

吴华松

高级研究员，期货执业证书编号

F0254840

wuhs@dxqh.net

高产预期压制反弹空间， 油粕比继续偏强运行

6月商品价格继续震荡运行为主，市场缺乏明显领涨品种。截止6月28日，美豆连续合约月度上涨0.22%，报918美分。豆粕1709合约6月上涨1.72%，豆油1709合约上涨3.81%，菜油1709合约上涨5.64%，棕榈油1709合约下跌0.42%。整体来看，美豆震荡为主，油脂走势明显强于粕类。我们对美豆后期走势并不乐观，认为950美分上方空间有限，不出现天气问题的话，美豆将继续震荡走低。豆类以轻仓逢高做空为主，由于靠近成本区域，建议采取震荡做空思路，尽量不要追空。

6月报告上调期末库存，美豆反弹高度受限

美国农业部公布了6月份的作物供需报告，报告显示，美豆17/18年度期末库存由4.8亿蒲式耳上调至4.95亿蒲式耳，16/17年度期末库存由4.35亿蒲式耳上调至4.5亿蒲式耳，因压榨需求下调了0.15亿蒲式耳。全球大豆方面，期末库存也被上调，全球大豆17/18年度期末库存由8881万吨上调至9222万吨，其中巴西大豆产量上调至1.14亿吨，高于市场预期。整体来看，美国农业部报告略微利空，较高的库存消费比预期压低了美豆的反弹高度。

美豆单产预估在48蒲式耳每英亩，低于上年度的52.1蒲式耳每英亩，上上年度的单产为48蒲式耳每英亩。目前美豆种植较为顺利，但是优良率略微不及历史均值水平。美国农业部发布的最新作物周报显示，截止6月26日，美国大豆播种进度达到96%，上周92%，去年同期96%，过去五年同期均值93%。大豆作物优良率为66%，上周为67%，上年同期为73%。播种进度快于往年水平，但优良率偏低，但是后期中西部地区天气条件相对良好，未来温度将会下降，同时还会出现有利降雨，支持大豆作物状况进一步改善。美豆的天气逐渐改善，美豆的丰产压力依旧压制美豆反弹高度。

图1：美豆6月供需平衡表

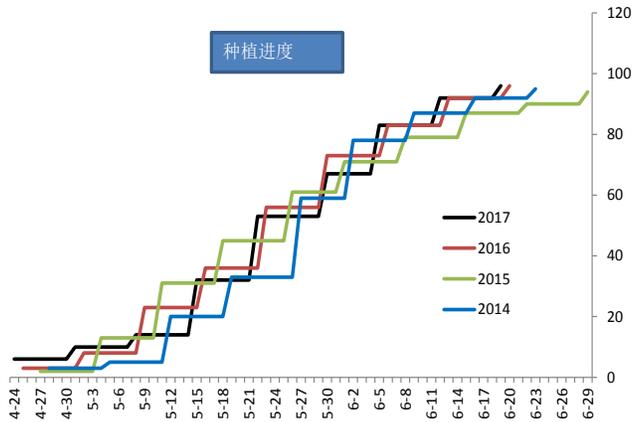
图2：全球大豆6月供需平衡表

	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	895	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	2,986	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	1,886	1,936	97	25	3,944	197	4.99%
2016/17	83.4	82.7	52.1	197	4,307	25	4,528	1,910	2,050	104	14	4,078	450	11.03%
2017/18	89.5	88.6	48.0	450	4,255	25	4,715	1,950	2,150	101	34	4,235	495	11.69%

来源: USDA、东兴期货研发中心

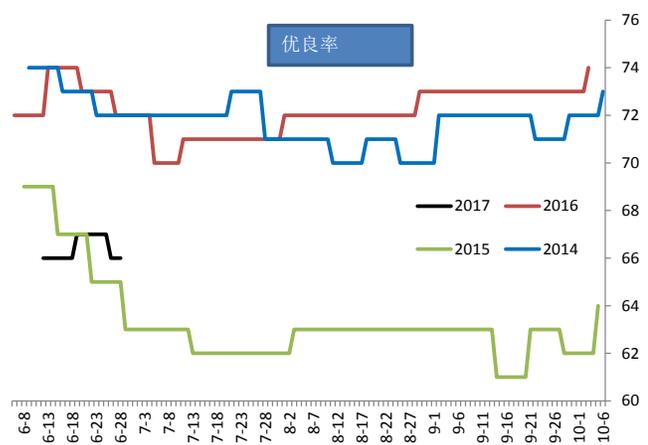
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 3: 美豆播种进度



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 4: 美豆优良率



来源: USDA、东兴期货研发中心

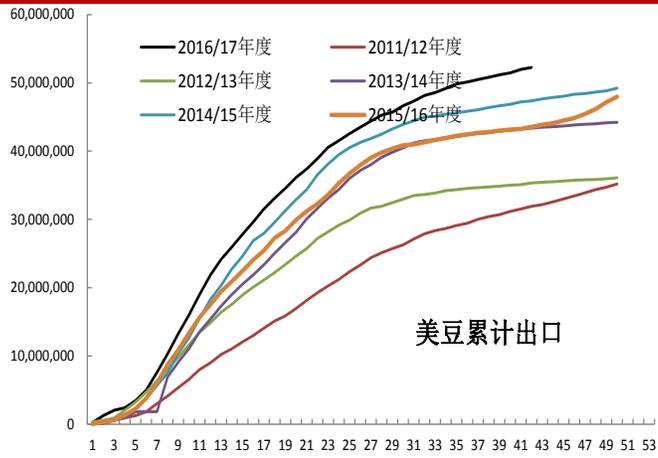
综合来看,美国农业部供需报告,美豆的高供给没有任何改变,而且种植面积和单产都有可能出现上调,关注6月30日晚间美国农业部公布的作物种植面积报告以及季度库存报告。考虑到今年春季天气多雨,玉米播种耽搁,市场普遍认为大豆播种面积将会超过3月份政府的预测。同时,市场也预期美豆的库存可能创近几年新高,达到历史第三高水平,市场预期压制美豆的表现空间。但谨防数据不及预期,美豆的反弹。我们认为如果天气不出现意外,美豆930-950美分一线阻力将十分强劲,美豆或下探900美分的重要关口。

美豆放缓,后期调整空间不大

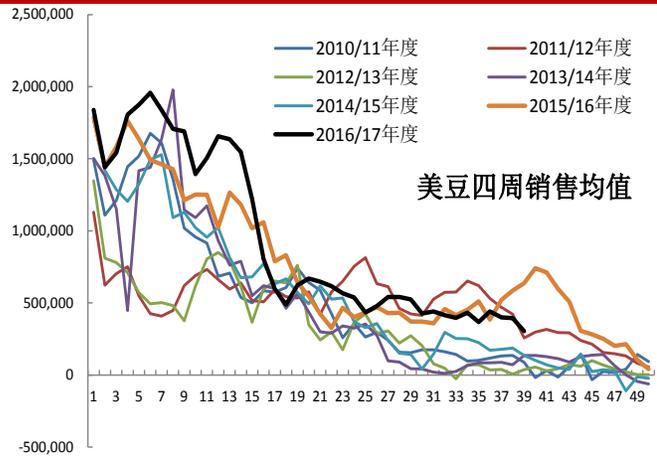
截止6月15日,美豆累计出口5226.1万吨,同比去年同期的4353.8万吨增加了近872.3万吨。今年的出口进度已经完成93.67%,去年同期的出口进度为82.74%。美豆累计销售未装船678.77万吨,去年同期为639.2万吨。今年后期加速概率不大,但是也能够完成出口预估。从近几周的美豆销售均值来看,周度销售维持在30-40万吨左右,处于中性水平,如果按照美国农业部的预估,接下来每周出口32万吨则可以完成本年度的出口预估。

图 5: 美豆累计出口图

图 6: 美豆四周销售均值图



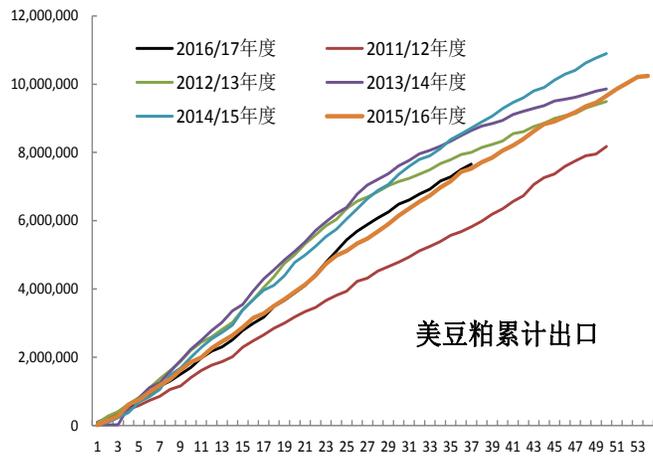
来源：USDA、东兴期货研发中心



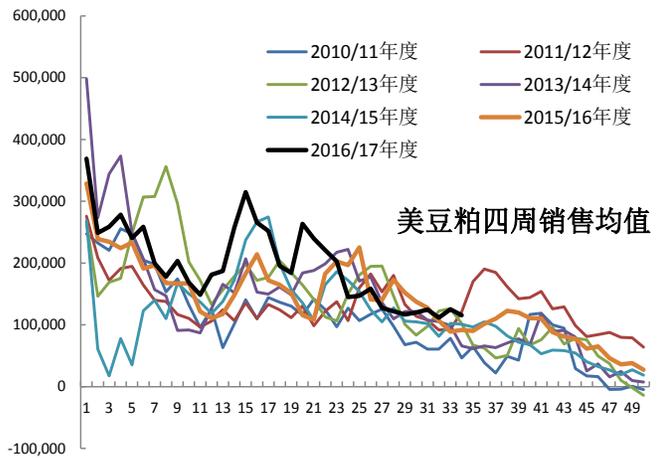
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 7: 美豆粕累计出口图

图 8: 美豆粕四周销售均值图



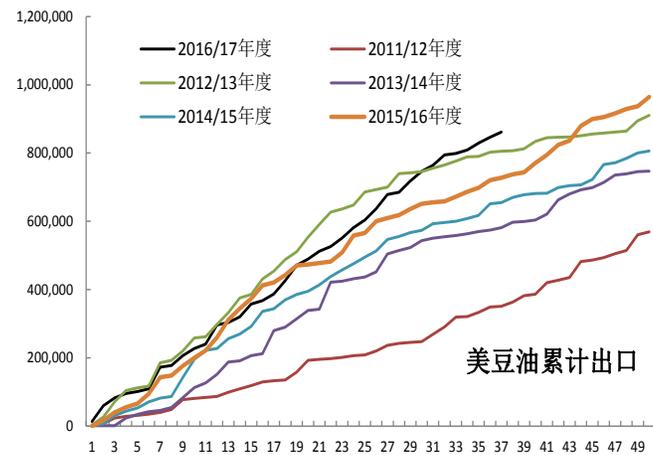
来源：USDA、东兴期货研发中心



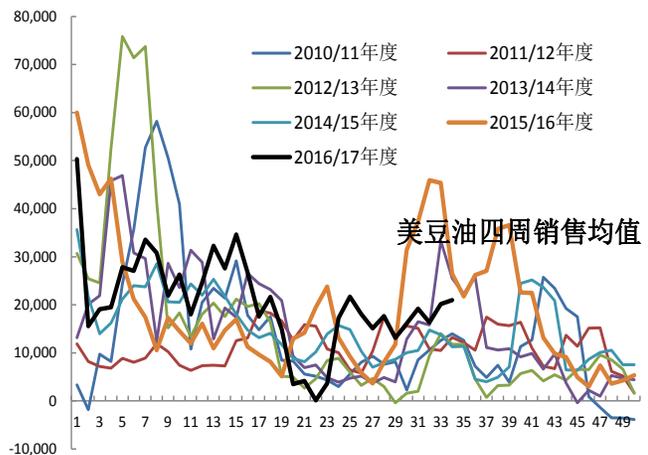
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 9: 美豆油累计出口图

图 10: 美豆油四周销售均值图



来源：USDA、东兴期货研发中心



来源：USDA、东兴期货研发中心

从美豆油和美豆粕的销售情况来看，目前美豆油的销售情况要明显好于美豆粕，出口和销售均在近几年偏高的位置。为美油粕比走势偏强奠定了基础。

美豆 5 月压榨好于预期预期，油粕比走高

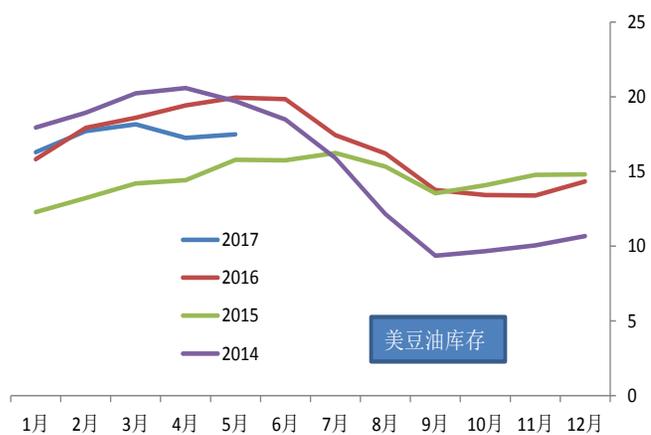
美国全国油籽加工商协会 (NOPA) 的压榨月报显示，2017 年 5 月份美国大豆压榨量高于市场预期，因为中西部东部地区、衣阿华以及西南部地区的压榨厂大幅提高压榨数量。报告显示，5 月份 NOPA 会员企业压榨的大豆数量为 1.49246 亿蒲式耳，相当于 406.2 万吨，这也是历史同期的次高纪录，高于 4 月份的 1.39134 亿蒲式耳，去年 5 月份的压榨量为 1.52280 亿蒲式耳。压榨高于预期，美豆油粕比大幅上行。

图 11: 美豆累计压榨及累计同比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 12: 美豆油库存图

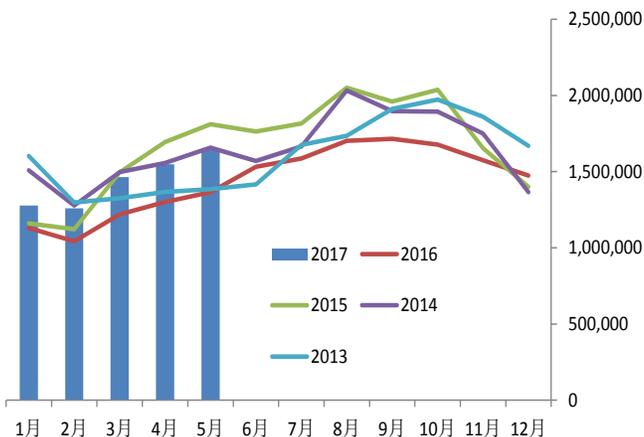


来源: USDA、东兴期货研发中心

马来西亚棕榈油产量恢复平稳，出口好于预期导致库存处于低位

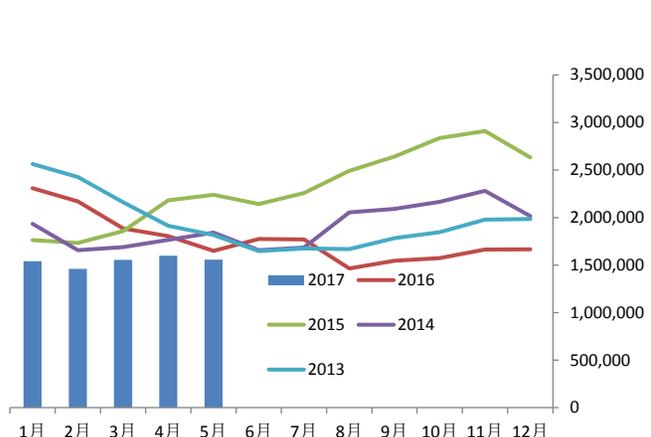
马棕榈油局 MPOB 报告显示，5 月棕榈油产量为 165.45 万吨，环比增幅 6.88%。5 月棕榈油出口量为 150.59 万吨，环比增加 17.32%。5 月底库存为 155.76 万吨，低于 4 月份的 159.99 万吨。库存恢复速度慢于预期，因出口较强，但是产量增长的态势不容忽视。从 5 月前 20 个自然日的产量数据来看，产量增长达到 2.2%，最后 10 个自然日月度环比增产达 6.88%，说明 5 月底 6 月初马棕榈油产量恢复明显加快。棕榈油产量恢复明显，压制其价格上涨的空间。

图 13: 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 14: 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

棕榈油港口库存走低，后期船货是否增加是关键

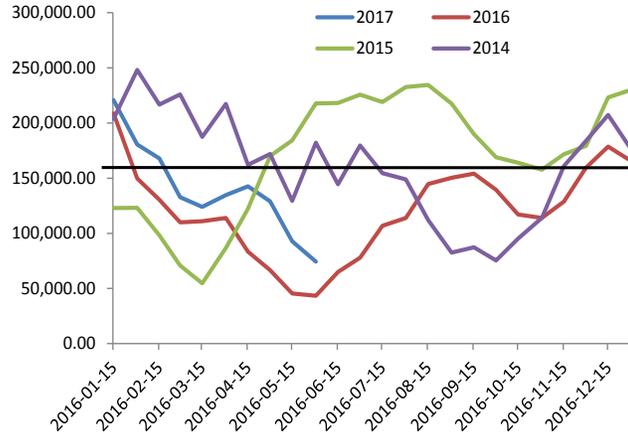
棕榈油港口库存6月份出现下滑。截止6月28日，港口棕榈油库存下滑至47.9万吨，较5月底的56.2万吨明显走低。我们前期总结过，棕榈油国内消费月均30万吨，当每两周公布一次的装船数据高于15万吨后，库存将会表现为净累计。从棕榈油装船数来看，截止5月底，棕榈油装船有明显放缓，与库存下滑的现象相匹配。随着国外棕榈油的不断走低，国内进口利润明显好转，市场预期后期进口窗口会打开，关注6-7月棕榈油库存是否开始出现恢复，届时将对价格不利。

图 15: 国内棕榈油库存图



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 16: 进口棕榈油装船图



来源: Wind、东兴期货研发中心

豆粕库存持续走高，油脂成交好转

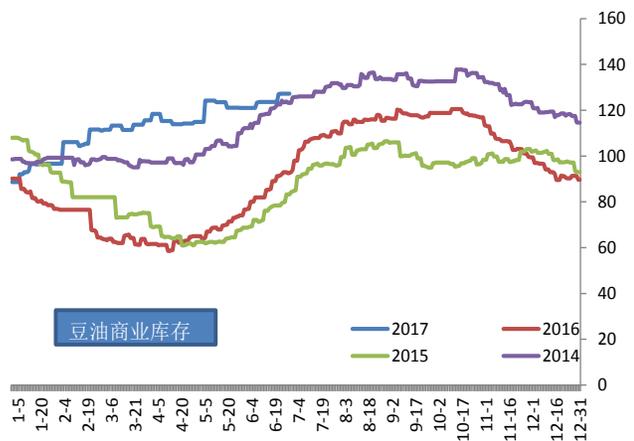
6月油脂走势明显强于豆粕，因豆粕库存累计且油脂成交量较好。我国豆油库存尽管处于偏高位置，但是本该累库存的季节，整体库存增幅偏弱，从豆油成交量来看，2017年的成交量也明显好于去年同期水平。豆粕库存创出历史新高水平，并且后期到港量较大也将领豆粕的去库存速度放缓。棕榈油库存尽管走低，但是后期预期较差，我们判断豆类整体偏弱，但由于油脂库存压力较前期偏小，油粕比仍然以高位震荡为主。

图 17: 豆油港口库存图



来源: Wind、东兴期货研发中心

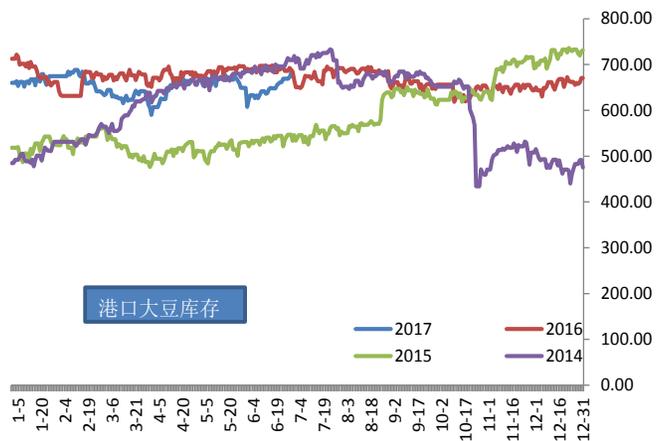
图 18: 豆油商业库存图



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 19: 港口大豆库存图

图 20: 豆油商业库存图



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

美豆出口转入平稳, 没有利多出现。尽管压榨5月数据好, 但是整体也很难持续超预期。美豆油库存和出口情况略好于美豆粕。后期关键看美豆的单产和播种面积, 优良率偏低, 但天气还不错, 后期关注单产上调的风险。8月一般调整单产, 目前缺乏消息指引。市场缺乏明显利多和利空, 预计震荡为主。关注900-950美分区间。

2、国内豆类

我国大豆进口高, 后期到港也多, 供应十分充足。6月份港口大豆到港为142船903.5万吨。海关数据显示5月进口959万吨, 刷新历史记录。7月份最新预估为930万吨, 8月份830万吨。目前油厂豆粕库存114.3万吨, 豆油库存123.8万吨, 棕榈油商业库存51.6万吨, 除了棕榈油库存均在高位。油脂库存暂时要略高于豆粕。马棕桐油5月产量增加, 但出口较好, 令库存恢复不及预期, 但市场预期产量后期还是增加的。国内前期棕榈油进口不及预期, 港口库存是下降的, 但后期预期到港又开始增加。豆类中, 整体走势都偏弱, 就看库存消化速度谁快。

策略1: 多豆油 09 空棕榈油 09;

理由: 9月期货价差约在600附近, 现货价差在140附近, 马棕桐油产量恢复导致棕榈油价格走势偏弱。

风险: 棕榈油产量恢复不及预期; 逼仓风险; 棕榈油基差过大。

策略2: 多菜油 01 空菜油 09;

理由: 背靠100-120做多, 菜油远月供需格局转好, 近月库存压制。

风险: 菜油库存消化快于预期, 且远期预期出现变数。

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。