



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王晨希 024-22566346

wcx@nawaa.com

过度降雨筑底部

摘要

6月美国产区的降雨造成的播种延迟以及带来弃种、改种可能为美豆当下反弹奠定了基础。而优良率持续下降带来的单产下调预期以及美豆对7、8月份耐旱能力下降则为未来的天气炒作提供了充足空间，三季度上半段的天气市正式登场。产量预估下降将推动美豆重心缓慢上移，豆类市场底部应基本明朗，能否构筑中期行情则需要七八月天气配合，季节性头寸可考虑逐步入场。

国内豆类市场依然呈现分化格局，豆粕中短期供应压力将是市场主旋律，由此带来的销售进度缓慢、基差报价下降将是三季度主基调，但四季度将会明显改善。短期依托美豆上涨带来的成本传导依然能够推动连粕走高。豆油伴随厄尔尼诺炒作告一段落，目前期价重回自身供需面，伴随库存增长，以及油厂销售困难带来的销售策略调整，三季度油粕比可能重新回落，但价格重心应跟随豆类缓慢提升。

连豆目前属于过渡市场，9月合约关键依然是多头与巨量仓单之间对决结果，期价继续回落概率较大。远月合约仍不乐观，期价与港口大豆价格联动将逐步增强。

目录

第 1 章	半年行情复盘	4
第 2 章	豆类供需转为偏多	4
2.1.	美豆新季供应预期微妙转变	4
2.2.	美豆需求尚可	7
第 3 章	国内豆粕结构性过剩	10
3.1.	结构性供应压力较大	10
3.2.	消费偶有亮点	12
3.3.	DDGS 替代供应恢复	15
第 4 章	豆油消费新增亮点	16
4.1.	饲用消费增长潜力大	16
4.2.	库存增长有压力	17
第 5 章	豆一逐步向正常市场转变	17
5.1.	新季面积变化争议大	18
5.2.	新季面积变化争议大	19
第 6 章	下半年操作思路	19
	南华期货分支机构	21
	免责声明	24

图表目录

图 2.1.1: 美大豆期末结转库存.....	4
图 2.1.2: 美大豆种植进度.....	5
图 2.1.3: 美产区 6 月降雨偏离正常值.....	5
图 2.1.4: 美大豆期末结转库存.....	7
图 2.2.1: 美大豆月度压榨.....	7
图 2.2.2: 美豆油月度库存.....	8
图 2.2.3: 美 100%生物柴油月度产量.....	9
图 2.2.4: 美生物柴油月度消耗豆油量.....	9
图 3.1.1: 国内大豆月度进口量.....	10
图 3.1.2: 国内月度压榨大豆量.....	11
图 3.1.3: 国内压榨企业豆粕未执行合同及库存.....	11
图 3.2.1: 月度生猪存栏.....	12
图 3.2.2: 外购仔猪养殖利润.....	13
图 3.2.3: 畜禽养殖利润.....	14
图 3.2.4: 豆粕月度出口.....	14
图 3.3.1: DDGS 月度进口量.....	15
图 4.1.1: 豆油月度表观消费.....	16
图 4.2.1: 豆油商业库存.....	17
图 5.2.1: 豆一注册仓单量.....	19

第1章 半年行情复盘

2015 年上半年美豆呈现慢速下跌趋势，技术层面仍是 2014 年熊市的延续。在 14 年四季度的反弹调整之后，南美大豆生长趋于稳定，市场对南美大豆丰产预期逐步趋同，伴随机构陆续上调巴西、阿根廷产量预估，供需压力逐步在盘面得到体现，美豆期价再度向前低一线靠拢。在 5 月底，美豆突破前低创下 6 年新低，不过进入 6 月下半月，受美豆种植进度落后以及优良率下降影响，美豆结束跌势迎来大幅反弹。

内盘方面，豆粕 2015 年上半年延续下滑趋势，跌幅明显大于同期美豆，近半年国内豆粕的弱势主要受制于同期油脂市场的强势，同时二季度国内豆粕现货市场供应压力的快速增长是推动油厂放弃此前长期延续的挺粕策略的重要因素。期现两市的共同打压下，豆粕上半年的大幅走弱也就在情理之中了。

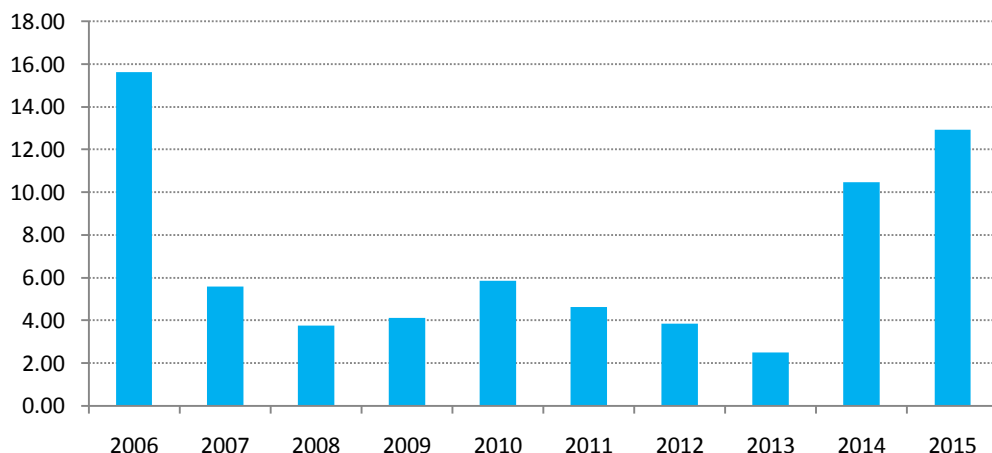
豆油上半年呈现低位宽幅震荡态势，一季度跟随美豆震荡下行，但进入 4 月份，市场热炒厄尔尼诺题材，油脂整体大幅走强，不过 5、6 月份棕榈油产区天气并未出现明显异常，炒作宣告结束，油脂则应声回落，6 月豆油整体呈现逐步回落趋势。

豆一市场则是另一番景象，一季度受收储政策调整影响，现货市场表现犹豫，农民惜售与贸易谨慎采购共振之下导致现货销售缓慢，大量库存积压在农民手中，现货价格持续下滑，带动期价一度走低，4 月期价一度跌至 4000 元之下，但随后伴随贸易环节加大采购，投机资金的主动介入，豆一迎来快速反弹，但无源之水难以持久，6 月期价重回跌势，主力合约期价自高位迅速回落。

第2章 豆类供需转为偏多

2.1. 美豆新季供应预期微妙转变

图 2.1.1：美大豆期末结转库存

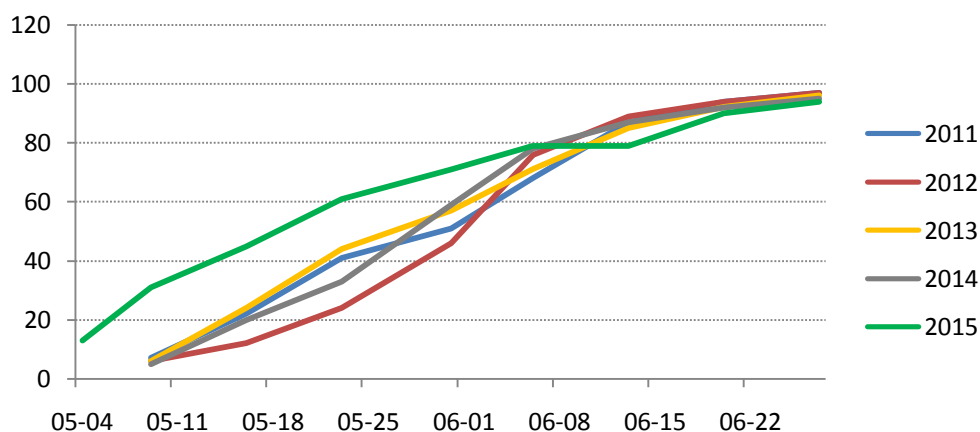


资料来源: wind USDA

USDA 6 月供需报告给出的新季美豆种植面积是 8460 万英亩,单产是 46 蒲式耳/英亩,前者的面积数据来自 3 月份的种植意向调查,后者则是根据历史单产数据进行的数据推算。8460 万英亩已经是历史最高面积,46 蒲式耳的单产则是历史第二高,仅次于去年的 47.5 蒲式耳/英亩。两个超高的数据带来的结果就是结转库存的极大改善,即使 6 月份 USDA 下调了期末库存水平,15-16 年度的期末库存仍是 06 年以来最高。

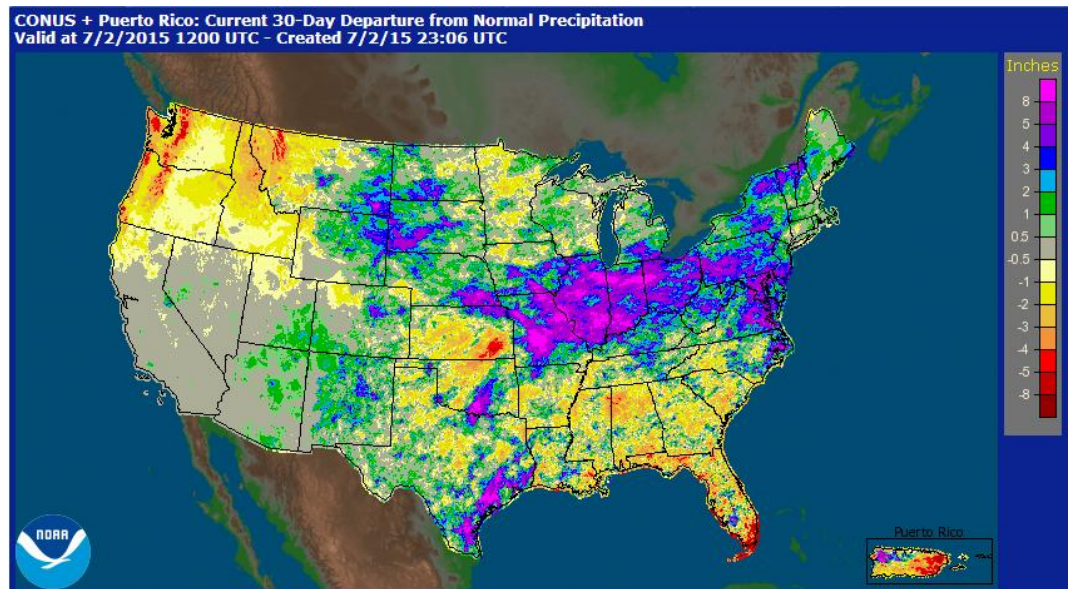
不过这一切的两个前提都有了微妙的变化,USDA 在 6 月 30 日公布了新季度大豆种植面积数据,报告给出的面积数据是 8513.9 万英亩,比 6 月份的供需报告数据高出 53.9 万英亩,但这个数据并不能反映真实的情况。

图 2.1.2: 美大豆种植进度



资料来源: wind USDA

图 2.1.3: 美产区 6 月降雨偏离正常值



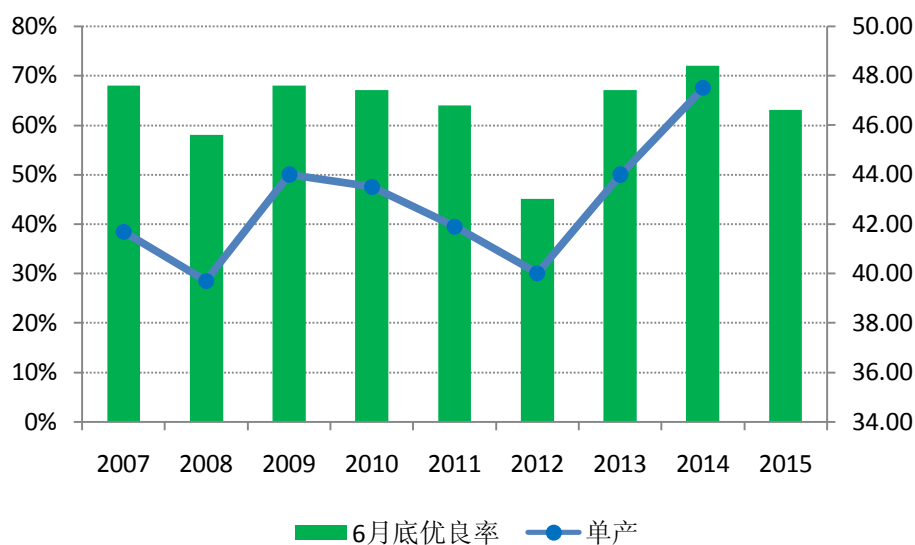
资料来源: wind NOAA

种植意向报告是根据 6 月前 2 周 NASS 对大约 11000 个样本的调查数据获得。但从种植情况看,今年大豆播种前半程遥遥领先去年同期,5 月 11 日的时候已经播种了 31% 的大豆,领先去年同期 11 个百分点,但 5 月下半月产区降雨增多导致播种已经放缓,截至 5 月 26 日,播种进度仅提高到 61%,仅领先去年同期 2 个百分点。进入到 6 月种植进度放缓的更为明显,尤其是 6 月下半月,即 6 月底种植面积报告已经结束调查之际,大豆主种植带出现了严重降雨,爱荷华东南部、伊利诺伊、印第安纳全部、俄亥俄西部等地 6 月份降雨多是正常水平的 300% 甚至更高。严重的降雨导致两个结果,首先是土壤湿度过大、田间积水导致后期播种严重推迟,部分地区面积会弃种,这也是为什么 USDA 宣布后期对阿肯色、堪萨斯和密苏里三地大豆种植面积重新调查的原因。上述三地的大豆种植面积分别是 330 万英亩、370 万英亩和 575 万英亩,占总面积的比重为 14.97%。而截至 6 月 28 日,三地的大豆播种率分别为 96%、86% 和 62%,其中阿肯色种植率高于 5 年均值 1 个点,但堪萨斯比 5 年均值慢 10 个点,密苏里差距更大,已种植比例比 5 年均值慢 32 个百分点。目前来看,堪萨斯和密苏里两地必然会出现较大面积的改种或弃种现象,即使最后勉强播种也只能改种单产较低的早熟品种。结合两州的种植意向面积,最后两地面积减幅预计为 120-150 万英亩,这样,8 月份的供需报告给出的最终面积预计在 8360-8390 万英亩。虽然这个面积与 6 月报告数据相差并不多,但与 6 月中旬之前市场普遍预计的 8600-8700 万英亩差距就十分巨大了,美豆从 900 美分之下回到 1000 美分也就可以理解了。

6 月过度降雨带来的另外一个后果就是大豆长势的持续恶化,生长早期的持续降雨

以及随之而来的光照不足一方面导致大豆优良率下降，另一方面会导致大豆根系深度不足无法有效抵御花期及灌浆期的干燥天气。这对 USDA 给出的 46 蒲式耳单产是一个较大的威胁，无论是基于当前的优良率还是后期的潜力，后期 USDA 调降单产都是极大概率事件。

图 2.1.4：美大豆期末结转库存

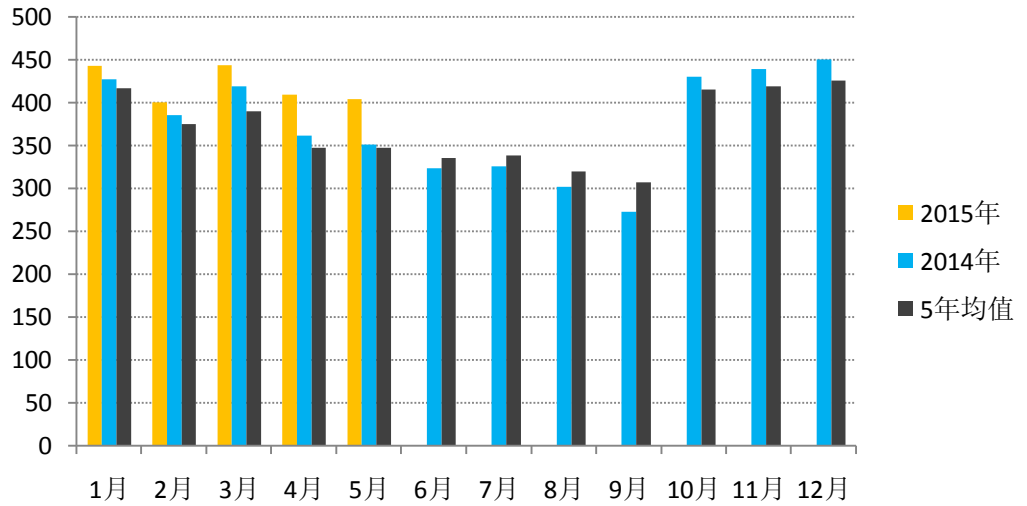


资料来源：wind USDA

对比截至 6 月 28 日大豆优良率以及最终单产情况，我们预计 USDA 将 2015-16 年度大豆单产调降至 44.5 蒲式耳/英亩可能较大。基于 8390 万英亩与 44.5 蒲式耳这两个数据，美豆新季产量将比 6 月 USDA 预估下降 1.17 亿蒲式耳，如果其国内需求及出口不变，那期末库存将会降至 3.58 亿蒲式耳，接近 2014-15 年度的 3.3 亿蒲式耳库存。那届时美豆运行重心将会回到 1000-1100 美分区间。当然这个前提是七八月份美豆天气不出现大的问题，否则美豆价格重心必然继续上移。

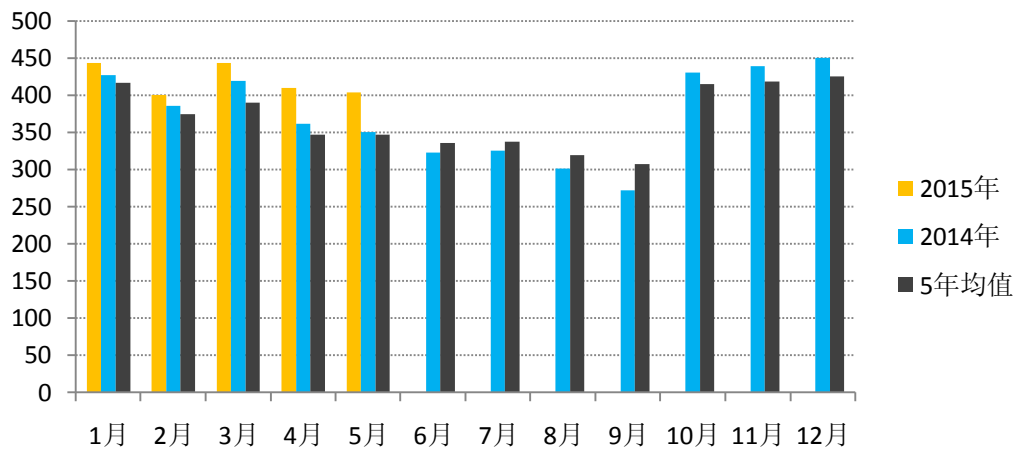
2.2. 美豆需求尚可

图 2.2.1：美大豆月度压榨



资料来源: wind NOPA

图 2.2.2: 美豆油月度库存

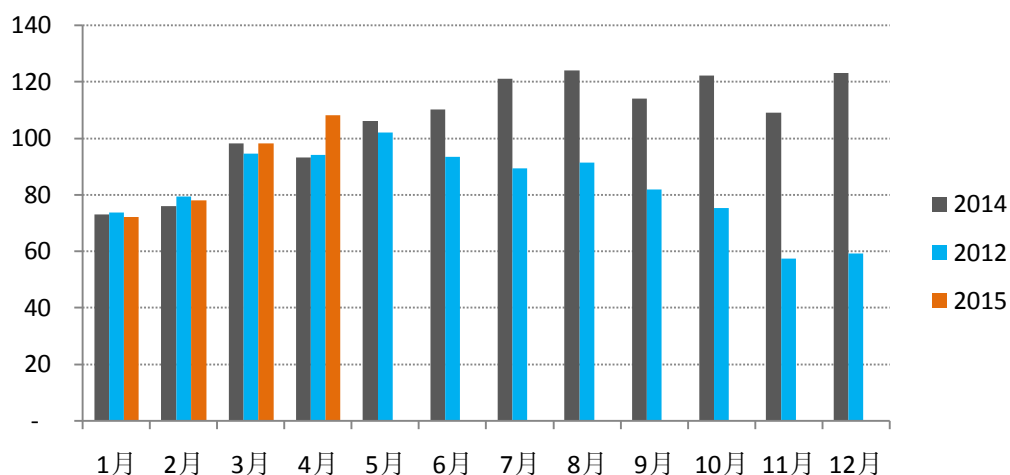


资料来源: wind NOPA

当前阶段需求对价格影响已经明显弱化,但这里仍需要分析美豆国内需求的一些变化倾向。出口以外,美豆需求主要集中在国内压榨和生物能源需求之上。前5个月的美国国内累计压榨量同比增长8%,目前其大豆压榨利润仍处于较高水平,预计三季度压榨仍将保持相对较高水准,不利的消息是5月美豆粕出口量有所下滑,这对后期压榨表现利空。豆油方面,目前美豆库存已经连续5个月上涨,考虑到3月以来压榨量持续下降,这说明美豆油消费同比趋弱,EIA公布的1-4月份生物柴油产量和原料消耗豆油数量虽均持续走高,但豆油消耗量弱于去年同期。

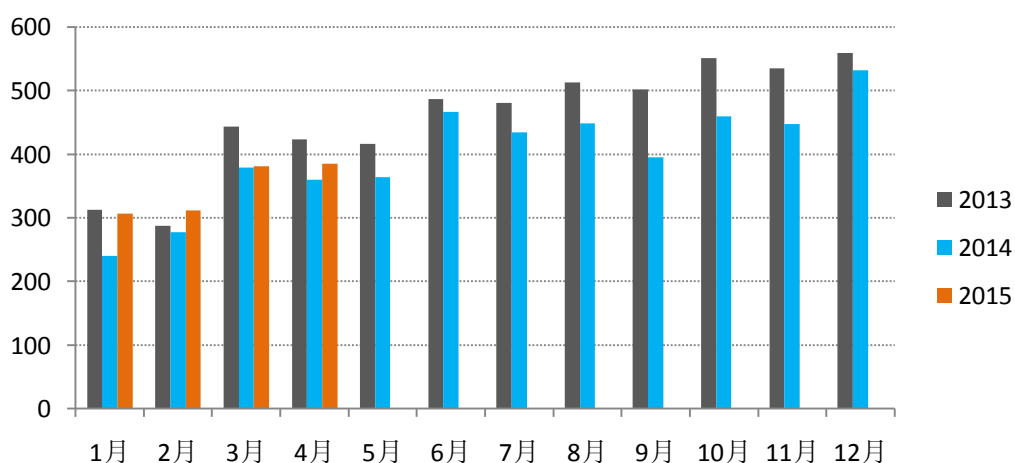
5月29日美国环境保护署EPA公布的2014-2016年度RFS提案将14-16年度生物柴油使用量建议为16.3、17与18亿加仑，但提案需要11月底国会通过，同时提案建议消费量不及市场尤其是美国国内生产商和进口商预期。总体看，生物能源政策利好油脂消费，但对豆油提振并不明显，成本因素应是困扰豆油生柴消费的重要因素，总体看，生柴下半年需求仍有恢复可能，压榨则需关注出口变化，预计增速将较上半年有所下降，但整体持稳概率较大。

图 2.2.3: 美 100%生物柴油月度产量



资料来源: wind EIA 单位百万磅

图 2.2.4: 美生物柴油月度消耗豆油量



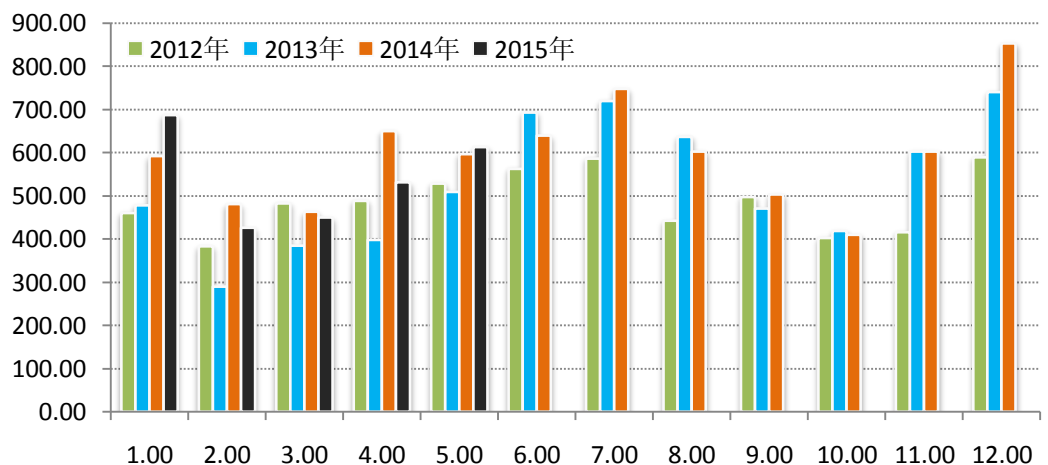
资料来源: wind EIA 单位百万磅

第3章 国内豆粕结构性过剩

3.1. 结构性供应压力较大

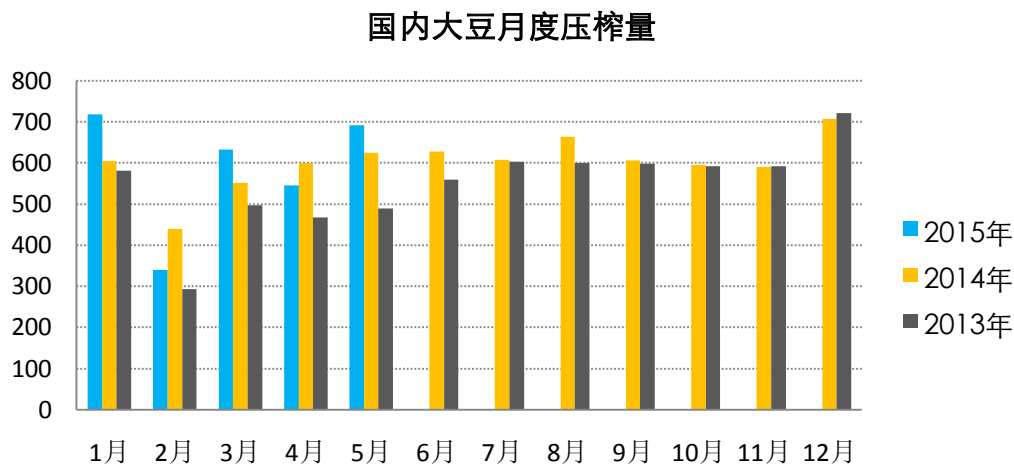
这里的结构性供需是指压榨环节的产销调整对豆粕中短期供应影响。由于进口大豆从美国或者南美装船运抵国内均需较长时间，除美西部港口外，运输时间均超过1个月，加上前期预定采购时间准备，国内大豆未来2-3个月的进口到港量目前已经确定。所以对国内豆粕市场来讲，三季度供应规模已基本确定，这时影响实时供应的主要是油厂的开机情况，而油厂的开机情况则受前期套保比例、套保利润以及现货销售进度影响。从大豆进口规模看，前5个月累计进口大豆2706.89万吨，同比减少75.1万吨。从分月进口数据看，1、5两月进口高于往年同期，2-4月进口同比均有所下滑，这其中春节因素影响，也有油厂进口地区转变影响。不过从5月开始，进口大豆到港数量急剧增长，6月进口到港预报合计853.6万吨，7月、8月及9月预报到港量分别为839.6万吨、800万吨和650万吨。三季度大豆供应量将超过2200万吨，月均供应量达到760万吨，而去年三季度月均压榨量仅为634万吨，所以三季度国内豆粕市场的主基调是进口大幅增长带来的供应过剩问题。而且一个重要的问题是二季度当时进口大豆盘面压榨利润较佳，盘面利润一度超过200元/吨，压榨企业大量进行买美豆、卖大连豆粕、豆油的境内外正套操作，在6月中旬之前，这种盘面压榨利润都保持较好水平，这导致6、7、8三个月到港的大豆其实多数已经锁定成本及压榨利润，这就解除了压榨企业的后顾之忧，7、8两个月压榨企业积极提高压榨开工率是必然的结果，这一点从压榨企业近期的压榨量上有充分的显示。

图 3.1.1：国内大豆月度进口量



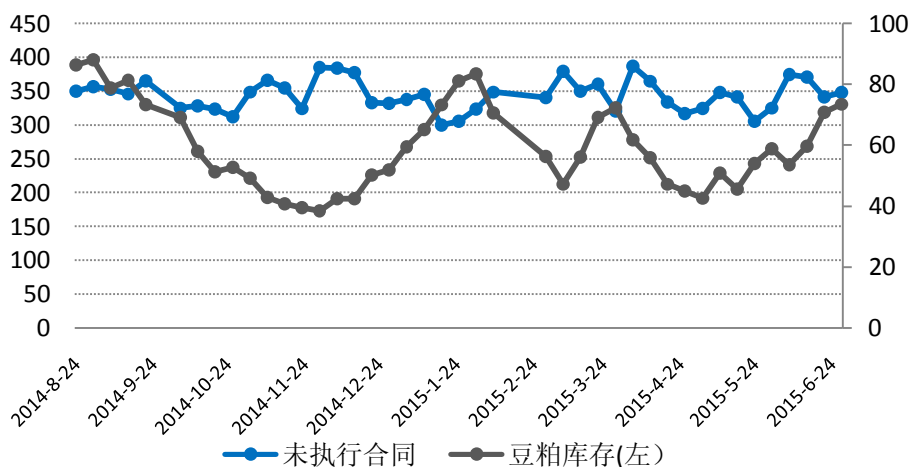
资料来源: wind 南华研究

图 3.1.2: 国内月度压榨大豆量



资料来源: wind 天下粮仓

图 3.1.3: 国内压榨企业豆粕未执行合同及库存



资料来源: wind 天下粮仓

综合上面的信息, 我们可以发现, 因为压榨企业在二季度的充分套保以及三季度到港的大幅增长, 三季度压榨企业的高开工将为现货市场带来明显压力。6 月份油厂豆粕现货销售中基差报价的大幅下滑已经体现出现货供应压力的增长, 受豆粕库存持续增长影响, 预计七八两个月现货基差销售水平将进一步缩小, 再考虑到三季度下游豆粕需求的疲软, 预计三季度豆粕市场整体将呈现现货偏弱、内盘偏弱格局。

但有一点需要主要的是随着美豆的大幅上涨以及大连豆粕、豆油价格的相对偏弱，目前盘面压榨利润已经转为大幅亏损，这将限制压榨企业对 9 月及以后月份采购意愿，或至少对压榨环节的内盘套保卖盘产生一定限制，进而降低盘面期价压力。

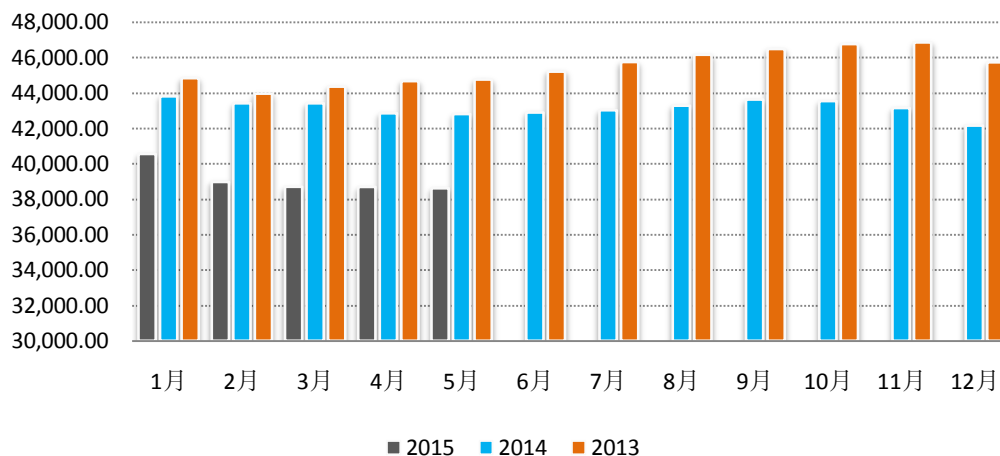
3.2. 消费偶有亮点

豆粕作为饲料的重要原料，饲料市场整体需求是豆粕需求分析不可绕过的一关。但目前国内不同机构统计的饲料产量数据存在一定差异。具体数据方面，农业部统计的 2014 年全国饲料产量为 1.97 亿吨，同比增长 2%。其中配合饲料产量为 1.69 亿吨，同比增长 3.8%，但国家统计局公布的 2014 年配合饲料产量为 1.53 亿吨，同比增长 10.16%，混合饲料产量 6504 万吨，同比增长 9.51%。各机构数据之间的差异既有统计口径的问题，也有数据自身的问题。这与农业部畜牧业司公布的同期生猪存栏存在较大差距，基于下游存栏我们倾向于农业部给出的饲料产量增幅，不过统计局的数据与豆粕表观消费增幅较为接近。

对饲料整体需求的判断，个人更倾向于 2-3% 的年度增幅，这个数据与行业内多数企业的判断也较为吻合，同时也符合下游养殖存栏数据变化。对 2014 年豆粕表观消费的大幅增长，这里面有杂粕供应减少的推动，也有饲料企业配方调整的支撑。但饲料行业规模化速度已有放缓，这将拖累饲料产量的增速。农业部畜牧业司官员曾表示。2014 年底，配合、浓缩和精料补充饲料获证企业 5531 个，比 2013 年底减少 4582 个；添加剂预混合饲料和单一饲料获证企业数量分别减少 339 个和 411 个，2014 年百万吨以上的饲料企业(集团)31 个，比 2013 年增加 6 个；产量 10352 万吨，占全国的 52%，比 2013 年增长 4%。

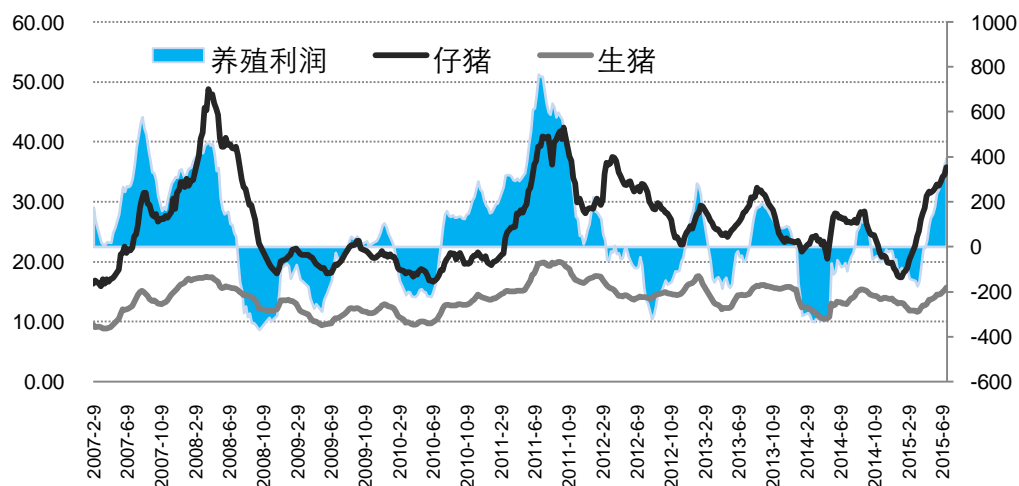
图 3.2.1：月度生猪存栏

生猪月度存栏



资料来源: wind 农业部畜牧业司

图 3.2.2: 外购仔猪养殖利润

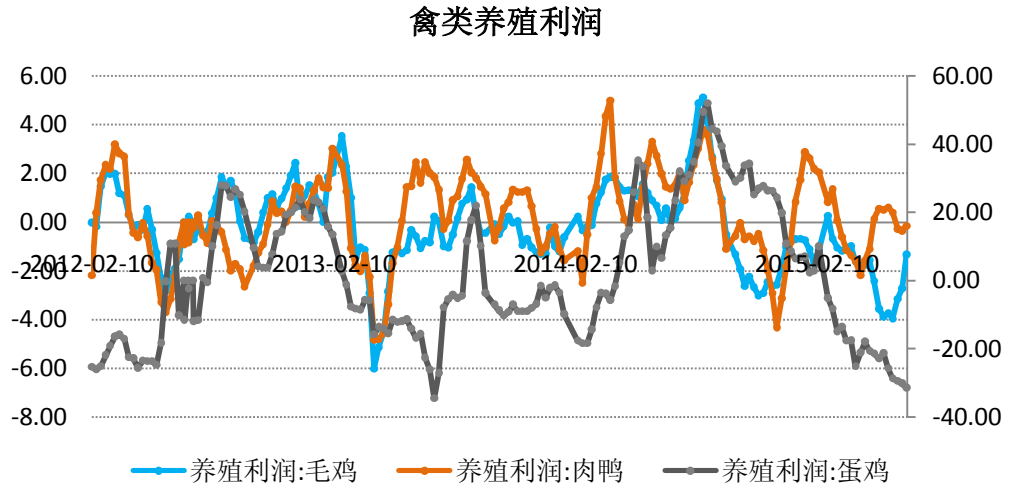


资料来源: wind 南华研究

对 2015 年饲料需求我们认为仍然不容乐观，一方面饲料行业内部调整及规模化进程放缓限制了饲料产量增幅，另一方面下游存栏的持续下滑也对后市需求恢复不利。农业部畜牧业司公布的生猪存栏数据显示，2015 年 5 月国内生猪月度存栏已经降至 3.86 亿头左右，前 5 月存栏较 2014 年同期下降 9.6%左右，同时可繁育母猪存栏持续下滑趋势亦没有停止。不过伴随近期生猪价格的持续走高，生猪养殖利润大幅回升，目前每头外购仔猪养殖利润已经接近 400 元，养殖利润的大幅增长或将有效刺激养殖户的补栏意愿，这一点在仔猪价格中有较为明显的体现，仔猪价格已经连续上涨近 3 个月。不过考虑到养殖周期，存栏出现有效增长最快也要到 15 年四季度末期，所以对 2015 年下半年

生猪市场我们仍不报乐观预期，下半年我们认为生猪存栏同比仍将出现 8%以上的降幅。但养殖行业补栏意愿的提升或将刺激饲料行业在四季度的补充库存操作。

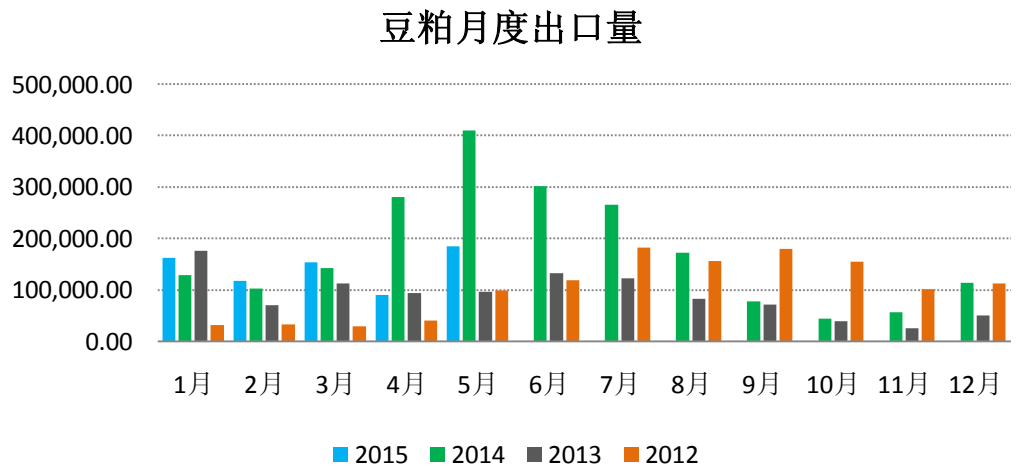
图 3.2.3: 畜禽养殖利润



资料来源: wind 南华研究

禽类市场方面，当前的蛋鸡养殖利润较差，这对应的是 14 年四季度及 15 年一季度的大幅补栏，当前的低单价反映的是高蛋鸡库存，结合蛋鸡养殖及产蛋周期我们判断，2015 年下半年蛋鸡饲料需求不会出现明显滑坡，但价差利润会限制后续补栏情况，预计 2015 年三季度蛋鸡饲料需求将保持相对稳定，但四季度需求将会进入下降通道。肉鸡及肉鸭市场目前养殖利润略有恢复，预计三四季度养殖需求将保持相对稳定。

图 3.2.4: 豆粕月度出口

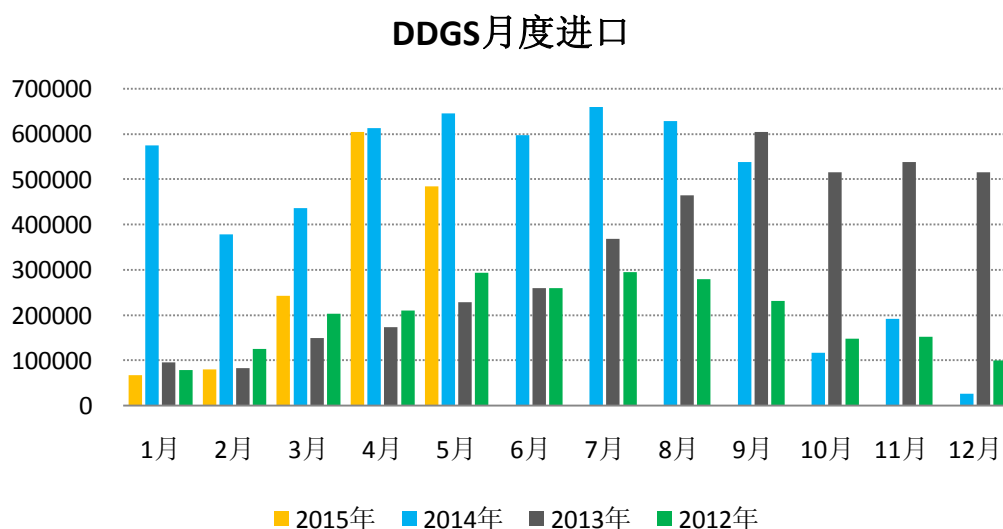


资料来源：wind 南华研究

总体看，饲料需求三季度无亮点，四季度有预期。出口方面，2015年1-5月豆粕累计出口70.6万吨，同比减少30万吨，对应的大豆需求减少38万吨，月均7.6万吨，对市场供需影响下降。不过三季度压榨企业库存压力较大，不排除企业增加出口可能，可适当关注豆粕出口数据变化。

3.3. DDGS 替代供应恢复

图 3.3.1：DDGS 月度进口量



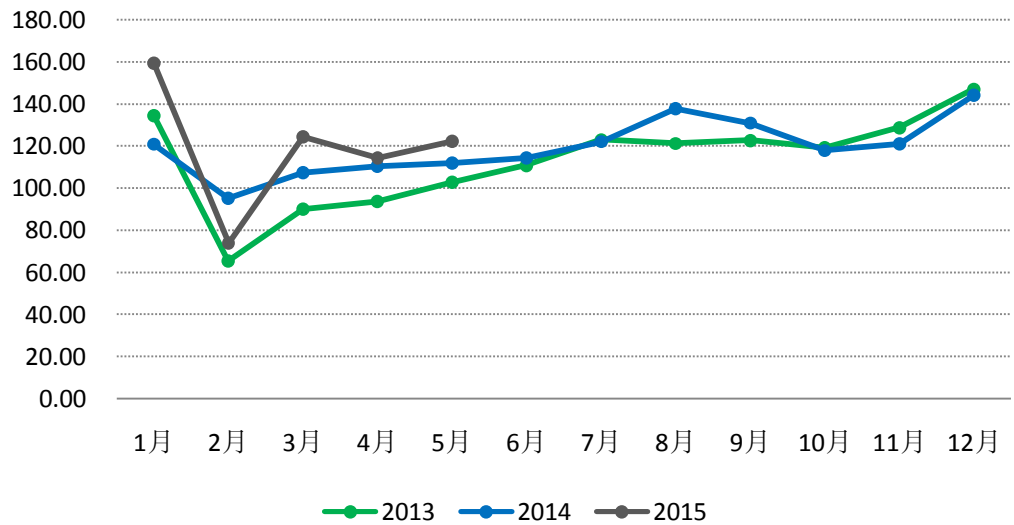
资料来源：wind 南华研究

其他蛋白粕 2015 年对豆粕市场侵占较去年明显缩小，一方面豆菜粕价差缩小导致饲料企业纷纷上调配方中豆粕使用比例，目前饲料环节反馈的信息显示多数企业豆粕使用比例已经上调至最高。但下半年情况仍存在一定不确定性，广州地区进口 DDGS 与豆粕价差从 1 月中旬的 500 元/吨左右扩张至 6 月底的 900 元/吨的，如果后期两者价差继续扩大维持在较高水准，DDGS 等杂粕对豆粕消费的替代规模将进一步增长。从 DDGS 进口情况看，在政策限制放开后，进口到港量出现明显放量，4、5 两个月共进口 108 万吨，后期如果价差有利，下半年 DDGS 进口量有很大可能恢复至月均 40 万之上，由此带来的下半年替代消费量将达到 200-300 万吨。

第4章 豆油消费新增亮点

4.1. 饲用消费增长潜力大

图 4.1.1：豆油月度表观消费



资料来源：wind 南华研究

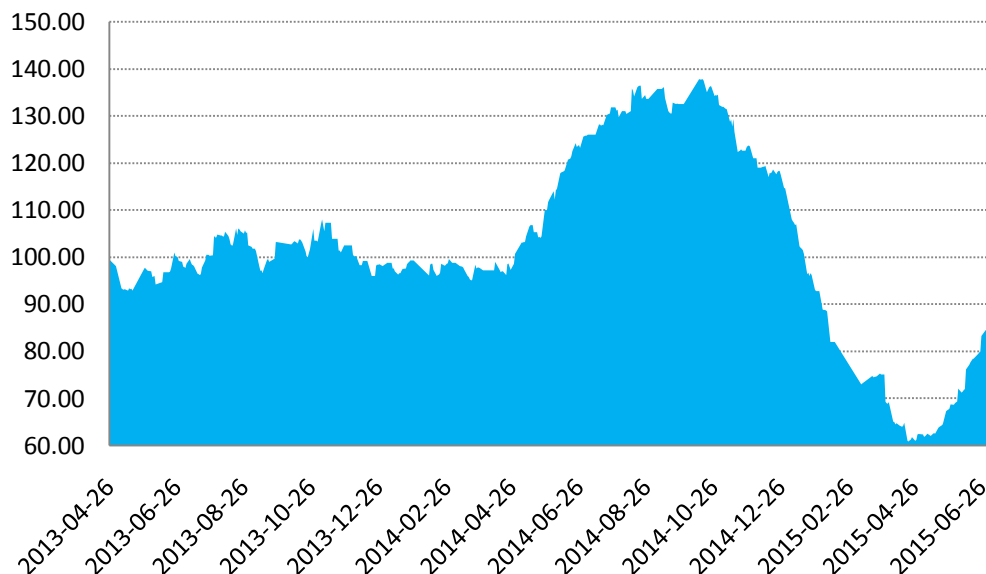
14年以来，饲料行业尤其是水产饲料企业逐步采用提高能量原料比例配方，由于植物油的单位能量含量明显高于玉米等谷物品种，加之添加植物油之后，饲料转化效率亦有提高，所以目前水产饲料企业在饲料中油脂使用量明显提高，湖南湖北及两广地区应用尤为广泛。猪料及禽料领域目前油脂使用比例增长较慢，但近年来由于行业监管的强化，地沟油等劣质油脂使用比例大幅下降，正常油脂使用比例的增加提高了正常食用油脂的消费量。这一点在豆油表观消费中有较为明显的展示。根据压榨企业的豆油生产量、进口量及库存变化，我们可以发现豆油表观消费呈现较为明显的增长趋势，2015年1-5月豆油表观消费量累计达593.7万吨，同比增长38.3万吨。2014年豆油表观消费较2013年增幅为5%，豆油消费的增幅已经超过此前市场预计的2%左右的年增幅。超出预期的消费增量应该主要集中在豆油的饲用消费领域之中。

在当前豆油/玉米比价偏低的情况，豆油的高能量使得其在替代玉米具有一定成本优势。当前水产饲料油脂使用比例增长较快，根据水产饲料生产区域以及饲料行业反馈的提高比例，预计水产饲料中植物油消费年增量预计为30-35万吨，猪料及禽料目前比例提高尚不明显，不过考虑到猪料及禽料的产量规模，其提高1个百分点使用比例将带

来 150 万吨的消费增量，未来增长潜力空间巨大。

4.2. 库存增长有压力

图 4.2.1：豆油商业库存



资料来源：wind 南华研究

与豆粕相似，三季度大豆进口到港大增以及高开工率带来的产量增长是豆油中短期面临的主要压力。在库存上表现为止跌回升以及中期的持续增长。从豆油库存数据看，进入 5 月后，国内豆油商业库存数据即止跌回升，截至 6 月末，豆油商业库存已经从 5 月初的 62 万吨升至 84.5 万吨，后期伴随压榨企业的持续高开工率，预计豆油商业库存将继续提升，四季度库存有再度回到 100 万吨水平可能。这对中短期豆油期现价格将产生一定利空压制。

第5章 豆一逐步向正常市场转变

上半年豆一市场迎来 V 型巨幅波动行情，一季度豆一期价从 4500 一路下跌至 4000 元，主力合约一度跌至 4000 之下。2014 年国家对大豆、棉花收储政策进行了根本改革，取消了大豆的最低价临储收购政策，改为目标价格补贴政策，目标价格为 4800 元/吨。但由于政策调整方式略显复杂，前期补贴细节始终不能确定，加之相关部门宣传力度不够，农民对该政策补贴机理理解不够，所以新豆收割至春节阶段，农民惜售现象较为明显，大部分大豆滞留在豆农手中，中间贸易及下游加工环节收购量有限，后期伴随进口大豆价格持续下滑，产区现货价格亦一路走低。

由于多头主力在 15 年 1 月合约交割 13 万吨现货消耗大量资金，盘面在资金及现货市场双重打压下，期价跟随交割成本持续下滑。不过四月下旬伴随期价跌交割成本及投机资金回场内，豆一期价再度升至 4500 之上。但无源之水难持久，6 月期价再度回落至 4200 之下。回顾上半年行情，我们可以发现，在收储政策改革之后，豆一逐步向市场化趋势回归，期价传统运行区间遭到破坏，虽然资金能将借助短期题材炒作，但最终仍回归至豆一基本面之上。

5.1. 新季面积变化争议大

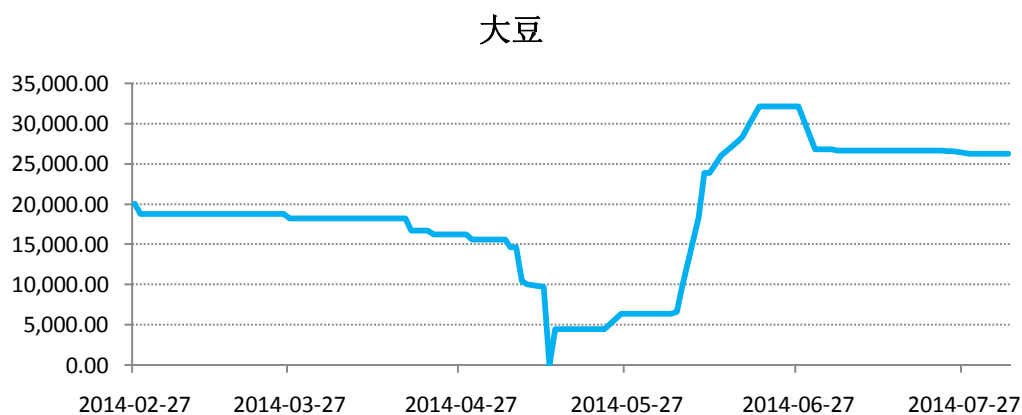
2015 年黑龙江大豆种植面积变化是今年市场关注的重点，4-6 月多家公司、机构纷纷去产区进行了实地调研，但对面积变化幅度并未形成统一意见，国家粮油信息中心给出的 2015 年国内大豆种植面积降幅为 10.3%，大豆网给出的面积降幅最大，达 26.2%。根据我司数次实地调研情况，我们更倾向于官方数据，今年由于大豆补贴发放较晚，同时发放的 60.5 元/亩的补贴额度并不能有效弥补与种植玉米的收益差。三四积温带地区确实受此刺激有面积继续向种植玉米转化。不过嫩江、黑河一带受轮作以及天气影响仍有部分面积转为种植大豆，加之农垦系统主动将面积向大豆倾斜，实际大豆种植面积降幅并没有部分机构预测的那么悲观。我们认为黑龙江 2015 年大豆面积将降至 3050-3100 万亩左右，具体产量需要关注最终的单产情况。

部分资金看多豆一的主要原因在于豆一减产造成的供应缺口增加。但近年来豆一的供需已经发生了较大变化。供应方面目前临储大豆仍保有较大规模，即将轮出的 2011 年大豆数量约有 185 万，这将能部分补充供应的不足，另外国内在俄罗斯租种的大豆返销至国内数量较去年也有明显增长，2015 年前 5 月进口累计 17.8 万吨，这两方面将在一定程度上弥补国内减产造成的缺口。

豆一消费下游消费领域已经缩小，这其中有两方面原因，一方面，产区国产大豆压榨用量明显下降，目前产区压榨企业多数已经停工，开工企业除益海哈尔滨厂及九三厂以外，多数企业开工率十分有限，目前开工较好企业多为使用物理压榨方式的地方小企业，年加工量多在万吨以下。另一方面，下游食用领域除大型企业外，中小企业尤其是小型作坊中使用进口大豆十分普遍。目前国产大豆用量增长仅存在于蛋白加工行业，但蛋白加工年用量仅为 150-160 万吨，目前其年增幅仅为 20 万吨左右，即使是大幅减产后的今年，黑龙江大豆产量也完全能满足其需求。

5.2. 新季面积变化争议大

图 5.2.1：豆一注册仓单量



资料来源：wind 南华研究

在国产大豆收储改革之后，个人在 2014 年年报里面就提及过未来国产大豆价格趋势必然是与进口大豆接轨，逻辑在于目前大豆消费领域对转基因与非转基因并没有根本性的差异，尽管新食品法对转基因食品要求强制标示，但只能部分恢复食用领域大豆消费量，对占比最大的压榨环节基本没有影响。在目标价格补贴机制下，未来国产大豆价格将会逐步演变成以沿海地区进口大豆价格为基准的一个相对标准的市场化价格，产区大豆与进口大豆价格之间的价差会高于两者之间运费，但不会过高。当然这是一个较为长期的过程，需要整个行业逐步理解适应。基于这个逻辑出发我们认为中长期豆一价格仍然存在一定下跌空间，长线投资者可继续择机在远月布局空单。

第6章 下半年操作思路

6 月美国产区的降雨造成的播种延迟以及带来弃种、改种可能为美豆当下反弹奠定了基础。而优良率持续下降带来的单产下调预期以及美豆对 7、8 月份耐旱能力下降则为未来的天气炒作提供了充足空间，三季度前半段的天气市正式登场。产量预估下降将推动美豆重心缓慢上移，豆类市场底部应基本明朗，能否构筑中期行情则需要七八月天气配合，季节性头寸可考虑逐步入场。

国内豆类市场依然呈现分化格局，豆粕中短期供应压力将是市场主基调，由此带来的销售进度缓慢、基差报价下降将是三季度主基调，但四季度将会明显改善。短期依托美豆上涨带来的成本传导依然能够推动连粕走高。豆油伴随厄尔尼诺炒作告一段落，目

前期价重回自身供需面，伴随库存增长，以及油厂销售困难带来的销售策略调整，三季度油粕比可能重新回落，但价格重心应跟随豆类缓慢提升。连豆目前属于过渡市场，9月合约关键依然是多头与巨量仓单之间对决结果，期价继续回落概率较大。远月合约仍不乐观，期价与港口大豆价格联动将逐步增强。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话：0571-83869588

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577- 89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话：0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话：028-86532693

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-82345618

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
电话：0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话：022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话：0755-82577529

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话: 0574-62509001

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话: 0663-2663882

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话: 0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话: 0452-5883883

电话：0580-8125381

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net