

季节性压力之下先抑后扬，油粕牛市波动仍可期

内容提要：

- ◆ 经济和市场的主题，在四季度依然是：经济的恢复增长、出现较为温和的通胀、美联储货币宽松难以退出、名义利率维持低位、大宗商品指数牛市波动。只不过英国脱欧、美国大选以及西方国家二次、三次疫情，会带来阶段性金融市场动荡。
- ◆ 绝大多数气象模型，目前预测 10 月份时形成中等强度的拉尼娜，可能持续到 2021 年初。大豆主产国的生产将面临显著负面冲击，特别是阿根廷，过去三十年里，大的产量损失多与拉尼娜有关，而巴西大豆新年度历史新高产量的预期也面临一定的挑战和压力。
- ◆ 9 月 USDA 报告显示，美国 2020/21 年度大豆单产预估 51.9 蒲式耳/英亩（8 月 53.3，去年 47.4），产量预估 43.13 亿蒲式耳（8 月 44.25，去年 35.52），大豆年末库存预估为 4.60 亿蒲式耳（8 月 6.10，去年 5.75）。本年度 51.9 蒲/英亩的单产预估，与 2016/17 年度历史峰值一致，但美豆库存消费比实现连续第三年陡峭的下降。因四季度全球高度依赖北美供给，美豆出口销售形势预期乐观，利于提升平衡表总需求预估值，预计将对豆系价格有支撑和提振。
- ◆ 1 到 9 月份，预计我国大豆进口累计 7190 万吨，同比增 11%。预计全年我国大豆进口量有望重返 9500 万吨，并创出历史新高。国内油脂库存不足，粕类需求旺盛，存在较大的进口增长需求空间。
- ◆ 策略推荐：
 - 1、豆油、棕榈油在年内高价休整下跌波动幅度预计 10%-15%，季节性休整下跌为次要波动。豆油 6300-6800、棕榈油 5500-5800、菜油 8500-8800 等区域是油脂战略多单买入区域，10 月后重点博弈多头配置。
 - 2、豆粕和菜粕核心波动区间分别为 2800-3000、2250-2450，四季度更大空间的波动，依赖于北美收割、南美播种天气市的演变，以及美国大豆销售进度的形势，区间下端及持稳区间上轨，布局多单。
 - 3、对冲策略上，拉尼娜天气形势的演变，利于豆棕价差扩大，四季度更多时间博弈 Y-P 价差扩大套利，预计价差波动范围 800-1600。

豆类/油粕

王成强

农产品分析师

从业资格证：F0249002

投资咨询证：Z0001565

TEL：0516-83831127

E-MAIL：wangchengqiang

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

油粕共振上涨，牛市波动出现放大（2020-09-18）

豆粕菜粕实现突破性上涨多头配置（2020-09-11）

USDA9 月报下调美豆单产，推升价格上涨（2020-09-04）

油脂呈现牛市波动牵制粕价，油强粕弱（2020-08-28）

第一部分 市场关注要点解读和前瞻

一、美豆库存消费比趋降

9月USDA供需报告在北京时间12日凌晨发布。数据显示，美国2020/21年度大豆单产预估为51.9蒲式耳/英亩（预期51.8，8月53.3，去年47.4），收割面积为8300万英亩（8月8300，去年7500），产量预估为43.13亿蒲式耳（预期42.95，8月44.25，去年35.52），大豆年末库存预估为4.60亿蒲式耳（预期4.65，8月6.10，去年5.75）。美豆库存降幅略超预期，单产和产量调减略逊预期，51.9蒲/英亩的单产预估，与2016/17年度历史峰值一致，但美豆库存消费比实现连续第三年陡峭的下降，增加本季多头资金买兴热情。

表1. 美国大豆9月供需平衡表

SOYBEANS	2018/19	2019/20	2020/21 Aug	2020/21 Sep	变化率
			<i>Million</i>		
Area Planted	89.2	76.1	83.8	83.8	
Area Harvested	87.6	75	83	83	
			<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested	50.6	47.4	53.3	51.9	-2.63%
			<i>Bushels</i>		
Beginning Stocks	438	909	615	575	-6.50%
Production	4428	3552	4425	4313	-2.53%
Imports	14	16	15	15	
Supply, Total	4880	4477	5055	4903	-3.01%
Crushings	2092	2170	2180	2180	
Exports	1752	1680	2125	2125	
Seed	88	97	100	100	
Residual	39	-45	40	38	-5.00%
Use, Total	3971	3903	4445	4442	-0.07%
Ending Stocks	909	575	610	460	-24.59%
Avg. Farm Price (\$/bu)	8.48	8.55	8.35	9.25	10.78%
Stock to Use Ratio	22.89%	14.73%	13.72%	10.36%	

资料来源：USDA 新纪元期货研究

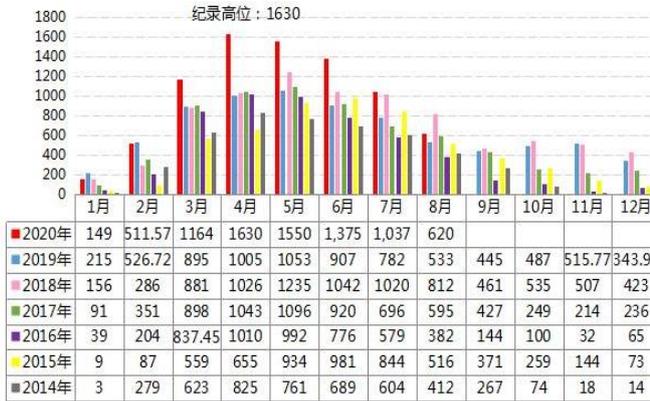
二、巴西种植扩张，但产量前景存在变数

巴西商贸部数据，截止9月20日当月，巴西累计装出大豆292.3万吨。照此速度，9月巴西预计累计能装出大豆430万吨，上月为623万吨，去年9月为445万吨。2019/20年度，巴西预计出口大豆超过8000万吨，导致该国国内大豆库存处于过去十年偏低的水平，供给趋向紧张，

南美巴西，将于9月份开始新年度大豆播种，因种植面积扩张，巴西政府机构对该国大豆产量预估为1.335亿吨，美国农业部的预估为1.33亿吨，主流机构的预估区间多介于1.30-1.36亿吨不等，但今年拉尼娜迹象，却增添了大豆生产的不确定性，对实现历史性产量来说是一个调整和干扰。

CFTC 持仓报告显示，截止到9月15日，投机基金在美豆合约上净多部位达到21万手，刷新2018年4月以来新高，投机性多头交易较为拥挤；美豆总持仓增长至93.9万手，基本处于历史高位附近，逼近百万手这种美豆历史上屈指可数的持仓规模，显示出多空交易博弈激烈。

图 1. 巴西大豆出口量变动图



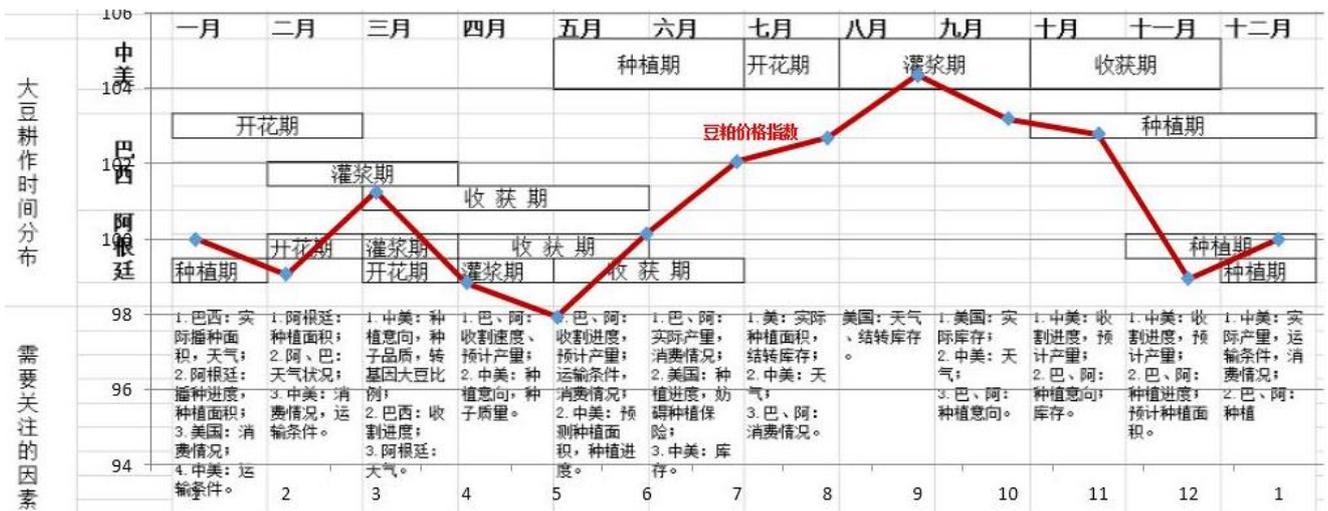
资料来源：Wind

图 2. 美豆持仓和价格走势图



资料来源：Wind

表 2. 四季度是美国关键的收获期和南美关键的种植季



资料来源：新纪元期货研究

三、东南亚产需形势在四季度有利于油脂价格表现

根据马来西亚棕榈油局 (MPOB) 公布的最新月度报告表示，马来西亚 2020 年 8 月毛棕榈油产量为 186.3 万吨同比上升 2%；今年前 8 个月，马来西亚棕榈油总产量 1271.8 万吨，同比去年减少 5%；期末库存为 170 万吨，同比下降 24%。季节性来看，马来西亚产量处于历史较高水平，将在 10 月份迎来季节性减产的拐点。马来西亚月度棕榈油出口量位于历史平均水平，而库存规模处于历史偏低水平。全球棕榈油的生存形势来

看,根据 USDA 预计 2020 年度全球棕榈油产量为 75 百万吨,需求为 74.59 百万吨,预测年度供需缺口为 0.41 百万吨,同比减少 0.95 百万吨。全球棕榈油供需缺口连续三年收窄,利于价格表现。

图 3. 马来西亚棕榈油产量季节性波动图



资料来源: Wind

图 4. 马来西亚棕榈油出口需求形势图



资料来源: Wind

图 5. 马来西亚棕榈油库存处于历史偏低水平



资料来源: Wind

图 6. 全球棕榈油供需缺口持续收窄



资料来源: Wind

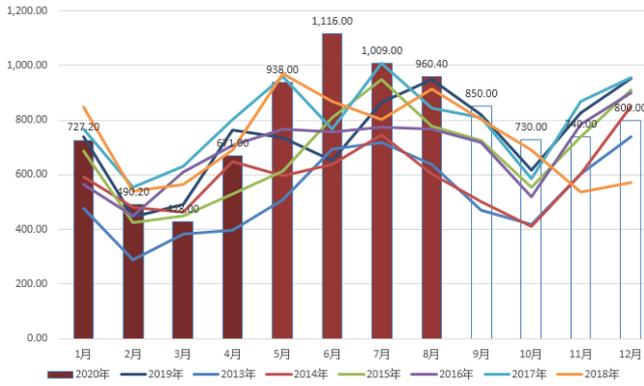
四、国内豆系油脂供需结构性变化

1、国内油籽到港量及库存

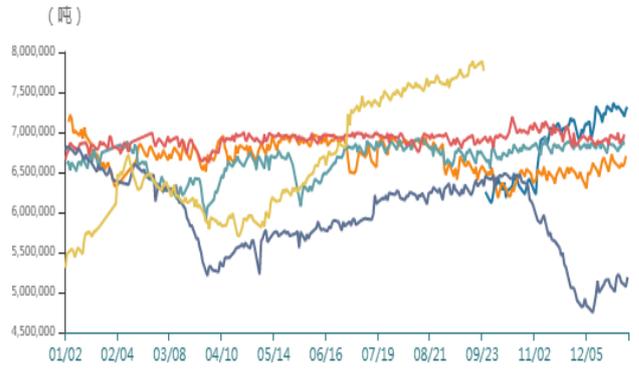
根据统计,1到9月份,预计我国大豆进口累计7190万吨,同比增11%。预计全年我国大豆进口量有望再次重返9500万吨,并创出历史新高(2017年的水平)。截止2020年9月24日,进口大豆港口库存为7,766,790万吨,环比减少116,500万吨。从季节性来看,大豆港口库存位于历史较高水平。而因中加贸易关系紧张,今年1-7月,国内油菜籽进口量为176.65万吨,较去年同期下降13.46%。

图 7. 我国大豆到港预期逐月变动图

图 8. 我国港口大豆库存变动图



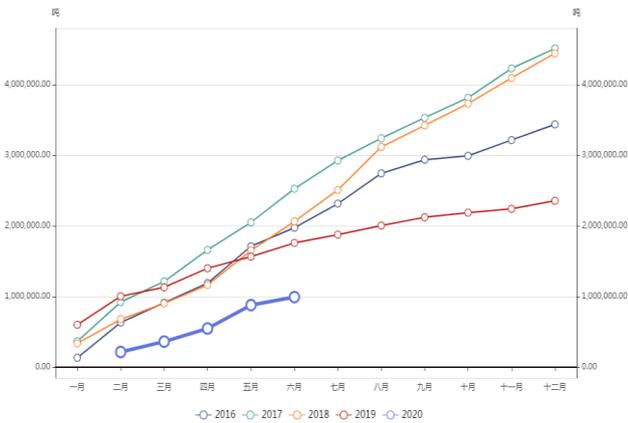
资料来源: Wind



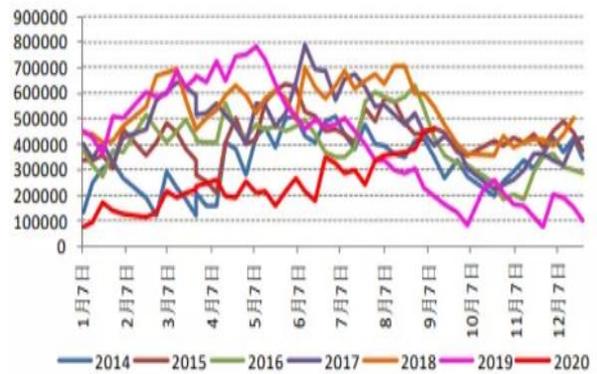
资料来源: Wind

图 9. 我国自加拿大进口菜籽累计同比削减 44%

图 10. 国内进口菜籽库存水平偏低



资料来源: Wind

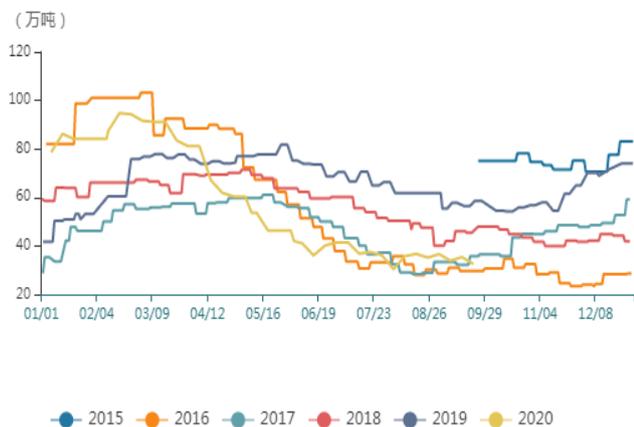


资料来源: Cofeed

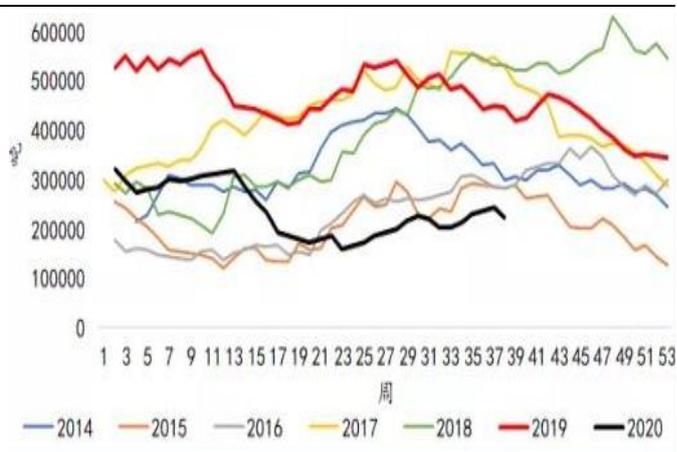
截止 2020 年 09 月 22 日, 豆油港口库存为 118.5 万吨, 追平五年均值; 国内棕榈油港口库存为 32.5 万吨, 同比去年削减 42%, 处于历史低谷的水平; 截止 9 月 11 日, 华东地区菜油总库存为 19.76 万吨, 较去年同期下降 43.3%, 绝对库存规模仍处于历史偏低水平。综合评估来看, 尽管油籽大豆进口创历史新高势头不减, 但我国植物油整体库存处于多年历史偏低状态。

图 11. 国内棕榈油库存处于历史偏低状态

图 12. 国内菜油库存处于历史偏低水平



资料来源: Wind



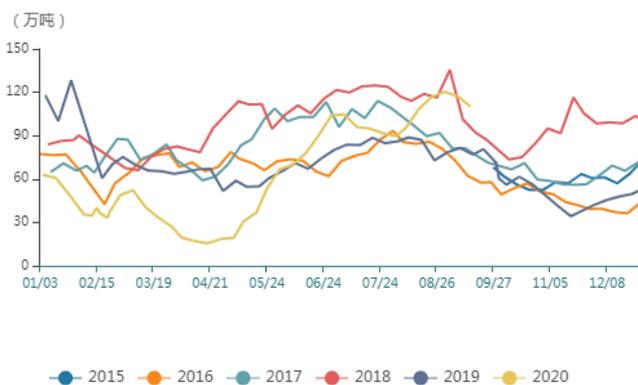
资料来源: Cofeed

图 13. 国内豆油库存回升至五年均值水平

图 14. 国内豆粕库存年内峰值出现拐点



资料来源: Wind



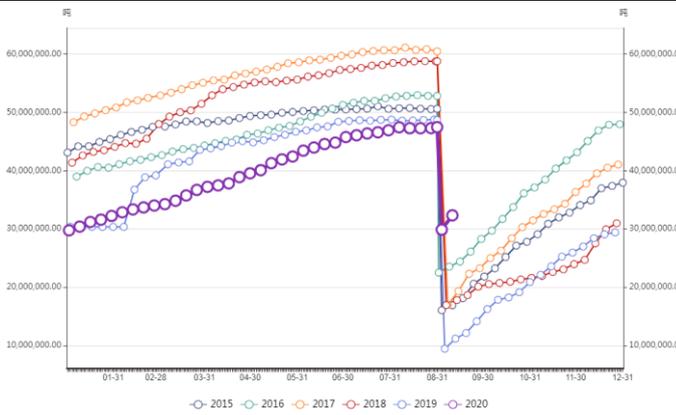
资料来源: Wind

五、美国大豆出口销售形势预期较佳

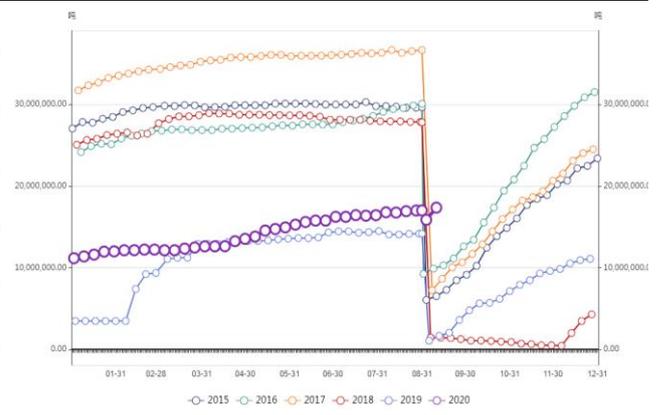
美豆新的销售年度从 9 月开始, 在 9 月上旬, 截止到 9 月 10 日, 美豆出口销售 3234.3 万吨, 较去年同期增加 189%, 录得美豆销售年度最佳的开局。其中, 对华出口销售 1736.2 万吨, 较去年同期增长 944%。中美第一阶段协议的执行和国内旺盛的需求, 令美豆平衡表中总需求存在上修潜力。另外, 巴西货币异常贬值, 导致上半年出口过度透支, 在 2021 年南美大豆上市前, 全球依赖北美出口供应, 可能会令美豆有较大的议价能力。

图 15. 新的销售年度美豆出口异常旺盛

图 16. 美豆对华出口销售旺盛



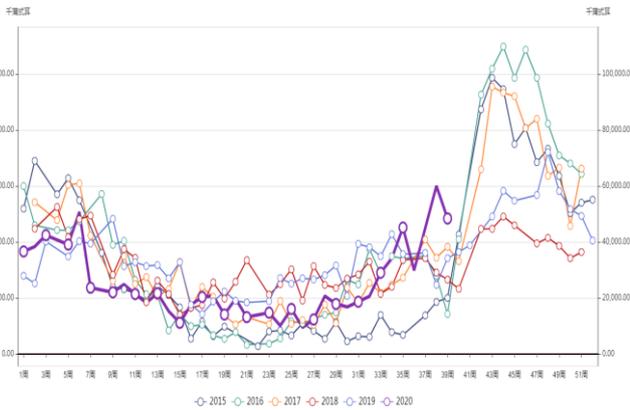
资料来源：Wind



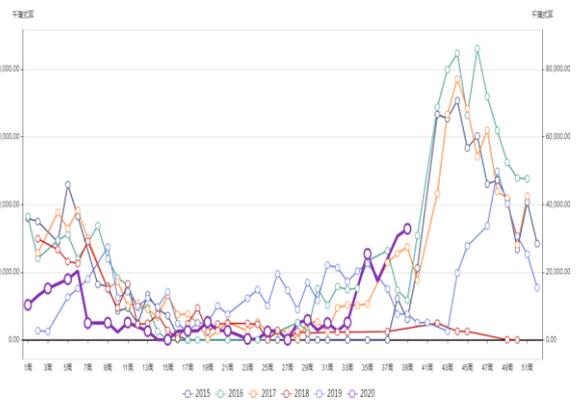
资料来源：Wind

图 17. 美国周度出口检验放量季节性提前

图 18. 美豆对华出口检验量季节性放量



资料来源：Wind



资料来源：Wind

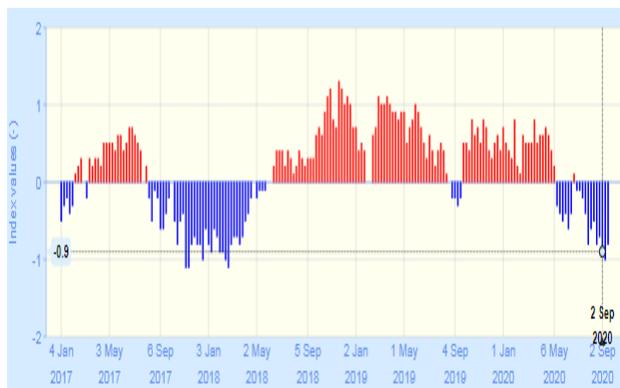
六、拉尼娜天气形势的衍变对大豆及粕类交易的意义

2017/18 年度的拉尼娜（从 2017 年 10-2018 年 3 月，历时 6 个月，强度弱中等），是距离我们最近的一次拉尼娜年景。根据统计数据，大豆主产国生产将面临显著负面冲击，特别是阿根廷大豆的生产，过去三十年里，大豆大的产量损失多与拉尼娜有关。USDA 数据显示，17/18 年度，阿根廷大豆产量 3780 万吨，同比下降 1720 万吨，降幅 31%；2019/20 年度，虽然没有最终进展为拉尼娜，但进展过程中，亦对阿根廷的产量也造成了些许冲击，2019/20 年度该国产量 4970 万吨，同比上一年度 5530 万吨下降 560 万吨，降幅 10%。目前来看，绝大多数气象模型目前预测 10 月份时形成中等强度的拉尼娜，可能持续到 2021 年初。市场对该气象模式较为敏感，南美大豆产量的潜在损失风险，将是南美生长季大豆粕类市场交易的关键。

图 19. 拉尼娜年景负面冲击大豆主产国产量

图 20. 周度 NINO3.4 指数或满足拉尼娜条件

拉尼娜时期	美豆单产变动	巴西单产变化	阿根廷单产变化
84.10-85.06	21.16%	9.10%	-14.20%
88.05-89.05	-20.35%	14%	-31%
95.08-96.03	6.35%	-0.50%	-4.80%
98.07-01.03	-5.86%	-3%	-12.70%
07.08-08.06	-4.80%	0.60%	-5.70%
10.07-11.04	-4.03%	6%	-8.60%
11.08-12.03	-3.46%	-14.50%	-14.80%
17.09-18.03	-5.01%	4%	-31.00%



资料来源：新纪元期货研究

资料来源：Wind

第二部分 技术图表分析

一、大宗商品指数技术图表分析

CRB 大宗商品价格指数，月线图谱已临近完成 c5 熊市的尾部急跌，当前原油摆脱价格危机，带动商品指数月线级别大周期止跌反弹，从历年美联储货币政策释放的信号意义看商品指数，敲定熊市重要低点的机会在不断被印证。近五个月振幅超过 50%，近四个月累计涨幅超过 20% 进入技术牛市，9 月份的调整为次要趋势。

图 21. CRB 商品价格指数月线连涨后调整行情为次要波动

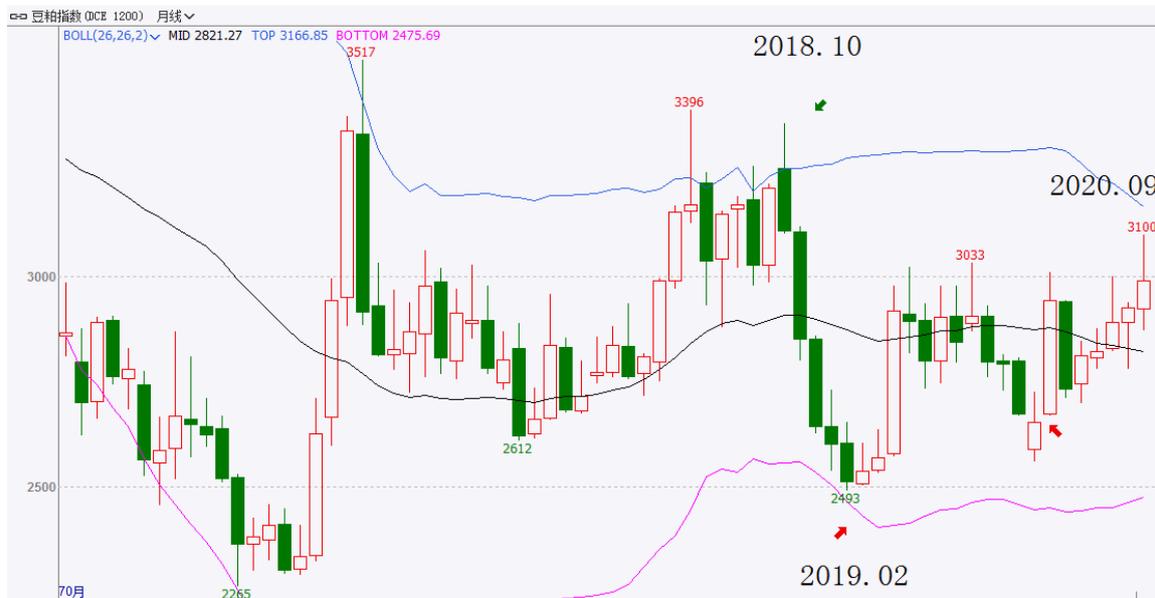


资料来源：文华财经 新纪元期货研究

二、主要商品技术图表分析

2019 年大连豆粕价格指数敲定 2493 点、2020 年敲定 2661 点大区间底部，月线级别压力区上移至 3150-3200。注意 10 月到 11 月份是压力释放的传统季节，冲高后价格休整要求。

图 22. DCE 豆粕价格指数处于价格谷底波动



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

大连豆油期货价格指数，经历年初 1 到 4 月份的连续暴跌后，敲定 5184 历史低价后 5 月份止跌，连续五个月剧烈拉涨近 40%，已改写近七年高价。过去五年核心震荡区间 5000-7000，上行突破将开启新的上涨空间。

图 23. 关注 DCE 豆油期货价格指数，大周期转入牛市波段机会增加



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第三部分 四季度主要交易策略推荐

综合当前的货币金融环境、中美博弈关系、以及天气模型的转换和季节性因素，我们对油粕市场四季度，给出“先抑后扬”的展望，并着重推荐季节性下跌压力释放后的多头机会。

1、豆油、棕榈油在年内高价震荡休整波动幅度预计 10%-15%，季节性休整下跌为次要波动。豆油 6300-6800、棕榈油 5500-5800、菜油 8500-8800 等区域是油脂战略多单买入区域，10 月后重点博弈多头配置。

2、豆粕和菜粕核心波动区间分别为 2800-3000、2250-2450，四季度更大空间的波动，依赖于北美收割、南美播种天气市的演变，以及美国大豆销售进度的形势，区间下端及持稳区间上轨，布局多单。

3、对冲策略上，拉尼娜天气形势的演变，利于豆棕价差扩大，四季度更多时间博弈 Y-P 价差扩大套利，预计价差波动范围在 800-1600 间。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#