

201603 资金情绪难改基本面弱勢

全球大豆供应宽松的局面仍未有实质性改变，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，令价格上涨仍然压力重重。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。国内节后需求总体偏弱于预期，随着油厂开机率的恢复和出货速度缓慢，再加上进口大豆陆续到港，国内豆粕其自身基本上仍难有亮点。国内油菜籽由于进口政策的调整和自身的减产，使得基本面上有好转，但受制于豆粕的替代作用，其也难有持续上涨的动力。

近期虽然由于受整体商品氛围和资金面因素影响，国内豆菜粕在低位出现较大反弹，但考虑到整体基本面的压力未除，建议仍以反弹看待，暂不能定义为大趋势的上涨行情。美豆在 850-900 区间震荡，如遇大豆出口物流炒作，美豆可能会突破此区间，但 920 上方压力重大。国内两粕受资金推动，不排除继续跟随反弹，但上方压力日益加重，豆粕 2450-2500 区域，国内菜粕 2050-2100 区域暂难突破，如有反弹此区域，可小止损尝试滚动抛空，不排除仍有下破前低的可能。

黄晓 策略分析师

028-86269305

倍特期货有限公司

免责条款

本报告中的信息均来自于公开可获得资料，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。

第一部分：全球油籽供需

全球油籽供应充足

图一：USDA2月报告美豆和全球油籽供需数据

SOYBEANS	2013/14	2014/15 Est.	2015/16 Proj.	2015/16 Proj.
			Jan	Feb
			<i>Million Acres</i>	
Area Planted	76.8	83.3	82.7	82.7
Area Harvested	76.3	82.6	81.8	81.8
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	44	47.5	48	48
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	141	92	191	191
Production	3358	3927	3930	3930
Imports	72	33	30	30
Supply, Total	3570	4052	4150	4150
Crushings	1734	1873	1890	1880
Exports	1638	1843	1690	1690
Seed	97	96	92	92
Residual	10	49	39	39
Use, Total	3478	3862	3711	3701
Ending Stocks	92	191	440	450
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	13	10.1	8.05 - 9.55	8.05 - 9.55

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

Million Metric Tons

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Jan 2015/16	Feb 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	37.90	37.82
Oilseed, Palm Kernel	13.85	14.89	15.77	16.31	16.52	16.43
Oilseed, Peanut	38.46	40.45	41.12	39.42	40.78	40.07
Oilseed, Rapeseed	61.46	63.62	71.96	72.12	67.72	67.68
Oilseed, Soybean	240.43	268.82	282.86	318.80	319.01	320.51
Oilseed, Sunflowerseed	38.65	35.06	41.62	39.57	39.51	39.36
Total	446.45	474.77	504.44	535.99	526.93	527.37
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	0.92	0.84
Oilseed, Palm Kernel	0.28	0.29	0.29	0.26	0.21	0.21
Oilseed, Peanut	1.69	2.31	2.61	2.05	2.81	2.70
Oilseed, Rapeseed	6.57	4.78	7.52	6.90	5.53	4.85
Oilseed, Soybean	53.91	56.22	62.43	77.08	79.28	80.42
Oilseed, Sunflowerseed	2.58	2.79	2.86	2.76	2.09	2.12
Total	67.21	68.07	77.85	90.81	90.91	91.21

数据来源：美国农业部

USDA2月供需报告中维持美豆单产和收割面积不变，从而美豆产量与1月报告数值比较没有变化。有变化的是调低美国国内压榨需

求，从而使得美豆期末库存小幅调高至阿根廷和巴西产量维持不变，整体全球大豆的产量小幅调升，达到 3.2 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。USDA2 月报告小幅上调至 0.8 亿吨。

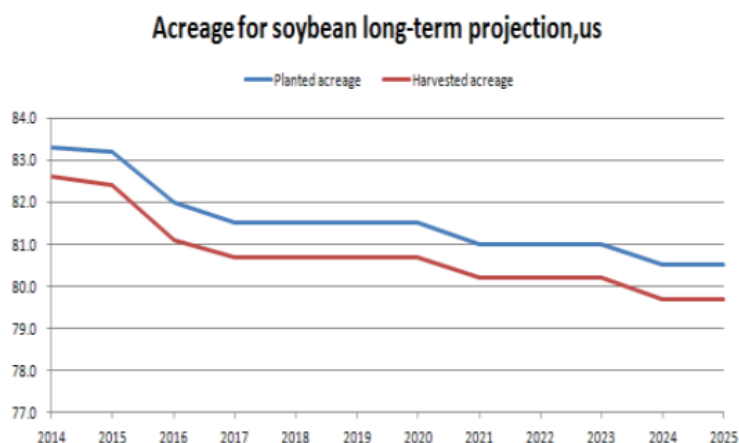
油菜籽方面：2015/16 年度产量较上一年度下滑 6%至 6768 万吨，进出口数据较 1 月报告数据有所增加，从而使得期末库存下调至 485 万吨。

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。

美豆新作面积预估

关于美豆种植面积，最主要关注的因素是各品种种植面积的替代效应。一方面是冬小麦种植与大豆玉米种植的争地问题，第二是大豆玉米的种植替代效应。目前来看，种植大豆玉米效益由于种植冬小麦，冬小麦种植面积减少意味着可供种植大豆玉米的面积增加，CBOT 大豆玉米比值略低于 2.4-2.5 比价区间，意味着种植玉米的收益更好。

图二：美豆种植面积预估



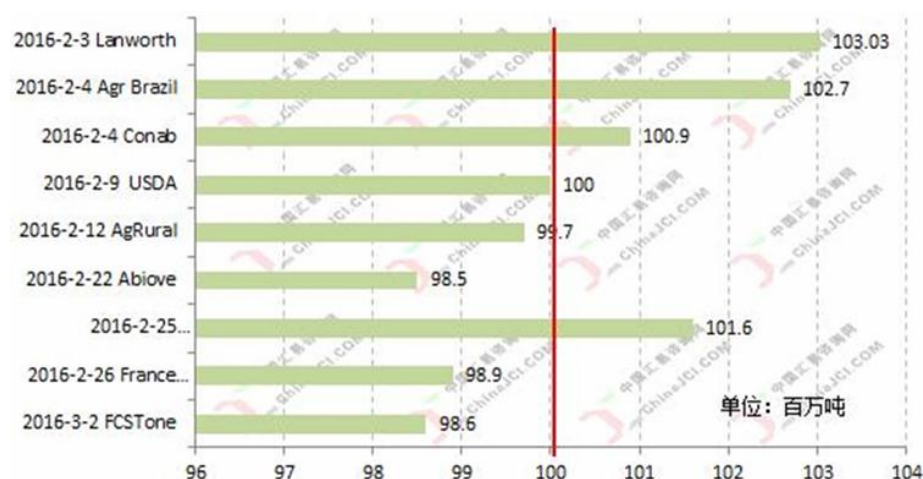
数据来源：美国农业部

2月25-26日的美国农业部展望论坛上对美豆新一年的种植面积做出预估，新作种植面积为8250万英亩，较去年下降20万英亩，也低于市场平均预估8330万英亩，对大豆形成一定支撑。不过在未有天气炒作单产的配合下，种植面积的小幅调减难对市场形成有利利多。从数据发布后的CBOT大豆走势来看，市场上对于该种植面积存有疑虑，所以目前暂不过度看待此因素的支撑，还需继续关注后续美豆种植面积有否调整。

巴西丰产基本明朗 对华装运量持续增加

本次超强厄尔尼诺现象进入2016年后开始减弱，但预计能持续到上半年，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。目前来看巴西大豆丰产前景基本明朗，其收割工作正在全面展开。

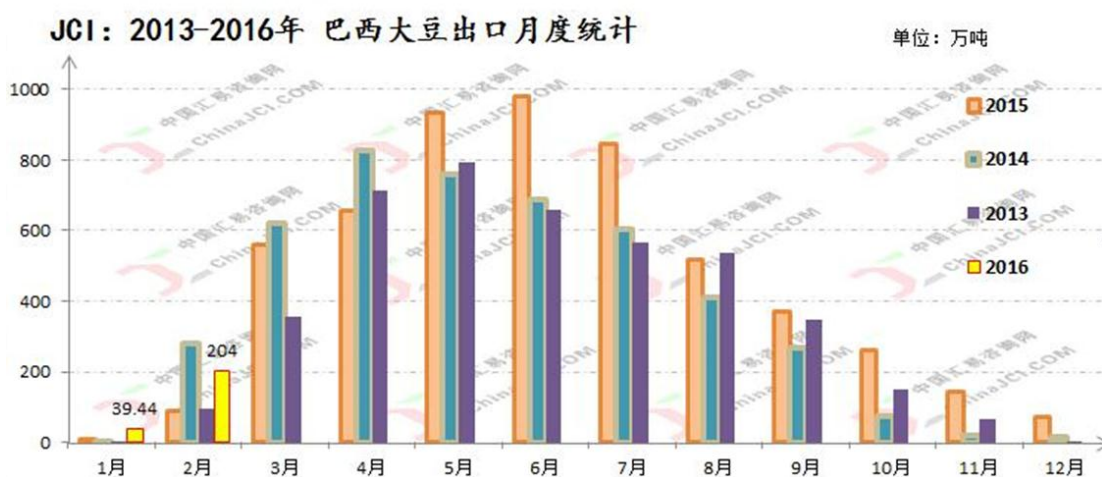
图三：国际部分机构对2015/16年度巴西大豆产量预估



数据来源：汇易网

目前各机构对于巴西大豆的产量预估为1亿吨左右，最低的产量预估也为9850万吨，亦为历史高值产量。从目前的收割进度来看，巴西大豆的收割进度也维持在5年平均进度以上。

图四：2013-2016 巴西大豆出口月度统计



数据来源：汇易网

出口方面，巴西大豆在 1-2 月份的出口量远超去年。根据巴西贸易部消息，2 月出口数据显示，巴西大豆 2 月出口量为 204 万吨，较去年同期的 87 万吨大幅增加 134%。其中巴西大豆 2 月对华装船量为 340 万吨，3 月预计对华装船量为 670 万吨，均已排船成交。物流方面，暂未形成大幅炒作因素。

阿根廷种植面积为历史最高纪录 陈豆库存释放压力仍存

根据阿根廷农业部消息，2015/16 年度阿根廷大豆种植面积为 2068 万公顷，为历史最高纪录。从美国农业部的 2 月报告数据也可佐证阿根廷的大豆种植面积增加。2 月报告中调高阿根廷大豆产量至 5850 万吨，较 1 月数据增加 150 万吨。

美农报告数据显示阿根廷 2014/15 年度期末库存超过 3100 万吨，以往年份阿根廷出口维持在 1000 万吨左右。但近几年的持续丰产使得阿根廷的库存压力日益加大，同时由于新政府的出口政策刺激，使得阿根廷大豆出口意愿增强。1-2 月份阿根廷陈豆并没有大幅释放主要是因为汇率问题，阿根廷比索仍存在贬值预期。

图五：阿根廷汇率



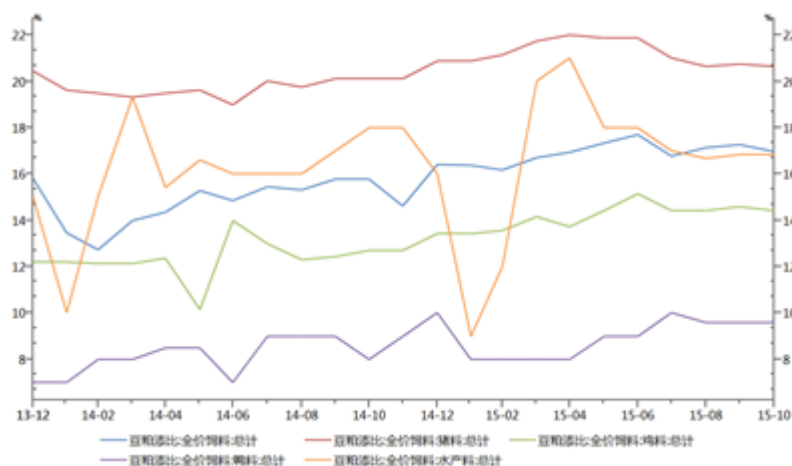
数据来源：和讯网

上图显示自阿根廷汇率 12 月份大幅贬值以来，阿根廷比索一路贬值至 15-16，该比值已接近市场预估币值区间，阿根廷货币继续大幅贬值的压力缓解，再加上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，这都有促于阿根廷扩大出口，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

豆粕替代需求维持高位 继续上涨空间有限

图六：饲料中的豆粕添比

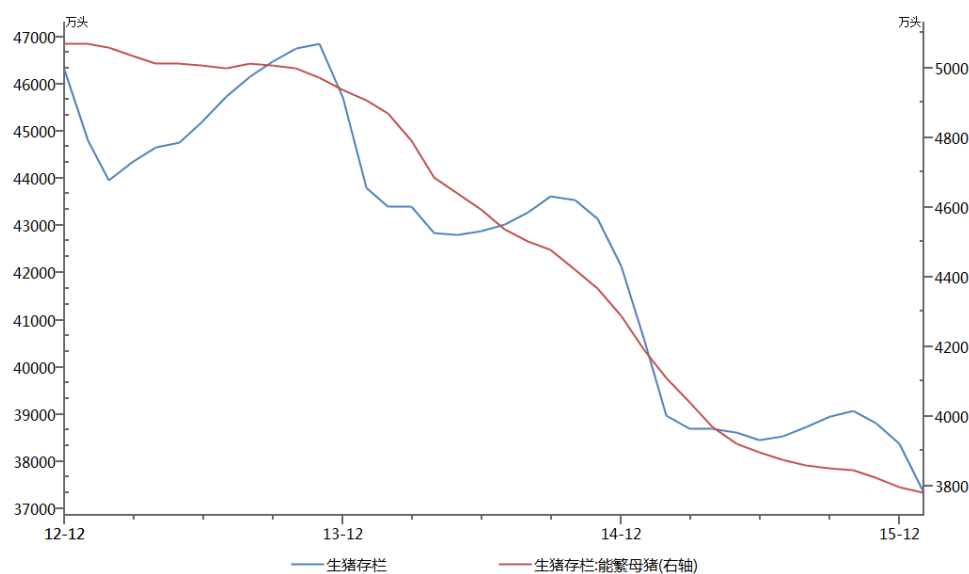


数据来源：wind

根据 USDA2 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。截止到 3 月 4 日，豆菜粕价差为 430 左右，是 2015 年以来的低值区域，亦为历史低值区域，这也意味着豆粕对于菜粕的替代情况仍将继续维持。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

图七：中国生猪存栏

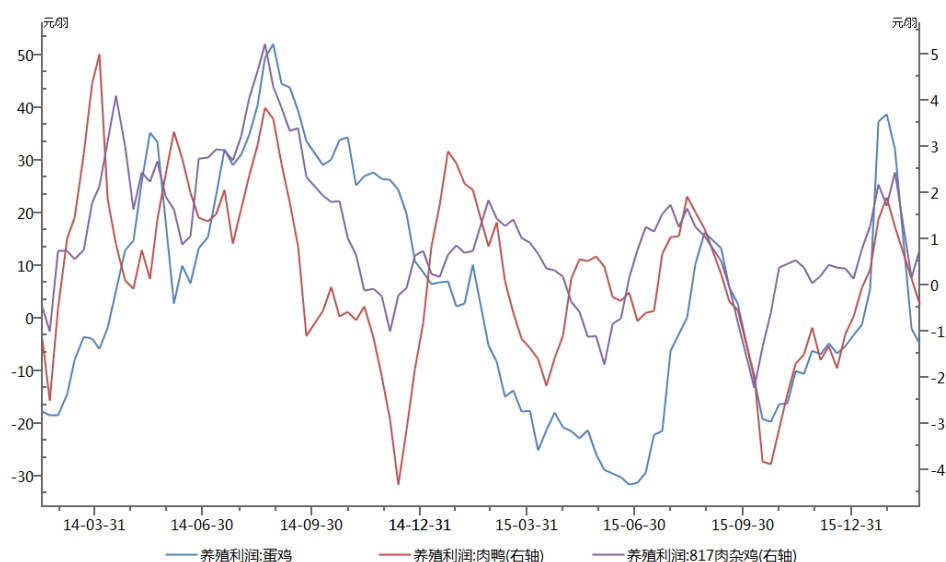


数据来源：wind

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。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。截止到2016年1月份，能繁母猪下滑至3783万头，较12月下月下滑0.4%，生猪存栏量为37343万头，较12月下月下滑2.7%。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，虽然目前养殖利润不错，但仍不能刺激能繁母猪数量回升。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生猪存栏量的增长，从而限制饲料的需求。

图八：禽类养殖利润



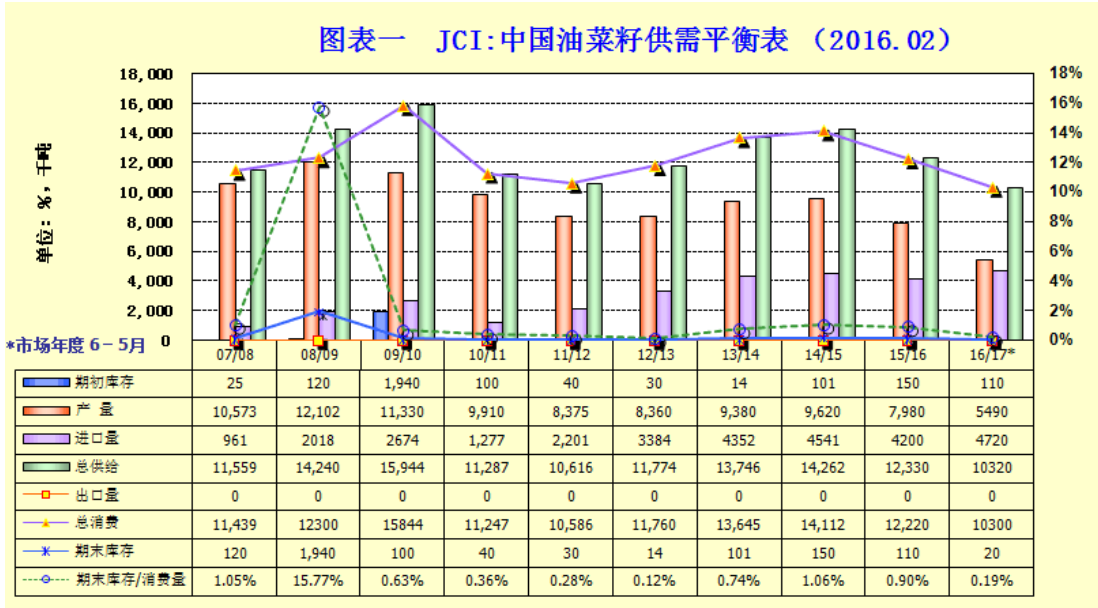
数据来源：wind

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。

国内油菜籽供需情况分析

图九：中国油菜籽供需平衡表



数据来源：汇易网

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。2月数据显示中国油菜籽2016/17年度产量较上一年度继续大幅下滑。由于开年以来的油菜生长遭遇寒潮，预计实际产量会较2月预估数据进一步下滑至531万吨。

进口方面，我国商检部门要求对来源于加拿大油菜籽的杂质率降至1%，从2016年4月1日起实施新标准，虽然可以通过二次加工来实现杂质率的降低，但这也会增加加拿大油菜籽的进口成本。2015我国进口420万吨菜籽，而进口菜籽压榨的菜粕在整体菜粕供应中占比较重。成本提高一定程度上可影响进口数量。

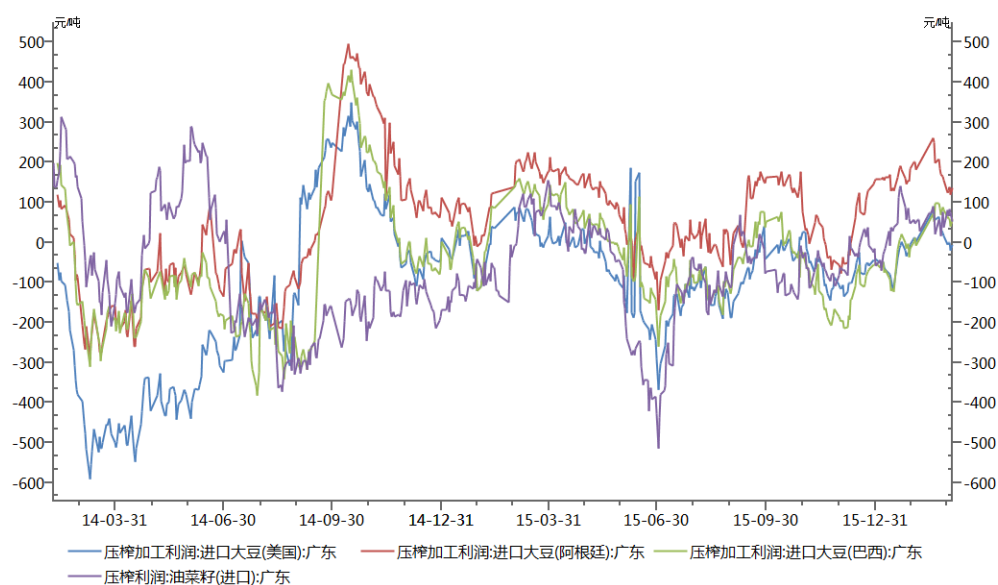
DDGS 反倾销影响

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,目前进口 DDGS 库存仍为 90 万吨左右。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下降,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。目前沿海 DDGS 报价 1600 元/吨左右,与菜粕现货价格仍有接近 300 元价差,DDGS 替代效应仍存。

压榨利润不错有利于进口和提高油厂开工率 库存有所增加

图十：进口大豆和油菜籽压榨利润



数据来源：wind

从目前压榨利润来看,进口大豆和进口油菜籽的压榨利润维持不错的水平,特别是进口油菜籽压榨利润转正,有利于刺激进口和提高油厂开工率。

JCI：近年来国内大豆进口月度统计

月份	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
10月	381.24	403.02	418.69	410.19	553
11月	569.64	415.90	603.02	602.64	739
12月	542.16	589.03	740.24	852.68	912
1月	460.82	478.29	591.44	687.58	566
2月	382.95	289.86	480.83	426.34	415
3月	482.61	384.14	462.32	449.28	531
4月	488.40	397.65	650.29	531.00	
5月	527.80	509.74	597.11	612.70	
6月	562.43	692.57	638.86	808.71	
7月	586.70	719.66	747.47	950	
8月	441.76	636.70	603.31	778	
9月	496.57	469.88	502.77	726	
总计	5923.08	5986.47	7036.35	7835.12	3716.00

节后进口大豆量快速恢复，油厂开机率提高，而消费方面不如预期乐观。豆粕库存水平持续回升，部分南方油厂已经出现胀库现象。菜粕方面，水产养殖暂未大幅启动，饲料企业采购多为随用随买，沿海地区的菜粕库存有所增加。

中国通胀预期影响和整体商品氛围影响

根据中国政府报告，强调：积极的财政政策要加大力度，货币政策要稳健略偏宽松。对应 M2 增速目标比 2015 年上调 1 个百分点。宽松的货币环境和低利率刺激资金寻求出路，而处于低位的大宗商品则可能成为资金追逐的对象。另外政府推进对于过剩产品的供应端改革，对于供应过剩的大宗商品而言也有转好的预期。近期以铁矿石螺纹钢黑色金属为龙头，带动化工品，最后传导到农产品的上涨行情即反应了这样的资金情绪。

第三部分：总结

全球大豆供应宽松的局面仍未有实质性改变，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，令

价格上涨仍然压力重重。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。国内节后需求总体偏弱于预期，随着油厂开机率的恢复和出货速度缓慢，再加上进口大豆陆续到港，国内豆粕其自身基本上仍难有亮点。国内油菜籽由于进口政策的调整和自身的减产，使得基本上有好转，但受制于豆粕的替代作用，其也难有持续上涨的动力。

走势判定：

近期虽然由于受整体商品氛围和资金面因素影响，国内豆菜粕在低位出现较大反弹，但考虑到整体基本面的压力未除，建议仍以反弹看待，暂不能定义为大趋势的上涨行情。美豆在 850-900 区间震荡，如遇大豆出口物流炒作，美豆可能会突破此区间，但 920 上方压力重大。国内两粕受资金推动，不排除继续跟随反弹，但上方压力日益加重，豆粕 2450-2500 区域，国内菜粕 2050-2100 区域暂难突破，如有反弹此区域，可小止损尝试滚动抛空，不排除仍有下破前低的可能。