



# 天气炒作降温 油粕面临回调

投资咨询研究部  
濮翠翠

## 一、美豆

### 面积和库存数据意外利多，美豆成功触底反弹

USDA 种植面积报告显示：美国新作大豆 8951.3 万英亩（去年终值 8343.3 万，3 月意向 8948.2 万，预期 8994.6 万）；新作玉米 9088.6 万英亩（去年终值 9400.4 万，3 月意向 8999.6 万，预期 8990.3 万）。截止 6 月 1 日库存：大豆 9.63 亿蒲（去年同期 8.72 亿，预期 9.83 亿）；玉米 52.25 亿蒲（去年同期 47.11 亿，预期 51.23 亿）。USDA 报告中的大豆播种面积数据虽略高于 3 月意向面积，但低于此前市场预期，加上季度库存也低于预期，该报告对大豆市场利好，令 6 月末及 7 月初美豆大涨，而因市场担心高温干燥天气，引发技术性买盘。截至 2017 年 7 月 9 日当周，美国大豆生长优良率为 62%，分析师平均预期为 63%，之前一周为 64%，上年同期为 71%。从目前公布的美豆生长形势看，2017 年美豆早期生长状态较 2016 年明显下滑，但基本符合常年水平。因此，按目前的优良率评估，美豆单产很难超过 50 蒲式耳/英亩，美豆实现超预期增产的概率在下降。

USDA7 月供需报告显示美新豆收割面积 8870 万英亩（上月 8860），单产 48 蒲（上月 48、预期 47.9），产量 42.6 亿蒲（上月 42.55、预期 42.43），库存 4.6 亿（上月 4.95、预期 4.73）；陈豆出口 21 亿（上月 20.5），库存 4.1 亿蒲（上月 4.5，预期 4.3）。美陈豆出口上调导致陈豆及新豆期末库存均低于预期，报告整体中性略偏多，但利多已提前消化，对市场影响不大，后续主要看美豆产区天气。从目前监测情况来看，近期降水利于提升大部地区的墒情和玉米、大豆长势。并且接下来中西部中北和东部等地区墒情继续提高，而下周中西部北部的降水将保持丰足的墒情，利于作物生长，后期趋势核心仍需关注产区天气能否改善。

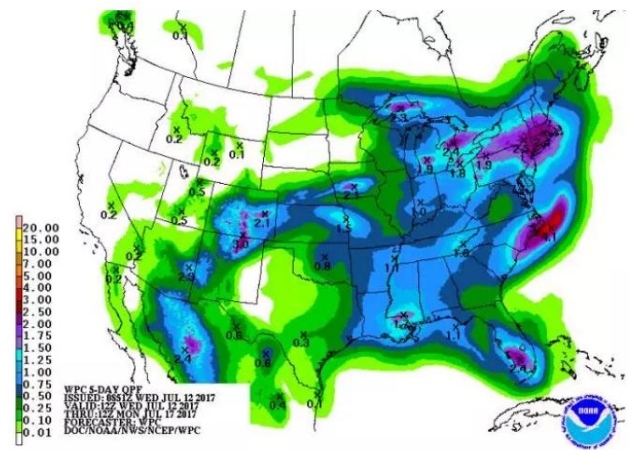
图 1：美豆走势



数据来源：博弈大师

图 2：美豆种植面积

图 3：美豆产区天气



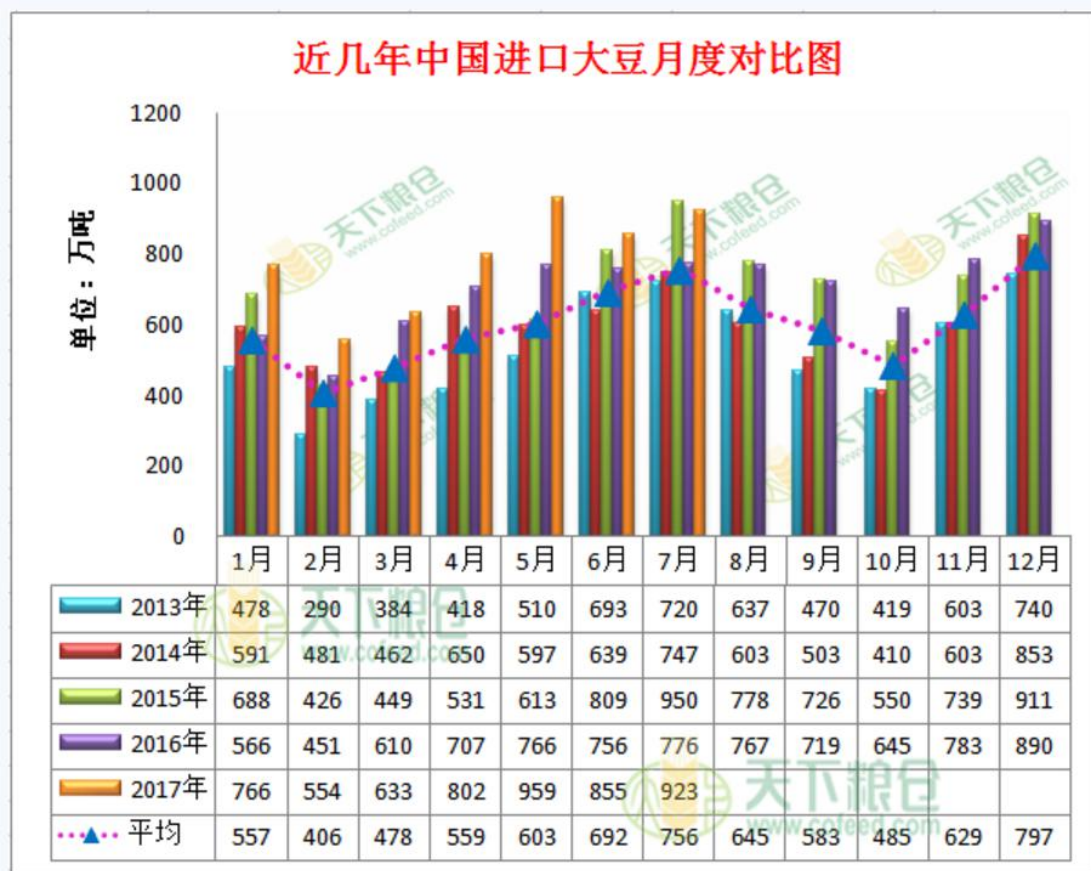
数据来源：USDA, NOAA

## 二、豆粕

### 1、大豆巨量到港，港口库存攀升

海关数据显示，5 月份大豆进口量为 959 万吨。按照天下粮仓网的跟踪统计，7 月国内各港口进口大豆预报到港 145 船 923.06 万吨，略高于此前预期，也高于 6 月实际到港的 845.63 万吨，因 7 月 1 日起增值税下降，令不少原 6 月底到港的大豆船推迟至 7 月初到港，令 7 月份明显高于 6 月份，较 2016 年 7 月份的 776 万吨增长 18.95%。2017 年 1-7 月国内大豆进口总量达 5490 万吨，较去年同期的 4632 万吨增长 18.52%。8 月份到港量最新预期在 850 万吨，9 月份最新预期 700 万吨。可见进口大豆供给量最充裕的时间集中在 6-7 月份。目前有部分油厂大豆仓储容量不足，到港大豆无法卸货，被迫加大生产力度。市场预期，7 月上旬，油厂单周大豆压榨量维持在 180-190 万吨左右。由于进口量超过压榨量，国内港口大豆库存或将进一步攀升。

图 4：大豆进口月度对比图



数据来源：天下粮仓

## 2、压榨利润好转，油厂开工率提升

从压榨利润来看，目前国内港口大豆分销价在 3280 元/吨，按此计算，压榨收益为亏损 200-300 元/吨，按照最新到港大豆成本 3150 元/吨计算，压榨收益为亏损 70-170 元/吨。如果按照目前进口报价来计算，巴西 7 月船期进口成本 3050 计算，压榨盈利为 30 元左右，巴西 7 月船期对连豆粕、连豆油 9 月合约盈利在 100 元/吨左右。目前的压榨利润明显比上月有所好转，因此也会刺激油厂加大开工率。按照目前大豆压榨量来看，国内豆粕单周产量自 5 月份以来平均在 140 万吨以上，尤其是进入 6 月下旬，单周产量已经在 146 万吨。与之相比，国内豆粕表观消费量从 130 万吨的水平升至 140 万吨。尽管 5 月份生猪存栏以及禽类养殖复苏缓慢，但是从豆粕表观消费量来看，低于去年同期，但远高于 2015 年水平。这主要是由于豆粕相对于其他蛋白粕有着明显的性价比，替代效应明显。豆粕单周产量频创新高，相比之下豆粕消费量的增幅比较不明显。

## 3、消费增幅有限，豆粕库存仍将增加

供给增幅超过消费的增长，这就导致豆粕库存不断攀升。目前油厂大多以执行前期合同为主。豆粕结转库存稳中有增，未执行合同不断下滑。这说明一方面下游对远期采购并不积极，另一方面，下游已经提前采购大量订单，继续采购热情不高。从 6 月份油厂出货来看，下游提货速度迟缓。截止 6 月 25 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 119.78 万吨，较上月的 108.63 万吨增加 11.5 万吨。当周豆粕未执行合同 415.28 万吨，较上月的 376.85 万吨增加 38.43 万吨。预计 7 月上旬油厂开率仍保持高位，豆粕单周产量依旧会保持 140 万吨的水平，与之相比，消费量增幅有限，因此豆粕库存仍有增加的可能，但是增幅可能放缓。





从基差来看，主力 1709 合约的期现基差已经从负转正。一般而言，负基差会出现几次反复，然后基差向上。此次负基差持续时间长，幅度大都超过往年水平。从理论基差的角度来看，油厂亏损的程度比以往无论是时间和程度都更大一些。那么随着基差的好转，油厂后期挺粕的意愿可能会有所加强。可以说豆粕基差最差的时候已经过去，但是豆粕基差回升仍受制于豆粕库存及豆粕消费的情况。

图 5：豆粕表现消费量

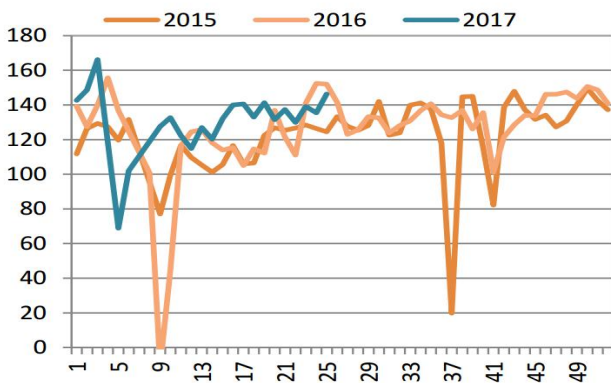
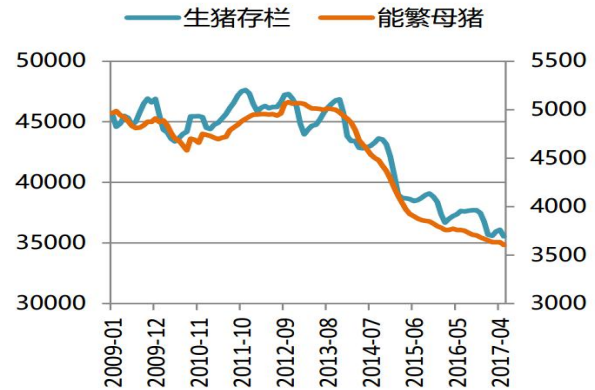


图 6：生猪存栏量



数据来源：WIND

图 7：豆粕结转库存趋势图

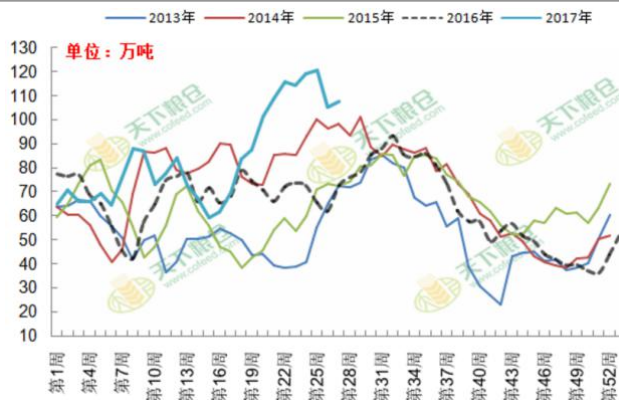
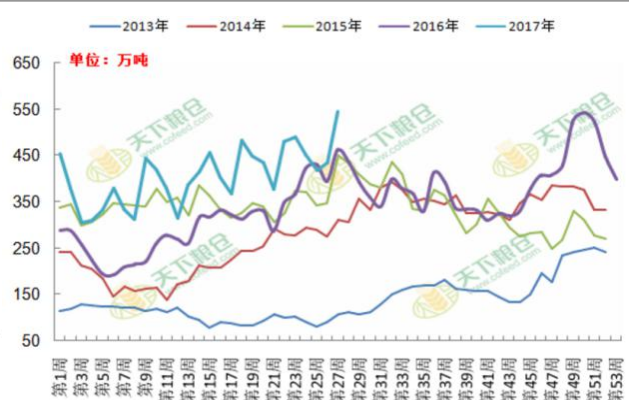


图 8：豆粕未执行合同趋势图



数据来源：天下粮仓

### 三、油脂

#### 1、豆油库存仍处高位，供应压力尚未完全消化

因 7 月初大豆集中到港，且经过近两周的消化，部分油厂豆粕库存压力有所缓解，上周国内油厂开机率有所回升，全国各地油厂大豆压榨总量 1738200 吨（出粕 1381869 吨，出油 312876 吨），较上上周的量 1643900 吨(修正值)增加 94300 吨，增幅 5.73%。而进入未来两周，大豆将集中到港，油厂开机率将继续提高，未来两周油厂压榨量将进一步增加，将分别继续提高至 192 万吨、198 万吨。截止 7 月 7 日，国内豆油商业库存总量 128.695 万吨，较上周同期的 125.25 万吨增 3.445 万吨增幅为 2.75%，较上个月同期的 123.3 万吨增 5.395 万吨增幅为 4.38%，较去年同期的 104.5 万吨增 24.195 万吨增 23.15%。因压榨量放大，未来两周豆油库存或继续缓慢趋升。

图 9：国内豆油库存趋势图



数据来源：天下粮仓

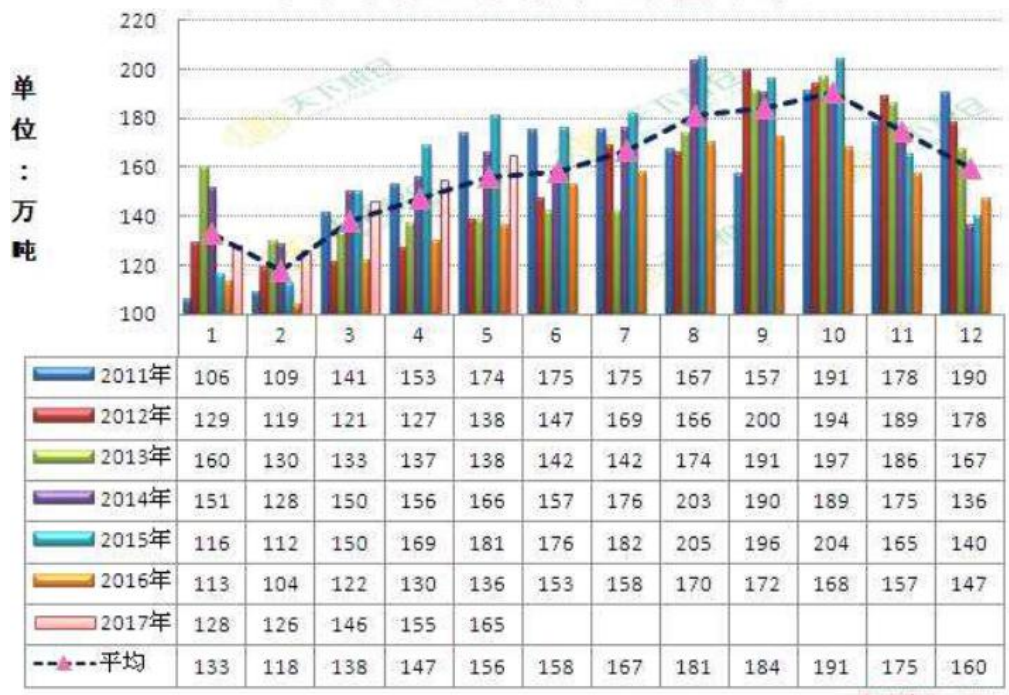
## 2、马棕产量不及预期

5月27日-6月26日是2017年穆斯林地区的斋月。因斋月假期因素，种植园劳力会暂时短缺，从而一定程度影响棕榈油产量。根据调查机构彭博调查数据显示，6月马来棕油产量164万吨，环比下降0.6%，出口138万吨，环比下降8.6%，库存159万吨，环比增加1.9%，而CIMB数据显示，6月马来产量157万吨，环比降5%，出口139万吨，环比降8%，库存1.56万吨，环比持平。因为斋月需求驱动下的出口增幅超过了产量增幅。但7月10号马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的数据显示，马来西亚6月末棕榈油库存较上月下降1.9%至153万吨。产量较5月下降8.5%至151万吨。出口下降8.4%至138万吨。产量减产超预期，报告利多。此外，此前GAPKI公布数据显示，4月印尼棕榈油库存已经低至88.8万吨。由于斋月出口量和国内需求增加，5月印尼棕榈油库存可能进一步下降。因此，6月国际棕榈油主产国库存处于历史较低水平。若GAPKI库存数据真实，则两大主产国棕榈油总库存仍处较低水平。

但季节性规律看，3季度产量高峰月即将到来，据西马南方棕榈油协会（SPPOMA）发布的数据显示，7月份的头5天里，马来西亚棕榈油产量比6月同期增加29.65%。市场预计7月产量将增加10%-15%，因为很多6月最后一周的产量被统计到7月份当中，而从往年规律来看，每年7月份棕榈油产量多呈上升趋势。而国际豆棕价差仍处不合理状态，马来西亚棕榈油FOB近月船期价低于南美豆油FOB价59.5美元/吨，正常价差应在100-150美元/吨。

另外，印度很可能提高棕榈油等精炼和粗制植物油的进口关税。如果提高进口关税，那么不利于印度进口，本来中国订单减少，未来印度也减，与此同时，最新消息，印尼棕榈油协会周五表示，欧盟其他国家可能步法国后尘，也对棕榈油在生物燃料中的使用加以限制，从而不利于棕榈油出口。去年印尼向欧盟出口了437万吨棕榈油。欧盟是印尼棕榈油的第二大出口市场，仅次于印度。今年四月份欧洲议会提出一项不具约束力的动议，呼吁对出口到欧洲的棕榈油和其他植物油实施单一的可持续棕榈油认证（CSPO），以确保这些产品是在环境可持续发展的条件下生产。未来几个月产量料因季节性趋势而增加，一旦出口转弱，那么下半年棕榈油库存将逐渐累积，三季度末或回升至180万吨。

图 10：马来棕油产量月度对比



数据来源：MPOB

### 3、国内棕油库存持续下降，后期进口量增加

因前期套盘利润较差，国内外棕榈油价格倒挂严重，6-7月国内买船量可能较5月更低。根据海关数据显示,2017年5月份,我国进口棕榈油287,692吨,较上月423,988吨降136296吨,降幅32.1%,较去年同期194,749吨增92943吨,增幅47.7%。根据我们最新了解,6-7月已买船量远低于正常水平,目前最新了解6月份到港量调整至20万吨(其中24度棕榈油10万吨,工棕10万吨),7月份到港量调整至23-25万吨左右(其中24度13-15万,工棕10万),预计8月中旬之前,当前国内棕榈油库存将逐渐下降,截止7月6日,全国港口食用棕榈油库存总量下降至43.05万。中国进口商买了不少8、9月船期棕榈油,两个月到港总量或放大至近90万吨,其中,8月份进口总量44-45万吨左右(其中24度34-35万吨,工棕10-11万吨),9月份进口总量42-43万吨左右(其中24度31-32万吨,工棕11-12万吨),预计8月中旬之后棕榈油库存将逐步重建。加之,目前国内豆棕价差过小,豆油仅高于棕油218元/吨,豆油替代性较强,进而严重抑制棕榈油需求,近来棕榈油走货情况始终不如豆油那般通畅。

## 四、后市展望

总的来看,往年规律看,因天气炒作多发以及水产养殖需求进入旺季,7、8月份豆粕价格往往易涨难跌,预计7月豆粕价格有望震荡回升,底部逐步上移。但因今年庞大的大豆及豆粕库存也仍不容忽视,大豆到港量仍庞大,油厂开机率高企,豆粕库存充裕,而养殖业恢复速度能否跟上毕竟存疑。国内豆粕基本面压力仍存,与美豆天气炒作博弈之下,或加剧豆粕行情的波动频率。在美豆出现明显的天气问题之前,豆粕市场还不能就此断定已经转势,对于上方高度尚需谨慎观察。如果美豆产区天





气没有出现大的问题，9 月份美豆上市压力显现之后，届时豆粕价格还可能重回弱势。

虽然 6 月因斋月影响了主产国棕榈油产量，使得主产国库存仍处于历史低位，但市场预计 7 月主产国棕榈油产量将有爆发性的增长，而斋月节过后国际市场棕榈油需求季节性下滑，而国际豆棕价差仍处于不合理状态，届时库存也将有大幅提升。而大豆到港庞大，未来两周油厂周均压榨量突破 190 万吨，豆油库存再度放大至 128 万吨，8 月、9 月棕榈油进口量将大幅回升，此阶段国内外棕榈油库存将重建。后面供需面并不乐观，对于棕榈油长线走势尚需谨慎。同时需注意防范急涨后的短线回调整理风险。

#### 免责声明：

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为广州金控期货有限公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。