

兴证期货·研发中心

2019年1月24日 星期四

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

2019年生猪养殖可能会面临极大的考验,养殖规模将超预期萎缩,尽管肉蛋禽存栏增加以及豆粕价格的走低可能会增加市场对豆粕的需求量,但整体豆粕需求可能出现持平或减少的状态,这导致大豆进口的减少,从而国内豆油供应出现短缺;在植物油包装新规的影响下,豆油的消费可能要超预期;或者由于大豆进口压榨数量较大,导致豆粕供求过剩、豆油相对均衡;这两种情况的发生都可能导致油强粕弱的结果。因此,在豆类油脂整体供求格局宽松的背景下,投资者可以关注买油抛粕的套利交易。

从策略的角度看,可以在2.05—2.10区间布局买油抛粕多单(5月合约、9月合约均可),等资金量配比。激进的投资者可现价底仓入市,等待回调加大仓位。由于没有惯例可循,目标价位依据基本面再行确定。若价格跌破2.05,那么基本面可能发生根本转变,需要坚决止损离场。

1. 大豆基本面

1.1 全球大豆供求分析

2018/19 年度，美国大豆种植面积小幅下降但单产大幅反弹，美豆产量创出历史新高；南美方面，巴西大豆种植面积大幅增加，尽管遭遇干旱，单产和产量出现了一定的下滑，但产量达到 1.15 亿吨以上；阿根廷大豆主产区出现降雨过量的情况，但种植面积增加以及从去年的严重干旱恢复，单产和产量将恢复性反弹，预期产量也将达到 5000 万吨以上，较去年增加近 1200 万吨；而需求方面，受到中美贸易战影响，2018 年下半年以来中国大豆进口价格持续维持高位，导致豆粕价格居高不下，严重制约了大豆和豆粕的消费，使得全球大豆，尤其是美国大豆去库不畅。尽管 2019/20 年度，美国大豆的种植面积预期大幅减少，但库存的高位以及中国豆粕需求受非洲猪瘟影响可能出现超预期的下降，将会持续压制豆类价格。2019 年上半年，全球大豆供过于求的压力将持续存在。如图所示，大豆库存及库存消费比大幅走高，对价格压力明显。

图 1：全球大豆库存及库消比（千吨）



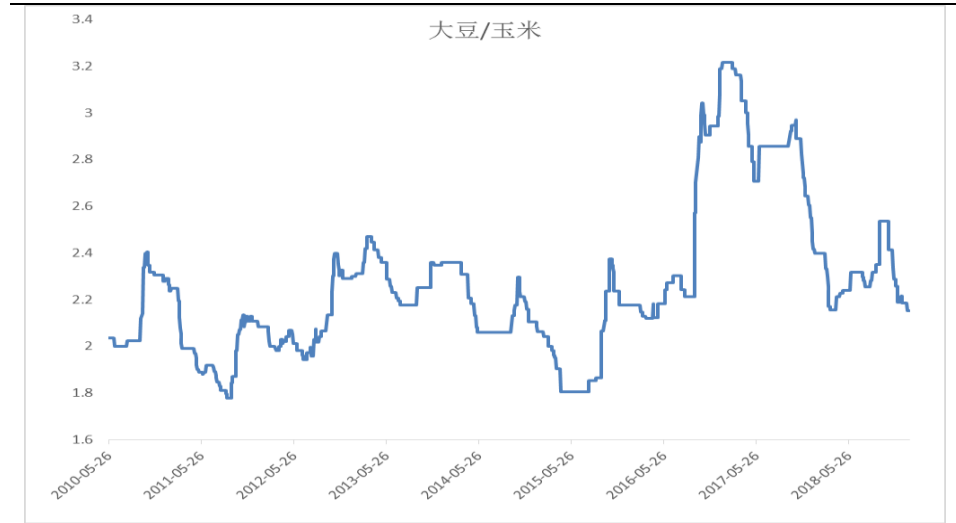
数据来源：USDA，兴证期货研发部

1.2 中国大豆基本面

供应方面，2018 年我国大豆的种植面积出现了一定的下降，大豆的产量出现减少；但由于需求低迷及国产大豆的竞争力弱于进口非转基因大豆导致国产大豆的价格持续低迷，农民种植意愿降低。目前黑龙江佳木斯地区的大豆玉米比价回到 2.15 左右，处于正常比价范畴；但因为 2018 年大豆生产者补贴标准为合法种植面积每亩 320 元，玉米生产者补贴标准为合法种植面积每亩 25 元；随着玉米和大豆的种植补贴出现分化，大豆的种植

效率可能要好于预期，预期 2019/20 年度，即 2019 年春季国内种植大豆的积极性相对提高，产量可能会小幅增加。但由于国内大豆属于非转基因大豆，种植成本相对偏高，不仅很难跟国外的转基因豆竞争，在与俄罗斯等地租相对便宜的非转基因出口国的竞争中也缺乏竞争力，因此，国产大豆的供求对豆油豆粕的价格决定相对弱化，更应关注进口转基因大豆的供求。

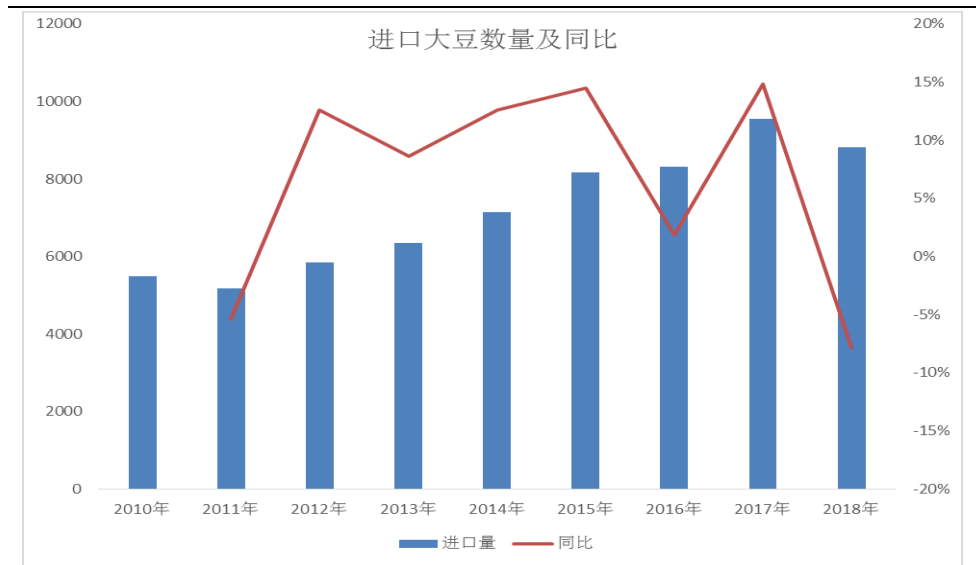
图 2：黑龙江佳木斯大豆玉米比价



数据来源：wind，兴证期货研发部

我国是大豆的最主要消费国，大豆压榨数量迅速增加，但 2018 日历年受中美贸易争端影响，我国大豆的进口量为 8806 万吨，远远低于 2017 年的 9556 万吨，同比下滑 7.8%。如图 3 是我国大豆进口的年度走势，由于 2018 年 4 月以来中美发生贸易争端，导致国内只能高价进口巴西和阿根廷的大豆，抑制了大豆的消费，使得大豆的进口量出现了同比大幅减少。

图 3：中国大豆进口量 (万吨)

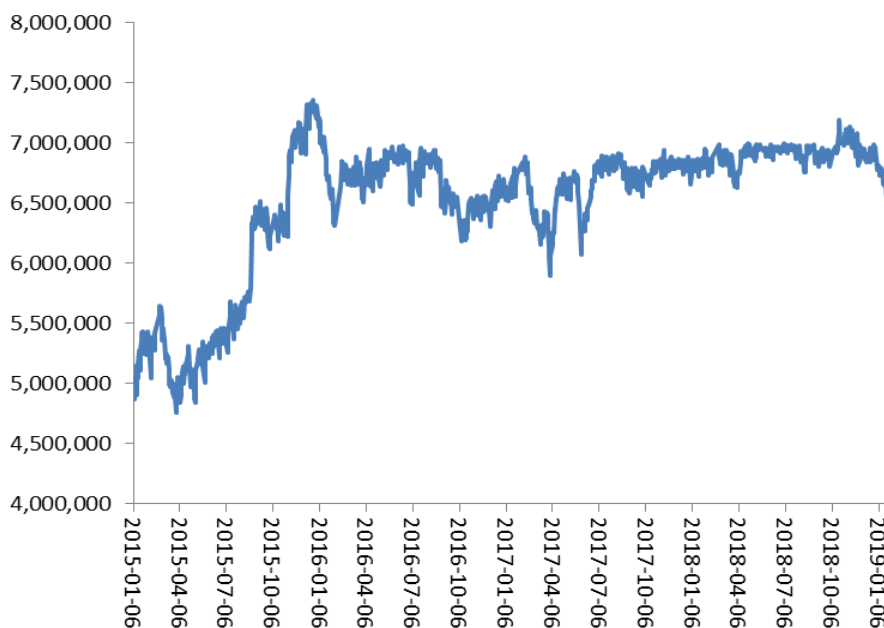


数据来源：Wind，兴证期货研发部

需求方面，以往国内进口大豆主要以消费蛋白粕用途为主。由于豆粕价格高企，饲料企业下调豆粕在饲料中的比例或者寻找棉籽粕、菜粕、棕榈粕等替代品，使得 2018 年豆粕的需求大幅下滑。尽管目前中美谈判利好，但受到非洲猪瘟的影响，国内生猪的存栏量将大幅萎缩，根据相关国际经验，非洲猪瘟在一个国家彻底消除需要 5—35 年不等且有几十年未根除的国家；因此 2019 年我国豆粕可能面临的是下游需求超过预期减弱的风险。这种假设下，很可能出现油厂豆粕销售不畅而胀库的情况，油厂存在抛粕买油的可能；又或者油厂随着下游豆粕需求的减弱减少进口大豆的采购，保持豆粕的顺畅销售，但豆油的供应可能会出现短缺的状态，而要弥补这块豆油的缺失可能需要直接进口国外豆油。这也就意味着国内豆油价格将出现大幅走高，使得进口出现利润从而刺激进口贸易的发生。无论何种情况发生，豆油可能都要相对豆粕更强。

库存方面，国内港口大豆库存在年末出现大幅下降，主要因为年末豆粕需求转弱，油厂进口大豆数量大幅萎缩、以消耗库存为主。如图 4 所示，我国沿海大豆库存大幅下降至 653 万吨的水平。

图 4：沿海大豆库存（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综合来看，我国大豆的产量对价格行情的影响微弱；进口大豆的成本低、进口量大，对价格的走势起决定性影响。2019 年，随着中美贸易争端暂缓，中国进口大豆数量可能恢复，但由于下游生猪养殖面临长期的非洲猪瘟挑战，可能会持续影响豆粕的需求进而导致进口大豆数量萎缩。

2. 豆油基本面分析

2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，豆油年消费量达到 1700 万吨，但进口量持续低于 100 万吨，所占比重较小，豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上。虽然今年国内进口大豆的数量增幅放缓，但由于政府在贸易争端前期抛售了一定的大豆及豆油库存导致国内的豆油供应量仍旧相对偏高。

以 2018 年日历年度进口 8806 万吨大豆计算，压榨产出豆油数量 1673 万吨、国储抛售 11 万吨及进口接近 60 万吨，加上豆油期初库存比期末库存减少 5 万吨，2018 年日历年度内国内豆油的理论消费量达到 1749 万吨；全国一级豆油的现货区间维持在 5200—5800 元/吨，均价处于 5500 元/吨附近；豆油期货指数价格维持 5500—5900 元/吨（12 月大幅下挫跌至 5250 元/吨之后，很快回到 5500 元/吨区间）。未来大豆的进口数量和价格与豆油的供应由很大关系，针对中美贸易争端可能出现以下三种情况：

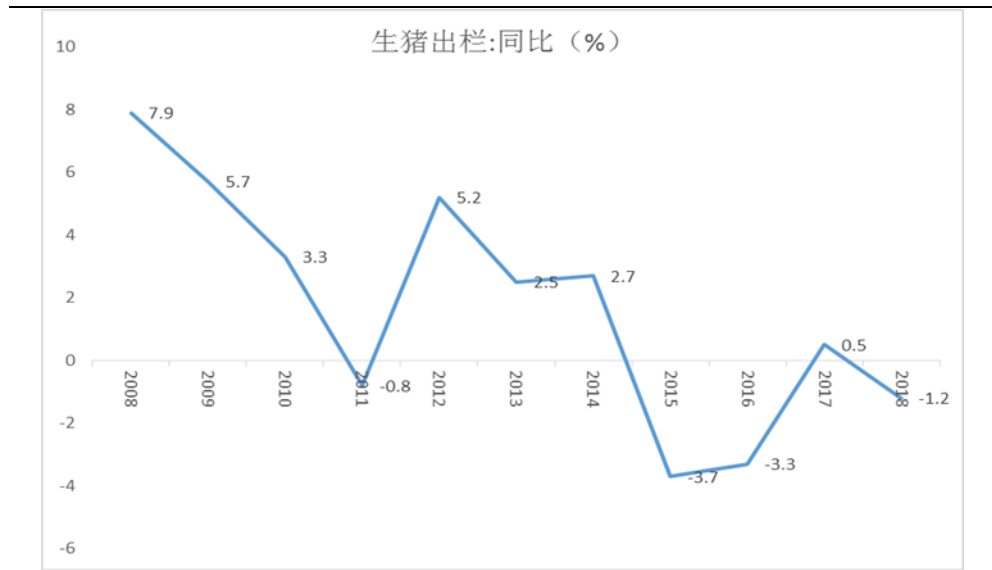
1)、中美贸易战解决且 25%的关税取消，中国可能大量进口美国大豆至少 2000 万吨以上，而从南美进口的大豆数量将远低于去年水平，整体大豆的供应量有望恢复性反弹，达到 2017 年的 9556 万吨水平，整体的豆油供应量将达到 1815 万吨，加上进口 60 万吨及可能存在的国储抛售的 40 万吨豆油，豆油的供应量将超过 1900 万吨，这远远超出国内需求增长 5%的正常需求 1836 万吨，豆油的供过于求将严重打压豆油价格。

2)、中美贸易争端解决但已经加征的 25%的关税未取消；在这种情况下，进口美国大豆的压榨亏损严重；国内将继续以高升水溢价进口南美大豆，且南美大豆压榨利润保持丰厚；而进口的美国大豆可能以原料库存的方式存放在国家储备仓库；由于南美库存紧张且今年大豆产量增幅不大，可供中国进口的大豆数量将低于 2018 年，假设进口大豆数量萎缩至 8500 万吨，则豆油产量为 1615 万吨；加上国储抛售 40 万吨及进口 60 万吨，国内豆油的供应量仅仅为 1715 万吨，存在较大的缺口，只能依靠豆油价格上涨增加进口来满足需求。这种情况下，国内豆油的价格可能出现大幅震荡走高的情况。

3)、中美贸易战未解决，国储进口计划搁置，中国将继续大量进口南美大豆，而今年南美大豆的供应量可能达不到去年的水平，进口流入市场大豆数量可能在 8500 万吨；南美大豆的升水继续大幅跳涨，由于国内进口大豆以消费豆粕为主要目的，豆粕的价格可能再次大幅走高；但由于豆油的供求本身也出现短缺，豆油的价格也将震荡走高。

以目前的情况看，中美贸易摩擦可能会持续下去，贸易争端的解决可能仍需讨价还价的时间且不会回到以前的状况，这样进口美国大豆的关税很难实质性的取消，进口美国大豆压榨利润可能长期亏损；而进口巴西大豆的数量仍将维持高位，后期巴西大豆升水溢价可能走高。

图 5：年度生猪出栏同比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从豆粕消费需求的角度看，由于非洲猪瘟的影响，2019 年国内生猪养殖行业可能面临这严峻的考验，根据国际经验，非洲猪瘟依据采取措施的强硬程度根除的时间从 5—35 年不等，部分国家由于措施不得力甚至长期不能根治。我国是生猪养殖和猪肉需求大国，生猪行业对国民经济影响重大，政府对非洲猪瘟的重视程度非常高，对生猪养殖的政策措施可能会非常严格，这样就可能导致 2019 年度生猪的存栏数据出现大幅萎缩。

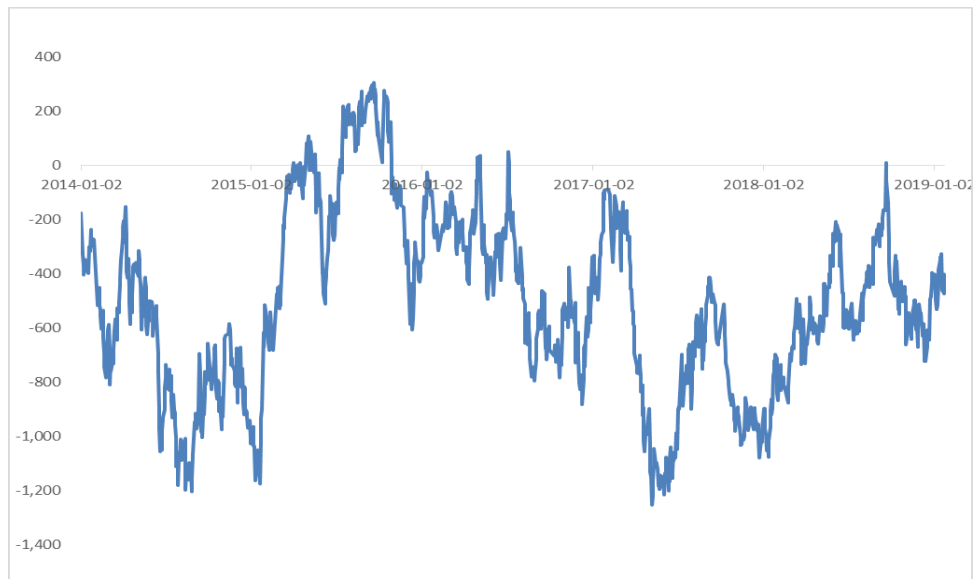
由于我国的生猪养殖行业持续规模化，生猪存栏统计很难反映目前生猪的养殖情况；但从生猪出栏角度看，由于屠宰行业变化不大，统计数据更加能反映生猪情况。如上图 5 为我国生猪出栏同比变化走势；从图看自 2008 年以来我国生猪出栏增速持续放缓；自 2014 年以后，生猪出栏规模出现持续负增长，这与环保政策以及近年来农民工返乡和人口老龄化相对应，未来我国生猪养殖规模可能还将持续萎缩。由图看，2017 年我国生猪出栏规模同比上涨 0.5%，但由于 2017 年猪价持续维持高位，养殖企业生猪出栏体重普遍提高，由正常的 110 公斤提高到 115-125 公斤，体重的增幅接近 5%--10%，使得猪肉的同比增幅也出现了大幅的增加。而 2017 年底生猪的价格发生了逆转，说明猪肉的供应远远大于需求量。2018 年初生猪价格低迷，生猪屠宰量小幅下滑，冷库冻猪肉大幅增加，且出栏体重恢复到 110 公斤/头的正常标准，即尽管 2018 年生猪出栏头数同比下降 1.2%，部分猪肉入库、出栏体重恢复正常，但供求过剩并没有发生实质性改变，说明生猪存栏量仍旧正常偏多。而 2018 年下半年，非洲猪瘟持续发酵，目前全国各省几乎都有发生非洲猪瘟的报道，后期的生猪存栏毫无疑问将被动减少。以进口大豆折算，2017 年全国豆粕的产量为 7500 万吨，2018 年豆粕产量为 6911 万吨；而由于豆粕价格偏高，饲料企业加大菜粕、花生粕、棉籽粕、棕榈粕等杂粕替代豆粕，但整体替代数量可能介于 200-300 万吨；也就是

说 2018 年我国豆粕的需求绝对量下降了 600 万吨，其中 200—300 万吨被杂粕替代，而另外 200—300 万吨则是消费绝对量的减少。2019 年，若生猪的存栏量继续下降 3—4%，且由于企业为避免非洲猪瘟保持出栏的体重、加快生猪的出栏速度，那么豆粕的需求量可能还将再继续下降 200—300 万吨。考虑到替代作用，肉蛋禽存栏的增加可能弥补一部分豆粕需求的缺失；在豆粕价格偏低的情况下，市场可能会增加豆粕的配比数量，因此豆粕的需求可能不会减少太多，预期 2019 年豆粕的需求持平或下降 200 万吨。

我国是以豆粕的需求来界定大豆的进口数量的，2019 年在豆粕需求量低迷的情况下，国内大豆的进口量可能维持 2018 年的 8800 万吨或以下水平，而这样数量的大豆进口可能导致国内豆油的供求出现较大的缺口；这部分缺口需要直接进口豆油进行弥补，正常的 60 万吨进口及政府可以抛储 40 万吨豆油，可能仍需要增加 20—60 万吨的豆油进口。从国际情况看，目前美国和巴西的豆油均处于正常偏低的水平，阿根廷的大豆库存也偏低，尽管新作大豆产出后可能出口增加，但出口的数量还是取决于我国国内豆油的价格水平，国内豆油价格需要上涨才能刺激阿根廷豆油的进口。

我国豆油进口关税目前为 9%，远远高于大豆的进口关税 3%，使得豆油的价格相对国际水平要高，价格走势受外盘影响程度要小。如下图为南美豆油进口利润走势。从图看，我国豆油进口利润长期为负，若进口需求增加，需要国内豆油大幅上涨或者国外豆油价格下跌使得进口利润为正来实现，而国内豆油预期的缺口有利于国内都豆油价格的走高。

图 6：近月船期豆油进口利润（元/吨）

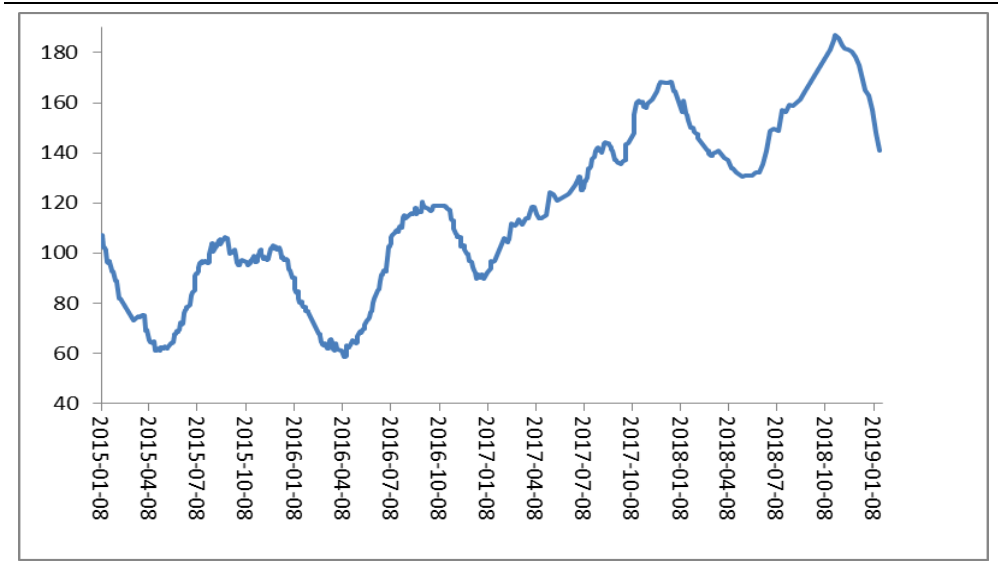


数据来源：Wind，兴证期货研发部

库存方面，2018 年我国豆油库存水平持续走高后大幅下降；年末随着大豆压榨的放缓，豆油供应量大幅萎缩，加之春节备货使得豆油的库存迅速消化。如图 7 所示，全国各地油厂库存 10 月末最高接近 190 万吨，但随

后发生迅速降库，截止 1 月 18 日已经接近 141 万吨，短短不到三个月的时间，豆油库存下降接近 50 万吨，而由于未来 2、3 月仍处于养殖行业的淡季，大豆的进口数量相对有限，这必然会限制豆油的供应，使得去库持续，当然仍需要考虑到春节备货结束后，豆油的需求可能会大幅放缓的风险。

图 7：全国油厂豆油库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 豆油的需求分析

我国豆油基本用于食用消费，需求稳定；过去三年，国内油脂供应过剩，豆油的消费量保持在 2%--6% 的增幅，豆油价格维持在低位区间震荡。

2019 年，豆油的需求增幅可能较低，2%--3% 的增幅可能实现，这就要求市场多提供 30--50 万吨的豆油供应。

从 2018 年 12 月 21 日开始，我国实施植物油标签新规，需要标明植物油品种及占比，有利于豆油的消费而限制棕榈油消费。小包装油脂约占全国油脂消费量的 15%；棕榈油的食用消费量约为 315 万吨；假设小包装有一半的影响可能会减少棕榈油的消费量 23 万吨，从而相应增加等量的豆油消费；如果中大包装也出现影响，棕榈油的消费量减少的幅度会高于预期。豆油需求的增加及标签新规影响可能会增加豆油需求 50—70 万吨。

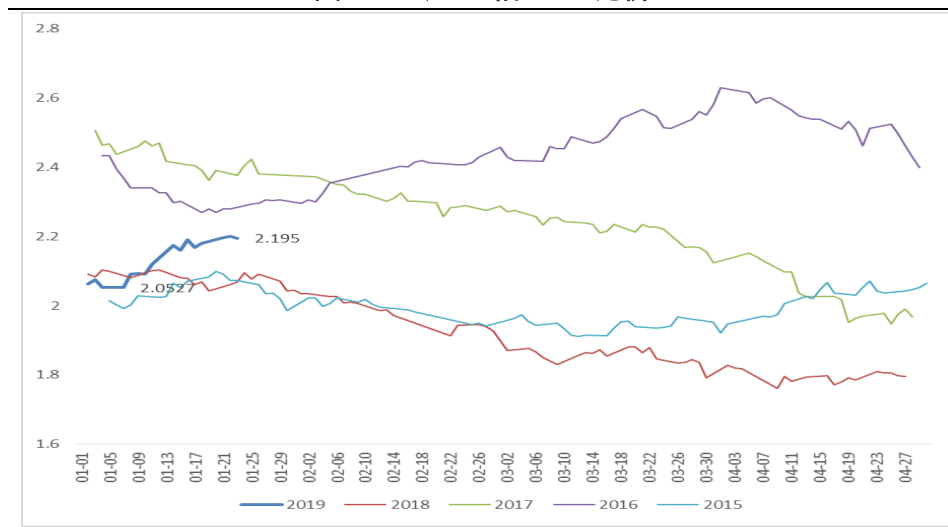
综上所述，笔者认为，2019 年生猪养殖可能会面临极大的考验，养殖规模将超预期萎缩，尽管肉蛋禽的增加以及豆粕价格的走低可能会增加市场对豆粕的需求量，但整体豆粕需求可能出现持平或减少的状态，这可能导致大豆进口的减少，从而国内豆油供应出现短缺；在植物油包装新规的影响下，豆油的消费可能要超预期；或者由于大豆进口压榨数量较大，导致豆粕供求过剩、豆油相对均衡；这两种情况的发生都可能导致油强粕弱的结果。因此，在豆类油脂整体供求格局宽松的背景下，投资者可以关注买油抛粕的套利交易。

3. 买油抛粕策略

综上所述，全球大豆供求过剩状态持续；国内豆粕需求放缓超预期，豆油供应的减少可能导致供求偏紧状态，可以关注买油抛粕交易。

从比价季节性走势情况看，如下图所示，历史上豆油与豆粕的 5 合约与 9 月合约都是以震荡走低为主，主要因为过去国内养殖行业高速增长，进口大豆以豆粕需求为主，豆粕的价格占据主导，油粕比持续走低。

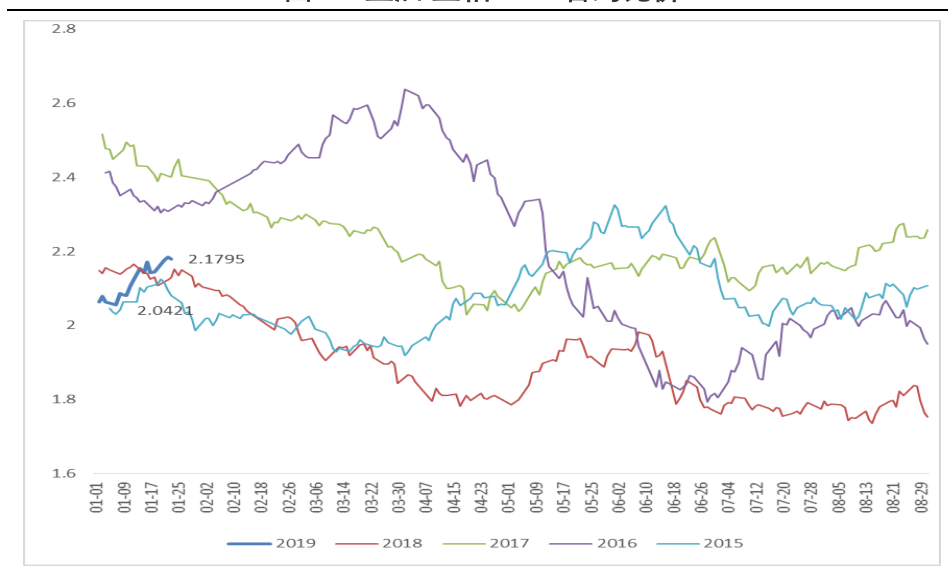
图 8：豆油/豆粕 1905 比价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从基本面分析角度，我们认为，2018 年豆粕的需求量出现了同比负增长，2019 年随着养殖行业尤其是生猪养殖的衰退，豆粕的需求量可能超预期下降，从而导致豆油供应减少，呈现油强粕弱的走势。

图 9：豆油/豆粕 1909 合约比价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于没有季节性规律作为依据，我们考虑从价格角度进行策略制定。2019年初，是国内豆油由高位迅速去库存开始的时期，也是现实豆粕供应预期宽松的开始，彼时5、9月豆油与豆粕的比值为2.05，目前已经出现了一定幅度的走高；若如笔者所述，那么油粕比值就很难再次回到2.05以下。因此，从交易策略的角度，笔者认为可以在2.05—2.10区间布局买油抛粕多单，等资金量配比即可；激进的投资者可现价底仓入市，等待回调加大仓位，目标价位依据基本面再行确定。若价格跌破2.05，基本面可能发生根本转变，需要坚决止损离场。

风险事项：

- 1、中美贸易争端升级，大豆进口大幅萎缩，豆粕将更强；
- 2、南美天气灾害导致产量大幅减少，可能更利多豆粕价格。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。