

供需预期宽松 蛋白粕或偏空发展

板块 蛋白粕

全球大豆库消比创新高：



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：范国和

电话：021-68770062

邮箱：fanguohe@qhfc.com

从业资格号：F3037508

期货分析师：张蕾

电话：021-68770057

邮箱：zhanglei@qhfc.com

从业资格号：F3033523

投资咨询号：Z0012812

报告摘要

- 大豆主产国总体丰产，外加贸易谈判偏乐观发展，国内大豆及豆粕供给总体偏宽松。但是，非洲猪瘟及配方调整等可能影响豆粕需求在 2019 年下降 500-1000 万吨。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，而需求端水产养殖可能受惠于替代猪肉消费，菜粕需求预期增长，供需格局有望改善，但其走势仍部分受制于豆粕。
- 基于基本面偏空的展望，推荐逢高卖出豆粕，并可考虑做多油粕比。
 - 2018 年油脂油料走势偏弱
 - 豆粕供给预期过剩
 - 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 record new high:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Fan Guohe

Tel: 021- 68770062

E-mail: fanguohe@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037508

Analyst: Zhang Lei

Tel: 021- 68770057

E-mail: zhanglei@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3033523

Investment consulting certificate No.:

Z0012812

Loose Supply-Demand Structure and Pessimistic Outlook of Protein Meal

Abstract

- Most soybean producing countries will achieve high yield, meanwhile the trade negotiations become optimistic. Domestic soybean and soybean meal will face loose situation. However, African swine fever and formula adjustments may affect the demand for soybean meal by 5-10 million tons in 2019. 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 oil/meal price ratio shall be considered.
- Weak trend in 2018
 - The soybean meal will see excess supply
 - The supply-demand structure of rapeseed meal will improve
 - Investment strategy recommendation

一、2018 年油脂油料走势偏弱

2018 年迄今，油脂油料市场整体呈现三段式走势，主要诱发因素分别缘于一季度阿根廷的干旱、3 月底开始的中美贸易摩擦及其进展。

首先，一月末开启了炒作阿根廷天气的题材，此后持续发酵，市场不断走强。受制于拉尼娜气候，阿根廷降水不足，亦为近三十年来最严重的一次干旱，致使产量预期不断下调，2017/18 年度大豆单产最终下降约三成。而且，2017/18 年度阿根廷大豆种植面积还下降 120 万公顷至 1800 万公顷，最终导致大豆产量或从此前 5780 万吨大幅下降 37.7% 至 3600 万吨。

其次，3 月底开始，美国贸然发动针对中国的贸易摩擦，期间亦有谈判的反复，但加征关税的范围不断扩展，几乎升至美国自中国进口的一半。双方关系最紧张时期一直延伸到国庆期间彭斯发表了引发新冷战的讲话。今年油脂油料市场的高点就分别出现在贸易摩擦发动及讲话时，期间市场总体维持了窄幅震荡的格局。

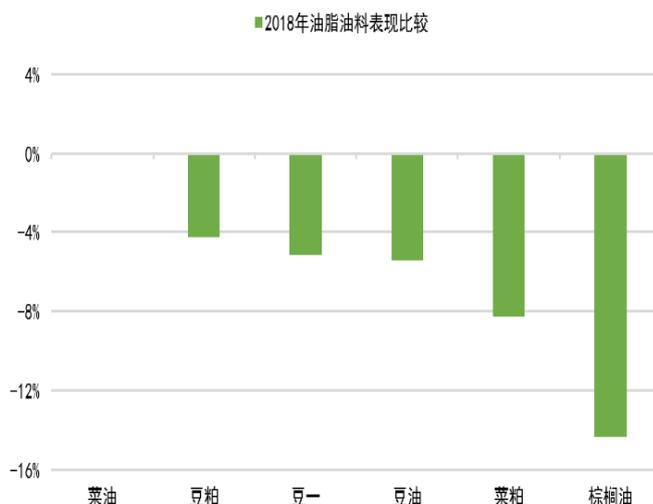
此后，经历初期的僵持后，双方发布元首会面信息，并最终于 12 月初达成 90 天贸易休战期的协议，和谈前景偏向乐观，且将向取消加征关税方向努力。大豆供给缺口担忧明显缓解，外加全球的宽松格局，油脂油料整体开启了单边下跌行情，并创下年内新低。

图 1 国内油脂油料三段式偏弱走势



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 2 2018 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、豆油分别下跌 4.3%、5.1%、

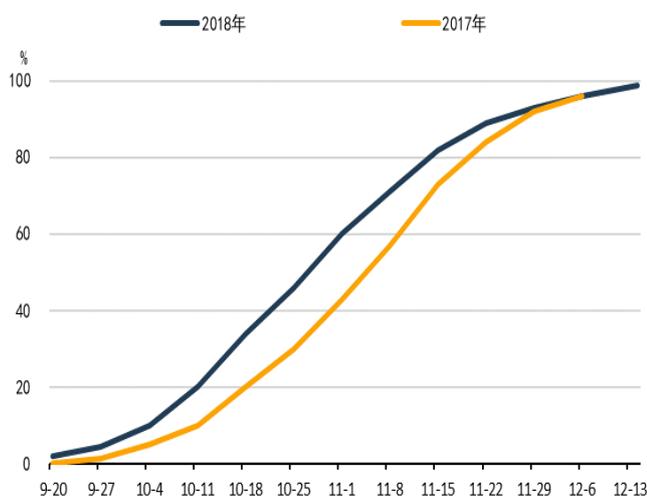
5.4%，体现了全球供应宽松的预期。不过，菜籽市场油强粕弱，菜油价格与2017年基本持平，仅微跌0.1%，主要得益于国内临储菜油基本去库，但菜粕下跌8.3%，因中国拓展菜粕进口源，且四季度水产养殖淡季影响较大。

二、豆粕供给预期过剩

（一）南美大豆丰产明确

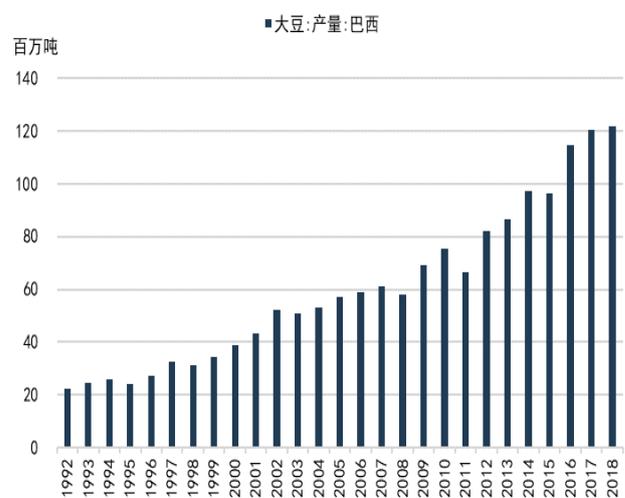
巴西已经成为全球大豆最大生产国，2018年大豆出口受惠于中美贸易摩擦呈现大幅增长，预计将达到创纪录的8280万吨，价格亦偏高。受此带动，2018/19年度农民种植积极性继续提升，预计种植面积达至3750万公顷，较上年度增长7.1%。同时，由于早期天气条件较好，新作季大豆种植进度也一直快于往年。截至12月14日，巴西大豆播种工作已经完成98.8%，其中马托格罗索播种已基本完成。

图3 巴西大豆播种进度



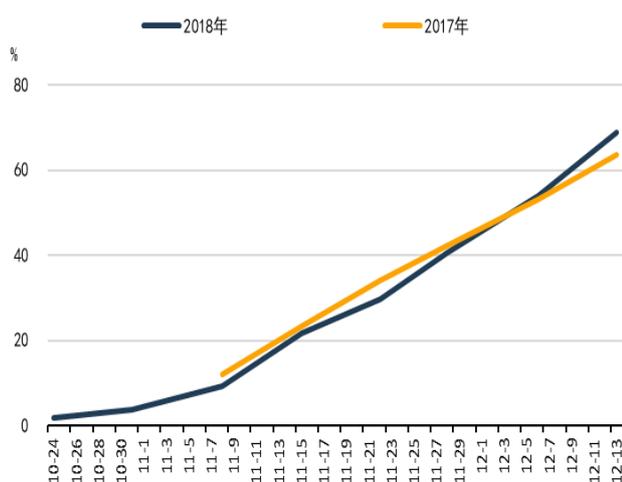
数据来源：AgRural，前海期货

图4 巴西大豆产量

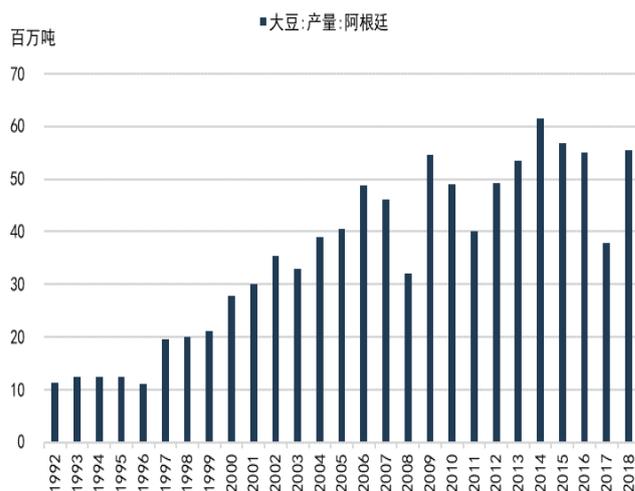


数据来源：USDA，前海期货

同时，阿根廷农民亦受贸易摩擦可能引发的进口替代鼓舞，2018/19年度大豆种植面积扭转此前三年的跌势，预期增长2.46%至1790万公顷。尽管11月上旬受降水偏多影响，大豆种植进度偏慢，但12月后加快，截至27日播种进度达至83%。

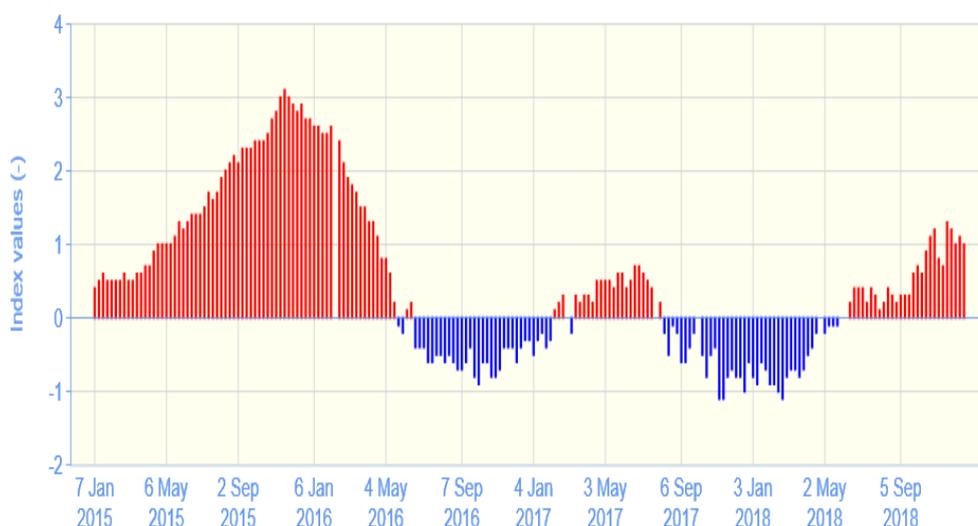
图5 阿根廷大豆种植进度


数据来源：阿根廷交易所，前海期货

图6 阿根廷大豆产量


数据来源：USDA，前海期货

值得一提的是，世界气象组织日前发布《全球季节性气候最新信息》和《厄尔尼诺最新情况》称，2018年12月至2019年2月期间发生成熟厄尔尼诺现象的概率估计约为75%至80%，并且有60%的概率将在2019年2月至4月期间持续。同时，美国海洋大气管理局（NOAA）则宣布厄尔尼诺现象的可能性提升至90%。而据历史数据，如果12月至次年2月份发生厄尔尼诺现象，南美降水偏多概率较大，特别是阿根廷大豆产区降水较正常年份偏多。因此，如果厄尔尼诺现象发生，预计阿根廷大豆产区再次发生干旱的概率较低，新季大豆单产预期恢复至正常水平。总体而言，厄尔尼诺将有助于南美大豆产量表现。

图7 周度NINO3.4指标预示厄尔尼诺将大概率发生


数据来源：weatherzone，前海期货

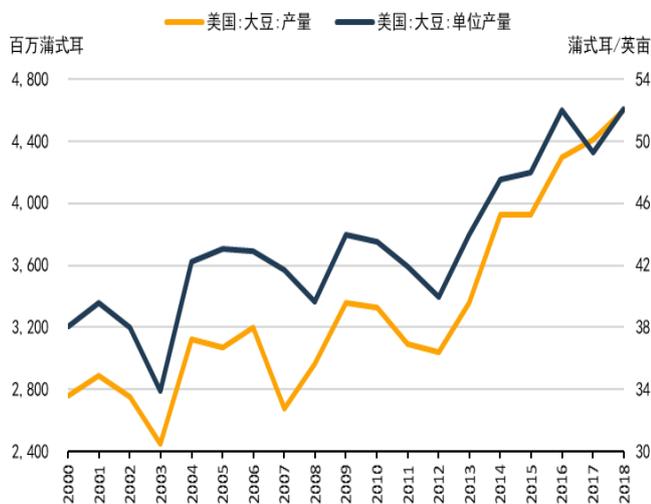
至于目前市场较为担心的巴西大豆锈病，尽管已达约百例，但预计不会对巴西丰产造成明显负面影响。此前 2009/10 年度及 2015/16 年度，巴西分别发现 343 例及逾两百例亚洲锈病，但当年单产影响均轻微。

总体而言，2018/19 年度南美大豆产量丰产概率大，巴西产量将再创 1.2 亿吨以上的新高，同比增长 4.7% 以上。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 5550 万吨左右，同比去年 3600 万吨增长逾 54%。

（二）美豆库存创新高

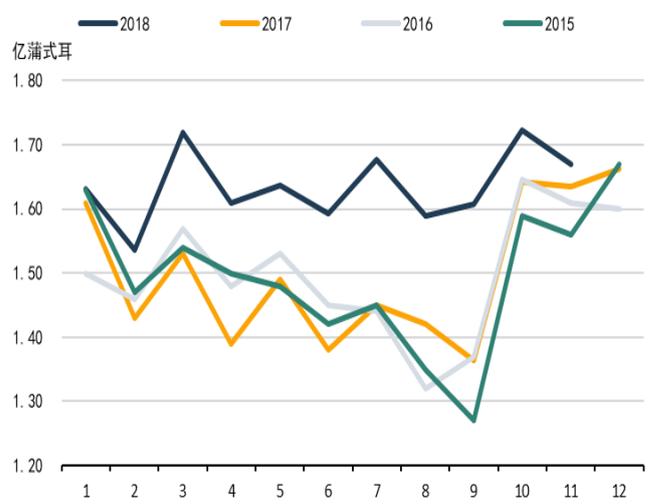
截至目前，2018/19 年度美豆生长条件总体良好，丰产预期较强。据 USDA 12 月供需报告，受 10 月份降水偏多影响，美豆单产虽下调至 52.1 蒲式耳/英亩，但仍为历史最高水平，并与 2016/17 年度实际单产持平。此外，当年度收割面积为 8830 万英亩，产量预估为 46 亿蒲，较上年度增长 4.3%，预期已基本确定，后期继续调整空间比较有限。

图 8 美豆产量及单产



数据来源：USDA，前海期货

图 9 美豆月度压榨量



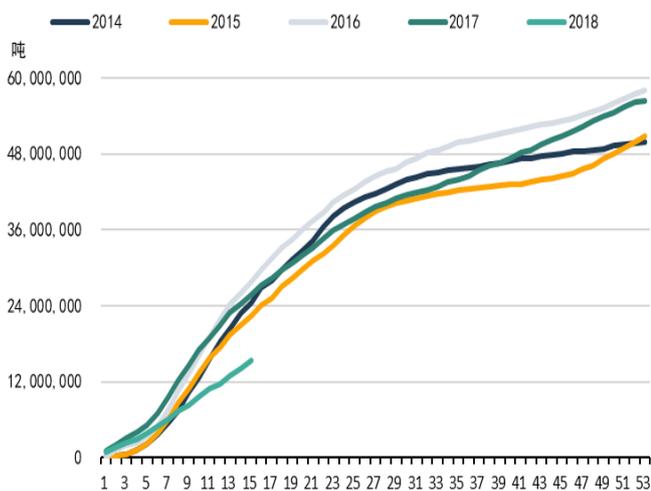
数据来源：NOPA，前海期货

不过，美豆需求不确定性较高。就国内压榨来看，美豆价格持续走低令本地大豆压榨利润理想，当年压榨量较往年明显增加。根据美国油籽加工协会（NOPA）数据，2018 年 11 月份其旗下会员企业加工了 1.67 亿蒲大豆，虽低于 10 月份的 1.72 亿蒲的创纪录水平，但高于 2017 年 11 月份的 1.64 亿蒲，这也是历史上 11 月份的最高压榨纪录。2018 年 1-11 月份美国大豆累计压榨量为 18 亿蒲式耳，较上年同期增长约 10.3%。不过，基于美国压榨产能的限制，未

来继续上调的空间有限。

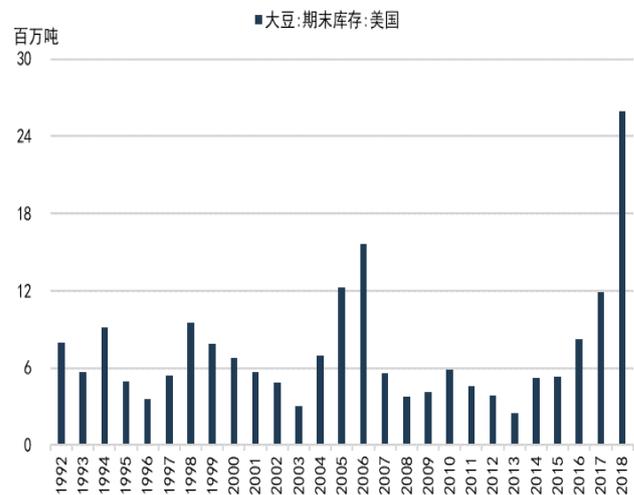
相比较而言，今年美豆需求变量主要在于出口，而这又取决于中美贸易关系。G20 会议之前，因为加征关税的影响，美豆对华出口严重受限，出口量同比下滑逾 95%。但在 G20 会议上双方达成贸易休战期协议后，出口开始恢复正常。据悉中国进口商已购买 150 万至 200 万吨美国大豆，大部分在美西口岸交货。不过，考虑美豆对华出口期已过去大半，三月开始南美豆又将上市，今年美豆出口将明显下降，库存压力较大。USDA12 月报告预期，2018/19 年度美豆期末库存将高达 9.55 亿蒲，较上年度翻番。

图 10 2018/19 年度美豆出口量落后于往年



数据来源：USDA，前海期货

图 11 美豆期末库存或飙升



数据来源：USDA，前海期货

此外，预期美豆新季种植面积将开始下降。如果按照 2018/19 年度美豆均价 8.6 美元/蒲式耳估算，美豆农每英亩收入 448 美元，较上年度收入下降 38 美元/英亩，大豆种植更由盈转亏，约亏损 5 美元/英亩。由于大豆种植效益下降，预期豆农种植心理冲击较大，2019 年种植面积或将下降。目前主要监测机构预测 2019 年面积或将下降 6.8% 至约 8300 万英亩左右。

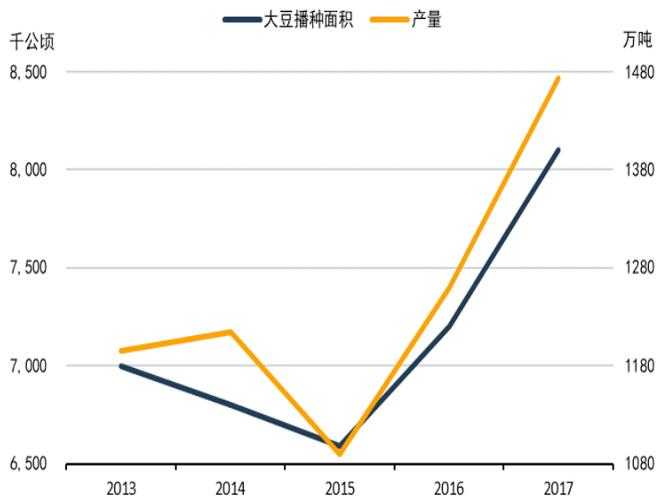
（三）豆粕供给总体宽松

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%。从政策方向判断，预计国家会继续鼓励扩大国产大豆种植面积。2018 年国家给予大豆直补明显高于玉米，黑龙江大豆补贴 320 元/亩，玉米仅有 25 元/亩。由于补贴政策下达过晚，今年国产大豆面积可能还

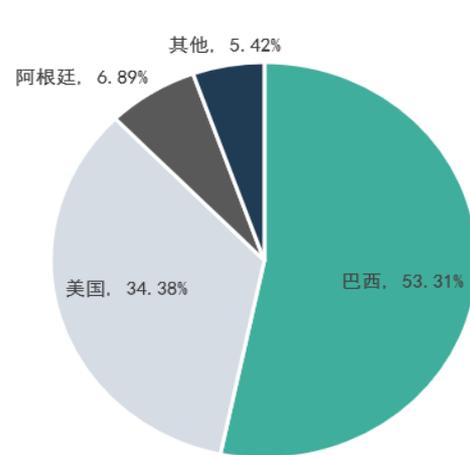
是略有下降，但大豆与玉米的种植效益比一增一减，有望引导 2019 年大豆种植面积增长。因此，国内大豆供应将呈增长之势。

图 12 中国大豆种植情况

图 13 2017 年中国大豆进口市场份额



数据来源：中国统计局，前海期货



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。如上所述，2018/19 年度大豆主产国产量均同比出现较明显增加，对华出口预期亦将增加，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，中国通过国储重启进口美豆，贸易谈判乐观进展概率较大。未来如果双方取消 2018 年加征的关税，美豆预期将大量进入中国，中国总进口或增加 10%以上，库存消费比则将大幅攀升，重回 20%以上。不过，如果中美贸易谈判依然没有进展，虽然大豆库存消费比或大幅降低，但供需预期仍然平衡，因为南美大豆总体丰产，不过四季度随着南美豆出口接近尾声，国内大豆供给或趋紧。

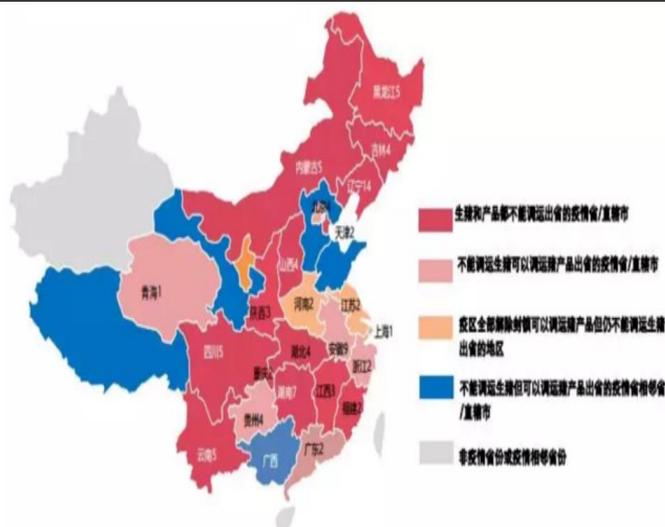
还值得一提的是，经历本轮贸易摩擦的洗礼，预期中国将推动避免对单一国家进口大豆过度依赖的状况。除南美仍有一定增产潜力外，黑海地区作为全球三大黑土地之一，亦有充足的耕地资源，不排除会逐渐成为中国新增来源产地。

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，释放国储大豆储备，鼓励压榨增加蛋白粕供应亦有一定空间。

（四）豆粕需求悲观

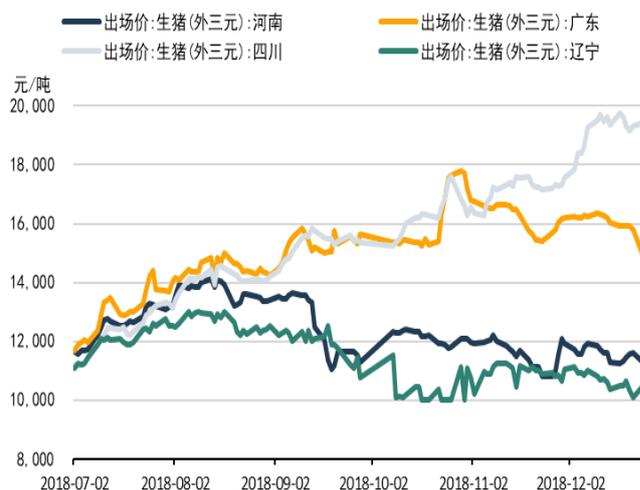
豆粕主要用于饲料消费，而在非洲猪瘟及配方更改等多重因素带动下，2019 年豆粕需求或将下降 500-1000 万吨。

图 14 截至 12 月 23 日全国非洲猪瘟统计



数据来源：农业农村部，前海期货

图 15 猪瘟令生猪调出调入省价格分化



数据来源：wind 资讯，前海期货

1) 非洲猪瘟影响日益严重

自 8 月初于辽宁沈阳发现首例非洲猪瘟以来，截至目前全国发现约百例。鉴于其极高传染性、高致病性和高致死率等特点，农业农村部已正式确认短期内难以根治，并采取相关禁运措施。目前全国约 20 省市受疫情影响。从历史上看，2005 年以来，全世界爆发猪瘟的地区疫情持续的平均时间约为一年，预计本轮猪瘟也将延续到 2019 年上半年，更悲观预期甚至延续二三年。总体而言，疫情影响超出了市场预期。

国际市场上，2011 年俄罗斯也曾爆发非洲猪瘟，并扑杀生猪 30 万头，占比 1.25%。由于扑灭不彻底，2017 年俄罗斯再次爆发猪瘟，全年扑杀超过 200 万头猪，占比达到 8.3%。此外，罗马尼亚今年非洲猪瘟据称捕杀 20%左右生猪。

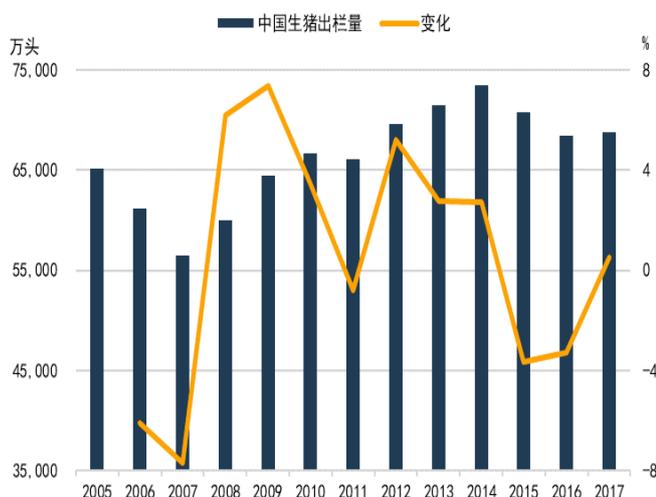
就国内疫情来看，十年前的蓝耳病亦极为严重。仅 2006 年 6 至 9 月份，全国发病猪共有 200 余万头、死亡 40 余万，导致 2007 年生猪出栏量环比大幅下降，当年出栏头数约 5.65 亿头，同比下降 8%，为 1996 年以来的最大降幅。

本次非洲猪瘟截至目前全国范围内已经扑杀的生猪数目逾 60 万头，与 2006 年蓝耳病较类似。按同比例测算，2017 年我国生猪出栏 7.06 亿头，预计 2018 年生猪出栏 6.5 亿头，将减少 5600 万头。不过，如果防治不当，养殖户迟迟不

敢补栏，亦不排除 2019 年生猪出栏受影响达至 15%甚至更高的水平，即影响规模达至上亿头。

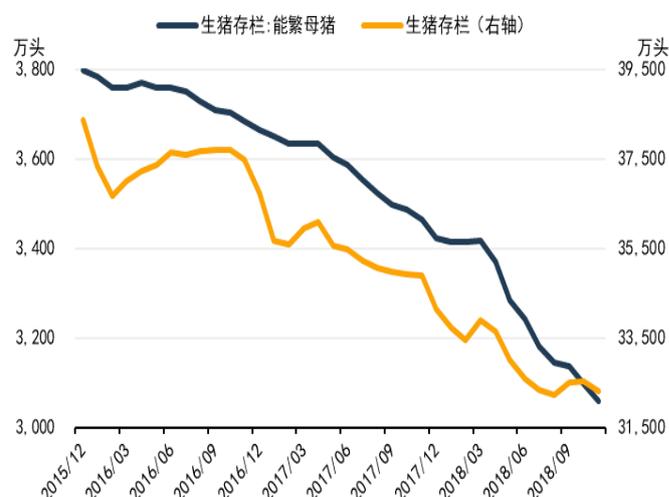
基于影响 8%、15%的比例测算，假设肉料比平均 2.75 左右（含死亡损耗摊分），平均重量 220 斤出栏，需要饲料（折算全价料）近 1700 万吨，扣除约 10% 泔水猪，则饲料需求下降约 1530 万吨。以玉米、豆粕占比 60%、20%估算，则 2019 年豆粕消费需求下降 306、574 万吨（分别折合大豆 387、727 万吨）。

图 16 生猪出栏量



数据来源：国家统计局，前海期货

图 17 生猪存栏量



数据来源：国家统计局，前海期货

2) 饲料配方调整影响需求

随着技术的发展，国内饲料行业的发展趋势将呈现蛋白饲料原料多样化的特点，菜粕、葵籽粕、豌豆等其它杂粕替代豆粕的比例增加。2018 年 10 月 26 日，为应对贸易战可能带来的大豆和豆粕供给紧张，中国饲料工业协会即批准发布了《仔猪、生长育肥猪配合饲料》、《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准，主要聚焦降低配合饲料蛋白含量，减少豆粕需求。所谓低蛋白日粮技术，是根据蛋白质氨基酸营养平衡理论，在不影响动物生产性能和产品品质的条件下，通过添加适宜种类和数量的工业氨基酸，降低日粮蛋白质水平、减少氮排放的日粮。据测算，猪配合饲料平均蛋白水平下调 1.5 个百分点，有望将生产 1 公斤猪肉的蛋白质消耗从 0.45 公斤降至 0.39 公斤，降幅达 13%；蛋鸡、肉鸡配合饲料蛋白水平也将降低约 1 个百分点。

两项标准虽不具备法律效力，且无法影响自配料中的豆粕（蛋白）添加比例，但国内大型饲料集团均表示支持。温氏、新希望等 29 家企业已承诺采纳并

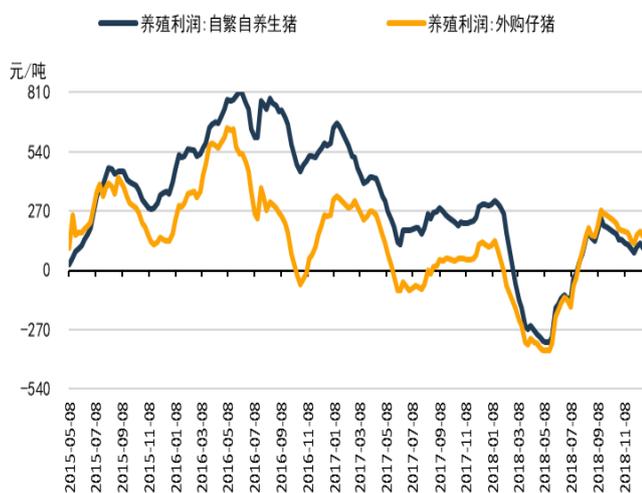
执行标准。根据测算，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨。

3) 生猪养殖亏损或影响需求

而值得一提的是，生猪养殖利润由负转正时，养殖企业一般偏向于提高豆粕添加比例，加快生猪生长及出栏速度，反之则会下调豆粕添加比例，增加能量饲料用量，压栏等待利润回正。本轮生猪养殖自 3 月起陷入全面亏损，期间最大亏损一度超过 300 元/头，直到 8 月份开始才由负转正。不过，前两轮周期均两次触底，本轮周期还受猪瘟影响流通，预计下行周期要到 2019 年年中才能结束，养殖利润仍未企稳，后续仍可能继续亏损，豆粕需求亦难乐观。

另外，影响豆粕需求的因素还包括中国可能放开猪肉进口许可及允许更多菜粕等杂粕进口。因此，2019 年豆粕需求极可能首次负增长。至于禽蛋料可能受替代需求影响而增加，但考虑禽类消耗豆粕比例更小，预计蛋鸡消费量同比增加 5%左右，且其于总体占比偏低，因此实际影响较为有限。

图 18 生猪养殖利润



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 19 育肥猪配合饲料价格持续下滑



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

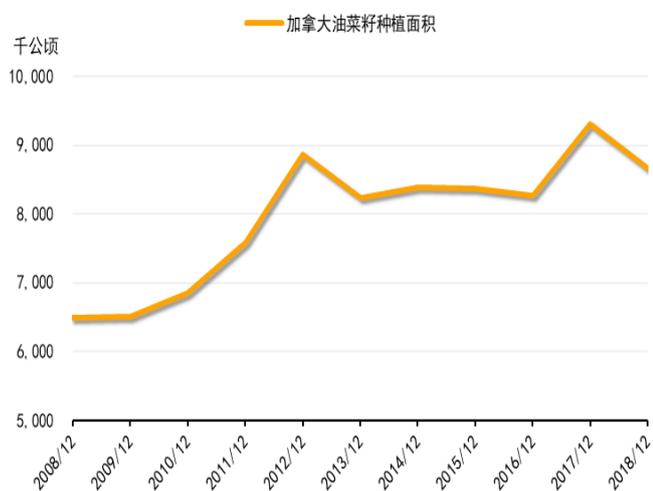
加拿大是我国最主要的菜籽、菜油进口来源国。根据农业部 11 月供需报

告，得益于单产从此前 9 月预计的 2.09 吨/公顷被大幅修正至 2.29 吨/公顷，2018/19 年度加拿大油菜籽产量预计为 2099.9 万吨，远高于 9 月预测的 1916.2 万吨，不过低于上年的 2132.8 万吨。同时，2018/19 年度加拿大油菜籽出口量预计为 1150 万吨，高于 9 月预测的 1100 万吨，并高于上年的 1090.9 万吨，期末库存则为 250 万吨，远高于 9 月预测的 125 万吨，亦高于上年的 239.1 万吨。总体上，加拿大油菜籽供给较有保障。

不过，欧盟持续面临干旱天气，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。首先，今年欧盟 28 国的油菜籽产量因大幅减产仅为 1960 万吨，较上年减少 230 万吨，创下 7 年来的产量低点，造成了本地的短缺。藉此，7 月到 9 月欧盟 28 国大幅提高油菜籽进口量，达到创纪录的 115 万吨，同比提高 25%。其次，干旱还可能令欧盟 2019 年油籽产量重蹈今年覆辙。根据战略谷物预测，明年欧盟油菜籽产量仅为 2000 万吨，虽高于今年，但较 2017 年仍低了近 11%。

总体上加拿大菜籽产量虽然较为稳定，有利于保证我国菜籽进口的来源，但欧盟等地区菜籽的减产亦可能挤占中国的进口份额，不排除供给紧张的担忧。

图 20 加拿大油菜籽产量增速趋降



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 21 全球菜籽库消比趋降



数据来源：USDA，前海期货

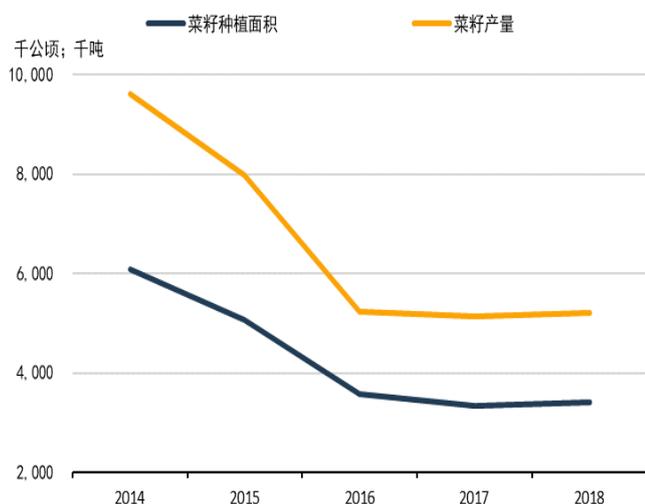
(二) 中国菜粕供应预期平稳

由于 2015 年 6 月取消菜籽临时收储政策，且国内菜籽收购价格较低，油菜种植面积增速不断下滑，从 2014 年的 610 万公顷减少到 2017 年的 335 万公顷，产量则从 962 万吨大降至 514 万吨，分别下降 45.1%、46.6%。2018 年开

始，鉴于菜油性价比高于其他植物油，种植面积开始小幅增长，达至 342 万公顷，产量也增至 521 万吨，较上年小增 1.4%。而就菜粕供应来看，失去政策扶持后国内压榨企业由纯粹挣政府补贴向市场竞争转移，国产菜籽压榨方式多为浓香小榨压榨模式，菜粕蛋白溶解度较差，不利于饲料生产，较难满足市场需求。因此，尽管菜籽产量小增，但国内菜粕有效供应增长更有限。

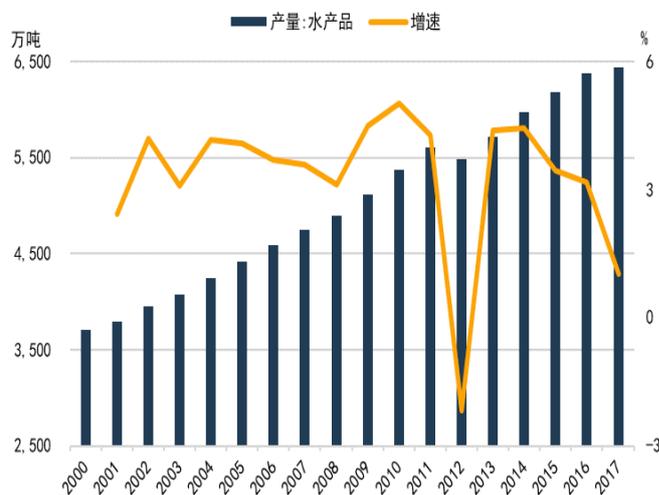
进口方面，菜籽方面由于全球范围的减产，中期供给有可能不乐观，或出现小幅下降。不过，此前中国已经放开自印度等国的符合质量的菜粕进口，有可能提供数十万吨的增量，预计可以弥补菜籽进口可能下降的影响。因此，菜粕供应预期总体较为平稳。

图 22 中国油菜种植面积及产量



数据来源：天下粮仓网，前海期货

图 23 中国水产品产量



数据来源：wind 资讯，前海期货

(三) 水产养殖需求预期增加

居民消费结构的提升令中国肉食消费越来越偏重水产品。而且，非洲猪瘟还可能抑制猪肉消费，需求增长将转移至牛羊肉、家禽、禽蛋和水产品。国内菜粕消费主要集中在水产品和肉鸭养殖业，预计需求将维持刚性增长。一般而言，水产饲料中菜粕添加刚需是 8-10%，最多可以添加至不超过 40%，在鸭料中的添加比例为 0-15%。添加比例主要取决于蛋白原料的可获得性、还有不同蛋白原料性价比优劣，水产饲料中豆粕价差小于 500，则菜粕添加比例会降至偏低水平，鸭料中临界点则是 600 左右。而就目前的比价来看，菜粕尚不具备绝对优势，因此，虽然供需格局偏好，但其走势将部分受限于豆粕。

四、策略推荐

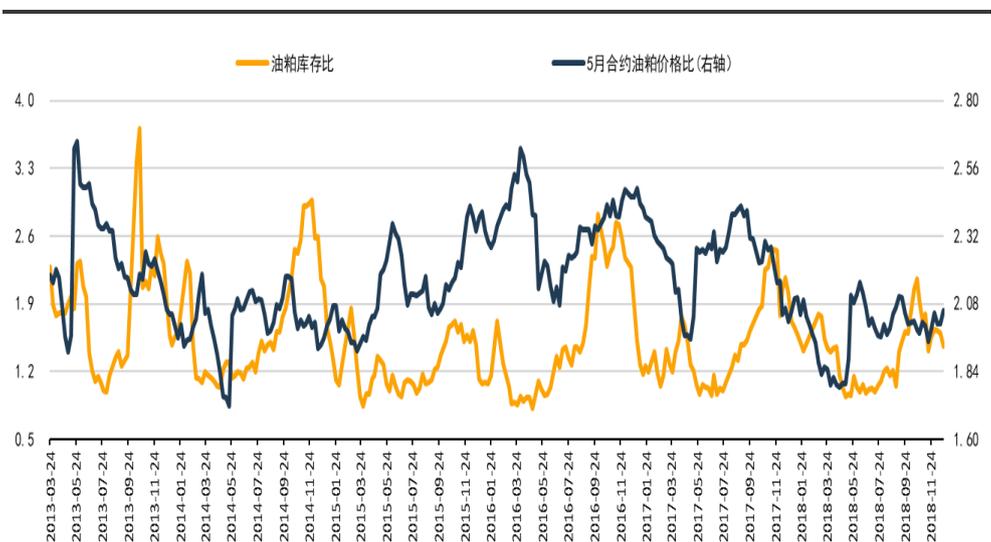
（一）趋势策略：逢高卖出豆粕

总体而言，全球大豆丰产，中美贸易谈判偏向乐观，但猪瘟及配方调整影响饲料需求，豆粕走势预期难乐观，建议逢高沽空。不过，短期豆粕持续大跌概率不大。中国重启采购美豆，CBOT 大豆盘面价格及美豆升贴水报价将上涨，预计将侵蚀压榨利润，油厂开机率或受影响，而且春节前下游存在一定的备货需求，价格或有一定支撑。

（二）跨品种套利策略：做多油粕比

统计规律显示，豆油豆粕库存比触及低位后，价格比一般滞后 3 个月左右开始上涨。目前，本轮油粕库存比于年中反弹，但价格比变动不大，于 2 左右震荡。展望 2019 年，豆粕供需偏空，但油脂中菜油供给偏紧，棕油或受惠于厄尔尼诺可能引发的减产，豆油产量则可能受制于豆粕需求减少而引起的压榨率下滑，将为做多油粕比带来契机。

图 24 油粕库存比领先价格比

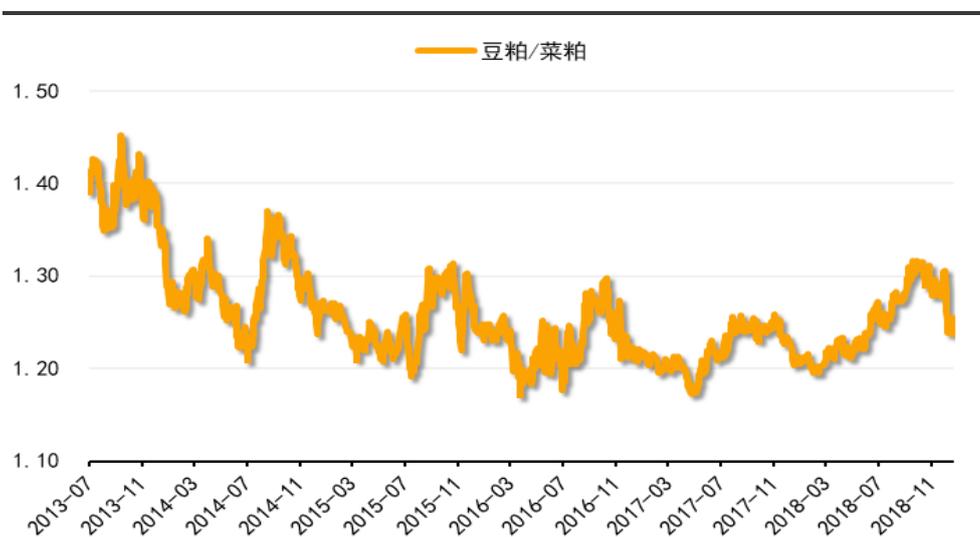


数据来源：wind，前海期货

此外，多菜粕空豆粕策略亦值得关注。目前豆菜粕期货价差在 550 元/吨左右，关注第一及第四季度可能出现的价差缩小机会。两粕消费季节性和节奏较为一致，但在供给季节性和供应压力时点上存在差异，通常情况下价差的缩小主要出现在四季度新豆上市前后，并可能持续至次年一季度。展望 2019 年，菜

粕供需格局优于豆粕，尤其是中美贸易谈判如果达成满意方案，豆粕愈发悲观。

图 25 豆粕菜粕比



数据来源：wind，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.qhfc.net>