

品种聚焦

豆油

豆油期货策略周报

新纪元期货
研究所

雷渤/魏刚/王成强

2011年01月14日

副总经理

雷渤

执业资格
号: F0204988

电话: 0516-
83750566

E-mail

研究所所长

魏刚

执业资格
号: F0264451

电话: 0516-
83831185

E-mail:

农产品分析
师

王成强

执业资格
号: F0249002

电话: 0516-
83831127

E-mail:

wcqmail@163.com

一、宏观分析

(一) 经济仍然处于减速过程，但性质温和未超出宏观调控预期

对于中国经济增长形势的判断，我们仍然坚持“新纪元 2012 年报宏观经济部分”的观点：2012 年中国经济处于复苏期的调整阶段，经济增长将明显放缓，但实现软着陆是大概率事件。第一季度将延续下滑趋势，第二季度见到年内低点，第三季度起触底回升。全年 GDP 平均增速达 8.7%，呈现先回落，再弹升的 V 型走势。

最近两周的经济数据进一步证实了上述观点。先行指标方面，12 月官方 PMI 与汇丰 PMI 同步回升，大大高于预期值，官方 PMI 达 50.3%，比上月回升 1.3 个百分点。显示出经济已有探底企稳迹象，但增长动能仍相对较弱。同步指标方面，1-11 月份，工业企业利润同比增长 24.4%，与上月数据相比下降了 0.9 个百分点，延续了从年初以来的持续回落势头。并且，利润增速的下降幅度大大高于主营收入增速的下降幅度，表明工业企业面临的经营环境在日益恶化，经营困境在日益增多。虽然先行指标提示宏观经济有探底企稳迹象，但同步指标表明经济下滑态势仍在持续，因此 PMI 指标的企稳信号仍有待观察确认。

本月初国家统计局公布了另一项先行指标：2011 年四季度企业景气指数为 128.2，企业家信心指数为 122.0，分别比三季度回落 5.2 点和 7.4 点。虽然数据出现了明显回落，但绝对值均显著高于临界值 100，仍处于景气区间。表明经济仍然处于减速过程，但回落温和，总体上仍属正常状态。另外，这两个指标均高于金融危机爆发时 2008 年四季度 20 点以上，显示目前的经济增速回落不同于三年前的金融危机，性质温和，仍在宏观调控的预期内。

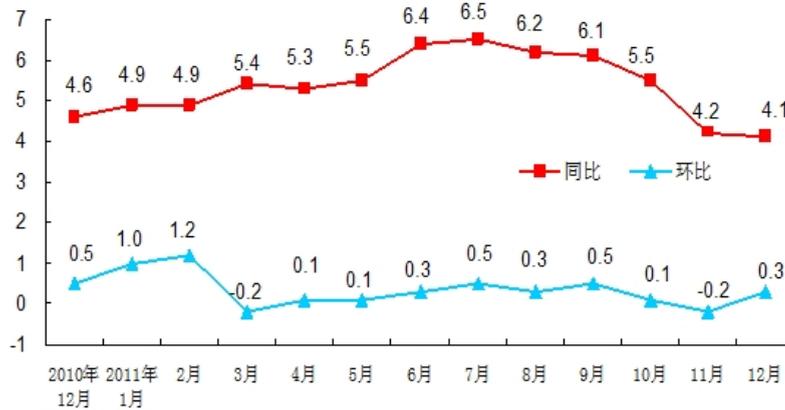
(二) 12 月 CPI 与上月接近，2012 年 CPI 呈探底缓升的态势

1 月 12 日国家统计局公布了通胀数据，12 月份 CPI 同比上涨 4.1%，比上月回落 0.1 个百分点。12 月份数据虽然延续了连续 5 个月下滑的趋势，但环比回升，同比下降势头趋缓（见下图）。其主要原因在于：虽然 12 月份 CPI 的翘尾因素已经消失，但由于元旦春节等节假日集中，市场需求增加，食品价格温和上涨。数据表明，12 月食品类价格环比上涨 1.2%，影响 CPI 环比上涨 0.37 个百分点，是拉动 CPI 的首要因素，影响 CPI 同比上涨约 2.79 个百分点。

12 月份 CPI 数据基本符合市场预期，1 月份 CPI 可能与 12 月份基本持平或小幅反弹，但 2 月份之后将逐渐回落。结合季节性分析及周期性规律，我们预计，2012 年 CPI 走势为：上半年平稳回落，三季度见到低点，之后小幅回升。全年 CPI 涨幅为 3.7%，呈现探底缓升的态势。



中国 CPI 涨跌幅



2011年，全国CPI同比上涨5.4%，超出了政府此前设定的4%的目标。今后一段时期，劳动力价格、资源价格等成本推动压力将长期存在，我国面临较为长期的温和通胀的压力。但受经济增速趋缓的影响，控通胀将不再成为2012年的主要矛盾，而稳增长成为宏观调控的主要任务。

(三) 外汇占款连续三月快速下降，年后下调RRR为大概率事件

根据中国人民银行13日公布的数据，2011年12月末外汇占款余额较上月减少1003.3亿元，连续三月出现下降。去年10月外汇占款余额较上月减少248.92亿元，出现近四年来首次负增长；11月份继续减少279亿元，降幅较上月扩大30亿元；而12月降幅则一举扩大至千亿级别，显示外汇占款余额呈加速下降态势。与此相联系的是，2011年12月末外汇储备余额较2011年三季度末净减少约206亿美元。

连续3月外汇占款余额连续减少，显示资本外流趋势在加速。众所周知，过去几年来外汇占款一直是增加基础货币投放的重要途径。而目前外汇占款余额减少的直接影响就是基础货币投放出现了被动收缩。因此，前期为对冲外汇占款增加而通过提高存准率回收的流动性有必要逐步放出，以缓解流动性的紧张。同时，春节将至，市场对流动性的需求将大幅增加，目前央行保证货币供应的压力较大。

1月6日央行宣布，“为促进春节前银行体系流动性平稳运行，人民银行决定春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作。”这些措施一方面是为了应对市场对流动性需求大幅增加的的压力，以缓解资金紧张状况，另一方面是通过增加基础货币供应以满足经济稳中求进的需要。根据此通知，本周央行未发行央行票据，也未开展逆回购。

由于央行决定采取公开市场操作来解决春节前的资金紧张问题，因此我们判断，春节前调降存款准备金率的概率下降了。但春节后，在一季度内，可能有0.5-1.0个百分点的准备金率下调机会。展望2012年货币政策的走向，我们认为存准率将多次下调，但利率下调空间不大。在一季度内，仍看不到利率下调的机会。

(四) 美国与欧元区冰火两重天，法国遭降级意味欧债危机进入恶化新阶段

最近一段时间，美国的经济数据不断传递向好信号。从先行指标看，1月3日公布的ISM美国12月制造业采购经理人指数(PMI)从11月份的52.7上升至53.9，高于53.5的预期值，预示美国制造业增长势头良好。从就业数据看，美



国劳工部 1 月 6 日公布数据显示，美国 12 月失业率降至 8.5% 的三年低点，12 月季调后非农就业人口增加 20.0 万人，出现强劲增长。表明美国就业市场开始企稳，失业率水平有望出现趋势性下降。从房地产数据看，11 月份季调后成屋签约销售指数较上月增长 7.3%，达到 2010 年 4 月以来的最高水平。11 月份美国民众签订的成屋购买合同数量增至 19 个月以来的最高水平。因此，房地产这个长期低迷的行业有可能迎来快速复苏。上述这些数据更加坚定了我们在 2012 年度分析报告中的观点：2012 年美国经济增长将达到 2.0% 左右，虽不够强劲，但相对稳定。

而大洋彼岸的欧洲经济形势依然黯淡，并于本周再次遭遇评级下调的打击。标准普尔 13 日下调欧元区 9 个国家的主权信用评级。其中，法国、奥地利失去 AAA 主权信用评级。另外，把马耳他、斯洛伐克、斯洛文尼亚的信用评级下调一级，把意大利、葡萄牙、西班牙和塞浦路斯的信用评级下调两级。笔者在“新纪元 2012 年报宏观经济部分”及最近的策略周报中都预测了法国将于近期失去 AAA 评级。法国作为欧元区的核心国家，是解决欧债危机的重要救援方之一。如今法国被降级，表明欧债危机已由外围国家传递至核心国家，欧债危机在广度和深度两个方面不断恶化。

主权信用遭降级将增加欧元区借贷成本，加剧债务困境。我们预计，大批欧洲银行、企业和政府机构，甚至欧洲金融稳定机构随后都将不可避免地遭遇降级的厄运。此次标普的降级决定标志着欧债危机进入恶化新阶段。2012 年 3 月份是欧元区主权债务到期高峰时点，而从目前开始，欧元区已经进入偿债融资的高峰阶段，欧债危机爆发的风险急剧升高。

（五）回避国际宏观经济系统性风险是近期期货市场操作的主基调

三周前欧洲央行通过长期再融资操作 (LTRO)，向银行业提供 4890 亿欧元贷款，被认为是欧洲版的量化宽松，这就注定了欧元的继续贬值倾向。再加上欧元区不断遭降级，以及目前美欧泾渭分明的经济形势的对比，美元持续走强将是毫无悬念的结果。美元走强对于大宗商品市场的影响是不言而喻的，而全球资本回流美国对于商品市场的负面作用，笔者也已经在前几期报告中连续向大家警示了。

本周，大宗商品的反弹已经接近尾声，而美元指数向上突破打开了上升空间，欧债危机进入恶化新阶段，这些因素都可能导致大宗商品市场的空头行情将再次降临，投资者宜提早进行仓位调整，以应对可能发生的系统性风险。

二、微观分析

1、基础消息评估

(1) 美国非农就业数据令众人惊喜之后，市场焦点重回欧债问题，德法两国领导人的会晤，加上本周西班牙和意大利的发债牵动市场神经。西班牙和意大利的发债异常顺利，稍许安抚市场情绪，但评级机构还是不肯放过已然伤痕累累的欧元区，除了惠誉放话意大利评级危险但法国较为安全后，标普更是索性在本周收盘前一鼓作气下调了包括法国在内的 9 个欧元区国家主权评级，新年前的猜测终成现实，非美币种因此全线下挫；风险资产承压严重。

(2) 12 日，国家统计局公布了 12 月物价数据，其中，12 月 CPI（居民消费价格指数）同比上涨 4.1%，月度涨幅创 2010 年 9 月份以来的 15 个月新低，12 月 PPI（生产者价格指数）同比上涨 1.7%，月度涨幅为 2009 年 12 月以来的



两年新低。数据发布后，市场反应相对平静。

(3) 美国农业部 1 月 12 日公布最新月度报告极度利空，报告对美国大豆及玉米的产量和期末结转库存预估均大幅高于市场预期，受报告利空影响，CBOT 大豆玉米价格大幅下跌，玉米更是跌停报收。由于报告确定利空基调，国内外农产品短期将继续面临调整压力。

(4) 中国商务部周四最新预测称，中国 1 月份大豆进口量可能会达到 457 万吨，较 12 月实际到货量 542 万吨减少 15.6%。预测的 1 月份大豆进口量较去年同期也减少 11%。1 月份春节期间油厂停产影响进口量下降。商务部进口量预测与市场交易商预测基本持平。2012 年的第二周，我国大豆港口库存量新高至 690 万吨以上，库存压力巨大。

(5) CFTC 公布的最新 CBOT 大豆期货持仓报告显示，较上周相比，基金减仓空加多，净多单规模达到 48650 手。

2、供需平衡分析

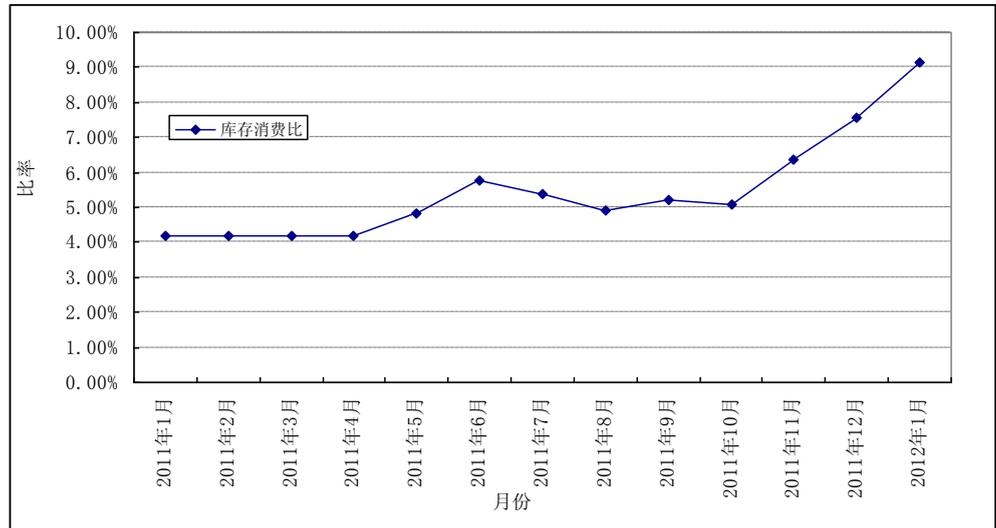
1 月 12 日周四，美国农业部 (USDA) 发布 1 月供需报告，为基础利空。

美国 2011/12 年度预测美豆产量为 83.17 百万吨，亩产上调提振产量上调 28 万吨，美国大豆年末库存预估上调至 7.49 百万吨。

美国 2011/12 年度大豆年末库存预估为 7.49 亿蒲式耳，12 月预估为 6.26 百万吨，库存上调幅度高达 16.4%。美国 2011/12 年度大豆压榨预估为 43.95 百万吨，12 月预估为 44.23 百万吨，压榨需求下降。出口量从 12 月份预估的 35.38 百万吨下调至 1 月份的 34.7 百万吨。库存消费比抬升至 9.14%，库存消费比连续四月抬升，对豆市形成较大的基础利空（如表一、图一所示）。

表一：USDA 月度美豆库存预估变动表(单位：百万吨)

| 月份 | 期末库存 | 总使用量 | 库存消费比 |
|---------|------|-------|--------|
| 2011-01 | 3.82 | 91.30 | 0.0418 |
| 2011-02 | 3.82 | 91.30 | 0.0418 |
| 2011-03 | 3.82 | 91.30 | 0.0418 |
| 2011-04 | 3.81 | 91.31 | 0.0417 |
| 2011-05 | 4.36 | 90.08 | 0.0484 |
| 2011-06 | 5.18 | 89.54 | 0.0579 |
| 2011-07 | 4.78 | 88.84 | 0.0538 |
| 2011-08 | 4.22 | 85.62 | 0.0493 |
| 2011-09 | 4.48 | 86.02 | 0.0521 |
| 2011-10 | 4.35 | 85.18 | 0.0511 |
| 2011-11 | 5.32 | 83.82 | 0.0635 |
| 2011-12 | 6.26 | 82.87 | 0.0755 |
| 2012-01 | 7.49 | 81.94 | 0.0914 |



图一：USDA 月度美豆库存预估变动图

于此同时，邻池玉米，小麦报告也是大幅利空，USDA 预期美国玉米年末库存较分析师平均预估大幅高出 13%。而小麦种植面积较上年增加 3.2%，比分析师预估高出 2.5%。

USDA 将巴西 2011/12 年大豆产量预期下调至 7400 万吨，12 月的预估为 7500 万吨。将阿根廷大豆产量预期从 12 月预估的 5200 万吨调降至 5050 万吨。南美减产预估利好，短期限制日内跌幅，但未能扭转技术跌势格局的深化，后期需关注南美天气衍变及产量预估调整。

三、波动分析

1、豆油指数市场评述及形态分析

豆市三周连升后，遭遇美盘基础利空，上攻乏力后出现调整迹象。周线上，9000 点关口得而复失，报收于 8970 点。周跌幅 70 点或 0.8%，周 k 线形态十字星线，暗示价格短期调整压力加大；日线级别上，跌落 60 日均线，形成小规模双顶形态，技术修正要求较强。

2、资金持仓分析

南华期货在豆油1209上的建仓过程(2012-01-09 ~ 2012-01-14)



图二：主力多头代表周持仓变动

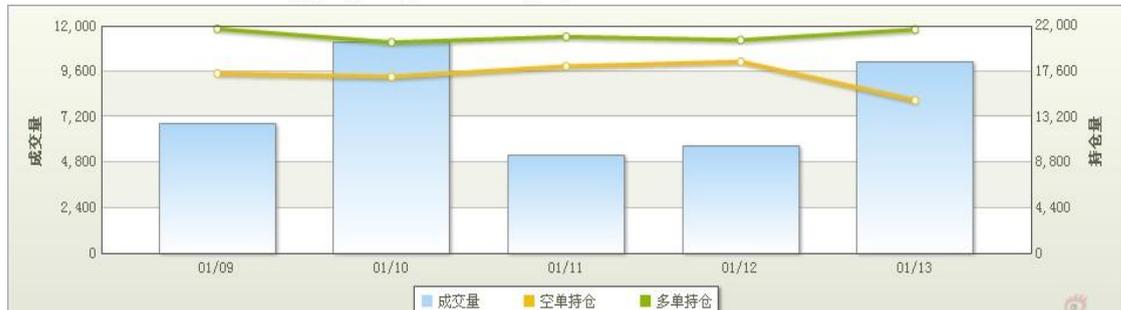


浙江永安在豆油1209上的建仓过程(2012-01-09 ~ 2012-01-14)



图三：主力空头代表周持仓变动

中粮期货在豆油1209上的建仓过程(2012-01-09 ~ 2012-01-14)



图四：中粮资金持仓动向

图二至图四持仓变动显示， 中粮期货增持净多头寸，浙江永安增仓净空头寸，主力多头整体净多，但方向性动作不明。

3、趋势分析



图五：2010年7月至今豆油指数周线图



连续 7 周以来，豆油价格季节性止跌回升，但未能走出去年 11 月末周的长阴，9080 上方压力沉重，伴随 usda 基础利空打击下，迎来技术调整。下破 8950，日线小规模双顶，调整空头目标看至 8850 至 8900 区域。

四、结论与建议

春节前最后一周的交易里，周初料将进一步消化 USDA 供需报告基础利空，弱势调整；而后伴随量能萎缩，预计价格震荡交投为主，波段短线操作为宜，节前不宜过分沽空，低位建议轻仓多单过节。

分析师简介：

雷渤：新纪元期货副总经理。

魏刚：新纪元期货研究所所长，中央财经大学经济学博士，CCTV-证券资讯频道特约分析师，主要从事宏观经济、金融期货等方面的研究工作。

王成强：新纪元期货农产品分析师，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。

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0516-83731107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。

欢迎访问我们的网站：<http://www.neweraqh.com.cn>