

## 中美贸易战搅动风云，豆类能否趁势起飞

神华研究院 吴起睿

### 摘要

2018年上半年，农产品板块颇受资金青睐，走出一波波令人瞩目的行情。其中大豆作为中美贸易战博弈的重点，豆粕主力合约波动幅度接近700元/吨。从基本面上看，北美大豆开局生长情况近乎完美，USDA6月供需报告偏多，国内下游需求疲软。下半年，中美贸易的长期性和曲折性将持续主导豆类合约走势，同时天气炒作也值得我们关注。

我们预计在贸易战持续发酵的情况下，豆一目标价格区间3500-4000元/吨，豆粕目标价格区间3000-3300元/吨，豆油目标价格区间5500-6500元/吨。如果中美贸易摩擦缓和，那么市场将重回基本面：库存高企、下游疲软，建议多头减仓离场。

### 风险因素：

中美贸易战进展、厄尔尼诺-拉尼娜现象、北美大豆生长情况和南美大豆种植情况、地缘政治风险

## 目录

一、上半年行情回顾.....	- 3 -
1.1 阿根廷减产严重，内外盘双双上涨.....	- 3 -
1.2 中美贸易战搅动风云，内外盘走势分化.....	- 4 -
二、下半年市场解析.....	- 5 -
2.1 中美贸易战下的全球宏观形势.....	- 5 -
2.2 国内外供需格局.....	- 6 -
2.2.1 国际方面.....	- 6 -
2.2.2 国内方面.....	- 7 -
2.3 下半年天气炒作.....	- 10 -
三、下半年行情展望与操作策略.....	- 11 -

## 一、上半年行情回顾

2018年上半年，农产品国际贸易市场风起云涌，2-3月阿根廷干旱带动内外盘豆类合约走出一波牛市。随后中美贸易战爆发，从3月底开始内外盘跟随贸易战的反复，走出了两次分化的行情。

图 1-1 豆粕主力合约 V. S. CBOT 大豆主力合约价格走势



资料来源：文华财经、神华研究院

### 1.1 阿根廷减产严重，内外盘双双上涨

去年美国和澳大利亚气象局就相继确认了拉尼娜气候的发生，有关于南美大豆的天气炒作便开始升温。2017/18年度巴西大豆总体未受影响，而播种较晚的阿根廷大豆在结荚鼓粒的关键期遭受严重干旱，各大机构纷纷下调阿根廷产量预测值。

在这一阶段，内外盘走势高度相关，阿根廷减产背景下，3月初CBOT美豆主力合约达到阶段性最高点1082.4美分/蒲，国内豆一主力合约拉涨至3750元/吨，豆粕主力合约至3159元/吨，豆油主力合约6198元/吨。3月后，阿根廷减产消息逐渐被市场消化，内外盘出现了一定幅度的回调。

## 1.2 中美贸易战搅动风云，内外盘走势分化

图 1-2 中美贸易战发展进程

时间	事件
2018 年 3 月	美国开征全球钢铝关税，随后逐渐将矛头对准中国。
2018 年 4 月	美国对从中国进口的 500 亿美元商品征税 25%；对中兴实施禁售。
5 月 3-4 日	美国贸易代表团访华，就中美贸易争端展开谈判。
5 月 15-19 日	中国代表团访美，对中美贸易问题进行第二轮磋商。之后，中美于华盛顿发表联合声明，双方承诺不打贸易战，并停止互相加征关税。同时，中方将大幅度从美国购买商品和服务，其中包括美国农产品、石油和清洁能源、高科技产品。
5 月 25 日	美国商务部就解除对中兴公司的销售禁令通报美国国会。
6 月 2-4 日	美国商务部长罗斯访华，中美展开第三轮贸易谈判。
6 月 15 日	就在中美贸易战担忧逐渐缓解的氛围下，美国不顾中美贸易共识，单方面针对 500 亿美元中国商品公布加税清单。
6 月 16 日	随后中国国务院关税税则委员会也出台了同等规模、同等力度的关税反击措施：7 月 6 日起对美国农产品、汽车、水产品加征关税，化工品、医疗设备、能源等加税时间待定。同时根据中国之前的声明，在美国公布加税清单的那刻，中美此前达成的一系列成果即时无效。
6 月 18 日	特朗普政府威胁称，如果中方坚持推进上周的反制措施，将计划对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，并称如果中国再次增加对美关税，将考虑再对 2000 亿美元的中国商品征税。
6 月 19 日	商务部新闻发言人就此发表谈话称，如果美方失去理性、出台清单，中方将不得不采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。

资料来源：德邦证券、神华研究院

3 月底，美国开征全球钢铝关税，随后将矛头对准中国。豆类合约内外盘走势分化出现在四月和六月，对应中方两次宣布将对进口自美国的 500 亿美元商品加征 25% 的报复性关税（其中包括美豆）。第一次发生在 4 月 9 日，连豆粕跳空高开 3400 元/吨，豆一 4122 元/吨，豆油 6198 元/吨，外盘 CBOT 大豆收低至 1000 美分/蒲附近。随后贸易战预期不断反复，但总体而言内盘明显强于外盘。第二次是 6 月 15 日中方宣布将自 7 月 6 日起对美国进口大豆加征 25% 关税，端午节后开市首日连豆粕再度跳空高开 3095 元/吨，豆一 3703 元/吨，豆油 5775 元/吨，CBOT 美豆下探至 864.50 美分/蒲。

从盘面来看，目前内外盘分化大于前期，中美贸易战将是主导豆类合约后期走势的核心因素。

## 二、下半年市场解析

### 2.1 中美贸易战下的全球宏观形势

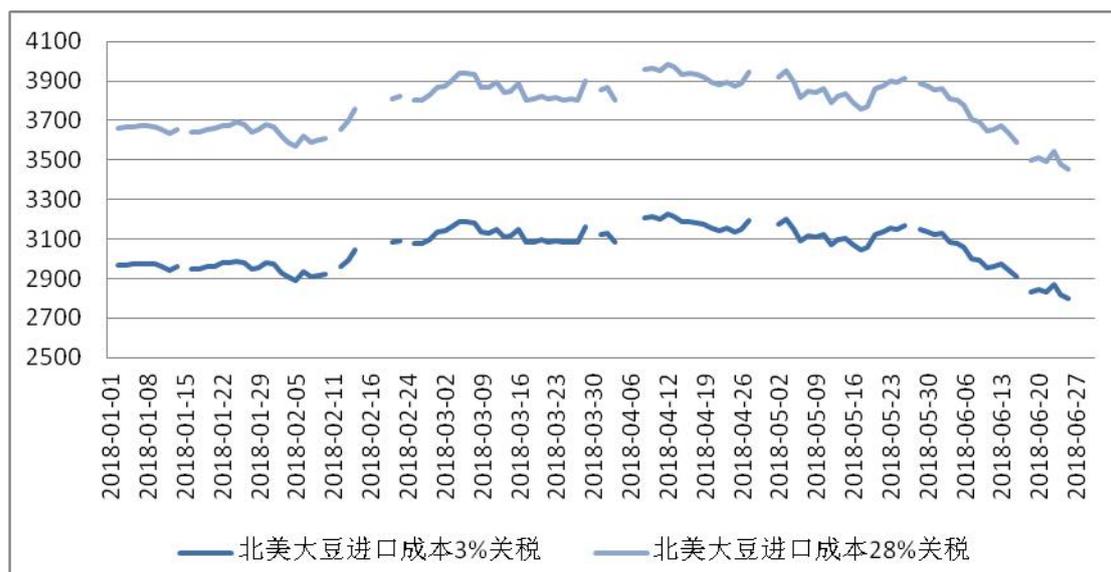
今年下半年全球最根本的宏观经济形式还是美国向全球掀起的贸易战。其中，美国将最大的矛头直指中国，7月6日加征关税是否真正实施，将为豆类期货合约的走势确定方向。

长期来看，对美豆加征关税将迫使全球大豆进口格局的重新分配，中国将主要依靠南美进口，其他国家主要依靠北美进口。但是，短期内会导致中国进口大豆价格上涨，基于CBOT大豆价格计算，加征25%关税后进口美豆成本大约会提升至3500-4000元/吨区间，平均值3750元/吨。按照80%的出粕率和17.8%的出油率计算，豆粕成本提升至3000-3300元/吨，豆油成本可能提升至6600-8000元/吨。但是，由于欧盟立法者已经达成非正式协议，在2030年前逐步淘汰基于棕榈油的生物柴油，棕榈油市场受到严重冲击，累及豆油、菜油。因此，我们预计豆油的价格区间在5500-6500元/吨。

但是，CBOT大豆价格会不会进一步下跌从而拉低进口美豆成本呢？

2008年金融危机下全球资本风声鹤唳，大宗商品价格集体下挫，其中CBOT大豆达到776.2美分/蒲式耳。参考金融危机的情况，CBOT大豆目前已经处于历史绝对低位，下行空间已然不大。所以，在加征25%关税的情况下，3500元/吨可以算作是进口北美大豆的成本底线。

图 2-1 2018 年上半年北美大豆进口成本



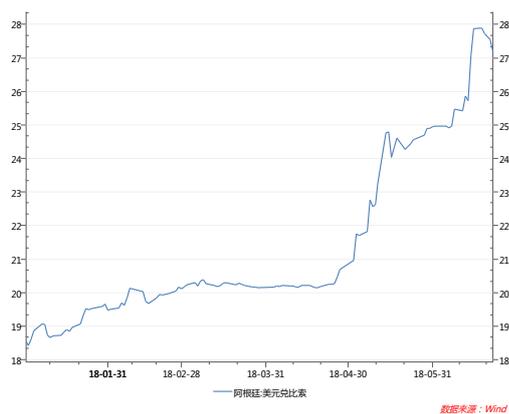
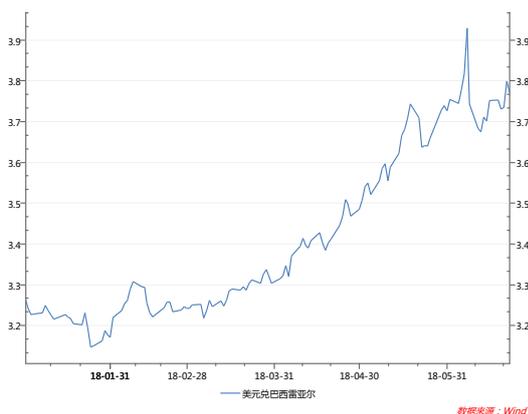
资料来源：WIND、神华研究院

中美双方在贸易领域的博弈以外，今年美元的数次加息，更是为新兴市场货

币蒙上了巨大阴影。2018 年美联储已累计加息 2 次，预计下半年还会加息 2 次。美元强势推升美国大豆出口成本，预计北美大豆价格下挫。资本外流导致新兴市场国家货币遭遇冲击，截止 6 月 22 日，巴西雷亚尔贬值 15.9%，阿根廷比索贬值 46.65%。虽然中美贸易摩擦致使南美升贴水飙升，但是综合货币贬值因素下，南美进口大豆成本有所下降。下半年，估计南美大豆进口成本 3300 元/吨，豆粕进口成本 3000 元/吨，豆油进口成本 5700 元/吨。

图 2-2 美元兑巴西雷亚尔走势

图 2-3 美元兑阿根廷比索走势



资料来源：WIND、神华研究院

资料来源：WIND、神华研究院

## 2.2 国内外供需格局

### 2.2.1 国际方面

6 月正值南美大豆集中上市时期，国际市场大豆供应充足。下半年全球大豆供给主要看美国大豆的生长情况。

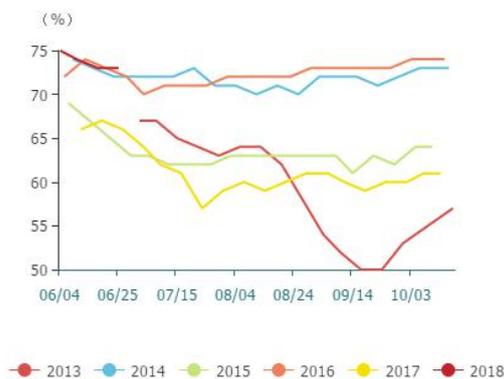
今年美豆种植开局强势，大豆主产区天气良好。截止到 2018 年 6 月 24 日，美国 18 个大豆主产州的大豆出苗率为 95%，高于去年同期的 93%，也高于过去五年同期均值 89%。大豆扬花率为 12%，去年同期 8%，过去五年同期均值 5%。大豆作物优良率为 73%，和一周前持平，去年同期为 66%。

图 2-4 美豆优良率与 CBOT 大豆价格



资料来源：WIND、神华研究院

图 2-5 美豆优良率季节性分析



资料来源：WIND、神华研究院

从全球供需格局来看，USDA 6 月供需报告显示，美豆新季播种面积 8900 万英亩（上月 8900，上年 9010），单产 48.5（上月 48.5，上年 49.1），产量 42.80 亿蒲（上月 42.80，上年 43.92），出口 22.90（上月 22.90），压榨 20.00（上月 19.95），期末 3.85（预期 4.17，上月 4.15）；陈季期末 5.05（预期 5.22，上月 5.30）；巴西产量 11900 万吨（预期 11743、上月 11700、去年 11410），阿根廷产量 3700（预期 3789、上月 3900、去年 5780）。

图 2-6 USDA 6 月供需报告

Year beginning September 1	Area		Yield	Supply				Use				Ending stocks
	Planted	Harvested		Beginning stocks	Production	Imports	Total	Crush	Seed & residual	Exports	Total	
	Million acres		Bu./acre	Million bushels								
2016/17 <sup>1</sup>	83.4	82.7	52.0	197	4,296	22	4,515	1,901	139	2,174	4,213	302
2017/18 <sup>2</sup>	90.1	89.5	49.1	302	4,392	25	4,719	2,015	134	2,065	4,214	505
2018/19 <sup>2</sup>	89.0	88.2	48.5	505	4,280	25	4,810	2,000	135	2,290	4,425	385

资料来源：USDA、神华研究院

巴西大豆产量上调抵消阿根廷产量下滑，美国陈季库存下滑以及新作压榨小幅调升，新作库存预估下降，且低于市场预估，报告略偏多。美豆新作面积维持上个月预估，但因天气良好使得播种进度超过去年同期，市场预期后市单产可能有上调空间，限制报告对盘面多头的影响。

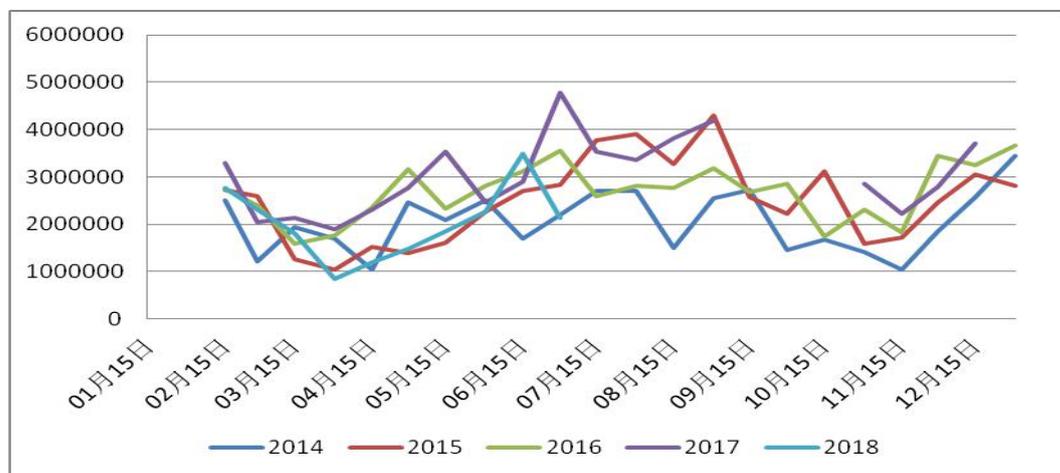
## 2.2.2 国内方面

### (1) 短期供应充足

目前国内大豆到港量低于五年均值，但由于下游需求疲软，各港口和油厂库存高企。预计 6 月份到港量在 980-1000 万吨，7 月份则在 960-980 万吨，5-7

月份的集中到港，可能会追平甚至超过去年同期水平。截止到6月1日当周，主要工厂的大豆库存量为680.4万吨，去年同期为576.3万吨；豆粕库存量为127.9万吨，比去年同期显著提升。

图 2-7 五年大豆到港量对比（吨）



数据来源：WIND、神华研究院

**临储拍卖：**国内6月14日进行30万吨大豆临储拍卖成交率64%，6月20日新一批30万吨大豆拍储成交率25%。市场预计大约会有总共200万吨大豆的临储大豆拍卖量，从目前来看，短期大豆拍储成交率下滑，大豆供应充足需求疲软。

**大豆种植补贴政策：**出于对中美贸易战长期性、曲折性的考虑，今年中国农业部提高了对东北大豆种植的补贴力度。据了解，各地种植补在200元/亩以上，倒茬补150元/亩。但是由于政策出台时间偏晚，部分地区玉米改种大豆比例较低。

**大豆进口来源多元化：**自2018年7月1日起，我国将对原产于孟加拉国、印度、老挝、韩国、斯里兰卡的进口货物适用《〈亚洲-太平洋贸易协定〉第二修正案》协定税率。其中，对大豆的进口关税从3%下调至0。此次的关税减让清单中也出现了“豆粕”的身影。其中规定，“提炼豆油所得的其他固体残渣”和“提炼豆油所得的油渣饼(豆饼)”的关税税率将从5%降至0，而这两种货物在海关报关的实践中一般被视为等同于“豆粕”。

这五个国家大豆产量都不高，且国土面积偏小，其中印度国土面积相对较大，大豆产量有上升的空间。此项政策在开拓我国大豆来源多元化方面有积极意义。

## (2) 下游需求疲软

豆粕是猪禽饲料中蛋白粕的主要来源。目前来看，无论是自繁自养生猪还是外购仔猪，养殖利润深陷亏损，在今年5月达到利润谷底后略有反弹，养殖户缺

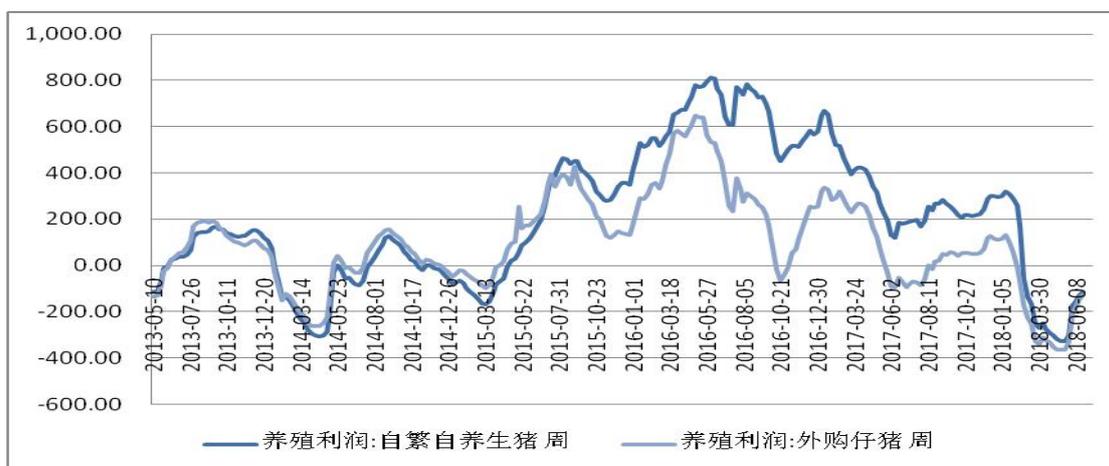
乏催肥补栏动机。白羽肉毛鸡和蛋鸡养殖利润维持稳定，较好的养殖利润利好豆粕需求。

但是，考虑到豆粕、菜粕价格的上涨，将推动饲料价格上升，从而增加养殖成本，养殖利润难有起色，整个下游养殖业将集体承压。

总体来说豆粕下游需求不振，市场预计直至 2019-2020 年生猪利润才会出现大幅增长。豆粕价格缺乏基本面支持。

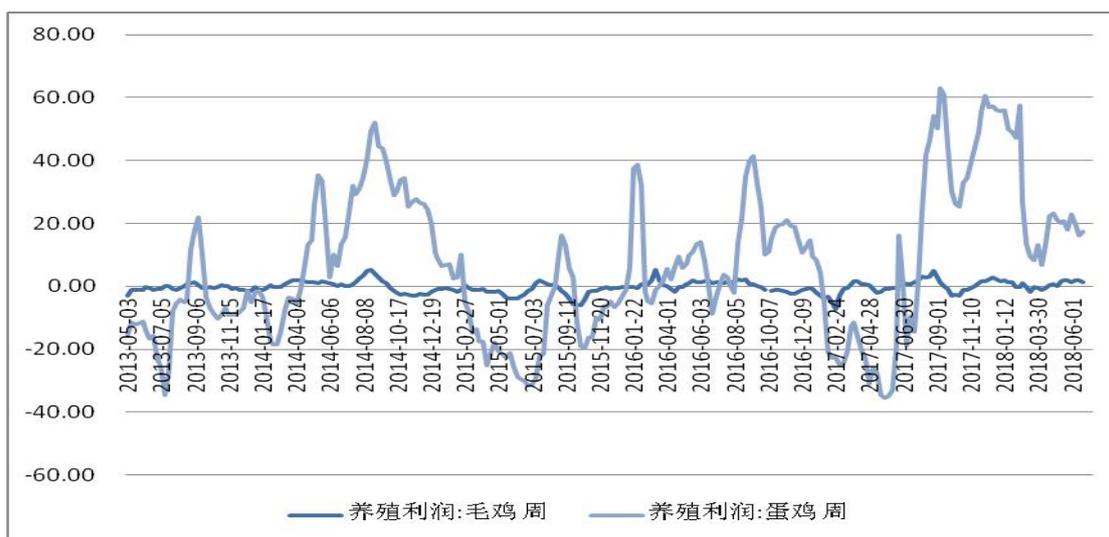
由于棕榈油、菜油的减产，目前豆油下游需求相对较好，库存有所下滑，但是仍然高于 2017 年水平。

图 2-8 生猪养殖利润



资料来源：WIND、神华研究院

图 2-9 鸡养殖利润



资料来源：WIND、神华研究院

### (3) 长期存在供应缺口

USDA 数据预计，中国 2018 年进口大豆将超过 1 亿吨，截止 2018 年 5 月 31 日，我国已进口大豆 3616.7 万吨。如果按照上述数据进行计算，年内中国尚有 6383.3 万吨的进口需求。

### 完全依赖南美大豆进口是否可行？

预计中国 2018 年将从美国进口 3438 万吨大豆，减去截止 2018 年 5 月 31 日已从美国进口的 916.14 万吨，如果不再从美国进口大豆的话，后期需要从南美多进口 2521.86 万吨大豆来填补需求。

USDA 数据显示，2017/18 年度巴西大豆库存 2300 万吨，阿根廷大豆库存 2906 万吨。所以，南美大豆库存可以暂时弥补我国对美国大豆的需求。

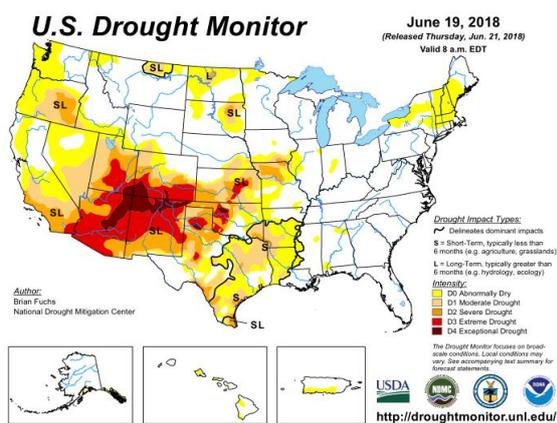
### 目前国内大豆库存还能坚持到何时？

USDA 预计中国 2018 年消费大豆 10280 万吨，月均消费 856 万吨。如果后续不再从美国进口大豆，那么中国将有三个月出现大豆供应的空缺。也就是说，如果不增加对南美大豆的进口，那么从 1809 合约后将可能出现期货盘面价格的跳涨。

## 2.3 下半年天气炒作

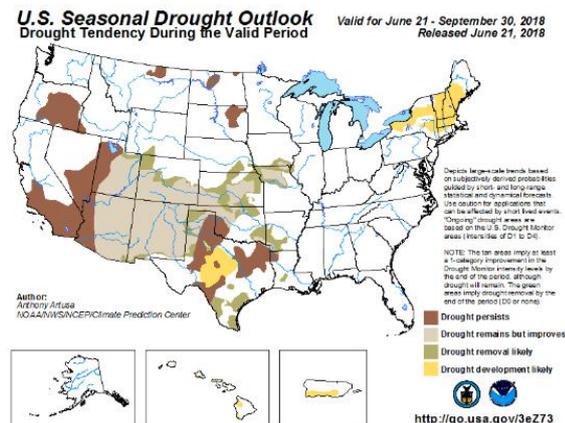
农产品不同于工业品，特别是在规模种植的情况下，其供给量很大程度上受到天气影响。从监测数据来看，目前干旱主要发生在美国西南部，月度和季度预测干旱有向南部转移的可能性，对大豆主产区五大湖附近影响不大。不过北美大豆结荚鼓粒的关键期在 8-9 月，仍然需警惕干旱加深的情况出现。

图 2-10 美国目前干旱监测



资料来源：NOAA、神华研究院

图 2-11 美国季度干旱预测



资料来源：NOAA、神华研究院

### 三、下半年行情展望与操作策略

下半年，我们需要重点关注的内容由强到弱包括：中美贸易战进展、厄尔尼诺-拉尼娜现象、北美大豆生长情况和南美大豆种植情况、地缘政治风险。

目前临近7月6日加征关税起始日，短期风险较大，投资者多单建议继续持有，其他投资者切勿追涨杀跌。由于CBOT大豆已跌至多年以来的低位，大豆需求厂商应已处于利润富余状态，建议先行多单开仓锁定成本。

美国商品期货委员会非商业持仓净多头，下降趋势企稳，目前CBOT大豆已处于大豆需求厂商目标价位。

图 3-1 CFTC CBOT 大豆非商业持仓走势图



资料来源：WIND、神华研究院

基本面来看，短期大豆供应充足，长期供应可能存在缺口，但是下游需求疲软将延续，生猪养殖利润可能在 2019-2020 年才能出现大幅增长，目前各港口和压榨企业库存高企，催促提货。受棕榈油政策影响，整个油脂板块维持弱势。

技术面上豆一、豆粕主力合约并未走出明显的多空趋势，等待贸易摩擦落槌确定方向；豆油主力合约延续下行通道。

后期，如果加征 25% 关税政策正式实施，豆一目标价格区间 3500-4000 元/吨，豆粕目标价格区间 3000-3300 元/吨，豆油目标价格区间 5500-6500 元/吨。如果 7 月 6 日没有真正加征关税，那么豆类合约将回归基本面：供给充足、需求疲软，建议多头减仓离场。

## 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!