

## 天气模式转换，豆系或转入牛市波动

### 内容提要：

- ◆ 全球主要央行长期不懈为做多通胀而努力，以及行业自主去产能和政府主导去产能背景下，主要商品长期维持牛市波动，而农产品承压于连年丰产价格表现低迷，2018 年拉尼娜天气模式的转换，有望提升价格展望。
- ◆ 统计规律显示，拉尼娜年份美豆趋向上涨且具有爆发力，具体要观察拉尼娜是否发生在产区和强度大小。目前主要农产品价格，长期处于历史偏低水平，相较于其他大类商品严重低估或滞涨，一旦发生拉尼娜现象，价格波动放大易于出现修复性上扬。
- ◆ 史上最强的厄尔尼诺周期谢幕后，海洋和大气指标显示拉尼娜迫近，2018 年全球大豆产量增长存放缓预期，库存可能周期性见顶。
- ◆ 2018 年是我国提出农业供给侧结构性改革的第三个年头，菜油、大豆、玉米等国储库存逐步萎缩，国家通过储备库存调控价格的能力趋弱，农产品市场化定价机制下，价格波动趋向于放大，生物燃料乙醇政策有望提升玉米类商品价值中枢。
- ◆ 风险资产牛市波动精彩纷呈，农产品迟到但不会缺席。市场“防通胀”的大类资产配置要求可能会进一步增加，金融资本不会放弃去挖掘，处于价格低洼带的农产品投资机会，豆系具有代表性。
- ◆ 策略推荐：1、OI-Y 价差牛市波动延续，目标区域 1000-1300；2、二到三季度，Y-P 价差扩大套利，目标区域 900-1100；3、2-5 月、6-9 月，关注农产品天气市及粕类多头配置时机。4、12 月-1 月，关注菜油、豆油、棕榈油多头配置时机。

## 豆类/豆粕

### 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

USDA11 月供需报告后，粕价转入强势（2017-11-16）

上升趋势中构建豆油期货多头部位（2017-08-30）

江苏鸡蛋调研报告及投资策略（2017-07-28）

（2017 年报）供需格局宽松，宏观天气变数加剧市场波动 20170101

## 第一部分 供需结构分析

### 一、北美连续多年丰产，库存出现累积

11月10日，USDA 供需报告显示，2017/18 年度美国大豆单产 49.5 蒲/英亩(去年 52 蒲)，大豆产量 44.25 亿蒲(去年 42.96 亿蒲)，期末库存 4.25 亿蒲(去年 3.01 亿蒲)。美豆产量小幅下调，库存跟随调整，我们可以注意到，经历了持续四年的历史性丰产后，美豆库存累积至近十年第三高的水平，库存消费比温和回升至 9.82%，供需宽松格局持续了整整四个年度。

表 1. 美国大豆供需平衡表

SOYBEANS	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 Proj.	2017/18 Proj.
Filler	Filler	Filler	Filler	Filler
			<i>Million Acres</i>	
Area Planted	82.7	83.4	90.2	90.2
Area Harvested	81.7	82.7	89.5	89.5
Filler			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	48	52	49.5	49.5
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	191	197	301	301
Production	3926	4296	4431	4425
Imports	24	22	25	25
Supply, Total	4140	4515	4757	4752
Crushings	1886	1899	1940	1940
Exports	1942	2174	2250	2250
Seed	97	105	101	101
Residual	18	36	35	35
Use, Total	3944	4214	4326	4326
Ending Stocks	197	301	430	425
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.95	9.47	8.35 - 10.05	8.45 - 10.15
Stock To Use Ratio	4.99%	7.14%	9.94%	9.82%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

从近五年的情况来看，美国大豆单产和产量年均 3% 的增速，带来了产量年均 6% 的增长，因此，美豆产量持续增长，更多来自于单产和种植面积的增速。2017 年美国大豆种植面积大幅增长超过 7%，单产增幅转负为 -5.18%，产量增长 3%，近五年利于丰产的天气模式出现转换，可能进一步威胁大豆单产，威胁大豆产量增长。

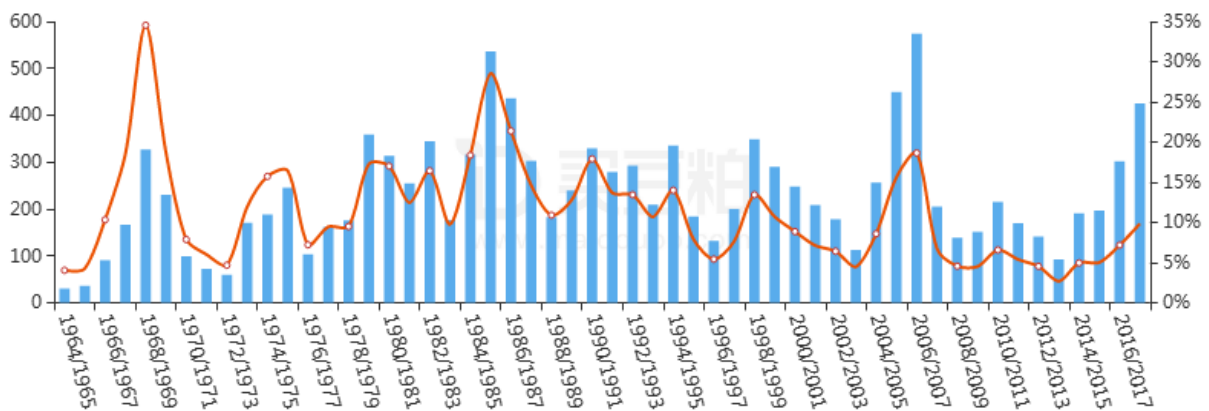
11 月下旬，据澳大利亚气象局报告，拉尼娜现象在北半球冬季太平洋形成的概率高达 70%，将对澳大利亚的气候产生持续影响，并对南美大豆主产国生产带来极大不确定性风险，可能会影响新年度世界大豆供应水平。美国农业部数据显示，2017/18 年度全球大豆总产量 3.48 亿吨，比上年减少 1.0%。我们预计拉尼娜年景中，全球大豆产量增长停滞并趋于缩减。

表 2.美国大豆产量增速得益于单产潜力

年度	单产增速	产量增速	面积增速	总需求增速	库存增速
2012/13	-4.53%	-1.66%	3.21%	-1.39%	-16.92%
2013/14	10.00%	10.39%	0.14%	11.79%	-34.73%
2014/15	7.95%	16.95%	8.31%	11.03%	107.60%
2015/16	1.05%	-0.02%	-1.04%	2.12%	3.08%
2016/17	8.54%	9.41%	1.23%	6.85%	53.27%
2017/18	-5.18%	3.01%	7.25%	2.68%	41.10%
五年均值	2.97%	6.35%	3.18%	5.51%	25.57%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

图 1.美豆库存处于历史偏高水平

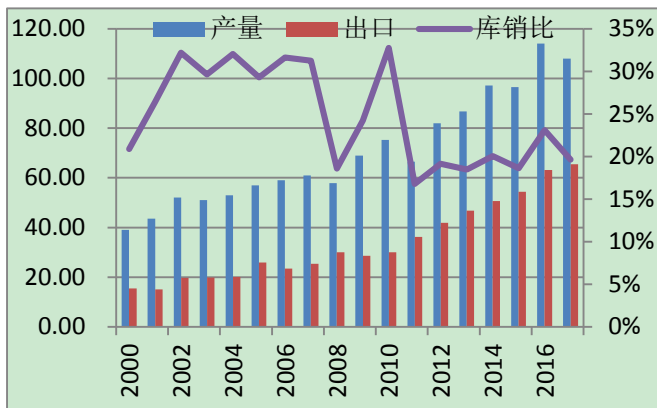


资料来源：买豆粕网

## 二、南美大豆产量增长势头仍显强劲

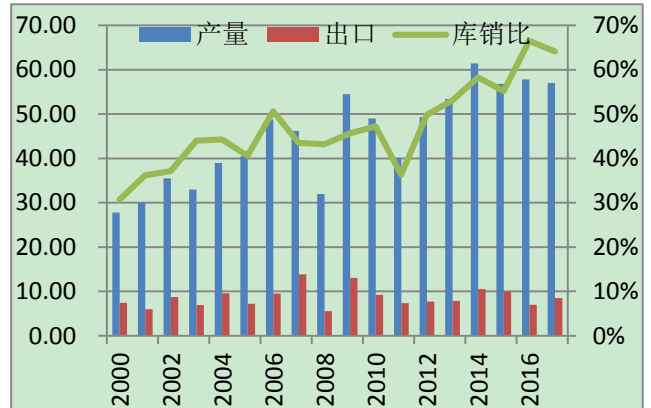
今年巴西可能在去年产量创历史记录后将出现下滑。2016/17 年度巴西大豆在完美天气配合下，产量达到创纪录的 1.14 亿吨，而 2017/18 年度，天气恢复正常并可能过度至多变的拉尼娜年份，产量有下调倾向，11 月 USDA 报告预测为 1.08 亿吨，较上年度缩减 5.35%，巴西油籽加工商协会（Abiove）最新预计为 1.088 亿吨，高于 10 月预估的 1.085 亿吨。2017/18 年度种植初期旱情，可能暗示完美天气的结束，本季生产面临干扰。

图 2.巴西大豆产量库存增长形势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 3.阿根廷大豆产量库存增长形势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

阿根廷种植面积连续两年减少,布宜诺斯艾利斯交易所预估2017/18年度大豆播种面积1810万公顷,上年度为1910万公顷,前年度为2010万公顷。去年天气好,单产创14年来最高水平,产量下降不明显,为5780万吨,但今年天气或出现拉尼娜影响单产水平,产量调减预期较强,美国农业部预计为5700万吨。

### 三、小结：天气模式助力连年丰产，静待新周期的开启

图 4. 近十年内的厄尔尼诺-拉尼娜周期美豆牛熊表现（月线图）



资料来源：USDA 新纪元期货研究

世界气象组织称,近五年是有记录以来最热的五年,耐人寻味的是,全球农产品价格持续低迷了五年,世界主要作物整体上持续多年丰收。虽然科技育种的发展,极大推动了作物单产和产量的提升,但“农产

品看天”仍然至关重要。通过观察近十年厄尔尼诺-拉尼娜周期和芝加哥大豆牛熊表现，我们可以很直观的看到，美豆两次重要的牛市波动，均发生在拉尼娜周期里，而熊市下跌休整，发生在厄尔尼诺周期里。我们认为，近年来全球农产品丰产低价，与厄尔尼诺周期影响存在密切关系。

在 2014 年 10 月至 2016 年 4 月，史上最强的厄尔尼诺周期谢幕后，因厄尔尼诺和拉尼娜通常交替出现，她们对农产品走势有重要影响，我们在积极跟踪海洋和大气指标的变动，以寻觅拉尼娜周期启动的蛛丝马迹，四季度以来的一些指标变化，可能意味着拉尼娜的脚步迫近，包括大豆在内的全球农产品库存见顶，当前价格处于价值洼地。

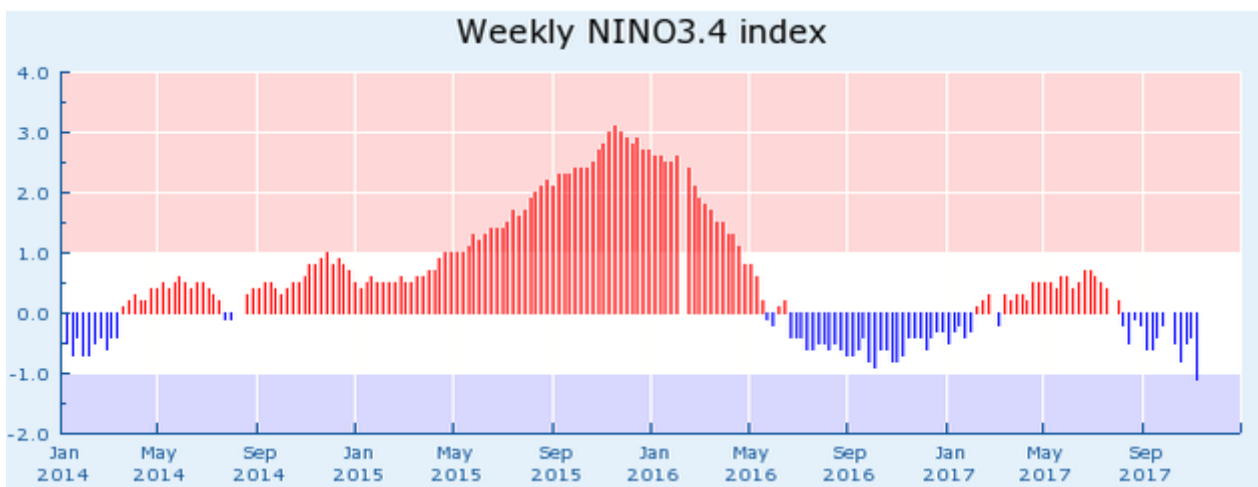
## 第二部分 厄尔尼诺-拉尼娜周期转换

### 厄尔尼诺-拉尼娜周期转换，是农产品市场关键变量

赤道中东太平洋完成一次厄尔尼诺和拉尼娜的过程或循环一般为 2-7 年，两者此消彼长交替出现，平均周期为 4 年。按照国家气候中心制定的《厄尔尼诺/拉尼娜事件监测业务规定》，尼诺 3.4 指数 3 个月滑动平均  $\leq -0.5^{\circ}\text{C}$ ，且至少持续 5 个月，判定为一次拉尼娜事件。

2017 年进入四季度后，美国气象局、澳大利亚气象局、日本气象厅、台湾气象局发布报告均指出尽管目前全球气候维持中性状态，但预计 2017 年底至 2018 年初发生拉尼娜气候的概率在 6 成左右。美国气候与社会国际研究中心/气候预测中心（IRI/CPC）的动力模式集合预报以及北美多模式集合（NMME）都表明拉尼娜现象较弱。据预报结果分析，在北半球秋冬季，拉尼娜现象会持续出现（约 65-75%）。

图 5. 尼诺 3.4 指数周变动进入“拉尼娜”水平



资料来源：WIND 新纪元期货研究

尽管近十年美豆牛熊走势，与厄尔尼诺-拉尼娜周期存在直观上的关联性（图 4），但 1998 年 8 月-2000 年 7 月、2000 年 11 月-2001 年 3 月期间，分别发生了中等超长的拉尼娜和弱势短暂的拉尼娜，美豆期间却分别跌去 20% 和 7%。统计上来看，在近 30 年的拉尼娜气象条件下主产国大豆单产变动表中，我们能看到，历次阿根廷单产均遭重创缩减，平均减产 13%，而巴西大豆平均增产 1.67%，增减几率各半，美豆单产平均缩减 1.57%，有较大减产概率。厄尔尼诺与拉尼娜也并不完全是不利于大豆生长的，作物不同的时期，有不同的需求，影响程度也是相对的，与此相对应，厄尔尼诺-拉尼娜，不必然导向美豆的牛熊。

但拉尼娜年份美豆上涨概率倾向更为重要，且具有爆发力，具体要观察拉尼娜是否发生在产区 and 强度大小。由于目前主要农产品价格，长期处于一个超低迷的一种状态，一旦发生拉尼娜现象，将对价格带来较大的冲击。

表 3. 拉尼娜气象条件下主产国大豆单产变动表

拉尼娜时期	美豆单产变动	巴西单产变化	阿根廷单产变化
84. 10-85. 06	21. 16%	9. 10%	-14. 20%
88. 05-89. 05	-20. 35%	14%	-31%
95. 08-96. 03	6. 35%	-0. 50%	-4. 80%
98. 07-01. 03	-5. 86%	-3%	-12. 70%
07. 08-08. 05	-4. 80%	0. 60%	-5. 70%
10. 06-11. 06	-4. 03%	6%	-8. 60%
11. 08-12. 03	-3. 46%	-14. 50%	-14. 80%

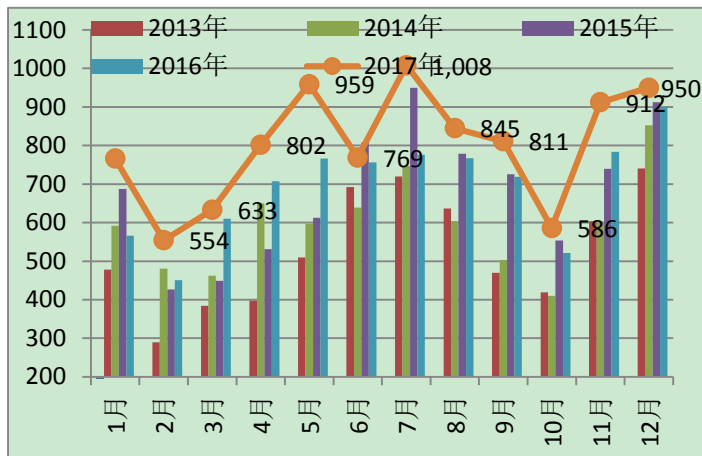
资料来源：USDA 新纪元期货研究

## 第三部分 国内产业和需求

### 一、进口和压榨

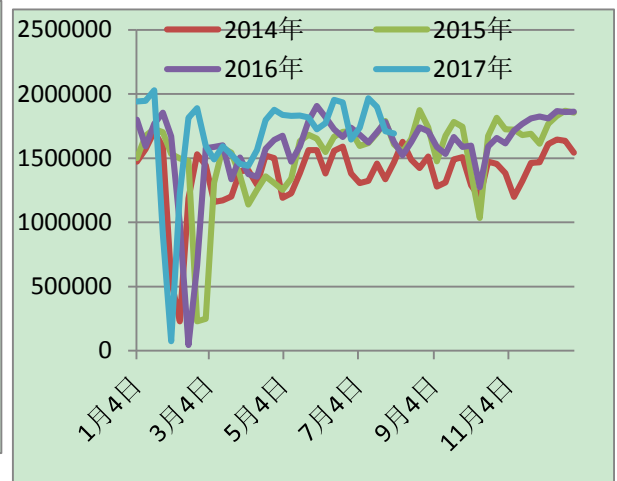
根据行业数据预估，11月到港量约912万吨，12月到港量约950万吨，则2017年，我国大豆进口超过9500万吨，同比增长15%以上，多年来一直保持两位数高速增长，预计2018年进口量突破1亿吨，压榨数量创历史新高，呈供需两旺的运行态势。

图 6.近年来我国大豆进口月度数据走势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 7.我国大豆月压榨数量走势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

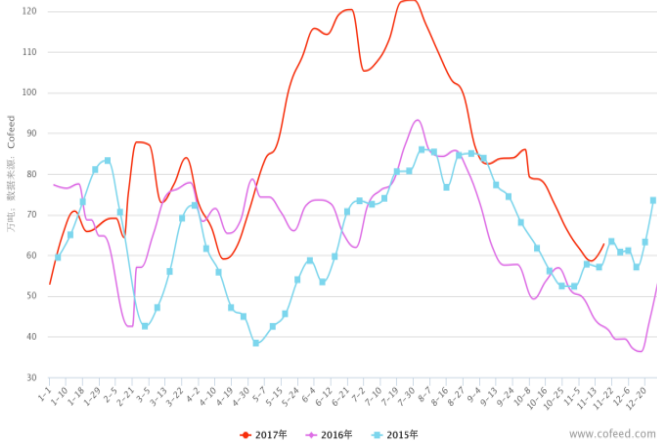
### 二、油粕库存和需求

截至11月19日，国内豆粕未执行合同量607万吨，同比去年增涨49%，大型饲料与养殖企业表示看好后市。国内豆粕库存62.73万吨，较去年同期41.74万吨，同比增长50%，为季节性下滑趋势，现货成交放量显示需求良好。10月国内生猪存栏量3.49亿头，同比下降7.39%，能繁母猪存栏量3487万头，同比下降5.83%。2017年在史上最严苛的环控风波之中，禽类、生猪等养殖行业一度受限，养殖利润驱使下，大型养殖企业在环保压力下逆势扩张，未来存栏量预计有扩张趋势，这应该是饲料企业看好后市需求的重要原因。

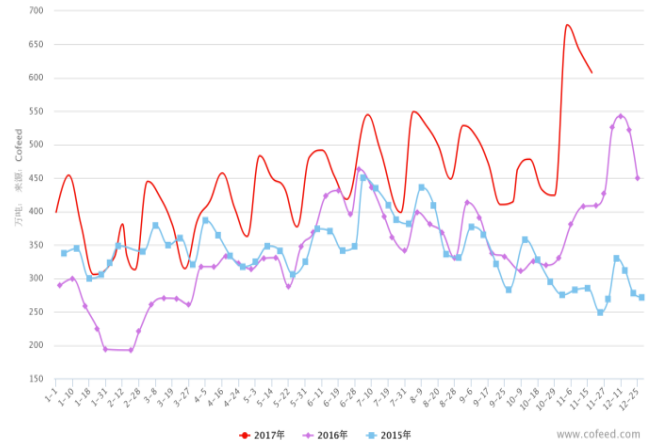
图 8.我国豆粕库存变动

图 9.我国豆粕未执行合同变动





资料来源：天下粮仓



资料来源：天下粮仓

截止到 11 月 19 日，国内豆油未执行合同 120 万吨，较去年同期 88 万吨增加 22%，豆油库存处于历史最高水平，为 163 万吨，同比去年 103 万吨增加 58%，豆油库存全年多数时间显著高于常年，面临更多的去库存压力。

图 10.我国豆油库存变动



资料来源：天下粮仓

图 11.我国豆油未执行合同变动



资料来源：天下粮仓

### 三、国内政策

早在 2015 年 12 月中国中央农村工作会议上，我国就提出农业供给侧结构性改革的概念，随着近两年的推进和深化，农产品市场化定价机制得到完善，去库存效果明显。根据农业部市场预警专家委员会 11 月发布的报告，与两年前相比，国内大豆产量增长 28%至 1489 万吨，玉米产量减少 6.5%至 2.1 亿吨，国内大豆出现结余，而玉米结余转负，预计国内“增大豆，减玉米”的趋势延续，利于粮食安全稳定，合理库存布局，增进农民收益。

另外，我国《生物质能发展十三五规划》和《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》政策，推动燃料乙醇规模化发展，利于玉米去库存化，将带来农产品新的投资发展机遇。

表 4.我国大豆供需平衡表变化

	2015/16	2016/17 (11月估计)	2017/18 (10月预测)	2017/18 (11月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	6590	7208	8194	8194
收获面积	6590	7202	8194	8194
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	1762	1796	1823	1817
万吨 (10000 tons)				
产量	1161	1294	1494	1489
进口	8323	9349	9450	9597
消费	9667	10811	10921	11056
出口	12	12	22	22
结余变化	-195	-180	1	8

资料来源：农业部

表 5.我国玉米供需平衡表变化

	2015/16	2016/17 (11月估计)	2017/18 (10月预测)	2017/18 (11月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	38119	36768	35100	35100
收获面积	38119	36768	35100	35100
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	5893	5971	5986	5986
万吨 (10000 tons)				
产量	22463	21955	21011	21011
进口	317	246	150	150
消费	19409	21072	21562	21562
出口	1	8	30	30
结余变化	3370	1121	-431	-431

资料来源：农业部

表 6.国储大豆库存量和结余 (万吨)

年份	收储量	已拍卖量	年度结余	累计结余
12/13*	88	78	10	219.8
13/14*	330	86.9	243.1	462.9
14/15*	0	0	462.9	462.9
15/16*	0	164.9	-164.9	298
16/17*	0	21.56	-21.56	276.44

资料来源：新纪元期货研究

表 7.国储菜油存量仅余三分之一 (万吨)

年份	预计菜油储	
	备数量	结余量
09/10*	150	无
10/11*	80	无
11/12*	140	无
12/13*	150	无
13/14*	170	122.19
14/15*	105	105
总计	795	227.19

资料来源：新纪元期货研究

## 第四部分 技术图表分析

### 一、大宗商品指数技术图表分析

2017 年，工业金属涨幅超过 20%，转入强劲的牛市波动，煤炭价格实现第二年的牛市波动，涨幅接近 30%，国际原油价格为多空均衡的震荡走势，农产品价格指数表现最差，年内小幅下挫近 3%。全球主要央行长期不懈做多通胀，以及行业自主去产能和政府主导去产能，主要商品长期维持牛市波动，农产品需求基本稳定，整体去产能主要看天气模式，但在这种大商品环境下，已有低估之嫌。

商品冷暖不均的表现，反应在 CRB 大宗商品价格指数，月线走势来看，2017 年末作出实质性突破。CRB 指数年内探底回升，前低后高走势震荡。长期来看，仍在月线 c4 弱势反弹浪中，193 点附近（c3 浪 25%的反压位处）缺少突破。文华商品价格指数更多计入了中国结构性改革成果因素，c4 超强的反弹浪超过 50%，遇阻 164 点附近（c3 浪 75%的反压位），2017 年也缺少突破。后市商品强弱分化愈发明显，商品价格指数将表现为高度不稳定性，下探风险未能解除。

图 12.CRB 商品价格指数月线走势为熊市反弹格局



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

DCE 豆粕价格，在 2016 年 3 到 6 月份累积涨幅超过 50%，后转入调整下跌，2017 年处于 2600-3000 点区间，为多空均衡震荡格局，长期图表显示底部重心上移。

2016 年豆粕行情启动因南美天气，根据目前的判断，2018 年天气威胁恐再度来袭，2018 年也是豆粕熊牛转换的第三年，若拉尼娜年份大豆减产由预期转变为事实，则粕类市场多空均衡的震荡区间将会被打破，有望进入更大级别的趋势波动之中，否则维系大区间震荡。

图 13.DCE 豆粕价格指数熊市底部区域，多空均衡局面待破



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，在 2015 年跌入近 9 年低位（5168）后触底反弹，2016 年末和 2017 年初，承压于熊市阻力线再次探底，吞没 2015-2016 年涨幅的 75%，探明 5664 为熊市重要次低点，长期价格波动表现为熊市收敛，预计 2018 年价格波动区间介于 5800-6600 区间，酝酿价格突破。

图 14.DCE 豆油期货价格指数月线熊市波动收敛酝酿价格突破



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

## 第五部分 2018 年主要交易策略推荐

### 一、2018 年豆系市场全息图表

表 8.2018 豆系市场全息表

驱动力	关切点	多空	影响周期	备注	重要性
宏观驱动	1、美元指数高位宽幅震荡。	中性	长期	美元指数在 92-105 呈扩散三角形宽幅震荡走势。	★
	2、全球央行货币政策转入正常化(初期)。	中性	长期	风险资产因货币宽松而膨胀,也将因货币收缩而动荡。	★
	3、金融资产配置偏好大宗商品,做多通胀预期升温。	利多	长期	大宗商品市场,从结构性上涨,到全局性上涨,重心走高。	★★
政策驱动	1、国储大豆、菜籽油泄库尾声。	利多	长期	国家通过储备库存调控价格的能力趋弱。	★
	2、实质性推进“农业供给侧改革”。	利多	长期	优化种植结构,价格面临重估。	★★★
天气事件驱动	进入拉尼娜年份,天气模式干扰作物生长。	利多	长期	拉尼娜年景全球大豆产量受到威胁。	★★★
				实现“六连丰产”难度增加,利空效应边际递减。	★
供需格局	1、美豆连续五年丰产,供需格局宽松	中性	季节性		★
	2、2018 年美国大豆种植面积增长收窄	中性	季节性	大豆玉米比价,恐激励大豆种植扩张	★
	3、东南亚棕榈油快速进入增产周期 VS 菜籽产量缩减	中性/偏空	长期	油脂结构性增产,并未逆转其全球供需偏紧格局	★★

资料来源:USDA 新纪元期货研究

### 二、策略推荐

- 1) OI-Y 价差牛市波动的逻辑仍在,仍可继续博弈,目标区域 1000-1300;
- 2) 2 到 3 季度,Y-P 价差扩大套利窗口期开启,目标区域 900-1100;
- 3) 2-5 月、6-9 月,关注农产品天气市及粕类多头配置时机,推荐菜粕,该时间窗口,可量力博取豆粕看涨期权多头策略。
- 4) 12 月-1 月,关注菜油、豆油、棕榈油多头配置时机。

## 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