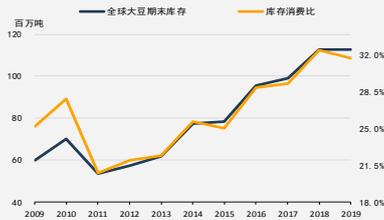




## 供需预期宽松 中长期震荡偏弱

板块  蛋白粕

全球大豆库消比维持高位：



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年美豆种植进度缓慢，减产预期明显，但南美大豆丰产，外加非洲猪瘟可能影响豆粕需求，国内大豆及豆粕供给总体偏宽松。总体上，供需宽松令豆粕走势偏悲观。
  - 国际市场菜籽供应边际趋紧，中国种植面积维持稳定，需求端水产研制将季节性复苏，菜粕需求预期增长，供需格局有望改善。
  - 基于基本面偏空的展望，推荐逢高卖出豆粕，并可考虑做多豆菜粕价差。
- 上半年粕强油弱
  - 美豆减产对豆粕形成成本支撑
  - 菜粕供需格局预期改善
  - 策略推荐



## Sector Protein Meal

Global stocks-to-use ratio of soybean will remain high:



## 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

# Loose Supply-Demand Structure and Protein Meal will remain **weak** in long term

## Abstract

- 2019 US soybean planting was the slowest on record, the negative impact that US planted soybean will be reduced. However, most soybean producing countries of South America will achieve high yield, meanwhile African swine fever may affect the demand for soybean meal, then Domestic soybean and soybean meal will face loose situation. In general, the loosening of supply and demand will make the soybean meal trend pessimistic.
  - Global rapeseed supply becomes tightening, and the planting area keeps steady in China. In contrast, the aquaculture will recover seasonally and the demand for rapeseed meal will grow. In sum, the supply-demand structure will improve. However, its trend is still partly influenced by soybean meal.
  - Based on worse fundamental of protein meal, selling on rallies is recommended. Meanwhile, longing the soybean meal/rapeseed meal spread shall be considered.
- 1H18: Strong meal and weak oil
  - The declining of US soybean underpins the production cost of soybean meal
  - The supply-demand structure of rapeseed meal will improve
  - Investment strategy recommendation

## 一、上半年粕强油弱

2019 年上半年，国内油脂油料市场整体呈现震荡偏强走势，主要因素分别缘于中美贸易战的加剧及二季度美豆减产预期升温。

第一季度，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。

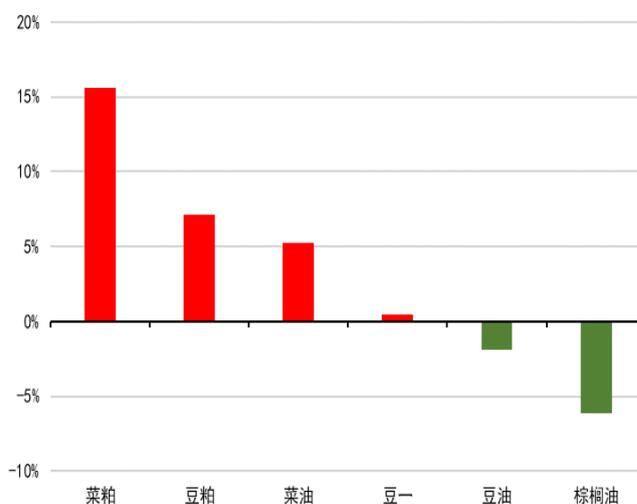
而从五月初至今，中美谈判破裂主导市场情绪，美方自 6 月开始对中方 2000 多亿产品加征关税上调至 25%，国内被迫给予反击同样上调美国进口关税。受中美贸易摩擦负面消息影响，引发国内油脂油料市场价格大幅攀升。6 月份，美国中西部暴雨不断，土壤偏湿严重耽误了美豆播种进度，截至 6 月 16 日，美国大豆播种完成 77%，落后于市场预期的 79%，也远低于五年平均进度 93%，这是 1995 年以来的最低播种进度。播种耽搁的情况很普遍，对于十大大豆产区，播种进度比正常水平落后 5 到 57%。美国中西部持续大降雨，市场对美豆减产预期逐渐升温，天气题材炒作驱动 CBOT 美豆期货突破 900 美分关口，拉动国内大豆上涨。

图 1 国内油脂油料上半年震荡偏强



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

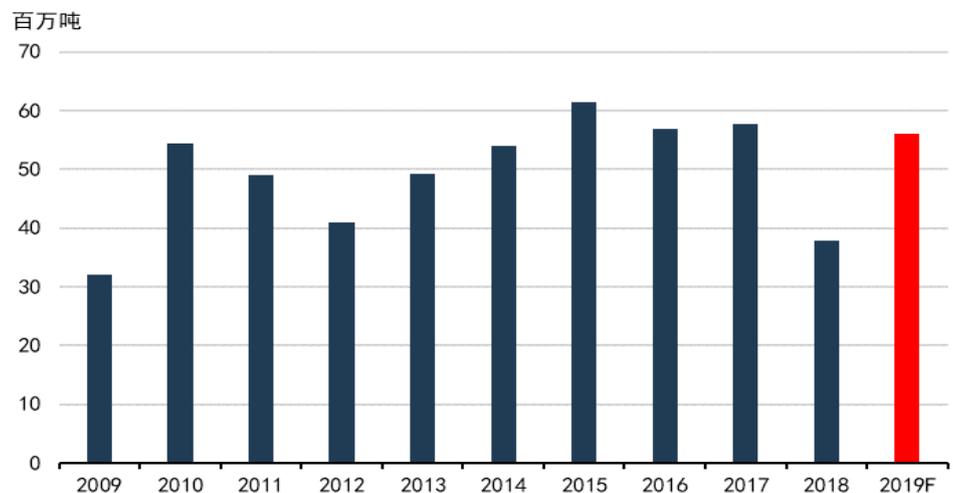
分品种而言，豆类市场粕强油弱，豆粕、豆一分别上涨了 7.2%、0.4%，体现了全球供应偏紧的预期。同时，菜籽市场油粕均保持强势走势，菜粕、菜油价格大幅上涨，分别上涨 15.6%和 5.2，主要得益于加籽进口锐减，国内菜籽和菜粕库存偏低。

## 二、豆粕供给预期过剩

### （一）南美大豆丰产明确

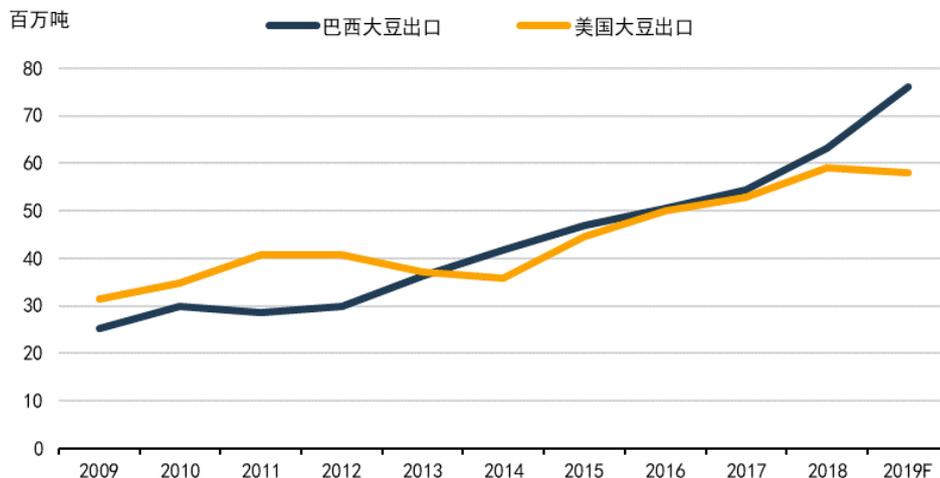
阿根廷大豆出口得益于中美贸易摩擦带来的进口替代，预计 2018/19 年度阿根廷大豆产量为 5600 万吨，比上年产量 3510 万吨高出 59.5%，创下 19 年来的次高产量。阿根廷大豆产量的最高纪录为 2014/15 年度的 6080 万吨。截至 6 月 19 日，阿根廷大豆收获进度达到 99.1%，目前还有 15 万公顷农田尚未收获。

图 3 阿根廷大豆产量恢复均值



数据来源：USDA，前海期货

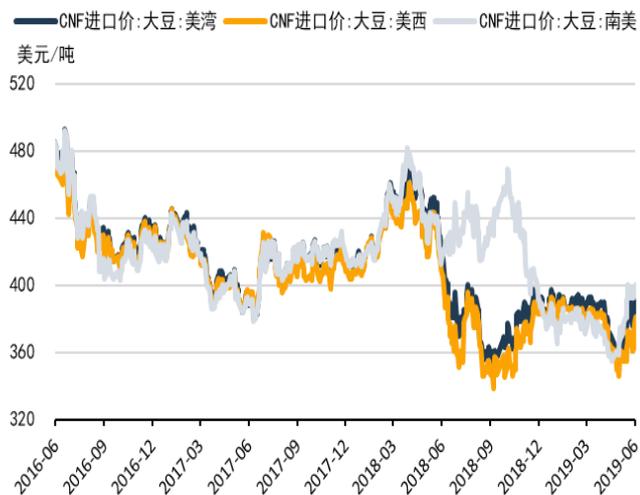
同时，由于中美贸易争端升级，巴西已经成为全球大豆最大生产国，今年 1-5 月份中国进口巴西大豆 2631 万吨占到中国大豆，巴西大豆进口占总量的 57%，比上年同期高出 16%，而美国所占份额为 31%，比上年同期减少 24%。另外，大豆作物进入生长晚期天气条件良好，2018/19 年度大豆播种面积比上年增加 1.9%。较上年度增长 7.1%。巴西国家商品供应公司（CONAB）称，2018/19 年度巴西大豆产量预计为 1.148 亿吨，比 5 月份的预测值高出 0.5%。

**图 4 巴西大豆出口再创新高**


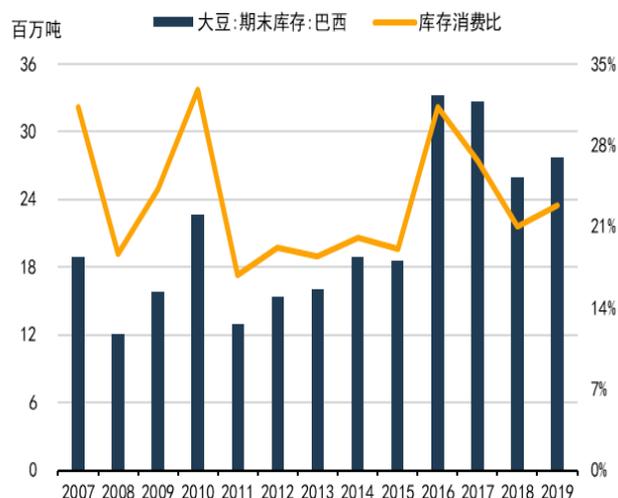
数据来源：USDA，前海期货

值得一提的是，上半年雷亚尔持续贬值，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，如南美 CNF 进口价从此前最低 360 美元/吨升至 6 月底的 400 美元/吨，幅度达 11.11%。

总体上，巴西大豆产量已经升至近 1.15 亿吨的高位，虽然国内压榨向好，但是出口数据前景不容乐观，巴西大豆供给存在过剩风险，库存消费比将从 2016 年的 31% 回调至 20% 附近，但是 2019 年的库存比将从连续 3 年回落后上升至 22.8%。

**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小幅回升**


数据来源：USDA，前海期货

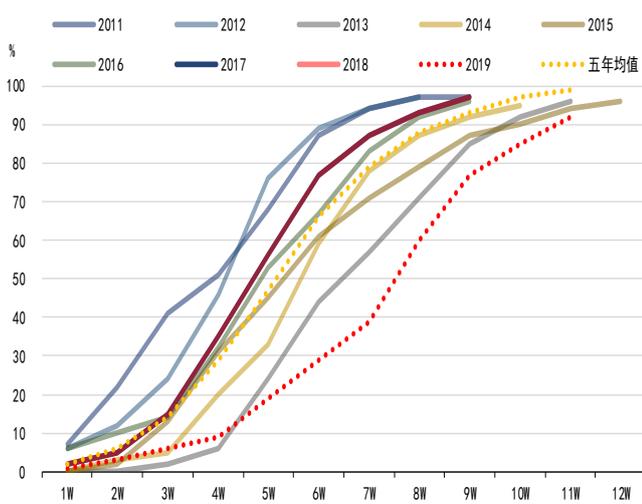
至于目前市场较为担心的巴西部分地区天气偏干燥，大豆播种面积和单产增速创历史最低增速，但预计不会对巴西丰产造成明显负面影响，因为，2018/2019 年大豆播种面积比上年增长 1.9%。

总体而言，2018/19 年度南美大豆产量丰产概率大，巴西产量维持 1.15 亿吨以上高位。同时，阿根廷将从去年的干旱天气恢复，预计产量将恢复至正常水平的 5600 万吨左右，同比去年 3780 万吨增长逾 48.1%。

## （二）美豆播种进度缓慢

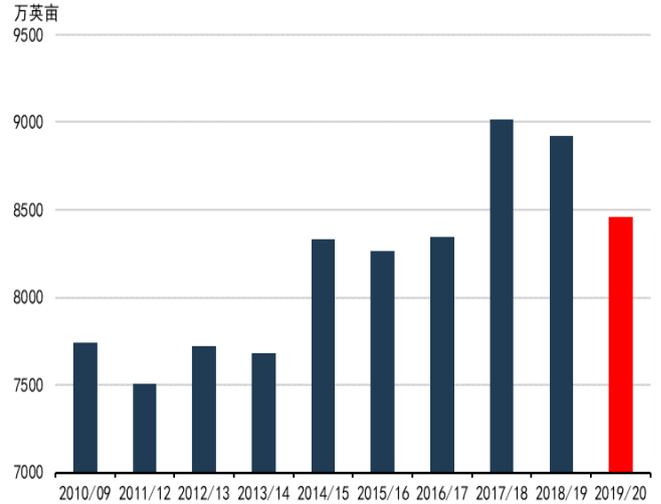
截至目前，2018/19 年度美豆生长条件恶劣，减产预期较强。据 USDA6 月供需报告，受中西部降水偏多影响，截至 6 月 23 日，美国大豆种植率为 85%，去年同期为 100%，五年均值为 97%。美国大豆出苗率为 71%，去年同期为 94%，五年均值为 91%。按照以往，美豆播种早已种植完成，但是现在仍有上千万英亩土地为完成种植，美豆单产虽下调至 49.5 蒲式耳/英亩，但仍为历史偏高水平。此外，当年度收割面积为 8380 万英亩，产量预估为 41.5 亿蒲，较上年度减少 8.67%，预期仍未确认，后期存在继续减产可能性。

图 7 美豆播种进度远低于历史均值



数据来源：USDA，前海期货

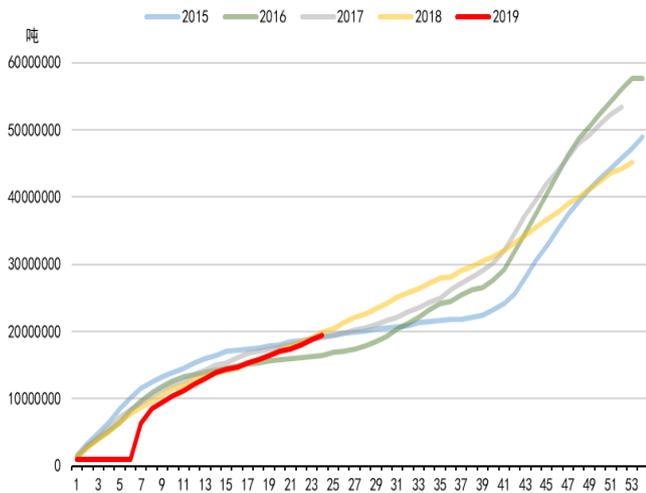
图 8 美豆播种面积创三年新低



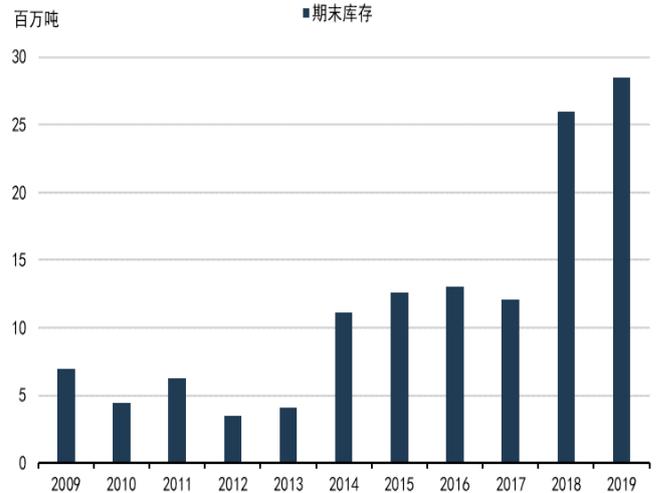
数据来源：USDA，前海期货

而从美国国内需求来看，美国大豆压榨需求相对平稳。2019 年 4 月份美国大豆压榨量为 515 万吨（相当于 1.72 亿蒲式耳），较 3 月份的 538 万吨（1.79 亿蒲式耳）减少 4.3%，和 2018 年 4 月份的压榨量基本持平。值得一提，美国压榨量增速放缓，受制于国际油价下跌对生物柴油需求下滑的影响。

出口方面则面临较大挑战，这主要取决于中美贸易关系变化。5 月初，中美贸易谈判破裂，受加征关税的影响，美豆对华出口严重受限，出口量同比下滑超 50% 以上。截止 6 月 13 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 762.7 万吨，远远低于去年同期的 2728.1 万吨。另外，受南美大豆出口的竞争挤兑，美豆出口恐将错过窗口期，据德国行业机构油世界称，2019 年 8 月底美国大豆期末库存预期达到创纪录的 2950 万吨。

**图 9 2019/20 年度美豆周度出口量略低于往年**


数据来源: USDA, 前海期货

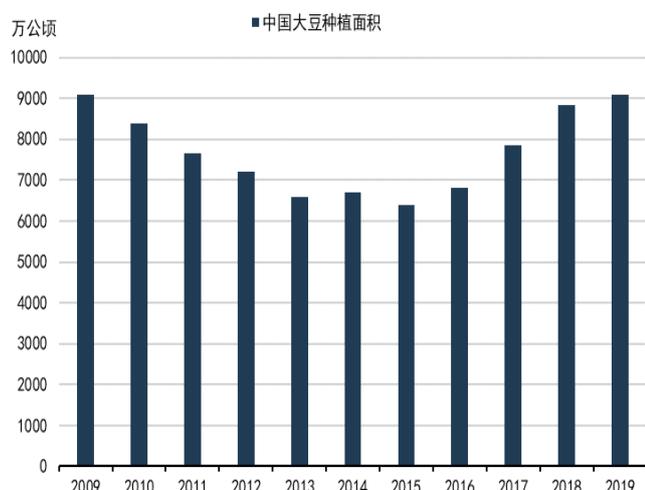
**图 10 美豆期末库存再创新高**


数据来源: USDA, 前海期货

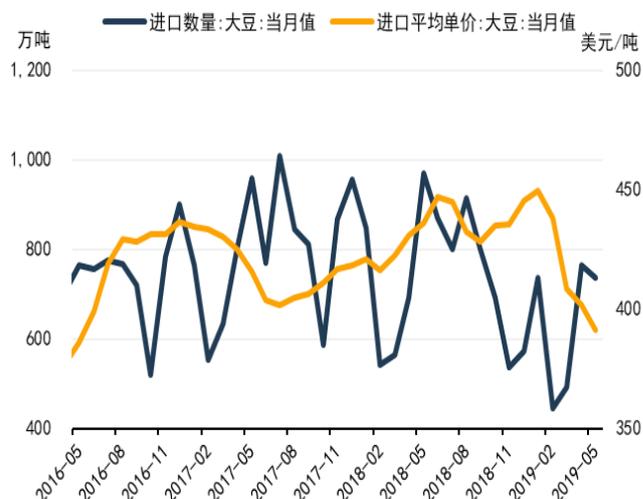
总体来看, 南美大豆丰产前景趋于明朗, 而美国中西部受持续大降雨影响, 大豆播种进度仍未完成, 天气题材炒作引发美了豆减产预期, 但是全球大豆“一增一减”整体上供给仍较为充足。反观, 中国大豆需求受非洲猪瘟持续发酵, 生猪存栏锐减, 导致大豆需求继续下降。在供增需减的背景下, 对大豆市场构成下跌压力。

### (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 9066 千公顷, 同比增加 7.93%; 大豆产量预计为 1727 万吨, 同比增长 7.94%。在高补贴刺激下, 中国大豆播种面积有望连续四年增加。

**图 11 中国大豆种植面积**


数据来源: 中国统计局, 前海期货

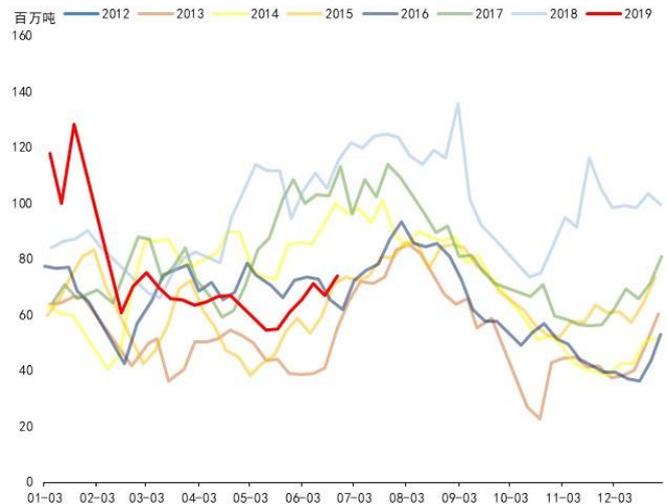
**图 12 2019 年中国大豆进口量和均价**


数据来源: wind 资讯, 前海期货

进口大豆则主要来源于南美及北美。整体上看, 2018/19 年度大豆主产国产量均同比出现较明显增加, 但是受豆粕需求下降影响, 对华大豆出口持续减少。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较大不确定性, 双方磋商反复不断, 中方已暂停或者减少美豆进口。不过, 6 月底中美双方释放初积极信号, 如果双方在大阪 20 国峰会会晤并且取得新进展, 不排除中方将扩大美豆进口, 届时中国国内港口库存压力将偏大, 库存消化比将大幅上升至 22% 以上。不过, 无论双方是否达成阶段性共识, 南美大豆丰产和国内大豆产量创新高, 都将弥补部分美豆减少的缺口。

**图 13 中国大豆期末库存维持高位**


数据来源: wind 资讯, 前海期货

**图 14 国内港口豆粕季节性库存**


数据来源: wind 资讯, 前海期货

值得注意的是，通过本轮贸易摩擦，预期中国主动减少从单一国家进口大豆过度依赖的状况转向多元化的进口方针。除南美仍有一定增产潜力外，俄罗斯也是潜在的进口来源国之一，截至6月底，俄罗斯已向中国出口超过百万吨大豆，较去年同期扩大4倍以上，且未来扩大进口前景乐观。

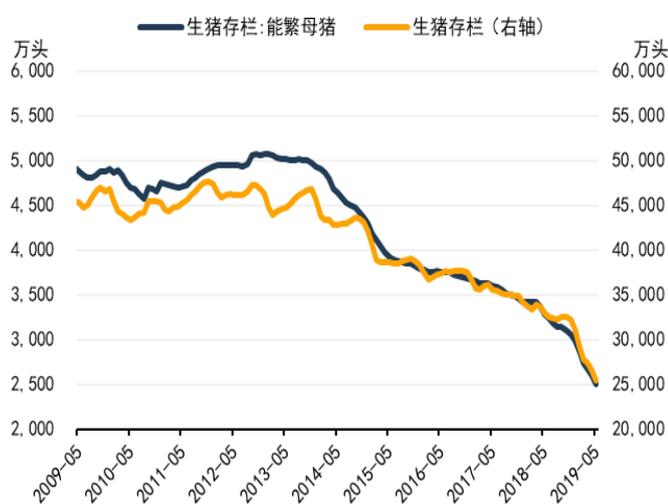
在大豆供给总体宽松的背景下，预期豆粕亦将呈现宽松格局。即使中美贸易谈判不乐观，中国仍可在供需两个层面积极应对。供给方面包括继续增加豆粕等蛋白粕的进口国家，目前巴西和阿根廷正积极寻求向中国出口豆粕，未来放开直接进口豆粕也并非全无可能。此外，东北大豆振兴计划也将增加国产大豆自给自足的自产能力，以减少大豆对外依赖度偏高的格局。

#### （四）生猪存栏再创新低，豆粕需求前景悲观

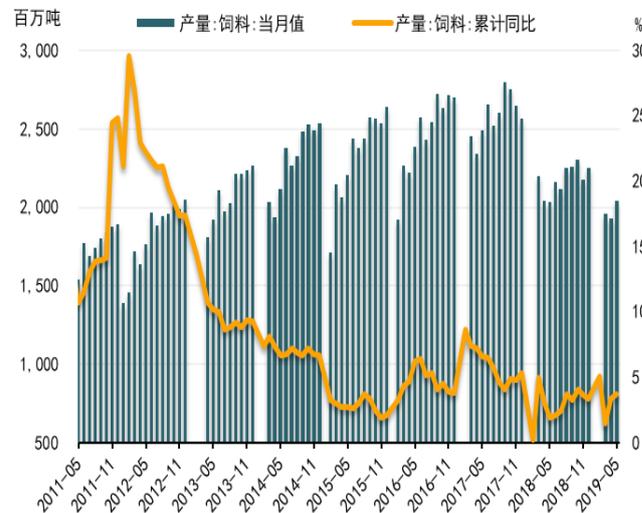
蛋白消费的多元化令中国消费者不再依靠单一的猪肉摄入蛋白，而是越来越偏重牛羊肉、禽类和水产品。而且，非洲猪瘟抑制了猪肉消费，有利于其他肉类消费以弥补猪肉消费减少造成的缺口，避免猪料大幅减少造成饲料需求锐减。

市场焦点聚集至生猪行业，上半年以来国内猪价持续攀升，生猪养殖利润扭亏为盈。且市场普遍预期，随着生猪出栏量的减少，下半年猪价仍有继续上涨空间。据农业农村部公布数据显示，5月份生猪存栏环比减少2.92%，同比减少25.38%；能繁母猪存栏环比减少1.43%，同比减少26.21%；仔猪环比减少供

应量 2.02%，同比减少 33.23%。下半年，我国生猪存栏量偏低，且猪瘟防疫手段有限，加大了养殖成本，抑制养殖户补栏积极性，随着 7-8 高温及多雨季节更有利于猪瘟传播，仔猪存活率则面临较大挑战。因此，下半年国内生猪供给大概率将维持偏紧。虽然，进入六月份水产季节性需求及禽类补栏增加弥补了部分猪料减少的豆粕缺口，但是依然弥补不了猪料减少的豆粕用量，而且能繁母猪产能的下降将进一步影响未来一段时间补栏节奏，豆粕需求也将面临进一步的下降的压力。非洲猪瘟仍未改善，饲料需求持续低迷下，2019 年豆粕需求或将减少 15%，下降至 8000 万吨。

**图 15 生猪和能繁母猪存栏量**


数据来源：农业农村部，前海期货

**图 16 饲料需求维持低迷**


数据来源：wind 资讯，前海期货

### 三、菜粕供需格局预期改善

#### (一) 国际市场菜籽供应边际趋紧

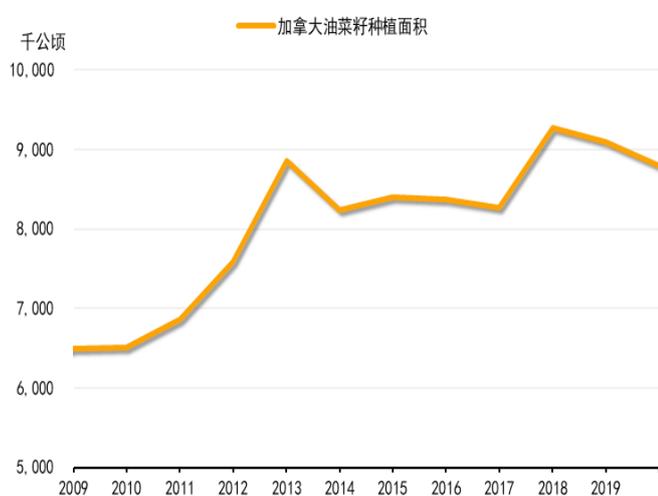
由于中加关系紧张，中方大幅减少加籽进口。据加拿大农业暨农业食品部 (AAFC) 发布的 5 月份供需报告数据显示，AAFC 将 2018/2019 年度加拿大油菜籽出口预测数据从 980 万吨下调至 930 万吨，而期末库存预计上升至 390 万吨，并创下历史高位。作为对比，2017/2018 年的库存未 250 万吨。虽然，虽然 2019 年油菜籽播种面积预期减少 6.6%，但是平均单产预期仍接近去年水平，因此 2019/2020 年度工期预计小幅减少 6.7 万吨。如果中加关系未取得新进展，或未能找到其他替代市场，那么加拿大油菜籽库存仍有可能继续上涨。

欧盟持续面临虫害及干旱造成播种面积减少，对全球菜籽供应造成隐忧，

亦不排除未来影响中国的菜籽进口。今年，欧盟下调油菜籽产量数据到 1810 万吨，创下 12 年来的新低，因为法国和德国的产量数据下调。因此，欧盟 28 国大幅提高油菜籽进口量，达到创纪录的 430 万吨，高于 2018/19 年度的 430 万吨。

总体上，加拿大和欧盟等菜籽主要产区减产预期明显，加上市场需求向好，导致库存消费比继续下滑，叠加中加关系短期难以取得新进展，不排除中方可能继续减少加籽进口，供给问题存在极大不确定性。

图 17 加拿大油菜籽产量增速趋降



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 18 全球菜籽库存消费比回升



数据来源：USDA，前海期货

## (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。

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，下半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，

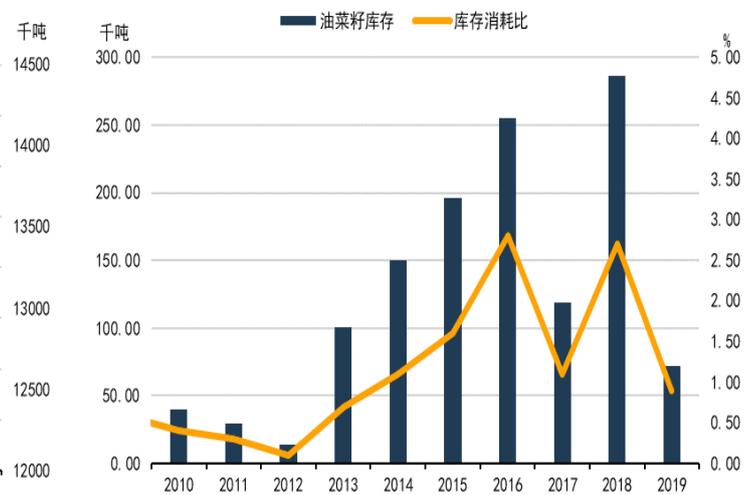
那么中国可能提高乌克兰油菜籽进口量，以弥补供应偏紧问题。因此，国内菜粕供应预期总体较为平稳。

图 19 中国油菜种植面积及产量



数据来源：USDA，前海期货

图 20 油菜籽库存消耗比大幅下降

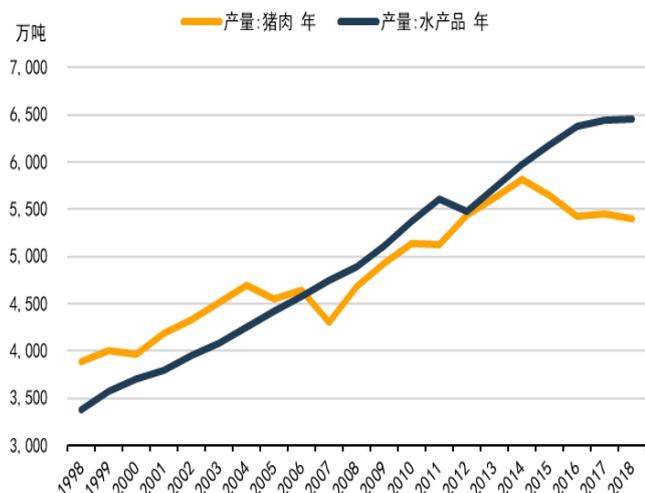


数据来源：wind 资讯，前海期货

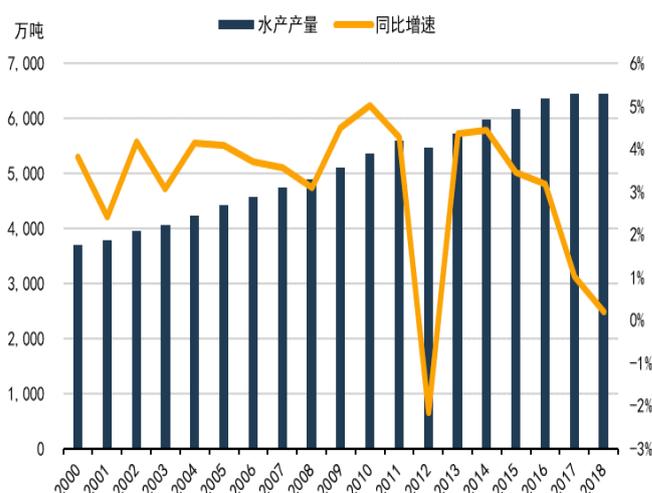
### （三）水产养殖行业增速放缓

蛋白消费的多元化令中国消费者不再依靠单一的猪肉摄入蛋白，而是越来越偏重牛羊肉、禽类和水产品。而且，非洲猪瘟抑制了猪肉消费，有利于其他肉类消费替代猪肉市场份额，避免猪料大幅减少造成饲料需求锐减。随着水产养殖进入旺季，豆菜粕需求将逐步回暖。

不过，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 21 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 22 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: 逢高卖出豆粕

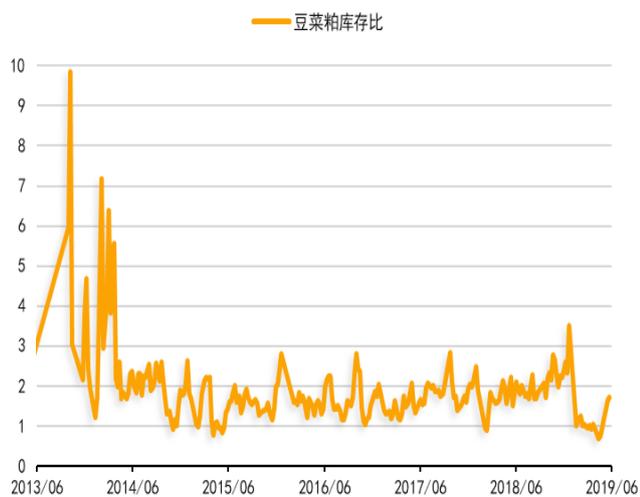
总体而言, 美豆播种进度缓慢, 产量存在减产可能性, 但是南美大豆丰产及美国陈豆库存高企, 而猪瘟制约了豆粕饲料需求, 豆粕走势预期难乐观, 建议逢高沽空。不过, 随着中美经贸问题的不确定性, 大豆进口转向南美市场, 推升了南美大豆升贴水, 再进口成本不断攀升压力下, 国内油厂利润微薄, 油厂开工率或受影响, 成本价格将对豆粕市场形成一定支撑。

### (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 400 元/吨附近, 现货价差在 320 元/吨, 处于 7 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。而一旦供应风险缓解, 库存高企将打压菜粕价格。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 23 豆菜粕库存比降至低位



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 24 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>

