

贸易摩擦持续干扰，市场陷入复杂震荡

内容提要：

- ◆ 美国十年期国债收益率突破 3%，美元转入强势，全球股指动荡下跌，风险资产价格遭到普遍抑制。另外，中美贸易战“以战促谈”，一度搅动金融市场和豆系市场，加剧了市场起伏。
- ◆ USDA 的 4 月供需报告显示，美豆产量 43.92 亿蒲（上月 43.92、上年 42.96），压榨 19.7 亿蒲（上月 19.6、上年 19.01），出口 20.65 亿蒲（上月 20.65、上年 21.74），期末库存 5.50 亿蒲（预期 5.74、上月 5.55、上年 3.02）。巴西产量 11500 万吨（预期 11525、上月 11300、上年 11410）阿根廷产量 4000 万吨（预期 4266、上月 4700、上年 5780）。美豆产量及出口维持不变，但小幅调升压榨量后美豆结转库存略有调低，且南美数据产量低于预期，报告影响偏多。5 月 11 日凌晨 USDA 5 月新作报告，将对新年度市场交易有重要指引，此前南美经历严重减产，若保持旧作平衡关系，将对北美播种面积和天气形势提出较高要求。
- ◆ 4 到 5 月份，南美减产因素基本计入价格，市场进入交易的空白窗口期，该时期是北美作物播种和南美收割尾部期，通常为国际大豆价格的调整期。3 月中下旬，澳大利亚气象部门宣布拉尼娜事件结束，根据预测，今年北半球夏季既没有厄尔尼诺也没有拉尼娜，这种气象模式的变化，在作物播种或生长初期或使预期趋向平静。
- ◆ 中美贸易冲突或经历“谈判-失败-升级，再谈判-再升级”，直至达成妥协的过程，关注 5 月初中美贸易协商成果，预计该时间窗口豆系价格将有显著波动。
- ◆ 策略推荐：1）Y-P、OI-Y 价差牛市波动的逻辑仍在，经历四月份的震荡调整，可继续博弈扩大套利组合；2）5 月份，剔除贸易摩擦因素，双粕预计维持调整，关注事态演变观望或博弈短空；3）4 到 5 月份豆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

以时间换取空间，高位震荡
盘跌（2018-04-20）

南美定产 VS 北美播种，市场
交易重心抬升（2018-04-04）

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
系或转入牛市波动
（2017-12-26）

第一部分 市场形势分析

一、美债收益率飙升至数年来新高，风险厌恶情绪增加

4 月 25 日，美国十年期美债收益率触及 3.033%，创 2014 年 1 月以来最高水平。2 年期收益率触及 2.508%，创 2008 年 9 月以来新高。5 年期收益率报 2.854%，创 2009 年 8 月以来最高。7 年期收益率报 2.966%，创七年新高。其中，十年债收益率 3% 的水平被视为“红线”，这令全球股市动荡下跌风险增加，与此同时，做空美元成本增加，美元转入强势，市场对美国经济和通胀的乐观预期存在普遍认同。国际能源价格因地缘政治风险创三年多新高，国内环控影响化工行业生产，共同导致化肥成本同比出现大幅上涨（国内涨 15% 左右），农产品长期底部被重心抬升。

二、南美临近确产后，豆系买预期行情告一段落

拉尼娜气象条件影响下，2、3 月份以来，阿根廷遭遇了半个世纪以来最严重的旱情，导致关键生长期大豆等作物产量下调幅度较大，芝加哥大豆投机基金净多单规模达到历史同期高位，国际大豆价格创近一年新高，但未能改写 2016 年高价，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，随着南美收割工作的顺利推进，业已计入减产因素的价格涨势休止。

三、中美贸易摩擦加剧了农产品市场波动

4 月初，美国对华加征钢铝关税以及中方加征猪肉、苹果、葡萄酒等美国产品的关税都已生效，双方还各自宣布了准备加征对方各 500 亿美元产品关税的清单。美方进一步威胁考虑再加征中国 1000 亿美元产品的关税，中国誓言将“奉陪到底”，贸易摩擦给中美两国市场带来不安，也极大搅动金融市场。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。市场计入南美减产后试图延长涨势计入中国加增关税预期，但“以打促谈”的可能性增加，使得豆系价格振幅加大，临近月末回吐了贸易战涨幅。

第二部分 市场关注要点解读和前瞻

一、市场将关注新年度美作产量前景的评估

USDA 的 4 月供需报告显示，美豆产量 43.92 亿蒲（上月 43.92、上年 42.96），压榨 19.7 亿蒲（上月 19.6、上年 19.01），出口 20.65 亿蒲（上月 20.65、上年 21.74），期末库存 5.50 亿蒲（预期 5.74、上月 5.55、上年 3.02）。巴西产量 11500 万吨（预期 11525、上月 11300、上年 11410）；阿根廷产量 4000 万吨（预期 4266、上月 4700、上年 5780）。美豆产量及出口维持不变，但小幅调升压榨量后美豆结转库存略有调低，且南美数据产量低于预期，报告影响中性偏多。

表 1. 美国大豆供需平衡表

SOYBEANS	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 Proj.	2017/18 Proj.
----------	---------	--------------	---------------	---------------

			Mar	Apr
Area Planted	82.7	83.4	90.1	90.1
Area Harvested	81.7	82.7	89.5	89.5
Yield per Harvested Acre	48	52	49.1	49.1
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	1960	1970
Exports	1942	2174	2065	2065
Seed	97	105	106	103
Residual	18	34	33	30
Use, Total	3944	4213	4163	4168
Ending Stocks	197	302	555	550
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	8.95	9.47	9.00 - 9.60	9.10 - 9.50
Stock To Use Ratio	4.99%	7.17%	13.33%	13.20%

资料来源：USDA 新纪元期货研究

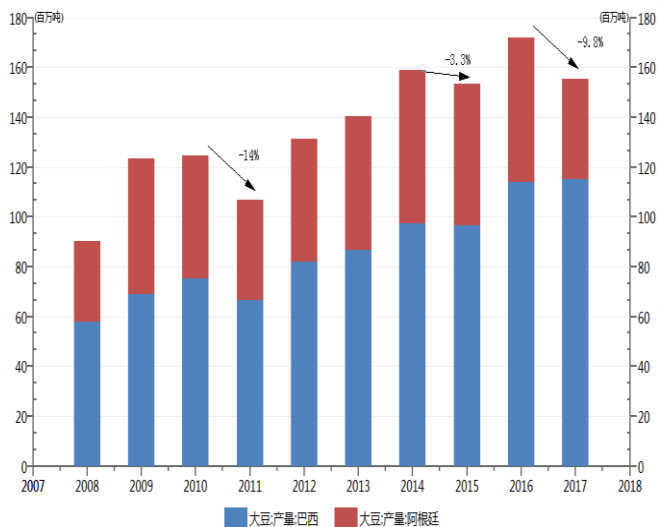
3 月 30 日美国种植意向报告显示，大豆 8898.2 万英亩（去年 9014.2，预期 9105.6）；玉米 8802.6 万英亩（去年 9016.7，预期 8942.0）；小麦 4730 万英亩（去年 4601.2，预期 4629.7）。30 余年来，美国大豆播种面积超越玉米。季度库存报告显示，截止 3 月 1 日，美国大豆库存 21.08 亿蒲（去年同期 17.35，预期 20.3）；玉米 88.89 亿蒲（去年同期 86.16，预期 87.03）；小麦 14.95 亿蒲（去年同期 16.55，预期 14.98）。美国大豆季度库存处于历史同期高位，整体谷物供给显示宽松。

二、南美大豆减产成定局，市场焦点转移至北美播种

4 月 20 日，巴西大豆收割达到 91%，阿根廷大豆收获完成 39.6%。根据 USDA 最近的报告来看，巴西本年度产量 1.15 亿吨，较去年增加 90 万吨或增加 0.79%，阿根廷大豆产量 4000 万吨，较去年减少 1780 万吨或减少 30.8%。阿根廷农业部预计该国大豆产量 3760 万吨，较去年减少 1740 万吨或 31.6%，为近半个世纪来罕见。这样一来，南美主产国减产成为定局。芝加哥大豆基金净多规模达到 22.4 万张，仅次于 2012 年的水平为历史高位，显示出投机资金看多的热情高涨。

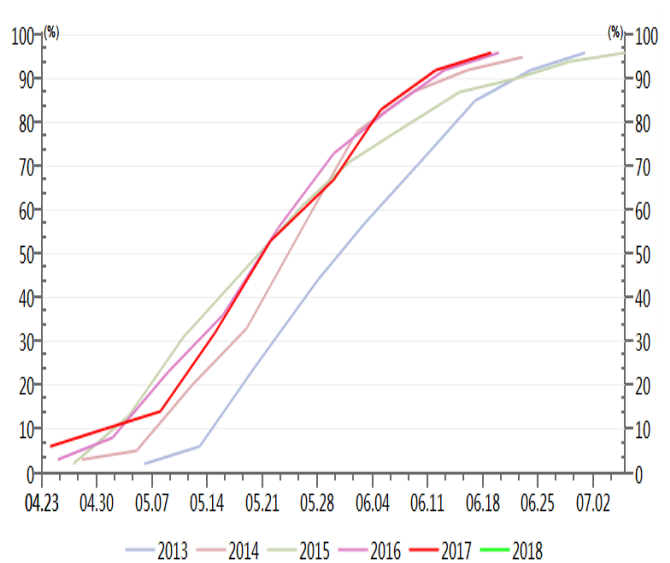
4 到 5 月份，南美减产因素基本计入价格，市场进入交易的空白窗口期，该时期是北美作物播种和南美收割尾部期，通常为国际大豆价格的调整期。3 月中下旬，澳大利亚气象部门宣布拉尼娜事件结束，根据预测，今年北半球夏季会是一个 ENSO 中性状态，即既没有厄尔尼诺也没有拉尼娜，这种气象模式的变化，在作物播种或生长初期或使预期趋向平静。截至 4 月 22 日当周，美国大豆种植率 2%，持平 5 年均值，尚未看到威胁播种的天气形势出现，则国际大豆很难打开震荡调整的局面。

图 1.巴阿大豆总产减产成定局



资料来源: Wind

图 2. 近五年美国大豆播种进度图



资料来源: Wind

三、中美贸易摩擦因数牵动市场神经，是重要变量

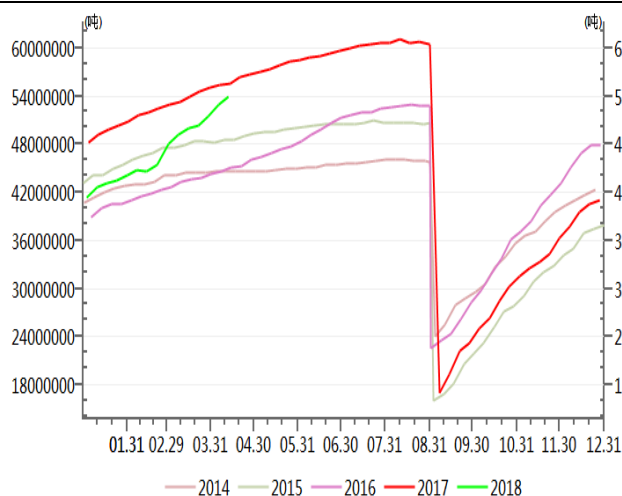
美国农业部发布的出口检验周报显示，上周美国大豆出口检验量略微增长，但是低于去年同期水平。截至 2018 年 4 月 19 日的一周，美国大豆出口检验量为 470,817 吨，去年同期为 647,813 吨。迄今为止，2017/18 年度（始于 9 月 1 日）美国大豆出口检验总量为 42,822,784 吨，上年同期 48,944,679 吨，同比减少 12.5%，上周是减少 12.3%，两周前减少 12.4%。美国对中国（大陆地区）装运 128,208 吨大豆，当周美国对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 27.2%，上周是 2.6%，两周前是 20.5%。

3 月 23 日起，美国对进口中国的钢铁和铝产品加征关税（即 232 措施）；作为回应，4 月 2 日，中国实施对美国进口价值 30 亿的商品征收对等关税。这是真正开打的中美“贸易战 1.0 版”。随后，4 月 3 日，美国在宣布根据 301 调查列出了准备向中国进口 500 亿美元商品征收关税的名单后，中国 24 小时内就发了对等的 500 亿美元清单，包括大豆和飞机，称美国什么时候敢实施这 500 亿关税，我方立即回应。这是中美“贸易战 2.0 版”。美给出窗口期至 6 月份，双方是存在以打促谈的可能性，美财长 4 月底 5 月初将前往中国，中美两国很有可能达成贸易协议，否则关税协议生效。

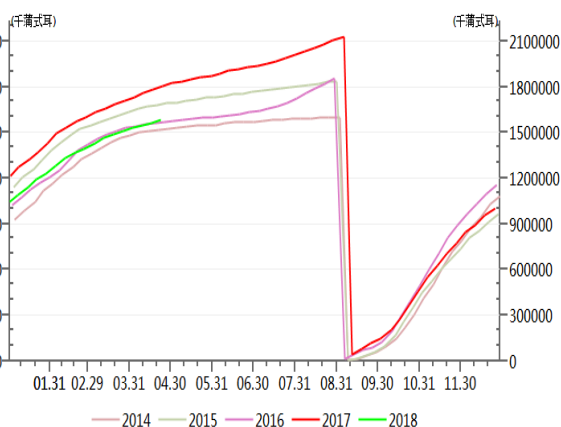
期间的 4 月 6 日 特朗普曾要求美国贸易代表办公室研究是否对中国 1000 亿美元出口商品征收关税。这意味着，如果该措施落地，美方加征中国进口商品关税清单的总额将达到 1500 亿美元。中国商务部对此立即表示，中国已经拟定十分具体的对美反制措施，不排除任何选项。中美贸易战再升级至 3.0 版的隐忧一度升温。贸易战对农产品市场影响深刻，特别是对美进口关税有调增 25% 预期的大豆系列商品，面临价格重估，和市场波动加大的风险。

图 3.美国大豆出口销售数量仅次于去年

图 4.美国大豆出口检验量变动平缓



资料来源：Wind

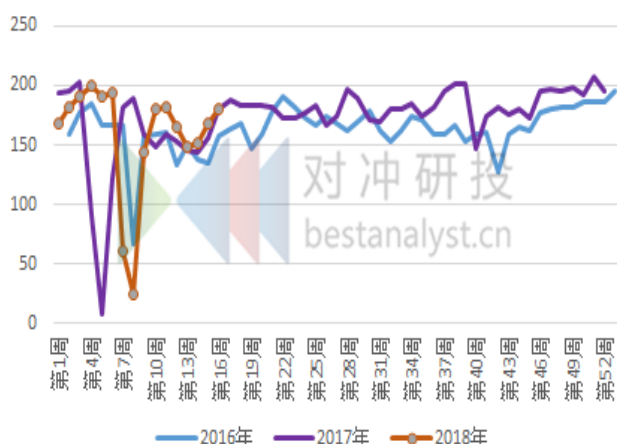


资料来源：Wind

四、国内压榨和库存

据 Cofeed 最新调查显示，5 月份大豆到港最新预期 920 万吨，6 月份最新预期维持在 930 万吨，7 月份最新预期维持 970 万吨。人民币持续升值，油厂压榨利润较佳开机率高企，油粕供给充裕。截止 4 月 20 日，国内豆油商业库存总量 132.287 万吨，较上个月同期 140.85 万吨降 8.563 万吨，降幅为 6.08%，较去年同期的 114.33 万吨增 17.957 万吨增幅 15.71%，五年均值则是在 93.3952 万吨，油厂出库也一直尚可，国内豆油持续去库存过程。沿海主要地区油厂豆粕总库存量升至 95.02 万吨，较去年同期 61.72 万吨增加 53.95%。与此同时，本周末执行合同量也小幅增加，当周国内沿海主要地区油厂豆粕未执行合同 596.17 万吨，较去年同期 404.38 万吨增幅 47.42%。

图 5. 我国大豆压榨量变动图



资料来源：天下粮仓

图 6. 我国大豆进口量变动图

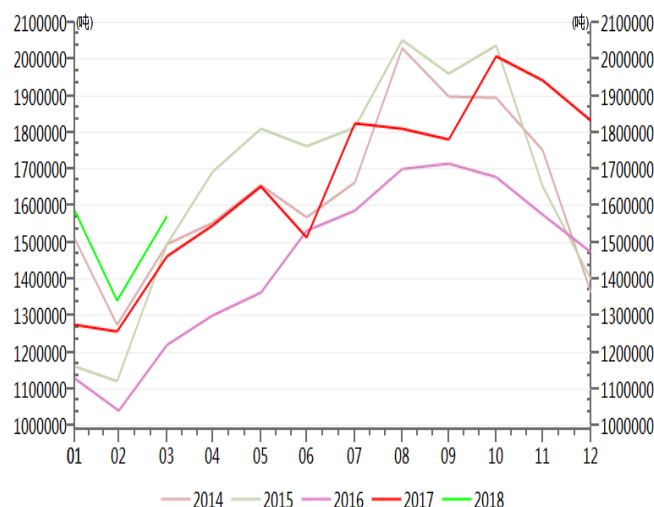


资料来源：天下粮仓

MPOB 数据显示 马来西亚 3 月棕榈油产量 157.40 万吨(预期 149 ,2 月 134.28 ,去年 3 月 146.40); 出口 156.53 万吨(预期 157 ,2 月 131.23 ,去年 3 月 126.58);3 月末棕榈油库存 232.35 万吨(预期 227 ,

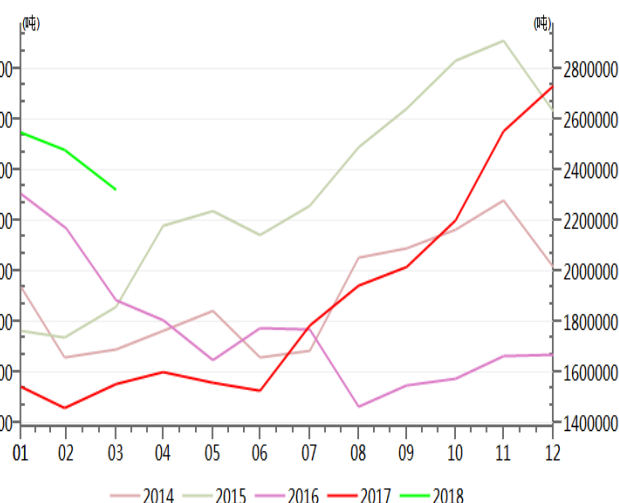
2 月末 247.79，去年 3 月末 155.30）。马来西亚进入增产周期，产量、库存增长超预期且显著高于历史水平，棕榈油成为三大油脂最弱势的环节。

图 7. 马来西亚棕榈油进入季节性增产周期



资料来源：Wind

图 8. 马来西亚棕榈油库存处历史同期偏高



资料来源：Wind

图 9. 我国豆油库存周度变动图



资料来源：天下粮仓

图 10. 我国沿海豆粕结转库存周度趋势



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 2 季度，全球金融市场动荡期工业品振幅加大，工农价格表现仍将出现分化。

反应在 CRB 大宗商品价格指数，月线图谱长期来看，仍在月线 c4 弱势反弹浪中，2018 年 4 月突破 c3 浪 25% 的反压位处，亦即近 10 年熊市通道重要反压位。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，4 月份背靠 150 展开反弹。这印证农产品和工业品的强弱分化，并可能在 5 月份延续。

图 11.CRB 商品价格指数月线反弹遭遇熊市反压位



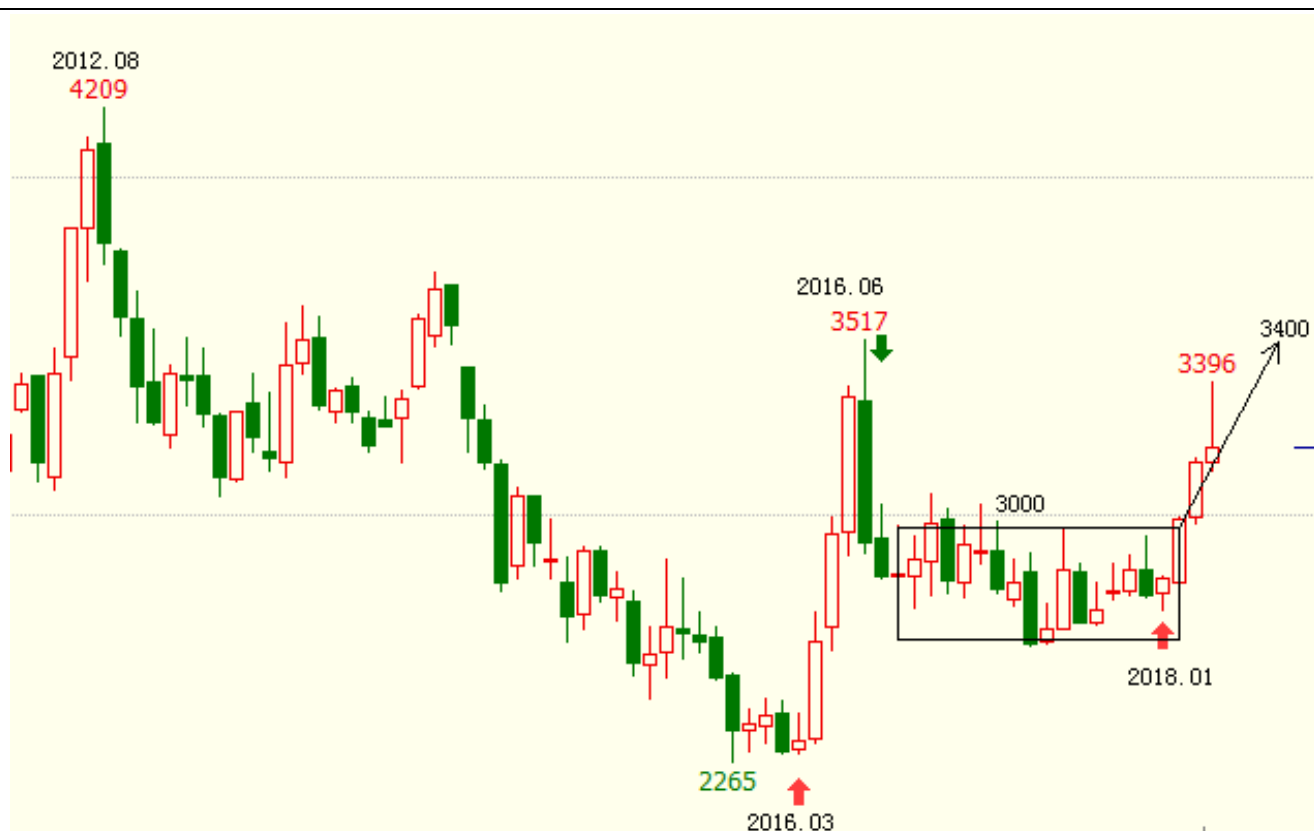
资料来源：文华财经 新纪元期货研究

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。事实上，2018 年以来，豆粕连续上涨四个月，实现了箱体抬升的目标，若持稳 3400-3500，将具备攻击 4000 的技术条件。

图 12.DCE 豆粕价格指数箱体上移后面临选择



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，长期熊市反压 6200。

图 13.DCE 豆油期货价格指数月线熊市波动收敛



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第四部分 5 月份主要交易策略推荐

一、2018 年 5 月豆系市场全息图表

表 2.2018 年 5 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、美元指数持稳 90 展开月线反弹，人民币转入贬值。	中性	中期	人民币贬值提升进口依存度高的豆系进口成本。	★
	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	能源等工业产品价格持续走高，农产品绝对价格整体偏低。	★★★
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、中美贸易摩擦。	利多	中期	“以战促谈”，价格将回归基本面；反之，摩擦升级为贸易战，价格重心将显著抬升。	★★★
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不及预期。	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，经历四月份的震荡调整，可继续博弈扩大套利组合；
- 2) 5 月份，剔除贸易摩擦因素，双粕预计维持调整，关注事态演变观望或博弈短空；
- 3) 4 到 5 月份油粕比空单延续主动锁定利润。

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