

豆粕：以今年为尺，来年波动自有定数！

由于供应面的宽松至少会持续到明年上半年，因此粕类期价在资金退潮之后的重新回归基本面而表现偏弱，技术上表现为二次下探。但货币宽松环境下的资金效应以及潜在的需求回升，仍会制约期价的下行空间。预期 2017 年期价转入宽幅区间震荡的概率较大。而宽幅震荡的波动价区，在很大程度上将很难有效地超越今年的高低点。

对于明年价格运行走势而言，上半年预期期价在二次下探后由低点逐步回稳，下半年相对复杂，预期在波动价区中间偏上部区域运行，全年价格水平预期前低后高的可能更大。一季度价格主要水平预计在 2700±200，二季度 2800±200，下半年不确定性较大，三季度预期 3000 上下波动，四季度暂不好确定。

策略：以宽幅区间思路对待。买保以靠近 2016 年低点，或在 2016 年价格波动区间的中下部来进行操作比较合理，且相对风险较小也；卖保则应参考 2016 年高点或 2016 年价格波动区间中上部来进行操作。

相关报告：

张中云 分析师

0816-2238660

倍特期货有限公司

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

豆粕：以今年为尺，来年波动自有定数

第一部分 基本面的主要影响因素分析

2016 年至今，豆粕期价也玩了一次过山车，上半年以资金作为主要推动力，连粕指数从 2291 最高涨到 3517 元/吨；下半年在资金退潮后，期价又回归基本面自高点回落，目前还在回落过程之中。展望 2017 年，在不乐观的背景下，豆粕呈宽幅区间运行的概率仍然较大。

一、宏观面的资金因素，宽松化的货币环境中，资金对整个商品价格的影响加大。

当前，为应对低迷的经济形势，全球大多数国家采取了宽松货的货币政策，目前这种货币宽松货政策取向还没有停止的迹象：中国在降准降息后，最近李克强总理在国务院常务会议上称，要加大积极财政政策实施力度；日本央行在 9 月份的利率会议上没有进一步下调利率，但推出了新的 QQE 政策，且日央行行长黑田东彦最近称，如有更多益处，将进一步采取宽松举措；欧央行的宽松化政策最快也要延续到 2017 年 3 月份。此外，加息呼声强烈的美国，今年以来的加息一直没兑现，加息步伐远远落后于之前的市场预期。在这样一种全球货币宽松化的政策背景下，货币供应相对充裕。在其他投资渠道相对有限的情况下，资金对于商品，特别是一些价格水平相对偏低的商品具有较高的关注度。资金的进出，对整个商品价格的冲击相对往年明显要大得多。就影响方向而言，在目前整个物价水平相对偏低的情况下，资金的进入更容易形成上涨行情。因此，对于商品有利多性质。

二、上游供应因素，全球大豆供应宽松，但供应端的利空或已见顶。

美豆在 2016 年算是一个风调雨顺的年份，到目前为止，美豆单产和总产量仍在被上调。根据最新的美国农业部 10 月供需报告数据，预计美国 16/17 年度大豆单产为 51.4 蒲式耳/英亩，美国大豆产量 42.69 亿蒲式耳，单产和产量均创历史纪录，加之南美上半年的增产。目前，大豆的供应处于偏宽松的环境中（见表一）。

表一：全球大豆供求平衡表（单位：百万吨）

| 年份 | 期初库存 | 产量 | 进口 | 总供给 | 总消费 | 出口 | 期末库存 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2008 | 51.42 | 211.95 | 77.38 | 340.75 | 221.34 | 76.84 | 42.57 |
| 2009 | 42.95 | 261.08 | 86.83 | 390.86 | 238.01 | 92.86 | 59.99 |
| 2010 | 60.76 | 263.90 | 88.73 | 413.39 | 251.63 | 91.66 | 70.11 |
| 2011 | 70.36 | 239.57 | 93.46 | 403.39 | 257.65 | 92.16 | 53.58 |
| 2012 | 54.45 | 268.77 | 95.91 | 419.13 | 261.20 | 100.53 | 57.40 |
| 2013 | 55.26 | 282.61 | 111.85 | 449.72 | 275.25 | 112.70 | 61.77 |
| 2014 | 61.89 | 319.78 | 123.88 | 505.48 | 300.77 | 126.22 | 78.56 |
| 2015 | 78.56 | 313.01 | 131.65 | 522.29 | 315.24 | 132.54 | 75.45 |
| 2016 | 75.45 | 333.22 | 136.22 | 539.07 | 328.75 | 138.78 | 77.36 |

数据来源：WIND 资讯

但从另外一个方面来看，2016 年的美豆产量预期已达历史极值，后期再被进一步上调的空间已不大，因此从美豆供应上看，有利空见顶之嫌。对于来年，还能否达到这种单产和产量水平，是一个大大的问号。再看南美方面，阿根廷大豆行业协会称，由于阿根廷政府取消玉米出口关税，农户可能种植更多的玉米，因此预计 2016/17 年度阿根廷大豆播种面积将会减少 2.5%至 1970 万公顷。福斯通公司则称，巴西农户可能不会大幅提高 2016/17 年度大豆播种面积，因为巴西处于几十年来最严重的经济衰退，信贷紧张，天气可能不稳定。由此来看，今年丰产让目前大豆供应处于宽平衡之中，但来年新季产量有很大的不确定性，大豆产量要超越今年难度较大！

三、豆粕的供求因素，目前国内压力大于国外。

从全球豆粕的供求情况来看（见表二），根据美国农业部的 10 月的月度供需报告来看，2016/17 年的总供给预计为 30451 万吨，相对 2015/16 以及 2014/15 年度都有大幅增加，但同时总需求和出口也高于前两个年度。所以，2016/17 年的期末库存反而同比下降，从这一点来讲，2016/17 年度全球豆粕的供应压力并不大。

表二：全球豆粕供求平衡表（单位：百万吨）

| 年度 | 报告月份 | 期初库存 | 产量 | 总供给 | 国内消费总计 | 总需求 | 进口 | 出口 | 期末库存 |
|---------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 2016/17 | 2016.10 | 11.37 | 226.68 | 304.51 | 225.52 | 294.92 | 66.46 | 69.40 | 9.58 |
| 2016/17 | 2016.9 | 12.10 | 226.99 | 305.85 | 225.34 | 294.78 | 66.76 | 69.44 | 11.08 |
| 2015/16 | 2016.10 | 12.22 | 216.47 | 292.01 | 214.95 | 280.63 | 63.32 | 65.68 | 11.37 |
| 2014/15 | 2016.10 | 10.73 | 207.33 | 278.42 | 202.18 | 266.19 | 60.36 | 64.01 | 12.22 |

数据来源：美国农业部

从国内的豆粕供需平衡表来看，近年来国内豆粕产量和需求均维持增长态势。但 2015/16 年度总供给增幅大于总需求增幅，导致 2015/16 年度期末库存及库存消费比上升（见表三）。这给 2016/17 年度的开局带去压力，特别是前一个季度。

表三：中国豆粕供需平衡表（单位：千吨）

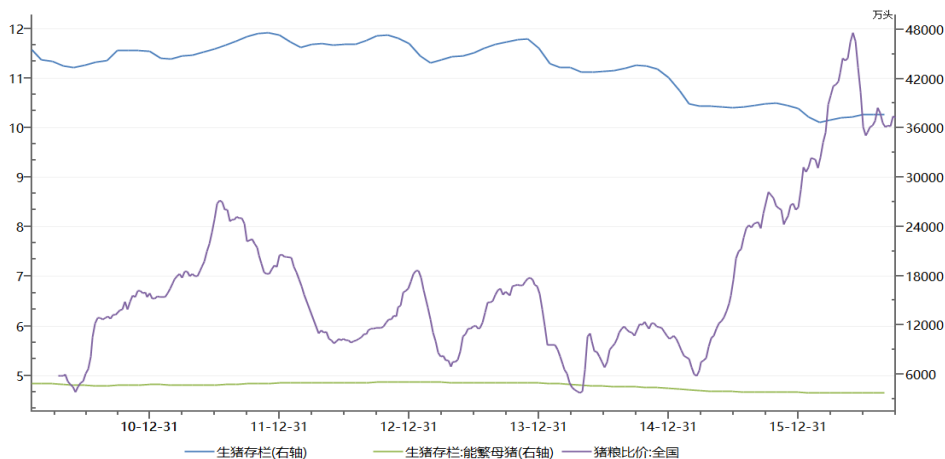
| | 05/06 | 06/07 | 07/08 | 08/09 | 09/10 | 10/11 | 11/12 | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16* |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年初库存 | 2,733 | 3,298 | 1,857 | 2,692 | 1,668 | 1,564 | 2,178 | 2,972 | 2,489 | 988 | 1,418 |
| 产量 | 26,360 | 25,010 | 29,960 | 32,090 | 36,110 | 43,180 | 48,080 | 48,300 | 52,060 | 57,070 | 61,200 |
| 进口量 | 836 | 34 | 238 | 281 | 78 | 250 | 104 | 16 | 19 | 60 | 30 |
| 总供给 | 29,829 | 28,342 | 32,055 | 35,063 | 39,856 | 44,994 | 50,362 | 51,288 | 54,568 | 58,118 | 62,648 |
| 国内消费量 | 26,300 | 25,650 | 28,765 | 32,400 | 37,200 | 42,366 | 46,480 | 47,560 | 51,630 | 55,050 | 57,950 |
| 出口量 | 331 | 835 | 598 | 995 | 1,092 | 430 | 910 | 1,239 | 1,950 | 1,650 | 1,750 |
| 总消费 | 26,631 | 26,485 | 29,363 | 33,395 | 38,292 | 42,816 | 47,390 | 48,799 | 53,580 | 56,700 | 59,700 |
| 年末库存 | 3,298 | 1,857 | 2,692 | 1,668 | 1,564 | 2,178 | 2,972 | 2,489 | 988 | 1,418 | 2,948 |
| 年末库存/总消费 | 12.38% | 7.01% | 9.17% | 4.99% | 4.08% | 5.09% | 6.27% | 5.10% | 1.84% | 2.50% | 4.94% |

数据来源：JCI，*为 JCI 预测值

四、下游需求方面，猪粮比处高位，明年生猪存栏量有望自低位回升，是为潜在利多题材。

目前，国内生猪存栏量及能繁母猪存栏量都处在近年来的低位，而猪粮比今年以来大幅飚升至高位（见图一）。在高的猪粮比这一因素驱动下，来年生猪存栏量及能繁母猪存栏量均自低位回升是大概率事件，这在一定程度上会带动粕类的需求。在供应整体偏宽松的情况下，需求回升的力度是决定豆粕价格是否上行以及上行幅度的关键因素。

图一：国内生猪存栏量、能繁母猪量及猪粮比



数据来源：WIND 资讯

五、季节性影响因素分析

对于 2017 年，分时间段来看：目前美豆的丰产压力对市场的有望持续，但随着市场对压力的消化，以及南美大豆进入天气炒作期。因此，一季度豆粕期价触底回升的概率较大；三月份以后，随着南美大豆的上市，粕类或将再度陷入疲弱期。此后 6 月份前后，则关注国内的需求恢复情况，或有比较好的表现。下半年则视美国的天气及国内需求的综合作用，整体表现好于上半年概率偏大。

第二部分 技术图表分析

从美豆指数和美粕指数的月线图来看（见图二），今年上半年那一波凌厉的涨势，在技术上缓解了持续几年的熊市氛围，但并不完全改变均线的下行趋势。换句话说，美豆和美粕均未能有效的摆脱熊市的阴影。2016 年上半年这波牛市的技术意义在于：向下确认了 2008 年低点的支撑，向上探出了反弹的压力。而这个支撑与压力的区间，很可能就成为 2017 年期价波动的主要区间，即美豆指数波动价区参考 830-1200；美粕指数的波动区间参考 250-430。

图二：美豆指数及美粕指数月线图



*资料来源：文华财经

从连粕指数月线图（见图三）来看，今年上半年的上涨对长期上升趋势线反抽，未能形成有效突破，再度回落，技术上有反弹回抽性质。但同样，年初的低点与之前的历史低点区间重合，让这一线具有长期技术支撑意义。因此，今年期价的冲高回落，实则为 2017 年价格波动画定了有个参考区间。对于连粕指数，这一参考价区为 2250-3500 之间，区间中轴则对待 2800-2900 一带。

图五：连粕指数月线图



资料来源：文华财经

第三部分 观点及策略

基于以上基本因素相关分析和技术分析，由于供应面的宽松至少会持续到明年上半年，因此粕类期价在资金退潮之后的重新回归基本面而表现偏弱，技术上表现为二次下探。但货币宽松环境下的资金效应以及潜在的需求回升，仍会制约期价的下行空间。预期 2017 年期价转入宽幅区间震荡的概率较大。而宽幅震荡的波动价区，在很大程度上将很难有效地超越今年的高低点。

对于明年价格运行走势而言，上半年预期期价在二次下探后由低点逐步回稳，下半年相对复杂，预期在波动价区中间偏上部区域运行，全年价格水平预期前低后高的可能更大。一季度价格主要水平预计在 2700±200，二季度 2800±200，下半年不确定性较大，三季度预期 3000 上下波动，四季度暂不好确定。

策略：以宽幅区间思路对待。买保以靠近 2016 年低点，或在 2016 年价格波动区间的中下部来进行操作比较合理，且相对风险较小也；卖保则应参考 2016 年高点或 2016 年价格波动区间中上部来进行操作。