▸年报 · 粕类

柳已暗 花未明

倍特期货 • 研究发展中心 2017 年 12 月 22 日

2018年，从两粕的基本面分析，一季度会是一个关键点。能否打破目前的窄幅震荡状态，需要关注美豆在来年的播种面积变化，以及南美大豆收获期的天气状态。

相关报告：

要点：

- 回顾2017年两粕的运行情况
- 展望2018年粕类影响因素变化，以及对两粕可能产生的影响
- 简述2018年两粕可能存在的预期

观点和操作策略：2018年的一季度中，两粕整体仍会维持柳已暗，花未明的状态。真正打破可能持续5个季度僵局的要素将来自新年度美豆的种植变化以及南美收获期的变化。如果这一切仍为平淡，那么这个僵局将继续延长。

分析师：刘体峰

联系电话：028-86269305

QQ：423329788

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、2017 年粕类走势回顾

（一） 柳已暗

2017 年两粕的波动令人失望。豆粕指数年内波动区间为 2600~3000，波幅 400 点；菜粕指数年度波动区间为 2120~2500，波幅 380 点。这个波动范围是 2005 年以来最低的，是过去 12 年间，年度波动范围的最小值。

从年内两粕的走势看，最关键的要素仍在于基本面上始终是缺乏亮点，或者说在任一可能造成方向性推动的因素变化上均缺乏持续性，导致两粕价格的变化最终呈现上下两难的局面。

首先 2017 年 1~3 月，市场关注历史丰产的美国大豆销售进度和新一年度美豆的种植面积预估。虽然美豆在该阶段出口增幅高达 17.8%，对豆类和两粕价格均有支撑，但美豆种植面积出现 5%以上增幅，很快打消乐观预期，且国内进口大豆数量出现 24.8%的增幅，也迫使市场重新关注进口大豆到港和两粕消费压力。

4~6 月，南美大豆收获基本顺利，巴西和阿根廷同步增产，加之国内宏观层面出现资金紧缩的状态，本有望压制国际国内豆系价格出现一段持续的下跌，但相应的利多要素也随之出现。首先是美盘，资金关注重点转移向美豆种植区的天气，开启天气炒作模式，初始即走低的优良率数据制约了美国大豆下行的空间。反观国内，油脂系整体因菜籽油国储投放量累积，社会库存量暴增，市场盲目乐观情绪回归高库存现实，导致油脂系整体崩盘。而该阶段又逢粕类消费高峰，油粕转换的跷跷板效应登场，使得粕类下行也是一步三回头，难以持续。

6 月至今，国内两粕市场虽然一度经历环保限产，转基因证书发放受阻，压榨厂家油脂再次胀库等诸多有利于两粕价格回升的事件，但影响两粕价格波动的核心逻辑始终停留在美国大豆估产这一点上。虽然美国大豆生长优良率低于去年，但其中后期优良率始终保持在 62%上下较高的水平，考虑到去年美豆单产达到 52.4 蒲式耳/英亩这样一个恐怖的历史高值，以及美豆扩种的现实，市场始终没有信心对两粕价格走高有稳定预期。最终美国农业部将美豆总产量定在 12044 万吨的新历史高值记录，印证并强化市场审慎的态度。同时，菜粕方面，加拿大所公布的油菜籽产量升至 2020 万吨，将前期市场所预期的 1800 万吨化为泡影，菜粕所一度呈现的独立性也随之受到抑制。整体粕类波动重新归于平衡和温和的波动。

图 1：文华 2017 年豆粕指数走势

（数据来源：文华财经）

二、2018 年粕类走势展望

（一） 花未明

1、 国际市场：改善性预期暂未出现

最新的 2017 年 12 月美国农业部油籽数据：17/18 年全球油籽产量、出口和与期末库存都呈现继续增加。全球产量预计为 5.795 亿吨，较 11 月预估增长 70 万吨，主要反映在油菜籽、花生和棕榈仁的产量上涨。根据最近的政府估算，油菜籽产量增加了 80 万吨到 7290 万，由于澳大利亚和印度的减产部分抵消加拿大增产的 160 万吨。花生产量上涨，由于塞内加尔的种植面积及产量上涨。欧盟的葵花种子产量的增加抵消了俄罗斯阿根廷产量的减少。其他产量变化包括印尼和泰国的棕榈油产量增加，马来西亚棕榈油产量减少。

美国农业部预期 17/18 年全球油籽出口量增加了 50 万吨至 1.763 亿，主要由于阿根廷和巴西的大豆出口增加，加拿大的油菜籽出口增加。部分抵消了美国和加拿大的大豆出口下降。阿根廷的葵花籽出口下降。全球大豆库存增加了 40 万吨至 9830 万，而美国、加拿大和欧盟的库存增加则抵消了南美库存减少的影响。需要注意的关键数据是：全球期末库存增加了 951 万吨，使得库存消费比升至 19.78%，这是 2010 年的第二峰值，略低于 2016/17 年度的 20.26%。

从独立的美国数据看，预计美国油籽总产量达到 1.322 亿吨，小幅增长，主因为大豆和棉花籽产量增加，其中大豆产量增加了 323 万吨。同时，预计美国大豆出口竞争力受到巴西和阿根廷的挤压，出口增幅有所降低，月比减少了 68 万吨，但年比增加 204 万吨。17/18 年美国国内大豆期末库存将达到 1212 万吨，和 2016/17 年度持平，仍处于 06/07 年以来的最高值。

豆粕独立数据方面：全球豆粕需求为 30104 万吨，年比增加 1417 万吨，增幅为 4.94%，这一增幅是 2010 年以来第二高值，其逻辑依据为随着豆粕对玉米小麦比价关系修复，豆粕使用量将有所恢复。同时，我们注意到，豆粕供应量实际也上升了 1396 万吨。对比之间，期末库存量降低 22 万吨，为 1230 万吨，库存消费比 4.09%，为 2011 年以来的低值。

这组数据中提供了一个线索，即基本面关系上，两粕略强于大豆，这可能意味着压榨利润将有恢复。这个线索对于饲料企业看待 2018 年国内油厂的基差报价将有一定的价值。

从美国农业部对价格区间波动的预期看：美国农业部预计：17/18 年度，美国季节平均大豆价格预计达到 8.60-10.00 美元/蒲式耳。豆粕豆油价格大体持稳，预计豆粕达到每短吨 295-335 美元，豆油价格预计达到 32.5 至 36.5 美分。很明显，美国农业部仍判定豆系整体都将继续处于窄幅整理的过程。

2、 可能的变数及影响

在供需数据基本明朗的前提下，需要从其它因素入手，探究可能出现的变化，并对其进行定性判定。

首先看国内需求。这里有一个数据：国内生猪存栏和能繁母猪存栏。截止 2017 年 11 月，全国生猪存栏环比减少 0.1%，比去年同期减少 6.3%；能繁母猪存栏环比下降 0.6%，比去年同期减少 5.6%。由于从 2017 年起，国家全力推进环保治理，大量小型养殖场因环保不达标被关闭，养殖规模化水平的进一步集中，这实际上将带来养殖行业整体生产的有序性增加，降低“猪周期”波动频率。从这个数据看，暂时看不到饲料需求本身会出现异变的可能。这个因素对两粕影响：中性或偏空。

美国大豆种植：2017 年，美国大豆种植面积的突增是打掉市场乐观情绪的关键要素。目前美国大豆种植面积已经增加到 9020 万英亩，甚至美国农业部在 2017 年 11 月的月度报告中调高了收获面积。但需要正视的是：美国大豆这一轮扩种浪潮似乎还没有结束。从最近媒体的报告看，已经有机构开始调高 2018 年美国大豆的种植面积。例如：12 月 15 日美国 Informa 经纪公司发布的数据称：2018 年美国大豆播种面积预计为 9140 万英亩，高于 2017 年的 9020 万英亩，也高于 2018 年预期的玉米播种面积 8970 万英亩。数据带来的感觉是 2018 年美国农户会把更多农田从播种玉米转为播种大豆。2018 年世界大豆供应潜力提高，可能对大豆价格构成上行阻力。美国大豆种植面积将首次

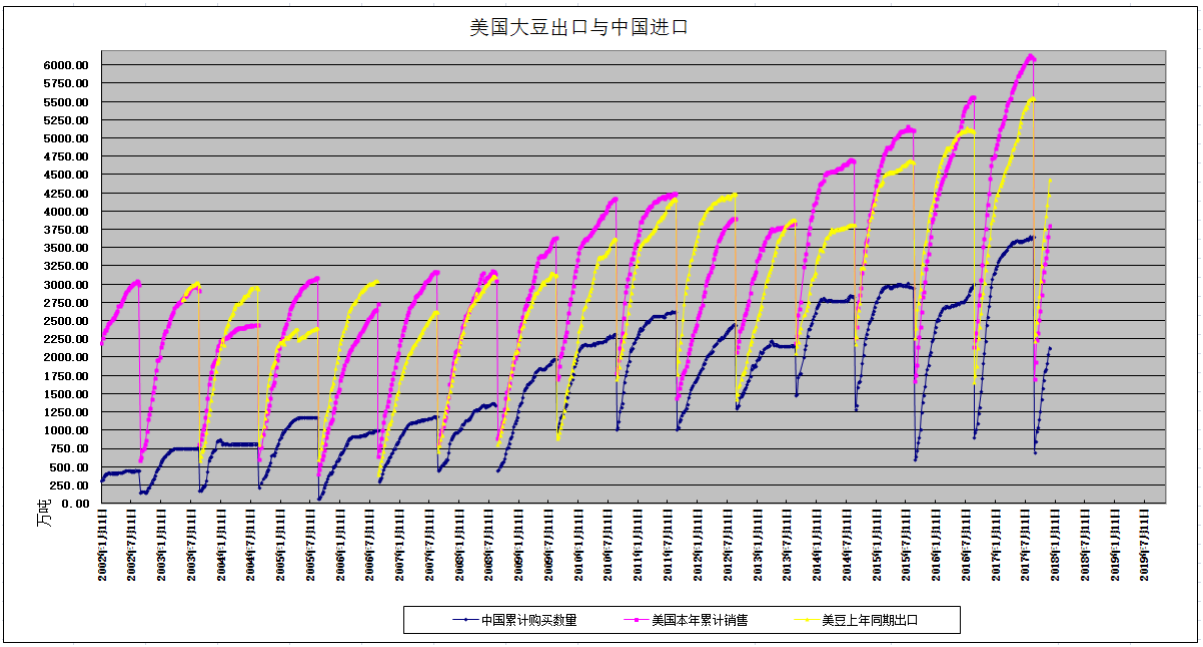
超过玉米。如果该预测成真，无疑又是加在豆类价格上的一个重压。这个因素对两粕影响：中性或偏空。

南美大豆生产：目前南美大豆已经进入生产阶段，阿根廷大豆产区的干旱也一度成为市场关注和炒作的热点，一些预测机构也对其产量做了微幅的调减（巴西可能下调 130 万吨，阿根廷调低 150 万吨）。但其持续性仍没有得到有效拓展或验证。事实上，天气本身的变化就较大，且全球天气状态目前为拉尼娜现象，就这一状态长期的表现看为南美降雨增加，对大豆产量的影响不大或利多。这个因素对两粕影响：中性或偏多。

美国大豆出口：和上一年度同期相比，美国大豆目前的出口确实存在一些隐患。截止 12 月 7 日，美国大豆已签约出口为 3799.54 万吨，装船为 2450.26 万吨，而去年同比分别为：4439.28 万吨和 2818.9 万吨，同比分别降低 14.4%和 13.1%。这是美国大豆至 2011 年以来首次出现出口同比的降低，值得重视。其中中国对美国大豆进口为：2141.71 万吨，同比降幅为 24.9%。装船为 1694.36 万吨，同比降幅为 22.4%。明显高于美豆出口整体降幅。导致如此情况有四方面原因：第一是国内进口大豆因许可证问题出现进口节奏的制约；第二是国内饲料消费亮点不足，增幅下滑；第三则是豆系供需的大环境宽松，整体市场情绪也趋向平和；最后则是前期南美大豆进口总量充足，国内港口的库存依旧庞大。这个因素对两粕影响：中性或偏空。

上述因素的总结为：中性或偏空的因素仍占据主导地位。潜在的利多因素目前尚未能凸显。

图 2：美国大豆历年出口



（数据来源：倍特期货）

（二） 技术分析和资金分析

1、 技术分析

从美国豆粕的长期历史图表看，基本是一个宽幅震荡状态。把时间拉近到 2014 年后，可以发现一些新的波动特征，即市场出现急涨缓跌的特征。这一特征分别在 2014 年 10~11 月，2015 年 6~7 月，2016 年 4~6 月，2017 年 1 月，2017 年 6~7 月均出现过。由于 6 月底是美国大豆种植面积最终确定的时刻，说明这几年市场预期总是和美国农业部最终数据不一致，进而导致走势的激变，这一特征是否在 2018 年重新出现，需要高度的重视，重视 6 月底 7 月初的时间节点。这是时间周期和节点的认识。

在大的技术形态上，美豆粕基本被约束在周线的布林通道内进行波动，上下轨均呈现走平，轨道区间为 290~340，基本和美国农业部所预期的波动范围一致。2018 年能否打破这个僵持状态暂时不好说。但可以肯定的是，如果要打破这个僵持，一定是需要基本面的重大变数出现。

图 3：美国豆粕指数分析

（数据来源：文华财经）

由于内外盘粕类保持高度正相关性，国内豆粕的波动基本也和外盘同步。在对国内粕类的分析中，我们将采取对菜粕的分析，来看其自身是否存在独立性，并进而看价差套利的可能。

图 4：国内粕类指数叠加分析

（数据来源：文华财经）

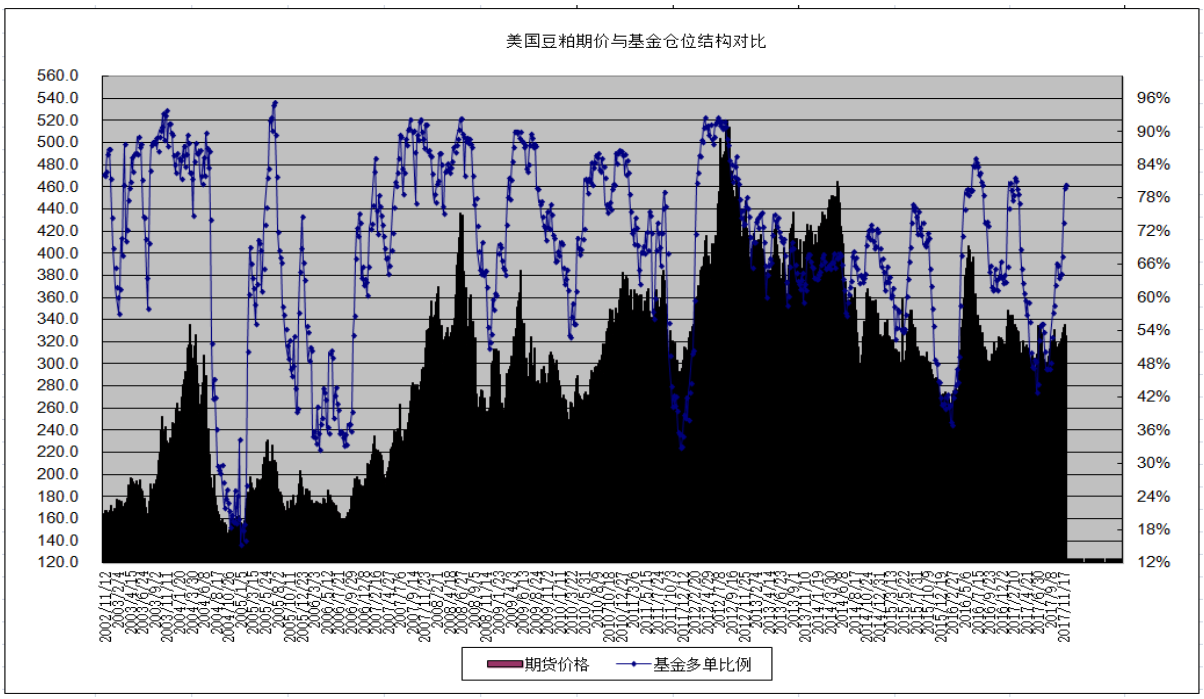
从图 4 中可见，从 2015 年以来，菜粕和豆粕基本保持了同比走势，大级别和小节奏都高度趋同，甚至很难在周度时间周期上寻找到两者的差异。可解释的理由仍是回到基本面本身，由于供需环境的宽松，两者的相互替代性可以在短期内快速显现。这个阶段中，两个消费的季节性差异可以在短时间中出现，通常表现为 2~3 周的相互强弱关系不同，这个相互强弱关系不同会体现为价差的拉开或收缩，限制在 2.2 个百分点以内，但不会表现为某一单方价格出现剧烈的波动。这一特征对价差套利者需要重视。

同时，对图 4 进行的技术分析也显示，菜粕指数处于 2150~2480 的区间波动过程，短节奏上略强于豆粕。其打破这个波动区间的特征分别是：1、突破上行，需要指数连续三天站稳 2520；2、突破下行，需要指数连续三天低于 2120。

2、 资金分析

美粕基金持仓：分析基金的持仓结构和调整动向，是分析最活跃的主力资金的运做意愿。如下：截止 2017 月 12 月 15 日，基金在期货上 多单 129765：空单 31305，净多 98460，多方强烈占优。显示基金方面看涨情绪浓厚。但是，通过对其历史数据进行分析，却可以发现看涨难以乐观。

图 5：美国豆粕基金持仓分析



（数据来源：倍特期货）

目前基金在豆粕持仓的净多比例为 80.56%，从图五上可见，基金在该品种上净多持仓的峰值比例为 94%，而长期统计规律显示，一旦基金净多持仓比例高于 85%，都往往意味着后续买盘不济，价格即将出现回落，行情的转换点也随之产生。即基金净多持仓的峰值往往和价格波动的峰值对应，反之亦然。

当期持仓净多持仓比例已经突破 80%，后续买盘继续大量介入的规模也随之受到抑制。基金实际上很难进行单方向的操作，进而以油粕转换的套利为主要交易策略。可以看出作为市场主要推动力的基金实际上目前在方向性上能力有限。

进一步看国内两粕，截止 12 月 21 日，豆粕指数持仓为 232 万手，菜粕指数持仓则为 83 万手，缩减尤其严重。两者的成交持仓比均处于 0.3 ~0.5 范围。行情的平淡限制了资金的进入，除了等待也别无他法。

通过对内外盘资金的分析，可以得出仍会维持一个僵持状态的结论。

回顾了 2017 年粕类波动状态和影响要素的演变，其自身独立的基本面要素完全主导粕类走势。而这一特征，将在 2018 年中得到延续。

三、后市观点和操作策略

（一）后市观点

通过对粕类基本面、技术和资金的分析，要在目前沉闷的粕类市场中激起波澜，时间和影响要素都不太充分。如果美国大豆进一步扩大种植面积，这种沉闷的状态可能进一步延续到 2018 年。

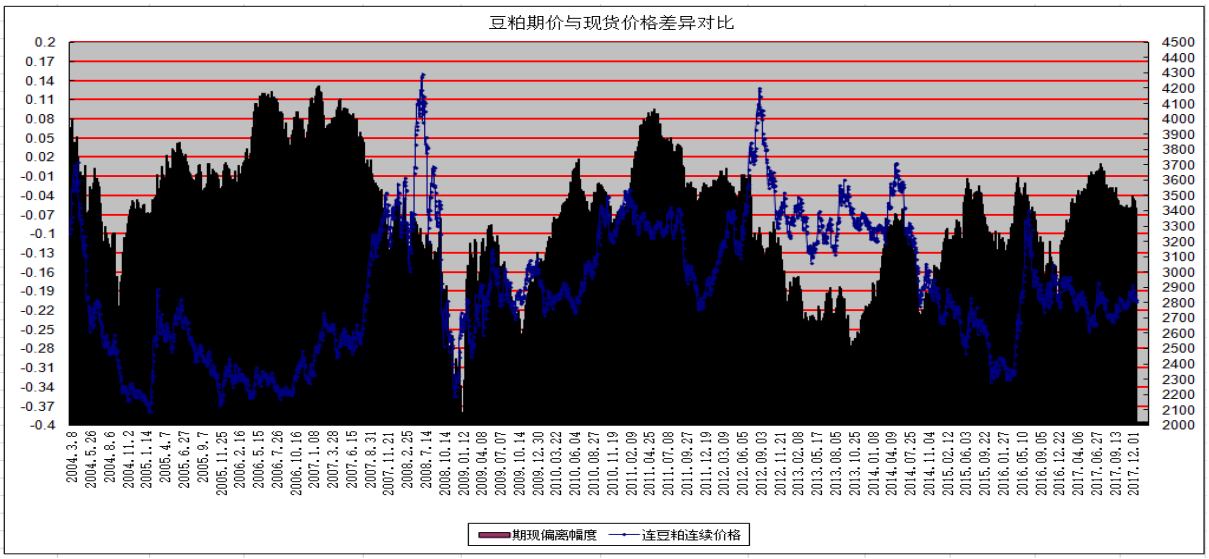
当然变数也是存在的，如南美大豆的生长出现重大阻碍，或者在更大层面上，比如通胀的兴起，或者主要生产国或需求的汇率激变，等等。对于投资者而言，2018 年的粕类，如果没有特别大的事件刺激，大概率 2018 年粕类的波动区间仍将呈现窄幅箱体波动。豆粕指数波动范围为 2500 ~3000，菜粕指数波动范围为 2100 ~2520。

（二）操作策略

操作策略方面，需要特别注意的就是时间节点。从长期的统计规律看，美国农业部的报告对市场引发的冲击是最大的。注意 3 月底~4 月初以及 6 月底~7 月初这两个关键时间点。同时将对美豆生长期中的变化，国内产业政策的变化做出反应。

对于产业投资者，需求方（饲料企业）可继续坚持随购随采的策略，但可注意在重要的时间节点上调整采购规模。基差方面，2017 年期现价差波动范围为-0.16 ~,0，长时间处于-0.09 ~-0.03，期货多数时间贴水运行。可注意这个数据，在期现价差运行到低位区间，例如低于-0.07 后，在期货上建立虚拟库存。

图 6：国内豆粕期现价差



（数据来源：倍特期货）

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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码

倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com