



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。

豆类牛市波动遭遇季节抛售，四季度先抑后扬

内容提要：

美国遭遇半个世纪以来最严重的旱情，直接催生国际豆类价格的牛市波动；而9月中下旬的剧烈下跌，击溃长期多头防线，季节性跌势来临。

两因子诠释季节抛压：“优良率”到“收割率”的视角转换，季节性压力加大；“北美欠收事实”到“南美丰产预期”，豆价泡沫隐现。

高价抑制需求转移国储，国内大豆去库存过程加快；国内非转基因大豆产量降至历史低位，去库存加速留下多头炒作之遐想空间。主产国棕油供给充足库存高企，加重油脂价格下行压力，放大短期抛售力度。

极端价差带来了诸多套利机会。大豆豆粕比价、油粕比价存在上行修复空间，而豆油棕榈油比价存在下修空间，10月份是重要时间拐点。

关键词：大豆 油脂 四季度 先抑后扬

一、豆类牛市波动之行情回溯

6月初期，笔者在半年报中，提出“豆类价格下半年或将先扬后抑”的观点，在其价格季节性低位时间之窗开启时，策略上鲜明提出参与“冲浪中期季节性的回升潮”。

而这个“季节性回升潮”，因世纪旱情而蔚为壮观。美国遭遇半个世纪以来最严重的旱情，令豆类供需格局趋于恶化，本生长季节里，单产忧虑不断升级，催生以粕市价格为代表的历史性多头行情。6月初到9月初，美豆、美粕最大累积涨幅分别超过34%和50%，期间不断改写历史新高，成为市场交投明星，遵循价格趋势的策略多头弄潮儿，收获大为可观。

表 1. 商品价格变化表

商品名称	9月21日价格	交易货币及单位	相对价格变化					
			1周前	2周前	3周前	1个月前	2个月前	3个月前
CBOT大豆	1,611	美分/蒲式耳	-7.35%	-7.72%	-8.27%	-8.27%	-1.93%	12.85%
DCE豆一	4,880	元/吨	-1.49%	-0.39%	-0.63%	-0.63%	2.33%	8.57%
CBOT豆粕	482	美元/短吨	-8.50%	-9.17%	-9.43%	-9.43%	-2.09%	16.24%
DCE豆粕	4,013	元/吨	-5.55%	-4.72%	-5.24%	-5.24%	0.25%	15.25%
CBOT豆油	55	美分/磅	-5.23%	-3.89%	-4.95%	-4.95%	1.68%	3.57%
DCE豆油	9,738	元/吨	-4.68%	-2.85%	-2.29%	-2.29%	2.27%	1.99%
DCE棕榈油	7,614	元/吨	-5.37%	-4.51%	-5.58%	-5.58%	-3.13%	-5.60%
MDEX毛棕榈油	2,755	令吉/吨	-7.74%	-5.88%	-8.74%	-10.49%	-9.43%	-6.71%
CZCE菜油	10,178	元/吨	-1.74%	-1.20%	-2.66%	-2.66%	-0.12%	0.37%

资料来源：Wind、新纪元期货研究所

上表显示的是，国内外豆类油脂期货活跃合约，9月21日价格及周变化和月变化情况。近三周以来，期价急剧下跌，前期领涨龙头粕市领跌，且外盘跌幅大于内盘，其中，美粕和连粕价格三周下跌9.43%和5.24%，美豆和连豆三周回落8.27%和0.63%，近一周回落幅度巨大。油脂方面，产量和库存压力下，外盘棕榈油领跌油脂，近一周大跌7.74%，近三周下滑8.74%，逼近两年低位。

总体来看，9月中下旬的剧烈下跌，击溃长期多头防线，季节性跌势来临。四季度里，豆类油脂市场，哪些是需要关注的焦点，哪些将成为驱动行情运行的主要力量，这又将带给我们哪些上佳的交易机会？

图 1. CBOT 大豆价格中期升势的溃败

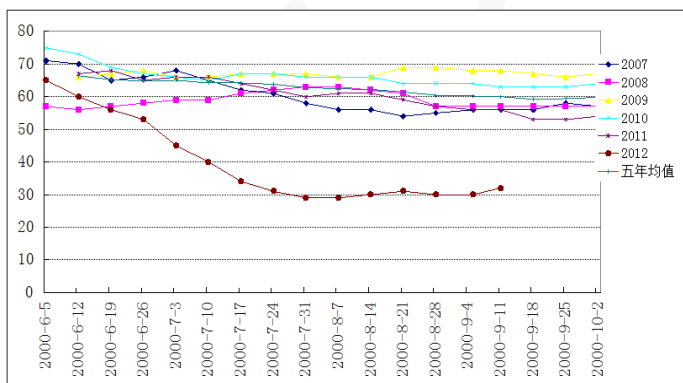


资料来源：博易大师

二、“优良率”到“收割率”视角转换，季节性压力加大

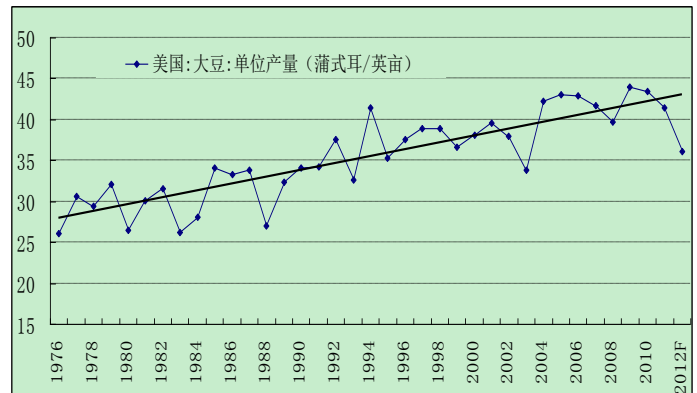
通常生长季节里，美国大豆生长优良率常态处于 60%至 70%的区间之内，而本生长年度的关键生长期里，美豆优良率绝大多数时间处于 30%至 40%，为 1988 年来最坏表现，单产情况悲观。

图 2. 近五年美豆作物生长优良率



资料来源：USDA、新纪元期货研究所

图 3. 美豆单产偏离线性预期的幻象



资料来源：USDA、新纪元期货研究所

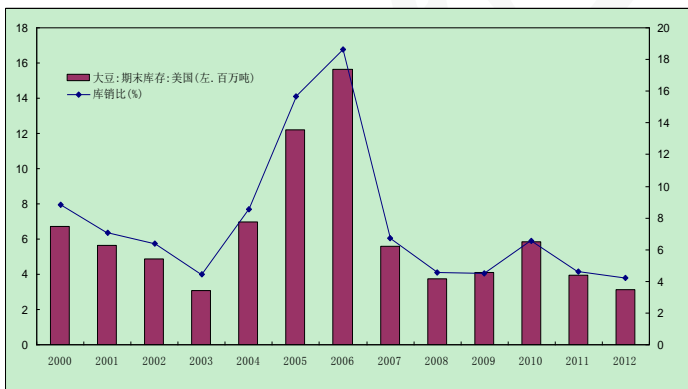
本生长季与1988年早情相当，2012年美豆线性单产43蒲式耳/英亩，若以当年单产向下偏离22%的幅度来测算，则美豆单产水平为33.6蒲式耳/英亩，是1993年以来最糟糕的单产水平，当年为32.6蒲式耳/英亩。优良率的持续下滑，威胁全球大豆供应，直接催生国际豆类价格的牛市波动。

但9月份以后，市场视角转换至美豆收割。美豆播种提前一句，生长季遭遇半个世纪来最为严重的早情侵扰，促使美豆早熟。美国农业部每周作物生长报告中显示，截止到9月10日，美国18州合计收割4%，高于去年同期的1%，也高于近五年同期均值的2%。这是近十年来收获季节，最早发布的一份收割进度报告，往年常在9月下旬发布，美豆播种提前一句，收割加速到来，季节性压力有待释放。

三、从“北美欠收事实”到“南美丰产预期”，豆价泡沫隐现

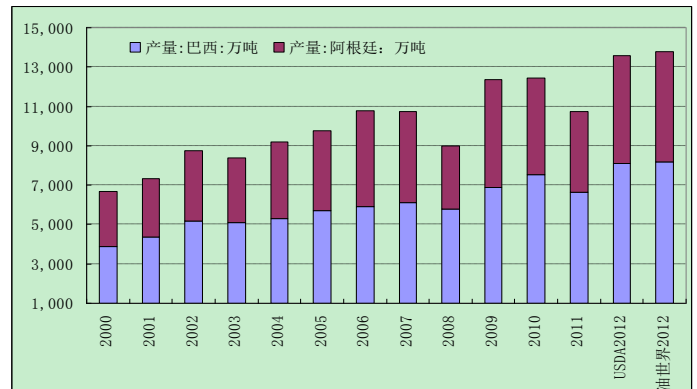
产量报告利好示余威，价格反映为强弩之末。8月末，Pro Farmer 巡查预计，美豆单产料为34.8蒲式耳/英亩，大豆产量或将为26.0亿蒲式耳，均大幅低于8月报告估值，曾激励美盘大豆再续历史新高。9月12日，美国农业部9月供需报告显示，美豆新作单产35.3蒲/英亩，较8月36.1蒲/英亩调降2.2%；美豆产量26.34亿蒲，较8月26.92亿蒲调降11.7%，美豆旧作结转库存1.30亿蒲，较8月1.45亿蒲调降5.5%；新作结转库存1.15亿蒲与上月预估持平，维持在9年以来最低水平。市场在利好兑现后，价格上攻动能已显不足。

图4. 美国大豆库存和库销比



资料来源: Wind、新纪元期货研究所

图5. 南美二国产量年度变化趋增



资料来源: Wind、新纪元期货研究所

市场视角由北转南，巴西大豆种植意愿惹人关注。10月中下旬后，巴西东北部及南部偏北地区将进入大豆播种期，当前国际大豆价格高企，目前市场主流机构纷纷上调巴西新年度大豆产量，普遍上

调幅度超过10%。9月初，Celeres 预计巴西大豆产量为7810万吨，SafraseMercado 预计产量为8230万吨，巴西大豆产量预计将创纪录高位。10月初巴西农业部公布的2012/13年度大豆种植预期将显得尤为重要，届时，美豆销售进度高达70%以上，若南美播种面积大增，期价将面临打压；美国农业部9月份的月度供需报告中，对2012/13年度巴西大豆播种面积维持在2750万英亩的高位预期。

18日，总部位于汉堡的油籽行业分析机构《油世界》预计，2013年巴西大豆产量将从2012年初的6640万吨增至8200万吨，阿根廷产量料从4050万吨增至5600万吨，南美其他大豆生产国也有上佳预期。若2013年初南美大豆丰收临近，势必提振出口需求，并帮助缓解全球供应紧张局面。

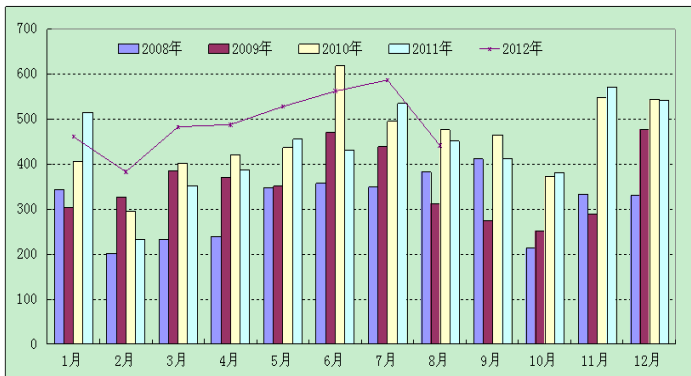
南美丰产预期的意义在于，2013年全球大豆库存有望扩充。美国农业部USDA9月供需报告中，维持巴西8100万吨、阿根廷5500万吨的新年度产量预估，南美两主产国总产量同比去年增长26.51%，为近十年来所少见；油世界的预期更为乐观，两主产国较去年增产幅度更是高达29.09%。南美丰产预期强化全球大豆库存重建，全球库存消费比有望拐点回升，供需格局将趋于宽松，这对业已处于历史高价区域的市场来说，无疑是一把高悬的达摩克利斯之剑。

四、高价抑制需求转移国储，国内大豆去库存过程加快

东北产区大豆处于结荚鼓粒期。8月底受台风带来的强降雨影响，东北部分低洼地区发生洪涝灾害，主要是田间有明显积水，及时排水后对大豆生长影响不大。美国农业部维持中国大豆生产预测值，种植面积730多万公顷，平均单产能达到1700千克/公顷，总产量将达到1260万吨左右，较去年1350万吨下降6.7%，为近20年来最低水平；有调查显示，由于近年大豆种植效益较玉米明显处于劣势，近年黑龙江中部及中南部成片大豆种植基本已经消失，成片大豆种植仅限于西北县市。播种面积锐减及早春播种期出现严重旱情，黑龙江大豆单产普遍下调，最终产量在1000万吨上下，近三年锐减尤甚。

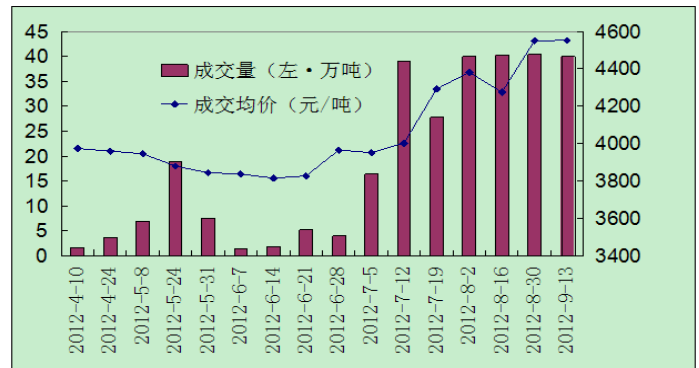
国内大豆供给萎缩，需求依赖进口。海关数据显示，8月中国进口大豆442万吨，比上月减少24.7%，同比减少9万吨，为3月以来最低水平；1-8月累计进口3934万吨，同比增加17.4%。8月进口大豆价格618美元/吨，达到自2008年10月以来最高点，限制了部分进口需求，大豆进口从6月份的620万吨持续下降，消费旺季港口大豆整体开工情况良好，港口去库存加快，9月中旬，国内港口库存回落至600万吨以下即年内低位。进口减少和库存下滑的博弈，将在下半年早些时候支撑价格。

图 6. 近五年我国大豆进口量月度变动图



资料来源：Wind、新纪元期货研究所

图 7. 国储大豆竞价交易成交量和均价走势图



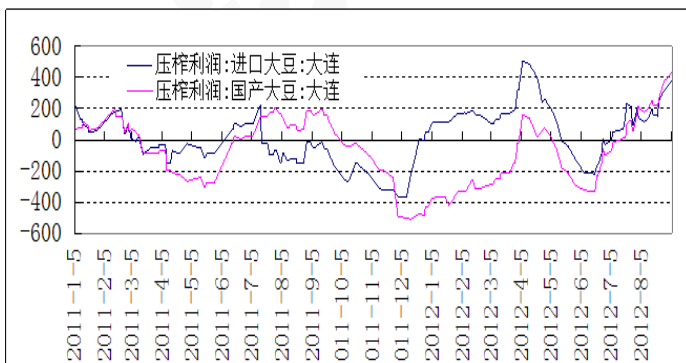
资料来源：Wind、新纪元期货研究所

美盘高价抑制需求转移，国储销售顺畅，甚至一度出现抢购局面，7月中旬以来释放进度加快。9月13日，国储大豆竞价交易39.97万吨，悉数成交，成交均价新高至4552元/吨，涨势趋缓。国储今年至此累计抛售入市295万吨，且在南美大豆上市之前，抛售仍成常态。

五、油厂压榨利润有望持续，豆油贡献率有望提升

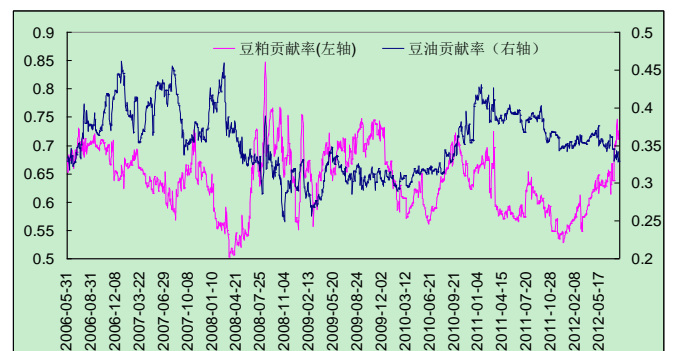
国内进口大豆压榨利润，在6月末7月初全面扭亏为盈，并在下半年持续回升。截止到9月4日，进口大豆压榨利润在江苏为449.1元/吨，广东430.4元/吨，山东442.2元/吨，天津386.9元/吨，大连380.8元/吨；国产大豆压榨利润，山东440.2元/吨，大连433.2元/吨，黑龙江385.5元/吨，天津286.9元/吨。国产和进口大豆压榨利润，均回升至历史高位区，即压榨利润回复到历史较好的水平，并有望在消费旺季持续发展。

图 8. 压榨利润变动图



资料来源：Wind、新纪元期货研究所

图 9. 连盘期货价格压榨利润贡献率



资料来源：Wind、新纪元期货研究所

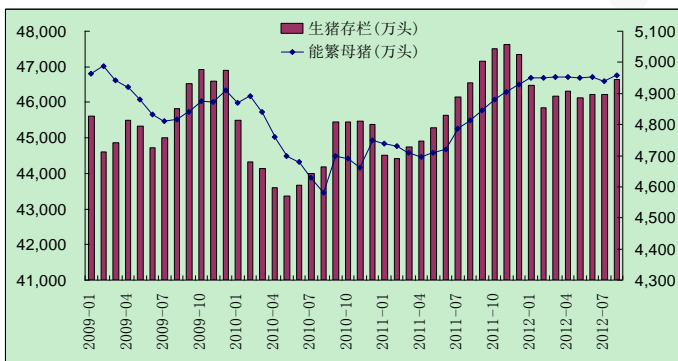
得益于消费增速和生猪养殖规模化的基础优势，油厂积极挺粕，场间形成粕强油弱局面。截至8月初，在大连期货市场盘面上，油厂压榨利润，基本确立油粕贡献“三七分”的格局；而下半年油脂消费旺季临近，油厂去库存速度加快，库存压力减弱，挺价意愿增强，做空油粕比的市场力量需做出必要收敛，这种压榨利润的贡献份额，或将出现新的变化，交易上关注做多油粕比。

六、生猪价格弱周期，粕市再将承受季节性压力

截止到9月14日，22个省市生猪均价14.83元/千克，较6月初期年内最低位13.66元/千克，回升8.6%，此前，生猪价格持续下跌三个季度，最深跌幅近30%。持续近三月的猪价上涨带动，22个省市平均猪粮比上升至5.72，生猪养殖利润有所回升，但仍处盈亏平衡比之下。

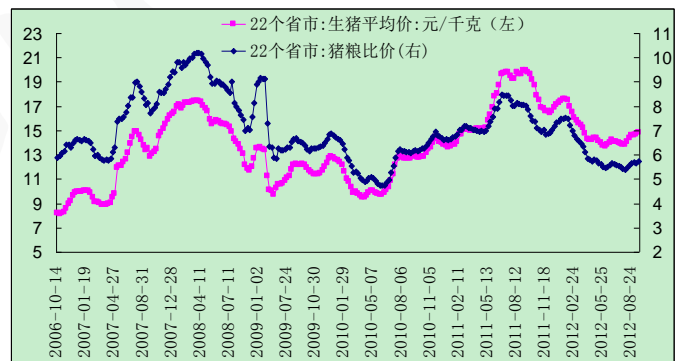
由于本次亏损时间较长，加上跌幅较深，生猪养殖净利润从去年月800元/头左右下跌至今年最低亏损近200元/头。养殖户信心受到重挫，普遍看淡后期生猪养殖，补栏意愿明显下降，局部地区出现了提前淘汰能繁母猪情况。

图 10. 生猪存栏和能繁母猪



资料来源：Wind、新纪元期货研究所

图 11. 生猪价格和猪粮比



资料来源：Wind、新纪元期货研究所

总体来看中秋、国庆过后，生猪存栏有所下降，但因今年母猪存栏偏大，加上过去几个月无明显疫情，仔猪供应量偏多，预计四季度生猪存栏量仍偏高，饲料需要明显好于去年同期，限制后期猪价上涨。

9月中旬后，随着生猪、水产饲料需求减少，饲料厂主要执行前期未执行合同，新采购量减少。因中秋、国庆来临，生猪出栏量增多，从而减少了未来9月中至11月份的整体生猪存栏量，猪饲料需求出现阶段性减少，增加粕市季节性压力；预期未来9月中下旬至11月份豆粕偏弱为主，但由于美国实施QE因素影响及南美新豆上市前，国际大豆供应偏紧，限制了豆粕的持续回调空间。

七、结论和建议

1、大豆市场讲述着的“美国故事”，已至尾声；收获季节的压力和南美播种压力将主导9、10月份跌势，美国9月末季度库存报告和巴西10月初播种面积预估是重要基础报告。10月后，因国内大豆产量恐将降至处于历史低位，转基因大豆稀缺性也会存在炒作机会，10月末至11月初或存在阶段性多头机会。

2、粕市，也将承受沉重的季节性抛压。因双节来临，生猪出栏量增多，从而减少了未来9月中旬至11月份的整体生猪存栏量，猪饲料需求出现阶段性减少，增加粕市季节性压力；预期未来9月中下旬至11月份豆粕偏弱为主，但由于美国实施QE因素影响及南美新豆上市前，国际大豆供应偏紧，11月后将限制豆粕的持续回调空间。

3、主产国9月处于棕油产量高峰期，并遭遇高于历史同期的库存压力，库消比不断上升，反映全球棕榈油供应充足，棕榈油价格长期处于弱周期，并加重油脂价格下行压力，上佳的空头机遇处于9月中旬至11月初期。

4、极端价差带来了诸多套利机会。悬殊的供需基础，令豆油和棕榈油价差飙升超过2250元上方，为历史高位；大豆及豆粕的价差和比价分别达到600元和1.15这样的历史低位区域值；极端价差难以长期维系，存在逆向操作机会。

特别声明

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。

公司机构

总部

电话：0516 - 83831105

传真：0516 - 83831100

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦（221005）

北京东四十条营业部

电话：010 - 84261653

传真：010 - 84261675

地址：北京市东城区东四十条68号

平安发展大厦4层403、407室（100027）

南京营业部

电话：025 - 84787997

传真：025 - 84787997

地址：南京市玄武区北门桥路10号

04栋3楼（210018）

广州营业部

电话：020 - 87750882

地址：广州市越秀区东风东路703号

粤剧院文化大楼11层（510080）

苏州营业部

电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

地址：苏州市苏州园区苏华路2号

国际大厦六层（215021）

常州营业部

电话：0519 - 88059972

传真：0519 - 88051000

地址：常州市武进区延政中路2号

世贸中心B栋2008-2009（213121）

杭州营业部

电话：0571 - 56282608

传真：0571 - 56282601

地址：杭州市上城区江城路889号

香榭商务大厦7-E（310009）

上海浦东南路营业部

电话：021 - 61017393

传真：021 - 61017396

地址：上海市浦东新区浦东南路

256号1905B室（200125）

重庆营业部

电话：023 - 67917658

传真：023 - 67901088

地址：重庆市江北区西环路8号B幢

8-2、8-3、8-3A号（400020）

无锡营业部

电话：0510 - 82827006

地址：无锡市南长区槐古豪庭15号

7楼（214000）