

吴华松

高级研究员，期货执业证书编号

F0254840

wuhs@dxqh.net

美豆上行空间受限， 油粕比表现继续分化

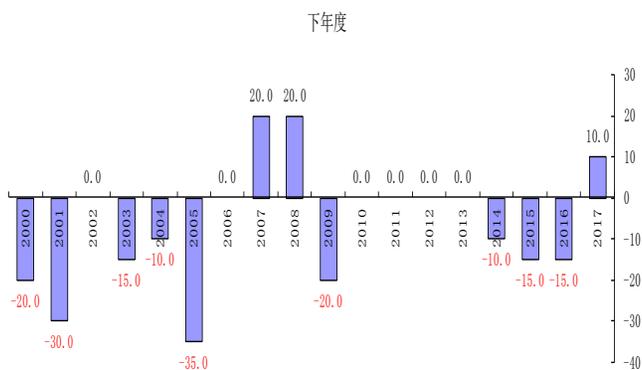
4月商品价格震荡偏弱运行，黑色、化工表现偏弱，有色表现有所分化。农产品走势继续跟随基本面，截止4月26日，美豆连续合约月度上涨1.93%，自低点930美分有所反弹。豆粕1709合约4月上涨1.37%，豆油1709合约下跌3.25%，菜油1709合约几乎持平，棕榈油1709合约下跌3.83%。整体来看，受到美豆种植面积增加的影响，美豆利空出尽后自低点930美分有所反弹，最高反弹至972.5美分附近。主要的上涨因素是，短期市场对利空有所消化，以及南美洲的大豆销售慢于预期，支撑了美豆的上涨。

国内品种中，豆粕由于进入旺季采购季节，成交量增加导致需求看好，豆粕价格领涨豆类。油脂由于国内菜油和豆油的高库存，整体上走势十分疲弱，再加上棕榈油4月库存报告显示产量增加，油脂二季度整体供给压力也偏大。国产大豆由于种植面积增加，上行空间有限，也表现为一路承压。

全球大豆供应预估继续上调，美豆反弹空间有限

美国农业部4月供需报告一如市场预期上调了美豆和全球大豆的期末库存。美豆期末库存由前值4.35亿蒲式耳上调至4.45亿蒲式耳，美国国内大豆压榨和需求并未明显上调。全球大豆期末库存由前值的8282万吨上调至8741万吨，库存消费比上调至26.3%，处于相对高位。全球大豆库存上调主要原因是南美洲大豆产量出现了明显的增加，阿根廷大豆产量预估由5550万吨上调至5600万吨，巴西大豆产量预估由1.08亿吨上调至1.11亿吨。全球大豆供应依旧充裕，令美豆反弹的空间是相对有限的。

图1：美豆4月供需平衡表期末库存调整情况



来源：USDA、东兴期货研发中心

图2：全球大豆4月供需平衡表期末库存调整情况

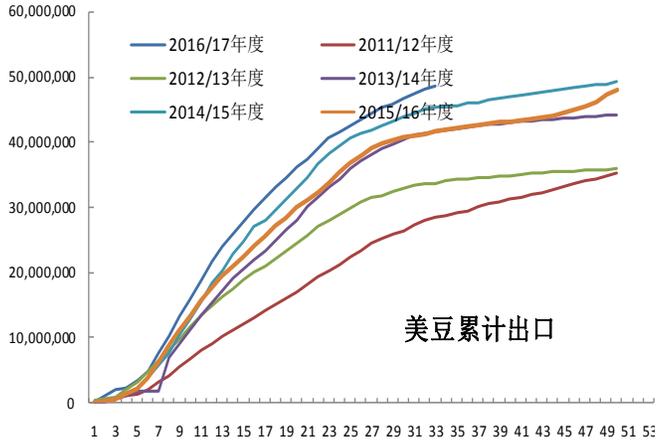


来源：USDA、东兴期货研发中心

美豆需求平稳，关键看后期出口进度

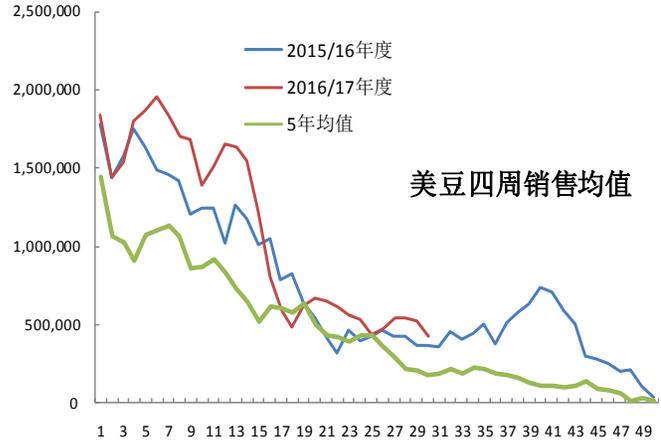
截止4月13日，美豆累计出口4857.06万吨，同比去年同期的4164.11万吨增加了近692.95万吨。今年的出口进度已经完成88.13%，去年同期的出口进度为79%。美豆累计销售未装船713万吨，去年同期为347.7万吨。本年度美豆累计出口加上已销售已经完成了本年度的出口进度，但是要看后期南美洲大豆上市能否冲击美豆的销售，一旦南美洲大豆大量上市，美豆已销售可能转入下年度的出口预估里。

图3: 美豆累计出口图



来源: USDA、东兴期货研发中心

图4: 美豆四周销售均值图

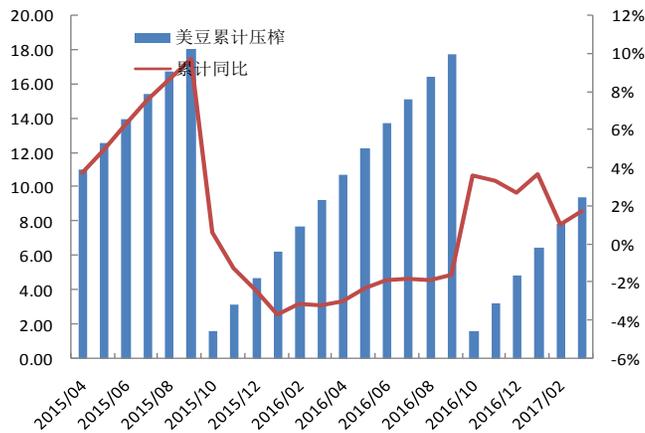


来源: USDA、东兴期货研发中心

美豆3月压榨好于预期，后期关注美国生物柴油政策

美豆压榨方面，NOPA公布美豆3月压榨量为1.53亿蒲，高于2月的1.428亿蒲式耳。美豆本作物年度截止3月压榨累计同比增加1.73%，略低于美国农业部预估的2.32%的年度增幅。5-9月重点关注美国生物柴油补贴政策，如果只补贴给生产商而不补贴给加工商，就相应提高了美国的自身需求，对美豆油的需求和价格有阶段性的提振。

图5: 美豆累计压榨及累计同比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图6: 美豆油库存图



来源: USDA、东兴期货研发中心

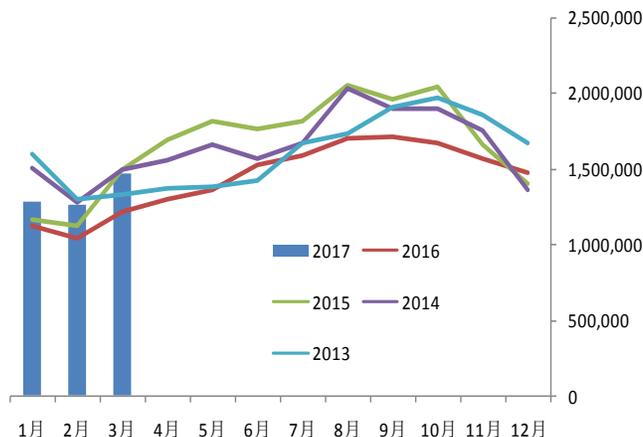
马来西亚棕榈油产量恢复明显，库存恢复尚需时日

马棕榈油局MPOB报告显示马来西亚3月毛棕油产量146.4万吨，环比增长16.3%，同比去年增加了20%。出口126.5万吨环比增14.25%，库存155.4万吨，较前值145.9万吨有所增加。综合报告来看棕榈油3月产量明显好于预期，导致棕榈油4月后半段明显承压。从公布的4月前20日马来西亚产量来看，环比增加18.5%，继续保持偏高

请务必阅读免责声明

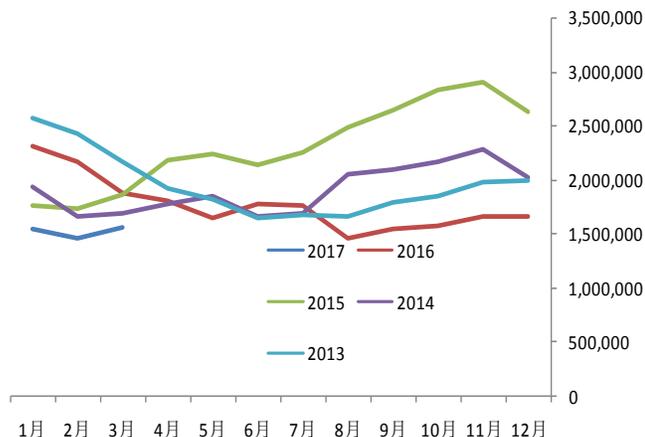
增速，这也是棕榈油价格后半段大跌的主要原因。后期重点关注棕榈油产量的恢复情况。

图 7: 马来西亚棕榈油产量图



来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 8: 马来西亚棕榈油库存图

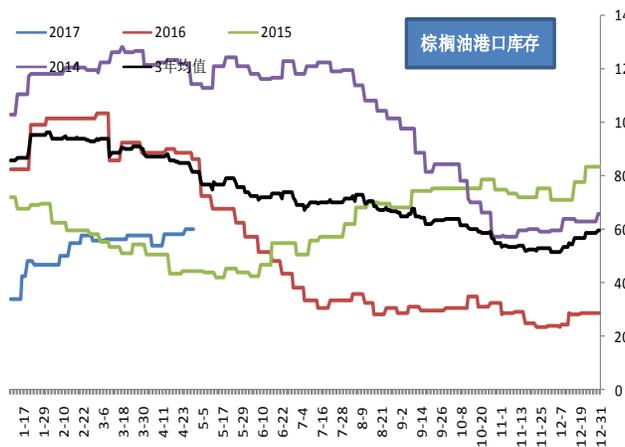


来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

棕榈油港口库存持平

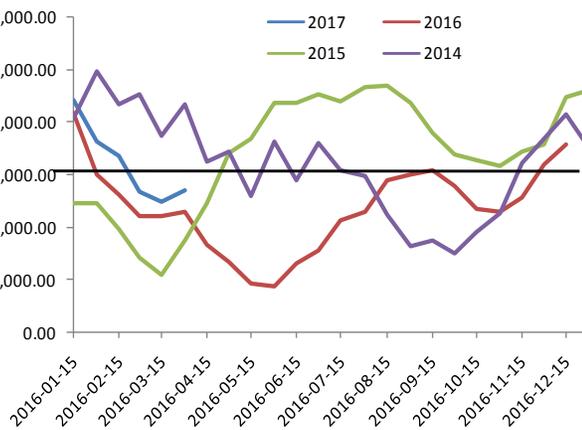
棕榈油港口库存4月份机会持平，基本维持在57-60万吨之间波动。我们前期总结过，棕榈油国内消费月均30万吨，当每两周公布一次的装船数据高于15万吨后，库存将会表现为净累计。从棕榈油装船数来看，3月以来，棕榈油装船有所放缓，且后期棕榈油到港数量有限，库存累计压力不大。

图 9: 国内棕榈油库存图



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 10: 进口棕榈油装船图



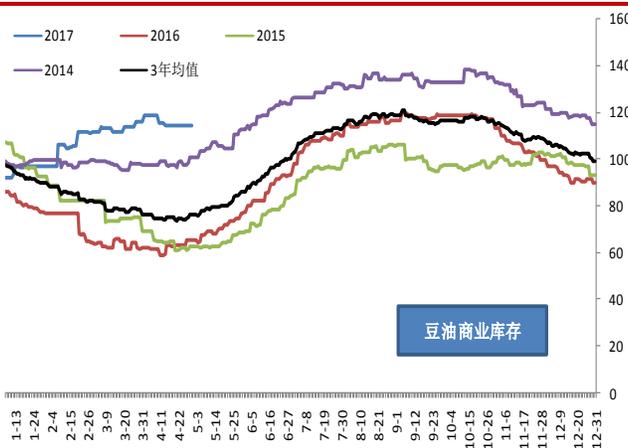
来源：Wind、东兴期货研发中心

国内油脂库存压力巨大

从周度的跟踪数据来看，我国豆油库存处于近几年偏高位置，并且从豆油的仓单数据来看，空头的交割压力巨大，油脂短期反弹空间有限。截止4月23日，全国豆粕库存61.72万吨，去年同期为68.29万吨。全国豆油商业库存114.21万吨，同比去年同期63万吨。现货压力是国内滞涨的原因，国内油脂表现明显弱于外盘。并且菜油抛储中有150万吨没有被市场消化，菜籽油1705合约仍然压力巨大。对于菜油1709合约，平均抛储成本在6200附近，属于强支撑，但后期反弹空间取决于5-9月份这150万吨现货菜籽油的消化速度。

图 11: 豆油商业库存图

图 12: 豆粕库存图



来源: Wind、东兴期货研发中心



来源: Wind、东兴期货研发中心

观点综述

1、美豆

美豆种植面积扩大和南美洲高产量导致价格反弹高度是十分有限的。第一层利空种植面积已经在3月31日报告有所体现，重点看后期播种进度和天气，如果天气出现变数，可能迎来部分炒作。南美洲的产量还是偏大的，目前最大的问题是南美洲的大豆销售进度不及预期主要是农民惜售，以巴西为例，销售进度仅为46%，去年同期有61%，所以南美洲大豆上市这个利空并没有完全体现在盘面上，利空只会迟到但不会不到，这是压制美豆反弹的关键因素。我们的观点是后期美豆天气可能迎来炒作，但是南美洲大豆上市的压力也较大，炒作如果不能真实反应减产，最后是涨多跌多的格局。美豆重要支撑930美分，重要阻力980美分。

2、油脂

最大的问题是库存太大，主要体现在豆油和菜油上。豆油是压榨过程中，油厂挺粕抛油，销售情况远不及去年同期，库存累计明显。菜油由于抛储量较大，150万吨的库存尚未流向市场导致后期库存消化需要时间。从仓单上看，豆油交割压力第一，菜油第二，5月合约承压，也拖累了9月合约。后期重点关注，油脂库存的消化情况，目前看仍然压力很大，反弹不高。后期还将迎来另外一个利空，就是棕榈油产量的恢复，3月后棕榈油产量恢复很明显，这导致外盘的库存压力也开始上升。油脂间，菜油基本面相对较好，价格取决于去库存速度，豆油供应最充裕，棕榈油处于产量恢复期，价格取决于产量恢复的速度以及国内到港的情况。

3、粕类

粕类目前看，在豆类中最被看好，因为需求增速明显，而且二季度一般是豆粕需求旺季，在供给不出问题的情况下，只能靠需求拉动阶段性的反弹。豆粕的消费市场预估在6%-10%之间，要快于油脂3%的需求增速。再叠加棕榈油的增产预期，油粕比下行是今年的主旋律。但是注意美豆下跌过程中，油粕比上行的风险。

策略1: 菜油-豆油价差, 300点开始做多;

策略2: 油粕比2.1-2.2做空, 目标在1.9附近;

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。