

油粕共振上扬，牛市波动有望延伸

内容提要：

- ◆ 大宗商品市场过热，“512”以来，高层等有关部委频繁喊话和调研，抑制过度投机，加强市场监管，保供稳价。这在季节性需求淡季中，起到立竿见影的效果，引发期货市场普遍的动荡回落。国内 PMI 及经济增速有同比显著走弱迹象，西方主要经济体货币政策有边际收紧预期，将会使得下半年市场环境趋向复杂。
- ◆ USDA5 月新作报告利多兑现后，引发芝加哥大豆在 5-6 月份下跌，以对过去 11 个月连续上涨做技术休整。芝加哥谷物在三季度进入关键生长期，干旱天气形势可能会引发阶段性炒作，这是市场恢复性上涨的季节性动力。只是 5 月份以后，厄尔尼诺-南方涛动 (ENSO) 转入中性，降低远期作物天气风险，现实与预期的博弈，将放大豆系粕价的季节性波动。
- ◆ 棕榈油主产国马来西亚和印尼面临新冠疫情的困扰，其中，马来西亚将无限期延长其行动管制令 (MCO)，直至控制感染率。这损害了东南亚棕榈油恢复性增产的潜力，限制了油脂季节性调整的时间和空间，或利于油脂圈定年中低点，转入新的多头趋势。
- ◆ **策略推荐：**

一、三大油脂牛市多头配置。考虑到美国生物柴油产能扩张需求增长的潜力、东南亚恢复性增产力度欠佳等基础问题，菜籽油 1 月合约，核心波动区间 9600-10600、豆油 1 月合约，核心波动区间 8000-9000、棕榈油 1 月合约，核心波动区间 6800-7800，均宜关注突破性上涨博弈多头配置。

二、双粕关注三季度多头交易。一季度，豆粕、菜粕分别高位下跌 555 点、459 点或跌 15%，以计入南美丰产压力和季节性需求疲弱。二季度市场将交易北美播种的不确定性，和北美大豆供需偏紧库存低迷的现实。豆粕、菜粕预计完成筑底，三季度进入季节性主回升浪行情，核心波动区间分别为 3500-4000、2900-3400。

三、对冲策略。7 月初，1 月豆油棕榈油期货价差在 1200 元下方震荡，考虑到季节性天气升水因素，三季度博弈 YP 价差扩大交易，预计目标区域 1600-1700。

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

季末报告前油脂恢复反弹，
粕价维持震荡 (2021-06-25)

断崖式下跌吞没年内涨幅，
油脂跌势尤甚 (2021-06-18)

6 月供需平淡落幕，市场表现
不温不火 (2021-06-11)

市场进入高波动状态，上涨
新动力需天气市况诱导
(2021-05-28)

第一部分 市场关注要点解读和前瞻

一、美国农业部确认新作供需紧张基调

USDA 5 月新作报告利多兑现后，芝加哥大豆结束了连续 11 个月上涨，止步 1667 后展开月线级别调整，金融市场“买预期，卖事实”，高价延续的条件往往会趋向苛刻。芝加哥市场 5 月中旬至 6 月中旬出现显著下跌，因美国谷物播种面积存在扩张预期，且远期天气形势利于作物生长。

USDA 在 6 月报告中，提高了美国大豆新作的单产和产量前景，调降了出口数据，美国 2021/22 年度大豆结转库存顺势提高至 1.55 亿蒲，增长 14.81%，美豆库存消费比由 2.96% 小幅上调至 3.51%（见表 1）。美豆库销比从历史较低水平恢复性增长，只是供需紧张局面未有实质性改变。

USDA 认为 2021/22 年度用于生产生物燃料的豆油消费将达到 120 亿磅（544 万吨），这比 2020/21 年度的 95 亿磅将要增长 25 亿磅，幅度 26.3%，为近 10 年来的最大增幅。在这种形势下，2021/22 年度的美国国内食用消费将被迫下滑 6.46%，创下 22 年来美国豆油食用消费的新低；同时出口被迫减少 23.68%。基于美国生物柴油产能的扩张前景，USDA 对新年度的美国豆油消费预测出现了一些异常显著的变化，生物燃料的消费需求将严重挤压食用消费和出口，同时被迫增加进口，美国豆油库存消费比降至 5.6% 历史低位（见表 2）。价格的响应上，芝加哥豆油仍在历史持续时间最长、上涨空间最大的一轮牛市进程中。

美国农业部 (USDA) 7 月 1 日季度报告显示，美国 2021 年大豆种植面积预估为 8755.5 万英亩（预期 8895.5，3 月 8760，2020 年 8308）；6 月 1 日当季美国大豆库存为 7.66781 亿蒲式耳（预估为 7.87，去年同期 13.81）。季度库存处于近六年同期最低，面积扩张逊于预期，为芝加哥大豆维系高价带来支持（见图 1）。

表 1. 美国大豆 6 月供需平衡表

SOYBEANS	2019/20	2020/21	2021/22 Proj. May	2021/22 Proj. Jun	较上年度变动
			<i>Million Acres</i>		
Area Planted	76.1	83.1	87.6 *	87.6 *	5.42%
Area Harvested	74.9	82.3	86.7 *	86.7 *	5.35%
			<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	47.4	50.2	50.8 *	50.8 *	1.20%
			<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	909	525	120	135	-74.29%
Production	3552	4135	4405	4405	6.53%
Imports	15	35	35	35	0.00%
Supply, Total	4476	4695	4560	4575	-2.56%
Crushings	2165	2175	2225	2225	2.30%
Exports	1682	2280	2075	2075	-8.99%
Seed	96	102	104	104	1.96%
Residual	9	4	15	15	275.00%
Use, Total	3952	4560	4420	4420	-3.07%
Ending Stocks	525	135	140	155	14.81%
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.57	11.25	13.85	13.85	
Stock to Use Ratio	13.28%	2.96%	3.17%	3.51%	

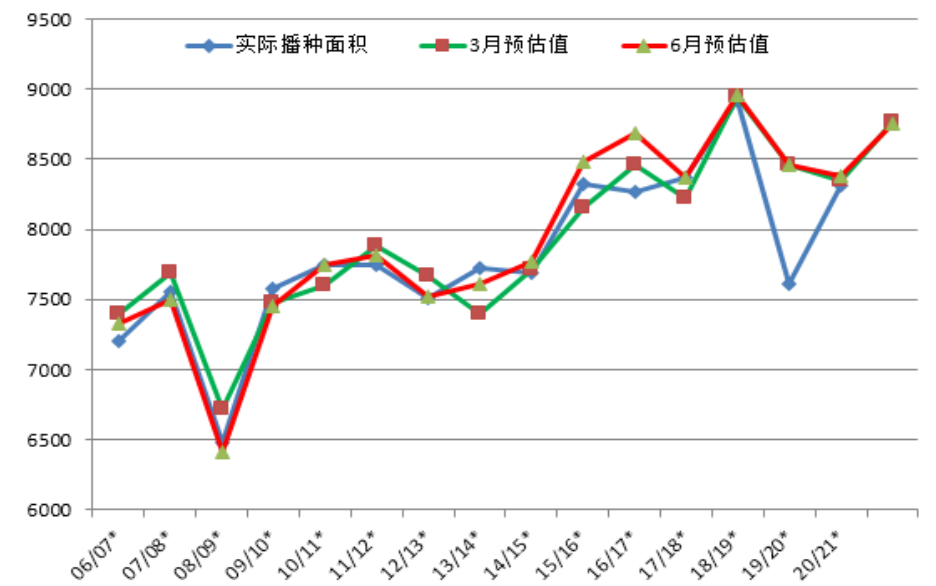
资料来源：新纪元期货研究

表 2. 美国豆油 6 月供需平衡表

SOYBEAN OIL	2019/20	2020/21	2021/22 Proj. May	2021/22 Proj. Jun	较上年度变 动
	<i>Million Pounds</i>				
Beginning Stocks	1775	1853	1818	1808	-2.43%
Production 4/	24911	25380	25945	25945	2.23%
Imports	319	300	600	600	100.00%
Supply, Total	27006	27533	28363	28353	2.98%
Domestic Disappearance	22314	23825	25400	25400	6.61%
Biofuel 3/	8658	9500	12000	12000	26.32%
Food, Feed & other	13656	14325	13400	13400	-6.46%
Exports	2839	1900	1450	1450	-23.68%
Use, Total	25153	25725	26850	26850	4.37%
Ending stocks	1853	1808	1513	1503	-16.87%
Avg. Price (c/lb) 2/	29.65	59	65	65	
Stock to Use Ratio	7.37%	7.03%	5.64%	5.60%	

资料来源：新纪元期货研究

图 1. 美国大豆播种面积变动趋势

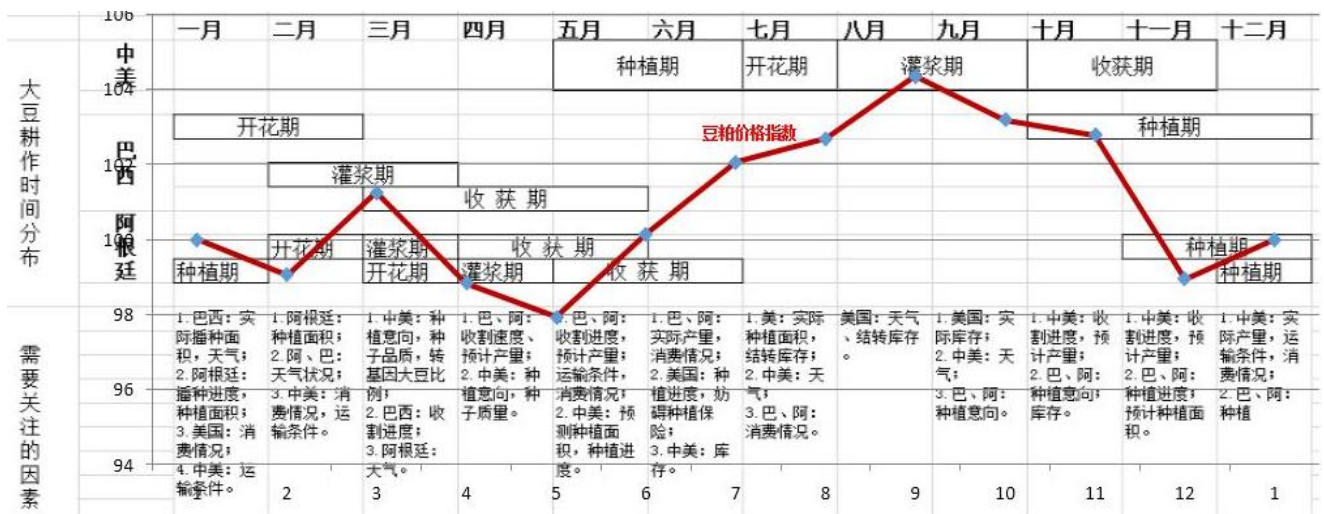


资料来源：新纪元期货研究

二、美国谷物面临干旱困扰，关注生长优良率演变

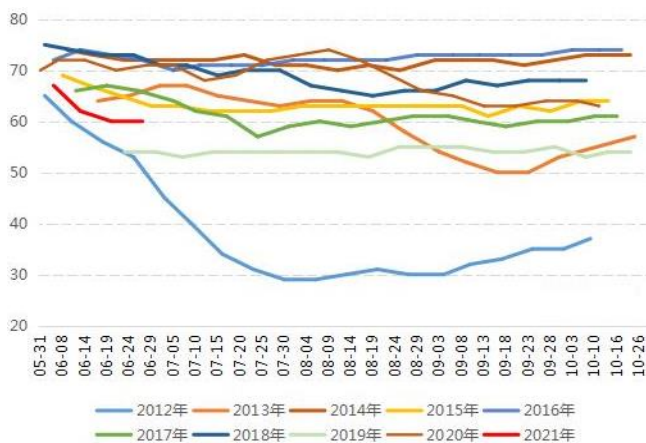
美国农业部每周作物生长报告显示，截至 2021 年 6 月 27 日当周，美国大豆生长优良率为 60%，低于市场预估均值 61%，与前周持平，大幅低于去年同期的 71%。其中占美国北部地区种植面积 23%的明尼苏达州、南达科他州、北达科他州处于干旱状态，当地美豆优良率仅为 45%、25%及 26%。美国玉米优良率连续四周下修至 64%，较预测值低了两个百分点，明显逊于去年同期水平。长势最差的南达科他州优良率仅有 24%，北达科他州和明尼苏达州也只有 40%左右。美国谷物生长优良率可能关系作物单产前景，需要密切关注进入关键生长季的天气演变。根据作物季节性规律，预计天气炒作窗口期在 8 月份后关闭，届时临近三季度，注意价格收获季压力的释放（见表 3）。

表 3. 三季度关注美国大豆定产形势



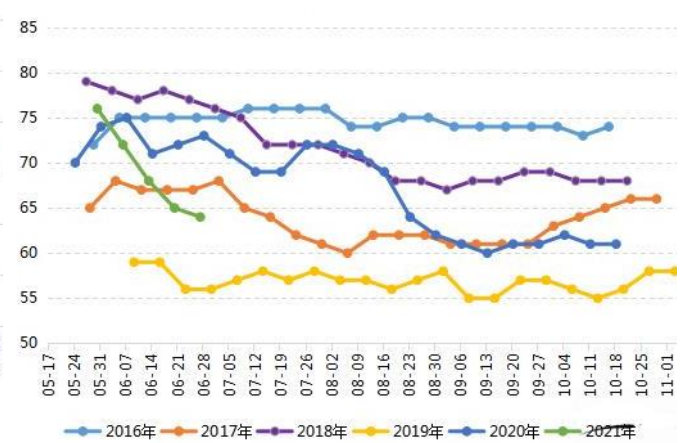
资料来源：新纪元期货研究

图 2. 美国大豆生长优良率变动



资料来源：Wind

图 3. 美国玉米生猪优良率变动

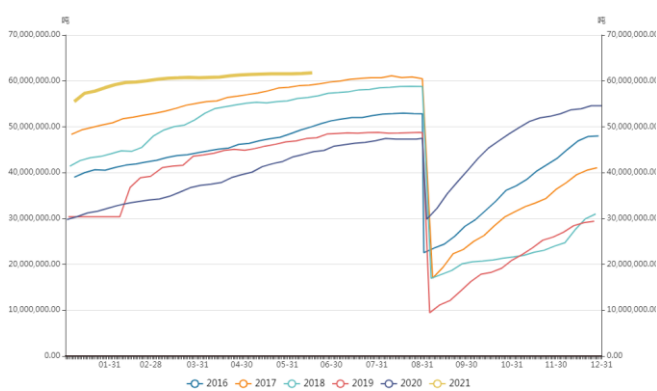


资料来源：Wind

三、美国大豆出口季尾声，国内采购步伐放缓

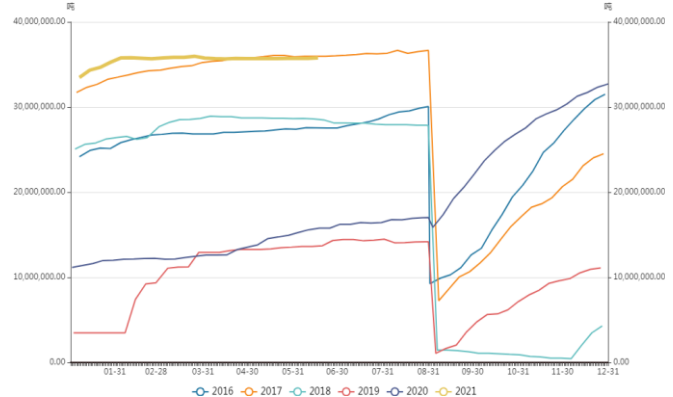
截至6月17日当周，2020/21年度，美豆累计销售6175.95万吨为同期最高，去年同期为4458.02万吨，完成全年出口销售目标(6205)的99.53%，是同期最快；当周，对中国累计销售3577.76万吨同期最高，去年同期1577.53万吨。5月27日，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琦通话，双方认为发展双边贸易非常重要，并就彼此关心的问题交换了意见，同意继续保持沟通。自2020年1月中美签署了第一阶段贸易协议之后，中国加大了包括大豆在内的美国农产品的采购，且由于巴西收割推迟导致的出口进度放缓，美国大豆出口量加大。美豆出口销售季进入尾声，其自身低库存可供出售大豆数量有限，面临进口补充库存的境地。

图 4. 新的销售年度美豆出口旺盛（累计值）



资料来源：Wind

图 5. 美豆对华出口销售旺盛（累计值）



资料来源：Wind

四、厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）转入中性，降低远期天气风险

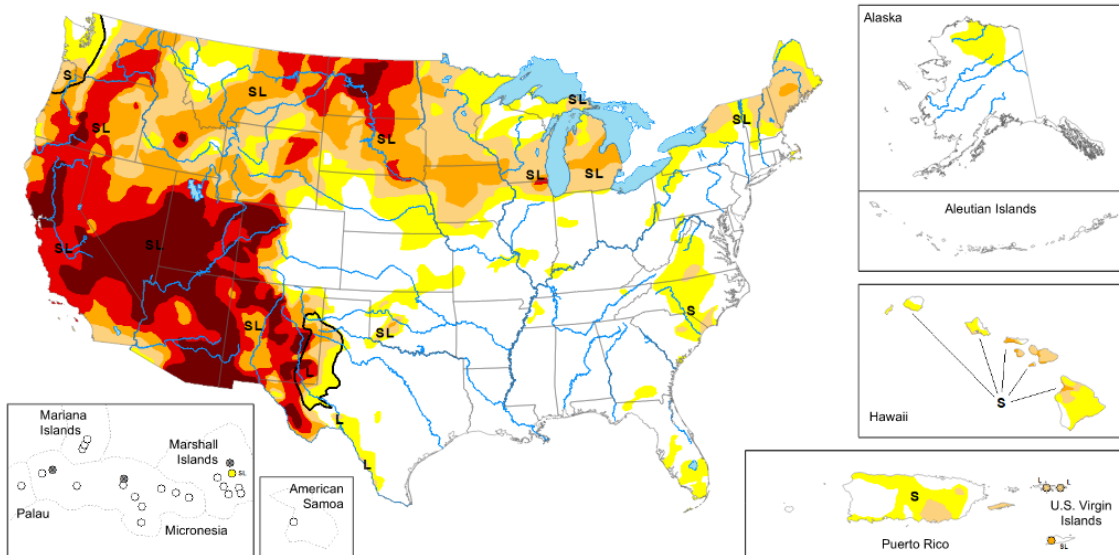
根据美国干旱监测机构的数据，截止6月下旬，西部极端（D3）到异常（D4）干旱连续第三周创下纪录，覆盖了美国西部49.7%的地区。2020/2021年干旱之前的最高点是2002年7月23日，为45.3%。截至2021年6月22日，美国39.89%的地区处于干旱状态（见图6）。美国春旱至今，对该国农业生产和生活带来一定困扰，不过挺进历史次高价格的芝加哥谷物，在5月份出现动荡下跌，很显然，资金调仓和预期性交易，比干旱现实本身，对价格更优影响力。需注意，干旱形势的演变，在中短期助推季节性买盘卷土重来。

5月中旬，美国国家气象局下属的气象预测中心（CPC）宣布，拉尼娜天气已经结束。同时至今已有多多个气象机构宣布拉尼娜结束，6月份，世界气象组织也正式宣布，根据海洋和大气指标，2020-2021年拉尼娜事件已经在5月份结束，目前太平洋已经回到中性状态。虽然拉尼娜现象的部分监测地区依然表现出了“冷”的现象，但是综合情况来说，拉尼娜的发展已经结束了。中性的天气模式，将会利于美国作物的生长。

图 6. 美国短期干旱监测

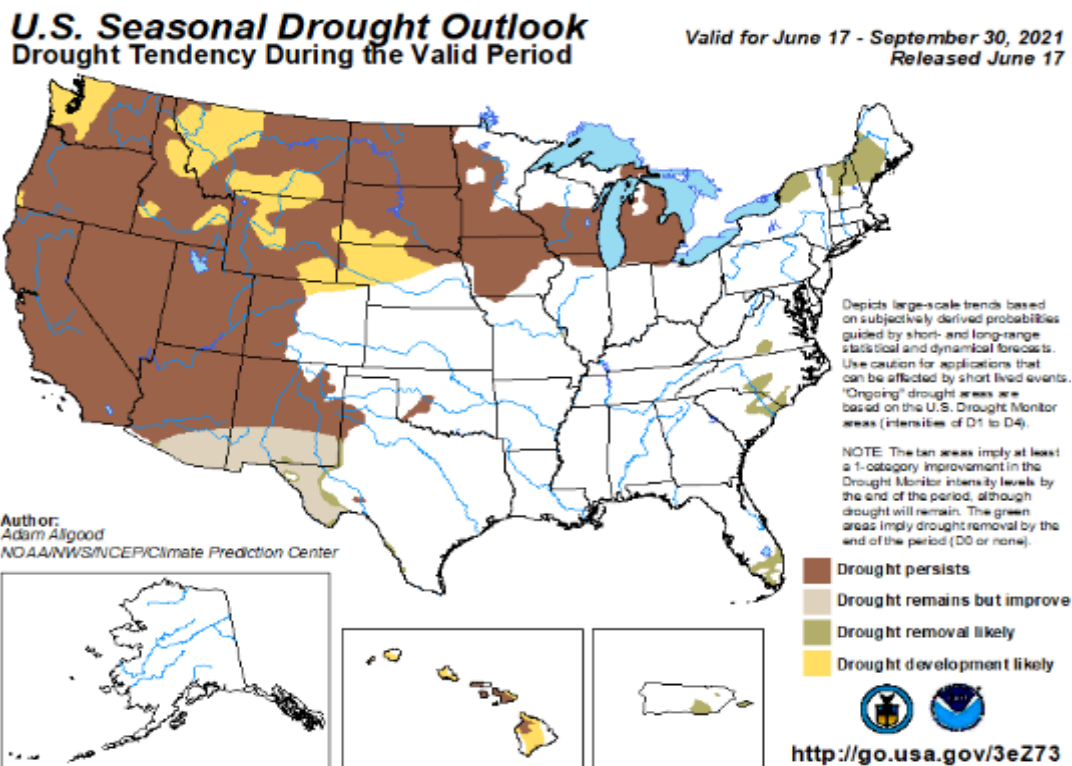
Map released: June 24, 2021

Data valid: June 22, 2021



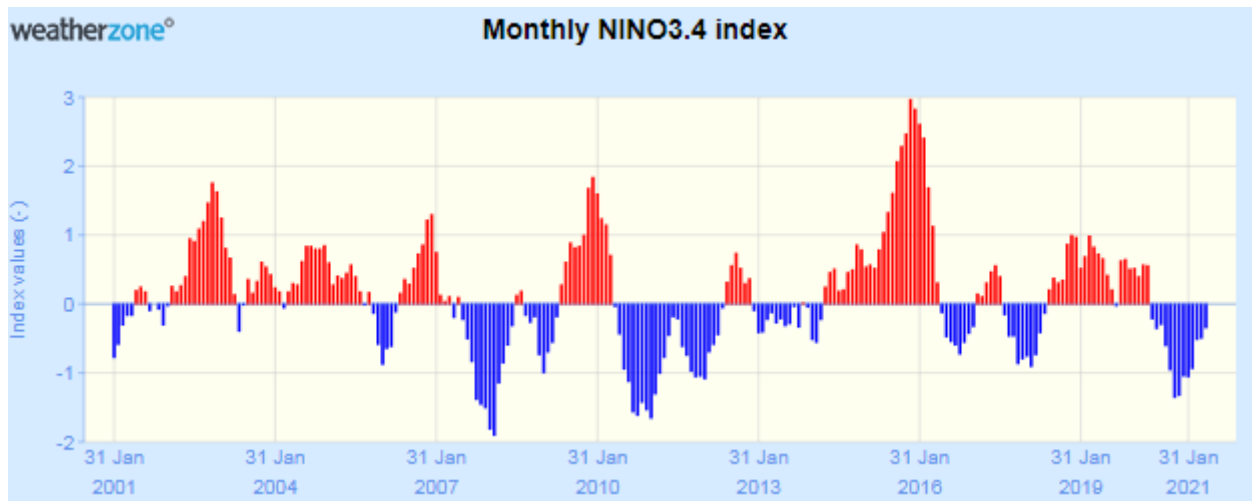
资料来源: NOAA

图 7. 美国季度干旱形势展望



资料来源: NOAA

图 8. 厄尔尼诺指数示意图



资料来源: Weatherzone.com

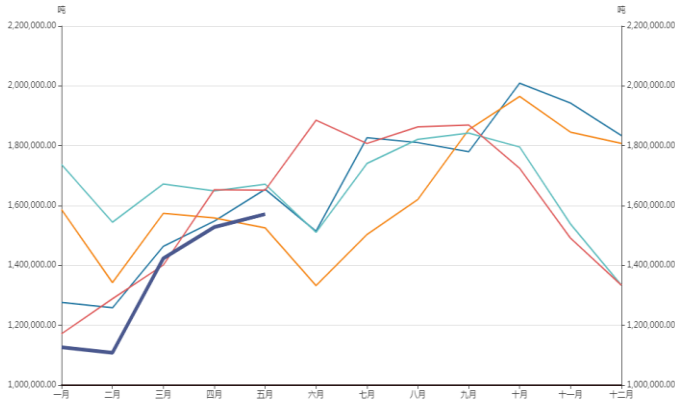
五、东南亚棕榈油季节性增产低于季节性

MPOB 在 6 月 10 日发布马来西亚棕榈油的官方供需数据, 截至 5 月底马来西亚毛棕榈油库存增加 1.49% 至 157 万吨, 连续第三个月环比回升, 但低于此前市场预期; 毛棕榈油产量环比增长 2.84% 至 157 万吨, 刷新七个月高位, 基本符合预期; 棕榈油出口下降 6.01% 至 127 万吨, 显著低于预期, 此前市场预估出口料增加 0.9% 至 135 万吨。虽然在产量增长出口下滑背景下马棕 5 月库存仍保持回升态势, 但因累库速度慢于市场预期, 市场引以为利好。

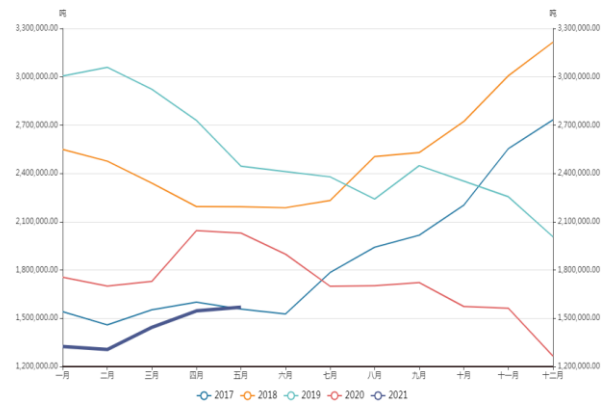
马来西亚全国封锁原计划推迟到 6 月 28 日, 但随着新增确诊病例的持续攀升, 马来西亚将无限期延长其行动管制令 (MCO), 以打击 Covid-19 的传播, 直到该国达到可控的感染率 (降低每日感染率和维持疫苗接种水平等)。6 月末, 印度尼西亚在评估了当前的疫情状况和经济状况后, 下令实施紧急限制令 (PPKM)。这项限制令将于 7 月 3 日开始实施, 截止至 20 日, 据此, 所有非必要的办公活动 100% 必须在家进行, 商场也必须关闭。东南亚两大棕榈油主产国面临抗疫封锁等考验, 特别是其中的马来西亚频现劳工短缺问题, 影响了棕榈油的产出潜力的释放。

图 9. 马来西亚棕榈油产量季节性波动

图 10. 马来西亚棕榈油库存恢复仍缓慢

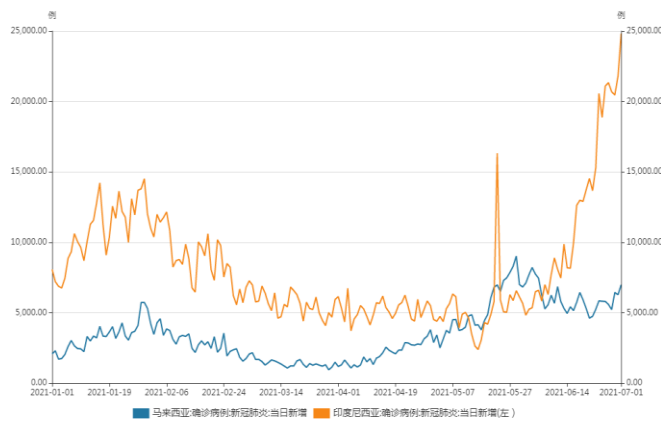


资料来源：Wind



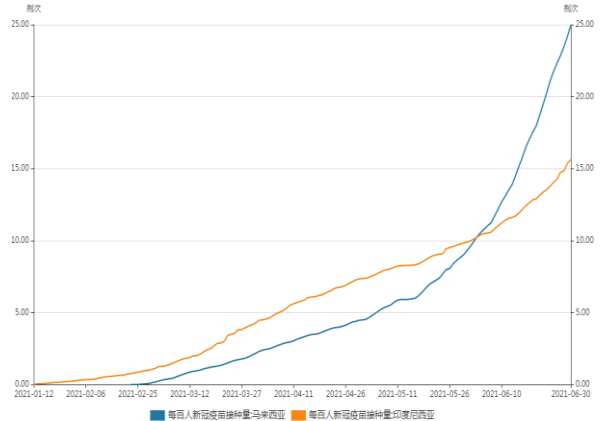
资料来源：Wind

图 11. 马来西亚和印尼单日新冠确诊病例变动



资料来源：Wind

图 12. 马来西亚和印尼每百人新冠接种量



资料来源：Wind

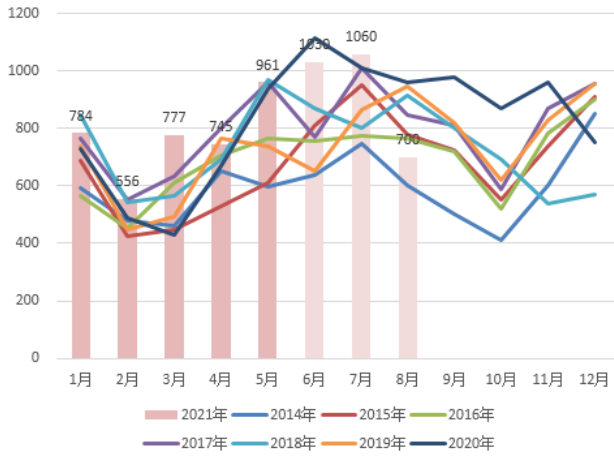
六、国内豆系油脂供需结构性变化

1、国内油籽到港量及库存

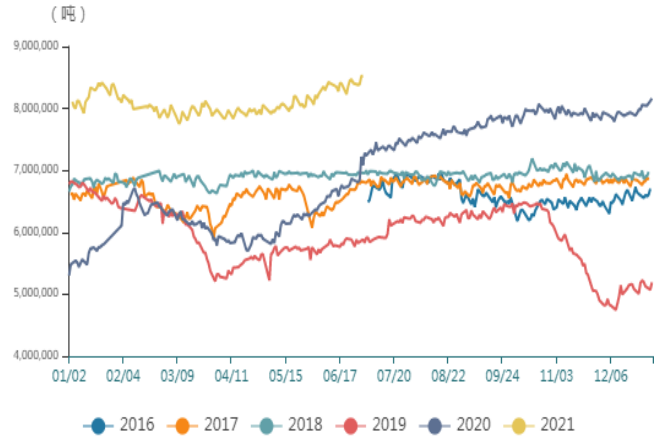
根据第三方数据综合判断 1 到 6 月份，预计我国大豆进口累计 4853 万吨，同比增 11%。截止 2021 年 07 月 01 日，进口大豆港口库存为 852.6 万吨，去年同期为 708 万吨。从季节性来看，大豆港口库存位于历史较高水平，国内大豆到港充裕。

图 13. 我国大豆到港预期逐月变动图

图 14. 我国港口大豆库存变动图



资料来源: Wind

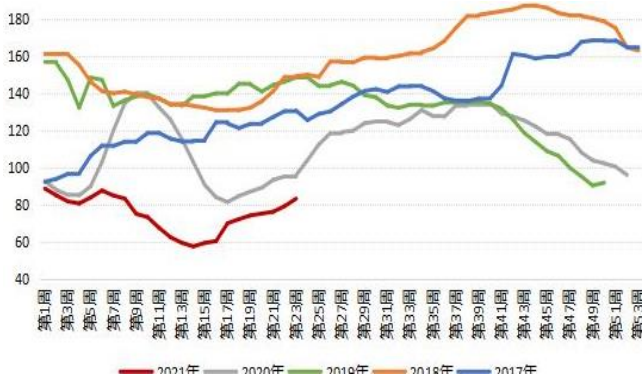


资料来源: Wind

截至6月21日当周,全国主要油厂豆油库存84万吨,较上月同期增加9万吨,但仍处于多年同期低位;截止6月21日当周,全国主要港口棕榈油库存为34.2万吨,连续第四周环比回落,创过去五年同期新低。虽然棕榈油库存连续走低,但因菜油库存增幅明显,总体上看国内油脂库存在重建过程中。

国内大豆到港量庞大,豆粕库存上升使得部分油厂因胀库停机限产,截止6月25日,国内主要油厂豆粕库存114万吨,比上年同期增加15万吨,处于历史较高水平。因水产价格较高养殖利润丰厚,下游投苗积极性较强,水产养殖消费总体趋于增长,截止6月25日当周,菜粕库存降至38800吨,连续五周下滑,已经回落至往年同期水平附近。

图 15. 国内豆油商业库存 (万吨)



资料来源: Cofeed

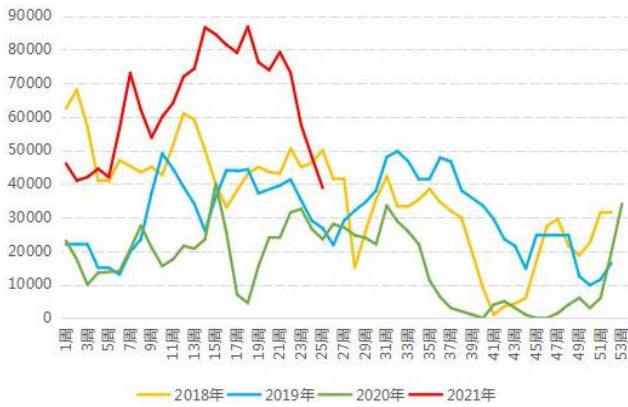
图 16. 国内主要港口棕榈油库存变动图



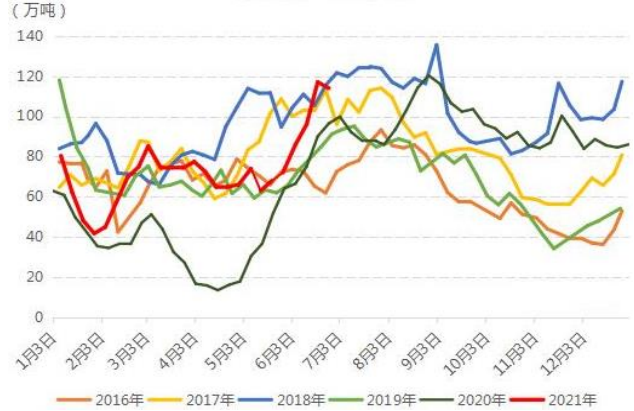
资料来源: Cofeed

图 17. 两广及福建油厂菜粕库存 (吨)

图 18. 国内沿海油厂豆粕库存 (万吨)



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，月线图谱牛市波动在延伸，录得 2015 年 8 月份以来最高。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。

危机以来当前累计涨幅 77%，2020 年 9 月份、10 月份的调整印证为次要趋势，后连涨 4 个月突破十数年前熊市反压线，逼近月线级别布林上轨，牛市上涨通道完好，预计牛市波动将延伸，但需注意布林通道上轨技术反压的化解。

图 19. CRB 商品价格指数月线牛市上涨延续



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

大连豆粕价格指数，在 2021 年 1 月份最高挺进 3792，是过去 8 年以来的次高点。高价不稳高位巨震回落止跌 3200，长期图表仍为牛市波动，核心波动区间上移至 3200-4000，9 月份前关注价格牛市延伸，此后注意季节性休整风险。

图 20. DCE 豆粕价格指数收复年内跌幅重启升势



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，2020 年 5 月启动牛市上涨以来，迄今最大累计涨幅 4000 点或 70%，挺进近八年高价区，2021 年 3 到 6 月份迄今，止步 9200 附近，即 1/3 速阻线处。该位为技术关键位，突破持稳将酝酿大级别牛市延伸，关注反压后市突破形势。

图 16. DCE 豆油期货价格指数速阻线承压关注方向突破



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第三部分 下半年市场主要交易策略推荐

5月12日，李克强总理主持国务院会议，要求有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，加强货币政策和其他政策配合。

5月19日，李克强总理主持国务院常务会议，要求高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，要保障供应，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。

5月21日，刘鹤副总理主持召开国务院金融稳定发展委员会会议，提出要严防外部风险冲击，有效应对输入性通胀，加强语气管理，强化市场监管，做好应对预案和政策储备。

5月25日，李克强总理在宁波考察时表示，会想方设法做好大宗商品的保供稳价工作，合理引导市场预期。既要适当储备、进行调控，又要打击囤积居奇，以支持企业应对成本上升等经营困难，努力防止向居民消费价格传导。

当日，中国国家发展改革委发布“十四五”时期深化价格机制改革行动方案，要求健全重点商品监测预测预警体系，包括做好铁矿石、铜、玉米等大宗商品价格异动应对。

5月26日，国务院常务会议提出，要多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响。用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作，做好保供稳价；打击囤积居奇、哄抬价格等行为。

6月5日，发改委透露，与市场监管总局派出联合调研组，赴河南调研小麦市场情况。

6月17日，发改委、市场监管总局，联合对煤炭市场运行和价格变动情况进行了联合调研。

6月21日，发改委和市场监管总局联合调研铁矿石现货市场交易情况。

6月28日，发改委、市场监管总局日前联合调研尿素市场和价格情况。

大宗商品市场过热，“512”以来，高层等有关部委频繁喊话和调研，抑制过度投机，加强市场监管，保供稳价。这在季节性需求淡季中，起到立竿见影的效果，引发期货市场普遍的动荡回落。国内PMI及经济增速有同比显著走弱迹象，西方主要经济体货币政策有边际收紧预期，将会使得下半年市场环境趋向复杂。

一、油脂牛市调整终止，或重启牛市波动。考虑到美国生物柴油产能扩张需求增长的潜力、东南亚恢复性增产力度欠佳等基础问题，油脂市场牛市波动主要方向未见逆转。菜籽油1月合约，波动区间9600-10600，关注突破性上涨；豆油1月合约，核心波动区间8000-9000，关注突破性上涨；棕榈油1月合约，核心波动区间6800-7800，关注突破性上涨。三大油脂皆宜牛市多头配置为主。

二、双粕关注三季度多头交易。一季度，豆粕、菜粕分别高位下跌 555 点、459 点或跌 15%，以计入南美丰产压力和季节性需求疲弱。二季度市场将交易北美播种的不确定性，和北美大豆供需偏紧库存低迷的现实。豆粕、菜粕预计完成筑底，三季度进入季节性主回升浪行情，核心波动区间分别为 3500-4000、2900-3400。

三、对冲策略。7 月初，1 月豆油棕榈油期货价差在 1200 元下方震荡，考虑到季节性天气升水因素，三季度博弈 YP 价差扩大交易，预计目标区域 1600-1700。

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达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#