

贸易争端下的两粕演化逻辑

倍特期货 · 研究发展中心

2017年6月30日

中美两国贸易争端将是决定两粕后市走势的关键要素，我们尽可能推演其发展路径。

相关报告：

分析师：刘体峰

联系电话：028-86269305

QQ：423329788

要点：

- ◆ 中美贸易争端和后期发展，具有高度不确定性。大豆是中国反击的核心砝码之一，双方博弈将对两粕走势产生极其重大的影响
- ◆ 美国农业部6月种植面积预估，大豆种植面积上调至8955.7万英亩。优良率保持高位，库存走高至12.215亿蒲式耳，保持基本面的利空压力
- ◆ 美国大豆逼近长期底部区间，国内两粕面临内外盘巨大差异化。

观点和操作策略：整体看，三季度国内两粕走势仍很难回到基本面主导的正轨，中美两国贸易战的发展和博弈将对两粕产生关键性影响。从该事件的定性判断上，两粕将呈现内强外弱的格局，也就是当前内外盘所表现出的差异。同时我们要注意该阶段美国大豆主产区的天气和大豆优良率的变化。目前来看当中美贸易战尘埃落定，内外盘的差异将明显收缩。

由于重量级不确定性的干扰存在，三季度国内粕类走势很难出现趋势性的判断。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、内外盘的演化逻辑

(一) 外盘的演化逻辑

相对国内盘而言，美国大豆和豆粕价格更多是受到其基本面要素影响。6月29日，受到美国农业部提高大豆种植面积和期末结转库存的影响，美国大豆收盘继续下跌，收于880.2美分/蒲式耳，延续了5月29日以来的跌势。同时，需要注意的是6月19日，美豆曾经瞬间下挫至859.6美分/蒲式耳。

回到美国大豆的长期图表中，2008年以来，美国大豆仅在当年金融危机冲击最猛烈的一周（2008.12.05）曾经收盘低于800美分/蒲式耳，其它任何时间周收盘价均高于850美分/蒲式耳。

那么美国大豆能否维持在850美分/蒲式耳的底部不动摇？我们认为中美贸易争端不论如何发展，并不会在终端消费层面引发突变，即全球供需总体数据不会出现剧烈变化。对于美豆价格底部的分析，实际上是对全球供需总体格局的分析。

对全球供需总体格局的分析需要从两个方面寻求线索，全球供需平衡表和美国大豆产量。而在美国大豆种植面积已经被确定在8955.7万英亩后，这又演化为：全球供需平衡表和美国大豆单产。

图1：全球大豆供需平衡表

| | | | 期初库存 | 产量 | 进口 | 国内压榨 | 国内消费 | 出口 | 期末库存 | 库存比 |
|-------|-----------|----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 全球 | 2017/18年度 | 5月 | 96.39 | 336.7 | 152.63 | 299.39 | 342.29 | 151.26 | 92.16 | 18.67% |
| | | 6月 | 97.38 | 336.7 | 152.96 | 299.65 | 342.44 | 152.11 | 92.49 | 18.70% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 92.16 | 354.54 | 159.54 | 313.34 | 357.72 | 161.82 | 86.7 | 16.69% |
| | | 6月 | 92.49 | 355.24 | 159.37 | 313.47 | 357.7 | 162.37 | 87.02 | 16.73% |
| 美国 | 2017/18年度 | 5月 | 8.21 | 119.52 | 0.68 | 54.16 | 57.78 | 56.2 | 14.43 | 12.66% |
| | | 6月 | 8.21 | 119.52 | 0.68 | 54.84 | 58.46 | 56.2 | 13.75 | 11.99% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 14.43 | 116.48 | 0.68 | 54.3 | 57.98 | 62.32 | 11.29 | 9.38% |
| | | 6月 | 13.75 | 116.48 | 0.68 | 54.43 | 58.11 | 62.32 | 10.48 | 8.70% |
| 美国之外 | 2017/18年度 | 5月 | 88.18 | 217.18 | 151.95 | 245.23 | 284.52 | 95.06 | 77.73 | 20.48% |
| | | 6月 | 89.17 | 217.18 | 152.28 | 244.81 | 283.98 | 95.91 | 78.74 | 20.73% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 77.73 | 238.06 | 158.86 | 259.04 | 299.75 | 99.5 | 75.41 | 18.89% |
| | | 6月 | 78.74 | 238.76 | 158.69 | 259.04 | 299.59 | 100.05 | 76.55 | 19.15% |
| 主要出口国 | 2017/18年度 | 5月 | 62.09 | 167.7 | 3.31 | 87.5 | 95.72 | 85.4 | 51.98 | 28.70% |
| | | 6月 | 63.08 | 167.7 | 3.59 | 87.08 | 95.33 | 86.05 | 52.98 | 29.21% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 51.98 | 185.8 | 2.26 | 91.23 | 99.83 | 89.12 | 51.09 | 27.04% |
| | | 6月 | 52.98 | 186.8 | 2.09 | 91.23 | 99.84 | 89.77 | 52.26 | 27.56% |
| 阿根廷 | 2017/18年度 | 5月 | 36.22 | 39 | 3.1 | 40.73 | 45.35 | 4.2 | 28.78 | 58.08% |
| | | 6月 | 36.22 | 37 | 3.35 | 40.3 | 44.92 | 3.5 | 28.15 | 58.14% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 28.78 | 56 | 1.85 | 44 | 48.94 | 8 | 29.69 | 52.14% |
| | | 6月 | 28.15 | 56 | 1.85 | 44 | 48.94 | 8 | 29.06 | 51.04% |
| 巴西 | 2017/18年度 | 5月 | 25.47 | 117 | 0.2 | 43 | 46.5 | 73.3 | 22.87 | 19.09% |
| | | 6月 | 26.46 | 119 | 0.23 | 43 | 46.54 | 74.65 | 24.5 | 20.22% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 22.87 | 117 | 0.4 | 43.2 | 46.77 | 72.3 | 21.2 | 17.80% |
| | | 6月 | 24.5 | 118 | 0.23 | 43.2 | 46.78 | 72.95 | 23 | 19.21% |
| 巴拉圭 | 2017/18年度 | 5月 | 0.3 | 10 | 0.01 | 3.7 | 3.78 | 6.25 | 0.28 | 2.79% |
| | | 6月 | 0.3 | 10 | 0.01 | 3.7 | 3.78 | 6.25 | 0.28 | 2.79% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 0.28 | 9.8 | 0.01 | 3.95 | 4.03 | 5.9 | 0.15 | 1.51% |
| | | 6月 | 0.28 | 9.8 | 0.01 | 3.95 | 4.03 | 5.9 | 0.15 | 1.51% |
| 主要进口国 | 2017/18年度 | 5月 | 22.91 | 18.24 | 127.45 | 121.21 | 145.25 | 0.48 | 22.86 | 15.69% |
| | | 6月 | 22.91 | 18.24 | 127.45 | 121.21 | 145.25 | 0.48 | 22.86 | 15.69% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 22.86 | 18.27 | 134.29 | 128.51 | 153.39 | 0.5 | 21.52 | 13.98% |
| | | 6月 | 22.86 | 18.27 | 134.29 | 128.51 | 153.39 | 0.5 | 21.52 | 13.98% |
| 中国 | 2017/18年度 | 5月 | 20.39 | 14.2 | 97 | 95 | 110.8 | 0.15 | 20.64 | 18.60% |
| | | 6月 | 20.39 | 14.2 | 97 | 95 | 110.8 | 0.15 | 20.64 | 18.60% |
| | 2018/19年度 | 5月 | 20.64 | 14.1 | 103 | 102 | 118.4 | 0.15 | 19.19 | 16.19% |
| | | 6月 | 20.64 | 14.1 | 103 | 102 | 118.4 | 0.15 | 19.19 | 16.19% |

数据来源：USDA

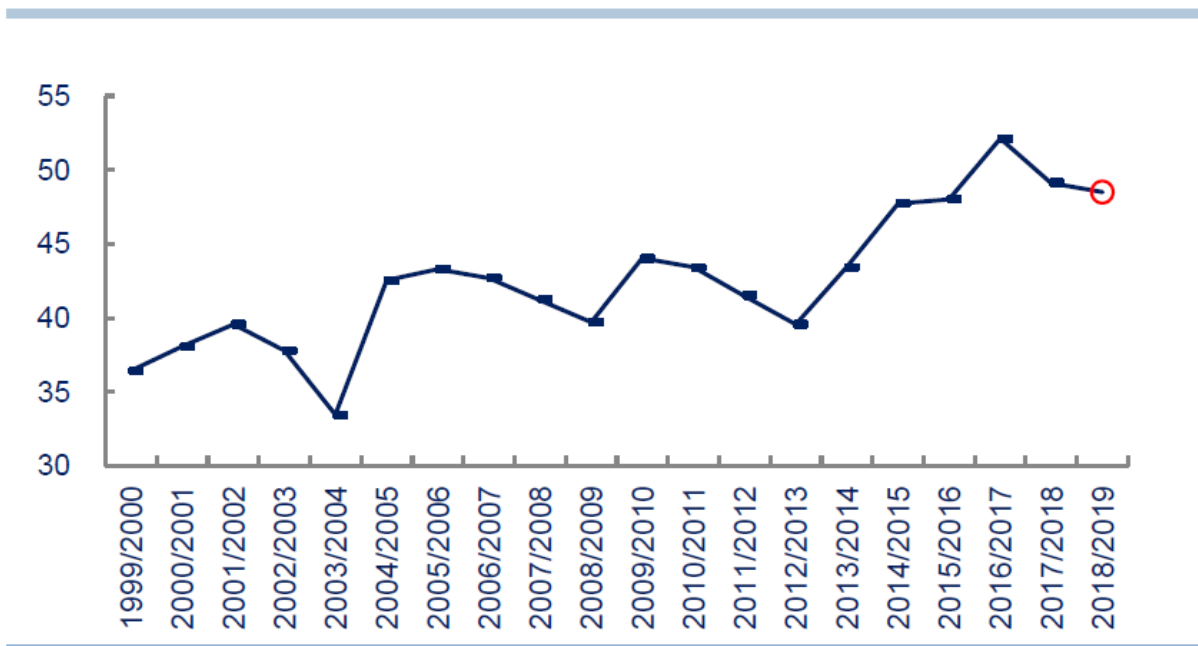
从该表中显示 2018//19 年度，全球大豆产量 35524 万吨，需求 35770 万吨，供需缺口 246 万吨，基本平衡，略有缺口，导致期末结转库存从 9249 万吨下降到 8702 万吨。同时美国单项数据，国内消费增加 13 万吨至 5811 万吨，期末结转库存 1048 万吨，下降 327 万吨，库存消费比降低到 8.7%，重回 10% 以下。

同时该报告没有对中国数据进行调整，表明中国需求并不受到中美贸易争端影响，从全球供需平衡表，我们可以读出全球基本稳定，美国转为正向的基本状态。

其次，美国大豆单产

2016/17 年度，美国大豆曾经创出 52.4 蒲式耳/英亩的历史最高单产，2017/18 年度为 49 蒲式耳/英亩。当前市场机构多从趋势单产出现，判断 2018/19 年度美国大豆单产为 48.5 蒲式耳/英亩。

图 2：美国大豆单产趋势



数据来源：USDA

以趋势单产计算，本年度美国大豆总产量为 11721 万吨，而美国自身大豆消费和出口合计为 12030 万吨，仍存在 309 万吨缺口。

但我们认为现在认定 48.5 蒲式耳的单产略有过早。单产的确定和生长期的优良率紧密关联。优良率高则单产高，反之亦然。从当前美豆的优良率看远高于上一年度。单产的降低似乎缺乏佐证。

图 3：美国大豆优良率

| 截止日期 | 非常不好 | | 不好 | | 一般 | | 好 | | 非常好 | |
|------------|------|------|----|------|----|------|-------------|-------------|-----|------|
| | 本周 | 去年同期 | 本周 | 去年同期 | 本周 | 去年同期 | 本周 | 去年同期 | 本周 | 去年同期 |
| 2018/6/24 | | | | | | | 73 | 66 | 73 | 66 |
| 2018/6/17 | | | | | | | 73 | 67 | 73 | 67 |
| 2018/6/10 | | | | | | | 74 | 66 | 74 | 66 |
| 2018/6/3 | | | | | | | 75 | | 75 | |
| 2017年数据结束！ | | | | | | | 2017年单产49 | 2016年单产52.4 | | |
| 2017/10/22 | | | | | | | | | | |
| 2017/10/15 | | | | | | | 61 | 74 | 61 | 74 |
| 2017/10/8 | | | | | | | 61 | 74 | 61 | 74 |
| 2017/10/1 | | | | | | | 60 | 74 | 60 | 74 |
| 2017/9/24 | | | | | | | 60 | 73 | 60 | 73 |
| 2017/9/17 | | | | | | | 59 | 73 | 59 | 73 |
| 2017/9/10 | | | | | | | 60 | 73 | 60 | 73 |
| 2017/9/3 | | | | | | | 61 | 73 | 61 | 73 |
| 2017/8/27 | | | | | | | 61 | 73 | 61 | 73 |
| 2017/8/20 | | | | | | | 60 | 72 | 60 | 72 |
| 2017/8/13 | | | | | | | 59 | 72 | 59 | 72 |
| 2017/8/6 | | | | | | | 60 | 72 | 60 | 72 |
| 2017/7/30 | | | | | | | 59 | 72 | 59 | 72 |
| 2017/7/23 | | | | | | | 57 | 71 | 57 | 71 |
| 2017/7/16 | | | | | | | 61 | 71 | 61 | 71 |
| 2017/7/9 | | | | | | | 62 | 71 | 62 | 71 |
| 2017/7/2 | | | | | | | 64 | 70 | 64 | 70 |
| 2017/6/25 | | | | | | | 66 | 72 | 66 | 72 |
| 2017/6/18 | | | | | | | 67 | 73 | 67 | 73 |
| 2017/6/11 | | | | | | | 66 | 74 | 66 | 74 |
| 2016年数据结束！ | | | | | | | 2016年单产52.4 | 2015年单产48 | | |

数据来源：USDA

以优良率和单产的关系看，优良率和单产正相关，优良率每变化 1%，引发单产的变化为 0.26~0.41 蒲式耳之间。那么当前优良率对应的单产应为 50.8-51.88，则美豆总产对应为 12281~12538 万吨之间。这导致的变化是美豆供应从轻微缺口转向为轻微过剩。

当然优良率更取决于美豆主产区后期天气的变化，从长期数据的观测看，优良率始终是逐步走低的。这一点需要给予关注，对美豆产量做实时判断和调整。当前美豆价格应该已经充分包含了美豆优良率高于上一年度，其潜在的增产压力已经被释放。

综上所述，当前美豆价格在反映了中美贸易争端后，后期将开启天气炒作模式。基于全球整体供需关系的平稳格局不变，美豆自身也没有任何更多的压力进行释放。

2008 以来美豆所形成的 850 美分底部区间仍是有效的，基本面条件或压力不支持美豆在 850 美分下方做持续运行，不宜看空美豆。

（二）内盘的演化逻辑

国内盘当前是受到中美贸易争端的完全主导。无论是豆粕还是菜粕的远期价格均已经包含贸易争端的风险要素升水。国内粕类的演化逻辑将下面两种方式选择进行。

A: 贸易争端继续，国内粕类价格继续上行，美豆下挫，但考虑两者当前的分离性已经极高，粕类受到刺激的力度低于 4 月份，粕类价格上行幅度低于 300；

B: 贸易争端消退，国内粕类价格中风险升水解除，美豆回升。国内粕类底部区间将视美豆反弹力度和节奏出现。就两者的差异性而言，不排除豆粕指数在 2 月 22 日出现的跳空缺口 2850-2880 被快速回补，并进一步向 2740-2770 寻求支撑。

值得注意的是：国内粕类价格（豆粕指数 3150），在不考虑中美贸易争端的背景下，所对应的美豆指数为 1020 美分，也即是说，目前粕类价格所包含的风险升水比例为 16%。也可理解为体现了增收 16% 关税。距离最终增收 25% 关税还有 9% 的空间，也即为 280 元/吨左右。

我国政府已经发布对来自亚洲国家的大豆进口关税降至 0% 这一措施，可理解为美国大豆转口贸易正常无虑。

即便我国对美国大豆加收 25% 的关税措施落实，对市场引发的冲击性也有限，且极可能出现风险要素彻底兑现，粕类冲高回落转跌的最终格局。

二、技术面分析

鉴于中美贸易争端在当前导致的内外盘巨大差异，和可以预见的，内外盘在贸易争端中的最终演化逻辑，两者在技术面上同样存在高度的差异性。且因贸易争端的发展会呈现价格波动高度的跳跃性，需要高度重视此本质，以免在最终解决方案出台时，被情绪左右，被资金异动裹挟。

（一）美盘

美国大豆，目前就是考虑美国大豆指数在 850 美分支撑的有效性是否成立。结合基本面分析，我们认为此一线的支撑是有效的。但考虑市场情绪和资金效应的左右，不排除美国大豆指数会在短期出现对 850 美分的穿刺，如其在 2008 年 12 月所做的那样。但我们认为即便出现中美贸易争端激化，但美国大豆价格代表是全球大豆供需的整体格局，也会及时的回归到此。美豆最终将在 820-850 美分吸纳多单。

图 4: 美国大豆周线图



数据来源：USDA

(二) 国内盘

对于国内盘，需重视的是两点，1、国内盘已经包含中美贸易争端中的风险升水部分，可参见图 4；2、一旦中美贸易贸易争端最终方案出台，则国内盘仍会回到美豆波动的节奏中去。和以往的差异仅会体现在进口关税变化所导致的比价变化。

而在具体操作中，必须高度重视豆粕指数 3380~3520 区间，菜粕指数 2680~2750 区间。即便中美贸易争端激化，这些区间都会在短期内形成高风险区域。

图 5: 大连豆粕指数



数据来源：文华财经

图 6：郑州菜粕指数



数据来源：文华财经

三、观点和策略

尽管由于中美贸易争端，导致了粕类内外盘的巨大差异。但两者在此事件中的演化逻辑是异常清晰的，这决定了在三季度，两者都可以寻求到清晰的交易机会。

对于外盘，关注美国大豆能否上长期的底部区间确认有效支撑。同时，即便贸易争端激化，我们也更愿意寻求和把握美国大豆中长期的多头机会。

对于国内盘，无疑市场中的情绪化和资金扰动会更加强烈，需要重视内外盘已经存在巨大差异的事实，并保持高度审慎。对可能出现的价格巨大跳跃要存在足够的心理准备和与之对应的交易策略。技术点位则分别注意 4 月 9 日的高点，对此一线包含的风险需要充分认识。

而在消息面上，需注意来自亚洲国家大豆进口的数据，如果呈现快速的放大，则表明美国大豆转口贸易的通道打开，此种情况下，中美贸易争端影响会被快速弱化，内外盘的差异也会快速收缩。

最后，无论中美贸易争端如何发展，都很难动摇美国大豆价格是全球大豆供需关系评价标准这一事实。而国内，同样处在这一事实之中。

❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

| | |
|-------|--|
| 总部地址： | 成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406 |
| 客服热线： | 400-8844-998 |
| 传真号码： | 028-86269093 |
| 邮政编码： | 610041 |
| 官方网址： | www.btqh.com |