

## 岁末或存风险事件冲击，恐慌抛售过程增持多头 豆类/油粕

### 内容提要：

- ◆ 进入12月份，意大利修宪公投、美联储利率决议等外部宏观风险事件，或对商品市场风险偏好有负面冲击，商品价格高位愈发不稳定，波动率持续放大。铁矿石、煤炭、原油等主流大宗商品价格的疯狂上涨，其外溢影响凸显。豆系进口成本，因国际海运费的上涨，以及人民币贬值等因素影响而大幅提升。
- ◆ 美国农业部发布11月大豆供需报告，将美豆亩产继续上调至创纪录的52.5蒲式耳/英亩，美豆产量达到43.61亿蒲式耳，年终库存大幅上调至4.8亿蒲式耳，年比增幅达一倍以上，库存消费比创十年最高。因供应宽松的预期已到收尾阶段，超预期利空的供需报告下，“买预期，卖事实”的市场逻辑仍在发挥效力，维系美豆震荡筑底判断。
- ◆ 11月23日，美国环保署（EPA）宣布将总再生燃料掺和量从2016年的181.1亿加仑上调至2017年192.8亿加仑，较5月提案增2.6%。其中，先进生物燃料掺和量从2016年36.1亿加仑上调至42.8亿加仑（包括以豆油为原料的生物燃料），较5月增7%。这将进一步收缩本已偏紧的美豆油供需平衡表，有利于油脂价格前景展望。
- ◆ 国储菜油泄库抛售，已实现年内第八次全成交，成交均价7034元/吨，较年内初次全成交的价格上涨19%，国储菜油库存当前仅余260余万吨，去库存的后半场，市场沉浸于牛市氛围之中，买兴热情持续高涨。
- ◆ 趋势策略上，外部风险因素诱发的恐慌抛售，可择机建仓，而忌外部风险窗口期盲目追涨。套利对冲策略上，菜油、豆油价差，维持用战略眼光去关注和参与实践，因菜油去库存进入后半场，该组价差扩大的牛市套利机会，显得尤为珍贵，远月500价差附近，可趋势持仓和增持。豆油棕榈油价差，远月出现走阔的价格拐点，宜引起重视。

### 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

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

美豆敲定收割季低点，油粕将呈轮涨之势 1101

风险事件扎墩儿，价格趋向休整下跌 20161106

噪音干扰过后，市场延续牛市上扬 20161113

强势美元压制下，维持震荡整理 20161121

## 第一部分 市场特征综述

### 市场波动率持续提升，油粕上涨协同共振

2016年11月，美元指数实现突破性上涨，新高至102.05为13年半以来最大值，离岸人民币贬值至6.9为历史新低。大宗商品价格波动率达到历史偏高水准，交易所屡提高活跃品种序列保证金和手续费，试图抑制过度投机。期间，特朗普意外当选美国总统，市场提前计入其刺激政策，做多通胀热情高涨，商品涨势呈现持续的轮动性特征。

国内临储菜油泄库抛售，连续八周全成交，成交均价呈现现在攀高势头，加之年末需求旺季的买盘，油脂价格持续强劲，随着国储菜油余量的削减，菜油价格优势引入市场关注，期价涨幅开始领先油脂。因人民币持续贬值因素影响，大豆进口成本同比出现较大提升，且国内粕类库存偏低，豆系期、现货市场的上涨，有其深刻的基本面内在逻辑。（如表1、2所示）。

表1. 2016年11月油籽系列期货市场波动统计（截止至11月29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	1,011.50	2.99	1,041.00	8.88	114,565
CBOT 豆粕	316.30	2.81	325.90	7.73	41,936
CBOT 豆油	35.21	3.61	36.46	11.11	66,380
WTI 原油	46.87	-3.40	45.20	14.94	54,834
豆油 1705	6,800.00	4.31	7,120.00	10.14	335,027
棕榈油 1705	5,970.00	3.88	6,216.00	10.96	354,872
菜油 1705	7,030.00	6.59	7,510.00	10.87	150,627
菜粕 1705	2,327.00	7.41	2,508.00	14.56	320,112
豆粕 1705	2,803.00	5.53	2,975.00	10.68	1,188,397
豆一 1705	3,850.00	5.74	4,089.00	9.26	56,797
鸡蛋 1705	3,343.00	5.14	3,521.00	10.48	45,302
玉米 1705	1,482.00	4.52	1,549.00	8.70	638,964

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

表2. 2016年11月主要地区现货价格变动统计（截止至11月29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	美湾CNF大豆进口
11月末价格	3,470.00	6,770.00	7,160.00	2,600.00	2,000.00	440.00
11月涨跌	150.00	320.00	420.00	20.00	100.00	12.00
11月涨跌幅	4.52%	4.96%	6.23%	0.78%	5.26%	2.80%
同比去年	900.00	2,370.00	1,360.00	720.00	650.00	67.00
同比涨跌幅	35.02%	53.86%	23.45%	38.30%	48.15%	17.96%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第二部分 市场要因分析

### 一、供需报告利空出尽，美豆价格重心上移

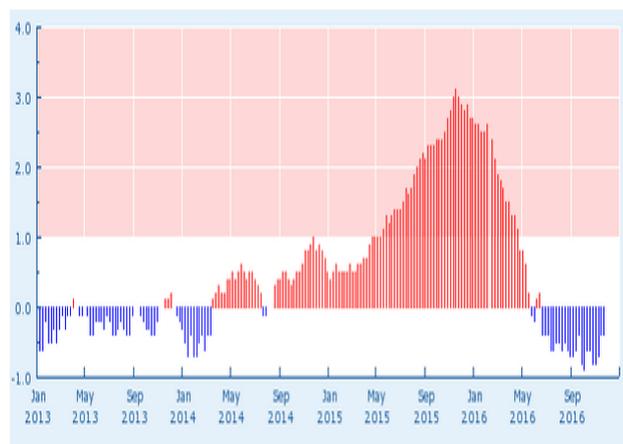
11月9日，美国农业部发布11月大豆供需报告。本月美豆亩产继续上调至创纪录的52.5蒲式耳/英亩，高于上月预测的51.4和平均预期的51.9蒲式耳/英亩。美豆产量大幅上调9,200万蒲，达到43.61亿蒲式耳，亦高于平均预期的43.11亿蒲式耳。需求方面，压榨量下调2,000万蒲式耳，出口量上调2,500万蒲式耳。供应大幅上调而需求增幅有限，美国大豆的库存将会超出预期。美豆年终库存大幅上调至4.8亿蒲式耳，远高于上月预测的3.95亿和平均预期的4.24亿蒲式耳，年比增幅达一倍以上，库存消费比创十年最高。

因供应宽松的预期已到收尾阶段，美国农业部在11月供需报告超预期利空，但“买预期，卖事实”的市场逻辑发挥效力，我们看到的是，美豆追随商品大势，反弹至近四个月高位。

基本面的关注点，已悄然转向至美豆出口需求以及南美题材转变的过程之中。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布周度报告称，截至11月17日的一周，阿根廷大豆播种面积为474.7万公顷，相当于计划播种面积的24.2%。该国恶劣的天气状况是造成播种延迟的主要原因，西部地区遭受洪水袭击播种放缓，南部地区则因缺水导致播种推迟，交易所预计2016/17年度阿根廷大豆播种面积达到1,960万公顷，较前一年减少3%。

另外，从过往规律来看，拉尼娜往往带来巴西南部 and 阿根廷东北部的干旱少雨。目前赤道中东太平洋一带的海水温度与正常值的偏离度已经达到拉尼娜状态。巴西南部向来是巴西的传统干旱区，配合于拉尼娜状态的进一步演变，美豆行情不得不计入天气升水的预期。

图 1. Weekly NIN03.4 Index



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 趋于扩张的美豆供需平衡表

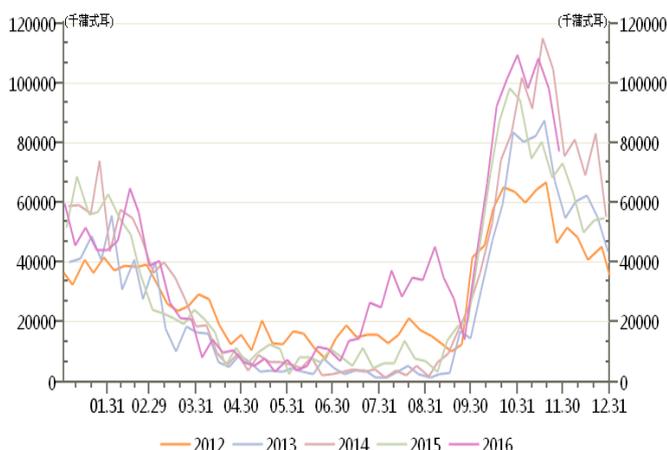
	2014-15 实际	2015-16 预估	2016-17 十月预期	2016-17 十一月预期
大豆(百万蒲式耳, 除特别标注外)				
种植面积(百万英亩)	83.3	82.7	83.7	83.7
收获面积(百万英亩)	82.6	81.7	83.0	83.0
单产/英亩(蒲式耳)	47.5	48.0	51.4	52.5
产量	3,927	3,926	4,269	4,361
压榨量	1,873	1,886	1,950	1,930
出口量	1,842	1,936	2,025	2,050
年末库存	191	197	395	480

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 二、美豆出口销售强劲，仍是支持价格要因之一

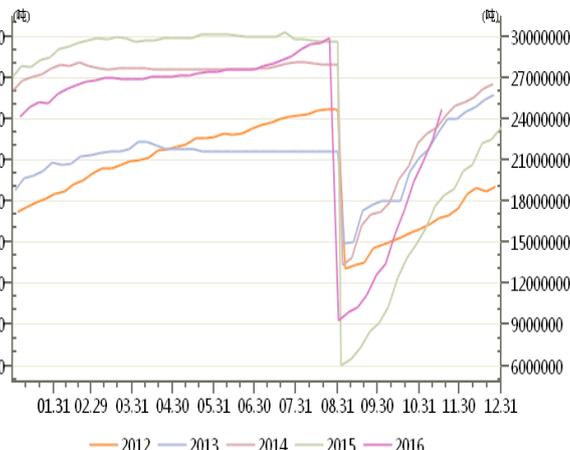
美国农业部(USDA)表示，28日当周，美国大豆出口检验量为209.1万吨，去年同期为198.56万吨。当周美国对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的80.3%，上周是73.1%，两周前是83.8%。迄今为止，2016/17年度(始于9月8日)美国大豆出口检验总量为24,006,013吨，上年同期是20,159,239吨，同比增幅为19.1%，上周是同比增长20.6%，两周前是同比增长16.9%。美豆出口季需求旺盛，是支持美豆在本季筑底的要因。

图 3. 美国大豆出口检验量周数据变动图



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表 4. 美国对华出口销售进度图



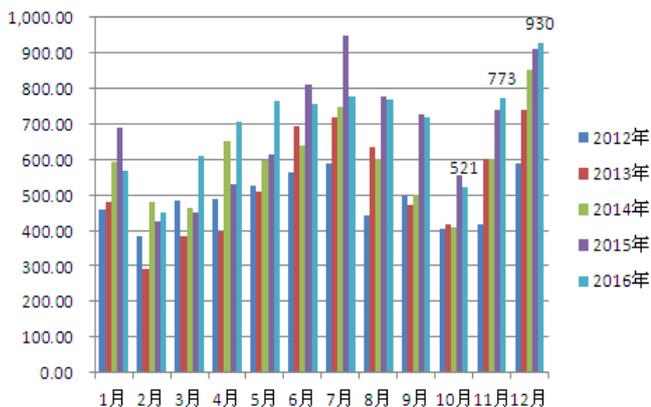
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

### 三、预计国内岁末大豆到港量为历史偏高水准

10月到港大豆低于预期。中国海关总署发布的统计数据显示,2016年10月份中国进口大豆521万吨,环比上月719万吨减少198万吨,或降幅27.53%,同比去年10月份553万吨减少32万吨,或降幅5.78%。2016年1-10月份中国进口大豆总量为6,639万吨,较去年同期6,522万吨增加117万吨,或增幅1.79%。

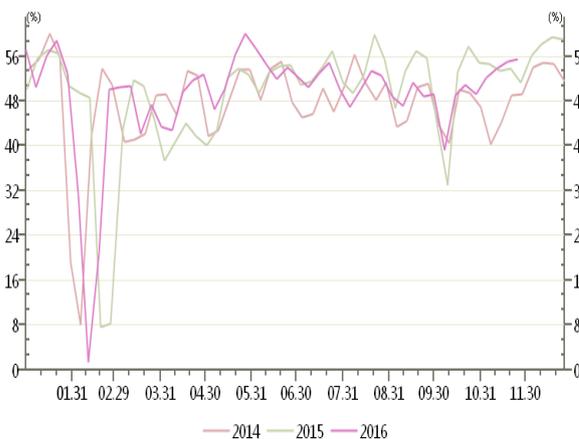
另据行业机构市场跟踪,11月份国内进口大豆的到港量预估为773万吨,12月份到港量则将回升至930万吨,皆为历史同期高位。因油厂压榨利润较佳,压榨开机率回升速度较快,预计岁末供给压力将会渐显。

图 5. 近五年大豆到港月度对比图



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表 6. 全国大豆压榨开机率回升速度较快



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

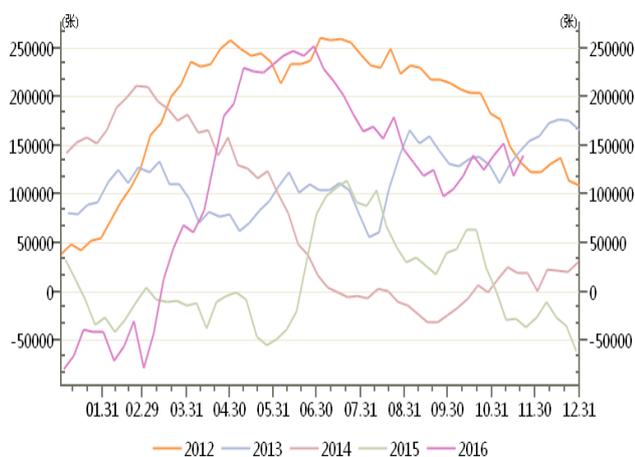
### 四、芝加哥豆系基金净持仓维持稳定

美国商品期货交易委员会(CFTC)发布的报告显示,截至2016年11月22日的一周,投机基金在芝加哥期货交易所(CBOT)大豆期货以及期权部位持有净多单113,644手,比上周的

98,177手增加15,467手。目前基金持有大豆期货和期权的多单146,043手,上周126,770手;持有空单32,399手,上周是28,593手。大豆期货期权空盘量为797,175手,上周是735,285手。

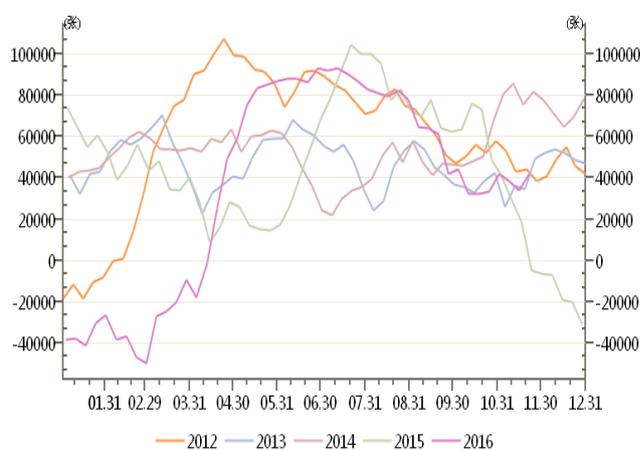
笔者在10月份的报告强调:“作为去产能的成果,我国煤炭价格年内上涨幅度巨大,动力煤上涨超过100%;基于OPEC冻产或减产对价格的巩固,国际原油价格,也脱离熊市谷底,累积涨幅接近100%。能源价格的牛市外溢,势必会影响其他大宗商品的定价,表现在期货市场中,从煤、油化工到有色金属,再到主要农产品,相较而言强弱差异显著,但轮动上涨的节奏较为明显,需注意市场资金在大类资产中,向商品市场的倾斜,以及豆系价格随之而来的水涨船高效应。”上述逻辑需要持续引起重视。

图7. 美豆非商业净多持仓企稳回升



资料来源:WIND 新纪元期货研究所

图8. 美豆粕非商业净多持仓企稳



资料来源:WIND 新纪元期货研究所

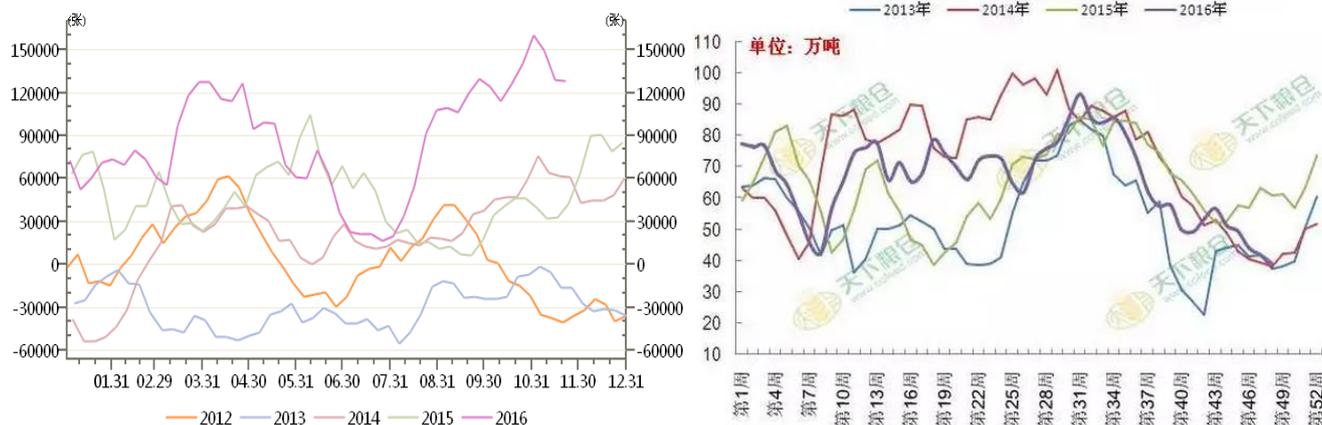
## 五、美国提升再生燃料参混量,对油脂价格形成利多推动

11月23日,美国环保署(EPA)宣布将总再生燃料掺和量从2016年的181.1亿加仑上调至2017年192.8亿加仑,较5月提案的188亿加仑增2.6%。传统生物燃料用量从145亿加仑上调至150亿加仑(以玉米生产的乙醇),较5月预期增1.35%;先进生物燃料掺和量从2016年36.1亿加仑上调至42.8亿加仑(包括以豆油为原料的生物燃料),较5月增7%,其中生物柴油掺和量从2016年的19亿加仑上调至20亿加仑,较5月预期持平,纤维素生物燃料用量仅略微增加。

美国政府将2017年生物燃料强制掺混目标提高至创纪录水平,这将会提高豆油消费,可能致使国豆油供应吃紧。美国农业部目前预计2016/17年度美国豆油期末库存为16.58亿磅,美豆油库存存在下修空间,为油脂价格形成利多推动。

图9. 美豆油非商业净持仓小幅回落

图10. 国内豆粕库存规模仍处于近年偏低状态



资料来源: WIND 新纪元期货研究所



资料来源: 天下粮仓 新纪元期货研究所

## 六、年末油脂市场热情高涨，国内基本面支持价格高位运行

11月30日，国储菜油9.9万吨泄库抛售，实现年内第八次全成交，成交均价7034元/吨，年内初次全成交的价格，上涨19%。至今国储菜油库存，仅余260余万吨，国储菜油泄库的后半场，市场沉浸于牛市氛围之中，买兴热情持续高涨。

由于严查超载超限令，今年运力异常紧张，国内包装油节前备货因担心物流问题出现提前启动现象，终端需求较好，加上进入第四季度后豆油本身也进入了传统去库存的阶段，11月末，国内豆油库存继续下降，且降至100万吨大关之下，为99.65万吨，较上个月同期的116.88万吨降17.23万吨降幅为14.74%，较去年同期的101.85万吨降2.2万吨降2.16%。中下游正为“元旦、春节”开始陆续进行备货，预计接下来的一段时间豆油库存还会进一步下降。

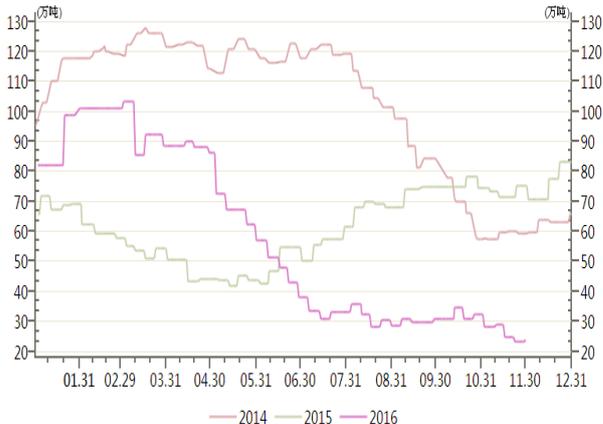
对于棕榈油，因种种原因，发往中国棕榈油船期推迟，使得10-11月份棕榈油到港量偏少，目前国内棕榈油库存已降至2010年11月以来的低位，全国港口棕榈油库存量在23.95万吨，仍处于近几年超低水平，远低于5年平均值60.49万吨，且市场货权仍集中在几家大企业手中。货源紧张局面的缓解还需要一段时间，棕榈油跨年度逞强的基础尚未动摇。

图 11. 近三年国内豆油库存变动图 (单位: 万吨)



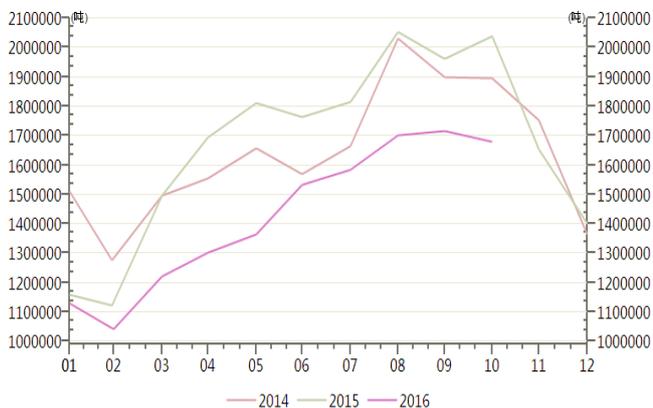
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 12. 近五年国内棕榈油库存变动图 (单位: 万吨)



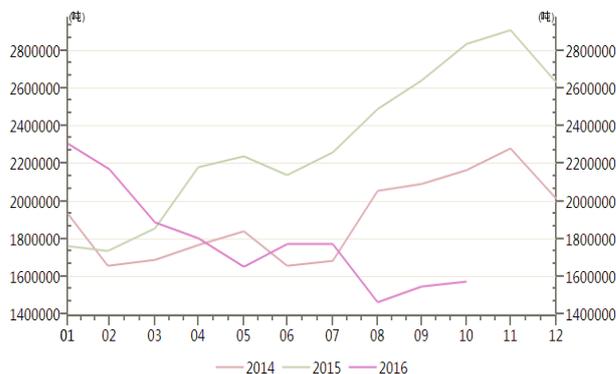
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 13. 马来西亚棕榈油进入减产周期 (单位: 吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 14. 马来西亚棕榈油库存增长缓慢 (单位: 吨)



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, 6 月份触及月线熊市轨道压制后, 连跌两个月, 其势在寻底收割季低点。经历 9、10、11 三个月的触底反弹, 季节性谷底敲定在 937 附近, 价格转入筑底反弹。

图 15. CBOT 大豆月线级别反弹图



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

DCE 豆油, 业已脱离 2015 年 7 月熊市低点, 上涨幅度超过 30%。10 月单月涨幅 6.87%, 11 月涨幅 6.68%, 为年内最大连续上涨记录, 也是其熊市下跌近六年以来, 最强劲的连涨记录。前述 6500-7400 区域一经突破, 价格核心波动区将上移至 7500-8000。

图 16. DCE 豆油价格月线级别牛市趋向纵深发展



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

DCE 棕榈油价格，10月脱离去年11月熊市低点，累积涨幅超过50%，一度领涨油脂价格。其牛市波动重心，上移至5800-6400区间。持续四个月上涨，价格有超买嫌疑，存在下探回撤风险。

图 17. DCE 棕榈油价格牛市上涨遇强阻力



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 二、重要价差套利组合走势分析

图 18. Y1705-P1705 价差趋向扩大走势图



因进口棕榈油到港迟滞，使得豆棕价差回归较为漫长。11月份，国内棕榈油商业库存，一度低于30万吨，这是豆棕扩大的重要障碍，后市该组价差扩大的空间，取决于棕榈油库存重建的节奏。根据COFEED船期调查显示，预估中国11月份棕榈油进口量仅35万吨左右（其中24度25-28万吨），远低于此前排船计划的45万吨左右的量，但后面两个月到港量将放大，12月份棕榈油进口总量预计升至至48万吨（其中24度40万吨左右），明年1月棕榈油总进口量预计40万吨左右。笔者依然强调，豆棕该组价差底部区域基本被圈定，可待参与扩大时机，600-900区间下端可试探参与。

图 19. 011701-Y1701 价差井喷扩大



因国储菜油泄库进入后半场，且下半年以来，抛储成交均价攀升超过19%，刺激菜油买盘热情陡增。当前1月价差暴涨至540。此前笔者强调，菜油、豆油价差，值得用战略眼光去关注

和参与实践，因菜油去库存进入后半场，这组价差扩大的牛市套利机会，显得尤为珍贵，继续参与趋势持仓和增持。

图 20. Y1701/M1701 比价高位震荡



油粕比 6 月达到历史极低值 1.8722，而后转入趋势扩大回升，10 月下旬冲击 2.3646，为近五个月高位。美豆历史性丰产的预期压制豆系商品价格，粕类如期承受着更大的抛售压力。当这股压力得到充分释放后，油粕比价后期的回升空间和持续性将受到限制，需注意趋势上多油空粕套利组合，11 月份进入止盈窗口期，12 月份，预计该组套利仍具上冲机会，或仍是止盈窗口期，已不过分看高。

## 第四部分、策略推荐

12 月份，意大利修宪公投存在不确定性，美联储利率决议加息预期强烈，美元指数突破十年来高位，这些因素对实现了加速上涨的商品价格而言，是存在压力的。

当前美豆已脱离季节性谷底回升超过 10%，价格核心波动区间上移至 1000-1060 区间。美豆油受生物柴油政策支持，实现四个月连涨，走出熊市底部区域，为长期重要突破，粕价波动率偏低，维持夯实底部的判断。

12 月份，考虑到为元旦、春节前一个月，国内油脂需求备货高峰期的到来，料对价格有支持。菜油倒挂豆油成为历史，国储菜油泄库后半场，菜油价格面临重估，有望领衔油脂上涨，为趋势多单重点参与品种。可逢外部风险因素释放过程中的恐慌抛售，择机建仓，而忌在外部风险窗口期盲目追涨。

套利对冲策略上，菜油、豆油价差，维持用战略眼光去关注和参与实践，因菜油去库存进入后半场，该组价差扩大的牛市套利机会，显得尤为珍贵，远月 500 价差附近，可趋势持仓和

增持。豆油棕榈油价差，远月出现走阔的拐点，宜引起重视。

## 免责声明

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。

## 营业网点

### 徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855

业务电话：0516-83831113

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

### 北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809

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

业务电话：025 - 84787996

传真：025- 84787997

邮编：210018

地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 广州营业部

业务电话：020 - 87750826

传真：020-87750825

邮编：510080

### 苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

邮编：215002

### 常州营业部

业务电话：0519 - 88059976

传真：0519 - 88051000

邮编：213121

地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803  
 地址：苏州干将西路399号601室  
 地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

**杭州营业部**

业务电话：0571-85817186

传真：0571-85817280

邮编：310004

地址：杭州市绍兴路168号

1406-1408室

**上海东方路营业部**

业务电话：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

**重庆营业部**

业务电话：023-67917658

传真：023-67901088

邮编：400020

地址：重庆市江北区西环路8号1幢

8-2号

**成都高新营业部**

业务电话：028-68850968-826

邮编：610000

地址：成都市高新区天府二街138号1

栋28层2804号

**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

**成都分公司**

电话：028-68850966

邮编：610000

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：0755-33506379

邮编：518009

地址：深圳市福田区商报东路英龙商

务大厦1206、1221、1222