

豆油进入去库存阶段，四季度豆棕价差能否拉大？

作者： 发布于：2016-10-12

引言：今年8月以来美国农业部（USDA）在月度供需报告中不断调高16/17年度美国大豆单产和产量，尽管美豆出口需求表现依然强劲，但当前年度“丰产”所带来的利空阴霾仍挥之不去，“寒露时节人人忙，种麦、摘花、打豆场”，随着中国农历节气—寒露已经到来，意味着大豆作物迎来秋收的高峰期，10月12日USDA将发布备受业内关注的十月供需报告（俗称“打豆场”报告），目前民间机构几乎一边倒的预期该份报告将进一步大幅上调美豆单产和产量。若如期上调产量，美豆将面临最强单产高压，国内油粕市场也将难免“忐忑不安”。

一、10月报告前瞻分析

1、分析师平均预计，美国农业部将在10月报告中上调2016/17年度美国大豆产量预估至42.86亿蒲式耳，高于USDA9月预估的42.01亿蒲式耳；2016/17年度美国大豆单产预估上调至51.5蒲式耳/英亩，高于USDA9月预估的50.6蒲式耳。2016/17年度美国大豆年末库存预估上调至4.13-4.15亿蒲式耳，高于USDA9月预估的3.65亿蒲式耳。除此之外，分析师还预计，美国农业部将在10月报告中上调2016-17年度全球大豆年末库存预估上调至7328万吨，高于USDA9月预估的7217万吨。

因USDA9月报告中通过调低南美出口来把美豆的出口上调到了超高水平，美国国内压榨量也基本接近产能的极限，未来美豆需求端上调的空间已经极小。因此USDA10月报告对美豆单产预估的上调将直接导致期末库存跳增。所以产量上调幅度对后期价格走势影响很大。

我们对10月份USDA供需报告产量调整之后的供需平衡做一个推演（如下表所示），分别是单产达到51.5蒲/英亩及52.5蒲/英亩两种情况，美国国内压榨量维持9月预估不变，出口量小幅上调至1990，同时收获面积小幅上调至8310，结果显示，如果是单产上调不高于51.5蒲/英亩，则美新豆期末库存上调至4.39亿蒲式耳，仅稍高于预期，因利空提前已经有所消化，预计这个上调幅度对美豆市场造成的压力还不会太大，美豆短线下行动能减弱。但是如果单产上调至52.5蒲式耳，则期末库存上调幅度将较大，或将达到5.22亿蒲式耳以上，因此如果单产上调到52蒲式耳以上，将对美豆形成明显的压力，可能导致CBOT大豆价格见到收割低点，预计将在920美分附近，悲观时不排除下探900美分大关的可能。

附表1：

项目	15/16年度(估计值)	16/17年度(预测值)		
	USDA9月	USDA9月	10月预测 (情形1)	10月预测 (情形2)
百万英亩				
播种面积	82.7	83.7	83.8	83.8
收获面积	81.8	83	83.1	83.1
平均单产(蒲式耳/英亩)	48	50.6	51.5	52.5
百万蒲式耳				
期初库存	191	195	195	195

产量	3,929	4,201	4280	4363
进口量	25	30	30	30
总供应量	4,145	4,426	4505	4,588
压榨量	1,900	1,950	1,950	1,950
出口量	1,940	1,985	1,990	1,990
种子用量	97	95	95	95
调整值	12	31	31	31
总使用量	3,949	4,061	4066	4066
期末库存	195	365	439	522

但是通过观察过去 10 年的数据我们可以发现，USDA10 月供需报告一般情况比较保守，多数年份产量及库存上调幅度低于市场平均预期（如下表所示）。公布当天，芝商所旗下 CBOT 大豆期价在过去 10 年间有 7 年上涨，3 年下跌，下跌概率仅为 30%，报告后的一周（包括报告公布当天），CBOT 大豆期价在过去 10 年间有 8 年上涨，2 年下跌，下跌概率仅为 20%。由于美豆优良率持续上调，预示长势良好，且已经收割的大豆单产良好，普遍高于 USDA9 月报告预期，10 月报告产量上调将大概率事件，但从往年经验来看，上调幅度是否将会再度低于预期，从而导致芝商所旗下 CBOT 大豆价格利空出尽而上涨？我们还需要拭目以待。

附表 2:

年份/项目	USDA10 月供需报告当天		报告后一周	
	涨跌	原因	涨跌	原因
2015 年	0.51%	美国农业部的大豆产量预测数据下调幅度大于分析师预期	1.93%	美国农业部发布的产量数据低于预期，出口需求强劲，以及南美干燥天气制约大豆播种，
2014 年	-2.07%	虽然美国农业部的大豆产量低于市场预期，但商业交易商对冲	2.60%	美国中西部降雨耽搁大豆收获，且美元走软，以及技术买盘活跃
2013 年		美国部门关停导致报告缺席		
2012 年	1.66%	因美国农业部的大豆期末库存数据低于分析师预期	-0.92%	美国和南美大豆产量前景改善
2011 年	0.32%	美国农业部意外下调大豆产量预测数据	1.23%	美国农业部下调大豆产量预测数据,且市场

				预期中国的需求将会提高
2010年	6.57%	美国农业部发布的大豆单产数据低于市场预期，同时大豆期末库存数据下调	11.60%	美国农业部的大豆单产数据低于市场预期，同时下调大豆期末库存数据，以及出口需求强劲
2009年	2.99%	美国农业部的大豆产量数据低于市场预期	5.02%	美国农业部的大豆产量数据低于市场预期，且恶劣天气放慢了大豆收获工作
2008年	-7.14%	美国农业部的大豆产量数据高于市场预期	-11.53%	美国农业部的大豆产量数据高于市场预期，且全球经济形势动荡
2007年	-0.48%	政府报告平淡导致投机商和商业公司逢高沽空	1.02%	美元走软，外围市场利多，同时恶劣天气导致大豆收获耽搁，
2006年	3.11%	美国农业部的大豆产量数据低于业内预期	7.51%	美国农业部的大豆产量数据低于预期，出口销售表现强劲，邻池玉米暴涨
2005年	4.53%	美国农业部报告的产量和库存数据低于预期	3.73%	美国农业部报告的产量和库存数据低于预期，同时需求良好

二、报告时的中国油粕基本面情况：

豆粕：因国庆假期，第41周油厂开机率大幅下降，加上节前备货需求，豆粕出货速度加快，令本周豆粕库存量继续下降，豆粕未执行合同量也继续下降。截止10月9日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量49.28万吨，较节前（第39周）的57.76万吨减少8.48万吨，降幅14.68%，较去年同期的61.73万吨下降20.16%。当周豆粕未执行合同310.86万吨，较节前（第39周）的332.17万吨减少21.31万吨，下降6.41%，较去年同期的357.526万吨下降13.05%。

根据我们最新调查显示，10月份大豆到港量达到645万吨，远高于此前预期，随着国庆假期结束，大多油厂陆续恢复开机，本周油厂开机重新恢复，本周压榨总量预计160万吨，下周预计进一步增至169万吨，因此预计中下旬随着油厂开机率回升，豆粕供应紧张局面将慢慢缓解。



豆油：据我们调查数据显示，截止10月10日当周，国内豆油商业库存总量121.53万吨，较上个月同期的118.61万吨增2.46%，较去年同期的96万吨增26.659%，较2012年11月20日高点145.36万吨降16.39%。从往年规律看，进入第四季度，因节日较多，豆油市场将进入去库存阶段。

与此同时，中国政府重新启动临储菜油抛售，本周三首批总计拍卖临储菜油10万吨，未来一段时间每周保持持续拍卖，增加了油脂整体供应量。

三、后市展望

美国产区天气良好，目前美豆生长优良率已攀升至74%，之前一周为73%，去年同期为64%，市场预期USDA周三晚公布的10月报告美豆产量将进一步大幅上调，美豆丰产压力较大，若报告如期明显利空，则美豆或将承压创出新收割低点，有跌至920美分附近风险，从而拖累国内豆粕及豆油走势。但如果上调幅度明显不及预期，也可能导致美豆报告后因利空出尽而出现短线反弹，从而提振国内油粕价格。不过美豆丰产毕竟已成定局，全球最大的大豆消费国中国因国内大豆丰产，对大豆进口需求的增幅预计难以赶上今年美豆产量的增幅，对市场仍有着实质性的利空影响，收割后集中上市压力将加大，即使10月报告美豆产量低于预期，美豆价格反弹高度也或将受限，预计阻力位在前几次反弹高点1000-1020美分附近，若不能突破，中期走势尚难乐观。