

## 播种面积一降再降，国内大豆牛市可期

上海通联期货 研究发展部

通联一队

### 摘要：

○我们可以明显看出大豆市场供需面的**内紧外松**，这也是造成当前大豆价格“内强外弱”的主要逻辑。那么在这种逻辑下的格局是否能够得到延续呢？通过我们的数据采集和分析，我们认为答案是肯定的，而且原本走势就较为独立的国内大豆价格在未来可能更为独立，和外盘的联动性可能更弱。

○大豆播种面积在未来可能延续下降的趋势，这也将导致国产大豆供给进一步减少。而这也是我们大豆价格强势的最重要的支撑因素。

○我们认为在当前价格区间 4550-4650 价格或仍有一定反复，但随着资金的逐步介入和供需矛盾的进一步加剧，价格向上突破或成为大概率事件，突破之后价格将呈现震荡上行态势，目标点位 5000 元。

2014年6月30日，美国农业部（USDA）公布了2014/15年度美国大豆播种面积预测，报告显示2014年美国大豆播种面积将达到8484万英亩，较去年同比扩大11%。而在美国大豆大幅增产的预期下，过去两个月美豆价格大幅下挫近150美元，下跌幅度高达17%，同时拖累国内豆粕、豆油等下游产品价格下挫。而反观国内大豆价格，大连商品期货交易所大豆价格不跌反升，截止到8月，国内大豆收盘价格相较6月上升2.4%。面对如此大的强弱反差，其的内在逻辑在哪里？同时我们需要深入思考的是这种“内强外弱”的格局是否能够继续延续下去呢？如果能够延续下去那么给予我们什么的操作机会？

### 一、“内强外弱”的逻辑

分析农产品价格我们认为最为关键的就是某一品种的供需平衡表，因此我们首先来看一下中、美两国的大豆供需平衡表：

表一：中国大豆年度供需平衡表

|        | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总供给量   | 2755  | 2628  | 2531  | 2339  | 2109  |
| 期初库存   | 852   | 1062  | 1120  | 1078  | 916   |
| 国内产量   | 1903  | 1566  | 1411  | 1261  | 1193  |
| 总消耗量   | 1693  | 1508  | 1453  | 1423  | 1450  |
| 国产压榨   | 550   | 380   | 349   | 322   | 350   |
| 食用工业   | 1040  | 1030  | 1020  | 1020  | 1020  |
| 种用量    | 65    | 55    | 50    | 47    | 46    |
| 损耗量    | 19    | 16    | 14    | 14    | 14    |
| 出口量    | 19    | 27    | 20    | 20    | 20    |
| 期末库存   | 1062  | 1120  | 1078  | 916   | 659   |
| 当前缺口   | 210   | 58    | -42   | -162  | -257  |
| 库存消费比% | 62.73 | 74.27 | 74.19 | 64.37 | 45.45 |

数据来源：通联期货研发部

**表二：美国大豆年度供需平衡表**

|       | 2010   | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E  |
|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 期初库存  | 4.11   | 5.85  | 4.61  | 3.83  | 3.82   |
| 产量    | 90.61  | 84.19 | 82.56 | 89.51 | 103.85 |
| 进口    | 0.39   | 0.44  | 1.1   | 2.18  | 0.41   |
| 出口    | 40.85  | 37.15 | 35.85 | 44.63 | 45.59  |
| 国内消费  | 48.4   | 48.72 | 48.6  | 47.06 | 50.78  |
| 期末库存  | 4.85   | 4.61  | 3.83  | 3.82  | 11.71  |
| 供需缺口  | 5.86   | 4.61  | 3.82  | 3.83  | 11.71  |
| 库存消费比 | 10.02% | 9.46% | 7.88% | 8.12% | 23.06% |

数据来源：wind，通联期货研发部

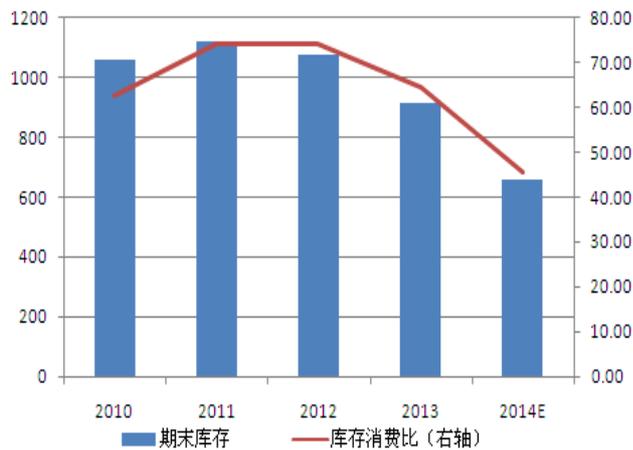
通过比较我们可以发现一下三个中美大豆供需上的重要区别：

(1) 最直观的就是供需缺口。美国大豆市场基本上连年呈现供给过剩格局，尤其在2014年度其供给过剩数量将达到1171万吨；而从国内数据来看，随着播种面积连年下降，国内大豆出现了明显的供需缺口。根据我们对于2014/15年度国内大豆供需缺口的预估，其数值可能达到257万吨，而且我们知道国产大豆作为非转基因大豆是不能被国外的非转基因大豆来替代的，这也意味着这一供需缺口很难进行弥补。从过去几年数据来看，国产大豆压榨量基本都在300万吨左右，即使我们将这部分压榨量全部转用进口大豆，国产大豆的供需仍处于紧平衡状态。因此供需上的不同构成了“内强外弱”的第一个逻辑。

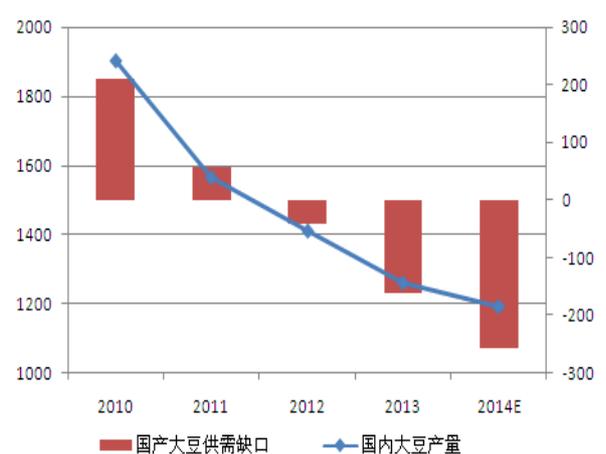
(2) 第二个重要逻辑在于库存消费比。作为反应农产品基本面最重要的数据，国内大豆库存消费比自2011年小幅上升之后已经连续三年出现下降，而且根据最新数据来看，未来一个年度的库存消费比将从64%大幅下降至45%，大幅下挫近30%。而

从美国方面来看，库存消费比数据自 2012 年开始处于连续上升的态势，2014 年更是将大幅上升 185%，从这一数据我们可以看出美国方面的整体供需格局依然较为宽松。库存消费比的一升一降构成了“内强外弱”的第二个逻辑。

图一：国内大豆期末库存与库存消费比



图二：国内大豆供需缺口与产量比较图



数据来源：wind, 通联期货研发部

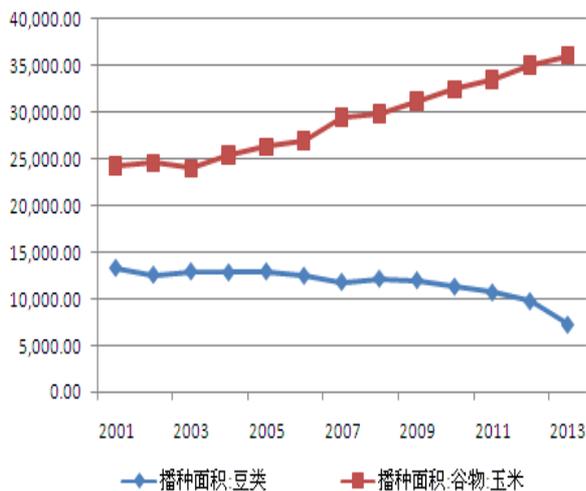
(3) 从中美两国每年的大豆期末库存来看，两国的也是呈现一增一减的局。从 2014 年度的预测数据来看，国内期末库存将下降到 700 万吨以下，而美国方面则将上升到 1170 万吨。这种对于未来供给量的不同构成了当前“内强外弱”的第三大逻辑。

综合上述三点，我们可以明显看出大豆市场供需面的**内紧外松**，这也是造成当前大豆价格“内强外弱”的主要逻辑。那么在这种逻辑下的格局是否能够得到延续呢？通过我们的数据采集和分析，我们认为答案是肯定的，而且原本走势就较为独立的国内大豆价格在未来可能更为独立，和外盘的联动性可能更弱。我们主要由以下三个方面来进行验证。

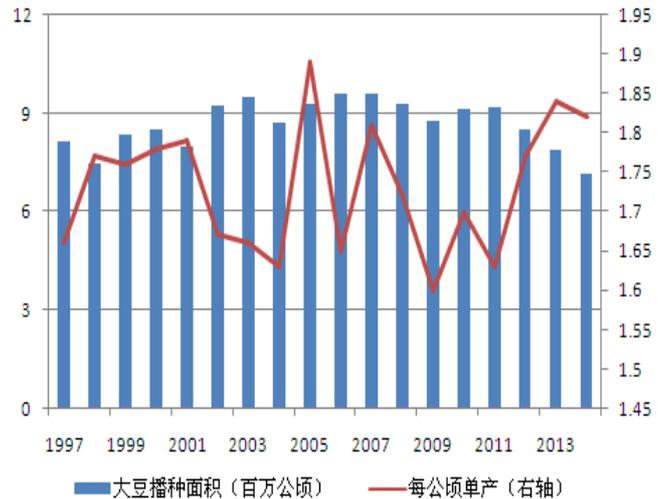
## 二、支撑国内价格走强的依据

### 2.1 播种面积连续下降，短期难以改变

图三：大豆、玉米年度播种面积比较图



图四：大豆年度播种面积与单产比较图



数据来源: wind, 通联期货研发部

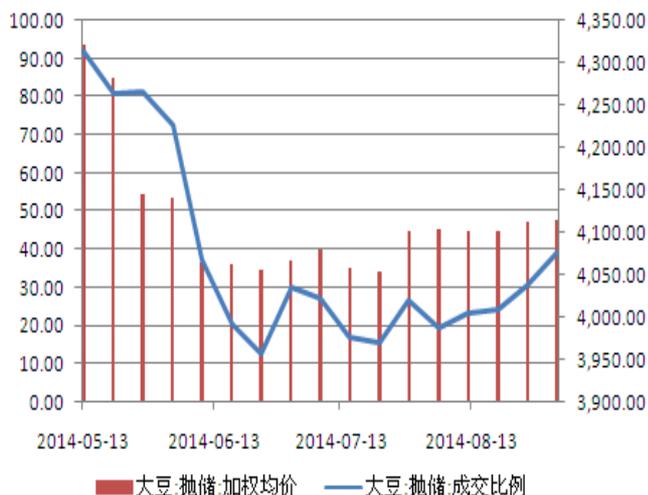
从国内农业耕地面积来看，随着土地污染日益严重，城镇化逐步加速，可耕地面积原本就已经处于下降趋势之中，如何保护“耕地安全警戒线”已经成为未来农业部的主要命题。作为相互竞争耕地面积的品种，玉米和大豆的耕种面积走出了明显的剪刀差走势，玉米播种面积连年上升，相反的是大豆播种面积的逐年下降，尤其在最近两年下降幅度呈现出增速迹象。虽然我们从图四可以看到随着科技进步，大豆单产较之前有所上升，但是大豆整体产量依然呈现连年下降的局面。而且从玉米和大豆价格走势强弱来比较，玉米现货价格明显强于大豆价格，这也意味着短时间内农民依然愿意种植玉米而非大豆。因此我们认为大豆播种面积在未来可能延续下降的趋势，这也将导致国产大豆供给进一步减少。而这也是我们大豆价格强势的最重要的支撑因素。

## 2.2 市场消费逐步复苏，“刚性需求”有增无减

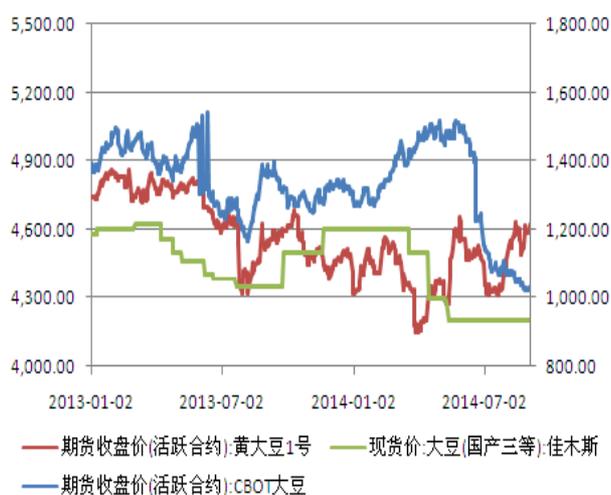
图五是自今年5月开始国储拍卖大豆的成交平均价格和整体成交比例的情况，从中我们发现成交价格和成交比例在5、6两月连续下跌之后终于在7月份出现了回升的态势，而且近五次拍卖整体成交价格都在4100以上，成交比例和成交量出现明显反弹的迹象。可见市场对于大豆的整体消费已经出现复苏，而且随着新豆年后上市前的空档期，消费对于价格的支撑将更为明显。今年五月国储局对于今年全年的大豆拍卖平均价格为4200元，而从当前来看整体平均价格远低于指导价格。因此我们认为未来几个月的大豆拍卖价格势必将继续上升以提升平均价格。

同时从国内现货价格来看，价格已经创出两年内的新低，如果我们从积极面来进行解读，大豆价格的阶段性底部似乎已经形成。而且随着我国单独二胎政策展开，人口势必进入新一轮增加周期，在大豆“刚性需求”增速上升的大背景下，当前较低的现货价格势必出现明显的反弹。

图五：国储大豆拍卖成交比例和成交价格



图六：内外盘期价与国内现货价格走势比较图



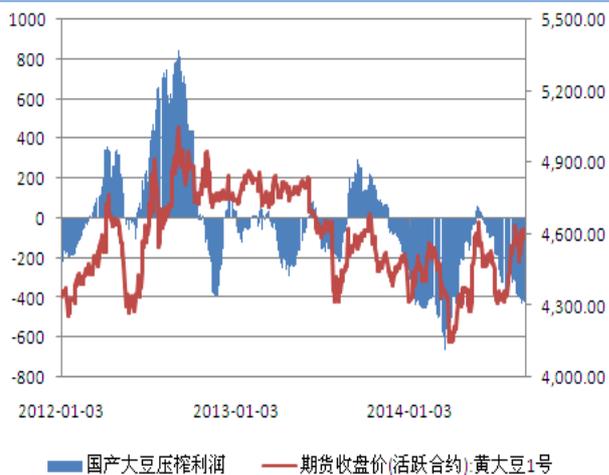
数据来源: wind, 通联期货研发部

### 2.3 压榨亏损或将收窄，直补政策利多市场

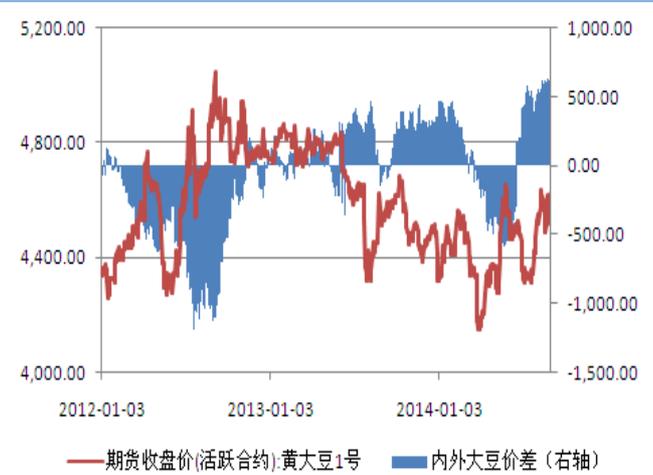
我们可以发现基于豆粕、豆油价格的大幅回挫，用国产大豆进行压榨的企业压榨利润亏损上升明显。但如果我们从历史长周期角度来分析，往往当国内大豆压榨大幅亏损之时，出现大豆价格的阶段性底部的概率都会明显上升。因为往往此时的现货价格是在缺失了20%的压榨消费量的情况下出现的，如果后期压榨利润由亏损转为盈利，那么大豆价格都会出现迅速的拉升。而从历史数据来分析，当前400元的压榨亏损已处于历史偏高点位，后期压榨亏损进一步扩大的可能性已经逐步下降。

最后我们再谈一下“直补政策”。在新一生产年度国内直补政策或将在大豆市场展开，政策的方式是以现货价格和基准价来对农民或者压榨企业进行补贴，新政策摒弃以往只保护农民的方式，转而对整条产业链的各个参与者进行保护。更加体现了其核心以市场化的方式解决大豆供需矛盾。这种对于整体行业的保护政策势必将从中长期利多大豆价格。

图七：国产大豆压榨利润与期价走势比较图



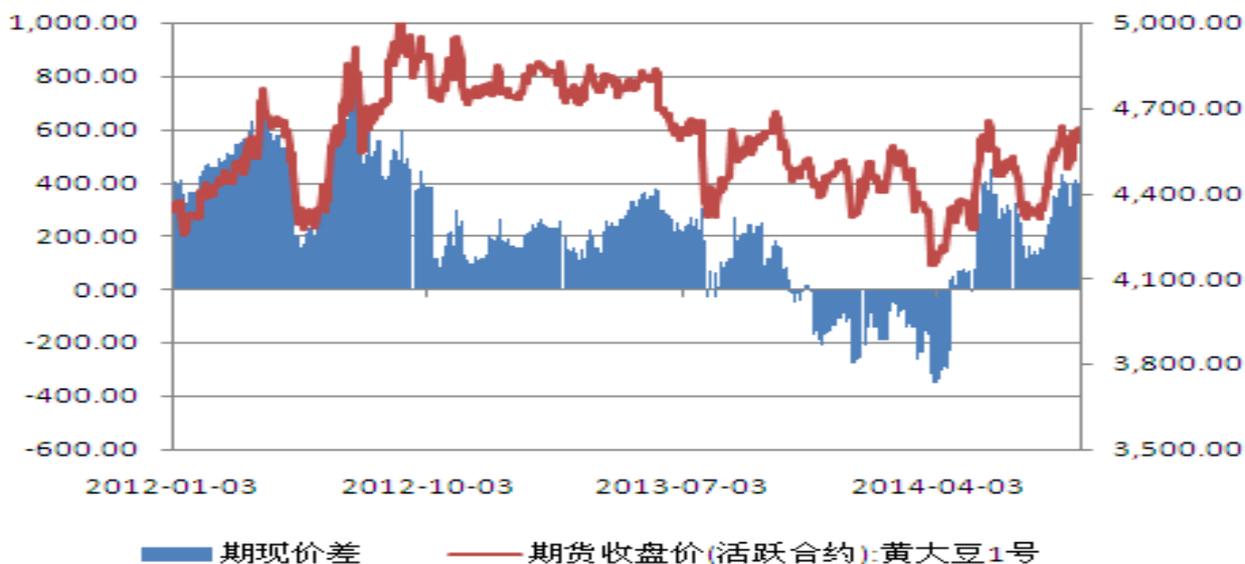
图八：内外大豆价差与期价走势比较图



数据来源：wind, 通联期货研发部

### 三、期货市场信息

图九：大豆期现价差与期货价格走势比较图



数据来源：通联期货研发部

从当前整体期现价差来看呈现期货大幅升水格局，虽然这种期货大幅升水格局对于期货价格产生了一定压制作用，但是如果我们从更长远的角度来理解，可能会呈现不一样的结论。当前大豆市场属于典型的正向市场，无论是期现价差还是1501和1505的跨期价差都呈现远期升水的局面，由此可见市场投资者对于未来价格的预期较为乐观。而且从历史数据来看，当前期现价差约为400元左右，这一价差和之前的高价差相比仍有一定差距。而且从未来国内大豆供需格局来看，供需矛盾将愈发明显，供给缺口相较前几年将更为扩大，因此期现价差进一步扩大也甚为合理。如果从期货价格走势来看，现货价格如果能够出现一定反弹并收窄期现价差，那将使得期价上涨行情更为流畅。

图十：大豆期货走势周K线



数据来源：文化财经。通联期货研发部

资金面的异动也是未来价格上涨的另一个期货信息。我们看到从今年4月份开始大豆持仓就出现了明显上升态势，整体持仓较之前一年高出了好几倍，其中有过一定反复，但是当前市场整体持仓也在六十余万手，如果我们对于1501进行计算，其45万手对应的大豆量约为230-250万吨，这一数量约对应我国年产大豆四分之一，相较之其他品种，国产大豆有其特殊性——无进口货源进行交割。因此在国产大豆减产已成定居的大背景下，如果持仓出现进一步上升态势，那么对于空头的持仓风险就会逐步上升。

最后从周K线技术角度分析，当前价格已经连续第四次运行到震荡区间的上沿，在成交量和持仓量的有效配合下，价格突破将成为大概率事件，而如果上方压力线得到有效突破，那么大豆价格的上方空间将彻底打开。

#### 4、未来走势分析及操作建议

我们认为在当前价格区间 4550-4650 价格或仍有一定反复，但随着资金的逐步介入和供需矛盾的进一步加剧，价格向上突破或成为大概率事件，突破之后价格将呈现震荡上行态势，目标点位 5000 元。

图十一：大豆未来价格走势预期图



数据来源：文化财经。通联期货研发部

#### 具体操作建议如下：

做多大豆 1501 合约，4600 以下建立底仓，底仓 15%（占用资金约 326 手），下方止损点位 4450；向上突破 4700 加仓 15%（约 319 手），止损点位上移至 4600。之后每上涨 100 元，加仓 10%，同时止损点提高 100 元。目标点位 5000 元。资金占用最高比例为 50%，最大损失 48.9 万，如果达到目标点位 5000 元，则预期利润约 288.1 万。盈亏比为 1:5.89。

| 开仓价位 | 持仓比例及手数     | 止损点位 |
|------|-------------|------|
| 4600 | 15% (326 手) | 4450 |
| 4700 | 15% (319 手) | 4600 |
| 4800 | 10% (208 手) | 4700 |
| 4900 | 10% (204 手) | 4800 |

### 交易风险点：

(1) 美豆进入增产周期，虽然当前美豆价格已处于近几年的低位，但是三季度乃至四季度呈现弱势震荡将成为大概率事件，因此如果美豆再出现7、8月的大幅下挫，国内大豆价格有一定跟跌可能。(解决方法：做好止损，将损失控制在合理范围之内)

(2) 价格迟迟未能突破，价格呈现横盘震荡或者回到前期震荡区间之中。(解决方法：采用逐步加仓方法，如果行情迟迟未能启动，底仓占用资金比例也并不高，不影响对于其他品种行情机会的把握)

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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品种买卖的出价或询价。本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。