

豆类震荡筑底 期待中线反弹机会

一、基本观点

豆类价格自 2014 年 5 月底回落以来，已连续调整近两年时间，目前处于震荡筑底过程中。目前压制价格的主因仍是全球大豆供应充裕的大背景，不过我们换思路来考虑，目前已是全球大豆生产最为理想的状态，大豆主产国已连续三年丰收，这得益于理想天气的配合。当前的价格已完全体现了供需基本面的利空环境，如未来天气一旦出现问题，预期乐观的生产格局将受到影响，供需平衡将发生改变。目前美豆徘徊在 850-900 美分一线，也处于美国大豆种植成本附近，理论上讲，美豆已无空间可跌。国内方面，豆类价格震荡休整的周期已接近两年，且目前豆粕远期价格也低于对应远期进口成本价，也就是说未来豆粕期货价格继续下跌的空间是受到制约的，粕类价格随着养殖需求的恢复，震荡反弹的可能性大大增加。

二、行情回顾

一季度国内外豆类走势以震荡偏弱为主，油强粕弱格局明显；豆类走势偏弱主要是受到全球供应压力的利空影响，大豆及豆粕期价基本处于波动区间内震荡，随着南美大豆上市期的到来，南美丰产无疑继续压制价格的主要题材，且全球豆类需求维持偏平淡的状态。一季度豆类供需基本面处于较为平静的过程中，使得市场一直在消化供需环境的偏空；美豆指数合约自 857.2 美分/蒲式耳震荡反弹至 918.2 美分左右；美豆粕指数合约阶段性高点 279.2 美元/短吨，低点 261.1 美元/短吨；连豆以震荡下行为主，期价多数时候在 3400-3600 元/吨的区间内波动；连豆粕跟随美盘波动，整体表现偏弱，主要受到国内养殖需求偏淡，国内供应压力的影响，多数时间内维持在 2300-2450 元/吨区间。

图 1：CBOT大豆指数合约日K线走势图

图 2：CBOT豆粕指数合约日K线走势图



图3: 大连黄大豆一号指数合约日K线走势图



图4: 大连豆粕指数合约日K线走势图



资料来源: 文华财经 银河期货研发中心

三、影响因素分析

一季度市场关注的重点是南美天气及美豆出口需求，然而这两方面都比较平淡，带给市场的指引作用较为有限；国内外豆类走势也基本在供需环境的平淡中维持偏震荡走势。

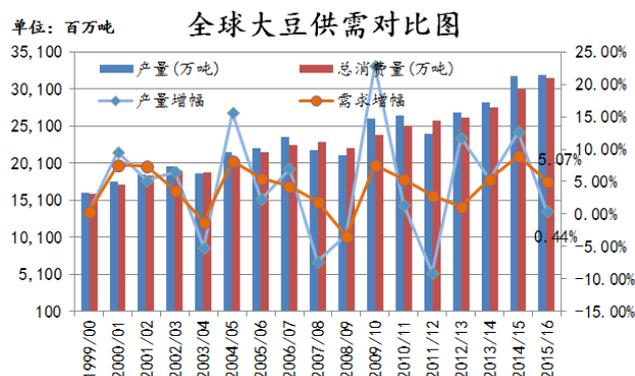
USDA3月供需报告显示，2015/16年度全球大豆产量至3.205亿吨，上一年度为3.19亿吨，产量增幅为0.44%。2015/16全球大豆需求量上调至3.145亿吨，2014/15年度为3亿吨，需求增幅为5.1%，相比总供应量，需求增幅依然可观，年度全球大豆供应量过剩为450万吨。USDA把中国2015/16年度进口大豆量上调至8200万吨，上一年度为7835万吨，增幅为4.7%，作为全球最大的需求国，中国的需求依然强劲。

图5: 全球大豆供需平衡分析

世界大豆平衡分析					
	2013/14年度	2014/15年度	2015/16年度*	增量	增幅%
全球需求	27200	30050	31575	1525	5.07%
全球供应	28501	31880	32021	141	0.44%
主产国产量	25481	28415	28934	519	1.83%
中国	1220	1235	1200	-35	-2.83%
美国	8951	10680	10693	13	0.12%
南美	15310	16500	17041	541	3.28%

近三年世界大豆需求年均增幅:6.48%
 近三年世界大豆供应年均增幅:6.12%
 2014/15年度世界大豆供需预计为过剩1830万吨，2015/16年度世界大豆供需预计为过剩450万吨。

图6: 全球大豆供需数据对比(百万吨)



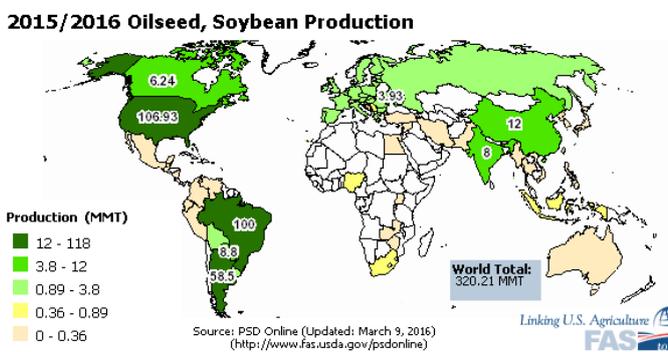
资料来源:USDA 银河期货研发中心

1、主要大豆生产国供应不减

USDA3月供需报告显示,2015/16年度美国大豆产量为1.0693亿吨,较上一年度上调13万吨;2015/16年度南美大豆产量上调至1.704亿吨,较上一年度上调541万吨;2015/16年度中国大豆产量上调至1200万吨,较上一年度下调35万吨。这样看来,全球供求过剩的周期仍在延续,也成为压制价格上行的主要因素。

图7:2015/16年度全球大豆主要生产区域分布(百万吨)

图8:2015/16年度全球大豆产量分布表(百万吨)



	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Feb 2015/16	Mar 2015/16
Production	nr	nr	nr	nr	nr	nr
United States	84,291	82,791	91,389	106,878	106,954	106,934
Brazil	66,500	82,000	86,700	96,200	100,000	100,000
Argentina	40,100	49,300	53,500	61,400	58,500	58,500
China	14,485	13,050	11,950	12,150	12,000	12,000
Paraguay	4,043	8,202	8,190	8,100	8,800	8,800
India	11,700	12,200	9,500	8,700	8,000	8,000
Canada	4,467	5,086	5,359	6,049	6,235	6,235
Other	14,733	15,998	16,157	19,088	20,019	19,737
Total	240,319	268,627	282,745	318,565	320,508	320,206

资料来源:USDA 银河期货研发中心

2、美豆出口落后去年,市场关注度明显下降

美国农业部(USDA)公布的出口销售报告显示,截止3月11日当周,美国2015/16年度大豆出口净销售62万吨,年度美豆累计销售量为4342万吨,较去年同期落后9.7%,完成年度销售目标的94.38%;当周,美国2015-16年度大豆出口装船77万吨,2015/16年度美豆累计出口装船量为3980万吨,较去年同期落后6.5%。数据显示,2015/16年度(始于9月1日)美对华(大陆地区)大豆出口装船量2627万吨,低于上年同期的2847万吨;美对华销售总量(已经装船和尚未装船的销售量)为2693万吨,较去年同期的2979万吨减少9.6%。

图9:美国大豆出口销售情况表 (百万吨)

截止日期	本周净出口销售	本周出口装船数量	中国本周购买	本周中国装船数量	中国累计购买数量	中国累计装船数量	美国本年累计装船	美国本年累计销售	去年累计销售	去年累计装船
2016/3/10	62.37	76.85	14.04	43.79	2,693.35	2,626.83	3,980.30	4,341.64	4,807.82	4,258.11
2016/3/3	41.27	107.22	7.60	50.28	2,679.30	2,583.00	3,903.50	4,279.27	4,778.87	4,199.44
2016/2/25	44.01	122.80	28.14	75.56	2,671.71	2,532.77	3,796.28	4,238.00	4,762.08	4,134.56
2016/2/18	25.86	149.55	27.00	75.08	2,643.57	2,457.20	3,680.45	4,200.96	4,712.13	4,057.74
2016/2/11	56.70	178.03	34.60	104.96	2,616.57	2,382.12	3,537.83	4,175.05	4,666.21	3,947.41
2016/2/4	66.68	132.25	68.66	71.69	2,581.98	2,277.17	3,369.22	4,127.78	4,615.64	3,811.95
2016/1/28	-4.36	114.15	-5.50	81.11	2,513.31	2,205.48	3,236.97	4,061.10	4,543.70	3,654.24
2016/1/21	64.78	132.32	29.68	76.42	2,518.84	2,124.37	3,122.83	4,065.46	4,508.10	3,450.96
2016/1/14	98.51	157.51	71.79	102.45	2,489.15	2,047.94	2,990.51	4,000.68	4,419.28	3,288.00
2016/1/7	112.74	134.80	77.53	66.18	2,417.37	1,945.50	2,853.75	3,922.92	4,432.30	3,139.25

资料来源:USDA 银河期货研发中心

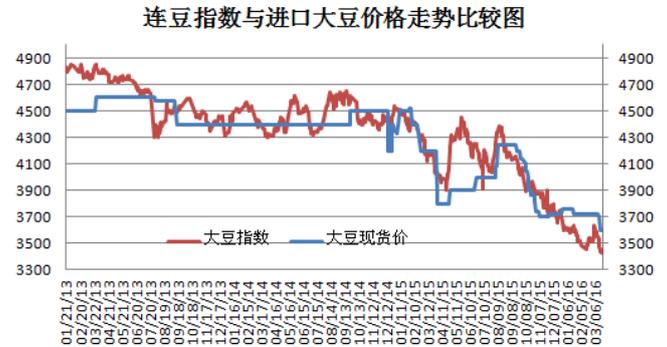
3、国产大豆价格一路走低，未来走势不乐观

东北产地大豆价格一季度呈继续下跌格局，净粮收购均价 3615 元/吨，较年初下跌 175 元/吨。目前内蒙一带价格也跟随黑龙江下跌，大杨树收购价格下调至 3600 元/吨附近。虽然内蒙地区大豆品质较好，但随着东北整体均价下滑，当地大豆也受到拖累跟跌。黑龙江地区情况更为糟糕，市场购销处于半瘫痪状态，局部地区粮点停收、有价无市，随着气温逐步升高，南方豆制品加工厂对大豆质量要求更为苛刻，企业更倾向于采购沿淮一带高蛋白大豆，因为其出浆率高。部分小厂不追求质量的则选择价格更为低廉的进口转基因大豆进行加工，东北大豆目前处境尴尬“高不成、低不就”，这更加剧了大豆外销艰难的局面，市场供需矛盾突出。因为北方4月中下旬将进行春播备耕生产活动，在此之前大部分农民的心理是卖粮变现，而且气温不断升高高水分大豆不宜保管，这也在一定程度上刺激豆农大量出售余粮。在这种行情低迷、供需矛盾突出以及陈粮即将出库几方面利空压力下，东北地区高水分大豆价格预计仍将继续探底。

图10:黑龙江食品大豆与进口大豆走势图 (元/吨)



图11:大连黄大豆一号期货价格与进口大豆价格走势



资料来源:文华财经 银河期货研发中心

(二)、需求面

1、美国大豆压榨数据较理想

美国油籽加工工业协会(NOPA)周二公布的数据显示,美国2月大豆压榨量为1.46181亿蒲式耳,低于1月的1.50453亿和上年同期的1.46970亿蒲式耳。高于市场预期的1.39942亿蒲式耳。分析师的预测区间介于1.3610到1.4400亿蒲式耳之间。作为对比,2016年1月份的大豆压榨量为1.50453亿蒲式耳,2015年2月份的压榨量为1.46970亿蒲式耳。数据显示,2016年2月份美国豆粕产量为3,473,746吨,低于1月份的3,560,987吨,也低于去年同期的3,477,925吨。2016年2月底的豆油库存为17.92052亿磅,高于市场预期的15.99亿磅。分析师的预测区间介于15.13亿磅到17.50亿磅之间。

图12:美国大豆压榨协会公布的美国大豆月度压榨量 (亿蒲)

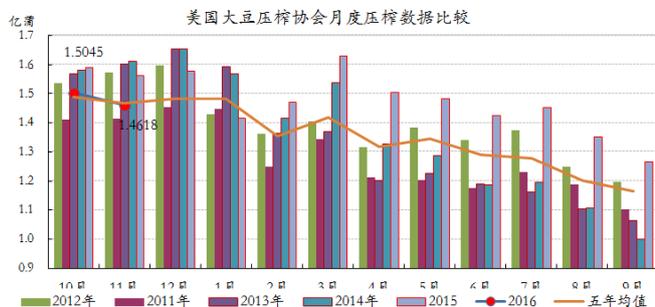


图13: 美国大豆月度压榨与历史比较

	2016年2月	2016年1月	2015年2月
大豆压榨量(1,000蒲式耳)	146,181	150,453	146,970
豆粕出口量(短吨)	686,999	686,493	791,532
豆粕产量(吨)	3,473,746	3,560,987	3,477,925
出粕率(磅/蒲式耳)	47.53	47.34	47.33
豆油产量(百万磅)	1,708.04	1,758.38	1,653.43
出油率(磅/蒲式耳)	11.68	11.69	11.25
豆油库存(1,000磅)	1,792,052	1,581,636	1,322,055

资料来源:USDA 银河期货研发中心

2、港口大豆库存步入回升期

目前港口大豆库存水平 670 万吨左右，依然处于近几年行业偏高的水平。市场预计 4-5 月份国内进口大豆数量均在 700 万吨以上，同时因为有国储大豆拍卖传闻，未来市场供给压力料进一步增加，预计港口大豆库存水平仍将维持当前偏高水平。

图14: 中国港口大豆库存情况 (万吨)

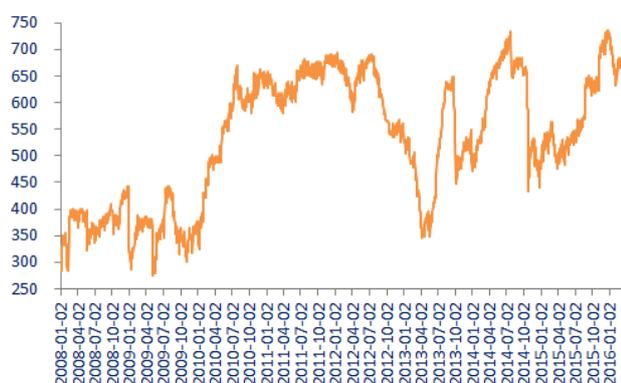


图15: 国内沿海油厂豆粕库存与未执行合同量 (万吨)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

3、进口大豆仍呈现稳步上升趋势中

海关总署发布数据显示，2 月份我国大豆进口 451 万吨，同比增加 5.71 %；年初至今进口总量为 1016.47 万吨，同比减少 8.76%。机构预计，2016 年 3 月到港进口大豆预计 540 万吨，4-5 月到港进口大豆总量在 1500 万吨左右。USDA3 月供需报告显示，2015/16 年度中国进口大豆预计为 8200 万吨，上一年度为 7835 万吨，增长 4.66%；显示出中国对进口大豆的需求热情依然不减。

图16: 中国进口大豆月度到港量 (万吨)

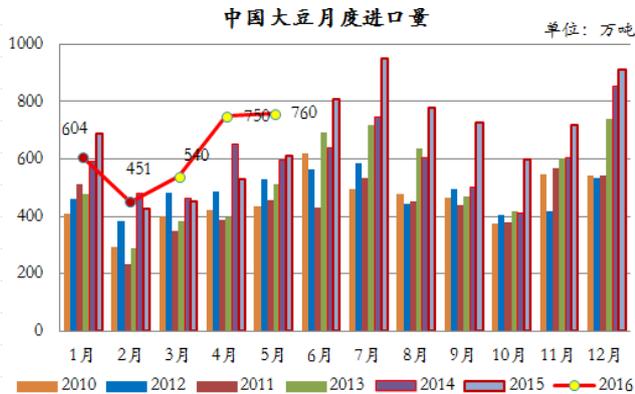


图17: 全球年度进口大豆主要国别分布 (千吨)

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Feb 2015/16	Mar 2015/16
Imports	nr	nr	nr	nr	nr	nr
China	59,231	59,865	70,364	78,350	80,500	82,000
European Union	12,070	12,538	13,293	13,388	13,700	13,200
Mexico	3,606	3,409	3,842	3,819	4,050	3,850
Japan	2,758	2,830	2,894	3,004	2,900	2,900
Taiwan	2,285	2,286	2,335	2,520	2,550	2,550
Turkey	1,057	1,249	1,608	2,197	2,400	2,400
Thailand	1,907	1,867	1,798	2,411	2,350	2,350
Indonesia	1,922	1,795	2,241	2,000	2,300	2,300
Russia	741	717	2,048	1,986	2,050	2,250
Egypt	1,661	1,730	1,694	1,947	2,050	2,050
Other	6,252	7,656	9,664	10,523	12,343	12,313
Total	93,490	95,942	111,781	122,145	127,193	128,163

资料来源: 中国海关 USDA 银河期货研发中心

4、生猪价格持续反弹，饲料需求依然不佳

据农业部公布数据显示，2月份能繁母猪存栏环比下降0.6%，生猪存栏环比下降1.8%。据测算，目前全国能繁母猪存栏量约为3700万头，相比市场供需平衡所需的4100-4400万头仍有较大缺口。数据反映出养殖市场景气程度的两大指标均处于历史低位水平，这意味着生猪养殖市场对饲料以及饲料原料的消耗进度依然处于疲弱状态中。由此可知，国内生猪养殖状况恢复较为缓慢。

整体来看，能繁母猪存栏连续30个月下降，行业去产能持续。受前两年严重亏损导致的资金匮乏以及日趋从严的环保要求影响，养殖户并没有大规模补栏的能力，产能淘汰或将持续。同时近期多地爆发仔猪腹泻和五号病等猪病，引发高死亡率，影响程度已达到2012年大规模仔猪腹泻以来的最严重级别，叠加能繁母猪产能不足，3月份仔猪价格快速上涨。

图18: 中国生猪与能繁母猪存栏情况 (万头)



图19: 中国大中城市猪粮比价走势图

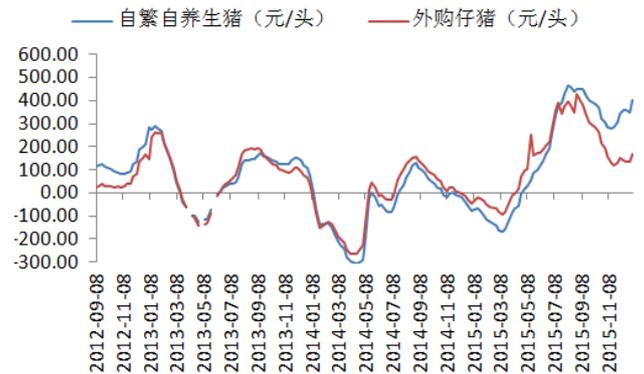


资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

截至 3 月 17 日, 全国生猪收购平均价格 19.23 元/公斤, 全国玉米收购均价 1889 元/吨, 猪粮比 10.1:1。目前仔猪价格达到 50 元/公斤, 达到历史高点; 自繁自养生猪出栏每头盈利达到 900 元。之前发改委发布猪价预警, 市场对于调控放储存在预期。

图20:全国白条肉出厂价走势图 (元/公斤)

图21:国内养猪利润走势图 (元/头)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

四、行情后市展望及操作建议

从后市来看, 我们认为豆类供大于求的基本已完全体现在价格中, 价格经过两年的调整沉淀, 目前已形成底部支撑, 后期市场将进入北半球天气炒作周期, 我们认为没有新的利空即是利多, 播种面积、天气等题材逐渐进入市场关注视野, 往往带给市场的利多居多。中期来看, 豆类震荡偏反弹值得期待。

另外, 从成本角度看, 美豆在 800-900 美分区域已形成较坚实的底部。按 3 月 17 日国内大连豆粕、豆油 1605 合约的收盘价测算, 2016 年 5 月船期南美大豆对应美盘的大豆期货价格应该在 888 美分/蒲式耳左右; 如按 1609 合约的收盘价测算, 对应美盘价格应该在 900 美分左右。我们把国内油粕价格做相应下调后, 对应美豆价格分别在 850、800 美分一线, 鉴于当前市场已充分反映了供需面的利空, 美豆下破 800 美分的可能性不大。所以说, 大连豆粕价格的下方强支撑在 2100-2200 区域。

从操作角度来讲, 我们建议可维持滚动做多的思路或关注油粕比的机会。

从近十年的油粕比价关系来看, 近两年的波动区间为 1.9-2.3, 目前油粕比值已突破此波动区间, 上方压力在 2.7-2.8: 1 区域; 从目前油粕的供需基本面来看, 油脂的利多并不明显, 这使得油粕比值后期回落的压力较大。1609 合约的油粕比反弹至 2.6: 1 左右, 从近期表现来看, 油粕比值仍处于强势上升过程中; 如果缺乏基本面的配合, 后期回归 2.3-2.6 区间的可能性较大。一旦油粕比值走弱, 将对豆粕价格形成直接利好。

综上所述，我们认为豆类虽未摆脱供大于求的大背景，但价格经过反复沉淀后，底部越发坚实。如能得到基本面的配合，反弹的持续性将较为理想。另外，从周边商品的资金关注度来看，黑色系商品在资金青睐下大涨，下一个值得关注的板块很可能是农产品，目前油脂系吸引了大量资金关注，且资金开始进驻菜粕，作为豆类中关注度较高的豆粕，是否成为资金下一个进驻的商品值得期待。故我们认为大连豆粕 1609 合约可在前期低点 2250 一线开始布局中线多单。