



供应压力巨大 豆粕易跌难涨

豆粕月报

观点及操作建议：

2016/17年度美豆库存高企，下半年供应仍较为宽松。2017年美豆面积预测再创纪录，新年度美豆供应宽松格局或仍将延续。在北美天气炒作展开前，南美丰产压力持续释放叠加美豆面积产量再创纪录预期将继续压制美豆震荡寻底。在供应充裕背景下，除非未来生长期间天气出现问题，否则整体大豆价格仍将震荡趋弱。国内方面，豆粕基本面总体偏空。4-6月进口大豆到港量同比增长14.4%，供应充裕，令豆粕现货承压。4月需求仍处于淡季，生猪存栏仍处于历史低位，下游补栏不积极，导致豆粕高位库存消化难度加大，不过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，但反弹高度有限。

操作策略：

策略：豆粕总体上维持震荡偏空走势，保持逢高沽空操作思路。其中豆粕1709合约背靠60日均线沽空。现货商可随用随购，库存不足的买家逢低适量补库，上涨不追。

风险因素：南美天气极端异常、南美出口严重受阻、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04月05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 1709 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

3 月份，因南美丰产前景增大及美豆种植面积预计大幅增加等利空影响，美豆承压大幅下挫，截止 3 月 31 日，美豆 05 合约报收于 944.75 美分/蒲，较前一月下跌 92.5 美分或 8.92%；连豆粕期货随外盘冲高回落，整体维持弱势下探走势，截止 3 月 31 日，豆粕 09 合约报收于 2780 元/吨，较前一月下跌 133 元/吨或 4.57%。国内现货方面：3 月第一周，因美国生物燃料政策或调整预期推动美豆短暂走高，豆粕现货小幅反弹，然而随着美豆滞涨回落，加上国内大豆供应充裕，下游消费淡季，油厂出货缓慢，提价意愿减弱，现货价格持续下调，截止 3 月 31 日，沿海豆粕价格报价 2920-3000 元/吨，较前一月下跌 100-140 元/吨。

二、价格影响要素分析

2.1 美豆供应充裕，维持弱势整理

3 月份美国农业部月度供需报告整体偏空，主要是美豆期末库存调高至 4.35 亿蒲，且高于市场预期 4.18 亿蒲，此外，巴西大豆产量上调 400 万吨至 10800 万吨，且创历史记录新高。进入 4 月，全球大豆出口基本转向南美市场，美豆出口季节性大幅回落，但仍需关注周出口数据与去年同期水平，以此判断能否完成本年度出口预计值。进入 4 月下旬，天气新季度美豆连续播种，后期关注天气对种植影响。我们认为，在南美丰产增加及美豆出口符合预期背景下，美豆难逃弱势震荡走势，仍将处于 930-1050 区间整理，主要是基于当价格的跌破 930 关口下方受到成本及需求支撑，价格突破 1050 线将受到市场套保打压。

3 月底美国农业种植意向报告及季度库存报告显示：预计 2017/18 年度美豆种植面积为 8950 万英亩，高于市场预期 8821 万英亩，年比增加 7%，相比去年，31 个主产州中有 27 个州面积预测上调或维持不变；截止 2017 年 3 月 1 日美国大豆库存总量为 17.3 亿蒲式耳，年比同期增加 13%，略高于平均预测的 16.84 亿蒲式耳，

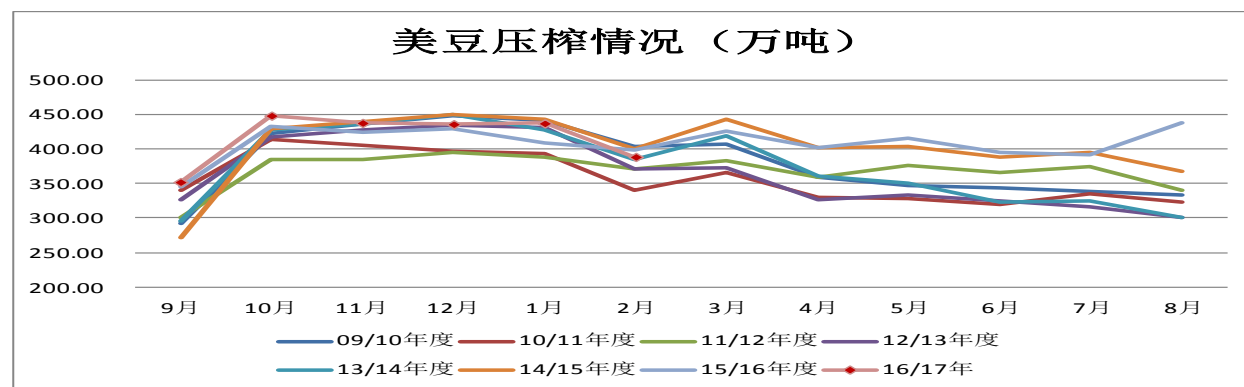
其中农场库存为6.69亿蒲式耳，年比减8%，非农场库存为10.7亿蒲式耳，年比增加33%。从上面报告我们可知，2016/17年度期末库存压力大，2017年美豆面积预测再创纪录并远高于市场预期，新年度美豆供应宽松格局仍将延续。在北美天气炒作展开前，南美丰产压力持续释放叠加美豆面积产量再创纪录预期将继续压制美豆震荡寻底。在目前供应充裕情况下，除非未来生长期间天气出现问题，否则整体大豆价格仍将震荡趋弱走势。

表 1：3月美国农业部月度供需报告

USDA1月供需报告（百万蒲式耳）					
	2014/15	2015/16	2016/17(1月)	2016/17(2月)	2016/17(3月)
种植面积（百万英亩）	83.3	82.7	83.4	83.4	83.4
收获面积（百万英亩）	82.6	81.7	82.7	82.7	82.7
单产（蒲式耳）	47.5	48	52.1	52.1	52.1
期初库存	92	191	197	197	197
产量	3927	3926	4307	4307	4307
进口量	33	24	25	25	25
总供应量	4052	4140	4528	4528	4528
压榨量	1873	1886	1930	1930	1940
出口量	1843	1936	2050	2050	2025
种子用量	96	97	95	95	95
调整值	49	25	33	33	33
总使用量	3861	3944	4108	4108	4093
期末库存	191	197	420	420	435
库存转化为吨	519.52	535.84	1142.4	1142.4	1183.2

数据来源：美国农业部，中信建投期货研究

2月份，美豆压榨量大幅回落，且低于市场预。据美国全国油籽加工工业协会的压榨月度报告显示，2月份NOPA会员企业压榨大豆数量为1.428亿蒲，环比降11.08%，低于去年同期的1.462亿蒲，跌幅2.33%，亦低于分析师预计1.461亿蒲。从近几年来数据看，2月为传统消费淡季，3月消费有反弹，4月压榨回落。根据NOPA最新报告2月压榨量回落基本符合规律，但环比降幅过大，可能是因1月提前压榨，考虑历史规律，我们预计3月美豆压榨量预计在1.52-1.58亿蒲，4月为1.42-1.48亿蒲。由于NOPA3月数据要4月中旬公布，若3月数据好于1月数据，且超出预期，那么4月份，美豆国内压榨回落概率较大，对美豆价格有一定抑制。

图 3：近年来美豆压榨量（万吨）


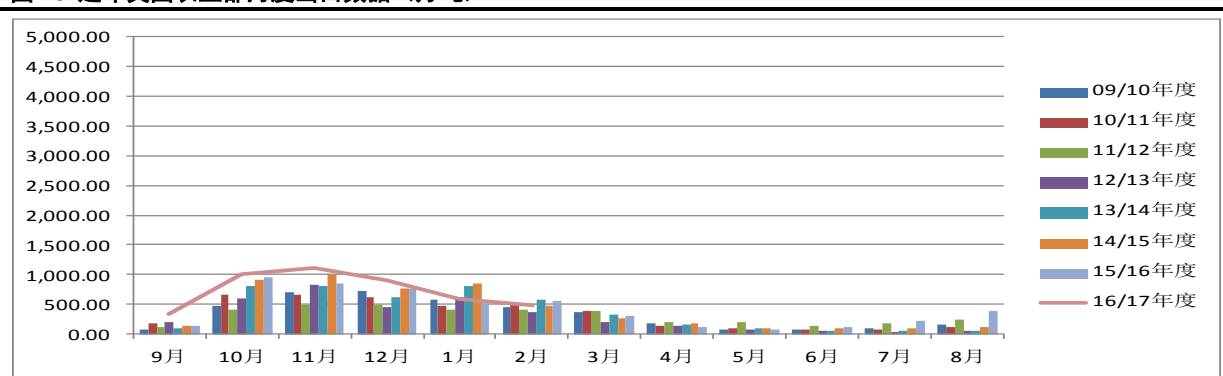
数据来源：美国油籽加工工业协会，中信建投期货研究

截止3月底，2016/17年度美豆总体出口强劲，较去年同期增加15.97%，对华销售量较去年同期增加

29.8%，但单月出口量从1月开始明显回落。据美国农业部报告公布出口数据整理：2月出口量为482.16万吨，环比回落16.84%，较去年同期562.41万吨下降14.27%，低于三年均值535.83万吨，截止3月23日，3月出口达335.92万吨，较去年同期为274.45万吨上涨22.4%，本年度迄今累计出口4715.78万吨，较去年同期4066.5万吨增加15.97%，好于去年同期水平；对华大豆出口装船量为3257.5万吨，高于前一年同期2666.7万吨，未装船227.2万吨，高于同期17.6万吨，对华销售量3484.7吨，较去年同期2684.3万吨提高29.8%。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，我们认为，随着中国需求淡季及南美供应增加，4月出口仍较为疲弱。

从上面数据我们可知，本年度迄今美豆出口量已达到4715万吨，完成美农业部预估值5508万吨的85.6%，计划的大部分已经完成，剩下793万吨在此后的21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 南美大豆丰产前景乐观

3月以来，南美天气良好，巴西收割进程好于往年同期，截止3月24日，巴西大豆收割完成69.6%，高于去年同期63.1%和五年均值62.8%，巴西最大大豆产区马托格罗索州及巴西南部圣保罗州，大豆收割完成97%，本周将完成收割。根据目前天气及收割情况，巴西大豆丰产基本可以确定，且创历史记录新高，供应压力大。美国农业部在3月9日发布的供需报告将2016/17年度其产量大幅调高至1.08亿吨，比2月份预测的1.04亿吨高出400万吨。3月21日巴西咨询机构Agroconsult称，巴西2016/17年度大豆产量预期将增加至1.11亿吨，高于2月预估的1.078亿吨。该机构称，若本年度最后阶段天气维持有利，巴西大豆产量预估可能进一步上调。

3月23日巴西油籽加工行业协会Abiove报告称，上调2016/17年度大豆预计产量至1.073亿吨，2月预估为1.046亿吨，预计大豆出口量为5980万吨，2月的预估为5870万吨，上一年5158.2万吨增加

16%。巴西全国谷物出口商协会称，巴西 3 月大豆出口量达到 970 万吨，为同期以来最高，超过 2016 年 3 月的 890 万吨，预计 2017 年大豆出口量将达到 6000 万吨。今年巴西前三个月的大豆累计出口量为 1727 万吨。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，豆价总体呈弱势承压，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。

目前天气良好，阿根廷大豆减产预期大幅降温，单产或将好于市场预计。罗萨里奥谷物交易所在 2017 年 3 月份发布的报告显示，2016/17 年度阿根廷大豆产量预计为 5600 万吨，高于此前预计 5450 万吨，略略低于去年 5680 万吨。3 月 28 日据阿根廷农业联盟（AFA）称，阿根廷农户刚刚开始收获 2016/17 年度大豆作物，一些初步收获结果显示单产非常良好。阿根廷农业联盟称，在康多巴省的 Marcos Juarez 地区和 Arteaga 地区，大豆单产高达 5000 公斤/公顷，约合 72.5 蒲式耳/英亩。在康多巴省 Bell Ville 地区，大豆单产在 4800 公斤/公顷，约合 60.6 蒲式耳/英亩。这只是一部分最先收获的大豆作物。阿根廷核心地区的大豆收割工作将在一周内全面展开。我们认为 4 月阿根廷陆续收割，天气若不出现意外，阿根廷减产概率大幅下降。

综上，根据近期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 4 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，阿根廷大豆也进入收割，天气不确定性仍将影响最终收获，虽然市场仍有减产的担忧，但根据目前天气，发生概率很小。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

4-6 月国内进口大豆量高达 2550 万吨，同比增加 14.4%，供应仍充裕。据天下粮仓网数据整理，2 月实际到港 570.4 万吨，低于此前预计 590 万吨，主要是因部分船期推迟至 3 月份，3 月预计到港 627.8 万吨，低于此前预期 630 万吨，4 月预计到港 820 万吨，5 月为 880 万吨，6 月为 850 万吨。从到港船期看，大豆集中到港压力可能在 4 月下半月显现，将对豆粕市场形成冲击。因 4-6 月份时间还较长，船期还可能会有变化，将根据装船、洗船情况及时调整到港预估，若后期南美运输出现问题，将延误大豆到港。因 3 月船期有延误，进口大豆港口库存有小幅回落，但仍处于正常水平，截止 3 月 28 日，库存为 630.05 万吨，较上月末 636.65 万吨回落 6.6 万吨，跌幅 1.04%，较去年同期 656.21 万吨回落 26.16 万吨，跌幅 3.99%。

3 月份全国油厂大豆压榨量约为 659.84 万吨，较 2 月份的 565.4 万吨，增幅 16.7%，较去年同期的 648.24 万吨增长 1.78%，压榨量回升主要原因是春节后油厂陆续开机导致。由于 3 月消费淡季，加上美豆持续弱

势回落，国内贸易商观望情绪浓，油厂出货缓慢，导致豆粕库存仍处于相对高位，截止 3 月 26 日，豆粕库存量已高达 83.96 万吨，较上月同期 77.41 万吨增长 8.46%，较去年同期 61.66 万吨增长 36.17%。

3 月油厂压榨利润由正转负，主要是外盘美豆价格大幅下跌及油厂走货缓慢导致。目前油厂豆粕库存仍处于相对高位，部分油厂出现胀库，供应压力大，基本面仍偏空，油厂销售压价明显，基差合同回落至 100 元/吨附近，然而因不少油厂 4 月长时间停机计划，关注后面油厂是否有挺价意愿。

全国各地进口大豆压榨利润由正转负，大幅回落，主要是外盘美豆大幅下挫带动豆粕现货下跌，截止 3 月 28 日，天津地区榨利润为-106 元/吨，下跌 218 元/吨；山东为-121 元/吨，下跌 181 元/吨；江苏为-121 元/吨，下跌 191 元/吨；广东为-182 元/吨，下跌 208 元/吨。

综上，我们认为，4-6 月进口大豆到港量依然充裕，加上油厂豆粕库存高企，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 4 月长时间停机计划，关注后面油厂是否炒作供应问题，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)

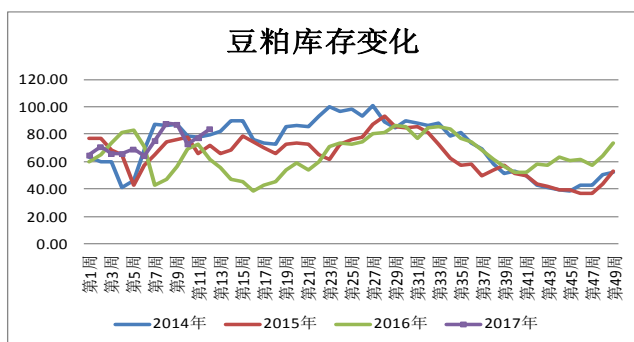
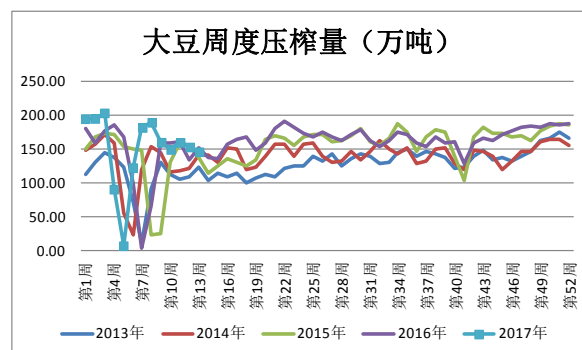
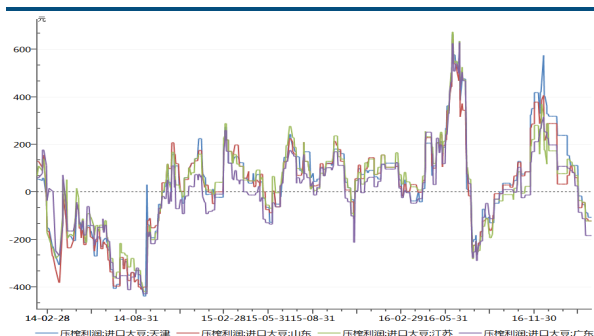


图 6 全国大豆周压榨数据(万吨)



数据来源：天下粮仓、WIND

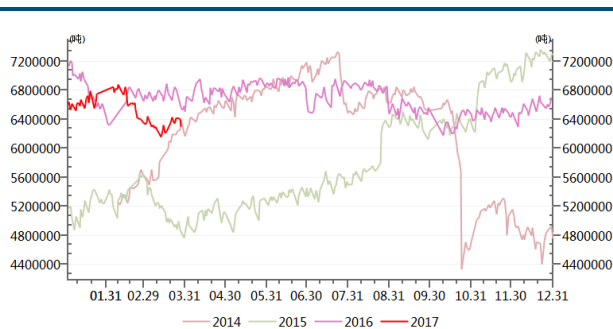
图 7：国内进口大豆压榨利润(元/吨)



数据来源：WIND、中信建投期货

数据来源：天下粮仓、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

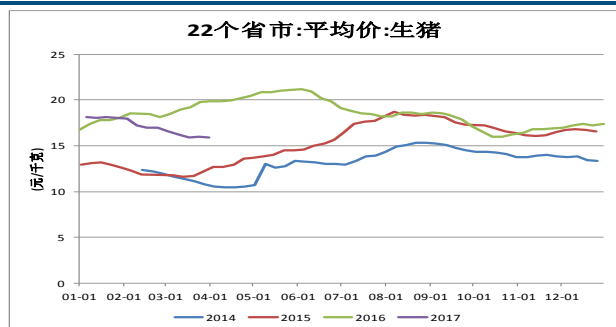
2.4 养殖业利润继续下滑，终端需求疲弱

3月至4月中旬，国内养殖业仍处于淡季。由于猪肉价格回落不理想及环保检查严格，生猪补栏迟缓。水产养殖尚未启动，今年3月份饲料销量甚至较2月份还略有下降，比预期更差。在期货市场跌跌不休情况下，目前饲料企业入市谨慎，基本以执行前期合同为主，没有合同的也随用随买。南方市场清明节以后水产养殖将逐步启动，但预计恢复较为缓慢，豆粕终端需求真正恢复仍需时日。3月份，国内豆粕成交始终清淡，仅成交量约293万吨，较2月312万吨回落19万吨，降幅6.09%，周度环比成交量连续下降，3月最后一周（第13周）国内豆粕成交量38.3019万吨，低于上周的44.696万吨，也低于上上周56.397万吨，也低于去年同期的65.168万吨。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仍处于低位，产能恢复较缓慢，加上家禽消费受到禽流感疫情影响，水产养殖未恢复，下游总体补栏速度恢复仍需要时间，我们认为，在需求淡季背景下，4月份饲料消费难有较大起色，对现货价格支撑力度有限。

据农业部监测数据显示：2月份生猪存栏为35597万头，环比下降0.2%，同比减少2.93%；能繁母猪存栏为3633万头，环比下降0.5%，同比减少3.38%，本月生猪存栏和能繁母猪存栏环比仍继续回落，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后下游消费疲弱，补栏速度缓慢。

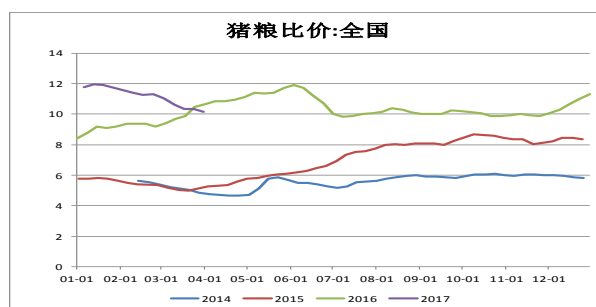
自2月中旬以来，生猪价格及猪粮比持续回落，低于去年同期水平，但仍处于2009年以来高位，导致猪价下跌的因素，除了市场猪源供大于求及消费不佳外，饲料价格的表现低迷也是主要因素，饲料价格下跌令养殖成本下调。截止3月31日，国内22个省市生猪平均价格为15.89元/千克，较2月末下跌1.13元/千克或跌幅6.64%，较去年同期回落19.54%；猪粮比为10.16，环比下跌1.16或10.25%，同比下跌0.31或2.96%。3月养殖业利润分化明显，其中蛋鸡利润止跌反弹，生猪养殖利润继续回落，截止3月31日，自繁自养生猪利润为回落至423.85元/头，较上月末跌92.47元，跌幅17.91%，蛋鸡养殖利润回升至-11.52元/羽，较上月末涨11.13元，涨幅49.14%。

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：WIND

图 11：蛋鸡养殖利润（元/羽）

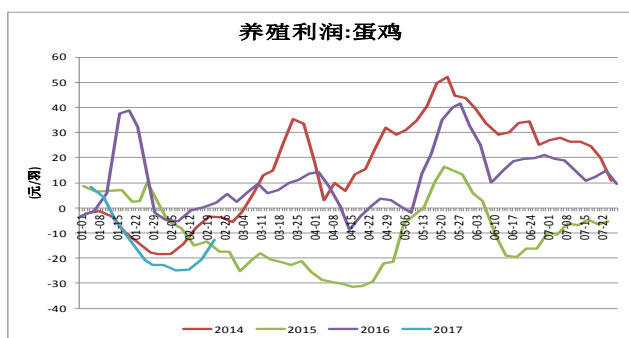
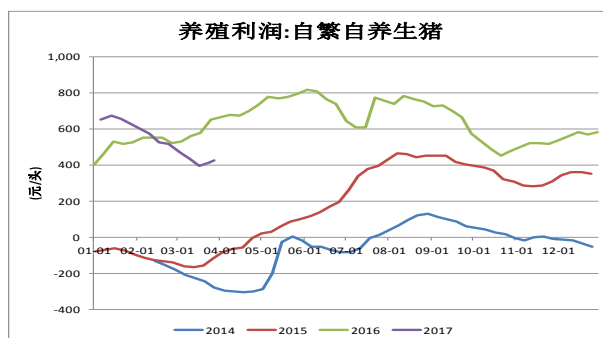


图 12：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



数据来源：WIND、中信建投期货

数据来源：WIND、中信建投期货

图 13：生猪存栏量（万头，%）

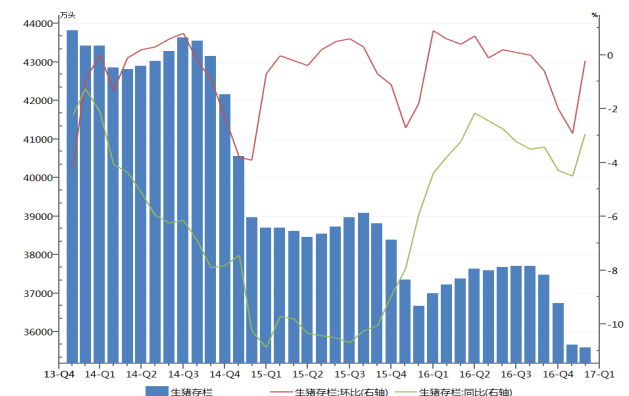
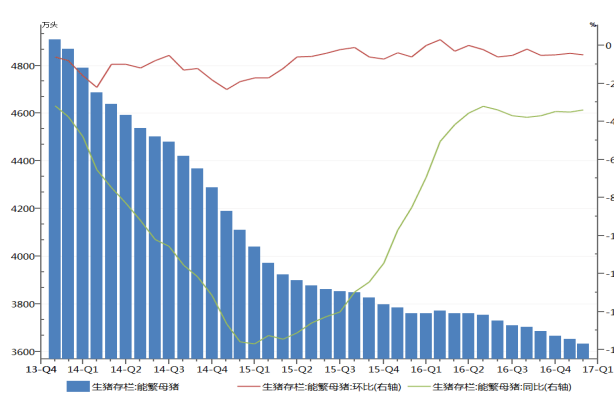


图 14：生猪存栏量：能繁母猪量（万头）



数据来源：WIND、中信建投期货

数据来源：WIND、中信建投期货

三、展望及策略

目前美豆基本面的关注焦点转向2017/18年度大豆种植情况。根据3月底最新种植意向报告显示，预计2017年度美豆种植面积并远高于市场预期，同比大增7%，若天气不发生意外，来年美豆产量将再创历史新高，即使要炒作天气，目前时间还尚早。根据3月底美豆季度库存报告显示，截止3月1日库存为17.35亿蒲，处于历史以来高位，当前年度供应仍较宽松。此外，进入4月，受南美大豆出口挤压，美豆仍将维持疲弱态势。4月份南美大豆供应压力将继续释放，庞大的供应量即将兑现，集中上市压力令豆价承压运行，即使巴西主产区发生物流受阻，也只是阶段性提振豆价，反弹高度有限。于此同时，阿根廷大豆产区陆续迎来收割，因天气良好，减仓概率大幅降低，但仍需要关注收割季降雨带来的收割延误风险。

综上，2016/17年度美豆库存高企，下半年供应仍较为宽松。2017年美豆面积预测再创纪录，新年度美豆供应宽松格局或仍将延续。在北美天气炒作展开前，南美丰产压力持续释放叠加美豆面积产量再创纪录预期将继续压制美豆震荡寻底。在供应充裕背景下，除非未来生长期间天气出现问题，否则整体大豆价

格仍将震荡趋弱。

国内方面，豆粕基本面总体偏空。4-6月进口大豆到港量同比增长14.4%，供应充裕，令豆粕现货承压。4月需求仍处于淡季，生猪存栏仍处于历史低位，下游补栏不积极，导致豆粕高位库存消化难度加大，不过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，但反弹高度有限。

策略：豆粕总体上维持震荡偏空走势，保持逢高沽空操作思路。其中豆粕1709合约背靠60日均线沽空。现货商可随用随购，库存不足的买家逢低适量补库，上涨不追。

风险：南美天气极端异常、南美出口严重受阻、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: 江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话: 0791-82082700

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 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话: 0316-2326908

漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话: 0596-6161590

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

北京北三环西路营业部

地址: 北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 912 室

电话: 010-82129971

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

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 号时代地产中心 20 层 2004-05 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 24-1

电话: 023-88502030

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 NEO 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

武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼 318 室

电话: 027-59909521

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

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