

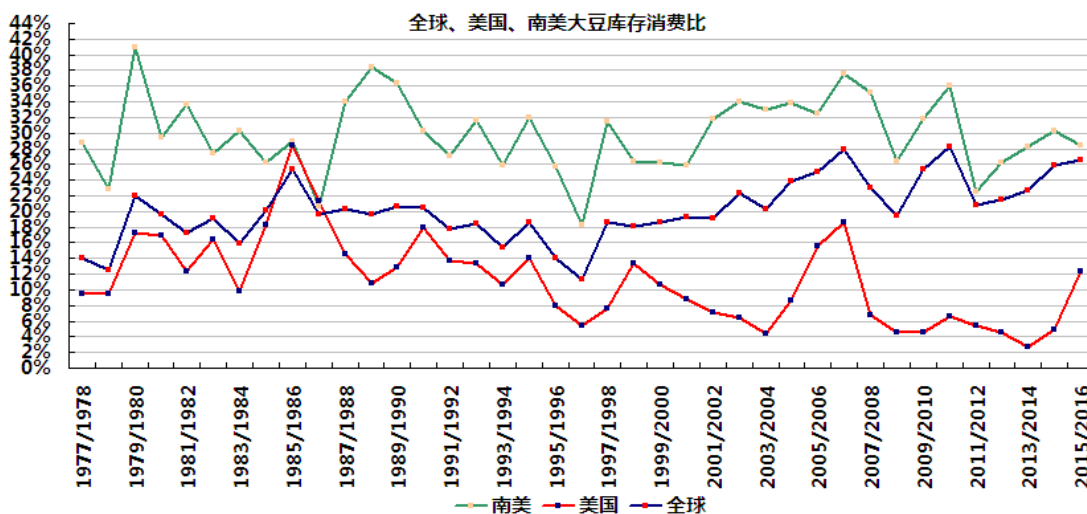
美豆有望见底，连粕下跌或是买入机会

一、分阶段全球大豆供需分析

对于 2016 年全球大豆的新增供给估算我们分 3 个阶段考虑，分别是 2016 年 4 月前、2016 年 9 月前和 2016 年 9 月后。这三个阶段的供给主要是看 2015/16 年度的美豆，2015/16 年度的南美豆和 2016/17 年度的美豆。其中第一阶段的美豆产量基本确定；第二阶段南美豆仍在种植，预期也是增产，后期还需关注天气因素；而第三阶段的美豆主要关注美豆和玉米的比价变动带来的种植意愿的变化。

1、阶段一：2015/16 年度美豆供需走向宽松

根据 USDA 报告 12 月的预估来看，2015/16 年度的美豆供需由历史低点恢复至历史中值水平，库存消费比处于近 10 年来的第三高位水平。USDA 预估 2015/16 年度美国大豆产量较上一年度提高 1.3%，但是预计美豆出口较上一年度下滑 6.9%，因此其库存消费比上升较快。



来源：USDA

2、阶段二：2015/16 年度南美豆库存消费比回落

而 2015/16 年度南美豆的供给较 2014/15 年度更为宽松，同时 USDA 也预计南美大豆出口及国内消费也继续增长且增幅大于供给增幅，因此 2015/16 年度南美大豆的库存消费比出现下滑。

整体看 2015/16 年度美国、南美及全球大豆都处于一个宽松的状态。价格上目前美豆已跌近 2008 年以来的低点，后期美豆是否有向下的空间，我们参考相似宽松程度的年份美豆美豆价格来估算。

通过上图我们可以看到全球大豆的库存消费比仅次于 2010/2011 及 2006/2007 年度，其中 2006/2007 年度美国大豆的库存消费比处于近年最高水平。对比 2006/2007 年度美豆的价格走势。跌幅上 2006/2007 年度美豆较前期高点最大跌幅在 50% 左右，价格低点在 530 美分/蒲。目前美豆较前期高点的最大跌幅在 52.8%，

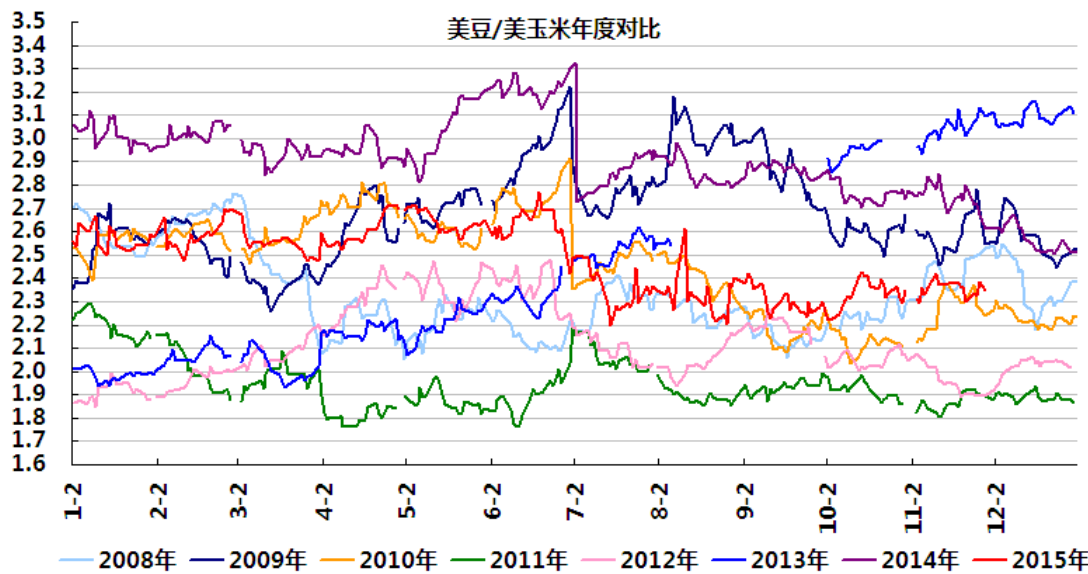
价格低点在 844 美分，从跌幅看美豆跌幅基本兑现了供给宽松，但是从绝对价格看还有一定的距离，考虑通胀等因素我们认为目前美豆价格基本到位。



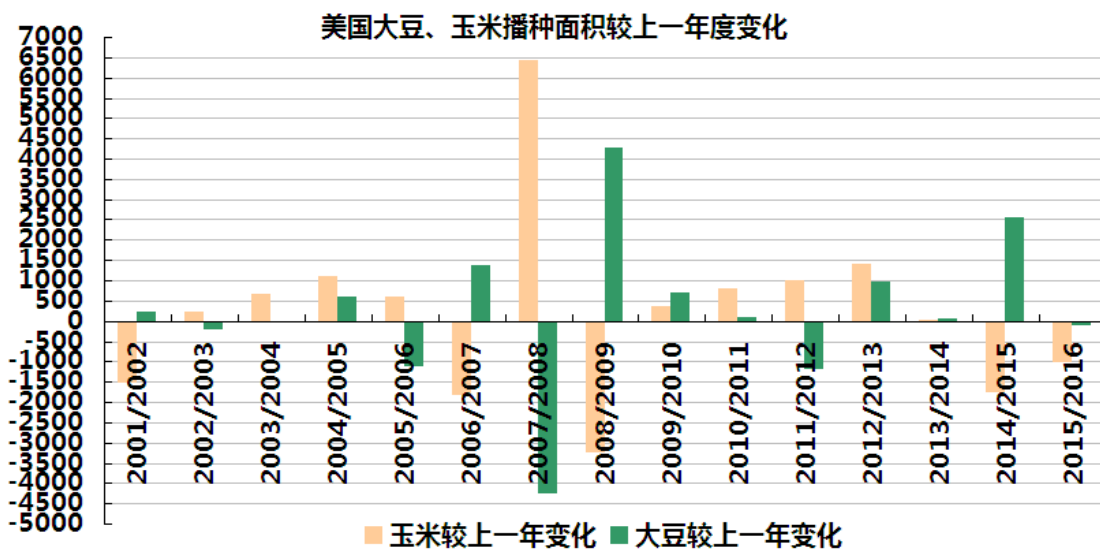
来源：文华财经

3、阶段三：2016/17 年度美豆面积可能下滑

从 2015 年末的美豆和美玉米比价看处于历史中间水平，两者比价较 2014/15 年度下滑，比价水平接近 2010 年，从 2011/12 年度美豆和美玉米的种植面积较上一年的变化情况看，大豆面积是减少较大的，玉米种植面积增加。因此我们预计 2016/17 年度美豆种植面积可能继续缩减。因此我们预计价格下跌后新一季美豆的供给可能下滑，美豆走势或转向乐观。



来源：富远

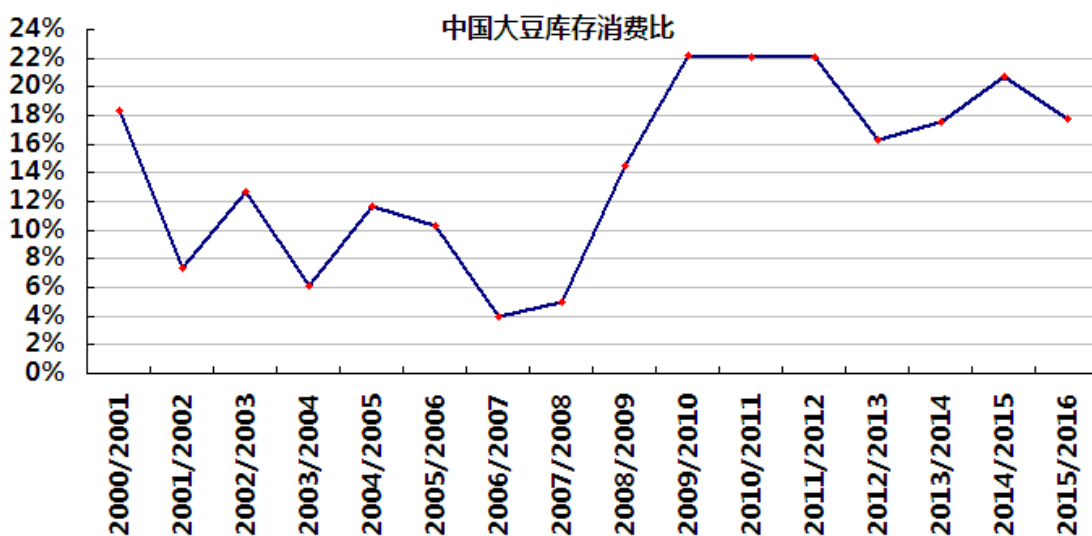


来源：USDA

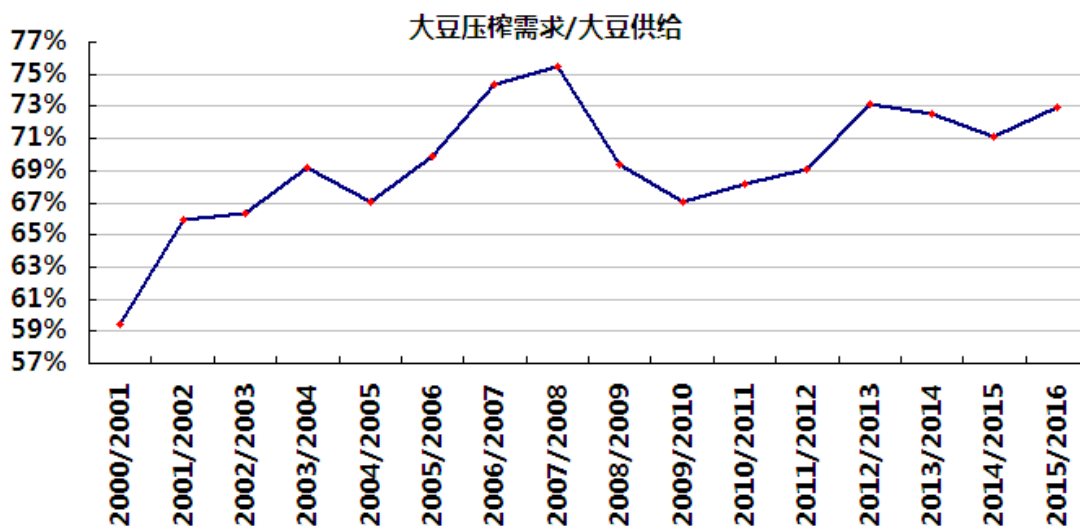
二、中国大豆及豆粕的供需分析

1、2015/16 年度中国大豆库存消费比走低存疑

USDA 预估的 2015/16 年度中国大豆的库存消费比在 17.79%，较上一年度下滑 2.95 个百分点，略高于 2012/13 年度的水平。USDA 预估 2015/16 年度中国大豆压榨量提高是导致库存消费比走低的主要原因。预估 2015/16 年度大豆压榨占大豆供给的比例在 72.97%，较上一年提高 1.9 个百分点，略低于 2012/13 年度。显示美国农业部对中国大豆压榨需求还是比较乐观的。但是从 2014/15 年度 USDA 对中国大豆的库存消费比及压榨预估看是较实际情况乐观的。考虑到目前中国的生猪存栏低于 2014/15 年度近 10%，油厂豆粕库存处于近年中间水平，豆油商业库存较 2014/15 年度下滑 20% 左右。但是如果 2016 上半年能够维持 90-100 万吨的豆油库存，也是这个季节性的平均水平。因此我们对 USDA2015/16 年度中国大豆压榨需求及库存消费比的下滑存疑。



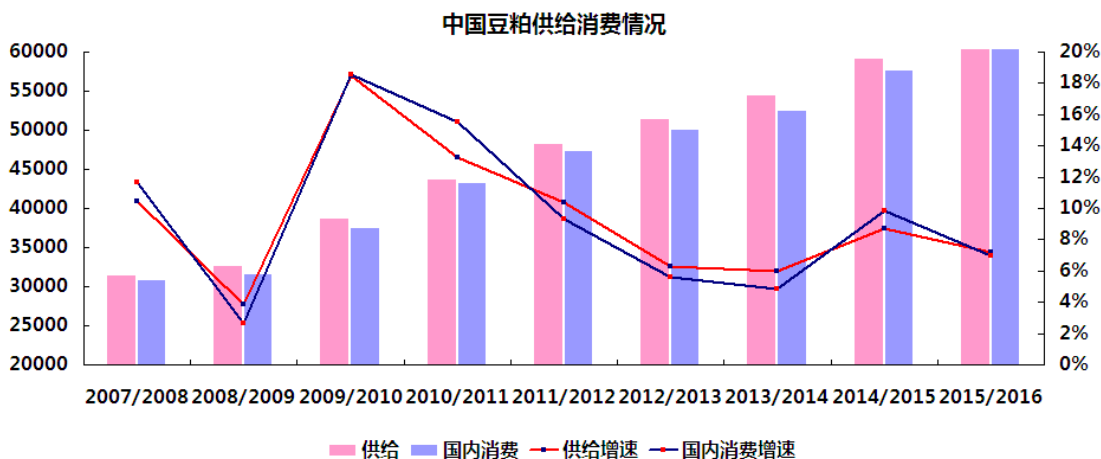
来源：USDA



来源：USDA

2、2015/16 年度中国豆粕供给略高于需求

豆粕的供需来看，2015/16 年度中国豆粕的供给略高于消费，供给在 635.74 万吨，消费在 617.24 万吨。供给增速略高于消费增速，供给增速在 7.2%，消费增速在 6.96%，意味着 2015/16 年度国内豆粕维持紧平衡的状态。供给略高于消费的情况类似于 2010/11 年度，供给增速略高于消费增速的情况类似于 2009/10 年度。而这两个年度豆粕价格表现并不一致，2009/10 年度豆粕价格在低位震荡，2010/11 年豆粕价格则呈现上涨走势。但是考虑到 2015/16 年生猪存栏即使恢复也处于历史同期的低位水平，相比较而言 2009/10 及 2010/11 年度生猪存栏在历史同期中高水平，需求驱动较目前明显，因为我们认为豆粕价格的走势或和 2009/2010 年度更为相似，在生猪补栏没有起色的情况下不排除豆粕价格表现逊于 2009/2010 年度。

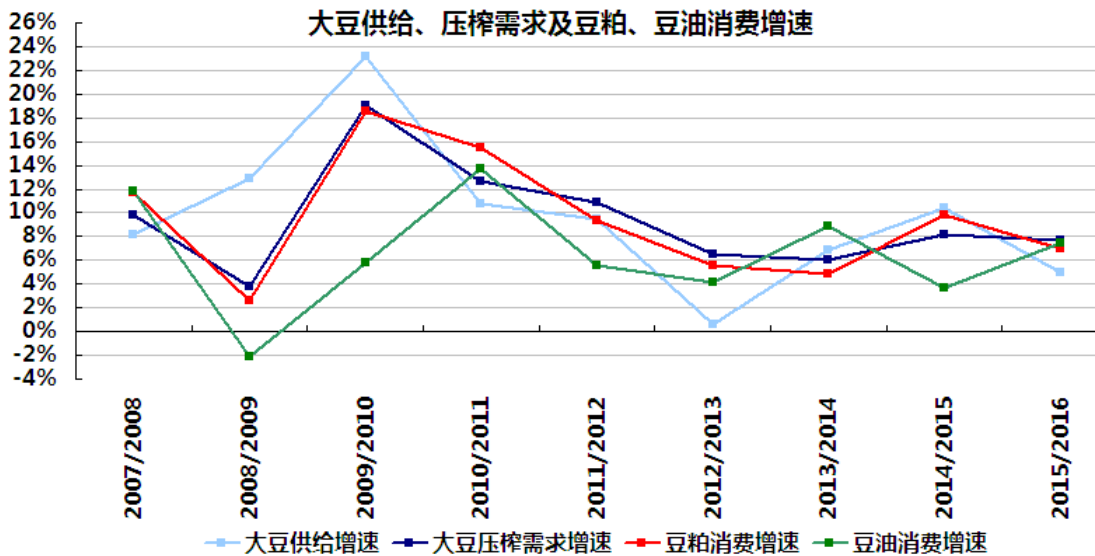


来源：USDA

3、大豆供给增速放缓，豆粕需求增速低于豆油需求增速

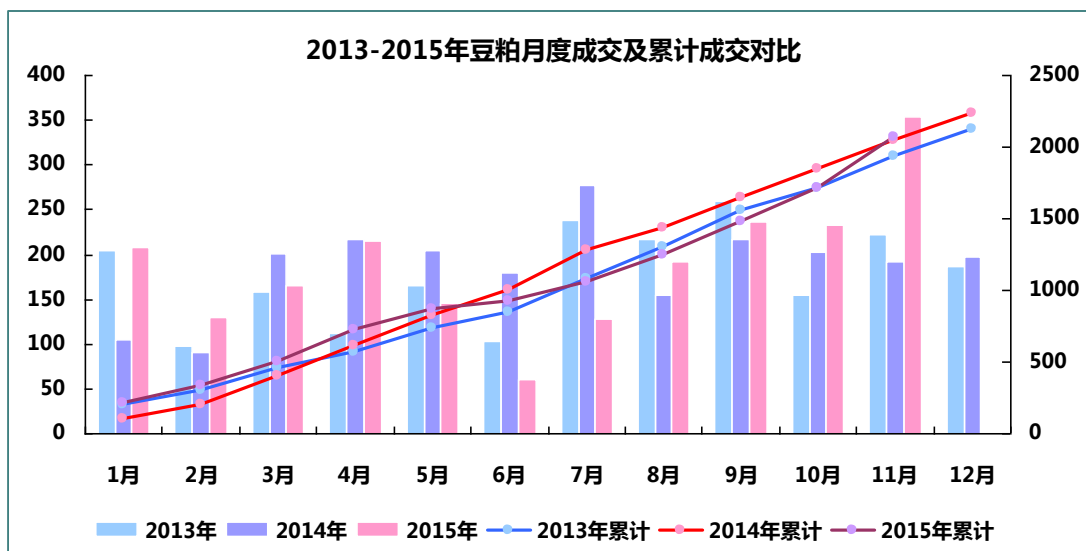
USDA 预估的 2015/16 年度中国大豆的供给增速依次低于豆粕消费增速、豆油消费增速及大豆压榨需求增速，意味着中国进口大豆增速放缓。豆油需求增速好于豆粕需求增速，这个情况较 2014/15 年度是出现了

明显的改变，因此我们预计 2015/16 年度可能呈现油强粕弱态势。



来源：USDA

从 2015 年度豆粕现货的成交情况看成交比上一年旺盛，从天下粮仓对主要地区豆粕成交统计看，截至 2015 年 11 月国内豆粕累计成交 2068 万吨，较 2014 年同期增长 1.34%。而从终端的生猪和禽类存栏情况看，2015 年生猪和禽类的存栏都较 2014 年下滑，但是 USDA 对中国 2014/15 年度中国豆粕的消费增长预估为 9.85%，主要是由于豆粕对菜粕的替代消费导致。USDA 预估 2015/16 年度中国豆粕消费较 2014/15 年度增长在 6.96%，考虑到目前生猪存栏低于 2014/15 年度 10%左右，及豆粕与菜粕比价已经在历史低位水平，替代基本完成，我们认为这个预估或偏向乐观。当然如果生猪存栏可以增加至 5%以上或有望实现这个目标，后期关注生猪存栏的增速。



来源：USDA

4、需求产业链分析

(1) 生猪存栏可能先降后升，或在 2016 年 9 月达到高峰

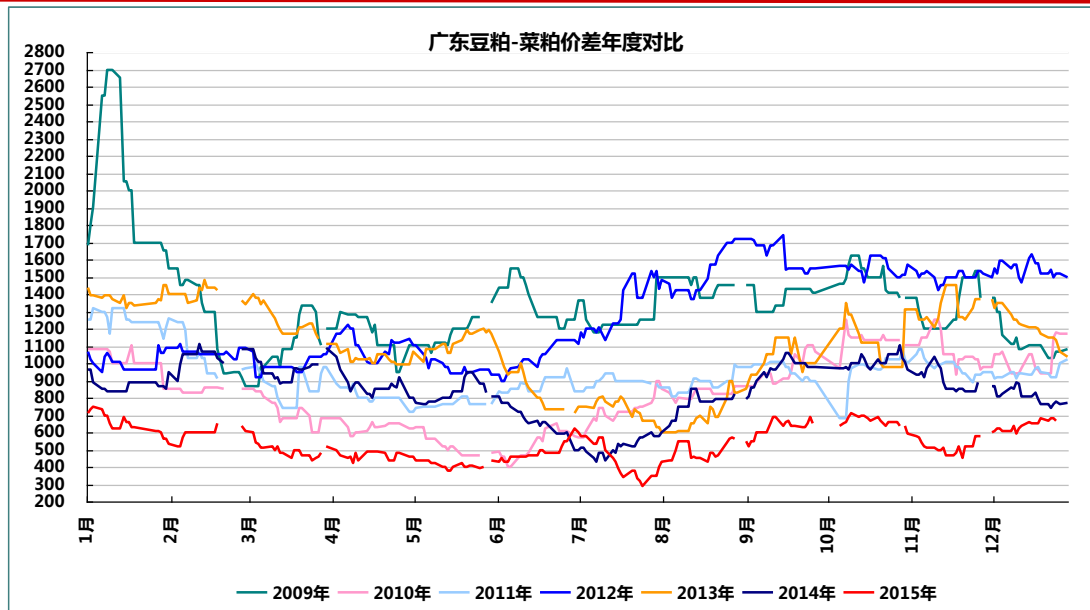
需求端看：目前国内生猪存栏处于近年最低水平，按照往年的规律来看，生猪存栏一季度可能出现快速下滑，之后开始补栏 9 月份可能是年内存栏高点。2015 年 11 月的生猪存栏数量在 38806 万头，较 2014 年同期下滑 10%。假设 2016 年猪肉消费与 2015 年持平，2016 年一季度生猪存栏下滑后至少要补栏至下滑前的水平。目前生猪的养殖利润良好，历史情况看养殖利润达到 200 以上可能会诱发补栏行为，300-400 以上可能会出现较大规模的补栏，短期存栏下滑后补栏驱动明显。从存栏增长角度看，2015/16 年度豆粕的需求可能维持或好于 2014/15 年度。



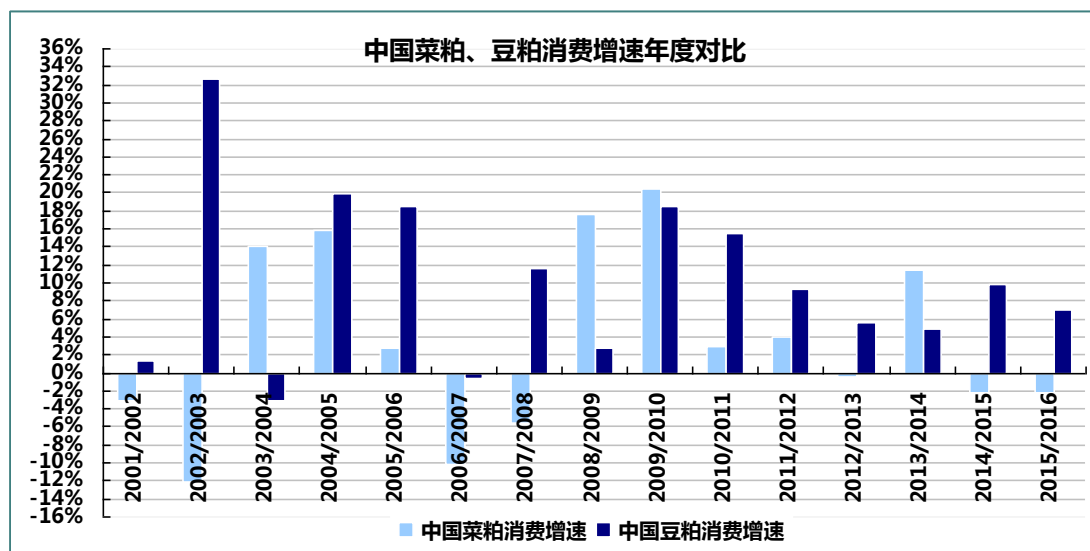
来源：WIND

(2) 豆粕替代菜粕基本完成，继续关注两者价差

替代需求看：截至 2015 年 12 月下旬东莞豆粕-黄埔菜粕的价差在 670 元/吨，处于历史同期最低水平。豆粕对菜粕的低价差维持了一年左右的水平，豆粕对菜粕的替代基本完成。而 USDA 的预估也是认为 2015/16 年度中国菜粕需求将转淡，预计菜粕需求较上一年度下滑 5.59 个百分点；与此同时上调了 2015/16 年度中国豆粕需求增速，预计豆粕需求较上一年度增长 9.18 个百分点。因此，从豆粕对菜粕的替代角度看，豆粕可能强于菜粕。



来源：WIND



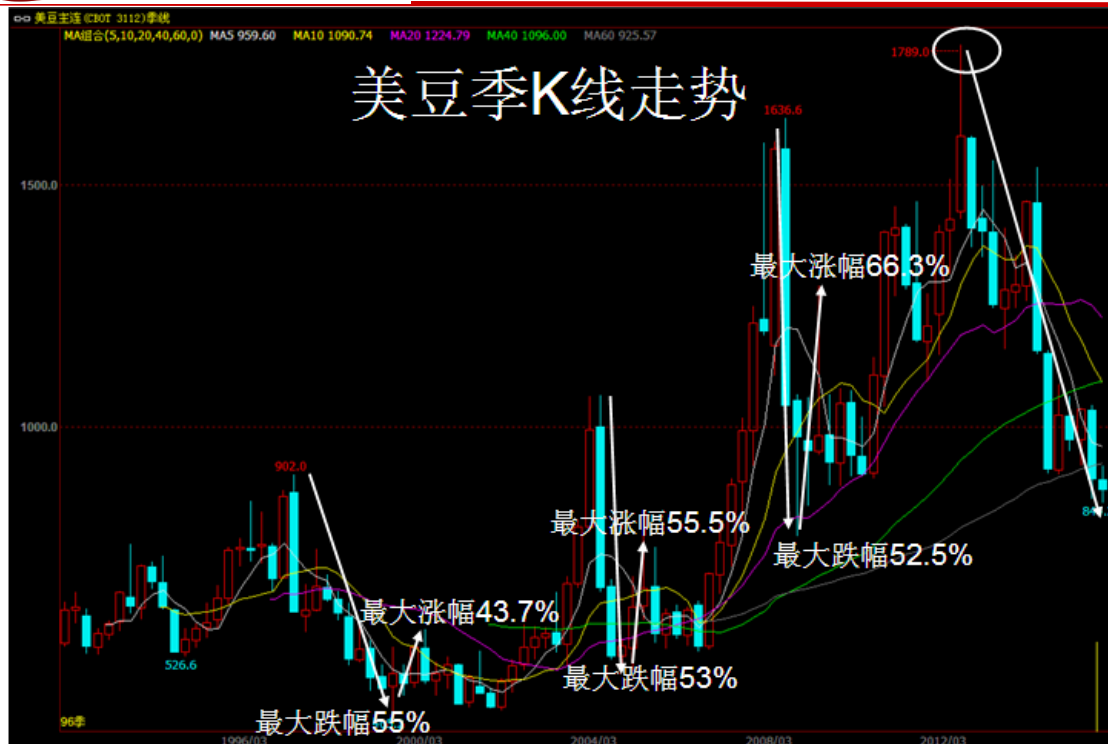
来源：USDA

三、价格分析

1、美豆部分：价格低位或在 805-850 美分/蒲，高位或在 1150-1400 美分/蒲。

(1) 美豆价格区间预计在 830-1280，价格中枢或在 1060 美分/蒲

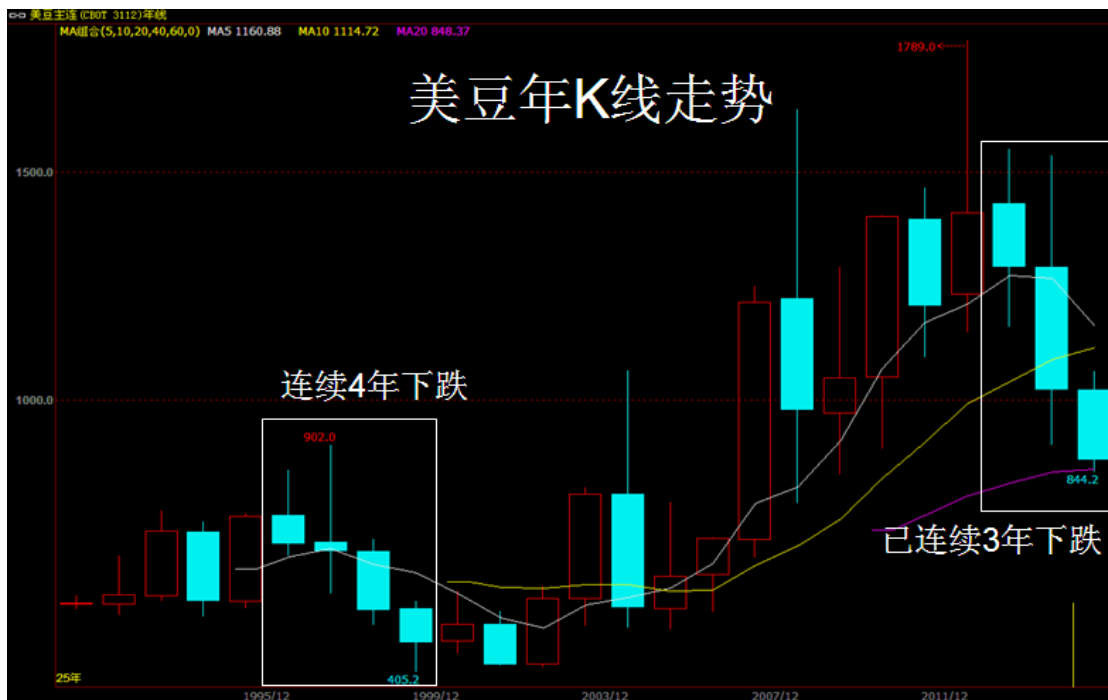
我们对 2015/16 年度美豆的价格分析，参照前面 3 次美豆大跌的幅度在 52.5%-55%，本次美豆的前期的高点 1789 美分/蒲下方区间可能在 805-850 美分/蒲；参照前面 3 次低的后第一个反弹高点的幅度在 43.7%-66.3% 上方空间可能在 1150-1400 美分/蒲；价格中枢或在 1060 美分/蒲。下图美豆指数季 K 线来看，美豆低点已经在预估区间内，上方价格中枢 1060 也是 10 季均线附近或有一定的压力，而 1150-1400 是前两次历史高位区间，预计压力会大大增加。



来源：文华财经

(2) 美豆年 K 线分析，价格在 20 年线附近或有支撑，企稳可能还要一年

年 K 线图上，我们看到美豆在 1996-1999 年的 4 年间连续下跌。参照这个走势，美豆可能还需要一年的调整才能企稳。此外目前美豆目前的位置在 20 年均线附近，这个位置或存在支撑。与前面我们估算的年度低点也较为吻合。



来源：文华财经

(3) 美豆基金持仓呈现净空，关注后期基金头寸变化

美豆基金持仓方面，CFTC 持仓数据显示基金持仓开始转为净空。2000 年以来美豆基金持仓最多达到过净空 30%，2004 年 1 月至 2005 年 1 月基金持仓从净多 26.75%，到净空 30%，期间大豆也是从 1052 美分/蒲跌至 503 美分/蒲，跌幅 49.5%，而本次基金持仓从前期净多 16% 至最低净空 4%，美豆从 1045 美分/蒲跌至 844 美分/蒲，跌幅在 19%。假设后期美豆基金持仓净空扩大，则美豆还可能继续下跌。参照基金净空扩大 1%，美豆下跌 1%。



来源：CFTC、富远

2、国内豆粕部分：估算低位区间在 2100-2560 元/吨，高位区间在 2950-3580 元/吨

(1) 按照美豆及比价考量连粕或在 2170-3580 元/吨

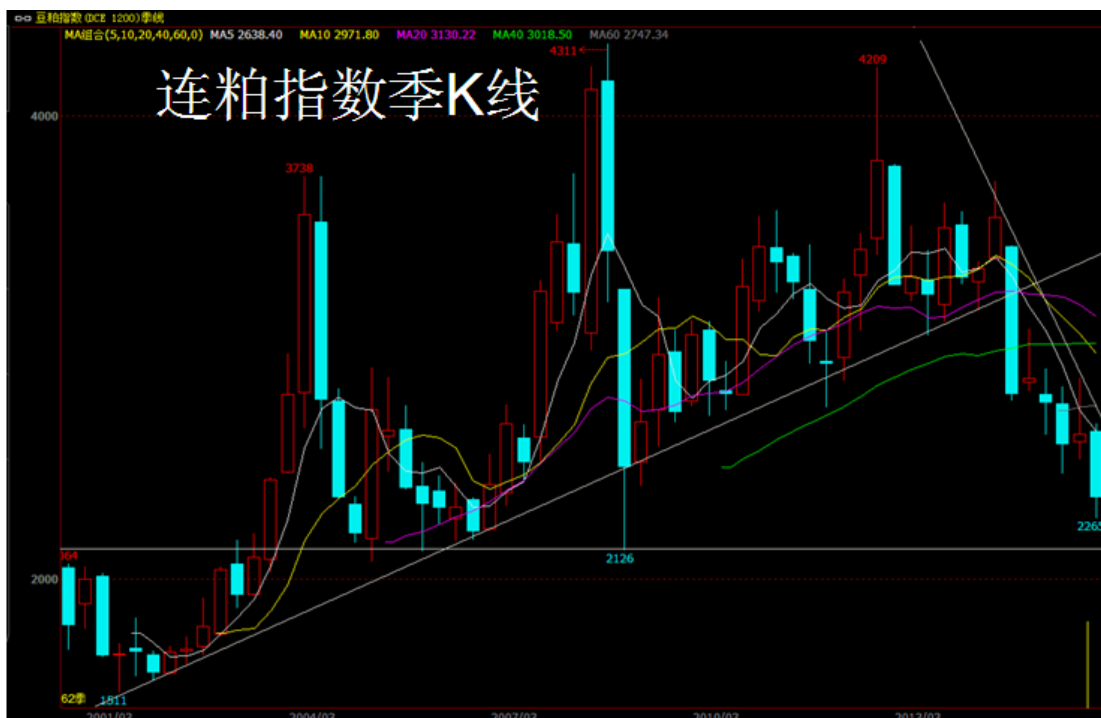
根据前面的估算，美豆低位区间或在 805-850 美分/蒲，高位区间或在 1150-1400 美分/蒲。按照目前连粕与美豆的比价均值在 2.819，这样估算对应的连粕低位区间在 2270-2400 元/吨，高位区间在 3240-3950 元/吨。



来源：USDA、文华财经

(2) 连粕技术区间在 2100-3100 元/吨

连粕指数技术上看 2100 元/吨是前期多处低点支撑，上方 40 季度均线处 3000 元/吨及 20 季度均线处 3100 元/吨有较明显的压力。季节性来看，连粕大幅下跌在 4 季度和 2 季度见底的概率较大。如果连粕跌向 2100 附近考虑多单入场。



来源：文华财经

四、小结：美豆或迎来低点，连粕下跌考虑买入

供给方面 2016 年全球大豆供给过剩状况可能逐渐减轻，4 月份南美豆上市前，供给面最为宽松。南美

豆上市后供给宽过剩情况可能比美豆上市期有所改善,9月之后美豆上市期间的情况可能较南美豆上市继续收紧。中国的豆粕部分从需求层面来看,豆粕对菜粕的替代消费基本没有新的增长点,未来需求主要看生猪补栏,生猪存栏在2、3季度可能有所增长,但须关注补栏进度,如果补栏不如预期可能令豆粕走势承压。1季度补栏可能性不大,此前豆粕仍旧偏空,2季度后跟进补栏情况,补栏较去年同期增加5%将较有利于豆粕需求。

价格上,通过对库存消费比、技术和持仓分析我们认为美豆价格低位或在805-850美分/蒲,高位或在1150-1400美分/蒲。连粕上通过与美豆的对比及技术分析,我们认为在估算低位区间在2100-2400元/吨,高位区间在3100-4000元/吨。操作上,我们建议投资者可考虑连粕在1季度跌向2100附近后做多,配合2、3季度存栏变化考虑加仓或减仓,如果补栏同比增加5%则将上方第一目标位定在2800-3000,如果补栏率同比增加10%以上则将第二目标位定在3100-3400,同时注意资金管理及设置止损。

免责声明:

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料,但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。