

201604 外强内弱格局能否改变重点看需求

全球大豆供应宽松的局面仍未有实质性改变。美豆新作种植面积虽小幅调降，但存在变数，未有天气炒作单产的配合，难以扭转大豆基本面。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。国内二季度进口大豆数量大增，预计 4 月下旬起大豆到港压力逐步增加。需求方面，养殖补栏尚未出现有效回升，豆粕和菜粕现货消费暂未有明显起色。生猪养殖利润对于产能扩大的刺激将会在 2016 年三四季度才有体现，水产养殖的季节性消费旺季的预期以及 DDGS 替代规模的减小支撑远月合约期价。

巴西汇率仍存变数影响其出口节奏，美豆延长出口时间窗口，CBOT 大豆价格突破前期阶段高点。但其自身基本面暂未有实质性改观，美豆上行空间受汇率和南美大豆出口节奏影响很大。国内两粕在外盘价格上涨，成本支撑背景下下行空间有限，在大豆到港压力大增前受需求预期影响或为偏强态势，但上行高度方面取决于下游需求能否有效跟上，重点需关注油厂提货速度，否则在到港压力促使开工率加大，而需求不畅可能导致胀库的情况下，国内两粕被迫以价换量，外强内弱的局面难以改变。关注国内豆粕 2450-2500 区域，国内菜粕 2050-2100 区域能否有效突破，前期多单可做灵活调仓和逐步止盈。后续可根据现货需求情况做是否参与波段空单的操作。

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：USDA3月报告全球油籽供需数据

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

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Feb 2015/16	Mar 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	44.34	37.82	37.34
Oilseed, Palm Kernel	13.85	14.89	15.77	16.31	16.43	16.33
Oilseed, Peanut	38.46	40.45	41.12	39.42	40.07	40.62
Oilseed, Rapeseed	61.36	63.53	71.82	71.96	67.68	67.45
Oilseed, Soybean	240.32	268.63	282.75	318.57	320.51	320.21
Oilseed, Sunflowerseed	38.65	35.06	41.62	39.62	39.36	39.42
Total	446.25	474.49	504.18	535.65	527.37	526.88
Crush						
Oilseed, Copra	5.53	5.87	5.42	5.39	5.46	5.46
Oilseed, Cottonseed	34.46	34.44	34.25	33.84	29.81	29.20
Oilseed, Palm Kernel	13.76	14.76	15.68	16.24	16.38	16.28
Oilseed, Peanut	16.65	17.40	17.65	17.37	16.82	17.37
Oilseed, Rapeseed	60.39	62.41	66.48	68.39	65.98	66.25
Oilseed, Soybean	228.29	229.96	241.21	262.39	275.86	278.04
Oilseed, Sunflowerseed	34.44	30.99	37.30	35.71	36.16	36.22
Total	393.51	395.83	417.98	439.32	446.44	448.81
Ending Stocks						
Oilseed, Copra	0.29	0.13	0.09	0.08	0.08	0.08
Oilseed, Cottonseed	1.89	1.55	2.06	1.79	0.84	0.91
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	2.70	2.74
Oilseed, Rapeseed	6.48	4.76	7.54	6.87	4.85	4.52
Oilseed, Soybean	52.64	54.67	61.67	77.14	80.42	78.87
Oilseed, Sunflowerseed	2.58	2.79	2.86	2.76	2.12	2.15
Total	65.85	66.50	77.12	90.96	91.21	89.48

数据来源：美国农业部

USDA3月供需报告中全球大豆和油菜籽的产量小幅调减，基本没有变化。压榨方面，调高大豆和油菜籽的压榨需求，从而使得期末库存数据有所降低，从2月份9121万吨下调至8948万吨。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。需求端的增长在去库存的道路上缓慢作用，要实现全球油籽大幅度的去库存则需要供给端的配合。

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。USDA 在 3 月底公布的种植意向面积报告来看，大豆 8220 万英亩，去年实际面积 8265 万英亩，同比减 45 万，市场平均预期为 8306 万英亩；玉米 9360 万英亩，去年 8800 万英亩，同比增 560 万。以上数据一方面证实了玉米大豆种植对于小麦种植用地的替代，另一方面，数据公布导致 CBOT 玉米价格大跌，使得大豆玉米比价快速恢复到 2.5-2.6 的区间。比价的恢复使得后续大豆实际种植面积存在增加的可能性。此外，玉米种植时间早于大豆，如美国天气不利种植，则也存玉米改种大豆的可能性。综上，美豆实际种植面积存在调增的可能，其 8220 万英亩数据本身虽然较去年同期减少，但仍为高值区域，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大幅利多。

南美大豆时间窗口逐步开启

巴西分析机构 AGRURAL 称，截止到 3 月 31 日，巴西大豆收割工作完成 76%，头号产区马托格罗索的收割基本完成。从目前的大豆收割情况来看，巴西丰产前景基本明朗。巴西农业部下属的国家商品供应公司 CONAB 在 4 月 8 日预测报告显示 2015/16 年度巴西大豆产量预计将达到 9898 万吨，低于 3 月份预测的 1.0118 亿吨。数据小幅调低，但比上年度仍高出 290 万吨。出口方面，今年开年巴西大豆出口表现就优于往年。在 1-2 月份的出口量远超去年。巴西贸易部出口数据显示，2016 年 3 月份巴西大豆出口量为 8,374,549 吨，高于 2 月份的 2,036,818 吨，也高于去年同期的 5,592,087 吨。

图二：美元雷亚尔汇率与 CBOT 大豆价格比较



数据来源：汇易网

从上图可以看出近期巴西汇率和美豆期价明显的负相关关系。巴西汇率相对美元升值，导致巴西大豆竞争力下降和农民的惜售情绪。港口拥堵也使得买家继续美豆采购，从而使得美豆出口数据良好，支撑期价出现一波反弹。巴西大豆出口进度的放缓只是暂时的节奏问题，创纪录的丰产压力最后都会向市场释放。随着时间推移，全球大豆重点市场不可避免转向南美，未来将进入南美大豆的集中上市时期。

阿根廷方面，布宜诺斯艾利斯谷物交易所近期报告预计 2015/16 年度的阿根廷大豆产量将达到 6000 万吨，高于之前预计的 5800 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。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，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

中国二季度进口大豆数量庞大

图三：中国大豆进口月度统计

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	451
3月	482.61	384.14	462.32	449.28	531
4月	488.40	397.65	650.29	531.00	734
5月	527.80	509.74	597.11	612.70	780
6月	562.43	692.57	638.86	808.71	860
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	6126.00

数据来源：汇易网

从上图可以看到，2015/16年度中国大豆进口数据除1月份低于去年同期，其余月份均高于去年同期，尤其是即将到来的4-6月份，将进入大豆进口的高峰时期，预计从4月下旬开始，国内将面临大豆集中到港的压力。

油菜籽进口数量与去年持平受政策影响大

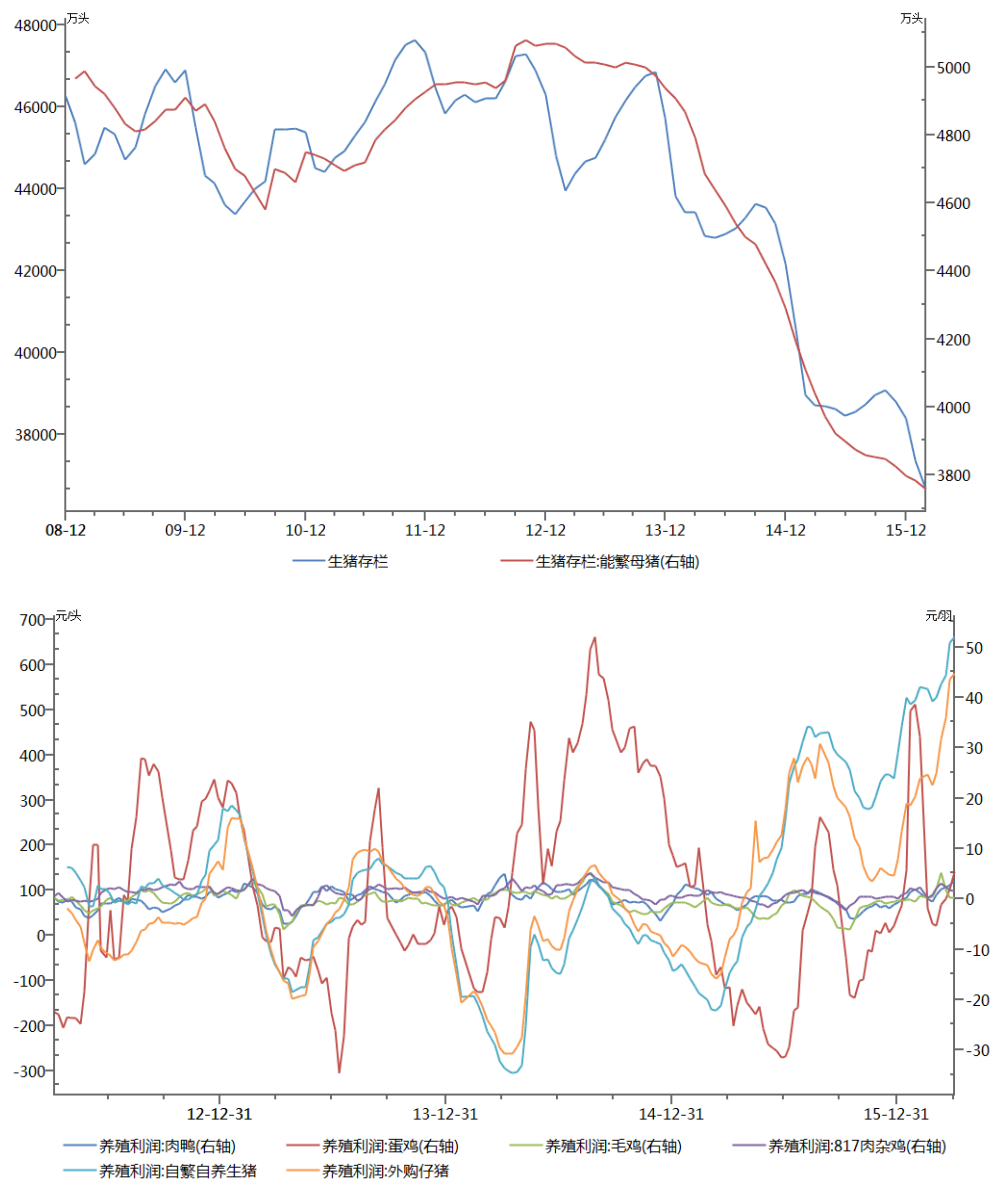
海关数据显示，2016年1-2月进口油菜籽数量共计64万吨，与上年度基本持平。特别是2月份以来，随着进口油菜籽加工效益的明显好转，进口数量大增。2月份进口油菜籽为50.01万吨，较1月份出现大幅增长。

政策方面，中国的新规定将从9月1日起执行，而不是之前4月1日。新规定要求加拿大油菜籽的杂质含量从原来的2.5%下调为不超过1%。新规的暂缓执行给油菜籽进口带来一定缓冲时间，但新规的

发布也增加了国内进口的成本和降低加拿大出口商的热情，对远月合约有所提振。

整体饲料需求趋于稳定 季节性因素支撑菜粕

图四、五：中国生猪存栏、养殖利润



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。猪价的持续回升，使得养猪利润出现巨幅增长。但截止到2016年2月份，能繁母猪下滑至3760万头，较1月的3783万头下滑23万头，生猪存栏量为36671

万头，较 1 月的 37343 万头下降 672 万头。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。第二，国家对于养殖的环保要求，也一定程度限制了养殖业的规模复苏。第三，外购仔猪价格高昂也降低补栏积极性。能繁母猪和生猪存栏未有有效增加，将会限制近期的饲料消费需求。按以往规律来看，养殖利润对于产能扩大的刺激将会在 2016 年三四季度才有体现。

3 月以来，家禽养殖业的利润有所恢复，但整体家禽养殖规模难有动力大幅扩张。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。水产养殖方面，前期受低温天气影响，国内水产养殖旺季暂未开始启动。随着气温的升高，对于季节性需求旺季的预期支撑菜粕走势。

DDGS 反倾销影响 玉米价格低迷形成压力

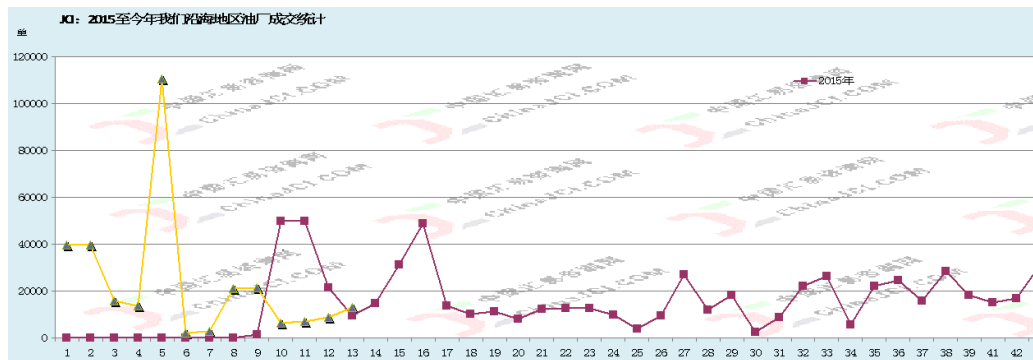
受国家商务部对 DDGS 的反补贴立案调查，其进口数量明显放缓。海关数据显示，2016 年 2 月份 DDGS 进口量为 180,837 吨，较 1 月份的 290,653 大幅下降。相信政策的影响会持续作用于 DDGS 的进口，虽然 DDGS 相较于菜粕仍有明显替代优势，但其规模将会受到抑制。从另一个角度对菜粕需求形成支撑。

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。内外盘玉米价格持续低迷，也成为粕类价格上涨的阻力。

现货成交暂未有起色

图六、七：国内豆粕菜粕成交统计

JCI：2013-2016年国内主流油厂豆粕成交量周度统计



数据来源：汇易网

从豆粕近几周的成交来看，基本都为现货合同，中期购买者较少。饲料厂商中期看空情绪仍显浓厚、普遍处于观望之中。豆粕、菜粕成交仍显低迷。伴随进口大豆逐步到港，预计国内油厂开机率进一步回升，如果终端采购情绪依然疲软，则会使油厂面临豆粕胀库的压力。菜粕消费因水产养殖暂未启动，饲料企业采购多为随用随买，消费未有起色，库存方面供应充足。

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，令价格上涨仍然压力重重。美豆新作种植面积虽小幅调降，

但存在变数，未有天气炒作单产的配合，难以扭转大豆基本面。CBOT 大豆此轮上涨主要是由于巴西汇率升值，从而带动美豆出口销售。巴西大豆放缓只是节奏问题，最终南美丰产压力将会向市场释放。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。国内二季度进口大豆数量大增，预计 4 月下旬起大豆到港压力逐步增加。需求方面，养殖补栏尚未出现有效回升，豆粕和菜粕现货消费暂未有明显起色。按以往规律，生猪养殖利润对于产能扩大的刺激将会在 2016 年三四季度才有体现，水产养殖的季节性消费旺季的预期以及 DDGS 替代规模的减小支撑远月合约期价。

走势判定：

巴西汇率仍存变数影响其出口节奏，美豆延长出口时间窗口，CBOT 大豆价格突破前期阶段高点。但其自身基本面暂未有实质性改观，美豆上行空间受汇率和南美大豆出口节奏影响很大。国内两粕在外盘价格上涨，成本支撑背景下下行空间有限，在大豆到港压力大增前受需求预期影响或为偏强态势，但上行高度方面取决于下游需求能否有效跟上，重点需关注油厂提货速度，否则在到港压力促使开工率加大，而需求不畅可能导致胀库的情况下，国内两粕被迫以价换量，外强内弱的局面难以改变。关注国内豆粕 2450-2500 区域，国内菜粕 2050-2100 区域能否有效突破，前期多单可做灵活调仓和逐步止盈。后续可根据现货需求情况做是否参与波段空单的操作。