

# 巴西豆和美国豆的博弈

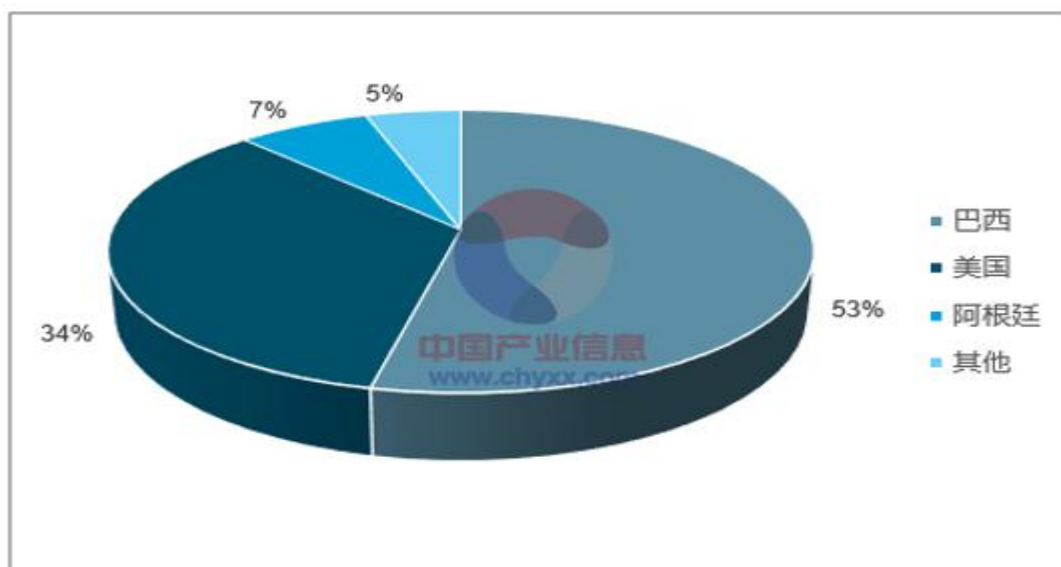
神华研究院

## 引言

今年豆粕走势上窜下跳，中美贸易战的发展状况实时主导着豆粕的走势方向。在中美贸易战缓和的利空下，豆粕回吐前面全部涨幅；叠加下游非洲猪瘟疫情持续的恐慌影响，豆粕更是开启了下跌寻底模式，而粕价在中美3个月和谈期间又该何去何从？

## 一、全球大豆增产，库存预期累积上升

图 1-1：中国进口大豆主要来源国



资料来源：中国产业链信息、神华研究院

2017年，中国进口大豆约9553万吨；前三大进口来源国分别为巴西、美国 and 阿根廷，其中来自巴西和美国的大豆分别约占中国进口总量的53%和34%。近些年来，我国逐渐降低对美国大豆的依赖，大豆进口地逐渐转向巴西、阿根廷等南美洲国家。

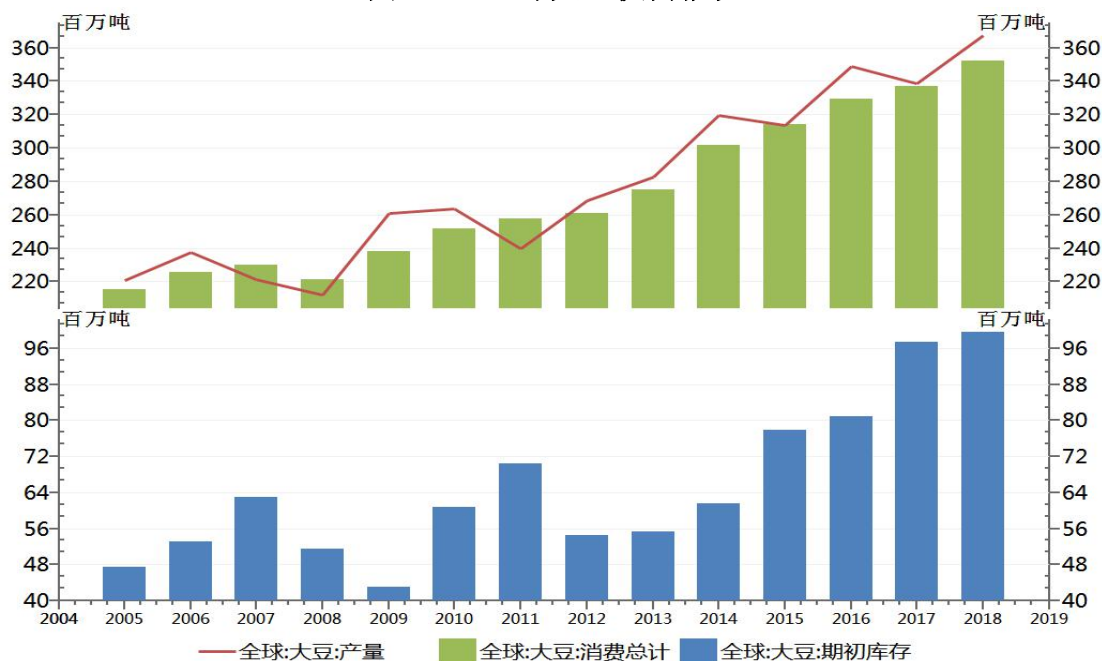
图 1-2：美国、巴西及阿根廷大豆产量

单位： 百万吨	美国 产量	同比	巴西 产量	同比	阿根廷 产量	同比
2011	84.19	-7.1%	66.50	-11.7%	40.10	-18.2%

2012	82.79	-1.7%	82.00	23.3%	49.30	22.9%
2013	91.39	10.4%	86.70	5.7%	53.40	8.3%
2014	106.88	16.9%	97.20	12.1%	61.40	15.0%
2015	106.86	0.0%	96.50	-0.7%	56.80	-7.5%
2016	116.92	9.4%	114.60	18.8%	55.00	-3.2%
2017	120.04	2.7%	119.80	4.5%	37.80	-31.3%
2018	125.18	4.3%	120.50	0.6%	55.50	46.8%

资料来源：Wind、神华研究院

图 1-3：全球大豆供需概况



资料来源：Wind、神华研究院

根据美国农业部(USDA)公布的数据显示，预计2018年美国大豆产量上升至125.18百万吨，同比增长4.3%；巴西大豆产量预计在120.5百万吨，同比小幅增长0.6%但处近几年高位，阿根廷预计产量在55.5百万吨，同比增长46.8%。作为全球前三的大豆产国，2018年产量皆呈增长态势。今年全球大豆丰产已是不争事实，2018年度产量预计高达367.5百万吨，同比增长8.5%，预计大豆库存将累积上升创新高；全球大豆的增产也直接导致全球豆粕供给量攀升。

## 二、中美贸易战缓和，豆粕重心下移

### 2.1、从美国进口大豆压榨处亏损状态

图 2-1：进口美国大豆理论压榨利润表

进口美国大豆理论压榨利润表：（单位：元/吨，12月份船期）							
地区	收入			支出		利润	豆粕保本价
	豆油价	豆粕价	总收入	大豆成本	加工费		
大连	5190	3050	3396	3838	150	-592	3800
河北秦皇岛	5150	3080	3412	3838	150	-576	3809
山东沿海	5100	2980	3323	3838	150	-665	3822
江苏地区	5100	3020	3355	3838	150	-633	3822
广东地区	5070	2980	3318	3838	150	-671	3829

资料来源：天下粮仓、神华研究院

图 2-2：进口巴西大豆理论压榨利润表

进口巴西大豆理论压榨利润表：（单位：元/吨，13月份船期）							
地区	收入			支出		利润	豆粕保本价
	豆油价	豆粕价	总收入	大豆成本	加工费		
大连	5190	3050	3448	3200	150	98	2927
河北秦皇岛	5150	3080	3463	3200	150	113	2937
山东沿海	5100	2980	3374	3200	150	24	2949
江苏地区	5100	3020	3406	3200	150	56	2949
广东地区	5070	2980	3368	3200	150	18	2957

资料来源：天下粮仓、神华研究院

图 2-3：进口阿根廷大豆理论压榨利润表

进口阿根廷大豆理论压榨利润表：（单位：元/吨，12月份船期）							
地区	收入			支出		利润	豆粕保本价
	豆油价	豆粕价	总收入	大豆成本	加工费		
大连	5190	3050	3344	3177	150	17	3029
河北秦皇岛	5150	3080	3360	3177	150	33	3038
山东沿海	5100	2980	3272	3177	150	-55	3049
江苏地区	5100	3020	3304	3177	150	-23	3049
广东地区	5070	2980	3267	3177	150	-60	3056

资料来源：天下粮仓、神华研究院

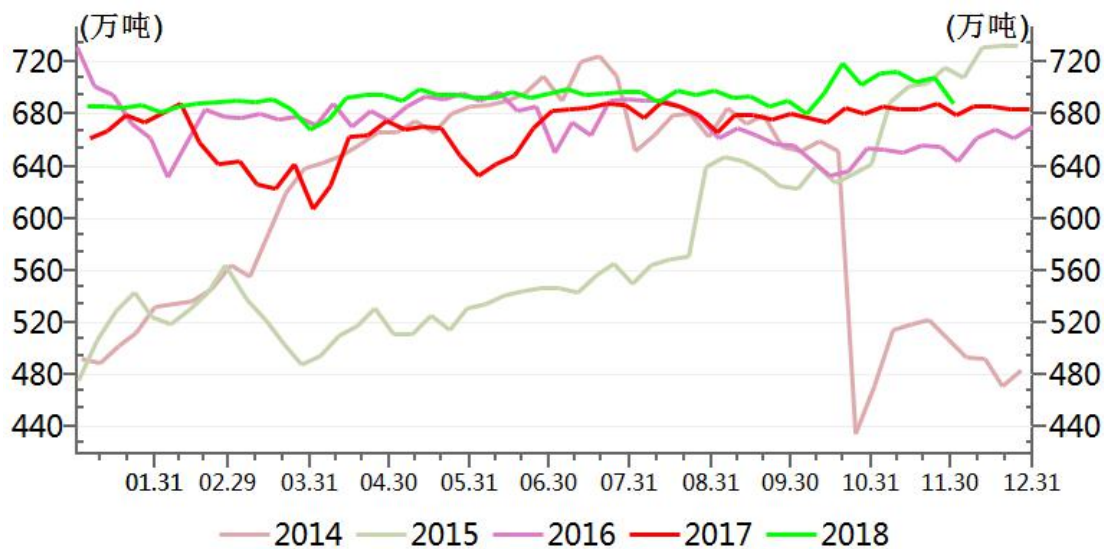
图 2-4：进口大豆理论压榨利润表



资料来源：天下粮仓、神华研究院

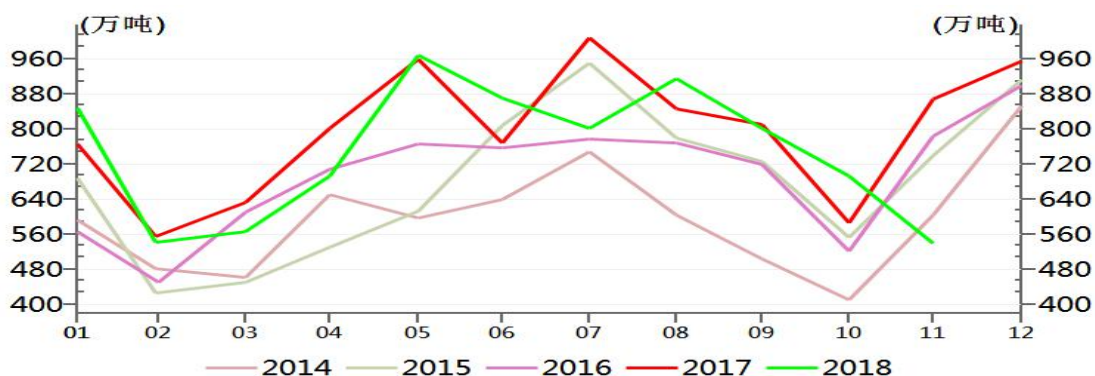
截至 2018 年 12 月 10 日，结合当日豆油价格和豆粕价格计算，进口美国大豆理论压榨豆粕的保本价在 3800 元/吨附近，进口巴西大豆理论压榨豆粕的保本价在 2950 元/吨附近；进口阿根廷大豆理论压榨豆粕的保本价在 3050 元/吨附近。从美国进口大豆的压榨环节处亏损状态，同时亏损幅度处偏高水平。

图 2-5：进口大豆港口库存



资料来源：Wind、神华研究院

图 2-6：中国大豆月底进口量



资料来源：海关总署、神华研究院

截止 12 月 8 日当周，国内港口大豆库存 688.65 万吨，较上周下降 19.2 万吨，周度环比下降 2.7%。库存近 1 个月虽然有所下降，但当前港口库存处近 5 年偏高水平，库存压力仍在。再从月度进口数据来看，今年 11 月中国进口大豆 438.4 万吨，相对 10 月份进口量下降 153.6 万吨，降幅高达 22.19%；同比去年下降 329.6 万吨，降幅 37.97%。中国 1-11 月大豆总进口量为 8231 万吨，同比下降 4.3%，主要是受前面中美贸易战加征关税影响。当前中美贸易战虽有所缓和，进入协商阶段；但由于协商结果仍具有较大不确定性，目前多数中国买家入市偏谨慎，等待观望为主；因此可预计 12 月大豆进口量很可能继续下滑，国内大豆库存将趋向下降。

## 2.2、中美贸易战缓和的利空冲击，豆粕开启下跌模式

图 2-7：G20 峰会前后新闻

时间	事件	信息来源	影响 / 大豆粕类
阿根廷当地时间 2018/11/30, 11:30	阿根廷共和国生产劳动部农业产业国务秘书处与中储粮集团公司签署《油料产品贸易推广框架协议》，按照该合作框架， <b>中储粮集团公司将从阿方采购约200-300万吨大豆。</b>	<a href="https://www.lanacion.com.ar/2197972-g20-empresa-china-comprara-grano-aceite-soja">https://www.lanacion.com.ar/2197972-g20-empresa-china-comprara-grano-aceite-soja</a>	利空美豆和国内大豆双粕
美国当地时间 2018/12/1, 17:47	美国白宫发布新闻稿： 1. 美国同意在2019年1月1日 <b>暂缓</b> 对2000亿美元中国商品的 <b>关税从10%提升至25%</b> 。中国同意从美国进口大量（数额待定）农产品、能源、工业及其他产品。 <b>农产品的进口立即进行</b> ； 2. 同意立即就关税之外的一系列问题包括强制技术转让、保护，非关税贸易障碍，农业服务业等进行磋商，并在 <b>90天内达成一致。如不能达成一致，上一项中的10%关税将被提升至25%</b> 。	<a href="https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-president-xi-china-bilateral-meeting/">https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-president-xi-china-bilateral-meeting/</a>	(1) 利多美豆，利空国内双粕； (2) 不进口美豆，中国明年一季度大豆缺口也已关闭。故，进口大量美国农产品，也势必考虑谷物类，包括DDGs（影响蛋白供应）。
北京时间 2018/12/2, 12:17	新华网-王毅：(中美)双方工作团队将根据两国元首达成的原则共识， <b>朝着取消所有加征关税的方向加紧磋商</b>	<a href="http://www.xinhuanet.com/world/2018-12/02/c_1123795974.htm">http://www.xinhuanet.com/world/2018-12/02/c_1123795974.htm</a>	(1) 利多美豆，利空国内大豆双粕 (2) 原关税维持，取消待定
<b>【总结】</b> (1) 原25%关税还未取消，榨利不支持中国市场进口美豆。市场行为上，由于政策风险仍存+明年大豆缺口关闭，企业采购美豆动力不足； (2) 核心观察中储粮的政策执行力度，以及观察在贸易战前期受影响最大的进口商油厂、贸易商动向（如*海）；			

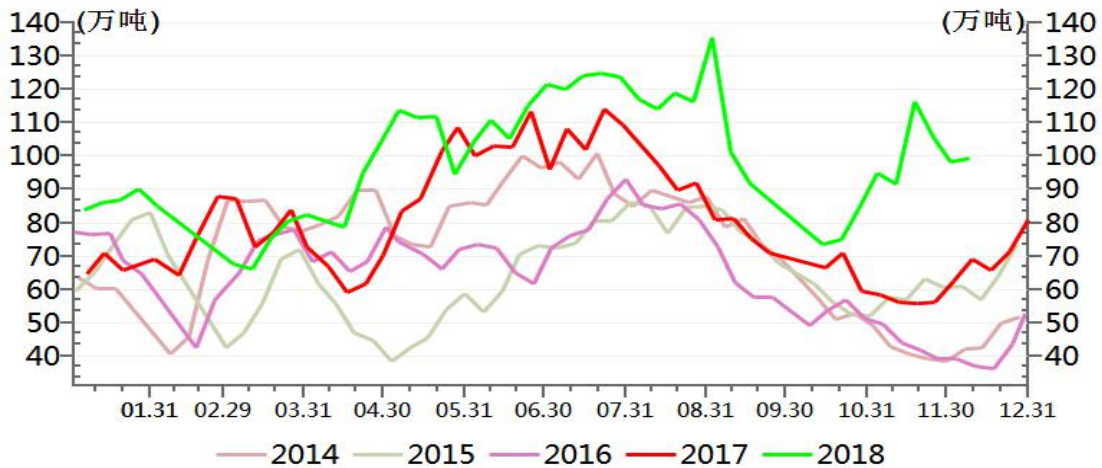
资料来源：银河、神华研究院

12 月 1 日，美国政府对 2000 亿产品征收 10% 的加征关税原定在明年 1 月 1 号提高到 25%，已决定明年 1 月 1 号仍然维持在 10%。双方决定不再对新的产品加征新的关税，对于现在仍然加征的关税，双方朝着取消的方向加紧谈判。但仍需 90 天谈判，未来 3 个月中美能否达成和解取消加征关税仍存不确定。

如果后期中美贸易正常化，中国取消加征关税并开始恢复美国大豆采购，叠加南美大豆丰产预期及 3 月集中上市时间窗口，中国大豆进口压力将大幅增加；中国豆粕市场需消化外部市场的利空基本面，并与美豆重建新的价格平衡关系。在全球大豆市场供应整体偏宽松的情况下，国内豆类价格重心将承压下移。

## 2.3、国内豆粕库存高于往年同期水平

图 2-8：国内豆粕库存

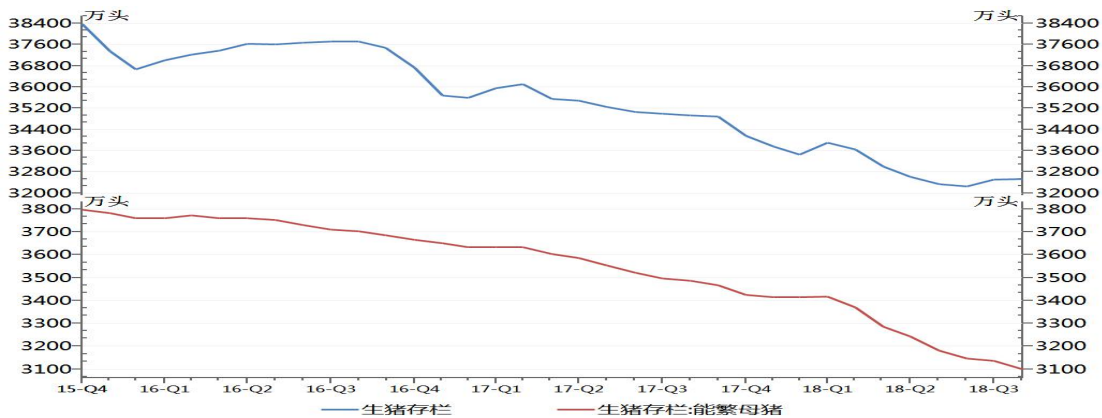


资料来源：天下粮仓、神华研究院

截止 11 月 30 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 94.3 万吨，较上周的 100.1 万吨减少 5.8 万吨，降幅在 5.79%，但仍较去年同期 67.99 万吨增加 38.69%。由于领导人会晤后中美贸易战暂缓，豆粕价格弱势下探，下游采购较为谨慎，豆粕库存降幅预计不大。

### 三、非洲猪瘟短期影响有限，但中长期削弱豆粕需求

图 3-1：生猪及能繁母猪存栏量



数据来源：wind 资讯、神华研究院

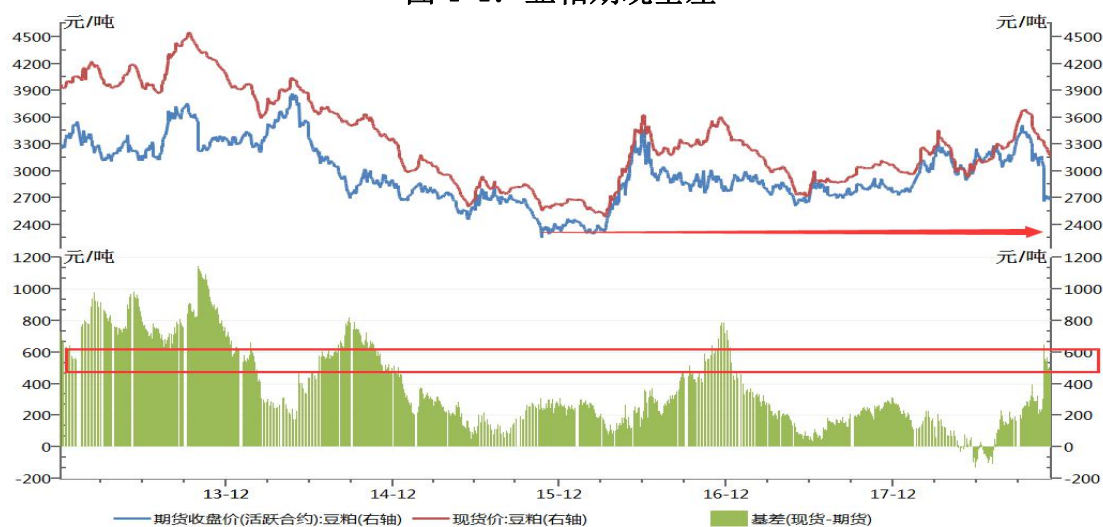
截至 2018 年 12 月 3 日，全国共有 21 个省份发生 79 起家猪疫情、2 起野猪疫情，目前仍属于多点散发态势，未出现大面积流行。从生产看，前三季度全国生猪出栏 4.96 亿头，同比增长 0.1%；猪肉产量 3843 万吨，增加 10 万吨，同比增长 0.3%。按照 2017 年生猪出栏 6.89 亿头测算，疫情处置中扑杀的 60 万头生猪占全国出栏量的比重仅为 0.087%，直接影响非常有限。从生猪存栏数据来看，从 8 月份国内非洲猪瘟疫情爆发至今，生猪存栏在 10 月份反而出现小幅上升，相对 9 月份增加 33 万头至 32534 万头。

但是随非洲猪瘟影响扰动，许多养殖户对市场信心不足，有明显的出栏意愿。

从能繁母猪数量来看，10月份相对8月份下降47万头至3098万头；能繁母猪数量下降将预示着后续几个月生猪存栏也趋向下降。而目前非洲猪瘟并无有效疫苗，俄罗斯花了十年时间仍未根除非洲猪瘟，预计对国内生猪养殖、豆粕需求的影响也将是长期性的，若疫情范围持续扩大将对未来养殖端豆粕需求产生削弱效应。

## 四、中美贸易和谈继续主导豆粕走势

图 4-1：豆粕期现基差



资料来源：文华财经、神华研究院

目前国内豆类库存同比偏高，猪瘟疫情持续蔓延利空下游需求，预计短期豆粕期价延续震荡下探走势。中期看，南美豆丰产预期较强，巴西豆有望提前上市，国内非洲猪瘟疫情将持续蔓延，豆粕供需面整体偏利空，后期重点关注中美贸易谈判进展及国内大豆进口情况。

若中美贸易和谈达成共识，且取消或降低美国大豆 25% 的加征关税，出口利多刺激，美豆将迅速反弹，而国内豆类价格重心将承压下移。结合主力合约 1905 期价与现货价基差来看，目前期价贴水现货价已上升至 500 元/吨，处中偏高水平；再结合大豆进口压榨豆粕的成本线来看，目前大幅低于美豆压榨成本线 3800，也低于巴西压榨成本线 2900，所以即使中美最终达成和解，但豆粕下跌空间已提前透支过半，前低 2300 附近或成强支撑位。若中美最终未能达成和解，则豆粕存较大反弹动能，估计将反弹重回前期 3300-3600 高位区间。

综上所述，在全球大豆增产累库的利空预期下，豆类价格整体呈重心下移走势，预计在中美和谈的 3 个月期间，M1905 很可能在 2300-2900 区间震荡偏弱。但基于中美和谈结果的较大不确定性及当前 1905 期价已大幅低于成本线及现货价，后续下跌空间相对有限，可留意 M1905 执行价 2700 以上的看涨虚值期权的做多机会。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归神华研究院所有, 在未获得神华研究院书面授权下, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“神华研究院”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险, 入市须谨慎!



Miracle  
China  
神华期货  
Miracle China Futures Company

一流的研究 带来一流的交易

