

吴华松

研究员，期货执业证书编号 F0254840

wuhs@dxqh.net

做多机会显现 短期下跌买入

美豆 8 月作物供需报告彻底浇灭了市场对美豆一丝看涨的希望。美豆的单产被上调至 46.9 蒲式耳每英亩，远远超出市场预期。而且从目前天气来看，美豆并没有出现早霜的迹象，美豆以弱势运行为主。下游产品中，粕类的投资价值开始显现，主要因蛋白需求的增长相对稳定以及远期生猪补栏的预期。我们认为远月豆粕短期仍存在下跌的风险和空间，但中线做多机会随着价格的下跌将逐渐显现。

美农业部报告证伪美豆减产预期

8 月供需报告出人意料利空，美豆单产上调至 46.9 蒲式耳/英亩，仅低于去年的 47.8 蒲式耳每英亩，远远高于市场预期。虽然美豆种植面积有所下调，但单产的大幅调升使美豆总产量预估进一步上升，库存消费比也从上月的 11.36% 上升至 12.63%。此次报告令美豆的减产预期完全破灭。

随后上周 Profarmer 的实地考察基本证实了美豆单产偏高的预期，实地考察预计美豆的单产在 46.5 蒲式耳每英亩，与 8 月报告的预估十分接近。此外，Inform Economics 也预估美豆的单产在 47 蒲式耳每英亩。在目前美豆生长天气较为良好的情况下，预计美豆单产维持高位概率很大，美豆的供需格局依旧维持宽松。9-10 月报告美豆种植面积被调整的概率不大，即时单产被调整，上调和下调的空间均有限。

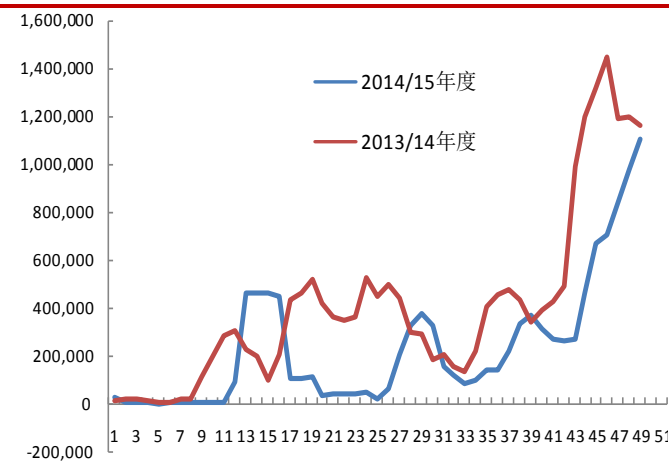
美豆粕出口本年度强劲，下年度出口有望逐渐加速

截止 8 月 27 日，美豆 2014/15 年度大豆出口 4961.4 万吨，去年同期出口 4447.8 万吨，同比增加了近 513 万吨。然而下年度销售 1345 万吨，同比减少了 634.7 万吨。美豆粕销售基本与美豆相似，截止 8 月 27 日，美豆粕出口 1062 万短吨，去年同期为 970.4 万短吨。下年度美豆粕销售 242.1 万短吨，较上年度的 462.7 万短吨明显减少。

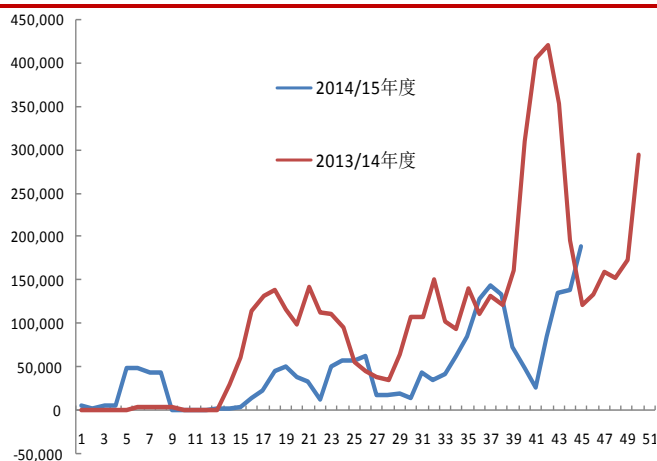
从四周销售均值来看，近期美豆和美豆粕远月销售有进入加速期的迹象。这将对美豆粕的价格形成支撑。后期美豆出口需求是否能迅速回暖，是对美豆粕价格是否抗跌的关键因素。

图 1：美豆下年度四周销售均值

图 2：美豆粕下年度四周销售均值



来源：USDA、东兴期货研发中心



来源：USDA、东兴期货研发中心

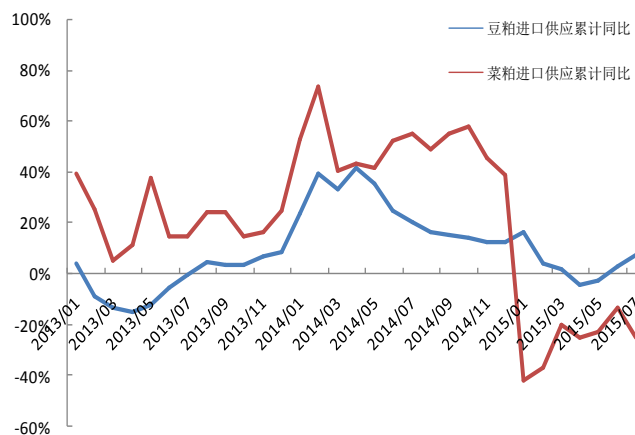
替代需求支撑豆粕价格，但短期供应充裕

截止 7 月我国大豆进口 4465.5 万吨，同比去年同期的 4168 万吨增加了 7.13%。豆粕的供应量相对增加了 240 万吨左右。相比之下，菜籽供应今年明显放缓。今年我国养殖结构中饲料配比发生了明显变化，菜粕用量大幅减少，而豆粕用量大幅增加。豆粕对菜粕的替代主要集中在禽类养殖，这部分替代需求上半年估计 150 万吨左右。总的来看，尽管生猪存栏下滑拖累豆粕需求，但豆粕对菜粕的替代以及饲料配比中豆粕的增加导致豆粕需求并未减少。从豆粕的提货数据上得出，今年豆粕的提货量较去年同期增加了近 10%。尽管生猪存栏下降，但替代需求支撑了豆粕的价格。这也导致国内豆粕紧平衡的格局。

今年 6-8 月，我国进口大豆到港量巨大，庞大的到港压力也转化为油厂的库存压力。8 月之后，国内进口大豆到港量便进入季节性下降周期，国内库存压力有望缓解。但从天下粮仓船舶跟踪来看，后期国内进口大豆到港量虽然季节性下滑，但与往年同期相比，到港预估仍然较为巨大，其中 9 月份预估为 680 万吨，10 月份预估为 590 万吨。因此，国内后期的供给压力仍不乐观。

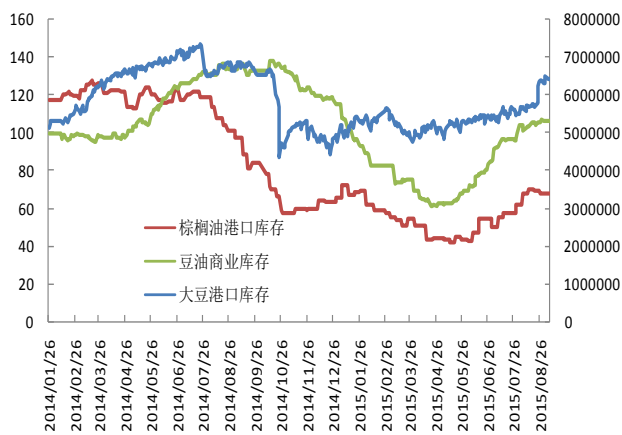
从目前的库存情况来看，港口大豆库存在 642 万吨，处于年内高位水平。棕榈油和豆油库存也有明显恢复，这均导致市场供应短期充裕，压制近月价格上涨空间。

图 3：我国粕类进口同比



来源：海关总署、东兴期货研发中心

图 4：大豆、棕榈油港口库存、豆油商业库存



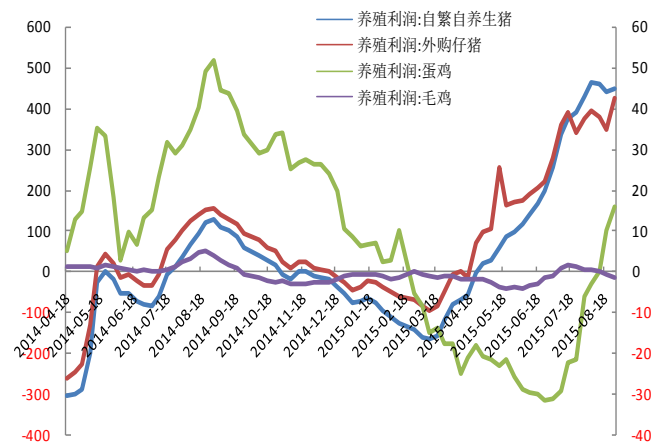
来源：Wind、东兴期货研发中心

猪周期相当确定，养殖利润刺激远期豆粕需求

请务必阅读免责声明

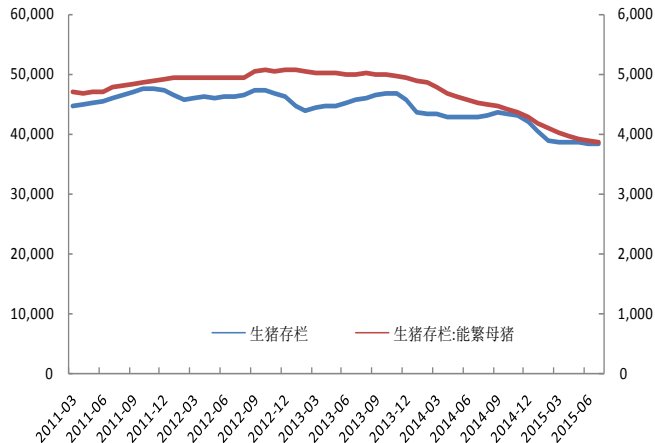
尽管近期猪肉价格有所回落，但整体跌幅不大。生猪存栏依旧处于低位徘徊，猪肉价格仍然处于强势周期。养殖利润恢复将逐渐刺激补栏，推算明年一季度生猪存栏将会开始明显恢复，这对远月豆粕的需求存在支撑。2015 年我国生猪存栏下降了近 10%，对豆粕需求的拉动也降低了近 10% 左右。这部分需求一旦在明年恢复，将提振远期价格预期。

图 5：我国国内养猪利润



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 6：我国生猪存栏

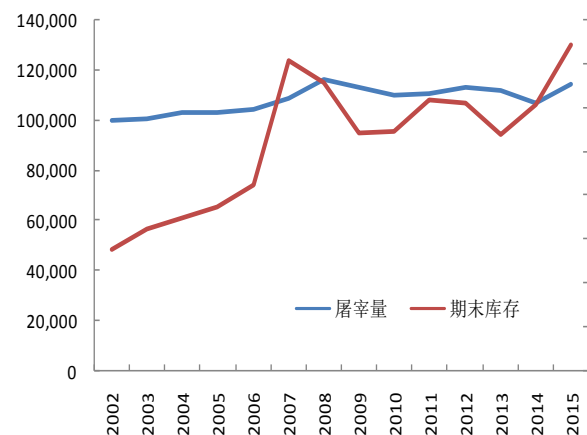


来源：Wind、东兴期货研发中心

美中两国猪周期叠加，对豆粕需求产生支撑

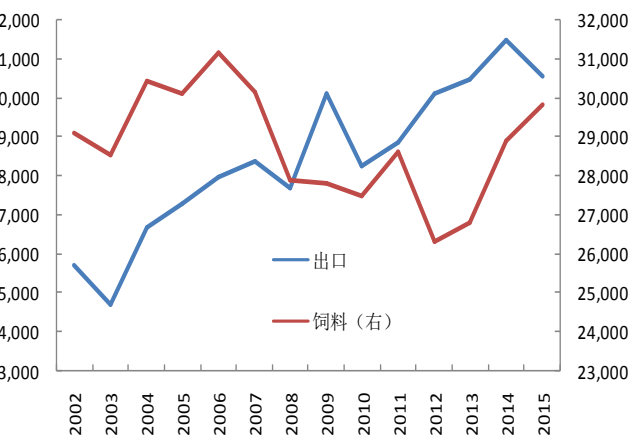
美国生猪存栏一直处于恢复状态。按照美国农业部的预估，美国生猪存栏 2015 年同比增加了近 4%，美豆粕国内饲料需求同比增加了 3%，这部分需求对美豆粕形成明显支撑。不足之处是，由于南美洲大豆的丰产，南美洲豆粕出口或冲击美豆粕出口市场，导致美豆粕出口下降了近 3% 的需求，美豆粕国内需求增加和出口下滑基本抵消，需求维持不变，压低了美豆粕的价格上涨空间。

图 7：美国生猪存栏



来源：USDA、东兴期货研发中心

图 8：美豆粕出口及国内饲料需求



来源：USDA、东兴期货研发中心

操作建议

我们认为美豆不具备大涨的前提。主要的原因是美豆本年度高单产基本已经确定。且南美洲随着巴西雷亚尔货币贬值，美豆出口需求将有所增加，但南美洲大豆的丰产，将抵消美豆出口需求增加的影响，需求维持不变，压低了美豆粕的价格上涨空间。

币的贬值，南美洲大豆出口压力明显对美豆形成压制。美豆与美玉米比价的压力，以及南美洲大豆种植利润均导致豆类下年度种植面积收缩的可能性不大。这导致全球大豆充裕格局在不出现极端天气的情况下依旧充裕。尽管我们认为美豆 850 美分以下空间不大，但是并不代表短期不会有下行风险，这令豆粕价格仍有短期下探的可能性。

下游品种中，粕类需求继续被看好，因中美两国猪存栏周期或在明年同步，这将导致粕类需求的增长，对远期豆粕产生支撑。当前国内油厂开机率进一步提高，但下游企业入市谨慎，油厂豆粕库存较上月明显回升而未执行合同量则继续下降。并且港口大豆库存也处于高位，这均导致国内豆粕现货供应短期充裕，压制价格反弹空间。甚至美豆丰产的预期仍需要短期下跌来实现，这将导致短期豆粕偏弱震荡，相比之下，我们认为远月豆粕的下行空间有限，空近多远套利依旧可行。

05 连豆粕建议背靠 2550/2500 建立多单，反弹超过 50 个点则采取部分获利了结摊平建仓成本的策略。01 连豆油则关注 5400 一线阻力，原油短期反弹的概率依旧偏大，油脂的反弹是很好的介入做空油粕比的机会。

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。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，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“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。