

噪音干扰加剧市场波动，熊市艰难探底

内容提要：

- ◆ 中美贸易磋商进入最后阶段，南美巴西收割进入尾声，北美临近春播炒作，加拿大菜籽进口检疫受阻，国内非瘟疫情持续养殖需求存忧等，豆系、菜系油粕市场，面临上市诸多重要因子牵制，熊市艰难探底，波动加剧。
- ◆ 2019 年 2 月，我国生猪存同比降 5.4%，能繁母猪同比减少 19.1%，是历史上罕见的产能萎缩数据。生猪目前的存栏数据代表豆粕下游需求的体量，能繁母猪的数量可推测未来一年的豆粕需求体量。能繁母猪数量持续下滑，未来一年时间内难以对生猪存栏恢复有明显性支撑，对豆粕需求的增量也不容乐观。
- ◆ USDA 将于 3 月 29 日发布美国春季播种意向报告，此前二月论坛曾预计美豆播种面积 8500 万英亩，季末报告市场预期略上调至 8616 万英亩，去年为 8919 万英亩，美国农户缩减大豆种植存在弱于预期的可能，并且厄尔尼诺年景增产前景可能很大程度上抵消面积减少带来的产量削减风险。美国季度谷物库存报告，截止到 3 月 1 日美豆库存或为 26.83 亿蒲，为历史同期之最，现实压力持续。
- ◆ 中国每年油菜将进口量大约 400—500 万吨，其中超过 90%来自于加拿大。卓创数据的统计来看，1-5 月份我国进口菜籽到港量预计在 161 万吨左右，较 2018 年同期相比减少 16 万吨（9%），较近五年均值减少 34.2 万吨（17.5%）。如果中国和加拿大关系难以缓和，后期菜油、菜粕价格仍存持续上涨风险。菜油豆油价差出现历史性趋势扩大走势，豆粕菜粕价差历史性收窄。
- ◆ 策略推荐：1、北美播种季 VS 南美上市压力 VS 非瘟疫情饲料需求乏力，国内粕类尽管绝对价格处于近年来较大水准，但仍待寻找季节性低点，空头市场波段沽空为主。2、非瘟背景粕类需求不振 VS 厄尔尼诺背景大豆丰产、棕榈油欠产预期，多油空粕套作是主要方向。3、加拿大菜籽进口受阻 VS 国内远期供给不足，单边博弈菜油多单是主要方向，并持续关注菜油豆油牛市价差扩大。

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

缩量震荡观望氛围浓厚，关注贸易磋商新动态（2019-03-22）

跌势收窄，菜粕扶助关注市场新变局（2019-03-08）

非瘟笼罩及贸易和谈，豆系波动差强人意（2019-03-01）

节后首周冲高回落，聚焦中美磋商和南美天气形势（2019-02-15）

多油空粕套作极度盛行，其背后的逻辑和机会（2019-02-01）

市场关注要点解读和前瞻

一、主产国供需格局宽松，熊市基本面季节性压力尤甚

USDA 在 3 月供需报告中预计，美豆收割面积 8810 万英亩（2 月 8810，上年 8950），单产 51.6（预期 51.6，2 月 51.6，上年 49.3），产量 45.44 亿蒲（预期 45.44，2 月 45.44，上年 44.12），出口 18.75（2 月 18.75，上年 21.29），压榨 21.00（2 月 20.90，上年 20.55），期末 9.00（预期 9.04，2 月 9.10，上年 4.38）。巴西产量 11650 万吨（预期 11540，2 月 11700，上年 1.208），阿根廷产量 5500 万吨（预期 5520，2 月 5500，上年 3780）。全球大豆库存同比增长 8.74% 至 1.0717 亿吨，库存消费比 21% 均创新高。当前，巴西大豆完成收割超过三分之二，阿根廷大豆进入收割的初期，南美季节性供给压力占据上风，熊市基本面氛围浓厚。

表 1. USDA 美豆 3 月供需平衡表

SOYBEANS	2016/17	2017/18 Est.	2018/19 Proj. Feb	2018/19 Proj. Mar
	<i>Million</i>			
Area Planted	83.5	90.2	89.2	89.2
Area Harvested	82.7	89.5	88.1	88.1
	<i>Bushels</i>			
Yield per Harvested	51.9	49.3	51.6	51.6
	<i>Bushels</i>			
Beginning Stocks	197	302	438	438
Production (产量)	4296	4412	4544	4544
Imports	22	22	20	20
Supply, Total	4516	4735	5002	5002
Crushings	1901	2055	2090	2100
Exports (出口)	2166	2129	1875	1875
Seed	105	104	96	96
Residual	42	9	31	31
Use, Total	4214	4297	4092	4102
Ending Stocks (库存)	302	438	910	900
Avg. Farm Price (\$/bu)	9.47	9.33	8.10 - 9.10	8.10 - 9.10
Stock To Use Ratio	7.17%	10.19%	22.24%	21.94%

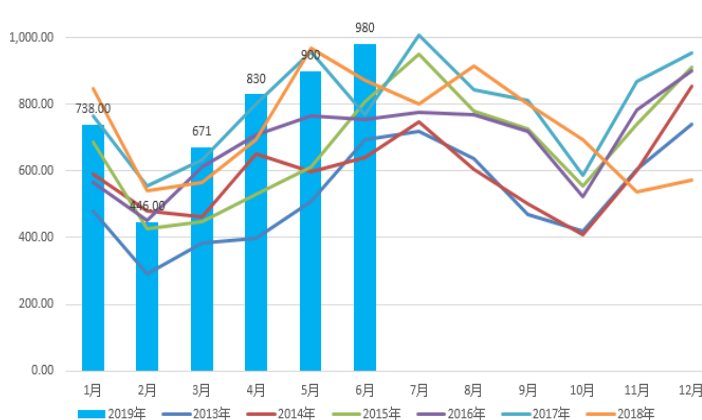
资料来源：USDA

二、国内上半年大豆到港量基本持平去年

据 Cofeed 最新调查，2019 年 3 月份预报到港 106 船 671.1 万吨。4 月份预估 830 万吨，较上周预估降 20 万吨，5 月份初步预估 900 万吨，较上月预估降 70 万吨，6 月份初步预估维持 980 万吨。但 4-6 月份还较远，变数还较大，将根据买船和装船情况修正预估。总体来看，进入二季度，国内大豆到港恢复正常，但没有出现明显的同比增量。1-4 月份，我国大豆总进口 2648 万吨，同比增长 1.4%，1-5 月份总进口量 3585，同比减少 0.9%。

截止 3 月 22 日，国内豆油商业库存总量 136.47 万吨，较上个月同期 130 万吨增 6.47 万吨，增幅为 4.98%，较去年同期的 141 万吨降 4.53 万吨降幅 3.21%。而国内样本统计的棕榈油、菜籽油库存同有 26% 和 56% 的增幅，油脂总体库存宽松。

图 1. 近年我国大豆进口逐月变动图



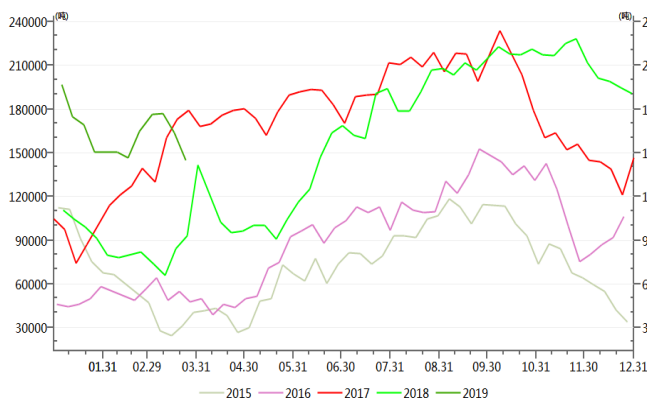
资料来源：Wind

图 2. 近年我国豆油库存变动图



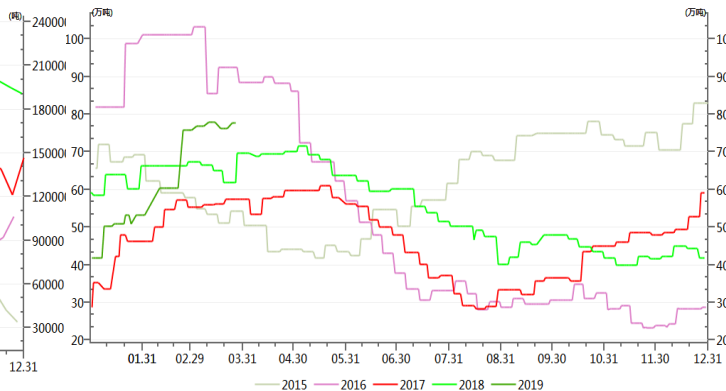
资料来源：天下粮仓

图 3. 近年我国主要油厂菜油库存变动图



资料来源：Wind

图 4. 近年国内棕榈油库存变动图



资料来源：Wind

三、国内粕类供需两弱，价格走势缺乏趋势

2019 年 2 月，我国生猪存栏环比继续减少 5.4%，存栏母猪环比继续减少 5%，供给端仍在收缩，猪粮比价大幅走高至 6.7%，供给端产能仍在去化。与此同时，2019 年 1-2 月份，我国饲料产量累计值 3444.8 万吨，同比减少 7.13%，饲料需求在萎缩，尽管同比萎缩幅度在放缓，但其对豆粕等价格仍存在负面牵制。

生猪目前的存栏数据代表豆粕下游需求的体量，能繁母猪的数量可推测未来 10-12 个月的豆粕需求体量。能繁母猪数量持续下滑，未来一年时间内难以对生猪存栏恢复有明显性支撑。因此，对豆粕需求的增量也不容乐观。

图 5. 压榨企业豆粕库存同比降 3%



资料来源：卓创资讯

图 6. 沿海菜粕库存同比降 13.46%



资料来源：卓创资讯

国内截止到 3 月下旬，豆粕、菜粕可跟踪的库存水平，处于过去数年来偏低的水平，较去年同比下降 3% 和 13.46%。一季度豆粕需求降幅不及预期，而下游过于看空，库存普遍谨慎偏低，形成低预期、低库存、低价格格局。

豆粕价格，去年 10 月份以来连跌 5 个月，阴跌持续时间近十年罕见，3 月份出现抵抗性反弹，但力度虚弱，有底部震荡特征。非瘟疫情影响养殖需求不振，中美和谈预期观望氛围浓厚，3 月供需两弱走势仍显乏力。

图 7. 豆粕处于超过两年来历史低价区



资料来源：卓创资讯

四、加拿大菜籽受阻，国内供给趋向紧张

因为中加关系较为紧张，导致菜系产品从加拿大进口受阻。自去年“孟晚舟事件”之后，中国同加拿大关系开始紧张起来，从加拿大进口商品难度开始增大。2019 年 1 月份，加拿大菜籽港口卸船不畅，同时检疫时间延长，比以往要增加 15-25 天的时间，进口菜籽从港口运至油厂时间缓慢，导致多数油厂因进口菜籽原料短缺频繁停机。2 月底，部分油厂进口菜油和进口菜粕的 GMO 证书申请遭拒，而进口菜籽也是只批准了一部分。此消息一

出，国内菜系油粕大幅上涨。由于菜籽进口难度增大，部分油厂通过加大菜油进口量来弥补进口菜籽到港量下降带来的菜油供应缺口，但是随着进口菜油 GMO 证书颁发难度增大，菜油供应将逐渐收紧。

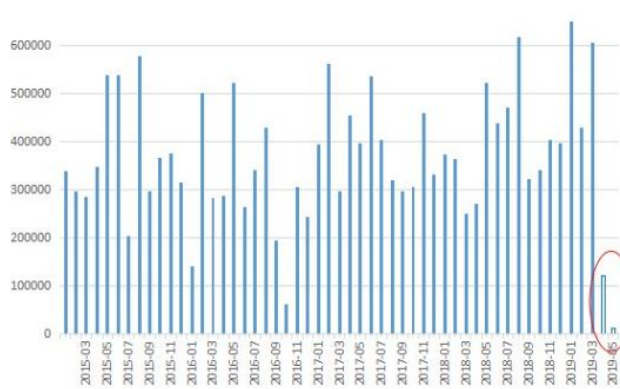
加拿大当地时间3月1日，该国司法局签署了孟晚舟引渡协议授权进行令，导致中国同加拿大关系愈加紧张。随后，中国取消了加拿大 Richardson International Ltd（理查德国际公司）对华出口油菜籽的许可证。中国通过理查德国际公司的菜籽进口量约占进口总量的30%左右，如果没有新的公司获得对华菜籽出口许可，那么菜籽进口量或将减少140万吨左右。3月26日，因检疫问题，海关总署发布了关于撤销加拿大 Viterra Inc.（威特发公司）油菜籽注册登记的通知，该公司持有防城港枫叶粮油工业有限公司49%的股份，枫叶粮油年加工油菜籽60万吨。

图 8. 近年中国进口菜籽主要来源国构成



资料来源：Wind

图 9. 中国油菜籽逐月进口图（吨）



资料来源：Wind

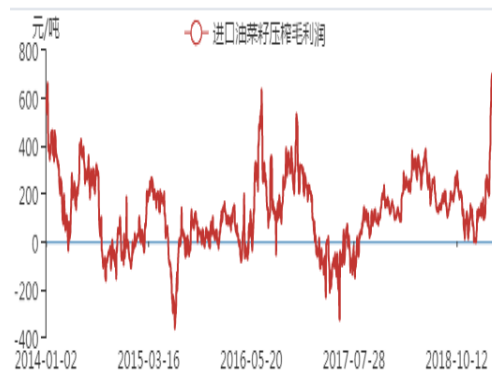
中国每年油菜将进口量大约400—500万吨，其中超过90%来自于加拿大。从海关公布的进口数据来看，虽然今年1月份加拿大油菜将进口量庞大，但是其中有一部分是去年12月份的到港积压，2月份进口量环比大幅下降34.2%至427506吨，其中从加拿大进口数量为402887吨。根据天下粮仓预计，3月份菜籽到港量在60.5万吨，而4、5月份大部分船期取消，导致后续到港量大降，4月份到港量在12万吨，5月份仅为1万吨澳大利亚菜籽。卓创数据的统计来看，1-5月份进口菜籽到港量预计在161万吨左右，较2018年同期相比减少16万吨（9%），较近五年均值减少34.2万吨（17.5%）。我国菜籽进口依存度超过40%，如果中国和加拿大关系难以缓和，后期菜油、菜粕价格仍存持续上涨风险。菜油豆油价差出现历史性趋势扩大走势，豆粕菜粕价差历史性收窄。

图 10. 进口菜籽油毛利润处于历史高位

图 11. 进口菜籽榨利处于历史新高



资料来源：卓创资讯



资料来源：卓创资讯

图 12. 菜油反季节逆势走强



资料来源：卓创资讯

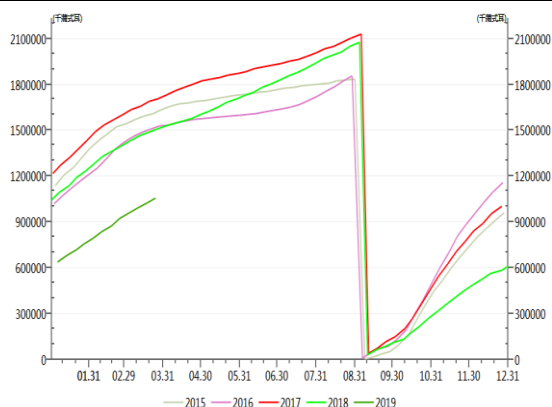
五、美豆出口销售迟滞，寄望于中美贸易磋商和谈

中美贸易摩擦，已经足足持续一周年的时间。目前中美谈判已经进入最后阶段，有望在 4 月底达成，也有外部媒体报道，谈判进展缓慢，因中国官员收回了一些前期在知识产权保护所做出的初步承诺。美国贸易代表团于 3 月 28 日-29 日访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，中方代表团将于 4 月初赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商。目前结果未知，市场更多选择谨慎观望态度。

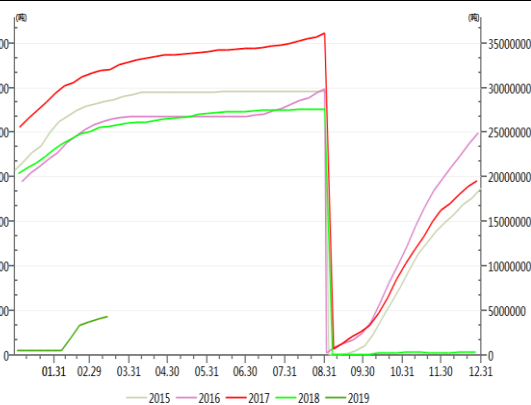
中美贸易第七轮磋商期间，美方在推特上透露，中国承诺再购买 1000 万吨美国大豆。美国农业部部长索尼·珀杜称，作为中美贸易协议的一部分，中国自美进口农产品将扩大到当前水平的三倍。美豆距离本年度出口目标，还有超过 18% 的数量，截止到 3 月下旬，出口检验量累计值同比减少 30%，出口至中国的累计值同比锐减 83%，出口销售进度迟缓，总需求受累于贸易摩擦，中美和谈无疑将对市场有推动作用，市场对 4 月磋商存在较乐观的预期。特别是全球经济（包括美国），有陷入下滑甚至衰退风险的形势面前，对和谈有正面促进效应。

图 13. 美豆出口检验量累计值同比减 30%

图 14. 美豆出口至中国累计值同比减 83%



资料来源: Wind



资料来源: Wind

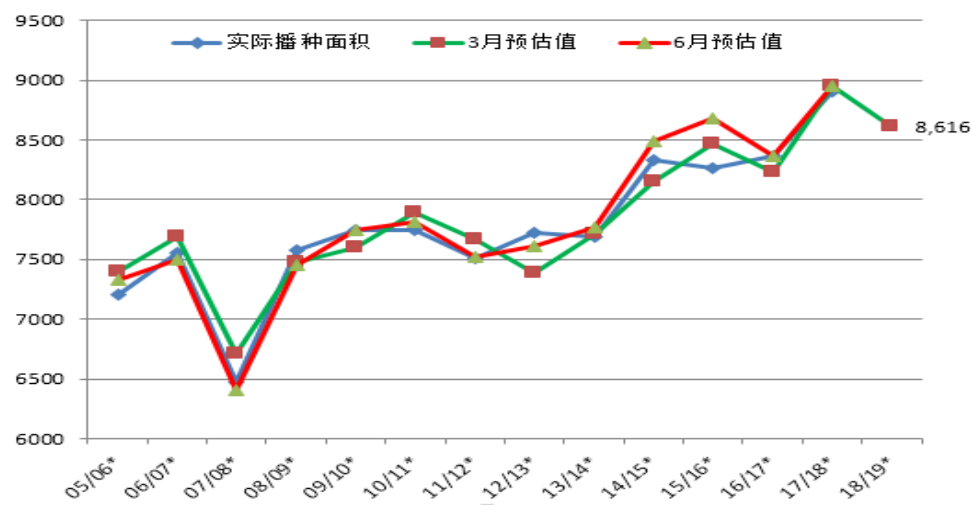
六、关注美国春播，美豆种植缩减预期存在变数

中国自然资源部国家海洋环境预报中心 NMEFC，于 3 月 20 日发布最新预测结果认为，综合分析热带太平洋大气、海洋特征及数值模式结果，预计本次厄尔尼诺事件将在今年春夏季继续发展，持续到冬季的可能性大，将发展成为一次中等强度的厄尔尼诺事件。

在南北美，厄尔尼诺将带来丰沛的降水，极为利好大豆生长，统计上来看，厄尔尼诺年景中，美国大豆丰产的概率超过 80%，单产平均增长超过 9%。因此，2019/20 年度国际大豆单产有可能再创新高或仍位于历史高位，对价格影响负面。厄尔尼诺的影响是全球化的，不久前澳大利亚的高温，美国的极寒天气，都是可能与它存在关系。

在一场强烈的冬季风暴之后，美国中部地区爆发了历史性的洪水，融雪性洪水与凌汛罕见的汇合导致排水不畅，威胁作物春播。目前的洪灾看对期货市场影响不大，在受洪灾影响的地区，距离农户播种还有几周时间，美国中西部大豆播种的最晚 6 月中下旬结束，玉米最晚 5 月下旬 6 月上旬结束，但可能有农户因错过了玉米播种的最佳时间，而有转向播种大豆。美国农业部将于 3 月 29 日发布播种意向报告，此前二月论坛曾预计 8500 万英亩，季末报告市场预期为 8616 万英亩，去年 8919 万英亩，美国农户缩减大豆种植存在弱于预期的可能，并且厄尔尼诺年景增产前景可能很大程度上抵消面积减少带来的产量削减。美国季度谷物库存报告，截止到 3 月 1 日美豆库存或为 26.83 亿蒲，为历史同期之最，现实压力持续。

图 15. 美豆播种面积变动趋势图



资料来源: Wind 新纪元期货研究

第三部分 技术图表分析

一、大宗商品指数技术图表分析

CRB 大宗商品价格指数，月线图谱，在四季度出现快速下跌，疑似 c5 浪探底，当前在前低附近获得支持转而持稳，关注月线级别熊市反压，以及价格续跌寻底风险。

图 16. CRB 商品价格指数月线挺进熊市反压位



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

去年 10 月至今年 2 月份，大连豆粕价格指数，连跌五个月为历史罕见，2600 上方承压，波动区间下移至 2600-2300，注意熊市探底的反复性。

图 17. DCE 豆粕价格指数波动重心持续下移



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，熊市波动收窄，底部区间 5250-5800 震荡，属熊市磨底阶段，并走出熊市轨道压制，持稳将面临翻多契机。

图 18. 关注 DCE 豆油期货价格熊市杀跌尾部风险



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、策略推荐

- 1、北美播种季 VS 南美上市压力 VS 非瘟疫情饲料需求乏力，国内粕类尽管绝对价格处于近年来较大水准，但仍待寻找季节性低点，空头市场波段沽空为主。
- 2、非瘟背景粕类需求不振 VS 厄尔尼诺背景大豆丰产、棕榈油欠产预期，多油空粕套作是主要方向。
- 3、加拿大菜籽进口受阻 VS 国内远期供给不足，单边博弈菜油多单是主要方向，并持续关注菜油豆油牛市价差扩大。

特别声明

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。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
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

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
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2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
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：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#