

不断计入利空因素，价格临近春季低点

豆类/油粕

内容提要：

- ◆ 3月金融市场，对“特朗普行情”作出了重要的修正性下跌，期间，中国货币政策收紧的预期、各地房地产政策趋严的手段等，均增加了市场的避险情绪。豆系交易南美丰产和北美面积扩张的预期，跌跌不休，寻找春季低点。
- ◆ 3月上旬的吉隆坡会议上，因市场预期厄尔尼诺现象的消弭将令棕榈油产量恢复增长，预计2017年，马来西亚棕榈油产量增至1950-1990万吨，印尼产量增至3350-3500万吨，全球棕榈油产量增幅或将高于600万吨，这高于美国农业部对全球棕榈油产量增幅的预期（USDA预计增500万吨），这强化了进入3月份东南亚棕榈油季节性增产的趋势。
- ◆ 4月份，我国进口大豆到港最新预期在820万，5月份最新预期维持在880万吨，6月份预期维持在850万吨。4-6月大豆到港总量2550万吨，较去年同期2230万吨增加320万吨，增幅14.34%。进入4月份到港量的持续放大，对油粕供给带来压力。
- ◆ 单边策略上，尽管豆系、油脂熊市基本面依然浓烈，但当价格临近秋季低点，容易诱发利空出尽的效应，趋势空单注意谨防春节低点的临近，适当逢低减持或退出；中短线交易者，注重挖掘利空出尽后的修复性反弹行情。对冲套利方面，仍侧重多粕空油交易。豆棕价差超预期收敛，宜观望。

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

美国利率决议周，关注利空出尽后超跌反弹
2017-03-12

跌跌不休，基本面压力仍在释放
2017-03-23

第一部分 市场特征综述

3月金融市场，对“特朗普行情”作出了重要的修正性下跌，期间，中国货币政策收紧的预期、各地房地产政策趋严的手段等，均增加了市场的避险情绪。

对于农产品而言，巴西大豆产量不断被机构上调，阿根廷产量可能恢复到几乎与去年持平的状态，临近3月末，更兼有美国大豆播种面积扩张、中国国储大豆泄库临近施压等，豆系、油脂等价格经历了3月份的持续趋势下跌。

三大油脂期货月跌幅3%-8%之间，国际豆系价格跌幅在6%附近，油脂现货市场同比去年的涨幅不断收敛，价格几乎跌回了去年同期的水准；粕类在油粕套利端处于有利位置，虽然抗跌，但重心不断下移，亦在空头市场之列。（如表1、2所示）。

表1. 2017年03月油籽系列期货市场波动统计（截止至03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	1,036.25	-6.34	968.00	8.22	87,687
CBOT 豆粕	336.00	-6.28	316.20	7.44	43,827
CBOT 豆油	34.11	-5.54	32.25	9.26	57,622
WTI 原油	53.94	-7.98	49.60	13.69	54,781
豆油 1709	6,708.00	-6.87	6,206.00	10.47	292,021
棕榈油 1709	5,630.00	-2.72	5,442.00	7.58	347,644
菜油 1709	7,110.00	-7.83	6,522.00	11.16	95,314
菜粕 1709	2,430.00	-2.96	2,360.00	8.26	358,965
豆粕 1709	2,913.00	-3.33	2,816.00	7.14	793,393
豆一 1709	4,103.00	-7.25	3,798.00	9.79	83,650
玉米 1709	402.00	-3.30	373.50	8.41	2,370
鸡蛋 1709	4,359.00	-1.93	4,262.00	3.52	45,616

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

表2. 2017年03月主要地区现货价格变动统计（截止至03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):黄浦	DDGS:吉林	CNF进口价:大豆:美国
3月末价格	3,120.00	5,820.00	6,160.00	2,400.00	1,800.00	404.00
3月涨跌	-100.00	-240.00	-670.00	-50.00	-200.00	-19.00
3月涨跌幅	-3.11%	-3.96%	-9.81%	-2.04%	-10.00%	-4.49%
同比去年	600.00	320.00	60.00	480.00	300.00	18.00
同比涨跌幅	23.81%	5.82%	0.98%	25.00%	20.00%	4.66%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 市场要因分析

一、国际大豆关注要点

1、南美丰产趋向定局，驱动豆系价格阴跌

根据巴西农业咨询机构的数据，截至到3月24日，巴西大豆完成收割69.6%，领先于去年同期的63.1%，亦领先于5年同期均值62.8%。另据巴西植物油行业协会的预计，2016/17年度巴西大豆产量将达到1.073亿吨，较去年增长11.7%。

美国农业部发布的3月份全球农业产量月度报告显示，2016/17年度巴西大豆产量预计达到创纪录的1.08亿吨，比上月预测值高出400万吨，比上年增加1,150万吨或11.9%。机构对于巴西大豆产量的预估介于1.07-1.1亿吨之间。

受益于关键生长期的天气形势，阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所，不断提升该国大豆产量前景。3月下旬，预估阿根廷大豆产量将达到5650万吨，远高于初期5350万吨的水平。阿根廷大豆播种始于10月份，收获始于3月份，5月份结束，迄今为止，绝大部分首季大豆进入灌浆期。美国农业部在3月份报告，维持阿根廷5550万吨的预测值不变，较上年度减少130万吨。

综合来看，南美丰产局面向好，这是芝加哥豆系本月阴跌不止的驱动力之一。

2、关注美国大豆播种面积数据利空出尽效应

进入4月份，美国中西部春播工作临近，美豆播种面积规模逐渐成为市场关注的又一大重点题材。目前各大机构普遍预估值，高于美国农业部2月23日农业展望论坛数据（8800万英亩），但在当前市场预期已形成且部分消化的背景下，各方也在关注3月31日USDA种植意向报告是否会出现利空出尽的局面。

通过美豆供需平衡表我们可以注意到，3月份，美豆出口遭南美挤出而小幅下调，供给数据维持不变，因此，美豆2016/17年结转库存小幅调升至4.35亿蒲，库存消费比10.63%，为近9年高位。北京时间4月1日凌晨，USDA将发布美国谷物种植意向报告，市场对美豆播种面积的预估均值为8821万英亩，在47.9蒲/英亩线性单产，其他需求数据不变的条件下，美豆库存将降低至3.12亿蒲，库消比降至7.62%；而即便是9000万亩的超预期数值，在线性单产和其他需求数据不变的条件下，美豆库存和库销比的情况，不会比上一个年度更悲观。这样，在历史高面积发布之后，芝加哥大豆价格临近去年秋季低点（934），有概率形成利空出尽的局面。

进入5月份之后，天气形势对于今年美豆新作单产的影响，将更为深刻。2016/17年度美豆单产达到创纪录的52.5蒲/英亩，市场人士认为，随着大豆转基因品种抗虫抗旱抗涝能力大幅提高，美豆高单产将成为常态。但一旦进入天气市场，各方更多的关注还会回到天气对于田间大豆所产生的实质性影响。今年以来美国中西部产区总体偏于潮湿，而国际各大气象机构预测将于夏秋季形成的厄尔尼诺又将会给美豆新作生长带来何种影响值得关注。

表3. 美国大豆供需平衡表

	2014/15	2015/16	2016/17 Proj.	2016/17	2017/18	2017/18
SOYBEANS		Est.	Feb	Mar	A	B
			<i>Million Acres</i>			
Area Planted	83.3	82.7	83.4	83.4	88.21	90
Area Harvested	82.6	81.7	82.7	82.7	87.33	89.10
			<i>Bushels</i>			
Yield per Harvested Acre	47.5	48	52.1	52.1	47.9	47.9
			<i>Million Bushels</i>			
Beginning Stocks	92	191	197	197	197	197
Production	3927	3926	4307	4307	4183.01	4267.89
Imports	33	24	25	25	25	25
Supply, Total	4052	4140	4528	4528	4405.01	4489.89
Crushings	1873	1886	1930	1940	1940	1940
Exports	1842	1936	2050	2025	2025	2025
Seed	96	97	95	95	95	95
Residual	50	25	33	33	33	33
Use, Total	3862	3944	4108	4093	4093	4093
Ending Stocks	191	197	420	435	312.01	396.89
Avg. Farm Price (\$/bu)					9.30 -	9.30 -
2/	10.1	8.95	9.10 - 9.90	9.30 - 9.90	9.90?	9.90?
Stock To Use Ratio	4.95%	4.99%	10.22%	10.63%	7.62%	9.70%

A: 基于市场平均预期的美豆播种面积数值 8821 万英亩、47.9 蒲/英亩线性单产，其他需求数据不变

B: 基于超预期的美豆播种面积数值 9000 万英亩、47.9 蒲/英亩线性单产，其他需求数据不变

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

二、油脂市场关注要点

1、马来西亚棕榈油进入季节性增产周期

2016年3月上旬，马来西亚吉隆坡举行的棕榈油行业会议上，专家全面唱多棕榈油价格。而2017年的吉隆坡会议上，却出现一致性看空的态度，市场预期厄尔尼诺现象的消弭将令棕榈油产量恢复增长。预计2017年，马来西亚棕榈油产量增至1950-1990万吨，印尼产量增至3350-3500万吨，全球棕榈油产量增幅或将高于600万吨，这高于美国农业部对全球棕榈油产量增幅的预期（USDA预计增500万吨）。

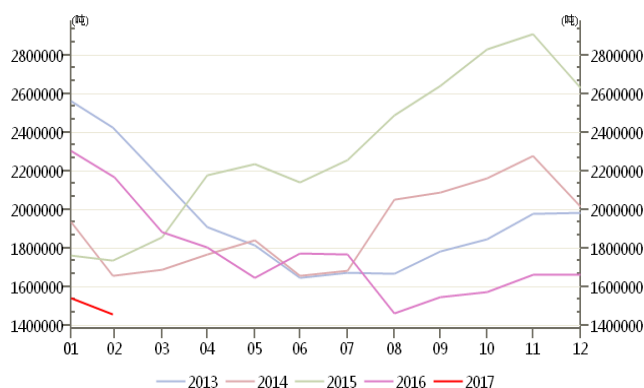
MPOB数据显示，截止到2月末，2月份马来西亚棕榈油产量在126万吨，较1月下滑1.4%，同比升20.7%，处于近两年同期高位；马来西亚棕榈油库存较上月减少5.3%至146万吨，相比去年2月份降32.7%，为近六年以来最低水平。东南亚棕榈油结束减产周期，进入增产周期较为明确，导致价格趋向提前计入利空因素。

图1. 马来西亚棕榈油产量季节性拐点显现



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表2. 马来西亚棕榈油库存低点已现



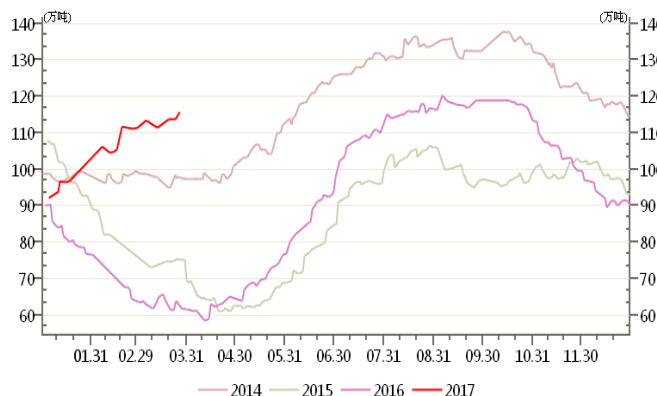
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

2、国内传统需求淡季库存压力凸显

进入三月份,国内豆油商业库存保持在110万吨到115万吨的水平,较去年同期的61.85万吨增53.76万吨增86.92%,显示出油厂大豆供应充裕,开机率回升,豆油淡季库存增长的强劲势头。

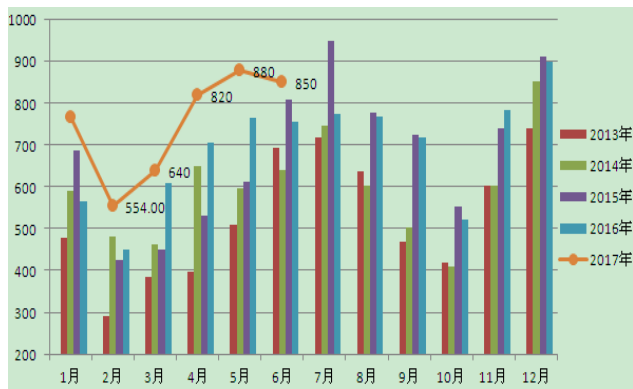
另外,进入4月份,国内大豆到港放大,4月份进口大豆到港最新预期在820万,5月份最新预期维持在880万吨,6月份预期维持在850万吨。4-6月大豆到港总量2550万吨,较去年同期2230万吨增加320万吨,增幅14.34%。4月中下旬油厂开机率将重新大幅提升,届时豆油库存量还会进一步放大。

图3. 国内豆油商业库存处于历史偏高水准



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

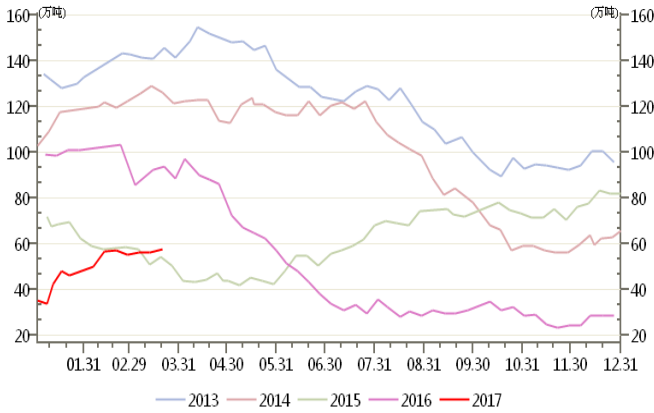
表4. 国内大豆到港数量增长较大(数值为预估值)



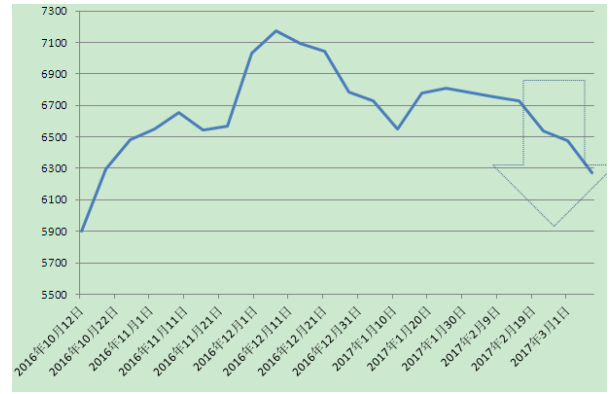
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图5. 国内棕榈油库存出现恢复性增加趋势

表6. 春节之后国储泄库菜油价格一路下滑近8%



资料来源：WIND 新纪元期货研究所



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、粕类市场关注的要点

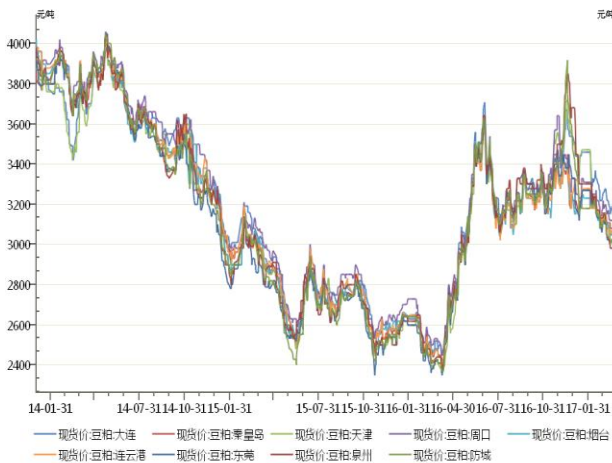
1、国内现货市场和期货市场综述

去年的4月初，国内豆粕价格在近6年低位（现货2450-2550元/吨区间）徘徊了近四个月的时间，受收割季阿根廷洪涝和商品牛市上涨的环境推动，启动了一轮持续三个月、累积涨幅一度超过50%的暴涨行情。

而去年12月以来，承压于供给端的压力，蛋白粕价格一路下滑。3月29日，国内主流地区豆粕现货报价介于2920-3120元/吨，当前价格已跌入2016年5月份的价格波动区域，月环比下跌3%-6%，较年初下跌10%-15%，较去年同期上涨19%-26%。

3月20日到4月20日之间，国内部分油厂也安排了较为集中的停机计划，这使得国内市场面临4-5月间进口大豆集中到港压力释放与现阶段豆粕供应区域性偏紧格局并存，整体重心追随国际豆系形势，当前南方油厂豆粕库存压力相对较大，北方市场则相对偏紧，现货报价区间呈现北高南低格局。

图7. 国内主流地区现货报价走势图



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图8. DCE豆粕在箱体窄幅波动



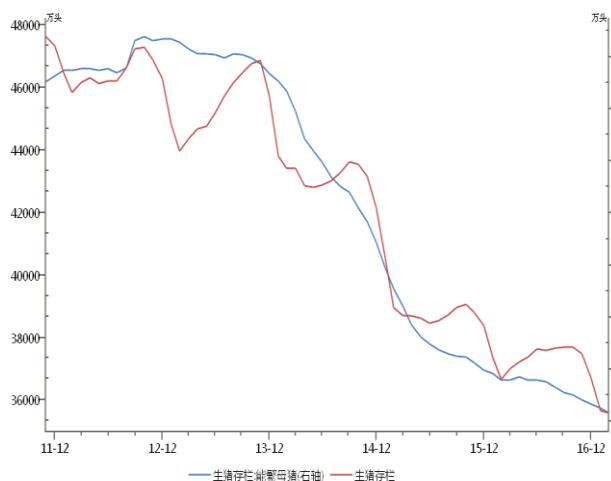
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2、养殖业需求拉动乏善可陈

农业部3月17日数据显示，2017年2月份4000个监测点生猪存栏信息显示，2017年2月份国内生猪存栏量环比降0.2%至35597万头，同比降1.6%；能繁母猪存栏量环比减0.6%至3633万头，同比降1.6%。尤其是我国能繁母猪存栏量连续42个月总体呈现下降趋势，较2013年高点5000万头左右累计下降1370多万头。且近期生猪价格大幅波动，养殖效益回落至400-500元/头区间，养殖效益环比缩水200-300元/头左右，生猪存栏总体低位区间，对饲料需要有一定抑制。在所有饲料产品中，猪饲料的豆粕添加比例最高，达到36%抑或更多。因此，生猪养殖的变化将对豆粕需求产生更直观的影响，三、四月份看不到任何反季节的需求拉动。尽管进入四月份，水产养殖渐次进入需求旺季的备货阶段，禽类养殖也将摆脱疫情阴霾，可能会带动粕类反弹，但带来实质性大规模的趋势反转，绝非需求端所能为，需求端的改善，会限制后市跌幅。

国内豆粕库存方面，截止3月26日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量83.96万吨，较上周的77.41万吨增加6.55万吨，增幅8.46%，较去年同期77.87万吨增长7.82%；当周豆粕未执行合同314.35万吨，较上周的379.54万吨减少65.19万吨，降幅17.17%，但较去年同期260.6万吨增长20.62%。国内油厂开机率维持在高位，而豆粕出货速度依旧缓慢，处于近年偏高水平的库存状态，对价格表现不利。

图9. 国内生猪和能繁母猪存栏变动状况



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图10. 近几年国内沿海豆粕结转库存周度变化



资料来源：天下粮仓 新纪元期货研究所

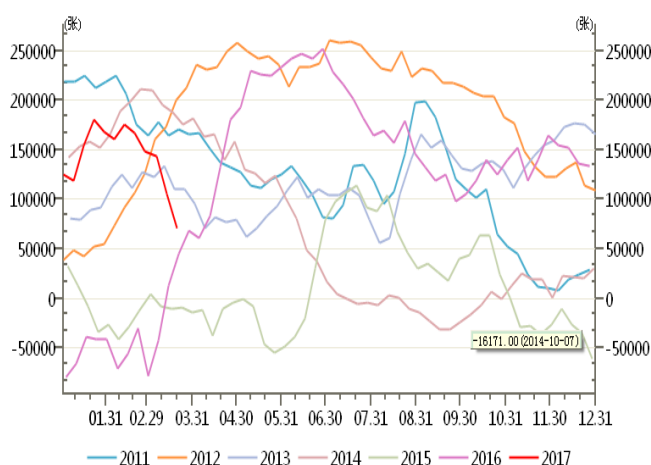
3、供给形势施压，芝加哥谷物和油籽净空单录得近十年新高

在美国农业部3月末发布播种意向报告之前，投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）谷物和油籽市场的净空单创下至少10年来的新高。CFTC发布的持仓报告显示，截至3月21日的一周里，投机基金和其他基金经理连续第二周从玉米、大豆、豆油和小麦期货及期权市场大规模撤离，投机基金的净空持仓总量非常接近2016年同期的水平为近十年高位。市场预计2017

年美国大豆播种面积将会大幅增长，创下历史最高水平，而玉米和小麦播种面积可能大幅减少，而南美农作物丰产在望，加重了谷物市场本季的抛压。

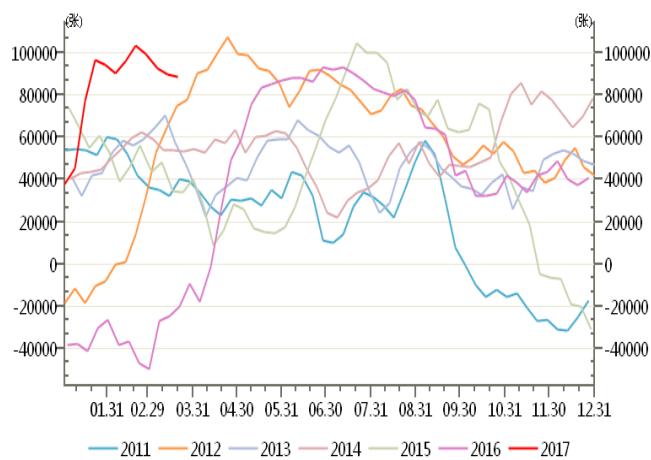
虽然玉米播种面积预期下滑，投机基金在过去一周进一步做空玉米，目前持有 81,691 手净空单。在豆油期市上，投机基金持有净空单 25,165 手，这也是 2014 年 2 月份以来的最高水平。投机基金还继续减持在 CBOT 大豆期货及期权上的净多单，目前净多单只有 65,669 手，低于一周前的 98,354 手，这是自去年 9 月底以来的最大单周降幅，整体上远远低于 1 月 24 日创下的近期高点 176,410 手。不过在豆粕期货市场上，投机基金的净多单相对保持稳定，约为 59,334 手。

图 11. CBOT 大豆非商业净持仓变动状况



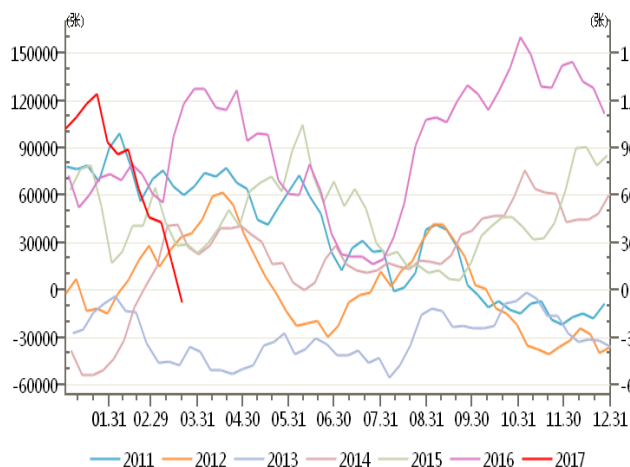
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. CBOT 豆粕非商业净持仓规模变动状况



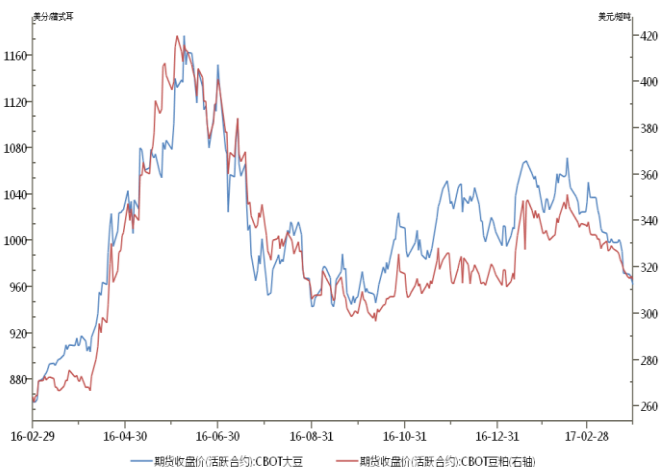
资料来源：天下粮仓 新纪元期货研究所

图 13. CBOT 豆油非商业净持仓规模变动状况



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. CBOT 大豆豆粕价格走势



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，近四个月以来，不断测得 1060-1080 区间阻力，该区为长期熊市下降轨道压力带。此前笔者强调，只有价格突破性持稳，方能带来牛市波动的转机，否则，期价将重新陷入低价区间的波动范围之内。3 月开阴下跌，重回年内低位区域，月线支持位 900-930。

图 15. 美豆月线熊市轨道遇阻，维系低价波动区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

DCE 豆油，牛市上涨至近三年高位后，连续下跌四个月，累积跌 1200-1300 点，跌回十个月前的低位区域，回吐了牛市涨幅的 61.8%。6000 关口附近为重要支持位，若月线失守，面临再探熊市低点风险。

图 16. DCE 豆油连跌四个月考验布林中轨支持



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第四部分、策略推荐

3月份，我们在报告中强调，“市场将进一步解读北美大豆播种面积的扩张，豆系价格的表现，更多时间或许处于消化春季压力的过程之中。”事实上，芝加哥大豆在三月份，超过80%的时间在持续下跌，从1040美分/蒲一路下跌至逼近去年秋季低位区（940-970美分/蒲），美国农产品净持仓规模处于近十年来最悲观的状态。

单边策略上，尽管豆系、油脂熊市基本面依然浓烈，但当价格临近去年秋季低点，容易诱发利空出尽的效应，趋势空单注意谨防春节低点的临近，适当逢低减持或退出；中短线交易者，注重挖掘利空出尽后的修复性反弹行情。对冲套利方面，仍侧重多粕空油交易。豆棕价差超预期收敛，以观望。

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