

► 策略 · 两粕

二季度关注美国播种面积和天气 价格波动重心可能上移

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 3 月 29 日

两粕行情从去年开始跟随市场预期和天气走势的双重影响下，价格中幅度稳步上移。国内跟随外盘走势，随着季节和消费预期的历史规律继续维持偏多节奏，2018 年一季度观察内生上涨动能比去年同期有所提高。

相关报告：

分析人员：刘体峰

从业资格号：

联系电话：028-86269305

QQ：423329788

要点：

- ◆ 天气维持内生动能
- ◆ 种植面积遥相呼应
- ◆ 出口和需求数据小拖后腿

观点和操作策略：风险在于阿根廷产量及美国新作面积偏离市场预期，及美国天气变化。策略上单边建议在 USDA 种植意向报告后依据美国天气逢低做多。

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、行情回顾

一季度美豆走势表现为明显的先扬后抑，5月合约在1月12日见到2017年9月以来最低点955.6美分/蒲，随后因阿根廷干旱愈演愈烈、机构不断下调其产量预估，价格也稳步上涨，直至3月2日达到2017年2月以来的最高点1082.4美分/蒲。此时价格已经基本反映阿根廷减产的利好，美国新作播种面积可能继续增加及中美贸易战可能波及大豆的预期令价格重新回落，截至3月23日5月合约收盘报1027.6美分/蒲。

国内豆粕和外盘的相对强弱基本以春节为分水岭：春节前外强内弱，主要因下游不看好后市，春节前备货清淡，油厂豆粕库存不断增加。春节后外弱内强，一方面春节结束油厂开机还未恢复正常，而价格上涨使得下游采购需求增加，油厂豆粕库存不断下降，挺价意愿强烈；另一方面，中美贸易战担忧逐渐加剧，也有利于豆粕表现偏强。

二、阿根廷干早点燃市场做多热情

阿根廷自12月以来就呈现干旱少雨天气。在2-3月大豆开花结荚期，阿根廷主要产区仍然鲜有降雨，令机构不断下调其产量预估。甚至说阿根廷今年遭遇的干旱可以和2008/09年及2011/12年相比，而这两年分别较上年减产1420万吨和890万吨，产量分别为3200万吨和4010万吨。

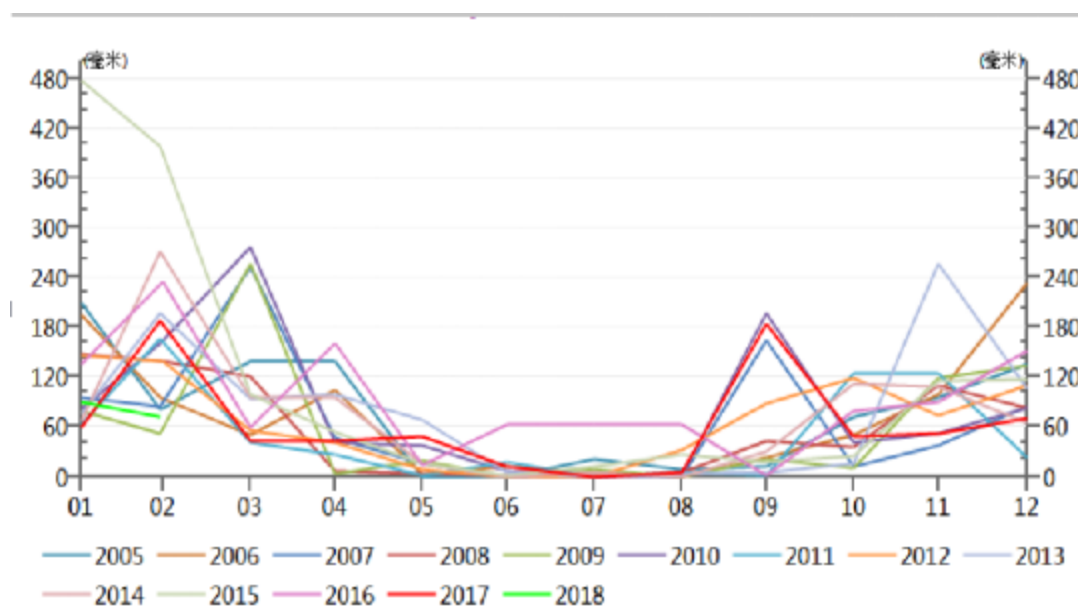
阿根廷最大大豆生产州为科尔多瓦，产量占全国比例约为30%，其次是布宜诺斯艾利斯和圣达菲。以科尔多瓦市降水量为例，从播种开始的10月开始直至2月，科尔多瓦连续五个月的单月累计降雨量（括号内为1999年起历年平均值）分别为（单位mm）：48（71）、52（122）、69（130）、90（138）、71（147）。2月累计降雨量更是自1999年以来20年内同期第4低。其它主产州的情况也大体如此。截至3月21日，BOLSA公布的数据显示大豆优良率仅4.1%，以致目前机构最悲观预估阿根廷产量4000万吨甚至更低，3月21日布宜诺斯艾利斯谷物交易所周报中将阿根廷产量预估再度下调250万吨至3950万，这和2月USDA供需报告相比产量足足下调1450万吨。

阿根廷恶劣的天气使得美豆大幅上涨，由于阿根廷主要出口豆粕，美豆粕涨幅更加可观，其中资金的推动作用也不可忽视。截至3月13日美豆CFTC基金持仓继续增加至201382手，历史

最高 26+万手出现在 2012 年 7 月，2008 年也多次出现 20 万手以上的基金净多持仓。美豆粕 3 月 6 日净多持仓近 15.3 万，为 2003 年以来的历史最高位，甚至超过 2007/08 以及 2011/12 年阿根廷大减产时期。

不过从 3 月份以来，美豆价格已经基本将阿根廷干旱反应得差不多了。此时追高美豆已经极具风险。再加上随后的气象预报显示，阿根廷包括圣达菲主产区在内的东部未来 1 周将出现累计 55-65mm 的降雨量，对晚播大豆生长有利，也有助于稳定此前受干旱影响的大豆作物，美豆价格从高位回落。其实接近 3 月底，阿根廷潘帕斯草原部分地区已经开始收割，BOLSA 数据显示截至 3 月 21 日 18.3%大豆已经成熟，因此天气对阿根廷大豆产量的影响已经减弱，产量数据也基本确定，阿根廷干旱天气引发的市场做多应该说已经落幕。

图 1：阿根廷科尔多瓦当月累计降水量



(数据来源：NOAA)

图 2：阿根廷大豆优良率

Soybean Condition: as of March 21, 2018

Regions	Very Poor %	Poor %	Fair %	Good %	Excellent %
I NOA	-	-	-	-	-
II NEA	-	-	-	-	-
III Ctro N Cba	-	-	-	-	-
IV S Cba	-	-	-	-	-
V Ctro N SFe	-	-	-	-	-
VI Núcleo Norte	67,0	23,9	7,1	2,0	-
VII Núcleo Sur	33,4	45,4	14,7	6,5	-
VIII Ctro FER	66,4	11,7	-	-	-
IX NLP-CBA	25,0	49,0	20,0	5,1	-
X Ctro Bs As	-	-	-	-	-
XI SO BA-S LP	-	-	-	-	-
XII SEBA	45,6	34,8	19,7	-	-
XIII San Luis	-	-	-	-	-
XIV Cuenca Sal	-	-	-	-	-
XV Others	-	-	-	-	-
National	49,9	30,1	15,9	4,1	-

(数据来源: USDA)

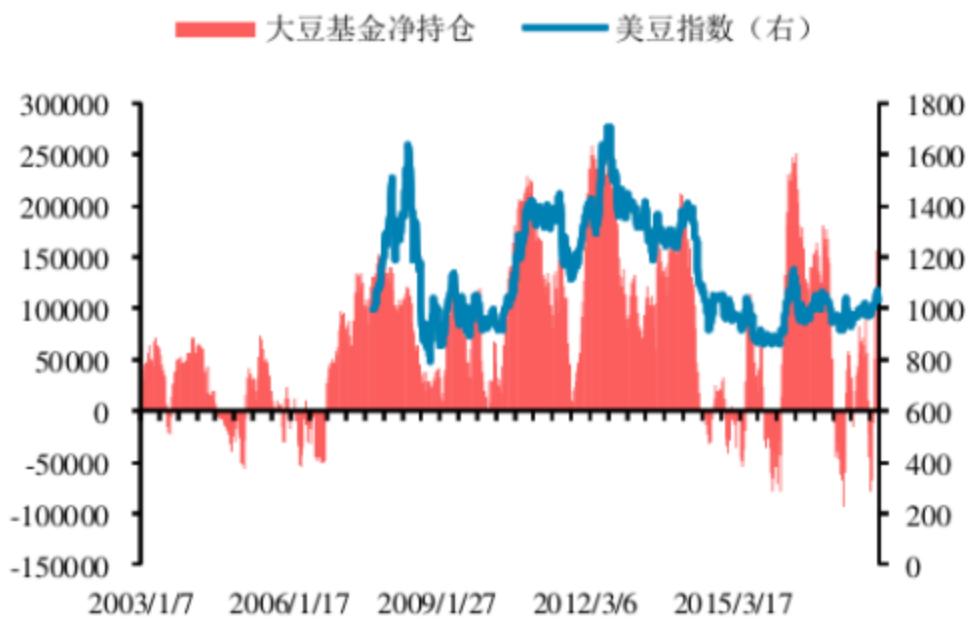
图 3: 阿根廷大豆成熟率

Soybean Mature: as of March 21, 2018

Regions	March 22, 2017 %	March 14, 2018 %	March 21, 2018 %	2012/2017 Average %
I NOA	-	-	-	-
II NEA	-	-	-	-
III Ctro N Cba	-	-	-	-
IV S Cba	-	-	-	-
V Ctro N SFe	-	-	-	-
VI Núcleo Norte	29,2	22,0	29,3	20,6
VII Núcleo Sur	22,7	12,2	24,4	14,6
VIII Ctro FER	0,8	3,4	11,9	8,7
IX NLP-CBA	4,0	1,6	17,4	9,9
X Ctro Bs As	-	-	-	-
XI SO BA-S LP	-	-	-	-
XII SEBA	-	-	-	-
XIII San Luis	-	-	-	-
XIV Cuenca Sal	-	-	-	-
XV Others	-	-	-	-
National	15,0	10,1	18,3	14,3

(数据来源: USDA)

图 4：大豆基金持仓



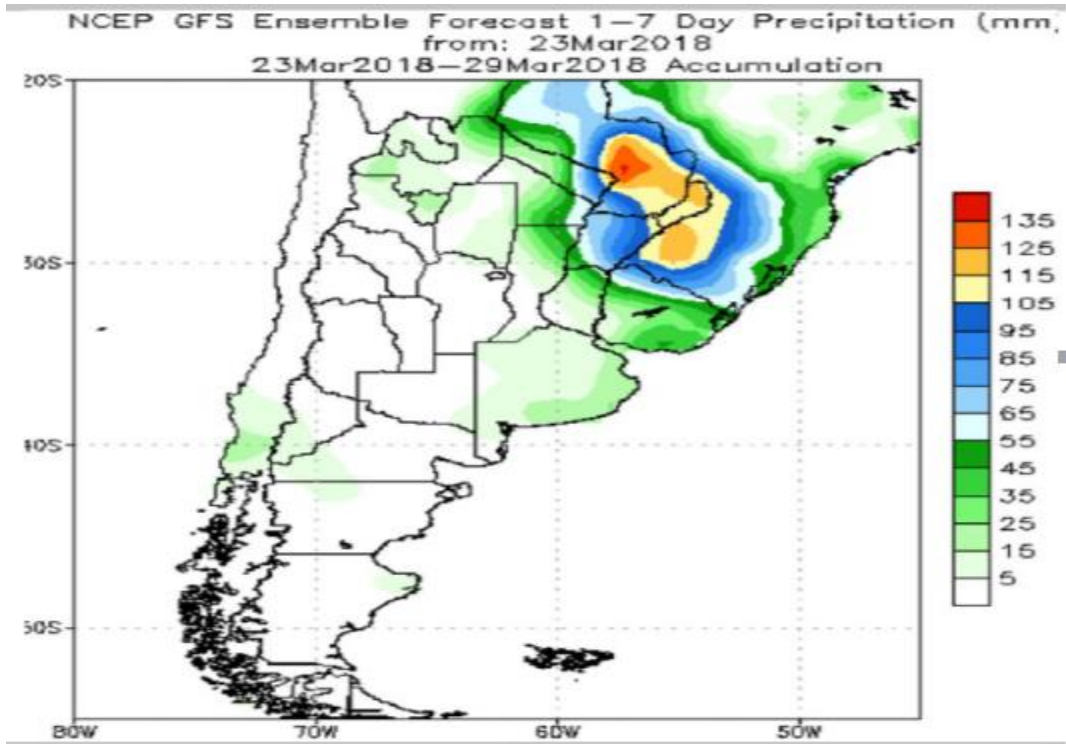
(数据来源: USDA)

图 5：豆粕基金持仓



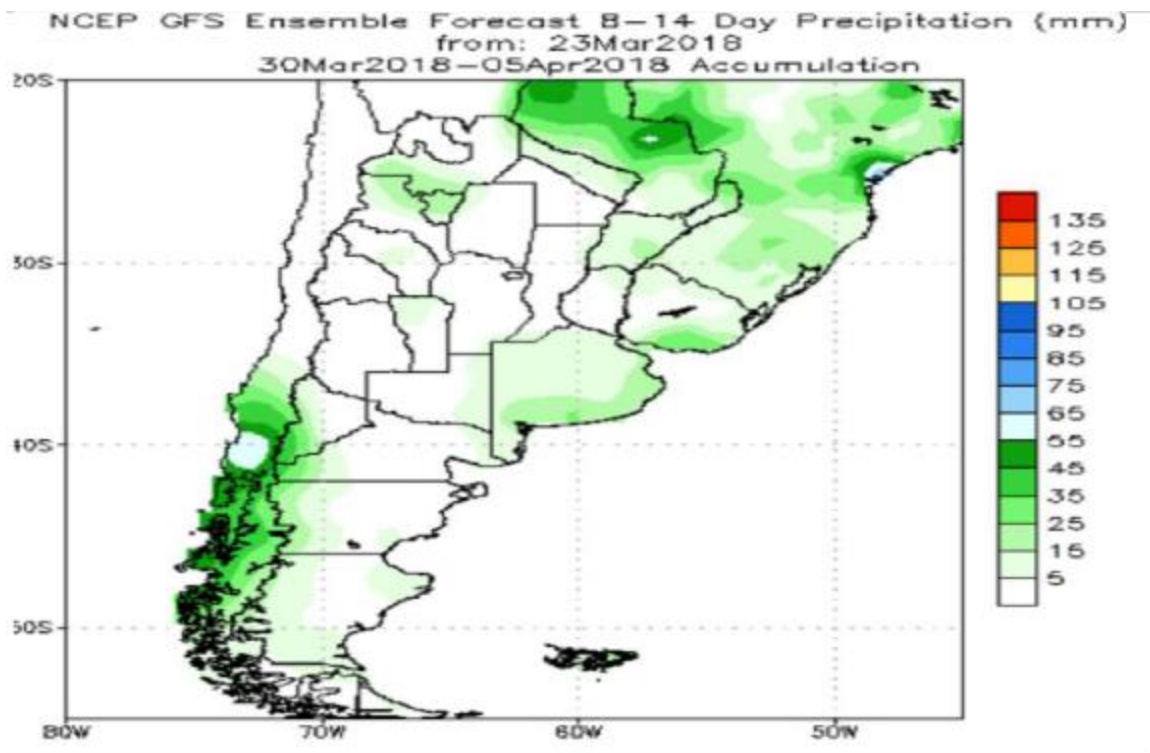
(数据来源: USDA)

图 6：阿根廷降雨量（3.23-3.29）



(数据来源：NOAA)

图 7：阿根廷降雨量（3.30-4.5）



（数据来源：NOAA）

三、美国：预期新作面积增加，关键生长期天气中性概率大

USDA 在 2 月 22-23 日举行年度农业展望论坛，每年论坛结束 USDA 均会给出新年度美国大豆供需平衡表预估。展望论坛预估 2018/19 年度美国新作大豆种植面积 9000 万英亩，低于报告公布前市场平均预估 9060 万英亩，微幅低于 2017 年 9014 万英亩。不过，由于种植大豆的收益明显好于玉米，在 3 月咨询机构 Allendale 访查农户后表示 2018 年美国大豆种植面积将达到纪录高位 9210 万英亩。虽然美豆播种面积大概率保持高水平，而目前看来天气中性也有利于美豆实现正常单产，意味着美国平衡表可能仍然不会紧张。但是从种植意向报告公布以后，天气都将对美豆走势起到决定性影响作用：因 3-4 月天气情况仍然会改变农民种植意向，而 4 月底一直到 6 月底这持续两个月的播种期，天气将直接影响播种进度及早期大豆生长状况。或者说后期除非天气风调雨顺，任何异常都可能使得价格易涨难跌。在 2000-2017 年间，按每月最后一个交易日收盘价较上月收盘价涨跌计算，18 年中有 12 年 4 月价格上涨、9 年 5 月价格上涨、13 年 6 月价格上涨。因此按照周期大概率事件演变来说，今年 4 月价格仍将坚挺保持震荡上涨。

图 8：USDA 农业展望论坛美国大豆平衡表预估

	2015/16	2016/17	2017/18 /1	2018/19 /2
Area planted (mil. ac.)	82.7	83.4	90.1	90.0
Area harvested	81.7	82.7	89.5	89.1
Yield (bu./ac.)	48.0	52.0	49.1	48.5
Production (mil. bu.)	3,926	4,296	4,392	4,320
Beginning stocks	191	197	302	530
Imports	24	22	25	25
Supply	4,140	4,515	4,718	4,875
Crush	1,886	1,899	1,950	1,980
Seed and Residual	115	141	139	135
Total domestic use	2,002	2,040	2,088	2,115
Exports	1,942	2,174	2,100	2,300
Total use	3,944	4,213	4,188	4,415
Ending stocks	197	302	530	460
Stocks/use (percent)	5.0	7.2	12.7	10.4
Season-avg. farm price (\$/bu.)	8.95	9.47	9.30	9.25

(数据来源: USDA)

四、巴西丰产，三季度以前美国出口仍可能表现疲弱

巴西收割继续进行，AgRural 称截至 3 月 22 日全国收割完成 65%，不及去年同期 68%，但是高于五年均值 62%。其中最大主产州马托格雷索州收割完成 96%，南马托格雷索州 98%，南里奥格兰德州 5%，降雨主要影响南部主产州的收割进度。截至 3 月马州预售大豆比例为 61.62%，已经追平去年同期 61.53%。

巴西丰产基本确定，机构给的最乐预估超过去年，达到历史最高 1.17 亿吨。巴西出口也保持强劲态势，贸易部数据显示 2 月巴西出口大豆 286 万吨。受益于阿根廷干旱减产以及中美贸易担忧，机构对巴西全年出口预估不断上调，最激进的预估甚至已经达到 7500 万吨。同时即便在正常年份巴西年大豆压榨量也有 3300 万吨左右，更何况阿根廷干旱也会使得巴西压榨增加以弥补阿根廷豆粕出口减量。以此计算，巴西期末库存将会维持在非常低的水平，也意味着在巴西 6-7 月最旺出口季过去以后，中国很可能不得不再度转向美国采购大豆。

美国国内大豆加工利润达历史最高、国内压榨需求强劲。NOPA 月度压榨报告显示 2 月其会员单位累计压榨大豆 1.53719 亿蒲，高于市场预期，比去年同期高 7.7%，同时也创下历史同期最高纪录，自 2017 年 10 月以来已经连续 5 个月 NOPA 数据为历史同期最高。至此 2017/18 年度累计压榨大豆数量达到 9.4742 亿蒲，较去年同期累计压榨增加 3.16%。但其出口需求落后的局面持续。截至 3 月 15 日一周美国累计出口订单为 5003 万吨，去年同期累计 5420 万吨；截至 3 月 15 日累计出口检验量为 4022 万吨，低于去年同期累计 4580 万吨。

五、操作策略

（一）豆粕

春节结束后连粕补涨，期价放量上行。但一季度整体豆粕成交不尽如人意，油厂豆粕库存也以春节为分水岭，呈现先降后增的态势。截至 3 月 16 日油厂豆粕库存升至 80 万吨。

二季度豆粕单边走势将继续跟随美豆，即美国种植意向报告公布后，天气炒作题材增加，豆粕价格波动重心将上移。另外中美贸易担忧不解除的情况下可能继续呈现外弱内强局面。基于 4 月起南美大豆丰收、国内进口大豆到港量明显增加，而国内猪价一路下跌不利豆粕消费，我们预计现货基差将承压回落，这也符合夏季基差较低的季节性规律。美豆关键生长期炒作天气导致价格易涨难跌的特点，再加上主力转移至 9 月合约，在此背景下 5-9 反套后期可能仍有盈利空间。操作上：维持震荡走强的观点，单边建议豆粕 9 月合约，逢低做多。9 月合约上方目标位 3250，震荡偏强走势。套利操作可空 5 月，买 9 月。

（二）菜粕

菜粕单边走势完全跟随豆粕。菜粕自身供需面，1 月进口菜籽 37.3 万吨，据天下粮仓 3-4 月我国将分别有 39 和 24 万吨菜籽；直接进口菜粕仍然保持在高水平，1 月进口 12.43 万吨，原料供应充裕。库存上，截至 3 月 16 日当周沿海菜籽库存 57 万吨，去年同期 59.1 万吨；其中两广和福建 44 万吨，去年同期 47.9 万吨。

随着天气转暖，菜籽压榨开机率回升，截至 3 月 16 日当周开机率 25.78%。由于水产旺季还未到来，油厂菜粕库存仍然不低，截至 3 月 16 日沿海油厂菜粕库存 5.2 万吨，低于去年同期 6.5 万吨；未执行合同 16.31 万吨，远低于去年同期 50.15 万吨。随着后期天气转暖需求将显著回升，市场普遍较看好今年水产养殖需求。不过考虑到 4-5 月国内大豆到港量明显增加，大豆集中

到港后市场压力可能重新显现，菜粕也难以走出独立行情。豆菜粕价差上，截至上周五华东和华南豆-菜粕绝对价差分别为 610 元/吨，单位蛋白价差分别为 3.06 和 2.93。操作上：建议跟随豆粕走势，单边逢低做多。注意支撑压力区间操作为主。

❖ 免责声明

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。

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