



南美天气不确定

豆粕维持震荡

豆粕月报

观点及操作建议:

因2016/17年度巴西大豆丰产概率大,且增产幅度或抵消阿根廷减产情况,南美大豆总体供应较为充裕。进入3月,因巴西大豆收割进程加快,且好于去年同期水平,大豆的集中上市将令价格承压运行,但若巴西主产区发生严重物流受阻,或将阶段性提振豆价。于此同时,阿根廷大豆迎来最后生长期时段,仍存在天气不确定影响,3月上旬,市场预计阿根廷可能会出现大范围的降水过程,不过不会出现过量降雨,因此不会造成任何的洪涝及作物损失,但若天气超出预期,减产炒作将重回市场。国内方面,豆粕基本面总体偏空。2-5月进口大豆到港量同比增长15%,供应充裕,令豆粕现货承压。3-4月需求淡季,加上禽流感疫情蔓延,严重打击下游补栏热情,导致豆粕高位库存消化难度加大,不过3-4月各地均有一些油厂有长时间停机计划,关注后面油厂是否将炒作供应问题,从而提振豆粕出现阶段性反弹。

操作策略:

策略:豆粕总体上维持震荡走势,保持高抛低吸操作思路,其中豆粕1705合约维持2800-3150区间震荡,1709合约维持2750-3100区间震荡。

现货商贸易商逢遇回调时买入,其中库存不足的买家逢低可分批适量补库,上涨时则不追。

风险因素:南美天气极端异常、美豆2/3月出口超预期、国内油厂停机时间超预期

作者姓名:牟启翠

邮箱 mouqicui@csc.com.cn

电话:023-81157290

投资咨询从业证书号:Z0001640

发布日期: 2017年03月06日

相关研究报告

2017.01.01 供应压力凸显,豆粕弱势震荡

农产品研究团队

安思泽 首席研究员

联系电话:023-81157291

投资咨询资格编号:Z0011405

田亚雄 研究员

联系电话:023-81157339

投资咨询资格编号:Z0012209

牟启翠 研究员

联系电话:023-81157290

投资咨询资格编号:Z0001640

王良权 助理研究员

联系电话:023-81157285

魏鑫 助理研究员

联系电话:023-8115728

一、行情回顾

图 1：大商所豆粕 1705 合约日 K 线走势(元/吨)



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 2：CBOT 美豆连日 K 线走势（美分/蒲式耳）



数据来源：博易大师，中信建投期货

2 月份，美豆冲高回落，截止 2 月 28 日，美豆 03 合约报收于 1025.5 美分/蒲式耳，较上月末涨 1 美分或 0.12%。月初，因春节后中国旺盛的采购需求提振美豆出口预期，美豆在 1020 线止跌反弹；进入下半月，随美元重回涨势及南美天气良好，大豆丰产概率增大，市场再度担忧供应充裕问题，美豆反弹压力凸显，在 1080 线弱势回落。本月连豆粕随外盘冲高回落，截止 2 月 28 日，豆粕 1705 合约报收于 2881 元/吨，较上月跌 1 元/吨或 0.03%。现货方面，2 月上旬（年后第一周）在节后短暂补货行情支持下，豆粕一度迎来止跌反弹，进入 2 月下半月油厂开工率复苏到正常水平，价格滞涨回落，且跌幅不断加大，截止月末，沿海豆粕价格报价 3020-3140 元/吨，较上月跌 120-240 元/吨。

二、价格影响要素分析

2.1 美豆情况

美国农业部 2 月月度供需报告基本与前一月的预计值一致，其中期末库存的 4.2 亿蒲式耳高于市场预期 4.09 亿蒲式耳，报告整体基本略偏空。从供应面看，目前单产绝对值仍然是处于历史新高水平，美豆产量依然偏宽松，这依然是制约美豆强势上行重要因素；从需求面看，美豆出口预计量也处于历史新高水平，此数据是美国农业部较为乐观预计，若后期出口不及预期，将有关调风险。进入 3 月，本年度美豆丰产基本确定，供应面炒作转向南美大豆产量，美豆的关注点在需求变动，即焦点在出口数据调整上。我们认为，在南美没有发生极端天气及美豆出口符合预期背景下，美豆仍将处于 980-1100 区间整理，主要是基于当价格的跌破 980 关口下方受到成本及需求支撑，价格突破 1100 线将受到市场套保打压。

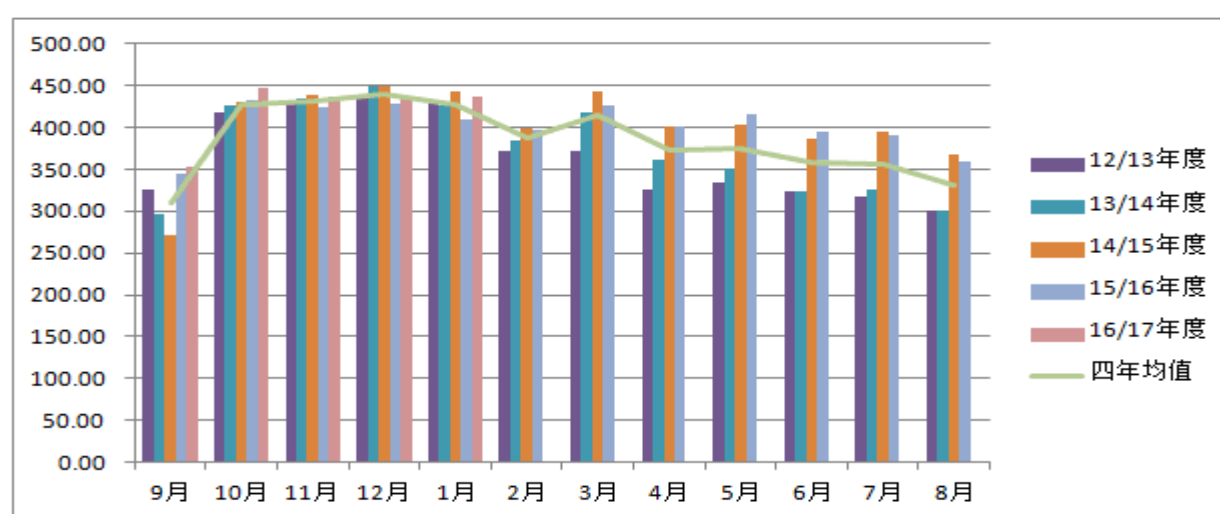
表 1：2 月美国农业部月度供需报告

USDA2月供需报告（百万蒲式耳）					
	2014/15	2015/16	2016/17(12月)	2016/17(1月)	2016/17(2月)
种植面积（百万英亩）	83.3	82.7	83.7	83.4	83.4
收获面积（百万英亩）	82.6	81.7	83	82.7	82.7
单产（蒲式耳）	47.5	48	52.5	52.1	52.1
期初库存	92	191	197	197	197
产量	3927	3926	4361	4307	4307
进口量	33	24	30	25	25
总供应量	4052	4140	4588	4528	4528
压榨量	1873	1886	1930	1930	1930
出口量	1843	1936	2050	2050	2050
种子用量	96	97	95	95	95
调整值	49	25	32	33	33
总使用量	3861	3944	4108	4108	4108
期末库存	191	197	480	420	420
库存转化为吨	519.52	535.84	1305.6	1142.4	1142.4

数据来源：美国农业部，中信建投期货研究

1 月份，美豆压榨量高于市场预期，据美国全国油籽加工工业协会的压榨月度报告显示，1 月份NOPA 会员企业压榨大豆数量为1.60621 亿蒲式耳，环比增0.28%，高于去年同期的1.50453 亿蒲式耳，增幅6.76%，亦高于分析师预计1.59141 亿蒲式耳。从近几年来数据看，正常情况下，10 月次年1 月为美豆压榨生产旺季，峰值出现在11 或12 月，此后开始回落，一般1-2 月小幅回落1-5%，3 月反弹为传统压榨旺季。根据NOPA 最新报告，今年1 月的压榨数据较为乐观，环比不降反升，且高于4 年均值1.57 亿蒲，主要是受到今年美国生物燃料政策刺激。考虑到近几年压榨规律及今年生物燃油政策，我们预计2 月美豆压榨量预计在1.52-1.56 亿蒲式耳，3 月为1.61-1.65 亿蒲式耳。进入3 月，美豆国内压榨有一定回暖，压榨量环比或有大幅改善，对价格有一定支撑。

图 3：近年来美豆压榨量（万吨）



数据来源：美国油籽加工工业协会，中信建投期货研究

截止2月底，2016/17年度美豆总体出口强劲，较去年同期增加16.27%，对华销售量较去年同期增加28.2%，但从1月开始出口量明显回落。据美国农业部报告公布出口数据整理：1月出口量为579.76万吨，环比回落36%，较去年同期523.79万吨增加10.69%，低于三年均值729.92万吨；截止2月23日，2月出口482.16万吨，环比回落17%，较去年同期为562.41万吨下降14.27%，低于三年均值535.83万吨；本年度迄今累计出口4409.07万吨，较去年同期3792.05万吨增加16.27%，出口表现好于去年同期水平，其中对华大豆出口装船量为3121.5万吨，高于前一年同期2532.8万吨，未装船304.3万吨，高于同期138.9万吨，对华销售量3425.8吨，较去年同期2671.7万吨提高28.2%。从近6年出口数据看，一般情况下，美豆年度高峰出现在10-12月，1月后出口明显回落，随着中国需求淡季及南美供应增加，3月出口较为疲弱。

从上面数据我们可知，本年度迄今美豆出口量已达到4409万吨，完成美农业部预估值5576万吨的80%，计划的大部分已经完成，剩下1167万吨在此后的28周内完成，若能提前完成目标，那么若南美豆运输发生意外，美豆年度出口数据还有上调可能。

图 4：近年美国农业部月度出口数据（万吨）



数据来源：美国农业部，中信建投期货研究

2.2 南美大豆供应情况

2月以来，良好的天气状况有助于巴西中部地区大豆成熟和收割，亦有利于南部产区的大豆鼓粒，巴西大豆收割进度加快，截止2月23日，巴西2016/17年度大豆收割工作完成34.3%，上年同期为33.3%，五年平均进度为25.5%。2月咨询机构AgRural发布最新报告，上调巴西2016/17年度大豆产量预估至1.54亿吨，高于前期预估1.031亿吨，高于美国农业部2月供需报告预估1.04亿吨。

巴西大豆行业协会Abiove在2月发布的预估显示，鉴于2017年大豆产量将超过1亿吨，巴西今年的大豆出口量预估将创下5,870万吨纪录高位，2016年出口量为5,158万吨，同比增长14%。目前2月巴西出口达到351万吨纪录高位，较去年同期增长72%，较1月出口量高出约四倍，1-2月大豆累计出口440万吨，今年出口

季节开局步伐创下外贸部自 2006 年开始记录以来最快，若不是受到巴西 BR-163 公路遭遇问题的影响，2 月份的大豆出口量会更高。综上，我们认为，在 2016/17 年度巴西大豆丰产概率背景下，年度出口压力大，豆价总体弱势承压，但需要关注未来巴西大豆出口运输情况，若在发生严重物流问题或带来阶段性反弹风险。

因近几个月的恶劣天气给播种带来困难，阿根廷农业部下调 2016/17 年度大豆种植面积预估至 1945 万公顷，低于此前预估的 1980 万公顷。2 月份，阿根廷天气较前期大幅改善，有利于大豆生长及鼓粒，截止 2 月 23 日，布宜诺斯艾利斯谷物交易所周报显示，60% 的大豆作物处于结荚期，并进入灌浆期（R3-R5），二期大豆开始进入扬花期，并预测 2016/17 年度产量为 5480 万吨，和月初预测值持平，比上一年度的产量 5600 万吨减少 2.1%。我们认为，本年度阿根廷大豆产量减产概率较大，但具体的减产幅度还存在不确定性，尤其是 3 月份大豆进入最后生长期，天气情况对单产影响很大。2 月 28 日根据气象预报显示，阿根廷作物产区未来六到十天内可能会出现大范围的降水过程，不过不会出现过量降雨，因此不会造成任何的洪涝及作物损失，炒作天气市概率较低，但仍需关注 3 月中下旬天气风险。

综上，根据各分析机构给出的预计，我们认为 2016/17 年度巴西大豆丰产基本确定。进入 3 月巴西豆出口加快，全球市场供应压力增大，豆价难改弱势震荡走势，若巴西运输出现问题短期对豆价有一定支撑，但反弹幅度谨慎对待。于此同时，阿根廷大豆处于最后生长期，天气不确定性仍将影响最终单产，市场仍存在减产的担忧，一旦发生极端天气状况将推动豆价反弹。后期市场关注重点巴西运输问题及阿根廷天气状况。

2.3 到港大豆充足，豆粕供应宽松

2-5 月国内进口大豆供应量充裕，同比增加 15%，豆粕基本面仍偏空。据天下粮仓网数据整理：12 月大豆实际到港量为 888.19 万吨，低于此前市场预计 930 万吨，1 月实际到港量为 766 万吨，高于此前市场预计 751.38 万吨，2 月最新预期在 590 万吨，3 月预期在 630 万吨，4 月预期在 770 万吨，5 月预期在 840 万吨，预计 2-5 月总供应量在 2830 万吨，同比增幅 15%。由于 2-4 月时间还较长，不确定大，船期还可能变化，若后期船期延误风险。截止 2 月 28 日，国内进口大豆港口库存为 636.65 万吨，较上月末 674.35 万吨回落 37.7 万吨，跌幅 5.59%，较去年同期 665.24 万吨回落 28.59 万吨，跌幅 4.3%，处于 2014 年来高位。

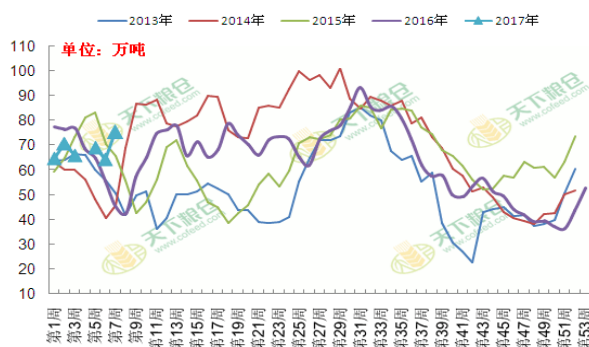
2 月因春节长假，全国大豆压榨总量仅为 500.21 万吨，低于 1 月的 682.22 万吨。1 月底至 2 月上旬国内油厂开机率大幅下降，但进入 2 月中旬后，春节氛围基本结束，因不少油厂 2 月份合同已预售完毕，为保证合同执行，加上压榨利润良好，大多油厂处于满开状态，开机率逐周提高，周度压榨量快速恢复到 180 万吨以上，豆粕产出量加大，而因终端需求疲软，在此期间豆粕出货缓慢，令油厂库存不断增加，截止 2 月 26 日，库存量已高达 87.81 万吨，较上月同期 65.86 万吨增长 33.33%，较去年同期 57.043 万吨增长 53.93%。目前油厂豆粕

库存高企，一些油厂出现胀库现象，供应压力大，基本面仍偏空，油厂销售压价明显，然而因不少油厂 3-4 月长时间停机计划，关注后面油厂是否将炒作供应问题。

全国各地进口大豆压榨利润出现回落，主要是下游备货完成，油厂挺价意愿减弱，下调现货价格，截止 2 月 28 日，天津地区榨利润为 112 元/吨，下跌 127 元/吨；江苏为 70 元/吨，下跌 8 元/吨；广东为 26-109 元/吨，下跌 83 元/吨；仅山东地区小幅反弹，为 60 元/吨，上涨 26 元/吨。

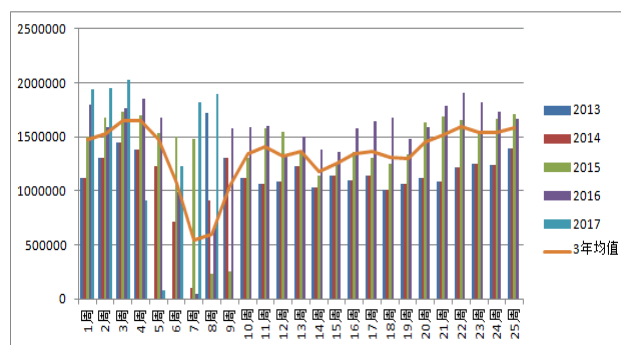
综上，我们认为，因 3-5 月进口大豆到港量依然充裕，豆粕供应面仍偏空，不过考虑到 3-4 月各地油厂均有长时间停机计划，对高位库存消化有一定利好，短期或将出现阶段性反弹，但反弹空间不易过分看高。

图 5 近几年油厂豆粕周库存量走势(万吨)



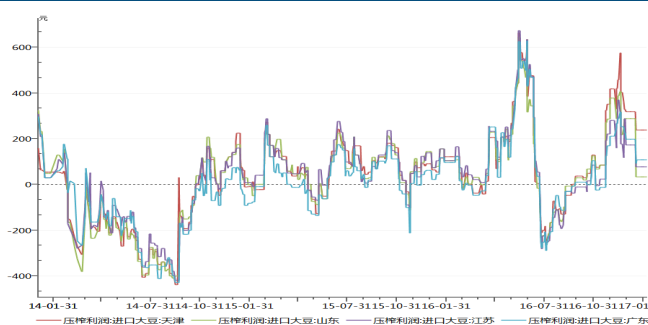
数据来源：天下粮仓、WIND

图 6 全国大豆周压榨数据(吨)



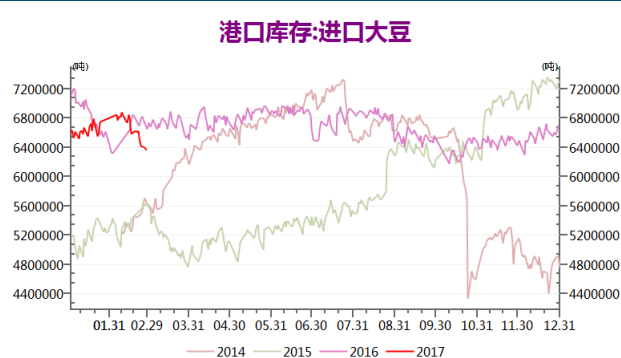
数据来源：天下粮仓、中信建投期货

图 7：国内进口大豆压榨利润（元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 8：大豆港口库存（吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

2.4 养殖业利润大幅下滑，终端需求冷清

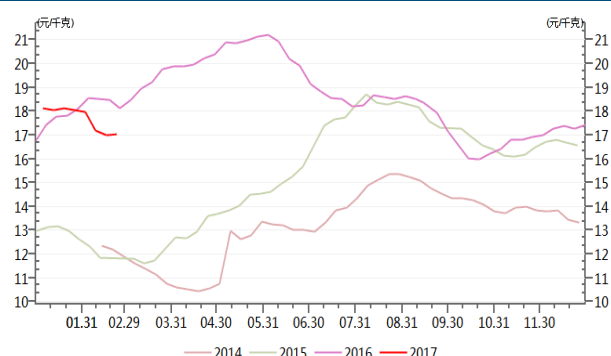
2-3 月豆粕为需求淡季，终端需求迟滞，加上全国禽流感疫情悲观情绪蔓延，买家入市更加谨慎，大多以观望为主，饲料企业大多以执行合同为主，2 月中下旬豆粕日均成交量仅 12.21 万吨，明显低于 2 月上旬的 34.974 万吨，不过总的来看，因 2 月第一周及最后两天的集中补库，令本月 2 月份豆粕成交总量在 312 万吨，明显高于 1 月份的 62 万

吨，也高于去年同期的176万吨。因春节期间养殖业出栏量较大，生猪存栏及能繁母猪存栏量持续下行，产能恢复较缓慢，加上2月份以来禽流感疫情，肉鸡及鸡蛋价暴跌重挫养殖户补栏热情，禽类养殖也遭受冲击，下游补栏速度恢复仍需要时间，我们认为，在需求淡季背景下，3月份饲料消费难有较大起色，对现货价格支撑力度有限。

2月生猪价格结束涨势大幅回落，截止2月24日，国内22个省市生猪平均价格为17.02元/千克，较1月末下跌1.12元/千克或跌幅6.17%，较去年同期回落6%。截止2月24日，猪粮比为11.32，环比下跌0.58或4.87%，同比上涨2.13或23.18%，创自2009年来同期水平新纪录。2月养殖业利润明显回落，蛋鸡利润下滑厉害，生猪养殖利润维持高位回落，截止2月24日，自繁自养生猪利润为516.32元/头，较上月末跌137.47元，跌幅21.03%，蛋鸡养殖利润回落至-22.65元/羽，较上月末跌17.11元，跌幅308.84%。

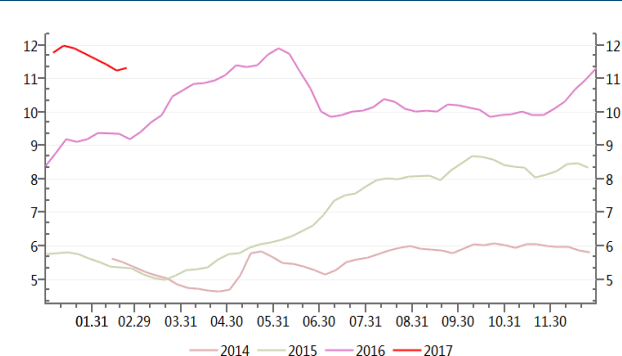
据农业部监测数据显示：1月份生猪存栏为35668万头，环比下降2.9%，同比减少4.49%，能繁母猪存栏为3651万头，环比下降0.41%，同比减少3.49%，本月生猪存栏和能繁母猪存栏继续回落，处于历史底部区域，主要是由于去年环保政策严格落实影响以及春节猪肉消费旺季导致。

图 9：国内 22 个省市生猪平均价格走势（元/千克）



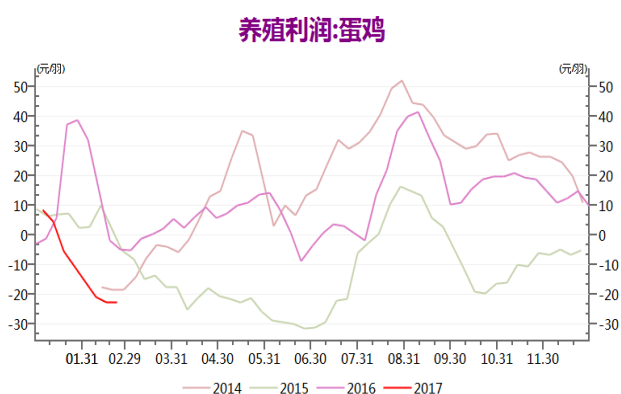
数据来源：WIND

图 10：近几年猪粮比周走势



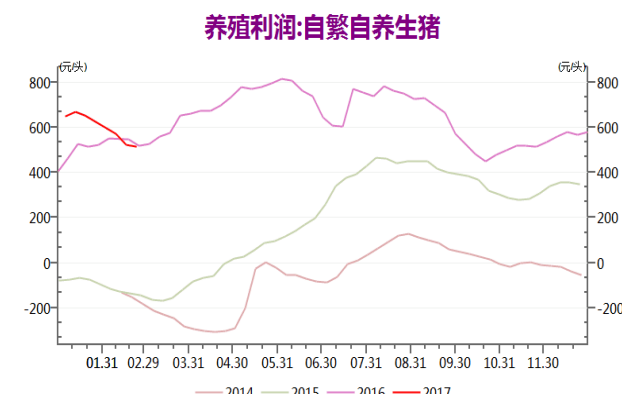
数据来源：天下粮仓、WIND

图 11：蛋鸡养殖利润（元/羽）



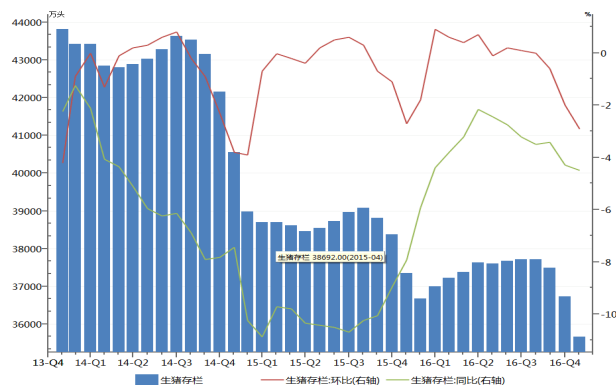
数据来源：WIND、中信建投期货

图 12：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



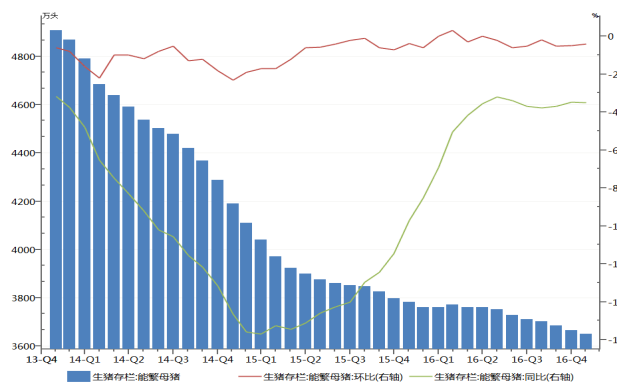
数据来源：WIND、中信建投期货

图 13：生猪存栏量（万头，%）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 14：生猪存栏量：能繁母猪量（万头）



数据来源：WIND、中信建投期货

三、展望及策略

因2016/17年度巴西大豆丰产概率大，且增产幅度或抵消阿根廷减产情况，南美大豆总体供应较为充裕。进入3月，因巴西大豆收割进程加快，且好于去年同期水平，大豆的集中上市将令价格承压运行，但若巴西主产区发生严重物流受阻，或将阶段性提振豆价。于此同时，阿根廷大豆迎来最后生长期时段，仍存在天气不确定影响，3月上旬，市场预计阿根廷可能会出现大范围的降水过程，不过不会出现过量降雨，因此不会造成任何的洪涝及作物损失，但若天气超出预期，减产炒作将重回市场。国内方面，豆粕基本面总体偏空。2-5月进口大豆到港量同比增长15%，供应充裕，令豆粕现货承压。3-4月需求淡季，加上禽流感疫情蔓延，严重打击下游补栏热情，导致豆粕高位库存消化难度加大，不过3-4月各地均有一些油厂有长时间停机计划，关注后面油厂是否将炒作供应问题，从而提振豆粕出现阶段性反弹。

策略：豆粕总体上维持震荡走势，保持高抛低吸操作思路。其中豆粕1705合约维持2800-3150区间震荡，1709合约维持2750-3100区间震荡。现货商贸易商逢遇回调时买入，其中库存不足的买家逢低可分批适量补库，上涨时则不追。

风险：南美天气极端异常、美豆2/3月出口超预期、国内油厂停机时间超预期

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话: 023-86769605

上海世纪大道营业部

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 808-811 单元 8 楼 808-811 单元

电话: 021-68763048

长沙营业部

地址: 长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话: 0731-82681681

南昌营业部

地址: 江西南昌市西湖区八一大道 96 号华龙国际大厦 1303-1305

电话: 0791-82082701

廊坊营业部

地址: 廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层

电话: 0316-2326908

漳州营业部

地址: 福建省漳州市芗城区南昌路华联商厦七楼

电话: 0596-6161566

合肥营业部

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903、1904、1905 室

电话: 0551-2876855

西安营业部

地址: 西安市高新区科技路 38 号林凯国际大厦 1604, 05 室

电话: 029-68500977

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话: 010-85282866

宁波营业部:

地址: 浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号上海银行大厦 505、506 室

邮编: 315040

电话: 0574-89071681

南京营业部

南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座 D2 座

电话: 025-86951881

济南营业部

地址: 济南市泺源大街 150 号中信广场 606 室

电话: 0531-85180636

大连营业部

地址: 大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2904、2905 室

电话: 0411-84806305

郑州营业部

地址: 郑州市未来大道 69 号未来大厦 2211、2205 房

电话: 0371-65612356

广州营业部

地址: 广州市越秀区东风中路 410-412 号时代地产中心 704A、705-06 房

电话: 020-28325288

重庆龙山一路营业部

地址: 重庆市渝北区冉家坝龙山一路扬子江商务中心 10-2

电话: 023-88502020

成都营业部

地址: 成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802, 1803

电话: 028-62818701

深圳营业部

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 NE0 A 栋 11 楼 I 单元

电话: 0755-33378759

杭州营业部

地址: 杭州庆春路 137 号华都大厦 811, 812

电话: 0571-87079379

上海漕溪北路营业部

地址: 上海市徐汇区漕溪北路 331 号中金国际广场 A 座 9 层 B 室

电话: 021-33973869

武汉营业部

地址: 武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼 318 室

电话: 027-59909520

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com