



2017年6月

大有期货研究所  
农产品研究组

汇率变动助推油粕下行 市场等待利多因素开启

刘彤

从业资格证号: F0201793

Tel:0731-84409130

E-mail:liutong@dayouf.com

李文婷

从业资格证号: F3023121

Tel:0731-84409083

E-mail:liwenting@dayouf.com

袁亮

从业资格证号: F0286664

投资咨询证号: Z0010875

Tel:0731-84409090

E-mail:yuanliang@dayouf.com

**粕类展望：**目前，全球大豆仍处于供大于求的状态中，多空因素在6月交织。一方面，巴西雷亚尔的走弱刺激了南美大豆的销售节奏，人民币的爆发式走强则进一步助推了油粕的下行势头；另一方面，美豆主产区降雨过多给市场带来小幅担忧，下游养殖需求的恢复也将给价格带来一定的支撑。

在6月天气市开启之前，CBOT大豆价格仍将在供应宽松压力下筑底前行。国内豆菜粕期价在跟随美盘走势之外，还需在国内大豆到港情况和下游需求恢复情况之中寻求平衡，重点关注油厂的压榨节奏，在油厂开机率下降之前，豆粕跌势难止。

**策略推荐：**预计豆粕期价6月将大概率处于温和下跌熊市，建议投资者采用卖出虚值或平值认购期权策略。

**后市关注点：**巴西雷亚尔和人民币的汇率变动、美豆种植进度及天气、国内油厂压榨节奏。



全国客服热线

**4006-365-058**

您身边的财富管理专家

## 一、行情回顾

5月国内外油脂油料市场格局出现转换，油脂市场触底后出现一波反弹，而粕类跌势延续，低位再次探底。虽然承压于全球供应宽松格局，油脂油料板块整体维持弱势，但油强粕弱格局在整体弱势中有所显现，油粕比温和走强。

5月USDA月度供需报告通过调整陈季大豆的出口和压榨数据来抵消种植面积的增长，同时预估新季大豆的单产为48蒲/亩，这一单产数据仍有待天气验证，但就市场的反应来看，担忧情绪较为浓厚。报告还进一步调高了南美大豆的产量，调高幅度高于预期。巴西政局风波引发雷亚尔暴跌，巴西大豆销售进度加快，美豆因出口或将受挫而开启下行通道。

国内蛋白粕期价跟随美盘走低，加之国内进口大豆到港增加，国内油厂开机率居高不下，下游需求略显不足，库存不断攀升，给市场带来一定的压力。国际油脂市场略显坚挺，国际原油价格走高和美国生物柴油调查给油脂市场带来一定提振，棕油领涨，国内油脂市场触底反弹。

表1：油脂油料主力合约重要指标监测表（月度数据）

名称	收盘价 <sup>①</sup> (元/吨)	涨跌幅	成交量 (手)	持仓量 (手)	投机度	趋势度	沉淀资金 (亿元)	资金流向 (百万元)
CBOT 大豆	911	-4.7%	2,098,978	363,226	5.8	-0.6	-	-
豆一	3,736	-0.5%	4,080,006	194,716	21.0	0.0	5.1	-134.3
豆粕	2,613	-6.6%	26,484,734	2,753,026	9.6	-0.6	50.4	184.5
菜粕	2,187	-8.8%	16,013,054	1,033,388	15.5	-0.7	13.6	-91.1
豆油	5,670	-2.6%	9,787,684	817,252	12.0	-0.4	32.4	-493.5
菜油	6,032	-4.4%	4,434,878	283,708	15.6	-0.6	12.0	-254.1
棕榈油	5,244	1.3%	10,852,648	479,544	22.6	0.2	17.6	-212.6

数据来源：大有期货研究所，Wind

① CBOT大豆收盘价单位为美分/蒲

## 二、宏观因素分析

### 1、巴西政局风波再起，雷亚尔走弱拖累 CBOT 大豆期价

近期，据巴西媒体 O Globo 报道，有录音证据显示，巴西现任总统特梅尔已卷入前任总统罗塞尔的贪腐案中，并曾要求企业向巴西前众议长库尼亚支付封口费超过 63 万美元。库尼亚去年 10 月因巴西国家石油公司的贪腐案入狱，曾多次表示自己的供词可能伤害特梅尔等多名政府领导人。该项消息传出后，多名议员要求特梅尔下台，受此政治风波影响，巴西雷亚尔和股市遭遇双杀，股市一度熔断，当日收跌 8.8%，雷亚尔跌幅为 7.54%。

从特梅尔的最新表态来看，该名总统打算采取拖延战术，企图大事化小，但这或将加剧总统与国会之间的矛盾，巴西政坛的不确定性上升。从巴西前任总统罗塞夫的下台事件可以看出，政局动荡对于巴西股市和汇率的影响非常明显。短期内，特梅尔总统自证清白的可能性较小，雷亚尔或将继续走弱。

作为典型的资源国，大宗商品的出口占据巴西出口的重要地位，而雷亚尔的大幅走低或将拖累其他资源国货币的走势，智利、阿根廷等国的汇率或将承压下行。汇率的走低将刺激巴西和阿根廷的农户加快大豆销售步伐，后期，南美大豆丰产压力将进一步释放。

### 2、新版大豆补贴政策正式印发，定价模式更为市场化

近日，黑龙江省和辽宁省分别印发了《黑龙江省玉米和大豆生产者补贴工作实施方案》和《关于印发辽宁省统筹玉米和大豆生产者补贴政策实施方案的通知》，大豆补贴方式将由原来的目标价格补贴形式改为对生产者进行补贴。在这一新的补贴和定价机制下，农产品的价格将更为市场化，更真实地反映供求关系，更有效地引导农业资源配置。

在黑龙江省和辽宁省本次发布的补贴方案中，主要有两大亮点值得关注。一方面，政策明确了大豆补贴方式将由目标价格补贴正式转为生产者补贴。发文中言明补贴将归实际生产者所有，实现大豆和玉米的补贴机制相衔接，价格由市场

所决定，让大豆生产者真正受益。另一方面，大豆的生产补贴将会高于玉米的补贴。两省发文中均明确提出，原则上大豆生产者的补贴标准要适度高于玉米生产者的补贴标准，补贴额度的确定要有利于引导扩大大豆种植，在非优势产区调减玉米种植。

新的补贴制度将会进一步助力国产大豆种植面积的提升，同时引导玉米种植面积的调减，逐步实现大豆和玉米的轮种。据国家玉米产业体系组织所属试验站和示范县对农户种植意向进行的调查显示，2017 年农户玉米种植意向降幅为 10.9%，其中，大部分将用于改种大豆。同时，国产大豆的市场化程度将会有所提高。大豆目标价格补贴指的是由政府设定目标价格，再针对这一目标价格对生产者实行补贴，但目标价格的人为设定容易偏离实际均衡价格，从而造成无谓损失（Deadweight Loss）。而调整为生产者补贴之后，大豆上市后的价格将依据真实的市场供求关系来定，国家的补贴可以省去中间流转环节，使农户真正享受到实惠，从而增加生产者剩余（Producer Surplus），提升经济效率。除此之外，对于农机具等的补贴将有利于促进农业生产技术的进步，辅之以土地流转政策，实现资源的有效整合，提升国产大豆的有效供给。

农业供给侧改革的核心即为去库存、降成本、补短板，收储制度的改革和粮食价格的市场化即为本轮改革的第一步。未来改革的核心将主要依靠土地产权制度改革和农业技术革新进步，实现向规模化现代农业的转型。

### 三、油粕供需基本面分析

#### 1、USDA5 月月度供需报告：影响中性

USDA5 月月度供需报告是对 17/18 年度大豆供需数据的第一次预估，美国农业部在该份报告中进一步调高南美产量，其中巴西产量调高至 1.116 亿吨，略高于市场预期，阿根廷产量调高至 5700 万吨，亦高于市场预期。

陈季美豆出口调高、压榨调低，由此抵消部分新年度提高的面积数据。陈季与新季美豆的结转库存均低于预期，数据整体影响中性略偏多。但就市场反应来看，报告公布前后，国内豆粕期价跟随 CBOT 大豆走弱，市场情绪偏悲观。除了

南美和全球增加的结转库存压力，48 的单产预估仍有待验证，就目前美国的气象状况来看，降水偏多，生长期出现干旱的概率并不高。若 17/18 年度延续此前 50 的单产，则库存将达到 6 亿左右，供应压力仍十分巨大，市场担忧情绪较为浓厚。

表 2：USDA5 月月度供需平衡表（美国大豆部分）

		May 2017			
U.S. Soybeans and Products Supply and Use (Domestic Measure) 1/ 美国大豆供需平衡表					
SOYBEANS (大豆)	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 Proj. Apr	2017/18 Proj. May	
Area Planted (播种面积)	82.7	83.4	NA	89.5 *	
Area Harvested (收获面积)	81.7	82.7	NA	88.6 *	
Yield per Harvested Acre (平均单产: 蒲/英亩)	48	52.1	NA	48.0 *	
Beginning Stocks (期初库存)	191	197	NA	435	
Production (产量)	3926	4307	NA	4255	
Imports (进口量)	24	25	NA	25	
Supply, Total (总供应量)	4140	4528	NA	4715	
Crushings (压榨量)	1886	1925	NA	1950	
Exports (出口量)	1936	2050	NA	2150	
Seed (种子用量)	97	104	NA	101	
Residual (调整值)	25	14	NA	34	
Use, Total (总使用量)	3944	4093	NA	4235	
Ending Stocks (期末库存)	197	435	NA	480	

资料来源：大有期货研究所、美国农业部

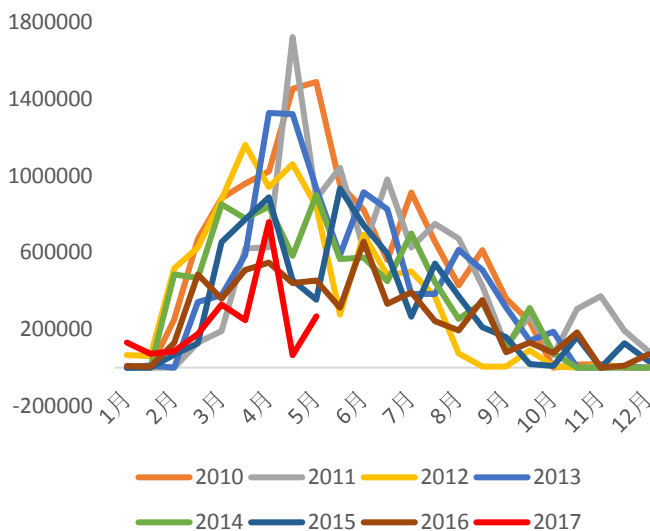
## 2、巴西政局风波重挫雷亚尔，农户销售积极性重新点燃

此前，由于雷亚尔的持续走强，导致巴西农户对大豆的惜售情绪较浓，在巴西大豆创纪录丰产的情况下，3-4 月大豆出口量仅同比略增，装船数量也处于低于往年水平。截至 5 月初，巴西农户只出售了近 50% 的大豆，低于 65% 的五年平均销售进度。但由于受到巴西政局风波的影响，雷亚尔汇率遭受重挫，巴西农户销售大豆的积极性重新点燃，单日大豆销售量超过 200 万吨，远高于 4 月间 30-40 万吨的水平，也高于去年同期 60 万吨的水平。

从巴西大豆销售的时点来看,5-8月份将是集中销售期,9月美豆将开始上市。随着巴西汇率的贬值和升贴水的回落,巴西大豆的进口成本优势开始显现。短期来看,供应宽松格局仍将压制 CBOT 大豆期价的上行动能,而美豆出口减弱也将削弱期价的支撑力度。但随着 USDA 不断上调对巴西大豆的产量预估,市场对于供应宽松的压力已逐渐被市场所感知,长期来看,此次汇率变动而引起的抛售影响只是将大豆存量转化为有效供给,总供给量并未改变,在市场对这一因素充分消化后,后期 CBOT 大豆期价的反弹或将有待于北美天气市和下游消费端的拉动。

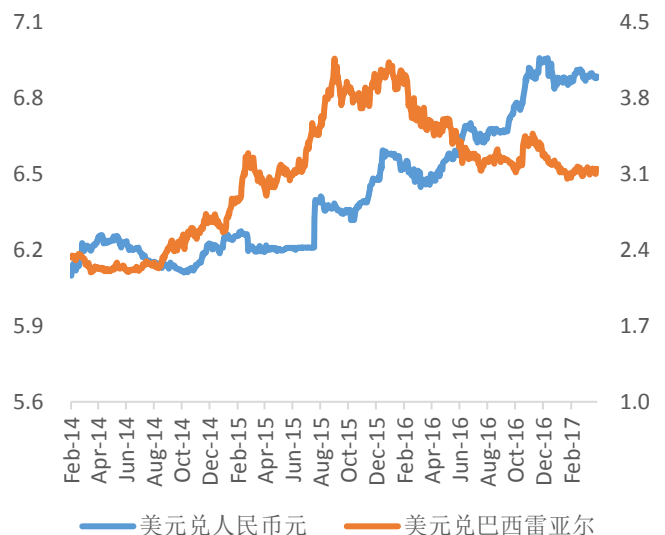
综合来看,在南美大豆丰产的背景之下,近期,巴西汇率的变动将成为影响巴西大豆出口的关键因素,也将成为影响 CBOT 大豆期价走势的关键因素之一。

图 1：巴西大豆季节性出口量（装船数量）



数据来源：大有期货研究所、Wind

图 2：相关货币汇率走势

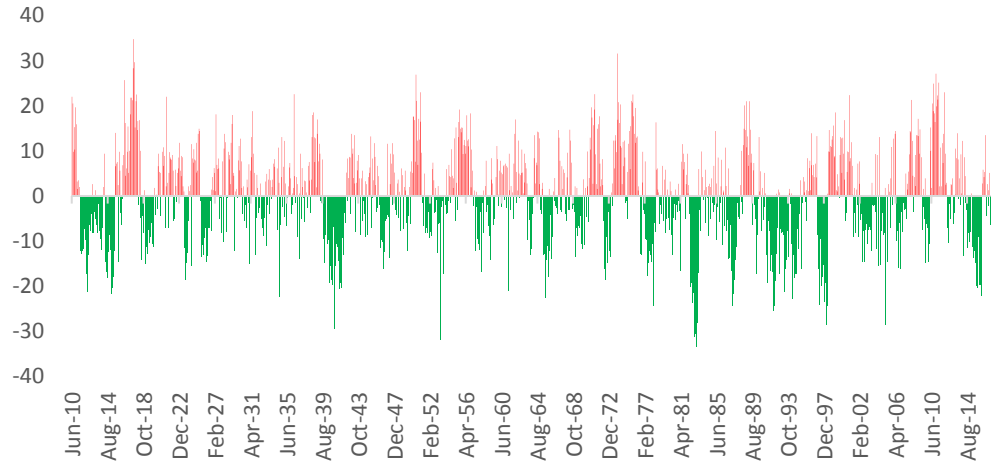


数据来源：大有期货研究所、Wind

### 3、大豆主产区天气情况：厄尔尼诺概率维持中性

据国家海洋环境预报中心监测显示,今夏热带中东太平洋海温将处于中性状态,出现厄尔尼诺现象的可能性较小。今年 2 月份以来的热带东太平洋海表温度偏高现象属于局地现象。由于热带西太平洋没有持续稳定的西风爆发,海洋次表层没有足够的暖水支持,夏季继续增暖并发展成厄尔尼诺事件的可能性不大。

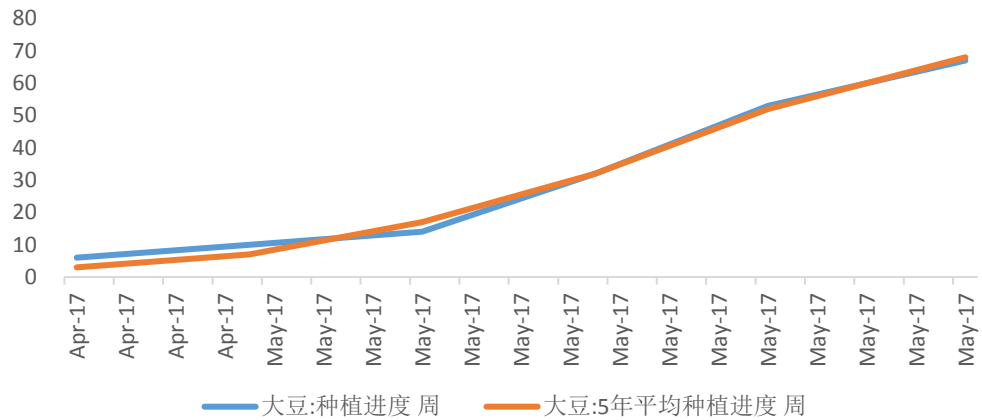
图 3：南方涛动指数



数据来源：大有期货研究所、Wind

目前美豆的播种已经过半，按照 USDA 最新的作物进展周度报告，截至 5 月 28 日当周，美国大豆种植率为 67%，前一周为 53%，去年同期为 71%，五年均值为 68%。

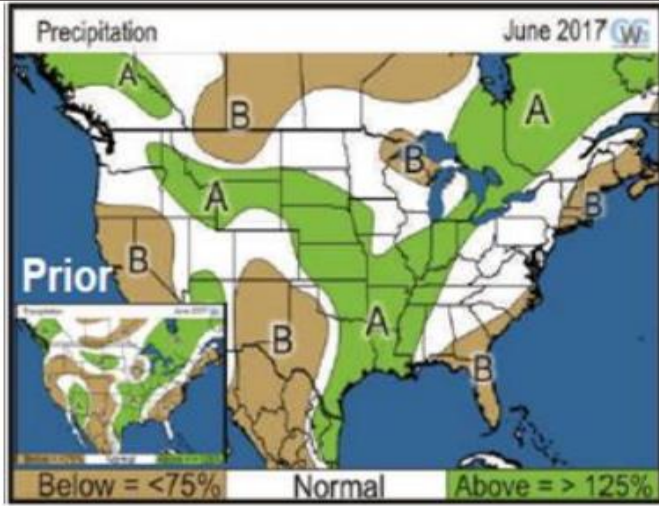
图 4：美豆播种进度



数据来源：大有期货研究所、Wind

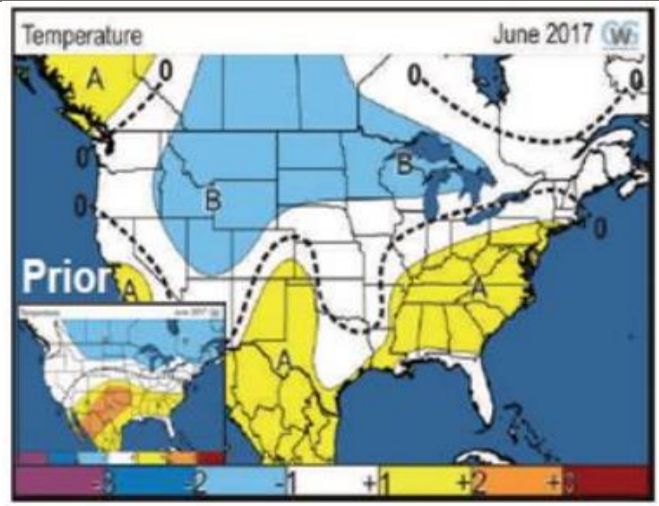
从美豆的播种节奏上来看，基本与往年均值持平，后期该进度能否保持，仍需关注天气的变化情况。从天气预报显示来看，美豆主产区 6 月降雨将超过平均水平，而气温则略低均值 1-2 度，这或将对后期播种产生影响，但具体的影响程度仍需关注降雨量的大小和频度。

图 5：6 月美豆主产区降雨预估



数据来源：大有期货研究所、美国农业部

图 6：6 月美豆主产区气温预估

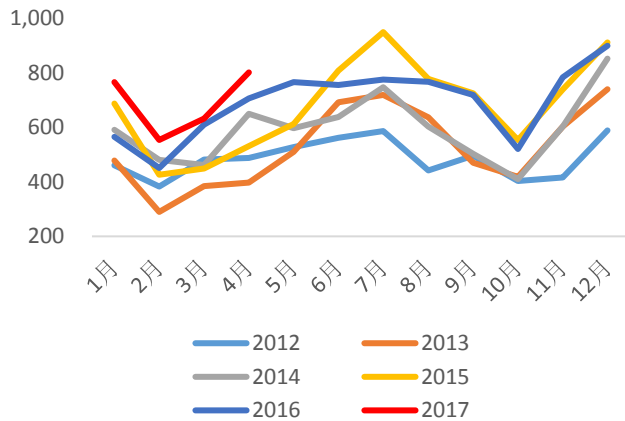


数据来源：大有期货研究所、美国农业部

#### 4、国内豆粕：到港大豆充裕，豆粕库存维持高位

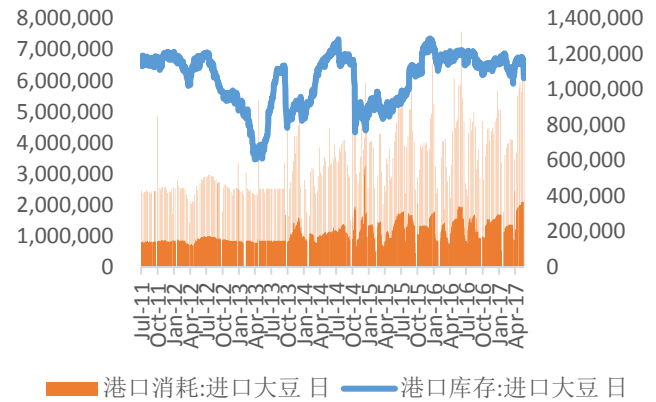
国内市场方面，近期到港大豆供应充足。据 Cofeed 的统计数据，我国 5 月份大豆到港 887 万吨，6 月份预估 910 万吨，7 月份预估 820 万吨。

图 7：大豆进口数量



数据来源：大有期货研究所、Wind、汇易

图 8：港口大豆消耗和库存情况

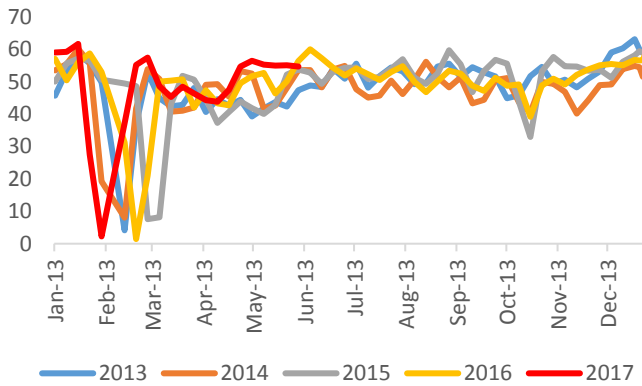


数据来源：大有期货研究所、Wind、汇易

就大豆进口的预估数据来看，5-6月的进口量均高于往年均值水平，7月之后，恢复至往年均值，由此可见，5-6 月间我国进口大豆的供应压力相对较大。同时，5 月下旬至 6 月上旬油厂开机率保持在 50%高位水平，豆粕供应量充裕。截至 5 月 28 日当周，全国豆粕库存量已达 108.63 万吨，当周涨幅为 7.1%，创下近 5 年来的历史新高，供应压力相对较大。

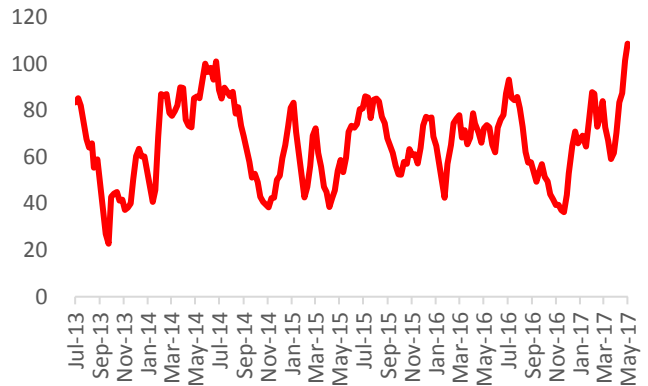


图 9：油厂压榨开机率



数据来源：大有期货研究所、Wind

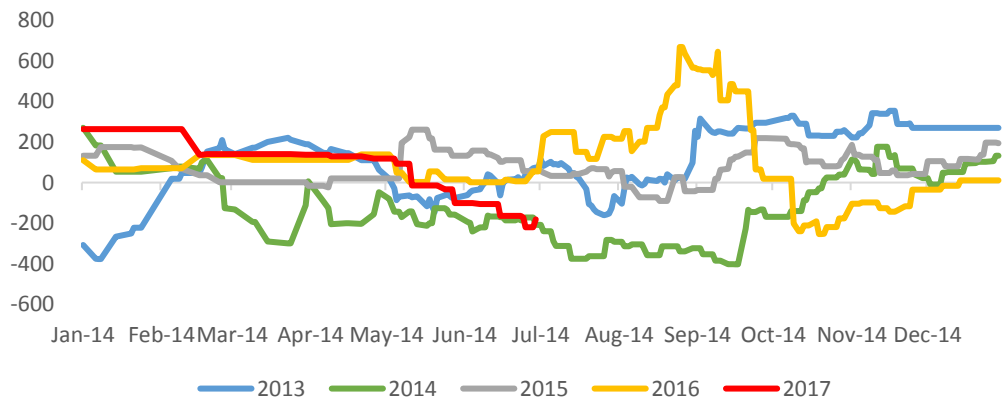
图 10：港口豆粕库存量变化



数据来源：大有期货研究所、Wind、汇易

目前，油厂的未执行合同量仍然维持了一个较高的水平，大部分油厂已通过基差预售的形式锁定利润，因此预计 6 月中旬之前，油厂仍将维持较高的开机率，豆粕库存的增加压力或将延续至 6 月中旬。

图 11：国内油厂压榨利润



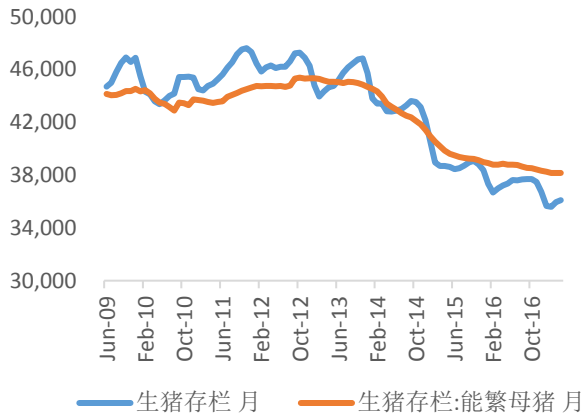
数据来源：大有期货研究所、Wind

后期，随着压榨利润的不断下滑，油厂采购和压榨的积极性将受到影响，开机率或将逐渐下降，油厂将通过调整压榨节奏来平滑压榨利润。同时，后期豆粕的胀库现象（目前，天津和山东地区的部分油厂已出现豆粕胀库现象），将迫使油厂停机，预计 6 月下旬，豆粕的供应压力将随压榨开机率的回落而有所减小。

根据农业部检测的数据显示，4 月份下游生猪存栏数据环比小幅增加 0.4%，能繁母猪环比持平，生猪存栏量开始逐渐恢复。市场预计生猪、禽类等将进入生

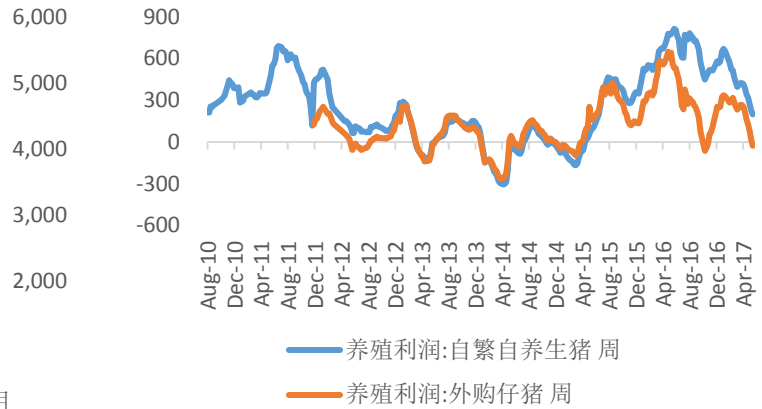
产旺季和补栏期，饲料需求量增加，将对豆粕的价格带来一定的提振作用。

图 12：能繁母猪存栏量和生猪存栏量变化



数据来源：大有期货研究所、Wind

图 13：养殖利润变化



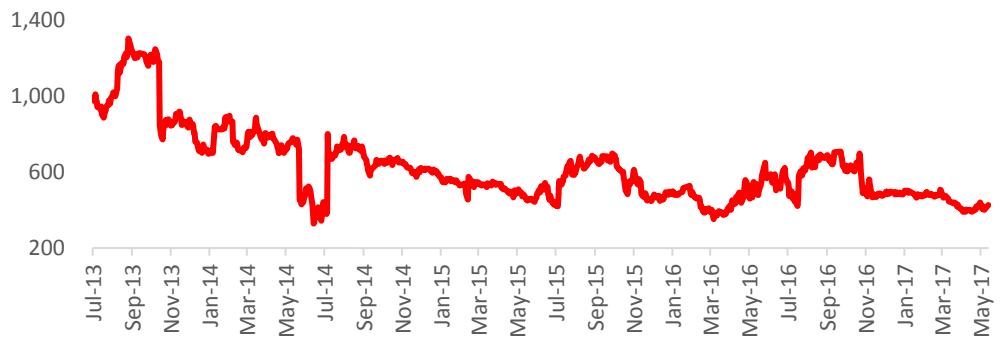
数据来源：大有期货研究所、Wind

### 5、国内菜粕：与豆粕价差缩小，需求受到挤压

5 月份通常是菜粕需求的传统旺季，但就今年来看，菜粕的消费量并未出现明显的增加，这主要是因为华南地区的暴雨天气使水产养殖受到一定的冲击，同时豆菜粕的价差偏低，豆粕挤占了部分菜粕的需求。

目前而言，豆菜粕的价差维持在 400 点上下波动，处于历史偏低的水平，而当豆菜粕价差缩小至 400 点以内，将促使饲料厂更改配方，增加豆粕的配比。随着配方的更改，豆菜粕价差有望回归。

图 14：豆菜粕价差



数据来源：大有期货研究所、Wind

## 四、后市行情展望及策略推荐

### 1、粕类：利多因素全面发酵前，粕类仍将弱势寻底

目前，全球大豆仍处于供大于求的状态中，多空因素在 6 月交织。一方面，巴西雷亚尔的走弱刺激了南美大豆的销售节奏，人民币的爆发式走强则进一步助推了油粕的下行势头；另一方面，美豆主产区降雨过多给市场带来小幅担忧，下游养殖需求的恢复也将给价格带来一定的支撑。但是，在 6 月天气市开启之前，CBOT 大豆价格仍将在供应宽松压力下弱势寻底。国内豆菜粕期价在跟随美盘走势之外，还需在国内大豆到港情况和下游需求恢复情况之中寻求平衡，重点关注油厂的压榨节奏，在油厂开机率下降之前，豆粕跌势难止。

### 2、油脂：消费不振，油脂将以震荡偏弱格局为主

目前国内油脂市场供应充裕，市场库存充足。国内油脂市场消费不振，油脂市场要想止跌企稳，需要靠外部影响因素，如：北美播种天气以及美豆油生柴因素、或者加拿大菜籽、马来西亚与印尼棕榈油等外部市场因素影响。在无外力的情况下，市场仍将延续弱势下跌走势。对于当前国内三大油脂而言，棕油的外部支撑因素更强一些，豆油、菜油仍有一定下跌空间。强弱排序为棕油、豆油、菜油。

### 3、结论及策略推荐

**结论：**在南美丰产以及美豆种植面积增加预期的大环境中，叠加的汇率波动主要影响因素作用下，美豆、国内粕类短期仍处于弱势回落格局中，6 月份北美播种气候等扰动因素出现，市场或将出现阶段性反弹，但高度有限。

目前油脂油料市场均处于回落探低的过程中。CBOT 大豆 7 月合约下方支撑在 870-910 之间，上方阻力在 980。M1709 合约波动区间在 2580-2800。RM1709 合约波动区间在 2150-2350。Y1709 合约波动区间在 5600-5980；P1709 合约波动区间在 5150-5600；OI1709 合约波动区间在 5950-6480。操作上，建议短空，等待价格企稳后再抄底多单。

**套利策略推荐：**预计豆粕期价 6 月将大概率处于温和下跌熊市，建议投资者采用卖出虚值或平值认购期权策略。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：<http://www.dayouf.com>