



金瑞期货
JINRUI FUTURES

金瑞期货油粕半年报告

——抓住一年一度空粕的机会

2019年6月26日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

核心观点：

金瑞期货研究所

林劼 (F3057652 Z0014196)

电话：18588403430

邮箱：linqing@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

过往报告：

二季报——等待一年一度的抄底机会

- 我们在上一份季度报告中特别提到“等待一年一度的抄底机会”，报告后行情得到完美兑现。豆粕09合约从4月底的低点上涨了近500元/吨(或20%)。原因一是中美贸易冲突再起，国内今年大豆供给多少还是有一些缺口；二是美国产区持续大规模降水导致的播种放缓。我们在上一份季报中对原因二给出了明确提示。
- 粕类后续最大的问题在于中美关系怎么走，但核心不变的是国外的压力。美豆超过20%的库存消费比历史最高，即使近期因为天气原因减一些产量，最终库存对应的价格肯定都是高的。另外，国内饲料需求并不好。纯基本面的角度，近期要把握好下跌的行情，中美关系是一个不好判断的因素。
- 油脂需要信号，产量关键因素无法提前确认。油脂出行情必须要看到海外产区供给出问题。今年一季度东南亚降水并不理想，9-10个月后开始影响产量，叠加年底季节性减产有可能是很明确很直接的机会。中短期还是观望为主。

一、二季度各品种行情回顾	4
1.1 豆粕行情回顾——贸易冲突和天气市	4
1.2 油脂行情回顾——高库存下地位震荡	4
二、粕类半年展望——抓住做空的机会！	5
2.1 国外超高压力	5
2.2 国内压力不确定	6
2.3 交易策略	7
三、油脂半年展望——等待四季度的机会	8
3.1 马来天气潜在影响	8
3.2 国内油脂去库存之路漫长	9
3.3 交易策略	10
表格 1 USDA 平衡表	5
图表 1 CBOT 美豆指数	4
图表 2 DCE 豆粕 09 合约	4
图表 3 BMD 棕榈油指数	4
图表 4 DCE 豆油指数	4
图表 5 美国大豆历史库存消费比	6
图表 6 美国大豆弃种面积同播种放缓的关系	6
图表 7 美国主产区过去 60 天降水	6
图表 8 美国大豆播种进度	6
图表 9 国内大豆到港（纯商业）	7
图表 10 国内豆粕库存	7
图表 11 生猪&母猪存栏持续走低	7
图表 12 白羽肉鸡价格大跌	7
图表 13 国内豆粕成交低迷	7
图表 14 国内豆粕提货走弱	7
图表 15 东南亚 2019 年 1 月降水	8
图表 16 东南亚 2019 年 2 月降水	8
图表 17 东南亚 2019 年 3 月降水	8
图表 18 东南亚 2019 年 4 月降水	8
图表 19 马来产区季节性产量	9
图表 20 nino3.4 指数	9
图表 21 国内豆油库存	9
图表 22 国内棕榈油库存	9

图表 23 国内菜油库存	10
图表 24 国内三种油历史库存	10

一、二季度各品种行情回顾

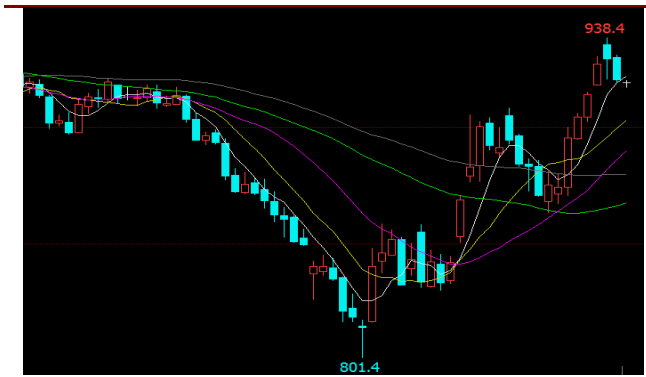
1.1 豆粕行情回顾——贸易冲突和天气市

国内外今年行情走的差异很大。

美豆很早就开始交易今年超高的库存压力，美豆非商业净空单达到同期最高水平。但国内油厂买船特别慢，盘面利润很高但现货利润无法锁定。国外的压力始终无法传导至国内，国内豆粕09合约维持区间震荡。

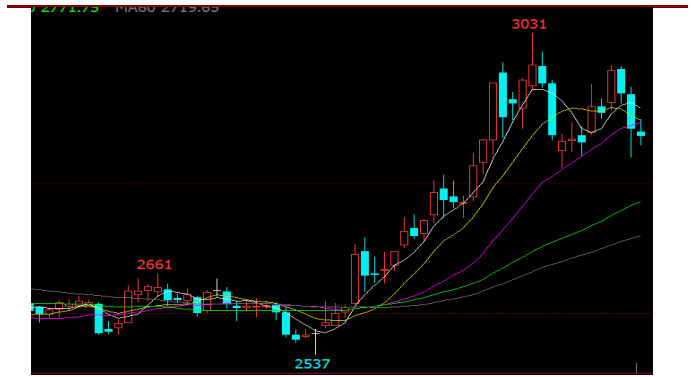
5月初，中美贸易冲突再起，豆粕开始第一波上涨，巴西贴水、国内基差走强，人民币快速贬值。之后美豆播种进度极度缓慢，国内跟随美豆加速上涨。6月中旬中美领导人通电话，国内价格开始下跌。

图表 1 CBOT 美豆指数



资料来源：文华财经，金瑞期货

图表 2 DCE 豆粕 09 合约

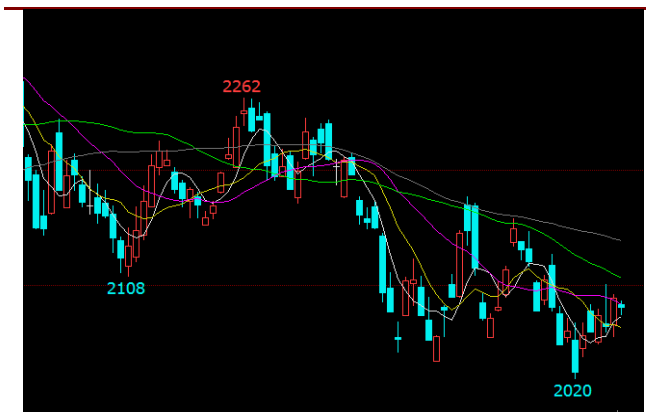


资料来源：文华财经，金瑞期货

1.2 油脂行情回顾——高库存下地位震荡

油脂基本没有行情。油粕比今年彻底歇菜，粕远没有想象中的弱，再加上后面炒天气，油脂就被一直压在地板上。产区季节性去库存，但库存绝对水平始终很高，国内豆油也是历史同期最高库存。

图表 3 BMD 棕榈油指数



资料来源：文华财经，金瑞期货

图表 4 DCE 豆油指数



资料来源：文华财经，金瑞期货

二、粕类半年展望——抓住做空的机会！

现在是很明显的供给端主导的行情，需求端不是主要矛盾。美国主要大田作物今年播种因持续降水影响延期非常严重，直接影响种植面积和单产。在走了这么一波行情之后，供给端还将主导后续价格的回落。

2.1 国外超高压力

看最新的 USDA 平衡表，新作的库存消费比约 25%，对于通常低于 5% 的库存消费比才算紧张的美豆来说，现在的库存实在是太高了。短期看种植面积以及中期的天气问题可能是影响因素，但要对平衡表产生实质的、扭转性的影响还差很远。

表格 1 USDA 6 月平衡表

Soybeans	2017/18	2018/19	2019/20 5/	2019/20 6/
	<i>million aches</i>			
Area Planted	90.2	89.2	84.6	84.6
Area Harvested	89.5	88.1	83.8	83.8
	<i>Bushels</i>			
Yield	49.3	51.6	49.5	49.5
	<i>million bushels</i>			
Beginning Stocks	302	438	995	1070
Production	4412	4544	4150	4150
Imports	22	17	20	20
Supply, Total	4735	4999	5165	5240
Crushings	2055	2100	2115	2115
Exports	2168	1700	1950	1950
Seed & Residual	113	129	130	130
Use, Total	4297	3929	4195	4195
Ending Stocks	438	1070	970	1045
S/U	10.2%	27.2%	23.1%	24.9%
Avg. Farm Price (\$/bu)	9.33	8.60	8.80	8.80

资料来源：USDA，金瑞期货

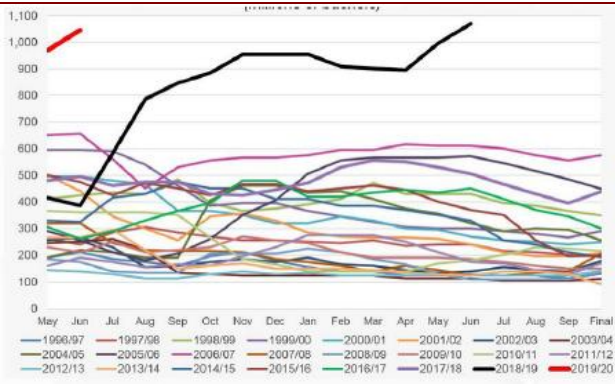
先说面积的问题。因为今年玉米播种慢，所以玉米转种大豆会有一部分增量面积。但大豆本身也因为种植进度慢，会有弃种。大豆播种明显慢的区域包括 MI、MO 和 OH（合计不到美国 15% 的种植面积）。所以 6 月底更新的面积数据并不好判断，是个风险点，倾向于认为弃种在 200 万英亩左右。市场调查比较混乱：cgd 的调查，大豆种植面积可能减少 200-400 万英亩（此前的数据是 8460 万英亩）；彭博数据显示，大豆 6 月的面积可能比 3 月报告（8460 万英亩）还高 6 万英亩；Noble（中粮国际）实际调研种植面积大幅下降 600 万英亩。

再看单产的情况。美豆首期的优良率只有 54，此优良率如果持续，基本不会有太高单产。首先得看今年这种异常的持续的大范围降雨会不会持续。而另一种情况，播种期降

雨太多会导致大豆根系普遍较浅，万一后续出现连续高温干燥天气，大豆单产受到的影响会成倍放大。所以后续的关键还是要看天气怎么变，以及对应优良率的调整。

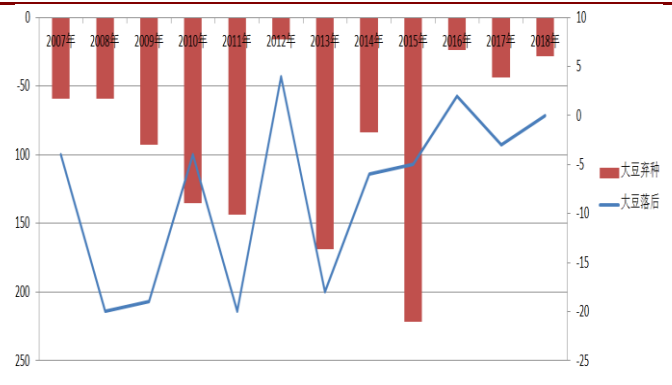
美豆炒天气都是这样，除非预期大局已定，否则就会一直炒。并且因为天气多变，谁也说不好未来会成什么样子。现在才6月，后面可以展望的时间至少能到8月中（8月初才开始爆炒的情况也有，比如2013年）。所以前文提到的降雨过多是否持续、或是后面不会出现一些连续的高温干燥天气，都会成为干扰。

图表 5 美国大豆历史库存消费比



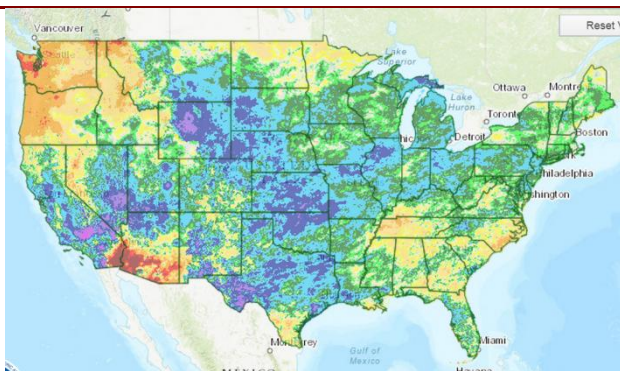
资料来源：USDA, Reuters, 金瑞期货

图表 6 美国大豆弃种面积同播种放缓的关系



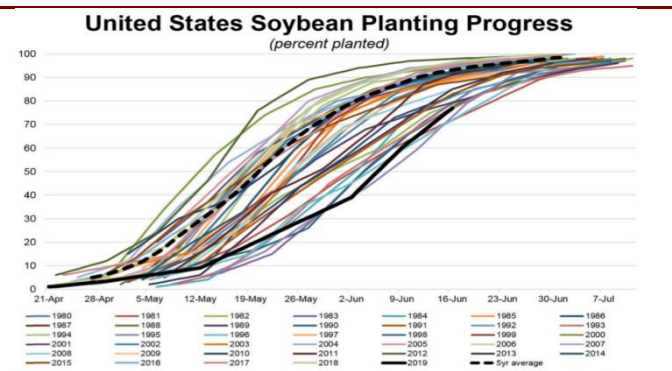
资料来源：USDA, 金瑞期货

图表 7 美国主产区过去 60 天降水



资料来源：NOAA, 金瑞期货

图表 8 美国大豆播种进度



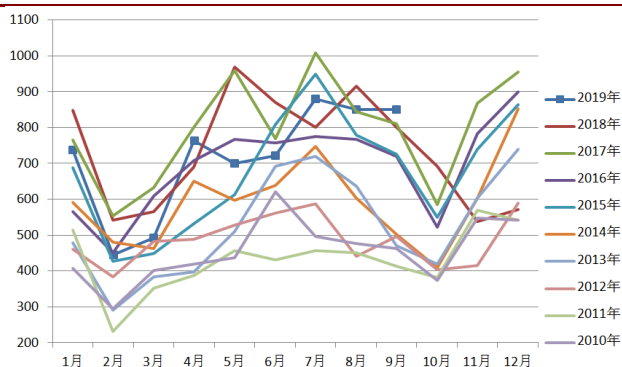
资料来源：USDA, Reuters, 金瑞期货

2.2 国内压力不确定

国内压力主要是供给端不好判断。供给端涉及贸易冲突，进口的美豆是进国储还是进压榨。需求端相对清晰一些，需求已经在减弱：生猪存栏持续走低、禽蛋价格下跌以及实际看到的豆粕成交和提货走弱。

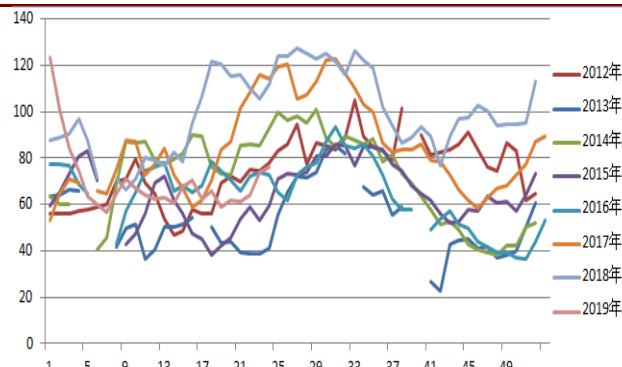
首先看后面几个月大豆到港，仅考虑商业到港，未来到9月都不是很高。但如果把每个月200万左右的美豆到港加上，并且都进压榨，那实际的压力非常大。按中性的情况来放，即每个月约100万吨进口美豆进压榨，国内肯定不缺。但如果考虑目前国内豆粕的低库存，从现在到9月不一定会有太大的压力。

图表 9 国内大豆到港（商业）



资料来源：USDA，金瑞期货

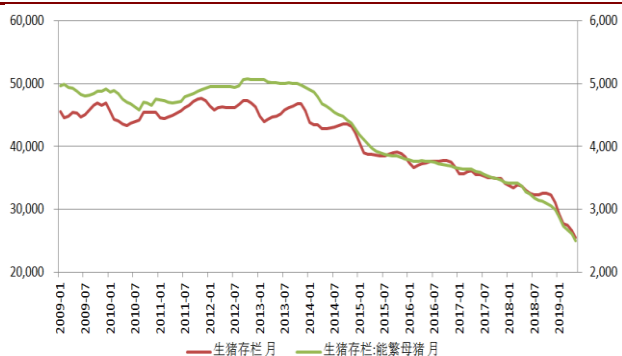
图表 10 国内豆粕库存



资料来源：USDA，金瑞期货

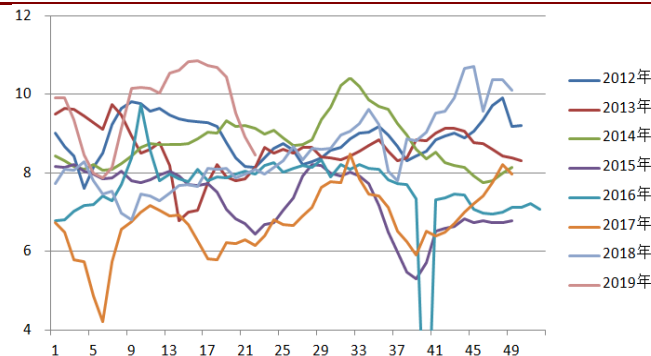
需求端都比较悲观，持续观测的几个数据，包括生猪存栏、肉鸡价格以及各种市场调研反馈的消息，显示国内需求都不乐观。存栏持续在降，肉鸡价格迅速回落影响往后一段存栏。豆粕成交持续走低，提货相比前一段也有了明显回落。

图表 11 生猪&母猪存栏持续走低



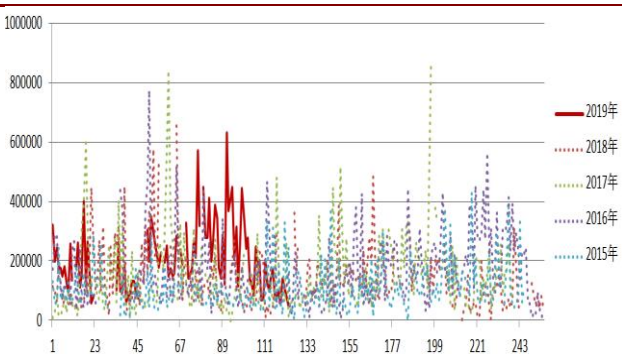
资料来源：NOAA，金瑞期货

图表 12 白羽肉鸡价格大跌



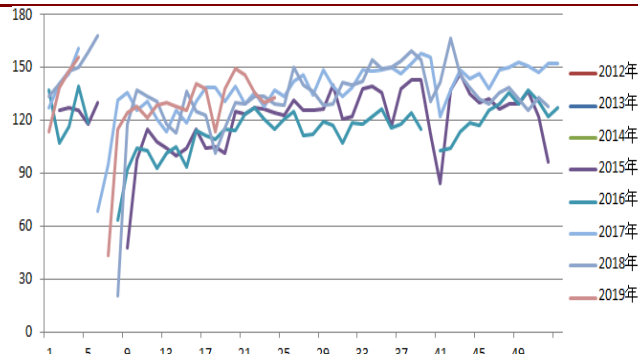
资料来源：NOAA，金瑞期货

图表 13 国内豆粕成交低迷



资料来源：USDA，金瑞期货

图表 14 国内豆粕提货走弱



资料来源：USDA，金瑞期货

2.3 交易策略

现在是很明显的天气市，豆粕永远是供给端主导。供给端的故事讲完之后才会讲需求。

对于海外美豆的情况，我近期有这么几个判断：首先是短周期的天气明显好转，那么种植进度一定会跟上，弃种的预期也会减弱；其次是降雨减少后，优良率必然也不会继续调低，而且现在看到温度也处在合理范围；最后是根据上述平衡表的估算，即使有一些天气的影响，现实的压力也还是太大。

但市场对种植面积有疑虑，同时目前比较低的优良率算是一个很好炒作的题材，短期还是得看到一些实质的改善，价格才比较好回落。

对于国内豆粕来说，首先肯定是跟随外盘来走，其次也看中美关系如何发展。目前巴西贴水、汇率等方面还是基本处于冲突没怎么缓和的情况。

综合以上看法，1-2个月的时间内，天气依然是核心，需求端还是不太会交易。单边来说，在目前这个价格区间上沿来空的风险收益比很好，并且这有可能是今年除了之前抄底以外最好的一波机会。空 01 或者空 09 都可以。

套利不好判断，基本依赖中美的关系发展。91 如果能再给低一些位置可以考虑正套。

三、油脂半年展望——等待四季度的机会

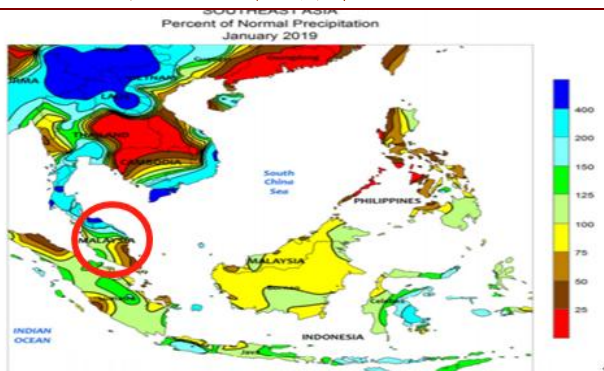
油脂中短期都会维持这种不温不火的格局。每年美豆天气市的阶段，油脂的反应总是非常平淡。从平衡表的角度看今年整体偏弱，库存也是走季节性。但是如果考虑到今年一季度连续的干燥天气，那么年底的行情就可以有所期待。

3.1 马来天气潜在影响

阶段性的产量角度看，降雨对棕榈油产量的滞后影响大概是 9-10 个月，我们观察马来半岛降雨相对量。今年 1-4 月，降雨明显比正常水平低。那么我们有理由认为从今年 1-4 月开始往后推 9-10 个月，即年底四季度，马来棕榈油产量会阶段性受到影响。如果再考虑年底是棕榈油传统的减产季节，从供给端来看，年底是油脂最有可能出行情的阶段。但比较困难的问题是这个 9-10 个月的滞后影响，很难界定具体的时间，因此需要明确的减产信号。

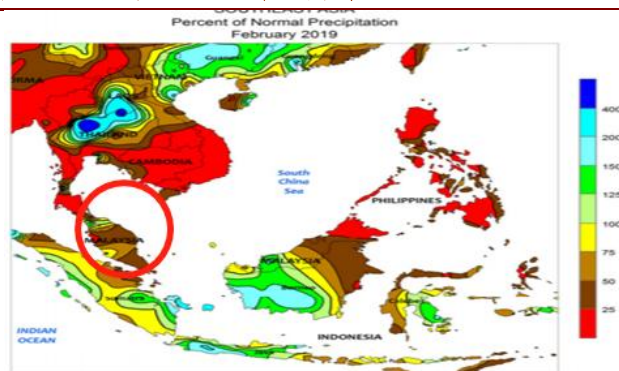
中长期产量判断，今年一直以来都是弱厄尔尼诺状态，nino3.4 始终是在 0.5 附近徘徊。弱厄尔尼诺很难对长期产量产生实质的影响。

图表 15 东南亚 2019 年 1 月降水



资料来源：USDA, 金瑞期货

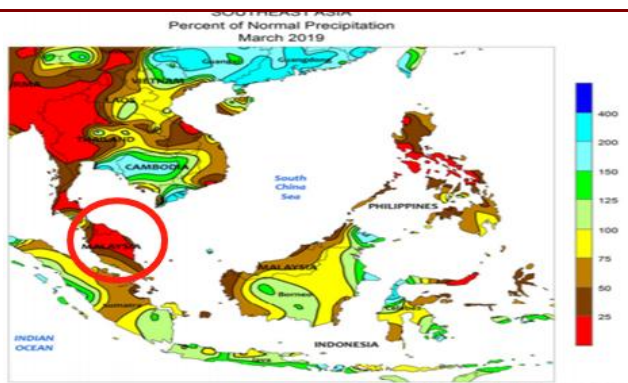
图表 16 东南亚 2019 年 2 月降水



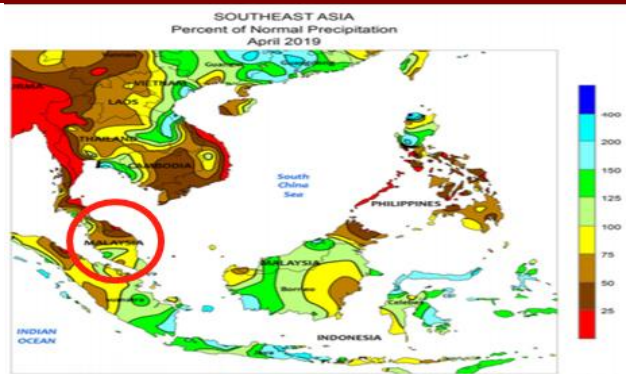
资料来源：USDA, 金瑞期货

图表 17 东南亚 2019 年 3 月降水

图表 18 东南亚 2019 年 4 月降水

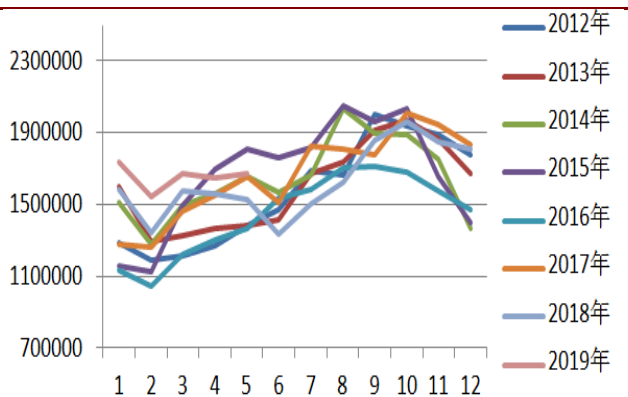


资料来源: USDA, 金瑞期货



资料来源: USDA, 金瑞期货

图表 19 马来产区季节性产量



资料来源: MPOB 金瑞期货

图表 20 nino3.4 指数

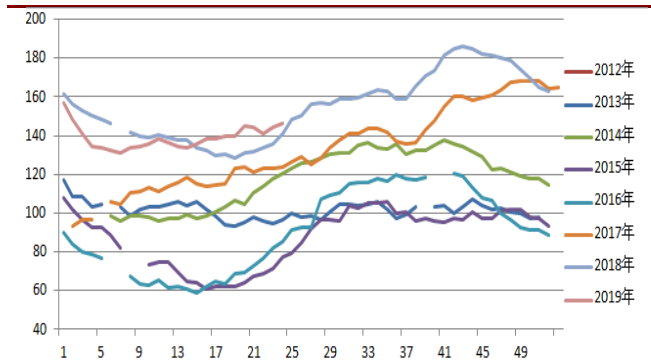


资料来源: tropicaltidbits, 金瑞期货

3.2 国内油脂去库存之路漫长

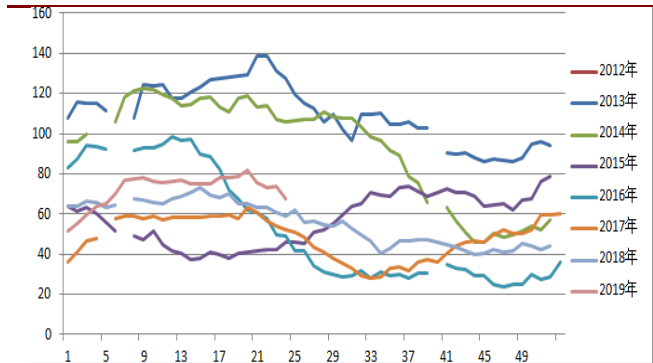
国内的角度。首先看油脂的库存。豆油和菜油库存都是历史同期最高，棕榈油如果考虑从融资油禁止后看也是同期最高。现货压力非常大。前文提到国内到后面9月的大豆到港都非常充裕，那么核心的豆油肯定不缺。

图表 21 国内豆油库存



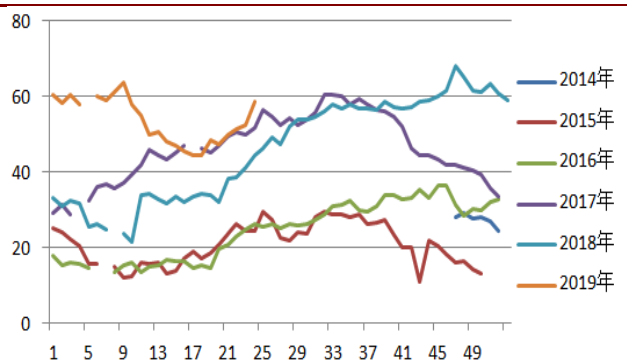
资料来源: 天下粮仓, 金瑞期货

图表 22 国内棕榈油库存



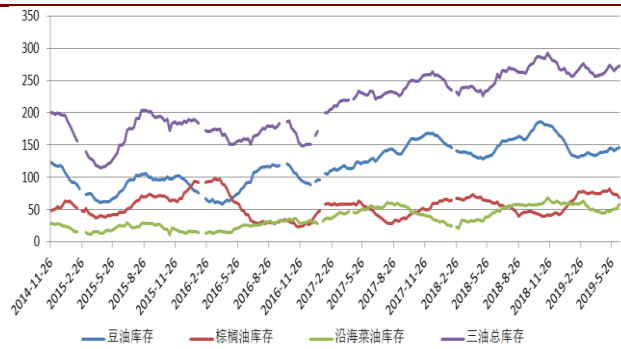
资料来源: 天下粮仓, 金瑞期货

图表 23 国内菜油库存



资料来源：天下粮仓，金瑞期货

图表 24 国内三种油历史库存



资料来源：天下粮仓，金瑞期货

3.3 交易策略

从国内外的情况来看，高库存还是常态，短时间没法解决。同时现在是显著的美豆、国内粕的天气市阶段，油脂更不会有资金关注。要打破这些惯性，需要一些新的东西。目前能看到的也就是一季度降水偏少的问题。

本身油脂到四季度产区季节性减产，国内也是需求旺季，相对就容易有做多行情。现在的低波动加上眼前的高库存，会把价格慢慢打出安全边际。

目前需要的就是继续等待。

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900