

吴华松

高级研究员，期货执业证书编号

F0254840

wuhs@dxqh.net

## 巴西货币贬值引发出 售小高峰，美豆仍有一跌

4月商品价格震荡运行为主，黑色、化工略微出现反弹。截止5月24日，美豆连续合约月度下跌0.73%，报948.5美分。豆粕1709合约5月下跌幅2.36%，豆油1709合约上涨1.55%，菜油1709合约上涨0.44%，棕榈油1709合约上涨5.25%。整体来看，美豆开始震荡走高，随着巴西政治事件引发巴西雷亚尔贬值出现，美豆出现快速下跌，目前仍在弱势运行。我们对美豆后期走势并不乐观，认为980美分上方空间有限，不出现天气问题的话，美豆将继续弱势下行为主。豆类以逢高做空为主，由于靠近成本区域，建议采取震荡做空思路，尽量不要追空。

### 美豆单产48蒲式耳每英亩，后期上调空间偏大限制涨幅

美国农业部公布了5月份的作物供需报告，报告显示，美豆2017/18年度期末库存仅在4.8亿蒲式耳，小于市场5亿蒲式耳的平均预估。虽然新年度期末库存不及预期，但市场焦点集中在美豆的单产上，48蒲式耳每英亩的单产远低于近2年50蒲式耳每英亩以上的单产。目前美豆种植一切正常，如果天气顺利，美豆的单产后期逐渐上调是大概率事件。

全球大豆平衡表方面，阿根廷大豆2016/17年度产量上调了100万吨，巴西大豆2016/17年度产量上调了60万吨，全球大豆2016/17年度大豆库存上调了近273万吨达到了9014万吨，新年度2017/18大豆期末库存为8881万吨。全球大豆库存消费比仍在高位，对盘面压制依旧明显。

图1：美豆5月供需平衡表

	播种面积	收割面积	单产	期初库存	产量	进口	总供应	压榨	出口	种子	剩余差	总消费	期末库存	库存消费比
1998/99	72.0	70.4	38.9	200	2,741	3	2,944	1,590	801	89	116	2,595	348	13.41%
1999/00	73.7	72.4	36.6	348	2,654	4	3,006	1,579	973	90	74	2,716	290	10.68%
2000/01	74.3	72.4	38.1	290	2,758	4	3,052	1,641	1,000	91	73	2,804	248	8.84%
2001/02	74.1	73.0	39.6	248	2,891	2	3,141	1,700	1,063	89	82	2,933	208	7.09%
2002/03	74.0	72.5	38.0	208	2,756	5	2,969	1,615	1,045	89	41	2,791	178	6.38%
2003/04	73.4	72.5	33.9	178	2,454	6	2,638	1,530	885	92	18	2,525	112	4.44%
2004/05	75.2	74.0	42.2	112	3,124	6	3,242	1,696	1,103	88	99	2,966	256	8.57%
2005/06	72.0	71.3	43.0	256	3,063	3	3,322	1,739	947	93	94	2,873	449	15.63%
2006/07	75.5	74.6	42.7	449	3,188	9	3,647	1,806	1,118	78	70	3,073	574	18.68%
2007/08	64.7	64.1	41.7	574	2,677	10	3,261	1,801	1,161	93	0	3,056	205	6.71%
2008/09	75.7	74.7	39.7	205	2,967	13	3,185	1,662	1,283	90	12	3,047	138	4.53%
2009/10	77.5	76.4	44.0	138	3,359	15	3,512	1,752	1,501	90	18	3,361	151	4.49%
2010/11	77.4	76.6	43.5	151	3,329	14	3,495	1,648	1,501	87	43	3,280	215	6.55%
2011/12	75.0	73.8	41.9	215	3,094	16	3,325	1,703	1,362	90	1	3,155	169	5.36%
2012/13	77.2	76.1	40.0	169	3,042	41	3,252	1,689	1,317	89	16	3,111	141	4.53%
2013/14	76.8	76.3	44.0	141	3,358	72	3,570	1,734	1,638	97	10	3,478	92	2.65%
2014/15	83.3	82.6	47.5	92	3,927	33	4,052	1,873	1,843	96	49	3,862	191	4.95%
2015/16	82.7	81.7	48.0	191	3,926	24	4,140	1,896	1,936	97	25	3,944	197	4.99%
2016/17	83.4	82.7	52.1	197	4,307	25	4,528	1,925	2,050	104	14	4,093	435	10.63%
2017/18	89.5	88.6	48.0	435	4,255	25	4,715	1,950	2,150	101	34	4,235	480	11.33%

来源：USDA、东兴期货研发中心

图2：全球大豆4月供需平衡表

	播种面积	单产	期初库存	产量	进口	总供应	压榨	国内消费总计	出口	总消费	期末库存	库存消费比
1998/99	71.42	2.23	21.62	159.32	39.65	220.59	134.19	157.80	38.49	196.29	24.28	15.39%
1999/00	71.89	2.22	26.74	159.44	47.49	233.67	136.91	160.48	46.31	206.79	26.88	16.75%
2000/01	75.27	2.33	26.91	175.21	55.95	258.07	148.42	173.43	55.51	228.94	29.13	16.80%
2001/02	79.46	2.32	30.64	184.33	56.37	271.34	158.33	184.17	55.14	239.31	32.03	17.39%
2002/03	81.37	2.42	32.19	197.26	63.34	292.79	165.72	191.11	62.39	253.50	39.29	20.56%
2003/04	88.37	2.14	40.75	188.81	53.95	283.51	164.34	190.51	55.59	246.10	37.41	19.64%
2004/05	92.56	2.33	35.66	215.58	64.67	315.91	175.40	205.46	64.88	270.34	45.57	22.18%
2005/06	92.45	2.36	48.45	219.93	64.00	332.38	184.53	214.82	64.07	278.59	53.79	25.07%
2006/07	94.30	2.52	52.88	237.25	68.94	359.07	195.36	224.90	70.92	295.82	63.26	28.13%
2007/08	90.79	2.43	62.69	220.84	78.81	362.34	201.74	229.75	79.50	309.25	53.09	23.11%
2008/09	96.32	2.20	52.96	211.77	77.20	341.93	193.90	222.16	76.94	299.10	42.82	19.27%
2009/10	102.22	2.55	42.57	260.22	86.72	389.51	209.24	237.96	92.66	330.62	58.88	24.74%
2010/11	102.76	2.57	59.82	264.25	88.83	412.90	220.84	251.47	92.67	344.14	68.90	27.40%
2011/12			70.11	239.77	93.22	403.10	226.73	256.03	91.94	347.97	55.13	21.53%
2012/13			53.58	268.10	95.57	417.25	229.05	258.74	100.65	359.39	57.87	22.37%
2013/14			57.40	283.63	111.25	452.28	240.85	273.02	112.94	385.96	66.32	24.29%
2014/15			61.77	319.55	122.08	503.40	262.08	299.69	125.97	425.66	77.73	25.94%
2015/16			77.53	313.02	113.40	503.95	275.44	314.59	132.24	446.83	77.13	24.52%
2016/17			77.08	348.04	140.90	566.02	290.68	331.29	144.60	475.89	90.14	27.21%
2017/18			90.14	344.68	147.76	582.58	301.53	344.21	149.56	493.77	88.81	25.80%

来源：USDA、东兴期货研发中心

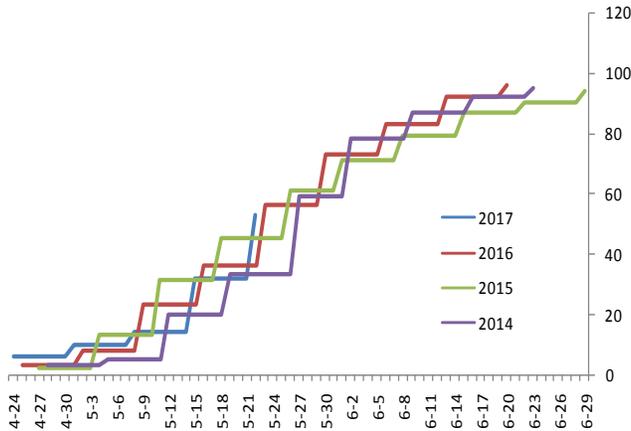
综合来看，美国农业部供需报告，美豆的高供给没有任何改变，而且种植面积和单产都有可能出现上调，这对美豆的上涨是不利的。我们认为美豆单产的上调是大概率事件，这个预期会明显压制美豆的上行空间。目前利多方

面来自于南美洲大豆的出口，阿根廷和巴西出口均落后往年同期 10-15% 左右，这导致南美的供给压力并未真正释放。但是我们提示过，这个利空只会晚到早晚会到，所以美豆上方的压力是很大的，关注 980-1000 美分一线阻力，下方支撑暂时看 900-930 美分。

### 美豆播种进度平稳，出芽率正常

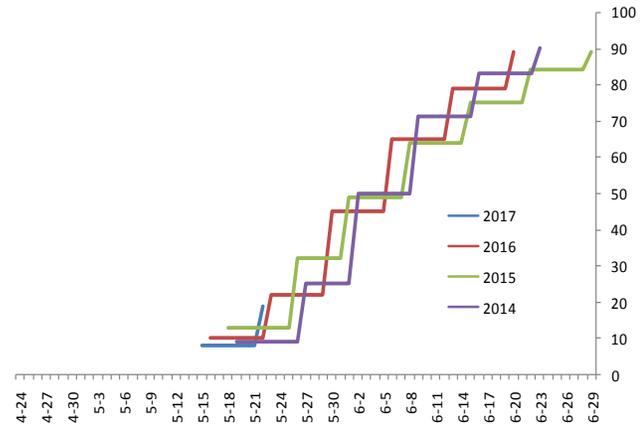
每周作物生长报告显示，截至 5 月 22 日美豆播种完成 53%，快于过去三年平均水平。美豆出芽率为 19%，也明显较快。美豆种植顺利，天气炒作题材有限，对美豆的支撑相对偏弱。

图 3：美豆播种率



来源：USDA、东兴期货研发中心

图 4：美豆出芽率



来源：USDA、东兴期货研发中心

### 美豆需求平稳，南美洲大豆上市会开始冲击美豆出口

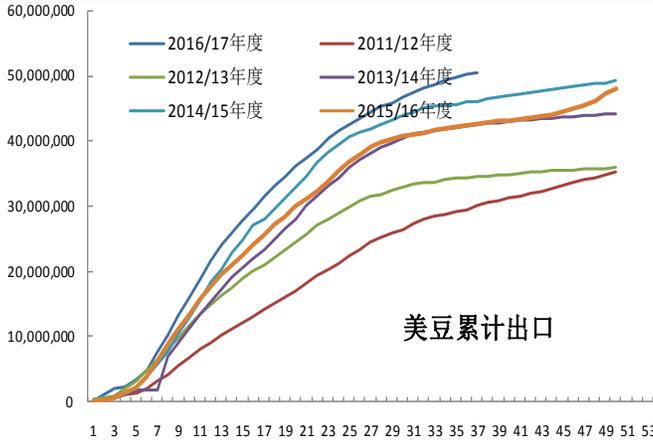
截止 5 月 11 日，美豆累计出口 5047.5 万吨，同比去年同期的 4267.03 万吨增加了近 780.47 万吨。今年的出口进度已经完成 90.47%，去年同期的出口进度为 80.98%。美豆累计销售未装船 687.9 万吨，去年同期为 425.88 万吨。本年度美豆累计出口加上已销售已经完成了本年度的出口进度，但是要看后期南美洲大豆上市能否冲击美豆的销售，一旦南美洲大豆大量上市，美豆已销售可能转入下年度的出口预估里。从近几周的美豆销售均值来看，周度销售维持在 30-40 万吨左右，处于中性水平，如果按照美国农业部的预估，接下来每周出口 29.5 万吨则可以完成本年度的出口预估。

南美方面，Abiove 再度调高巴西产量预估，其将巴西大豆产量预估上调至 1.125 亿吨，同时还将出口上调至 6170 万吨。交易所周度报告称阿根廷收割进展顺利，截至 5 月 11 日收割完成 66.5%，比一周前高出 17.5%，也比去年同期高 15.3%。但是大量的巴西大豆并未出口，我们也提示过巴西大豆出口进度较往年同期低 10-15% 导致南美洲供应压力并未明显反应在盘面上。但是巴西政治风险事件在 5 月 18 日引爆巴西雷亚尔快速贬值，农户开始加大对巴西大豆的销售，预期后期南美洲供应的压力会明显增加。

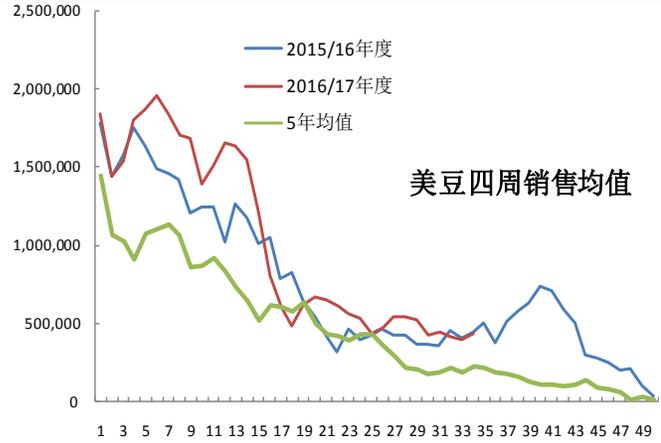
5 月 18 日，美豆大跌，因巴西政治风波导致货币雷亚尔大幅贬值。巴西总统涉嫌受贿遭调查，联合政府内部已经有数人要求他辞职，政治风险直接导致雷亚尔大幅贬值。货币贬值将刺激农民加快大豆销售步伐。有消息称 5 月 18 日当天巴西大豆农民销售大豆一天达 250 万吨。

图 5：美豆累计出口图

图 6：美豆四周销售均值图



来源: USDA、东兴期货研发中心

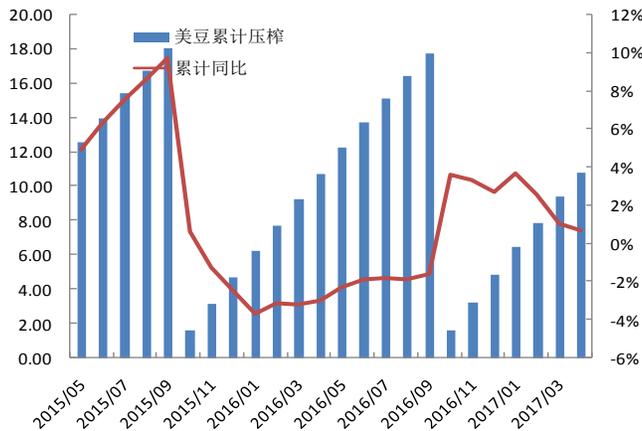


来源: USDA、东兴期货研发中心

### 美豆4月压榨大幅弱于预期，后期关注美国生物柴油政策

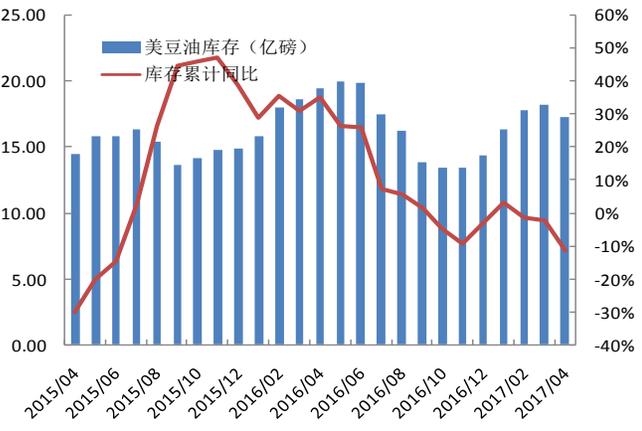
NOFA 公布压榨报告显示，美豆4月大豆压榨量为1.39134亿蒲，低于市场预期，低于3月的1.5306亿蒲，也低于去年同期的1.47614亿蒲。压榨数据明显不及预期，需求端未见起色。美豆油4月库存为17.25亿磅，较去年同期的19.43亿磅下滑了11.19%。5-9月重点关注美国生物柴油补贴政策，如果只补贴给生产商而不补贴给加工商，就相应提高了美国的自身需求，对美豆油的需求和价格有阶段性的提振。

图7: 美豆累计压榨及累计同比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图8: 美豆油库存图



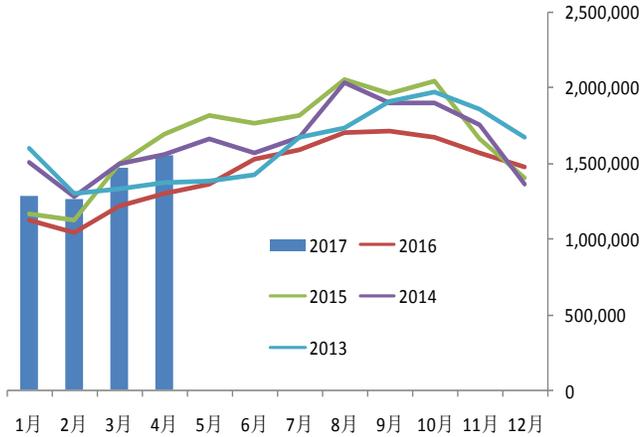
来源: USDA、东兴期货研发中心

### 马来西亚棕榈油产量恢复放缓，库存增幅不及预期

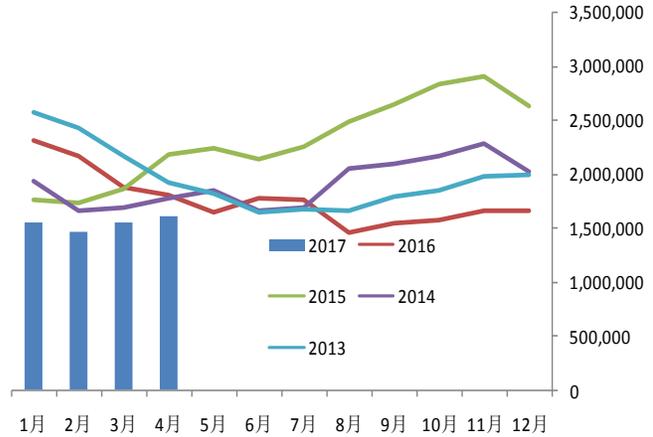
马棕榈油局MPOB 报告显示，4月棕榈油产量为154.8万吨，环比增幅仅5.74%，远低于市场预期。4月棕榈油出口量为128.33万吨，环比增加1.4%。尽管出口数据也明显不及预期，但库存160万吨，不及市场预期的165万吨，也仅仅略高于3月份的155.4万吨。库存恢复速度慢于预期，棕榈油随后大涨。目前看棕榈油出油率以及单产均不及预期，后期可能在油脂中偏强运行。后期重点关注棕榈油产量的恢复情况。

图9: 马来西亚棕榈油产量图

图10: 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

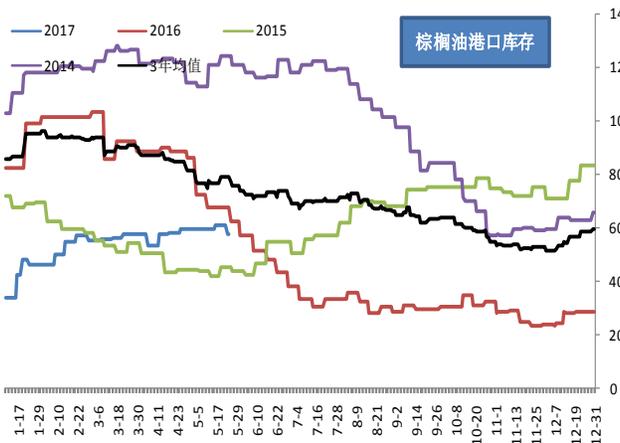


来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

### 棕榈油港口库存持平，库存再增加压力不大

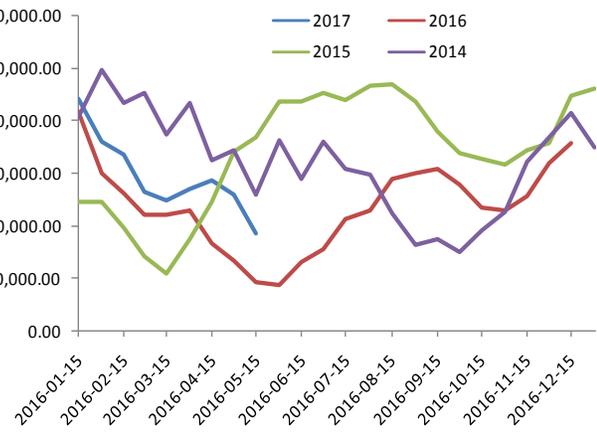
棕榈油港口库存4月份几乎持平，基本维持在57-60万吨之间波动。我们前期总结过，棕榈油国内消费月均30万吨，当每两周公布一次的装船数据高于15万吨后，库存将会表现为净累计。从棕榈油装船数来看，4月中旬以来，棕榈油装船有明显放缓，且洗船数量明显增加，后期棕榈油到港数量有限，库存累计压力不大。再叠加国外的库存累积慢，国内棕榈油价格恐相对较强。

图 11: 国内棕榈油库存图



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 12: 进口棕榈油装船图



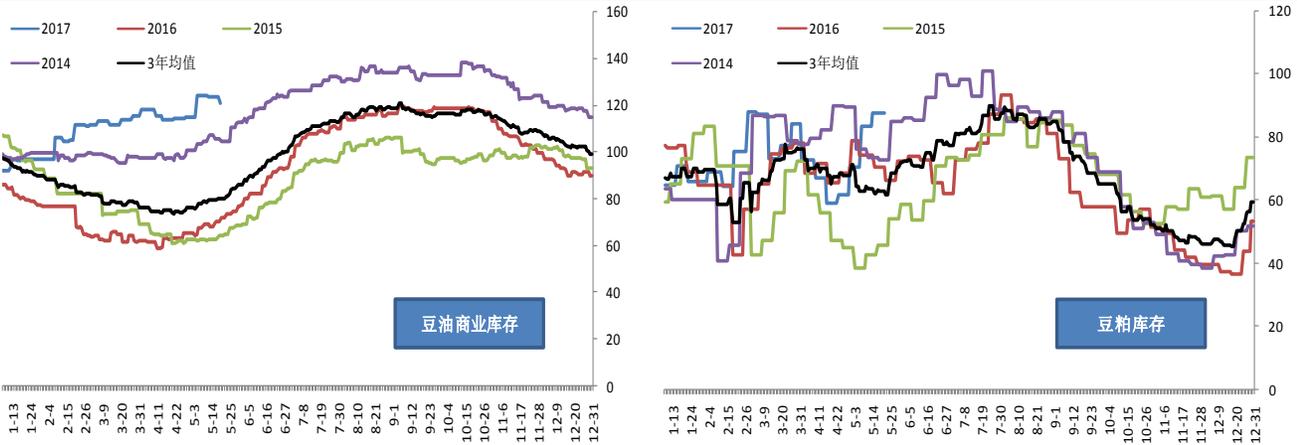
来源：Wind、东兴期货研发中心

### 豆粕需求5月转弱，库存有胀库风险

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，油脂短期反弹空间有限。截止5月19日，全国豆粕库存101.45万吨，去年同期为70.46万吨。全国豆油商业库存121.05万吨，同比去年同期70万吨。5月最大的问题是，油脂的压力依旧偏大，而豆粕的库存压力开始显现，并且现货成交一直走低，部分油厂甚至有胀库的风险。这也导致油粕比在5月份开始触底反弹。

图 13: 豆油商业库存图

图 14: 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、单产增加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，期初单产定在了48蒲式耳每英亩，低于市场预期，目前美豆播种顺利，后期单产上调是大概率时间，美豆走势承压。南美洲的产量还是偏大的，之前支撑价格是因为巴西大豆出口明显低于预期，但是我们认为随着巴西政治风波的出现，巴西大豆出口有望加速，第二个利空会明显让美豆承压。美豆目前看980美分的阻力很难突破，向下空间先看900-930美分，如果天气顺利，美豆再次丰产，不排除价格跌破900美分的可能性。重点关注美豆生长期的天气，以及巴西和阿根廷大豆的出口进度。

### 2、油脂

最大的问题是库存太大，主要体现在豆油和菜油上。豆油和菜油库存均在3年高点附近，且并没有消化的迹象，这导致价格的反弹空间明显受限。5月份基本面的变化在于，棕榈油传出利好消息，马来西亚棕榈油库存增幅不及预期，因产量恢复的十分缓慢，从调研情况来看，今年棕榈油的出油率明显较差，这导致国外棕榈油重建库存可能要拖后。国内方面，棕榈油洗船明显，到港量减少，导致后期库存有下滑的可能性，这导致棕榈油在整体油脂间表现较强。继续逢低做多棕榈油做空菜油和豆油套利。

### 3、粕类

粕类目前看，在豆类中需求最被看好，但是进入5月份后，需求明显较差，体现在现货成交量上明显放缓，且库存有明显的累计，后期6-7月份大豆到港量较大，豆粕的供应压力依旧不减。再加上美豆作为成本端弱势明显，粕类作为主要的产出品，自然受到了明显的拖累。

策略1: 菜油-豆油价差, 300点开始做多;

策略2: 多做棕榈油-菜油, 棕榈油-豆油价差;

策略3: 油粕比 2.15-2.2 做空, 目标在 2-2.1 附近; 美豆弱势不利于油粕比下行。

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。