银河期货研究中心　农产品部　梁勇
☎：0451-55505207　✉：liangyong@chinastock.com.cn
哈尔滨市中山路 172 号常青大厦 10 楼 1001 室
www.yhqh.com.cn

2013 年 3 月 25 日　星期一

银河期货研究中心 | 第二季度豆类投资报告

供应量逐渐回升　豆类调整仍未结束

一、基本观点

巴西大豆收割进度过半，巴西大豆开始大量上市，但受运输等因素影响，大豆出口装船明显延迟。近一段时间内，CBOT 豆类市场主要受到此因素提振，使价格维持在高位震荡。阿根廷虽然在二月份受到干燥天气的影响，但实际影响明显小于炒作预期，我们认为阿根廷大豆产量维持在 5000-5100 万吨之间；整体来看，南美大豆丰产的格局将得到维持，总产量预计较上一年度增产近 3000 万吨。全球大豆由于供应紧张转为宽松的事实将到来，另外，在 USDA 展望论坛上，美国大豆、玉米播种面积增加，单产大幅恢复的预期，令新年度美国大豆产量有望创下历史记录高位。南美大豆丰产及北美未产量增加双重的利空将在二季度体现出来，短期市场在消化完南美大豆出口的问题后，豆类价格将重回调整走势中。

二、行情回顾

2013 年第一季度，国内外豆类均呈宽幅震荡的走势，在南美大豆增产及美国大豆产量得到向上调整后，豆类行情先行调整，但期间受到阿根廷天气炒作，美豆出口需求及美国大豆播种面积等因素的影响，价格再度宽幅波动，全球大豆供需即将转换及季节性的因素交织，期价未能形成明显单边行情。美豆主力 5 月合约依然处于 1350-1500 美分/蒲式耳的区间内震荡；连豆 1309 合约同样表现平淡，震荡区间较小，基本处于 4700-4900 元/吨之间波动。

图1:CBOT大豆主力5月合约日线走势图

图2：大连黄大豆一号主力1309合约日线走势图

资料来源:文华财经　银河期货研究中心

USDA 公布了 2013 年 3 月份供需报告，数据基本符合市场预期，未能带来意外；美国玉米及大豆库存依然维持偏紧水平，但全球大豆及小麦库存被上调。全球大豆库存为 6021 万吨，高于上月及预期水平；巴西大豆产

量保持不变，阿大豆产量被下修至 5150 万吨。

2012/13 年度全球大豆产量大幅恢复，这主要是南美主产国。其中，巴西有望增加 1700 万吨，阿根廷 1140 万吨，巴拉圭 340 万吨。

图3：全球大豆供需对比图

图4：主要主产国大豆产量年度变化情况（千吨）

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Feb 2012/13	Mar 2012/13
Production						
Brazil	57,800	69,000	75,300	66,500	83,500	83,500
United States	80,749	91,417	90,605	84,192	82,055	82,055
Argentina	32,000	54,500	49,000	40,100	53,000	51,500
China	15,540	14,980	15,100	14,480	12,600	12,600
India	9,100	9,700	9,800	11,000	11,500	11,500
Paraguay	3,647	6,462	7,128	4,357	7,750	7,750
Canada	3,336	3,581	4,445	4,298	4,930	4,930
Other	9,464	10,605	12,211	13,798	14,164	14,164
Total	211,636	260,245	263,589	238,725	269,499	267,999

资料来源:USDA　银河期货研究中心

三、影响因素分析

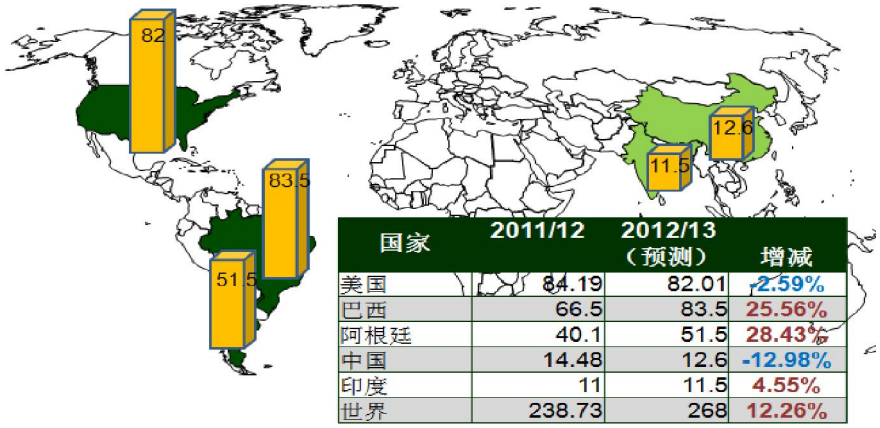
（一）、供应面

1、南美大豆丰产格局维持，增产近三千万吨

2011/12 年度美国大豆受天气因素影响减产 700 万吨，同样是 2011/12 年度南美大豆受天气干旱影响减产 2230 万吨，2012/13 年度美国遭遇 50 年以来大旱，大豆再度减产 1150 万吨；二大主产区连续三次出现减产，全球大豆供应紧张格局加剧，受此供需背景影响，美豆价格突破前高，创下新的历史高位。

9 月份的 USDA 供需报告上，美国农业部把美豆单产及产量数据再度降低，由于 8 月下旬以来的天气转好，我们认为 9 月报告的数据已处于最差的局面，随着后期天气方面的配合，美豆单产与产量数据有望出现小幅回升。从过去二年的 8-10 月报告调整来看，10 月报告中上调大豆单产的可能性较大，这样看来，美豆减产的利多或将充分体现在价格中。

图5：全球主要主产国大豆产量预估图（百万吨）



国家	2011/12	2012/13（预测）	增减
美国	84.19	82.01	-2.59%
巴西	66.5	83.5	25.56%
阿根廷	40.1	51.5	28.43%
中国	14.48	12.6	-12.98%
印度	11	11.5	4.55%
世界	238.73	268	12.26%

资料来源:USDA　银河期货研究中心

2012/13 年度，巴西大豆播种面积增加 10%，阿根廷增加 10.1%；单产

巴西提升 14.3%，阿提升 16.7%。

图6：南美主要大豆生产国种植面积（百万公顷）、单产（吨/公顷）及产量（百万吨）预估

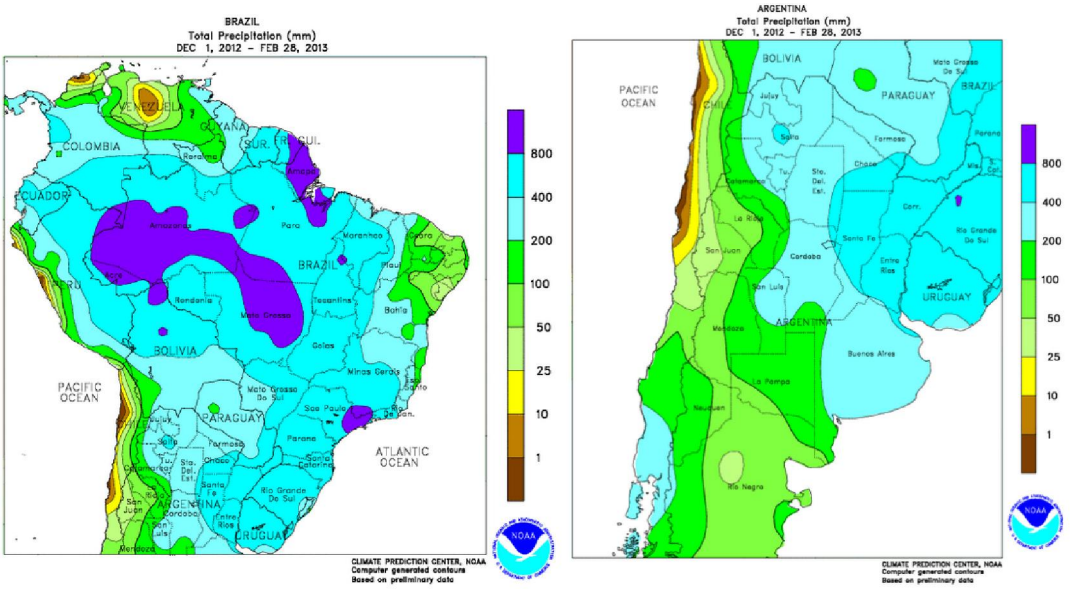
Country/Region	Area (Million hectares)				Yield (Metric tons per hectare)				Production (Million metric tons)			
			2012/13 Proj.				2012/13 Proj.				2012/13 Proj.	
	2010/11	Prel. 2011/12	Feb	Mar	2010/11	Prel. 2011/12	Feb	Mar	2010/11	Prel. 2011/12	Feb	Mar
World	103.00	102.90	108.90	108.75	2.56	2.32	2.47	2.46	263.59	238.73	269.50	268.00
United States	31.00	29.86	30.80	30.80	2.92	2.82	2.66	2.66	90.61	84.19	82.06	82.06
Total Foreign	72.00	73.04	78.10	77.95	2.40	2.12	2.40	2.39	172.98	154.53	187.44	185.94
South America												
Brazil	24.20	25.00	27.50	27.50	3.11	2.66	3.04	3.04	75.30	66.50	83.50	83.50
Argentina	18.30	17.58	19.50	19.35	2.68	2.28	2.72	2.66	49.00	40.10	53.00	51.50
Paraguay	2.87	2.96	3.10	3.10	2.48	1.47	2.50	2.50	7.13	4.36	7.75	7.75
Bolivia	1.03	1.09	1.09	1.09	2.24	2.13	2.20	2.20	2.30	2.32	2.40	2.40
Uruguay	0.87	0.90	0.95	0.95	1.79	1.78	2.00	2.00	1.55	1.60	1.90	1.90

资料来源:USDA　银河期货研究中心

南美大豆主产区一季度天气无大碍

从南美过三个月的降雨累计来看，巴西北部降雨量过大，阿根廷西部及南部降雨量略不足，但整体来看，降雨规模与正常水平相差不大，尤其是巴西的降雨较为充沛。阿根廷的西部及南部降雨量略差一些，但不是大豆的主产地区，对总产量的影响也有限。

图7：巴西及阿根廷2012年12月至2013年1月的降雨累计



资料来源:USDA　银河期货研究中心

2、美国大豆新年度单产有望大幅回升，产量有望创记录

从美国农业部展望论坛预估来看数据，大豆播种面积为 7750 万英亩，单产 44.5 蒲，产量有望达到创记录的 34 亿蒲，从这项预期来看，美国大豆产量有望出现恢复性增长，这对远期价格是偏空的。

图8:美国农业部及机构对2013/14年度美国大豆种植面积、单产及产量预估

大豆	USDA					
					2月11日	2月21日
(百万蒲式耳	2009/10年	2010/11年	2011/12年	2012/13年	2013/14年	2013/14年
种植面积(百万英亩)	77.5	77.4	75	77.2	76	77.5
收割面积(百万英亩)	76.4	76.6	73.8	76.1	75	76.6
亩产(蒲/英亩)	44	43.5	41.9	39.6	44.4	44.5

	受访机构		USDA预估值		
	预估均值	预估区间	2013/14年	2012/13年	2011/12年
产量(百万蒲式耳)	3,313	3,075-3,463	3,405	3,015	3,094
单产（蒲式耳/英亩）	43	40.5-45.0	44.5	39.6	41.9
种植面积	78.111	75.9-79.5	77.5	77.198	75.046
库存	235.4	155-405	250	125	169

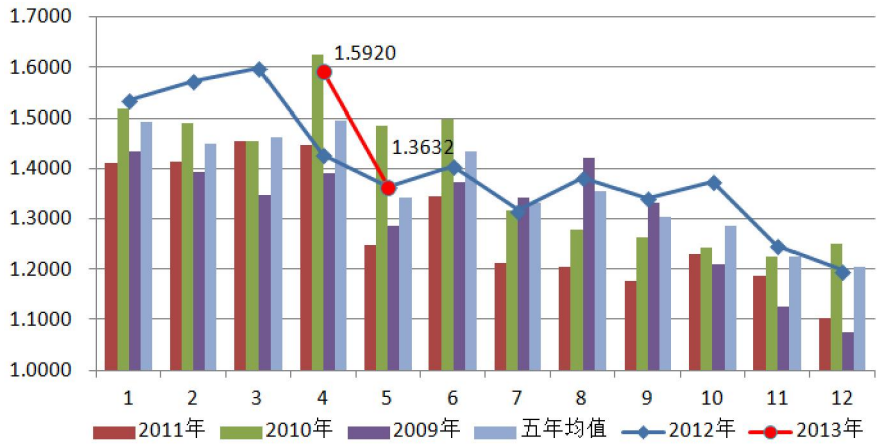
资料来源:USDA　银河期货研究中心

（二）、需求面

1、美国压榨量持平历史同期，油粕需求前景一般

美国油籽压榨协会(NOPA)报告显示2月大豆压榨量为1.3232 亿蒲，低于预期水平，较1月份大幅回落。美国1月大豆压榨量达到1.58195亿蒲式耳，为三年内第二高月度水准。出口方面，NOPA 公布 2 月豆粕出口量为765,659短吨，低于1月的111.8万短吨。分析师称，出口商及国内牲畜养殖者的豆粕需求自2012年以来对大豆压榨有较大推动作用。NOPA公布，2月份美国豆油库存小幅下滑，为27.90亿磅，1月为28.23亿磅且为近两年最高。生物柴油行业的豆油需求自1月1日开始增加，因2013年初，美国国会恢复了美国生物柴油每加仑1美元的税收抵免补贴。

图9:美国油籽压榨协会公布的美国大豆月度压榨情况



资料来源:美国油籽压榨协会　银河期货研究中心

2、港口大豆库存下滑，对一季度支撑力度较大

由于国内一季度进口大豆到港量明显偏低，使港口大豆库存量延续去

年四季度的下滑态势，且在南美大豆集中到港前，港口库存水平将延续下滑。

图10:中国港口大豆库存变化

资料来源:WIND　银河期货研究中心

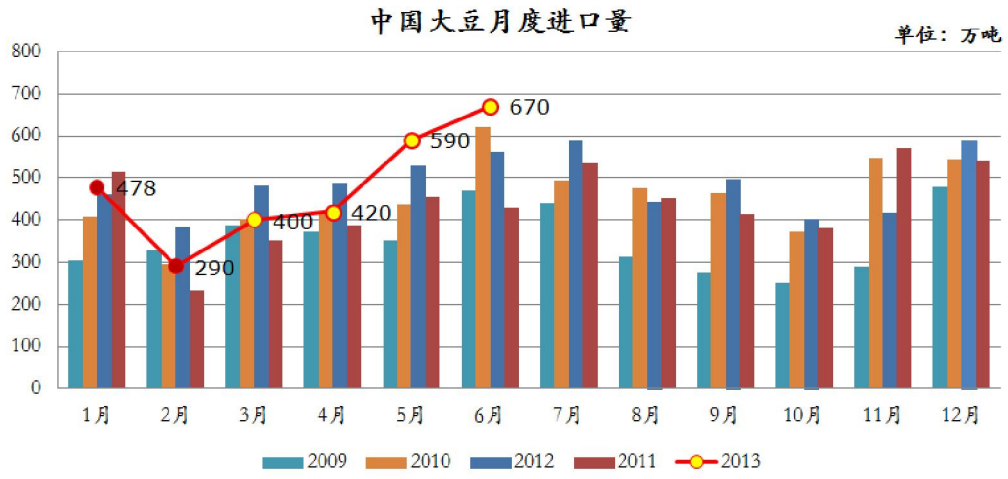
3、进口大豆到港在二季度大幅增加，后期面临供应压力

海关数据公布数据显示，中国 1-2 月大豆进口 768 万吨，同比减少 9%。3 月预计 400 万吨，4-5 月预计将大幅上升，或超 1100 万吨。2 月海关 290 万吨，实际 368 万吨。

由于装运延迟，中国已经在 2 月取消了至少两船巴西大豆订单，本月很可能将对更多订单违约。巴西 2 月出口大豆 95.96 万吨，其中 66.67 万吨销往中国，去年同期 62 万吨，3 月 90 万吨。

天下粮仓表示，因巴西港口严重拥塞，大豆装船延误，此前预告 4 月将到的 520 万吨大豆中，将只有 400-420 万吨能按期到港。但良好的压榨利润促使中国买家积极寻购美西大豆，目前已增加采购一船 3 月下旬船期美西大豆，并在寻购第二船或更多，美西大豆 3 月下旬或 4 月上旬装船，可保证在 4 月到港，因而 4 月大豆到港量还存有上升的可能，具体还要看美西大豆采购情况。若不发生大的延误，5-6 月份大豆到港量将大幅提升，其中 5 月份大豆到港量最新预估 590-600 万吨，6 月 670 万吨。

图11：中国进口大豆月度数据跟踪



资料来源:中国海关 天下粮仓 银河期货研究中心

3、国内豆粕饲料需求平淡

国内春节假期之后，国内豆油期现货价格出现明显的补跌状况，而且节后豆油市场步入消费淡季，现货市场购销亦处在从节日期间的停滞状态中逐步恢复的过程，成交量较节前明显萎缩，这也在很大程度上挫伤了厂商的挺价心理，虽然 2 月中下旬，国内豆油期现货价格在外盘带动下也试图反弹，但最终无力续涨，步入下行通道。且国内油脂库存居高不下，需求却持续清淡，加之南美丰产大豆将很快大量进入国内市场，令供给面更加偏空，短期内国内豆油现货价格难现大涨，预计维持低位偏弱震荡走势的可能性较大，从后期来看，由于四季度的大豆集中到港，豆油二季度将承受更大的库存压力。

豆粕表现则较为抗跌，虽然三月中旬期货价格走出补跌行情，但现货表现坚挺；从下游需求来看，畜牧养殖的亏损虽然一定程度影响补栏热情，在长期对于豆粕价格走势会产生利空作用，但对于短期价格打压力量不足。一方面，国内能繁母猪存栏量依然处于较高位置，并不是一朝一夕就能大幅减少的，对豆粕的需求在短期仍偏刚性；另一方面，有政策给予支撑，国家发改委日前发布消息称，有关部门正严格按照调控预案规定，密切关注生猪生产和市场价格变化，将根据市场情况，适时启动调控预案，防止生猪价格出现过度下跌，避免生猪养殖出现大面积亏损。各种偏空消息利空效能均有限，现货价格短期抗跌性仍在，反弹后趋势下跌，但料跌势仍相对缓和。

（三）、政策面

1、黑龙江省设置黄大豆一号交割库，将利于卖方交割

大连商品交易所已多将到黑龙江进行考察，初步确认了二至三家交割仓库，在黑龙江大豆主产区设置交割仓库，意味着卖方不需要远运至大连交割仓库即可注册仓单，这将减少卖方交割的所需费用，有利于卖方实现交割。

2、黄大豆一号未来交割要求更为严格，可供交割量减少

可以看到黄大豆一号从 1403 合约开始，对于质量差异的升扣更为严格，这令未来可交割的大豆量更为稀少，这有利于买方炒作交割缺货，有利于

后期价格维持强势。

图12:黄大豆一号目前执行的质量差异升扣价标准

项目		质量标准(%)	允许范围(%)	质量差异（%）(高+;低-)	升扣价(元/吨)	备 注
完整粒率		≥85.0	≥95.0	----	30	----
			≥90.0且<95.0		10	
			≥80.0且<85.0		0	
			≥75.0且<80.0		-30	
损伤粒率	合计	≤3.0	≤5.0	----	0	----
			≤8.0		-30	
	其中:热损粒	≤0.5	≤3.0		0	
水分含量		≤13.0	11、1、3合约月份<15.0 5、7、9合约月份≤13.5	-1.0	+20	1.升水升至水分含量12.0% 2.低于或高于标准不足1.0%不计算升扣价
				+1.0	-55	
杂质含量		≤1.0	<2.0	-0.5	+10	低于或高于标准不足0.5% 不计算升扣价
				+0.5	-30	

资料来源:DCE　银河期货研究中心

图13：黄大豆1号合约自A1403合约开始施行的质量差异升扣价标准

项目		质量标准(%)	允许范围(%)	升扣价(元/吨)
完整粒率		≥85.0	≥90.0	10
			≥80.0且<85.0	-40
损伤粒率	合计	≤3.0	>3.0且≤8.0	0
			>8.0且≤10.0	-20
	其中:热损粒	≤0.5	>0.5且≤3.0	0
水分含量		≤13.0	>13.0且≤14.0	-60

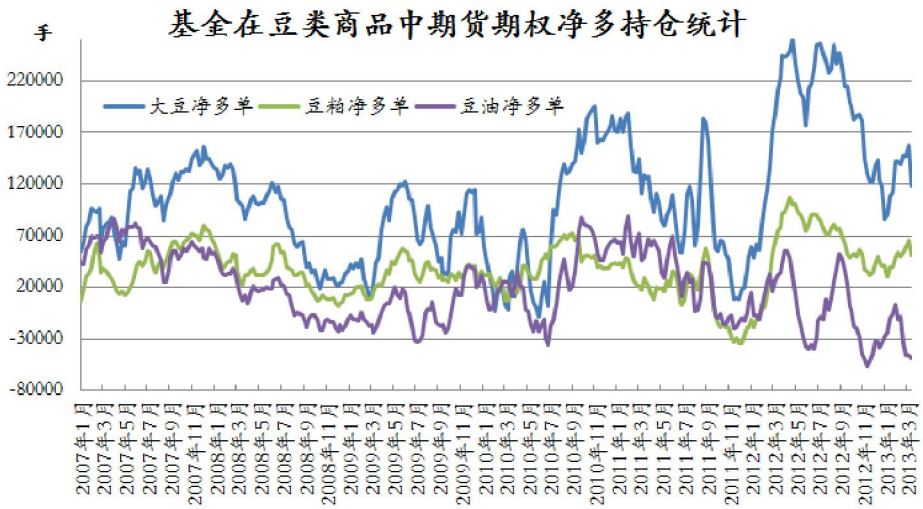
资料来源:DCE　银河期货研究中心

（四）、资金技术面

商品基金继续减持豆类期货期权净多单

商品基金曾在 2012 年末在大豆上的净多单连续多周增加，但三月初开始，商品基金开始大幅减持净多单；截止到 2013 年 3 月 19 日当周，商品基金在大豆期货上的净多单为 18.2 万张，处于一年以来的低点。

图14:商品基金在CBOT豆类中的净多单变化



资料来源:CFTC　银河期货研究中心

四、行情后市展望及操作建议

从未来走势来看，我们认为有以下几方面值继续关注:

（一)、南美大豆产量后期调整的幅度

因巴西大豆收割过半，产量预计后期不会有大的调整；阿根廷虽然还未进入收割阶段，但由于近期未出现不利天气，产量将维持本月美国农业部预测的水平之下，也不会有明显的调整，预计产量调整范围在 5000-5100 万吨之间。

图15:USDA月度供需报告中对巴西、阿根廷大豆产量的调整变化

日期	2012.11	2012.12	2013.1	2013.2	2013.3	2013.4	2013.5	2013.6
巴西	8100	8100	8250	8350	8350			
阿根廷	5500	5500	5400	5300	5150			

资料来源:USDA　银河期货研究中心

（二)、从美豆种植成本预测美豆未来走势变化

从美豆种植成本来看，近四年美豆年内波动低点均高于种植成本，且高于幅度逐年在增加，按 2013 年的成本来测算，美豆种植成本为 980 美分/蒲式耳，我们预计美豆年内低点在 1140-1200 美分/蒲式耳之间，高点位于 1530-1600 美分/蒲式耳之间。年内均价在 1340 美分/蒲式耳左右。

图16:USDA公布的美豆每英亩种植成本及我们预测的新年度美豆价格波动区间

美豆每亩种植的成本和收益，不包括政府支付

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营成本：									
种子	32.30	39.77	44.35	55.26	59.20	55.55	59.87	61.37	62.48
化肥	13.05	15.31	25.12	23.65	17.87	22.84	23.41	23.02	22.60
化学制剂	14.46	15.00	15.73	17.38	17.04	16.42	17.25	18.05	17.88
合计：经营成本	93.41	106.63	127.79	130.49	131.89	136.87	143.16	145.20	146.12
分配开销：									
雇佣劳动	1.78	1.93	2.07	2.14	2.11	2.07	2.13	2.16	2.19
无酬劳动的机会成本	15.20	16.16	16.77	17.19	17.33	17.09	17.62	17.80	18.08
机械及设备的资本回	60.38	64.59	70.98	75.54	78.18	81.34	85.62	87.40	88.34
土地的机会成本（租	86.17	88.58	94.58	108.98	126.00	134.30	138.87	142.03	147.25
合计：分配开销	184.68	193.86	208.35	229.26	247.89	259.83	270.11	275.83	282.92
总成本	278.09	300.49	336.13	359.75	379.79	396.70	413.27	421.03	429.04
美豆指数年内均价	5.97	8.72	12.32	9.89	10.44	13.20	14.29	13.40	13.67
美豆年内低点价格	5.43	6.71	7.83	8.27	9.03	11.08	12.73	11.40-12.00	11.60-12.20
美豆年内高点价格	6.36	12.29	16.41	11.72	13.50	14.67	17.39	15.30-16.00	15.50-16.20
美豆指数年内高点差	0.92	5.58	8.58	3.45	4.47	3.59	4.66		
农场均价	6.43	10.10	9.97	9.59	11.30	12.45	14.40	13.30	13.50
单产（蒲式耳/英亩）	42.70	41.50	39.60	43.30	43.50	41.50	39.60	43.00	43.00
每蒲式耳净成本	6.51	7.24	8.49	8.31	8.73	9.56	10.44	9.79	9.98

资料来源:USDA　银河期货研究中心

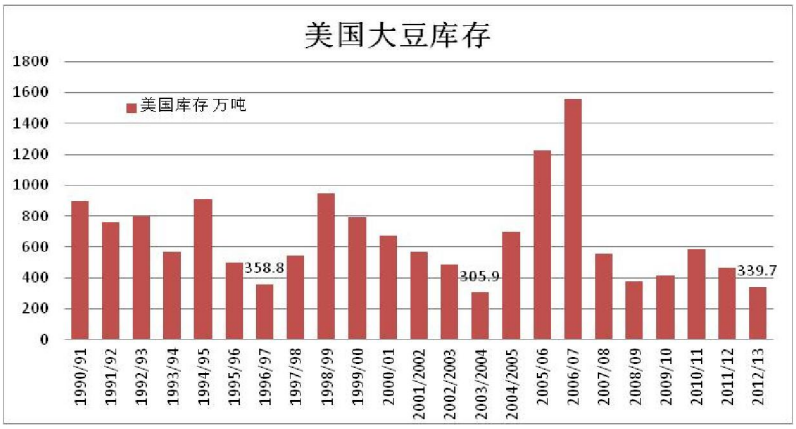
（三）、南美大豆出口延迟与美豆低库存

南美港口装船延迟成为近一段时间支撑豆类价格的主因，由于巴西基础设施不足，粮食的运输成本占到了物流总成本的 80%。在运输方式中，公路运输占据了主导地位，58%的货物周转量选择公路运输。铁路是巴西的第二大运输方式，有 28875 公里的铁路在运营，铁路主要是货运，25%的货运周转量是铁路运输。巴西大豆收割后，一方面受到内陆运输拖迟的影响，另一方面港口装运也较往年推迟了近二个月。

农民罢工事件成为近一段时间另一个炒作题材，原定于 3 月 19 日的巴西农民罢工虽取消，但未来受劳资等因素影响，罢工事件仍可能发生。阿根廷高达 35%的出口关税，在阿根廷大豆上市期，是否再有罢工事件仍值得关注。

在南美大豆上市期延迟的影响下，导致美国大豆期末库存更加紧张，按美国农业部的预估来看，2012/13 年度美豆期末库存水平将降至九年以来新低，略高于 2003/04 年度的 306 万吨水平。

图17:USDA月度供需报告中对巴西、阿根廷大豆产量的调整变化



资料来源:USDA　银河期货研究中心

综上所述，短期市场仍围绕巴西大豆出口延迟，美豆出口需求增加，未来库存偏低等题材波动，受此影响美豆近月表现抗跌；国内三、四月份大豆到港量明显偏低，导致大豆库存降至 430 万吨的偏低水平。本周四即将公布种植意向报告，预计将确认美豆新年度产量增加的预期，这将给市场带来预期利空。随着南美大豆上市量的增加，全球大豆供应紧张的局面将得到明显改善，未来供需宽松的格局将在未来体现出来。二季度市场很可能面临双重利空，所以在内盘豆类经历了一轮回调后，短期跌势有所放缓，但二季度豆类出现第二轮调整的可能性依然较大。由于国内油脂高库存及需求低迷的市场环境，豆粕后期表现仍视为抗跌首选，豆粕现货仍可能是油厂利润增长点的来源。连豆在后期交割品质更为严格以及注册仓单量偏低的影响下表现趋强，彰显出国产大豆的独立走势格局。

操作思路上，豆类二季度仍面临进一步回调，连豆远期合约可逢回调中线买入，连豆粕则等待 1401 合约中线买入机会。

▪ 近期相关研究报告

1）利空因素汇集　豆类回调压力较大	2013.2.25
2）南美大豆上市初期　关注豆类阶段性行情	2013.1.23

3）供应不确定性与成本支撑，大豆不改长期牛市	2012.12.23
4）豆类阶段性回调到位　后市震荡反弹机会增加	2012.11.23
5）关注季节性走势　豆类有望企稳上涨	2012.10.21

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们取得联系

▪ 免责声明　期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。