



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3月6日星期日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 豆类月报：再度反弹可期 大势尚未改

### 基本面要点及操作策略：

- ✚ 南美方面，国际大豆贸易逐渐转向南美，而南美出口偏慢，此项不排除给市场留有反弹空间的可能，但南美丰产的整体预期仍在，对市场仍构成整体约束。
- ✚ 美国方面，美豆出口逐渐转淡，此方面对市场支撑有限。近期市场开始关注美豆新作种植面积的情况，目前美农业部官方报告认为新作有小幅缩种的预期，对市场有一定支撑，但市场对此后续仍有修正空间，故对市场支撑力度一般。
- ✚ 国内方面，春季为养殖淡季，下游备货积极性受制约，供应方面尚充足，国内市场给予的制动力并不是很足。
- ✚ 总结：我们说豆类市场整体是有压力的，压力来自南美丰产及后续出口，而丰产这个题材对于市场来讲目前已经有些审美疲劳，南美的出口目前尚未明显放量，再加上美豆种植面积缩减的预期给市场一定的支撑，市场止跌暂时进入整理阶段，后期肯定还是要面临一个中期方向选择，个人认为后续市场应仍有向下再一次探底释放供应压力的诉求，但在目前这段时间偏空题材的相对空窗期内市场很可能以整理的形态呈现。基于这个初步判断，整理期间在操作上还是要结合技术来制定。综合考虑，建议前期高位空单（2450 一带）择机减持，逢低（2250-2300 一带）介入的多单可持有，一旦上破 2370-2400 则可加多，否则注意减持再翻空。

### 一、行情回顾

豆与粕阶段走势仍呈分化状态。2 月份以来，豆粕市场的基调基本上就是下跌，而大豆市场则呈现先跌后涨整体整理的态势。主要原因则是市场认为美豆出口将逐渐放缓，国际贸易逐渐转向南美，而南美的丰产预期又非常强烈，市场需要释放这种担忧与压力，再加上货币方面，美元走势亦呈现走弱态势，故对市场构成了一定的压制，所以我们看到 2 月份的豆粕市场以下跌呈现。而国产大豆的走势则要稳定一些，主要原因是市场已经提前反应利空，在 12-1 月份豆粕反弹的日子里，国产大豆仍一路走弱，压到期现倒挂一定程度后，市场向下动能衰减，再加上技术到位，市场开始展开反弹，如果非要找的话可能两会的召开，市场也开始对相关农业政策充满期待对市场也构成一定支撑。但是根据整体的基本面情况，仍然认为豆类止跌反弹可以期待，但大势尚未到转折时机。

图1 连粕9月合约技术分析图——下行通道上沿一带仍是重要压力位



图2 连豆5月合约技术分析图——突破下行通道上沿，上方压力位 3800-3850 一带。



资料来源：文华财经 方正中期研究院

## 二、基本面分析

请务必阅读最后重要事项

第2页

## 2.1 美农业部报告调整引领阶段走势

2016 年 2 月 10 日美农业部 2 月月度供需报告发布。美豆产量及库存数据低于预期。报告显示，美国 2015 年大豆产量预估维持上月水平不变，因压榨需求疲弱导致总需求被调降 1000 万蒲为 37.01 亿蒲。进而导致大豆库存调升 1000 万蒲为 4.5 亿蒲。

南美阿根廷产量调高，由上月的 5700 万吨上调为 5850 万吨，导致全球大豆期末库存亦调高为 8042 万吨，高于上月 7928 万吨的预期。南美丰产的预期整体施压 2 月份市场。

3 月份的美农业部供需报告将在 3 月 9 日发布，目前市场对该份报告已经有初步的预期，认为该份报告继续调高南美大豆的可能比较大，分析师平均预估，2015/16 年度阿根廷大豆产量为 5885 万吨，高于 2 月份的 5850 万吨。业内分析师普遍预计巴西大豆产量为 1.0013 亿吨，高于 2 月份的 1 亿吨水平。分析师平均预估，3 月份美农业部报告中全球大豆年末库存为 8089 万吨，高于 2 月份的 8042 万吨水平。分析师还预计，在该份美农业部报告中将上调美豆年末库存至 4.52 亿蒲，小幅高于 2 月份的 4.5 亿蒲。整体而言，市场预计本次报告将小幅上调全球及美豆期末库存，对市场仍构成一定压力。后续还需关注实际报告兑现程度。

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			6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
百万英亩											
种植面积	76.8	83.3	84.6 *	85.1 **	84.3	84.3	83.2	83.2	83.2	82.7	82.7
收获面积	76.3	82.6	83.7 *	84.4 **	83.5	83.5	82.4	82.4	82.4	81.8	81.8
蒲式耳											
单产	44	47.5	46.0 *	46.0 **	46.9	47.1	47.2	48.3	48.3	48	48
百万蒲											
期初库存	141	92	330	255	240	210	191	191	191	191	191
产量	3358	3927	3850	3885	3916	3935	3888	3981	3981	3930	3930
进口量	72	33	30	30	30	30	30	30	30	30	30
总供应量	3570	4052	4210	4170	4186	4175	4109	4203	4203	4150	4150
压榨需求	1734	1873	1830	1840	1860	1870	1880	1890	1890	1890	1880
出口量	1638	1843	1775	1775	1725	1725	1675	1715	1715	1690	1690
种用量	97	97	92	92	92	92	92	92	92	92	92
损耗	10	48	38	38	40	38	38	41	41	39	39
总用量	3478	3861	3734	3744	3717	3725	3685	3738	3738	3711	3701
期末库存	92	191	475	425	470	450	425	465	465	440	450
农产均价											
(美元/蒲)	13	10.1	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	8.05-9.65

资料来源：USDA 方正中期研究院整理

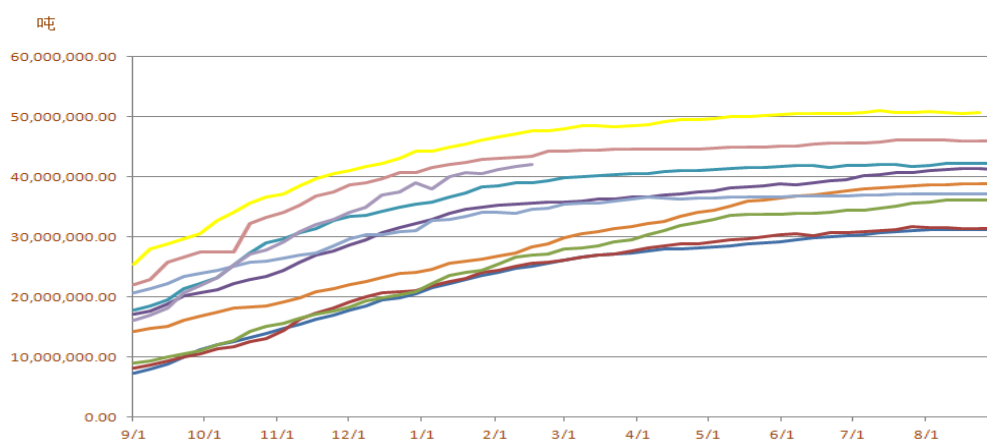
表 2 近月报告中全球大豆消费预期不断调高 期末库存不断调低（单位：百万吨）

	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
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
2016-02	320.51	314.52	80.42

资料来源：USDA 方正中期整理

## 2.2 美豆出口转淡 市场开始关注新作种植面积

图 3 美豆出口将进入淡季



随着巴西大豆的收获上市，美豆出口放缓，将逐渐进入出口淡季。据美农业部周度出口数据，截止到 2 月 25 日当周，周度出口净销售 44 万吨，高于上周的 26 万吨，但较 1 月份的 65 万吨的周度出口销售水平下滑。尽管说美豆逐渐进入出口淡季，需求支撑下降，但近期美豆的

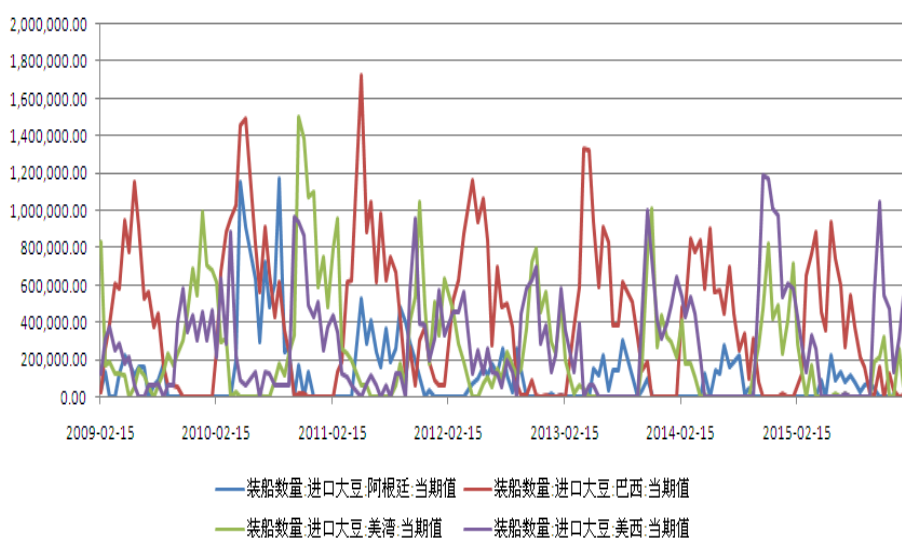
出口表现尚可，给了市场一定的喘息反弹机会。需要注意的是 12 月份开始巴西港口因玉米出口高峰期及降雨频繁而出现拥堵迹象，即便到目前这种局势尚未完全排解，后续一旦港口拥堵大豆运不出来，价格优势可能不被贸易商视为考虑的第一要素，而选择进口美豆，届时对于美豆来讲则可能有挺价的机会出现，对于市场来讲也会有阶段性支撑，市场存在波段反弹的机会，投资者可关注并把握。

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。在 2 月 25-26 日美国农业部举行的展望论坛上预估，美豆新作种植面积将减少到 8250 万英亩，较去年下降 20 万英亩，亦低于之前市场预期的 8330 万英亩，可能多少对近期市场有一定的支撑。但种植面积预估仍存在一定变数，因为按照目前美豆/玉米比值 2.37 的水平，大豆大幅缩减的可能性也不是很大，后续继续下调空间应该有限，也不宜过度看该因素的支撑效应，后续跟踪关注。

### 2.3 南美丰产预期仍较强烈 出口季市场承压

近期南美降雨增多，对前期干旱明显缓解，南美丰产基本已成定局。根据美农业部最新的 2 月份月度供需报告显示，巴西大豆产量预估为 1 亿吨，产量创历史新高，阿根廷大豆产量预估为 5850 万吨，也是仅次于去年的历史最高水平。随着国际贸易陆续转向南美，供应压力将逐步释放，在 3-5 月份的南美大豆收获上市季市场料将波段偏空。不过这样判断的风险点在于南美在春季 3、4 月份出口旺季往往会发生港口拥堵及罢工事件，如果一旦发生将对市场构成阶段性支撑，进而将供应压力推后释放，也不是没有这种可能，还需随时关注基本面动向。

图 4 南美大豆出口装船进度，后续料有放大



### 2.4 春季国内供需两淡 可期待春播题材

再转过头来看看国内方面，随着国内节日的临近，及南美大豆上市的滞缓，大豆进口脚步有所放缓，港口大豆库存出现季节性下滑，2 月初时为季节性低谷，在 630 万吨左右，较 1 月

初的 720 万吨有一定回落，后随着南美大豆出口增加，国内港口大豆库存将再度回升，截止 3 月 1 日时国内港口大豆库存已经有所回升，至 673 万吨水平，后续整体料仍维持在相对高位，供应仍相对充裕。

油厂利润影响压榨积极性，来看下油厂压榨利润情况，目前进口大豆的油厂压榨利润在 -100 元/吨左右，但预期压榨利润尚好，在 80 元/吨，由于不少大型油厂均有内外套利盘锁定利润，所以即便实际利润不佳，但如果预期利润好的话，大型油厂的开机应该不会有太大问题。可能多少影响中小油厂的开机积极性，但因此部分份额小，亦无需过多担忧。整体来看，市场的供应没有多少问题，相对充足，除非主产国出口方面遇到问题。

下游养殖情况来看，随着春节、元宵节的结束，肉蛋奶需求放缓，猪、禽、蛋的价格也开始回调，较为疲弱的为供应充足基本面偏差的鸡蛋，猪及蛋鸡的表现尚可，回调仍然没有改变我们在年报中对于其上涨周期的预判。不过根据季节性表现来看，春节养殖表现相对一般，属于淡季，市场整体弱势为主，对上游原料市场的支撑有限，不过 3、4 月份的开年备货小高峰多少货给市场一定的支撑。

图 5 养殖回落



图 6 港口库存回落

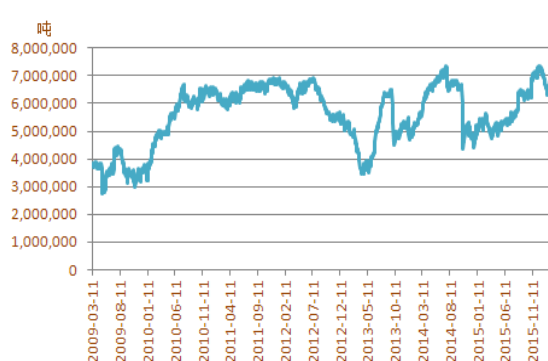


图 7 油厂实际利润向好

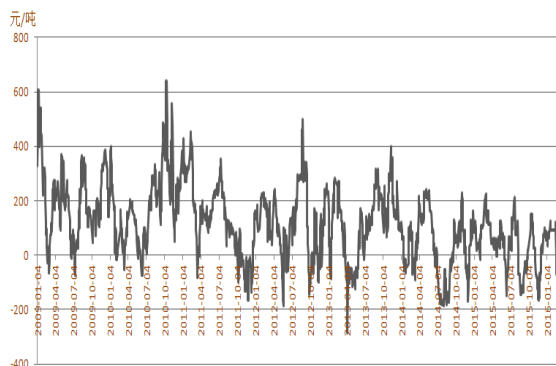
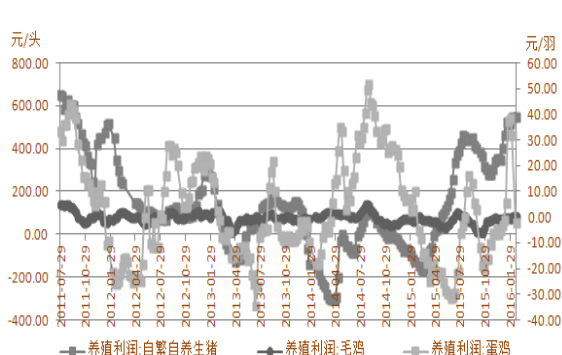


图 8 下游养殖利润

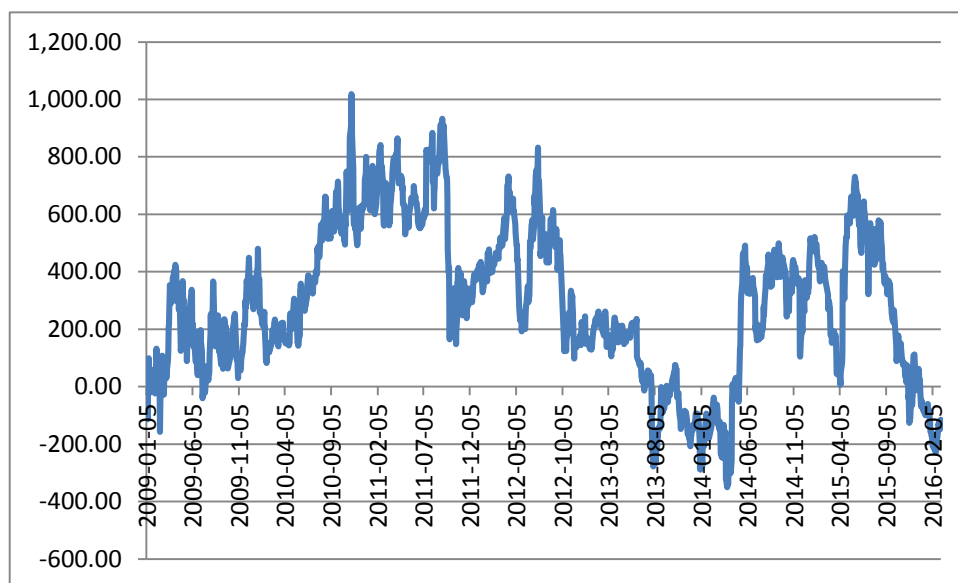


资料来源：Wind、方正中期研究院整理

## 2.5 连豆期现价差低位 仓单不存逼仓风险

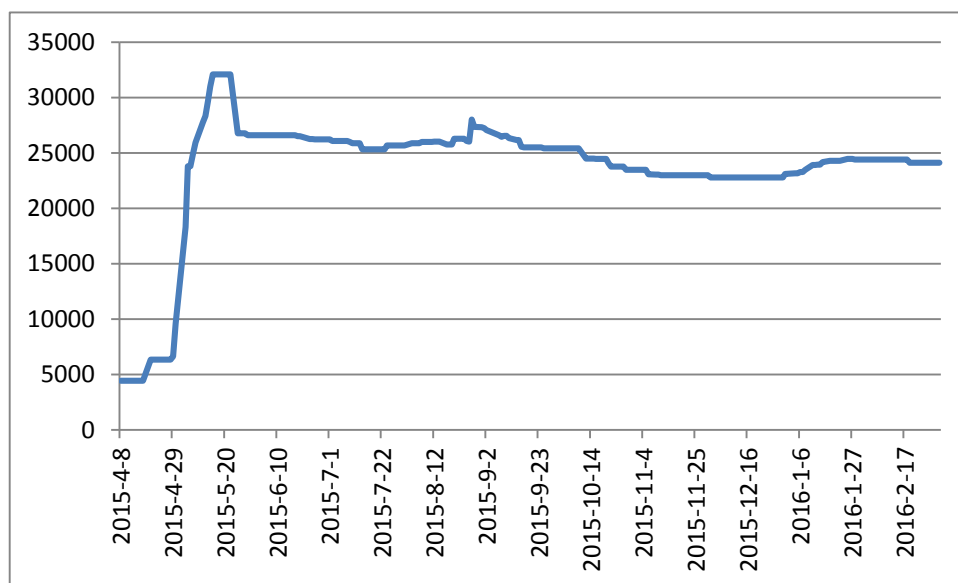


图9 连豆期现价差走势——低位后存在反弹诉求



目前连豆期现价差在-115 元/吨，此价差相对偏低。伴随着近期期货市场的回暖，大豆期现价差开始低位回暖，但基本面看国产大豆动能整体仍显不足，反弹可期，但趋势上行可能还需要等待。

图10 连豆仓单情况——高位



从仓单情况来看，目前连豆注册仓单 24109 手，整体属于偏高水平，占到总持仓量的 20%，应该说逼仓的风险并不大。我们说大豆基本面弱势尚没有根本的改变、逼仓风险不大的情况下，市场短涨可期，但仍料难掀起大的波浪，后续还需要关注政策的变动，尤其两会召开临近，两会之后市场可能会出关于大豆、玉米的政策。比如抛储，比如目标价等，及时跟踪关注。即便政策出来，农产品包括玉米、棉花、甚至大豆整体去库存的基调下，初步预计价格应该仍难有很有利的支撑。当然具体还需关注实际政策的落地。

### 三、美豆基金净多持仓下滑

图11 美豆基金净多持仓变化

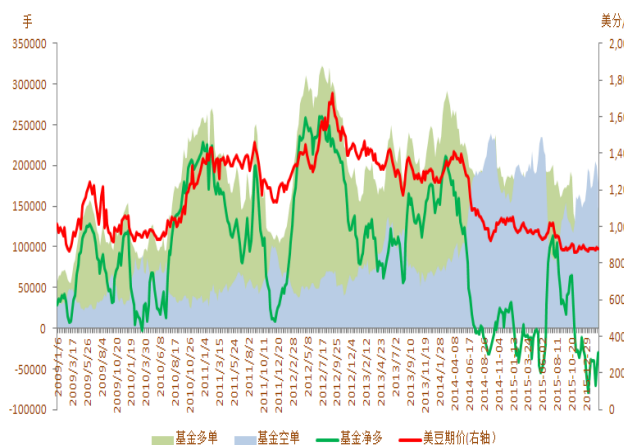
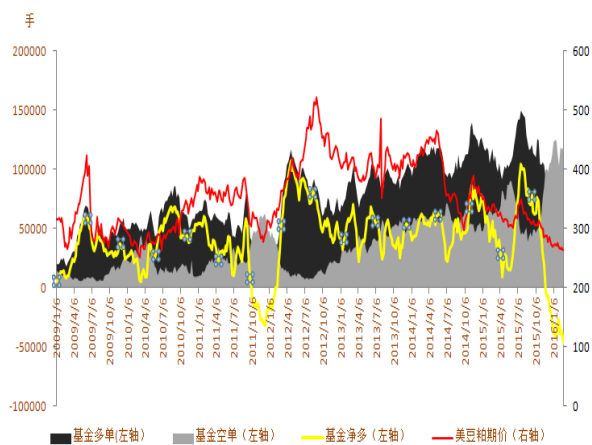


图12 美豆粕基金净持仓变化



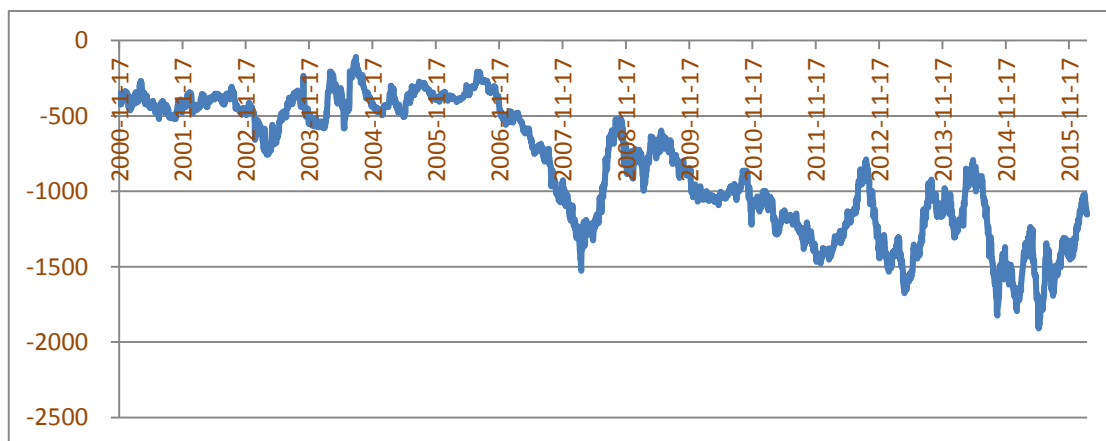
资料来源：USDA 方正中期研究院整理

去年上半年基金净多持仓在空头的撤退中回升，在7月份结束延续近一年的净空持仓格局，之后在多头的坚守下，市场出现阶段反弹。随着空头的加码，10月份后空军再度占据上风，市场终止反弹拐头再度探底，美豆基金净持仓再度回到净空格局，前期主动进攻的豆粕多头也已全线撤离，受挫后的多头情绪仍不足，短期内市场尚看不到来自资金层面助推而成的升机，但已经净空的格局下继续下行力度可能也并不足，这从历史净空时期基金走势及盘面表现及目前基金持仓变动可以看出些迹象。截止到2月23日，美豆基金多头持仓149699张，增加5367张，基金空头持仓179076张，下降20837张，基金净空持仓27377张，下降26204张。继续下行动能不足，存在反弹可能。

### 四、套利机会分析

#### 4.1 产业链纵向品种强弱表现

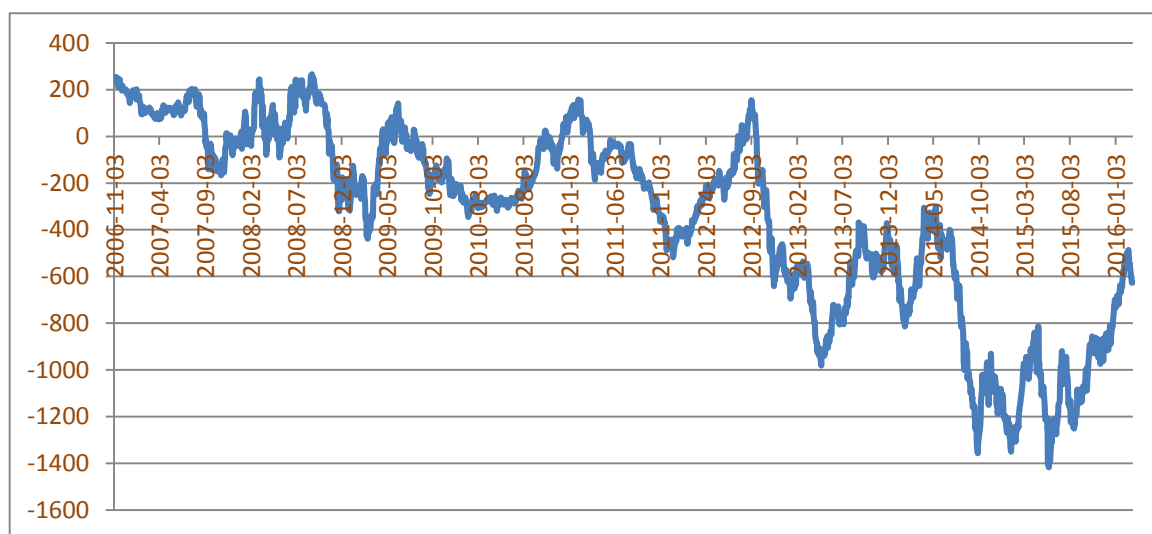
图13 粕-豆价差走势图





去年5月份以来，豆类市场整体表现为豆强粕弱，主要原因是大豆供需两弱，尤其是需求较为疲弱，而豆粕饲料需求相对刚性支撑其相对偏强，粕-豆价差不断回升。目前豆粕在春季为淡季相对疲弱，而国产大豆却存在种植面积缩减的预期，再加上在新目标价出台前市场的期待，题材强弱会有个阶段性的转变，所以豆弱粕强态势3月份尤其前半时段可能有小阶段的转变，投资者注意调整仓位，但整体而言，预期粕强豆弱的大势尚未改。除非政策特别利好大豆市场，但在国储去库存为主的档口不过度期待。

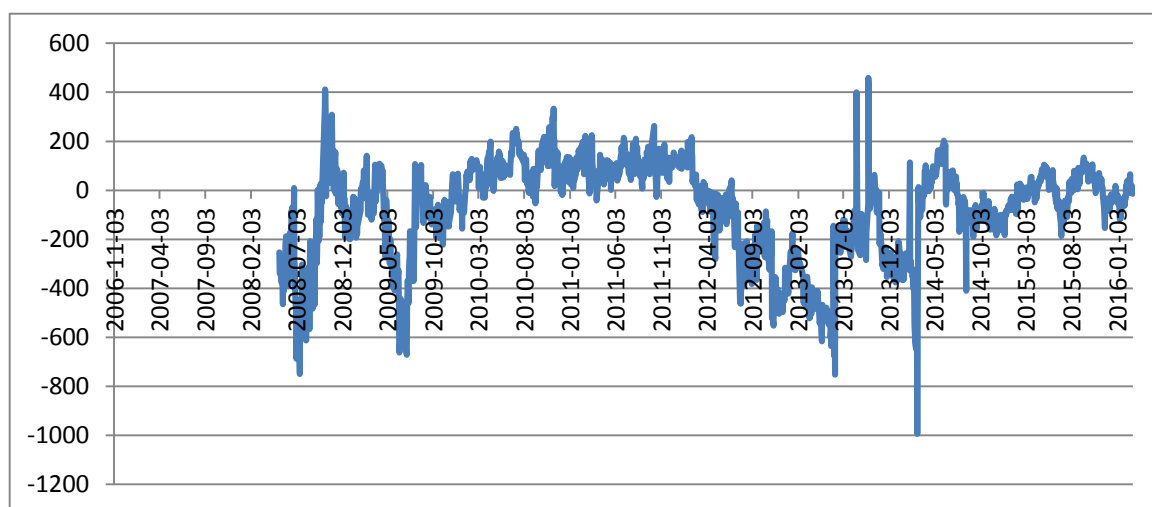
图 14 大豆盘面压榨利润



注：大豆盘面压榨利润是连豆、连粕及豆油价格折算而来。

随着短期粕-豆强弱转化，大豆盘面压榨利润短期或有回落，前期套利单适当止盈。

图 15 进口大豆盘面压榨利润

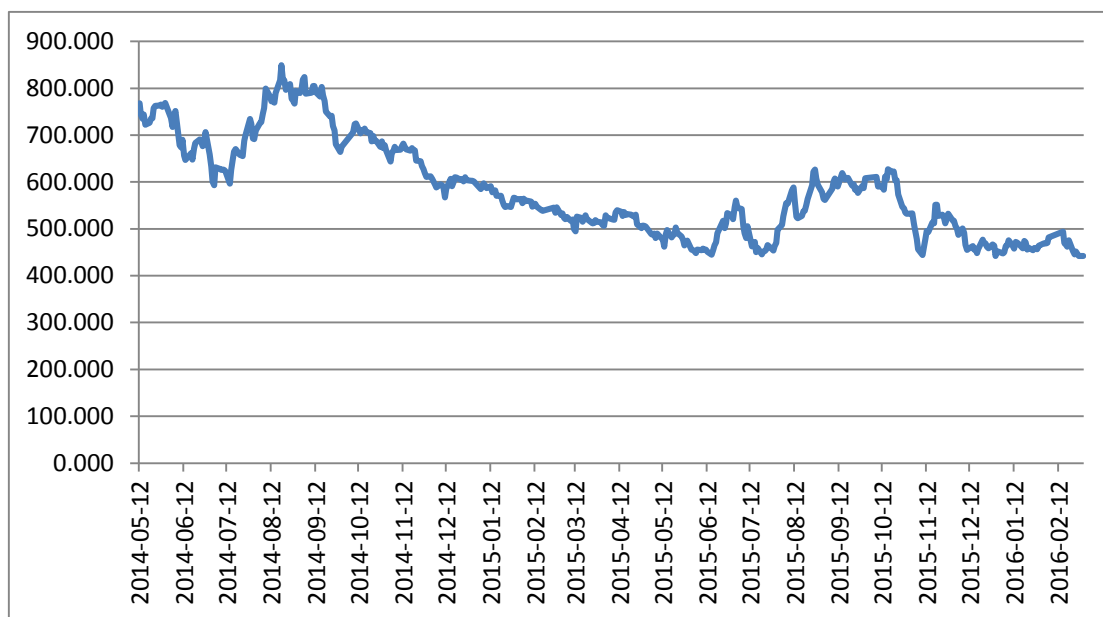


资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

内外盘大豆提油套利方面，国内外尚无明显的题材分化，不过随着南美大豆出口增加，国内港口可能会渐感压力，而美豆受到播种期炒作及后续生长期天气炒作支撑可能会相对偏强，所以整体而言提油套利单仍可持有。

## 4.2 横向可替代品种强弱表现

图 16 豆-菜粕价差走势图



资料来源：文华财经 方正中期研究院整理

豆粕/菜粕价差仍延续弱势，买菜粕卖豆粕套利者可续持，但因到豆-菜粕价差抵达低位后波动空间缩窄，谨慎投资者也可适当减持买菜粕卖豆粕的套利仓位，等待新机会的出现。

## 4.3 跨期强弱表现

合约间表现图示如下：豆粕合约间价差相对适中，数理不具有套利机会，从基本面来看，对应南美丰产季，5月合约压力可能要更大一些，美豆新作种植面积缩减的预期令美豆窗口对应的9月合约可能相对偏强一些。之前的近强远弱格局可能会稍有修复。但整体来看，在基本面有明确的转变之前可操作空间相对有限。

图 17 M9 月-5 月合约价差走势

图 18 M1 月-9 月合约价差走势

M9月-5月

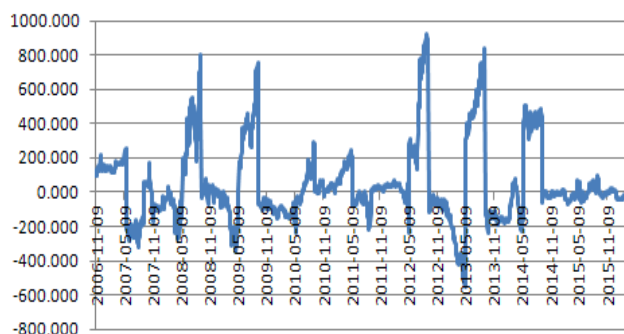


图 19 A9 月-5 月合约价差走势图

M1月-9月

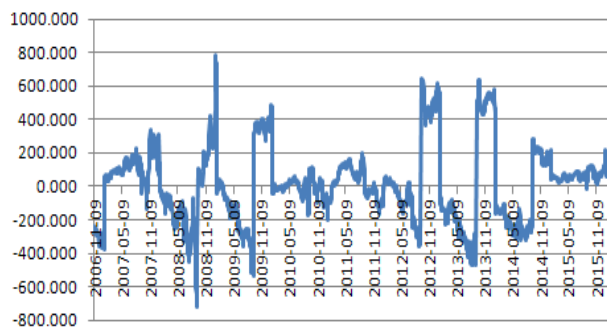
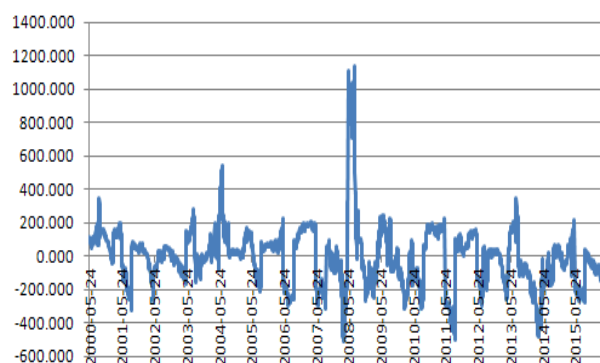
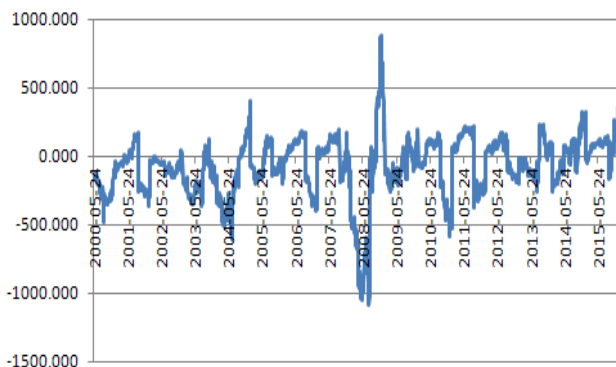


图 20 A1 月-9 月合约价差走势图

A9-5月



A1-9月



## 五、展望及建议

我们说豆类市场整体仍还是有压力的，压力来自南美丰产及后续出口，而丰产这个题材对于市场来讲目前已经有些审美疲劳，而南美的出口目前尚未明显放量，再加上美豆种植面积缩减的预期给市场一定的支撑，市场暂时止跌进入整理阶段，后期肯定还是要面临一个中期方向选择，个人认为后续市场应仍有向下再一次探底释放供应压力的诉求，但在目前这段偏空题材的相对空窗期市场很可能以反弹整理的形态呈现。基于这个初步判断，期间在操作上还是要结合技术来制定。综合考虑，建议前期高位空单（2450 一带）择机减持，逢低（2250-2300 一带）介入的多单可持有，一旦上破 2370-2400 则可加多，否则注意把握再翻空机会。

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资目的、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