

## 供需格局宽松，宏观及天气变数加剧市场波动

## 豆类/油粕

## 内容提要：

- ◆ 2016/17 年度，在正常的天气模式下，全球大豆供需格局更加宽松，结转库存攀至 8285 万吨历史新高，库消比维持在 17.65%，连年丰产对豆价形成抑制。全球植物油产量预期增长 5.22%，远高于去年 0.12% 的增速，因东南亚棕榈油，走出去年减产 4.5% 的阴影，或增产 9.6% 进入快速增产周期，因消费增长稳定，全球植物油库消比 6.83%，仍为十数年偏低水平。
- ◆ 2016 年，史上超强厄尔尼诺远去，而酝酿中的拉尼娜，是悬在南美作物产区的达摩克利斯之剑。统计数据显示，最近 30 年，拉尼娜年景里，阿根廷大豆单产损失最为严重，威胁南美产出，天气变数对豆系行情影响深刻。美国大豆种植面积即便存强烈扩张预期，但若实现连续第五年的历史性丰产，亦面临考验。天气模式对 2017 年豆系行情的潜在影响不容忽视，此为“天时”。
- ◆ 我国“供给侧结构性改革”驱动下，煤炭等关联工业品价格出现罕见的牛市上涨；国际原油因主产国“联合限产”，其价格底部得到夯实，牛市前景得以确立。当前，中央经济工作会议首提“农业供给侧结构性改革”，长期来看势必带来农产品新的投资机遇，菜油、大豆等国储泄库后，其价格弹性将趋向放大。国内供给侧结构性改革，驱动商品价值重估，此为“地利”。
- ◆ 2017 年，外部风险事件纷繁复杂，且面临升息预期干扰，“防通胀”的大类资产配置逻辑下，金融资本不会放弃去挖掘，处于价格低洼带的豆系品种投资机会。资产配置需求，仍偏好大宗商品，此谓“人和”。
- ◆ “人和”重于“天时”，“天时”重于“地利”。战略上，做多通胀前景，侧重挖掘天气变数出现时的粕类多头行情，周期性看好油脂牛市上涨，年内增持配置油脂多头部位。战术上，做好外部风险释放过程的回探，提防价格再次探底风险。

## 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

价格急跌调整，年末波动加剧 (2016-12-25)

岁末或存风险事件冲击，恐慌抛售过程增持多头 2016-12-05

美豆敲定收割季低点，油粕将呈轮涨之势 2016-11-01

天气升水破灭后，后市反弹高度将受限 2016-08-01

(2016 年报) 美豆熊市波动收敛 油强粕弱格局显著 20160101

## 第一部分 宏观驱动分析

### 一、宏观驱动：能源成本、海运费、人民币汇率，抬升豆系底部

根据进口大豆计算公式，影响我国大豆进口成本的重要因子分别为升贴水、芝加哥盘面大豆期货价格、国际运费、人民币汇率等。2017 年 12 月 22 日，进口大豆成本的主要因子构成和变动表，显示的是保持其他因子不变的情况下，该因子变动状况对进口成本的影响。

以进口北美大豆为例，我们可以清晰的看到，其他因子不变的情况下，2016 年，升贴水下降 36%助跌进口成本 74.97 元/吨，芝加哥期价累计上涨 14.24%，助涨进口成本 344.35 元/吨，国际运费上涨 45.83%，助涨进口成本 83.13 元/吨；人民币汇率年内贬值 6.98%，提升进口成本 195.92 元/吨。2017 年 12 月 22 日，我们北美大豆到港理论成本 3501 元/吨，较去年年末上涨 19.57%，芝加哥大豆期货的上涨、人民币汇率的大幅贬值、以及国际运费飙涨，共同推升了我国的进口成本。

表 1. 进口大豆成本的主要因子构成和变动表

项目	升贴水	芝加哥期价	国际运费	人民币汇率贬值
较去年末变动（北美）	-36.00%	14.24%	45.83%	6.98%
进口成本增减（元/吨）	-74.97	344.35	83.13	195.92
较去年末变动（南美）	-20.48%	14.24%	27.78%	6.98%
进口成本增减（元/吨）	-47.21	344.35	37.79	194.31

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

#### 1、能源类大宗商品牛市上涨和波罗的海干散货运价格指数飙升

2016 年，大宗商品市场结束五年连跌的局面，出现周期性的大规模上涨，商品成为表现最佳的资产类别。得益于我国“去产能、去库存”战略的积极推进，煤炭价格出现历史性飙升，年涨幅一度超过 100%挺进至近三到五年的历史高位；得益于 OPEC 和非 OPEC 国家达成减产协议，国际原油价格年内实现 40%-50%的上涨，长期牛市前景表现积极。因能源价格走出底部且领衔上涨，对商品正面溢出支持显著，亦抬升了豆系底部空间。

图 1. 文华商品价格指数收回近 5 年熊市跌幅的 50%



资料来源：文华财经新纪元期货研究所

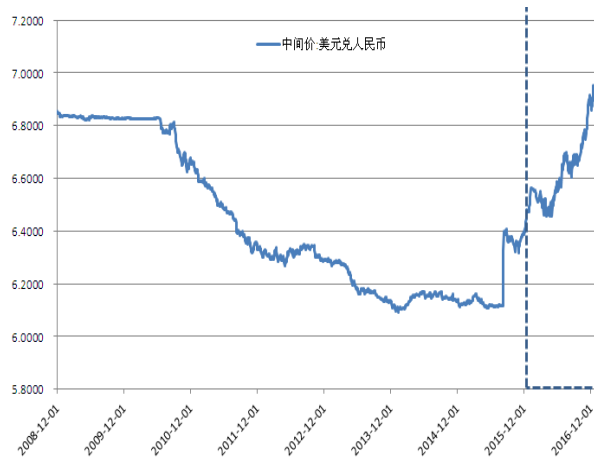
波罗的海干散货运价格指数（BDI 指数），是由几条主要航线的即期运费加权计算而成的重要运价指数，反映了全球对矿产、粮食、煤炭、水泥等初级商品即期市场的供需行情。该指数从年初 2 月份历史低位止跌，年内一度飙升超过 300% 挺进至近 2 年的高位。反应了全球煤炭、铁矿等大宗贸易旺盛的需求，以及全球第七大航运企业、韩国最大的航运公司韩进海运宣布破产后，行业运力的不足。

图 2. BDI 指数脱离历史低点一度上涨超 300%



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

表 3. 人民币兑美元汇率趋势贬值至近 8 年新低



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2、人民币汇率贬值呈现显著趋势

因央行政策的分化，美联储加息前景刺激下，美元指数强劲上涨立足于 100 点之上，人民币因市场化改革，以及 10 月 1 日正式入篮 SDR 影响，汇率弹性趋于扩大，2016 年兑美元累计贬值近 7%，为八年来新低区域。市场普遍预计人民币或贬至 7.3，意味着还有 5% 以上的

贬值空间。人民币贬值趋势，将增加进口依赖性商品进口成本，对于大豆而言比较显著，汇率贬值因素，已使得我国进口大豆成本提升近 200 元/吨。

## 第二部分 国际豆系市场供需形势分析

### 一、全球大豆供需平衡表趋向宽松

12 月 9 日，根据 USDA 供需报告，全球 2016/17 年度大豆总供给量 5.52 亿吨，较上年度增加 0.27 亿吨；全球 2016/17 年度大豆消费量 3.3 亿吨，较上年度增加 0.14 亿吨；全球 2016/17 年度大豆库存消费比 17.7%，较上年度的 17.2% 有小幅提升。在全球大豆消费量稳步小幅增加的背景之下，2016/17 年度大豆库存消费的上升，主要是由于 2016/17 年度全球大豆产量快速增加的原因，全球大豆 2016/17 年度供需平衡较上年度更为宽松。

表 2. 全球大豆供需平衡表

项目	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	16/17*
--							12 月
期初库存	60.76	70.36	54.45	55.26	61.9	78.61	77.22
产量	263.9	239.57	268.77	282.61	319.78	313.31	338
进口量	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	132.99	136.96
总供给	413.39	403.39	419.13	449.72	506.04	524.91	552.18
压榨量	221.36	228.16	230.19	241.27	263.49	276.41	289.44
国内需求总量	251.63	257.65	261.2	275.25	301.21	315.74	330.09
出口	91.66	92.16	100.53	112.7	126.22	131.95	139.25
总需求	343.29	349.81	361.73	387.95	427.43	447.69	469.34
结转库存	70.11	54.09	57.92	61.77	78.61	77.22	82.85
库存消费比	20.42%	15.46%	16.01%	15.92%	18.39%	17.25%	17.65%

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

美国、巴西、阿根廷（G3）三国的大豆产量约占全球产量的 80%，出口占比近 90%，因此影响 G3 的大豆供需结构因素也成为主导全球大豆波动的主要因素。2016/17 年，G3 大豆产量 2.78 亿吨，较上一年度增加 0.18 亿吨；出口 1.23 亿吨，较上年度增加 600 万吨；压榨 1.36 亿吨，较上一年度增加 200 万吨；产量大于需求超过 600 万吨，也使得 2016/17 年度 G3 大豆期末库存增加。供需结构的调整，也使得 2016/17 年度 G3 的库存消费比为 23.41%，高于上一年度的 21.31%，创 2011/12 年度以来的最高值，也进一步提高了供给弹性，在供给端施压全球大豆价格。

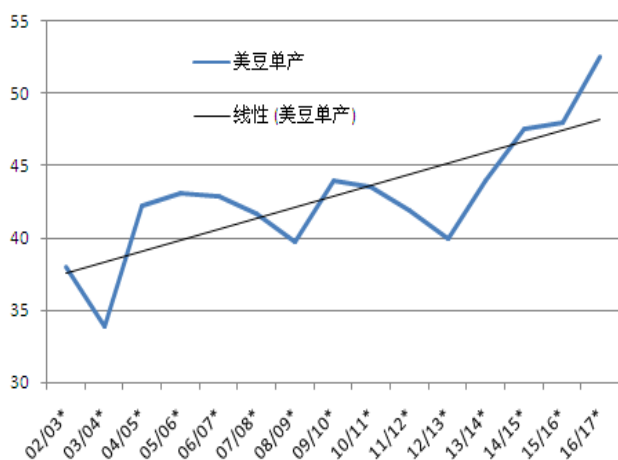
表 3. G3 大豆供需平衡表

年份	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	16/17*
期初库存	43.03	50.89	33.93	38.66	43.79	56.61	55.94
产量	214.91	190.79	214.09	231.49	265.48	260.16	277.69
进口量	0.44	0.57	1.5	2.56	1.21	1.73	1.47
总供给	258.38	242.25	249.52	272.71	310.48	318.5	335.1
压榨量	118.79	120.32	114.82	120.22	131.44	134.47	136.83
国内需总量	126.94	127.5	123.07	129.66	142.55	145.55	148.35
出口	80.01	80.78	85.49	99.24	111.32	116.99	123.19
总需求	206.95	208.28	208.56	228.9	253.87	262.54	271.54
结转库存	51.41	33.97	40.97	43.79	56.61	55.94	63.56
库存消费比	24.84%	16.31%	19.64%	19.13%	22.30%	<b>21.31%</b>	<b>23.41%</b>
产需缺口	7.96	-17.49	5.53	2.59	11.61	<b>-2.38</b>	<b>6.15</b>

资料来源: USDA 新纪元期货研究所

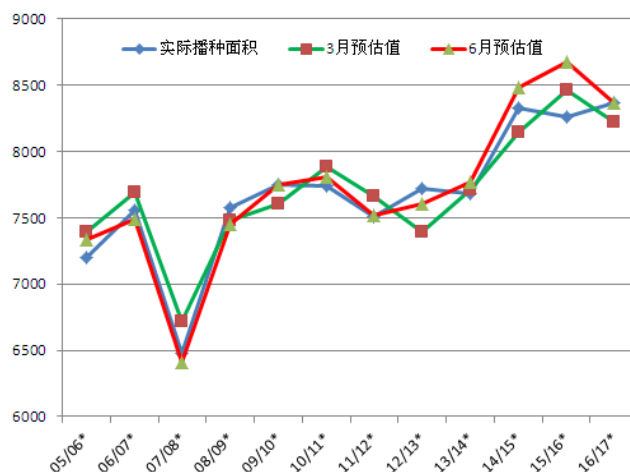
近四个年度以来, 美豆单产数据, 2013/14 年度为 44 蒲式耳/英亩, 2014/15 年度为 47.5 蒲式耳/英亩, 2015/16 年度为 48 蒲式耳/英亩, 2016/17 年度的 52.5 蒲式耳/英亩, 抛开天气、土壤等因素, 转基因育种水平提高的实际运用得到明显体现。我国作为全球转基因大豆的主要进口国, 近年来批准多个大豆转基因进口品种, 使得主产国转基因优良品种得以更好的推广和种植, 技术面和政策面长期有利于单产潜力。

图 4. 美豆单产远超线性水平



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

表 5. 美国大豆播种面积存在扩张预期



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

随着美豆收割进程的结束, 2016/17 年度美豆单产几尽尘埃落定, 而南美大豆仍处于生长期的各个过程。就目前而言, 2016/17 年度南美大豆单产并未反映拉尼娜的因素, 而是根据单产模型得出的结果。不论是巴西还是阿根廷, 在 2015/16 年度分别在生长期和收割期遭遇自然灾害, 使得单产下滑。根据前面的分析, 排除不利天气因素外, 2016/17 年度南美大豆单产有望较 2014/15 年度大豆单产有明显提高, 这将使得 G3 大豆的库存消费比有进一步的提高, 宽松格局将进一步施压全球大豆价格, 天气变化显得尤为关键。

展望 2017 年美国大豆播种，其种植效益可能激励更大的种植扩张。CBOT 新季大豆和玉米期货的价格比处于历史同期高位，该价格比是反映潜在种植收益的重要指标，当大豆和玉米价格比超过 2.5 时，农户倾向于种植大豆，而四季度多数时间，该比价运行在 2.6-2.9 之间。美国农业部在长期预测年报中预计，明年春季美国大豆播种面积为 8550 万英亩，比 2016 年增加 180 万英亩或 2%，这是过去 9 年来美国农业部初期预测数据的最大同比增幅，私营分析机构 Informa 经济公司把 2017 年美国大豆播种面积预测数据上调至 8886 万英亩。通过类比相似种植比价年景，大豆播种 2006/07 年增加 5%，2014/15 年增加 8%，市场可能还需时间，去计入 2017 年美豆春季播种面积预期。

## 二、全球油脂供需格局向好，供需存结构性变化

表 4. 全球九大植物油产量变动表（单位：百万吨）

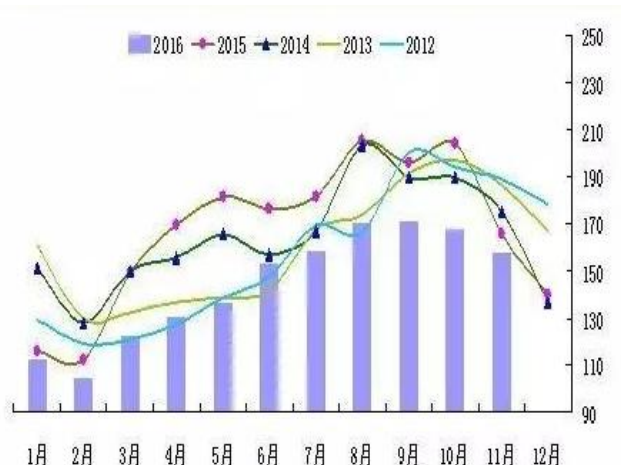
年份	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	16/17*
椰子油	3.68	3.43	3.62	3.38	3.37	3.31	3.41
棉籽油	4.99	5.28	5.22	5.17	5.12	4.46	4.53
橄榄油	3.27	3.45	2.5	3.19	2.4	3.07	2.82
棕榈油	49.24	52.58	56.38	59.27	61.63	58.84	64.5
棕榈油增速		6.78%	7.23%	5.13%	3.98%	-4.53%	9.62%
棕榈仁油	5.75	6.17	6.72	7.13	7.34	7.15	7.64
花生油	5.31	5.3	5.34	5.67	5.37	5.36	5.78
菜籽油	23.04	24.12	25.69	27.26	27.63	27.71	26.9
菜油增速		4.69%	6.51%	6.11%	1.36%	0.29%	-2.92%
豆油	41.29	42.62	43.1	45.12	49.14	51.79	53.95
豆油增速		3.22%	1.13%	4.69%	8.91%	5.39%	4.17%
葵花籽油	12.21	14.74	12.9	15.51	14.98	15.49	16.93
油脂总产量	148.85	157.79	161.47	171.72	176.98	177.2	186.45
总增速		6.01%	2.33%	6.35%	3.06%	0.12%	5.22%

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

2016/17 年度全球植物油产量 1.86 亿吨，较 2015/16 年度增加 928 万吨或 5.22%，而此前的 2015/16 年度，厄尔尼诺对棕榈油产量的实际影响显现，马来西亚及印度尼西亚棕榈油产量大幅下滑，使得 2015/16 年度全球棕榈油及棕榈仁油较 2014/15 年度大幅下滑。

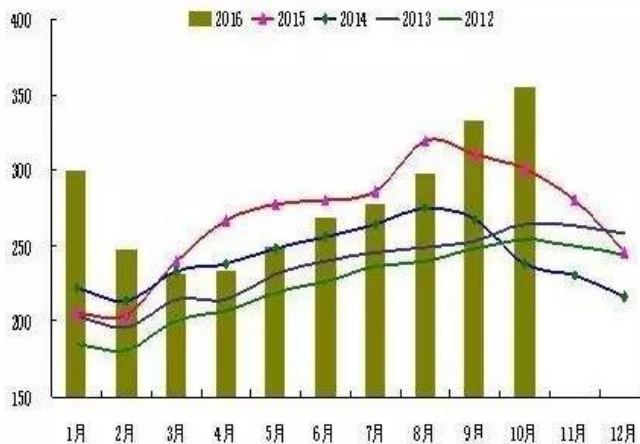
12 月份 MPOB 发布的数据显示，11 月份马来西亚棕榈油产量 157 万吨，较 2014 年 11 月份下降 18 万吨及较 2015 年 11 月份下降 9 万吨，厄尔尼诺的实际影响仍未结束，不过根据棕榈树的生理周期，厄尔尼诺的实际影响有望在 2017 年 4 月份结束。对于印度尼西亚棕榈油月度产量来说，2016 年 9 至 10 月份月度产量实现同比增加，也即是厄尔尼诺的实际影响几尽结束。另据 Wilmar 统计的全球棕榈树面积及树龄分布，2015 年底全球棕榈树成熟面积增加，且高产树龄占比扩大，因此 2016/17 年度全球棕榈油产量将进入快速增加周期，这些对棕榈油价格展望不利。

图 6. 马来西亚棕榈油月产量



资料来源: MPOB

表 7. 印度尼西亚棕榈油月产量



资料来源: GAPKI

表 5. 全球九大植物油消费量变动表 (单位: 百万吨)

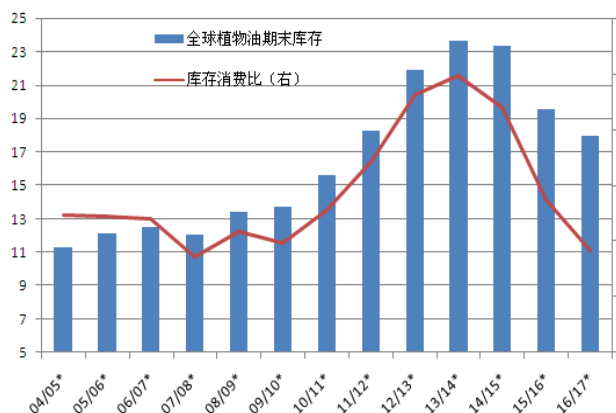
年份	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	16/17*
椰子油	3.65	3.54	3.73	3.43	3.37	3.31	3.38
棉籽油	4.81	5.18	5.21	5.08	5.05	4.51	4.46
橄榄油	3.05	3.07	2.82	2.98	2.65	2.81	2.82
棕榈油	47.82	50.47	55.79	57.83	58.54	60.5	63.36
棕榈油消费增速		5.54%	10.54%	3.66%	1.23%	3.35%	4.73%
棕榈仁油	5.18	5.74	6.4	6.69	7.27	7.05	7.23
花生油	5.29	5.33	5.4	5.63	5.46	5.39	5.75
菜籽油	23.27	23.68	24.26	26.13	27.31	28.08	28.02
菜籽油消费增速		1.76%	2.45%	7.71%	4.52%	2.82%	-0.21%
豆油	40.75	42.04	42.59	45.21	48.02	51.73	53.98
豆油消费增速		3.17%	1.31%	6.15%	6.22%	7.73%	4.35%
葵花籽油	11.75	12.98	12.95	14.28	14.09	15.33	15.81
植物油消费量	145.55	152.15	159.18	167.29	171.76	178.71	184.81
总增速		4.53%	4.62%	5.09%	2.67%	4.05%	3.41%

资料来源: USDA 新纪元期货研究所

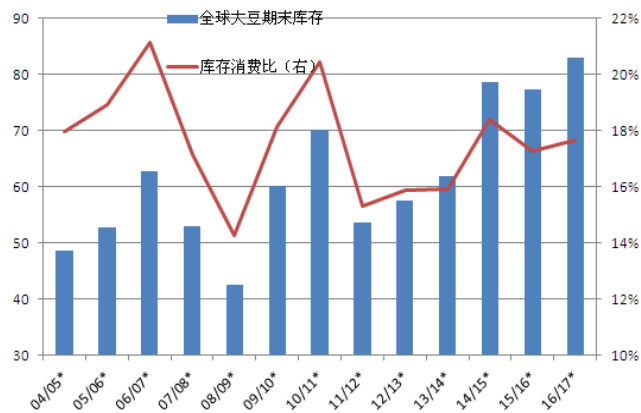
2016/17 年度全球植物油消费量 1.84 亿吨, 较 2015/16 年度增加 610 万吨或 3.4%。而全球植物油产量增速预计在 5.22%, 产量增速正赶超需求增速, 这主要得益于马来西亚棕榈油增速扩大以及菜油需求增速萎缩。

图 8. 全球植物油库存消费比走势图

图 9. 全球大豆库存消费比走势图



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

但随着全球植物油消费稳步增长，自 2014/15 年度以来，全球植物油库存逐年度下滑进入去库存周期，也使得全球植物油库存消费比连续三个年度快速回落，2016/17 年度全球植物油库存消费比 6.83%，处于 2000/01 年度以来的第二低位，仅仅高于 2007/08 年度 6.71%，供给弹性逐步下降全球植物油供需偏紧结构进一步激化。

2016 年 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。

2016 年 12 月份美国农业部公布的美豆油供需平衡表显示，2016/17 年度美豆油生物柴油用量 62 亿磅，较 2015/16 年度增加 5.3 亿磅，低于 2015/16 年度的增幅。2016/17 年度的生物柴油的增量仍有一定不确定性，不过增速的超预期可能是后期市场关注的热点，特别是美国对生物柴油的税收优惠政策，刺激美豆油生物柴油使用量。

### 三、国内油脂供需格局偏紧，面临库存重建

图 10. 进口大豆及折油量

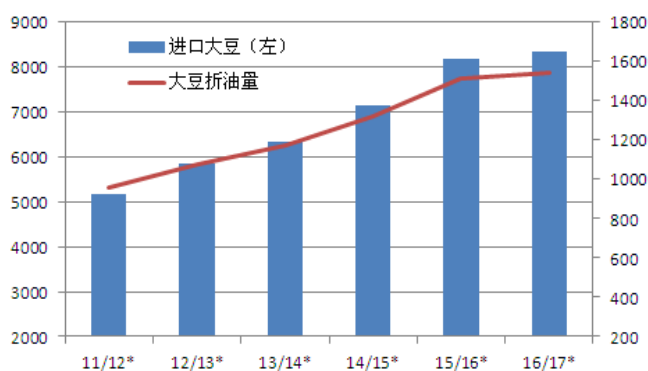
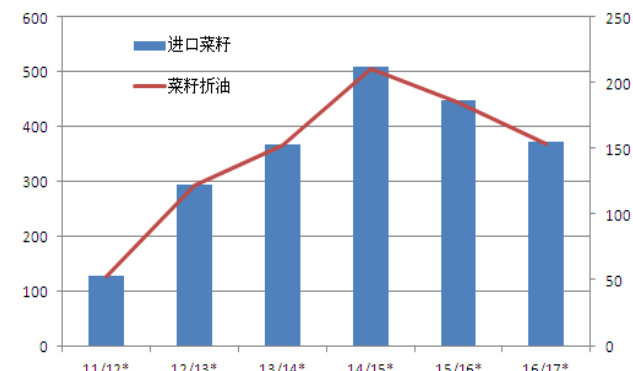


图 11. 进口油菜籽及折油量





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

我国城镇人口快速增加进而增加动物蛋白的需求，促使国内养殖业的蓬勃发展，对蛋白粕的需求得到快速发展。2015/16 年度我国大豆进口量为 8322 万吨，创历史新高，根据 USDA 最新报告显示，预计 2016/17 年度中国大豆进口量预计达 8600 万吨，继续创新高。

表 6. 我国油脂进口数量大幅下滑（单位：万吨）

年份	豆油	豆油进口增速	棕榈油	棕榈油进口增速	菜籽油	菜油进口增速	进口植物油总量	总进口增速
11/12*	114.0	/	470.0	/	55.1	/	657.0	/
12/13*	183.0	60.53%	523.0	11.28%	117.5	113.39%	845.0	28.61%
13/14*	116.0	-36.61%	487.0	-6.88%	152.7	29.89%	810.0	-4.14%
14/15*	113.6	-2.11%	396.9	-18.49%	80.9	-46.99%	650.2	-19.73%
15/16*	81.79	-27.97%	431.2	8.64%	81.4	0.64%	676.5	4.05%
16/17*	52.00	-36.42%	265.0	-38.55%	63.4	-22.10%	476.0	-29.64%

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

中国大豆进口量的快速增加，进而带动豆油产量的快速增长，按大豆进口量折油计算，2004/05 年度以来，豆油增量均为正值，随着大豆进口量的迅速增加，豆油产量得到稳步增加。随着豆油产量的稳步增加，国内三大油进口量近年有削减趋势。而 16/17 年我国进口植物油锐减近 30%，与进口棕榈油政策趋严、国储菜油泄库去库存有关。

表 7. 我国主要油脂消费增长状况稳健

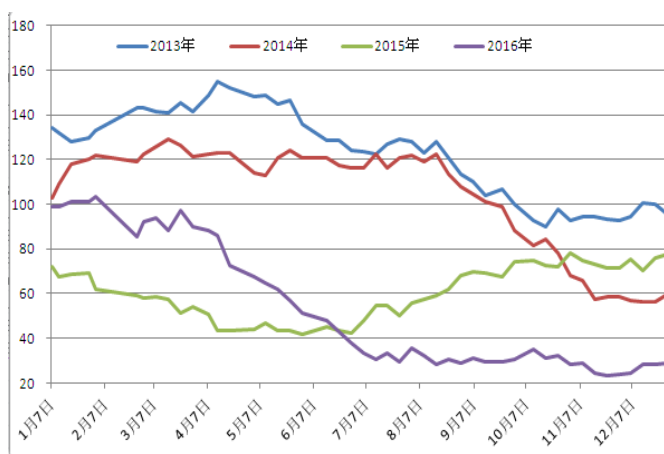
年份	豆油	棕榈油	菜籽油	三大油脂	消费增速
08/09*	956.9	561.9	530.9	2049.7	/
09/10*	1011.2	593.1	590.5	2194.8	7.08%
10/11*	1146.1	579.8	620.3	2346.2	6.90%
11/12*	1210.4	584.2	645.6	2440.2	4.01%
12/13*	1262.9	639	670.6	2572.5	5.42%
13/14*	1374.4	570.2	740.6	2685.2	4.38%
14/15*	1430.7	570.1	775.6	2776.4	3.40%
15/16*	1534.6	480.5	830.3	2845.4	2.49%
16/17*	1631	505	810.5	2946.5	3.55%

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

2016/17 年度国内三大主要油脂消费量合计 2047 万吨，较 2015/16 年度增加 101 万吨或 3.55%。在国内棕榈油融资进口受到抑制和 2015/16 年度全球棕榈油产量下滑，以及国内豆油对棕榈油的替代，致使 2015/16 年度国内油脂消费量下滑，该年度国内豆油、菜油消费增速均超过 7%，相对应的是，棕榈油消费增速为-15%。消费增量与进口缩量特征鲜明，引发了国内油脂期现货买盘的热情。

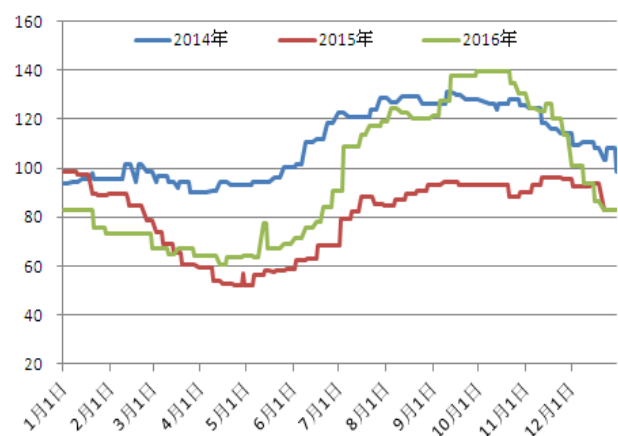
而菜籽油 2015/16 年度消费量的大幅提高，主要得益于国内菜油国储库存的抛储释放，其中库存的高企主要体现在国储库存之中。随着国内菜油抛储菜油的推进，库存压力逐步释放，横亘在供给端的压力降得到较大幅度的缓解，而菜油库存能否持续释放市场还待观察，不过供给端压力已经较为开始转换。

图 12. 国内棕榈油库存处于历史低位



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 13. 国内豆油库存处于近年同期低位

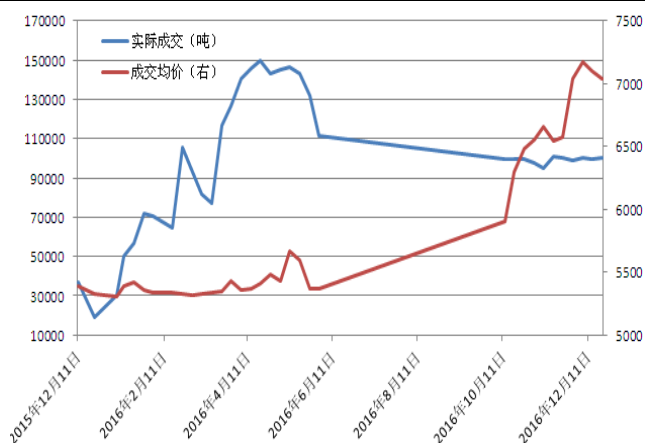


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2016/17 年度全球油脂的产量快速增长，南北美大豆产量的快速增长，印度尼西亚和马来西亚棕榈油产量从厄尔尼诺的实际影响中得到快速恢复，而棕榈树成熟面积增加和树龄结构优化也使得 2016/17 年度棕榈油产量得到明显增长。尽管预期最终 2016/17 年全球油脂需求增速 3.41%，落后于产量增速 5.22%，但全球植物油库存消费比，维持在近十数年来偏低水平，供需偏紧格局未见逆转。美国对生物柴油产量的上调及生物柴油生产商实行优惠政策，使得豆油生物柴油消费的增长有更多的亮点存在。对于中国国内而言，油脂库存消费比持续处于低位，且豆油、棕榈油面临库存重建的消费增加，国储菜油库存的释放将阶段性对国内植物油价格形成一定压力，不过在库存的逐步释放之下，压力将逐步减轻进而回到全球植物油供需偏紧格局之下，国内油脂有望在 2016/17 年度维持上涨走势。人民币汇率的贬值及贬值预期将成为国内进口依赖型油粕价格的重要支撑，这将持续支撑国内植物油价格。

图 14. 国储抛油下的价格繁荣

表 8. 国储菜油存量仅余三分之一



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

年份	预计菜油储备数量	截止 2016 年底余量(万吨)
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：WIND 新纪元期货研究所

### 第三部分、天气事件驱动

2015/16 年的厄尔尼诺，在 2016 年 5 月宣告结束，本次厄尔尼诺是有气象监测记录以来最强的厄尔尼诺之一。在厄尔尼诺消退并转换至拉尼娜的过程中，适逢 2016 年阿根廷大豆收割期，该国主产区在 4 月份遭遇严重的洪涝灾害，使得产量下降超过 7%，阿根廷是全球最大的豆粕出口国，也使得国际粕价出现急剧飙升。芝加哥豆粕在 4-6 月短短 2 个月的时间里，飙升超过 50%，同期，芝加哥大豆飙升近 30%，后来因美国丰产前景，芝加哥豆系价格方理性回落。在豆类交易历史上，波澜壮阔的大波动上涨背后，多伴随天气因素的风云变幻。

厄尔尼诺发生年景里，12 月到 2 月期间，赤道附近海岸线、秘鲁西北部、巴西南部、阿根廷中部、非洲赤道以东降水量会增加；南美洲北部、中美洲、非洲南部、澳大利亚北部较以往更为干旱；若发生在 6 月到 8 月期间，美国内陆地区、智利中部降水量会增加，而澳大利亚整个东部地区将会发生干旱。大豆主产区集中在太平洋东岸地区，美国中部平原，巴西中西部，阿根廷潘帕斯草原，通常厄尔尼诺给上述地区带来大量的降水。

拉尼娜发生年景里，12 月到 2 月期间，造成澳大利亚、东南亚和巴西北部湿润多雨，美国南部干燥。6-8 月期间，造成巴西南部和阿根廷北部干燥，澳洲南部和东南亚湿润多雨。对于大豆主产区，与厄尔尼诺相反，通常拉尼娜会给美洲的大豆主产区带来干旱少雨的天气。

表 9. 拉尼娜气象条件下主产国大豆单产变动表

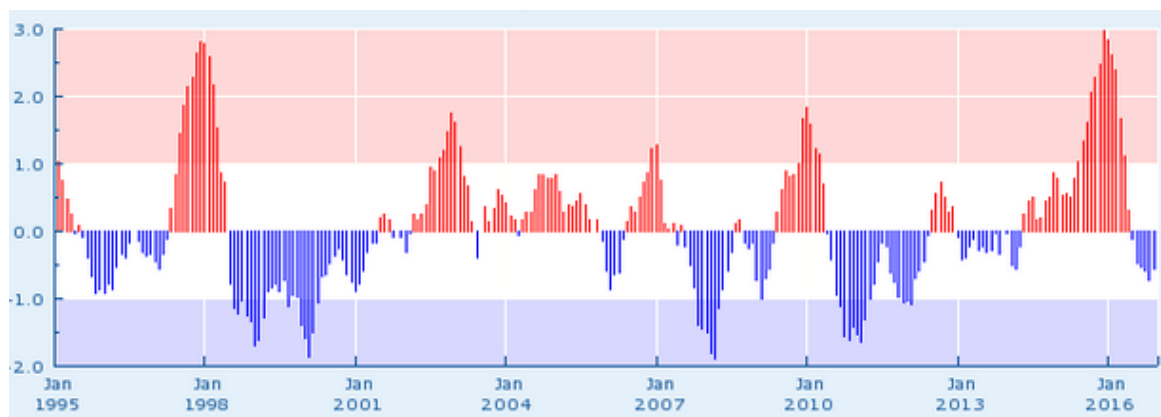
拉尼娜时期	美豆单产变动	巴西单产变化	阿根廷单产变化
84.10-85.06	21.16%	9.10%	-14.20%
88.05-89.05	-20.35%	14%	-31%
95.08-96.03	6.35%	-0.50%	-4.80%
98.07-01.03	-5.86%	-3%	-12.70%
07.08-08.06	-4.80%	0.60%	-5.70%
10.07-11.04	-4.03%	6%	-8.60%
11.08-12.03	-3.46%	-14.50%	-14.80%

资料来源：USDA 新纪元期货研究所

由于厄尔尼诺-拉尼娜成因，美国国家大气和海洋管理局（以下简称 NOAA）利用东太平洋的尼诺 3.4 海域[5oN - 5oS, 120oW - 170oW]3 个月平均海温（SST）偏离正常值的情况来监测厄尔尼诺-拉尼娜是否发生，这个指标称为海洋尼诺指数（Oceanic Nino Index, ONI）。当海洋尼诺指数 ONI 持续五个月以上大于等于阈值+0.5℃时，则定义为一次厄尔尼诺事件，若小于等于阈值-0.5℃时，则定义为拉尼娜出现。当前，象征厄尔尼诺发展程度的 NIN03.4 区海温月指数连续四个月在-0.5 值或以下，存较大概率转入拉尼娜。

在近 30 年的拉尼娜气象条件下主产国大豆单产变动表中，我们能直观的看到，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。上述统计规律，需要引起市场格外注意。

图 15. Monthly NIN03.4 index



资料来源：USDA 新纪元期货研究所

## 第四部分、技术图表分析

2016 年，大宗商品价格的繁荣呈现鲜明的结构性特征，冷热不均。总体而言，能源价格上涨幅巨大，农产品价格熊市低迷，有色金属亦有强弱差异，反应在 CRB 大宗商品价格指数上，年内震荡上涨 24%为 c4 反弹浪，193 点附近或为 c3 浪 25%的反压位。本文开篇图 1，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 反弹浪超过 50%，遇阻 164 点附近或 c3 浪 75%的反压位。这意味着，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，2017 年存在再次下探风险。

图 16. CRB 商品价格指数遇熊市反压存在再次寻底下跌风险



资料来源：文华财经 新纪元期货研究所

美豆价格指数，在 2016 年 1 季度跌至近七年底位，完成熊市测底。二季度飙涨近 280 美分或 30%，三季度暴跌 192 美分或 17%，产区天气模型的衍变，决定了其价格弹性，预计底部核心波动区间 850-1200 区间。考虑到全球谷物价格下跌持续四年，周期性转入强势几率较高，预计国际大豆价格低位强势震荡，酝酿上行动能，值得关注多头契机，但在未有天气升水溢价前，其波动率将进入平庸期。

图 16. 美豆价格指数在七年底位止跌构筑底部



资料来源：文华财经 新纪元期货研究所

大连豆油期货价格指数，从 2015 年 9 月止跌于近 9 年低位，启动牛市上涨，期价涨幅超过 30%。7300-7670 区域为重要反压位，6400-6600 区域为牛市重要支持区域。

图 17. 大连豆油期货价格指数转入牛市波动



资料来源：文华财经 新纪元期货研究所

## 第五部分、2017 年主要交易策略推荐

### 1、2017 年豆系市场全息图表

表 10. 2017 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、美元指数维持强势。	中性/偏空	长期	美元指数主升浪可达 110 附近，对以美元计价的商品价格的冲击，边际递减。	★ ★
	2、人民币持续走低趋势。	利多	长期	2017 年预期贬值幅度超过 5%，提升进口依赖型商品成本。	★ ★
	3、美元升息频率加快、国内信贷投放预期偏低等金融货币因素。	利空	长期	国内货币边际收紧，信贷投放预期偏低，对上半年风险资产价格影响较大。	★ ★ ★
	4、金融资产配置偏好大宗商品，投机需求增加。	利多	长期	大宗商品市场实现结构性上涨后，存在再次探底风险。	★
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	有概率转入拉尼娜年景，天气因素的不确定性	利多	长期	产区干旱少雨则威胁产量	★ ★ ★
供需格局	1、美豆连续四年丰产，供需格局宽松	利空	季节性	连年历史性丰产，存在进入减产周期风险	★
	2、2017 年美国大豆种植面积扩张超 2%	利空	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 新纪元期货研究所

## 2、策略推荐

- 1) 战略上，做多通胀前景，侧重挖掘天气变数出现时的粕类多头行情，周期性看好油脂牛市上涨，年内增持配置油脂多头部位。战术上，做好外部风险释放过程的回探，提防价格再次探底风险。
- 2) 国储菜油泄库尾声，200-300 价差区间，年中积极参与 9 月合约 OI-Y 价差扩大套利。
- 3) 棕榈油进入增产周期，Y-P 价差年内更多时间趋向于扩大，可积极尝试。

## 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

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
传真：0513 - 55880517

### 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2804号

邮编：226000

地址：南通市环城西路16号6层  
603-2、604室

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：深圳市福田區商报东路英龙商  
务大厦1206、1221、1222