



王成强

农产品分析师

从业资格证： F0249002

投资咨询从业证书号： Z0001565

☎ 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。

供给压力冲击，四季度豆类先抑后扬

内容提要：

三季度的市场中，豆类市场仍出现了季节性天气炒作的市况，但较往年来的晚一些，7月末见年内低点后，8月份出现了年内最大单月涨幅，而后市况陷入震荡面临方向选择。

10月初，美国大豆季度库存降至年内低位，市场存在短期炒作空间，而后随着美豆收割率的发布，季节性的供给压力或将显现压力，10月12日、11月9日等月度供需报告将令美豆产量渐趋明朗，定产后期价或将存在新低。另外，南美大豆的种植和产量存在潜在增长空间，四季度南美种植亦是市场关注焦点。

国储政策延续，预期11月中旬仍将提高收储价格，连豆重回政策市震荡区间，上有压力下有支撑。

生猪存栏量居于高位，国内饲料生产量，每月均为历史较高水平，现货采购紧张反应出需求旺盛，受此影响影响蛋白粕价格走坚。原料供给的压力和需求旺盛在支撑相互博弈，粕类季节性下跌的时间延后，关注10月定产后粕类空头机会。

油脂价格，实现了罕见的六季度连阴式下跌，三季度双节需求拉动价格较为虚弱，油粕比价跌落至历史极低值，四季度可挖掘反向套利机会。

关键词：豆类 四季度 先抑后扬

一、经济复苏周期里的资产配置逻辑

美叙的潜在战争威胁，以及美联储缩减 QE 时间的临近，深刻影响着二季度的资本市场，并放大了市场的波动。

原油因地缘政治影响，改写了近两年多的新高，而随着中东局势的缓和，这种地缘政治风险溢价回归的诉求趋于强烈，美原油价格 110 美金之上易攻难守，翻空并出现周线级别下跌的可能性得到确认。

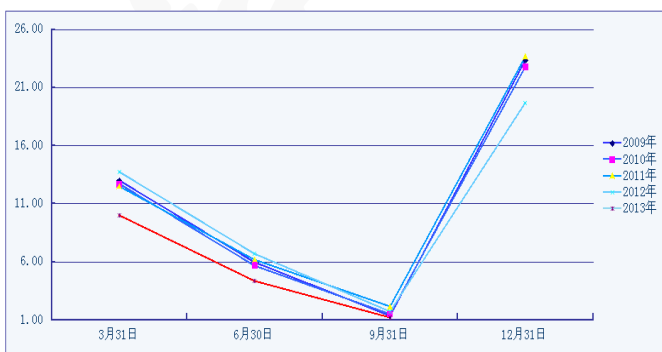
基于美国经济活动和就业市场的扩张，缩减 QE 乃至最终退出是大势所趋，这表明刺激政策成效显现，经济复苏周期确立。美国三大股指、欧洲主要股指如英德等，均运行至历史高位；反应商品价格的 CRB 指数，却运行在近两年来的下跌熊市通道之中。根据投资时钟理论，经济复苏周期里，股权市场表现积极，商品走势较为低迷，资产配置中商品头寸偏向空头。

二、大豆收获季节，四季度重点考察供给压力

1、季度库存报告后关注库存恢复性增长

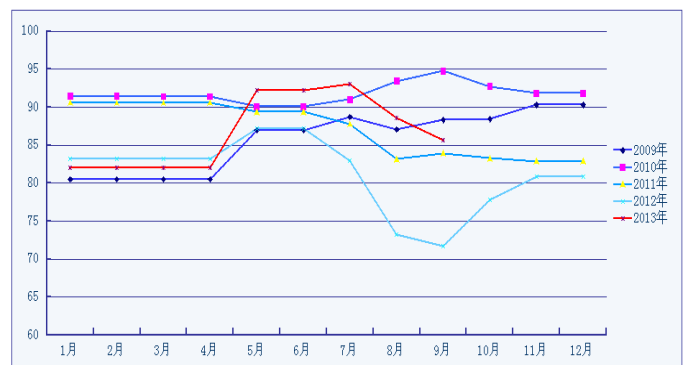
USDA 将于 10 月 1 日凌晨，公布 2013 年第三季度库存报告，包括各州及全美储存的所有小麦、玉米、大豆等谷物库存，储存地包括农场及非农场仓库。报告反映了市场对于谷物需求的强弱程度，对谷物价格的影响非常重要。从每年的四次季度库存变动的情况来看，在美国大豆市场年度结束的 9 月份，其季度库存水平为年内最低，然后在收割结束的四季度库存报告中达到峰值。市场预期 2013 年 9 月 1 日止的美国大豆季度库存或为 1.24 亿蒲，为近 9 年来同期最低的水平，远远低于近 10 年 2.45 亿蒲的同期平均水平，仅略高于 2004 年同期 1.12 亿蒲的水平。今年整体的季度库存水平较低，反映着 2012 年旱情影响产量，并极大削弱库存。而随着 2013 年秋季大豆收割的推进，美国库存有望在秋后出现恢复性增长，且增长幅度较大。

图 1：近 5 年美豆季度库存变动



资料来源：wind

图 2：近 5 年来 USDA 月度供需报告美豆产量走势图



资料来源：wind

2、月度供需报告产量调降周期已过，定产压力将占据上风

因 2013 年美国大豆的种植面积居于历史高位，其丰产预期较为强烈，也导致本季豆类的天气炒作出现的比较迟。炒作始于 8 月初，至 9 月中上旬，美粕累积涨幅近 30%，美豆累积涨幅近 20%，相较于美国的小麦和玉米的羸弱表现，这种炒作造势令多头行情颇为出彩。

5 月份、6 月份、7 月份，USDA 曾经预期新年度美豆产量有望增至 9000 万吨之上的历史高位，7 月份曾预期到 9308 万吨，但美豆关键生长期的 8 月份里，主产区天气燥热，美豆生长优良率出现持续下调（如图），美豆产量也出现了较大幅度的下行修正。9 月份预期的 8571 万吨的水平，虽然是历史第四高产，但较年内最高预测的水平缩减了 7.9%，这是 8 月份美盘增持天气升水，出现急促炒作的最核心的驱动力。

而伴随收获季节的临近，这种驱动力趋于衰竭。USDA 最新一期周作物生长报告，截止到 9 月 15 日，美豆生长优良率 50%，较之前一周下滑两个百分点，随着作物逐渐成熟，其生长优良率随之下滑，美国农业部今年也首次更新作物收割进度，玉米收割率 4%，去年同期为 24%，农产品收获季节，价格压力凸显。

10 月 12 日凌晨，USDA10 月供需报告将要发布。美豆产量调降空间有限，则本季收割压力显现，其寻底路径或将延续至四季度晚些时候。

3、南半球陆续播种，看好历史性产量前景

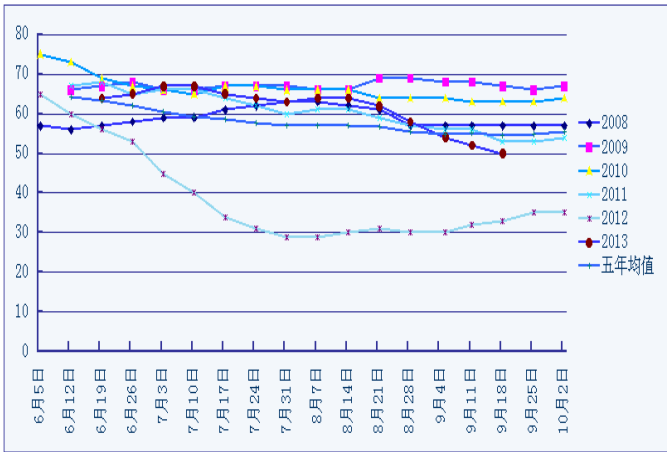
Informa 公司预计 2013/14 年度，巴西产量为 8520 万吨，上年为 8200 万吨；阿根廷产量预计为 5800 万吨，上年为 5000 万吨，两国总产量预计 1.432 亿吨，较上年增长 8.48%。《油世界》预计 2013/14 年度南美大豆产量将增长 4.6%，达到创纪录的 1.527 亿吨，但增幅小于上年度的增幅。2013/14 年度全球油籽产量有望增长，创下历史最高纪录，因为油菜籽和葵花籽产量高于预期，这将有助于缓解两年来供应紧张态势。预计 2013/14 年度全球 7 种油籽产量将增长 4.8%，达到 4.784 亿吨。

南美春播进行时。9 月中旬，巴西大豆播种工作开始。阿根廷大豆播种工作要到 10 月或 11 月初开始，若短期内天气不改善继续干旱，农户可能将玉米转播上大豆。该国玉米播种工作已经于 9 月初开始，而部分地区干燥，放慢了玉米播种进度，交易所预计本年度玉米播种面积可能达到 356 万公顷，比上年减少 3.2%。

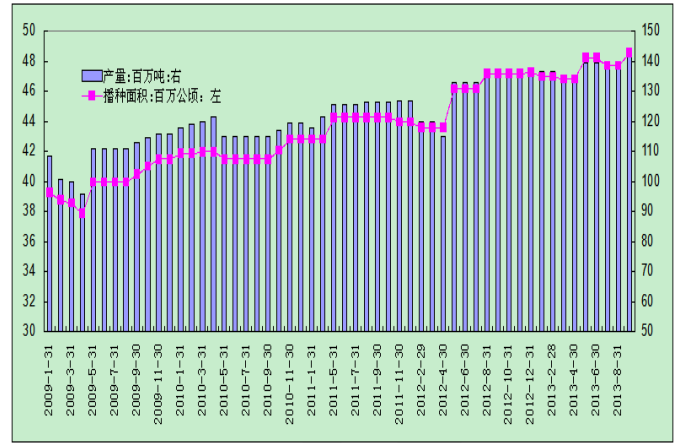
根据 USDA 的预期，南美大豆两主产国播种面积和产量合计增长 3.4%和 3.7%。关注 11 月份围绕南美播种天气和种植面积预估的博弈。

图 3：近 6 年 USDA 大豆生长优良率变动图

图 4：南美大豆播种面积和产量预期图



资料来源：USDA



资料来源：Wind

三、政策市背景，连豆下有支撑表现抗跌

国家大豆政策左右市场的长期波动。7月中下旬，连盘大豆期货市场在“放弃收储”和“粮食直补”的政策讨论中，波动率急剧放大，期价打破4600元/吨之上的震荡均衡区间，短短数日曾急跌300元/吨之上，因“直补”方案确认被否，连盘市场再次寻求政策保护下的价格均衡状态。

1、收储预期提供价格支撑

回顾国储大豆收购的历史，其收购价格呈逐年抬升的趋势。从2008年开始，我国已连续5年在东北地区实行大豆临时收储政策，最近一次2012的最低收购价提升幅度最大，为2.30元/斤(4600元/吨)，较2011年提高15%。考虑到其他粮食品种收储价格的上涨，以及主产区洪涝灾害带来的潜在产量损失，出于保护农民的利益，2013年的大豆收储价格的上涨是大概率事件。

2013年大豆收储保护价格会是多少？我们做如下讨论。目前已知的是2013年油菜籽的收储保护价格为2.55元/斤或5100元/吨，2013年吉林玉米的收储保护价格为1.12元/斤或2240元/吨。假设沿用去年大豆和玉米的政策比价2.17来测算，则2013年大豆收储价格为2.43元/斤或4860元/吨；假设按油菜籽的保护价调增2%来测算，则2013年大豆收储价格为2.35元/斤或4700元/吨。而这政策结果，只有在11月中旬前后才能尘埃落定，以不低于去年的水平来看，连盘大豆合约的波动区间或将回归于4550元/吨至4750元/吨的均衡区间，而其上端的仓单抛售压力较大。

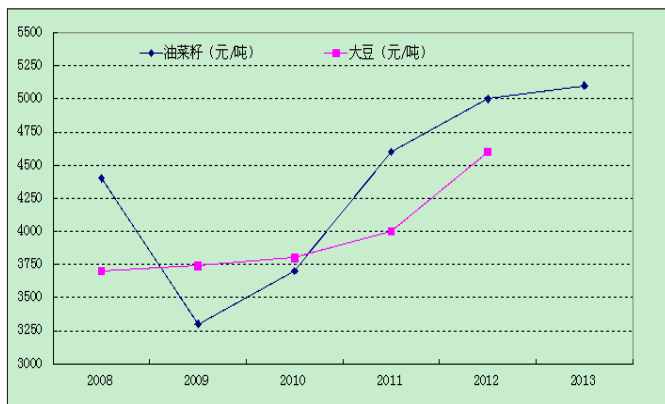
2、轮库抛储带来负面冲击

轮库要求使然，2013年8月以来国家连续抛储，9月26日将举行第七次50万吨规模的临储东北大豆竞价交易。此前的六次，因美国天气炒作期价，美豆期货价格看涨热情佳，美豆到港完税价格趋涨，抛储大豆存在300

元以上的价格优势，故此成较均价逐步攀升，9月12日4082元/吨的成交均价，较年内首次的价格上涨4.8%，8月初到9月初的成交热度极高，成交率从17.95%增长到82.94%，期间，油厂的压榨利润处于年内高位，也为市场接盘带来信心。而9月中旬以后，随着收割进度的推进，市场潜在的供给增加，竞价抛售的热度或将降温。

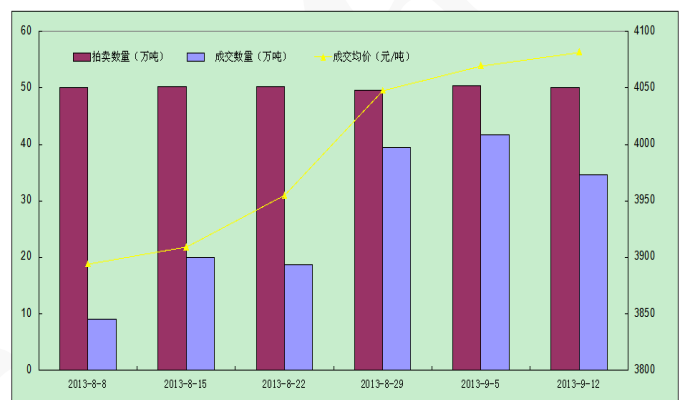
截止到9月24日，国内进口大豆港口库存643.5万吨，较4月份年内低值增长了86%，且8月份以来，国内港口库存长期处于600万吨以上的水平，是历史的较高位置。而截止到9月中旬，国储大豆竞价抛售300.5万吨，成交163.38万吨，成交均价3993元/吨，低价国储大豆流入市场具备竞争力，增加收获季节的供给压力。

图 5：油籽保护价格逐年抬升图



资料来源：Wind

图 6：2013 年国储大豆抛售量价图



资料来源：Wind

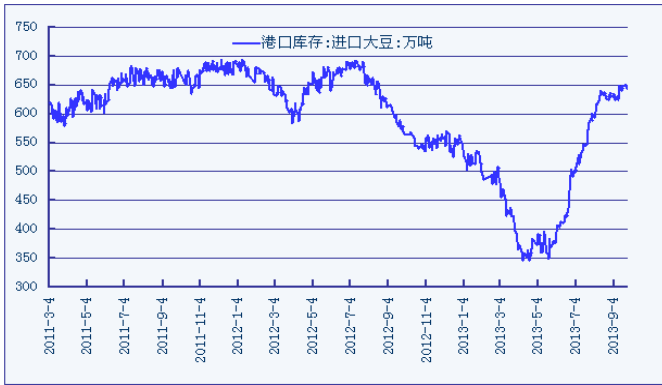
四、CBOT 豆类净持仓规模出现缩减

通过观察豆粕及大豆每年 53 份或 54 份 CFTC 基金持仓报告，我们能得到以下统计意义上的规律。大豆及豆粕基金净持仓规模通常在 9 月份达到下半年来的最高水平，而后净持仓规模出现不断萎缩，并且常常在 11 月份以后见到低点。这期间基金运作对盘面起到推波助澜的作用，伴随基金净持仓退潮，价格自然出现回归。

截止到 9 月 10 日当周，即 USDA 发布 9 月供需报告之前，美豆及美粕基金净持仓分别出现了不同程度的缩减，这是本季 8 月回升行情以来首次出现的现象。美豆净持仓 152815 手，美粕净持仓 53922 手，分别较上周缩减 12947 手和 3721 手。基金净持仓规模从年内高位水平出现滑坡，并且是在重要的报告之前出现的减持，这可能暗示资金炒作的退潮，伴随净持仓规模的缩减，业已运行至年内高位的美豆及美粕，面临的季节性的调整下跌的压力，将是不言而喻的。

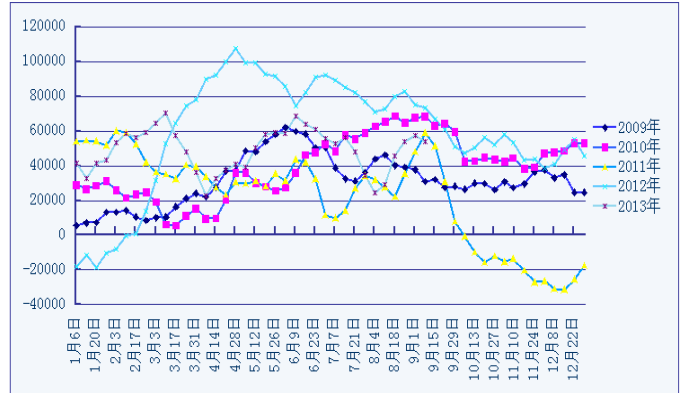
图 7：国内大豆港口库存回升至高位区域

图 8：近 5 年豆粕净持仓变动曲线图



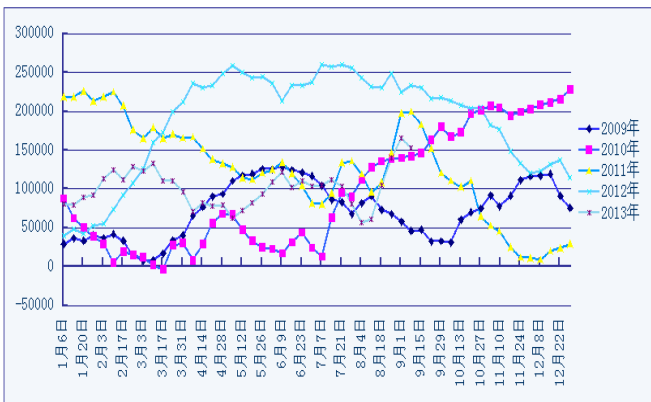
资料来源: Wind

图 9: 近 5 年大豆净持仓变动曲线图



资料来源: Wind

图 10: 豆粕现货合约价格和张家港现货价格走势

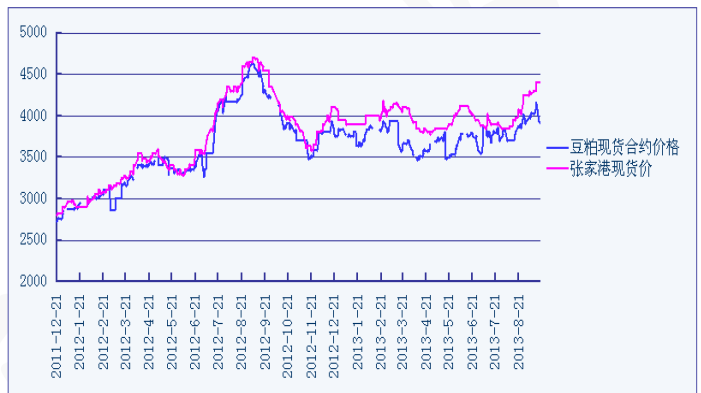


资料来源: Wind

五、饲料需求旺盛，基差走高限制粕价下跌

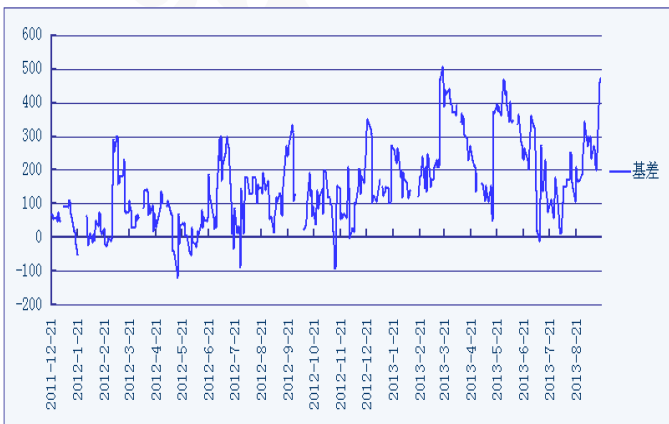
9月17日，张家港现货豆粕价格，4400元/吨距离去年同期的历史最高价格，仅仅相差300元/吨或6%的幅度，目前的基差为473元属于较高水平，高于正常的基差区间近200元，现货价格坚挺显示供需格局的紧张局面。

图11: 豆粕价格基差走势图



资料来源: Wind

图12: 全国配合饲料月度产量变动图



资料来源: Wind

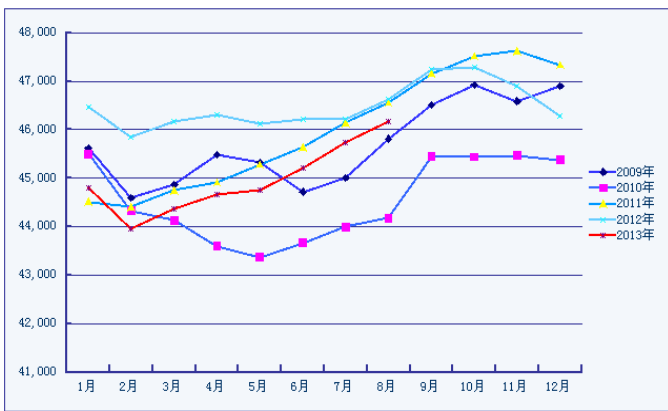


资料来源: Wind

从4月中旬到9月中旬，生猪出厂均价呈持续上涨走势。生猪价格上涨 32.97%至 16.05 元/千克，猪肉价格上涨 17.18%至 23.94 元/千克。而仔猪和配合饲料价格的涨幅较为逊色，特别是饲料价格涨幅极其狭窄，促成养殖户利润回升明显。

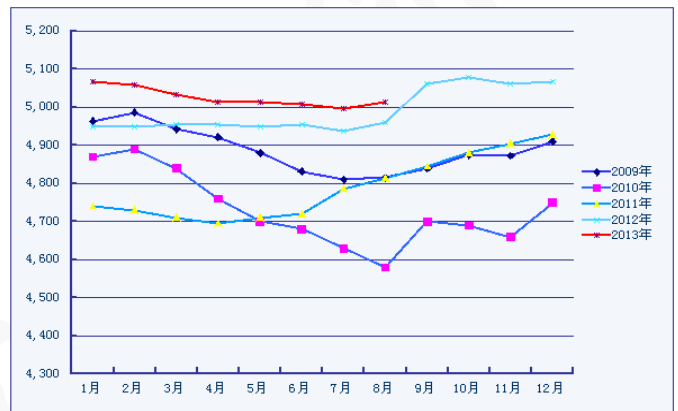
猪粮比从6月份开始回升至盈亏平衡点之上，到了8月份自繁自养生猪和外购仔猪养殖均达到 100 元/头以上的利润水平，9月中旬养殖利润进一步扩大至 170 元/头到 190 元/头之间。养殖利润刺激下，养猪户补栏积极性也被带动，生猪存栏量上升明显。

图13：生猪存栏量连续6个月增长



资料来源：Wind

图14：能繁母猪处于历史较高水平



资料来源：Wind

表1：肉价涨幅远高于饲料涨幅

22省市均价(元/千克)	生猪	猪肉	仔猪	育肥猪配合饲料
2013-04-12	12.07	20.43	24.44	3.29
2013-09-13	16.05	23.94	31.23	3.34
上涨金额	3.98	3.51	6.79	0.05
上涨幅度	32.97%	17.18%	27.78%	1.52%

资料来源：Wind

表2：猪粮比有利生猪养殖利润扩大

养殖利润(元/头)	猪粮比	自繁自养生猪	外购仔猪
2013-04-12	5.05 (6月初为6.01)	-96.80	-101.00
2013-09-13	6.52	170.70	186.00
增长额度	1.47	267.50	287.00

资料来源：Wind

统计局 8 月的数据显示，我国能繁母猪存栏 5013 万头，为历史较高水平，生猪存栏 4.616 亿头，年内更是持续 6 个月回升。于此同时，饲料的消耗能力持续旺盛，8 月全国配合饲料产量 1177.69 万吨，为单月历史最高水平，且最近半年来饲料月产量平均在 1100 万吨之上。蛋白粕需求强烈现货紧张，为三季度后半期粕价持续逞强的重要需求原因，期货市场漠视收割季节的压力，形成阶段性内强外弱的走势。

六、观点和策略

影响价格变化的因素是多元的，并且不同的时期起决定作用的因子有所不同。美国货币政策的调整对豆类价格带来的将是短暂的系统性冲击，而本季美国大豆定产带来的将是豆类基础供给的影响，具有决定意义。

豆类市场从天气炒作模式退出后，驱动价格的主要力量将转向收获的进程。尽管我国的饲料需求对豆粕价格存在支撑，豆粕现货价格目前仍然坚挺，但四季度饲料需求却存在季节性的削减的情况，豆粕现货价格松动基差或将缩窄。目前豆粕期货价格在年内高位出现反复，震荡幅度加剧，通过价格的波动分析，我们认为高价豆粕已经不够稳固，技术层面上，其周线级别的上涨已近强弩之末，宜挖掘季节性翻空的行情，布局空单。

这里对油脂价格作简要点评。在世界棕榈油增产周期里，国内豆油和棕榈油等价格指数，本季实现了连续六个季度的下跌，反映在技术图谱上，收出六季连阴！这创造了一个记录，因为在过去十几年里，从未出现过这种颓势，其熊市蔓延的节奏需高度警惕。年末即便存在年末备货的需求因素提振，但仅宜短周期对待，长周期下跌未见休止的基本变故。

比价或价差关系上，豆油豆粕比价处于历史极低值区域，1 月合约比价 1.89；菜油豆油价差从 7 月初 990 元缩窄至 254 元；豆油和棕榈油 1 月价差处于 1500 至 1700 区间震荡，四季度有望拉开价差套利趋势。