

作者：农产品组 王玉红

执业编号：F0260774（从业）

联系方式：010-68572969/wangyuhong@foundersc.com

成文时间：2016年2月4日星期四



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 豆类月报：豆与粕分化明显 套利波段两相宜

(评级：震荡偏强)

### 基本面要点：

- 南美方面，近期降雨影响巴西早熟大豆收获上市，将压力释放的档期推后。整体丰产预期仍在，控制市场波段反弹幅度。
- 美国方面，南美大豆出口推后，美豆出口尚有一点时间及机会，对市场多少有支撑，推动市场波段性向好。但后续随着南美大豆出口增加，美豆出口受到制约，挺价心理缩减。
- 国内方面，养殖行情回暖明显及年关备货预期对市场构成阶段性支撑，但目前年关已临近，备货基本结束，供需两弱阶段，市场支撑已非常有限。

### 操作策略：

- 1、投机操作：12月份以来豆粕震荡上行通道运行，振幅在150个点左右，整体维持高抛低吸操作，目前临近上通道压力位，存在回调预期，多单减持考虑波段抛空。
- 2、套利操作：买粕卖豆，买粕卖油套利为主。

### 一、行情回顾

如我们年报及相关专题报告的预期，进入12月份以来，豆粕开始进入震荡向好通道中，振幅在130-150点左右。目前通道形态尚在，市场在临近通道上沿2470压力位后存在小波段回调预期，整体的震荡向好格局未言改变。而连豆仍背靠均线系统弱势运行，与豆粕表现分化明显，主要因大豆需求疲弱导致，不过这也恰恰给了市场套利对冲的机会。我们对豆类技术走势有了一个大概的了解，下面再从基本面情况分析下豆粕后续走势的可能演化。

图1 连粕1月合约走势图

图2 连豆1月合约走势图



资料来源：文华财经 方正中期研究院

## 二、基本面分析

### 2.1 美农业部报告调整引领阶段走势

2016年1月13日凌晨美农业部1月月度供需报告及季度库存报告发布。美豆产量及库存数据低于预期。报告显示，美2015年大豆产量预估下调至39.3亿蒲，低于上月的预估39.81亿蒲，大豆库存预估为4.4亿蒲，低于上月的4.65亿蒲，且均低于之前的行业内预估。巴西及阿根廷产量维持上月水平不变，但调高阿根廷出口预期，全球2015/16年度大豆年末库存预估为7928万吨，低于12月报告的8257万吨水平，与之前市场预估相符。另外的库存报告数据显示，截止2015年12月1日，美豆季度库存为27.15亿蒲，低于行业预估均值的27.2亿蒲。实际报告数据低于预期，对市场构成短期支撑，我们也看到报告出来后市场有一小波波动，但报告并未如预期般下调南美大豆产量，反而是上调，给市场的上涨蒙上了一层阴影，整体仍制约市场的反弹高度。

数据的详细调整如下表：

表1 美豆产需数据预估逐月调整情况

	2013/14	2014/15	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16
大豆	百万英亩										
种植面积											
种植面积	76.8	83.3	84.6 *	84.6 *	85.1 **	84.3	84.3	83.2	83.2	83.2	82.7
收获面积											
收获面积	76.3	82.6	83.7 *	83.7 *	84.4 **	83.5	83.5	82.4	82.4	82.4	81.8
单产											
单产	44	47.5	46.0 *	46.0 *	46.0 **	46.9	47.1	47.2	48.3	48.3	48

	2013/14	2014/15	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16	2015/16
大豆			5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
百万蒲											
期初库存	141	92	350	330	255	240	210	191	191	191	191
产量	3358	3927	3850	3850	3885	3916	3935	3888	3981	3981	3930
进口量	72	33	30	30	30	30	30	30	30	30	30
总供应量	3570	4052	4230	4210	4170	4186	4175	4109	4203	4203	4150
压榨需求	1734	1873	1825	1830	1840	1860	1870	1880	1890	1890	1890
出口量	1638	1843	1775	1775	1775	1725	1725	1675	1715	1715	1690
种用量	97	97	92	92	92	92	92	92	92	92	92
损耗	10	48	38	38	38	40	38	38	41	41	39
总用量	3478	3861	3729	3734	3744	3717	3725	3685	3738	3738	3711
期末库存	92	191	500	475	425	470	450	425	465	465	440
农产均价											
(美元/蒲)	13	10.1	8.25 - 9.75	8.25 - 9.75	8.5-10.00	8.40 - 9.90	8.40 - 9.90	8.40 - 9.90	8.15 - 9.65	8.15 - 9.65	8.05-9.65

资料来源：USDA 方正中期研究院整理

表 2 近月报告中全球大豆消费预期不断调高 期末库存不断调低（单位：百万吨）

	全球:大豆:产量	全球:大豆:国内消费总计	全球:大豆:期末库存
2015-05	317.30	304.28	96.22
2015-06	317.58	305.64	93.22
2015-07	318.92	306.23	91.80
2015-08	320.05	309.86	86.88
2015-09	319.61	310.1	84.98

	全球:大豆:产量	全球:大豆:国内消费总计	全球:大豆:期末库存
2015-10	320.49	310.47	85.14
2015-11	321.02	312.33	82.86
2015-12	320.11	312.32	82.58
2016-01	319.01	314.04	79.28

资料来源：USDA 方正中期整理

表 3 季度库存报告大豆数据

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>大豆</b>					
3月1日	1248800	1374488	998020	993828	1326599
6月1日	619283	667465	434664	405045	627068
9月1日	215013	169370	140557	91991	190610
12月1日	2369885	1966161	2153621	2527744	2714817

单位：千蒲

资料来源：USDA 方正中期整理

## 2.2 南美整体丰产压力大 降雨致收割缓慢压力推后

近期南美降雨增多，对前期干旱明显缓解，南美丰产格局整体明朗，市场仍有压力，现在关键是这个压力什么时候释放的问题。短期来讲，市场可能仍有一些支撑因素，一方面来讲，也恰恰在于降雨增加，这导致早熟新豆收获缓慢，据分析机构 AgRural 称，截止 1 月 15 日，全国大豆收割工作仅完成 0.5%，低于上年同期的 1.1%。巴西大豆贸易公司出口交货可能也会因此而出现一定延期，往年 1 月底一般南美大豆就已经开始交货输出。但今年或延迟至半月左右，这给美豆一定的出口及挺价机会。从目前美豆的出口情况来看，进入 1 月份以来，出口较前期也确实有所好转。据美国农业部周度出口数据，截止 1 月 7 日当周，美豆出口净销售 117 万吨，截止 1 月 14 日当周，美豆出口净销售 99 万吨，较 12 月下旬的 40-50 万吨的周度出口数据好转较为明显。另外，近期也有传闻称，中国将采购更多 2 月下旬船期美豆，以应对巴西船期推迟的风险，侧面佐证一定阶段内美豆出口或仍表现相对强劲，这给中短期市场一定的支撑，进而令其表现整体将相对抗跌易涨。

## 2.2 美豆播种面积扩增预期犹存 2月中旬后市场存隐忧

另一方面，美国新年度作物春播即将展开，播种结构和播种天气开始进入市场视线。

美国 2016/17 年度农作物春播工作将于 3 月份开始，目前市场已经开始预测 2016 年大豆播种面积。据知名私营分析机构 Inform 经纪公司发布的最新报告显示，2016 年美国大豆播种面积将创下历史最高纪录，因为大豆种植利润高于早先预期。Inform 将美国大豆播种面积预测数据上调至 8523 万英亩，较早先预测高出 70 万英亩，也远远高于美国农业部预测的 8200 万英亩水平。

而除此之外，市场也有不同的声音，据美国农场期货杂志 (Farm Futures) 公布的播种意向调查显示，农作物价格低迷，种植收益糟糕，将使得 2016 年大多数农户控制种植规模，该杂志在 12 月 7 日到 1 月 4 日期间对超过 1550 名农户进行的调查显示，美国农户准备在今年春季将大豆种植面积减少到 8220 万英亩，较 2015 年减少约 50 万英亩。种植面积扩增的预期声音貌似更大，在市场关注焦点转到种植面积之后，可能将给市场带来一定的压力。后续还需进一步关注这种预期的变化，对于种植面积的关注一般随着美农业部 2 月中旬展望报告的发布而拉开帷幕。

## 2.3 国内供应充足 需求预期遇阻

图 3 养殖向好

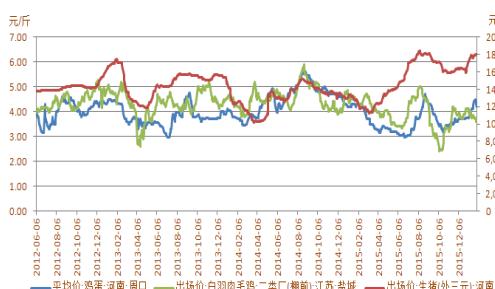


图 4 港口库存回落



图 5 油厂实际利润向好

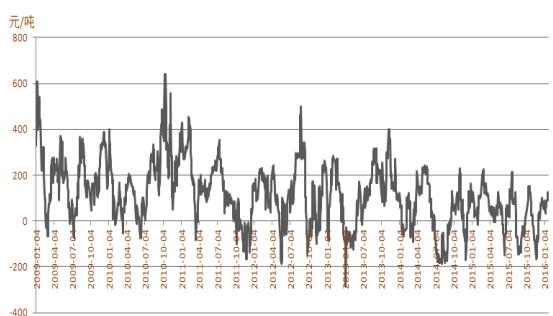
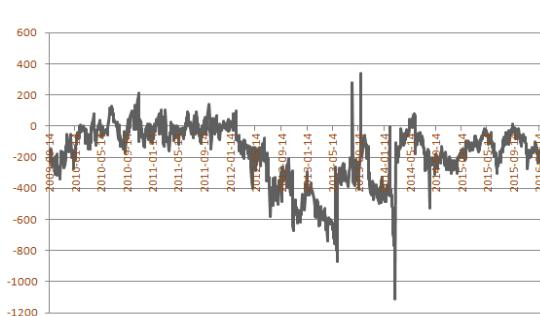


图 6 盘面预期利润下滑



供应方面，随着美豆收获上市，11-12 月我国大豆进口有所放大，港口大豆库存整体延续回升态势，但 1 月份之后，本就进口淡季，再加上近期人民币贬值明显，大豆进口有所下降，据天下粮仓，1 月份到港船舶期预报为 604 万吨，低于 12 月份的 864 万吨，较去年同期的 687 万吨下降 83 万吨，从美豆近期出口周度

数据的下滑也可侧面验证这种状况，美数据显示，12月下旬后周度出口装船40-70万吨左右，明显低于前期100-200万吨的水平。随着进口的下滑，港口库存将出现一定回落，截止1月26日国内港口大豆库存658万吨，较月初的720万吨有一定回落。进口大豆供应端压力有所减小。而随着春节假期的临近，我国终端饲料厂开始陆续进入备货周期，需求端动能有一定起色。市场在供需松紧转变的档口可能会用一定的反弹来应对。

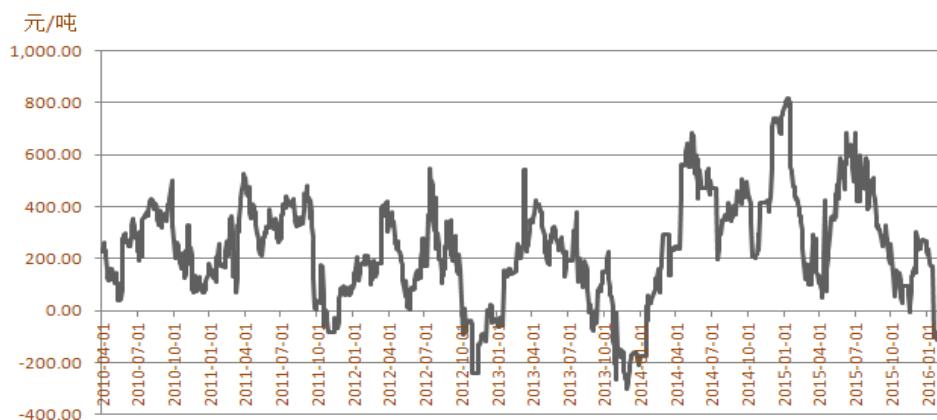
油厂利润方面，压榨利润向好，目前在92元/吨左右，但预期利润不佳，为-180元/吨左右，促使油厂仍存挺价之心。

再来看下需求方面，春节前豆粕市场不会有太大变化，年前物流紧张，饲料厂库存基本到正月十五以后，补库基本完毕，下周开始油厂基本也准备停机放假，供需两清淡的市场中动能相对有限。

## 2.6 国产大豆——购销清淡支撑不足 价位偏低仓压不大

目前东北地区大豆购销行情持续清淡，油厂持续停机观望，农户的惜售心理较强，贸易商收购难度较大，产区整体呈低迷走势，对期货市场构成了压力，市场整体仍延续弱势。3等大豆现货价格在3260-3600元/吨左右，算上交割成本400元/吨，理论上交割到5月的成本价在3660-4000元/吨左右，而5月期货盘面3516元/吨左右，交割没有利润，来自仓单对市场的压力不大。

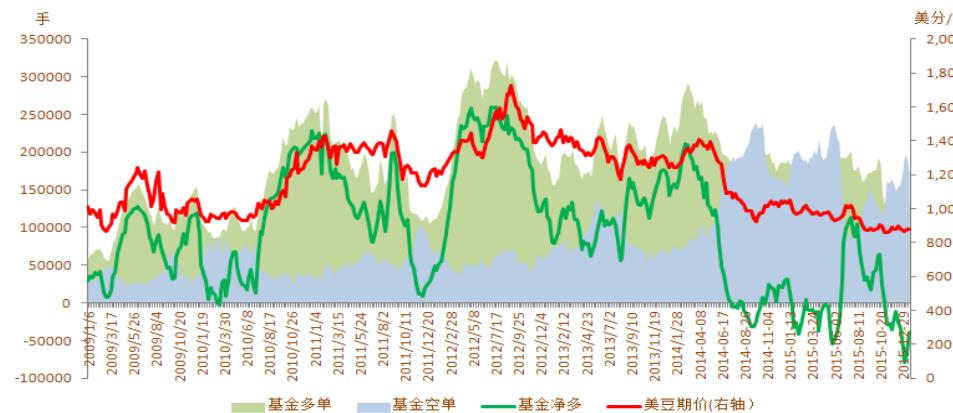
图7 连豆期货-现货价差走势



从国产大豆期现价差走势来看，目前已经临近低点位置，继续下探空间有限，期货相对偏弱的态势可能会略有改善，但鉴于春季需求淡季，将继续没有明显的提振题材，国产大豆疲态短期恐整体仍难改。

## 三、美豆基金净多持仓下滑

图8 美豆基金净多持仓变化

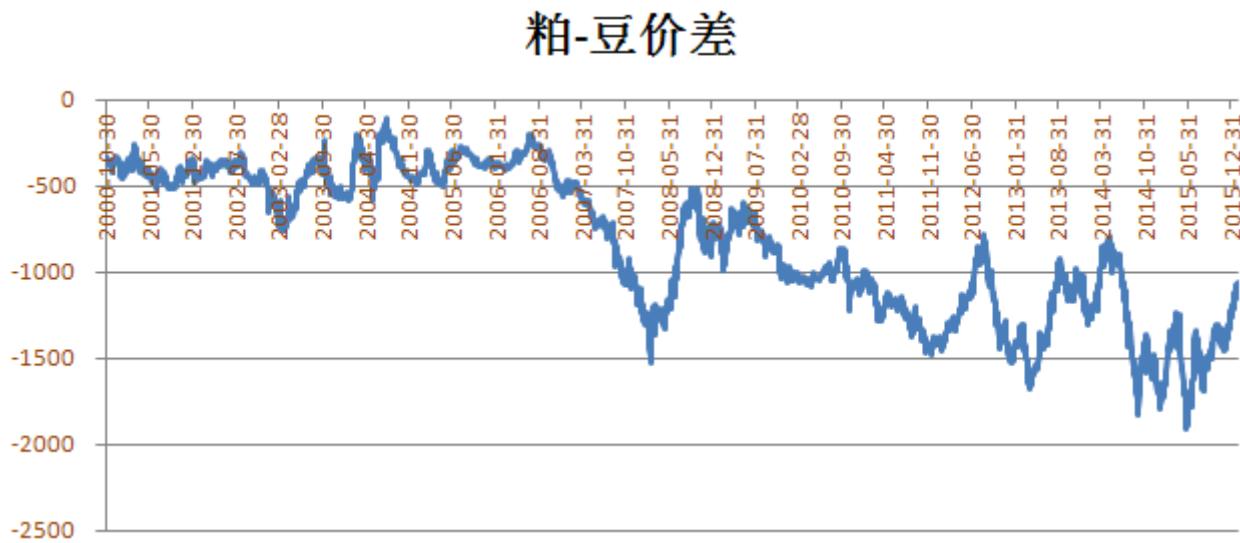


资料来源：USDA 方正中期研究院整理

1月初，美豆基金净空持仓达最高，之后逐渐缩减。截止1月19日，美豆基金多单持仓133380手，空单172474手，净空单达到39094手。美豆基金多头增持，空头减持，导致基金净空下降，盘面向下动能不足。

#### 四、套利机会分析

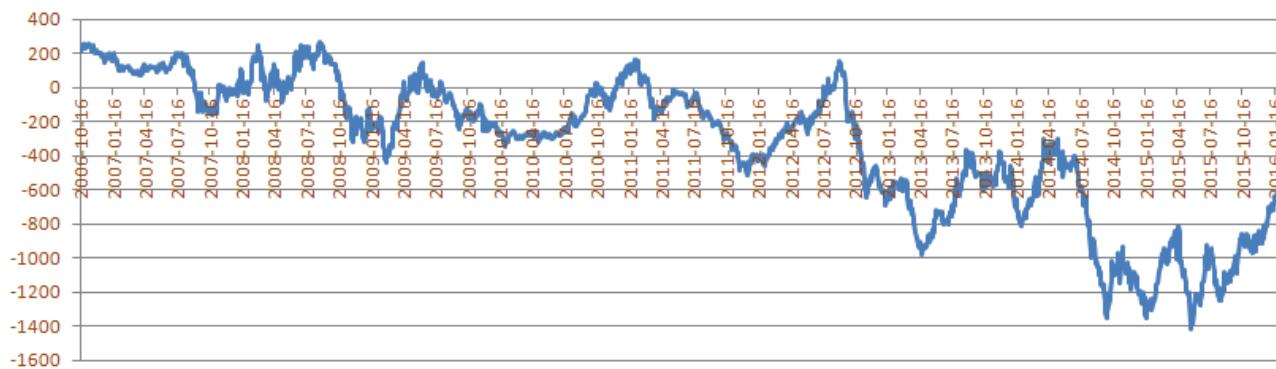
##### 1、产业链纵向品种强弱表现



粕-豆、油豆价差均呈现止跌回升态势。

豆粕及豆油的相对偏强造成了大豆盘面压榨利润的回升。如下：

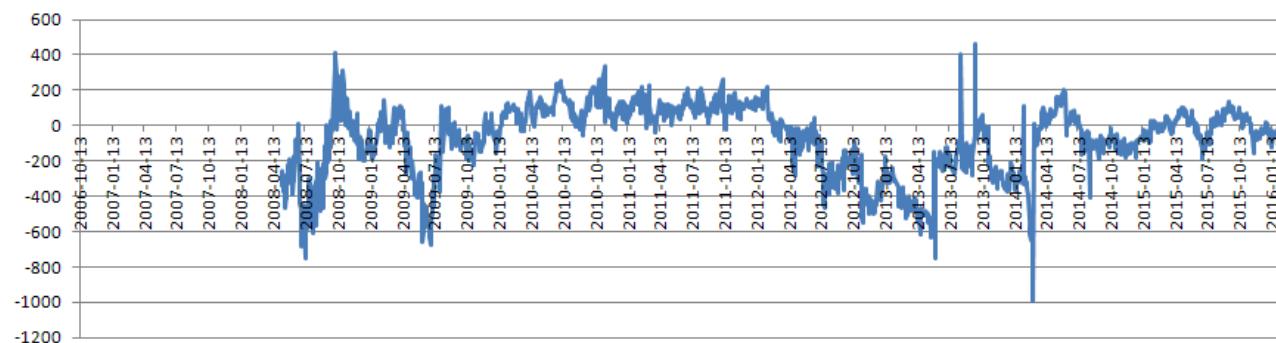
### 盘面压榨利润-指数



注：大豆盘面压榨利润是连豆、连粕及豆油价格折算而来。

1季度豆粕表现往往要强于豆油及豆粕，这种态势（大豆盘面压榨利润回升）短期有望延续，

### 进口大豆盘面压榨利润



资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

内外盘大豆提油套利方面，本轮反弹美豆出口阶段强劲推动下美豆表现相对偏强，而国内豆油表现不佳导致盘面压榨利润震荡趋弱，提油套利单短期可持有，但随着南美大豆出口的推进，或考虑适当减持提油套利单。

### 2、横向可替代品种强弱表现

#### 豆-菜粕价差



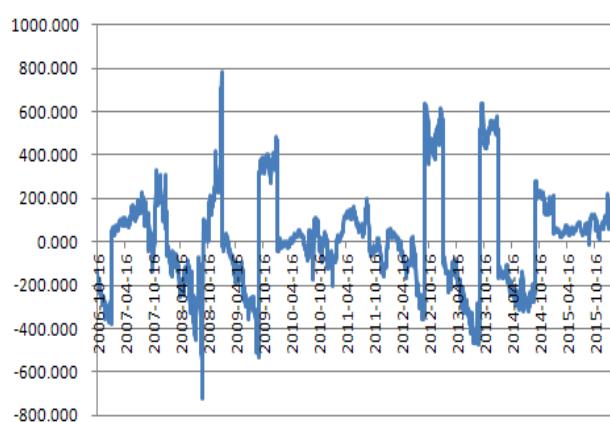
资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

豆粕/菜粕价差低位后波动空间缩窄，买菜粕卖豆粕套利者注意减持，但短期内豆-菜粕价差回升空间整体料有限，套利者暂可观望等待。

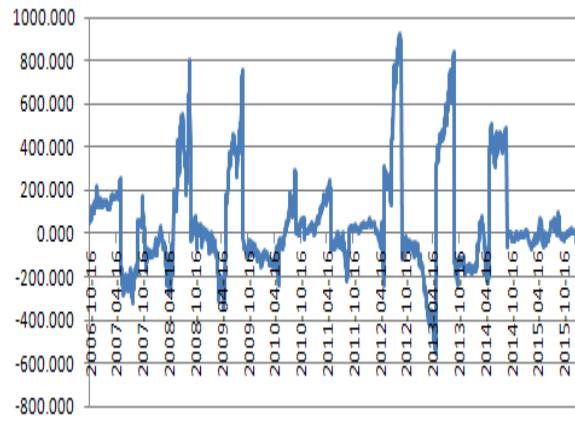
### 3、跨期强弱表现

豆粕及大豆合约间表现近强远弱，买近卖远操作为主。合约间表现图示如下：

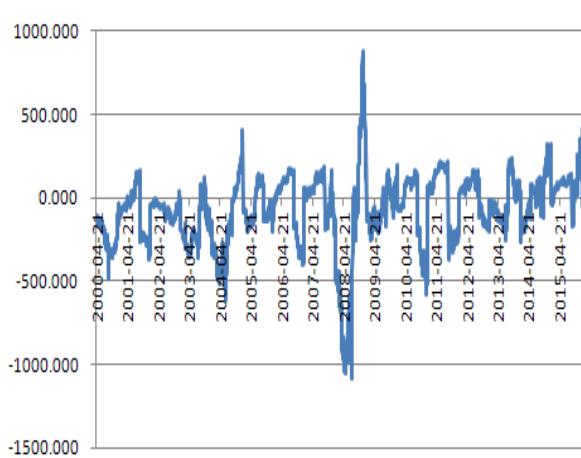
M1月-9月合约价差走势



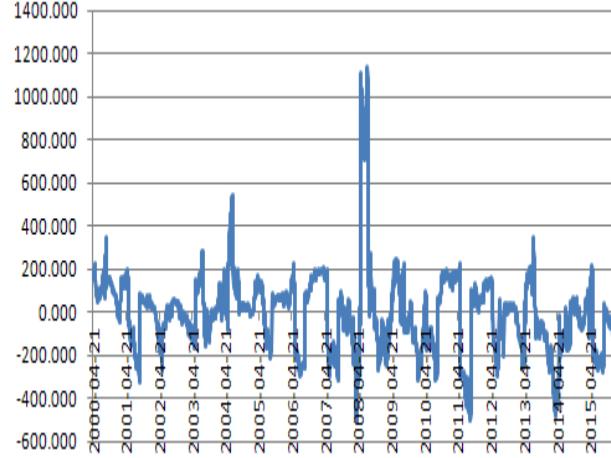
M9月-5月合约价差走势



A1月-9月合约价差走势图



A9月-5月合约价差走势图



### 五、展望及建议

综上所述，随着年关备货期的结束，国内题材转弱，主要受到外围影响，而豆粕市场中短期尚有一定外围支撑题材，结合技术，尽管中间尚不能不排除小波段回调，但震荡向好的格局仍未改变。初步建议操作如下：

#### 操作建议：

**1、投机：**

12月份以来豆粕震荡上行通道运行，振幅在150个点左右，整体维持依托上下通道（压力位2500-2550，支撑位2350-2370）高抛低吸操作。大豆弱势未稳，可暂观望等待机会。

**2、套利：**

- (1) 品种间：多豆粕空豆油，多豆粕空大豆操作为主。
- (2) 合约间表现来看，买近卖远操作为主。
- (3) 跨品种套利风险会相对较大，操作时注意根据资金情况设定止损。

个人观点，仅供参考

方正金融，正在你身边。

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，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資目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037