

大豆豆粕季报

美国新作天气风险犹存 但三季度国内豆粕需求可能成为风险因素

中粮期货研究院 油脂油料

2019-06-28

【观点】

短期内因天气改善播种推进，CBOT 大豆价格可能存在小幅回调的需求，但天气风险依然不能排除，基于一般年份的天气炒作，三季度 CBOT 大豆价格高点可能 1050 美分附近，对应豆粕价格高点可能在 3200 附近，高点出现的时点可能在 7 月的概率更大。三季度国内豆粕走势可能弱于 CBOT 大豆，豆粕基差、进口大豆盘面榨利可能维持弱势。

【分析师】

阳林钦

010-59137057

yanglinqin@cofco.com

从业资格号：F0311519

投资咨询号：Z0011819

【综述】：二季度 CBOT 大豆和国内豆粕价格的波动显著增加，此外南美贴水和人民币汇率的波动对进口成本的影响也不容忽视。造成二季度内外市场波动增加的核心因素是中美贸易前景再起波澜以及严重的洪涝造成美国春播创下历史最慢进度。展望三季度，人民币汇率、南美的贴水、美国大豆的出口前景依然高度依赖中美谈判前景，从而加剧产业和机构决策的风险。另一方面，三季度国内外市场自身的供需面，核心交易因素是美国新作大豆的单产和国内豆粕需求，美国新作面积如何调整等待 6 月底 USDA 面积报告给出官方验证，此后市场将转移至交易单产。进入 6 月之后，国内豆粕需求边际恶化，三季度需求的表现可能成为拖累豆粕价格单边、豆粕基差和进口大豆盘面榨利的核心因素。

【核心因素】：美国新作大豆的单产
豆粕需求

【预期偏差】：人民币、雷亚尔、比索汇率
中美谈判的进展

2019 年二季度行情回顾

二季度 5 月份，国内豆粕价格走势结束了长达 3 个多月的底部窄幅震荡，迎来了突破性上涨，豆粕指数盘中最高突破了 3000 元整数关口，但 6 月走势没有延续上涨，而是围绕中枢 2900 元窄幅震荡。

对比国内豆粕走势和 CBOT 大豆走势，可以将二季度的走势分为三个阶段：第一阶段是 4 月至 5 月上旬，内外走势分化，CBOT 大豆价格加速下跌，主导因素是中美贸易谈判破裂，这个阶段 CBOT 市场的反应早于国内豆粕；第二个阶段是 5 月份，内外走势回归，基本面共同受到美国春播进度严重落后、市场担忧面积下调的影响，此外人民币贬值、南美贴水上涨也推高了国内豆粕成本；第三个阶段是 6 月份，国内豆粕走势弱于 CBOT 大豆，主要原因是人民币升值、国内豆粕消费边际恶化。

图 1： 豆粕指数价格走势（周线级别）



数据来源： 中粮期货研究院

图 2： 美豆指数价格走势（周线级别）



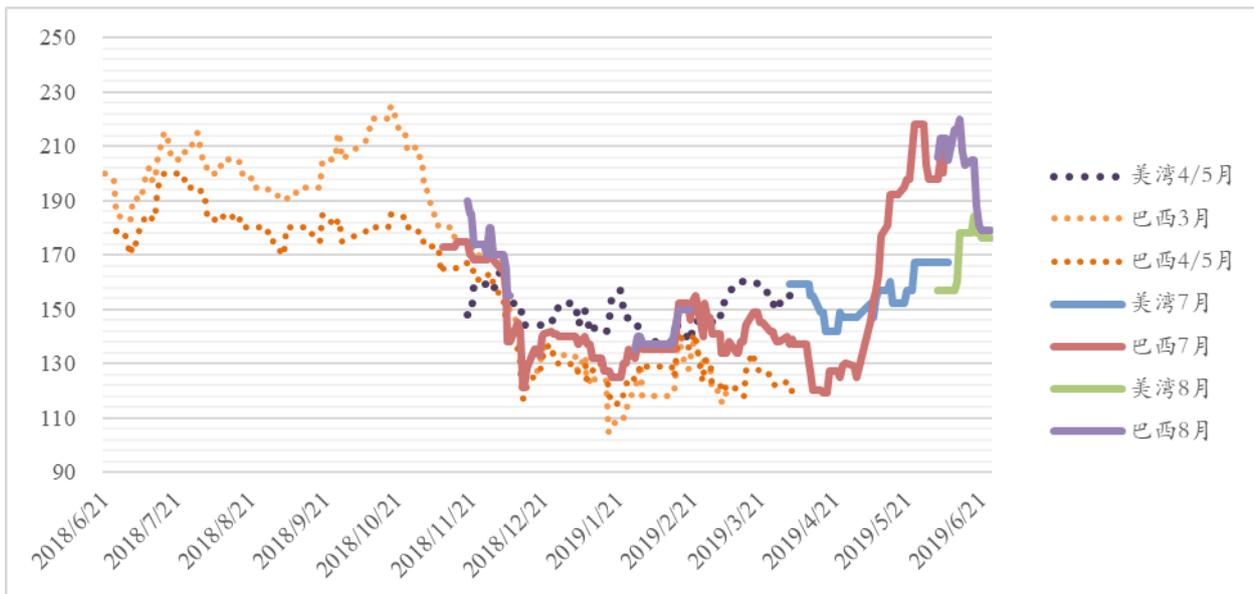
数据来源： 中粮期货研究院

图 3： 人民币汇率的波动 (周线级别)



数据来源： 中粮期货研究院

图 4： 美国和巴西大豆出口贴水对比 单位：美分/蒲式耳



数据来源： 中粮期货研究院

二季度核心因素分析

一、美国新作交易热点由面积向单产转换

美国时间6月28日中午12点(盘中)USDA将要公布面积报告,将对本年度异常复杂的播种形势,给出官方的指引。一般情况下,往年7-12月的月度供需报告都会直接引用6月面积报告中的播种面积,在次年1月报告中再进行修正。偶尔有例外,会在早于1月的某个月份进行修正,例如,2013年缺失10月报告,在11月报告中对13/14年度的播种面积进行了下调。鉴于本年度播种进度之缓慢在历史上从未出现过,有可能在接下来的10月-1月期间修正面积,再次修正之前,市场对于面积的交易将会暂告一段落。

下面是路透公布的市场对于大豆、玉米、小麦面积的平均预期,和USDA3月报告对比,市场预期玉米播种面积将会有大幅下调,平均预期下调614万英亩,而大豆、小麦的播种面积调整幅度微小。本次的报告主要的看点也在于如何调整玉米的播种面积。由于今年的播种形势异常复杂(详细阐述请参考文章《豆粕涨停背后:美国异常复杂的播种形势》),市场对于玉米、大豆的播种面积的调整存在较大的分歧。**我们的观点是认为玉米、大豆的6月面积数据高于市场平均预期(仅供参考)。**

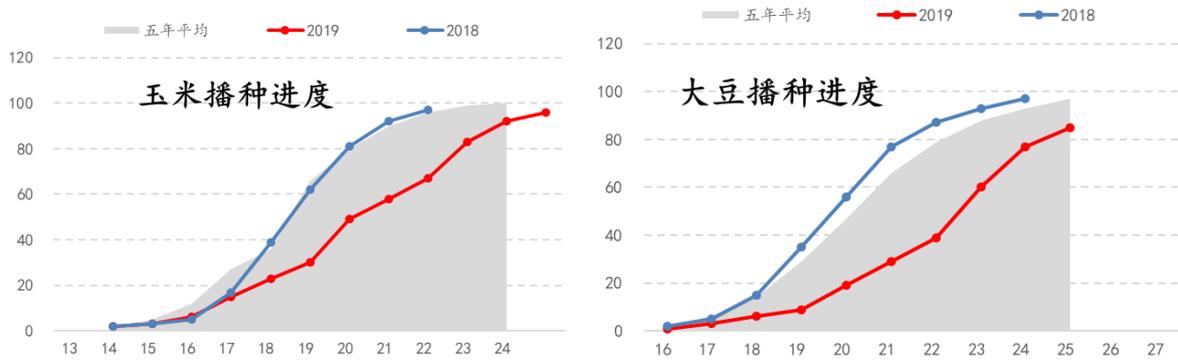
USDA 播种面积(百万英亩)

	USDA 2019年6月1日	平均预测	预测区间	INTL FCStone 来自Arlan Suderman*	USDA 2019年3月	USDA 2018年最终
玉米		86.662	82.0-89.8	88.80	92.8	89.1
大豆		84.355	81.0-86.5	86.50	84.6	89.2
总小麦		45.654	44.5-46.1	45.38	45.8	47.8

下面是大豆、玉米的播种进度。玉米是截止6月23日播种完成96%,较一般年份落后3周左右。大豆截止6月23日播种完成85%,较一般年份落后2-3周。目前大豆和玉米的优良率都处于历史同期极差的水平,但无论是大

豆，还是玉米，生长窗口还较长，基于初期的优良率来预判单产指导意义并不大。在预判单产的问题上，还要考虑到自 14/15 年以来，实际单产远高于趋势单产的规律。总体上来说，由于今年播种延后，玉米、大豆定产的时间也会延后，对天气的敏感性会增加，单产的不确定性增加。

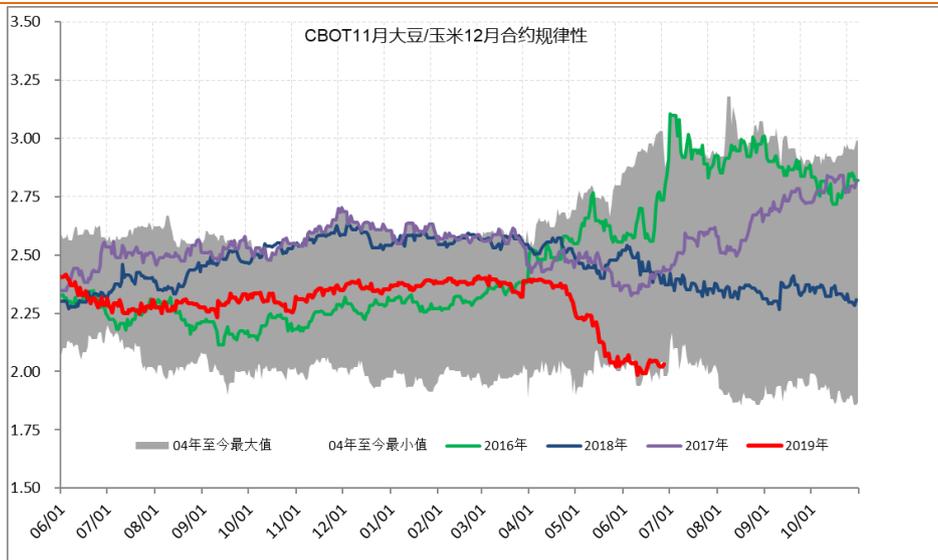
图 6：大豆、玉米的播种进度



数据源：USDA

下面是大豆/玉米比价，玉米的涨幅远高于大豆，本年度播种期玉米价格上涨，我们认为是农民在考虑弃种、改种大豆、继续种植玉米的问题上重要的考量因素。

图 7：大豆/玉米比价



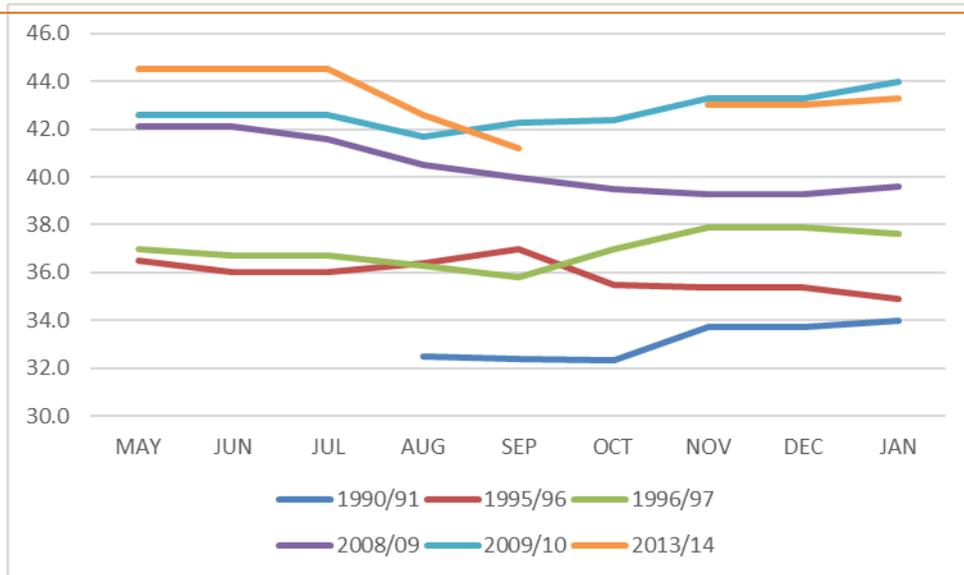
数据源：中粮期货研究院

历史上晚播年份的最终单产和趋势单产比较

从 1980 年至今，有比照意义的晚播年份包括 2013 年、2009 年、2008 年、1996 年、1995 年、1990 年。这里面需要注意的问题是，在过去将近 40 年的时间里，大豆作物的播种进度是在逐渐加快的。举例来说 1980-1990 年期间，截止 6 月 9 日的平均播种进度是 76%，91-00 年期间为 79%，01-10 年期间为 87%，11-18 年期间为 86%。以上筛选出的播种落后的年份，已经考虑了播种加快这一因素。

从以上这些年的单产调整,结合当年的大豆生长季节的降雨来看,并不存在晚播会导致最后单产低于趋势单产,真正重要的原因还是在于作物关键生长期的降雨情况,例如08年和13年,单产下调的原因是干旱少雨而不是晚播。

图8: 2013年、2009年、2008年、1996年、1995年、1990年单产的调整情况



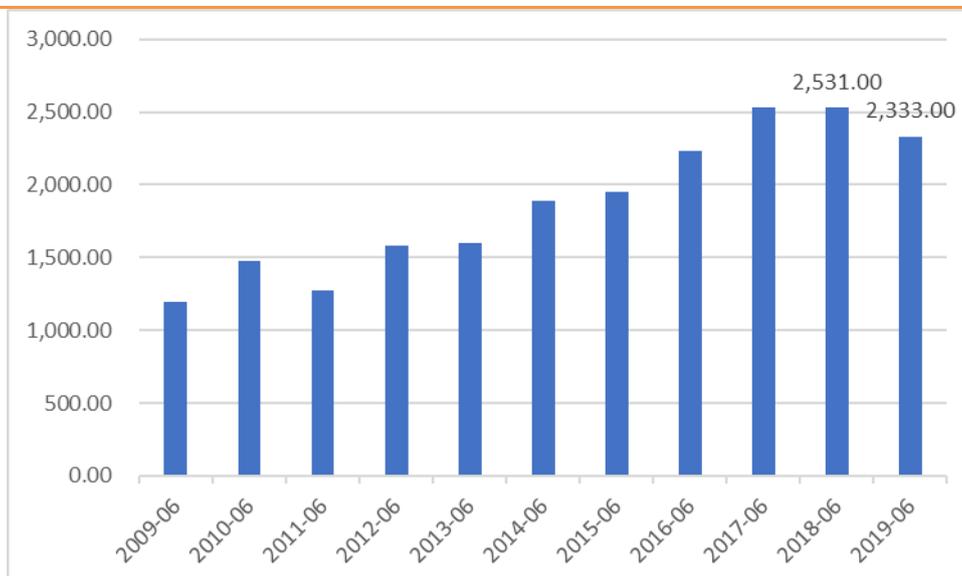
数据源: USDA

二、三季度豆粕需求可能成为拖累国内豆粕价格的风险因素

国内豆粕供应端来看,2季度进口大豆(海关口径,6月值为到港口径的预估值)量2333万吨,1季度为1684万吨,去年2季度为2531万吨,同比减少约200万吨,上一次出现下降还是2011年,当年2季度同比减少200万吨。2季度的进口大豆供应量远大于1季度。

截止6.21日天下粮仓口径下的压榨量是2246万吨,去年同期是2118万吨,同比增加128万吨。同比去年来看,进口大豆供应减少但压榨增加,大致推算豆粕需求好于去年二季度,但是需要考虑到去年二季度因为养猪利润深度亏损倒逼豆粕需求惨淡。环比来看,二季度的豆粕需求也明显好于一季度。

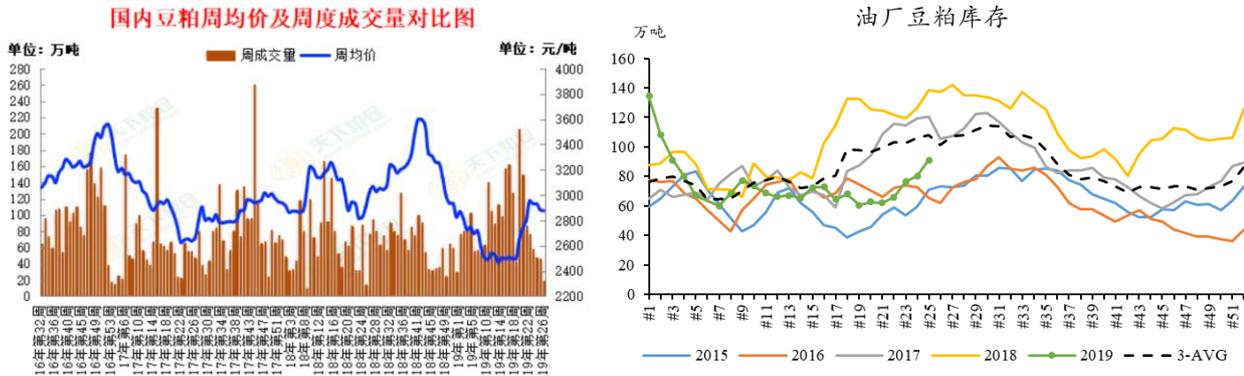
图9: 历年1季度进口大豆量 单位: 万吨



数据来源：海关总署 2019年6月为预估值

然而进入6月后，豆粕需求表现开始边际恶化，体现在豆粕基差下降、豆粕库存增加和成交放缓。以华东地区豆粕7-9月的基差报价来看，6月期间基差下跌了30-50元左右。进入6月，豆粕的现货和基差合同总成交明显放缓，其中尤其是基差成交明显放缓，体现出下游对基差看弱的预期很强。

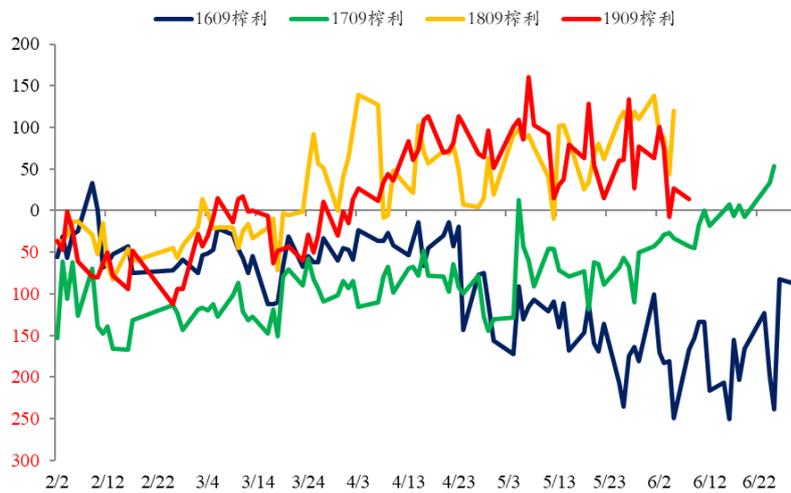
图 10：国内豆粕周度成交和库存



数据来源：天下粮仓

进口大豆盘面榨利恶化，主要原因也是受到国内豆粕相对于 CBOT 大豆走弱拖累，其他因素，包括汇率升值、贴水小幅走弱，都是有利于榨利走强的因素。

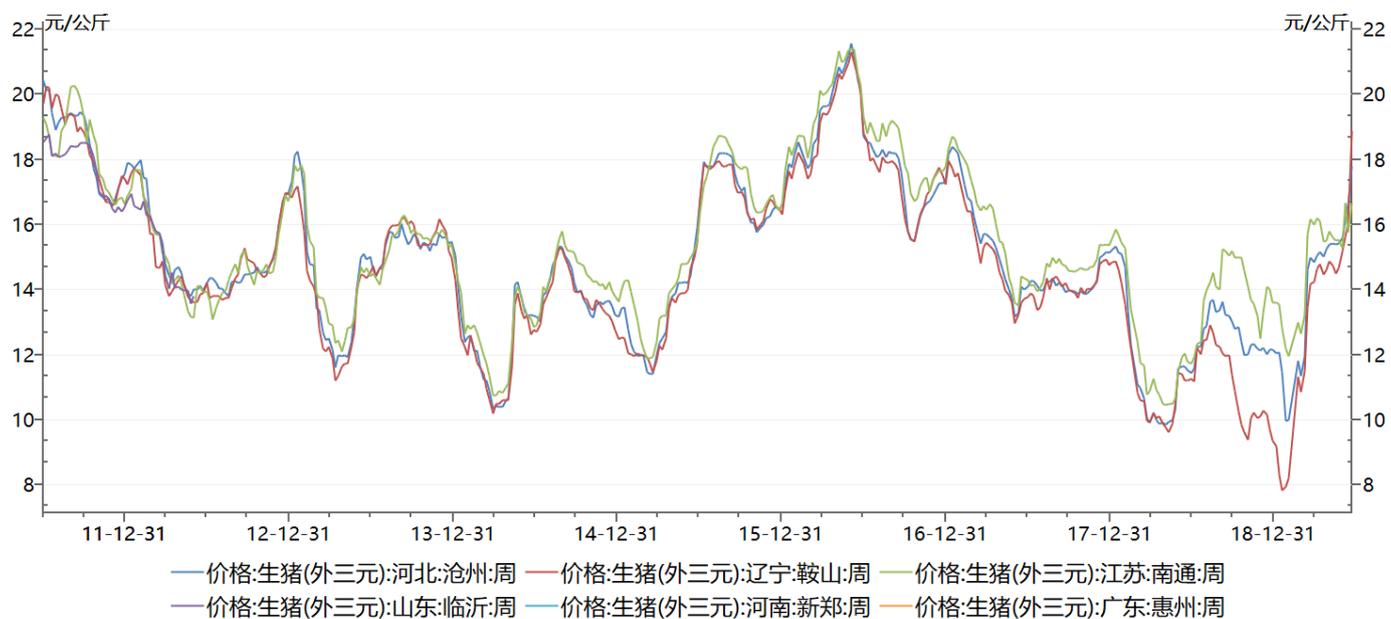
图 11：巴西进口大豆盘面榨利恶化 单位：元/吨



数据来源：中粮期货研究院

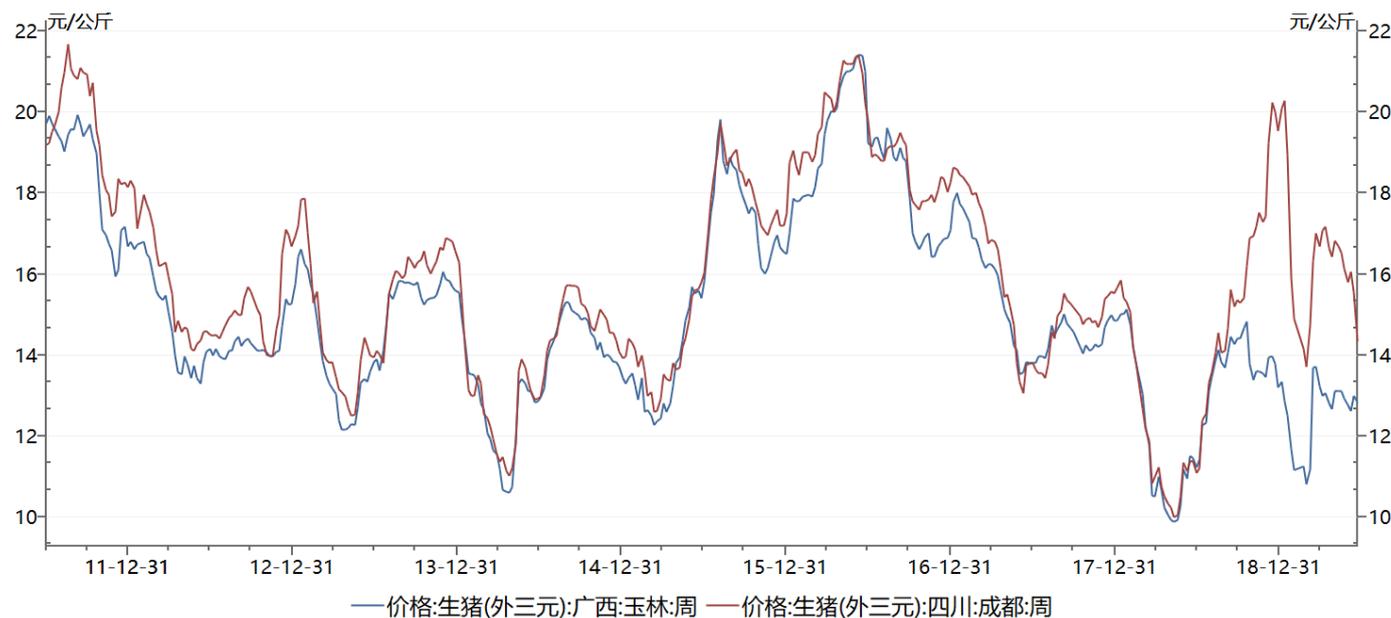
我们分析造成豆粕需求边际恶化的原因主要是两广、西南地区生猪疫情扩散，这从两广、西南地区的猪价和全国其他地区的猪价走势背离可以得到验证。替代方面，豆菜粕价差虽然朝着更低的水平运行，但是豆粕绝对价格接近 2900-3000 的高位，造成饲料成本增加，不利于豆粕添加。此外，近期南方多地洪涝严重，水产投料受到影响，也是影响豆粕需求表现的因素之一。

图 12：全国生猪价格



数据来源：wind

图 13： 全国生猪价格



数据来源：wind



更多资讯，请关注中粮期货研究中心公众号

【风险揭示与免责声明】

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州三家期货交易所全权会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据其个人认可的公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议。相关人士不得依赖本报告取代其独立判断。**任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。**本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. **本公司及分析师对这些信息的真实性、准确性和完整性不做保证。**本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制、歪曲、修改本报告之内容。