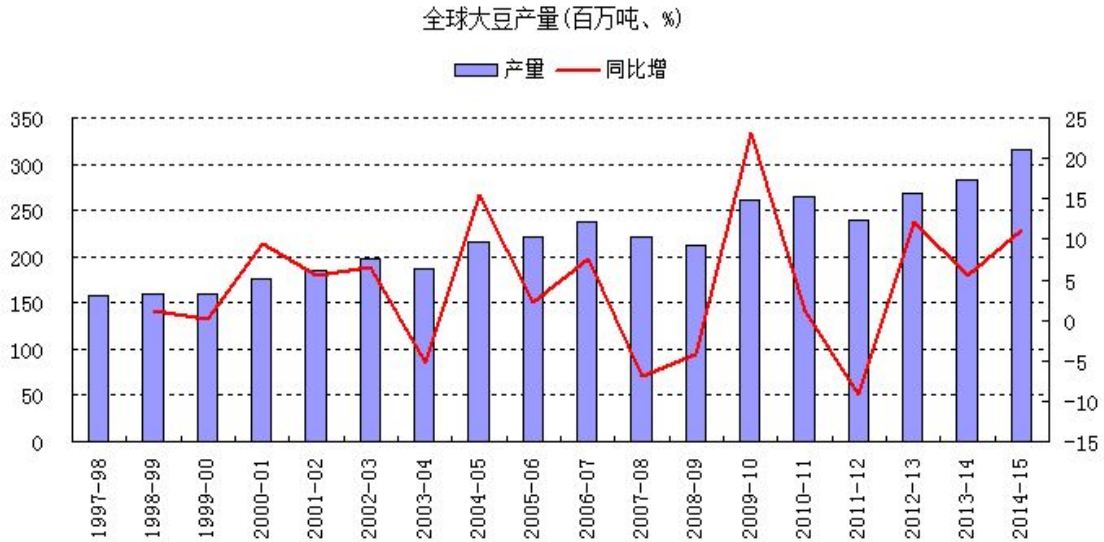


基本面已经改变 油粕套利走高可期

库存状态已经改变 豆类增加油脂略减

图 1：全球大豆产量图



数据来源：USDA 招金期货研究院

图 2：全球大豆库存图



数据来源：USDA 招金期货研究院

从图 1 和图 2 近 20 年全球大豆产量和库存量来看，全球大豆产量和库存一直处于增长态势，首先看产量方面，只有个别年份产量同比是负值，特别是在 11-12 年度之后，受益与中国大豆蛋白的强劲需求，全球大豆产量继续大幅增加，三个年度产量分别为 2.69 亿吨、2.84 亿吨和 3.15 亿吨，同比增加 12.2%、5.6%和 11%，尽管增加的幅度没有 04-05、09-10

年度增加幅度大，但是这三个年度增加的基数是在 11-12 年度 2.4 亿吨之上，巨大的基数加上连续三年增加，14-15 年度产量位 3.15 亿吨会是压制豆类整体价格上涨最大的障碍。

豆类经历连续大牛市，豆粕现货需求大加上油脂市场的不景气，油厂纷纷做出挺粕弃油的策略，这样的确短期推高了豆粕的价格，但这样只能延迟原本应来的下跌，从图 2 的全球大豆供需格局来看全球大豆期末库存攀升至 8953 万吨，库存消费比达到历史新高的 22%，也就是说全球有超过 20% 的产量难以消化只能以库存的形式进行储存。

2014 年美豆超量的出口降低了原本历史新高的产量，13-14 年度美豆库存降低至 250 万吨，库存消费比也迅速降低到 2.6%，处于低位的库存消费比提振了美豆价格而 7 月 1 号库存数据发布之后美豆价格大幅下挫，原有的牛市也步入了尾声，从 14-15 年度美豆库存和库存消费比来看，库存量达到 1048 万吨，同比增加 400%，库存消费比也从 2.5% 飙升至 10.4%，从历史数据来看库存消费比一旦触及 10%，期价将会有显著回调，而美豆在连续多年低于 6% 的库存消费比迅速增加至 10% 以上，巨大的库存量将会压制美豆 2015 年的行情。

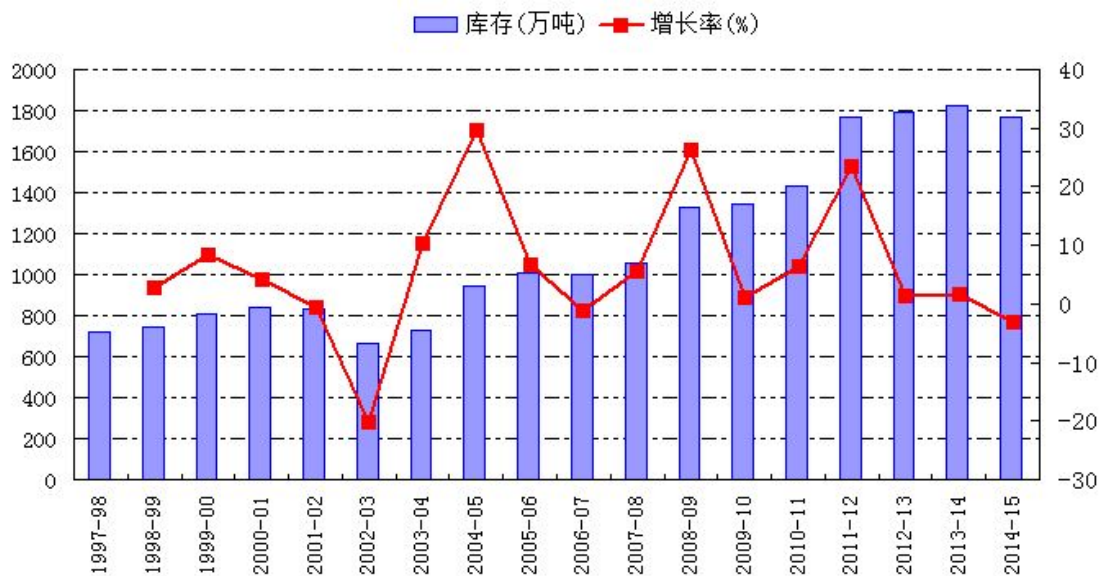
图 3：美豆库存图



数据来源：USDA 招金期货研究院

而全球油脂库存却是处于稳定态势，连续多年都在 1700 万吨以上徘徊，连续 4 年的油脂大熊市也让油脂期价和现货价格腰斩，但是经历了大熊市之后近几个月 USDA 报告的油脂库存趋于稳定，即使全球豆类供应不断增加油脂库存却没有显著增加。稳定的库存量基本上为油脂价格下方提供了足够的安全垫，即使下跌下方空间也很小。

图 4：全球油脂库存图



数据来源: USDA 招金期货研究院

中国大豆进口趋于稳定 油脂进口和库存大幅下滑

中国是世界上大豆进口量最大的国家，2014年共进口大豆7139.9万吨，而同比增幅已经趋于稳定，也就是说在6000万吨以上的基数上尽管进口量略有增加但是总量已经趋于饱和，后期稳定在7000万吨概率很大。而且中国大豆压榨产能严重过剩，开机率也就维持在40-50%，据我们调研情况来看山东日照三家大豆进口商因为信用证问题大幅降低了进口量，同时海关数据显示中国2015年前两个月进口量仍有9.6%增长，而大部分大豆进口进入华东华南油厂，这也与我们调研的数据一致，华南粤西一代豆粕胀库经销商只能开拓湖南、安徽和江西等市场；华东市场的益海和邦基大豆已经集中到港，面对压榨100-200元/吨的利润巨大的豆粕套保盘将是期价上涨的压力。

图5：中国大豆进口量

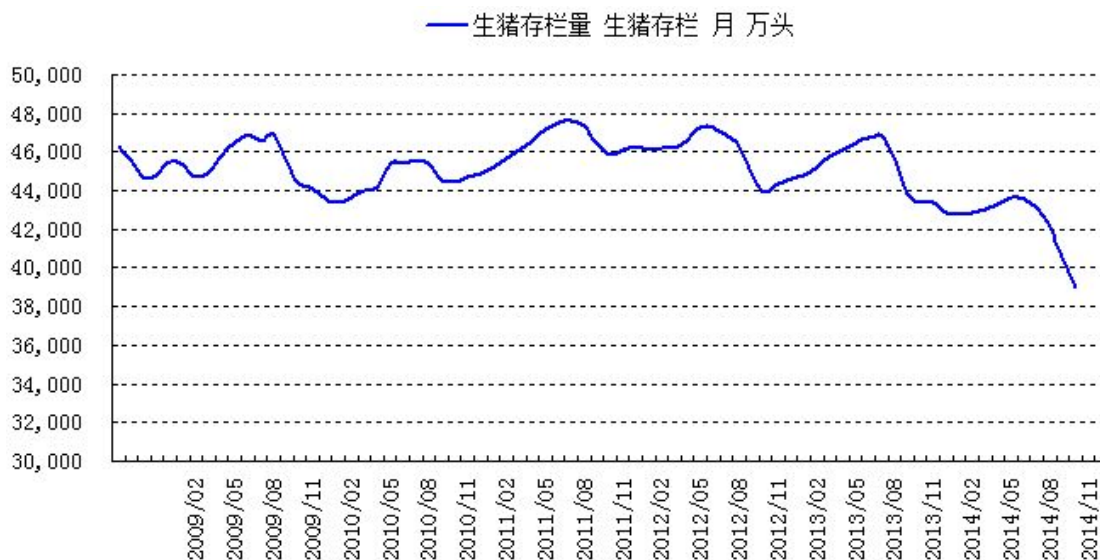
中国大豆年进口量



数据来源：海关总署 招金期货研究院

现货销售不佳，油厂通过期货盘面套保和积极销售远月基差增加了豆粕对市场的供给量，主要原因是下游需求低迷油厂难以挺价。现货市场消费占据 80% 消费的生猪和家禽情况不容乐观，目前生猪存栏量处于低位不足 4 亿头，同比下降 10.2%，去年此时养殖户面对豆粕高价和猪肉低价被迫玉米兑水养殖，农业部 3 月中旬公布的统计数据显示，国内能繁母猪存栏已经连降 18 个月，3 月能繁母猪存栏下降至 902 万头，能繁母猪和生猪存栏的低位与猪肉价格继续萎靡不振整体导致豆粕需求量相对前两年只减不增；家禽业的蛋鸡养殖经历了 2014 年上半年疯狂之后下半年补栏积极性大幅提高，据我们调查中雏鸡出现了提前两个月排队疯抢的局面，连续 4 个月高节奏的补栏也导致今年鸡蛋价格从 5 元迅速暴跌至 3 元/斤，从我们对雏鸡厂、经销商和养殖户近期调研情况来看雏鸡销售价格大幅下挫，缺乏利润存在养殖户补栏意愿降低，2015 年蛋鸡养殖业对豆粕的需求只能保持稳定。从中国大豆进口与豆粕需求情况来看，大豆进口仍在增加，而下游豆粕需求却在萎缩，油厂和贸易商套保盘也压制豆粕大幅走高。

图 6：生猪存栏量



数据来源: wind 招金期货研究院

与大豆进口趋于稳定不一样, 油脂进口量却在降低, 据海关数据表明, 豆油、棕榈油、菜油和油菜籽进口量同比都有一定程度的减少, 把大豆(18%出油率)和菜籽(36%出油率)折算为油脂, 整体上 2015 年前两个月三大油脂进口量减少 70 万吨。同时从库存量上也能看出来, 豆油商业库存从去年同期的 100 万吨大幅降低到 70 万吨, 棕榈油也从去年同期的 120 万吨大幅下挫至 50 万吨。国内油脂的现状是进口量放缓而库存迅速被消化, 低位的库存而绝对价格相对去年同期却降低了 1000-1500 元/吨不等, 调研情况也显示油厂现在油脂销售情况良好, 据我们与油厂沟通的情况俩看后期极有可能出现挺油弃粕的策略。

宏观对油粕影响不同 油粕比处于低位

中国在四万亿投资之后步入了严重的产能过剩, 国家采取多种手段来提振经济, 而地方债高企、土地财政使得国民有了巨大的负债, 负债直接压制了居民的消费, 从去年鸡蛋上涨到 5 元/斤之上消费者抵触心理严重即可看出, 而肉禽类消费的猪肉和家禽饲料源头即为豆粕, 与之不同的是油脂消费, 油脂连续 4 年的大跌已经大大降低了居民食用的成本, 即使经济形势不佳, 作为居民刚性消费而且处于低价位的油脂需求却不会大幅减少。

油粕比在经历多年之后一直处于低位, 后期在库存和消费等因素的制约下油粕比或将在短期时间内回归, 建议在油粕比在 1.9-1.95 之间进行多豆油 1509 空豆粕 1509 操作, 后期看高至 2.0-2.5 之间, 时间周期大约为半年, 止损 1.85。