



豆粕多空交织 维持区间震荡

豆粕月报

观点及操作建议：

进入4月后，全球出口重心转向南美，美豆出口疲弱，整体难改弱势。5月份月上旬，巴西大豆收割接近尾声，阿根廷产区陆续进入收割，若天气不出意外，南美大豆供应压力将继续释放，令豆价承压运行，即使巴西发物流受阻，也只是阶段性提振豆价，反弹高度有限。目前美豆基本面关注的焦点转向2017/18年度大豆种植情况。根据长期气象预报显示美中西部将会出现温和干燥天气，利于春播，缓解市场对于单产和产量下滑的担忧，但由于播种期的天气炒作随时可能卷土重来，预计美豆难有大的回落，整体保持区间震荡态势。综上，我们认为美豆维持930-1000区间震荡概率较大，关注美国种植区天气对进度影响。

国内情况：5-7月进口大豆到港量同比增长12%，供应充裕，令豆粕现货承压。但清明后水产养殖开始回暖，生猪存栏环比首度转正，预示着下游补栏积极性开始提高，饲料需求的好转将为豆粕现货提供支撑。目前油脂库存高企，油厂挺粕弱油逻辑依然存在，豆粕现货价格大幅回落空间较为有限。综上，我们认为，5月豆粕基本面多空交织，维持震荡概率较大。

操作策略：豆粕总体上维持震荡走势，保持逢高低吸操作思路，其中豆粕1709合约在2700-2980区间震荡。库存不足的买家逢低适量补库，上涨不追。

风险因素：美国种植季天气发生异常、南美出口严重受阻、国内到港大豆延误。

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05月03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

4月份美豆探底反弹，维持低位整理。4月上旬，美豆弱势回落至929线附近，随着4月12日美国农业部月度供需报告利空消息出尽及市场对天气担忧，迎来一波40美分反弹走势，截止4月28日，美豆07合约报收于955.5美分/蒲，较前一月上涨10.75美分或1.14%。国内豆粕期货跟随外盘探底反弹，截止4月28日，豆粕09合约报收于2799元/吨，较前一月上涨19元/吨或0.68%。国内现货方面：4月份，豆粕现货价格小幅回落，截止4月28日，沿海豆粕价格报价2870-2950元/吨，较前一月下跌50元/吨。

二、价格影响要素分析

2.1 美豆出口放缓，关注种植季天气

因南美大豆产量较上月调高350万吨及美豆期末库存小幅上调，美国农业部4月供需报告对大豆偏空影响。16/17年度巴西大豆产量上调至1.11亿吨，高于上月的1.08亿吨，阿根廷大豆产量上调至5600万吨，高于上月的5550万吨，美豆期末库存上调至4.45亿蒲，高于上月的4.35亿蒲，但低于市场预期4.47亿蒲。因报告出台的数据基本符合市场预期，加上月初下跌走势基本消化报告利空影响，美豆缺乏新空头力量的打压，在930线明显止跌，并迎来一波40美分的反弹。4月份美豆探底反弹主要原因：一是近期市场重大利空消息出尽，前期价格下跌对此已有反应，加上价格处于年内低位附近，基本接近成本价格，空头积极获利回补；二是进入4月底美国迎来大豆播种季，市场存在对未来天气的担忧，空头打压较为谨慎。

今年巴西大豆丰产已成定局，4月下旬以来阿根廷天气正常，其产量也可能高于预期，全球大豆供应十分充裕。我们认为，在庞大供应背景下，技术买入和天气炒作只能影响一时，目前行情只是反弹而非反转，加上美国种植面积有望创下历史最高纪录，美豆整体难改弱势，维持在10美元下方弱势震荡，除非阿根廷发生洪灾

导致大豆受损及美国种植季天气炒作。

进入4月，美国中南部产区率先进入播种季，4月下旬中西部也陆续开始播种。根据近期天气状况，目前美国大豆播种情况较为顺利，据美国农业部(USDA)周作物生长报告称，截至2017年4月30日当周，美国大豆种植率为10%，此前一周为6%，上年同期为7%，五年均值为7%。长期气象预报显示美中西部将会出现温和干燥天气，利于春播，缓解单产下滑的担忧，但由于播种期的天气炒作随时可能卷土重来，预计美豆暂时难有大的回落，整体仍保持区间震荡态势。

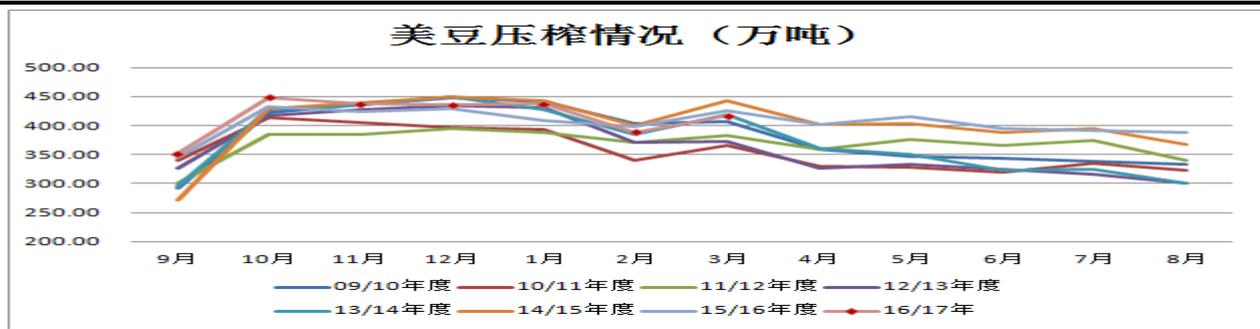
表 1：4 月美国农业部月度供需报告

USDA 4月供需报告 (百万蒲式耳)					
	2014/15	2015/16	2016/17 (2月)	2016/17 (3月)	2016/17 (4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	1940	1940
出口量	1843	1936	2050	2025	2025
种子用量	96	97	95	95	104
调整值	49	25	33	33	14
总使用量	3861	3944	4108	4093	4083
期末库存	191	197	420	435	445
库存转化为吨	519.52	535.84	1142.4	1183.2	1210.4

数据来源：美国农业部，中信建投期货研究

3月份，美豆压榨量低于市场预期，主要因为阿华州的压榨量大幅低于去年同期水平。据美国全国油籽加工商协会的压榨月度报告显示，3月份NOPA会员企业压榨大豆数量为1.531亿蒲，高于2月1.428亿蒲，增幅7.21%，低于去年同期的1.567亿蒲，跌幅2.3%，亦低于分析师预计1.57亿蒲；阿华州当月大豆压榨量只有3141.9万蒲，低于去年同期的3555.2万蒲，降幅11.63%。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月开始压榨量回落，整体重心逐步回落。从上可知，3月压榨量有反弹，其值基本符合此前我们的预期范围，但反弹幅度较小，没有超过1月的数据，预计4月继续回落概率大，我们预计4月压榨量为1.42-1.48亿蒲，5月预计为1.45-1.5亿蒲。

图 3：近年来美豆压榨量 (万吨)

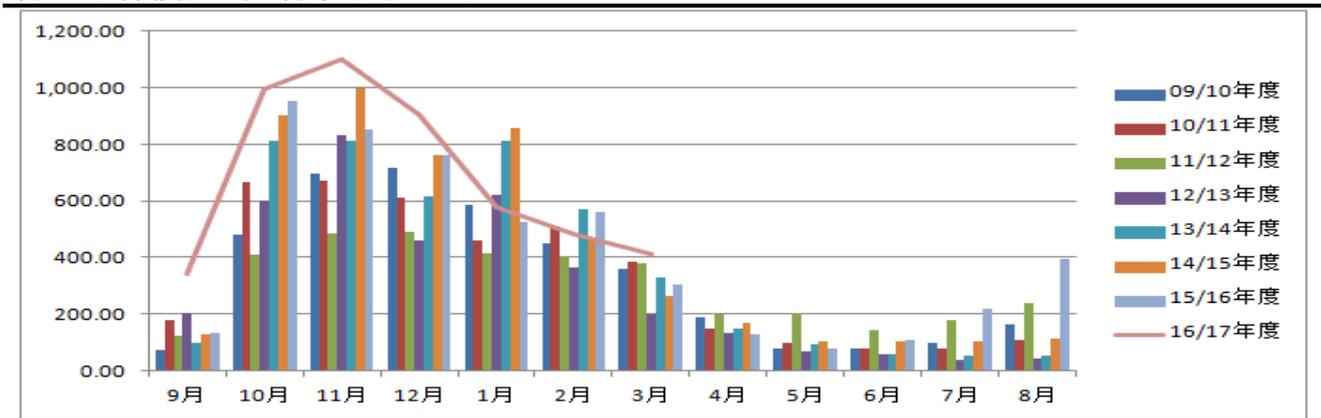


数据来源：美国油籽加工商协会，中信建投期货研究

自1月以来，美豆月度出口量明显下滑。据美国农业部报告公布出口数据整理：3月份出口量为411.4万吨，环比回落14.68%，跌幅收窄，但同比增幅34.14%，截止4月20日，当月出口达201.87万吨，较去年同期95.34万吨上涨112%，本年度迄今累计出口4927.7万吨，较去年同期4222.6万吨增加16.7%，出口总体强劲；其中对华大豆出口装船量为3357.5万吨，高于去年同期2674.5万吨，未装船214.9万吨，高于去年同期28.7万吨，对华总销售量3572.4吨，较去年同期2703.3万吨提高32.1%。

从近6年的出口数据看，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，随着南美出口旺季到来，5月出口仍较为疲弱。从前面数据我们可知，本年度迄今美豆出口量已达到4927万吨，完成美农业部预估值5508万吨的89.5%，计划的大部分已经完成，剩下581万吨在此后的17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 南美大豆上市加快，供应压力大

巴西大豆产量前景依然乐观，下半年供应压力依然较大。据巴西植物油行业协会（ABIOVE）4月20日发布的报告称，2016/17年度巴西大豆产量预计为1.107亿吨，比3月份的预测值高出3.2%。目前巴西大豆收割顺利，进度好于去年同期，季节性供应压力逐渐加大。巴西分析机构Safras预计，截止4月20日，巴西2016/17年度大豆收割已经完成93%，去年同期92%，略高于五年平均水平90.4%。五月上旬，巴西大豆将收割完毕，标志着全球出口有美国转向巴西。

进入4月，因出口转向南美市场，以及雷亚尔汇率走软或促使农户加快大豆销售，巴西大豆月度出口强劲。巴西全国谷物出口商协会称，巴西4月大豆出口量1043万吨，出口量创纪录新高，超越2016年4月水平，较去年同期1009万吨高出34万吨，增幅3.37%，今年巴西前四个月累计出口量2383万吨，较去年同期增14.07%。综上，我们认为，在2016/17年度巴西大豆丰产及前期美豆出口情况较好背景下，下半年巴西出口压力依然较

大，但需要关注未来巴西大豆出口运输情况及雷亚尔走势，若在发生严重物流问题或带来阶段性反弹风险。

目前阿根廷大豆种植进度低于往年同期水平，但作物没出现实质性损害，预计产量基本与去年持平概率较大。4月初，因暴雨天气，阿根廷作物进度有一定延误，但随着天气转干燥，4月中旬后进度有所加快，部分地区陆续进入收割期。据阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的周度报告称，截至4月27日当周，阿根廷2016/17年度大豆的收割率达到32.3%，较一周前高出8.1%，比历史均值低了20.4%，已经收获的大豆面积为5,858,566公顷，平均单产为每公顷3.53吨，已经收获的大豆产量为20,677,364吨。

4月初阿根廷暴雨天气造成局部地区发生洪涝灾害，主要是拉潘帕省和布宜诺斯艾利斯省，不过在洪涝以外的地区，初期收获结果显示大豆单产非常不错。阿根廷农业部对其核心地区的42个地区进行调查，预计早播大豆平均单产为3720公斤/公顷，约合54蒲式耳/英亩。晚播大豆平均单产预计为3100公斤/公顷，约合45蒲式耳/英亩。总体看今年阿根廷大豆单产形势都非常不错。据气象服务机构Meteorlogix预报，4月底至5月初，科尔多瓦、圣达菲及布宜诺斯艾利斯北部天气干燥，拉潘帕与布宜诺斯艾利斯南部天气仅有少量小阵雨，整体上看，阿根廷中部地区天气大体干燥，有助于大豆成熟及收割。我们认为，以目前天气条件状况，阿根廷大豆产量大幅减产概率很小，进入5月中旬种植区陆续收割大豆，季节性供应压力凸显，豆价反弹压力大。

综上，根据近期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5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

5-7月国内进口大豆量高达2560万吨，同比增加12%，供应仍充裕。据天下粮仓网数据整理，3月实际到港606.9万吨，低于此前预计627万吨，主要是部分船期推迟至4月份，截止4月28日当月实际到港量726万吨，低于此前预计797万吨，5月预计到港量为880万吨，6月为850万吨，7月为830万吨。从到港船期看，大豆集中到港压力可能在5月中旬显现，将对豆粕市场形成冲击。因5-7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4月以来船期陆续到港，进口大豆港口库存有所回升，处于偏高水平，截止4月27日，库存为669.84万吨，较3月的590万吨增加13.52%，同比基本持平。

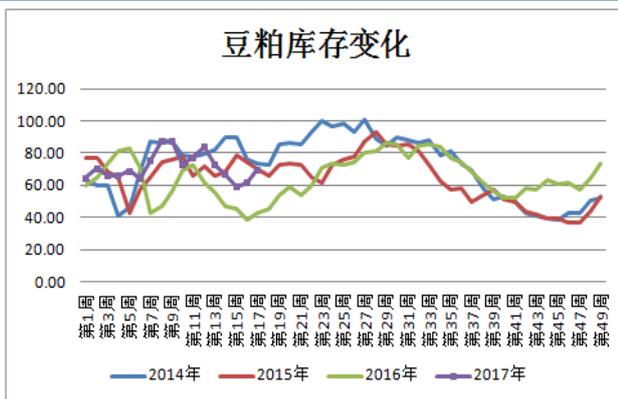
全国油厂4月份大豆压榨量约为667.68万吨，较3月份的659.84万吨增加1.19%，较去年同期的594.73万吨增长12.27%，压榨量回升主要是进口大豆陆续到港，前期停机油厂陆续恢复开工导致。随着清明节后下游

需求的复苏，加上豆粕价格处于年内低位，下游饲料厂低位积极补货，成交量较放大，带动现货价格企稳，截止4月30日，豆粕库存69.7万吨，较月初72.75万吨回落4.19%，略微高于去年同期68.29万吨。进入5月，由于预报到港大豆同比增加，预计未来两周周度压榨量均保持在180万吨左右，豆粕供应端依然较为宽松，若需求恢复不及预期，豆粕库存将再度走高，抑制价格反弹空间。

4月份，进口大豆压榨利润大多地区继续回落，但跌幅收窄，仅广东地区小幅反弹，截止4月28日，天津地区榨利润为-192元/吨，下跌34元/吨；山东为-251元/吨，下跌85元/吨；江苏为-222元/吨，下跌66元/吨；广东为-236元/吨，上涨14元/吨。

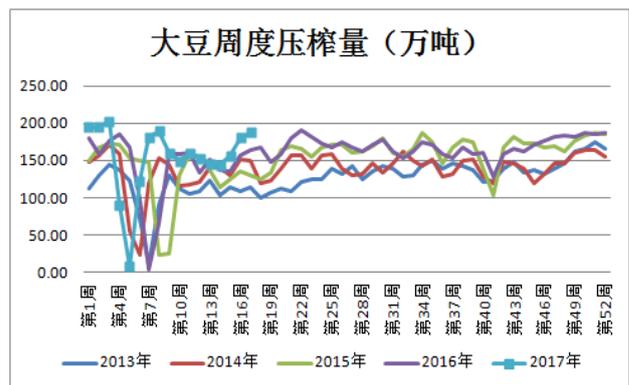
综上，我们认为，5-7月进口大豆到港量依然充裕，供应压力大，基本面仍偏空，油厂销售压价明显，然而因油厂豆油库存压力大，豆油价格低迷，油厂有挺粕意愿较强，关注后面油厂是否炒作供应问题，但反弹空间不易过分看高。

图5 近几年油厂豆粕周库存量走势(万吨)



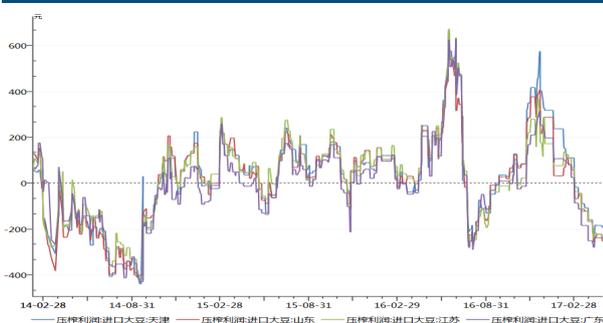
数据来源：天下粮仓、WIND

图6 全国大豆周压榨数据(吨)



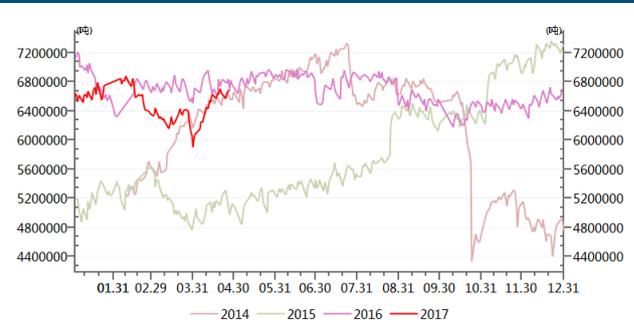
数据来源：天下粮仓、中信建投期货

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

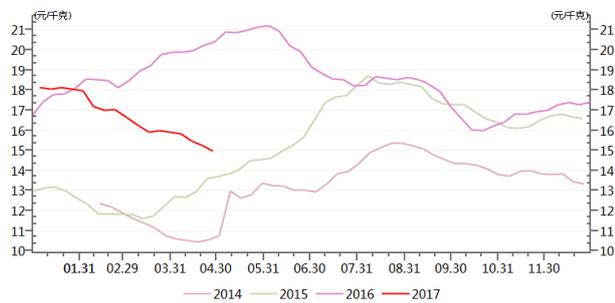
2.4 养殖业需求出现回暖迹象

进入4月，国内养殖业处于缓慢回暖期，饲料销量有一定好转，但恢复速度较慢。4月下游饲料厂低位补货积极，国内豆粕成交量出现放大，月成交量达433万吨，较3月293万吨上升140万吨，上涨47.78%，其中4月第二周成交放量232万吨，高于前一周66万吨，创今年以来单周最高纪录。4月豆粕成交放量主要原因：一是期货市场止跌反弹，令买家积极逢低补库；二是3月以来豆粕价格持续回落，买家长期观望，终端库存处于超低水平；三是现货低价及远期低基差已基本接近买家心理价位，其中远期基差已达80-90元/吨，广西部分油厂基差甚至已到60元/吨；四是由于“双反”影响，今年DDGS进口量大幅下降，饲料企业修改配方，增加了豆粕的添加比例，豆粕需求或好于预期。目前生猪存栏及能繁母猪存栏量虽仍处于低位，但生猪存栏环比首次正增长，产能有恢复迹象，加上南方水产养殖开始启动，我们认为，在需求转暖背景下，5月份饲料消费应有一定好转，对现货价格有支撑。

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。据农业部监测数据显示：3月份生猪存栏为35953万头，环比上涨1%，同比减少2.83%；能繁母猪存栏为3633万头，环比保持不变，同比减少3.38%。3月生猪存栏环比出现正增长，是继去年10月以来的首次增长，预示着生猪养殖补栏开始恢复，但由于能繁母猪存栏数据没有改变，我们认为生猪补栏周期正式开启还为时尚早，还需要后面数据验证。

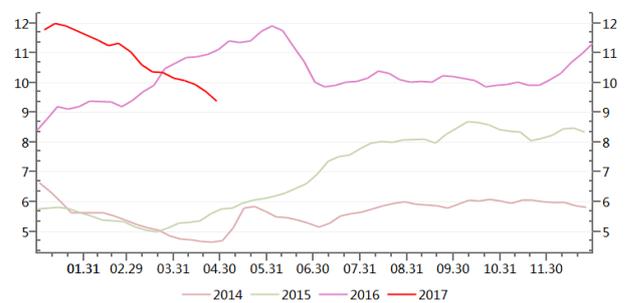
年初以来养殖业利润持续下滑，其中自繁自养生猪利润回落主要因春节后终端需求疲弱，猪肉价格持续下挫导致；蛋鸡养殖利润大幅下挫主要因禽流感疫情影响，禽类消费十分低迷导致。截止4月28日，国内22个省市生猪平均价格为14.95元/千克，较3月末下跌0.94元/千克或跌幅5.92%，跌幅缩小，较去年同期回落26.75%；猪粮比9.37，环比下跌0.79或7.78%，同比下跌1.74或15.66%。4月养殖业利润大幅下滑，其中生猪养殖利润继续回落，蛋鸡利润大幅下挫，创4年以来新低，截止4月28日，自繁自养生猪利润为回落至340.63元/头，较上月末跌83.22元，跌幅19.63%，蛋鸡养殖利润回落至负30.85元/羽，较上月末跌19.33元，跌幅168%。我们认为5月养殖业利润仍处于弱势，生猪养殖利润目前仍处于2014年来高位，终端需求处于淡季，仍有一定回落空间，蛋鸡养殖业亏损严重，行业较为悲观，暂且看不到利好刺激。

图 9：国内 22 个省市生猪平均价格走势（元/千克）



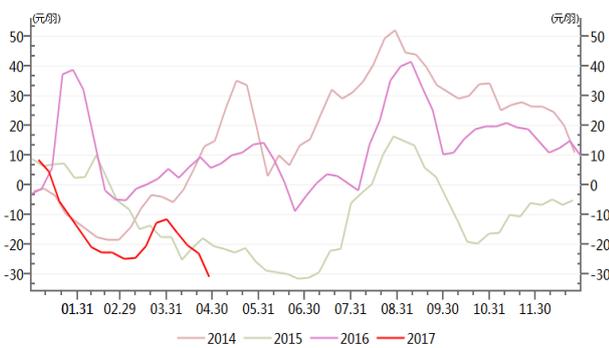
数据来源：WIND

图 10：近几年猪粮比周走势



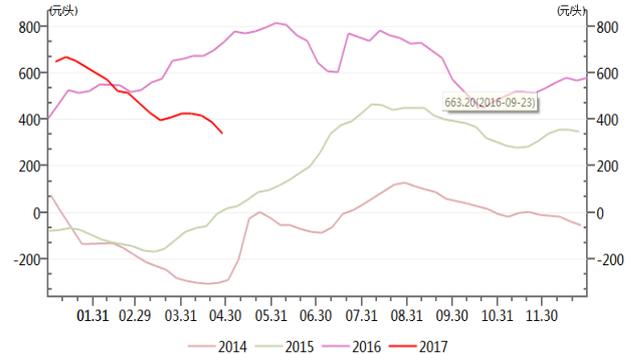
数据来源：WIND

图 11：蛋鸡养殖利润（元/羽）



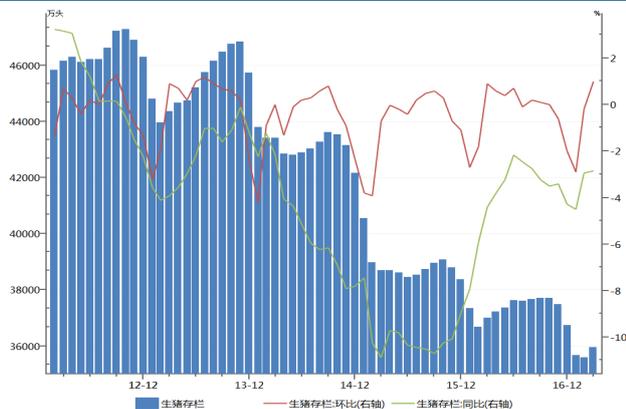
数据来源：WIND、中信建投期货

图 12：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



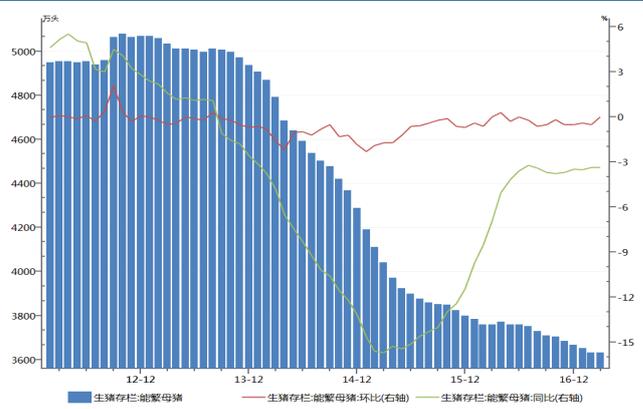
数据来源：WIND、中信建投期货

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

进入4月后，全球出口重心转向南美，美豆出口疲弱，整体难改弱势。5月份上半旬，巴西大豆收割接近尾声，阿根廷产区陆续进入收割，若天气不出意外，南美大豆供应压力将继续释放，令豆价承压运行，即使巴西发生物流受阻，也只是阶段性提振豆价，反弹高度有限。目前美豆基本面关注的焦点转向2017/18年度大豆种植情况。

根据长期气象预报显示美中西部将会出现温和干燥天气，利于春播，缓解市场对于单产和产量下滑的担忧，但由于播种期的天气炒作随时可能卷土重来，预计美豆难有大的回落，整体保持区间震荡态势。综上，我们认为美豆维持930-1000区间震荡概率较大，关注美国种植区天气对进度影响。

国内情况：5-7月进口大豆到港量同比增长12%，供应充裕，令豆粕现货承压。但清明后水产养殖开始回暖，生猪存栏环比首度转正，预示着下游补栏积极性开始提高，饲料需求的好转将为豆粕现货提供支撑。目前油脂库存高企，油厂挺粕弱油逻辑依然存在，豆粕现货价格大幅回落空间较为有限。综上，我们认为，5月豆粕基本面多空交织，维持震荡概率较大。

策略：豆粕总体上维持震荡走势，保持逢高低吸操作思路，其中豆粕1709合约在2700-2980区间震荡。库存不足的买家逢低适量补库，上涨不追。

风险：美国种植季天气发生异常、南美出口严重受阻、国内到港大豆延误

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