

## 艰难寻找收割季低点，关注后市修复性反弹

## 油粕

## 内容提要：

- ◆ 8月中国经济金融数据逊于预期，以及美联储9月议息会议缩表升息指引等，这些宏观货币金融环境的变化，驱动商品价格普跌，特别是6-8月份，涨幅巨大的工业品跌势尤甚，出现新低性下跌行情。农产品价格缺乏波动性或交易重心小幅下移，以回应生长期无忧的天气形势，具体到油粕上，工业属性偏强的油脂久盘转跌，油粕比价出现暴挫。
- ◆ 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。9月份美国农业部上调单产至49.9蒲/英亩，新季1.2059亿吨的产量规模，有望创历史新高，进一步奠定了价格寻收割季低点的基调，但产量利空边际效应递减，市场开始更关注需求数据。
- ◆ 对本作物年度最后一份季度库存数据，市场的预期是，9月1日当季美国大豆库存量为3.39亿蒲式耳，较去年同期高72%，将是10年来最高当季水平。连续实现历史性丰产是库存膨胀的原因所在，利空压力待宣泄。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。
- ◆ 紧缩的货币环境和转差的中国经济数据，决定了10月份多数商品价格交易重心的下移趋势。具体到农产品上，预计价格跌势收敛，收割季沽空交易进入尾部，空单交易仅宜短对待，激进交易者关注敲定收割季低点后，搏取修复性反弹行情。

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

利空报告下沽空动能不足，价格趋稳反弹 2017-09-14

USDA 报告周，维持反弹上扬预期 2017-09-07

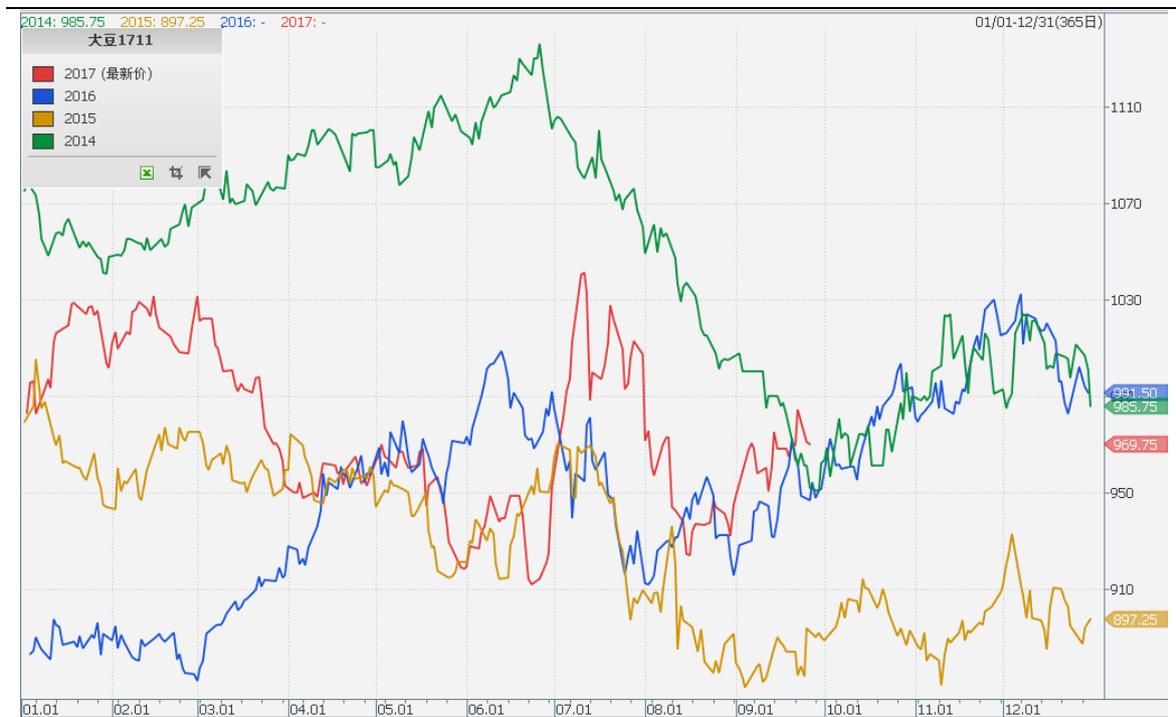
美豆寻找收割季低点，油粕比价回升 2017-09-06

## 第一部分 市场特征综述

美元指数，跌入近2年零6个月新低，年内最大跌幅一度超过10%，美联储9月议息会议后，美元指数止跌于91关口，价格有月线级别止跌迹象，美联储10月启动缩表、12月再次升息预期引导下，对风险资产价格将会形成抑制和打压，金融属性较强的商品，波动率料出现放大。

在宏观趋向紧缩的市场环境里，农产品因绝对价格处于偏低的水准，且此前面临消化丰产压力而普遍盘跌，进入收割季尾声，预计主要农产品价格将敲定收割季低点，将表现出相对的抗跌性。（如表1、2所示）。

图1.CBOT大豆11月合约历年走势图（截止至09月26日）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

表1. 2017年09月油籽系列期货市场波动统计（截止至09月26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	945.25	2.75	970.75	5.24	113,199
CBOT 豆粕	299.40	5.43	314.30	8.22	50,559
CBOT 豆油	35.06	-2.24	34.03	6.32	59,825
WTI 原油	47.05	10.52	52.09	12.12	55,086
豆一 1801	3,868.00	-1.21	3,826.00	3.15	143,919
豆粕 1801	2,695.00	3.34	2,787.00	4.86	1,106,161
豆油 1801	6,282.00	-1.84	6,180.00	4.73	425,438
菜粕 1801	2,150.00	4.32	2,244.00	7.35	569,865
菜油 1801	6,952.00	-4.02	6,678.00	5.84	169,478

棕榈油 1801	5,472.00	2.49	5,606.00	6.84	565,470
鸡蛋 1801	4,255.00	-2.53	4,120.00	7.22	236,141
玉米 1801	1,695.00	2.13	1,723.00	3.32	558,157

资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表 2. 2017 年 09 月主要地区现货价格变动统计 (截止至 09 月 26 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 埔	DDGS:吉林 市	CNF 进口价:大豆:美 湾
9 月末价格	3,100	5,900	6,310	2,380	1,900	425
9 月涨跌	200.00	110.00	-70.00	60.00	50.00	18.00
9 月涨跌幅	6.90%	1.90%	-1.10%	2.59%	2.70%	4.42%
同比去年	-170.00	-800.00	-90.00	-200.00	150.00	4.00
同比涨跌幅	-5.20%	-11.94%	-1.41%	-7.75%	8.57%	0.95%

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、美国进入收割期，尚未出现威胁产量因素

美国农业部(USDA)公布的每周作物生长报告显示，截至 9 月 24 日当周，美国大豆落叶率为 63%，上周为 41%，环比高了 22 个百分点；去年同期为 65%，同比低了 2 个百分点，五年均值为 63%；美国大豆收获率为 10%，上周为 4%，环比高了 6 个百分点，去年同期为 9%，同比高了 1 个百分点，五年均值 12%；美国大豆优良率为 60%，上周为 59%，环比高了 1 个百分点；去年同期为 73%，同比低了 13 个百分点，五年均值为 59%。美豆进入收割期，此前市场担心晚播作物遭霜冻威胁，而事实上异常偏暖的天气加快了谷物的成熟和收割，利于实现丰产预期。

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。9 月份美国农业部上调单产至 49.9 蒲/英亩，新季 1.2059 亿吨的产量规模，有望创历史新高，进一步奠定了价格寻收割季低点的基调，但产量利空边际效应递减，市场开始更关注需求数据。

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季末走势



Harvested Acre						
	<i>Million Bushels</i>					
Beginning						
Stocks	191	197	370	345	345	345
Production	3926	4307	4381	4431	4435	4446.09
Imports	24	25	25	25	25	25
Supply,						
Total	4140	4528	4777	4801	4805	4816.09
Crushings	1886	1895	1940	1940	1940	1940
Exports	1942	2170	2225	2250	2250	2250
Seed	97	104	101	101	101	101
Residual	18	14	35	35	35	35
Use,						
Total	3944	4183	4301	4326	4301	4301
Ending						
Stocks	197	345	475	475	504	515.09
Avg. Farm Price (\$/bu)	8.45 -					
2/	8.95	9.5	10.15	8.35 - 10.05	8.45 - 10.15	8.45 - 10.15
Stock To Use Ratio	4.99%	8.25%	11.04%	10.98%	11.72%	11.98%

A: 其他数据不变, 维持在9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11.72%。

B: 其他数据不变, 维持在9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11.98%。

资料来源: USDA 新纪元期货研究所

### 3、美生物柴油政策放大市场波动, USDA 季度库存数据秋季引人瞩目

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。但美国环境保护署(EPA)9月26日表示, 正在就降低2018年燃料供应中生物燃料掺混的建议数量寻求公众评议。EPA在提议草案中称, 生物柴油进口可能下滑, 这将提高国内价格, 造成严重经济损失, 因此EPA建议根据可再生燃

料标准法案（RFS）来调低生物柴油掺混数量。此前芝加哥豆油一度攀升至年内高位，但9月份受外部环境负面冲击，价格转入调整下跌，9月末EPA表态后，加重了本季的调整压力和市场波动。

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。当前市场预期是，9月1日当季美国大豆库存量为3.39亿蒲式耳，较去年同期高72%，将是10年来最高当季水平。连续实现历史性丰产是库存膨胀的原因所在，利空压力待宣泄。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、油粕市场关注要点

### 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)公布数据显示，马来西亚8月毛棕油产量181万吨月比降0.9%，出口149万吨月比增6.4%，库存194万吨月比增8.8%，此前市场预期8月产量降1.4%，出口增1.6%，库存增12%。产量略低于预期，而出口增幅超预期，导致马来西亚棕榈油库存增长幅度不及预期，该报告偏利多，导致豆棕价差迅速超预期收敛。

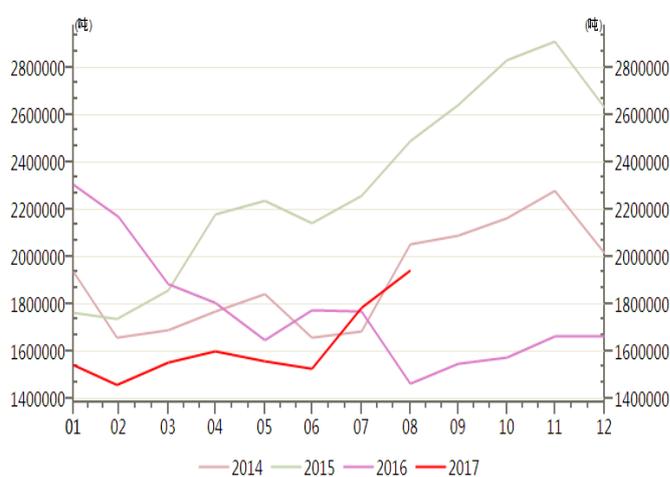
船运调查机构SGS发布的数据显示，2017年9月1-25日马来西亚棕榈油出口量为1,105,555吨，比8月份同期增加15.6%。因中国和印度9月积极采购棕榈油，为10月的中秋节和排灯节做准备，而经过一段时间的备货，当前棕榈油需求放慢，买家目前已经完成补库工作，中国和印度的需求转淡。马来西亚棕榈油期价，利多焦点更多的集中在产量没有出现季节性回升这一点上，利空焦点集中在马来西亚库存继续回升这一事实，当前的库存已不能再言紧张，而出口需求减退，9-10月仍处棕榈油产量高峰期，预计四季度末棕榈油库存将达到200-250万吨，对马来西亚棕榈油是挑战。

图4. 马来西亚棕榈油季节性增产但势头偏弱



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拐点向上周期确立



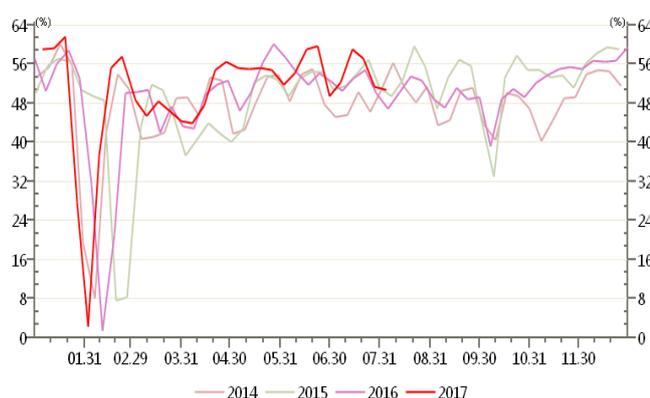
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 2、国储大豆泄库突如其来，加重了市场供给压力

自去年7月15日后，2017年国储大豆拍卖陷入沉寂，却在本月9月25日出紧急通知，将在9月29日拍卖，9月29号储备大豆开始拍卖，首批拍卖总30万吨，2010年产：黑龙江1.71，2012年产：内蒙13.7 辽宁2.96 黑龙江10.7 河南0.99，市场传言国储计划拍卖总量将可能达到600万吨，这彰显了国家去库存的决心和态度。未来三个月大豆进口量较大，10-12月大豆到港量或高达2500万吨以上，叠加国储拍卖大豆流入市场，原料供应量非常充足，对市场交易情绪有较强负面冲击。

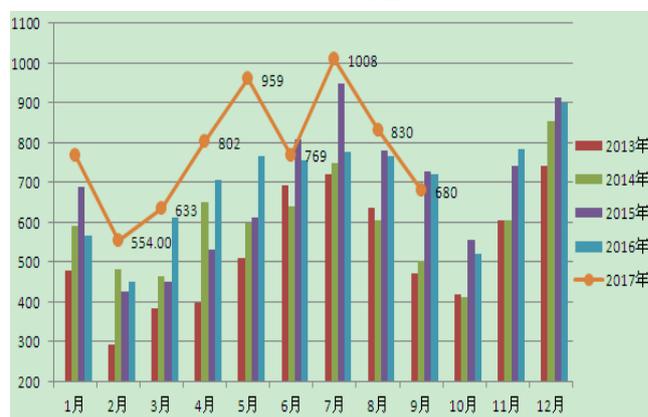
压榨利润尚可，油厂开机率持续高企，下游品种库存居高，其中豆油库存快速回升，截止9月26日，国内豆油商业库存总量143.5万吨，较上个月同期的141.35万吨增2.15万吨增幅为1.52%，较去年同期的118.94万吨增24.56万吨增20.65%，供应量大幅增加。粕类因前期一些工厂因环保检查处于长时间停机的状态，而饲料厂双节补货还在继续，扶持粕类持坚，油粕比价大幅回落。

图 6. 国内油厂开机率处于季节性平均水平



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

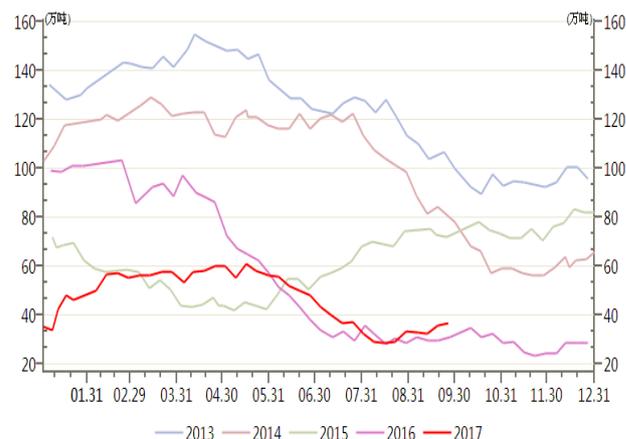


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 国内豆油商业库存处于历史高位



图 9. 国内棕榈油港口库存低点已现转入增长



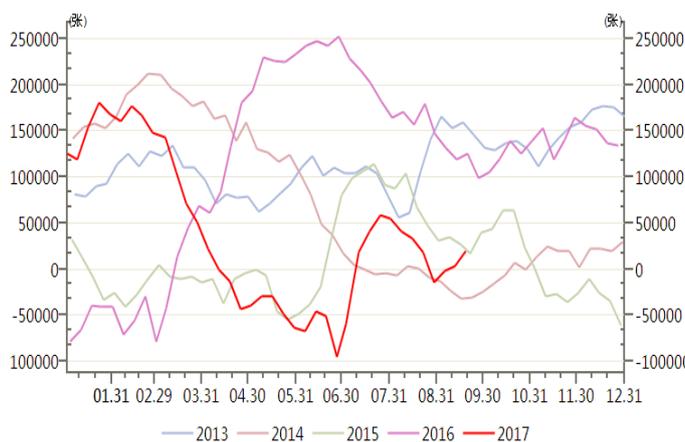
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 3、 投机基金逆市大幅减仓净空，显示进一步沽空意愿不足

美国商品期货交易委员会（CFTC）的持仓报告显示，截至9月19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20124、9088和105883，随着丰产预期的深入人心，美豆及下游产品全面转入净多单状态，显示美豆寻找收割季低点的过程中，市场沽空动能的不足。

图 10. 美豆非商业净多持仓转入增加



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 11. 美粕非商业净持仓处十年同期低位但有空翻多趋向



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 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。未能突破月线级别反压位，注意低位价格波动的反复性。

图 12. 美豆价格月线反攻受阻于长线反压位



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。当前维持在近两个月的窄幅波动区间内，6000可视作长线重要多空分水岭。

图 13. DCE 豆油月线级别陷入震荡



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，区间下端波段多单参与为主，长期多空均衡的状态仍有待作出突破，当前缺乏驱动力。

图 14. 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

紧缩的货币环境和转差的中国经济数据，决定了10月份多数商品价格交易重心的下移趋势。具体到农产品上，预计价格跌势收敛，收割季沽空交易进入尾部，空单交易仅宜短对待，激进交易者关注敲定收割季低点后，搏取修复性反弹行情。

供给压力宣泄过程中，豆油为代表，可适当关注农产品多远空近反向套利交易机会，单边波段短空交易为主，积极尝试卖出豆粕看跌期权；中长线仅可轻仓尝试参与粕市修复性反弹。

## 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