

201506 短期内难言乐观

短期供需来看，供应宽松，需求表现不佳，价格上涨压力巨大。近期粕类价格跌幅甚至超过部分前期签订的基差合同的保证金，违约风险加大。为了使得前期合同能够顺利执行，油厂有挺粕的意愿，这估计是最近抑制粕类价格大幅下滑的主要动力。

CBOT 大豆价格经历大幅下跌过后，已来到美豆的成本区域 900 附近，而南美大豆的成本在 850 区域，即使 6 月底种植报告继续利空，其冲击程度与去年 6 月份报告也不可同日而语。对于国内两粕而言，基本上较美盘更弱，短期上涨动力缺乏，这也从近期国内价格走势弱于外盘反映出来。因此，从操作上来讲，在 6 月底报告靴子落地之前，对国内两粕维持偏空思维操作，暂不建议盲目抄底。1509 豆粕 2600 以下，1509 菜粕 2150 以下逢高做空。鉴于油厂在压榨利润大幅下滑甚至亏损的情况下有挺价意愿和天气因素容易反复，操作上可滚动灵活，亦可择机介入油脂多单作为对冲保护。

黄晓 策略分析师

028-86269305

倍特期货有限公司

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

一 . 供需情况分析

1. 美国农业部 6 月供需报告

全球大豆供需平衡表										
								单位：百万吨		
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存	压榨量
2015/16	2015.6	83.70	317.58	521.01	305.64	427.79	119.73	122.15	93.22	267.79
2015/16	2015.5	85.54	317.30	522.47	304.28	426.26	119.63	121.98	96.22	266.22
2014/15	2015.6	62.77	318.25	495.62	293.97	411.92	114.60	117.95	83.70	256.88
2014/15	2015.5	63.40	317.25	494.80	291.76	409.26	114.15	117.50	85.54	254.48
2013/14	2015.6	56.29	283.25	450.79	275.09	388.03	111.25	112.94	62.77	241.19
2013/14	2015.5	56.47	283.25	450.97	274.63	387.57	111.25	112.94	63.40	240.61
数据来源：美国农业部										

数据来源：美国农业部

全球大豆方面，美国农业部 6 月报告较 5 月预估值，产量小幅上调，需求也小幅上调，同时继续调低旧作大豆库存，从而使得 2015/16 年度大豆期末库存下调至 0.93 亿吨。虽然较 5 月份报告预估值低，但也是创纪录的高位。

在经历 2011/12 年度减产，从 2012/13 年度开始，此后几年全球大豆产量一直处于增长态势，在经历了 2014/15 大豆产量创纪录丰产后，2015/16 年度产量虽不及 2014/15，但仍然在历史高位区域。需求方面，受益于中国大豆蛋白的强劲需求，全球大豆消费量不断上升，但也难以消化大幅增长的供给，2015/16 年度期末库存估值继续上涨至 0.93 亿吨，库存消费比维持在 21.8% 的高位。这意味着有大量的产能难以消化，这也成为压制豆类农产品上涨的最大障碍。

美国大豆供需平衡表										
										单位：百万吨
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存	压榨量
2015/16	2015.6	8.97	104.78	114.57	53.33	101.64	0.82	48.31	12.93	49.80
2015/16	2015.5	9.52	104.78	115.12	53.19	101.50	0.82	48.31	13.61	49.67
2014/15	2015.6	2.50	108.01	111.33	53.11	102.37	0.82	49.26	8.97	49.40
2014/15	2015.5	2.50	108.01	111.33	52.83	101.82	0.82	48.99	9.52	49.12
2013/14	2015.6	3.83	91.39	97.17	49.85	94.67	1.95	44.82	2.50	47.19
2013/14	2015.5	3.83	91.39	97.17	49.85	94.67	1.95	44.82	2.50	47.19

数据来源：美国农业部

数据来源：美国农业部

报告显示，美豆 2015/16 年度产量较 2014/15 年度产量有所下调，但依然在历史高位附近。国内消费小幅调升，年末库存也相应调低，但仍然为历史高值。大豆的去库存道路依旧压力重重。

全球豆粕供需平衡表									
									单位：百万吨
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.6	12.83	210.99	287.58	207.98	275.02	63.76	67.04	12.57
2015/16	2015.5	11.44	209.80	285.01	207.13	273.94	63.77	66.81	11.06
2014/15	2015.6	10.98	202.63	274.34	197.81	261.52	60.73	63.71	12.83
2014/15	2015.5	10.77	200.92	272.19	196.68	260.75	60.50	64.07	11.44
2013/14	2015.6	9.72	189.47	257.13	186.15	246.15	57.94	60.00	10.98
2013/14	2015.5	9.72	189.01	256.67	185.90	245.90	57.94	60.00	10.77

数据来源：美国农业部

数据来源：美国农业部

全球豆粕供需方面，6 月数据显示 2015/16 年度全球产量和消费较 5 月预估数据都小幅上调，年末库存也上调至 1257 万吨。

全球油菜籽供需平衡表									
									单位：百万吨
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.6	6.89	68.46	88.53	69.96	83.14	13.18	13.18	5.40
2015/16	2015.5	7.13	68.12	88.63	69.81	83.17	13.38	13.36	5.46
2014/15	2015.6	7.00	71.71	92.47	71.36	85.58	13.76	14.22	6.89
2014/15	2015.5	7.00	71.66	92.81	71.37	85.68	14.15	14.31	7.13
2013/14	2015.6	5.02	71.38	91.63	69.68	84.64	15.23	14.96	7.00
2013/14	2015.5	5.02	71.38	91.63	69.68	84.64	15.23	14.96	7.00

全球油菜粕供需平衡表

年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.6	0.49	39.43	45.84	39.40	45.33	5.92	5.93	0.50
2015/16	2015.5	0.53	39.33	45.78	39.30	45.23	5.92	5.93	0.54
2014/15	2015.6	0.45	40.24	46.41	40.07	45.93	5.72	5.86	0.49
2014/15	2015.5	0.43	40.25	46.42	40.01	45.91	5.74	5.90	0.53
2013/14	2015.6	0.39	39.41	45.72	39.20	45.27	5.92	6.07	0.45
2013/14	2015.5	0.37	39.42	45.71	39.21	45.28	5.92	6.07	0.45

单位：百万吨

数据来源：美国农业部

油菜籽的供应压力相较于大豆要小很多。报告显示 2015/16 年度全球油菜籽产量较 2014/15 年度下调，全球期末库存量也下调至 540 万吨，库存消费比也降至 6%。

油菜粕 6 月报告数据和 5 月数据相比，小幅微调，总体而言，全球油菜粕这几年的供需基本保持平稳，没有重大变化。

二．美豆持仓分析



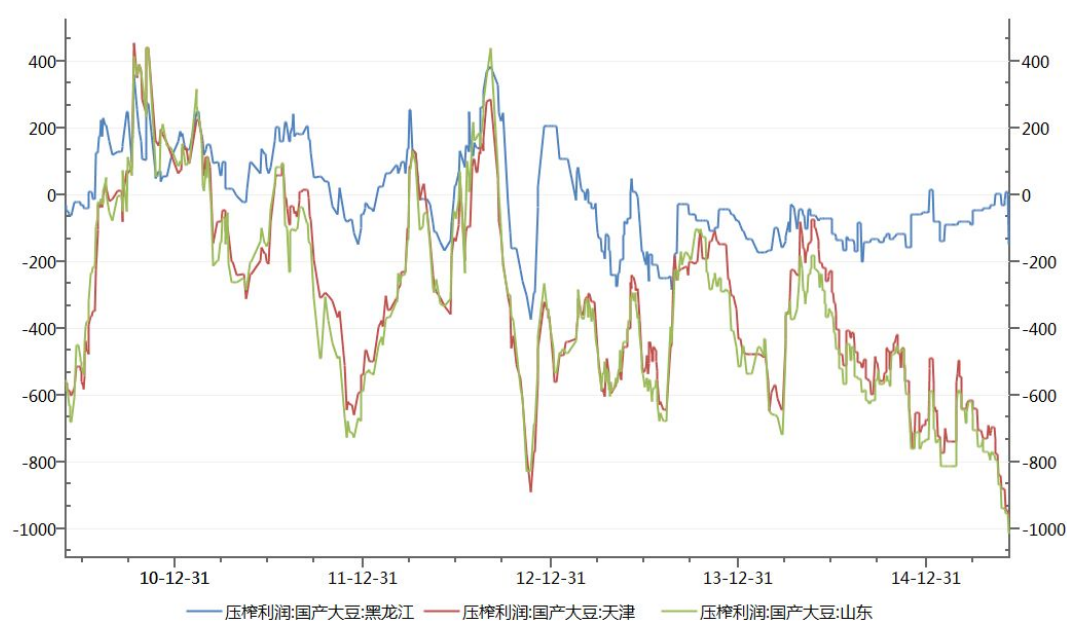
数据来源：和讯

如上图所示，2014 年 8-10 月，CFTC 基金净持仓为净空单状态，美豆价格也创出去年

低点。2015 年 1 月以来，CFTC 净持仓为净空单状态，且基本在零轴下方徘徊，美豆价格处于低位。从 5 月中旬以来，净空单继续扩大，美豆指数价格也跌破去年 9 月 12 日低点。净持仓近几个月一直维持净空单状态，这是 2008 年金融危机也没有出现过的情况，说明市场偏空氛围仍然较浓。

二．国内现货压榨情况分析

1.大豆压榨利润





数据来源：wind

从上图我们可以看到，自 2013 年以来，国产大豆的压榨利润一直处于亏损状态，黑龙江地区小幅亏损，其余地区处于深幅亏损状态。而进口大豆的压榨利润则从 2014 年的亏损逐步转为盈利，在 2015 年 3 月达到 200 元以上的利润水平。5 月以来，压榨利润逐步下降，甚至一度出现亏损，现在盈亏平衡点附近徘徊。

JCI：近年来国内大豆进口月度统计

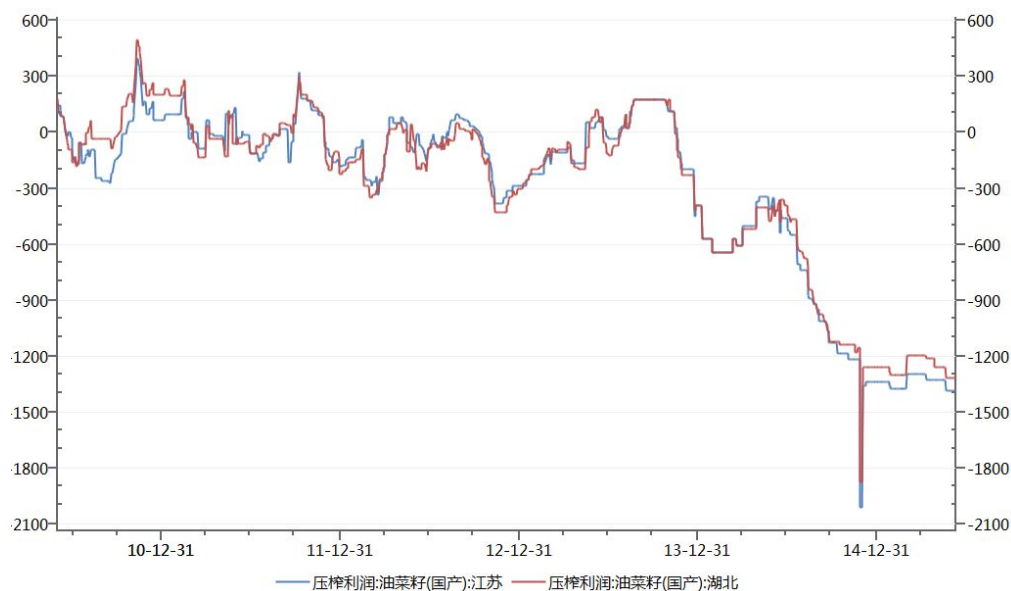
月份	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
10月	381	403	419	410
11月	570	416	603	604
12月	542	589	740	852
1月	461	478	591	687.6
2月	383	290	481	426.2
3月	483	384	462	449
4月	488	398	650	531
5月	528	510	598	612
6月	562	692	638	776.3
7月	587	720	747	780
8月	442	637	603	640
9月	497	470	503	550
总计	5924	5987	7035	7318.1

数据来源：汇易网

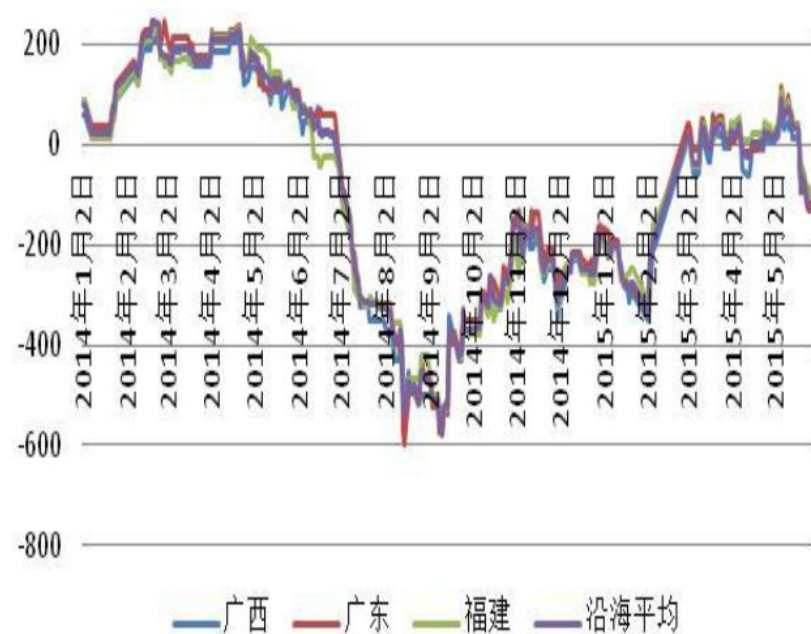
根据汇易网数据显示，我国 5 月份进口大豆 612 万吨，6-7 月进口大豆数据仍然庞大。

油厂开机率高位运行导致豆粕面临胀库的威胁，甚至有油厂出现负基差报价。

2. 油菜籽压榨利润



进口油菜籽压榨利润



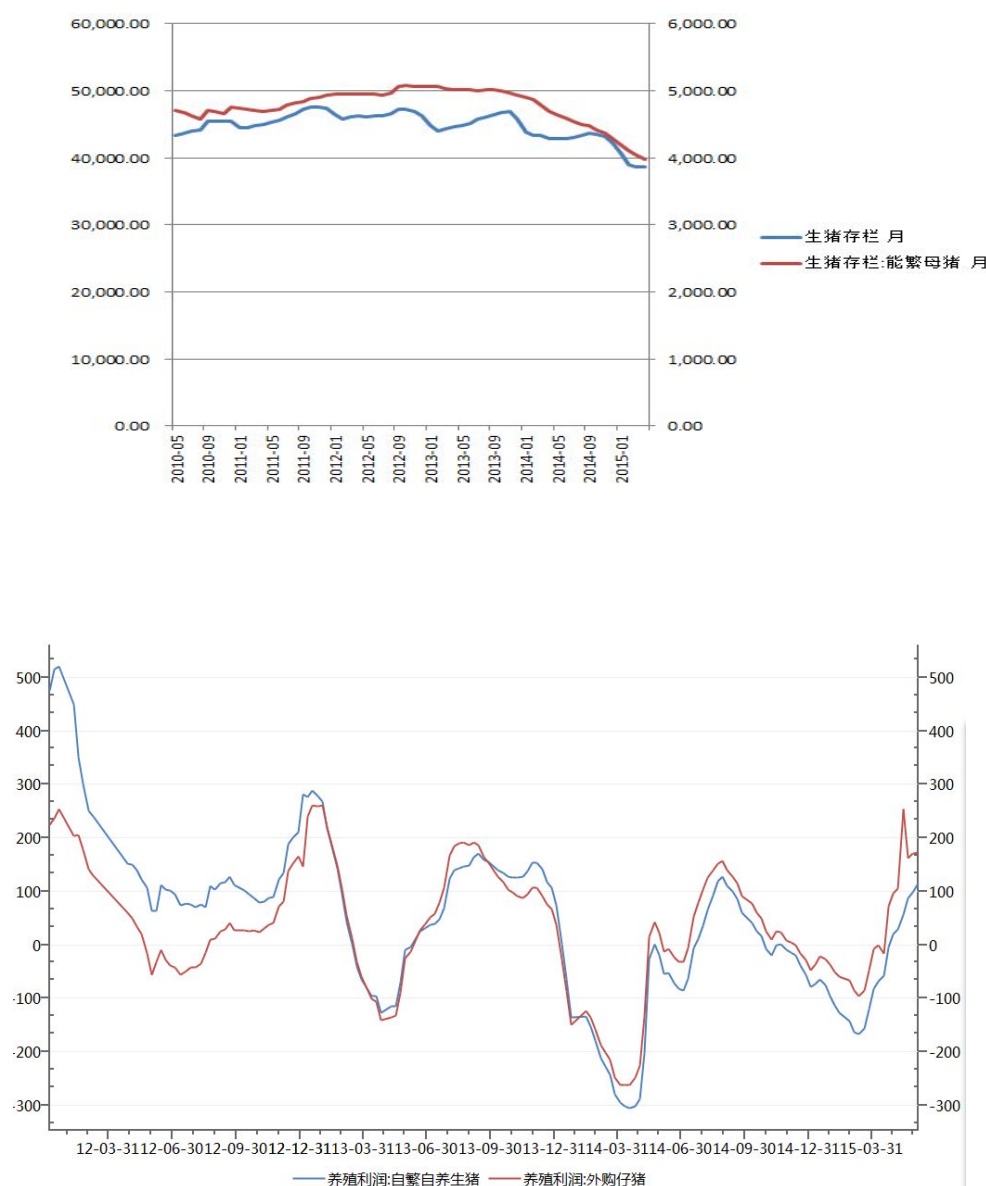
数据来源：wind、天下粮仓

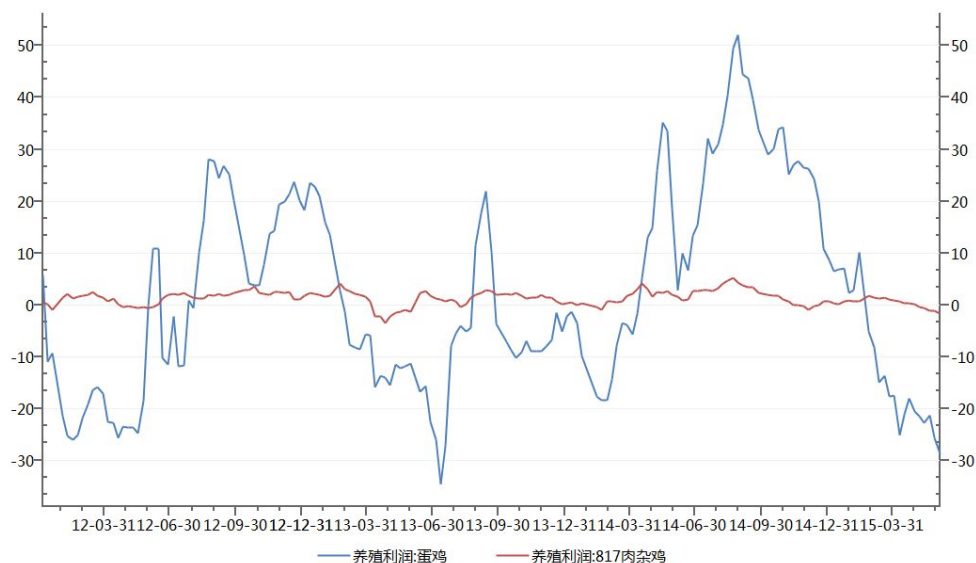
国产油菜籽自 2013 年以来压榨利润一路走低，现在压榨亏损 1200 以下。进口油菜籽的压榨利润自 2015 年 3 月以来扭亏为盈，从而带来 4-6 月份进口菜籽大量增加。从 5 月下

旬以来，由于进口菜籽大量到货，下游消费不畅，另外加拿大霜冻影响带来外盘油菜籽价格回升，使得近期进口菜籽压榨利润逐渐回落至盈亏平衡线下，且亏损幅度逐步扩大 100 元/吨以上。

三．消费方面分析

1. 国内养殖市场情况





数据来源：wind

统计数据显示，我国生猪存栏和能繁母猪存栏数量继续下滑，2015 年 5 月生猪存栏 3.87 亿头，能繁母猪存栏 3971 万头，但下滑幅度减小。猪肉价格自 3 月以来持续上涨带来养殖利润的回升，显示我国生猪养殖业有回暖迹象，但由于存栏量较低会导致豆粕市场消费存在滞后性。一般来说，饲料的景气周期滞后于猪价拐点 4-6 个月，如果 3 月是猪价的拐点，那么 7-9 月期间养殖饲料的需求会明显好转。

2014 年在经历蛋鸡收益大幅提高的背景下，禽类的补栏积极性高涨，但最近随着养殖收益的下滑，预计禽类补栏增幅会下滑，禽类饲料需求相对维持稳定。

水产养殖逐渐处于启动状态，但下游企业出于对进口大豆和油菜籽集中到港施压价格的担忧，采购并不积极，持续低库存和减缓采购节奏。

四．两粕后市展望与操作建议

需重点关注因素：

1.供应端的情况

大豆的供给宽松是豆类产品上涨的最大障碍。2014/15 年度的丰产已成定论，2015/16

年度美豆产量 USDA 报告预估仍然在历史高位。6 月报告美豆产量未做调整，虽下调旧作和新作期末库存，但仍然为历史高值。

天气炒作逐渐进入关键期，市场重点关注美豆种植进度和优良率。对于目前大幅下跌后的 CBOT 大豆价格而言，一旦天气出现任何不利因素，市场将会出现短暂反弹。从大的天气趋势来看，多国预测厄尔尼诺现象会持续到 2016 年，有利于大豆的生长，这也意味着前期报告的预估单产数据或偏于保守，如果美豆种植面积增加的话，则 2015/16 年度仍是一个丰收年的概率很大。

供应端上为数不多的支撑是加拿大的霜降导致油菜籽受损。但由于目前仍然是油菜籽初期生长阶段，受损的油菜籽可以马上得到补种，如果后续天气情况良好的话，对于油菜籽的生长情况不会有太大影响。

从国内压榨利润来看，前期压榨利润良好刺激大豆和油菜籽进口。而 5-7 月进口大豆和油菜籽的大量到港，供应压力的逐渐释放持续施压现货价格，油厂积极预售远期合同，且价格不断下降，有油厂甚至出现负基差报价。油厂压榨利润的下调和油脂基本面的改善，促使油厂转而挺油，使得粕类价格受压。近期粕类价格继续下行，价格跌幅甚至超过部分前期签订的基差合同的保证金，这使得违约的风险加大，从而增加油厂出货的压力。从另一个角度讲，油厂为了减少违约率，也会有支撑粕类价格的动力，一定程度上限制了粕类的下跌空间。压榨利润的大幅下降会降低油厂进口大豆的积极性，但这个因素对远期供应的预期有影响，对目前的供应压力缓解作用不大。

2. 中国油菜籽收储

今年中国油菜籽收储政策发生改变，改为由地方自主收储，然后发放补贴的方式。虽然具体操作方式还未明朗，但从政策支撑力度来看，今年大幅下降。主产区压榨企业入市意愿偏低，从而使得今年新季油菜籽收购数量和收购价格均处于较低水平。湖北地区菜籽收购价

格为 1.90 元/斤，远低于去年的水平。

3. 美豆 CFTC 持仓变化

2015 年 1 月以来，CFTC 净持仓为净空单状态，且基本在零轴下方徘徊，美豆价格处于低位。从 5 月中旬以来，净空单继续扩大，美豆指数价格也跌破去年 912 低点。净持仓近几个月一直维持净空单状态，这是 2008 年金融危机也没有出现过的情况，说明市场偏空氛围仍然较浓。

4. 需求方面的启动

饲料方面的需求，生猪价格的持续回升，提升养殖企业的补栏积极性，但由于目前存栏量较低导致豆粕市场消费存在滞后性，豆粕需求上存在短空长多的判断。水产养殖逐渐启动，但下游企业出于对进口大豆和油菜籽集中到港施压价格的担忧，采购并不积极，持续低库存和减缓采购节奏。

操作建议

从短期供需来看，供应宽松，需求表现不佳，价格上涨压力巨大。相对而言，菜粕处于季节性的消费旺季，在供需面上会优于豆粕。但受累于两者价差处于历史低位区域，菜粕难以摆脱豆粕的走势影响。对于豆粕的需求，我们维持短空长多的判断。

近期粕类价格继续下行，价格跌幅甚至超过部分前期签订的基差合同的保证金，这使得违约的风险加大。为了使得前期合同能够顺利执行，油厂有挺粕的意愿，这估计是最近抑制粕类价格大幅下滑的主要动力。

CBOT 大豆价格经历了大幅下跌过后，已来到美豆的成本区域 900 附近，而南美大豆的成本在 850 区域，即使 6 月底种植报告继续利空，其幅度与去年 6 月份报告也不可同日而语。对于国内两粕而言，基本上较美盘更弱，短期上涨动力缺乏，这也从近期国内价格走势弱于外盘反映出来。因此，从操作上来讲，在 6 月底报告靴子落地之前，国内两粕维

持偏空思维操作，暂不建议盲目抄底。1509 豆粕 2600 以下，1509 菜粕 2150 以下逢高做空。鉴于油厂在压榨利润大幅下滑甚至亏损的情况下有挺价意愿和天气因素容易反复，操作上可滚动灵活，亦可择机介入油脂多单作为对冲保护。