

周度报告

# 成本因素推动着连豆粕走高

2014年4月20日

豆类周度报告20140414—20140420

美豆指数走势图



资料来源: 文华财经, 招商期货研究所

期货市场价格表

标的	4-11	4-18	涨跌
CBT5月	1463.0	1514.0	+51.0
M1409	3480	3585	+105
Y1409	6994	7038	+44
P1409	6080	6190	+110
A09-M09	808	811	+3
M09-M01	189	207	+18

资料来源: 汇易网, 招商期货研究所

历史报告

- 1、《供应压力增大利空连豆粕—豆类周度报告》2014-04-13
- 2、《报告料向利空指引—豆类周度报告》2014-03-31

詹志红

86-755-82763240

[zhanzh@cmschina.com.cn](mailto:zhanzh@cmschina.com.cn)

F0242132

Z0001362

本期投资策略:

投资标的	当期持仓	上期持仓	变化
CBOT5月	空仓	空单	平空
m1409	多仓	空仓	开多
y1409	空单	空单	维持
a1409-m1409	空仓	多仓	平多

本期观点:

- 美国市场逼仓中国点价盘延续，近月合约偏强特征。中国油厂大量的未点价盘的存在，令CBOT大豆价格难以出现明显调整，整体维持偏强特征。
- 国内豆粕供需基本面仍旧偏空。进口大豆到港速度加快，油厂豆粕库存增大，部分油厂再次出现胀库现象。而需求方面起色缓慢，预计明显好转预计要到5月中下旬后。
- 成本推动对连豆粕利多更明显。CBOT大豆近月合约价格持续高企，油厂进口成本高，压榨亏损严重。在美豆库存紧张的大背景下，M1409市场做多积极性明显强于做空。
- 投资建议：连豆粕9月逐步介入多单。连豆粕选择成本推动因素明显走高，尽管期现价差回落对期货价格形成拖累，期价可能反复，但后期震荡走高的概率更大。
- 风险提示：外盘投机基金大量主动平仓盘涌现今CBOT大豆近月加速回落
- 豆粕主流交割地现货价格表

地域	04-11	04-18	涨跌	与基准库升贴水	折合盘面价格
张家港	3700	3730	+30	0	3730
东莞	3750	3800	+50	0	3800
山东	3700	3700	0	-30	3730
天津	3610	3670	+60	-50	3720

资料来源: 汇易网, 招商期货研究所

豆油主流交割地现货价格表

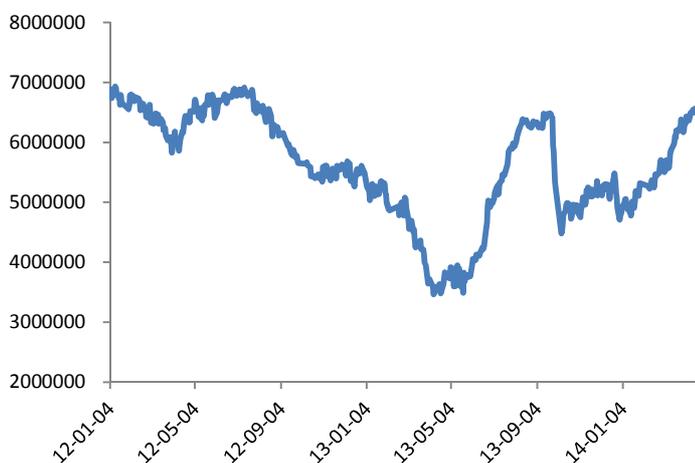
地域	04-11	04-18	涨跌	与基准库升贴水	折合盘面价格
连云港	6950	6950	0	-50	7000
宁波	7050	7100	+50	0	7100
天津	6950	6900	-50	0	6900
张家港	6900	6950	+50	0	6950
日照	6850	6950	+100	-50	7000

资料来源: 汇易网, 招商期货研究所

## 一、供需面数据变化

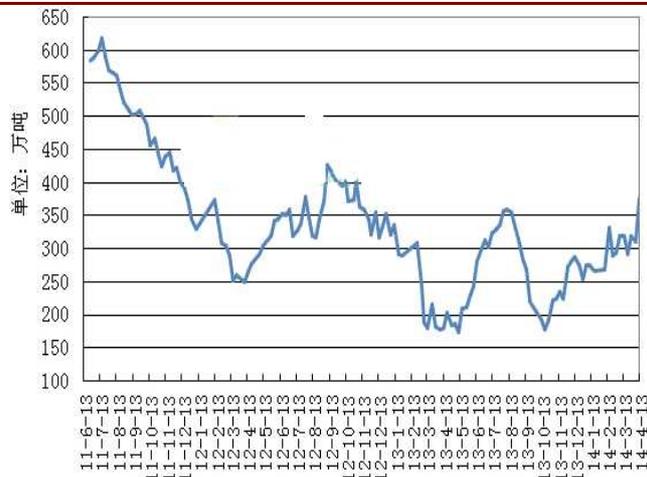
### 1、供应面数据压力增大

图 1: 国内主要港口大豆库存



资料来源: 汇易咨询, 招商期货研究所

图 2: 国内沿海油厂大豆库存



资料来源: 天下粮仓, 招商期货研究所

随着大豆到港加快, 国内大豆港口库存继续增加, 截止 4 月 13 日油厂大豆库存呈现显著增加。

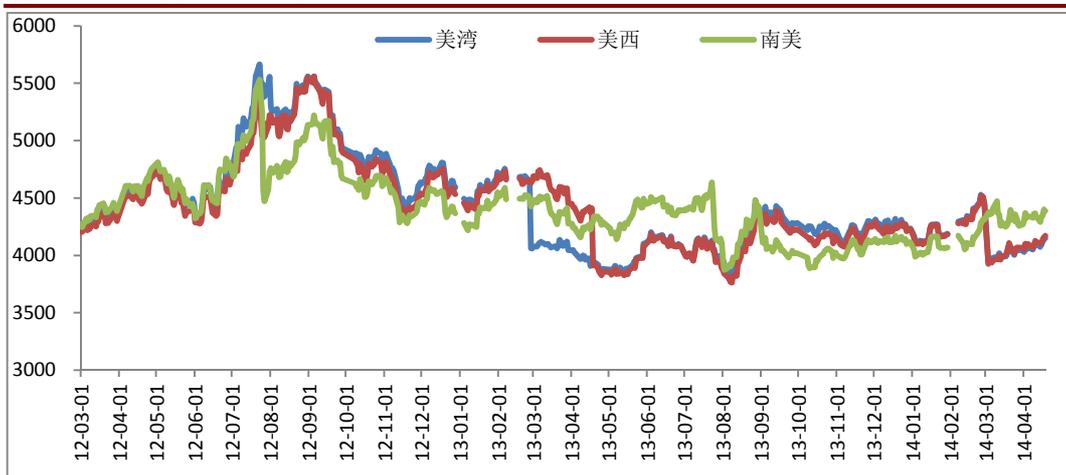
表 1: 未来进口大豆到港预测变化

4 月		5 月		6 月		7 月	
本期	上期	本期	上期	本期	上期	本期	上期
648.4	648.4	580	550	530	530	500	500

资料来源: 天下粮仓, 招商期货研究所

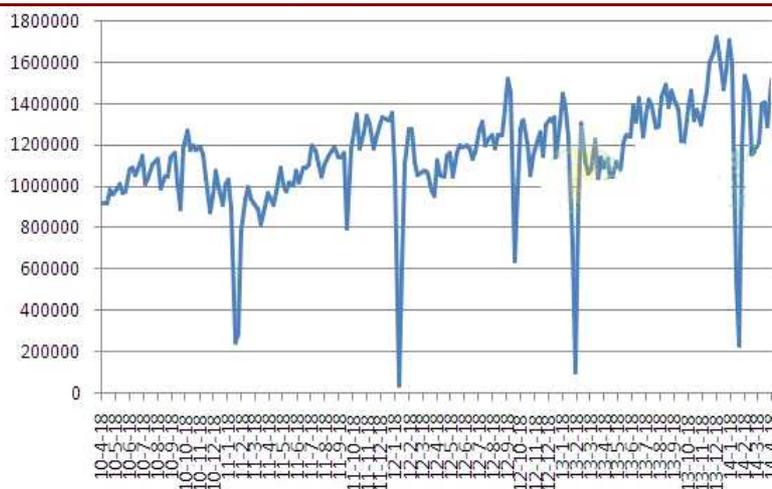
跟据天下粮仓跟踪调查船期显示, 4 月份国内各港口进口大豆预报到港总量 648.4 万吨。由于巴西装船速度较快, 有新船装出, 5 月份最新预估增加 580 万吨, 较上周预估增 30 万吨, 6 月份大豆到港最新预估维持 530 万吨, 7 月份预估维持 500 万吨。由于 5-7 月份离目前还有较长时间, 后期将根据装船及洗船情况及时调整到港量预估。

图 3: 进口成本 C&F 报价变化



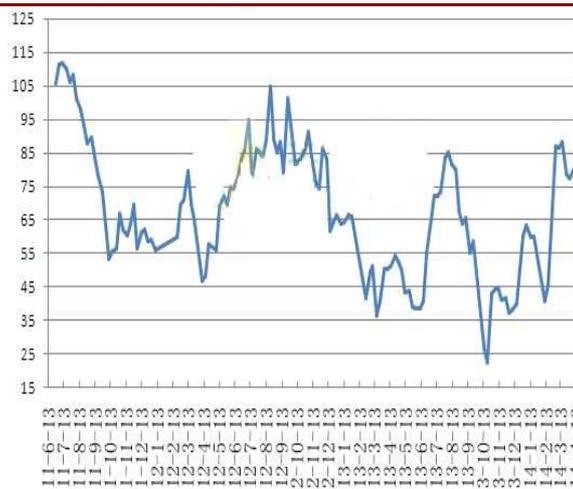
资料来源: wind, 招商期货研究所

图 4: 油厂大豆周度压榨量趋势



资料来源: 天下粮仓, 招商期货研究所

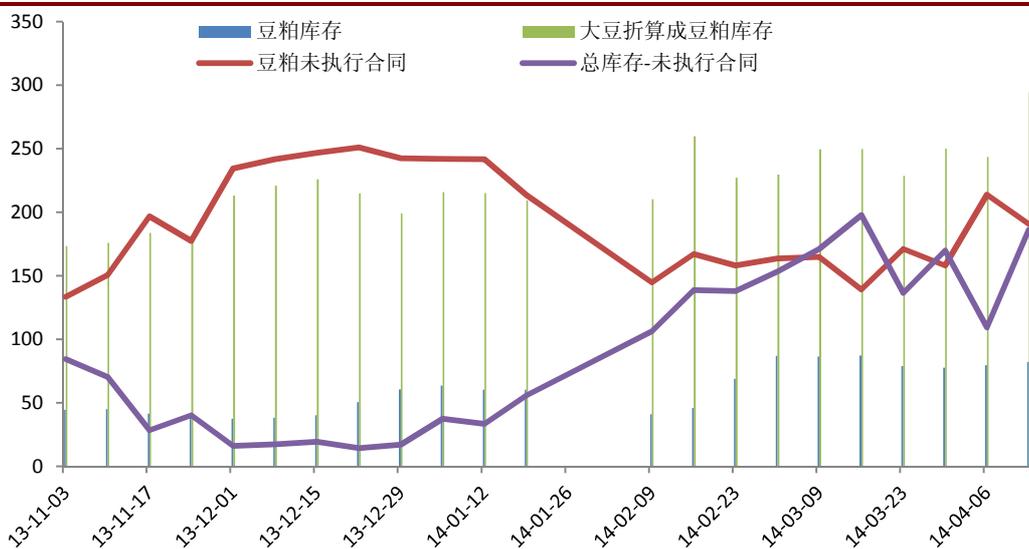
图 5: 油厂豆粕库存



资料来源: 天下粮仓, 招商期货研究所

本周(4月12日-4月18日), 国内油厂开机率大幅提高, 随着大豆到港速度加快, 部分油厂陆续恢复开机, 且也有不少大型油厂恢复双线生产。本周全国各地油厂大豆压榨总量大幅提高至 152 万吨附近, 比上周的 129.4 万吨明显上升, 下周因有部分油厂大豆未接上而停机, 开机率将小幅下降, 但总体仍处于偏高水平, 预计大豆压榨总量将有 146 万吨。

图 6: 油厂豆粕各种库存状况

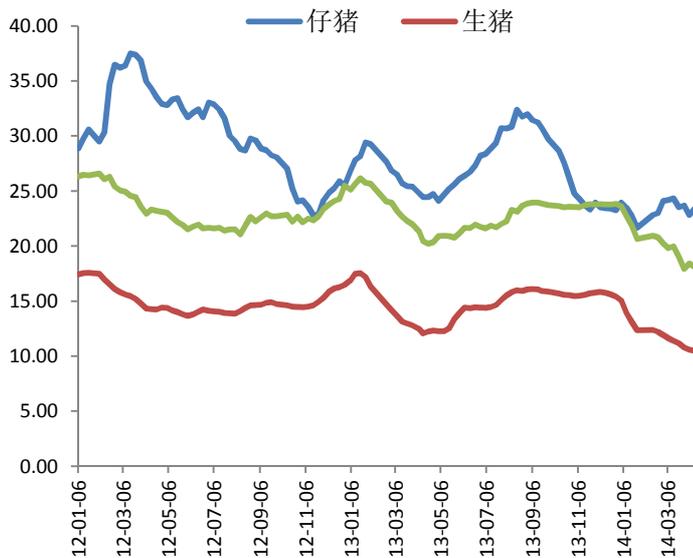


资料来源: Bloomberg, 招商期货研究所

截止 4 月 13 日, 由于豆粕出库缓慢, 油厂豆粕库存量继续增加, 部分油厂甚至再度出现胀库现象, 而本周豆粕未执行合同量则有所下降。按照大豆折算成豆粕库存与油厂现有豆粕库存总和减去油厂未执行合同量测算, 油厂实际库存数量大幅增加, 且下一期油厂开工有所放大, 料油厂实际库存有望继续小幅增加。

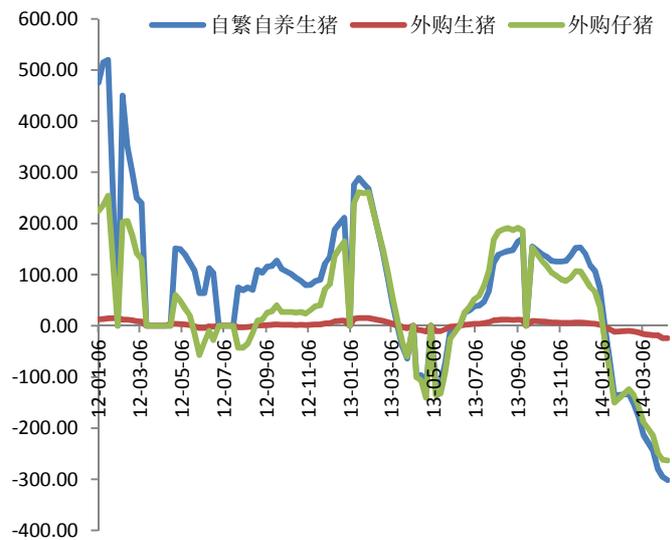
2、需求面——饲料养殖需求改善过程缓慢

图 7: 生猪、猪肉价格变化趋势



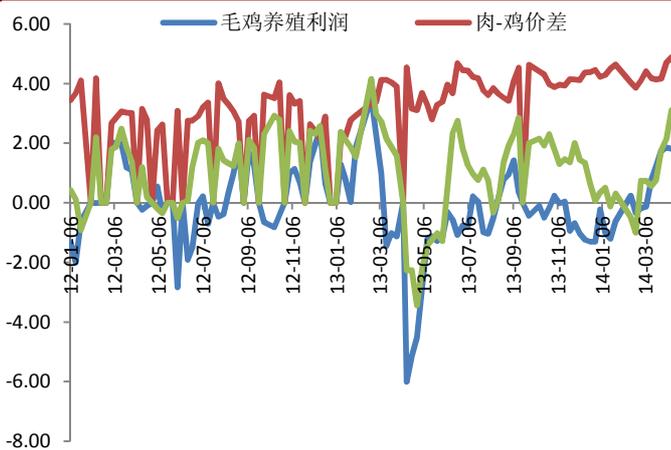
资料来源: wind, 招商期货研究所

图 8: 猪养殖利润



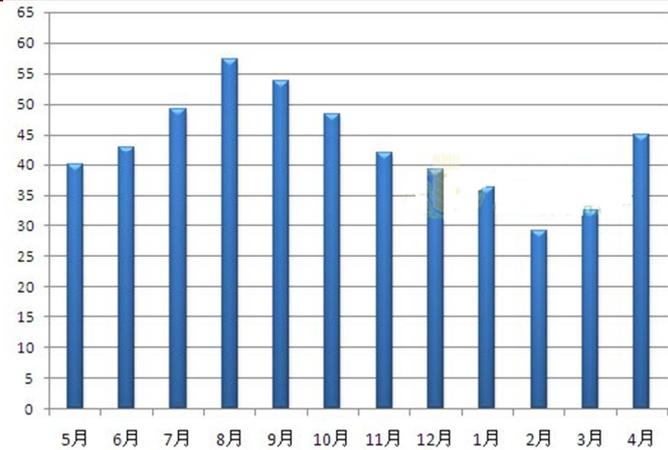
资料来源: wind, 招商期货研究所

图 9: 鸡养殖利润



资料来源: wind, 招商期货研究所

图 10: 华东饲料产量及 4 月预估图



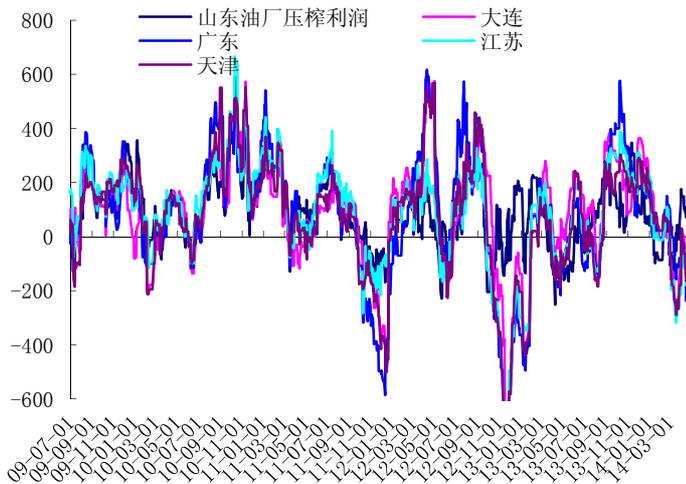
资料来源: wind, 招商期货研究所

从观测的数据以及同行调研情况看，生猪养殖行业复苏情况恢复较差，禽类养殖利润有明显好转。4 月水产养殖业将慢慢启动，预计水产用量饲料也会有所增加。不过从目前豆粕市场的成交状况看，市场采购心态仍旧谨慎，饲料终端需求仍然需要一段时间，市场预期 5 月下旬-6 月份会有明显改善过程。

## 二、压榨利润状况

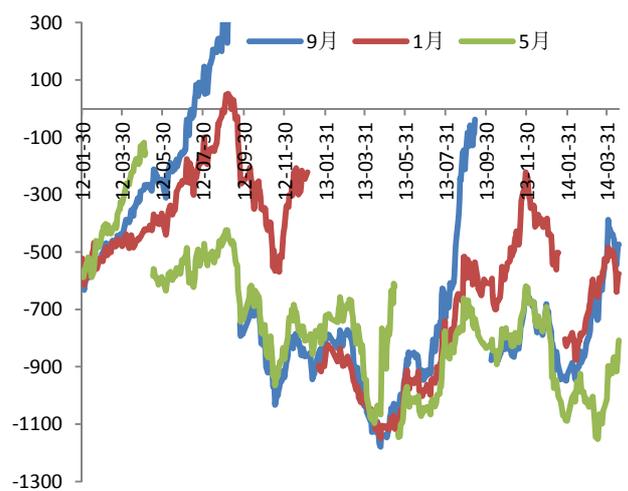
本周大部分油厂压榨利润仍处于亏损中，尤其是美盘近月合约逼仓中国未点价盘，致使部分被迫点价的油厂进口成本高企，压榨利润亏损相对严重。盘面压榨利润近月5月合约由于豆粕走强，压榨利润显著上升，远期9月和1月合约在大豆受利多政策大幅走高的背景下，盘面压榨利润下滑。

图 8: 压榨利润趋势



资料来源: bloomberg, 招商期货研究所

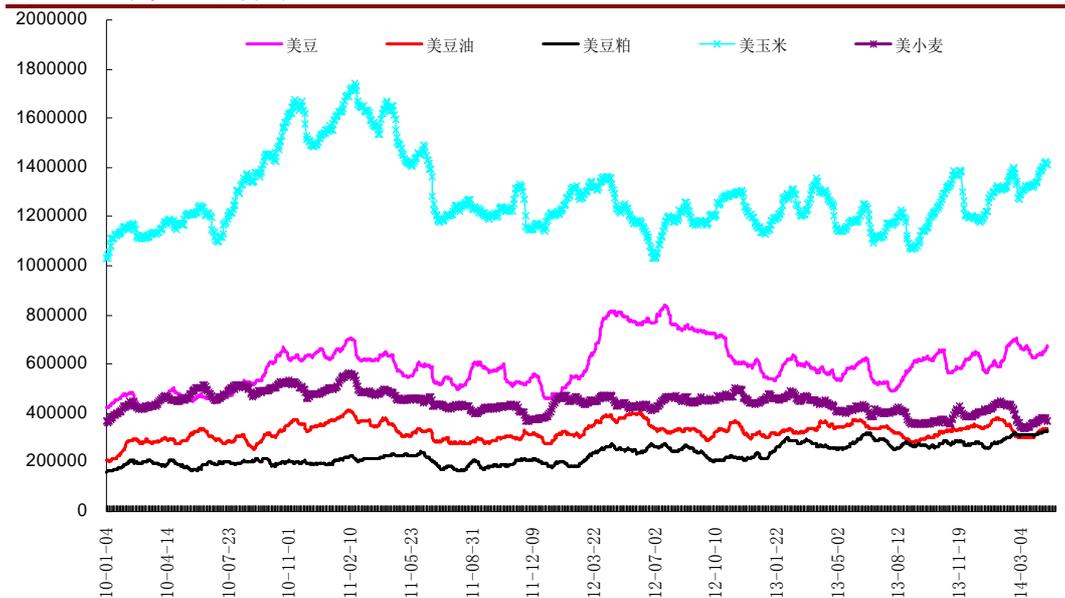
图 9: 盘面压榨利润



资料来源: Bloomberg, 招商期货研究所

### 三、资金动态变化

图 10: 美农产品期货持仓



资料来源: Bloomberg, 招商期货研究所

进入 4 月份, 美豆、美豆粕期货持仓量未继续呈现企稳, 本周呈现稳步增仓的迹象, 尤其是近月合约上高企的持仓量在一定程度上也显示着中国大量的未点价盘成份。美玉米的期货持仓继续处于稳步递增的势头中, 说明资金继续看好后期美玉米的走势。油脂方面, 美豆油延续上周增仓的势头, 本周持仓量继续获得稳步增加。

表 2: 农产品非商业持仓变化

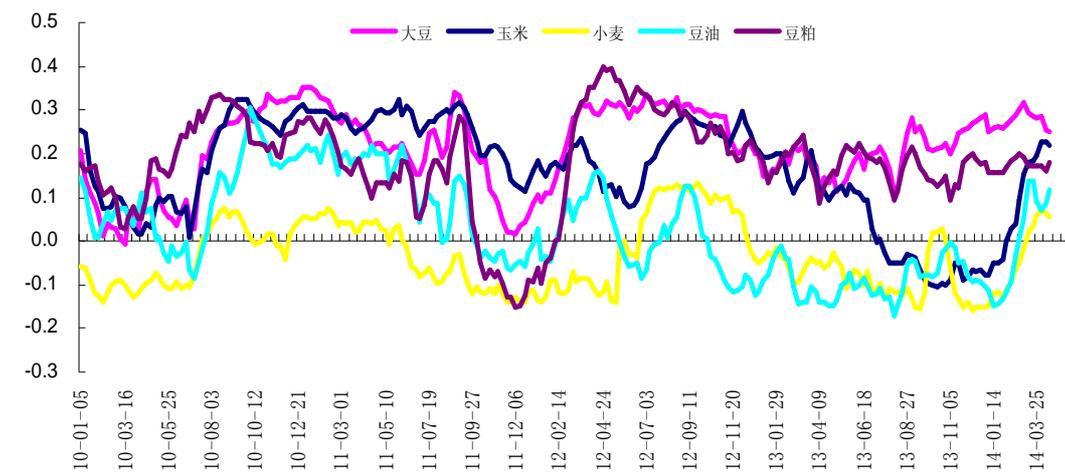
	期货总持仓	变化	非商业多头	变化	非商业空头	变化	非商业净多	变化
大豆	669796	27617	267,507	6640	101,006	3787	166501	2853
豆粕	327940	4181	119,037	6780	59,981	251	59056	6529
豆油	339308	9281	102180	4441	62639	-7054	39541	11495

玉米 1412403 15185 442521 -4008 134703 6436 307818 -10444

资料来源: CFTC, 招商期货研究所

截止 4 月 15 日, 投机基金在大豆、豆粕品种上多空增仓, 但多头增仓幅度明显大于空头。豆油品种上呈现显著的减空增多操作, 显示后期对豆油看好的态度。而玉米品种上, 多减空增, 但结合近几个月来投机基金在玉米品种上的显著性多头行为, 我们认为上周的操作只是一种正常的调仓行为, 关注后期动向。

图11: 基金净多持仓比例



资料来源: Bloomberg, 招商期货研究所

截止 4 月 15 日, 投机基金在大豆、豆油、豆粕、玉米、小麦上的净多持仓比例分别为: 24.86%、11.65%、18.01%、21.79%、5.65%, 从净多比例来看, 大豆因总量的扩大净多小幅下滑、本期豆油的净多持仓上升较为明显。

表 3: 豆粕主多席位持仓变化

永安						
日期	多单	多单增减	空单	空单增减	净多单	净多增减
04-15	80284	-4079	65235	-4417	15049	338
04-16	69881	-10403	58938	-6297	10943	-4106
04-17	71212	1331	59848	910	11364	421
04-18	77866	6654	56746	-3102	21120	9756
浙商						
04-14	23562	3924	12252	1100	11310	
04-15	24994	1432	12127	-125	12867	1557
04-16	25394	400	14351	2224	11043	-1824
04-17	25940	546	16492	2141	9448	-1595
04-18	39888	13948	14352	-2140	25536	16088

资料来源: bloomberg, 招商期货研究所

表 4: 豆粕主空席位持仓变化

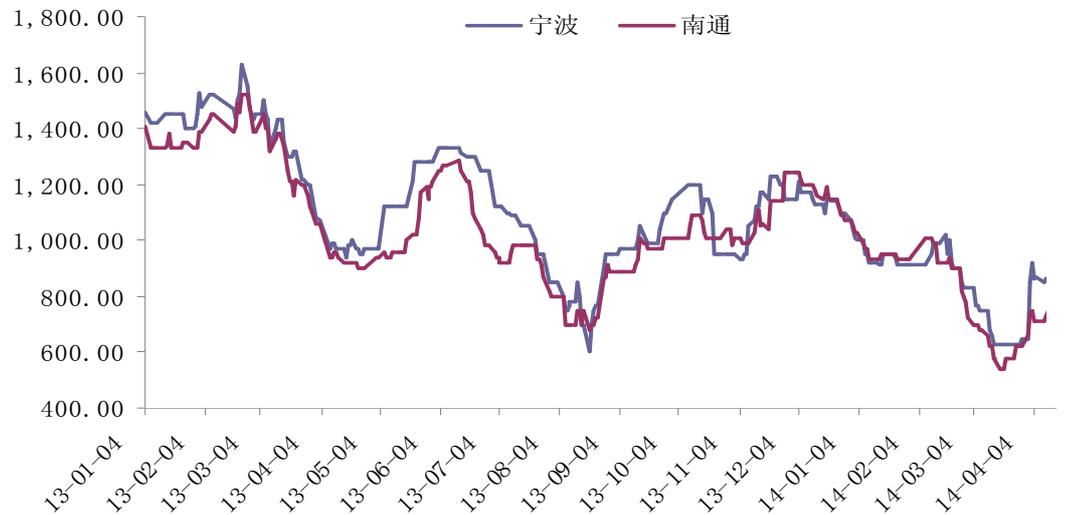
中粮						
日期	多单	多单增减	空单	空单增减	净多单	净多增减
04-15	45050	-4269	133852	957	-88802	
04-16	49178	4128	127599	-6253	-78421	10381
04-17	53308	4130	123035	-4564	-69727	8694
04-18	71535	18227	130590	7555	-59055	10672
国投						
04-14	94646	707	93939	2444	707	
04-15	64266	270	94646	707	-30380	-31087
04-16	64926	660	84091	-10555	-19165	11215
04-17	65918	992	84969	878	-19051	114
04-18	94646	707	93939	2444	707	

资料来源: Bloomberg, 招商期货研究所

周五主力多单席位继续增仓豆粕多单合约, 主力空单席位则豆粕空单增减不一。

## 四、盘面价差变化

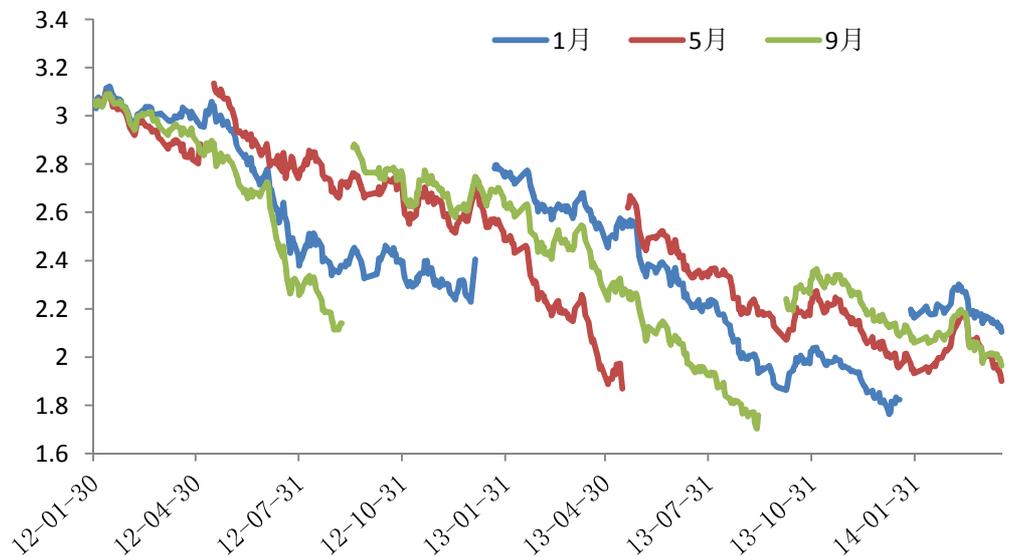
图12: 豆粕与菜粕价差



资料来源: WIND, 招商期货研究所

我们选取同地区豆粕与菜粕的价差来描述代表其他杂粕与豆粕的替代关系指标。本周主要成交地区豆粕菜粕的价差出现小幅回落。

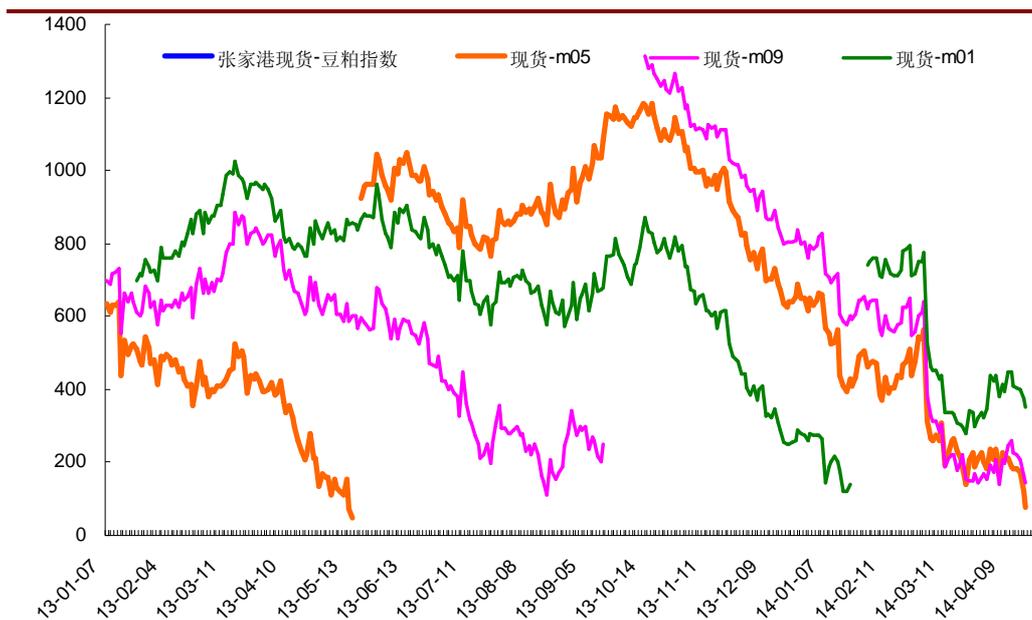
图13: 连豆油/豆粕比值变化



资料来源: 文华财经, 招商期货研究所

本周油/粕比值继续下滑, 粕强油弱的局面在延续, 来自于油脂油料现货成交动态显示, 油脂消费较为惨淡, 豆粕尽管需求不旺, 但油厂挺价较为坚决, 饲料企业贸易商有一定的备货需求, 粕强油弱中期趋势依旧维持。

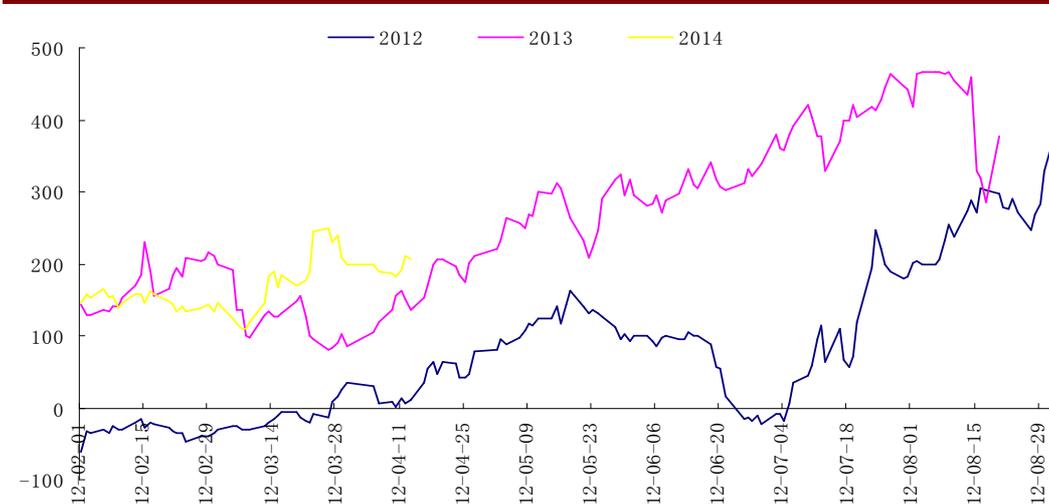
图 14: 豆粕期现价差图



资料来源: 招商期货研究所

截至 4 月 18 日, 现货与 m1405、m1409 和 m1501 的价差分别为 79、145、352 元/吨, 期现价差本周呈现缩小, 现货市场压力供需压力仍旧较大, 现货价格反弹空间被压缩, 单纯从期现价差分析, 豆粕期货市场将受到一定拖累。

图 15: M09-M01 价差表现图



资料来源: 招商期货研究所

m1409 与 m1501 价差上周扩大, 我们建议在 200 点附近介入买 9 抛 1 的跨期操作。理由有以下几点: 1. 现货升水市场结构是买近抛远的正向套利的的基础; 2. 中国油厂大量的未点价盘支撑着 CBOT 大豆近月市场继续坚挺表现。国内豆粕虽然遭遇 4 月份供应显著增大、需求改善不足等压力, 但油厂面临明显亏损, 对豆粕挺价动力顽强, 成本因素对连豆粕利多更明显。连豆粕市场整体做多动能更为明显, 我们维持中期看多的判断; 3. M1409、M1501 合约分别对应 CBOT 大豆 7 月、11 月合约, 分别属于 13/14、14/15 年度两个不同年度。13/14 年度美豆库存紧张而 14/15 年度面临美豆播种面积创历史新高

高、美豆库存/消费比在单产预期正常背景下大幅回升的预期利空；4、从目前进口成本推算，9月进口大豆成本在4300元/吨上方、1月进口成本在4050元/吨附近，换算成豆粕成本分别在4120元/吨、3740元/吨附近，进口成本差异在9-1价差在360元/吨上方，当然这一数据每天在变化。

风险点：1、突破事件或者投机基金持仓风险过大，令投机基金大量进行主动性平仓，令近月合约价格显著下跌；2、美国大豆播种进度或气候出现意外，令市场对新年度产量显著修正，远期价格补涨。

## 五、周度评述

近阶段以来，全国油料市场的表现整体强势，CBOT大豆价格不断创出阶段新高，周四在多头获利盘的影响下冲高回落。美豆市场尽管就基本面而言，仍旧是美豆库存紧张利多消息的老生常谈，但是价格却持续走高，且持仓量稳步增仓，显示资金看多态度仍旧相对积极。尽管中国买家违约大豆采购合同数量可能增加的不利消息不时冲击着市场，但是美豆价格却并未受到多大的影响，根本原因在于，中国油厂仍旧存在的大量的未点价盘对美豆尤其是近月合约的支撑显著。据国外经纪商反馈的消息，中国油厂还有3月合同的未点价盘展仓，这些未点价盘经历了由3月向5月移仓，再次被迫向7月合约移仓的过程。有消息称，近月大豆中有近400-500万吨大豆尚未点价。在中国大量未点价盘存在的背景下，CBOT大豆近月合约预计难以出现显著的调整，整体偏强为主。

国内豆粕现货市场近段时间以来持续跟盘反弹，主要是来自美盘豆价持续攀升的提振，也刺激饲料厂商逢低补库，目前终端豆粕库存水平略有回升。不过近两周来，由于进口大豆到港速度加快，油厂豆粕压力逐步增大，现货价格继续走高的难度较大。但是目前油厂进口成本高企，油厂压榨利润亏损严重，而在油脂价格疲软的背景下，油厂后期继续挺粕意愿强烈。期货市场，连豆粕市场做多情绪较强，因为从进口成本测算，9月份进口大豆换算成豆粕的成本在4100元/吨附近，远期1月也在3700元/吨以上。连豆粕一方面面临着供需基本面利空不支持价格继续走高，另一方面成本推动因素令价格走高的动力大于走低的动力。在这种矛盾的背景下，连豆粕本周的冲高走势说明市场选择了成本推高的指引。在未来豆粕的需求面将逐步改善，并将在5月下旬至6月份有明显改善的预期背景下，预计未来连豆粕市场更多仍将以震荡走高为主。从中期操作的角度，我们建议连豆粕9月合约整体保持多单思路。

## 研究员简介

詹志红：四川大学管理学硕士。拥有期货从业人员资格（证书编号：F0242132）及投资咨询资格（证书编号：Z0001362）。招商期货研究所农产品化工部总监，主管大连、郑州两大交易所品种。9年的期货研究经验，在农产品分析领域获得高度的市场认可。获得三届“最佳豆类分析师”称号。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。