



节后消费淡季

豆粕维持震荡

豆粕月报

观点及操作建议:

拉尼娜天气, 阿根廷持续干旱损坏大豆单产, 减产概率大。目前市场担忧减产幅度, 当前机构普遍预计在5200-5300万吨, 低于USDA预计的5600万吨, 若天气持续恶化, 产量预计下调, 将推动美豆走高。目前美豆供应面依然偏宽松, 主要是美豆出口落后, 库存充裕, 然而2月底美豆面临下一季种植意愿预估, 市场对2018年度美豆播种面积偏紧预期, 将抑制价格回落空间。综上, 我们认为天气状况是决定后期大豆价格反弹主要动能, 若天气没出现恶化, 美豆将重回区间弱势震荡。

由于畜禽春节期间大量出栏, 2-3月为传统养殖需求淡季, 豆粕基本面有压力, 反弹乏力。由于存在阿根廷减产风险, 美豆回落空间有限, 豆粕下跌不易过分看跌, 反弹就看阿根廷天气持续转坏的程度了。

操作策略:

策略: 美豆有望先抑后扬, 下方强支撑940-950区域, 可逢低做多, 破920止损; 豆粕总体上维持区间震荡走势, 保持高抛低吸操作思路, 其中豆粕1805合约维持2670-2850区间震荡。

目前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, 上涨不追。

风险因素: 美豆结转库存超预期、南美大豆丰产、人民币大幅贬值

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: 2018年2月6日

相关研究报告

2017.01.01	供应压力凸显, 豆粕弱势震荡
2018.01.01	市场供应有收紧趋势, 价格重心震荡上移

农产品研究团队

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

石丽红 助理研究员

联系电话: 023-81157285

魏鑫 助理研究员

联系电话: 023-81157285

一、行情回顾

图 1：大商所豆粕 1805 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

受美国农业部（USDA）1 月月度供需报告意外大幅下调单产及阿根廷产区干燥影响，美豆 03 合约在 945 线止跌反弹，最高反弹至 1005 美分一线，涨幅到达 6.34%。由于人民币升值拖累，大连盘豆粕 05 合约仅反弹 3.75%，低于美豆反弹幅度。截止 1 月 31 日，美豆 03 合约报收于 996.75 美分/蒲式耳，上涨 3.59%；05 合约报收于 2799 元/吨，上涨 1.6%。目前美豆 03 合约来到 10 美分附近，短期出现技术调整，但考虑 2-3 月南美大豆处于开花灌浆期，拉尼娜天气影响，天气炒作易发，以及市场存在对 2018 年美豆播种面积收紧预期，笔者认为美豆回调空间有限，仍处于震荡反弹走势。

二、价格影响要素分析

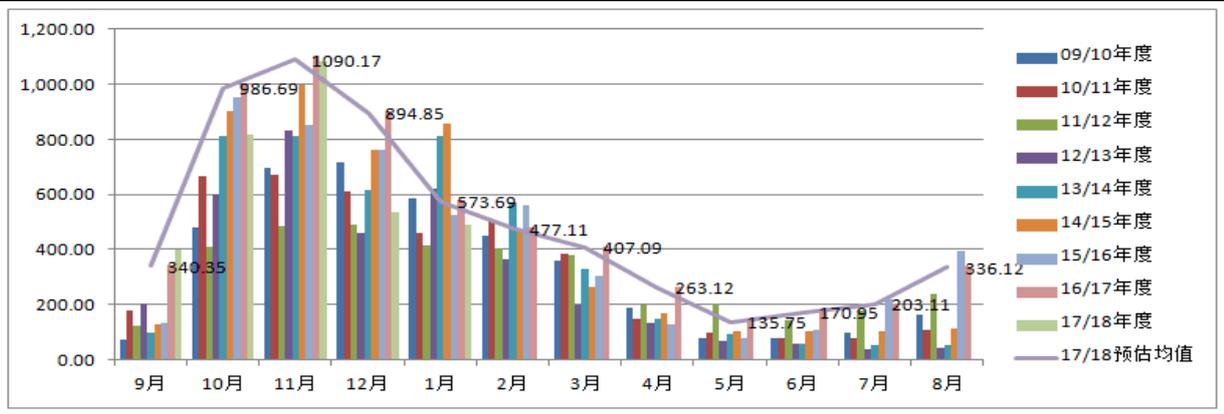
2.1 美豆情况

美国农业部（USDA）1 月供需报告显示：美豆产量 43.92 亿蒲（预期 44.25、上月 44.25、上年 42.96），期末 4.70 亿蒲（预期 4.77、上月 4.45、上年 3.02）。巴西产量 11000 万吨（预期 11027、上月 10800、上年 11410）；阿根廷产量 5600 万吨（预期 5633、上月 5700、上年 5780）。虽然美豆出口大幅下调，但美豆产量也意外调低，使得结转库存虽然有所上调，但略低于此前市场预期，且南美产量数据略低于预期，本次报告中性略偏多。由于报告不及市场预期，发布后美豆止跌反弹，当日在 945 一线反弹至 962 美分，收高 1.32%。2017/18 年度美豆产量边际变化不大，对价格影响小，重点还是看出口完成度和国内压榨新增需求落实，以及市场对 2018 年美豆种植预期。

2.1.1 出口表现不佳

1月美豆出口水平依然落后往年同期。截止1月25日，当月出口489万吨，低于12月的536万吨，低于前一年度的580万吨，低于市场预期的574万吨，迄今为止17/18年度美豆累计出口销售4359.47万吨，进度为74.15%，低于去年同期的89.34%，出口装船3329.28万吨，低于去年同期的3611.46万吨。由于2-3月南美大豆新豆未上市，处于青黄不接，美豆出口有望增强，2月市场预计为477万吨。

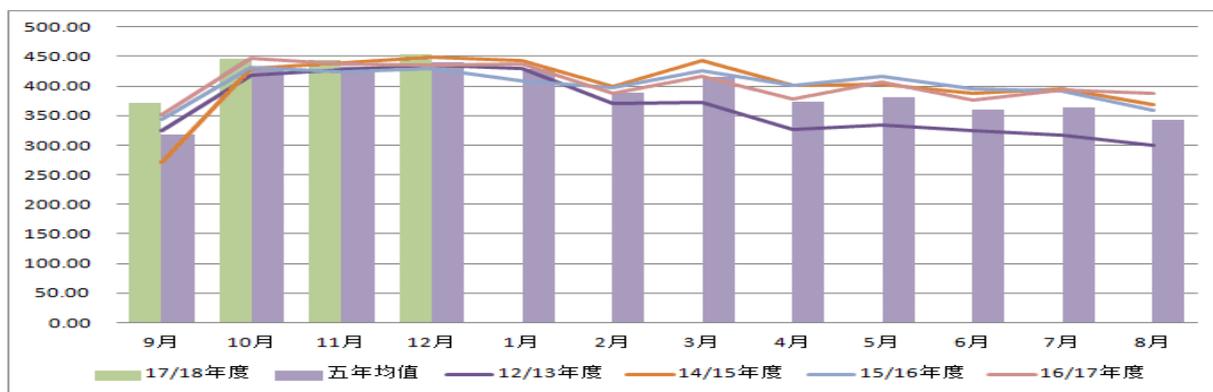
图 3：近年美国农业部月度出口数据及 17/18 预估（万吨）



数据来源：美国农业部，中信建投期货

2.1.2 压榨前景乐观

2017/18年度美国大豆压榨需求乐观，月度压榨量好于市场预期。据USDA1月份供需报告显示，本年度美豆压榨量预计提高至19.5亿蒲式耳，较12月份提高1000万蒲式耳，较前一年度的18.99亿蒲式耳压榨量增加2.69%。根据USDA月度压榨数据显示，9-12月大豆总共压榨了6.703亿蒲式耳，较去年同期的6.539亿蒲式耳增加2.51%。美国环境署（EPA）在2017年11月表示，将2018年度生物柴油需求量增加至21亿加仑，高于2017年的20亿加仑，随后USDA在12月份供需报告中新增5亿磅的豆油用于生物柴油生产。我们认为，在对进口阿根廷及印尼生物柴油实施反倾销大背景下，若进口豆油维持不变，美国国内需要新增约126万吨的大豆压榨量（即4632万蒲式耳），预计压榨量将提高至1986亿蒲式耳，那么1月大豆供需平衡表中19.5亿蒲式耳的压榨量还有上调空间，压榨需求预期乐观。

图 4：17/18 年度美豆月底压榨量（万吨）


数据来源：美国油籽加工商协会，中信建投期货

2.1.3 美豆2018年种植面积收紧预期将提振价格

每年2月22-23号，美国农业部（USDA）论坛公布当年美国大豆种植面积展望情况。通常情况下，一般是根据是上年农户大豆销售价格及大豆玉米比价进行综合判断，得出当年大豆预计种植面积。回顾2017年大豆走势，大豆价格持续低迷，处于900-1020区间弱势震荡，农户绝对收益不大，笔者认为2018年大幅扩大种植面积概率不大。此外，当前大豆玉米比值在2.75附近，低于去年同期的2.85，也不支撑玉米改种大豆。据美国农场期货杂志1月调查显示，2018年美国农户预计播种9010万英亩达到，基本和去年持平。综上，今年美豆种植面积缺乏大幅增加依据，结合种植论坛给的预计面积一般都较保守，市场存在对面积偏紧的预期，对价格回落有较强支撑。

综上，我们认为虽然目前美国大豆出口销售落后，但边际影响减弱，大豆压榨预期乐观加上2018年美豆播种面积收紧预期，预计回落空间有限，此外考虑到2-3月阿根廷干旱天气的担忧，美豆调整后仍有走高动能。

2.2 南美大豆产量情况

2.2.1 巴西大豆进入收割

巴西大豆陆续进入收割，但收割进程落后往年平均水平，主要是播种整体较晚导致大豆生长周期延长。据咨询机构 AgRural 称，截至 1 月 28 日，巴西大豆收割工作已经完成 3.8%，高于一周前的 0.8%，低于去年同期的 4.3%，过去五年同期的平均收获进度为 2.9%。

由于今年帕拉纳州大豆播种较晚，作物生长周期延长，收获推迟。在主产区马托格罗索州，大豆收割工作已经完成 13.5%，比一周前提高了 10.7%，超过上年同期的 12.4%。朗多尼亚州大豆收割工作完成 10%，高于一周前的 0.5%，而其他地区的收获进度非常慢。圣保罗州大豆收割工作完成 0.8%，南马托格罗索州完成 0.2%，帕拉纳州完成 1%。

巴西天气正常，产量前景乐观。1月USDA供需报告上调巴西产量至11000万吨（市场预期11027），高于上月的10800万吨、低于上年的11410万吨。咨询公司AgRural预计巴西大豆产量将达到11620万吨，高于1月预估11400万吨，主要是今年播种面积增加至3470万公顷，较上年度扩大2.4%。但由于拉尼娜天气影响，巴西今年天气状况不如去年，大豆单产预计有所回落，或抵消面积增加影响。

2.2.2 阿根廷减产预期升温

今年南美播种期推迟，截止1月末，阿根廷大豆播种才基本完成，较往年延后10天左右，据布宜诺斯艾利斯谷物交易所报告称，最新大豆播种进度98.9%，比去年同期低了0.3%。受拉尼娜天气影响，阿根廷中东部大豆主产区少雨，干旱严重，土壤墒情较差，大豆单产堪忧。据世界农业天气网发布数据显示，过期60日阿根廷全国降雨约为180.34毫米，较正常值下降9.87%，其中主产省科尔多瓦和布宜诺斯艾利斯仅为正常降雨水平的71.27%和69%。笔者认为，在阿根廷大豆播种面积连续第三年回落的背景下，长达两月多时间的干旱将给大豆单产造成损失，减产争议不大。目前美国农业部预计产量为5600万吨，市场普遍预计在5200-5300万吨，最终产量还是看天气。进入2-3月，阿根廷大豆处于开花灌浆期，若干旱继续，得不到有效降雨改善，产量预计将更为悲观。市场对天气持续担忧，是推动大豆反弹走高主要动能。风险是巴西产量增幅超市场预期。

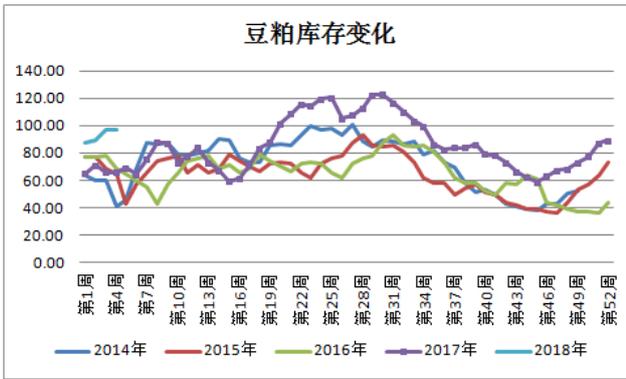
综上，虽然目前巴西大豆2017/18年度产量前景较为乐观，但由于今年拉尼娜天气影响，南美本年度单产预计不及去年，加上阿根廷中南部从种植期开始就面临干旱，种植面积大幅下滑严重，后期市场焦点依然在阿根廷减产预期上。由于阿根廷大豆处于生长期，若天气异常，单产受到影响，市场对减产担忧将推动豆价上涨。

2.3 豆粕供应宽松

根据天下粮仓网数据整理：1月份进口大豆到港120船783.95万吨，低于此前预期的808.89万吨，主要是因2船大豆推迟到港。截止1月31日，大豆港口库存为693.21万吨，较12月末684.35增加1.29%，高于去年同期的661.99万吨，创近五年来新高。

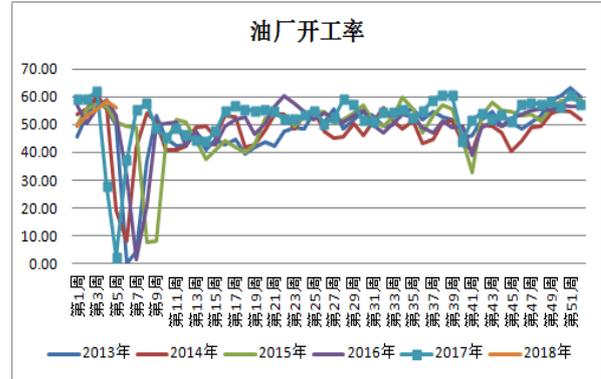
豆粕现货供应充裕。1月国内大豆压榨总量在854万吨，略低于12月的868万吨，高于去年同期的665万，主要是大豆到港量庞大，且压榨利润好，油厂手中未执行合同较多，大多油厂保持满开，开机率保持在高水平。截止1月28日，沿海主要油厂豆粕库存为96.42万吨，较上月底的89.16万吨增加7.26万吨，增幅8.14%。2月15号进入春节假期，大部分油厂停机过节，预计要在2月26日后陆续复工。2月初至14日，油厂大豆压榨量预计在360万吨，日压榨量约在36万吨（1月均值39万吨），加上库存庞大，总体供应充裕，随着备货行情结束，需求疲弱，价格反弹疲弱。

图 5 近几年油厂豆粕周库存量走势(万吨)



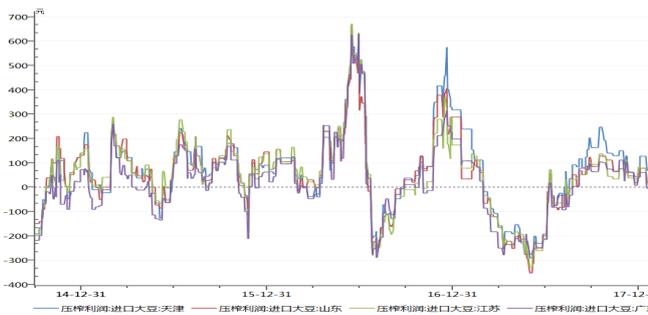
数据来源：天下粮仓、WIND

图 6 全国油厂周度开工率 (%)



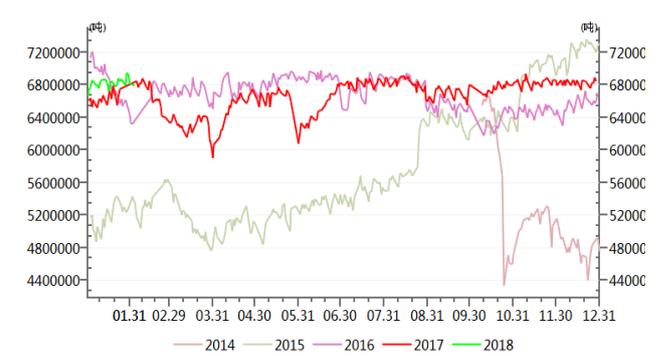
数据来源：天下粮仓、中信建投期货

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 存栏回落，抑制豆粕需求

月初元旦假期提振，加上随之而来的大范围雨雪天气来袭，刺激消费，支撑需求持续回升；与此同时供应面市场猪源调运受阻，企业收购难度增加，再次利好猪价。月初供需两方面因素的共同作用，促使猪价持续上涨。不过后期随着天气的逐渐转晴，前期受雨雪影响调运困难导致短暂积压的猪源，迅速流入市场。猪源供应从偏紧到充足，企业收购从有压力到无难度，猪价受压回落。1月份22省生猪平均价格由14.95元/千克攀升至15.14元/千克，月末回落至14.91元/千克，较12月的14.92元/千克回落0.01元/千克。猪粮比价平均水平从上月8.08:1下跌至7.68:1，月跌幅达5%，较去年同期的9.71:1下跌20.9%。由于2月份进入春节，猪肉终端消费需求大幅增加，对猪价有支撑，但节前同时也是供应高峰期，多空相互抵消，预计猪价跌幅或逐渐放缓，呈现窄幅调整态势。而节后需求的极度透支，加之节前的库存以及大猪猪源的影响，屠宰企业压价情绪强烈，届时定会打压猪价一路走弱；不过当前猪价本就处于较低位，而一般冬春季节猪病都较为严重，死亡率偏高，一定程度上减少了出栏量，因此节后猪价下跌空间也或受限。

1月养殖利润纷纷回落，生猪养殖冲高回落，蛋鸡养殖延续12月中旬跌势，截止1月26日，自繁自养生猪利润为288.51元/头，较上月末跌6.47元，蛋鸡养殖利润回落至47.31元/羽，较上月末跌7元。考虑到2月春节。

据农业部监测数据显示：12月份生猪存栏为34153万头，环比下降2.1%，同比减少7.02%，能繁母猪存栏为3424万头，环比下降1.21%，同比减少6.6%，生猪存栏和能繁母猪存栏连降8月回落，处于历史底部区域，主要是去年环保政策严格落实影响以及春节前出栏备货导致，不过由于前期环保禁养压制产能复苏，而当前环保禁养基本已经结束，外部压力减少。而与此同时，龙头养殖企业大肆扩张，重金投资养猪业的步伐依旧马不停歇，因此2018年生猪产能会持续增加。

由于春节期间养殖业出栏量较大，节后下游补栏速度恢复还需要时间，我们认为2月份饲料消费较1月有一定回落，需求处于淡季，对现货价格支撑力度较弱。

图 9：国内 22 个省市生猪平均价格走势（元/千克）

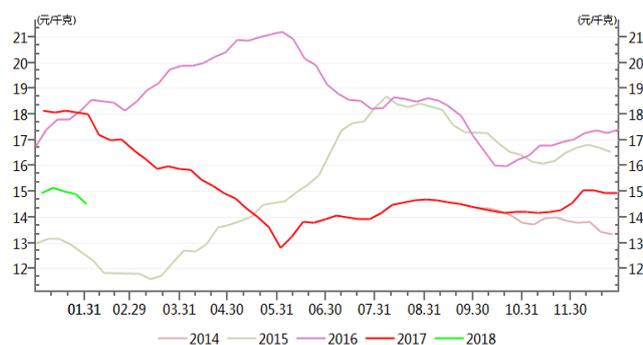
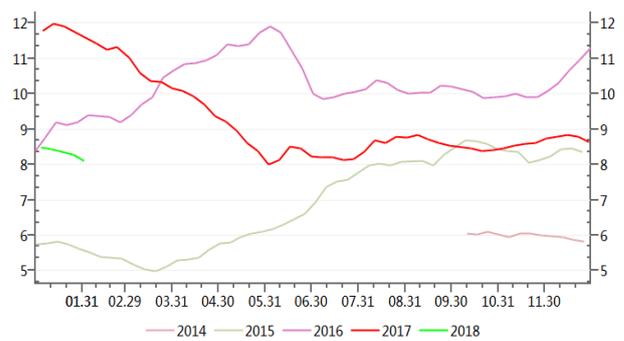


图 10：近几年猪粮比周走势



数据来源：WIND

数据来源：天下粮仓、WIND

图 11：蛋鸡养殖利润（元/羽）

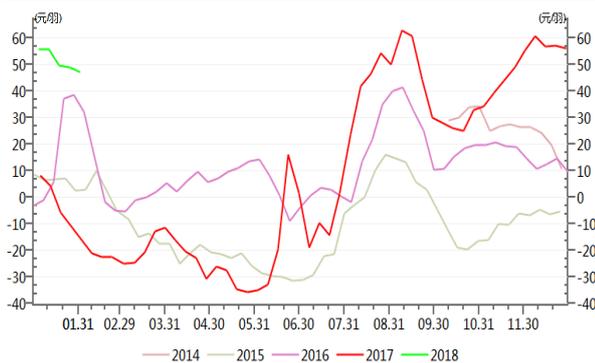
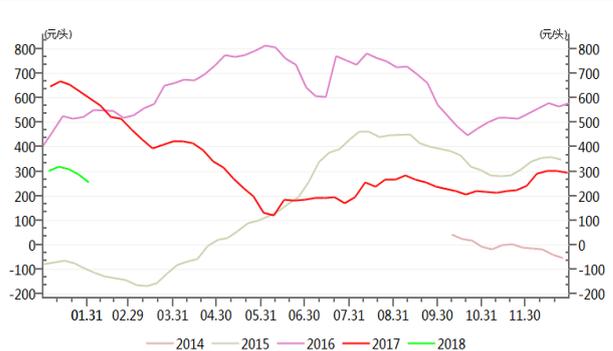


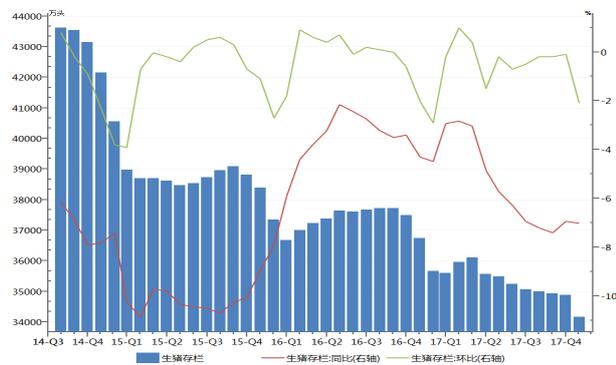
图 12：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



数据来源：WIND、中信建投期货

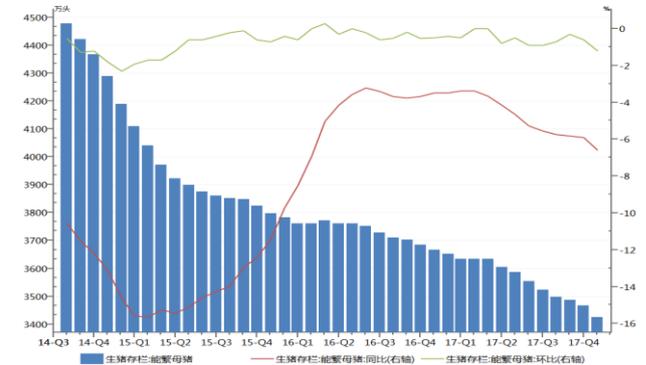
数据来源：WIND、中信建投期货

图 13：生猪存栏量（万头，%）



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

气象预报今年拉尼娜天气将持续到5月，阿根廷干旱天气将影响处于开花、灌浆期的大豆生长，加上今年阿根廷大豆播种延误，种植面积大幅回落至1800万公顷，同比下降6.25%，阿根廷大豆减产概率大。目前市场关注的是具体减产幅度，当前机构普遍预计在5200-5300万吨，低于USDA预计的5600万吨，若天气持续恶化，产量预计下调，将推动美豆走高。目前美豆供应面依然偏宽松，主要是美豆出口落后，库存充裕，然而2月底美豆面临下一季种植意愿预估，市场对2018年度美豆播种面积偏紧预期，将抑制价格回落空间。综上，我们认为天气状况是决定后期大豆价格反弹主要动能，若天气没出现恶化，美豆将重回区间弱势震荡。

春节前，由于大豆供应充裕，油厂开机率高企，国内饲料商迎来最后一波补库存，对现货价格有一定支撑，但随着备货近尾声，豆粕成交将转淡，现货缺乏上行动能，估计要等节后1-2周才会引来下一轮集中补货，然而由于畜禽春节期间大量出栏，2-3月为传统养殖需求淡季，豆粕基本面有压力，反弹乏力。由于存在阿根廷减产风险，美豆回落空间有限，豆粕下跌不易过分看跌，反弹就看阿根廷天气持续转坏的程度了。

策略：美豆有望先抑后扬，下方强支撑940-950区域，可逢低做多，破920止损；豆粕总体上维持区间震荡走势，保持高抛低吸操作思路，其中豆粕1805合约维持2670-2850区间震荡。

目前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，上涨不追。

风险：美豆结转库存超预期、南美大豆丰产、人民币大幅贬值

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B, 名义层11-A, 8-B4, C

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 8 楼 808-811 单元

电话：021-68765927

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：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：0791-82082701

廊坊营业部

地址：河北省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：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

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 9 层 912

电话：010-82129971

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

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811 室

电话：0571-28056982

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

济南营业部

地址：济南市泺源大街 150 号中信广场 1018

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：辽宁省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 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 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：028-62818708

深圳营业部

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

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

南京营业部

地址：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

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 5-5, 5-6 室

电话：0574-89071687

合肥营业部

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

电话：0551-62876855

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 13A06 单元

电话：020-22922100

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