

关注南美产量变数，多粕空油套作为主

内容提要：

- ◆ 年初至 2 月初以来，芝加哥玉米、小麦期价从历史低位企稳回升 4%-5%，天气忧虑和技术支持显著，豆系中芝加哥豆粕涨幅 5%，国内豆、菜粕涨幅 1.5%-2%，三大油脂跌幅在 0.8%到 1.8%，春节前行情惨淡，人民币汇率大幅升值导致内盘“易跟跌、难跟涨”。阿根廷遭遇干旱，主要农产品获得支撑显著，而供给压力和资金偏好较差限制了价格表现。预计主要能源价格牛市上涨抬升农产品底部，未来通胀前景改善要求下，农产品板块有整体回升的预期。
- ◆ USDA 在 2 月供需报告数据显示，2017/18 年度，美豆产量 43.92 亿蒲（持平于上月、上年 42.96），库存 5.30（预期 4.92、上月 4.70、上年 3.02）。巴西产量 11200 万吨（预期 11140、上月 11000、上年 11410）；阿根廷产量 5400 万吨（预期 5380、上月 5600、上年 5780）。美豆出口大幅调低，导致结转库存高于预期，巴西产量调高，抵消阿根廷调低；报告中性偏空。
- ◆ 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，一旦拉尼娜现象持续反复，价格波动趋于上扬。
- ◆ 进入二月中旬以后，美国玉米大豆种植面积之争将开始角力，5 月合约大豆玉米比价 2.7 仍对大豆播种面积扩张有利，近期比价下滑势态可能增添变数。美豆种植面积变数，是一季度早些时候重要的交易线索。
- ◆ 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) 2-5 月，关注农产品天气市及粕类多头配置时机，当前进入菜粕多头配置时间，也可量力博取豆粕看涨期权多头策略。3) 2 到 3 月份做空油粕比。

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

农产品板块抗跌，呈粕强油弱（2018-02-01）

低位表现抗跌，价格延续震荡格局（2018-01-25）

利多报告刺激，价格企稳反弹，（2018-01-19）

（年报）天气模式转换，豆系或转入牛市波动（2017-12-26）

第一部分 市场形势分析

一、汇率因素对价格有牵制

美国三月升息的预期甚嚣尘上，为提前计入这种冲击和影响，2 月风险资产价格动荡难免。更具加息前景的非美货币引领美元持续弱势运行，人民币汇率兑美元 1 月升值幅度超过 3.5%，录得 2004 年汇改以来之最，这种汇率因素对豆系价格影响深刻。尽管 1 月份芝加哥大豆小幅上涨 3.56%，但在国际运费、升贴水稳定的背景下，我国大豆进口成本缩减了 114 元/吨。并无形中增厚了油厂压榨利润，豆系价格普遍表现为外强内弱走势。

二、资金兴趣寡淡，市场机会匮乏

跟踪文华农产品指数来看，农产品总持仓规模，处于近四年半以来的偏低水准，显示出市场兴趣寡淡，价格缺少大级别趋势波动的机会。大宗商品市场“工强农弱”，1 月份前后，宏观和货币金融因素是市场的主要驱动，农产品受供给过剩和库存压力牵制，价格波动率偏低缺少系统性的趋势转变，仅鸡蛋、苹果期货等小品种近月合约，季节性趋势下跌较为迅猛，为市场亮点。

三、主要品种波动概述

年初至 2 月初以来，芝加哥玉米、小麦期价从历史低位企稳回升 4%-5%，天气忧虑和技术支持显著，豆系中芝加哥豆粕涨幅 5%，国内豆、菜粕涨幅 1.5%-2%，三大油脂跌幅在 0.8 到 1.8%，春节前行情惨淡，人民币汇率大幅升值导致内盘跟涨幅度有限而更易跟跌。拉尼娜影响下阿根廷遭遇干旱，主要农产品在低位区或支撑显著，而供给压力和资金偏好较差限制了价格表现。预计主要能源价格牛市上涨抬升农产品底部，未来通胀前景改善要求下，农产品板块有整体回升的预期。

第二部分 市场关注要点解读和前瞻

一、USDA 供需报告关注南美产量和北美种植面积

USDA 在 2 月供需报告数据显示，2017/18 年度，美豆产量 43.92 亿蒲（持平于上月、上年 42.96），库存 5.30（预期 4.92、上月 4.70、上年 3.02）。巴西产量 11200 万吨（预期 11140、上月 11000、上年 11410）；阿根廷产量 5400 万吨（预期 5380、上月 5600、上年 5780）。美豆出口大幅调低，导致结转库存高于预期，巴西产量调高，抵消阿根廷调低；报告中性偏空。

表 1. 美国大豆供需平衡表

SOYBEANS	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 Proj.	
			Jan	Feb
<i>Million Acres</i>				

Area Planted	82.7	83.4	90.1	90.1
Area Harvested	81.7	82.7	89.5	89.5
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	48	52	49.1	49.1
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	191	197	302	302
Production	3926	4296	4392	4392
Imports	24	22	25	25
Supply, Total	4140	4515	4718	4718
Crushings	1886	1899	1950	1950
Exports	1942	2174	2160	2100
Seed	97	105	106	106
Residual	18	36	33	33
Use, Total	3944	4213	4248	4188
Ending Stocks	197	302	470	530
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.95	9.47	8.80 - 9.80	8.60 - 10.00
Stock To Use Ratio	4.99%	7.17%	11.06%	12.66%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

截至 2018 年 2 月 1 日的一周，美国大豆出口检验量为 1,303,723 吨，上周为 1,130,422 吨，去年同期为 1,649,842 吨。迄今为止，2017/18 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量为 34,709,901 吨，上年同期 40,480,504 吨，同比减少 14.3%，上周是同比减少 14.0%，两周前是同比减少 13.2%，关注美豆出口进度和美豆出口数据变动对盘面的影响，目前该数据对盘面形成制约。

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。进入二月中旬以后，美国玉米大豆种植面积之争将开始角力，5 月合约大豆玉米比价 2.7 仍对大豆播种面积扩张有利，近期比价下滑势态可能增添变数。美豆种植面积变数，是一季度晚些时候重要的交易线索。

二、“一号文件”为市场引领方向

《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》于 2018 年 2 月 4 日发布。以往的中央一号文件讲农业问题、讲农村经济发展较多，今年的文件按照党的十九大提出的关于乡村振兴的 20 个字 5 个方面的总要求，对统筹推进农村经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设，都作出了全面部署。

加快消化政策性粮食库存，继续强调种植面积调减，积极参与全球农业贸易规则制定，确保国家粮食安全，把中国人的饭碗牢牢端在自己手中，优化养殖业空间布局，大力发展绿色生态健康养殖，稳步扩大“保险+期货”试点，探索“订单农业+保险+期货（权）”试点等，对期货行业和市场影响深刻。预计农业

供给侧改革的推进，长期将深刻影响农产品价格，加快消化政策性粮食库存，有利于市场功能的长效发挥，有利于增强市场活力。2月4日国家商务部启动对高粱的双反立案调查，可能对玉米、双粕等价格有长期支持。消息人士称，商务部正研究限制美国大豆进口的潜在影响，后市关注政策风险对豆系价格的冲击和影响。

三、宜长期关注天气影响

图 1 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。

2017 年 12 月 12 日，中国国家气候中心对外发布消息称，由于赤道中东太平洋地区水温异常偏低，下降趋势明显，赤道中东太平洋已进入拉尼娜状态。2018 年 1 月 11 日，日本气象局表示拉尼娜天气现象正在持续，有 70% 的机会延续到春季末。而根据历史经验来看，拉尼娜事件易导致我国南方地区在冬季气温偏低，出现冷冻，对长江流域菜籽生长可能有负面影响，后市宜关注菜籽系列品种春节投资机会。

四、国内压榨和库存

由于近几个月以来，大豆压榨利润良好，特别是人民币大幅趋势升值，使得油厂源源不断的进口国外大豆，使得大豆到港规模较大，据 Cofeed 统计，2018 年 1 月份国内各港口进口大豆预报到港 124 船 808.89 万吨。因压榨利润良好，且大多油厂还有合同需执行，大部分油厂仍保持开机状态，或尽量保持满开状态，令油厂开机率高企，油粕库存整体偏高。

截止 1 月 26 日，国内豆油商业库存总量 150.11 万吨，较上个月同期的 164.37 万吨降 14.26 万吨降幅为 8.68%，去年同期为春节假期，去年 2 月 3 日豆油库存为 106.07 万吨。但节前的豆油小包装备货时间已经不多，进入 2 月，油厂虽停工放假，但终端消费也将进一步减少，春节前，国内豆油商业库存继续回落空间预计已经非常有限。国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 96.422 万吨，较去年同期 66 万吨增长 46.09%。当周豆粕未执行合同 472.61 万吨，较去年同期 310 万吨增长 52.45%。

图 2.国内豆油库存远高于历年和均值



资料来源：天下粮仓

图 3.我国棕榈油库存略低于数年均值

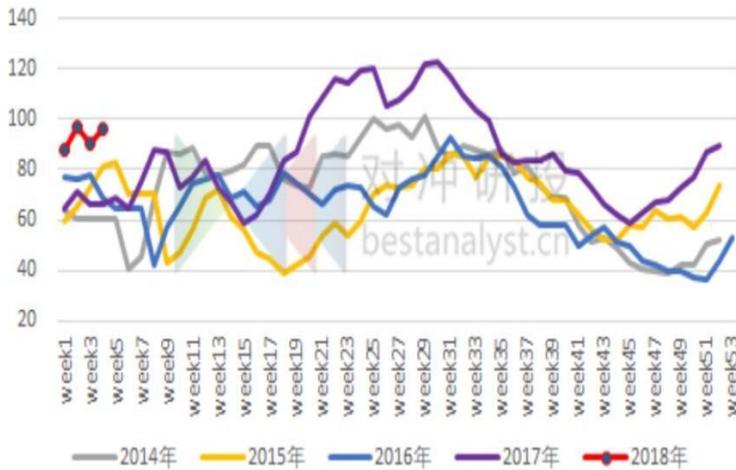


资料来源：天下粮仓

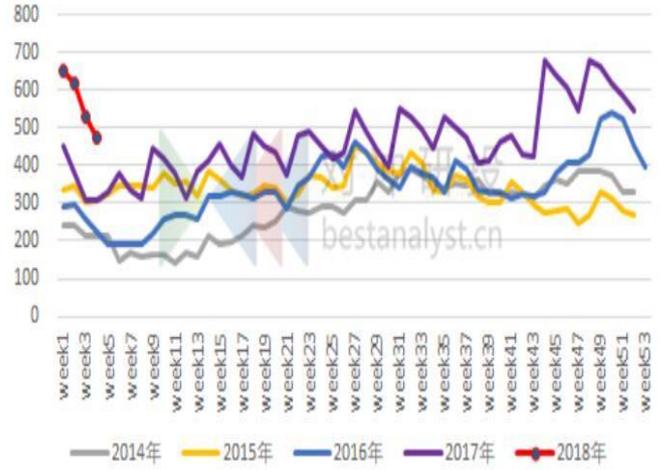
截止到 1 月 28 日当周，豆粕未执行合同 472.61 万吨，较上周的 491.77 万吨减少 19.16 万吨，降幅 3.86%，较去年同期 310 万吨增长 52.45%。未来两周油厂开机率将继续提高，而降雪天气，仍将继续影响豆粕出货速度，预计下周豆粕库存量仍将居高难下，而进入春节长假期间，市场应更多关注外部市场的走势。

图 4.我国油厂豆粕库存水平变动

图 5.我国油厂豆粕未执行合同变动图



资料来源：天下粮仓



资料来源：天下粮仓

第三部分 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。进入 2018 年初，金融动荡期工业品振幅加大，农产品低位表现转强。

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，2018 年初突破 c3 浪 25% 的反压位处。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，暂缺少突破。印证后市商品强弱分化愈发明显的判断，预计高价商品价格将表现为高度不稳定性，而低价商品序列转入偏强走势。

图 6.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 7.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 8.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

第四部分 2 月份主要交易策略推荐

一、2018 年 2 月豆系市场全息图表

表 2.2018 年 2 月豆系市场全息表

驱动力	关切点	多空	影响周期	备注	重要性
宏观驱动	1、美元指数深跌在 90 之下运行，人民币强势升值。	中性	长期	人民币强劲升值对进口依赖型商品价格有抑制。	★
	2、全球央行货币政策转入正常化(中期)。	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、中央一号文件、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。	★★★
	1、美国谷物种植面积之争开始。	中性	季节性	实现“六连丰产”难度增加，利空效应边际递减。	*
供需格局	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：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) 2-5 月，关注农产品天气市及粕类多头配置时机，当前进入菜粕多头配置时间，也可量力博取豆粕看涨期权多头策略。
- 3) 2 到 3 月份做空油粕比。

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
地址：广州市越秀区东风东路703大
院29号8层803

苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998
传真：0512 - 69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

常州营业部

业务电话：0519 - 88059976
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

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