

全球大豆供应过剩，豆类价格重心下移

本期焦点

- 中美贸易战主导了2018年国内外豆类市场行情。贸易战开打后，中国豆类市场在供应缺口预期下保持坚挺，美豆则库存压力不断回落。2018年年底，中美贸易紧张关系出现缓和信号，美豆自低位反弹重回900美分/蒲式耳之上运行，国内豆类市场则因供应缺口未兑现而持续补跌，并以年度低位黯然收场。
- 展望2019年的全球豆类市场，美豆虽恢复对华出口，但与南美大豆出口竞争高度期重叠，全球大豆市场竞争更趋白热化，且南美大豆丰产前景乐观，供应宽松的大环境将使豆类价格保持低位运行。

概述

回顾2018年，中美经贸关系的演变成为影响CBOT豆类价格走势的指挥棒。中国对进口美豆加征报复性关税导致美豆对华出口受阻，美豆产量达到创纪录的1.25亿吨，失去中国这个最大出口市场的美豆无法找到替代买家，巨大的库存压力导致美豆价格重心下移并长时间保持低位运行。国内豆类市场在2018年下半年与美豆联动性大幅减弱，先是在供应短缺预期下独立走强，巴西大豆深不见底的供应潜力为平抑国内豆类价格做出重要贡献。为应对国内豆类市场供需新形势，国家相关部门接连出台调控措施，包括调整饲料配方减少蛋白粕添加比例，拓宽蛋白粕进口渠道等政策效果逐渐显现，而非洲猪瘟疫情在全国多点爆发，无疑进一步推动中国大豆需求降速。2018年中国大豆进口总量回落到9000万吨之下，各方对中国大豆供应缺口的担忧情绪逐步缓解。年底在中美经贸紧张关系释放改善信号后，国内豆类市场则整体陷入跌势，多个油脂油料品种以2018年价格低点黯然离场。

展望2019年，中美双方将达成新的贸易协议，美豆恢复对华出口可以缓解库存压力，但美豆对华出口的速度和规模仍存在较大不确定性，尤其是新季南美大豆产量前景乐观，巴西大豆最快于12月底即可进入收割期，南美大豆丰产压力即将来袭。美豆恢复对华出口后将与南美大豆出口期高度重叠，巨大的竞争压力将成为美豆价格上行的重要阻力。

2019年全球大豆市场很大程度上将保持供应宽松格局，供应大于需求的程度甚至有望扩大。这对全球大豆这个供应驱动价格的市场来说绝非利好。当然，南美大豆生长期的天气状况，2019年美国农民种植意向以及未来美豆单产和总产量评估等因素都会对CBOT大豆市场和国内豆类市场造成影响，尤其是重要时点的极端天气往往容易引起市场剧烈波动。

中国政府鼓励农民增加大豆种植的政策会继续贯彻实施，2018年320元/亩的补贴额度很可能继续提高，国产大豆在食品和蛋白精深加工领域始终供应宽松，缺少需求提振的国产大豆市场难以走出独立行情，尤其是高补贴政策很可能导致国产大豆价格长时间低位运行。中美大豆贸易恢复后，国内豆粕市场与美豆的异步关系也有望回归正常，国际与国内大豆市场的供需关系将充分体现在豆粕价格上。

国内植物油板块被边缘化的大趋势仍未改变，供应增速大于需求增速加剧油脂市场走出低迷行情的难度，但不同油脂品种间会因各自相对独立基本面而出现行情分化。相对来看，菜油市场因库存压力大幅释放整体表现有望继续强于豆油和棕榈油。

研究员

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

yuruiguang@tqfutures.com

目录

2018 年国内外豆类市场行情回顾	- 4 -
中美元首会晤取得积极成果，豆类市场将回归常态化运行	- 5 -
国际大豆市场供需状况分析	- 5 -
全球大豆市场供需状况	- 5 -
美国大豆供需状况	- 6 -
南美大豆供应情况	- 8 -
中国豆类市场供需状况分析	- 10 -
中国大豆市场供需状况	- 10 -
生猪市场遭遇非洲猪瘟疫情冲击，生猪饲料需求前景堪忧	- 13 -
家禽养殖效益较好，禽料消费虽增长却难挽狂澜	- 13 -
调整饲料配方，降低蛋白粕添加比例	- 14 -
中国食用植物油需求增速放缓，延续供过于求状态	- 15 -
2018 年中国进口植物油总量继续攀升	- 15 -
2019 年油脂油料市场行情展望	- 16 -
全球大豆市场供过于求，库存压力限制价格涨幅	- 16 -
国产大豆供大于求，连豆价格重心下移	- 17 -
供应压力有增无减，豆粕价格承压加大	- 17 -
供需失衡加剧，油脂价格积弱难返	- 18 -

图表目录

图表 1：美国大豆走势图	- 4 -
图表 2：世界大豆供求平衡表（单位：百万吨）	- 5 -
图表 3：全球大豆供需形势	- 6 -
图表 4：世界油籽供求平衡表（单位：百万吨）	- 6 -
图表 5：美国大豆种植面积	- 7 -
图表 6：美国大豆产量走势	- 7 -
图表 7：美豆出口销售进度	- 7 -
图表 8：美豆对华出口销售进度	- 7 -
图表 9：美国大豆月度压榨量	- 8 -
图表 10：巴西大豆播种面积	- 9 -
图表 11：巴西大豆产量与播种面积	- 9 -
图表 12：阿根廷大豆播种面积	- 10 -
图表 13：阿根廷大豆产量与播种面积	- 10 -
图表 14：中国大豆播种面积及产量	- 11 -
图表 15：中国大豆播种面积及产量	- 11 -
图表 16：中国大豆产销进口情况	- 12 -
图表 17：中国月度进口大豆数量统计	- 12 -

图表 18: 2017 年中国大豆分国别进口情况	- 13 -
图表 19: 2018 年 1-10 月中国大豆进口结构	- 13 -
图表 20: 全国 22 个省市生猪价格	- 13 -
图表 21: 全国 22 个省市猪粮价格比	- 13 -
图表 22: 能繁母猪存栏量变化情况	- 14 -
图表 23: 中国生猪存栏量变化情况	- 14 -
图表 24: 猪用饲料配方比例	- 14 -
图表 25: 鸡用饲料配方比例	- 14 -
图表 26: 不同饲料需求占比	- 14 -
图表 27: 中国饲料月度产量情况	- 14 -
图表 28: 中国植物油供给和需求情况	- 15 -
图表 29: 近年中国月度进口植物油情况	- 15 -
图表 30: 全球豆类市场库存情况	- 16 -
图表 31: 国内豆油和豆粕期货连续合约比值走势图	- 17 -

2018年国内外豆类市场行情回顾

2018年CBOT豆类市场呈现先扬后抑、冲高回落、长时间低位运行状态，全年下跌趋势的连续性明显强于短暂的反弹，振幅较去年有所扩大。以美豆指数为例，2018年最高点与2017年基本相同，全年高低点最大差值则由去年的170美分/蒲式耳扩大至250美分/蒲式耳。1-3月份，受阿根廷大豆遭遇罕见旱情严重威胁产量影响，美豆指数快速回升至1000美分/蒲式耳之上运行。随着阿根廷大豆减产幅度获得市场认可，新季美豆播种面积预期增加变成美豆上行的新阻力。从4月初开始，中美贸易关系成为左右美豆行情的关键。随着中美贸易关系趋于恶化和贸易战正式开打，美豆随即以持续下跌的方式对中方报复性关税做出反应，此后长时间运行在900美分/蒲式耳之下。在美豆整个生产季节，由于天气条件整体正常，美豆作物优良率持续保持高位，增产压力及出口困境也成为美豆止跌回升的绊脚石。直到11月初，市场开始对中美元首会晤改善中美经贸关系抱持乐观预期，美豆价格也逐渐摆脱弱势探底回升，并重新站上900美分/蒲式耳平台。截至12月14日，CBOT大豆、豆粕、豆油指数分别较2017年年底下跌5.34%、下跌1.91%、下跌13.44%。

2018年国内豆类市场整体呈现多空争夺激烈，宽幅震荡的运行特征。由于受到中美贸易战的冲击，内外盘豆类市场走势的分化特征在2018年表现得尤为突出。2018年年初，国内豆粕市场同样在阿根廷干旱炒作题材下跟随美豆震荡回升，随后在中美贸易战可能导致国内大豆供应紧张刺激下出现一波急涨行情，但由于巴西大豆丰产预期逐渐兑现，国内投资者对远期豆粕供应的担忧情绪下降，豆粕市场随即进入下跌通道。从5月下旬到10月中旬的4个多月时间里，国内豆粕市场围绕供应缺口这一题材展开宽幅震荡行情，并在国庆节假期后达到炒作情绪的最高点。由于巴西大豆供应潜力超过预期，各方预测的供应缺口迟迟未现，且缺口的程度也被不断调减，豆粕市场的看涨情绪受到明显抑制。随着包括调整饲料配方，增加蛋白粕进口渠道等多项调控措施陆续生效，以及非洲猪瘟疫情在国内大面积爆发，豆粕市场的狂热炒作情绪被彻底熄灭，市场回调程度持续加深。11月初，中美双方宣布启动贸易磋商更令调整中的豆粕市场加速回落，国内其他豆类品种也纷纷以断崖式的下跌为2018年行情画下句号。与豆粕市场波澜壮阔的宽幅震荡走势相比，国内豆油市场除在运行节奏上与豆粕基本一致外，市场波动幅度要比豆粕温和得多，全年整体保持低位窄幅震荡，但价格重心再度下移。2018年大豆期货与豆粕期货的同步性趋强，中美贸易战题材同样是大豆市场关注的焦点，但国内供给充足、需求乏力的现状以及高补贴等因素尤其令下半年的大豆期货市场表现较豆粕更弱一筹。截至12月14日，大连大豆、豆粕、豆油、棕榈油、郑州菜粕和菜油指数分别较2017年年底下跌8.63%、下跌1.59%、下跌6.81%、下跌15.58%、下跌5.41%、上涨1.86%。

图表 1：美国大豆走势图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

中美元首会晤取得积极成果，豆类市场将回归常态化运行

2018年12月1日，中美两国元首在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行双边会晤，并取得重要共识。就中美贸易领域，双方确认停止加征新的关税，美国政府决定取消原定于2019年1月1日将中国2000亿美元产品征税水平提高到25%，而是维持在现有的10%不变。更重要的是，对于现在仍然加征的关税，双方将朝着取消的方向加紧谈判，争取在90天内达成协议。至此，这场持续大半年的中美贸易战得以“暂时停火”。中美关系错综复杂，期望一次元首会晤就能彻底解决两国间的经贸问题显然不切实际，但此次会晤取得的共识足以让全世界松一口气：中国和美国依然愿意并确实做到了以和平谈判的方式解决彼此争端，避免两国经济彻底“脱钩”并走向“新冷战”，改善各方对全球经济增长的信心，向世界传递积极的信号。

2018年中美针锋相对的贸易战不断升级，中国对美国大豆，猪肉和其他一系列农产品征收报复性关税，导致CBOT大豆期货价格重挫并持续低迷，美国的农业企业一直在呼吁寻求解决方案。作为对美方关切的两国贸易失衡问题的具体回应，中国同意从美国采购规模“非常可观”的农业、能源、工业和其他产品，并表示立即向美国农民购买产品。中方此番承诺将改善美国农产品对华出口的被动局面。中国一直是美国大豆最大的海外出口市场，中美大豆贸易恢复常态化运行对化解美国大豆库存压力具有举足轻重的作用。12月中旬，在美国官方首次确认的美豆对华出口订单中，中国大型国有企业采购了100余万吨美豆，为中美大豆贸易恢复正常迈出重要一步。

国际大豆市场供需状况分析

全球大豆市场供需状况

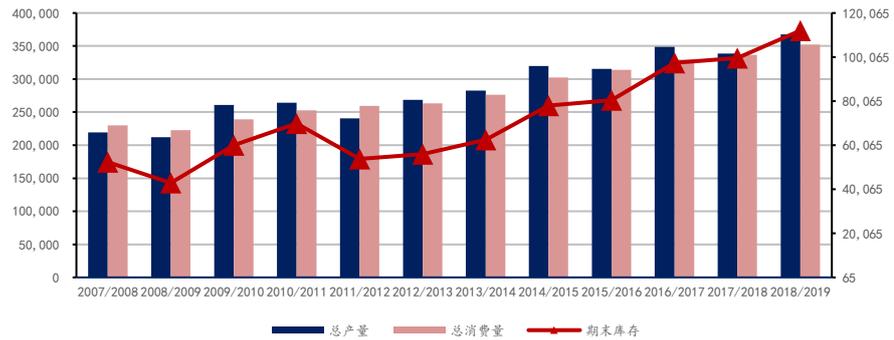
阿根廷大豆遭遇严重减产，2018年全球大豆供需差收窄。从美国农业部(USDA)12月公布的全球大豆供需平衡表中可以看出，2018年世界主要大豆生产国的大豆产量增减变化较大，且中国需求意外下降，全球大豆市场连续多年的供大于求状态有所收敛。由于南美和北美大豆生产分属不同的作物年度(9月—次年8月)，因此按自然年度(1—12月)评估的数据可以更明显地体现出2018年各主产国大豆的产量变化。按照美国农业部的数据，包括阿根廷，巴西和巴拉圭等在内的南美主要产豆国，2018年实现产量1.6924亿吨，同比减少1391万吨，降幅为7.6%；2018年美国大豆因天气正常而实现创纪录的1.2518亿吨产量，同比增加514万吨，增幅为4.28%；中国大豆产量达到1600万吨的近几年高位。由于阿根廷大豆发生超预期减产，全球大豆总产量连续增加的态势受到遏制，全球大豆供应大于需求的程度缩小。在需求方面，中国市场的进口需求因中美贸易紧张及国内市场新形势而出现降速，但仍是全球大豆价格的重要支撑力量。2018年1-11月中国累计进口大豆8231万吨，累计数量同比下降4.3%，结束了自2012年以来进口速度连增局面。中国2018年进口大豆总量将回落到9000万吨之下，约占全球大豆总进口量的59%。由于其他经济体的大豆需求相对稳定，全球大豆期末库存量增速下降。全球大豆市场由供应过度宽松转向供需紧平衡。

图表2：世界大豆供求平衡表(单位：百万吨)

项目	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18		2018/19	
									11月	12月		变化
期初库存	42.68	60.76	70.36	54.45	55.26	61.65	77.9	81.05	97.53	99.69	101.3	1.61
产量	260.84	263.9	239.57	268.77	282.61	319.6	313.77	349.3	339.47	367.5	369.2	1.7
进口量	86.73	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	133.33	144.37	153.54	152.27	152.46	0.19
总供给	390.25	413.39	403.39	419.13	449.72	505.61	525	574.72	590.54	619.46	622.96	3.5
压榨量	209.54	221.36	228.16	230.19	241.27	264.07	275.15	287.42	295.24	307.6	308.19	0.59
国内需总量	238.3	251.63	257.65	261.2	275.25	301.85	313.94	329.68	336.08	351.94	351.53	-0.41
出口	92.59	91.66	92.16	100.53	112.7	126.22	132.56	147.5	153.16	155.44	156.09	0.65
总需求	330.89	343.29	349.81	361.73	387.95	428.07	446.5	477.18	489.24	507.38	507.62	0.24
结转库存	59.34	70.11	54.09	57.92	61.77	77.53	78.5	97.53	101.3	112.08	115.33	3.25
库存消费比	17.93%	20.42%	15.46%	16.01%	15.92%	18.11%	17.58%	20.44%	20.71%	22.09%	22.72%	0.63%

资料来源：美国农业部，中投期货研究所

图表 3：全球大豆供需形势



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

全球油籽供应总量继续增加，库存增速加快。尽管 2018 年全球大豆产量出现较大波动，但与大豆替代性较强的其他油籽供应整体稳中攀升。根据美国农业部 12 月份报告数据，2018/19 年度包括大豆在内的全球油籽总供应量将突破 7 亿吨，达到 7.1757 亿吨历史新高，同比增加 3092 万吨，增幅为 4.5%。美国农业部预计全球油籽需求量为 4.9805 亿吨，增涨 3.08%，低于供应增速。全球油籽期末库存量由上年度的 1.171 亿吨上升至 1.2923 亿吨，增幅为 10.36%，较上年度增速大幅提高，全球油籽供大于需的程度明显扩大。由此可见，全球油籽市场供应是有充分保障的，完全可以满足全球市场需求。

图表 4：世界油籽供求平衡表（单位：百万吨）

全球	年度	产量	总供应	贸易	总需求	库存
油籽	2016/17	572.84	667.43	170.62	467.45	111.3
	2017/18 (估计)	575.35	686.65	176.72	483.17	117.1
	2018/19 (预计)					
	11 月	599.57	715.13	179.51	497.85	126.2
	12 月	600.47	717.57	180	498.05	129.23
粕	2016/17	319.77	336.88	88.22	316.88	16.53
	2017/18 (估计)	330.56	347.08	88.45	327.52	15.63
	2018/19 (预计)					
	11 月	341.06	356.64	90.14	337.34	15.64
	12 月	341.36	356.99	90.39	337.98	15.44
植物油	2016/17	188.41	209.65	81.29	183.35	19.86
	2017/18 (估计)	197.95	217.81	79.71	191.04	20.96
	2018/19 (预计)					
	11 月	202.69	223.2	83.91	196.3	20.96
	12 月	203.84	224.8	84.22	197.33	21.42

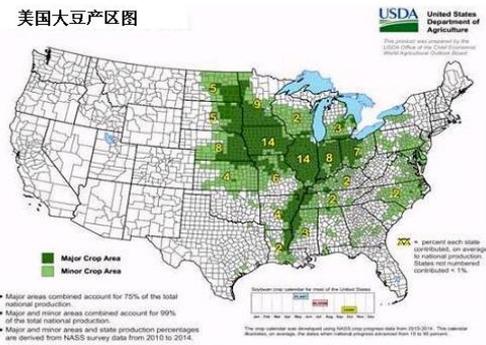
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

美国大豆供需状况

美国大豆面积与玉米面积持平，美豆总产量再创新纪录。2018 年美国大豆在面积和天气的双重保证下实现超预期丰产。美国农业部在 3 月底发布的春季作物种植展望报告中预计 2018 年美国大豆播种面积为 8900 万英亩，较上年减少 1%，但仍比玉米播种面积增加 100 万英亩。在秋季发表的报告中，美国农业部根据实测情况将美豆播种面积和玉米播种面积调平，均为 8910 万英亩，较上年下降 100 万英亩。由于美豆生长期天气条件十分理想，主产区未发生明显灾害天气，美豆作物优良率水平整体保持在 65% 之上，为近年来偏高水平。美豆单产最终确定为 52.1 蒲式耳/英亩，较上年的 49.3 蒲式耳/英亩提高 5.68%。尽管美豆收获季节因降雨偏多而使部分产量受损，但未对美国大豆实现创纪录产量造成影响。美国农业部评估 2018/19 年度美豆产量为 1.2518 亿吨，同比增加 514 万吨，增幅

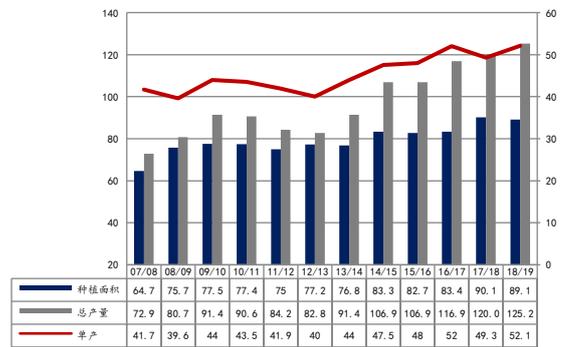
为 4.28%。至此，美豆产量已连续五年站上 1 亿吨平台，并连续两年突破 1.2 亿吨。

图表 5：美国大豆种植面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

图表 6：美国大豆产量走势

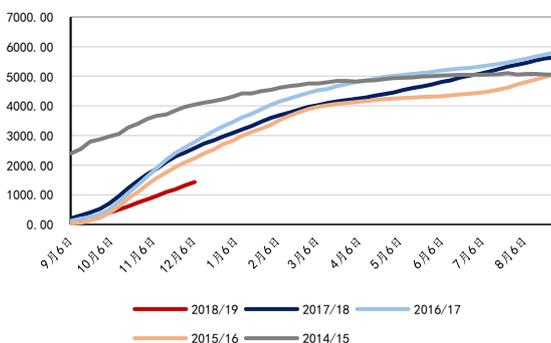


资料来源：美国农业部，中投期货研究所

中美贸易战爆发，美国大豆出口遭遇严重打击。美国大豆在中美贸易战首个回合就被中方列为打击对象，加征 25% 进口关税后的美国大豆彻底失去在华竞争力，只能眼睁睁地看着原有的市场份额被巴西大豆所取代。2018 年新季美豆收割上市后迟迟不见中国买家询价购买，美国农业部连续调低美豆出口预估量。在 12 月供需报告中，美国农业部预计 2018/19 年度美国大豆出口量为 5171 万吨，较上年度减少 624 万吨，降幅为 10.77%。该降幅显然包含对美豆尽快恢复对华出口的乐观期待，否则，失去中国这个美豆最大的出口市场，美豆出口量下降的程度将远不止这些。

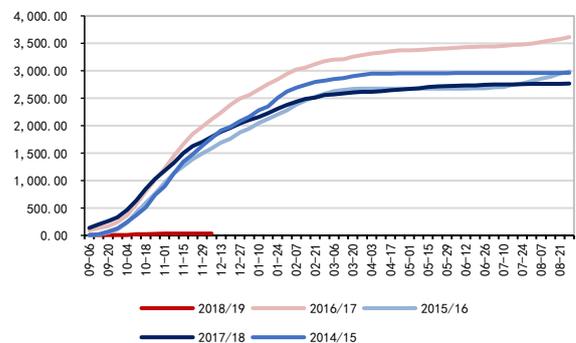
美国农业部公布的出口销售数据显示，截至 12 月 6 日，2018/19 年度美国累计销售大豆 2494.07 万吨，去年同期为 3765.41 万吨，同比降幅为 33.76%；美国大豆累计装船量为 1431.44 万吨，去年同期为 2416.14 万吨，同比下降 40.76%。对于中国进口美豆数据，美国农业部的统计情况如下：截至 12 月 6 日，中国累计购买美国大豆 52.35 万吨，较去年同期减少 2100.57 万吨，降幅为 97.57%；中国累计装船数量为 34.05 万吨，较去年同期减少 1668.41 万吨，降幅为 98%。上述数据充分显示中国市场对美豆的重要性无可替代。中美双方贸易关系紧张导致美豆出口销售和装船数据大幅下降，美豆对华出口几乎陷入停滞状态，美国农民收获的大豆无处存放，美国政府和豆农对改善中美经贸关系十分迫切。

图表 7：美豆出口销售进度



资料来源：USDA，中投期货研究所

图表 8：美豆对华出口销售进度

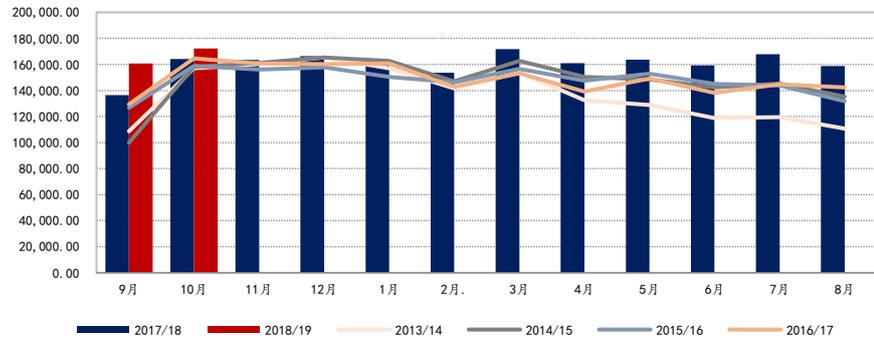


资料来源：USDA，中投期货研究所

美国国内大豆压榨量好于预期。美国全国油籽加工工业协会 (NOPA) 公布美豆 10 月的压榨量为 1.72346 亿蒲式耳 (相当于 469 万吨)，创下该机构报告的美豆月度压榨量最高值，明显高于业内预期水平，9 月压榨量为 1.60779 亿蒲式耳，比去年同期提高了近 5 个百分点。1-10 月美国大豆共计压榨 16.32247 亿蒲式耳 (4442.25 万吨)，比去年同期的 14.7073 亿蒲式耳 (4002.67 万吨) 增长 10.98%。2018 年美国大豆产量达到 1.25 亿吨，美国国内

压榨量大幅增加对缓解库存压力起到一定作用，但由于美豆出口量降幅太大，美豆库存过剩状态仍在加重。11月底美国大豆现货压榨利润为 2.55 美元/蒲式耳，虽有所下滑，但继续领先于去年同期水平，去年同期为 1.65 美元/蒲式耳。受压榨利润偏高刺激，预计 11、12 月美国国内大豆压榨量会继续保持高位水平。

图表 9：美国大豆月度压榨量



资料来源：NOPA，中投期货研究所

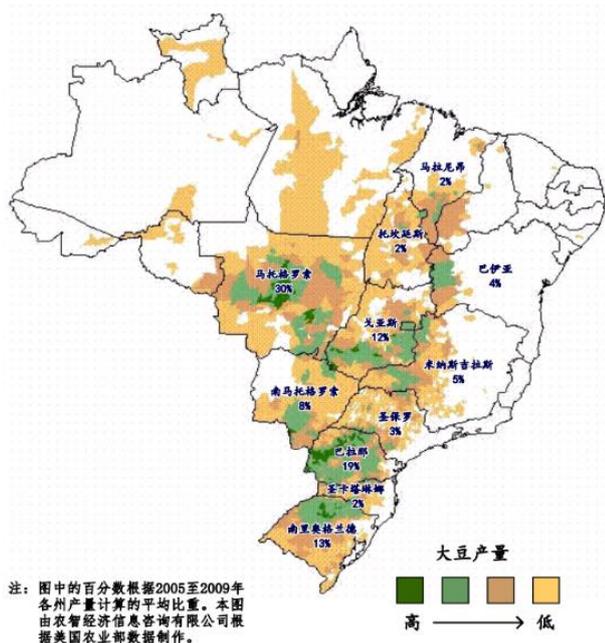
南美大豆供应情况

巴西旧作大豆产量增加，出口量远超预期。2017/18 年度巴西大豆产量保持增长态势，达到 1.198 亿吨的历史新高水平，较上年度增加 520 万吨。由于 2018 年巴西大豆收获后正值中美贸易关系处于空前紧张阶段，中国对美国进口大豆加征报复性关税致使美国大豆输华成本大增，美国大豆对华出口全面受阻，巴西大豆则坐收渔翁之利，大幅提高对华出口水平。中国进口商提前大量采购巴西大豆以防止国内库存不足，巴西大豆在经历夏季传统出口高峰期后出口势头不减，进口商深度挖掘巴西库存潜力。业内评估 2018 年全年巴西大豆总出口量将超过 8000 万吨，为历年最高水平，其中对华出口量约占 80%，可以说巴西大豆市场对保证 2018 年中国大豆供应水平起到关键作用，很大程度上避免了我国在应对中美贸易战上的被动局面。

图表 10: 巴西大豆播种面积

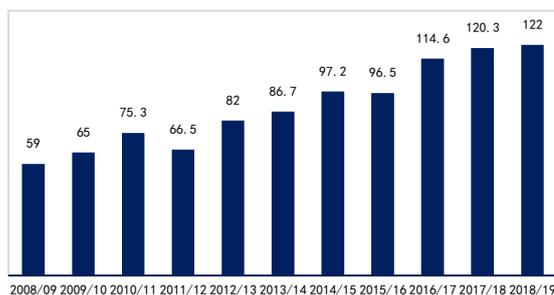
图表 11: 巴西大豆产量与播种面积

巴西大豆生产分布图

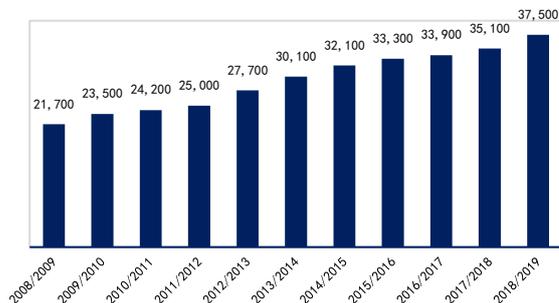


资料来源：美国农业部，中投期货研究所

巴西大豆产量



巴西大豆播种面积

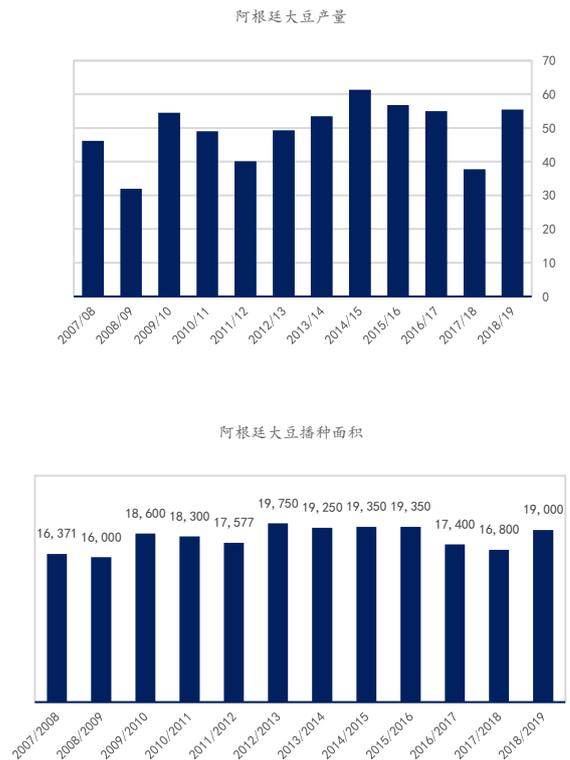
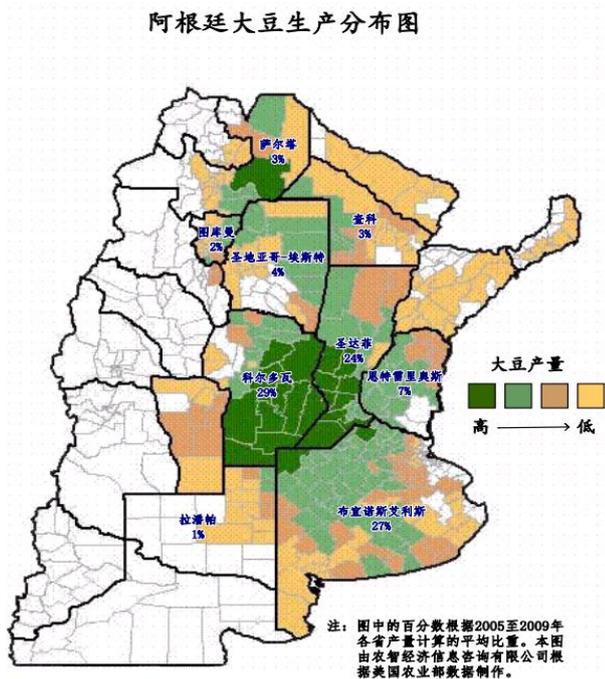


资料来源：美国农业部，中投期货研究所

阿根廷旧作大豆遭遇严重减产，出口量大幅萎缩。2018年阿根廷大豆生产遭遇严重干旱影响，旱灾持续时间之长和影响范围之广近10年少见。按照美国农业部的评估，2017/18年度阿根廷大豆产量为3780万吨，较上年度的5500万吨减少1720万吨，降幅高达31%。正是由于阿根廷大豆出现的超预期减产，导致全球大豆供需差由上年度的1958万吨大幅收窄至181万吨，几乎改变了全球大豆市场持续多年的供应大于需求的基本格局。阿根廷大豆大幅减产的另一个影响是该国无法提供足够多的大豆供应国际市场。美国农业部评估2017/18年度阿根廷大豆出口量仅为211万吨，较上年度下降492万吨，降幅高达70%。阿根廷甚至还需要向国际市场购买近500万吨大豆以满足国内压榨需求。

图表 12：阿根廷大豆播种面积

图表 13：阿根廷大豆产量与播种面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

资料来源：美国农业部，中投期货研究所

南美新季大豆开局良好，有望提前上市。中美贸易战刺激巴西大豆扩大出口规模，并为豆农带来丰厚利润，新年度巴西农民种豆热情高涨。截止12月中旬，巴西新豆播种已经提前完成。据业内分析机构评估，巴西早熟大豆最快有望在12月底开始收割，农户期望能在中美大豆贸易恢复前继续抢战中国市场。美国农业部预计巴西新豆播种面积为3750万公顷，同比增加2400万公顷，产量将达到1.22亿吨。

截止12月初，阿根廷大豆播种进度达到三成，与常年水平基本相当。美国农业部预计新年度阿根廷大豆播种面积为1850万公顷，在正常天气条件下，将实现5550万吨产量，出口量将恢复到500万吨水平。2019年一季度是南美大豆的生长关键期，届时的天气条件对单产和总产影响较大，将会受到各方密切关注。整体来看，各方保持对南美大豆产量前景的乐观预期。

中国豆类市场供需状况分析

中国大豆市场供需状况

政策支持力度加大，2018年中国大豆面积和产量稳步增加。2018年，中国政府继续贯彻优化种植结构的政策导向，大豆各主产省份继续向“增大豆”的方向调整种植结构。加上中美贸易紧张关系持续升温，为减少对进口大豆的依赖并增加国内大豆供应，国家相关部门在春季播种期间加大对种植大豆农民的补贴力度，鼓励广大农民增加大豆种植规模。据国家粮油信息中心评估，2018年中国大豆播种面积和产量稳步增加。该机构发布的信息显示，2018年中国大豆播种面积约为889万公顷，较去年播种面积增加64.5万公顷，增幅为7.8%，其中东北主产区增幅超过10%。2018年东北主产区天气条件整体正常，局部灾害天气未对产量造成较大影响，但大豆蛋白含量相对下降。国家粮油信息中心预估的总产量为1620万吨，同比增加91.8万吨，增幅为6.0%。美国农业部的预估值为1600万吨，两者相差不大。

图表 14：中国大豆播种面积及产量



资料来源：国家粮油信息中心，中投期货研究所

图表 15：中国大豆播种面积及产量

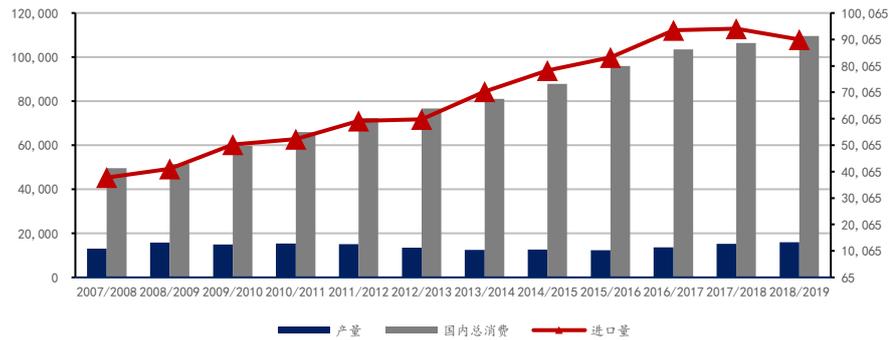


资料来源：国家粮油信息中心，中投期货研究所

国产大豆种植成本增加，增强大豆价格抗跌性。玉米与大豆的种植和生长条件具有较大相似性，两者的种植收益往往对下一年的种植结构调整具有较强指导性。受2017年国内玉米价格低开高走大幅改善农民种植收益影响，东北主产区租地成本在2018年春季普遍止跌回升。与此同时，其他生产资料价格也有不同程度上涨，导致农民种地的成本投入整体增加。调研数据显示，2018年黑龙江省黑河市第四积温带土地承包价格在467元/亩左右，同比上涨27.2%，第五积温带土地承包价格在333元/亩左右，同比上涨25.2%；二胺、尿素、钾肥价格分别在3100元/吨、2100元/吨和3000元/吨，分别上涨10.7%、23.5%和7.1%。2018年新豆上市后，黑河地区大豆价格普遍在3.5~3.6元/公斤之间浮动，与陈豆价格实现平稳对接，种植户普遍反映种豆成本增加而收益偏低，农民普遍存有惜售情绪。在不考虑补贴因素的情况下，大豆生产成本提高在一定程度上增强了大豆价格的抗跌性。

国产大豆补贴金额大幅提高，对价格抑制效应愈加明显。近些年，国家结合农产品市场的发展变化不断调整针对东北玉米和大豆主产区农民的价格支持政策。2008年起实施的临储政策对缓解农民卖粮难问题起到重要作用，但国内粮食库存压力增加、产业经营主体亏损等弊端随之显现，2014年国家出台东北三省一区大豆目标价格补贴政策，种植者按市场价格随行就市销售大豆，国家依据大豆产量和目标价与市场价的差价对种植者给予补贴。2016年，为推进落实农业供给侧改革，按照“市场定价、价补分离”的原则，国家将玉米临时收储政策调整为玉米生产者补贴。自2017年起，国家将大豆目标价格补贴调整为大豆生产者补贴，与玉米生产者补贴统筹衔接。以黑龙江省为例，2017年该省玉米生产者补贴标准为133.46元/亩，共补贴玉米合法实际种植面积8079.16万亩；大豆生产者补贴标准为173.46元/亩，共补贴大豆合法实际种植面积5872.26万亩。为继续深化农业种植结构调整并鼓励扩大大豆种植规模，2018年黑龙江省大幅调整玉米和大豆生产者补贴金额，玉米生产者补贴标准为合法种植面积25元/亩，大豆生产者补贴标准为合法种植面积320元/亩。按黑龙江省大豆平均单产150公斤/亩核算，相当于每吨大豆补贴2133元。如此高的补贴金额是导致国产大豆市场价格及期货价格持续走弱的重要原因，同时也会继续提高大豆种植积极性，预计2019年国产大豆种植面积会继续增加。

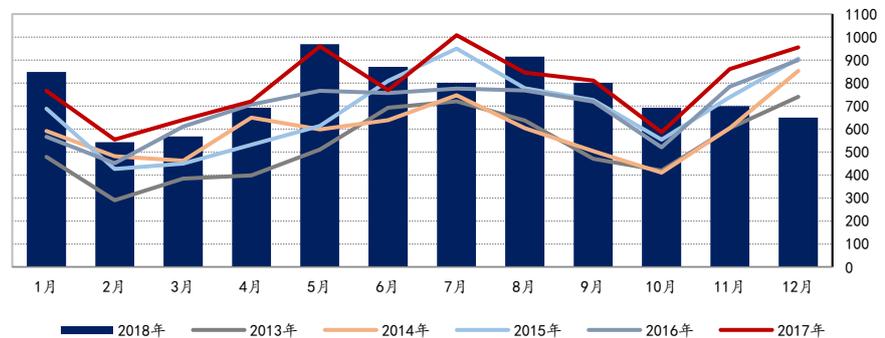
图表 16：中国大豆产销进口情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

进口大豆数量 6 年来首次下降，2018 年进口总量不足 9000 万吨。国家海关总署公布的数据显示，2018 年 11 月中国进口大豆 538.4 万吨，较 10 月进口的 692 万吨下降 22.2%，较上年同期进口的 868 万吨骤降 38%，大豆进口量出现断崖式回落。2018 年 1-11 月中国累计进口大豆数量为 8231 万吨，累计数量同比减少 4.3%。市场预估 12 月份中国进口大豆数量将不足 600 万吨，预计 2018 年全年中国大豆进口量在 8700 万吨左右。这是中国大豆进口量自 2012 年到 2017 年连续增长 6 年后首次出现下滑。

图表 17：中国月度进口大豆数量统计

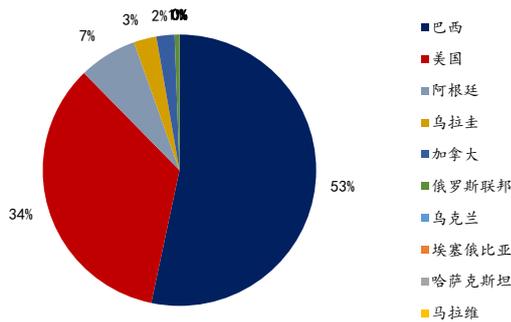


资料来源：中国海关，中投期货研究所

造成 2018 年中国大豆进口总量下滑的原因是多方面的，其中美豆对华出口大幅下降是最主要的原因。中美贸易战爆发后，中国启动对美国大豆加征 25% 的进口关税报复措施，美豆对华出口成本较其他地区普遍高出 300-500 元/吨，中国进口商几乎完全停止购买美豆而转向其他市场。由于其他大豆出口渠道尚不足以完全替代美国，外部市场有效大豆供应总量下降导致国内进口大豆到港量下降。此外，国内调整饲料配方降低蛋白粕添加比例以及扩大蛋白粕进口渠道等调控政策使国内饲料业对豆粕蛋白的需求下降。与此同时，国内自 8 月初爆发的非洲猪瘟疫情也对饲料需求产生抑制效应。

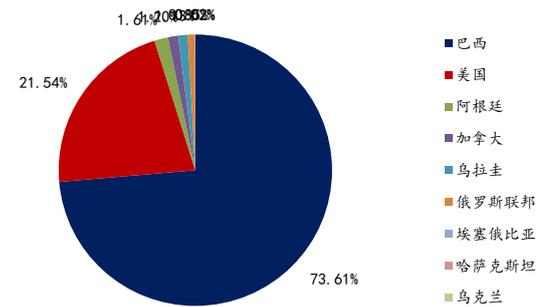
2018 年中国大豆进口量下降很可能只是暂时性的，因为中国市场来自需求端的增长潜力并未完全释放。按照中美元首 12 月初会晤规划的方向，一旦双方达成贸易协议，中国将会迅速扩大美国农产品进口，其中必然包括美国大豆。国内需求及油厂压榨利润是中国进口大豆的长期驱动力。中国人均蛋白摄入量仍有较大增长空间，我们有理由相信，在中美贸易关系理顺后，中国市场强大的购买力仍会带动中国进口大豆总量重回增长状态。

图表 18：2017 年中国大豆分国别进口情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：2018 年 1-10 月中国大豆进口结构



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

生猪市场遭遇非洲猪瘟疫情冲击，生猪饲料需求前景堪忧

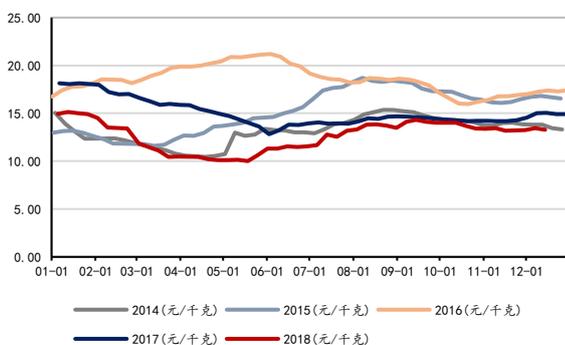
自 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情在国内出现以来，疫情发展由北向南蔓延，自东向西扩散，截止 12 月上旬，我国共报告非洲猪瘟疫情 80 余起，出现疫情的省市自治区共计 21 个。国家农业农村部发布的数据显示，截止 11 月下旬，因非洲猪瘟疫情影响而扑杀的生猪数量达到 60 万头，业内机构预计至年末或将达到 100 万头。专家表示，疫情防控形势十分严峻。主要原因在于一方面境外非洲猪瘟频发，我国与疫区国家的人员交往频繁，货物贸易量大，再次传入风险很高。另一方面，我国有 2600 万小散养殖户，生物安全防护水平低，生猪生产和消费在区域上不均衡，长途调运生猪及其产品的情况仍将长期存在，无疑将大大增加疫病防控的难度。

受非洲猪瘟疫情持续扩散的影响，2018 年四季度以来，我国猪料消费出现了明显的下降趋势。业内分析机构预计 11 月猪料消费同比下降 21.7%，12 月同比降幅将扩大到 26.8%，预计全年猪料消费同比下降 3.7%。此外，由于非洲猪瘟疫情对于我国生猪养殖业的影响具有长期性和反复性，并会削弱养殖户补栏意愿，其对猪料的消费影响不仅仅体现在 2018 年四季度，2019 年较长时间内也会继续受到影响。

家禽养殖效益较好，禽料消费虽增长却难挽狂澜

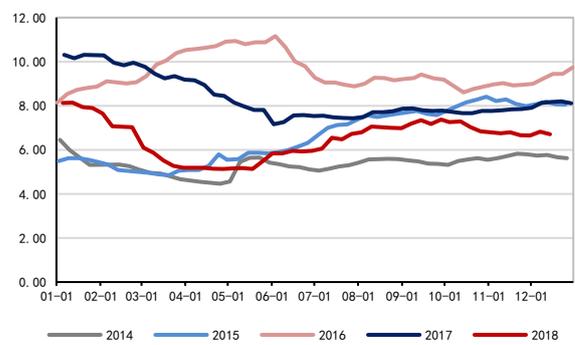
2018 年，我国家禽整体养殖效益较为可观，全年保持盈利状态，刺激禽料消费总量呈现增长趋势。

图表 20：全国 22 个省市生猪价格



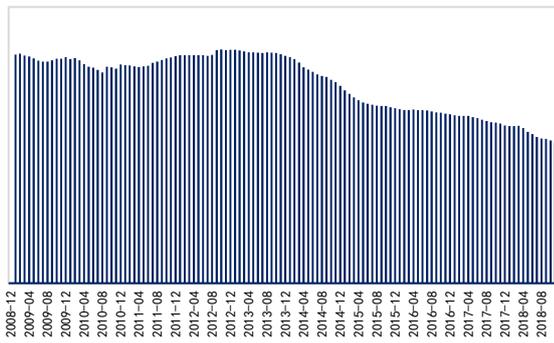
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 21：全国 22 个省市猪粮价格比



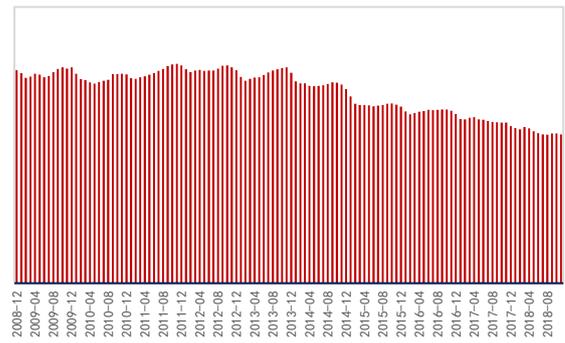
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：能繁母猪存栏量变化情况



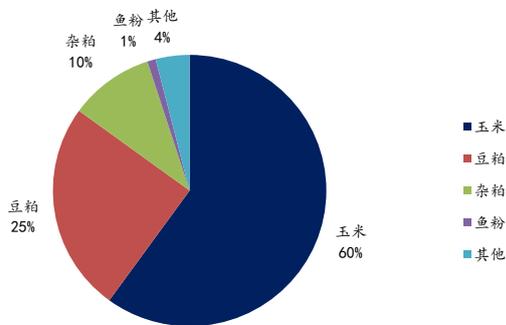
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：中国生猪存栏量变化情况



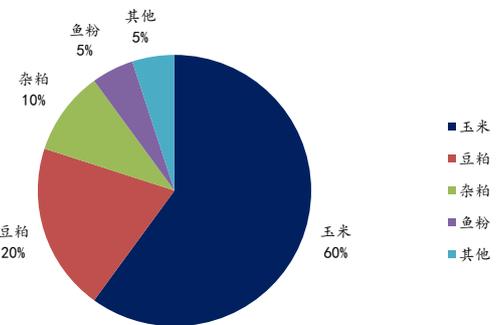
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：猪用饲料配方比例



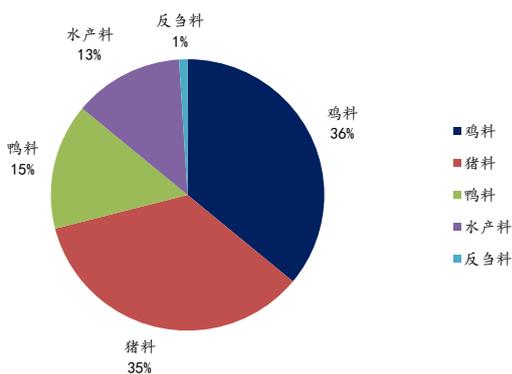
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：鸡用饲料配方比例



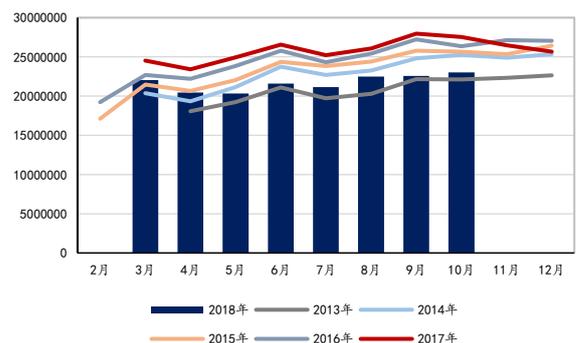
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：不同饲料需求占比



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：中国饲料月度产量情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

调整饲料配方，降低蛋白粕添加比例

为应对中美贸易战导致我国大豆进口供应不足的新形势，中国饲料工业协会组织行业专家进行充分论证，并于2018年10月发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》和《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两个新的饲料标准。新标准中对于猪和鸡饲料中的一些物质含量做了改动，将使喂养增肥更加有效率。两项标准的出台将有效减少豆粕等蛋白饲料原料用量。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

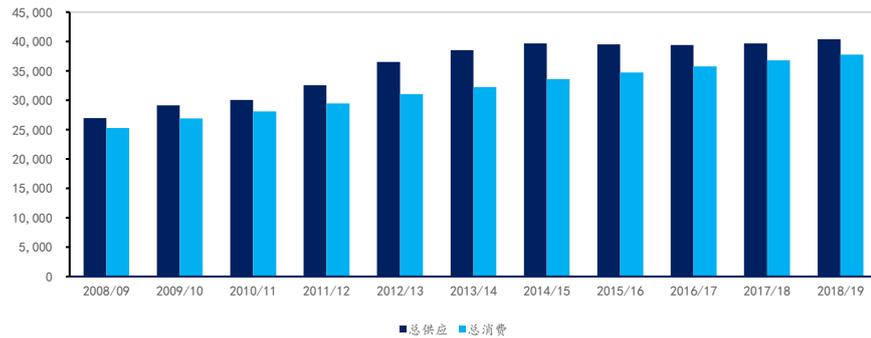
公斤降至 0.39 公斤，降幅达 13%；蛋鸡、肉鸡配合饲料蛋白水平也将降低约 1 个百分点。新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨。推行新标准对于保障我国饲料和养殖业蛋白原料供给和提高利用效率，将发挥积极作用，有利于提升我国饲料工业水平，降低我国对进口大豆的依赖度，促进国内饲料工业高质量发展。

中国食用植物油需求增速放缓，延续供过于求状态

食用油是人们生活必需的消费品，是提供人体热能和必需脂肪酸，促进脂溶性维生素吸收的重要食物。随着中国经济的飞速发展和人民生活水平的大幅度提高，人们对食用油的质量要求在不断提升。近年来，豆油、菜籽油和花生油等三大传统植物油在中国食用油消费中增速明显放缓，而橄榄油、葵花籽油、芝麻油、油茶籽油、米糠油、亚麻籽油、玉米油、红花籽油、核桃油等小品种植物油日益受到倡导健康饮食的消费者的青睐。

大豆作为我国供应量最大的油籽品种，2018 年约有 9000 万吨大豆被加工成豆粕和豆油，按平均 18.5% 的出油率计算，2018 年国内豆油总产量约为 1665 万吨，约占国内食用植物油总供应量的四成，豆油一直是国内植物油供需量最大的品种。2018/19 年度我国植物油总需求约为 3775.6 万吨，总供给量约为 4035.7 万吨，供应过剩程度约为 260 万吨。尽管我国植物油总需求量呈刚性增长，在绝对数量上继续增加，但需求增幅呈现逐年收窄局面。2018/19 年度中国植物油总需求量预计同比增长约为 2.65%，较上年度下滑 0.3 个百分点。

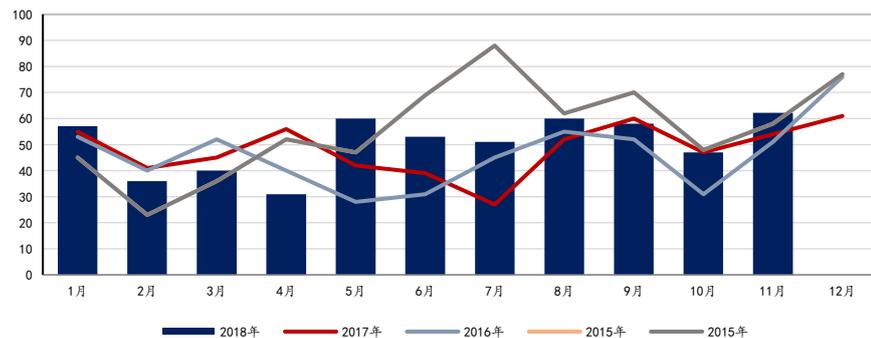
图表 28：中国植物油供给和需求情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2018 年中国进口植物油总量继续攀升

图表 29：近年中国月度进口植物油情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

海关总署公布的数据显示，2018年1-10月中国进口植物油492.7万吨，与去年同期相比增加6.5%；进口金额为37.74亿美元，同比增加3.9%。其中，1-10月进口毛豆油43.85万吨，进口量排名前两位的巴西和俄罗斯毛豆油占比分别为43.52%和35%。1-10月进口菜籽油90.03万吨，加拿大菜油占比高达89.64%，俄罗斯菜油排名第二，占比仅为5.33%。1-10月进口24度精炼棕榈油274.04万吨，来自印度尼西亚和马来西亚的棕榈油占比分别为67.56%和32.43%。1-10月上述三大植物油进口总量为407.92万吨，占全部进口植物油的82.79%。国内植物油进口总量保持增长态势，在增加国内油脂供应的同时，也使油脂市场供过于求的程度进一步加深，从而延长了油脂价格低位徘徊的时间周期。

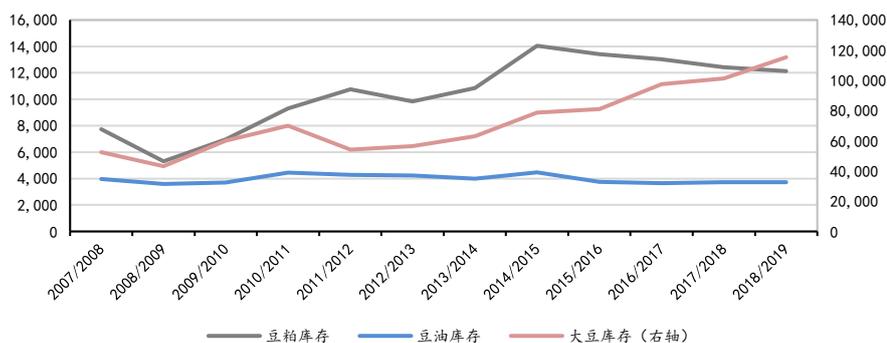
2019年油脂油料市场行情展望

全球大豆市场供过于求，库存压力限制价格涨幅

2018年，全球经济延续复苏态势，但政策不确定性加剧、金融市场波动显著、贸易摩擦升级、地缘政治冲突增加，危机回潮的风险与潜在增长率下滑正在重塑新的全球经济生态。根据IMF的最新预测，2018-2019年的全球增长率预计为3.7%，比4月的预测值调低0.2个百分点。展望2019年，全球经济增速很难超过2018年，非金融风险逆向传导、贸易摩擦重心转移、宏观政策被动断档令复苏动能明显减弱，长期增长中枢系统性下移，大宗商品价格滞涨提升通缩风险。因此，预计2019年全球宏观经济环境对豆类市场有中性偏空影响。

2018年阿根廷大豆出现的超预期减产一定程度上缓解了全球大豆市场持续多年的供应过剩状态，但由于美豆产量再创新纪录及中美贸易摩擦引发中国大豆需求降速，再加上新季南美大豆产量前景较为乐观，至少在2019年上半年全球大豆市场将保持供应大于需求的基本格局。新季巴西大豆已提前完成播种，良好的开局为实现预期产量奠定基础。阿根廷大豆播种进度过半，未来生长期内再度出现如2018年春季长时间极端干旱天气的概率不大，市场有理由期待该国大豆产量恢复至正常水平。由于南美地区的大豆种植带跨越多个气候带，在大豆近半年的生长期内很容易发生不同程度的恶劣天气。通常只有那些发生在大豆生长开花、结荚、鼓粒等关键期的长时间不利天气才会对产量造成实质性影响。因此，在南美大豆天气炒作期内，需要理性审慎地面对可能出现的炒作题材。

图表 30：全球豆类市场库存情况



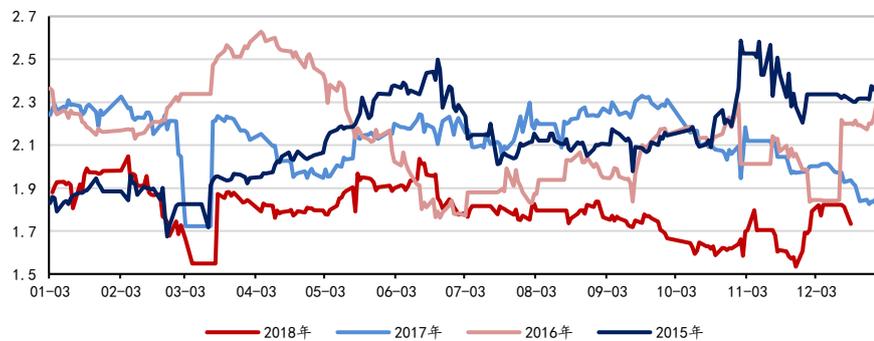
资料来源：美国农业部，中投期货研究所

中美贸易关系走向对2019年美国农民调整种植结构具有较强指导作用。2018年丰收的美国豆农并未尝到丰收的喜悦，中美贸易战导致CBOT大豆价格跌至近10年低位，美豆对华出口几乎停滞，美国农场出现的“豆满仓”甚至露天堆放导致大豆霉变的现象屡见报端，美国豆农实实在在地品尝到了美方挑起的贸易战的苦果。美国权威预测机构Informa Economics在11月底发布的报告称，2019年美国大豆播种面积预计为8345.9万英亩，较2018年减少568.6万英亩。当然，如果中美通过谈判协商达成贸易协议改善美豆对华出口环境，可能会改变部分农民的种植意向，但已经错过了出口黄金期的美豆需要时间去消化库存，美豆种植面积连年增加的趋势很可能在2019年迎来拐点。美国农业部2月论坛期间的展望报告和3月底的种植意向报告将为新年度美豆播种面积提供更为可靠的参考数据。通过连续跟踪美豆单产数据可以发现，近几年美豆单产水平逐渐提高，且呈现增速加快局面。按照正常天气条件评估，2019年美豆单产水平仍会在5年均值水平之上。

中国需求在稳定全球大豆价格方面一直发挥着无可替代的作用。2018 年中美爆发贸易战，扰乱了市场预期，破坏了中国大豆进口的正常节奏，并导致中国大豆进口总量意外下降，预计中国 2018 年全年大豆进口总量同比降幅在 9% 左右。中国豆类品种价格并未因大豆进口总量下降而出现明显上涨，这直接反映出中国大豆市场的韧性与成熟。2019 年，中国大豆进口将直接受到中美能否尽快达成新贸易协议的影响。如果中美双方顺利解决贸易纠纷，中国将迅速恢复并扩大美豆进口。从时间节奏上看，美豆恢复对华出口将与南美大豆出口期出现高度重叠，南北美大豆竞争将会空前激烈。因此，中国大豆市场在经历 2018 年不同寻常的考验后，有望在 2019 年重回正常发展轨道。

整体来看，2019 年无论是巴西、阿根廷、美国的大豆供应，还是中国市场的需求，全球大豆市场面临的不确定性较以往明显增多，但大豆市场供应驱动价格的运行逻辑不会发生根本性改变，维持可预期的正常产量仍是保证全球大豆价格不出现异常波动的关键。基于当前数据评估，全球大豆市场已由上年度的供需紧平衡向新年度的供过于求的格局推进。2019 年全球大豆市场上行压力较大，CBOT 大豆期货价格可能有较多时间运行在 1000 美分/蒲式耳之下。

图表 31：国内豆油和豆粕期货连续合约比值走势图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

国产大豆供大于求，连豆价格重心下移

中国政府鼓励农民增加大豆种植的政策在 2019 年会继续贯彻实施，主产区政府对大豆种植农户的补贴额度在 2018 年的基础上很可能继续提高，这对于稳定和扩大国产大豆种植面积将起到重要作用。与此同时，中俄两国政府积极推进和深化农业合作，俄罗斯远东地区非转基因大豆回运量逐年增加，预计 2019 年有望达到 100 万吨，国内非转基因大豆供给将得到进一步充实。国产大豆在国内油脂加工领域的压榨需求占比不足两成，而主要用于食品和蛋白精深加工领域的国产大豆长期处于供过于求的状态，再加上屡禁不绝的进口替代挤占国产大豆市场份额，缺少需求端拉动的国产大豆市场难以走出独立行情，尤其是对生产者的高补贴更是解决了农民的后顾之忧，农民对大豆价格走弱的敏感度明显下降。上述因素很可能导致国产大豆价格重心继续下移，并与进口大豆的价差继续收窄，进而延长国产大豆价格低位运行周期。因此，我们预计 2019 年大连大豆期货各合约的主要运行区间在 3000-3800 元/吨之间，投资者可结合市场阶段性影响因素适当参与大豆期货交易。有条件的农业生产企业可积极参与大连商品交易所推出的“保险+期货”业务或场外期权业务为大豆提前进行保值。

供应压力有增无减，豆粕价格承压加大

2018 年年底，持续大半年的中美经贸紧张关系迎来改善契机，中国买家开始恢复美豆进口。美国大豆重回中国市场将迅速改善国内大豆供应偏紧局面，而提前进入收割期的南美大豆及其丰产前景将使未来中国市场有充足的外部供应保障。错过出口高峰期的美豆将遭遇南美大豆的激烈竞争，美豆如何追赶常年出口销售进度以及南美如何缓解丰产后的库存压力都将成为各方关注的热点，降价促销是解决上述难题的途径之一。2018 年中国大豆进口总量在经历 6 连增后首次下降，2019 年国内饲料养殖业在社会消费升级以及非洲猪瘟疫情爆发后将进入新的发展环境，一定程度上制约了豆粕和菜粕等蛋白粕消费的持续高速增长。国内粕类市场经过近些年的发展已经高度成熟，成为生产企业和

贸易商进行期现结合的典范，当然也备受投机资金的青睐。我们在关注市场基本面偏空压力的同时，也不要忽视任何可能导致供应不足的因素对价格的刺激，尤其是南美和美国等主产区大豆生长关键期的天气题材。我们预计 2019 年国内豆粕期货价格的合理运行区间为 2400—3300 元/吨，其中 3000 元/吨之上属于预留的天气升水，投资者可结合市场阶段性影响因素的强弱适时把握投资机会。

供需失衡加剧，油脂价格积弱难返

供需因素同样是影响国内油脂市场的关键。国内油脂品种多，且相互之间替代关系强，影响油脂市场供需的变量要比粕类市场复杂得多。中美有望达成新贸易协议，扩大美国农产品进口后中国大豆供应前景将更趋宽松，马来西亚和印尼仍是中国进口棕榈油的主要来源地，中国油菜籽生产进入瓶颈期，对进口的依赖程度逐渐提高，与油菜籽相关的生产和进口政策同样会受到市场关注。纵观 2018 年的国内油脂市场，豆油、菜油和棕榈油三大油脂总体供大于求的基本格局贯穿全年，且将继续影响 2019 年国内油脂市场运行。国内大豆进口将继续受到豆粕需求驱动，作为副产品的豆油难以摆脱被边缘化的局面，粕强油弱仍是市场运行的主旋律。国内棕榈油市场与马来西亚棕榈油市场一直保持较强联动性，在东南亚棕榈油进入产量高峰期后，国内棕榈油价格难以走出独立行情。国内菜油市场经过近几年去库存后，供应端压力已经得到有效释放，在三大油脂中更易受到需求提振而表现抗跌。因此，在油脂市场单边机会把握难度加大之际，油脂品种间阶段性的套利机会也是不错的选择。我们预计 2019 年国内豆油期货价格的合理运行区间是 4800-6200 元/吨，其他油脂品种在和豆油保持合理价差的基础上，基本会维持与豆油市场相类似的运行节奏。