

## 基本面承压，等待 USDA 报告指引

### ——豆类油脂 8 月月度策略报告

东海期货 | 策略报告 2019-7-31

#### 投资要点

研究所 农产品策略组

姚序 高级研究员

从业资格证号：F0209444  
投资分析证号：Z0000600  
联系电话：021-68757023  
邮箱：yaox@qh168.com.cn

- 当前市场密切关注 USDA8 月月度供需报告是否会对美豆面积和单产做出调整，仍存在较大的不确定性。目前 CBOT 大豆价格已经反映了减面积减单产的预期，后市仍然易涨难跌，涨幅则取决于调整幅度。
- 豆粕供应端，当前盘面榨利和提货量不支持油厂大豆采购大豆，需要密切观察大豆实际到港量及中国新增采购美豆的数量。豆粕需求端，不看好未来饲料需求，目前暂时不具备促使下游集中补库的条件。
- 马来西亚棕榈油产量 7 月后恢复性增产，出口需求增加但难以缓解库存压力，拖累油脂市场。随着油厂开机率回升，豆油或重新累库，届时油脂价格阶段性反弹或告一段落。
- 中美关系出现缓和迹象，中国将对部分企业采购美国农产品免加征关税。继续关注中国实际采购美豆数量及贸易磋商进展。
- **结论：**若 8 月 USDA 报告大幅下调美豆面积和单产预估，那么美豆有望上涨从而带动国内盘面。受非洲猪瘟疫情影响，国内豆粕供需基本面仍然偏空，豆粕库存维持高位令价格承压，但行情易受外盘及消息面影响，美豆天气炒作随时可能卷土重来。受节前备货影响，油脂价格阶段性反弹，但随着后期棕榈油主产国进入增产周期，以及国内油厂开机率回升，棕油、豆油可能重新累库，届时油厂可能改变目前的“挺油”策略。此外，中美贸易磋商情况也将对豆类油脂走势产生阶段性影响。
- **策略建议：**豆粕看宽幅震荡，若短期跌幅过大可尝试买入。油脂重新累库时，棕榈油逢高试空。
- **风险因素：**美豆面积超预期，不降反增；产区天气良好弥补晚播损失；主产国棕榈油增产不及预期；中美谈判取得超预期成果。

## 一、行情回顾

7月份，美豆表现为震荡走势，美国旧作压榨需求明显下降，出口未见好转。7月底中美经贸关系出现缓和迹象。美方宣布对110项中国输美工业品豁免加征关税，并表示愿意推动美国企业为相关中国企业继续供货；中国也允许国内企业采购农产品询价并申请关税豁免。未来继续关注中国实际采购美豆数量及贸易磋商进展。8月是大豆结荚灌浆的关键生长期，美国产区天气仍然吸引市场关注。同时市场密切关注8月12日USDA月度供需报告是否会调整大豆种植面积和单产预估。

7月份，连豆粕先跌后涨再跌，总体弱势震荡，基本符合我们上个月的判断，下限略微超出我们预期，主要因7月上半月现货市场成交极度低迷，油厂豆粕库存持续增加。因盘面榨利不佳，部分油厂停产限产，加上下半月下游补库需求略有好转，使得油厂豆粕库存压力有所减轻，价格出现止跌企稳。不过随着月末中国油厂可申请豁免关税进口美豆，市场传言益海嘉里已经买入一船美豆，这是自贸易战以来首次市场购买行为，又对市场情绪产生利空影响。

图1 M1909 合约走势



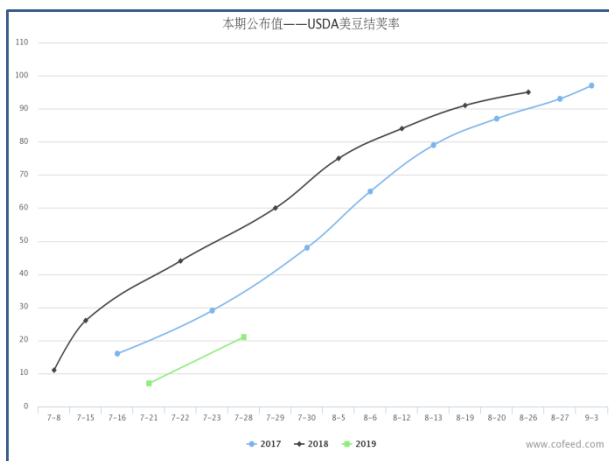
资料来源：文华财经

## 二、美豆新作面积、单产仍是未来关注重点

### (一) 美豆面积下降，生长关键期面临风险

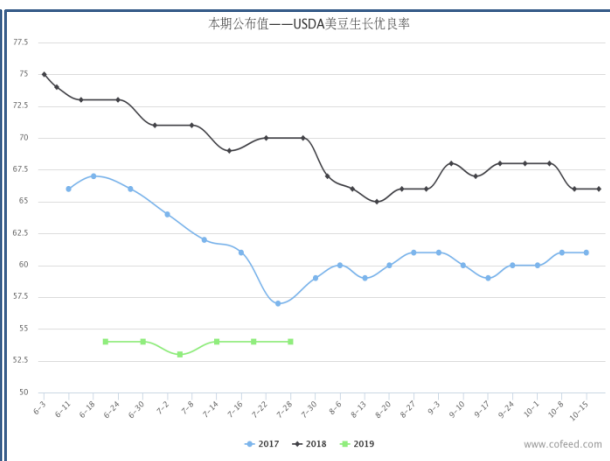
6月28日USDA公布种植面积报告，大豆种植面积仅8004万英亩，低于去年的8920万英亩，不仅低于3月种植意向8462万英亩，也远低于市场预估8436万英亩。不过市场机构质疑报告不能反映真实播种情况，因这份报告预估的依据是6月第1-2周对样本区域和样本农场主所做的调查，而今年由于产区遭遇洪涝灾害，截止到6月中旬大豆播种还远未完成，因此这些信息很可能已经过时。从某种程度上，6月28日的报告更像是另一份“种植意向”报告。根据USDA公布的消息，在7月份对14个州农户的种植面积重新进行调查后，如果采集到的数据能保证与此次报告发生变化，将在8月12日的供需报告中公布更新数据。

图 2 美豆结荚率



资料来源: USDA

图 3 美豆优良率



资料来源: USDA

单产方面,今年春播时期的天气使得播种和生长进度均远不如往年,目前美豆开花和结荚率同比明显偏低,据 USDA 周度作物生长报告显示,截至 2019 年 7 月 28 日当周,美国大豆结荚率为 21%,去年同期为 58%,五年均值为 45%。美国大豆生长优良率为 54%,去年同期为 70%。在这一背景下 USDA 在 7 月供需报告中下调美豆单产至 48.5 蒲/英亩。大的气候现象判断上,NOAA 认为目前仍处于厄尔尼诺,但澳大利亚气象局称目前是中性状态,即既不是厄尔尼诺也不是拉尼娜。从短时气象预报上看,未来 6-10 天美豆主产区气温低于正常水平,暂时不会有炎热干燥的天气威胁单产。

不过,从历史数据来看,比当前播种进度慢的有 81 年、95 年、96 年。比照当年单产走势,95 年单产幅度下降较为明显,而 96 年在 95 年的基础上略有回升。而 81 年单产在 80 年大幅下降后略有回升。总体来看,晚播作物的单产水平比照当期的平均水平均有一定的下滑,特别是晚播作物更易受到早霜的影响,后期需要密切关注。

## (二) 库存仍处高位,或限制美豆涨幅

基于 USDA 对美豆单产的初步估计以及我们对生长期可能低温导致美豆单产下降的判断,预计美豆单产落在 47~49。我们测算几种情景:美豆播种面积同比降幅 10%,单产分别为 47, 48, 48.5, 49 蒲式耳/英亩。美豆期末库存消费比下降至 16.4%~20.3%。比去年的 27.2%下降 7~11 个百分点。

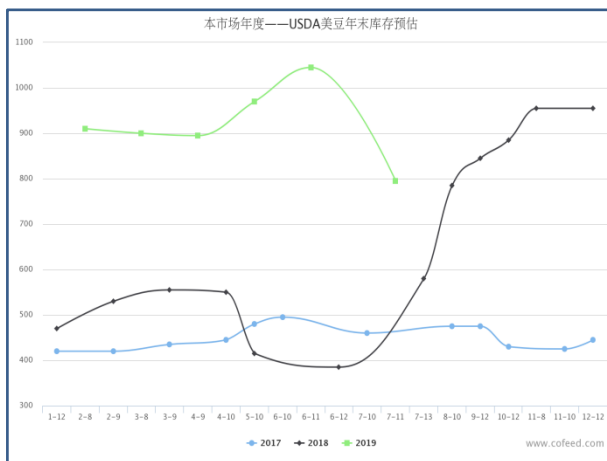
表 1 不同情况下美豆库存消费比

美豆	2017/18	2018/19	2018/19	2019/20	2019/20	单产不变	单产-9%	单产-7%	单产-6%	单产-5%
		6 月	7 月	6 月	7 月					
百万英亩										
种植面积	89.5	89.2	89.2	84.6	80	80	80	80	80	80
收割面积	89.5	88.1	88.1	83.8	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3
蒲式耳/英亩										
单产	49.3	51.6	51.6	49.5	48.5	49.5	47	48	48.5	49
百万蒲式耳										
期初库存	302	438	438	1070	1050	1050	1050	1050	1050	1050
产量	4412	4544	4544	4150	3845	3925	3727	3806	3845	3886
进口	22	17	17	20	20	20	20	20	20	20
总供应	4735	4999	4999	5240	4915	4995	4797	4876	4915	4956

压榨	2055	2100	2085	2115	2115	2115	2115	2115	2115	2115
出口	2129	1700	1700	1950	1875	1875	1875	1875	1875	1875
种子	104	98	93	96	96	96	96	96	96	96
调整值	9	31	72	34	34	34	34	34	34	34
总需求	4297	3929	3949	4195	4120	4120	4120	4120	4120	4120
期末库存	438	1070	1050	1045	795	875	677	756	795	836
库消比	10.2%	27.2	26.6%	24.9%	19.3%	21.2%	16.4%	18.3%	19.3%	20.3%

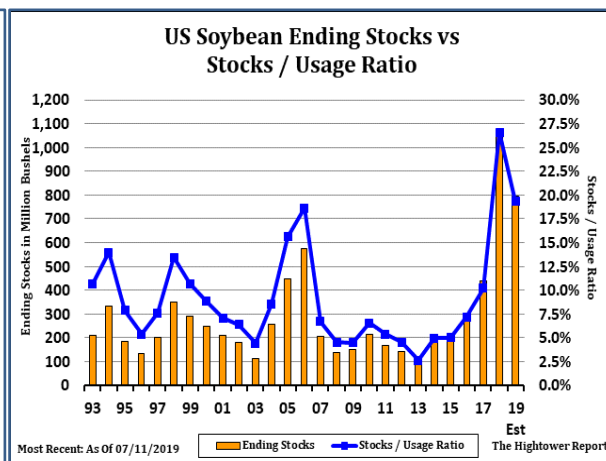
资料来源：USDA 东海期货整理

图 4 美豆期末库存预估



资料来源：天下粮仓 单位：百万吨

图 5 美豆库存消费比



资料来源：USDA 单位：百万蒲式耳

### (三) 关注中美贸易磋商情况

除了产量以外，对于美豆供求的另一个影响因素来自于出口。USDA 周度出口销售报告显示截至 7 月 18 日美豆 18/19 年累计出口订单 4858.2 万吨，较去年同期落后 16.5%；对中国出口大豆累计订单 1429.3 万吨，较去年同期下降一半。由于中国是美豆最大买家，而贸易摩擦以及非洲猪瘟疫情影响中国进口大豆需求的大背景下，因此美豆出口短时间难以改善。不过 7 月 23 日市场消息称美方宣布对 110 项中国输美工业品豁免加征关税，并表示愿意推动美国企业为相关中国企业继续供货；中国也相应允许国内企业采购农产品询价并申请关税豁免。市场消息可豁免关税采购美豆的额度为 380-600 万吨，多为 9 月以后船期，也就是说影响的是美国 19/20 年度平衡表里的出口和中国四季度的大豆到港量。7 月 30-31 日中美两国牵头人在上海举行第 12 次经贸磋商，继续关注贸易磋商进展。

小结：目前 CBOT 大豆价格已经反映了减面积减单产的预期，后市仍然易涨难跌，涨幅则取决于调整幅度，尤其是 8 月重要生长期天气炒作利多明显。但中期来看涨幅可能有限，因受累于较高结转库存，即便美豆减产，期末库消比也仍相对偏高。如果美豆减产低于预期（面积上调或单产不降），美豆可能重回下跌走势。

## 三、国内豆粕基本面仍然承压

进口方面，根据天下粮仓监测，截止到上周，7 月份到 115.7 船 741.2 万吨。7 月份预估 941 万吨，8 月大豆到港预估维持 910 万吨，9 月到港预估 920 万吨。10 月份以后南美大豆供应减少，但是传闻豁免加征关税的美豆将填补 10 月份以后的国内供应。

从进口成本及压榨利润,7月30日巴西8月船期 CNF188 美分对连盘豆粕 1909 期价压榨利润(+64); 巴西9月船期 CNF178 美分对连盘豆粕 2001 期价压榨利润(+90); 美西10月船期大豆 CNF170 美分对连盘豆粕 2001 期价压榨利润(-765); 美湾10月船期大豆 CNF195 美分对连盘豆粕 2001 期价压榨利润(-797); 若按取消加征的25%关税算: 美西10月船期大豆 CNF170 美分对连盘豆粕 2001 期价压榨利润(-2); 美湾10月船期 CNF195 美分对连盘豆粕 2001 期价压榨利润(-16)。可见, 虽然目前中美贸易关系出现一定缓和, 即使取消加征关税, 美豆也不具有价格优势。10月份以后美豆出口或增加, 国内大豆供给相对充裕。

图6 进口大豆到港预报

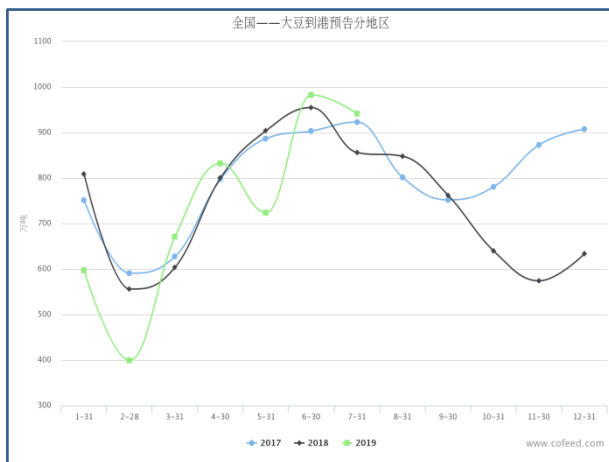
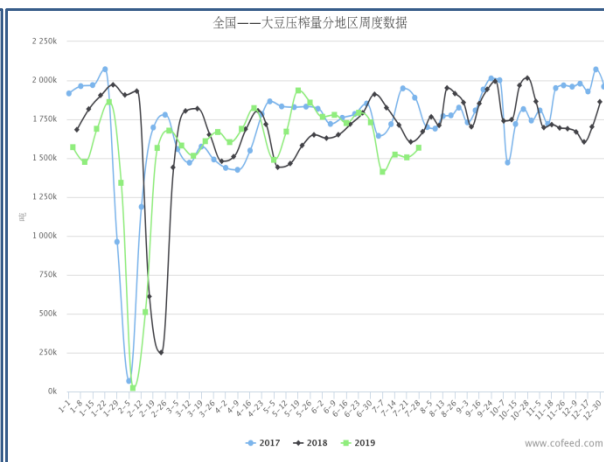


图7 油厂开机率



资料来源: 天下粮仓 单位: 万吨

资料来源: 天下粮仓 单位: %

库存方面, 由于7月起下游成交和提货量转差, 下游开机率也保持较低水平, 整个7月开机率在40%左右水平, 去年同期50%左右, 使得7月份豆粕库存小幅下降, 截止截止7月19日当周, 国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量85.7万吨。不过, 随着油厂停机检修结束, 后期大豆压榨量将回升, 豆粕库存或止跌回升。

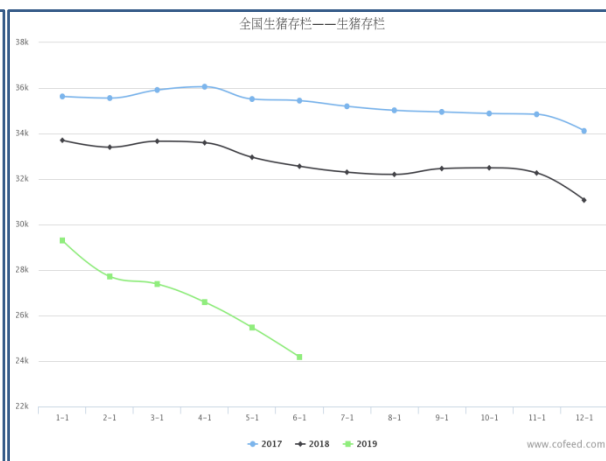
需求方面, 北方非洲猪瘟疫情有稳定的迹象, 南方疫情发展态势仍然不容乐观。农业农村部最新数据显示, 2019年6月生猪存栏环比再降5.1%, 同比减少25.8%; 能繁母猪存栏环比再降5%, 同比减少26.7%。近期广东出台“猪十条”, 间接反映非洲猪瘟疫情实际情况可能远比市场想象的更为严重。猪价从6月起持续上涨, 正是非洲猪瘟疫情造成的生猪供应缺口和冬季仔猪成活率较低的体现。我们认为猪料版块在整个下半年对豆粕的需求都难有起色, 但如果下半年猪价和养殖利润持续好转, 带动补栏积极性增加, 且补栏猪能够成活, 则猪料中豆粕消费可能逐步好转。禽料方面, 3月起豆粕成交持续转好, 很大一部分原因是禽料消费增加, 以及豆菜粕小价差导致的水产料、鸭料中豆粕替代菜粕所致。不过我们注意到6月起鸡苗价格骤降, 7月有所企稳, 但肉鸡养殖利润仍然不佳, 不利豆粕需求。目前饲料厂物理库存正常, 合同较前期有所下降, 饲料厂9月有一定采购意向, 心理价位-40至-50基差。

图8 油厂豆粕库存



资料来源：天下粮仓 单位：万吨

图9 生猪存栏量



资料来源：天下粮仓 单位：万头

小结，供给上，当前盘面榨利和提货量不支持油厂大量采购大豆，需要密切观察大豆实际到港量及中国新增采购美豆的数量。需求上，较为悲观，需要密切跟踪库存水平及下游是否存在一致看涨预期，目前暂时不具备促使下游集中补库的条件。总体上，成本仍然是影响豆粕期货价格的最主要因素，因此行情很大程度上仍然易受外盘和消息面的影响，结合我们对美豆行情的研判，我们认为豆粕后市仍将维持宽幅震荡走势。

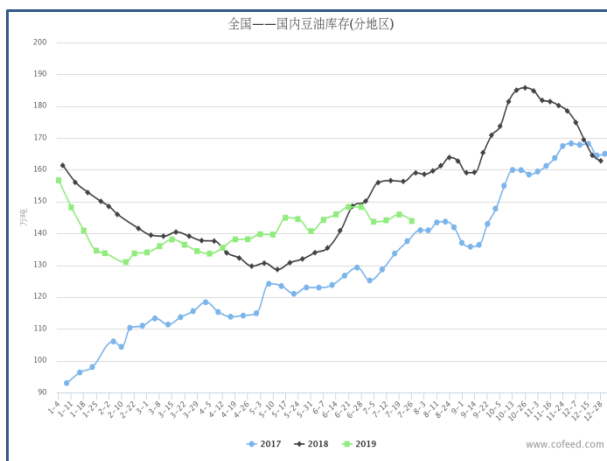
## 四、油脂阶段性反弹，未来或重新累库

### (一) 国内油脂或重新累库

离中秋节假日不到两个月，包装油节前备货旺季陆续展开，油厂提价意愿增强，备货行情有望展开，这也是近期支撑油脂价格阶段性反弹的主要因素。但当前豆油库存仍处于146万吨高位，库存下降幅度不明显。豆油去库存则依赖于供给端的减少，也就是油厂大豆压榨量下滑。市场预计8月份油厂开机率将回升，豆油去库存进程将被再度搁置。此外，当前豆棕价差过大，一度超过1200元/吨，其高企的价差也将抑制豆油需求。

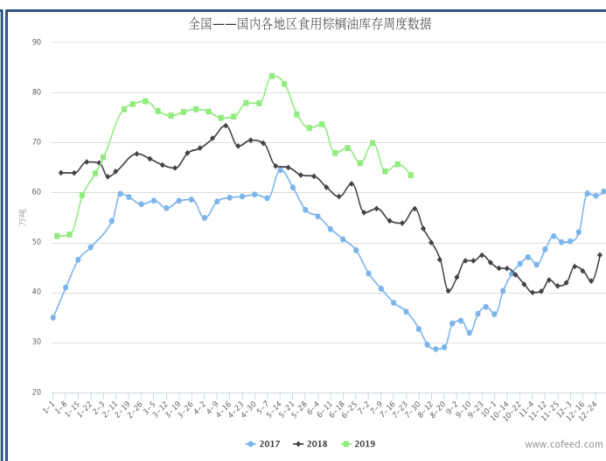
截止目前，全国港口食用棕榈油库存总量63.5万吨，较上月同期降3.7%，去年同期56.8万吨。市场预期8-9月份到港量较高，棕榈油库存或将缓慢增加。根据国家粮油中心船期监测，预计8月份24度棕榈油到港约48万吨，9月份到港量40万吨，8-9月份到港量较多，国内港口库存有望小幅增加。由于豆棕价差维持偏高水平，这有利于棕榈油消费，从而提振棕榈油价格走势。不过由于后期库存会出现回升，或将压制反弹幅度，反弹空间受限。

图 10 港口豆油库存



资料来源：天下粮仓 单位：万吨

图 11 港口棕榈油库存



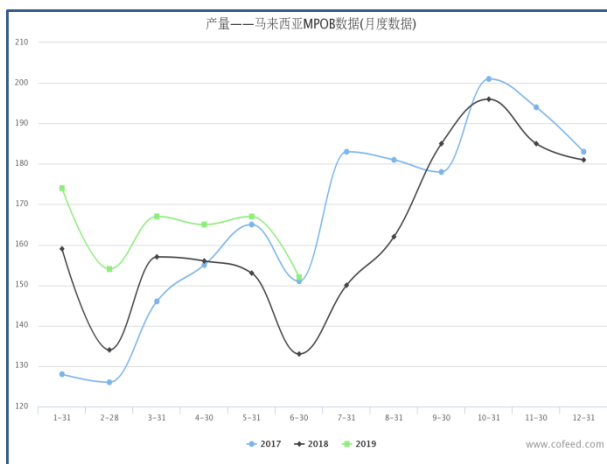
资料来源：天下粮仓 单位：万吨

## (二) 马棕油进入增产周期

MPOB 报告显示 6 月份马棕榈油产量因斋月下滑环比减少 9.2%，这是去年 7 月份以来的最低。由于 6 月份棕榈油出口出现四个月来的首次下滑至 138 万吨，环比减少 19.4%，是 2 月份以来的最低。这使得 6 月底马棕榈油库存降至 11 个月来的最低水平，为 242 万吨，环比减少 1%，但仍处于五年同期最高水平。也高于此前市场预估的 235 万吨。

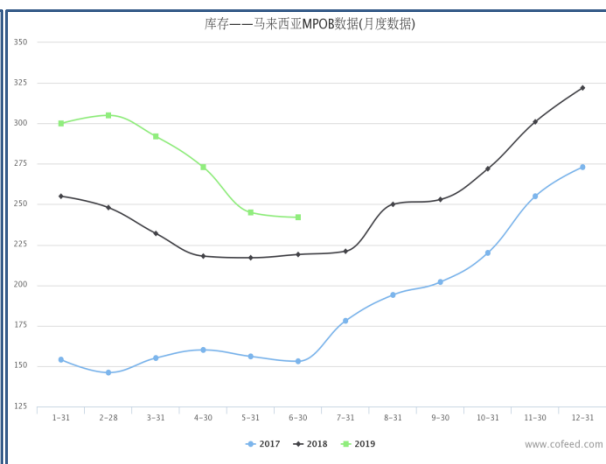
进入 7 月份马来西亚棕榈油开启增长周期，五年平均和 2018 年同期环比增幅在 9.2% 和 12.8%。按照马来西亚产量及降雨量的模型测算来看，7 月份马棕榈油产量或将出现明显回升，预计 7 月份马棕榈油产量在 162 万吨左右。出口方面，7 月份马棕榈油出口喜忧参半，美元的持续走低让令吉特走强，不过国际豆油与棕榈油价差持续走高以及国际原油的走高，或将提振棕榈油需求。但从整体市场环境来看，其出口增幅难以覆盖产量增长。马棕榈油库存大概率会止跌回升，这会加重马棕榈油的库存压力。因此，短期仍难以看到棕榈油市场出现好转的迹象，并将拖累油脂板块。

图 12 马来西亚棕榈油月度产量



资料来源：天下粮仓 单位：万吨

图 13 马来西亚棕榈油库存



## 三、结论及策略建议

综上所述，当前市场密切关注 8 月 12 日 USDA 月度供需报告，若美豆面积和单产均大幅下调，美豆有望上涨从而带动国内盘面。受非洲猪瘟疫情影响，国内豆粕供需基本面仍然偏空，豆粕库存维持

高位令价格承压，但行情易受外盘及消息面影响，美豆天气炒作随时可能卷土重来。受双节备货影响，油脂价格阶段性反弹，但随着后期棕榈油主产国进入增产周期，以及国内油厂开机率回升，棕油、豆油可能重新累库，届时油厂可能改变目前的“挺油”策略。此外，中美贸易磋商情况也将对豆类油脂走势产生阶段性影响。

策略：豆粕看宽幅震荡，若短期跌幅过大可尝试买入。油脂重新累库时，棕榈油逢高试空。

风险因素：美豆面积超预期，不降反增；产区天气良好弥补晚播损失；中美谈判取得超预期成果；主产国棕榈油产量增长不及预期。

### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)