



贸易摩擦主导加剧市场波动

摘要

外盘：

在美国新季大豆面积减少、天气良好的情况下，单产还有提升空间，从产量方面来看，存在继续压制期价反弹的可能性，并且叠加中美贸易战直接影响美豆出口。整体来看，以上两大利空因素是主导美豆期价疲弱的主要因素。而从全球大豆供应平衡来看，由于上年度阿根廷的大幅减产，造成 2018/19 年度全球期末库存水平下降，在供需平衡改善的情况下，预计后期大豆价格跌幅有限。

对比来看，2015 年度美豆期末库存为 3.02 亿蒲式耳，当时美豆期价底部处于 850 美分附近，尽管随后几年的结转库存均高于 2015 年度，但市场价格底部一直在抬升，根据 USDA 预计 2018 年度美豆期末库存回落至 3.85 亿蒲式耳，我们预计本轮美豆价格底部区域或在 850 美分附近。

内盘：

豆粕：随着后期大豆庞大的到港量，加上国内油厂开机率转好，预计三季度豆粕库存压力仍较大，在基本面利空的背景下，豆粕价格底部在 2700 附近，如果后期中美贸易战继续发酵，北美大豆出口不能满足国内大豆采购需求，到时将导致国内豆粕价格上扬，预计年末豆粕高点可能升至 3500 元/吨附近。

菜粕：下半年随着居民对水产养殖产品消费的增加，菜粕迎来需求旺季，下游提货速度将有所加快，菜粕基本面支撑价格，加之，在中美贸易战逐渐升级的背景下，粕类价格会有直接的体现，我们预计下半年菜粕价格下方在 2270 元/吨附近将获得支撑，上方压力区在 2700 元/吨附近。

连豆：接连的利空消息令价格跌跌不休，但是潜在的利多因素会影响未来大豆价格走势，包括美豆天气炒作以及中美贸易战的不确定性都是大豆价格的潜在利多因素，同时，国家严查转基因大豆流入食品领域，随着旧作大豆库存下降，需求恢复，将提振大豆价格，从近期基差走势上来看，基差明显缩小。另外，大豆播种面积数据后期可能会做出调整。技术上来看，大豆价格仍然在下降通道之中，1 月合约关注 3630 一线支撑。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

何琳

0451-58896625

投资咨询资格证号

Z0013260

助理分析师

王艳茹

0451-58896619

赵伟峰

0451-58896626

目录

第 1 章	行情回顾.....	5
第 2 章	美豆价格影响因素	6
2.1.	大豆期末库存压力减小	6
2.2.	中美贸易“灰天鹅”加剧价格波动	7
2.3.	阿根廷大幅减产造成大豆供给偏紧	8
2.4.	美豆面积减少但产量仍不确定	8
2.5.	美豆出口前景仍存忧虑	10
2.6.	巴西大豆出口保持强劲	11
2.7.	基金在豆粕保持较高水平	11
2.8.	行情展望与操作策略	12
第 3 章	豆粕价格影响因素	13
3.1.	大豆供给预期较为宽松	13
3.2.	豆粕库存压力尚在	13
3.3.	压榨量及开机率保持高位	14
3.4.	生猪养殖亏损 豆粕需求下降	15
3.5.	行情展望与操作策略	16
第 4 章	菜粕价格影响因素	17
4.1.	菜粕需求持续增加	17
4.2.	国产菜籽产量下滑但进口大幅增加	17
4.3.	菜粕库存处于低位	18
4.4.	行情展望与操作策略	19
4.5.	豆菜价差分析	19
第 5 章	国产大豆行情分析	20
5.1	上半年影响因素分析	20
5.1.1	大豆库存充裕带动期价走低	20
5.1.2	阿根廷干旱减产	20
5.1.3	中美贸易战	20

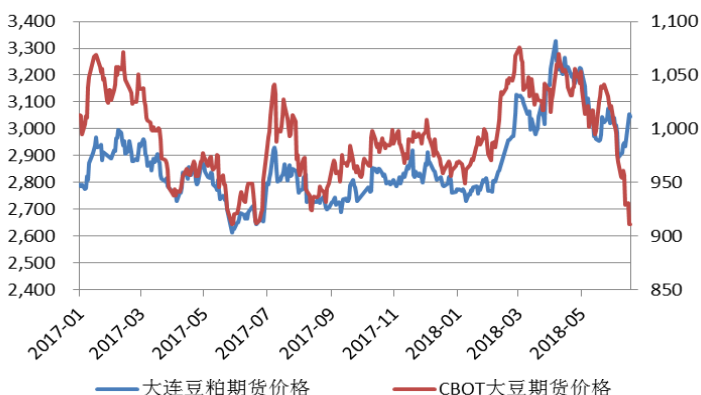
5.1.4 需求不佳，期现基差持续扩大	20
5.1.5 政策性影响	21
5.2 下半年影响因素分析	21
5.2.1 美豆主产区天气因素	21
5.2.2 中美贸易战不确定性	22
5.2.3 国内播种面积的不确定性	22
5.2.4 国产大豆拍卖	22
5.2.5 补贴发布与落实	23
5.3 国产大豆价格走势展望	23
南华期货分支机构	24
免责声明	26

图表目录

图 1.1.1: 美豆及连豆粕期价走势图 (左单位: 元/吨 右单位: 美分/蒲式耳)	5
图 2.1.1: 美国大豆供需平衡表	6
图 2.1.2: 全球大豆供需平衡表	6
图 2.2.1: 美豆及连豆粕期价走势图	7
图 2.2.2: 中国进口大豆数据 (单位: 百万吨)	8
表 2.4.1: 种植意向面积数据 (单位: 百万英亩)	9
图 2.4.1: 北美季度天气预测	9
图 2.5.1: 美豆出口销售累计量 (单位: 吨)	10
图 2.5.2: 美豆出口销售周度量 (单位: 吨)	10
图 2.6.1: 巴西大豆出口销售月度量 (单位: 万吨)	11
图 2.7.1: 美豆基金持仓和期价对比 (左: 基金持仓 右: 美豆收盘价)	12
图 2.7.2: 美豆及美豆粕基金持仓情况 (单位: 张)	12
图 3.1.1: 大豆进口量 (单位: 万吨)	13
图 3.1.2: 豆粕库存 (单位: 万吨)	14
图 3.2.1: 大豆压榨量 (单位: 万吨)	14
图 3.2.2: 大豆开机率 (单位: %)	15
图 3.4.1: 外购仔猪养殖利润及生猪价格 (元/吨)	15
图 3.4.2: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (单位: 万头)	16
图 4.1.1: 菜籽粕供需平衡表	17
图 4.2.1: 菜籽产量 (单位: 千吨)	17
图 4.3.1: 菜籽库存 (单位: 吨)	18
图 4.3.2: 菜粕库存 (单位: 吨)	18
图 4.5.1: 豆菜 1 月合约价差走势图	19
图 5.1.4.1: 国产大豆基差走势 (单位: 元/吨)	21
图 5.2.1.1: 美豆主产区天气 (单位: 元/吨)	22
表 5.2.4.1: 国产大豆拍卖 (单位: 元/吨)	22
表 5.2.5.1: 国产大豆补贴 (单位: 元/吨)	23

第1章 行情回顾

图 1.1.1: 美豆及连豆粕期货价格走势(左单位: 元/吨 右单位: 美分/蒲式耳)



数据来源: WIND 南华期货研究所

1月11日因市场预期 USDA 供需报告偏空,致使美豆触及近四月低点至 962.5 美分,但当月 USDA 供需报告下调美豆单产,以及期末库存低于市场预期,整体 1 月份供需报告略偏多,导致美豆触及低点后反弹至月末。国内豆粕跟随美豆调整,年初维持震荡行情,后受美豆带动呈现反弹态势。

2 月初阿根廷迎来有利降雨,使得美豆反弹受限,期价重回震荡,而在中国春节假期期间,阿根廷干旱天气加剧,导致美豆加速上行。国内豆粕随着美豆走势强劲,春节后第一个交易日,跳空高开高走,豆粕指数创新高至 2948。

3 月初,市场担心阿根廷本年度大豆产量下降至 4000 万吨,推动美豆粕期价创出新高至 404 美分,并带动美豆创出近一年来新高至 1082.5 美分。但随后因触及高位遭遇买盘获利了结,导致期价开始回落,加之 3 月份供需报告下调美豆出口数据,美豆结转库存高于市场预期,报告数据利空,导致美豆期价在 9 日当天下穿 10 日、20 日均线,收于跌幅 2.6% 的实体长阴线,回吐前期天气炒作涨幅。3 月下旬阿根廷天气炒作接近尾声,暂无可炒作的题材,导致美豆维持调整为主。

4 月 4 日清晨美国政府发布的加征关税的商品清单,将对我国出口到美国的 1333 项 500 亿美元的商品加征 25% 的关税,当日下午中国商务部公布对原产美国的大豆预征收 25% 的关税,以此做出反击,导致当天 CBOT 大豆直线暴跌至 983.5 美分, K 线收出 2.05% 的长阴线并伴随较长下影线。但随后双方进入谈判协商。受美豆出口销售好于预期及北美种植天气不利于播种,加之 4 月份 USDA 供需报告利多因素提振,推动 CBOT 大豆价格上扬至 4 月中旬。但中美贸易摩擦持续反复,影响内外豆类市场行情,至 4 月下旬 CBOT 大豆维持震荡调整。国内豆粕因受中美贸易摩擦提振,4 月 9 日开盘跳空高开低走,期价创 2016 年以来高位至 3396 元/吨,随后受贸易摩擦反复,豆粕维持偏强震荡行情。

5 月初,中美贸易双方代表进行第一次实质性谈判,但结果仅部分内容达成协议,令交易者担忧美豆的后期出口销售量,导致美豆继续回落,期价跌破半年均线。5 月 15 日至 19 日,中美贸易摩擦进入第二次谈判,在谈判期间 CBOT 大豆价格曾跌破 1000 美分。随着中美贸易双方谈判结束,中方承诺将增加对美国农产品的进口,导致美豆期价反弹。国内豆粕跟随调整,但豆粕下游需求不佳,导致沿海豆粕库存高企等基本面压力拖累,豆粕在 5 月中旬跌破前期支撑位 3000 关口。5 月下旬中美贸易磋商结束,市场回归基本面,豆粕维持震荡调整。

进入 6 月份,北美天气风调雨顺,新作物的种植率及出苗率均高于去年同期,同时也高于 5 年均值,导致美豆期价承压,从 5 月末开始呈现下降态势。随后 6 月 15 日中美贸易战升级,特朗普宣布

对 500 亿美元从中国进口商品加征 25%关税，我国方面采取了对等的关税举措予以回应，致使 6 月 19 日开盘 CBOT 大豆一度下挫，夜盘期价曾创出近三年半来新低至 864.5 美分，随后买家逢低买入，推动期价反弹且尾盘收于 911.25 美分，日跌幅 2.17%。中美贸易冲突反复，国内豆粕受此影响端午节后第一个交易日跳空高开低走，日涨幅达到 3.56%左右，夜盘随着美豆调整继续回吐前日部分涨幅。

第2章 美豆价格影响因素

2.1. 大豆期末库存压力减小

图 2.1.1: 美国大豆供需平衡表

美国大豆	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2017/18	2018/19	2018/19
					5月	6月	5月预计	6月预计
播种面积	76.8	83.3	82.7	83.4	90.1	90.1	89	89
收割面积	76.3	82.6	81.7	82.7	89.5	89.5	88.2	88.2
单产(蒲)	44	47.5	48	52	49.1	49.1	48.5	48.5
期初库存	141	92	191	197	302	302	530	505
产量	3358	3927	3926	4296	4392	4392	4280	4280
进口量	72	33	24	22	25	25	25	25
供应量	3570	4052	4140	4515	4718	4718	4835	4810
压榨量	1734	1873	1886	1899	1990	2015	1995	2000
出口量	1638	1843	1942	2174	2065	2065	2290	2290
种子用量	97	97	97	105	103	103	103	103
剩余	10	48	18	36	30	30	32	32
消费	3478	3861	3944	4213	4188	4213	4420	4425
期末库存	92	191	197	302	530	505	415	385
平均价格	13	10.1	8.95	9.47	9.35	9.4	8.75-11.25	8.75-11.25
库存消费	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	12.66%	11.99%	9.39%	8.70%

数据来源: USDA 南华期货研究所

图 2.1.2: 全球大豆供需平衡表

大豆	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2017/18	2018/19	2018/19
(百万吨)					5月	6月	5月预计	6月预计
全球								
期初库存	56.21	62.57	77.73	77.92	96.39	97.38	92.16	92.49
产量	283.12	319	313.77	351.32	336.7	336.7	336.7	355.24
进口量	111.73	121.9	133.33	144.25	152.63	152.96	159.54	159.37
国内压榨	241.27	262.38	275.31	288.54	299.39	299.65	313.34	313.47
总消费	275.72	299.86	314.35	330.14	342.29	342.44	357.72	357.7
出口量	112.77	125.96	132.55	147.22	151.26	152.11	161.82	162.37
期末库存	62.57	77.66	77.92	96.14	92.16	92.49	86.7	87.02
全球库存消费	17.67%	20.00%	19.10%	22.06%	20.45%	20.47%	18.25%	18.29%
巴西								
期初库存	15.33	15.95	18.93	18.2	25.47	26.46	22.87	24.5
产量	86.7	96.2	96.5	114.1	117	119	117	118
进口量	0.61	0.31	0.41	0.25	0.2	0.23	0.4	0.23
国内压榨	36.86	39.93	39.75	40.9	43	43	43.2	43.2
总消费	39.86	42.98	43.25	44.55	46.5	46.54	46.77	46.78
出口量	46.83	50.61	54.38	63.14	73.3	74.65	72.3	72.95
期末库存	15.95	18.86	18.2	24.86	22.87	24.5	21.2	23
巴西库存消费	19.06%	20.83%	19.33%	23.89%	19.66%		18.35%	19.80%
阿根廷								
期初库存	20.96	26.05	31.7	31.6	36.22	36.22	28.78	28.15
产量	53.5	61.4	56.8	57.8	39	37	56	56
进口量	0	0	0.68	1.67	3.1	3.35	1.85	1.85
国内压榨	36.17	40.23	43.27	43.3	40.73	40.3	44	44
总消费	40.57	45.22	47.65	47.83	45.35	44.92	48.94	48.94
出口量	7.84	10.57	9.92	7.03	4.2	3.5	8	8
期末库存	26.05	31.66	31.6	36.22	28.78	28.15	29.69	29.06
阿根廷库存消费	59.19%	62.32%	59.41%	71.97%	64.06%	64.27%	57.10%	55.88%

数据来源: USDA 南华期货研究所

6 月 USDA 报告数据显示, 预计 2018/19 全球大豆产量创出近六年来新高至 3.55 亿吨, 其中产量占比最大为巴西 1.18 亿吨, 占全球产量的 33.2%, 美国退居第二, 产量下调至 1.16 亿吨, 占全球产量的 32.6%, 阿根廷产量恢复至 5600 万吨, 占比 15.8%。在全球大豆产量居高不下的背景下, 消

费也随之增加，预计新年度消费总量达到 3.575 亿吨，较去年增加 1540 万吨，期末库存则较上年度减少 514 万吨至 8702 万吨，对应的库存消费比为 18.29%，比较上年度减少 2.16%，全球大豆呈现较为偏紧的供应格局。

从美国供需平衡来看，美国新季度大豆种植面积下调，单产也小幅下滑，导致产量由 1.19 亿吨调减至 1.16 亿吨，但随着消费总量、出口量的大幅增加，致使期末库存由上年度的 5.3 亿蒲式耳下调至 3.85 亿蒲式耳。整体来看，美国新季度的大豆供给趋于偏紧格局，预计在供需平衡略有改善的背景下，美豆价格继续下跌的幅度有限。

2.2. 中美贸易“灰天鹅”加剧价格波动

2018 上半年贯穿市场行情的主要因素除了阿根廷干旱天气造成的大豆严重减产之外，还有中美贸易战这一“灰天鹅”事件。3 月 23 日，特朗普在白宫签署总统备忘录，对中国总价值 500 亿美元的进口产品征收 25%关税的消息确认。对以上美国关税措施，3 月 23 日当天我国商务部也发布了针对美国进口钢铁和铝产品 232 措施的中止减让产品清单。其中，包括对鲜水果、干果、无缝钢管等产品拟加征 15%的关税；对猪肉及制品、回收铝等产品拟加征 25%的关税，中美贸易战就此拉开序幕。

图 2.2.1：美豆及连豆粕期价走势图



数据来源：博易大师 南华期货研究所

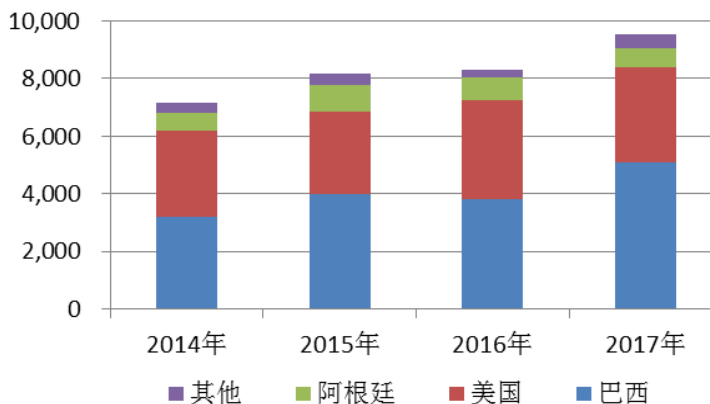
4 月 4 日清晨，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我国出口到美国的 1333 项 500 亿美元的商品加征 25%的关税。当天下午，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25%的关税。实施日期由国务院关税税则委员会另行公布。消息公布当天，美豆指数迅速下挫至 983.5 美分，尾盘反弹收于 1016.75 美分，日内跌幅达到 2.05%。国内豆粕在 4 月 9 日开盘跳空高开低走，日内涨幅达到 4.33%。

随后中美贸易双方代表进行贸易谈判，在此期间，中美双方也曾就清单中部分商品落地实施，贸易摩擦反复。5 月 19 日，中美贸易双方代表就部分商品贸易达成协议，中美双方各自做出些许让步，使中美贸易紧张关系暂时缓解，国内外市场逐渐回归基本面。

6 月 15 日，美方公布前期对中国总价值 500 亿美元的进口产品征收 25%关税的有关清单，并称 7 月 6 号实施。6 月 16 日，国务院关税税则委员会发布公告，对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25%关税清单，包括农产品、汽车、水产品等商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税。随后，6 月 18 日美国又变本加厉，威胁将制定 2000 亿美元征税清单，我国商务部发言人表示，针对美国发起的贸易战，中国将对此有力反制，推动中美贸易战继续升级。受此影响，6 月 19 日美豆指数急剧下跌至 864.5 美分，创出近三年半新低，随后因买家逢低买入，致使美豆价格反弹，尾盘收于 911.25 美分。国内豆粕跳空高开低走，日内涨幅达到 2.95%。目前，受中美贸易战影响，内外市场出现背离

走势，预计下半年，在中美贸易战的大背景下，内外期价走势回归同步仍需时日。

图 2.2.2：中国进口大豆数据（单位：百万吨）



数据来源：WIND 南华研究

中国大豆进口量自 2000 年以来持续增加，市场预期中国 18/19 年度大豆进口量会接近 1 亿吨。从我国进口大豆的分国别数据来看，巴西和美国是我国的两大供应国，2017 年度分别占我国总进口总量的 53.29%、34.38%。中美贸易战，必将影响我国对美豆的进口需求，未来在关税成本增加的背景下，预计我国将减少对美豆的进口量，或将转向南美市场，或将直接进口豆粕或猪肉。那么，我国对美豆的需求下降，这必将会对美豆价格产生一定的压制作用。

2.3. 阿根廷大幅减产造成大豆供给偏紧

2018 年上半年贯穿整个大豆市场行情的主要因素为阿根廷大豆大幅减产：一季度在农作物生长期遭遇 50 年来的干旱天气，导致 USDA 月度供需报告及布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的周度报告一直在调减阿根廷大豆产量，在此期间，CBOT 大豆曾创出近一年来新高至 1082.5 美分；二季度，阿根廷逐渐进入收割期，但天公仍不作美，4 月末，阿根廷大豆主产区迎来大幅降雨，并一直持续到 5 月中旬，连续 21 天的洪涝天气加上气温较高，导致收割受阻，且大豆质量受损。罗萨里奥证券交易所报告显示，阿根廷全国因水灾已经有 67% 的农田遭遇减产。在阿根廷大豆减产的阴霾下，布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计大豆产量为 3600 万吨，较上年产量下降 2150 万吨。

虽然，南美巴西风调雨顺，6 月份 USDA 供需报告预计今年巴西大豆产量将连续第二年超过 1 亿，本年度预计创新高至 1.19 亿吨。但是根据市场预期数据估算，2017/18 年度巴西大豆增产约 500 万吨，而阿根廷减产预估将达到 2150 万吨。从数据显示来看，本年度南美大豆缺口预估达到 1650 万吨。因此，预计本年度全球大豆供给紧缩，对全球大豆市场起到一定的支撑作用。

2.4. 美豆面积减少但产量仍不确定

3 月 30 日美农种植意向报告将 2018/19 年度美豆播种面积调至 8898.2 万英亩，比去年的实际面积 9014.2 万英亩减少 116 万英亩。随着播种进行，5 月、6 月 USDA 月度供需报告再度调整，预估大豆面积下调至 8900 万英亩，较上年度 9014.2 万英亩减少 114.2 万英亩。单产由 2017/18 年度的 49.1 蒲式耳调至 48.5 蒲式耳。由于播种面积及单产预估减少，市场预计今年美豆的产量将会有望下降至 1.1648 亿吨，较上年度减少 304 万吨。

表 2.4.1: 种植意向面积数据 (单位: 百万英亩)

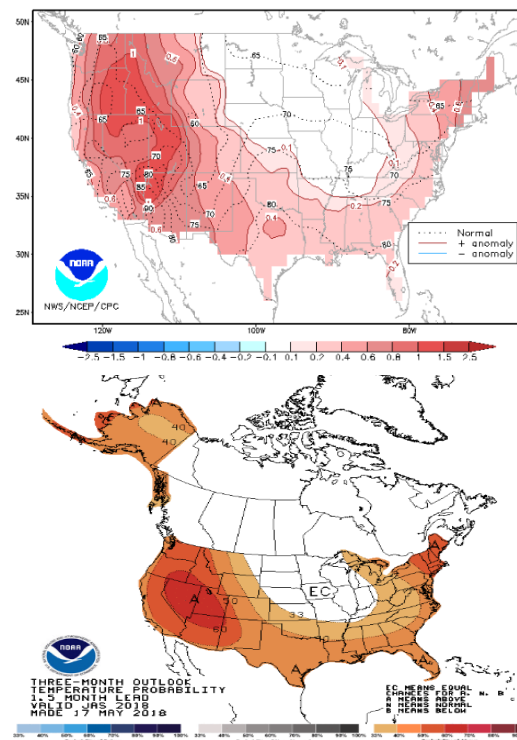
品种	报告结果	平均预测	预测范围	2017	2月展望论坛
大豆	88.982	91.056	89.9-92.6	90.142	90.0
玉米	88.026	89.42	87.55-91.00	90.167	90.0
小麦	47.339	46.297	43.9-47.2	46.012	46.5
棉花	13.469	13.292	13-13.6	12.612	13.3
面积	251.4	254.2		252.1	

数据来源: USDA 南华期货研究所

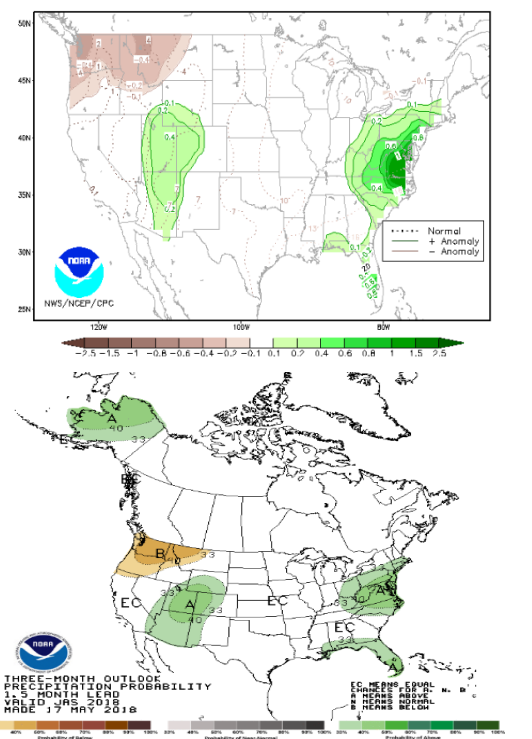
但由于历年 5 月份的供需报告中的单产均为趋势性单产, 从目前天气预测数据显示, 三季度北美大豆主要生产区降雨和气温都维持在历年平均水平, 仅东南部产区伴有高温、局部地区伴有降雨, 预计对大豆的初期生长有一定的影响。从全国整体看来, 三季度天气情况对大豆生长影响力度不大。在面积下调的背景下, 根据近几年平均单产 49 蒲式耳和 50 蒲式耳进行预算, 推算本年度美豆的产量将分别达到 1.186 亿吨和 1.21 亿吨, 从数据可以看出, 本年度美豆产量或将与上年度 1.195 亿几乎持平。且截止到 6 月 19 日, 大豆优良率为 73%, 高于去年同期 67%, 如果大豆生长关键期天气没有较大问题, 单产有可能继续改善, 促使产量有提升的可能性, 而产量增加幅度直接影响期价的走势。

图 2.4.1: 北美季度天气预测

温度 2018 年 (7 月 17 日---9 月 17 日)



降水 2018 年 (7 月 17 日---9 月 17 日)



数据来源: NOAA 南华期货研究所

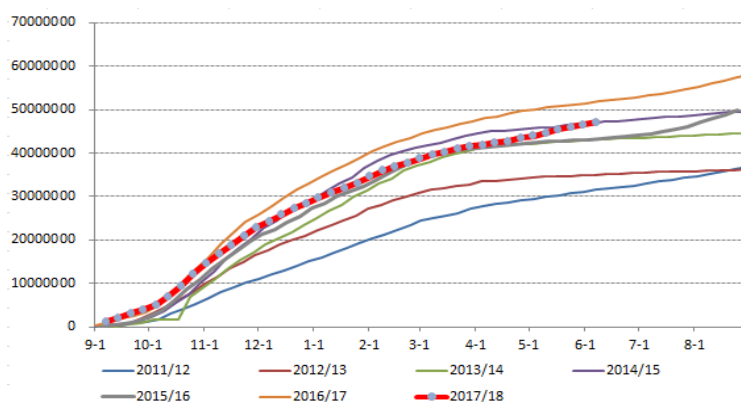
2.5. 美豆出口前景仍存忧虑

根据 6 月 USDA 供需报告数据显示, 2017/18 年度美国大豆销售将达到 5620 万吨, 较去年减少 296 万。但本年度美豆实际的出口总量低于上年度, 美豆出口不振致使美豆期价存在较大压力——截止 6 月 7 日, 美豆出口销售总量为 4267 万吨, 较去年同期 5189 万吨减少 17.76%。其中, 美国对华大豆销售总量(已经装船和尚未装船的销售量)为 2867.8 万吨, 较去年同期的 3595.7 万吨减少 20.2%。

尽管中国买家因担心中美贸易摩擦增加采购成本, 在 4、5 月期间中国部分买家发生洗船现象, 但并没有影响美豆的出口总量, 究其原因, 主要是在此期间美豆出口销售转向南美及欧盟市场, 因此, 在 5、6 月份 USDA 月度供需报告数据中, 美豆的出口销售量维持不变, 反而近几个月美国国内大豆压榨量持续高企, 创下历史同期最高纪录, 从而美豆期末库存压力小幅下降, 但相对于历年同期仍处于高位。

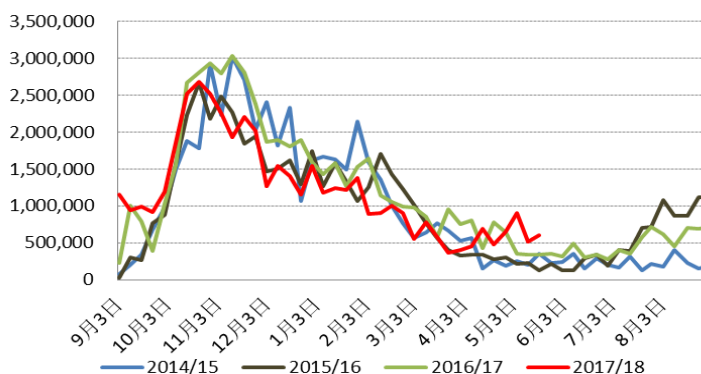
预计后期影响 CBOT 大豆市场的主要因素来自于种植期间天气的炒作, 而在 10 月份美国新豆上市之前, 农户将加快对陈豆的销售步伐, 因此, 我们认为在库存报告中的数据或将有所下调, 但下调幅度并不会太大, 如果报告中数据符合市场预期的话, 那么对新季度美豆价格压力有所减弱。

图 2.5.1: 美豆出口销售累计量 (单位:吨)



数据来源: WIND 南华期货研究所

图 2.5.2: 美豆出口销售周度量 (单位:吨)



数据来源: USDA 南华期货研究所

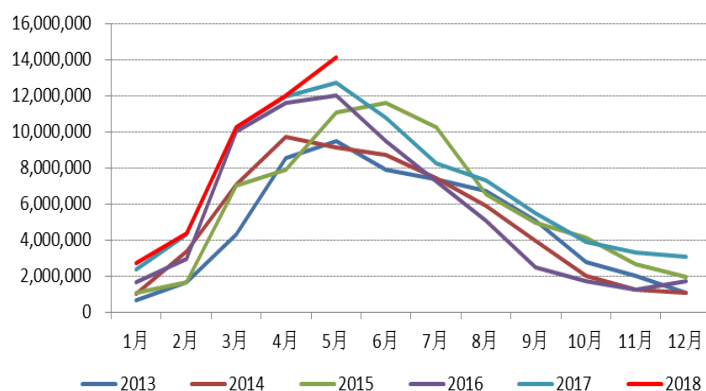
随着中国居民生活水平的提高, 驱动中国消费者对蛋白质的需求持续增加, 但机构方面的数据有

所差异——6 月份 USDA 供需报告中预计 2018/19 年度中国对豆粕饲用量的需求将达到历史新高至 7866.4 万吨，同比上年度增加 7%。因此，预估新年度中国大豆进口量将达到 1.03 亿吨，高于上年度的 9700 万吨。作为对比，国家粮油信息中心预计 2018/19 年度对豆粕饲用消费需求量增加至 7300 万吨，同比上年增加 1.25%。中国农业部预测新年度我国进口大豆数量将减少 32 万吨到 9565 万吨，同比减少 0.3%。我们认为，在我国对豆粕需求较高的背景下，对大豆的进口量也将继续增加，但考虑到中美贸易战以及生猪养殖亏损等因素影响，预计大豆进口增速或将小幅下滑至 2.5%，那么对大豆需求小幅增加至 9800 万吨左右，或将与去年 9700 万吨持平。

另外，中美贸易战后期发展态势仍对行情存在较大的不确定性，预计下半年中国从美国进口大豆数量，可能随着贸易战的进一步升级或将继续减少。同时，美国农业部或将调整对我国的大豆出口数据，以及前期公布的大豆进口数据，尤其是对 6 月份 USDA 报告中本年度我国进口大豆达到的 1.03 亿吨进行修正，这将在一定程度上影响美豆的期价走势。并且在中美贸易战持续发酵推动的关税成本提高之下，中国买家或转向南美或直接进口豆粕或猪肉，从侧面也会对美豆期价造成压力。

2.6. 巴西大豆出口保持强劲

图 2.6.1：巴西大豆出口销售月度量（单位:万吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

2017/18 年度巴西大豆出口量一直高于去年同期，创近十年来新高至 7330 万吨，较上年度增加 16.09%。6 月份 USDA 数据预计 2018/19 年度巴西大豆出口销售量略降至 7295 万吨，仍居近十年来的第二位。从月度出口数据来看，目前的出口销售量远远高于历年同期水平，继续冲击美豆市场份额。

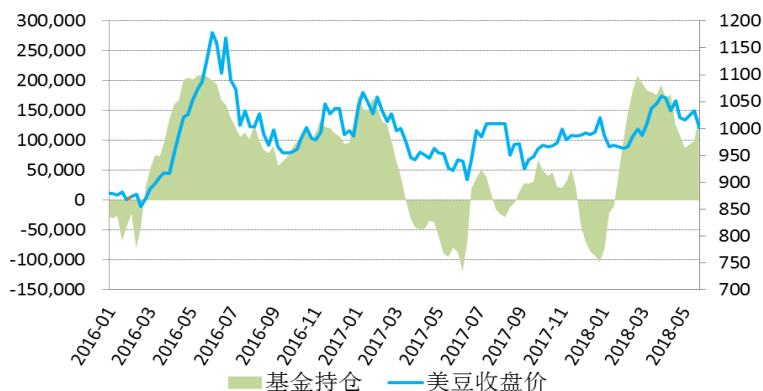
从时间点来看，每年二三季度是巴西大豆主要销售时期，加之本年度巴西天气风调雨顺，大豆产量再创新高至 1.19 亿吨，同时，由于前期中美贸易摩擦影响，导致南美大豆升跌水曾大幅度上涨，此外，考虑到美国进入加息周期，美元继续走强，巴西雷亚尔汇率的持续贬值，令巴西农户保持较高的出售大豆积极性，因此我们预计 2018/19 年度巴西大豆出口将会继续增加，相比美豆而言，我国压榨企业更愿意购买蛋白较好的巴西大豆，下半年依旧会对延后的美豆出口存在较大竞争力。

2.7. 基金在豆粕保持较高水平

1 月份 CBOT 美豆期价在 960-1000 美分之间区间震荡，CFTC 管理基金持仓净空增加，创出近六年来低点至 10.3 万手，随后受阿根廷天气利多因素提振，基金持仓由空翻多，并在随后的一个月持续增加，3 月初基金净多创出六年新高至 20.8 万手，此时，CBOT 大豆期价也创出近一年来新高至

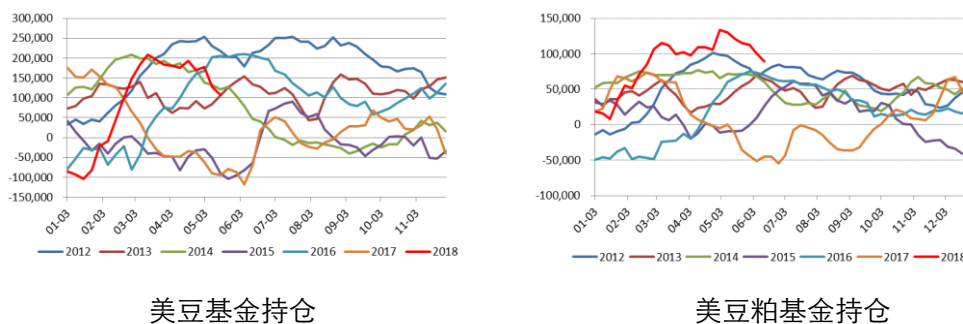
1082.50 美分。随后因 USDA 报告阿根廷产量高于预期，市场前期逐渐消化，资金持续流出，加之，4 月初到 5 月中旬，因中美贸易摩擦反复，市场交易者担心美豆的出口销售会受到影响，基金净多减持到历年中值 10 万手附近，受此影响 CBOT 大豆呈现弱势震荡格局。

图 2.7.1: 美豆基金持仓和期价对比（左：基金持仓 右：美豆收盘价）



数据来源：WIND 南华期货研究所

图 2.7.2: 美豆及美豆粕基金持仓情况（单位：张）



美豆基金持仓

美豆粕基金持仓

数据来源：WIND 南华期货研究所

阿根廷是全球最大的豆粕出口国，国产的大豆 90%都用于压榨行业。本年度因受干旱和洪涝天气影响，导致大豆产量大幅下滑至 3600 万吨，因此，市场预估本年度豆粕供给量将会大幅下滑，导致 CBOT 豆粕价格领涨并保持坚挺至 5 月初。从 CFTC 基金持仓数据来看，连续两个月的资金流入维持在历史高位，5 月初更是创出近六年来新高至 13.35 万张，资金方面支撑豆粕价格。6 月份随着中美贸易战再次升级，从而导致美豆粕价格下挫，资金也随之流出，但截止目前仍位于历史高位，对美豆粕价格起到一定的支撑作用，后期仍需关注豆粕持仓状况。

2.8. 行情展望与操作策略

在美国新季大豆面积减少、天气良好的情况下，单产还有提升空间，从产量方面来看，存在继续压制期价反弹的可能性，并且叠加中美贸易战直接影响美豆出口。整体来看，以上两大利空因素是主导美豆期价疲弱的主要因素。而从全球大豆供应平衡来看，由于上年度阿根廷的大幅减产，造成 2018/19 年度全球期末库存水平下降，在供需平衡改善的情况下，预计后期大豆价格跌幅有限。

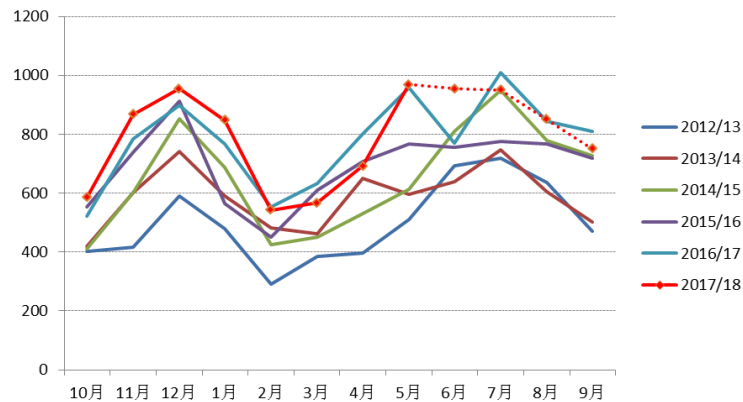
对比来看，2015 年度美豆期末库存为 3.02 亿蒲式耳，当时美豆期价底部处于 850 美分附近，尽管随后几年的结转库存均高于 2015 年度，但市场价格底部一直在抬升，根据 USDA 预计 2018 年度美

豆期末库存回落至 3.85 亿蒲式耳，我们预计本轮美豆价格底部区域在 850 美分附近。

第3章 豆粕价格影响因素

3.1. 大豆供给预期较为宽松

图 3.1.1: 大豆进口量（单位：万吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

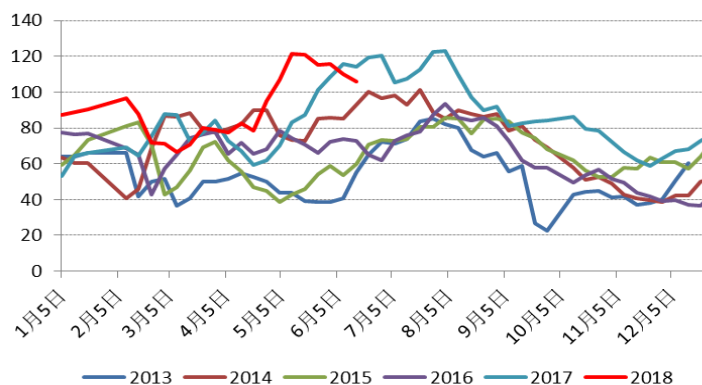
据海关数据显示，2018 年 5 月份我国大豆进口为 968.7 万吨，为 2017 年 7 月份以来最高水平，2018 年上半年 1-5 月份我国大豆进口量为 3619 万吨，较去年同期下降 2.53%。究其原因，主要是由于二季度受中美贸易摩擦影响，以及生猪养殖处于严重亏损期，导致我国减少了对大豆的进口量。

但目前下游需求疲弱，油厂开机率处于低位，导致沿海大豆库存大幅增加，截止 6 月 11 日，国内沿海主要地区油厂大豆库存总量为 601.19 万吨，较去年同期 502.52 万吨增加 19.63%。根据 Cofeed 调查数据显示，6-9 月份大豆到港量预期分别在 954.95 万吨、950 万吨、850 万吨、780 万吨，后期到港量虽然略低于去年同期，但与历年进口数据相比仍处于较高位置。整体来看，三季度我国大豆供给将维持较为宽松的格局。

3.2. 豆粕库存压力尚在

2018 年上半年沿海油厂豆粕库存维持在历史高位，主要原因是由于生猪养殖行业处于严重亏损状态，对豆粕需求大幅减弱，下游走货较慢，4-5 月中美贸易摩擦导致油厂盘面利润突然放大，致使油厂积极生产，但豆粕销售进度未能跟进，加之，二季度南方水产养殖行业因降雨等不利因素影响，更使得豆粕现货压力增加。6 月份受上合峰会的影响，部分油厂停机导致豆粕库存压力暂缓，但仍维持在高位。截止 6 月 19 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 111.62 万吨，但较去年同期 119.27 万吨减少 6.414%。其中，国内沿海主要地区油厂豆粕未执行合同量 631.38 万吨，较去年同期 452.45 万吨，增加 39.54%。

图 3.1.2: 豆粕库存 (单位: 万吨)



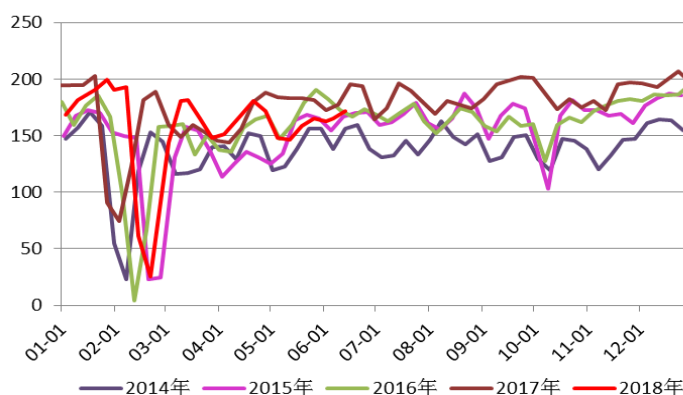
数据来源: WIND 南华期货研究所

从历年豆粕库存数据对比走势图来看,三、四季度进入逐渐去库存周期,四季度因油脂需求旺季,以及养殖催肥对饲料需求增加的带动,豆粕库存位于年度低点,如果四季度国内豆粕库存下降至去年同期水平 60 万吨左右,那么豆粕高库存压力会有所缓解。在中美贸易战的继续发酵,一直持续到年末的背景下,预计下半年豆粕价格震荡区间有望抬高。

3.3. 压榨量及开机率保持高位

大豆压榨方面,2018 年自然年度(始于 2018 年 1 月 1 日)迄今,我国大豆压榨量总计为 3773.45 万吨,较 2017 年度同期的 3808.46 万吨下降 35 万吨,降幅为 0.91%。由于生猪养殖行业处于亏损状态,导致下游行业对豆粕需求有所放缓,因此,致使 2018 年上半年大豆压榨量同比减少。

图 3.2.1: 大豆压榨量 (单位: 万吨)



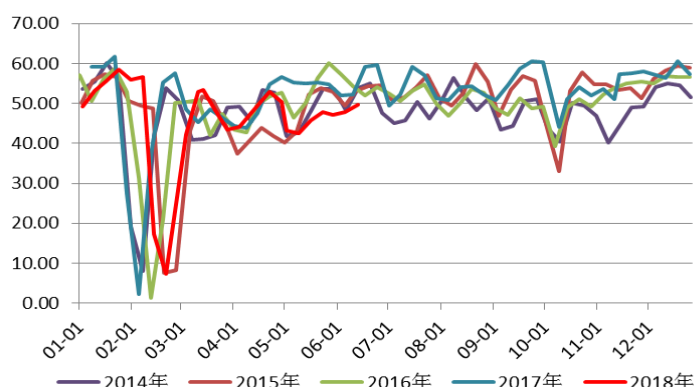
数据来源: WIND 南华期货研究所

一季度油厂开机率平均为 45.86%,去年同期为 45.74%,油厂开机率接近持平。今年春节期间沿海油厂开机率为 7.36%,较去年 2.25%增加 5.11 百分点。而且春节期间生猪处于出栏时期,对豆粕需求较为清淡,叠加油厂仍保持开机,使得豆粕库存会有所增加,随后由于豆粕库存压力较大,导致油厂因豆粕胀库而停机,开机率仍维持低位,但仍高于历年同期水平。

二季度,春节假期结束后,沿海油厂开机率迅速提升,3 月 11 日当周开机率创出近 4 年来同期最高水平,但由于下游需求不佳,豆粕提货较慢,导致二季度豆粕库存维持在历史高位,从而使得部

分油厂被迫停机，从 5 月份开始连续近两个月，沿海油厂开机率维持在 4 年来的低位。根据 Cofeed 调查数据显示，7-9 月份大豆到港量预期分别在 950 万吨、850 万吨、780 万吨。后期进口大豆到港总量仍维持高位，预计随着大豆大量到港开机率将有所提升，回归历年平均水平。

图 3.2.2: 大豆开机率（单位：%）

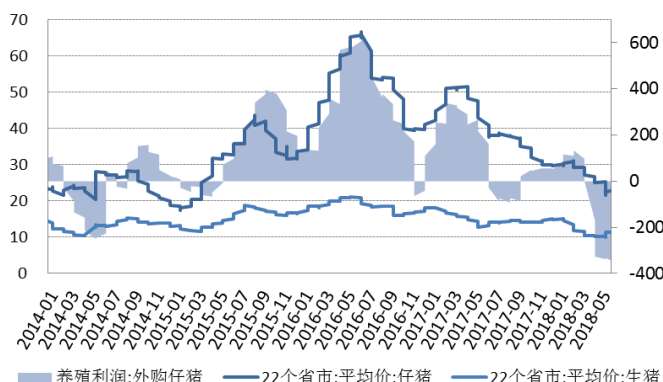


数据来源：WIND 南华期货研究所

3.4. 生猪养殖亏损 豆粕需求下降

从生猪供给端来看，受小规模散户退出、环保政策调整等因素影响，上半年生猪存栏量在较低的水平。虽然，2018 年是生猪产能环保清退的最后一年，但因“南猪北养”大型养殖户扩建、新建养殖厂区仍需要大量时间，导致生猪补栏缓慢。叠加 2018 年上半年，生猪养殖利润出现亏损更使得养殖企业雪上加霜，根据当前饲料价格测算，猪粮比达到 5.13:1，已经跌破 2016 年政府公布 5.5:1 的政策警戒线。生猪价格处于创出八年来新低，东北地区每头猪亏损曾达到 252 元，而西南地区价格略偏高，每头亏损达到 171 元。由于生猪养殖处于亏损，导致生猪补栏不及预期，豆粕终端需求有所下降，制约豆粕价格反弹幅度。

图 3.4.1: 外购仔猪养殖利润及生猪价格（元/吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

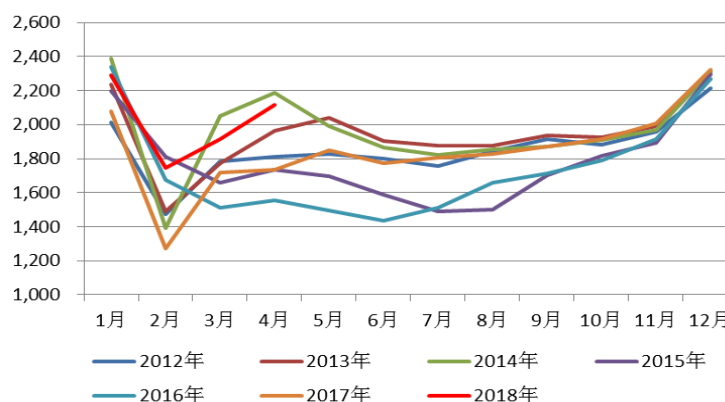
一季度初受春节假期需求提振，生猪价格走出前期低迷，但好景不长，随着假期接近尾声，市场需求进入阶段性疲软期，市场供应充足，导致价格再次转跌。即使 3 月 13 日相关部门发布了《关于 2018 年中央储备冻猪肉收储竞价交易有关事项的通知》，收储冻猪肉 1 万吨，相当于 14.3 万头生猪。

而市场预计 3 月份生猪供应过剩在 350 万头左右，对生猪市场恐也难以起到太大的提振作用。但 3 月下旬，受中美贸易战影响，商务部发文拟对自美猪肉加征 25% 的关税，国内大型屠宰企业将难以再用美国低价猪肉来打压国内猪价，将对国内行情形成一定利好。

二季度生猪价格前期仍处于下跌状态，甚至跌至近 8 年来低位，进入了震荡调整期。后期猪价出现一定程度的上涨，但是随着气温升高，居民口味偏清淡，多选择消费瘦肉型猪肉。而受前期压栏影响，市场生猪供应略偏紧，加之农忙时节，部分地区养殖户出栏减少，屠宰企业收购有一定难度，且消费市场并不给力，屠宰企业走货缓慢，提价收购意愿不足，猪价震荡调整。但如果冻品猪肉出货依旧不理想，则猪价将继续维持当前的相对高位，稳定中震荡为主。

由于生猪养殖处于严重亏损状态，加之，中美贸易战继续发酵升级，预计下半年，生猪价格阶段性缓慢向上的概率将提高，但大涨的概率仍偏低，养殖复苏对豆粕价格的推动力度有限。

图 3.4.2: 生猪定点屠宰企业屠宰量（单位:万头）



数据来源: WIND 南华期货研究所

虽然生猪价格持续下滑，但生猪屠宰量与历年相比，却维持较高位置。究其原因，随着生猪存栏量的持续下滑，2018 年 5 月份，能繁母猪存栏量已触及近六年来低位至 3285 万头。由于生猪价格较为低迷，适度提高了消费者购买积极性，同时，部分屠宰企业为了赚取利润，将并未符合出栏的幼猪宰杀，从而导致上半年生猪屠宰量增加。按照以往三季度随着气温升高，居民更青睐清淡食品，对高蛋白的猪肉消费需求将有所放缓，屠宰量也随之下滑，四季度则随着元旦、春节等消费需求的带动，生猪屠宰量将继续回升至年度高位。在此基础上，预计下半年生猪存栏量将会继续下滑，对豆粕的需求或将持续疲软。

3.5. 行情展望与操作策略

国内豆粕期价 2 月份受外盘影响上涨至 3100 点附近，3 月份开始随着阿根廷天气接近尾声，期价震荡下行回吐前期涨幅。随后美豆种植意向报告利多，国内豆粕积极追涨，日涨幅达到 4.4%。二季度初受中美贸易摩擦的推动，豆粕指数创出近两年来新高至 3396 元/吨，随后中美贸易摩擦缓和，在基本面的压力下，豆粕震荡下行至 2882 元/吨的年线附近。6 月中旬中美贸易摩擦再次升级，致使国内豆粕在节后第一个交易日高开低走，日涨幅达到 2.95%，期价收于 3000 元/吨附近。

随着后期大豆庞大的到港量，加上国内油厂开机率转好，预计三季度豆粕库存压力仍较大，在基本面利空的背景下，豆粕价格底部在 2700 元/吨附近，如果后期中美贸易战继续发酵，北美大豆出口不能满足国内采购需求，到时将导致国内豆粕价格上涨，预计豆粕高点可能升至 3500 元/吨附近。

第4章 菜粕价格影响因素

4.1. 菜粕需求持续增加

从国内需求来看，随着南方气温的回升，水产养殖已经全面启动，对菜粕的需求快速增加，菜粕的提货速度加快。当前华南地区水产饲料配方中菜粕添加比例在 15~18%，鸭料中添加比例在 3%左右。通过菜粕供需平衡表中数据可以看出，2017/18 年度预计菜粕饲用消费需求为 1105 万吨，较上年度增加 55 万吨；2018/19 年度略增至 1120 万吨，菜粕的需求量逐年增加，对菜粕市场有一定的支撑作用，目前，豆菜粕现货价差在 440~480 元/吨，较上月缩小 80~100 元/吨，豆菜粕价差缩小不利于菜粕消费，饲料企业有下调菜粕用量的现象，特别是鸭料中添加比例明显下滑，但随着中美贸易战持续反复，受此影响，中国买家下半年大豆进口成本或将增加，推动豆粕价格上扬，从而豆菜价差或将扩大，替代性有所减弱，因此，我们预计对菜粕的需求量较为乐观，支撑菜粕价格。

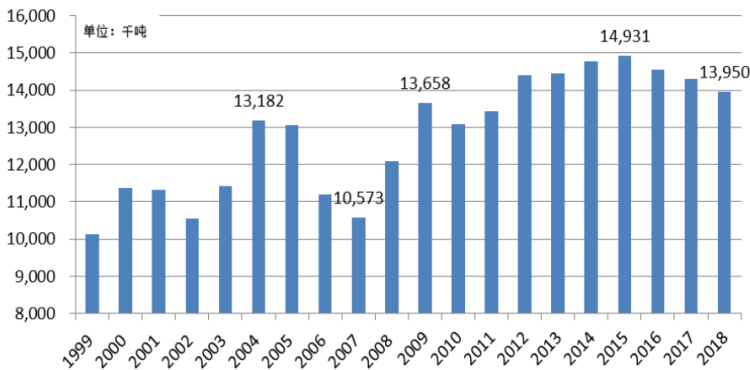
图 4.1.1：菜籽粕供需平衡表

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
			6月预估	6月预测
生产量	10,688	10,285	10,510	10,388
进口量	177	754	1,000	1,200
年度供给量	10,865	11,039	11,510	11,588
饲料消费量	10,400	10,500	11,050	11,200
其他消费量	320	350	350	380
年度国内消费量	10,720	10,850	11,400	11,580
出口量	102	20	30	20
年度需求总量	10,822	10,870	11,430	11,600
年度结余量 2/	43	169	80	-13

数据来源：国家粮油信息中心 南华期货研究所

4.2. 国产菜籽产量下滑但进口大幅增加

图 4.2.1：菜籽产量（单位：千吨）

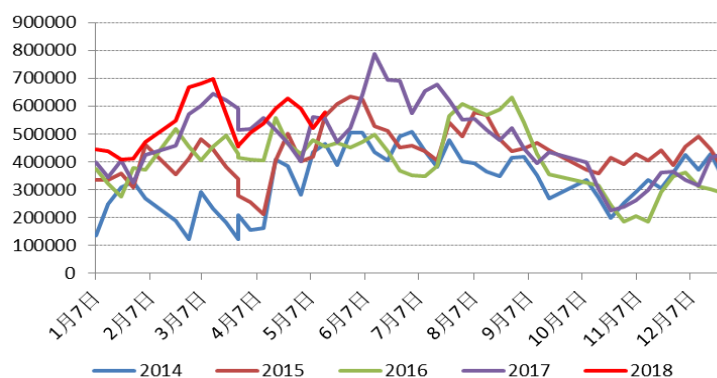


数据来源：国家粮油信息中心 南华期货研究所

根据国家粮油信息中心数据显示，2018 年我国夏收油菜籽种植面积将为 700 万公顷，较上年减少约 2.4%，安徽、江苏、河南等地区面积下滑明显。但油菜籽在生长期天气状况良好，使得单产高于预期，从目前已经收割的情况来看，油菜籽单产有望达到创纪录的 1.993 吨/公顷。在面积大幅下降的背景下，油菜籽总产量预计将降至 1395 万吨，较上年减少 35 万吨，为连续第三年来下滑。虽然国内油菜籽产量下滑，但进口量也有所增加，预计 2018/19 年度我国菜籽进口量将进一步增加至 460 万吨，原料供给仍处于宽松格局。

4.3. 菜粕库存处于低位

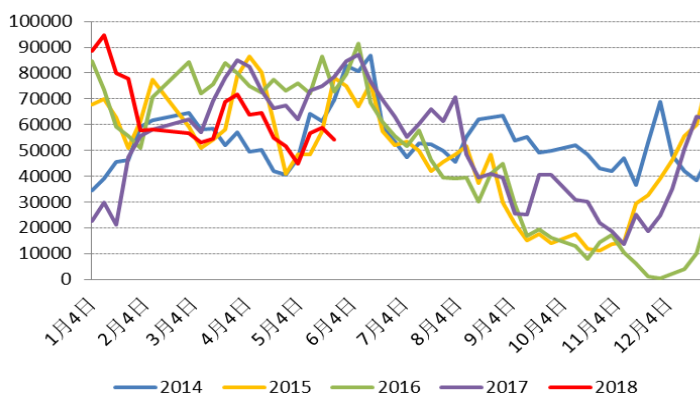
图 4.3.1：菜籽库存（单位：吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

从图中可以看出，2018 年上半年，沿海菜籽库存量整体看来维持在历史高位，截止 6 月 15 日，国内沿海进口菜籽总库存增加至 70 万吨，较去年同期的 69.45 万吨，增幅 0.79%。其中两广及福建地区菜籽库存增加至 52.3 万吨，较去年同期 57 万吨降幅 8.25%。目前跟踪的情况看，2018 年 6 月菜籽到港量在 40.3 万吨，7 月菜籽到港量在 60 万吨，到港量基本处于正常水平，且三季度新赛季菜籽集中上市，菜粕上游原料供应较为充裕。

图 4.3.2：菜粕库存（单位：吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

2018 年年初，国内沿海油厂的菜粕库存压力较大，随后适逢春节假期，大部分地区油厂处于停机状态，使得库存有所回落，且位于近 5 年来最低水平。春节假期结束，油厂陆续开机，菜粕库存小幅

回升。4 月份由于中美贸易摩擦，提振国内粕类市场，油厂开机率提升，加之，4 月份受南方暴雨影响，水厂养殖恢复缓慢，导致菜粕库存大幅增加。随后水厂养殖逐渐恢复，对菜粕的需求转好，库存压力也有所释放。目前，从历年库存对比走势来看，菜粕库存处于最低水平，有望支撑菜粕价格。

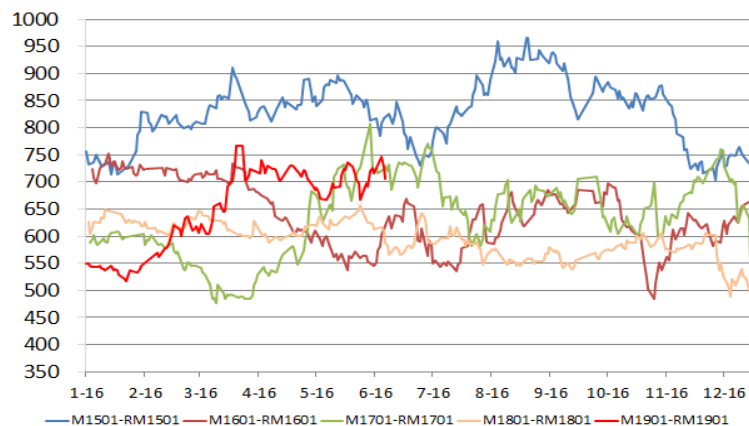
4.4. 行情展望与操作策略

在阿根廷干旱推动国内豆粕走强带动下，2 月份菜粕指数曾创出新高至 2586 元/吨。二季度因中美贸易摩擦影响，再度刺激国内粕类市场大幅拉升，菜粕指数曾创出新高至 2718 元/吨。随后中美贸易摩擦进入谈判期，市场回归基本面，受南方暴雨天气影响，水厂养殖恢复缓慢，导致菜粕呈现下挫格局，期价跌至年线 2330 元/吨附近。6 月 19 日中美贸易战升级导致豆粕大涨，从而带动菜粕仅反弹至 2400 元/吨附近。

下半年随着居民对水厂养殖产品消费的增加，菜粕迎来需求旺季，下游提货速度将有所加快，菜粕基本面支撑价格，加之，在中美贸易战逐渐升级的背景下，粕类价格会有直接的体现，我们预计下半年菜粕价格下方在 2270 元/吨附近将获得支撑，上方压力区在 2700 元/吨附近。

4.5. 豆菜价差分析

图 4.5.1: 豆菜 1 月合约价差走势图



数据来源: WIND 南华期货研究所

从豆菜 1 月合约价差历年走势图来看,仅 2015 年豆菜价差超出历年正常水平,价差维持在 750-950 元区间震荡,因 2015 年酒糟蛋白 (DDGS) 进口价格低廉,全年进口较上年度增幅 26%,明显冲击菜粕市场。随着 2016 年开始进行 DDGS 反倾销调查后进口数量明显回落,随后几年豆菜 1 月合约价差走势维持在 550-750 之间。目前,豆菜 1901 合约价差已经接近历年平均高位 750 元附近,因此,价差进一步扩大的压力较大,如果下半年中美贸易战导致国内豆粕价格强于菜粕,则豆菜 1 月价差可能突破上沿 750 元。

第5章 国产大豆行情分析

5.1 上半年影响因素分析

5.1.1 大豆库存充裕带动期价走低

2018 年初，大豆期价持续下跌，一方面是因为 2017 年大豆播种面积增加，大豆供给量增加，进入 2018 年，农民手中仍有大量余粮，以黑龙江省为例，截止到 2018 年 1 月末，当地农户余粮剩余比例大概在 51% 左右，而去年同期仅为 44%，同时市场成交非常清淡；另一方面，尽管中储粮政策性收购，但是由于数量较少，难以对盘面形成利多支撑。

5.1.2 阿根廷干旱减产

2018 年 2 月，国内大豆期价止跌上涨，主要因为阿根廷干旱减产，USDA2 月份预期阿根廷 17/18 年大豆产量 5400 万吨，同比减少 380 万吨，由于阿根廷是世界上重要的豆粕出口国，大豆减产刺激美豆粕期价大幅上涨，在美豆粕上涨带动下，美豆跟涨，进而传导到国内大豆期价上涨。

5.1.3 中美贸易战

中国 2017 年大豆进口量超过 9500 万吨，而国内大豆产量仅有 1500 万吨左右，国内大豆需求严重依赖进口，大豆进口依存度达到了 80% 以上。中国大豆进口主要来源于巴西、美国 and 阿根廷，其中巴西大豆进口占比 53%，美国大豆进口占比 34%，阿根廷大豆进口占比 6.9%。

中美贸易争端开始于 2017 年 8 月 18 日，美国正式对中国发起“301 调查”；2018 年 3 月 23 日，特朗普在白宫宣布，依照对中国的“301 调查”结果，美国政府每年将向中国 500 亿商品征收关税，具体征税日期另行公布；2018 年 4 月 4 日，中国政府宣布将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等 106 项进口商品对等采取加征关税措施，税率为 25%，涉及 2017 年中国自美国进口金额约 500 亿美元，具体执行日期另行公布；随后，中美双方贸易代表团共进行了三次贸易谈判，第二轮谈判后，双方发表声明，表示不打贸易战，但是在 2018 年 5 月 29 日，美国突然变卦，出尔反尔，表示仍要继续对进口中国 500 亿商品征税，随后中美经贸代表团在北京进行了第三轮谈判，会后未发表联合声明，中美贸易战前景仍然不明朗。2018 年 6 月 15 日，美国政府宣布，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税措施，同时对约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见。中国采取对等方式予以回击。

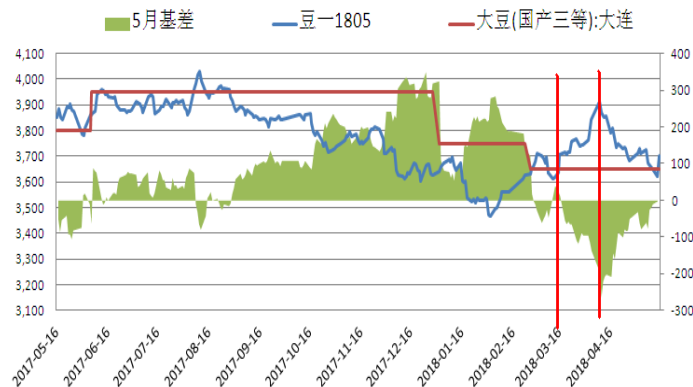
在中美贸易紧张关系背景下，连盘大豆期价一路上涨，在 2018 年 4 月 9 日，主力 9 月合约涨至最高 4122 元/吨，随后中美贸易进入谈判阶段，贸易紧张关系缓解，大豆期价自 4 月份开始持续下跌，目前价格仍然在下降通道之中。2018 年 6 月 19 日，受到中美互征关税影响，9 月合约大豆期价上涨 1.84%。

由于中美贸易战发展态势是贯穿全年的炒作题材，大豆期价也将继续受到贸易战的影响。

5.1.4 需求不佳，期现基差持续扩大

自 2018 年 3 月份开始，大豆期价出现持续上涨，但是终端需求疲弱，现货并没有跟随走强，于是出现了期货涨，现货不跟涨的情况，期现基差大幅下跌，最低至 -250 元/吨左右。大豆价格中包含了过多的贸易战升水，现货终端需求疲弱，这也是大豆期价自 4 月份下跌的一个原因。

图 5.1.4.1：国产大豆基差走势（单位：元/吨）



数据来源：WIND 南华期货研究所

5.1.5 政策性影响

在中美贸易战背景之下，国内接连出台了鼓励大豆种植方面的政策，其中黑龙江省于 4 月 28 日下发通知，要求今年增加 500 万亩大豆面积，并在已安排 1150 万亩轮作试点任务的基础上，再增加 200 万亩耕地轮作试点面积进行扩种大豆，补贴标准为每亩 150 元，重点推进玉米与大豆轮作。并且把增加种植面积任务具体分解到各个地市，推进落实。吉林省长春市农业委员会发布《关于迅速落实 2018 年大豆种植面积任务的紧急通知》，其中强调：“将扩大大豆种植面积作为当前农业生产的首要政治任务。”

同时，国家为了进一步引导种植结构调整，进一步加大大豆生产者补贴力度，2018 年 4 月 3 日农业农村部与财政部联合下发文件提出，每亩大豆生产者补贴标准高于玉米生产者补贴标准 100 元以上，大豆生产者补贴达到每亩 200 元以上，玉米生产者补贴每亩 100 元以下。

在国家鼓励大豆种植的背景之下，国家粮油信息中心预计今年大豆播种面积同比增加 8.8%，农业部预计今年大豆播种面积增加 8.5%。受到今年大豆面积增加、产量增加的影响，大豆期货价格受压持续下跌。

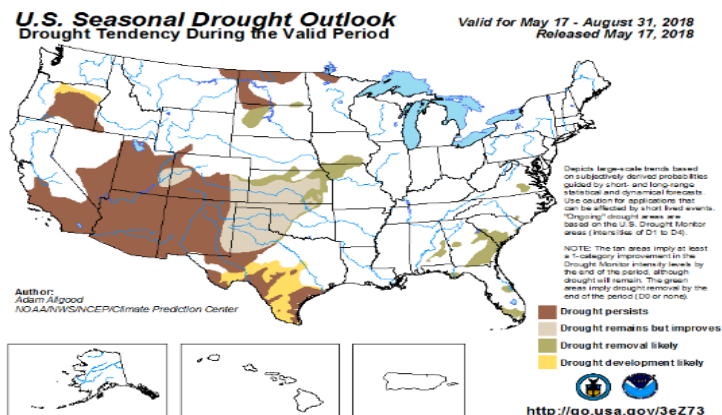
5.2 下半年影响因素分析

5.2.1 美豆主产区天气因素

从未来三个月美国天气干旱监测模型上来看，美国南北达科他州以及爱荷华州部分地区干旱，其他区域状况良好，短期难以形成天气炒作题材，但由于未来三个月预测模型不可避免会出现误差，后期还是继续关注美豆优良率的变化，美豆主产区天气依然是下半年美豆走势重要的影响因素。

国内大豆价格在经历期价大幅调整之后，天气异常将成为多头炒作并放大的理由，力度依赖于天气的干旱程度。

图 5.2.1.1: 美豆主产区天气 (单位: 元/吨)



数据来源: NOAA 南华期货研究所

5.2.2 中美贸易战不确定性

中美贸易战将是贯穿全年的炒作题材, 由于中美贸易问题复杂, 不可能一蹴而就, 这就决定了中美双方会反复磋商, 边打边谈, 因此, 下半年仍然需要关注中美贸易战进展。

当前, 中美贸易战即将进入实质性加征关税阶段, 美国计划进一步扩大征税额度, 中美贸易战有越演越烈之势。到了美豆的进口季节 (9-11 月份), 如果加征关税政策实施, 美豆进口成本提高, 对国内大豆价格将形成有效支撑。

5.2.3 国内播种面积的不确定性

在国家接连出台大豆补贴政策, 鼓励大豆种植的背景下, 国家粮油信息中心预计 2018 年大豆播种面积增加, 但是国家补贴政策出台时间较晚, 东北地区玉米已经接近播种完成, 从大商所组织的黑龙江省春季调研的情况来看, 并没有出现大幅增加的情况, 我们认为大豆面积增加幅度还有待进一步确认。

5.2.4 国产大豆拍卖

表 5.2.4.1: 国产大豆拍卖 (单位: 元/吨)

日期	计划拍卖量	实际成交量	成交比例	成交均价
2018-6-14	300222	192324	64.06%	3043
2018-6-20	306426	77782	25.38%	2995
2018-6-27	500000			

数据来源: 国家粮油交易中心 南华期货研究所

2018 年国内大豆临储共进行了 2 次拍卖, 总量都是 30 万吨, 第一次拍卖成交较好, 成交比例 64.06%; 第二次拍卖成交比例仅为 25.38%, 成交率下降, 说明市场需求疲弱。6 月 27 日国家粮油信息中心计划拍卖 50 万吨, 据市场消息传言, 今年计划拍卖总量为 200 万吨, 拍卖供给压力较大。

2017 年临储大豆是在 9 月 29 日启动, 去年临储拍卖由于时间较晚, 在拍卖完成之后, 正好赶上国内大豆收割上市, 供给压力叠加, 促使大豆价格走弱。今年临储大豆在 6 月 14 日开拍, 按照拍卖总量 200 万吨计算, 当前已经拍卖了 27.01 万吨, 预期到 7 月底之前大豆拍卖完成, 在拍卖结束之

后，还需要关注大豆整体出库进度，预计在 7 月份之后整体大豆拍卖供应压力减少，届时大豆价格受拍卖因素影响减轻。

从国储库存情况来看，自 2008 年-2014 年共收储 2027 万吨。2009 年 195 万吨转地储，2010 年定向 266 万吨，2014 年移库 128 万吨。2009 年至 2016 年 9 月 30 日公开拍卖成交 1047.4 万吨，2017 年拍卖 21.56 万吨，2018 年已经拍卖 27.01 万吨，预计整体国储大豆库存还有 363 万吨，整体大豆去库存任务仍然较大。

5.2.5 补贴发布与落实

自 2017 年起，国家已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。黑龙江省于 10 月中旬公布大豆生产者补贴为每亩 173.46 元，按照大豆亩产 300 斤为例，每斤大豆补贴 0.578 元。每吨大豆补贴 1156 元。

2018 年，国家继续推进大豆生产者补贴，现在具体的补贴数额还没有最终确定，国家农业农村部以及财政部联合下文中明确：今年大豆生产者补贴达到每亩 200 元以上，玉米生产者补贴每亩 100 元以下。按照每亩生产者补贴 200 元，亩产 300 斤计算，生产者补贴折合 0.667 元/斤，每亩补贴达到 1334 元/吨，同比增加 178 元/吨。

当前，玉米种植效益仍然高于大豆，大豆生产者补贴提高，还需要关注玉米生产者补贴数额，如果今年大豆种植效益高于玉米种植效益，将会刺激明年大豆种植面积增加。

表 5.2.5.1：国产大豆补贴（单位：元/吨）

日期	补贴方式	补贴	核算	核算
		元/亩	元/斤（300 斤/亩）	元/吨（300 斤/亩）
2014年度	目标价格补贴 2015年发	60.5	0.202	404
2015年度	目标价格补贴 2016年7月发	130.87	0.436	872
2016年度	目标价格补贴 2017年9月中旬	118.58	0.395	790
2017年度	生产者补贴10月 14日发布	173.46	0.578	1156
2018年度	生产者补贴发布 时间未定	200以上	0.667	1334

数据来源：国家粮油交易中心 南华期货研究所

5.3 国产大豆价格走势展望

大豆播种面积增加、美豆播种期天气良好、大豆现货需求疲弱、国家临储拍卖等利空信息，共同推动大豆期货价格持续下跌，而且近期在大豆拍卖信息的打压之下，行情没有止跌迹象。

接连的利空消息令大豆价格跌跌不休，但是潜在的利多因素会影响未来大豆价格走势，包括美豆天气炒作以及中美贸易战的不确定性都是大豆价格的潜在利多因素，同时，国家严查转基因大豆流入食品领域，随着旧作大豆库存下降，需求恢复，将提振大豆价格，从近期基差走势上来看，基差明显缩小。另外，大豆播种面积数据后期可能会做出调整。技术上看，大豆价格仍然在下降通道之中，1 月合约关注 3630 一线支撑。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼
室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net