

201505 低位徘徊中继续消化丰产压力

全球大豆丰产仍然为两粕最大的压力。5 月份需重点关注进口大豆到港压榨、中国油菜籽收储政策、CFTC 净持仓变化、和下游消费需求的启动。

在美豆指数价格没有跌破 912 区域之前，国内两粕都以低位震荡看待。操作上而言，1509 菜粕 2100-2300 区间，豆粕 2600-2800 区间，以震荡操作思路为主。对应的操作策略为每 50 点区间操作策略。以每 50 点划为小区间，区间内区间操作，区间外可顺向持仓，震荡区间随之变为下一个 50 点区间。上方压力 1509 菜粕 2300-2350 区域，1509 豆粕 2800-2850 区域，突破该压力区域操作策略改为逢低做多。若美豆跌破 912 区域，国内两粕对应也以逢高做空为主，下方可期 200 点左右空间，1509 豆粕 2350-2450 区域，1509 菜粕 1850-1950 区域。。

黄晓 策略分析师

028-86269305

倍特期货有限公司

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，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。

一 . 供需情况分析

1. 美国农业部 5 月供需报告

年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存	压榨量
2015/16	2015.5	85.54	317.30	522.47	304.28	426.26	119.63	121.98	96.22	266.22
2014/15	2015.5	63.40	317.25	494.80	291.76	409.26	114.15	117.50	85.54	254.48
2014/15	2015.4	66.32	315.46	495.99	288.92	406.44	114.21	117.52	89.55	253.99
2013/14	2015.5	56.47	283.25	450.97	274.63	387.57	111.25	112.94	63.40	240.61
2013/14	2015.4	57.40	283.63	452.28	273.02	385.96	111.25	112.94	66.32	240.85
2012/13	2015.5	54.15	268.82	418.88	261.87	362.40	95.91	100.53	56.47	230.17
2012/13	2015.4	54.45	268.77	419.13	261.20	361.73	95.91	100.53	57.40	230.19

数据来源：美国农业部

全球大豆方面 ,美国农业部首次预估 2015/16 年大豆供需情况。同 2014/15 年度相比 ,全球大豆产量维持高位 3.17 亿吨 ,消费方面 ,2015/16 年度小幅提升预估消费量至 3.04 亿吨。虽然报告调低 2014/15 年度的结转库存 ,但由于基数太大 ,导致 2015/16 年度全球大豆的结转库存达到创纪录的高位 0.96 亿吨。

在经历 2011/12 年度减产 ,从 2012/13 年度开始 ,此后几年全球大豆产量一直处于增长态势 ,产量依次为 2.69 亿吨、2.83 亿吨、3.17 亿吨 ,大豆产量不断的创纪录 ,2015/16 年度产量预估仍然在历史最高位。需求方面 ,受益于中国大豆蛋白的强劲需求 ,全球大豆消费量不断上升 ,但也难以消化大幅增长的供给 ,2015/16 年度期末库存估值继续上涨至 0.96 亿吨 ,库存消费比维持在 22.5% 的高位。这意味着有大量的产能难以消化 ,这也成为压制豆类价格上涨的最大障碍。

年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存	压榨量	库存消费比
2015/16	2015.5	9.52	104.78	115.12	53.19	101.50	0.82	48.31	13.61	49.67	0.13
2014/15	2015.5	2.50	108.01	111.33	52.83	101.82	0.82	48.99	9.52	49.12	0.09
2014/15	2015.4	2.50	108.01	111.33	52.56	101.28	0.82	48.72	10.06	48.85	0.10
2013/14	2015.5	3.83	91.39	97.17	49.85	94.67	1.95	44.82	2.50	47.19	0.03
2013/14	2015.4	3.83	91.39	97.17	49.85	94.67	1.95	44.82	2.50	47.19	0.03
2012/13	2015.4	4.61	82.79	88.50	48.83	84.68	1.10	35.85	3.83	45.97	0.05
2012/13	2015.4	4.61	82.79	88.50	48.83	84.68	1.10	35.85	3.83	45.97	0.05

数据来源：美国农业部

报告显示，美豆 2015/16 年度产量较 2014/15 年度产量有所下调，但依然在历史高位附近。需求方面，2015/16 年度和 2014/15 年度需求变化幅度不大，但连续的丰产预期使得 2015/16 年度的期末库存大幅上涨至 0.136 亿吨，库存消费比也大幅增加至 13%，巨大的库存量会成为美豆 2015 年行情的巨大压力。

年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.5	11.44	209.80	285.01	207.13	273.94	63.77	66.81	11.06
2014/15	2015.5	10.77	200.92	272.19	196.68	260.75	60.50	64.07	11.44
2014/15	2015.4	10.55	200.66	271.97	196.99	260.96	60.76	63.97	11.01
2013/14	2015.5	9.72	189.01	256.67	185.90	245.90	57.94	60.00	10.77
2013/14	2015.4	9.80	189.34	256.98	186.41	246.43	57.84	60.02	10.55
2012/13	2015.5	10.00	181.24	245.07	177.41	235.34	53.83	57.93	9.72
2012/13	2015.4	10.02	181.29	245.14	177.40	235.34	53.83	57.94	9.80

数据来源：美国农业部

全球豆粕供需方面，2015/16 年度全球产量较 2014/15 年度上涨，但由于国内消费的和出口量的上涨，总需求升至 2.74 亿吨，从而期末库存较 2014/15 年度小幅下调。

									单位：百万吨
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.5	7.13	68.12	88.63	69.81	83.17	13.38	13.36	5.46
2014/15	2015.5	7.00	71.66	92.81	71.37	85.68	14.15	14.31	7.13
2014/15	2015.4	6.98	71.58	92.75	71.17	85.33	14.19	14.16	7.42
2013/14	2015.5	5.02	71.38	91.63	69.68	84.64	15.23	14.96	7.00
2013/14	2015.4	5.09	71.18	91.50	69.56	84.52	15.23	14.96	6.98
2012/13	2015.5	6.58	63.69	82.93	65.45	77.90	12.66	12.45	5.02
2012/13	2015.4	6.58	63.76	83.00	65.45	77.90	12.66	12.45	5.09

数据来源：美国农业部

油菜籽方面，报告显示 2015/16 年度全球油菜籽产量下调至 6800 万吨，全球期末库存量出现大幅下调至 546 万吨，库存消费比也降至 7%。

									单位：百万吨
年度	报告月份	期初库存	产量	总供给	国内消费总计	总需求	进口	出口	期末库存
2015/16	2015.5	0.53	39.33	45.78	39.30	45.23	5.92	5.93	0.54
2014/15	2015.5	0.43	40.25	46.42	40.01	45.91	5.74	5.90	0.53
2014/15	2015.4	0.43	40.18	46.35	39.93	45.82	5.74	5.89	0.53
2013/14	2015.5	0.37	39.42	45.71	39.21	45.28	5.92	6.07	0.45
2013/14	2015.4	0.37	39.36	45.65	39.16	45.23	5.92	6.07	0.43
2012/13	2015.5	0.57	36.90	42.65	36.80	42.26	5.18	5.46	0.39
2012/13	2015.4	0.56	36.90	42.64	36.97	42.27	5.18	5.30	0.37

油菜粕方面，2015/16 年度和 2014/15 年度数据相比，没有出现较大幅度的变化。产量的小幅下降被需求的下降所消化，期末库存基本维持不变。

二．美豆持仓分析

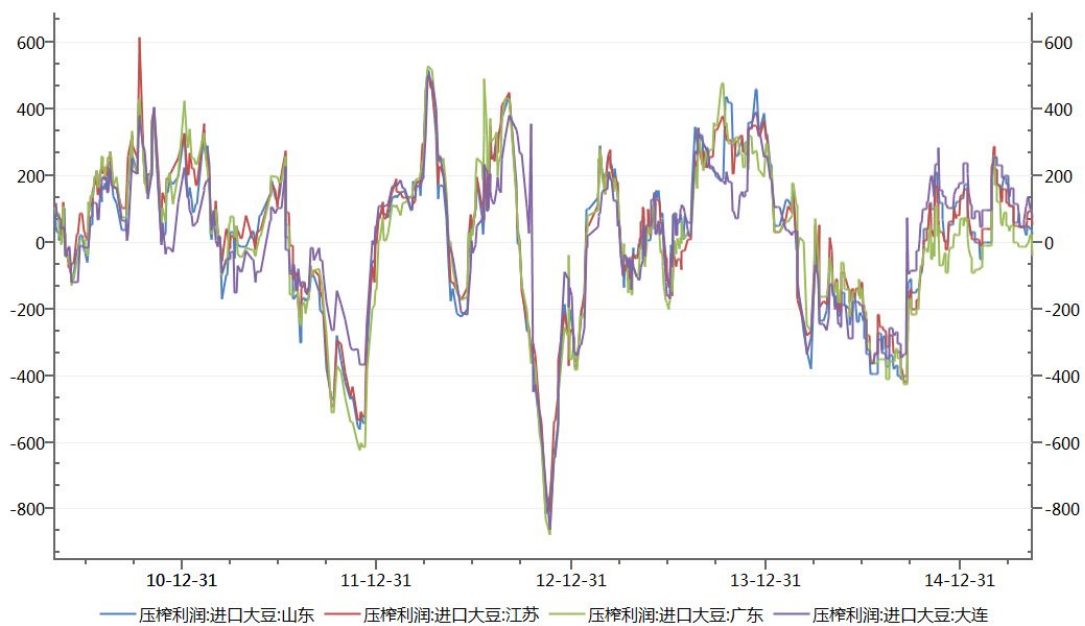
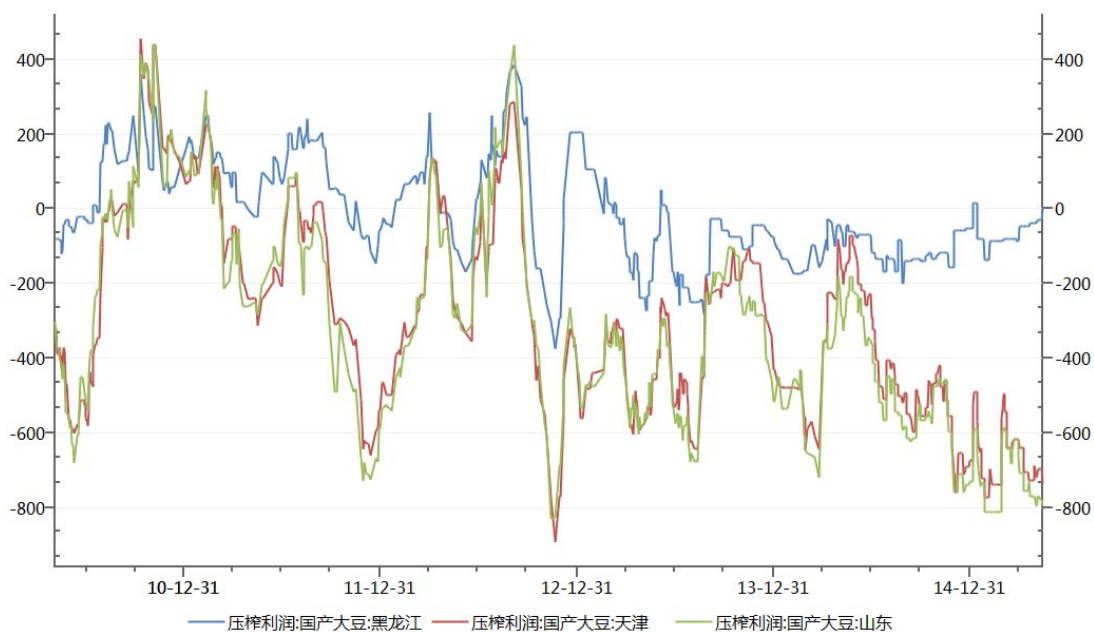


数据来源：和讯

如上图所示，CFTC 基金净持仓对美豆价格有很强的参考作用。净持仓可以反映资金对于价格的预期，基金净多单数量上涨，意味着资金看涨，从而行情看涨概率大。反之，基金净多单数量下降，意味着行情看跌概率大。从 2008 年以来，大部分时间基金都处于净多单状态，只有极少数情况出现净空单情况，而且停留时间不会很长。2014 年 8-10 月，净持仓为净空单状态，美豆价格也创出近年低点。2015 年 1-2 月，为净空单状态，美豆价格处于低位，但没有击穿去年 9 月低点。从 4 月以来，净持仓又处于净空单状态，且在零轴附近徘徊，对应美豆价格也在窄幅区间震荡。现关注焦点为净空单数量的变化，如净空单数量扩大，则美豆价格挑战去年低点。如果净空单数量减少，甚至变为净多单持仓，那可以期待空头回补带来的反弹行情。如果净持仓在多空零轴徘徊，那么美豆价格也相应地在低位区域徘徊的可能性加大。

二．国内现货压榨情况分析

1.大豆压榨利润



数据来源：wind

从上图我们可以看到，自 2013 年以来，国产大豆的压榨利润一直处于亏损状态，黑龙江地区小幅亏损，其余地区处于深幅亏损状态。而进口大豆的压榨利润则从 2014 年的亏损逐步转为盈利，在 2015 年 3 月达到 200 元以上的利润水平。近期利润有所下滑，但基本

都维持盈利，这刺激油厂的开工积极性，增加进口大豆的积极性。

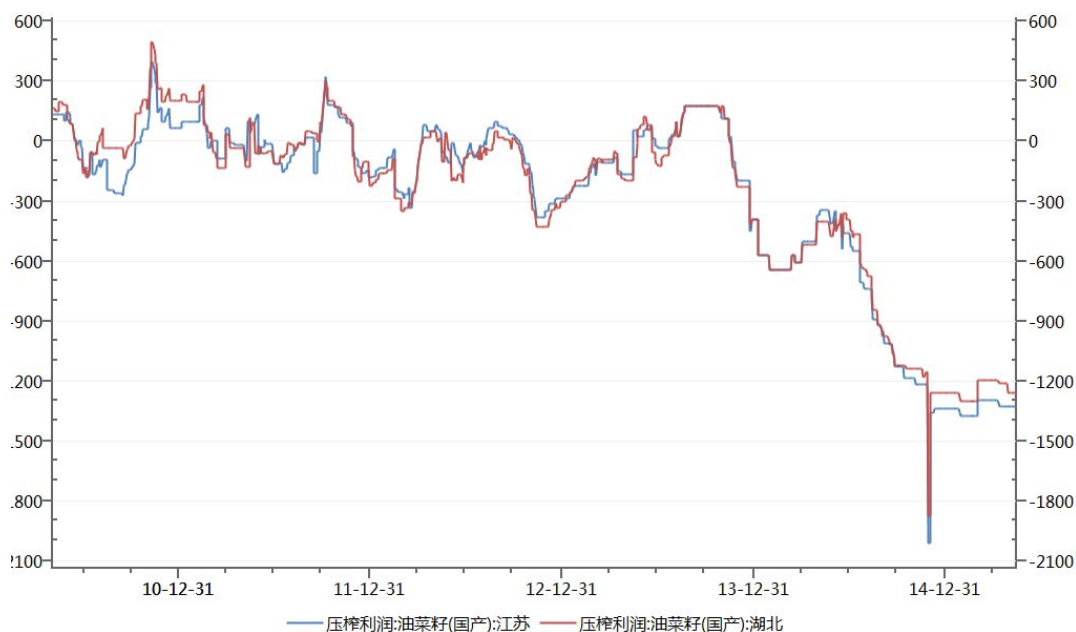
JCI：近年来国内大豆进口月度统计

月份	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
10月	381	403	419	410
11月	570	416	603	604
12月	542	589	740	852
1月	461	478	591	687.6
2月	383	290	481	426.2
3月	483	384	462	449
4月	488	398	650	531
5月	528	510	598	639
6月	562	692	638	720
7月	587	720	747	750
8月	442	637	603	
9月	497	470	503	
总计	5924	5987	7035	6068.8

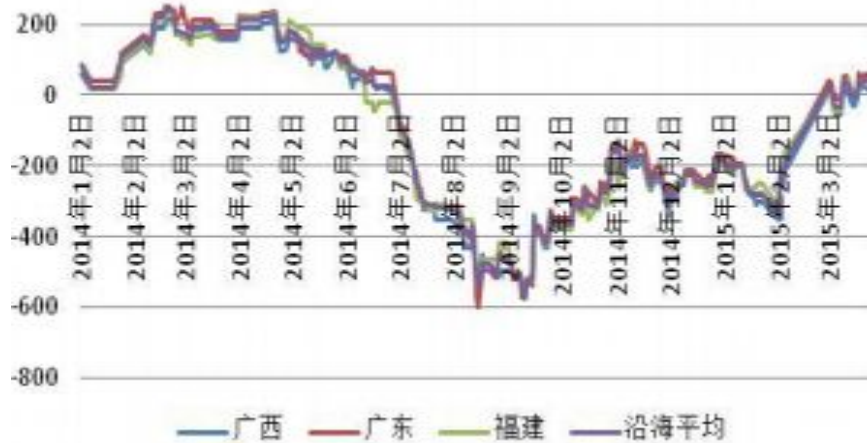
数据来源：汇易网

根据汇易网数据显示，进入5月份后，进口大量到港量会出现明显回升，预计5月下旬后油厂开机率将总体回升，豆粕库存水平的回升将会对现货价格持续施压。

2. 油菜籽压榨利润



进口油菜籽压榨利润



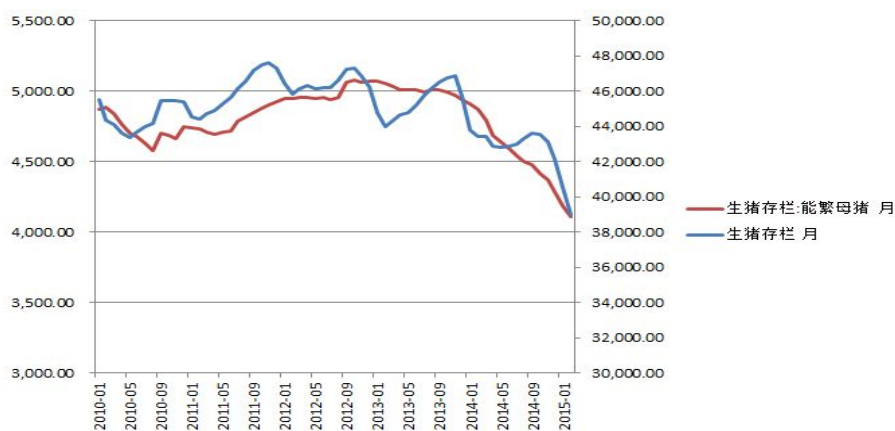
数据来源：wind、天下粮仓

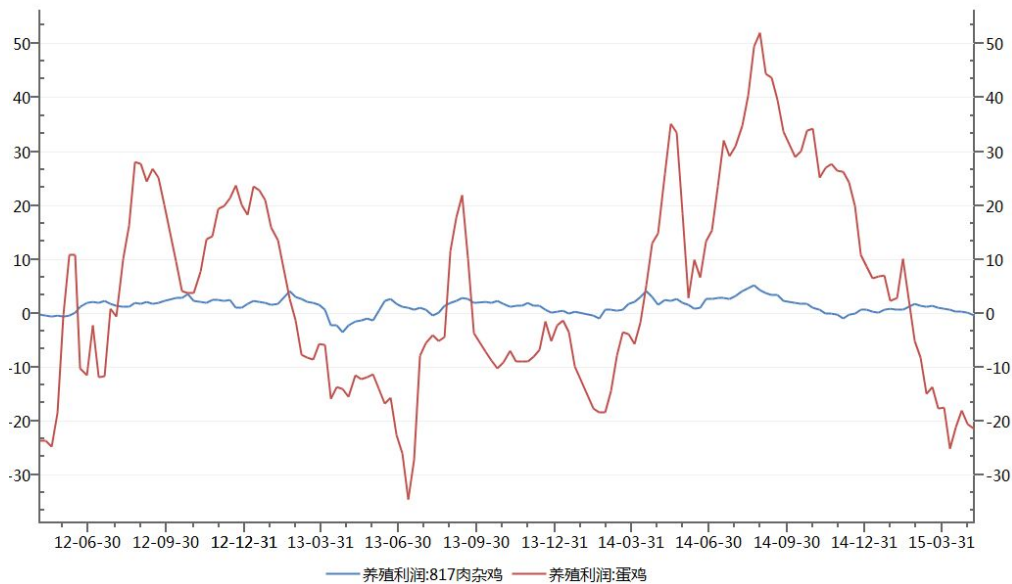
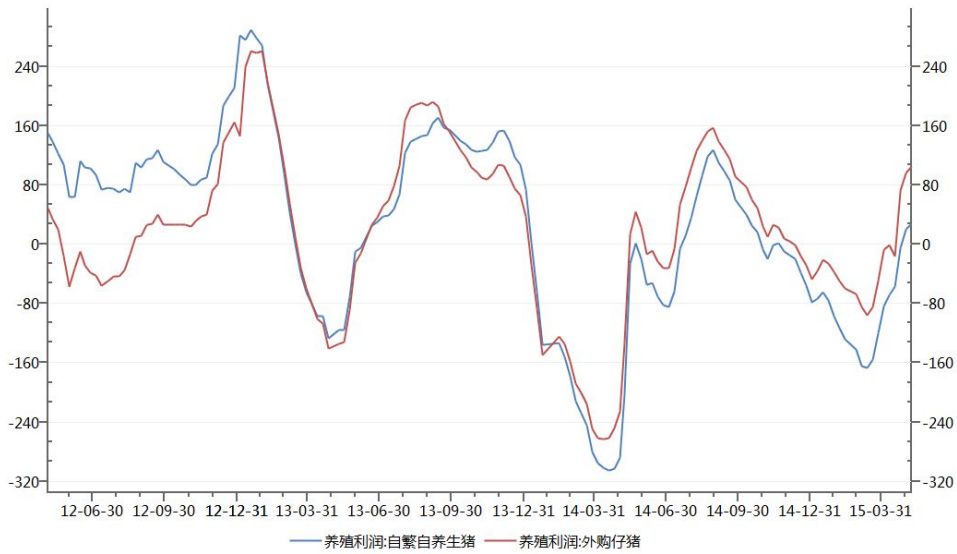
国产油菜籽自 2013 年以来压榨利润一路走低，现在压榨亏损 1200 以下。进口油菜籽的压榨利润自 2015 年 3 月以来扭亏为盈，带来 4-6 月油菜籽的进口量较第一季度有明显增加。

5-7 月进口大豆和油菜籽的大量到港，供应压力的逐渐释放会持续施压现货价格，现阶段油厂积极预售远期合同，且价格不断下降。油厂压榨利润的下调和油脂基本面的改善，促使油厂转而挺油，使得粕类价格受压。

三 . 消费方面分析

1. 国内养殖市场情况





数据来源：wind

统计数据显示，我国生猪存栏和能繁母猪存栏数量继续下滑，2015年3月生猪存栏3.87亿头。能繁母猪存栏4040万头，继续小幅下滑趋势。但猪肉价格持续上涨带来养殖利润的回升，显示我国生猪养殖业有回暖迹象，但由于存栏量较低会导致豆粕市场消费存在滞后性。一般来说，饲料的景气周期滞后于猪价拐点4-6个月，如果3月是猪价的拐点，那么7-9月期间养殖饲料的需求会明显好转。

2014年在经历蛋鸡收益大幅提高的背景下，禽类的补栏积极性高涨，但最近随着养

殖收益的下滑，预计禽类补栏增幅会下滑，禽类饲料需求相对维持稳定。

水产养殖逐渐处于启动状态，但下游企业出于对5月中下旬后进口大豆和油菜籽集中到港施压价格的担忧，采购并不积极，持续低库存和减缓采购节奏。

四．两粕后市展望与操作建议

需重点关注因素：

1.供应端的压力

大豆的供给宽松是豆类价格上涨的最大障碍。2014/15年度的丰产已成定论，2015/16年度美豆产量USDA报告预估仍然在历史高位。此外，需特别注意的是USDA报告中2015/16年度预估产量使用的种植面积和单产数据是沿用前期报告数据，未做改变，市场有机构认为该数据偏于保守，存在在后期报告中调整的可能。目前美豆种植进度良好，供给宽松的局面仍会持续，但预计未来天气炒作将会成为影响美豆价格的重要因素。

南美大豆陆续上市，其丰产的压力和相对美豆更具优势的价格，都会对两粕的价格产生重大压力。对南美大豆而言，近期的罢工暂未对运输物流造成巨大影响，市场对此也没有过多的炒作。但目前仍是南美大豆运输的关键期，仍需对物流炒作保持密切关注。

从国内压榨利润来看，有利可图刺激油厂进口，提高开工率。油厂的良好榨利会带来期货盘面套保的压力，现货上也会加大供给的宽松度。5-7月进口大豆和油菜籽的大量到港，供应压力的逐渐释放会持续施压现货价格，现阶段油厂积极预售远期合同，且价格不断下降。油厂压榨利润的下调和油脂基本面的改善，促使油厂转而挺油，使得粕类价格受压。

2. 中国油菜籽收储预期

今年中国油菜籽收储政策还不明朗，据市场传言，今年国家仍然决定对油菜籽实行收储政策，但对于收储方式，坊间传闻不一。有传言托市价格与去年一致，为5100元/吨。历年收储政策会在5月底和6月初公布，时间临近，政策未明，在此敏感期需要关注对此的炒

作。

3. 美豆 CFTC 持仓变化

关注焦点为净空单数量的变化，如净空单数量扩大，则美豆价格挑战去年低点。如果净空单数量减少，甚至变为净多单持仓，那可以期待空头回补带来的反弹行情。如果净持仓在多空零轴徘徊，那么美豆价格也相应地在低位区域徘徊的可能性加大。

4. 需求方面的启动

饲料方面的需求，生猪价格的持续回升，提升养殖企业的补栏积极性，但由于目前存栏量较低导致豆粕市场消费存在滞后性，豆粕需求上存在短空长多的判断。水产养殖逐渐启动，但下游企业出于对 5 月中下旬后进口大豆和油菜籽集中到港施压价格的担忧，采购并不积极，持续低库存和减缓采购节奏。

操作建议

从短期供需来看，供应宽松，需求表现不佳，价格上涨压力巨大。相对而言，菜粕处于季节性的消费旺季，在供需面上会优于豆粕。但受累于两者价差处于历史低位区域，菜粕难以摆脱豆粕的走势影响。值得关注的 5 月底左右中国油菜籽的收储政策的影响，不排除会对该政策进行一番炒作。对于豆粕的需求，我们维持短空长多的判断。

另一个可重点参考的数据是美豆指数价格，在美豆指数价格没有跌破 912 区域之前，国内两粕都以低位震荡看待。操作上而言，1509 菜粕 2100-2300 区间，豆粕 2600-2800 区间，以震荡操作思路为主。对应的操作策略为每 50 点区间操作策略。以每 50 点划为小区间，区间内区间操作，区间外可顺向持仓，震荡区间随之变为下一个 50 点区间。上方压力 1509 菜粕 2300-2350 区域，1509 豆粕 2800-2850 区域，突破该压力区域操作策略改为逢低做多。若美豆跌破 912 区域，国内两粕对应也以逢高做空为主，下方可期 200 点左右空间，1509 豆粕 2350-2450 区域，1509 菜粕 1850-1950 区域。