

豆粕：国内供应充足，短期仍有调整空间

梳理近期行情逻辑，国庆节期间政府颁布严控房地产相关政策后，资金转移阵地，流入股市以及商品市场。那些价格处于低位，尤其是基差较大的品种被视为价值洼地得到资金青睐。比如铁矿，焦煤焦炭，然后炒完工业品炒农产品，上上周是棕榈油、淀粉、鸡蛋，上周是豆粕菜粕。豆粕从贴水 500 块到贴水 300 块，从升贴水角度来看豆粕期货还有一定的上升空间，不过资金市的特性就是一波接一波，并且来得快去得也快，短期内资金可能获利了结，行情走势将会回归基本面。

一、美豆出口抵消美豆丰产压力

美国农业部 10 月供需报告显示，美国 2016/17 年度大豆单产预估为 51.4 蒲，产量预估为 42.69 亿蒲，年度库存预估为 3.95 亿蒲。单产和库存的调整幅度均低于市场预期。

美国 2016/17 年度大豆出口预估为 20.25 亿蒲；压榨量预估为 19.50 亿蒲。

表 1 USDA11 月供需报告

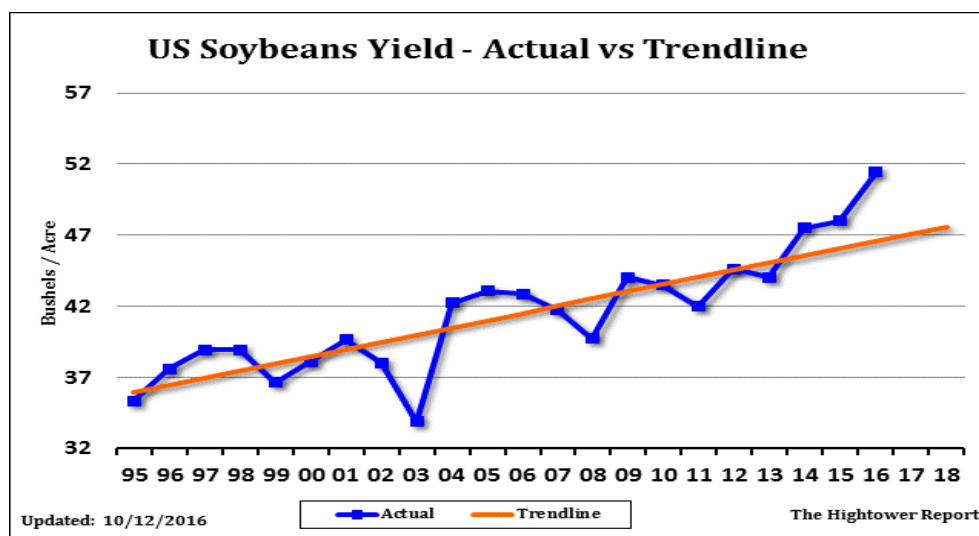
| 国别 | 指标 | 9 月 | | 10 月 | |
|-----|----------------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2015/16 | 2016/17 | 2015/16 | 2016/17 |
| 美国 | 种植面积 (百万英亩) | 82.7 | 83.7 | 82.7 | 83.7 |
| | 收割面积 (百万英亩) | 81.8 | 83 | 81.7 | 83 |
| | 单产 (蒲式耳) | 48 | 50.6 | 48 | 51.4 |
| | 期初库存 (百万蒲式耳) | 191 | 195 | 191 | 197 |
| | 产量 (百万蒲式耳) | 3929 | 4201 | 3926 | 4269 |
| | 压榨量 (百万蒲式耳) | 1900 | 1950 | 1886 | 1950 |
| | 出口量 (百万蒲式耳) | 1940 | 1985 | 1936 | 2025 |
| | 期末库存 (百万蒲式耳) | 195 | 365 | 197 | 395 |
| | 农场平均价 (美元/蒲式耳) | 8.95 | 8.3 | 8.95 | 8.3 |
| 巴西 | 产量 (百万吨) | 96.5 | 101 | 96.5 | 102 |
| | 出口量 (百万吨) | 55.5 | 58.4 | 54.38 | 58.4 |
| | 期末库存 (百万吨) | 17.25 | 16.6 | 18.63 | 18.48 |
| 阿根廷 | 产量 (百万吨) | 56.8 | 57 | 56.8 | 57 |
| | 出口量 (百万吨) | 10.3 | 10.65 | 10.3 | 9.65 |
| | 期末库存 (百万吨) | 30.67 | 28.57 | 31.4 | 30.3 |
| 中国 | 产量 (百万吨) | 11.6 | 12.5 | 11.6 | 12.5 |
| | 出口量 (百万吨) | 82.5 | 86 | 82.5 | 86 |
| | 期末库存 (百万吨) | 15.51 | 12.66 | 16.01 | 13.66 |
| 全球 | 产量 (百万吨) | 312.97 | 330.43 | 313.01 | 333.22 |
| | 期末库存 (百万吨) | 72.9 | 72.17 | 75.45 | 77.36 |

数据来源：USDA 东海期货

从这份报告可以看出，美豆强劲的出口抵消了美豆产量创纪录带来的供应压力。从市场反应来看，报告是美豆本轮反弹的起点，公布后美豆开始反弹至今，可以说丰产的利空已经得到消化，市场关注焦点集中在出口。

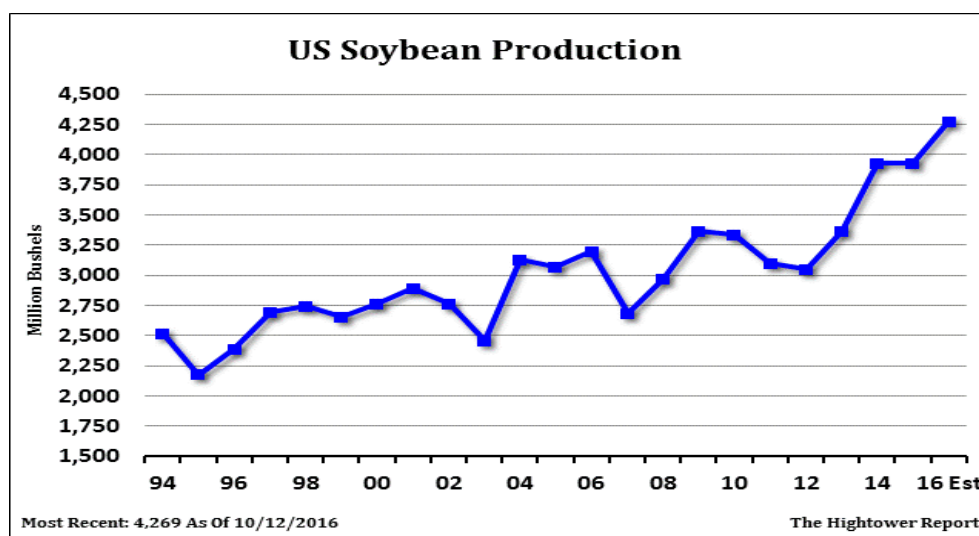
根据 USDA 作物生长报告，截至 10 月 17 日优良率仍然维持 74%，去年同期 64%。收割进度，截止到 10 月 24 日，完成 76%，去年同期 84%，收割进度落后主要是因为美豆主产区中西部出现过量降雨不利收割，一度令市场担忧。不过随着收割进程的推进，实际单产越来越明朗，最后一点不确定性也消失了。机构预测 USDA 可能会在 11 月供需报告中继续上调美豆单产至 52 蒲/英亩以上，按照 8240 万英亩的收获面积推算，2015/16 年度美豆产量最终可能在 42.8 亿蒲式耳。

图 1 美豆单产创历史记录



资料来源：USDA 东海期货 单位：蒲式耳/英亩

图 2 美豆产量创历史记录



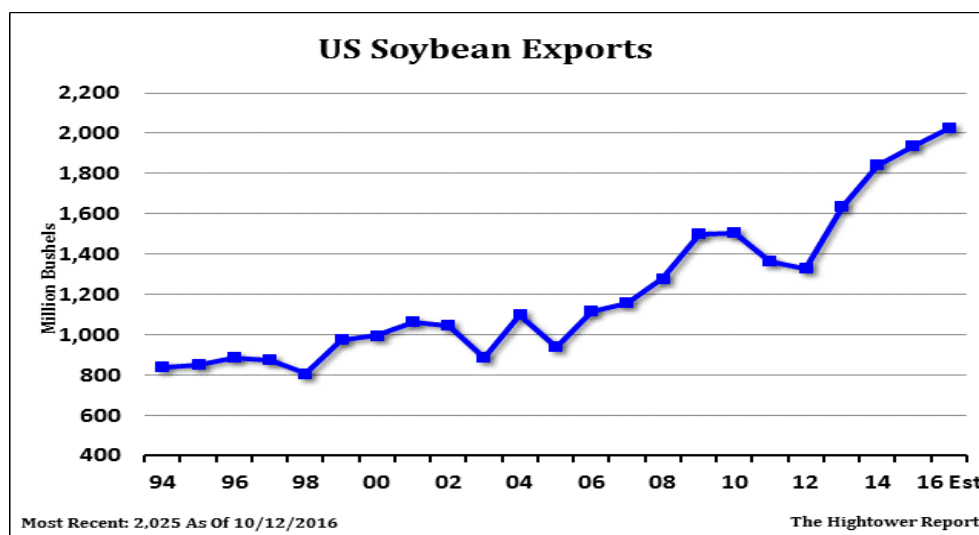
资料来源：USDA 东海期货 单位：百万蒲式耳

需求方面，美国国内压榨需求变化不大。美国内陆油厂大豆现货压榨利润（200 美分）和去年同期压榨

利润相当。按照季节性规律，美豆压榨整个四季度都保持高水平。2015 年四季度累计压榨 4.42 亿蒲式耳，2016 年压榨量不会落后于去年。

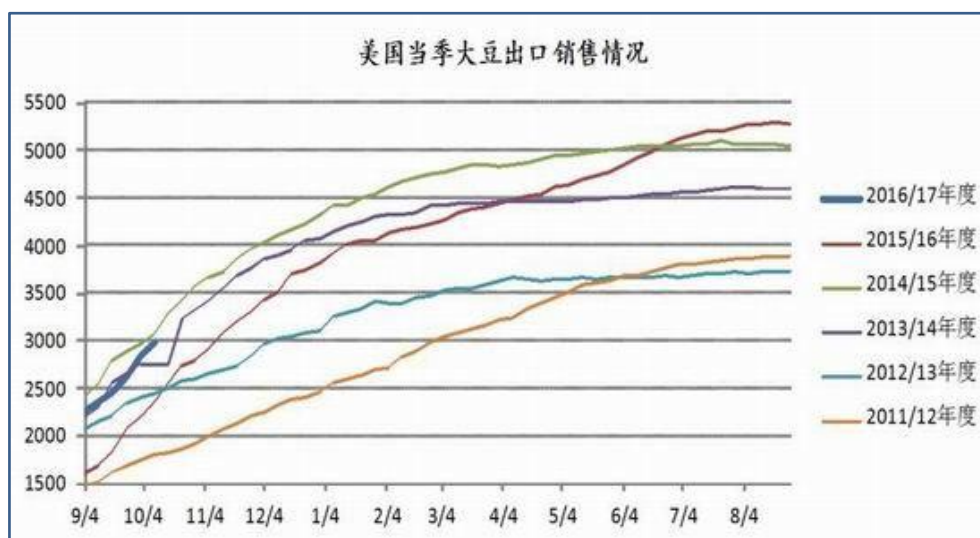
除去内需，出口需求应该是可能提振美豆价格的最主要因素。由于上一年度南美大豆歉收导致出口供应不足，促使海外买家纷纷转向美国大豆，2016/17 年度前几个月美国大豆出口创下历史同期最高水平。本年度迄今的美国大豆出口销售总量高达 3376 万吨，比上年同期增加 24%。同时 USDA 还频繁公布私人出口商销售美豆的报告。基于现有数据表现良好，USDA11 月报告可能小幅上调美豆出口数据。

图 3 美豆出口需求旺盛



资料来源：USDA 东海期货 单位：百万蒲式耳

图 4 美豆当季出口销售快于近年平均水平



资料来源：USDA 东海期货 单位：万吨

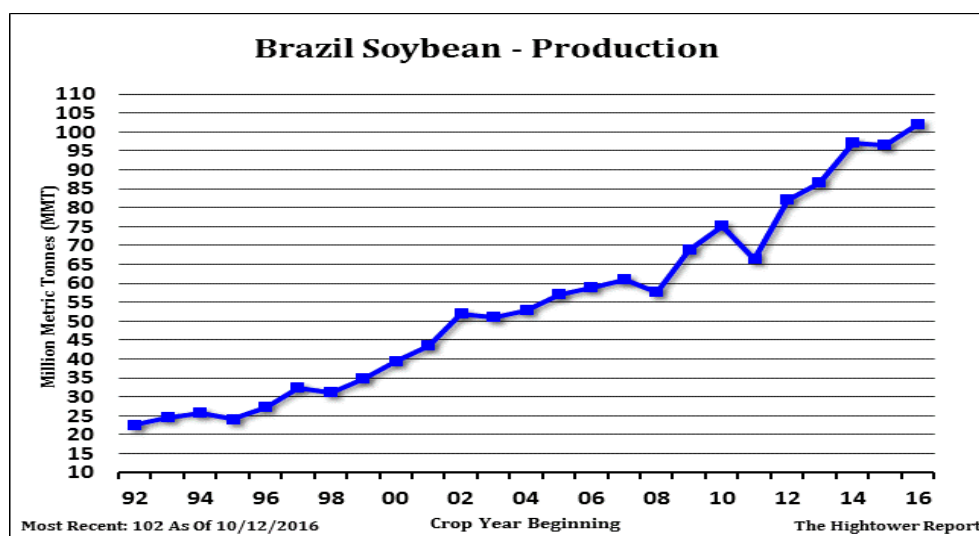
不过，需要注意的是，美豆出口 60% 销往中国，比去年大幅增长，而余下的 40% 今年以来却出现下滑。美国大豆需求极其严重依赖中国。若中国转而与南美合作，将会挤占美豆出口份额。而这样的事情正在发生。上周巴西对中国售出四船大豆，11 月和 12 月份交货，还有十船大豆的合同在洽谈之中。虽然近期巴西对华售出的大豆数量只占到中国每月进口量 700 万吨的一小部分，但是未来几个月里巴西很可能积极对华销售大

豆，竞争比往年提前。

二、市场关注南美大豆播种情况

目光转下南美，当前多空双方都在盯着南美大豆的播种情况。机构预测市场预估 2016/17 年度巴西大豆播种面积较去年增加 1.9%，为近年来增幅最小。究其原因，主要由于巴西玉米价格创下新高，刺激玉米种植积极性。低于近几年的同比增幅，但因单产水平的提高，预计产量增幅在 5-8%。截至 10 月 27 日，巴西 2016/17 年度大豆播种完成 41%，之前一周为 29%，上年度同期为 31%，五年均值为 40%。主产州马托格罗索州，截至 10 月 27 日，大豆播种完成 68%，上年度同期为 36%。在帕拉那州，大豆播种率达到 65%，上年度同期为 68%。天气预报显示，这两个主产州天气总体上有利于大豆作物播种。

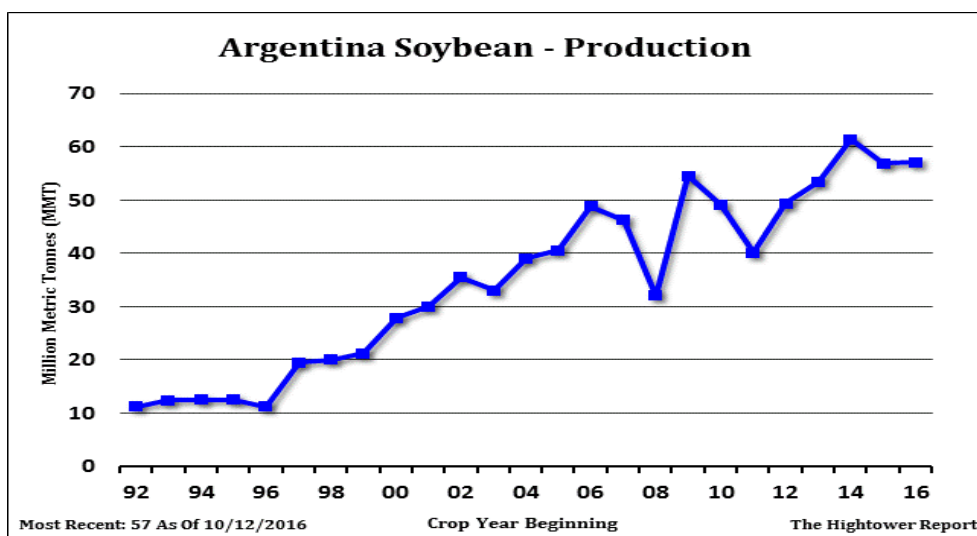
图 5 巴西大豆产量稳步增长



资料来源：USDA 东海期货 单位：百万吨

阿根廷大豆种植面积可能较预期减少。主要因为阿根廷农业政策的变化。在去年阿根廷新政府上台之前，承诺将此前高达 35% 的大豆出口关税以每年 5% 的幅度下降，直至完全取消，并且立即完全取消玉米和小麦的出口关税。去年新政府上台后，确实兑现了大豆出口关税下降 5% 至 30%，同时也完全取消玉米和小麦的出口关税的竞选承诺。但今年新政府却未能继续兑现竞选承诺，今年不再继续下调大豆出口关税，主要因为政府收入下降。如此就导致大豆的种植效益要低于玉米和小麦，农户将减少大豆的种植面积，而转种玉米和小麦。据阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计，今年阿根廷大豆播种将会减少 3% 至 1960 万公顷。产量预估为 5700 万吨左右。

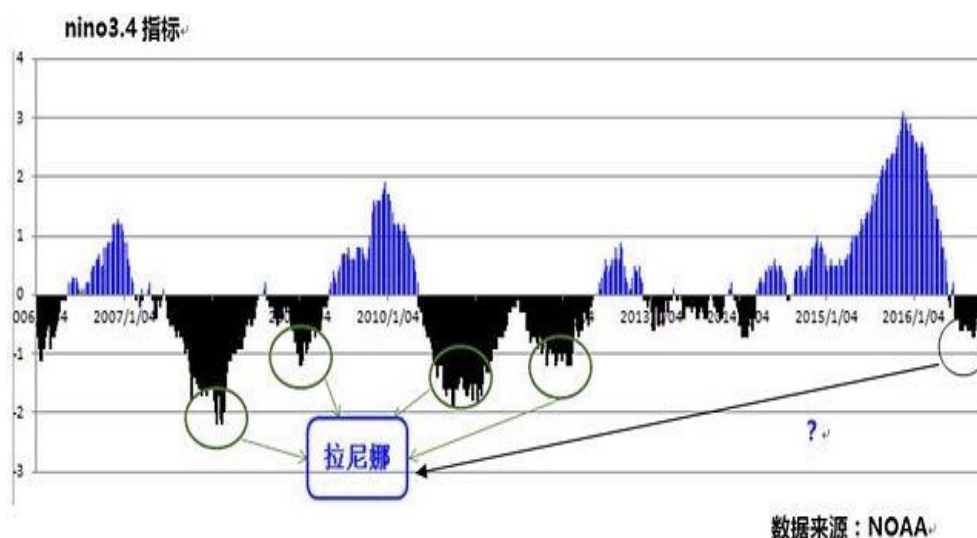
图 6 阿根廷大豆产量停滞不前



资料来源：USDA 单位：百万吨

由于阿根廷种植面积下降抵消巴西种植面积增量，南美大豆供应显得非常紧张。一旦天气出现问题，全球大豆供应就全依赖美国。市场一直担心强厄尔尼诺现象结束后，拉尼娜现象可能接踵而来。拉尼娜现象通常会造成美洲地区天气干燥。这也是多头企盼的。不过，目前的情况仍然不明朗。气象学家普遍认为 2016 年余下时间内将出现弱拉尼娜天气。这一预估较几个月前市场认为的中度拉尼娜更为温和。在弱拉尼娜天气环境下，巴西南部的降雨料不太规律，但预计不会出现干旱天气。如果拉尼娜天气较弱，对南美作物不会产生严重的影响。这也是目前市场多空分歧所在。我们拭目以待。

图 7 厄尔尼诺/拉尼娜指数



资料来源：NOAA

三、国内豆粕市场供应充足

表 2 国内豆粕供需平衡表

| 2016年 | 9月 | 10月（估计） | 11月（估计） | 12月（估计） |
|-------|-----|---------|---------|---------|
| 大豆压榨量 | 682 | 689 | 735 | 800 |
| 期初库存 | 100 | 70 | 70 | 74 |
| 国内产量 | 545 | 547 | 584 | 636 |
| 进口 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 总供应量 | 645 | 617 | 654 | 710 |
| 国内消费 | 555 | 527 | 549 | 606 |
| 出口 | 20 | 20 | 25 | 25 |
| 总使用 | 575 | 547 | 580 | 625 |
| 期末库存 | 70 | 70 | 74 | 85 |

资料来源：天下粮仓 东海期货 单位：万吨

通过国内豆粕供需平衡表可以看到未来 11,12 月份，随着大豆压榨量的大幅增加，国内豆粕供应状况将会得到很大改善。大豆压榨量预计将从 10 月份的 689 万吨增至 735 万吨，加上上月结存的 70 万吨，11 月份豆粕总供应在 654 万吨。消费从 547 万吨增至 580 万吨，库存增加 4 万吨。12 月份供应状况将会继续得到改善，库存预计在 85 万吨。

压榨量提高得益于两个方面，首先，四季度中国进口大豆到港量开始回升，预计 10 月份中国进口大豆到港量在 626 万吨，超过之前预期的 560-580 万吨预期，11 月份预期到港量回升至 750-760 万吨，12 月份则将触及到 820-830 万吨。

表 3 大豆到港量

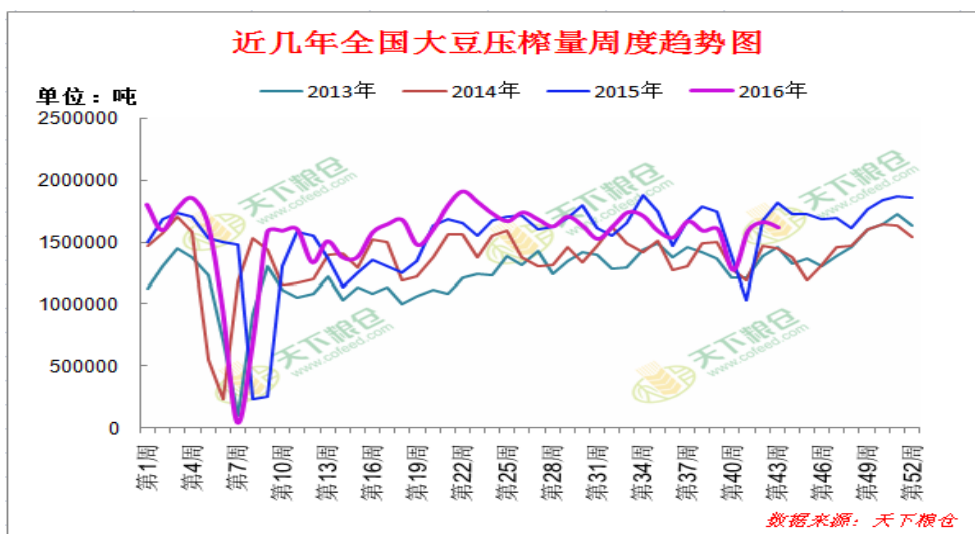
| | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|-----|-------|-------|-------|
| 1月 | 591 | 688 | 566 |
| 2月 | 481 | 426 | 451 |
| 3月 | 462 | 449 | 610 |
| 4月 | 650 | 531 | 707 |
| 5月 | 597 | 612 | 766 |
| 6月 | 639 | 809 | 756 |
| 7月 | 747 | 950 | 776 |
| 8月 | 603 | 777 | 767 |
| 9月 | 502 | 726 | 719 |
| 10月 | 410 | 553 | 626 |
| 11月 | 603 | 739 | 760 |
| 12月 | 853 | 912 | 830 |

资料来源：天下粮仓 东海期货 单位：万吨

其次，油厂开工率上升，上周大豆压榨产能利用率为 49.2%，较上周减少 1.8 个百分点。目前大豆压榨利润良好，10 月底及 11 月初大豆集中到港后，大多油厂将恢复开机，下周起油厂开机率将有所提高，将达到 170 万吨/周。第四季度特别是 11，12 月是我国油厂开工率较高的月份。

由于油厂开机率逐步提升，买家也不敢过分追高，这将使得豆粕现货涨幅将落后于豆粕期货，豆粕基差缩小。

图 8 油厂大豆压榨量



资料来源：天下粮仓 东海期货 单位：吨

需求方面，进入 10 月份，天气开始变冷，国内水产养殖业进一步缩减，水产料降幅将放大，不过由于

其它养殖业进一步好转，其中猪料及禽料均有所增长，预计 11 月份豆粕饲用需求环比持平或略有上升。

生猪方面，生猪存栏量小幅回升，但能繁母猪存栏量继续下跌，已跌至历史低位。国内生猪价格继续下跌，直逼 16 元/千克，但养殖仍有利润。持续较大幅度的价格下跌导致养殖户的惜售情绪增加。能繁母猪存栏量已降至历史低位，鉴于生猪养殖周期影响，预计猪价将于年底迎来新的上涨行情。同时春节前的备货情绪也将进一步助推猪价的上涨，从而引发养殖户的集中补栏。

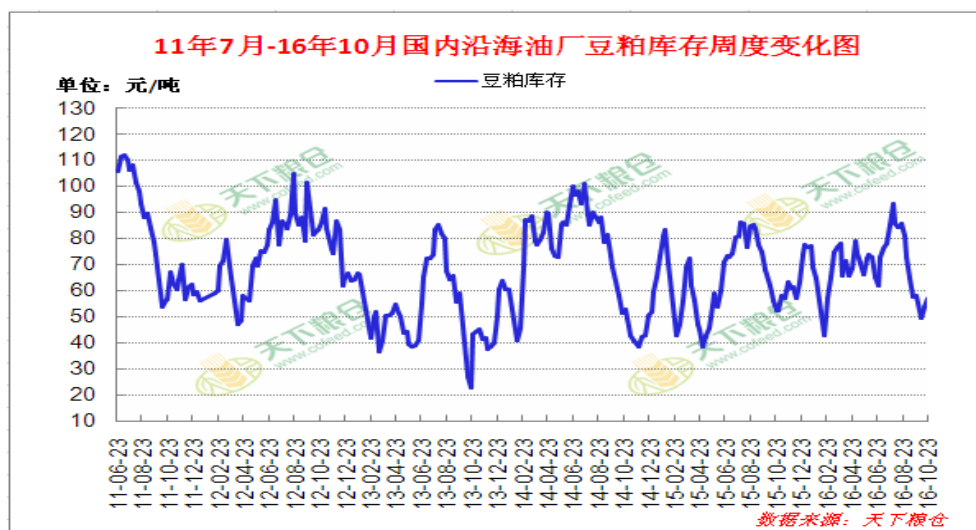
图 9 生猪存栏量触底



资料来源: WIND 东海期货 单位: 万头

虽然油厂开机率逐步提高，但目前国内豆粕现货供应仍然偏紧，截止到 10 月 30 日，沿海地区豆粕库存在，51.4 万吨，较上周下降 5.6 万吨。而未执行合同 330 万吨，较上周增加 11 万吨。市场预期这种状况要到 11 月中旬才会有所改善。追涨比较谨慎。

图 10 沿海地区油厂豆粕库存



资料来源: 天下粮仓 东海期货 单位: 万吨

四、后市展望及操作建议

1、豆粕基差过大的情况得到修复，炒作资金暂时退潮，但仍有可能卷土重来。

2、美豆丰产利空已经基本被市场消化，市场关注焦点在美豆出口以及南美播种情况，美豆易涨难跌。但仍存在不确定性因素：11月报告，南美天气。如果11月报告出现意外利空，1701合约可能测试前期低点2750。

3、11、12月大豆到港量庞大，国内油厂开工增加，需求增长平稳，豆粕库存缓慢回升，是豆粕市场面临的主要压力。

行情看法：难有大的上涨行情，需要诸如南美干旱的题材。

操作策略：谨慎看多，等待回调买入机会，安全入场区间2800附近。

风险点：

美国大选、意大利公投等“黑天鹅”事件可能对全球金融市场造成冲击；拉尼娜天气未发生或强度不足以影响南美大豆产量。

风险提示：本报告中的信息均来自于公开材料，相关分析仅代表东海期货研究员个人观点，仅供投资者参考。更多信息请登录东海期货官网：<http://www.qh168.com.cn/>