜粕价差偏小，抑制了菜粕需求。正常情况下，水产饲料中菜粕添加刚需比例在 8-10%，最多可以添加至 40%，添加比例主要取决于蛋白原料的营养价值、还有不同蛋白原料性价比优劣，水产饲料中豆菜粕价差小于 500 元/吨，则菜粕添加比例会降至偏低水平。

图 22 肉类消费持续向水产品倾斜



数据来源：国家统计局，前海期货

图 23 中国水产行业增速继续放缓



数据来源：国家统计局，前海期货

## 四、策略推荐

### （一）趋势策略：逢低买入豆粕

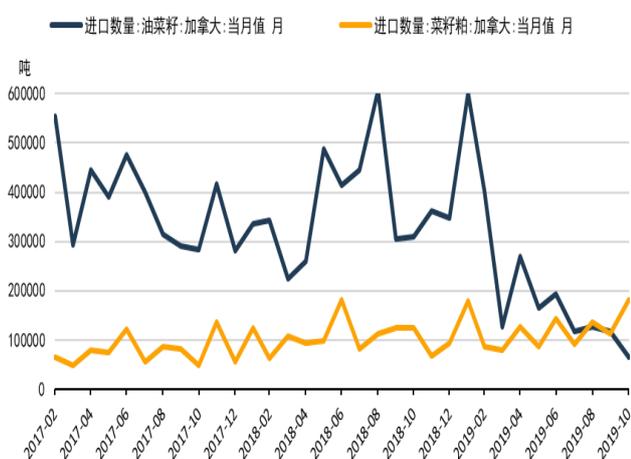
总体而言，美豆减产预期大概率兑现，美国国内压榨利润尚可，消费需求向好，加上中美贸易达成第一期协议，预计美豆对华出口将大幅增加，美国期末库存较去年大幅下降。同时，国内政府陆续出台政策保障生猪复养顺利，预计 2020 生猪产能计划恢复至常年的 70%，2021 年恢复正常。豆粕需求预计二季度将随着生猪存栏企稳回升逐步向好。

### （二）跨品种套利策略：做多豆菜粕价差

当前，豆粕和菜粕主力合约的价差维持在 460 元/吨附近，处于近年来的同期最低水平。豆菜粕价差偏小，菜粕用量被豆粕、杂粕等大量替代，以至于菜粕在饲料添加比例降至刚性水平，而豆粕添加比例则上升至极值。因此，菜粕尚不具备价格优势，且其走势将部分受制于豆粕，豆菜粕价差存在回归需求

综上所述，目前菜粕价格强于豆粕主要受加拿大菜籽供给影响。但是目前加拿大菜粕和菜油可以直接对华出口，国内禁止加籽进口影响有限。反观豆粕方面，美豆减产预期升温及豆粕替代效应明显对豆粕市场构成支撑。

图 24 加拿大菜粕进口量首次超过菜籽



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 25 豆菜粕价差处于历史低位



数据来源：wind 资讯，前海期货

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net>

