



2020 年 8 月 16 日

金信期货研究院

沈庆喜

· 从业资格编号 F3074632

· 投资咨询编号 Z0015500

供需报告利空落地 预计豆粕震荡寻底

内容提要

本周市场焦点围绕 USDA 利空报告后美豆价格上涨的现象展开讨论。市场评论主要围绕于几点：1、美豆单产一步到位调整至 53.3 蒲/英亩，未来继续大幅上调的可能不大，并且美国产区 8 月偏干和上周飓风灾害可能导致大豆产量出现一定损失，未来产量修正将评估这两个因素对总产量的影响；2、基于美国大豆的压榨和出口需求均有上调，全球需求（尤其是中国进口）数据不断向好，未来美国大豆需求表现将较目前预估仍有继续上调的可能。3、南美大豆由于出口不断调高，导致结转库存同比大幅降低，自 9 月份开始，全球大豆供应将完全依赖于美豆出口，对美国平衡表形成利好。因此美豆价格出现回升。

我们认为：1、本年度，目前美豆仍处于关键生长期之中，美国农业部基于截止 8 月初的市场情况预计美豆单产 53.3 蒲/英亩，如果未来天气形势仍有利于大豆生长，则最终产量仍可能存在小幅上调的空间。2、目前时间仍偏早，美豆价格收割低点出现的时间可能在大量收割作业前后，届时农民收割出货意愿较高，集中销售可能导致价格出现阶段低点。3、对于国内豆粕，美豆升贴水偏高是较大的风险因素，同时中国豆油价格今日大幅上涨，从油厂压榨角度将对豆粕价格形成一定压力。因此预计美豆和国内豆粕价格仍处于震荡寻底的过程，建议等待收割低点的做多机会。

操作建议

建议等待买入豆粕期货 01 合约的机会，理想区间在 2780-2830 元/吨，支撑参考 2700 元/吨。

风险提示

- 1、国际关系不确定性，加大豆粕走势的不确定性，本周末磋商推迟增加不确定性。
- 2、美国大豆主产区天气情况需重点关注，尤其是优良率较低和正在下降的区域。
- 3、全球新冠肺炎疫情影响持续，对宏观市场存在不利影响。
- 4、植物油价格大幅上涨，将导致蛋白粕价格承压。



一、核心逻辑

1、美豆单产直接调高至历史极值水平，市场评估 8 月天气因素的修正预期

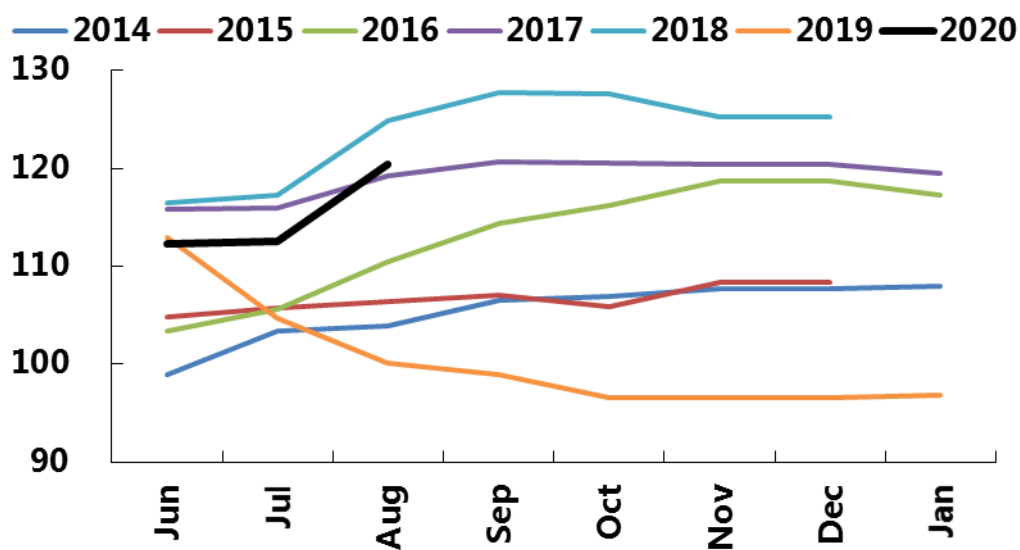
本周三 USDA 公布的 8 月供需展望中，预计美国大豆单产 53.3 蒲/英亩，远高于上月预估的 49.8 蒲/英亩，也高于市场预期 51.3 蒲/英亩。导致美国大豆产量由上月预估的 1.12 亿吨，上调至 1.2 亿吨，上调幅度达到 800 万吨。（图 1 中黑色曲线）

我们对比过去多年美国农业部数据调整的规律，可以发现在 8 月至次年 1 月定产的过程中，美国农业部很少会出现产量预期上调/下调反复修正的现象，偶尔出现的时候（2015 年 10 月）仅会小幅调整修正。一般情况是会在 8-11 月期间，如果上调产量则可能连续上调，同时上调幅度会有所降低，反之亦然。

本次 USDA 数据公布后，美豆价格收盘回升上涨，市场解读出炉，评论主要围绕于几点：1、美豆单产一步到位调整至 53.3 蒲/英亩，未来继续大幅上调的可能不大，并且美国产区 8 月偏干和上周飓风灾害可能导致大豆产量出现一定损失，未来产量修正将评估这两个因素对总产量的影响；2、基于美国大豆的压榨和出口需求均有上调，全球需求（尤其是中国进口）数据不断向好，未来美国大豆需求表现将较目前预估仍有继续上调的可能。3、南美大豆由于出口不断调高，导致结转库存同比大幅降低，自 9 月份开始，全球大豆供应将完全依赖于美豆出口，对美国平衡表形成利好。因此美豆价格出现回升。

我们认为美豆价格是否利空出尽仍需时间确认，本次美豆价格回落的低点成为收割低点的可能性较小，具体请见下述分析。

图 1：美国大豆产量预估调整过程（百万吨）



资料来源：USDA，金信期货研究院

2、美豆出口升贴水大幅高于往年同期，独家供应效应计入升贴水，未来可能承压

USDA 继续上调优良率至 74%。对比过去年份中，可供参考的仅为 2016 年收割前大豆优良率 74%。当年大豆产量连续 5 个月上调，产量总计上调幅度达到 1600 万吨。2016 年美湾大豆 11 月船期升贴水自 8 月 22 日开始逐步下跌，由最高 204 美分/蒲下跌至 159 美分/蒲。

本年度，由于巴西大豆可供出口量不断下降，巴西和美国大豆出口升贴水自 6 月初开始不断上涨，目前美湾 11 月船期 CNF 升贴水已达到 229 美分/蒲，明显高于往年同期的 170-190 美分/蒲。这应该已经计入美国大豆独家出口供应全球需求的预期。

我们认为：1、本年度，目前美豆仍处于关键生长期之中，美国农业部基于截止 8 月初的市场情况预计美豆单产 53.3 蒲/英亩，如果未来天气形势仍有利于大豆生长，则最终产量仍可能存在小幅上调的空间。2、目前时间仍偏早，美豆价格收割低点出现的时间可能在大量收割作业前后，届时农民收割出货意愿较高，集中销售可能导致价格出现阶段低点。3、对于国内豆粕，美豆升贴水偏高是较大的风险因素，同时中国豆油价格今日大幅上涨，从油厂压榨角度将对豆粕价格形成一定压力。

因此，我们认为国内豆粕期货价格受 USDA 供需报告利空出尽导致低点出现的可能不大，预计未来时间仍可能以震荡寻底为主。

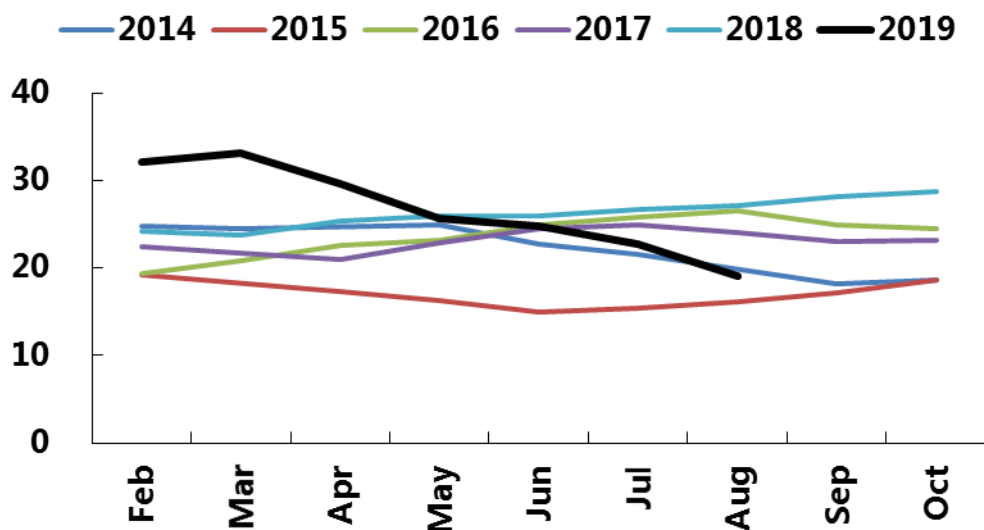
3、巴西大豆出口量连续大幅上调，未来可供出口量同比下降 1100 万吨

巴西大豆出口量连续上调，由最初预估的 7700 万吨上调至最新 9350 万吨，上调幅度达到 1650 万吨。由于巴西雷亚尔大幅贬值，导致巴西农民积极销售大豆，3-7 月大豆出口量 6758 万吨，去年同期 4642 万吨，同比增加 2100 万吨。按照 USDA 目前预计的 9350 万吨年度出口量计算，本年度还剩 8 月+9 月两个月，大豆出口合计 600 万吨左右，过去 3 年同期 8+9 月大豆出口 1000 万吨附近。

巴西大豆出口量不断上调的过程，对应了美国大豆出口量不断下调。USDA 在 2019 年 5 月预计 2019/2020 年度大豆出口量 5300 万吨，经过逐步下修，目前预计美豆出口量为 4500 万吨。

巴西大豆结转库存由最高 3300 万吨下调至目前 1900 万吨，去年同期 3000 万吨，同比降低 1100 万吨，反映巴西大豆可供出口量将同比大幅下降。如果 2020 年 10 月初巴西结转库存同比大幅降低，巴西种植年度收割形成供应在 2 月份前后，那么 2020 年 10 月至 2021 年 1 月，巴西大豆库存将主要供应于本土压榨。近期新闻报道，由于 20 年上半年巴西大豆出口量创历史记录，巴西国内企业开始出现供应紧张，巴西南部公司已经从南方共同市场进口大豆。根据 Cepea 的数据，巴西 6 月份进口了近 9 万吨大豆，仅从巴拉圭购买，是 5 月份购买的 2 倍多，也是自 2016 年以来进口量最大的一次。

图 2: 巴西大豆结转库存调整过程 (百万吨)



资料来源: USDA, 金信期货研究院

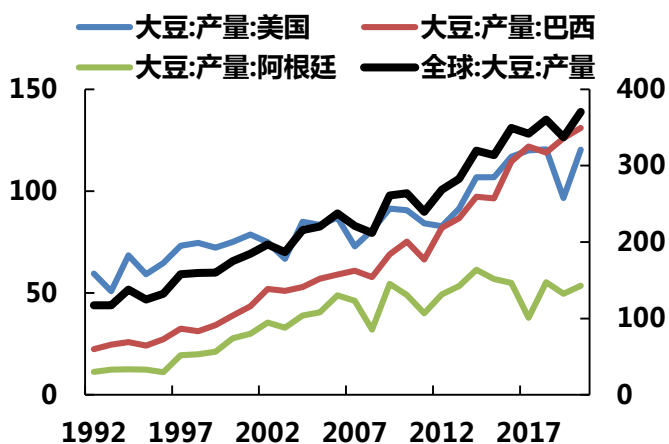
基础数据图解

1、全球主要国家大豆产量和出口量

美国大豆产量预期大幅恢复, 南美地区未开始播种。

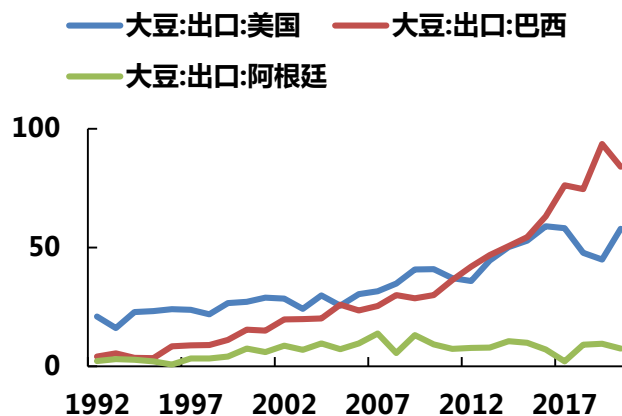
美国大豆出口量环比过去两年大幅提高, 新年度巴西出口可能由历史高位回落。

图 3: 全球主要国家大豆产量 (百万吨)



资料来源: USDA, 金信期货研究院

图 4: 全球主要国家大豆出口量 (百万吨)



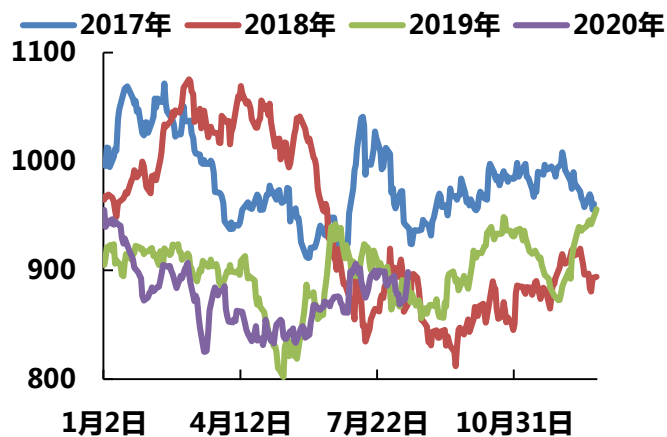
资料来源: USDA, 金信期货研究院

2、美国大豆期货和大连豆粕期货季节性走势

本年度美豆价格偏弱走势，价格处于过去 3 年偏低水平。

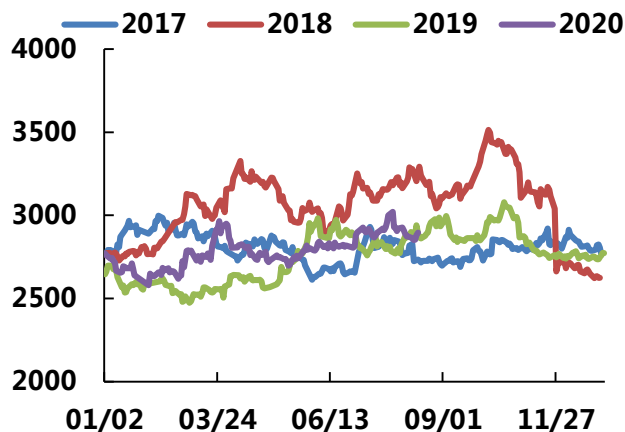
本年度豆粕价格震荡走势，价格运行区间在 2600-3000 元/吨之间。

图 5：美国大豆期货季节性走势（美分/蒲）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：大连豆粕期货季节性走势（元/吨）

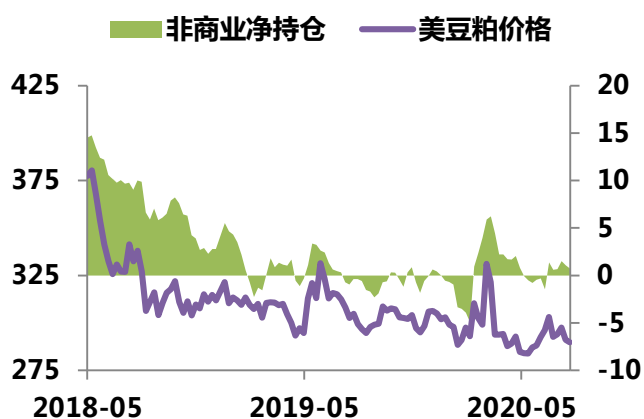


资料来源：Wind，金信期货研究院

3、CBOT 大豆基金净多单小幅下降，豆粕非商业净持仓小幅增加

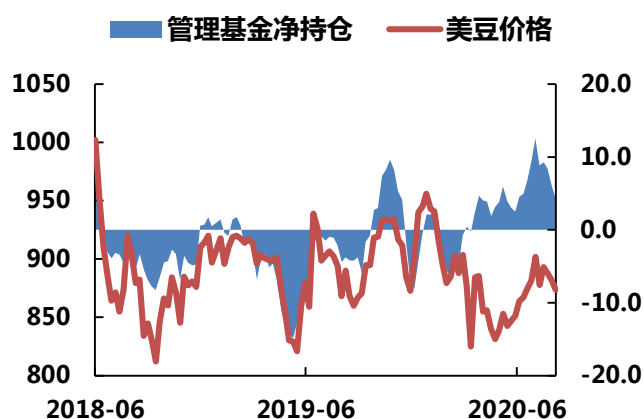
截至 8 月 11 日，CBOT 大豆净多单 4.3 万张，豆粕净多单 0.7 万张。

图 7：非商业持仓与美豆粕价格



资料来源：CFTC，Wind，金信期货研究院

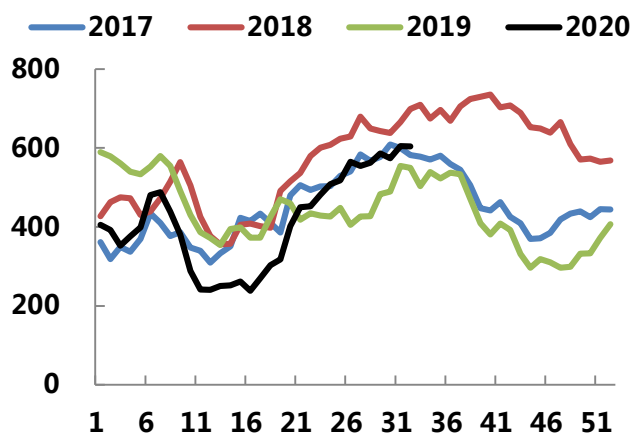
图 8：管理基金持仓与美豆价格



资料来源：CFTC，Wind，金信期货研究院

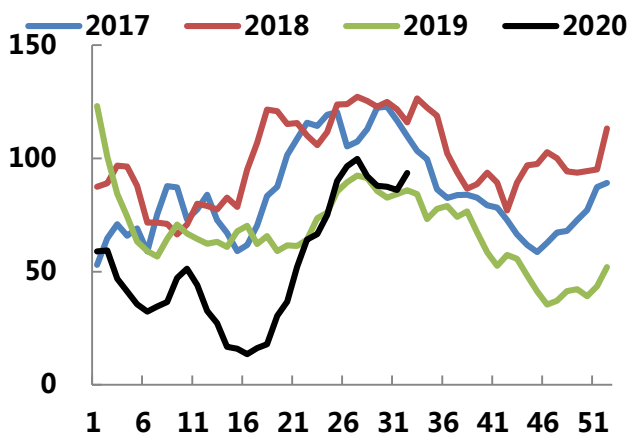
4、近两周油厂大豆库存小幅增加，豆粕库存重拾升势，库存压力趋增

图 9：大豆周度库存（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

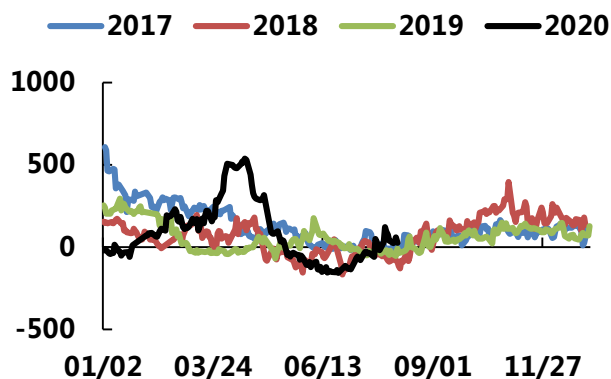
图 10：豆粕周度库存（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

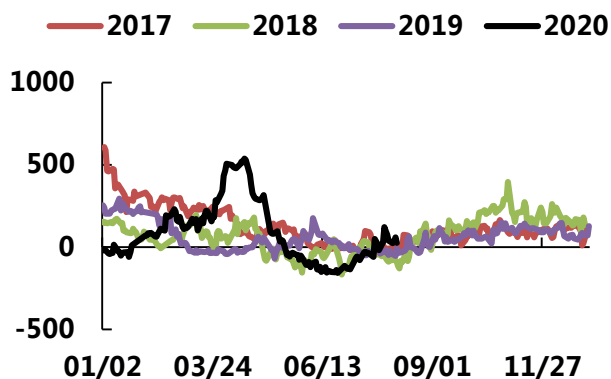
5、豆粕基差震荡偏弱，预计 8 月份基差平稳运行

图 11：东莞豆粕基差（元/吨）



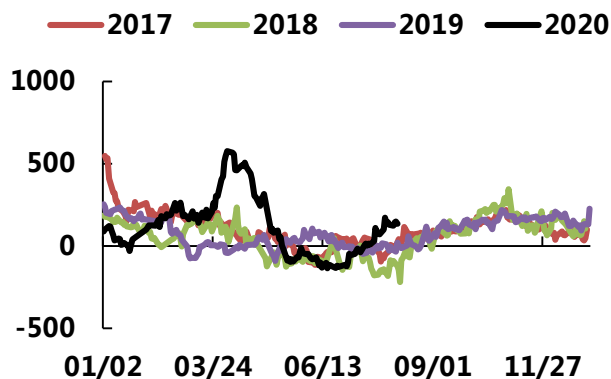
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 12：张家港豆粕基差（元/吨）



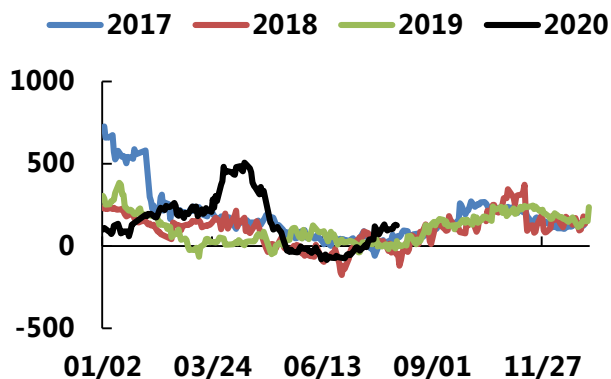
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 13：日照豆粕基差（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 14：天津豆粕基差（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

二、综合分析和交易策略

我们认为：

1、本年度，目前美豆仍处于关键生长期之中，美国农业部基于截止 8 月初的市场情况预计美豆单产 53.3 蒲/英亩，如果未来天气形势仍有利于大豆生长，则最终产量仍可能存在小幅上调的空间。

2、目前时间仍偏早，美豆价格收割低点出现的时间可能在大量收割作业前后，届时农民收割出货意愿较高，集中销售可能导致价格出现阶段低点。

3、对于国内豆粕，美豆升贴水偏高是较大的风险因素，同时中国豆油价格今日大幅上涨，从油厂压榨角度将对豆粕价格形成一定压力。

4、国内油厂豆粕库存压力不断增大，油厂 8 月份预售较高，因此主要以大力催提货为主，部分地区基差出现小幅偏弱走势，9-1 价差相应承压小幅下跌，均反映国内豆粕短期供应压力较大的情况。

因此预计美豆和国内豆粕价格仍处于震荡寻底的过程，建议等待收割低点的做多机会。

操作上，建议在 2780-2830 元/吨之间买入，支撑参考 2700 元/吨。

重要声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。
3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。
4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！