

## 否极泰来，油粕季节性的天平利于多头表现

### 内容提要：

- ◆ 国际原油在 5 月份走出价格危机，趋势反弹幅度超过一倍，海外疫情忧虑缓解，解封和恢复经济的举措提振风险偏好。月内芝加哥大豆陷入 830-861 美分/蒲狭窄波动区间筑底，马来西亚棕榈油止跌 1939 令吉/吨趋势反弹超 15%。人民币汇率大幅走贬 1.8%，双粕呈现显著外弱内强走势，油粕皆走出价格谷底。
- ◆ 国际大豆承受了双重季节性压力（史上较快的南美收割和销售形势、史上较快的北美作物播种进程），双粕价格压力在 4 到 5 月份集中释放完毕。
- ◆ 5 月 20 日当周，NINO3.4 指数值-0.4，SOI 值 1.8，显示关键海域水温滑入拉尼娜区域的风险在增加，可能威胁北美大豆单产潜力。USDA5 月供需报告中，根据趋线单产 49.8 蒲/英亩，预计美国新豆产量将达到 41.25 亿蒲，同比增加 5.68 亿蒲式耳。围绕美国作物生长形势和产量前景的博弈，将拉开序幕。
- ◆ 因 5 月份穆斯林斋月影响，东南亚棕榈油产量在 5 到 6 月份出现一次回落。棕榈油此前受负油价冲击，价格严重超卖，对利好效应边际敏感，修复性反弹诉求强烈。
- ◆ 1 到 6 月份，我国大豆进口累计 4283 万吨，同比转增 12%或 455 万吨，5 到 6 月份进口将创单月历史新高，到港需求旺盛。5 月中旬，国内豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为 148.2 万吨，远远低于去年同期的 270.7 万吨，油粕进入补库存状态。
- ◆ 策略推荐：
  - 1、粕类期货 9 月合约，在 5 月份确立价格谷底，即豆粕 2650-2750 区域、菜粕 2250-2350 区域。大豆天气市的不确定性和中美博弈等因素，决定价格转入季节性回升，粕类季节性多头配置。
  - 2、尽管东南亚棕榈油季节性增产周期将在进入四季度方能迎来拐点，但原油价格危机或已透支了油脂价格长期下跌动能。油脂板块转入多头配置，特别是棕榈油，持稳 4400-4500 重点参与趋势多单。对冲策略关注豆棕价差收窄套利。

## 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

粕类低位有筑底迹象，油脂低位波动仍有反复  
(2020-05-22)

再探年内低价区，关注油强粕弱市场结构 (2020-05-12)

豆粕恢复性反弹阻力重重，震荡往复 (2020-05-08)

低波动状态，国内供需偏紧价格震荡显强 (2020-04-10)

## 第一部分 市场关注要点解读和前瞻

### 一、市场关注新年度美豆播种形势

USDA 在 5 月美国大豆供需报告显示，USDA5 月报告中将美豆陈作出口预估大幅下调 1 亿蒲式耳，从而导致陈作库存的预估值从上月的 4.8 亿蒲上调至目前的 5.8 亿蒲。美新豆产量基本符合预期，根据趋线单产看 USDA 预计美国新豆产量将达到 41.25 亿蒲式耳，同比增加 5.68 亿蒲式耳，且美国中西部地区播种天气状况整体良好，美国国内疫情也并未影响种植进度，USDA 生长周报显示截至 5 月 24 日当周，20/21 年度美豆播种率 65%（预期 69%，5 年均值 55%），中下旬以来播种速度放慢。美豆种植初期进度较快，如果美国农户最终种植的大豆规模超过 USDA 的预期，那么美国新作大豆供应有望增加。

表 1. 美国大豆 5 月供需平衡表

SOYBEANS	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21
			Apr	May
			<i>Million</i>	
Area Planted	89.2	76.1	NA	83.5 *
Area Harvested	87.6	75	NA	82.8 *
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	50.6	47.4	NA	49.8 *
			<i>Bushels</i>	
Beginning Stocks	438	909	NA	580
Production	4428	3557	NA	4125
Imports	14	15	NA	15
Supply, Total	4880	4481	NA	4720
Crushings	2092	2125	NA	2130
Exports	1748	1675	NA	2050
Seed	88	97	NA	100
Residual	43	4	NA	35
Use, Total	3971	3901	NA	4315
Ending Stocks	909	580	NA	405
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.48	8.5	NA	8.2
Stock To Use Ratio	22.89%	14.87%		9.39%

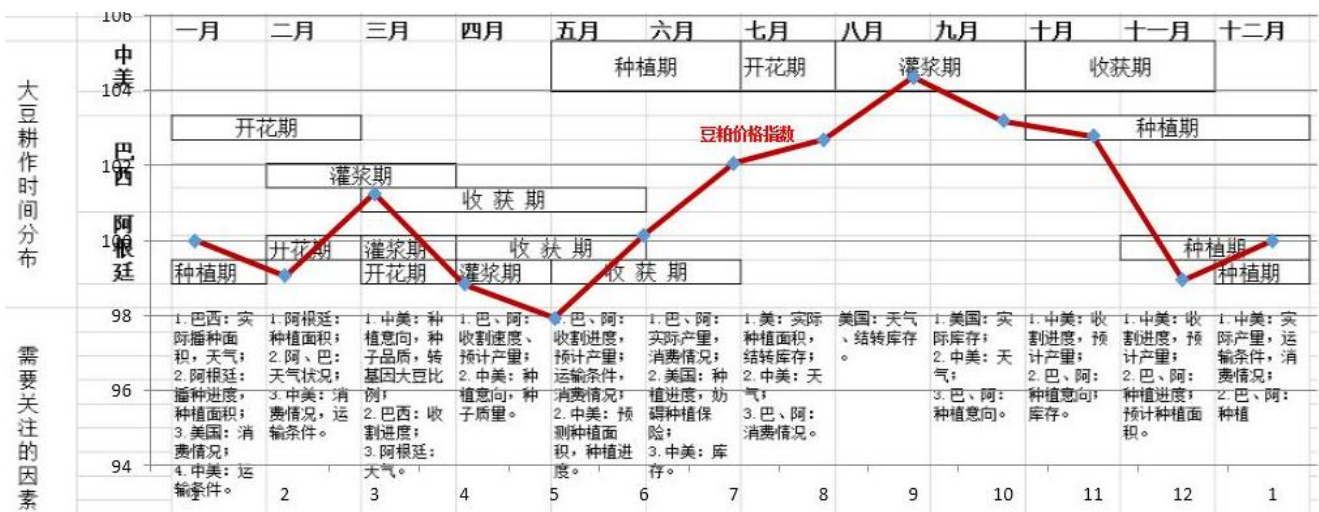
资料来源：USDA 新纪元期货研究

### 二、南美收获和集中供给，供给洪峰兑现

阿根廷罗交所，5 月预估显示，19/20 大豆收割进度达 85%。阿根廷农业部在 5 月月报显示，阿根廷 19/20 大豆播种面积保持在 1720 万公顷，较 18/19 年度 1700 万公顷增 1.2%；大豆产量预估保持在 5000 万吨，较 18/19 年度 5530 万吨降 9.6%。巴西大豆收割工作已经接近尾声，巴西农业部下属的机构 Conab 将 2019/20 年度巴西大豆产量预测数据由 4 月份的 1.221 亿吨下调至目前的 1.203 亿吨大豆，但这一数值仍为纪录高位。

巴西货币雷亚尔，年内的剧烈贬值推升了该国大豆出口季的销售，截止 5 月份，Soybean&Corn Advisor 数据显示，巴西农民已经卖出了其 2019/20 大豆产量的 80.6%，而今年这个时候的平均水平是 60%，之前的记录是在 2016 年创下的 67%；销售了 2020/21 大豆预期产量的 28.2%，而同期平均销售进度为 6.7%，之前的纪录是 12%。随着巴西收获季大豆的集中投放，巴西大豆库存处于四年最低，也远远低于上年同期，油世界预计 2020 年 6 月到 12 月期间巴西大豆出口将比上年同期减少 700 万吨。当巴西大豆出口窗口期关闭，或为芝加哥市场带来需求的希望，从这个视角来看，上半年美豆价格的低点已经被圈定。

表 2. 六月大豆生长的季节性关切在于北美种植



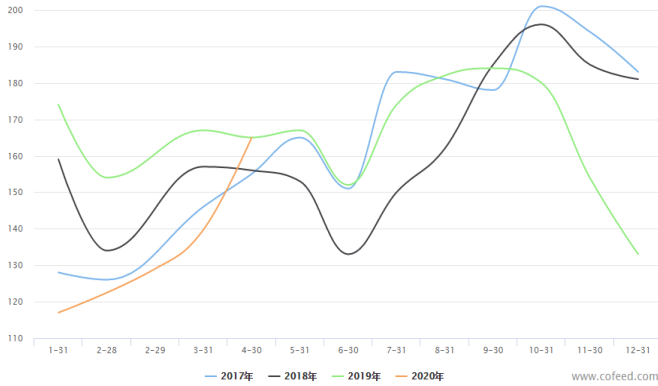
资料来源：新纪元期货研究

### 三、原油价格危机放大了棕榈油的沽空势头

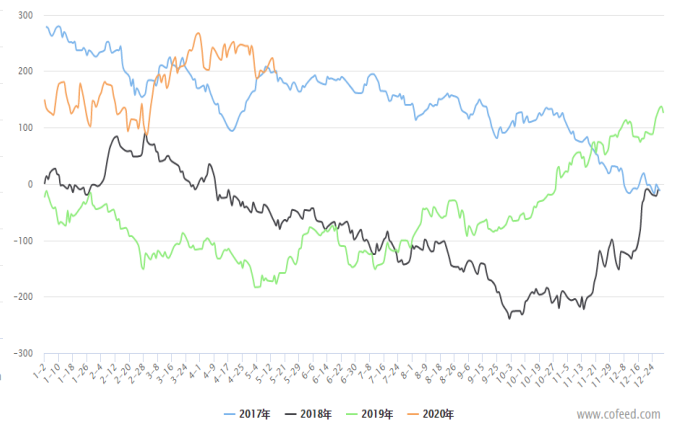
MPOB 数据显示，马来西亚 4 月棕榈油产量 165.3 万吨（预期 160.6，上月 139.7，上年同期 164.9）；出口 123.6 万吨（预期 122.5，上月 118.5，上年同期 165.1）；4 月末棕榈油库存 204.5 万吨（预期 191.0，上月 173.0，上年同期 273.0）。因国际原油跌至历史低价，东南亚生物柴油计划恐难推进，新冠肺炎疫情带来多国抗疫，损及出口需求，本季节性增产周期，棕榈油价格追随国际原油迅猛暴跌的节奏，价格长期超卖风险面临修复。WTI 原油摆脱负油价后，已转入巨大幅度的牛市波动，其中的 7 月合约脱离历史低位累计涨幅逼近 100%。

图 1. 马来西亚棕榈油月度产量季节性回升

图 2. 毛棕榈油与柴油价差处于近年历史高位



资料来源：天下粮仓



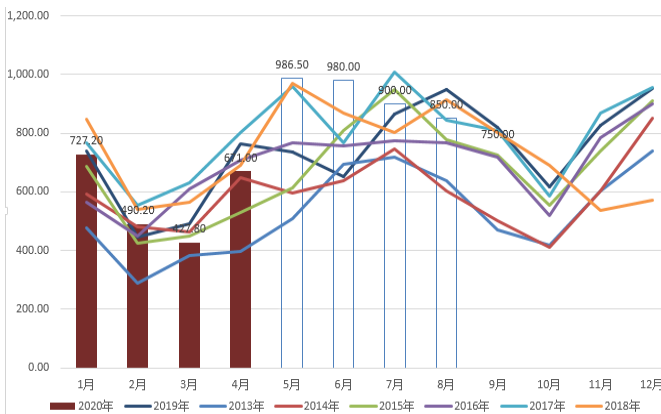
资料来源：天下粮仓

#### 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。

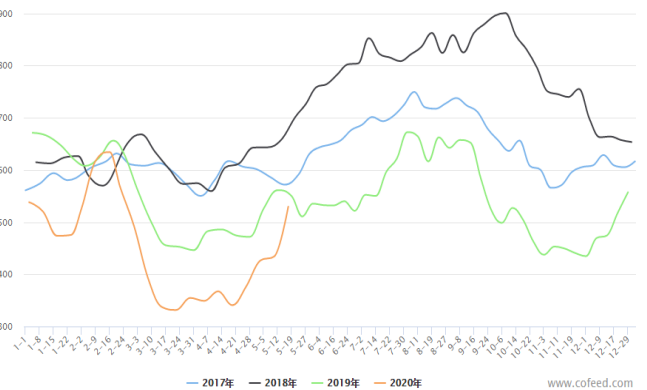
1 到 6 月份，我国大豆进口累计 4283 万吨，同比转增 12%或 455 万吨。5 月 17 日，国内大豆库存 529.53 万吨，去年同期 549.5 万吨，前年为 701 万吨，大豆库存恢复增长。

图 3. 我国大豆到港预期逐月变动图



资料来源：Wind

图 4. 我国大豆库月库存变动图

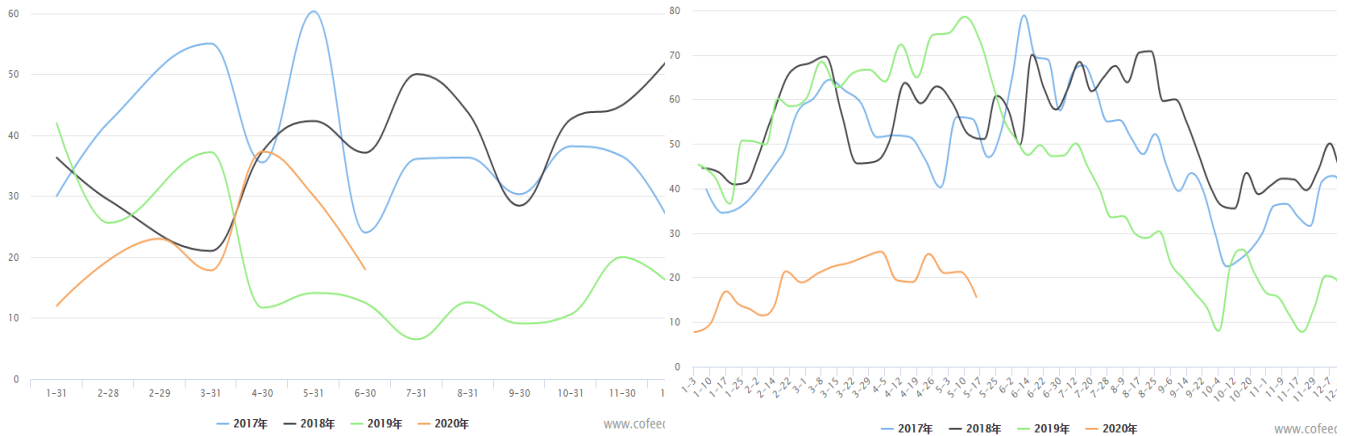


资料来源：Cofeed

国内进口菜籽库存处于近年历史偏低水平，不过有显著同比增长。4-6 月份预计到港 37.3 万吨、30 万吨和 18 万吨，而去年同期分别为 11.7 万吨、14.1 万吨和 12.5 万吨，到港量出现改善。国内菜籽库存水平偏低。截止到 5 月 15 日为 15.65 万吨，去年同期 72.9 万吨，前年同期 51.1 万吨。

图 5. 国内菜籽到港量恢复增长

图 6. 国内进口菜籽库存水平偏低



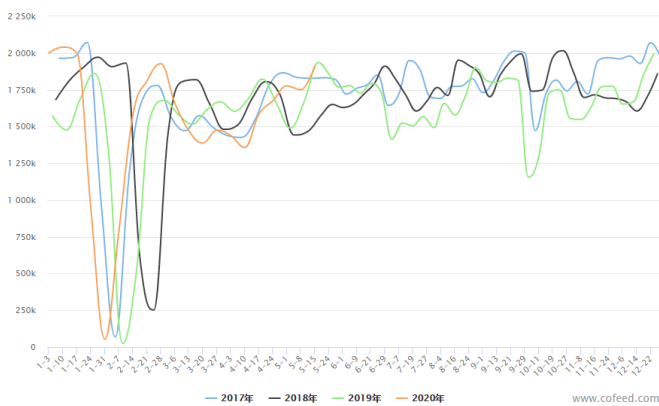
资料来源：Cofeed

资料来源：Cofeed

### 2、国内油籽压榨量偏低

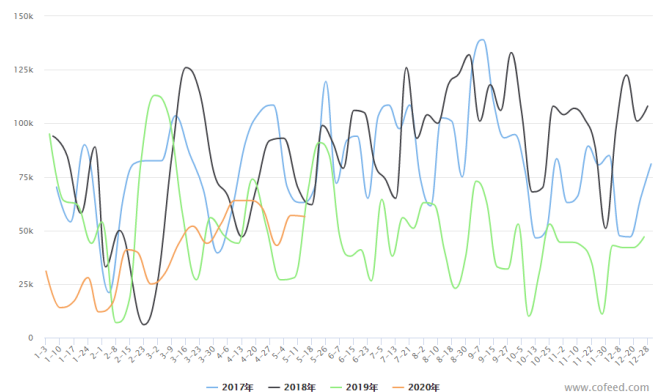
Cofeed 数据显示，4 月周度压榨量现在低于历史水平，其中，5 月第二周压榨量 191.22 万吨，去年同期 193.56 万吨，前年为 158.24 万吨。5 月第二周进口菜籽压榨量 5.65 万吨，5 月周度菜籽压榨量处于显著回升趋势。

图 7. 国内大豆周压榨量周度变动图



资料来源：Cofeed

图 8. 进口菜籽周度压榨量缓慢回升



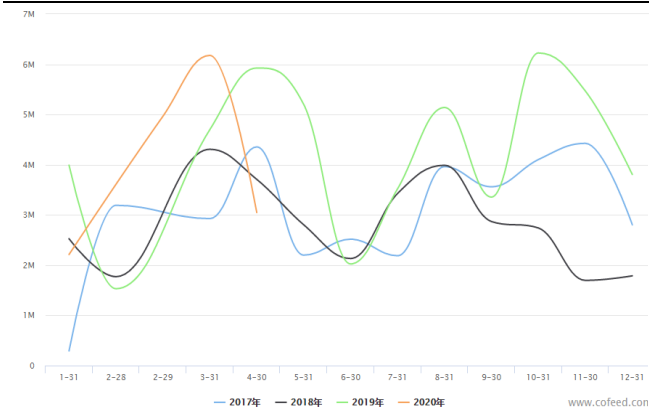
资料来源：Cofeed

### 3、国内豆粕库存恢复增长

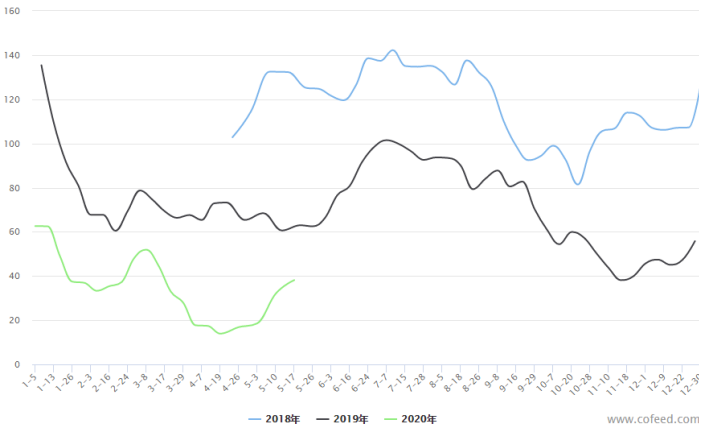
国内部分地区豆粕月度成交量显示，4 月份成交 304.8 万吨，较去年同期 592.5 万吨有显著回落，显示成交需求转淡。截止到 5 月 17 日，国内豆粕库存 38.14 万吨，显著低于去年同期的 63 万吨，库存水平为历史偏低状态。

图 9. 部分地区豆粕月成交量同比转淡

图 10. 国内豆粕库存为历史偏低区回升



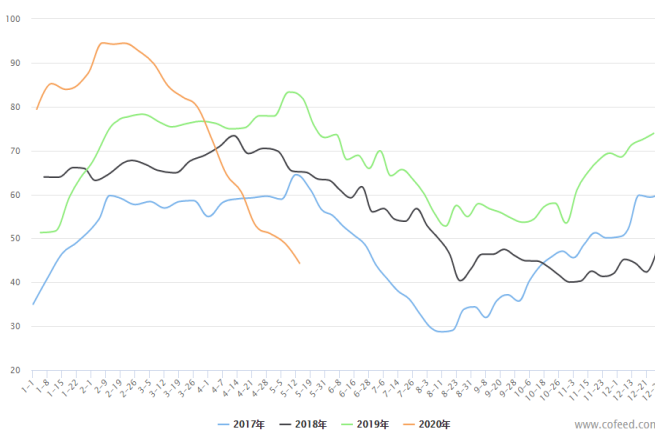
资料来源: Cofeed



资料来源: Cofeed

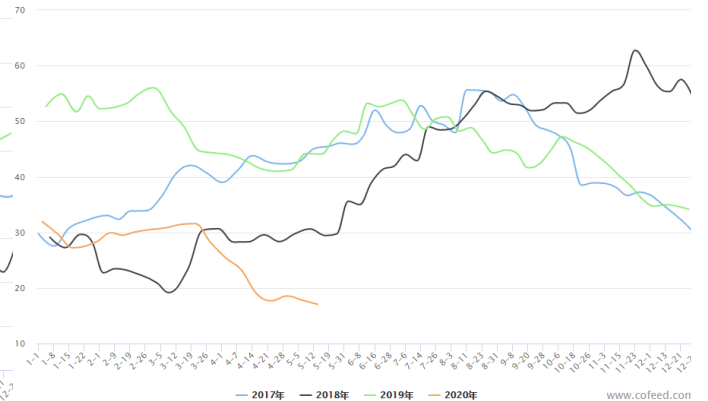
5月15日,国内豆油商业库存数量为86.83万吨,大幅度低于去年同期的144.94万吨水平,前年同期为130.82万吨,压榨增加导致豆油库存缓慢回升。5月15日,国内棕榈油库存44.32万吨,远低于去年同期81.71万吨;菜油库存17万吨,远低于去年同期44万吨;豆油、菜油、棕榈油等三大油脂总库存数量为148.2万吨,远远低于去年同期的270.7万吨,前年同期为225万吨。

图 11. 国内棕榈油库存近两个月下滑 36%



资料来源: Cofeed

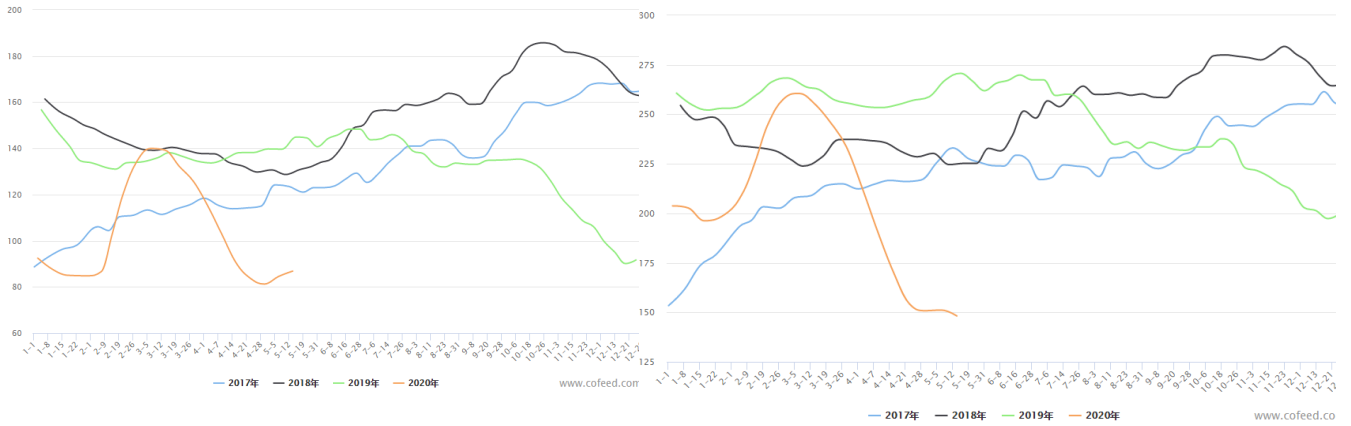
图 12. 国内菜油库存仍持续低迷



资料来源: Cofeed

图 13. 国内豆油库存缓慢回升

图 14. 三大植物油总库存较 3 月峰值下滑 82%



资料来源: Cofeed

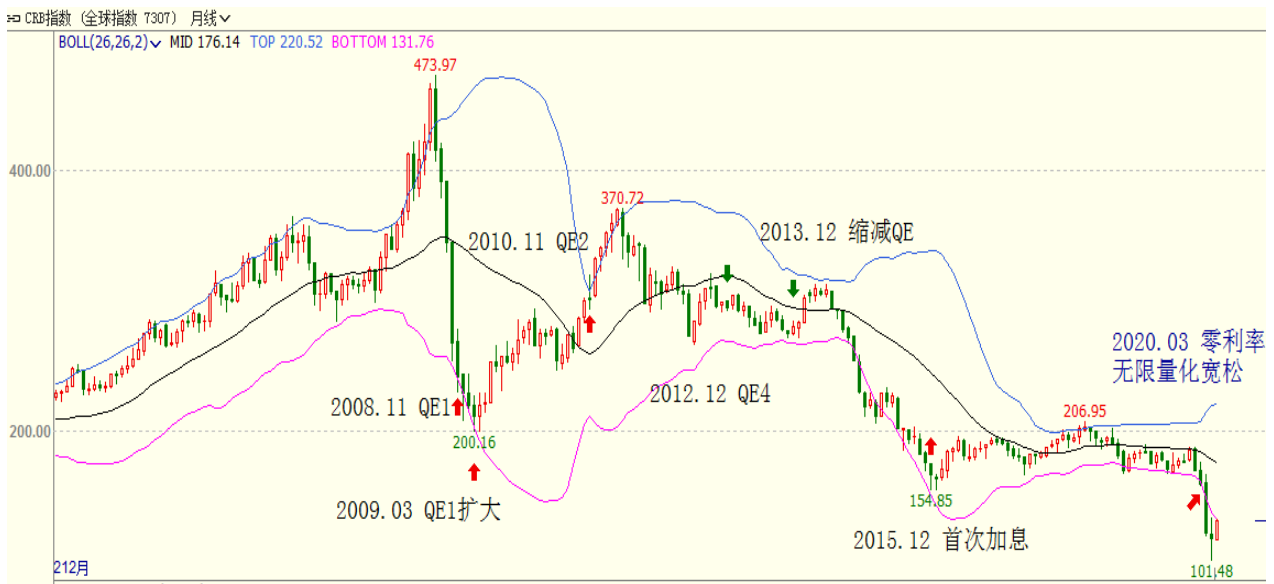
资料来源: Cofeed

## 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，月线图谱或经历着 c5 熊市的尾部急跌，当前在新冠肺炎疫情危机、原油价格危机等冲击下，跌势加深创新低，月线级别有止跌迹象，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增加。

图 15. 熊市尾部急跌，CRB 商品价格指数经四个月大跌超 45%

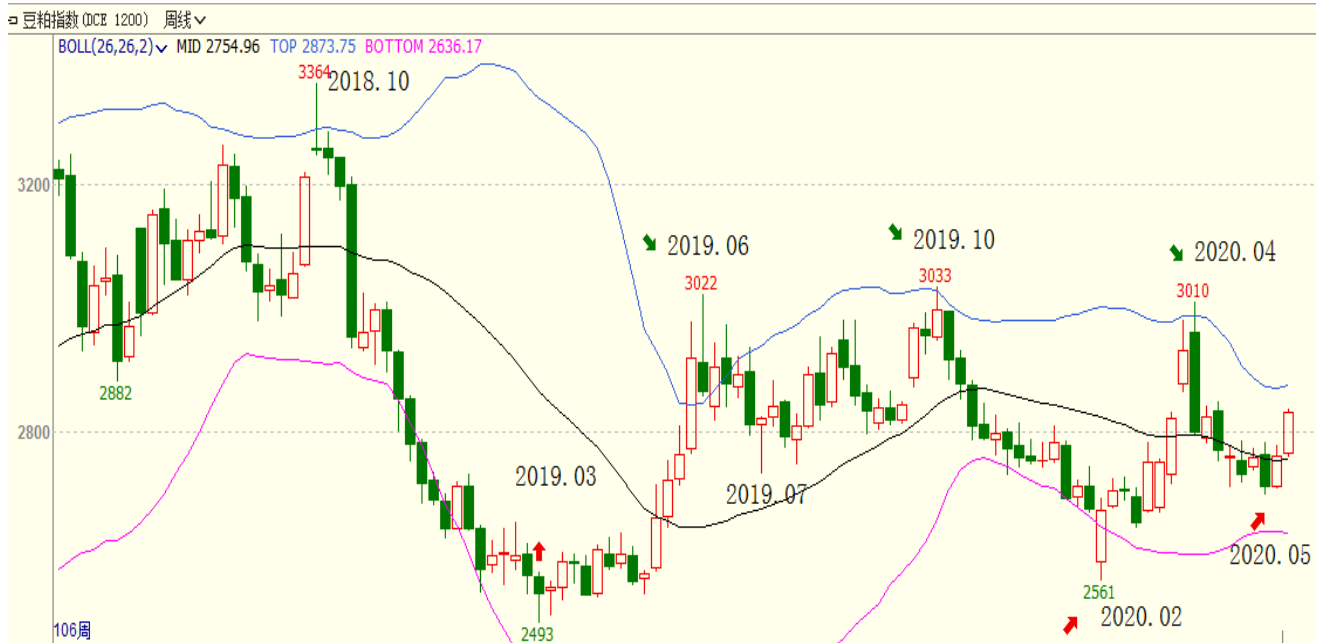


资料来源: 文华财经 新纪元期货研究

### 二、主要商品技术图表分析

2020 年初，豆粕价格指数回到近两年 2500-3000 波动区间的下端。5 月敲定 2700，计入季节性压力，或圈定上半年次低点，转入季节性回升行情，或冲击今年区间上轨。

图 16. 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。熊市探明低点，沽空动能衰竭。

图 17. 关注 DCE 豆油期货价格指数熊市沽空动能衰竭



资料来源：文华财经 新纪元期货研究



### 第三部分 6 月份主要交易策略推荐

---

1、粕类期货 9 月合约，在 5 月份确立价格谷底，即豆粕 2650-2750 区域、菜粕 2250-2350 区域。南美大豆较快收割进度和北美史上最快播种进度所带来的沽空动能衰竭，大豆天气市的不确定性和中美博弈等因素，决定价格转入季节性回升，粕类季节性多头配置。

2、国际原油摆脱负油价阴霾进入牛市波动，外溢提振油脂板块止跌，穆斯林斋月需求以及印度恢复购买马来西亚棕榈油等利多因素，增强超跌市场买兴热情。尽管东南亚棕榈油季节性增产周期将在进入四季度方能迎来拐点，但原油价格危机或已透支了油脂价格长期下跌动能。油脂板块转入多头配置，特别是棕榈油，持稳 4400-4500 重点参与趋势多单。对冲策略关注豆棕价差收窄套利。（完）

**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#