

豆粕库存持续积压 价格反弹阻力大

豆粕月报

观点及操作建议:

南美17/18年度大豆1460万吨的减产基本可以确定，全球大豆供应大幅收紧，大豆价格重心震荡上移。美国方面：由于美陈豆出口形势乐观，新季种植面积收缩，美豆维持偏强震荡，但考虑到中美贸易不确定，若谈崩美豆将有下跌风险。

国内方面：受中美贸易战影响，国内豆粕价格升水，豆粕美豆比值走强，有修复空间。由于5-8月到港大豆量庞大，压榨利润仍不错，油厂开机率维持高企，养殖业亏损补栏疲弱，供应压力仍将持续，豆粕库存有望继续攀升，令价格反弹缺乏持续动能，有望偏空震荡回落，但考虑到南美减产，豆粕深跌概率小。由于远期豆粕价格受新季美豆天气风险升水及贸易风险，09-01价差仍将维持弱势格局。

操作策略:

策略：豆粕维持偏空震荡回落走势，可逢高沽空操作。其中豆粕1809合约背靠3200-3250区间高抛沽空，破3300止损，第一目标位3080，第二目标位3050；但若中美贸易谈崩，豆粕价格有望企稳震荡上行。

有库存贸易商，采取高抛低吸滚动的购销策略，没有库存的贸易商建议现货可随行就市，远月需求买入低价基差合同建立头寸。

风险因素：USDA5月库存意外增加，阿根廷减产不及预期，巴西大量出口，美豆种植面积高于3月意向报告，中美贸易战不确定性。

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05月04日

相关研究报告

| | |
|------------|--------------------|
| 2017.01.01 | 供应压力凸显，豆粕弱勢震荡 |
| 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 1809 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 月份市场多空交织，美豆在区间 980-1070 收敛震荡，截止 4 月 30 日报收于 1048 美分/蒲，微涨 0.38%。月初中美贸易争端升温，市场担忧美豆出口，令美豆大幅下挫，但考虑到中美贸易还有协商时间，以及 4 月份供需报告下调美国 2017/18 年度大豆期末库存数据，价格触底反弹，随后等待指引，维持区间震荡。国内大连盘豆粕受中美贸易战影响大幅拉高，但现货基本面压力大，上涨缺乏动能，截止 4 月 27 日，M09 报收于 3168 元/吨，较上月微涨 0.32%。4 月份国内豆粕现货价格先扬后抑，总体较上月小幅回落，截止 4 月 28 日，沿海豆粕价格 3100-3170 元/吨一线，较上月底跌 40-100 元/吨。

二、价格影响要素分析

2.1 北达科他州大豆种植面积有望下调

3 月底美国大豆种植意向报告显示 2018 年种植面积预计下降至 8898.2 万英亩，较去年的 9014.2 万英亩下调 116 万英亩，回落幅度在 1.3%。从各州去年单产情况看，17/18 年度单产下降幅度大的主产州今年播种面积基本都出现下调，其中堪萨斯、俄亥俄州及明尼苏达都较去年下调 25 万英亩；爱荷华州下调 20 万英亩，威斯康辛下调 13 万英亩，内布拉斯加州下调 10 万英亩；仅印第安纳和密歇根州分别增加 15 万英亩和 1 万英亩，而北达科他州今年种植面积暂维持去年水平。考虑到北达科他州去年出现严重干旱且是美国第四大种植州，该州的调整将对总面积影响较大。我们认为今年北达科他州实际播种面积将低于 3 月意向报告，初步估计在 700-705 万英亩。

其原因主要是：1) 17/18 年度北达科他州单产下降 7.5，下滑严重，在连续 3 年丰产背景下，农户考虑轮作休耕；2) 由于北达科他州与南达科他州和内布拉斯加州都处于中央大平原地区气候相近，且农户播种心理意愿

相似；3) 中美贸易战争端加剧，若中国执行增收美豆25%的反倾销关税，农户对美豆出口形势担忧，调下播种面积概率大。

图3：美豆播种面积及单产情况：

| 美国各州 | 美豆单产（蒲式耳/英亩） | | | 美豆种植（千英亩） 2018年3月底与去年比较 |
|----------------|--------------|-----------|-------|----------------------------|
| | 2017/18年度 | 2016/17年度 | 与上年变化 | |
| ILLINOIS | 58 | 59 | -1 | 0 |
| IOWA | 56.5 | 60 | -3.5 | -200 |
| MINNESOTA | 47 | 52 | -5 | -250 |
| NORTH DAKOTA | 34 | 41.5 | -7.5 | 0 |
| INDIANA | 54 | 57.5 | -3.5 | 150 |
| MISSOURI | 49 | 49 | 0 | -50 |
| NEBRASKA | 57.5 | 61 | -3.5 | -100 |
| SOUTH DAKOTA | 43 | 49.5 | -6.5 | -50 |
| KANSAS | 37 | 48 | -11 | -250 |
| OHIO | 49.5 | 54.5 | -5 | -250 |
| ARKANSAS | 51 | 47 | 4 | 70 |
| MICHIGAN | 42.5 | 50.5 | -8 | 10 |
| MISSISSIPPI | 53 | 48 | 5 | 50 |
| WISCONSIN | 47 | 55 | -8 | -130 |
| KENTUCKY | 53 | 50 | 3 | 50 |
| NORTH CAROLINA | 40 | 35 | 5 | -100 |
| TENNESSEE | 50 | 45 | 5 | -90 |
| LOUISIANA | 54 | 48.5 | 5.5 | 50 |
| OKLAHOMA | 29 | 29 | 0 | 30 |
| VIRGINIA | 44 | 36 | 8 | 10 |
| PENNSYLVANIA | 48 | 44 | 4 | -85 |
| MARYLAND | 51 | 41.5 | 9.5 | -20 |
| SOUTH CAROLINA | 38 | 31 | 7 | -20 |
| ALABAMA | 46 | 32 | 14 | 0 |
| NEW YORK | 45 | 41 | 4 | 50 |
| TEXAS | 37 | 31 | 6 | 15 |
| DELAWARE | 51 | 41.5 | 9.5 | -50 |
| GEORGIA | 42 | 30 | 12 | -5 |
| NEW JERSEY | 45 | 36 | 9 | 5 |
| WEST VIRGINIA | 54 | 51 | 3 | 0 |
| FLORIDA | 34 | 36 | -2 | 0 |

数据来源：USDA，中信建投期货

2.2 干旱影响有限，美豆种植进度总体正常

虽然今年美豆播种进度落后于去年水平，但仍处于正常范围内。截至4月29日当周，美国大豆种植率为5%，低于预期的7%，前一周为2%，去年同期为9%，五年均值为5%。5月至6月中旬是美豆播种季，只要不出现极端天气，比如冰雹天气或连续暴雨等阻碍出苗和播种，美豆种植进度与最终单产相关性不强。

图 4：美国大豆种植进度与最终单产相关性不强

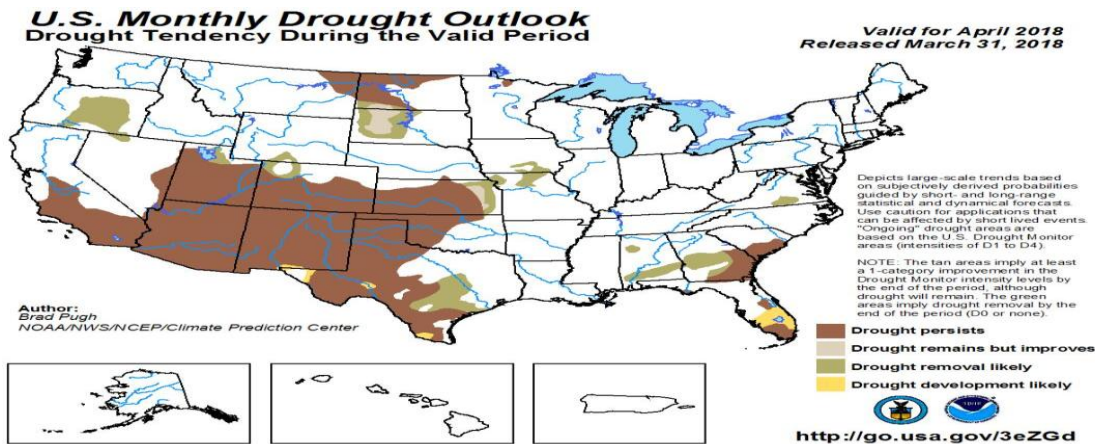
| | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 5年平均 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 4月22日 | 2 | 5 | 2 | 0 | 2 | 0 | 6 | 0 | 0 | 2 |
| 4月29日 | 5 | 10 | 7 | 8 | 4 | 1 | 14 | 0 | 11 | 6 |
| 5月6日 | | 13 | 19 | 21 | 9 | 3 | 24 | 3 | 24 | 13 |
| 5月13日 | | 29 | 32 | 37 | 24 | 9 | 67 | 18 | 35 | 26 |
| 5月20日 | | 52 | 60 | 52 | 40 | 27 | 85 | 36 | 47 | 46 |
| 5月27日 | | 65 | 68 | 65 | 64 | 46 | 89 | 48 | 65 | 62 |
| 6月3日 | | 81 | 80 | 74 | 81 | 59 | 94 | 63 | 80 | 75 |
| 6月10日 | | 91 | 89 | 80 | 88 | 71 | 98 | 82 | 89 | 84 |
| 6月17日 | | 95 | 95 | 88 | 93 | 84 | 99 | 92 | 93 | 91 |
| 6月24日 | | 99 | 98 | 92 | 96 | 92 | 100 | 97 | 95 | 95 |
| 7月1日 | | 100 | 100 | 96 | 99 | 96 | 100 | 99 | 98 | 98 |
| 7月8日 | | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 当年单产 | | 49.1 | 52.1 | 48 | 47.8 | 43.3 | 39.6 | 41.5 | 43.5 | 46 |

数据来源：USDA

受去年10月以来拉尼娜天气影响，美国西南部降雨偏少干旱较为严重，总体干旱面积较去年有所增加。美国政府4月24日发布的干旱监测周报（U. S. Drought Monitor）显示，过去一周里美国的干旱面积总体继续下滑，但是超级干旱面积增加，且无干旱地区不及去年同期水平（具体情况见表）。从最新干旱监测报告看，美国中央大平原地区的北达科他州、南达科他州有轻中度，内布拉斯加南部有轻度干旱，堪萨斯州西南部有极度干旱；中西主产区大多天气情况正常，仅爱荷华州南部和密苏里州西北部出现轻中度干旱。爱荷华州和密苏里州干旱程度低对已有播种影响小，而北达科他州、南达科他州及堪萨斯州大豆5月初展开播种，干旱影响小。

目前全球各气象机构预测模型纷纷显示拉尼娜天气即将在5月份退场，并预测今年夏天ENSO指标处于中性概率大。虽然ENSO指标显示中性，但随着海水温度回升及南极冰海面积下降异常影响，将有利于厄尔尼诺天气的形成，那么美国国内降雨会增多，利于大豆生长，但需警惕形成涝情灾害。因而我们认为随着拉尼娜影响衰退，美国西南区降雨将增多，堪萨斯州有望改善当前严重干旱状态，而处于美国中北部的南北达科他州降雨量虽不及南部，但整体情况亦有好转。

图 5：美国 4 月份干旱情况：



数据来源：U.S.Drought monit

表 1：美国干旱监测情况：

| 时间 | 日期 | 无干旱 | D0-D4 | D1-D4 | D2-D4 | D3-D4 | D4 |
|------|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 当前周 | 2018/04/24 | 57.51 | 42.49 | 28.99 | 16.35 | 8.5 | 1.97 |
| 上周 | 2018/04/17 | 57.19 | 42.81 | 28.85 | 16.33 | 8.18 | 1.71 |
| 三个月前 | 2018/01/23 | 37.55 | 62.45 | 35.39 | 13.6 | 0.9 | 0 |
| 日历年初 | 2017/12/26 | 45.31 | 54.69 | 26.37 | 4.95 | 0.83 | 0 |
| 水年度初 | 2017/09/26 | 63.07 | 36.93 | 13.81 | 4.99 | 2.36 | 0.87 |
| 去年同期 | 2017/04/25 | 78.33 | 21.67 | 6.11 | 1.07 | 0.03 | 0 |

注：D0为反常干燥，D1为中度干旱，D2严重干旱，D3极度干旱，D4超级干旱

数据来源：U.S.Drought monit

2.3美豆出口销售加快缓解库存压力

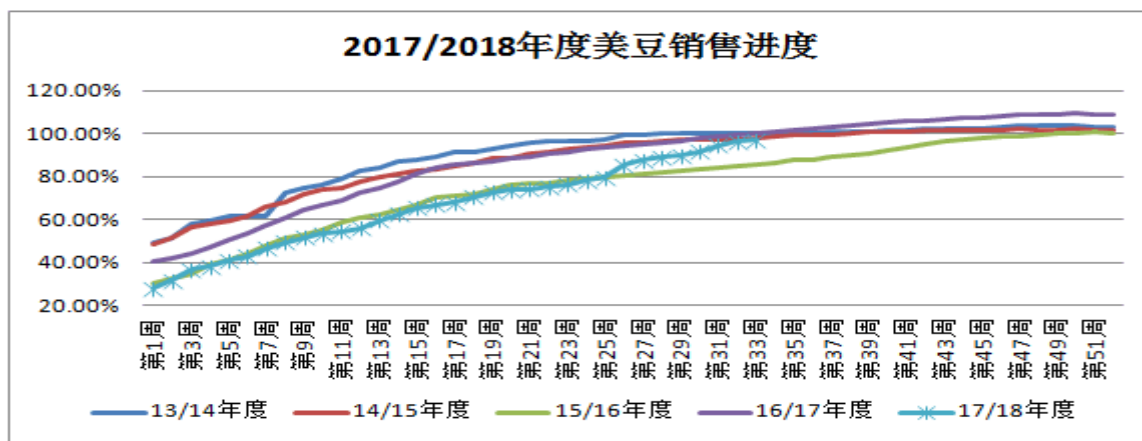
虽然美国对中国销售大豆放缓，较去年减少约650万吨，但美国对土耳其、其他亚洲大洋洲国、非洲增加和西半球以及未知地区出口销售出现明显增强，共计较去年增加498万吨大豆进口，大致抵消中国进口减少影响。4月中旬，阿根廷向美国市场订购18/19年度的大豆24万吨，这是阿根廷20年来首次向美采购大豆。由于阿根廷17/18年度大豆大幅减产2100万吨，在压榨产能丰富和巴西大豆昂贵背景下，我们认为阿根廷对美豆的采购后期有望继续增加。（其他亚洲国家：除中国、日本和印度）。

3月以来，美豆周度出口持续增强。截止4月19日，2017/18年度美豆累计销售到达5441万吨，低于去年5563万吨，已完成USDA出口目标的96.81%（目标为5620万吨），仅落后去年同期122万吨，不及出口预计下降296万吨（去年出口5916-5620），这说明美豆周度出口在好转，USDA前期过分悲观看待出口预期，本年度还有19周的出口时间窗口，还有179万吨的销售额度仅每周平均销售量在9.42万吨即可完成目标，参考去年同期均值21.68万吨，五年均值16.40万吨水平，我们认为均值在10万吨以上概率大，后期出口目标有望上调概率大。

表 2：美国大豆出口地占比 (%)

| 美豆出口地 (%) | 2018年 | 2017年 |
|-----------|-------|-------|
| 欧盟27国 | 5.67 | 6.42 |
| 日本 | 3.36 | 3.31 |
| 中国 | 53.44 | 63.73 |
| 中国台湾省 | 2.70 | 2.17 |
| 土耳其 | 0.89 | 0.66 |
| 其他亚洲和大洋洲 | 11.87 | 10.39 |
| 非洲 | 3.66 | 1.30 |
| 西半球国家 | 9.33 | 7.91 |
| 未知地区 | 9.08 | 4.11 |

数据来源：USDA，中信建投期货

图 6：美国大豆出口销售进度 (%)


数据来源：USDA，中信建投期货

2.4 南美大豆减产定调

阿根廷17/18年度大豆产量不及3600万吨，但也在市场预期范围。4月30日油世界杂志预计17/18年度阿根廷大豆产量为3700万吨（上年5460万吨），低于阿根廷农业部预计的3760万吨，低于USDA4月预计4000万吨。考虑到阿根廷大豆收获期的强降水影响，阿根廷贸易商表示，二茬大豆产量较同比减少35%；而由于二茬大豆产量预估调减，部分机构预测阿根廷大豆最终产量可能在3200-3500万吨。我们认为如果阿根廷最终产量在3500-3700基本符合预期，主要市场价格也有所兑现，价格重心970由上升到1040，但若产量低于3200万吨超预期，那么大豆价格重心有望进一步攀升。

4月下旬，福四通机构(INTL Fcstone)最新预计巴西 2017/18 年度大豆产量为 1.17 亿吨，高于此前预期的 1.159 亿吨，较 USDA4 月预计的 1.15 亿吨上调 200 万吨。由于今年阿根廷大豆面临 1760 万吨的减产，巴西估计 300 万的增产只是杯水车薪，使得 17/18 年度南美大豆出现实质性且不可恢复的 1460 万吨左右的减产，令全球大豆供应由宽松转向收紧，大豆价格对供应端变量的敏感程度显著提高，为中期大豆偏强运行提供支撑。

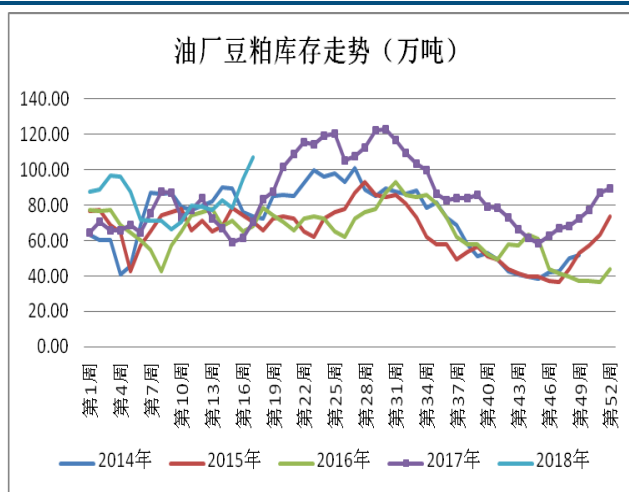
2.5 豆粕库存持续积压

未来4月国内进口大豆供应面依然充裕，预计5-8月进口到港量在3715万吨，较去年同期增8.25%。根据天下粮仓数据显示：中国5月份进口大豆预报到港141船904.2万吨，高于4月实际到港766万吨，较去年同期的886.65万吨增1.97%，6月份大豆到港最新预期在950万吨，7月份最新预期1000万吨，8月预估在860万吨。

4月份国内油厂豆粕库存大幅攀升，截止4月27日豆粕库存为106.87万吨，创年内新高，较上周的95.22万吨增加11.65万吨，增幅12.23%，较3月底的77.37万吨增加38.12%。油厂豆粕库存积压严重，有胀库现象出现，比较严重的有山东地区，其库存为19.22万吨（上周17.62），主要是供应充裕，以及饲料厂库存可用天数上升补货低迷导致。截止5月2日，当地饲料企业豆粕库存平均使用天数上升至27天（上周18天）。豆粕胀库现状正在向全国蔓延，华东最新库存为49.9万吨（上周46.57）。近日沿海地区豆粕现货不涨反跌就是油厂销售压力的实证，豆粕现货出现-80至-100的基差报价，7-9月份合同也出现零基差至+20的较低报价。

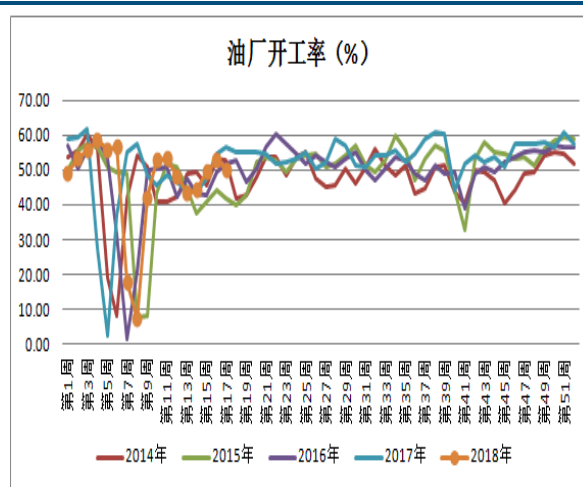
我们认为5月国内豆粕基本面依然偏空。有以下几点原因1)5月进口大豆到港量预计在904万吨，较去年同比增加1.97%，供应充足；2)由于油厂进口大豆压榨利润依然有利（目前美湾压榨毛利润为294元/吨，南美/巴西为265元/吨），套保盘卖压大，价格反弹乏力；3)在压榨利润仍有修复空间的背景下，油厂开机率仍高企，然而养殖业亏损严重，补货不积极，豆粕库存仍将继续积压。然而目前豆粕市场不确定性依然是中美贸易谈判结果，若谈判顺利，豆粕市场回归基本面走势，价格反弹乏力，偏空弱势震荡为主，有适度下行空间，但若谈崩豆粕价格将继续上涨。

图7：近几年油厂豆粕周库存量走势(万吨)



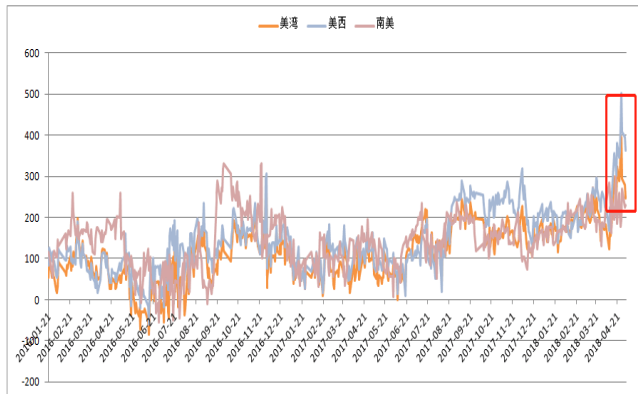
数据来源：天下粮仓、WIND

图8：全国油厂开机率(%)



数据来源：天下粮仓、中信建投期货

图 9：国内进口大豆盘面压榨毛利润（元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

图 10：各港口进口大豆预报量（万吨）

| 5月进口大豆预报 | | |
|----------|---------|------|
| 地区 | 进口量（万吨） | 船数 |
| 东北地区 | 71.3 | 11 |
| 山东地区 | 209.6 | 32.5 |
| 广东地区 | 90.9 | 14 |
| 福建地区 | 43 | 7 |
| 华北地区 | 132.8 | 21 |
| 华东 | 288.1 | 44.5 |
| 广西 | 68.5 | 11 |
| 合计 | 904.2 | 141 |

数据来源：天下粮仓、中信建投期货

2.6 下游补栏较差

由于当前市场猪源供应充足，且终端猪头需求表现一般，市场供大于求，猪肉缺乏上涨基础。生猪养殖亏损继续恶化，截止4月27日，自繁自养生猪利润为负304.58元/头，较上月继续下滑35.26元/头，跌幅13.09%，低于去年同期的340.63元/头，抑制下游补栏积极性，暂未有新增豆粕需求。此外目前水产养殖业投苗尚未大规模开启，终端消耗有限，仍不利于豆粕市场。

三、展望及策略

南美17/18年度大豆1460万吨的减产基本可以确定，全球大豆供应大幅收紧，大豆价格重心震荡上移。美国方面：由于美陈豆出口形势乐观，新季种植面积收缩，美豆维持偏强震荡，但考虑到中美贸易不确定，若谈崩美豆将有下跌风险。

国内方面：受中美贸易战影响，国内豆粕价格升水，豆粕美豆比值走强，有修复空间。由于5-8月到港大豆量庞大，压榨利润仍不错，油厂开机率维持高企，养殖业亏损补栏疲弱，供应压力仍将持续，豆粕库存有望继续攀升，令价格反弹缺乏持续动能，有望偏空震荡回落，但考虑到南美减产，豆粕深跌概率小。由于远期豆粕价格受新季美豆天气风险升水及贸易风险，09-01价差仍将维持弱勢格局。

3.1 策略建议

豆粕维持偏空震荡回落走势，可逢高沽空操作。其中豆粕1809合约背靠3200-3250区间高抛沽空，破3300止损，第一目标位3080，第二目标位3050；但若中美贸易谈崩，豆粕价格企稳有望震荡上行。

风险提示：USDA5月库存意外增加，阿根廷减产不及预期，巴西大量出口，美豆种植面积高于3月意向报告，

中美贸易战不确定性。

3.2 贸易商采购策略

那么 5 月贸易商采购策略当如何呢？

近期山东及华东地区出现胀库，且压榨有利润，开工率高企，补栏低迷，很难缓解当前豆粕积压形势，我们认为 5 月豆粕库存仍将继续增加，现货豆粕价格仍有回落动能，待库存出现拐点且开始回落，是下游大量补货的较好时机。

考虑到豆粕库存攀升压力和远月天气升水风险，当前豆粕市场的正向结构将继续加强，使得远月合约升水继续走强，而现货基差持续走弱。我们建议对于有一定库存量的贸易商，采取高抛低吸滚动操作的购销策略，可在 3000，3050 支撑位可适当补货，在 3160 以上可适当抛货；没有库存贸易商现货需求可以随市购买，远期需求可购买远月低价基差合同，基差在 20 到-50 可逢低适量补货。

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

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

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