



供给压力持续增大，豆类熊市寻底格局不变

内容提要：

- 影响豆类市场的两个核心因子是，其一，美联储加息预期下，强势美元格局长期存在；其二，美国、南美接连演绎历史性丰产，供给压力长期存在。两者形成合力，推动市场熊市蔓延，并可能进一步弱化甚至模糊了季节性的反弹。
- 根据往年丰产年份的经验，这种情况下价格低点常常出现在秋季过后国际买家弥补需求时出现。而因养殖和压榨需求动力不足，现货需求买兴热情存疑，价格带动恐不乐观。
- 南美大豆播种面积和产量前景看佳，进一步增加全球大豆供给的压力，国际大豆库存消费比或回升至近十年高位。
- 维持四季度国际大豆价格熊市寻底的判断，大概率盘跌寻底至800到850美分/蒲式耳区域（即金融危机时期的低位区域），豆粕重心追随下移，其中，国内菜粕，或将在相当长的一段时期内，运行至2000元/吨之下，豆粕运行至3000元/吨之下，以消化养殖需求的萎缩；油脂库存压力未除，在金融危机低位区域弱势反复，需求拉动下年末或有回升契机。

分析师

姓名

从业资格号

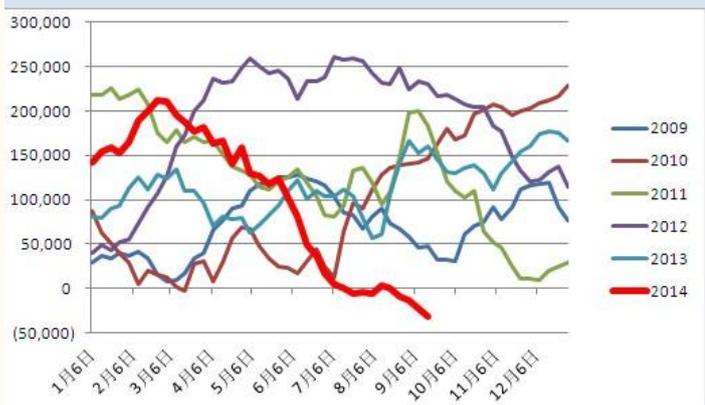
电子邮箱：

第一部分 当前市场呈现鲜明的熊市波动特征

在三季度里，美元指数持续上涨达十周之久，价格飙升至近四年的新高，并录得近半个世纪最长的连涨记录。与此同时，以美元计价的国际大宗商品价格，所遭遇的系统性抛售压力也是空前的，熊市行情不断深化。

国际农产品价格，在谷物本季优越的生长条件下，出现反季节下跌行情。我们以CBOT大豆三季度价格的表现为例，该价格从季初的1190美分/蒲式耳，到9月中下旬987美分/蒲式耳，已经累计下跌17%。CBOT大豆在9月初跌穿1000美分/蒲式耳关口，这是近四年来的首次，熊市寻底势态尚未出现改变。期间，美豆生长优良率在70%到74%之间波动，处于历史同期最佳的状态。USDA在7月、8月、9月供需报告中，连续三次上调历史性单产和产量规模，9月供需报告中，每英亩产量上调至46.6蒲式耳，年末库存上调至4.75亿蒲式耳（1293万吨），新作大豆产量调增至39.13亿蒲式耳（1.065亿吨），多超此前民间机构的丰产预期，全球大豆库存量达到前所未有的规模（9016.7万吨）。

图表 1: CFTC 美豆净多持仓规模变动图



来源：wind、新纪元期货研究所

图表 2: 美豆生长优良率及当年美豆单位产量



美豆净多持仓规模，下半年下滑的速度加大，截止到9月16日，CFTC公布的美豆净多持仓规模-31642手，为近8年以来的新低，净空规模的增加，暗示市场对后市前景进一步看淡。

图表 3: CBOT 大豆价格指数三季度日线图



注：图中时间为 USDA 供需报告发布日

来源：文华财经

国内市场，豆一表现独立仍录得一定涨幅，国产大豆货源稀缺，依赖国储投放，且本年度减产局面持续；另外，恒大粮油进军非转基因粮油领域，国产非转基因豆一消费潜力有待深挖，且大豆政策升级，国产大豆市场趋于活跃，市场信心高涨。但国际大豆下游品种豆粕，出现大幅下跌，国内以菜油、豆油为代表的油脂价格，已跌穿金融危机低点，需求低迷库存高企的压力正不断释放；粕类中菜粕领衔下跌，市场信心低迷，菜粕全线改写上市以来新低，生猪存栏进入周期性缩减，对粕类价格的不利影响长期存在。

图表 4: 国内油料油脂四季度价格表现

类别	名称	2014-06-30	2014-09-19	涨跌幅
油料	CBOT 大豆	1154	958	-16.98%
	DCE 豆一	4452	4581	2.90%
油脂	DCE 豆油	6944	5942	-14.43%
	DCE 棕油	5930	5196	-12.38%
	CZCE 菜油	7008	6098	-12.99%
蛋白粕	DCE 豆粕	3519	2862	-18.67%
	CZCE 菜粕	3091	2180	-29.47%
禽蛋	DCE 鸡蛋	5365	4512	-15.90%

来源：wind、新纪元期货研究所

第二部分 四季度主要影响因素分析

一、养殖需求下滑，四季度难言乐观

2014 年，国内生猪存栏出现十数年来罕见的非疫病大幅度缩减。农业部 8 月数据显示，我国生猪存栏 43282 万头，同比减少 6.23%，环比缓慢增加 0.6%，经历长期的养殖

“寒冬期”，该规模已将至数年来低位；8月能繁母猪4502万头，同比大减10.19%，环比减少0.8%，我国能繁母猪存栏数量的降幅，已经连续数月低于《生猪调控预案》中下降5%的预警值，连续5个月低于正常线4800万头水平。生猪有效去库存、去产能的影响渐显，一方面，国内生猪价格淡季改写年内新高，进入上升周期；另一方面，饲料需求增速放缓，季节性和周期性因素形成共振，饲料类商品下行压力仍待释放。

图表 5: 生猪存栏数据逐月变动图



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 6: 能繁母猪数据逐月变动图

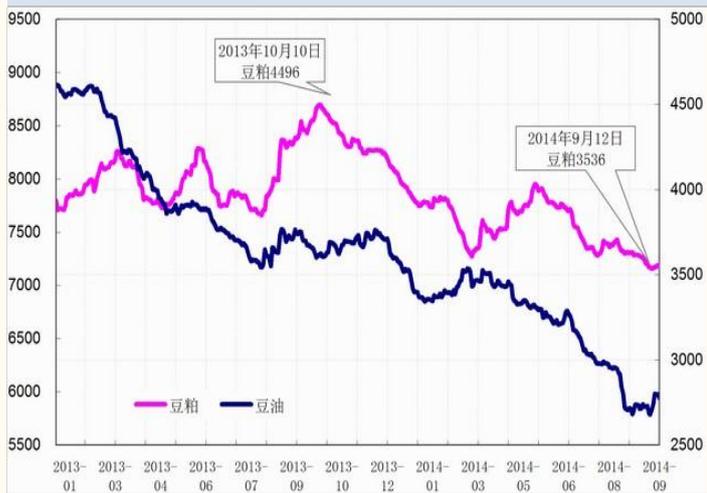


二、压榨长期亏损，将对市场形成抑制

国内豆油、豆粕行情跟随美盘向下调整，整体油厂压榨依然处于亏损状态，为两年多较低水平。目前国内大豆供应整体处于供大于求的状况，国内主要港口进口大豆库存仍维持在670万吨左右的历史较高水平，而国储预计也还有600万吨左右的库存量。饲料厂及经销商入市仍较谨慎，豆粕出货较慢，油厂去库存缓慢的背景下，下游产品行情低迷难以带动压榨效益回暖。

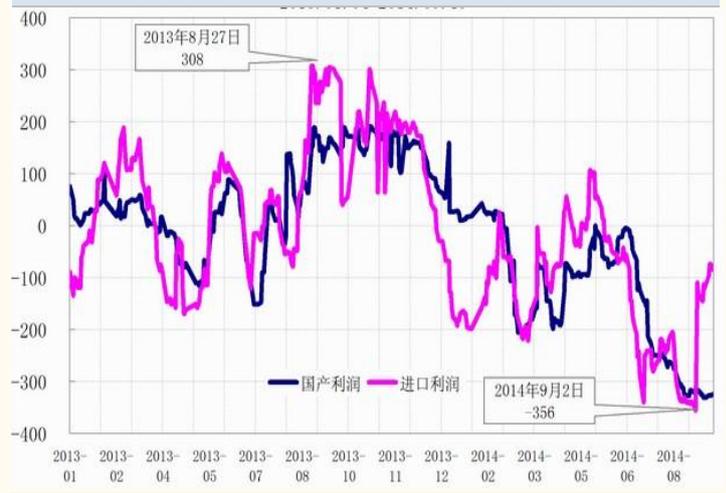
因为销售豆粕方式已经转变为基差合同的形式，所以油厂在点价时已经锁定自己的实际利润，现阶段的亏损已经转嫁到现货市场，虽然仍有一部分现价销售，但油厂运行风险降低。从跟踪的国产大豆压榨利润的情况看，国产大豆压榨利润也出现了下跌，近期市场的波动较大，油厂的压榨利润涨跌也不定，这主要是受金融市场和政策的不确定性影响，目前市场分歧较大，依然倾向于压榨利润稳中略有缩水。

图表 7: 国内豆粕均价走势图



来源: wind、新纪元期货研究所

图表 8: 国内油厂压榨利润估算



三、四季度大豆需求因素，对熊市反弹或有刺激

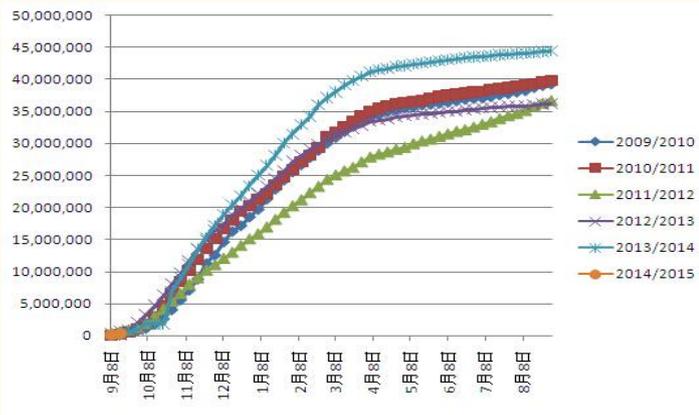
市场聚焦于庞大的供给威胁，反季节下跌寻找收获季底部，根据往年丰产年份的经验，这种情况下价格低点常常出现在秋季过后国际买家弥补需求时出现。

9月15日，中国代表团成员与美国出口商在密尔沃基会上签订了480万吨的大豆贸易协议，价值23亿美元。在美国出口的大豆中，中国买家购买了60%，中国买兴对市场有重要的提振作用。而美国出口至中国的前景，仍面临巨大的挑战。

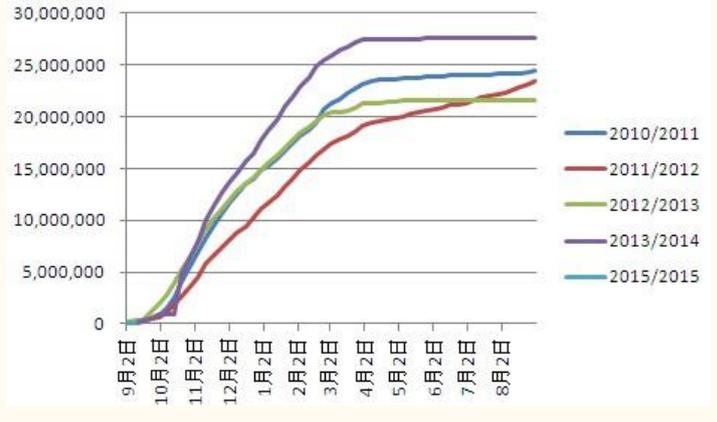
美国农业部的周度销售报告显示，截止到2014年9月11日，2014/15年度(始于9月1日)美国对中国(大陆地区)大豆出口装船量为5.92万吨，高于上年同期的300吨。迄今美国已经对我国售出但尚未装船的2014/15年度大豆数量为1382.25万吨，高于一周前的1333.54万吨，低于去年同期的1503.38万吨。本年度迄今为止，美国对华大豆的销售总量(已经装船和尚未装船的销售量)为1388.17万吨，较去年同期的1503.38万吨低了7.7%。

2013/14年度中国从美国进口了大约2700万吨大豆，但2014/2015年度，由于中国经济增速放缓，国内大豆库存庞大，加工利润出现亏损，且下游需求的萎缩，2014/15年度美国对华大豆出口量可能出现较大下滑。这可能会对四季度需求拉动的行情打上大折扣，并极大牵制市场的回升高度。

图表 9: 美国大豆出口进度图



图表 10: 美国大豆出口至中国的数量变动图



来源: wind、新纪元期货研究所

四、南美大豆种植状况，亦将获得市场热切关注

巴西已经在 9 月中下旬开始大豆播种工作，也容易诱发围绕巴西种植面积和产量前景的炒作。

USDA 发布的 9 月作物供需报告显示，2014/15 年度巴西大豆收获面积预计达到创纪录的 3150 万公顷，比上年增长 140 万公顷或 4.7%，单产预计为 2.98 吨/公顷，2014/15 年度巴西大豆产量预计达到创纪录的 9400 万吨，比上月的预测高出 300 万吨或 3.3%，比上年调整后的产量高出 730 万吨或 8.4%。此种预期若成事实，将是巴西大豆播种面积连续第八年增长和丰产规模的新的记录，而分析机构 AgroConsult 预计 2014/15 年巴西大豆播种面积 3160 万公顷，比上年增长 5%，也给出大豆积极的种植前景展望。

图表 11: 9 月 USDA 供需报告节选

2014/15 预估	月度	期初库存	产量	进口	压榨	需求总量	出口	期末库存
全球	8 月	6709	30469	11055	25090	28340	11332	8562
	9 月	6691	31113	11250	25208	28498	11540	9017
	较 8 月	-18	644	195	118	158	208	455
美国	8 月	382	10385	41	4776	5078	4559	1171
	9 月	355	10650	41	4817	5126	4627	1293
	较 8 月	-27	265	0	41	48	68	122
阿根廷	8 月	2863	5400	0	3980	4190	850	3223
	9 月	2863	5500	0	3980	4190	850	3323
	较 8 月	0	100	0	0	0	0	100
巴西	8 月	1711	9100	50	3710	4010	4500	2351
	9 月	1723	9400	60	3760	4075	4670	2438
	较 8 月	12	300	10	50	65	170	87

来源: wind、新纪元期货研究所

通过 9 月 USDA 供需图表中，我们能够直观的看到，对美国产量调增幅度最大，其次是巴西和阿根廷，在美国、南美相继丰产充实下，因需求增长落后于生产，全球库存得以扩张，9 月美国大豆库存消费比回升至 13.26%，为近七年高位，全球库存消费比回升至 22.52%，仅次于 2004 年 11 月 22.74% 的水平。

图表 12: 美国大豆库存消费比回升至近七年高位



图表 13: 全球大豆库存消费比回升至近十年高位



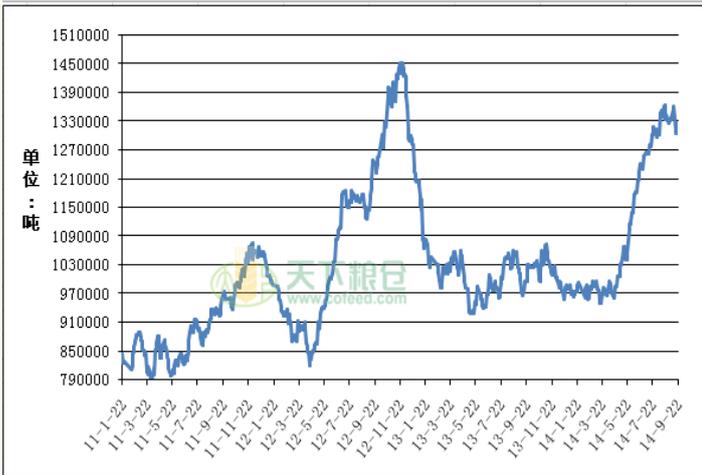
来源: wind、新纪元期货研究所

五、国内油粕四季度均面临去库存压力

市场去库存周期里，往往伴随价格的下跌。截止到 9 月 14 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 81.32 万吨，较去年同期的 55.45 万吨增长 46.65%；截止到 22 日，国内豆油商业库存总量 132.53 万吨，较去年同期的 99.76 万吨增加 32.77 万吨，增幅为 32.85%。

因水产养殖旺季结束，生猪存栏较低影响猪料需求，国内豆粕终端需求并不旺；而油脂的需求，在四季度迎来旺季，现货成交有望出现放大。一方面，油粕库存的绝对规模，依然处于近年来高位，面临持续的去库存压力；另一方面，两者传统的淡旺季有别，可能出现结构性的变化和转机。

图表 14: 我国豆油商业库存变化图 (吨)



图表 15: 沿海油厂豆粕结转库存变动图 (万吨)



来源: 天下粮仓

第三部分 结论和综述

影响豆类市场的两个核心因子是，其一，美联储加息预期下，强势美元格局长期存在；其二，美国、南美接连演绎历史性丰产，供给压力长期存在。两者形成合力，推动市场熊市蔓延，并可能进一步弱化甚至模糊了季节性的反弹。维持四季度国际大豆价格熊市寻底的判断，大概率盘跌寻底至 800 到 850 美分/蒲式耳区域（即金融危机时期的低位区域），豆粕重心追随下移，其中，国内菜粕，或将在相当长的一段时期内，运行至 2000 元/吨之下，豆粕运行至 3000 元/吨之下，以消化养殖需求的萎缩；库存压力未除，油脂在金融危机低位区域弱势反复。

上行风险在于，低迷的市场行情，可能会影响南美大豆种植的热情，使其种植面积扩张不能达到预期增长目标。另外，美豆定产后，投机基金“卖预期，买事实”，亦可能带来熊市当中的超跌反弹。四季度末期，若国际买家的需求拉动力度强劲，也能激起市场潜在的买兴热情。

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 - 83831111	电话：010 -84261652	电话：025 - 84787998
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层（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2008-2009（213121）
杭州营业部	上海浦东南路营业部	重庆营业部
电话：0571-85817186	电话：021 - 61017393	电话：023 - 67917658
传真：0571-85817280	传真：021 - 61017396	传真：023 - 67901088
地址：杭州市绍兴路168号 1406- 1410室（310004）	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（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（226000）	