

201605 国内两粕跟随外盘节奏

外强内弱格局仍未有改变，国内两粕走势主要跟随外盘节奏。加拿大油菜籽前期涨幅虽不如美豆，但节奏趋同。美豆强势能否持续还需基本面因素的进一步配合。若有进一步利多题材，则美豆估计还有继续上冲动能，参考历史美豆走势，从阶段低位起有 30%-40% 上涨幅度，以 850 为基准，预期上涨空间为 1100-1200；若无利多，则美豆有回调要求，回调幅度 10%-20%。考虑到美豆近期出口强势，阿根廷大豆减产基本已成定数，改善大豆供需平衡表，天气的炒作预期亦帮助抬升美豆短期底部，因此底部区域或抬升至 900-950 区域。国内两粕操作，建议跟随美豆节奏，对于前期多单，注意逐步提高止盈位。若冲高乏力，激进的投资者可逢高介入空单，期待价格的波段回调，预期空间可参考美豆回调幅度。对应底部区域或为 1609 豆粕 2450 区域，1609 菜粕 2000 区域。若有回调至该区域，空单注意止盈，并可考虑介入较长线多单。

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：美豆上涨因素持续性分析

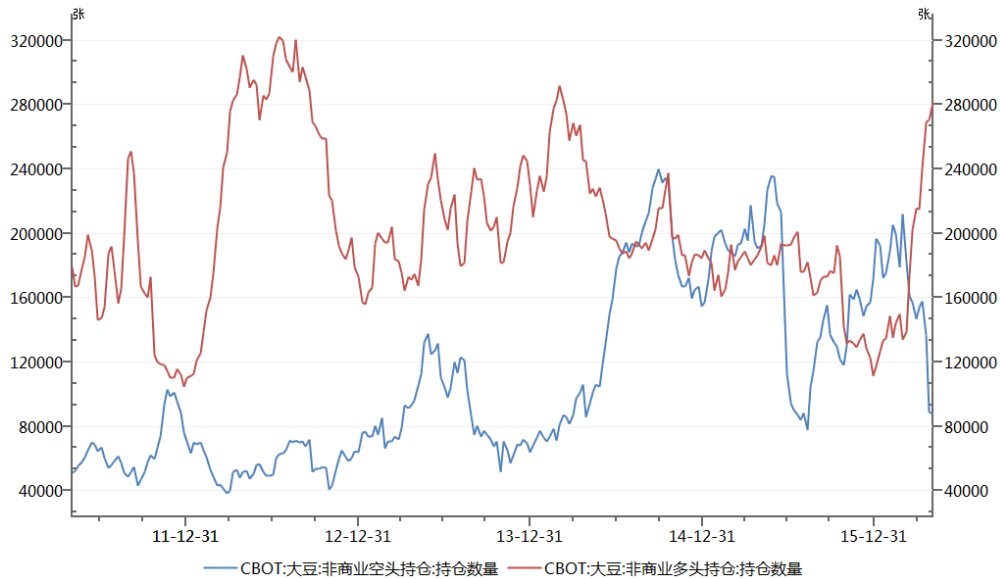
3月以来美豆指数自低点 860.2 启动，截止到 5 月初，上涨最高触及 1046.4，涨幅超过 21%。究其原因，主要为美国农业部下调美豆种植面积、基金平空翻多、巴西货币升值削弱其大豆竞争力、阿根廷暴雨引发减产预期。那么在已有 21%涨幅的基础上，这些因素还能持续推升美豆价格么？下面我们逐一分析：

美豆种植面积

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，低于市场预估，对于豆类来讲小幅利多。报告预计美玉米种植面积大增，导致 CBOT 玉米价格大跌，使得大豆玉米比价迅速回升，目前两者的比价在 2.6-2.7 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。不过从目前的种植进度来看，美玉米播种顺利，使得美豆种植面积增加的概率降低。截止到 5 月 2 日当周，美豆种植率为 8%，上周 3%，去年同期为 10%，五年均值 6%。因此就该因素而言，目前虽暂无实质性利空产生，但亦没有推升美豆继续上涨的动能。

基金持仓平空翻多

图一：CBOT 大豆基金持仓情况



数据来源：美国农业部

CBOT 大豆基金空头持仓从 3 月初的 21.2 万手逐步下滑，截止到 5 月 3 号，已经下滑至 8.8 万手。相反，基金多头持仓从 3 月的 13.4 万手起步，一路递增到目前的 28.1 万手。基金持仓的平空翻多是这波美豆期价出现快速上涨的重要原因之一。从上图看出，目前基金多单增持的趋势仍然没有改变，意味着目前行情延续偏强态势暂未改。但值得注意的是，目前基金多仓 28 万的持仓离 2014 年 3 月的高点 29 万持仓仅一步之遥，离历史高点 2012 年 8 月的 32 万也相聚不远。这表示靠多仓主动增持推动行情的动能逐步受限，上涨态势能否延续还将依靠于基金空头的减持持续性。

巴西货币升值

图二：美元雷亚尔汇率



数据来源：和讯

过去巴西一个半月以来的政局震荡使得雷亚尔持续数周走坚，巴西农民的惜售行为使得巴西大豆与美豆的竞争优势减弱，从而促进美豆出口和价格提升。巴西政局短期难以回归正轨，据福四通公司称，如果弹劾建议被否决，雷亚尔汇率可能贬值为 4.1，如果弹劾通过换任总统，则汇率可能升值为 3.1。目前汇率为 3.5 附近，上下皆有空间。

出口方面，虽然巴西大豆由于汇率因素价格上升，但今年物流方面没有出现问题，其出口速度仍然没有降低。根据巴西贸易部数据，4 月份巴西大豆出口量为 1010 万吨，创下历史最高纪录。时间窗口来讲，虽然美豆销售优于预期，但南美大豆仍不可避免会成为近期贸易的主角，其价格将会成为影响近期国际大豆的主流成本。

阿根廷产量受损的量化

近期美豆上涨还有一个主要基本面推动因素，即阿根廷 4 月的暴雨导致其大豆减产的担忧，各机构对于本年度阿根廷大豆减产的幅度从 200-900 万不等。持续的强降雨亦会对大豆质量造成损害，比如造

成豆粒发芽。天气预报显示，5月份的天气会逐步恢复干旱，届时本次暴雨对于大豆产量和质量的实际影响将会逐步清晰。虽然目前的美豆行情已经对阿根廷暴雨有所反应，但后续实际影响的量化仍将影响短期的美豆走势。

第二部分：其他重要影响因素

USDA5月供需报告

美国农业部将于5月10日公布5月的供需报告，市场关注焦点为美豆的压榨和出口量如何调整，南美新作大豆预期减产对于美国平衡表的影响，以及全球大豆的结转库存水平调减的水平。报告数据如何变动将会对美豆近期强势能否延续有重大影响。

天气能否进入拉尼娜模式

天气监测显示拉尼娜可能提前到7月底-8月影响美国。若届时带来干旱，将会对美豆的单产造成影响。根据历史规律，拉尼娜期间，美豆上涨的概率较大。因此，在可能存在天气炒作的背景下，美豆价格易涨难跌，底部区域会得以提升。

油菜籽产量

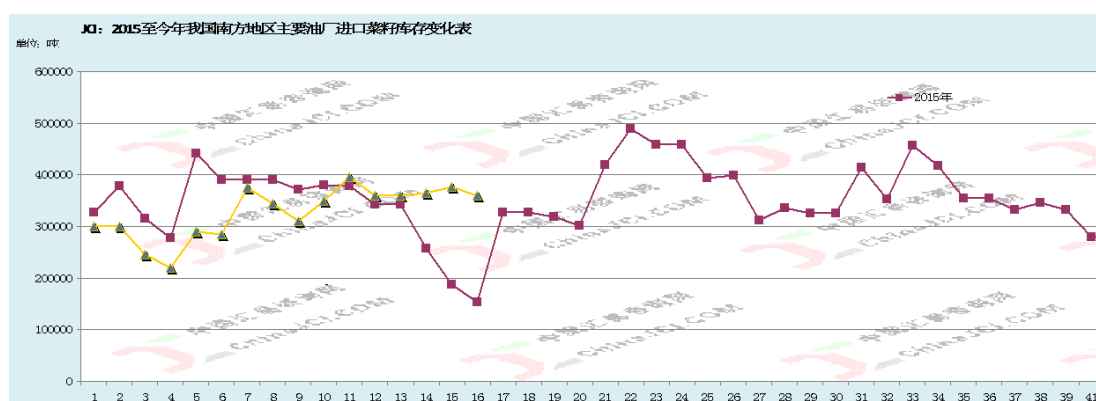
油菜籽产量方面，根据加拿大农业部的数据，预计2016/17年度油菜籽产量为1680万吨，低于上一年度的1723万吨。今年加拿大油菜籽种植面积预计为1930万英亩，低于预期的2010万英亩。近期加拿大天气干燥，引发对播种的担忧。美豆的强势和自身基本面影响使得加拿大油菜籽合约自3月初以来也出现一波大幅上涨，幅度高达15%。

分析师预计 2016 年欧盟油菜籽产量为 2120-2140 万吨，低于上年的 2200 万吨。中国方面，随着种植效益的下降，我国 2016 年油菜种植面积大幅下降。与此同时，年初的寒潮使得长江流域油菜籽生长受损，面积和单产均不利的情况下，我国的油菜籽今年大幅减产已成定局。

中国油籽进口情况

海关总署数据显示，3 月份进口大豆 610 万吨，环比增加 35.3%，同比增加 36%，高于汇易网之前预估的 531 万吨。4 月进口量预估为 734 万吨。虽然阿根廷因降雨影响装运速度，使得大豆到港量预估略有下调，但未来三个月仍是到港量极为庞大的时期。库存方面，截止 4 月 29 日港口库存 578 万吨，较去年同期高 40%。

图三：2015 年以来南方主要油厂进口菜籽库存



数据来源：汇易网

目前沿海进口菜籽库存较充足。中国油菜籽 3 月进口 28.07 万吨，较 2 月份的 50.01 万吨有较大幅度下降。中国对于加拿大油菜籽杂质率的新规定将从 9 月 1 日起执行。5 月初市场传言加拿大油菜籽进口由于文件问题在港口被扣或是无法卸船，虽然短期暂时不会对进口市场造成太大影响，但市场人士对此消息颇感意外，可能会影响后期对

加拿大油菜籽采购意愿。

中国豆粕菜粕库存消费情况

图四：2015年四季度以来工厂豆粕月度成交量同比增减幅



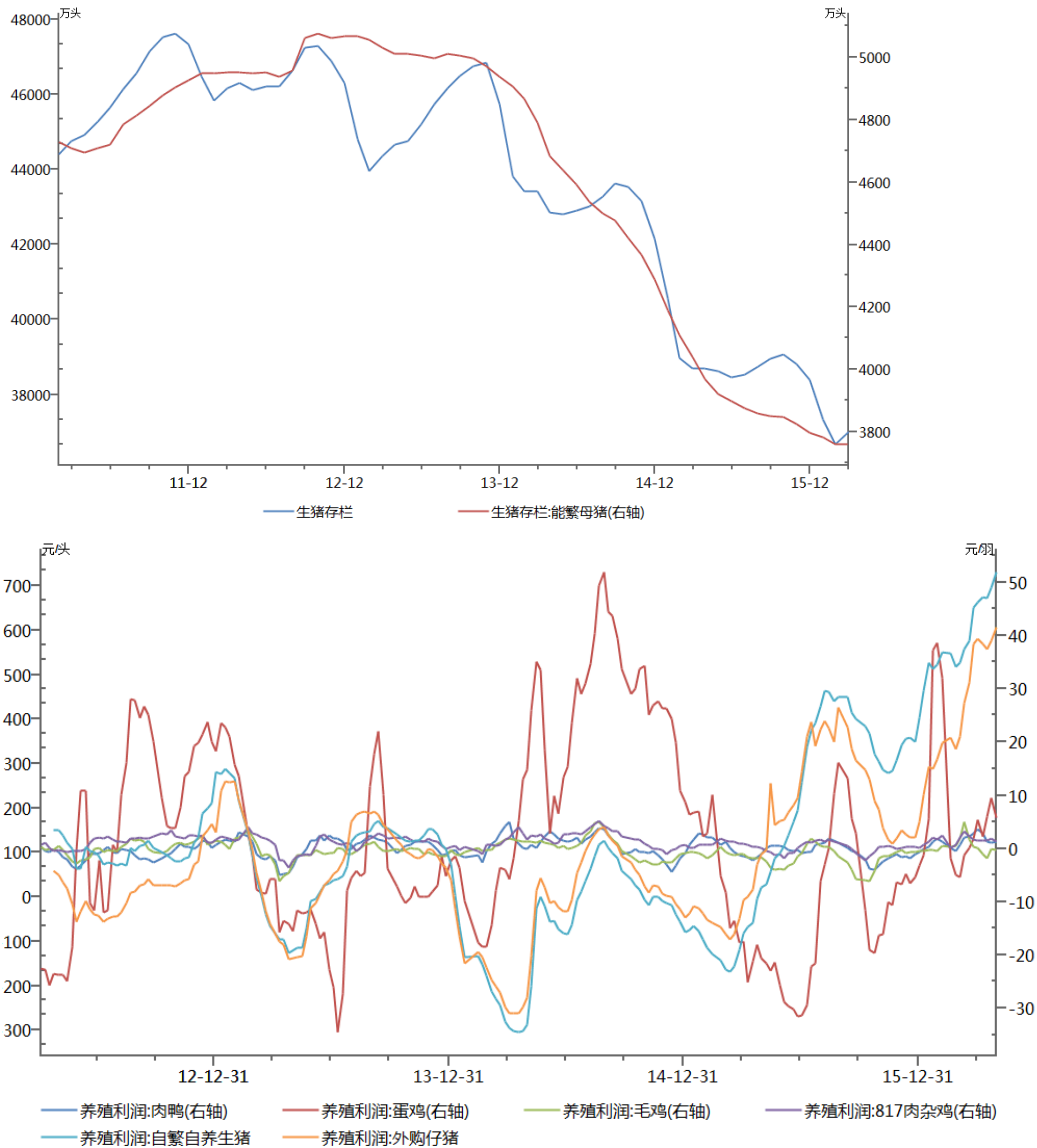
数据来源：汇易网

豆粕采购方面，伴随外盘持续上涨，贸易商和饲料厂商可能被迫点价和提高库存水平，油厂的负基差和低基差报价也促进其采购兴趣。4月份，国内主流油厂的豆粕成交量高达268.74万吨，较去年同期178.89万吨增幅高达50%。经过积极补库，饲料企业的库存已备至5月中旬之后。随着期价在高位出现震荡，下游厂商对于追涨的积极性不高，成交量快速下滑，油厂豆粕库存出现回升。

菜粕市场成交清淡，虽然油厂开机率连续下滑有利于消化库存，但消费低迷使得菜粕库存仍处于历史的较高位水平。截止到2016年17周，沿海主要油厂菜粕库存6.7万吨，未执行合同19.85万吨，去年同期库存3.7万吨，未执行合同38.5万吨。

整体饲料需求趋于稳定 季节性因素支撑菜粕

图五、六：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。3月份的能繁母猪终于止住下滑趋势，较2月的3760万头持平，生猪存栏量为37001万头，较1月的36671万头小幅回升。良好的养殖利润刺激，后期存栏可能稳步回升。按以往规律来看，养殖利润对于产能扩大的刺激将会在2016年三四季度才有较大体现。但国家对于养殖的环保要求，一定程度限制了养殖业的规模复苏。

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。

第三部分：总结

美豆种植面积上暂难有利多；基金持仓目前看多趋势未变，但靠多仓主动增持推动行情的动能逐步受限，上涨态势能否延续还将依靠于基金空头的减持持续性；巴西货币汇率仍存变化空间，南美大豆将会成为市场贸易主角；阿根廷暴雨对于大豆产量和质量的实际影响的量化仍将影响短期的美豆走势。重点需关注 USDA5 月报告中对美豆的压榨和出口量如何调整，南美新作大豆预期减产对于美国平衡表的影响，以及全球大豆的结转库存水平调减的水平。对拉尼娜天气的炒作预期，提升美豆底部区域。油菜籽方面，虽然 2016 年国际油菜籽产量减少，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，需求方面，经过积极补库，饲料企业的库存已备至 5 月中旬之后。随着期价在高位出现震荡，下游厂商对于追涨的积极性不高。生猪养殖利润对于产能扩大的刺激将会逐步体现，但规模受限。菜粕现货消费暂未有明显起色，但水产养殖的季节性消费旺季的预期支撑期价。

走势判定：

外强内弱格局仍未有改变，国内两粕走势主要跟随外盘节奏。加拿大油菜籽前期涨幅虽不如美豆，但节奏趋同。美豆强势能否持续还需基本面因素的进一步配合。若有进一步利多题材，则美豆估计还有继续上冲动能，参考历史美豆走势，从阶段低位起有 30%-40% 上涨幅度，以 850 为基准，预期上涨空间为 1100-1200；若无利多，则美豆有回调要求，回调幅度 10%-20%。考虑到美豆近期出口强势，阿根廷大豆减产基本已成定数，改善大豆供需平衡表，天气的炒作预期亦帮助抬升美豆短期底部，因此底部区域或抬升至 900-950 区域。国内两粕操作，建议跟随美豆节奏，对于前期多单，注意逐步提高止盈位。若冲高乏力，激进的投资者可逢高介入空单，期待价格的波段回调，预期空间可参考美豆回调幅度。对应底部区域或为 1609 豆粕 2450 区域，1609 菜粕 2000 区域。若有回调至该区域，空单注意止盈，并可考虑介入较长线多单。