

南美定产 VS 北美播种，市场交易重心抬升

内容提要：

- ◆ 3 月份的市场波动不同寻常。文华商品价格指数月线级别跌幅超过 6%，为牛市周期以来最大单月跌幅，美国启动本轮升息周期以来第六次升息，美国特朗普发起贸易战，这引发金融市场普遍的动荡下跌。国内两会结束后春季工业需求弱于季节性，加深了主要商品跌势。农产品因主产国阿根廷遭遇近四十年以来最严重旱情，表现抗跌双粕领涨商品，油粕比价不断拓展十年来新低。
- ◆ USDA 在 3 月供需报告中预计，美豆产量 43.92 亿蒲（上月 43.92、上年 42.96），期末 5.55（预期 5.30、上月 5.30、上年 3.02）。巴西产量 11300 万吨（预期 11390、上月 11200、上年 11410）；阿根廷产量 4700 万吨（预期 4840、上月 5400、上年 5780）。美豆库存消费比调升至 13.33%，仅低于 2005 和 2006 年（15.6%、18.6%），为历史次高水平，关注南美定产和北美播种面积对盘面的影响。
- ◆ 在近 30 年的拉尼娜气象条件下，阿根廷大豆单产均遭重创缩减，平均减产 13%，而巴西大豆平均增产 1.67%。今年二三月份，阿根廷大旱，关键生长期作物产量前景急剧下滑，USDA 在 3 月份将阿根廷单产调降 12%，播种面积调减 5%，产量调减千万吨至 4700 万吨或 17.5%。已有国际机构预计该国产量损失达 30%，这将抬升了芝加哥大豆长期底部重心。
- ◆ 中美贸易战忧虑一度带来农产品市场的恐慌性买盘，商品市场“买农空工”跨品种对冲交易盛行。中美贸易冲突会经历“谈判-失败-升级，再谈判-再升级”，直至达成妥协的过程，后市警惕全球经济在中美贸易冲突的漫长拖累下付出沉痛代价，警惕风险资产价格进一步波动加剧风险。
- ◆ 策略推荐：1) Y-P、OI-Y 价差牛市波动的逻辑仍在，可继续博弈；2) 4-5 月份，继续博弈波动重心抬升的双粕多单；3) 4 到 5 月份油粕比空单主动锁定利润。

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

获得重要技术支持，价格预计再次上冲（2018-03-16）

豆粕高位波动风险加剧（2018-03-09）

阿根廷旱情持续发酵，双粕牛市上涨加速（2018-03-02）

（年报）天气模式转换，豆类或转入牛市波动（2017-12-26）

第一部分 市场形势分析

一、美国启动第六次升息，金融市场遭遇普遍冲击

3月22日，美联储宣布上调联邦基金利率25个基点至1.50%-1.75%，并暗示2018年还有两次加息。预计会在2019-2020年更加陡峭地加息，自2015年12月启动本轮加息周期以来，美联储已加息6次。90年代以来，美国完成的三次升息周期持续1到2年，本次退出非常规量化宽松政策以来的升息周期，已持续超过了2年。我国央行再次上调公开市场利率5个基点，为2017年以来第四次。欧美等主要股指从牛市高位累积跌幅超过10%，避险情绪浓重，一并冲击金融属性较强的主要工业品下挫。

二、南美阿根廷遭遇少见旱情，市场一度增持天气升水

拉尼娜气象条件影响下，2、3月份以来，阿根廷经历了近四十年来，最严重的旱情，导致关键生长期大豆等作物产量下调幅度较大，芝加哥大豆及豆粕市场掀起增持天气升水的交易热潮，投机基金净多单达到历史同期高位，玉米、大豆等系列农产品表现出较强的季节性波动特征，低位价格重心普遍上移，油粕比价不断拓展十年同期低位。因人民币汇率升值并较稳定在高位，国内进口大豆压榨利润较佳，油粕供给充裕。

三、特朗普挑起贸易战，农产品价格波动加剧

23日，特朗普正式签署所谓针对中国“经济侵略行为”的总统备忘录，并将对价值600亿美元的中国进口产品征收关税，并限制制中国企业对美投资并购，宣告美国对中国打响贸易战第一枪。国家商务部提议中方应对措施，以平衡此前美方对我国造成的利益损失，并分两个阶段对7类、128个税项产品加征关税。中美贸易摩擦有升级之势，且有蔓延风险，令恐慌情绪进一步发酵。中国是最大的大豆进口国，若对美设立贸易壁垒，将对价格带来巨大冲击，对相关农产品价格有助涨作用。

第二部分 市场关注要点解读和前瞻

一、4月份开始更多关注北美大豆玉米种植面积之争

USDA在3月供需报告中预计，美豆产量43.92亿蒲（上月43.92、上年42.96），期末5.55（预期5.30、上月5.30、上年3.02）。巴西产量11300万吨（预期11390、上月11200、上年11410）；阿根廷产量4700万吨（预期4840、上月5400、上年5780）。美豆压榨调高、出口调低，令结转库存高于预期；巴西产量略调高，阿根廷调低。南美产量低于预期，对价格影响中性偏多。美豆库存消费比调升至13.33%，仅低于2005和2006年（15.6%、18.6%），为历史次高水平。

表 1.美国大豆供需平衡表

	2015/16	2016/17	2017/18 Proj.	2017/18
SOYBEANS		Est.		Proj.
			Feb	Mar

		<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	1901	1950	1960
Exports	1942	2174	2100	2065
Seed	97	105	106	106
Residual	18	34	33	33
Use, Total	3944	4213	4188	4163
Ending Stocks	197	302	530	555
Avg. Farm Price (\$/bu)	8.95			
2/		9.47	8.90 - 9.70	9.00 - 9.60
Stock To Use Ratio	4.99%	7.17%	12.66%	13.33%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

此前 USDA 在 2 月论坛上预计，美国今年大豆种植面积 9000 万英亩，略低于去年的 9010 万英亩，玉米亦由 9020 万英亩缩减至 9000 万英亩。而市场预计基于美豆和玉米的成本收益比较，USDA 可能低估了美豆播种面积。民间分析公司 Informa Economics 在 3 月下旬 将今年美国玉米播种面积预估由 8,917.9 万英亩下调至 8,890 万英亩，上调了美国 2018 年大豆种植面积预估至 9,150 万英亩，之前预估 9,119.7 万英亩。

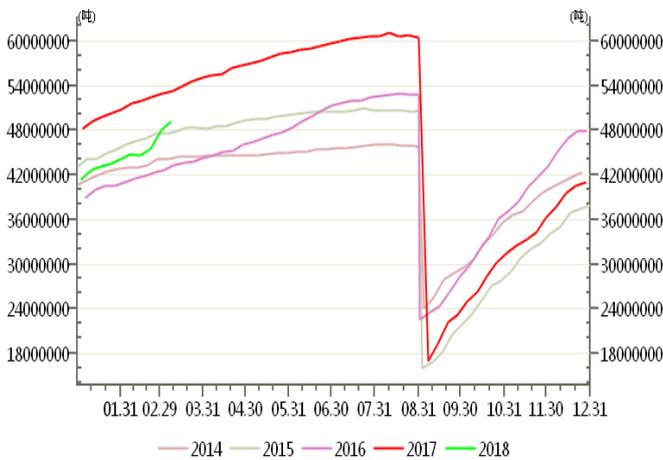
3 月 30 日，USDA 季度库存报告和种植面积报告将发布。目前预计 2018 年 3 月 1 日美国大豆库存接近 20.55 亿蒲式耳，为十数年历史同期之最，相比之下，上年同期为 17.39 亿蒲式耳。预计今年美国大豆播种面积为 9100 万英亩，上年为 9010 万英亩。美豆播种面积增量在 1%-1.5%，较去年超过 7% 的增幅相比微乎其微，预计对市场的冲击较小。至于历史高位的绝对库存数量，可能会成为价格短期的羁绊。

二、美国出口销售乏善可陈，贸易战可能对出口带来冲击

美国农业部发布的出口检验周报显示，截至 3 月 15 日的一周，美国对中国（大陆地区）装运 124,550 吨大豆 两周前是装运了 448,569 吨大豆。当周美国对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 25.4%，上周是 49.3%。迄今为止，17/18 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量为 40,219,615 吨，上年同期 45,799,822 吨 同比减少 12.2% 美国农业部在 2018 年 3 月份供需报告里预测 2017 年 9 月到 2018 年 8 月份的年度里，美国大豆出口量为 20.65 亿蒲式耳，比 2016/17 年度的 21.74 亿蒲减少了 5.0 个百分点。这也代表着美国大豆出口五年来首次同比下滑，但下滑幅度在收窄。

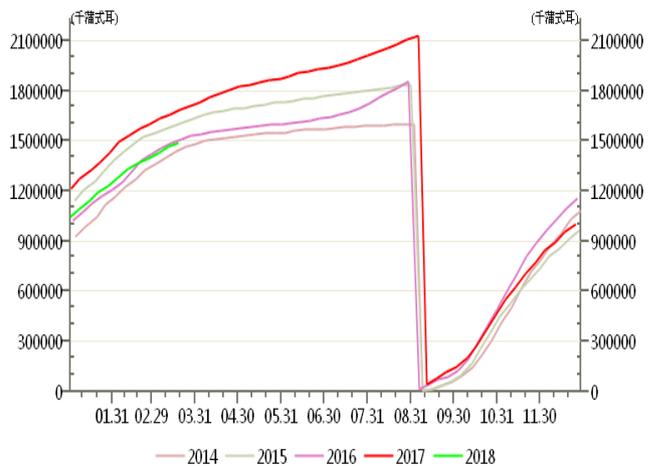
若中美贸易关系被美方单方面破坏，中国如果跟进提高美豆进口关税，对美豆而言，将是一大利空，美豆或将重挫。但如果中国持续从阿根廷和巴西进口大豆，随着进口量的增加，南美升水也会水涨船高，那么中国的进口成本势必会提高，这将会反应在国内的价格上面。成本提高之后，中国的油厂利润也将受到影响，进而影响买船，或会助推国内豆系价格上涨。

图 1.美国大豆出口销售数量较去年迟缓



资料来源：Wind

图 2.美国大豆出口检验量变动图



资料来源：Wind

三、仍宜长期关注天气变量

此前，我们认为拉尼娜周期的存在，可能是农产品底部抬升和趋势上涨重要的因素。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。一季度特别是二三月份，阿根廷遭遇近四十年以来最严重干旱，关键生长期产量前景急剧下滑，美国农业部将其单产调降 12%，播种面积调减 5%，产量调减千万吨至 4700 万吨或 17.5%。已有国际机构预计该国产量损失达 30%（或 1500-1800 万吨），这将抬升芝加哥大豆长期价格重心。

但 2018 年 3 月中旬，澳大利亚气象部门宣布，从 2017 年秋冬季开始的拉尼娜事件已经结束。根据监测数据，中东太平洋近赤道洋面的水温从去年 12 月开始逐步回升，目前已回到正常温度范围，南方涛动指数（SOI）也回到了中性范围。据此，澳大利亚气象部门宣布拉尼娜事件结束。根据预测，今年北半球夏季会是一个 ENSO 中性状态，即既没有厄尔尼诺也没有拉尼娜。此前，NOAA 2 月预计 3-5 月拉尼娜消退概率为 55%；日本气象厅预计 3-5 月消退概率为 70%；我国气象学者预计下半年可能形成厄尔尼诺。天气模式的演变，对后期农产品价格带来一定不确定性，预计大概率呈现中性的状态，可能让农产品价格表现趋向复杂。

表 2 拉尼娜气象条件下主产国大豆单产变动表

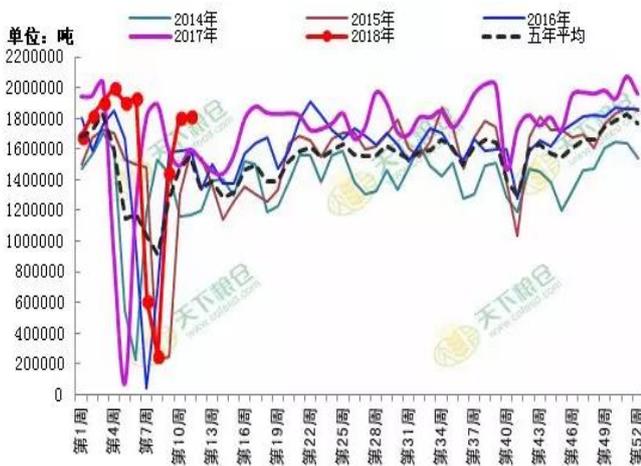
拉尼娜时期	美豆单产变动	巴西单产变化	阿根廷单产变化
84. 10-85. 06	21. 16%	9. 10%	-14. 20%
88. 05-89. 05	-20. 35%	14%	-31%
95. 08-96. 03	6. 35%	-0. 50%	-4. 80%
98. 07-01. 03	-5. 86%	-3%	-12. 70%
07. 08-08. 05	-4. 80%	0. 60%	-5. 70%
10. 06-11. 06	-4. 03%	6%	-8. 60%
11. 08-12. 03	-3. 46%	-14. 50%	-14. 80%
17. 12-18. 03	...	5% (F)	-12. 40% (F)

资料来源：Wind 新纪元期货研究

四、国内压榨和库存

我国二季度大豆到港量大增，其中，4 月份大豆到港最新预期 830 万吨，5 月份最新预期 930 万吨，6 月份最新预期 1000 万吨，二季度到港量较去年同期增长 9%，人民币升值至 811 汇改来新高，压榨利润较佳油厂开机率高企，油粕供给充裕。截止 3 月 20 日，国内豆油商业库存总量 140.85 万吨，较去年同期增长 23.87%，五年均值则是在 97.74 万吨。国内棕榈油港口库存 61.8 万吨，较去年同期增长 10%，绝对数量仅处于近一年新高，属历史同期中等偏低状态。

图 3. 我国大豆压榨量变动图



资料来源：天下粮仓

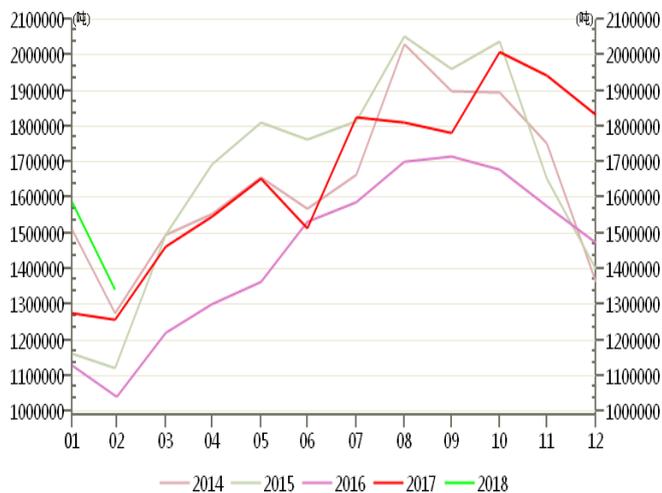
图 4.我国大豆进口量变动图



资料来源：天下粮仓

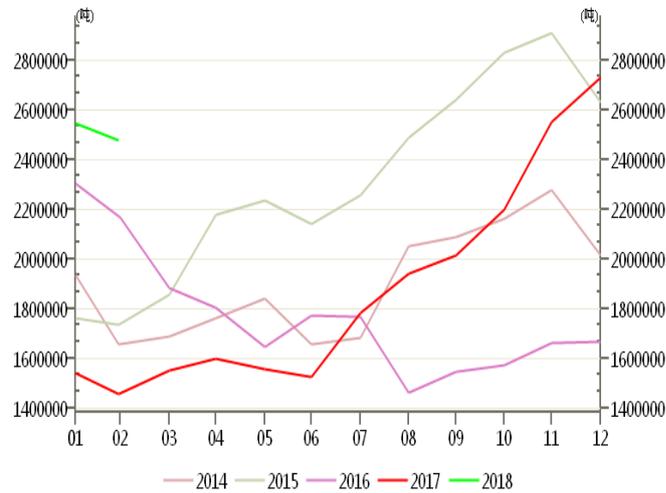
MPOB 数据显示 马来西亚 2 月棕榈油产量 134.28 万吨(1 月 158.66 ,去年 2 月 125.85);出口 131.23 万吨(1 月 151.42 ,去年 2 月 110.78) 2 月末棕榈油库存 247.79 万吨(1 月末 255.05 ,去年 2 月末 145.94)。马来西亚棕榈油产量和库存数据，均处于历史同期最高，3 月开始，马来棕榈油通常进入增产季，西马南方棕榈油协会(SPPOMA)发布的数据显示，3 月 1-20 日马棕产量较上月同期攀升 36.4%，该增速是历史上较高的增速，马来西亚棕榈油进产量季节性回升的时期，库存也将出现季节性的削减。

图 5. 马来西亚棕榈油进入季节性增产周期



资料来源：Wind

图 6. 马来西亚棕榈油库存处历史同期偏高



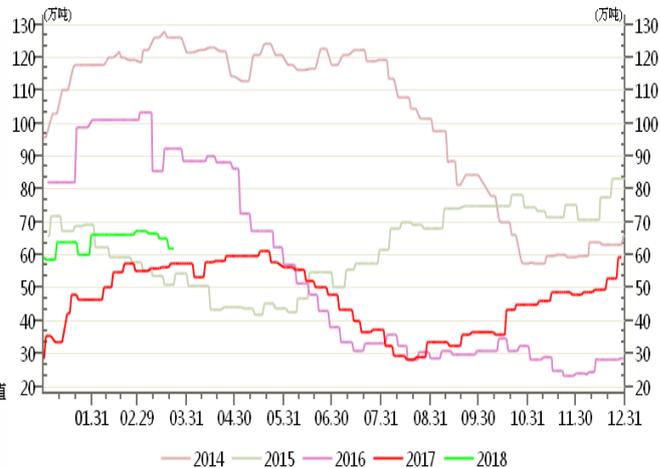
资料来源：Wind

图 7. 我国豆油库存变动图



资料来源：天下粮仓

图 8. 我国棕榈油库存变动图



资料来源：Wind

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。2018 年一季度，全球金融市场动荡期工业品振幅加大，出现显著调整，农产品低位表现转强。

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，3 月长阴吞没年初以来的涨幅，有转入空头市场动作。这印证农产品和工业品的强弱分化，预计主要工业品跌势延续，农产品维持强势。

图 9.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升。

拉尼娜气象条件下导致阿根廷大旱大豆产量损失严重，而后中美有贸易战隐忧，豆粕指数有望进入更大级别的趋势波动之中，波动箱体上移。

图 10.DCE 豆粕价格指数波动箱体上移



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，预计价格波动区间介于 5600-6250 区间，酝酿价格突破。

图 11.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 4 月份主要交易策略推荐

一、2018 年 4 月豆系市场全息图表

表 3.2018 年 4 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。	★★★
	3、中美贸易战。	利多	中期	国内高度依赖油籽进口，若对进口美豆进行限制，对大豆豆粕等价格带来较大冲击。	★★★
天气	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。	★★★
供需格局	1、美国谷物种植面积之争开始。	中性	中期	实现“六连丰产”难度增加，利空效应边际递减。	★
	2、2018 年美国大豆种植面积增长收窄	中性	长期	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) Y-P、OI-Y 价差牛市波动的逻辑仍在，可继续博弈；
- 2) 4-5 月份，继续博弈波动重心抬升的双粕多单；
- 3) 4 到 5 月份油粕比空单主动锁定利润。

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