

豆粕：供大于求，下跌在即

投资要点

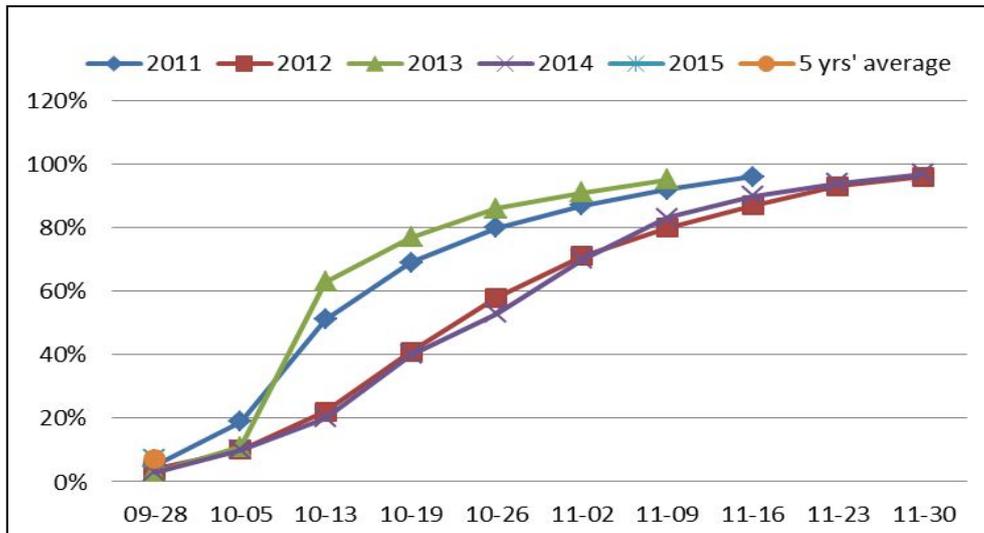
1. 美豆丰产已成定局，收割压力仍未全面释放，但大豆出口特别是对中国出口同比放缓，大豆价格不理想，美国农夫面临两难选择。
2. 南美货币贬值趋势料仍将延续，廉价的南美大豆将挤占更多的全球市场份额。另外货币贬值将刺激农户播种更多的大豆。
3. 生猪存栏恢复缓慢，短期国内消费下滑。豆粕在饲料中的高性价比将受到玉米价格下跌的影响。
4. 美豆当前面临丰产和南美大豆竞争的双重压力。国内饲料消费低迷，因水产饲料进入消费淡季；玉米预期价格下跌，会拖累未来豆粕在饲料消费中比例。同时考虑到南美货币贬值的情况很难更本性扭转，中期仍会有对豆类市场产生压力。

一、美豆丰产已成定局，销售价格偏低，农夫面临两难选择

2015 年美豆优良率并没有像播种初期那样想象的糟糕。当作物接近成熟的时候，市场发现，2015 年的优良率，仅次于创纪录的 2014 年，也是过去五年中的第二好的单产水平。这其中非常重要的因素归功于今年的持续降雨。截至到 9 月 29 日，美豆优良率为 62%，上周为 63%，去年同期为 72%。

目前美豆收割率已经超过 1 成，在接下来的数周里，美豆收割还会大幅加快，从近期的天气预报来看，美豆主要产区干燥少雨，利于作物加快成熟，预计未来美豆收割不会太大问题。而从初期的各地收割数据来看，今年各地作物的单产都好于农户预期，这暗示美国农业部在 10 月供需报告中的历史第二高单产，并非毫无根据可言。而投资市场中的各家机构，也逐步上调自己预估的单产，并与美国农业部的数据越来越接近一致。

图一 美豆收割进度

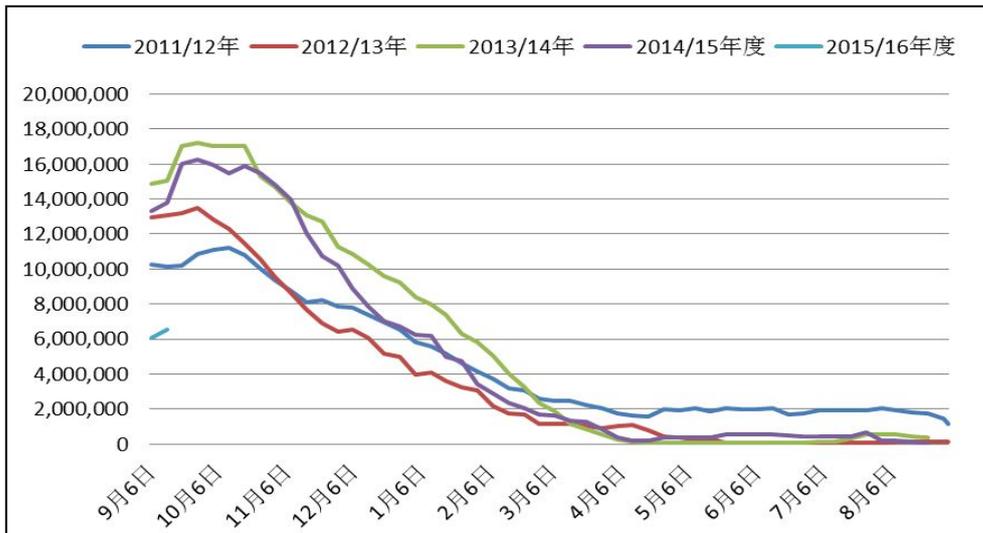


资料来源：USDA 东海期货

美国农户今年将要面对的一个问题是：收获时的价格并不理想，甚至有低于成本的可能。按照之前美国在播种初期的成本预估，2015年美国农户的大豆种植总成本为479.74美元/英亩，按照9月供需报告的单产47.1蒲式耳/英亩，美国农户的种植成本大概在10美元左右。以当前美国期货市场的价格来870美分来看，美国农户今年将面临亏损出售的状态。

一方面是获得历史第二高单产的丰收，另一方面价格却低于成本，这让美国农户陷入两难境地。特别是中国需求更多转移至南美的背景之下，美国农产的惜售情节就在所难免。这也是2015/16美豆的出口销售进度普遍较过去三年偏慢，特别远低于2014/15年的销售进度的主要原因。

图二 本年度美豆对中国出口慢于往年

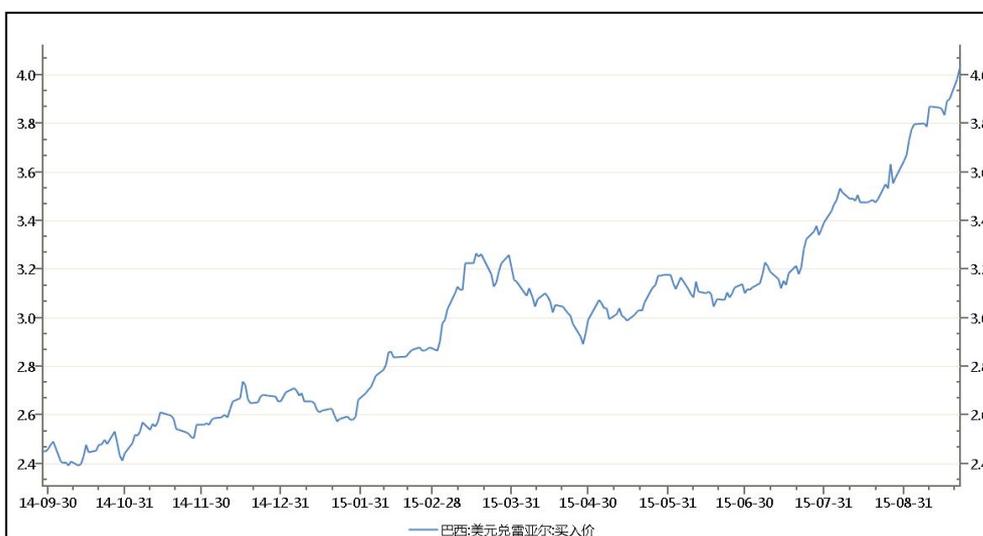


资料来源：USDA 东海期货

二、南美货币贬值趋势难改，南美大豆将挤占更多出口份额

南美贬值成为南美大豆挤占全球大豆市场的主要途径，也成为未来南美大豆种植面积继续扩大的更本原因。对于今年巴西大豆的产量和种植面积，多数机构都认为会进一步增加。FCStone 预计 2015/16 年度巴西大豆播种面积将增长 4%，主要原因是传统的夏季玉米播种面积提高。巴西国内行业机构 Celeres 发布最新的预测数据，预计 2015/16 年度巴西大豆播种面积将增长 2.3%，达到 7950 万英亩。Celeres 预计 2015/16 年度大豆产量为 9710 万吨；作为对比，福斯通公司称，基于历史平均单产规模，大豆产量有望超过 1 亿吨。

图三 美元兑雷亚尔走势



资料来源：WIND 东海期货

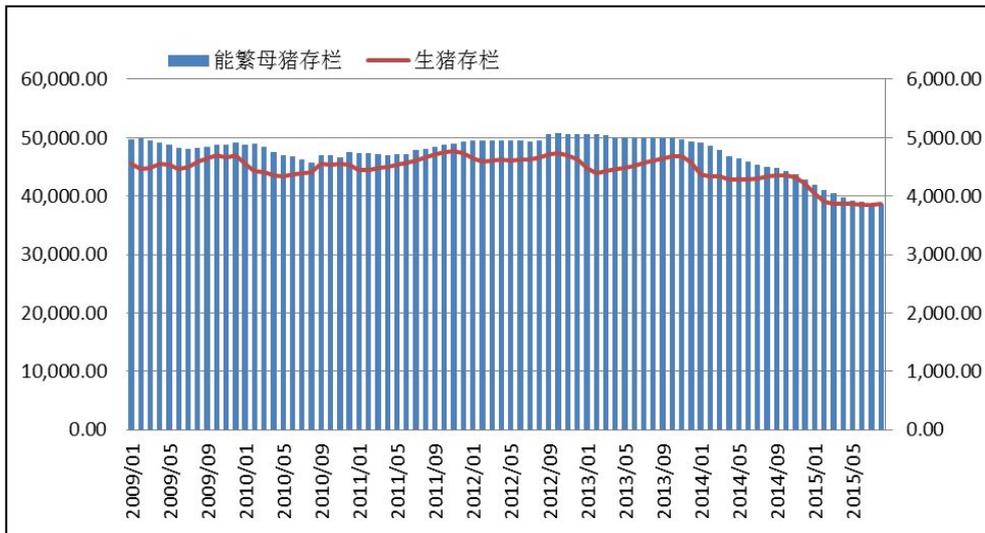
巴西货币贬值趋势并非短期趋势，巴西国内经济糟糕，其国债被国际市场认为有较大风险。国际评级机构标准普尔将巴西主权债务评级从 BBB- 降为垃圾级的 BB+，评级展望为负面。由于一些投资机构规定不能买进任何评级为垃圾级的债券，因此巴西失去投资等级可能引发这些机构抛售巴西资产。指望巴西经济恢复活力，扭转之前的颓势需要强势政府的货币政策或财政政策。不过，当前巴西总统罗塞夫面临贪污调查，无论是在国会还是民意方面都受到制约，指望巴西经济情况依靠强势政府来扭转几乎不可能。如此看来，巴西货币雷亚尔的贬值步伐可能在年底前不会短期停止。

在阿根廷方面，阿根廷新一届政府选举在 10 月 25 日未能决出胜负，将于 11 月 22 日进行第二轮投票，而目前而言，几乎所有的总统候选人都对农产品出口关税都有新的调整政策，大豆出口关税限制或将放开，考虑到阿根廷大豆超过 3000 万吨的库存，以及新豆的供给，这将会给原本供给相对过剩的全球大豆市场带来新的压力。

三、短期国内饲料消费下降，玉米价格下跌将影响豆粕的添加份额

随着气温不断下降，水产养殖业将逐步结束，且霜降过后，冷空气频发，生猪疫情增多，生猪出栏增多，当前生猪存栏率依旧较低，短期看生猪价格已经难有进一步的上涨能力，一方面前期能繁母猪存栏数下降到低点以后，下跌速度已经明显放缓，底部形态突出；另一方面，3-6 月的生猪价格上涨已经足够刺激养殖业增加投栏，扩大供给。此时继续指望生猪价格上涨对饲料消费进一步刺激，已经没有太多的预期型利好。禽类需求也显一般，终端需求放缓，这将令饲料产量也随之下降，而在期货市场表现偏弱情况下，饲料企业入市也较为谨慎。

图四 国内生猪存栏量恢复尚需时日



资料来源: WIND 东海期货 单位: 万头

从蛋白类饲料来看, 豆粕当前价格无疑是非常具有竞争性的, 除了在水产料, 其在养殖业的食用比例基本可以挤掉大部分菜粕原来的市场份额。同样, 豆粕前期与玉米价格之间的比价关系也在支持豆粕在饲料添加比例中获得更大份额, 但是玉米价格今年呈现收储政策转向预期。今年9月22日的国家临时存储玉米收购价下调至2000元/吨, 降幅10%, 对玉米市场带来较大冲击。期货市场上2016年9月合约的远期价格已经跌至1750水平。从这个角度看, 市场预期玉米价格大幅下降, 或许对未来豆粕在饲料添加比例的份额受到影响。这意味着, 从远期看, 豆粕在当前价格下, 性价比不一定能在中远期的预判中长期占有比价优势, 也暗示着价格似乎仍有下降空间。

四、后市展望与操作建议

总体而言, 我们认为, 美豆当前面临丰产和南美大豆竞争的双重压力。国内饲料消费低迷, 因水产饲料进入消费淡季; 玉米预期价格下跌, 会拖累未来豆粕在饲料消费中比例。同时考虑到南美货币贬值的情况很难更本性扭转, 中期仍会有对豆类市场产生压力。操作上豆粕建议做空为主。

免责声明

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。