

高库存+低需求预期，没有变数了吗？

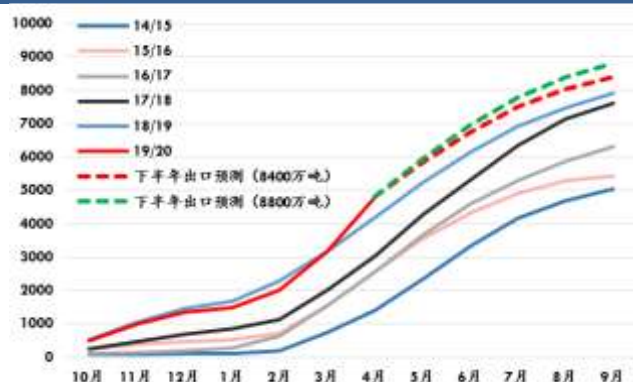
2020年5月15日 星期五

近期豆粕市场持续震荡下行，市场交易的主逻辑是4月份以来的明牌：巴西大豆巨量的出口，前期高进口榨利刺激国内大量买船，5、6月份到港预估均近1000万吨，三季度库存压力凸显；另一方面下游生猪存栏短时间较难恢复，需求难见起色。高库存+低需求预期压制豆粕偏弱调整，9-1、7-9反套逻辑走到历年最低位置，似乎市场对于此预期已经达成共识，但未来真的没有变数了吗？

1. 南美下半年出口是否会因“供给前置”而下降明显？

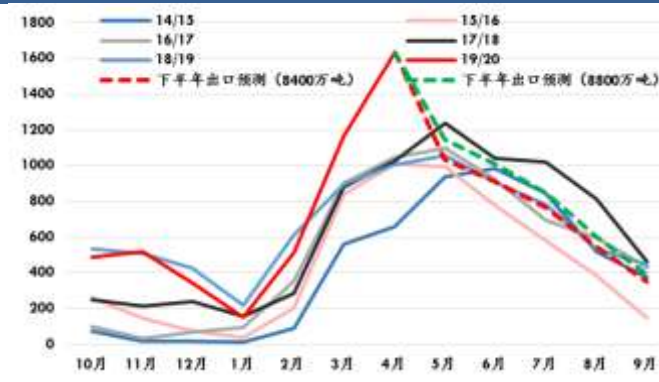
近期市场上有声音提出，巴西每年出口大豆的量是差不多的，上半年多出口一点，下半年剩的就少一点，高发运高到港实际上反映的是供给前置，下半年或许会有进口锐减的情况。这个情况是否存在呢？

图：巴西大豆月度累计出口及预估



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：巴西大豆月度出口量及未来预估

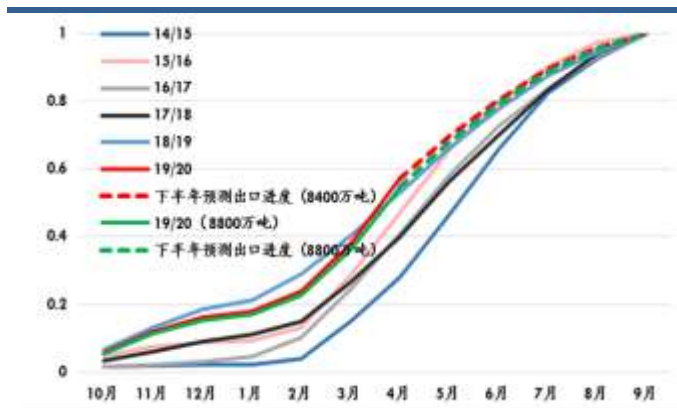


数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

从目前的累计出口量和月度出口量来看，3、4月份出口量确实表现亮眼，总出口额也到了历年同期最高的水平，但从年度出口进度来看，其实并没有比往年快出多少。USDA5月供需报告中，对巴西大豆出口给出了8400万吨的预估值，从目前的装运进度来看，出口进度为57%左右，也只比去年快了4%；如果按照历年平均的月度出口进度推算，今年5月份月度出口应为1033万吨，但其实5月前10日巴西就已经装运出了535万吨，本月总出口应该不止1033万吨，也就是说巴西本年度出口应该不止8400万吨，我们预计后期USDA仍将上调巴西大豆的出口预估。这里我们将年度出口预估调整到8800万吨，那对应5月出口预估在1147万吨，那目前的出口进度也就比去年高出1.6%左右，并没有快出很多。按照剩余的出口额度推算，下半年出口量仍然会是历年偏高位置，基本不会出现上半年出口太多、下半年无豆可出、出口供应端

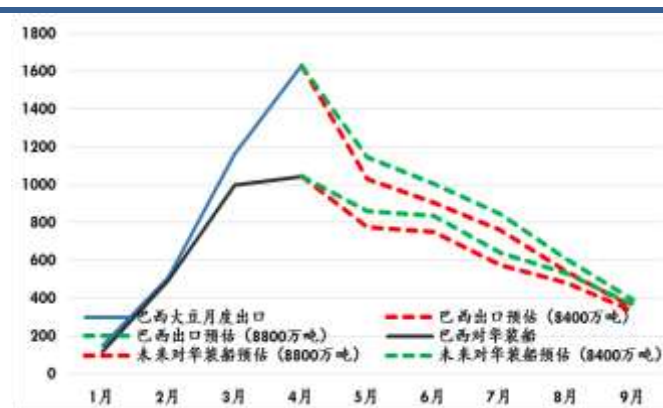
出现问题的情况。

图：巴西大豆月度累计出口及预估



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：巴西大豆月度对华出口及预估



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

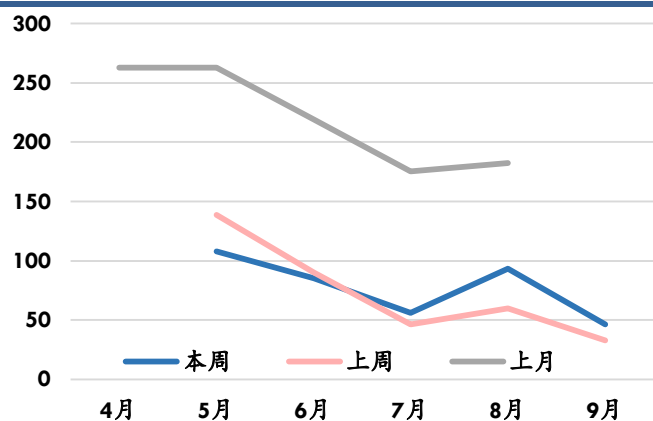
那下半年依然高的买船就不会有变数了吗？我们认为买船积极性的下降需要关注压榨利润的回归，3、4月份高的买船量实际上也是因为当时的现货对连盘5月飙升的压榨利润带起来的。现在的压榨利润已经较之前出现一定回落，巴西9月船期对连盘1月榨利来到50元/吨以下，美湾榨利已经出现负值，如果后期进口榨利持续回落，后期的买船热情不一定会继续买到历年同期最高的水平，所以供应端的变化应关注的变量是压榨利润的回归。

图：5月14日进口压榨利润

	地区	CBOT盘面	升贴水	CNF价	美元/吨	汇率	到岸成本	连盘豆粕	连盘豆油	盘面榨利	较昨日增减幅	较上周增减幅
美西	4月	836.5	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	5月	836.5	152	988.5	363.2075	7.0948	2973.07	2697	5324	29.02	-21.95	-10.03
	6月	839.25	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	7月	839.25	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	8月	840.75	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
美湾	4月	836.5	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	5月	836.5	154	990.5	363.9424	7.0948	2978.92	2697	5324	23.16	-54.14	1.67
	6月	839.25	154	993.25	364.9528	7.0948	2986.97	2697	5324	15.11	-54.14	-13.69
	7月	839.25	160	999.25	367.1574	7.0948	3004.53	2697	5324	-2.45	-42.44	-19.55
	8月	840.75	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2776	5420	#N/A	#N/A	#N/A
巴西	4月	836.5	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	5月	836.5	125	961.5	353.2868	7.0948	2894.05	2697	5324	108.04	-45.35	-30.47
	6月	839.25	130	969.25	356.1344	7.0948	2916.73	2697	5324	85.36	-36.57	-4.88
	7月	839.25	140	979.25	359.8088	7.0948	2946.00	2697	5324	56.09	-30.72	9.73
	8月	840.75	153	993.75	365.1365	7.0948	2988.43	2776	5420	93.43	-26.23	33.55
阿根廷	4月	836.5	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	5月	836.5	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	6月	839.25	130	969.25	356.1344	7.0948	2916.73	2697	5324	85.36	-36.57	-4.88
	7月	839.25	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2697	5324	#N/A	#N/A	#N/A
	8月	840.75	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2776	5420	#N/A	#N/A	#N/A
阿根廷	8月	840.75	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2776	5420	#N/A	#N/A	#N/A
	9月	844.75	#N/A	#N/A	#N/A	7.0948	#N/A	2776	5420	#N/A	#N/A	#N/A

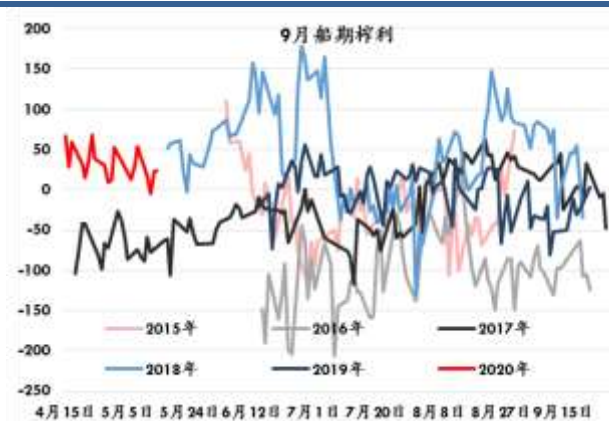
数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：巴西近几个月榨利变化



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：巴西9月船期对连盘1月榨利

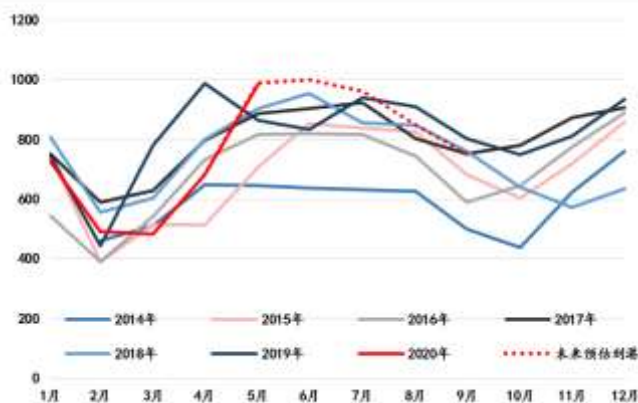


数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

2. 高进口量给国内带来的累库预期没有变数了吗？

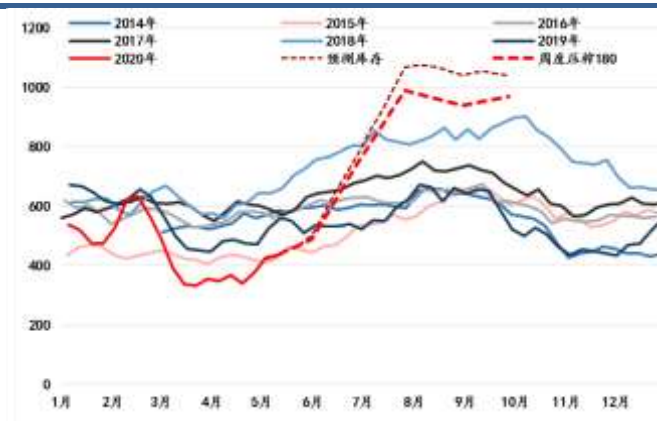
高到港量给国内带来的累库预期似乎已经成为市场上路人皆知的事情，天下粮仓数据，根据目前买船量推算，5月到港预估986万吨、6月1000万吨、7月960万吨、8月850万吨、9月750万吨。从进口量季节性图上来看，5、6、7三个月到港均为历年同期最高水平，反映到国内大豆供需平衡表上，按照往年同期平均的周度压榨量推算，至6月上旬大豆库存恢复至往年正常水平，7月份之后创历史新高，甚至突破1000万吨高位。考虑到今年到港量大，油厂开机率高，压榨量打到周均180万吨，则突破历年新高的时间点后移半个月，7月底仍将达到近1000万吨高位。预期似乎非常悲观，但真的没有变数了吗？

图：国内月度到港量及预期



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：国内大豆库存及预期

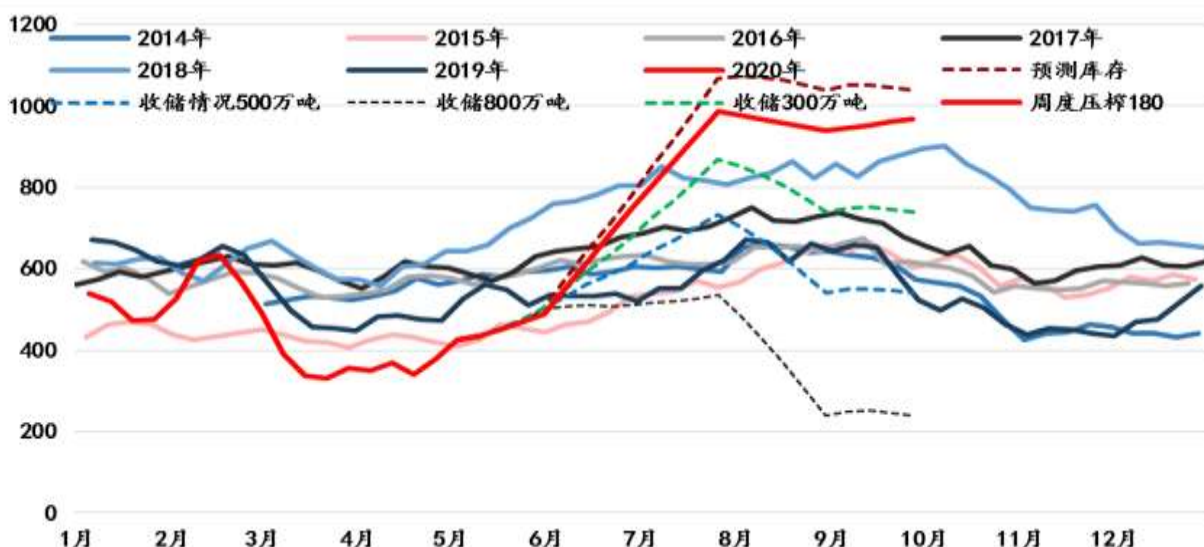


数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

4月下旬曾有一则消息称，有关机构开会讨论增加收储1000万吨大豆、2000万吨玉米与若干棉花、白糖、豆油等，当时我们认为收储可能意在尽量履行年初中美贸易协议中对于农产品的采购量，所以收储大头可能会放在美豆收储上，但从目前推算的6月份之后大豆库存飙升的情况下，6-8月份启动收储也不是没有可能的。下图是考虑了收储动作之后大豆库存的推演，按照历年正常压榨量推算，收储300万吨其实就可以使库存回归至历年正常水平，7-9月的库存压力会大大减轻，收储500万吨以上就会将库存打压至历史同期偏低位置，后期应持续关注

收储消息的变化。

图：大豆未来库存推演



数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

图：大豆未来周度平衡表推演

2020年平衡表预估	期初库存	到港预估	压榨量	期末库存 同期平均压榨	期末库存 收储500	期末库存 收储800	期末库存 收储300	期末库存 周度压榨量180
2020/5/17	434.16	198	178.3267	453.8333333	453.8333	453.8333	453.8333	452.16
2020/5/24	453.8333	198	177.5417	474.2916667	474.2917	474.2917	474.2917	470.16
2020/5/31	474.2917	198	170.53	501.7616667	501.7617	501.7617	501.7617	488.16
2020/6/7	501.7617	245	173.005	573.7566667	532.0867	507.0867	548.7567	553.16
2020/6/14	573.7567	245	174.3533	644.4033333	561.0633	511.0633	594.4033	618.16
2020/6/21	644.4033	245	181.2033	708.2	583.19	508.19	633.2	683.16
2020/6/28	708.2	245	176.185	777.015	610.335	510.335	677.015	748.16
2020/7/5	777.015	240	165.22	851.795	643.445	518.445	726.795	808.16
2020/7/12	851.795	240	172.87	918.925	668.905	518.905	768.925	868.16
2020/7/19	918.925	240	166.67	992.255	700.565	525.565	817.255	928.16
2020/7/26	992.255	240	164.6383	1067.616667	734.2567	534.2567	867.6167	988.16
2020/8/2	1067.617	170	164.9733	1072.643333	705.9533	485.9533	852.6433	978.16
2020/8/9	1072.643	170	171.3317	1071.311667	671.2917	431.2917	831.3117	968.16
2020/8/16	1071.312	170	176.8631	1064.4486	631.0986	371.0986	804.4486	958.16
2020/8/23	1064.449	170	181.53	1052.9186	586.2386	306.2386	772.9186	948.16
2020/8/30	1052.919	170	182.9837	1039.934933	539.9249	239.9249	739.9349	938.16
2020/9/6	1039.935	187.5	177.4317	1050.003267	549.9933	249.9933	750.0033	945.66
2020/9/13	1050.003	187.5	186.45	1051.053267	551.0433	251.0433	751.0533	953.16
2020/9/20	1051.053	187.5	192.855	1045.698267	545.6883	245.6883	745.6983	960.66
2020/9/27	1045.698	187.5	193.7217	1039.4766	539.4666	239.4666	739.4766	968.16

数据来源：天下粮仓、海通期货投资咨询部

当全市场对高库存和低需求达成共识的时候，逻辑也往往更容易发生变化，4月以来基于这个大众逻辑，我们给出m9-1反套逻辑，原因是9月高库存对应生猪的低库存，1月库存的不确定性对应生猪存栏从低位恢复，1月豆粕的处境可能要好于9月。目前m9-1反套已经走到历年同期最低的位置，不禁让我们思考盘面对此逻辑发酵之后是否还存在变数。如果收储政策启动，9月基本面不一定会那么差，反而中美贸易协议中对于美豆采购量尚未履约，带来的下半年美豆采购量的不确定性，让1月基本面更加扑朔迷离。若中方决心尽量履约，增加下半年美豆采购量（按照协议金额推算今年采购美豆的量应该高于5000万吨），那本年度从南北美进口大豆总量差不多要达到1亿吨的水平，即使启动收储，1月库存压力也并不比9月轻；若特朗

普真的以中方目前履约程度不达标来重新审视贸易协定，那还可以支撑 m9-1 反套逻辑继续往下走。综上所述，高库存+低需求逻辑的成立似乎并非只有“南美高出运”这一个基本面的支撑，未来仍存在较大变数。

投资咨询业务资格： 证监许可[2011]1294 号

分析师 王克强 wangkeqiang@htfutures.com 从业资格号：F0286407 投资咨询号：Z0001299
联系人 孔令琦 konglingqi@htfutures.com 从业资格号：F3049029

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。