




王成强

农产品分析师

从业资格证： F0249002

 0516-83831127

 wcqmail@163.com

 www.neweraqh.com.cn

中国矿业大学金融学学士，从事豆类油脂行情研判，善于从多维度把握行情发展方向，曾系统接受大商所分析师提高班培训，常参与豆市油脂产业调研。

下半年料先扬后抑，大豆买入机会显现

内容提要：

系统性“做空五月”的旋风刚刚刮过，世界经济复苏周期遭到严重干扰，这使得市场的信心几近崩溃。欧债顽疾由来已久并长期存在，2010年4月至6月份、2011年9月至11月，这两个阶段，是近两年来较为典型的欧洲债务危机爆发期，并曾一度引发风险资产的断崖式下跌，而这往往催生了诸国的联合行动；市场信心重塑过程中，超跌资产价格面临较大级别修复。

在一季度里，宏观市况缓和的背景下，市场塑造了多头的明星品种大豆系列，并令其成为多头行情中的“农产品之王”；而油脂价格，掣肘与宏观局势忧虑，渲染出更多金融属性的色彩，二季度回归至年内低位。

三季度是大豆及油脂系列传统的季节性回升周期，超跌市况带来了较佳的入场点；大豆天气市和油脂消费旺季，两主线驱动价格易于上扬。三季度末和四季度初，外围市场风险和季节性压力将再占据上风，易引发阶段性空头市场，届时需考察全球大豆供给改善带来的压力。

关键词：大豆 油脂 下半年 先扬后抑 机会

一、危机模式下，商品极富金融属性

上半年，美元指数先抑后扬，而相反，多数商品价格先扬后抑。

商品核心价格 CRB 指数，年初受益宏观市况回暖，价格曾一度回升 10% 至 2 月末的高位 605.48 点；纽约原油价格，一路震荡攀升，一季度绝大多数的时间里，维系在 100 美金上方高位运行。期间，主要风险资产价格普遍走强，其中，豆市备受青睐，投机资金推波助澜，美粕五个月飙升幅度超过 30%，成领涨龙头。

5 月份成了拐点，行情表现惊心动魄。欧洲政界更迭揭开了欧债的伤疤，希腊退欧疑云令市场信心沦丧，恐慌性和情绪化抛盘盛行。截止到 6 月初期，CRB 指数脱离年内高位超过 16%，距离去年的高位跌幅近 27%，熊市持续时间一年有余，这是该指数近 10 年以来，下跌通道持续时间较长的一次；纽约原油价格，一季度绝大多数的时间里，也曾维系在 100 美金上方高位运行，但 5 月份瀑布式下跌，整数关口接连失守，逼向 80 关口附近方显止跌之意，单月跌幅 17.52%，为三年来之最；此间，国内商品市场中化工品领衔下跌，而豆类表现出一定的抗跌性。综观上半年，豆类走势呈现尖锐的倒“V”形态。

系统性“做空五月”的旋风刚刚刮过，世界经济复苏周期遭到严重干扰，这使得市场的信心几近崩溃。欧债顽疾由来已久并长期存在，2010 年 4 月至 6 月份、2011 年 9 月至 11 月，这两个阶段，是近两年来较为典型的欧洲债务危机爆发期，并曾一度引发风险资产的断崖式下跌，而这往往催生了诸国的联合行动；市场信心重塑过程中，超跌资产价格面临较大级别修复。

二、供需基础偏好，豆市表现相对抗跌

商品价格存在宏观维度上的共振，并驱使价格协同运行，这或许很好的诠释了 5 月份商品系统性大跌，亦可谓之金融属性的集体性宣泄。但商品自身基础各异，共振性行情中，其走势强弱有别。下文以时间为轴，对 CBOT 大豆市场做出梳理。

1、南美减产引入视野，美豆完成底部构造

美国农业部 1 月 12 日供需报告意外利空，南美大豆产量削减幅度小于预期，谷物市场年初偏弱，而国际大豆价格借机探底，止跌于 1150 美分/蒲式耳，并在 1 月份完成构筑底部。进入 2 月份，中国代表团超 1200 万吨的美豆采购计划，激发了市场的多头热情，于此同时，南美燥热天气进入人们的视野，主产区减产预期趋于强烈，分析机构纷纷调降南美大豆产量，并预期全球大豆产量降幅 7.2%，创同比降幅记录高位；加之美豆出口增长，大豆供给处于紧张的状态，国际大豆是月大涨近 10%，并成功突破并站稳 1300 美分/蒲式耳。

2、北美种植逊于预期，期价再上新台阶

一季度末，原油价格高位运行，油籽价格获得持续支撑，更重要的是，南美大豆减产预期的持续酝酿，令全球

大豆供给端的忧虑加深。北半球种植季节迫近，3月30日美国农业部发布的种植意向报告备受瞩目，市场寄望于北半球供给改善全球供给；然 USDA 下调美豆播种面积至 7390 万英亩显示，较去年减少 1%，并远低于市场预期的 7550 万英亩，全球供需格局恐难有实质改观，美豆价格长阳收涨完美收官，季度涨幅 15.68%，报收 1402 美分/蒲式耳。

3、系统性纷扰下，美豆难善其身

进入二季度，4月美豆价格延续上涨 7.35%，并刷新了 2008 年 7 月以来的高位，一度升破 1500 美分/蒲式耳，种植季节里面积调减的利好仍在发酵。但好景不长，欧洲主要国家政界更迭，欧债危机犹恐升级；于此同时，疲弱的世界经济数据，加重经济成长忧虑，系统性因素主导，美豆季节性下跌空间被放大，5月深跌超过 12%，并吞噬了近两个月的涨幅。

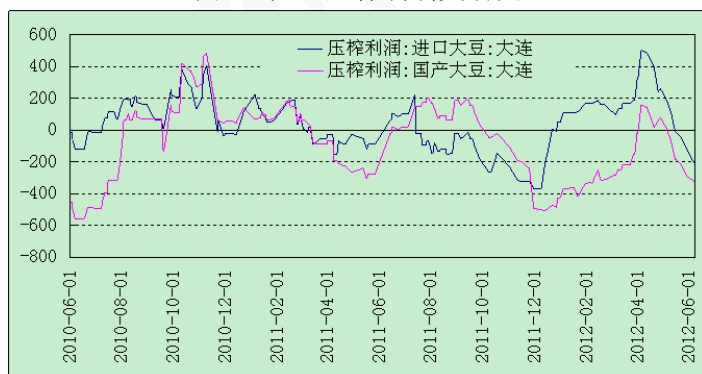
波动分析来看，在一季度里，宏观市况缓和的背景下，市场塑造了多头的明星品种大豆系列，并令其成为多头行情中的“农产品之王”；而油脂价格，掣肘与宏观局势忧虑，渲染出更多金融属性的色彩。于此同时，国内豆市价格的表现，较之于 CBOT 市场来说，走势相对温和。

三、压榨利润转亏，三季度有望改善

农业部数据显示，2012 年年初以来，得益于下游品种价格高涨，大豆压榨利润持续回升，进口大豆压榨利润甚至在 4 月中上旬，攀升至 400 至 500 元的历史高位区域；但 4 月中旬以后，我国国产大豆压榨利润全面亏损，并且随着宏观局势的恶化，5 月中旬以后，进口大豆压榨利润亦全面转亏。截止到 6 月 7 日当周，山东、天津、大连、黑龙江等地国产大豆压榨利润吨亏损分别为 333.25 元、331.55 元、323.50 元、167.50 元；山东、天津、大连、广东、江苏等地进口大豆压榨利润吨亏损分别 222.25 元、219.35 元、211.50、171.50 元、173.75 元/吨。

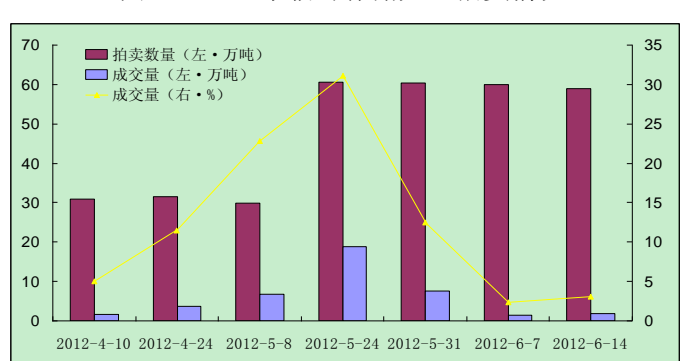
但料这种局面不会持续太久，天气市等相关季节性炒作的窗口，即将开启。据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的数据显示，今年的 5 月份，全球平均气温成为自 1880 年以来记录在案的气温第二高的 5 月，北半球今年经历了记录在案的气温最高的 5 月--比平均气温高出 1.53 华氏度。三季度中，美豆出枝、开花、灌浆等关键生长

图 1. 大豆压榨利润变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2. 2012 年临时存储大豆拍卖情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

期，天气因素将引入人们的视野，炒作题材将易于增添天气升水。于此同时，中东和印度斋戒月前，国际油脂需求将存在较强改善预期，加之中国传统消费旺季的临近，业已急跌转负的压榨利润，在油脂需求回升的带动下，后期料将得到改善，并存在转正机会。

四、国内库存高企，压力有待释放

1、轮储大豆入市，港口库存重回高位

一季度，国际大豆价格持续攀升，大豆压榨利润高企，油厂开机率逐步提高，国内大豆港口库存从1月中旬的692.87万吨历史高位，出现了较快幅度的减少，4月初降至582.89万吨的水平，降幅为15.87%，市场看涨大豆价格的预期较为强烈。

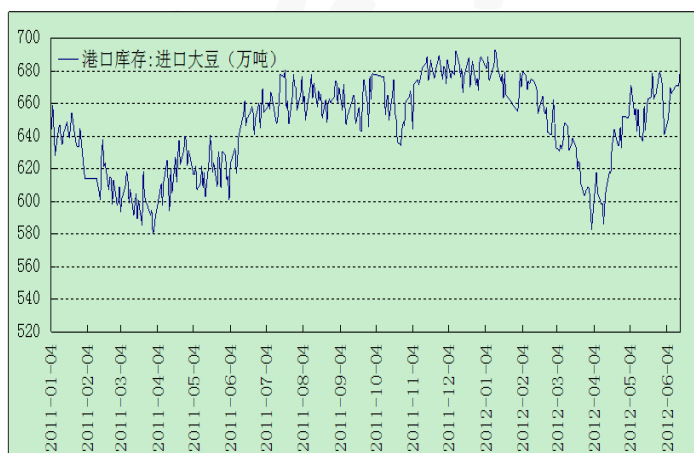
此种背景下，4月10日，国家启动临储大豆拍卖，初期成交火爆，后期趋于清淡。自有成交以来，至6月14日拍卖结束，国内共拍卖临储及移库大豆332.21万吨，累计成交41.58万吨，成交率12.52%，成交均价3894.14元/吨。因外部环境剧烈冲击，竞价交易出现显著的量价齐跌，最近一次的成交均价3816元/吨，较4月10日的3974元/吨低3.98%。国储低价大豆流入市场，对市场供给带来一定压力，因周遭环境不佳，市场信心低落，交投谨慎而清淡，港口大豆库存迅速回升至年内高位。

2、油脂库存充裕，旺季将启动去库存过程

4月中上旬，福临门和金龙鱼两大食用油厂家，成本压力持续加大下，上调了旗下花生油和菜子油的出厂价格，涨幅在10%左右，调价主要针对花生油系列和菜籽油系列，并遭国家发改委约谈。

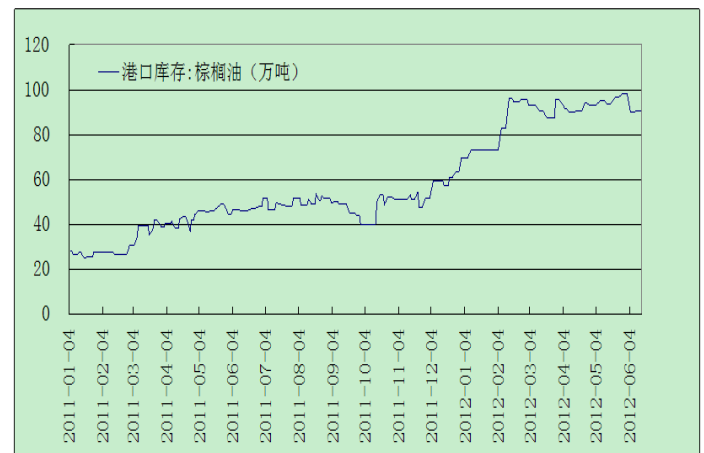
但消费淡季背景下，油脂库存压力沉重。前期行业开工率较高，特别是在消化国储旧作库存的过程中，豆油供给也随之相应放大，截止5月31日，国内豆油商业库存量逼近百万吨，夏季棕油勾兑以及需求旺季尚未启动，油厂

图 3. 我国大豆港口库存变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 4. 我国棕榈油港口库存变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

多挺粕抛油，对豆油价格形成压力；而棕油方面，年内绝大多数的时间里，其港口库存维持在 90 万吨上方，需求回暖缓慢，库存压力仍待缓解。

关于菜籽油，因市场普遍推测新菜籽保护收储价格不低于 2.5 元/斤，这对菜油价格具有较强的政策支撑，且因新菜籽含有水分较高，初步预估出油率要比 35% 的标准低 2 个百分点，菜油价格有待重估，反映在期货盘面上，截止到 6 月 15 日，菜油豆油、菜油棕榈油价差再刷新高，9 月合约价差分别为 1590 元和 2924 元。

五、中期价格存在回升空间，但后期面临压力

1、11/12 年度大豆库存不及预期

6 月 12 日，美国农业部 6 月供需报告显示，美国新旧大豆库存预估均低于市场预期，大豆前景依然看好。

USDA 预估显示，美国 11/12 年度大豆结转库存 1.75 亿蒲式耳，较 4 月报告削减 3500 万蒲式耳，低于分析师预估的 1.89 亿蒲式耳；预计 12/13 年度，大豆产量 32.05 亿蒲式耳，与上月报告持平，结转库存为 1.40 亿蒲式耳，较上月预估下调 500 万蒲式耳，略低于分析师预估的 1.43 亿蒲式耳。预计 2011/12 年阿根廷大豆产量为 4150 万吨，较 5 月报告削减 100 万吨，略高于市场平均预估的 4100 万吨；2011/12 年度巴西大豆产量为 6550 万吨，较上月预估上调 50 万吨，略高于市场平均预估的 6500 万吨。

12 日，《油世界》表示，美国出口庞大，未来 5-7 个月大豆价格料将持坚，但晚些时候，可能受到 2013 年南美增产及全球生物燃料需求低迷打压。

2、12/13 年度全球大豆供需关系或将改善

2012/13 年度，全球大豆库存消费比将要上升。USDA 5 月报告首次对 12/13 年度全球大豆供需情况进行了预测。12/13 年度全球大豆产量 2.71 亿吨，同比增长 14.66%；全球大豆消费量 3.62 亿吨，同比增长 5.34%，因产量增速远高于消费增速，全球结转库存与库存消费比提高，全球大豆供需关系较 11/12 年度将有所改善。2011/12 年度南美大豆减产影响深刻，6 月报告继续下调 11/12 年度全球大豆产量近 50 万吨至 2.36 亿吨，但同时下调消费量，导致 11/12 年度全球大豆期末库存小幅提高 12 万吨。

私营分析机构 Informa Economics 最新上调了美国 2012 年大豆种植预估至 7600 万英亩，之前的预估为 7580 万英亩。该机构的预估值比美国农业部最新预估的 7390 万英亩高出逾 200 万英亩。

6 月 29 日的 USDA 种植面积和粮食库存报告备受瞩目。自 3 月大豆种植意向报告不及预期以来，CBOT 大豆和玉米的比价回升已成趋势，至 6 月中旬，该比价在 2.4 附近波动，大豆种植收益出现良性修复以及种植季节良好的播

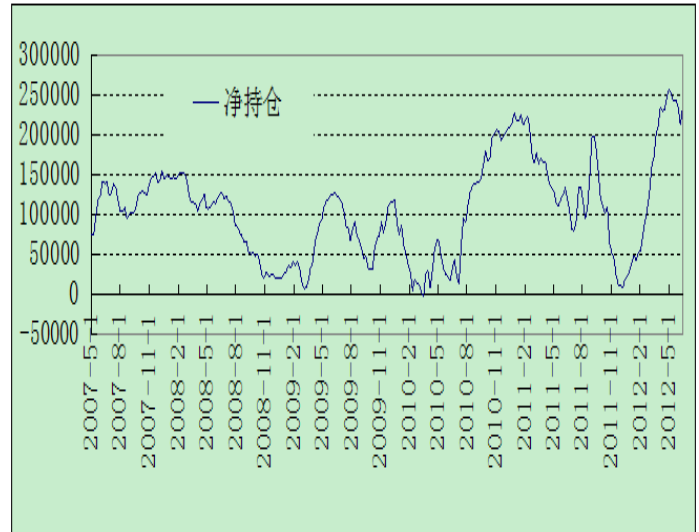
种环境影响下，6 月调升美豆种植面积的可能性在增加。而围绕美豆库存的恢复，生长季节里的天气和单产等炒作也将随即铺展开来。

表 1. 全球大豆供需变动表（单位：百万吨）

年份	11/12*			12/13*		
	5 月	6 月	变动	5 月	6 月	变动
期初库存	70.1	70.1	0	53.24	53.36	0.12
产量	236.9	236.4	-0.49	271.42	271.03	-0.39
进口量	89.4	90.2	0.8	95.82	95.82	0
总供给	396.4	396.7	0.31	420.48	420.21	-0.27
压榨量	224.1	223.4	-0.7	234.22	234.05	-0.17
内需总量	254.1	253.4	-0.72	265.14	264.95	-0.19
出口	89.0	89.9	0.9	97.26	96.71	-0.55
总需求	343.2	343.3	0.18	362.4	361.66	-0.74
结转库存	53.2	53.4	0.12	58.07	58.54	0.47
库费比	15.5%	15.5%	0.03%	16.02%	16.19%	0.16%

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 5. CBOT 大豆净持仓变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

3、基金净持仓维持高位

CFTC 持仓变动显示，截止至 6 月 12 日当周，CBOT 大豆期货非商业多头持仓 285,354 手，非商业空头持仓 51,428 手，分别较上周增加 15,220 手和减少 5,010 手，净持仓规模为 233,926 手，较上周增加 20,230 手。

尽管目前的净持仓规模较 5 月初的峰值削减 9.59%，因期间风险厌恶情绪较浓，但这是年初规模的 5.94 倍，并持续 13 周维持在 20 万手上方，为数年来所少见。这暗示投机净多持仓，对国际大豆价格仍持有长期积极乐观的态度，而全球大豆自身基础尚未出现实质性逆转性变化，或为投机多头持仓底气所在。

六、小结与操作机会探讨

经济复苏的道路是曲折的，在此过程当中，间歇性的危机模式，对市场信心造成严重的负面冲击，并易诱发恐慌性抛盘；而政府扶助措施的响应，有益于市场信心的重塑，带来的是价格超跌的修复和上涨，如此往复。

希腊大选尘埃落定，退欧疑虑随之消除；坎坷复苏路上，美联储议息会议又充满猜想；6 月 7 日，我央行宣布降息，明确了放松的周期。当前的市场环境，或已拉开修复行情的序幕。

特别是在恐慌性抛售后，恰逢豆类油脂传统的季节性低位时间之窗开启，追逐宏观局势的暖流，冲浪中期季节性的回升潮，或许是下半年开始的不错选择。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供了一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83831107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。