

## 美豆寻找收割季低点，油粕比价牛市回升

## 油 粕

## 内容提要：

- ◆ 美元指数弱势下探至 92 关口，因美元持续在近两年低位徘徊，为风险资产价格的上涨带来支持，国内十九大政治维稳和环控影响下，关联产品价格牛市深入，农产品生长季暂无威胁产量的天气模式，丰产预期抑制价格表现。
- ◆ 近四年来，美豆单产连续创历史新高，分别为每英亩 44、47.5、48、52.1 蒲式耳，美豆产量连续四年创历史新高，分别为 0.9139、1.0688、1.0686、1.1721 亿吨。8 月份 USDA 上调美豆单产至 49.4 蒲/英亩，产量 1.1923 亿吨创历史新高，丰产预期奠定了价格寻收割季低点的基调。
- ◆ 9 月 30 日凌晨，USDA 将发布本作物年度最后一份季度库存数据，美国上年度 9 月季度库存 1.97 亿蒲，是近 6 年同期高位。该数据的发布，将反应谷物市场需求的强弱程度，是市场化解丰产预期转入交易出口消费需求的重要时间窗口，密切关注豆系敲定收割季低点的进展。
- ◆ 8 月 22，美国商务部公布对阿根廷、印尼生物柴油反补贴税率初步裁决，美国商务部和国际贸易委员会将分别于 11 月 7 日和 12 月 29 日公布最终裁决，一旦该法令通过，这势必阻断东南亚生物柴油进口，增加美国本土生物柴油数量，使得美国豆油供需平衡表进一步收紧，对价格形成长期刺激。
- ◆ 套利策略上，油粕比价牛市上涨至五年同期高位，逢回调可继续参与该组套利；Y-P 价差套利组合，在 800 附近可轻仓配置，目标 1000。单边交易，豆粕 2600-3000 区间内波段交易或观望，静待美豆市场敲定收割季低点参与做多，三大油脂期货，连涨三个月，进一步博取月线级别多头上涨行情，逢调整下探配置趋势多头，豆油参考支持位 6200、菜籽油参考支持位 6800。

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@new

eraqh.com.cn

2009 年从业，从事粕类、油脂、畜禽等农产品行业研究，善于从多维度把握行情发展方向，注重剖析行情主要驱动因子，曾系统接受大商所期货学院分析师培训，常参与关联产业调研。

## 近期报告回顾

跌势趋缓，企稳反弹诉求增强 2017-08-24

价格堕入年内低位，或有技术性止跌 2017-08-17

USDA 报告后，低位价格或有补涨 2017-08-10

天气形势改善，豆系价格面临调整压力 2017-08-03

## 第一部分 市场特征综述

6月中旬，美联储启动美国年内第二次加息至今，美元指数弱势下探至92附近，因美元持续在近两年低位徘徊，为风险资产价格的上涨带来支持，有色金属板块商品轮番上涨。国内十九大政治维稳和环控影响下，关联工业品价格牛市深入。

大宗商品市场工强农弱格局凸显。文华商品价格指数三个月连涨，累积涨幅近20%突破年内新高，强势远超预期。而CRB商品价格指数因原油类、农产品类表现不佳，仍在弱势寻底。美国作物关键生长期未出现威胁性天气模式，历史丰产预期趋向强烈，芝加哥谷物陷入季节性寻底的走势之中。因美国对东南亚生物柴油征收反补贴税预期影响下，油粕比显著回升至五年同期高位，是套利交易的亮点。（如表1、2所示）。

图1.CBOT大豆11月合约历年走势图（截止至08月28日）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

表1.2017年08月油籽系列期货市场波动统计（截止至08月25日）

| 主要合约     | 月开盘价     | 月涨跌幅  | 月收盘价     | 月振幅  | 月日均成交量    |
|----------|----------|-------|----------|------|-----------|
| CBOT 大豆  | 996.75   | -6.26 | 944.00   | 7.87 | 111,290   |
| CBOT 豆粕  | 321.90   | -7.78 | 300.00   | 8.45 | 45,491    |
| CBOT 豆油  | 34.97    | -0.43 | 35.05    | 7.24 | 62,115    |
| WTI 原油   | 50.19    | -4.60 | 47.86    | 7.91 | 58,321    |
| 豆油 1801  | 6,308.00 | 0.63  | 6,358.00 | 4.94 | 464,909   |
| 棕榈油 1801 | 5,452.00 | 1.35  | 5,536.00 | 6.33 | 615,930   |
| 菜油 1801  | 6,776.00 | 3.21  | 7,002.00 | 6.63 | 229,860   |
| 菜粕 1801  | 2,247.00 | -3.24 | 2,177.00 | 6.62 | 432,254   |
| 豆粕 1801  | 2,840.00 | -3.83 | 2,735.00 | 5.84 | 1,052,826 |

|         |          |      |          |       |         |
|---------|----------|------|----------|-------|---------|
| 玉米 1801 | 1,678.00 | 2.38 | 1,719.00 | 5.54  | 524,183 |
| 豆一 1801 | 3,865.00 | 1.42 | 3,921.00 | 5.98  | 161,351 |
| 鸡蛋 1801 | 4,117.00 | 4.62 | 4,323.00 | 13.89 | 238,960 |

资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表 2. 2017 年 08 月主要地区现货价格变动统计 (截止至 08 月 25 日)

| 主要地区现货 | 豆粕:大连   | 棕榈油(24度):日照 | 四级豆油:大连  | 菜粕(加籽粕):黄浦 | DDGS:吉林市 | CNF 进口价:大豆:美国 |
|--------|---------|-------------|----------|------------|----------|---------------|
| 8 月末价格 | 2,920   | 5,880.00    | 6,460.00 | 2,330.00   | 1,850.00 | 413.00        |
| 8 月涨跌  | -40.00  | 100.00      | 310.00   | 0.00       | 0.00     | -11.00        |
| 8 月涨跌幅 | -1.35%  | 1.73%       | 5.04%    | 0.00%      | 0.00%    | -2.59%        |
| 同比去年   | -270.00 | -220.00     | 200.00   | -300.00    | -200.00  | -35.00        |
| 同比涨跌幅  | -8.46%  | -3.61%      | 3.19%    | -11.41%    | -9.76%   | -7.81%        |

资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 第二部分 市场要因分析

### 一、国际大豆关注要点

#### 1、美国大豆生长优良率回稳，丰产预期强烈

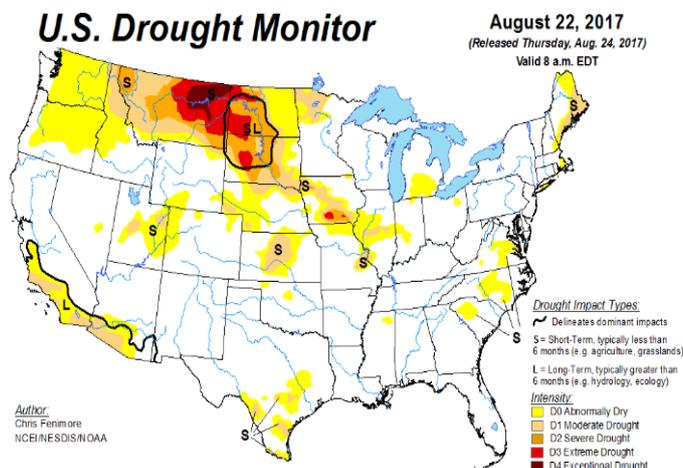
美国农业部(USDA)公布的每周作物生长报告显示，截至 8 月 27 日当周，美国大豆结荚率为 93%，上周为 87%，环比高了 6 个百分点；去年同期为 93%，同比持平，五年均值为 92%；美国大豆落叶率为 6%，为今年首次公布；去年同期为 5%，同比高了 1 个百分点，五年均值为 5%；美国大豆优良率为 61%，上周为 60%，环比高了 1 个百分点；去年同期为 72%，五年均值为 58%。关键生长期美豆优良率回稳，产量前景看佳。

美国短期天气风险主要在飓风 Harvey 影响向内陆转移的程度，未来至 9 月 10 日温度偏低可能性继续增加，降雨由偏少转为半干半湿，总体好转，没有出现威胁单产的天气模式，作物丰产预期升温，引发 8 月份谷物寻找季节性低点。

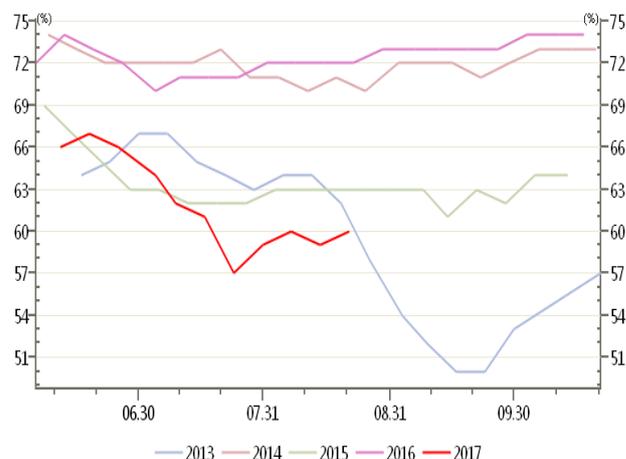
近四年来，美豆单产连续创历史新高，分别为每英亩 44、47.5、48、52.1 蒲式耳，美豆产量连续四年创历史新高，分别为 0.9139、1.0688、1.0686、1.1721 亿吨。8 月份美国农业部上调单产至 49.4 蒲/英亩，新季 1.1923 亿吨的产量规模，有望创历史新高，8 月份美豆关键生长期前的这份展望，奠定了价格寻找收割季低点的基调。

图 2. 美国中西部作物区干旱形势

图 3. 美国大豆生长优良率回稳



资料来源：美国干旱监测网



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2、USDA8月供需报告上调单产，超预期利空打击价格

USDA 报告显示，美新豆收割面积 8870 万英亩（上月 8870、上年 8270），单产 49.4 蒲（上月 48、上年 52.1，预期 47.5），产量 43.81 亿蒲（上月 42.60、上年 43.07，预期 42.03），期末库存 4.75 亿蒲（上月 4.60、预期 4.24）。美新豆播种面积未动、单产出人意料不降反而大幅调高，产量提高令结转库存远高于预期，报告形成意外利空。

根据美国农业部今年二月论坛的趋势单产数据，今年美豆单产预估值为 48 蒲/英亩，上年度美豆单产为 52.1 蒲/英亩，远偏离趋势水平，高单产有回归要求，但科技的力量也并不容易被天气抹平，今年天气形势虽“诡异”但尚未实质性影响到作物单产，目前将进入作物生长关键期，持续走低的美豆忧虑率反应早期墒情不足，因后续生长关键期天气无进一步恶化，美豆单产出现大幅调增。

8 月下旬，Pro Farmer 作物巡查后，预估美国 2017/18 年度大豆产量将达到 43.31 亿蒲式耳，创纪录高位，但是单产为 48.5 蒲式耳/英亩，低于 USDA 预估的 49.4 蒲式耳/英亩，美豆单产确定在趋势水平之上，可能会确保整体供需格局趋向宽松，不利于豆系价格的表现。

表 3. 美国大豆供需平衡表 8 月预估变化

| SOYBEANS                 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18              | 2017/18 | 2017/19 Proj. | 2017/20 Proj. |
|--------------------------|---------|---------|----------------------|---------|---------------|---------------|
|                          |         | Est.    | Proj.                | Proj.   | A             | B             |
|                          |         |         | Jul                  | Aug     |               |               |
|                          |         |         | <i>Million Acres</i> |         |               |               |
| Area Planted             | 82.7    | 83.4    | 89.5 *               | 89.5    | 89.5          | 90            |
| Area Harvested           | 81.7    | 82.7    | 88.7 *               | 88.7    | 88.7          | 89.1          |
|                          |         |         | <i>Bushels</i>       |         |               |               |
| Yield per Harvested Acre | 48      | 52.1    | 48.0 *               | 49.4    | 50            | 49.4          |

|                               | Million<br>Bushels |       |        |        |              |              |
|-------------------------------|--------------------|-------|--------|--------|--------------|--------------|
| Beginning Stocks              | 191                | 197   | 410    | 370    | 370          | 370          |
| Production                    | 3926               | 4307  | 4260   | 4381   | 4435         | 4401.54      |
| Imports                       | 24                 | 25    | 25     | 25     | 25           | 25           |
| Supply, Total                 | 4140               | 4528  | 4695   | 4777   | 4830         | 4796.54      |
| Crushings                     | 1886               | 1890  | 1950   | 1940   | 1940         | 1940         |
| Exports                       | 1942               | 2150  | 2150   | 2225   | 2225         | 2225         |
| Seed                          | 97                 | 104   | 101    | 101    | 101          | 101          |
| Residual                      | 18                 | 14    | 34     | 35     | 35           | 35           |
| Use, Total                    | 3944               | 4158  | 4235   | 4301   | 4301         | 4301         |
| Ending Stocks                 | 197                | 370   | 460    | 475    | 529          | 495.54       |
| Avg. Farm Price<br>(\$/bu) 2/ | 8.95               | 9.5   | 10.40  | 10.15  | 8.45 - 10.15 | 8.45 - 10.15 |
| Stock To Use Ratio            | 4.99%              | 8.90% | 10.86% | 11.04% | 12.30%       | 11.52%       |

A: 其他数据不变, 维持在8月份USDA预期值水平, 而单产提升至50蒲式耳/英亩, 美豆库消比攀升至12.30%。

B: 其他数据不变, 维持在8月份USDA预期值水平, 而播种面积扩张至9000万英亩, 美豆库消比小幅上升至11.52%。

资料来源: USDA 新纪元期货研究所

### 3、关注美生物柴油反补贴最终裁决和 USDA 季度库存数据

8月22日凌晨5点, 美国商务部公布对阿根廷、印尼生物柴油反补贴税率初步裁决, 决定对阿根廷和印尼的生物柴油分别征收50.29-64.17%和41.06-68.28%的反补贴关税, 并将对联邦公报初裁公告发布之日前90日的进口进行追溯性征收。美国商务部和国际贸易委员会将分别于11月7日和12月29日公布最终裁决, 如果美国商务部做出了最终的确定性裁决且国际贸易委员会做出了最终的确定性损害认证, 则美国将公布法令开始对阿根廷和印尼生物柴油征收反补贴关税, 但若两方中有一方没有通过, 则调查会被终止, 反补贴关税令将不会被发布。一旦该法令通过, 这势必阻断东南亚生物柴油进口, 增加美国本土生物柴油数量, 使得美国豆油供需平衡表进一步收紧, 对价格形成长期刺激, 需注意关注发展进程。

9月30日凌晨, USDA将发布本作物年度最后一份季度库存数据, 美国上年度9月季度库存1.97亿蒲, 是近6年同期高位。该数据的发布, 将反应谷物市场需求的强弱程度, 是市场化解丰产预期转入交易出口消费需求的重要时间窗口, 密切关注豆系敲定收割季低点的进展。

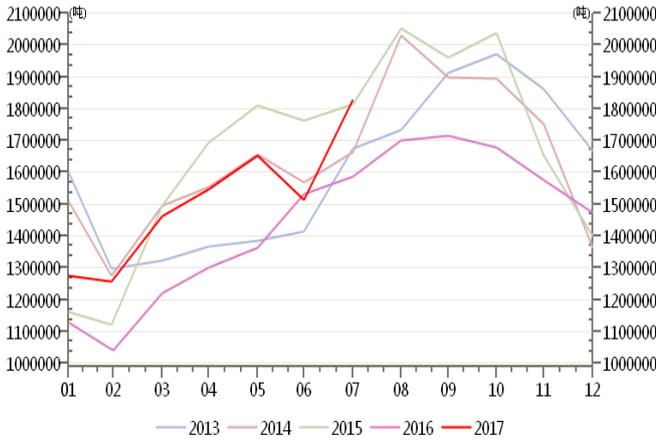
## 二、油脂市场关注要点

### 1、东南亚棕榈油产量季节性增长, 库存拐点出现

马来西亚棕榈油局(MPOB)数据显示, 马来西亚7月棕榈油产量182万吨, 同比增长15%, 环比增长20%, 迅速转入增产状态, 单月产量是历史同期高位; 7月棕榈油出口140万吨, 同比增0.95%, 环比增1.31%, 出口需求表现偏弱; 7月棕榈油期末库存178万吨, 同比增0.78%, 环比增16.83%, 库存出现拐点性增长。预计产量增长、库存增长模式仍会在8-9月份维持,

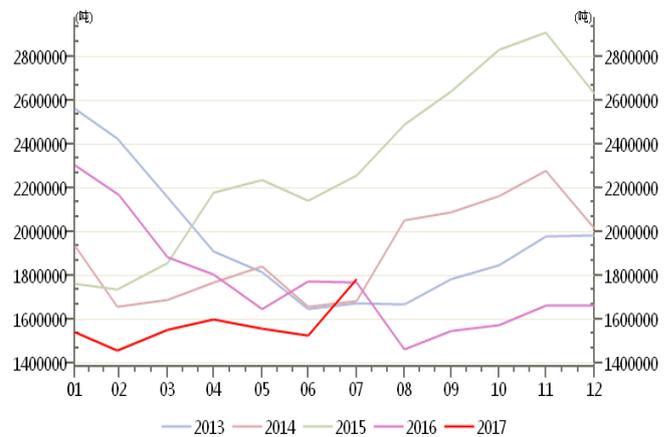
对棕榈油价格形成抑制。

图 4. 马来西亚棕榈油迅速进入季节性增产状态



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 5. 马来西亚棕榈油库存增长进入拐点向上



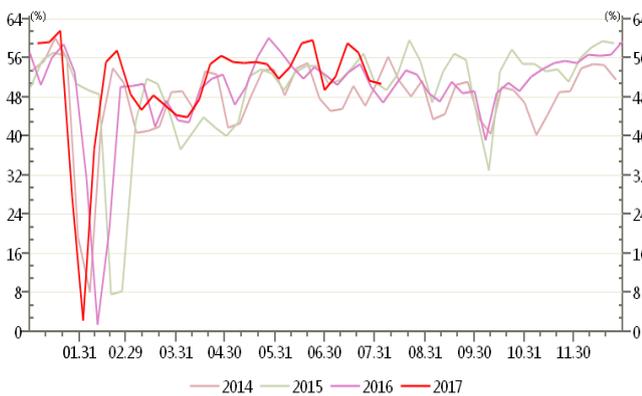
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 2、国内大豆和油脂整体供需格局充裕

按照 8 月份到港量 830 万吨、9 月份 680 万吨、10 月份 700 万吨的预估，2016/17 年度中国进口大豆进口量在 9319 万吨左右，将较 2015-2016 年度的 8321 万吨增长 11.99%，国内大豆港口库存充裕，年内大豆港口库存高点出现在 700 万吨左右的水平。

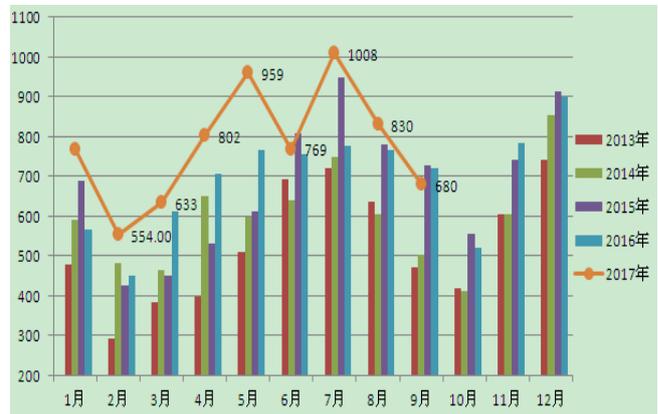
国内因环保督查因素而影响油厂开机，导致油厂开机率 8 月偏低，预计在环保督查结束后，油厂开机率将小幅提升，双节前包装油备货来临，终端需求较前期明显好转，油厂出货速度也有所加快，需求带动下豆油库存后期增长趋缓，当前截止 8 月 18 日，国内豆油商业库存总量 143.715 万吨，较上个月增 7.25%，较去年同期增 24.11%；而棕榈油库存仍在 30 万吨低位徘徊，贸易商手中货源不多，大多货权集中在工厂手里，8、9 月棕油到港总量将大增至超百万吨，预计货源极为紧张的局面最快 9 月份以后才有望初步缓解。

图 6. 国内油厂开机率小幅回落



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

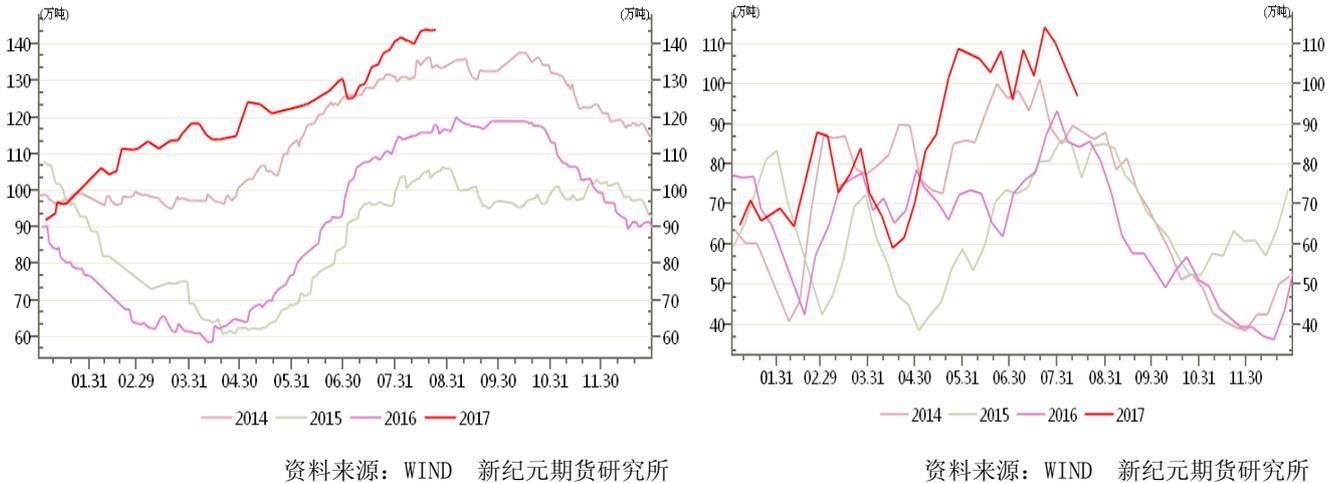
表 7. 国内大豆到港量变动图



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 8. 国内豆油商业库存处于历史高位

图 9. 国内豆粕库存趋降但仍处高位



### 三、粕类市场关注的要点

#### 1、环保督查、“全运会”和台风等事件影响豆粕生产

据了解，环保督查风暴来袭，一度掀起了养殖限制、饲料厂停产整改潮，由南到北大批饲料厂停产整改，西南地区不少小型饲料厂停机整改，大厂目前还未受到影响。山东等省畜牧养殖业受到较大冲击，尤其是禁养区的养殖场，大面积遭遇关迁压力，且当地饲料厂也将大范围停产整改，对豆粕市场带来了负面冲击。

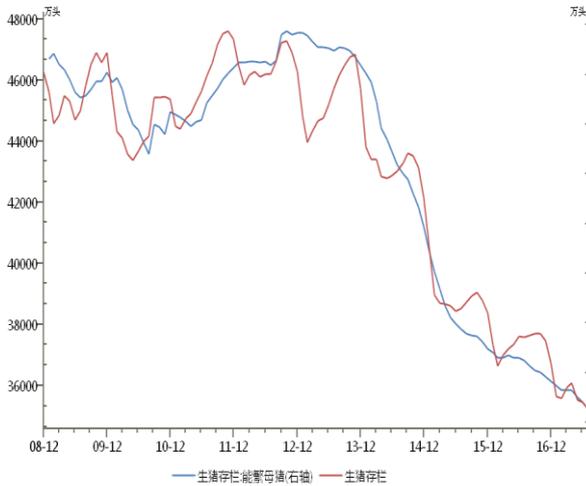
“全运会”即将到来，天津地区8月25日起，白天不让大货车进津，天津地区各油厂将被迫停产或限产，直至9月10日左右，在此期间豆粕供应压力将继续逐步消化，另外，“天鸽”台风登入，暂令广东东莞富之源及广州植之源8月23日短暂停机一天。虽然以上一些外因干扰，并未实质性影响豆粕供给量，但给市场带来些许心理支持。

#### 2、环控压力影响，畜禽养殖需求信心受限不利粕价表现

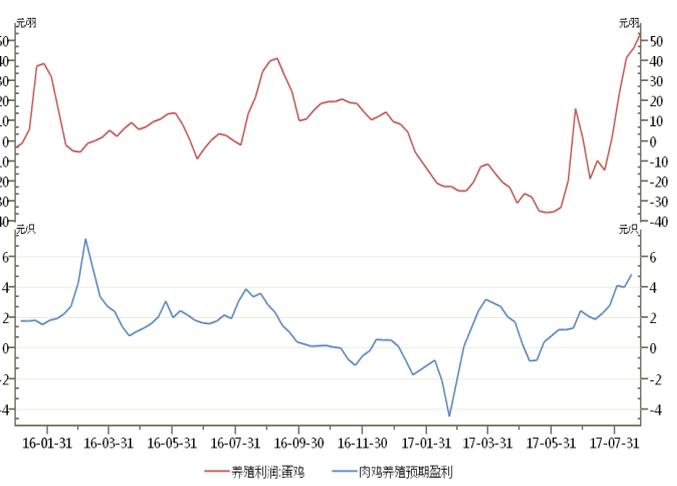
中国政府网数据显示，2017年7月能繁母猪存栏为3554万头，环比下降0.9%，同比下降5.3%；生猪存栏量35237万头，环比下降0.7%，同比下降6.3%。与此同时，禁养限养还在继续推行，8月7日到15日，第四批中央环境保护督察全面启动，对吉林、浙江、山东等八省区开展督察进驻工作，其中山东各市（县、区）8月以来已全面开展畜禽环保整治行动，环保清拆力度较以往大幅加强，部分能繁母猪产能被动出清，短期国内能繁存栏量仍有下行压力，生猪存栏亦或仍难以快速回升。今年环保政策趋严，多地执行严格的禁养限养政策，禁养区猪场拆迁提速，造成能繁母猪和生猪存栏量继续下降。家禽养殖也不例外，这导致尽管禽类养殖进入盈利周期，但存栏规模的恢复可能受到限制，不利于粕类的需求信心。

图 10. 我国生猪存栏依旧低迷

图 11. 肉鸡蛋鸡养殖盈利状况改善



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

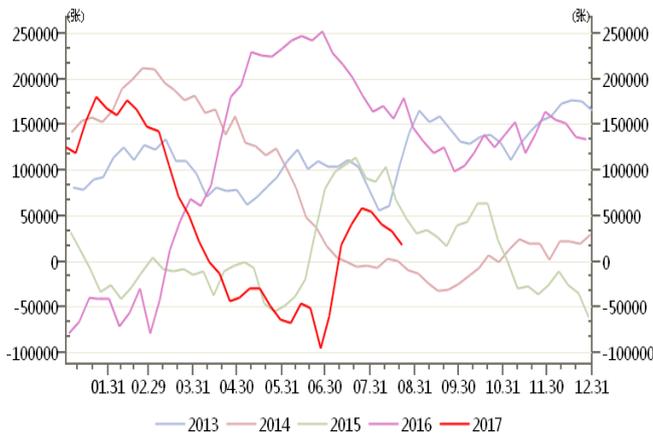


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2、丰产预期下投机基金买兴热情偏淡

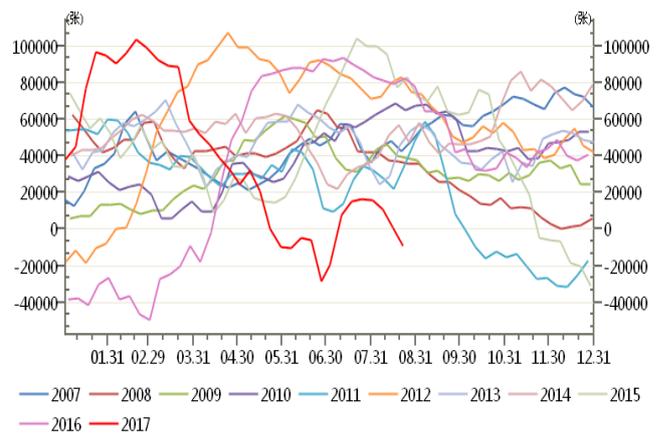
美国商品期货交易委员会（CFTC）的持仓报告显示，截至8月22日的一周里，非商业净多持仓规模，在美豆、美粕、美豆油上，分别为18038、-9098和64449，随着丰产预期的深入人心，美豆净多规模呈缩减趋势，豆粕转入净空局面，而豆油净多单稳定回升，预计美豆寻找收割季低点的过程中，投机基金买兴热情偏淡，结构性做多油粕比仍然盛行。

图 12. 美豆非商业净多持仓呈缩减趋势



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

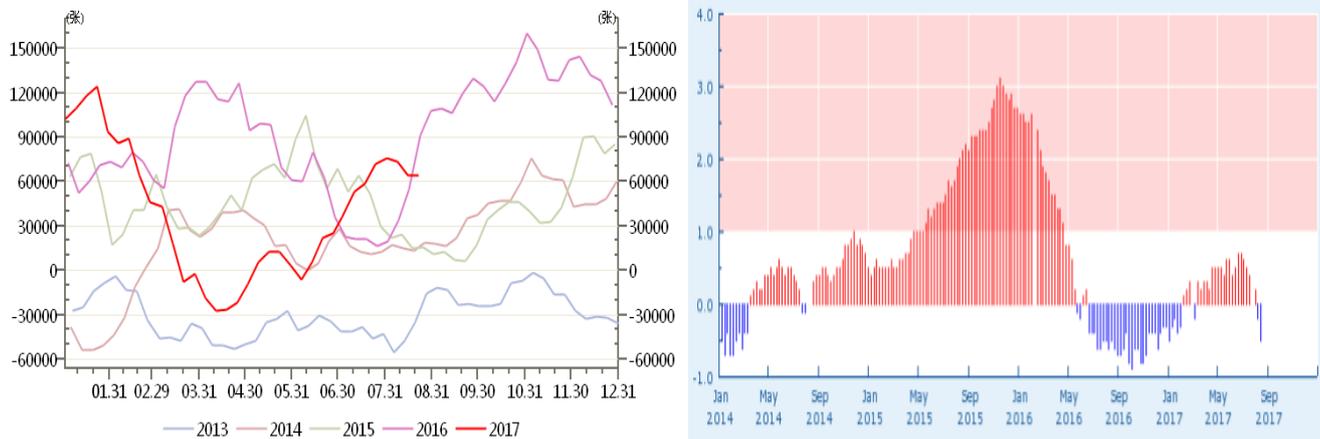
图 13. 美粕非商业净持仓多翻空处于十年同期低位



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 美豆油非商业净多规模维持在高位

图 15. Weekly NIN03.4 Index



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

资料来源: eldersweather

### 第三部分 技术图表分析

#### 一、主要市场指数技术图表分析

CBOT 大豆，月线级别熊市压制线，阻力区 1000-1030。近两个月，期价囿于 900-1000 区间窄幅波动，为严密的熊市运行结构，当低价圈的均衡结构被打破，月线级别突破持稳千点关口，方能迎来多头趋势的延伸。

关键作物生长期良好，美豆历史性丰产预期强烈，豆系价格寻找收割季低点，预计波动区间 820-1030，注意价格盘跌反复下探。

图 16. 美豆价格月线反攻受阻于长线阻力线



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

DCE 豆油，自去年 12 月牛市上涨至近三年高位后，连续下跌六个月，累积跌 1700 余点，价格下探 5600 获得支持，为重要的月线级别止跌信号，持稳 6000-6050 维持强势上涨趋势。

图 17. DCE 豆油月线级别止跌转入上涨



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

DCE 豆粕，近一年的时间，囿于 2600-3000 大区间内波动，交易中心一度缓慢下移，区间下端波段多单参与为主，而油脂更强的趋势表现，可能会限制市场的波动。

图 18. DCE 豆粕震荡拉锯时间延长



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第四部分、策略推荐

9月是北半球大豆生长的最后阶段，中下旬进入收割期。美豆市场从交易丰产，过度到交易收割进度和早霜的可能性上来。农产品成为今年多数时间表现最差的大宗商品类别，主要是因为生长季无威胁性天气和历史性丰产的预期。

芝加哥大豆近两个年度收割季低点分别是2016/17年度的934点和2015/16年度的844点，本年度库存情况将对于更低的点位，但考虑到更疲弱的美元走势，以及牛市波动工业品价格的更强势表现，预计美豆难以在更低的收割季低点停留。

套利策略上，豆粕比价牛市上涨至五年同期高位，逢回调可继续参与该组套利；Y-P价差套利组合，在800附近可轻仓配置，目标1000。单边交易，豆粕2600-3000区间内波段交易或观望，静待美豆市场敲定收割季低点参与做多，三大油脂期货，连涨三个月，进一步博取月线级别多头上涨行情，逢调整下探配置趋势多头，豆油参考支持位6200、菜籽油参考支持位6800。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，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股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，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。

## 联系我们

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
电话：0516-83831105  
研究所电话：0516-83831185  
传真：0516-83831100  
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

电话：021-60968860  
传真：021-60968861  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

### 成都分公司

电话：028-68850966  
邮编：610000  
传真：028-68850968  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

### 深圳分公司

电话：0755-33376099  
邮编：518009  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
传真：010-84261675  
邮编：100027  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

### 南京营业部

电话：025-84787999  
传真：025-84787997  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 徐州营业部

电话：0516-83831119  
传真：0516-83831110  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 常州营业部

电话：0519-88059977  
传真：0519-88051000  
邮编：213121  
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
传真：0513-55880517  
邮编：226000  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 苏州营业部

电话：0512-69560998  
传真：0512-69560997  
邮编：215002  
地址：苏州干将西路399号601室

### 上海东方路营业部

电话：021-61017395  
传真：021-61017336  
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2112室

### 杭州营业部

电话：0571-85817186  
传真：0571-85817280  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号

### 广州营业部

电话：020-87750826  
传真：020-87750882  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850968-826  
传真：028-68850968  
邮编：610000  
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：023-67917658  
传真：023-67901088  
邮编：400020  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号