



大豆仍存天气炒作预期，油粕强弱易现季节性拐点

内容提要：

- 本年度，国际买家采购美豆的热情极高，美国出口销售数据为市场提供动力，而美豆库存紧张导致的“软逼仓”现象，强化了一季度后半期的上涨势头。期间，巴西部分地区干旱、阿根廷降水过多、发生厄尔尼诺高预期下，农产品价格的上涨，在一季度具有普遍性。全球经济差异化复苏的经济背景下，阿尔法高收益存在于个别农畜产品之中。
- 美豆作物生长初期，天气状况近乎完美，暗示高单产和历史丰产的潜力，这对 6 月价格形成抑制。7、8 月份关键生长期，不排除演绎天气市的可能性，这是行情发展关注的重要因子，密切跟踪美豆 CFTC 非商业净多持仓规模在两年低位的变动，唯其拐点增长，方指示市场增持天气升水的可能。
- 成本因素和季节性需求因素一度推升粕价，当时空推移至 8、9 月份，市场的天平将偏向空头一方，继禽流感导致禽类存栏出现巨大损失，“猪价低、成本高、亏损高”的生猪产业，正经历一轮非疫病减产，饲料需求本季转淡后，粕类价格或面临较大下滑；油脂受仲秋、国庆等节日需求提振，面临季节性翻多的转机，发生时间或指向 8 月份前后。
- 三季度市场表现或先扬后抑，油粕强弱将出现季节性拐点。至于国产大豆，政策调整已激发了连盘市场活力，其持仓水平录得金融危机以来的高位，在供给紧张、种植面积连年缩减的背景下，最后的国储库存抛售，将难以对市场构成实质性抛压，三季度容易出现多头趋势行情。

分析师

姓名

从业资格号

电子邮箱：

第一部分 上半年价格先扬后抑，多头行情成市场亮点

CBOT 大豆、豆粕价格，上半年走势先扬后抑。

年初以来，以 7 月合约为例，美豆单边上涨至 4 月份，累积最大涨幅 20%，美粕牛市波动上涨至 5 月份，累积最大涨幅 26%。美豆基金净多持仓规模，年初两个月增长 48%，对行情起到重要的推波助澜作用。当时，国内养殖信心低迷需求不振，进口大豆压榨处于严重亏损状态，国内进口“洗船”风波曾一度搅动市场，随着养殖信心的复苏和需求改善，美陈豆库存稀缺性紧张的炒作，主导豆类走高。

5 月供需报告以后，美豆十年低位的库存炒作明显动能不足，基金净多规模持续减少的趋势，暗示驱动市场的核心因素在转移。没错，美豆播种顺利完成，作物生长初期的天气条件近乎完美，在无法预见大的天气问题的背景下，豆类价格二季度转入熊市波动，大有吞没年内涨幅之势。

图表 1: CBOT 大豆、豆粕（灰白色 k 线）走势叠加图



来源：文华财经

国内市场，尤以蛋白粕和鸡蛋表现出优越的单边升势，因水产饲料需求更为鲜明的季节性特征，以及国储政策因素，菜籽粕价格表现强劲，半年升幅超 15%；而鸡蛋，则是因禽流感疫情后，小农养殖破产，蛋鸡存栏损失严重，导致鸡蛋供给存在季节性奇缺现象，半年上涨超 30%。油脂因庞大的库存和库存增长势头，其价格积弱已久，2、3 月份东南亚天气的炒作，仅令多头昙花一现，趋向于熊市低位宽幅震荡的市场特征。大连豆一期货品种，国储退出历史舞台，后市有望获得资金青睐，波动率将易出现扩张。

图表 2：国内油料油脂等价格上半年表现简表

类别	名称	现价	主力合约持仓	涨幅（年初至 6 月 20 日）
油料	DCE 豆一	4499	317140	1.31%
	CZCE 菜籽	4949	1648	0.45%
油脂	DCE 豆油	6910	535908	0.88%
	DCE 棕油	5938	406206	-1.66%
	CZCE 菜油	6966	190720	-0.97%
蛋白粕	DCE 豆粕	3696	1380642	9.74%
	CZCE 菜粕	3025	936280	15.28%
禽蛋	DCE 鸡蛋	5245	330274	32.75%

来源：wind、新纪元期货研究所

第二部分 三季度主要影响因素分析

一、且看天公脸色，关注天气炒作

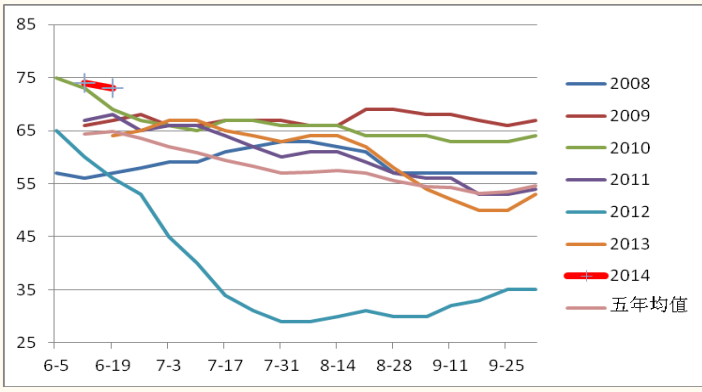
6 月 9 日，美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中，首次公布了今年的大豆生长优良率(74%)，这是过去十多年来，历史最好的水平，去年同期仅 60%，2012 年 6、7 月份，美豆优良率水平从 60%持续大幅调降，曾带来疯狂的牛市上涨行情，美豆生长优良率关系到新作单产和产量前景，是三季度市场重要的驱动因素。每周初公布的作物生长报告，将指示天气炒作可能性的高低。

因生长初期缺乏天气炒作基础，美豆价格陷入了持续下跌寻底，非商业净多持仓从 3 月峰值的 211816 手，到 6 月 10 日缩减 62%至 81082 手，为近年来同期低位。CFTC 非商业持仓一向代表着机构基金的动向，基金是市场趋势的追逐者和推动者，一般通过跟踪基金持仓的变化趋势来判断近期期价可能的变动方向和风险情况。此番资金退潮，暗示趋势翻转走空和多头风险。

何时非商业多头兴趣再起呢？7 月、8 月份，大豆将进入关键生长期，市场偏好捕捉和增持天气升水，届时基金净多持仓规模扩张逐利，多头行情方可延续，天气炒作线索，可能是未来两个月的主要看点。

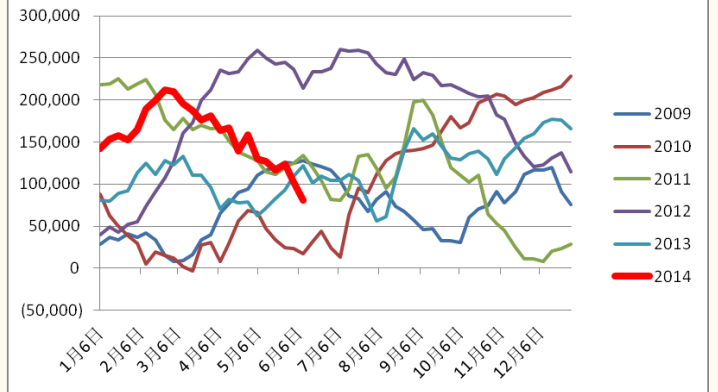
另外，需注意潜在厄尔尼诺现象的威胁。美国气象预测中心在每月预报中表示，“北半球的夏季，厄尔尼诺现象形成的可能性已达到 70%。秋季和冬季时则会上升到 80%。对比历年产生厄尔尼诺现象时美豆的产量可以发现，仅 02 年引起大豆减产，其余年份厄尔尼诺都对大豆生产有正面作用。原因是，厄尔尼诺会造成南北美大豆主产区大豆灌浆期降雨量增加，有利于大豆丰产。这可能会限制，天气市况下期货市场炒作的空间。

图表 3: 美豆作物生长优良率变动图



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 4: CFTC 美豆基金净多持仓变动图



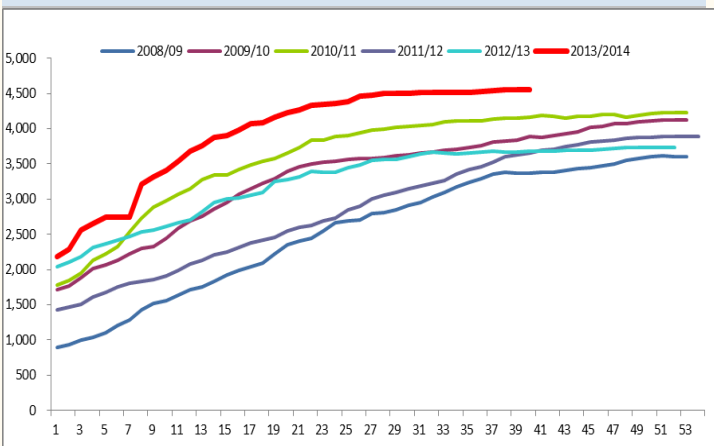
二、旧作“库存紧张”新作“前景丰产”，远月压力后期将会显现

1、出口压榨需求旺盛，几近耗尽美豆库存

USDA 出口销售报告显示，截至 6 月 5 日当周，美国 2013-14 年度大豆出口净销售 86,700 吨，2014-15 年度大豆出口净销售 403,300 吨。当周，美国 2013-14 年度大豆出口装船 147,100 吨。截止当周，美国本年度大豆销售总量为 4560 万吨，完成计划销售比例 105%；中国累计采购 2759 万吨，完成计划销售比例 91%。

6 月供需报告中，上调美国大豆压榨数据 14 万吨至 4627 万吨，旺盛的出口和国内压榨需求，本年度美国大豆期末库存预估下调 13 万吨至 340 万吨。2014 自然年度前 5 个月，旧作库存预估维持在 340 万吨到 409 万吨，是近十年来低位，这种库存紧张的炒作，曾推动 5 月美豆粕合约，交割于该合约历史新高。随着主力换月至新作合约，市场的关注点将从库存转移到天气和供给前景，美国新作结转库存将出现大幅抬升（6 月预测值 884 万吨）。

图表 5: 美国大豆累计出口销售对比(万吨)



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 6: 美国近十年大豆结转库存月度预估(百万吨)



2、USDA 供需报告预测新作高产，全球供给充足

5 月 10 日，美国农业部 5 月供需报告，首次对 2014/2015 年度作物供需状况做出了预估，报告显示，2014/2015 年度，美豆播种面积预估为创纪录的 8150 万英亩，较 2013/2014 年度的 7650 万英亩增加 6.5%；美豆单产预估为创纪录的 45.2 蒲式耳/英亩，年比增长 4.4%。于此同时，产量将达到创纪录的 36.35 亿蒲式耳（9893 万吨），年比增加 10.5%。年终库存增加 2 亿蒲式耳，达到 3.3 亿蒲式耳（898 万吨），年比增幅在 150%以上，这将是 8 年来的最高水平，库存消费比由本年度的 4%大幅提高至 9.6%。报告后，旧作合约结束了最后的疯狂，大豆市场开始降温，动荡趋跌。

6 月 12 日，美国农业部 6 月供需报告，维持了美国 2014/15 年度大豆产量 9893 万吨记录新高不变的预期；上调全球大豆产量 17 万吨至 29999 万吨，较 2013/14 年度的 28379 万吨增长 5.71%，上调期末库存 65 万吨至 8228 万吨，较 2013/2014 年度提高 22.5%。美国大豆等谷物，生长初期的天气情况良好，全球谷物供给展望乐观，这将无疑对豆类远期价格带来持续威胁。

图表 7：全球大豆供需平衡表节选

单位： 百万吨	年度	产量	进口	压榨	总消费	出口	期末库存
全球	13/14	283.79	107.38	239.09	270.05	110.99	67.17
	13/14	299.99	108.68	248.45	280.45	112.33	82.88
美国	13/14	89.51	2.45	46.27	48.84	43.55	3.4
	13/14	98.93	0.41	46.68	49.67	44.23	8.84
巴西	13/14	87.5	0.55	37	39.98	45.5	17.91
	13/14	91	0.5	37.1	40.1	45	24.31
阿根廷	13/14	54	0	37.3	39.35	8.5	28.55
	13/14	54	0	39.8	41.9	9	31.66
中国	13/14	12.2	69	68.35	79.65	0.23	13.7
	13/14	12	72	72.5	83.9	0.3	13.5

源：wind、
新纪元期货

研究所

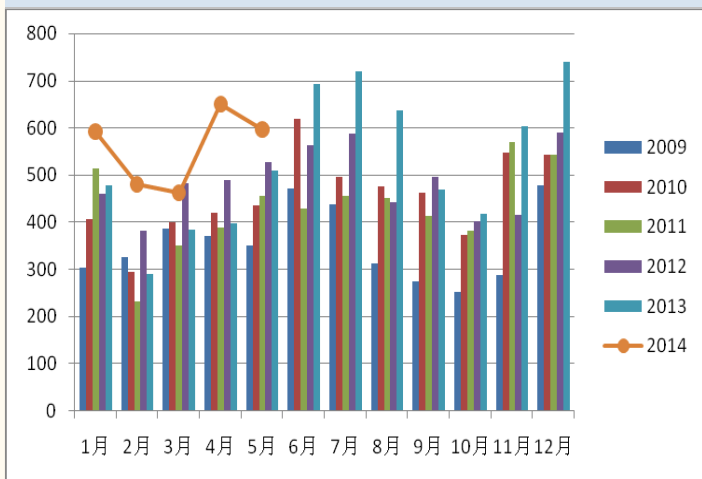
三、国内库存压力较大，直接牵制市场波动

1、进口大豆港口库存迎来高峰

根据海关统计数据，1-4 月份中国累计进口大豆 2185 万吨，去年同期仅 1550 万吨，同比增加 40.97%，而大豆压榨 2197 万吨，较同期仅增加了 19.42%。进口增速远超压榨增速，国内大豆港口库存一路攀升，在 6 月下旬逼近 700 万吨，已是历史新高水平。海关 5 月进口数据为 597 万吨，根据目前的船期预计，6 月份大豆到港 636 万吨，7 月份 660 万吨，8 月份 550 万吨，9 月份 420 万吨，如果实际到港情况与当前的预计量

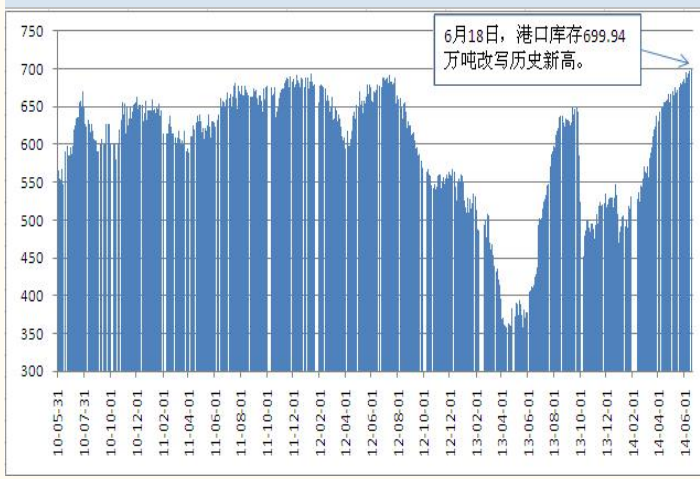
没太大的调整，则 6-9 月份总计进口 2266 万吨，月均 566 万吨。三季度初期，油厂面料较大的大豆库存压力，而后的 8、9 月份，随着到港量逐步减少，压力将会减弱。

图表 8: 我国进口大豆逐月变动图(万吨)



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 9: 我国进口菜籽逐月变动图(万吨)



图表 10: 油脂油料进口情况表

油脂油料	1 月到 4 月	去年同期	同比增减	13/14 年度	12/13 年度	同比
大豆	2185	1550	40.97%	3947	2958	33.43%
菜籽	169	118	43.20%	283	208	36.21%
菜油	37	57	-34.81%	64	91	-29.64%
豆油	30	22	34.43%	66	84	-21.35%
棕榈油	206	168	22.70%	370	360	2.73%
进口油总量 (含折油)	756	589	28.30%	1363	1180	15.50%
大豆压榨量	2197	1840	19.42%	4140	3396	20.85%

来源: wind、新纪元期货研究所

2、豆粕库存和未执行合同增长迅速

天下粮仓数据显示，截止 6 月 15 日（当年内第 24 周），豆粕出货情况良好，使得当周豆粕未执行合同量也有所增加，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 92.73 万吨，较第 23 周的 85.21 万吨增加 7.52 万吨，增幅 8.82%，较去年同期的 40.91 万吨增长 126.66%。当周豆粕未执行合同 294 万吨，较第 23 周的 277.42 万吨增加 16.58 万吨，增幅 5.97%，较去年同期的 91.17 万吨增长 222.47%。庞大的大豆港口库存面前，预计油厂开机率将进一步提高，粕类期货市场仍处于震荡调整中，豆粕出货速度或将有所放缓，库存增长势头可能将延续。

图表 11: 近三年国内豆粕结转库存周度变动图 (万吨)



来源: 天下粮仓

图表 12: 沿海油厂豆粕未执行合同周度变动图 (万吨)



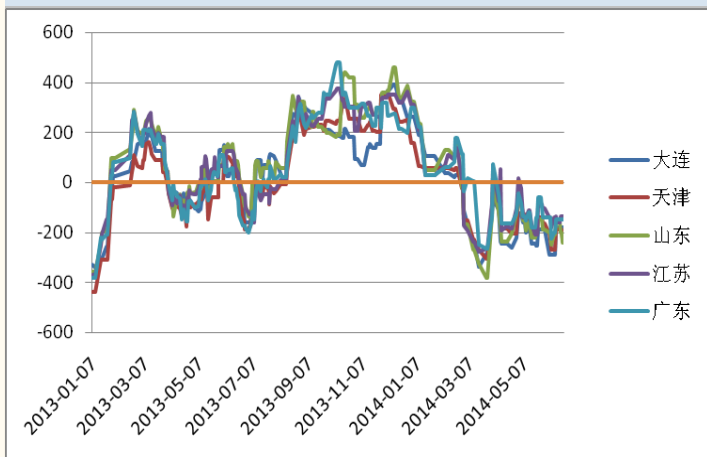
3、油厂压榨亏损，油脂单边持续下跌抬升豆粕成本

尽管豆粕的库存已持续攀升至近两年高位，且远期原料大豆供给充足，但这并不能阻挡粕类价格的强劲上涨势头。原因在于，国内油厂在面对饲料厂的时候，定价能力较强，基本参考美豆价格结合自身的利润情况进行销售。在庞大的油脂库存面前，油厂挺粕方能维持或减少压榨亏损，出现油脂单边下跌，抬升豆粕成本的“跷跷板”效应。

农业部数据显示，6月20日，大连、天津、山东、江苏、广东等地，进口大豆压榨亏损分别为179元、228元、238元、139元、148元，显示当前的油粕价格水平对油厂不利。2014年仅年初存在短暂的高压榨利润吸引，3月份以后压榨处于持续较大亏损状态。国际油脂熊市的背景下，豆粕成本水涨船高，维持在3800元/吨到4200元/吨之间，从国内豆粕成本估算表中，我们能够看到，在大豆产生的压榨产值当中，豆粕的利润贡献率远超过七成，因此，油厂为平衡利润，挺粕要求强烈。

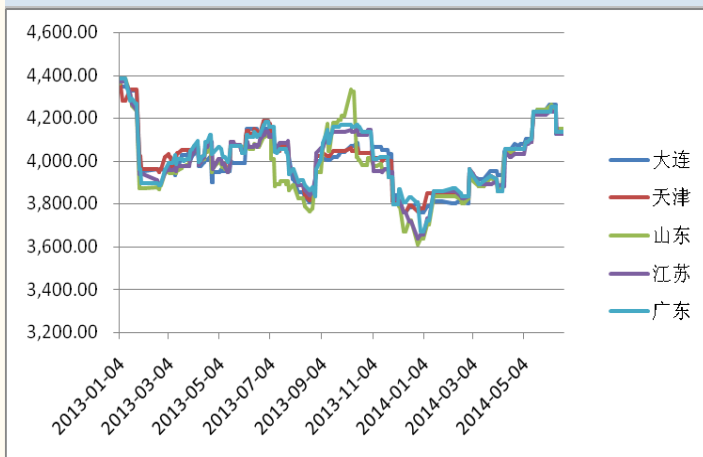
没有永远的熊市，也没有永不停歇的牛市。二季度下游养殖业季节性复苏和饲料需求的增长，承受着粕价的上涨，而到8、9月份，养殖备货旺季进入尾声，需求拉动缺失，粕价下半年料将形成拐点下跌。届时美豆产量前景渐趋明朗，CBOT豆价的下跌将压低粕价成本，另外，仲秋（9月8日）、国庆等节日备货需求，油脂有望出现反弹和上涨，根据豆粕成本测算表，以上两点变故，可能强化粕价压力。

图表 13: 进口大豆压榨利润走势图



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 14: 进口大豆压榨利润为零时豆粕成本



图表 15: 国内豆粕成本估算表

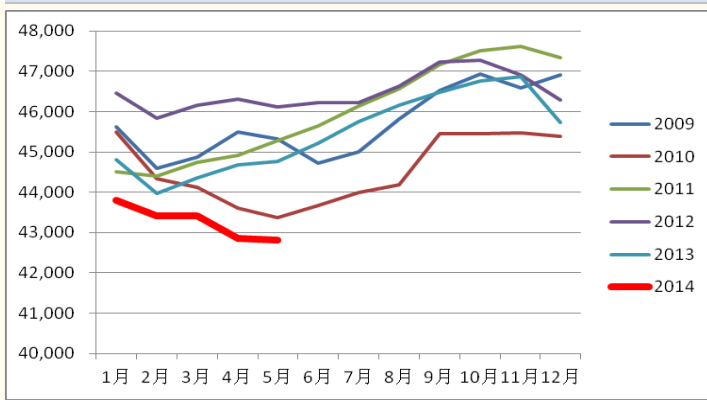
美豆	大豆	豆油 (元/吨)									
		6500	6600	6700	6800	6900	7000	7100	7200	7300	7400
1450	4390	4282	4259	4236	4213	4190	4167	4144	4121	4097	4074
1400	4250	4103	4079	4056	4033	4010	3987	3964	3941	3918	3895
1350	4100	3910	3887	3864	3841	3818	3795	3772	3749	3726	3703
1300	4050	3846	3823	3800	3777	3754	3731	3708	3685	3662	3638
1250	3920	3679	3656	3633	3610	3587	3564	3541	3518	3495	3472
1200	3820	3551	3528	3505	3482	3459	3436	3413	3390	3367	3344
1150	3700	3397	3374	3351	3328	3305	3282	3259	3236	3213	3190

来源: wind、新纪元期货研究所 (注: 假设大豆价格确定, 压榨不亏损, 豆粕或豆油的均衡价格, 大豆=78%豆粕+18%豆油-120加工费。)

四、生猪进入去产能周期, 养殖饲料需求面临缩减风险

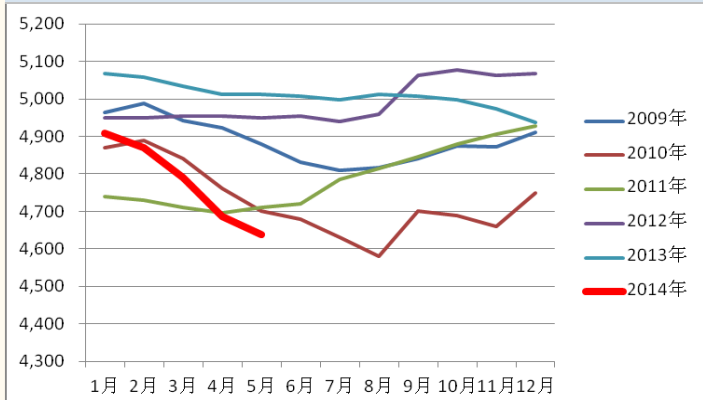
受价格低迷影响, 生猪产能明显调减。农业部监测显示, 5月份, 我国生猪存栏同比下降 3.9%; 能繁母猪存栏同比下降 7.5%, 连续 3 个月超过 5% 的波动预警值。绝对数量来看, 5 月生猪存栏 42809 万头, 能繁母猪 4639 万头, 均处于数年低位, 产业去产能过程仍在持续。

图表 16: 生猪存栏数据逐月变动图



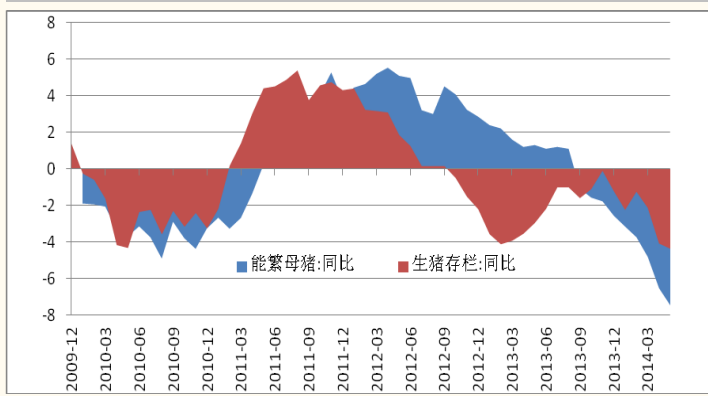
来源: wind、新纪元期货研究所

图表 17: 能繁母猪数据逐月变动图



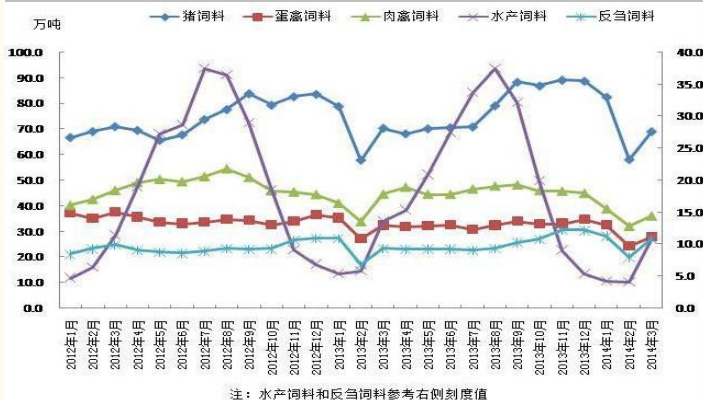
从后期走势看，5 月份生猪存栏和能繁母猪存栏与前 4 年同期平均水平相比，分别下降了 3.1%和 4.4%，后期出栏肥猪量将有所减少，预计下半年生猪价格总体呈震荡上涨态势。根据以往经验，能繁母猪存栏同比降幅长时间超过 5%的波动预警值，可能会伤及生猪基础生产能力，引起后期猪价大幅波动。

图表 18: 生猪存栏和能繁母猪同比变动图



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 19: 180 家饲料企业不同品种饲料产量月度走势图



注: 水产饲料和反当饲料参考右侧刻度值

根据饲料工业协会重点跟踪的 180 家饲料企业统计数据显示，3 月我国饲料总产量环比增长 22.5%，同比下降 9%，水产养殖的季节性饲料变动需求最大，同比环比增长 162.3%，回升势头最为明显。养殖业传统的季节性复苏，为蛋白粕带来拉升的动力。而因生猪去产能周期问题，这种驱动力在 8、9 月份旺季峰值后，需求缩减幅度可能加大，届时粕价的松动下跌或渐成趋势。

第三部分、观点：三季度市场表现或先扬后抑，油粕强弱将出现季节性拐点

三季度大部分的时间里，是谷物关键生长期，这容易带来天气升水的增持和炒作，多国机构将今夏发生“厄尔尼诺”的概率上提至 80%，关联农产品存在多头炒作的可能性，而该现象有利于大豆生长，三季度后半期，市场预期美国或全球大豆历史性丰产的可能性较大，届时价格面临逆转和趋势翻空的机会。

成本因素和季节性需求因素一度推升粕价，当时空推移至 8、9 月份，市场的天平将偏向空头一方，继禽流感导致禽类存栏出现巨大损失，“猪价低、成本高、亏损高”的生猪产业，正经历一轮非疫病减产，饲料需求本季转淡后，粕类价格或面临较大下滑；油脂受仲秋、国庆等节日需求提振，面临季节性翻多的转机，这或将发生于 8 月份前后。

至于国产大豆，政策调整已激发了连盘市场活力，其持仓水平录得金融危机以来的高位，在供给紧张、种植面积连年缩减的背景下，最后的国储库存抛售，将难以对市场构成实质性抛压，三季度容易出现多头趋势行情。

特别声明：

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构：

总部	北京东四十条营业部	南京营业部
电话：0516 - 83831105	电话：010 - 84261653	电话：025 - 84787997
传真：0516 - 83831100	传真：010 - 84261675	传真：025- 84787997
地址：江苏省徐州市淮海东路153号 新纪元期货大厦（221005）	地址：北京市东城区东四十条68号 平安发展大厦4层403、407室 （100027）	地址：南京市玄武区珠江路63-1号南 京交通大厦9楼5-11房（210008）
广州营业部	苏州营业部	常州营业部
电话：020 - 87750882	电话：0512 - 69560998	电话：0519 - 88059972
地址：广州市越秀区东风东路703号 粤剧院文化大楼11（510080）	传真：0512 - 69560997	传真：0519 - 88051000
	地址：苏州工业园区苏州大道西2号1 幢国际大厦602-604单（215021）	地址：常州市武进区延政中路2号 世贸中心B栋2008-200（213121）
杭州营业部	上海浦东南路营业部	重庆营业部
电话：0571 - 56282608	电话：021 - 61017393	电话：023 - 67917658
传真：0571 - 56282601	传真：021 - 61017396	传真：023 - 67901088
地址：杭州市上城区江城路889号 香榭商务大厦7-E（310009）	地址：上海市浦东新区浦东南路 256号1905B室（200125）	地址：重庆市江北区西环路8号B幢 8-2、8-3、8-3A（400020）
无锡营业部	南通营业部	
电话：0510 - 82827006	电话：0513-55880598	
地址：无锡市南长区槐古豪庭15号 7楼（214000）	地址：南通市环城西路16号6层603- 2、604室	