

粕类市场一季度影响因素和走势分析

第一部分：全球油籽供需

全球油籽供应充足

Table 01: Major Oilseeds: World Supply and Distribution (Commodity View)

Million Metric Tons

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Dec 2015/16	Jan 2015/16
Production						
Oilseed, Copra	5.59	5.79	5.43	5.43	5.51	5.51
Oilseed, Cottonseed	48.02	46.15	45.68	44.35	38.87	37.90
Oilseed, Palm Kernel	13.85	14.89	15.77	16.31	16.49	16.52
Oilseed, Peanut	38.46	40.45	41.12	39.41	40.79	40.78
Oilseed, Rapeseed	61.46	63.62	71.96	72.12	67.54	67.72
Oilseed, Soybean	240.43	268.82	282.87	318.80	320.11	319.01
Oilseed, Sunflowerseed	39.21	35.52	42.33	40.12	39.65	39.51
Total	447.02	475.24	505.15	536.54	528.96	526.93
Ending Stocks						
Oilseed, Copra	0.29	0.13	0.09	0.08	0.08	0.08
Oilseed, Cottonseed	1.89	1.55	2.06	1.69	0.95	0.92
Oilseed, Palm Kernel	0.28	0.29	0.29	0.26	0.22	0.21
Oilseed, Peanut	1.67	2.29	2.57	2.04	2.80	2.81
Oilseed, Rapeseed	6.57	5.03	7.76	7.76	6.51	5.53
Oilseed, Soybean	53.91	56.22	62.36	76.93	82.58	79.28
Oilseed, Sunflowerseed	2.59	2.75	2.83	2.77	2.00	2.09
Total	67.20	68.27	77.96	91.53	95.14	90.91

USDA: Jan 2015/16年度美国玉米、大豆单产预估							
	USDA1月	较12月报告	平均预测	较12月报告	预测范围	USDA12月	2014/15
玉米							
--单产 (蒲/英亩)	168.4	-0.90	169.2	-0.10	167.7-170.0	169.3	171.0
--产量 (百万蒲式耳)	13,601	-53	13,646	-8.00	13,525-13,770	13,654	14,216
--收获面积 (百万英亩)	80.7	0.04	80.634	-0.03	80.270-81.00	80.664	83.1
大豆							
--单产 (蒲/英亩)	48	-0.30	48.3	0.00	47.5-49.0	48.3	47.5
--产量 (百万蒲式耳)	3930	-51	3,981	0.00	3,926-4,043	3,981	3,927
--收获面积 (百万英亩)	81.8	-0.63	82.404	-0.03	82.00-82.709	82.429	82.6

USDA: Jan 2015/16年度美国作物库存 (百万蒲)							
	USDA1月	较12月报告	平均预测	较12月报告	预测范围	USDA12月	2014/15
玉米	1,802	17	1,785	0.00	1,642-1,860	1,785	1,731
大豆	440	-25	468	3.00	440-492	465	191
小麦	941	30	919	8.00	891-941	911	753

USDA: Jan 2015/16年度世界作物库存 (百万吨)							
	USDA1月	较12月报告	平均预测	较12月报告	预测范围	USDA12月	2014/15
玉米	208.94	-2.91	212.51	0.66	209.90-218.50	211.85	208
大豆	79.28	-3.30	82.57	-0.01	80.77-84.00	82.58	77.6
小麦	232.04	2.18	229.6	-0.26	228.00-231.11	229.86	211.7

USDA: Jan 2015/16年度南美产量 (百万吨)							
	USDA1月	较12月报告	平均预测	较12月报告	预测范围	USDA12月	2014/15
阿根廷							
玉米	2,560	0	2,564	4	2,150-2,650	2,560	2,650
大豆	5,700	0	5,728	28	5,550-5,850	5,700	6,140
巴西							
玉米	8,150	0	8,133	-17	8,000-8,200	8,150	8,500
大豆	10,000	0	9,929	-71	9,800-10,100	10,000	9,620

数据来源：美国农业部 汇易网

USDA1 月供需报告中将美豆单产由 12 月份预估的 48.3 蒲式耳/英亩下调至 48 蒲式耳/英亩，收割面积小幅调降，从而美豆产量较 12 月报告下调至 4.4 亿蒲式耳。阿根廷和巴西产量维持不变，整体全球大豆的产量小幅调降，但仍在历史高位区域，达到 3.19 亿吨。期末库存方面，由于 2013 年以来的持续丰产，使得期末库存持续增加。USDA1 月报告调高消费和出口数据，从而使得全球大豆期末库存数据较 12 月报告数据小幅下调至 0.79 亿吨，但其仍为历史高值。

油菜籽方面：2015/16 年度产量较上一年度下滑 6%至 6772 万吨，压榨消费较 12 月报告数据继续增加，从而使得期末库存下调至 553 万吨。

整体而言，大豆的丰产基本可以抵消其他油籽的减产，从而使得全球油籽供应处于宽松格局，期末库存仍维持在历史高值区域。

巴西丰产基本明朗 阿根廷旧作释放压力仍存

一季度关于供应端需要额外关注的是两个问题：一是巴西最终产量。对于南美大豆而言，大部分厄尔尼诺年份南美大豆也出现增产。本次超强厄尔尼诺现象预计持续到 2016 年上半年，基本覆盖了南美大豆的生长期，有利的气候预示着南美大豆丰产概率很高。虽然目前市场有担心巴西天气问题或令产量不及预估，但从目前掌握的数据来看，巴西产量基本明朗，即使天气或令巴西总产量不足 1 亿吨，但除非出现极端恶劣天气，否则巴西产量低于 9500 万吨的概率微乎其微。

二是阿根廷庞大库存的消化。2015/16 年度，美豆新作出口进

度较往年落后，一方面由于中国自身采购需求放缓影响，另一方面也受巴西出口窗口期延长所致。除此之外，阿根廷的出口情况也是 2016 年度一季度重点关注点。以往年份阿根廷出口维持在 1000 万吨左右。但阿根廷选举中反对党获胜，如果兑现其竞选纲领，阿根廷将调整整个谷物出口体系，包括大豆关税将每年减少 5%。数据显示阿根廷 2014/15 年度期末库存超过 3000 万吨。

图三 阿根廷汇率

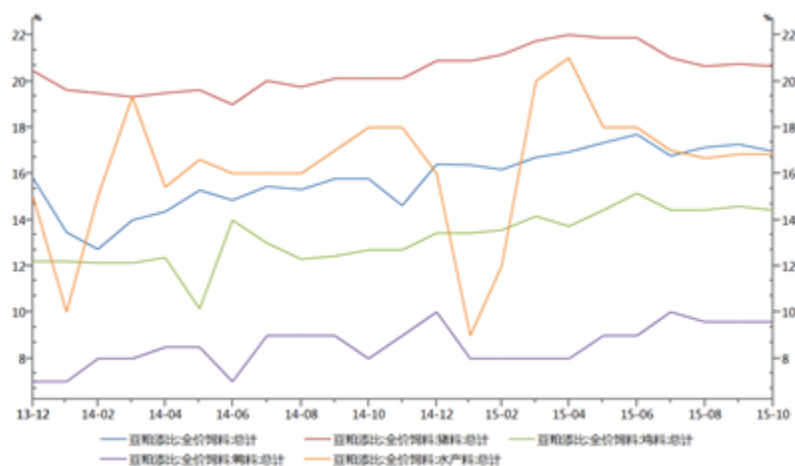


数据来源：和讯网

阿根廷比索在经过大幅贬值过后，目前兑美元趋于稳定。汇率的企稳和阿根廷关税政策的改变会刺激其庞大库存的消化。阿根廷新作收割期一般为 4-5 月，新作收割之前旧作库存有释放压力，这对于全球大豆短期供应而言有巨大压力。

第二部分：中国供需

豆粕替代需求难以继续大幅上涨

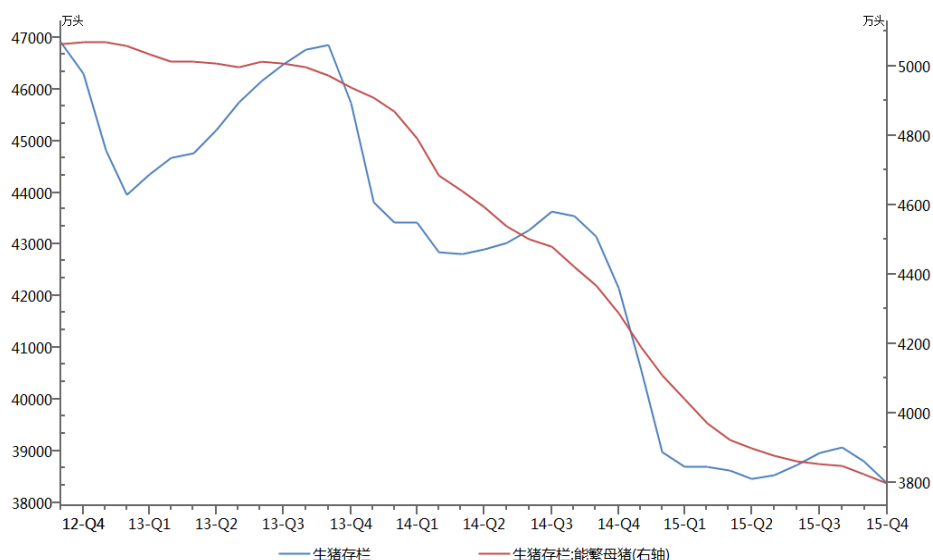


数据来源：wind

根据 USDA1 月报告，2015/16 年度大豆需求端最大增长来自中国。2015 年度中国大豆需求的增长主要来源于豆粕需求的增长。我们分析 2015 年度中国豆粕需求的增长，其主要原因在于豆粕对于其他杂粕的替代。由于豆粕和杂粕的价差关系，使得豆粕在饲料添加比例中处于高位，特别是对水产饲料的添比中，2015 年来出现了大幅增加，大幅挤占了菜粕的市场份额。但正是因为豆粕在饲料配方中比例已经添加至高位，继续上涨的空间有限。从另一个角度讲，为了维持豆粕在饲料占比的高位，也需要豆粕维持低位运行，才能挤占其他杂粕的市场。

整体饲料需求趋于稳定 难有大幅增长

图四 中国生猪存栏

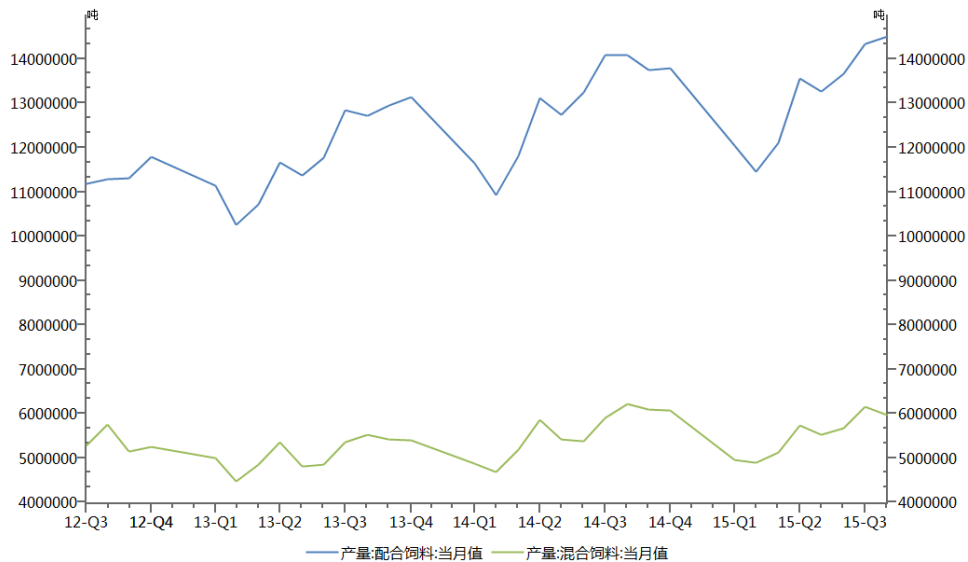


数据来源: wind

我国的饲料市场主要分为生猪养殖、禽类养殖和水产养殖市场。

国内生猪养殖情况对于豆粕的消费非常重要。2014 年猪肉消费旺季不旺, 生猪价格持续低迷, 养殖利润不佳, 生猪存栏和能繁母猪存栏数量持续下滑。2015 年 1 季度后, 猪价开始逐步回升, 带动生猪存栏和能繁母猪存栏数量降幅放缓。2015 年 2 季度后, 猪价的继续攀升使得养殖户推迟生猪出栏时间, 从而生猪存栏数开始出现恢复性增加, 但 4 季度又出现回落。能繁母猪存栏数量持续维持低位, 一直处于下滑的态势。原因在于前几年生猪养殖出现大面积持续的行业亏损, 使得养殖户对于扩大规模仍心存犹豫, 所以能繁母猪数量上仍未有回升。一般而言, 能繁母猪存栏决定未来 12 个月的猪肉供应量, 能繁母猪数据未有回升会限制明年生猪存栏量的增长, 从而限制饲料的需求。

图五 中国饲料产量



数据来源: wind

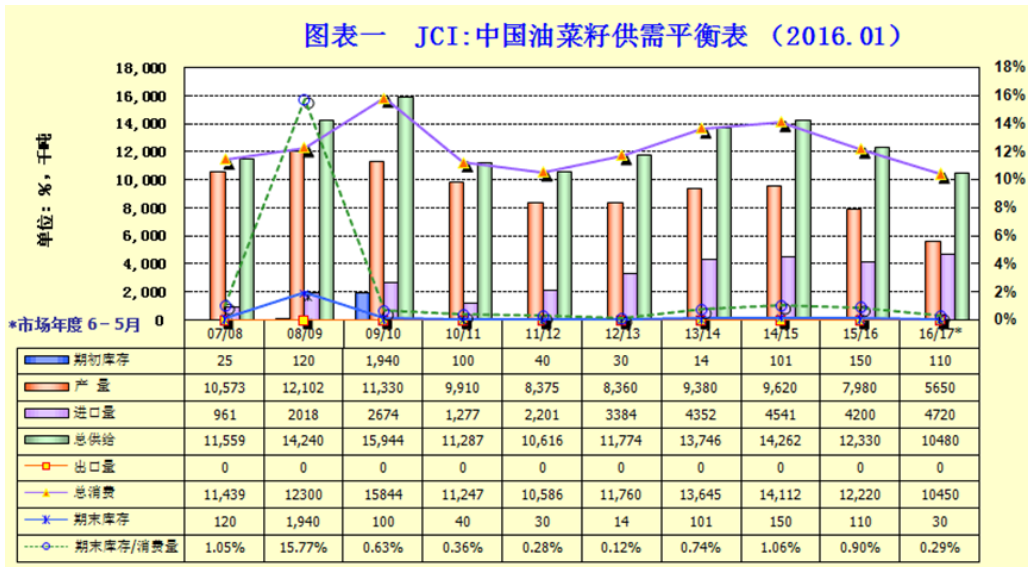
2015 以来, 家禽养殖业的利润较 2014 年度出现下滑, 家禽养殖规模难有动力大幅扩张。水产养殖方面, 2015 年需求也下滑, 菜粕消费旺季不旺。通过对企业的调研来看, 预计 2016 整体饲料消费总量与 2015 年持平, 波幅 2%以内, 难有大幅攀升。

从季节性因素来讲, 1-5 月份为饲料产量的淡季。

国内油菜籽供需皆下调

中国油菜籽 2015/16 年度产量较上一年度大幅下滑, 进口量也小幅下滑, 总供给量为 1233 万吨, 较上年降低 193 万吨, 降幅 13.5%。中国油菜籽总消费量为 1222 万吨, 较上年减少 189 万吨, 降幅为 13.4%。期末库存量为 11 万吨, 较上年减少 4 万吨。我国油菜籽收储政策改变使得主产区菜籽收购价格远低于去年的水平。种植收益的下降使得油菜籽的播种面积和产量也逐步下滑。整体而言, 维持紧平衡状态。

图六 中国油菜籽供需平衡表

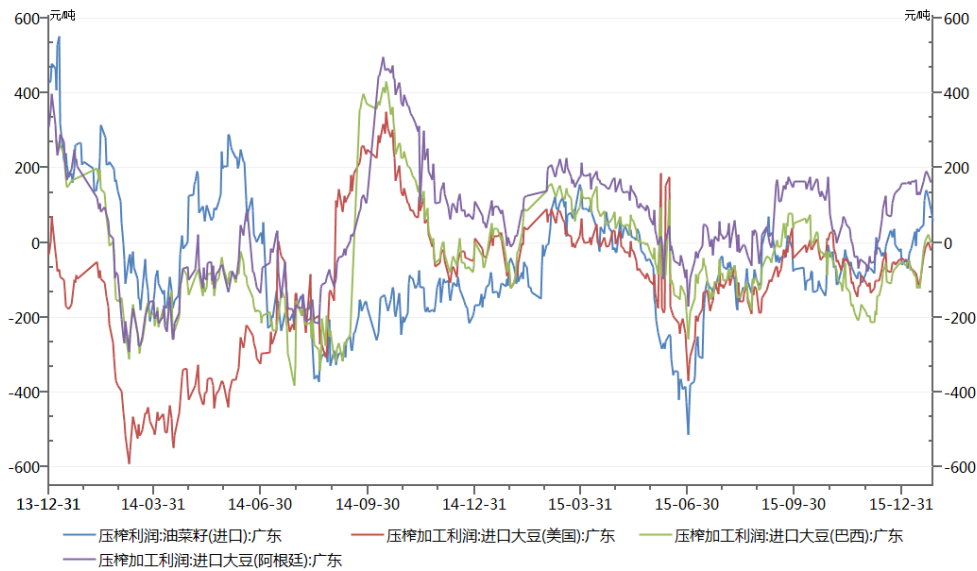


数据来源：汇易饲料

DDGS 反倾销影响

2015 年 1-12 月份中国进口 DDGS 到港量 680 万吨左右。DDGS 与菜粕有替代效应。商务部决定自 2016 年 1 月 12 日起对原产于美国的进口玉米酒精糟进行反补贴立案调查,但进口企业仍有 60 天缓冲期的时间窗口,也就是说 1 季度 DDGS 供应量暂不受影响,且目前国内 DDGS 库存仍维持在 100 万吨以上高位水平。此外,中国目前临储玉米高达 1.5 亿吨,加之 2015 年新季玉米收储数量,我国玉米总库存可能达到 2 亿吨。一方面市场传言政府玉米收储价格会降至 1600-1700 元/吨,另一方面政府支持玉米深加工产业,因此国产 DDGS 供应量有望增加并弥补部分进口限制的缺口。

压榨利润回升刺激进口



从目前压榨利润来看，进口大豆和进口油菜籽的压榨利润回升，特别是进口油菜籽压榨利润转正，有利于刺激进口，弥补国内油菜籽减产的缺口

第三部分：总结

2015 年，丰产之后的增产年份。全球大豆库存压力日益加大，大豆供应宽松的局面仍未有实质性改变，价格上涨仍然压力重重。若美豆出口进度不能加快，2016 年前期将可能与南美丰产、阿根廷释放库存以及 4-5 月间美国农民为还贷而集中销售形成叠加效应，再加上美元的升值，则不排除 CBOT 大豆指数挑战 2008 年低点的可能。油菜籽方面，虽然 2016 年国际菜籽产量减少，但全球油籽供应充足，在宽松的供应背景下，菜籽系难以走出独立的行情。国内整体饲料需求基本稳定，豆粕替代需求也难有大幅增长，油菜籽供需皆下调，菜粕在养殖需求低迷和替代品打压下上涨动力不足。季节性因素来讲，1-5 月份也为饲料产量的淡季。

就基本面而言，国内两粕上涨压力巨大，但需关注人民币汇率问题。人民币贬值提高进口大宗农产品的成本，除了可以抑制一部分进口需求外，也对以人民币标价的国内豆粕和菜粕价格而言是支撑。人民币贬值预期会持续性作用于国内商品价格，从而对国内两粕价格也有助涨作用。

走势判定：

一季度在美豆价格指数没有突破 920 以前，都以震荡偏弱格局看待。如美豆价格指数向下跌破 850 一线，则挑战 2008 年低点 780-800 区域概率很高。由于 CBOT 美豆拥有全球豆类产品的定价权，国内豆粕和相关的菜粕节奏与美豆趋同。在人民币不出现大幅波动的情况下，对应国内豆粕指数区间 2050-2200，国内菜粕指数区间 1600-1700。

倍特期货策略分析师 黄晓

2016 年 1 月 27 日