

2012 后泡沫时代 把握豆市季节性投资机会

内容提要:

新年度不出现极端天气的前提下，南美丰产预期强烈，将保障全球大豆供给端，全球大豆总体供需宽松，但期间仍将伴随“拉尼娜”等天气事件的干扰。

我国大豆进口依存度近八成，大豆种植争地处于劣势，2012 年种植季节和收获季节，分别存在播种面积及减产的炒作概念。

“猪周期”走下坡路，但饲料消费增速常滞后该周期 6 个月，豆粕需求存在复苏的可能，年内或呈现先扬后抑的季节性走势。

油脂供需基本面维持偏紧，国内通胀压力减轻背景下，后期价格运行将依赖宏观局面的演变，国内大豆压榨利润严重亏损并处于极低值并不可长期维系，油脂价格将做出上行修复。

关注美元指数及 CRB 指数引导作用，寻找豆市油脂季节性操作机会。



王成强

从业资格证： F0249002

0516-83831127

wcqmail@163.com

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培训班培训，常参与豆市油脂产业调研。



刘文莉

从业资格证： F0269810

0516-83831180

1253401339@qq.com

浙江大学数学系硕士研究生，农产品分析师，主要从事豆类油脂等商品期货研究，对量化投资有一定研究，尤其是商品间套利分析有独到的见解。

关键词：后泡沫 豆市 油脂 季节性 机会

导 读

2011 年，全球金融生态环境复杂多变：日本出现地震危机，美国信用遭降评级，欧债危机愈演愈烈，系统性风险及经济衰退忧虑阴云笼罩。就这样，诸国流动性政策，所催生的市场价格泡沫，终于被刺破，商品价格纷纷回归其自身基础。

在此过程中，有色化工及农产品价格，轮动式下跌。豆类油脂价格，在北半球大豆减产预期影响下，9 月份之前呈现牛皮市震荡格局，表现出商品的弱金融属性；但仲秋过后，USDA 季度谷物库存报告利空来袭，欧债美债等系统性风险升级，商品市场大面积断崖式暴跌，豆市油脂金融属性占据主导，急跌至 2010 年同期价格水平，此番季节性寻底，因为要释放和消化积蓄已久的系统性风险而被放大。9 月份市场悬崖一跃的波动，犹如 2008 年金融危机时期的行情重新上演。

本文重点从大豆市场供需格局入手，简要分析了其下游品种油、粕市场的发展趋势，并对大豆产业链中种植、压榨等环节的成本收益进行分析；关于整体市场的把握，本文阐释了相关指数在商品交易方向上的重要参考意义，展望 2012 年“后泡沫时代”中的市场，与读者探讨新年度豆市油脂的季节性投资机会。

莎翁说：“过去的一切皆是未来的序幕。”从庚寅年的单边上涨，到辛卯年的全面转跌；从价格泡沫的形成，到价格泡沫的破灭，近两年来，市场给我们带来了极大的投资机遇。需知，市场上从来不乏机会，只是缺乏发现机会的眼光和胆识。笔者试图寻找有意义的线索，但囿于经验不足，写作中或有疏漏和不足之处，望读者和同行不吝赐教指正。谨以此文，献给市场中有准备的投资者！

第一部分：大豆市场供需格局分析

我们以“净进口/总消费量”来衡量进口依赖程度，则从我国大豆净进口量和消费量走势图中，可以得出这样的基本结论：我国大豆净进口以 14.2% 的复合增长率高速增长，2011 年进口依存度攀升至 78.6%，近五年来的平均进口依存度高达 79.2%。

这直接导致，大连国产非转基因大豆市场与芝加哥转基因大豆市场相关系数为 0.92，内外盘走势高度相关；以至于国产非转基因大豆依然缺失蛋白食用概念，其价格长期追随 CBOT 市场走势。故此，分析国内大豆市场，首先需充分分析国际市场。

图 1-1：我国大豆对外依存度近八成

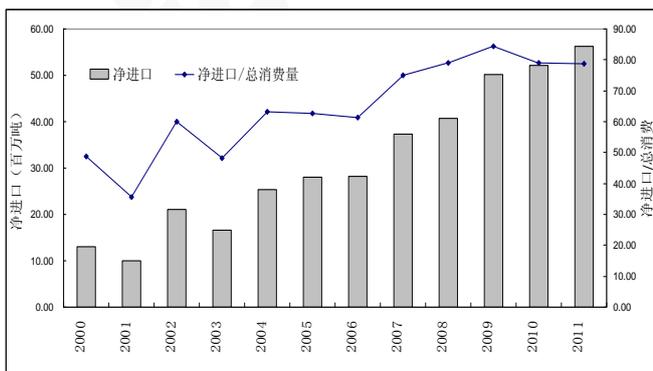
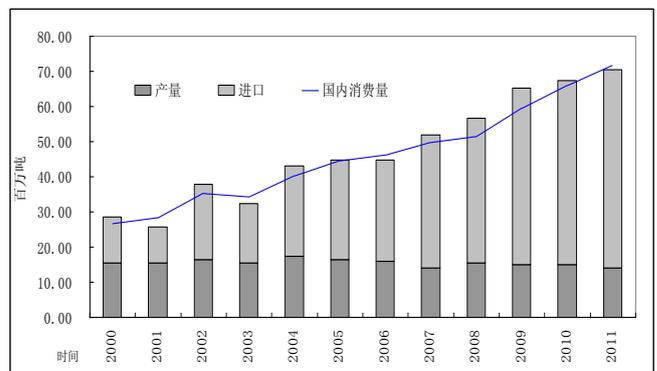


图 1-2：我国大豆产销变动图



数据来源：USDA

一、美国大豆总需求显疲弱

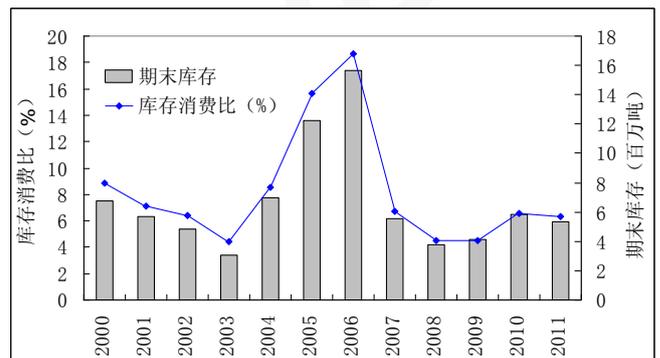
2000 年以来，美国大豆总供给的复合增长率 0.6%，低于总需求 0.8% 的年复合增长率；2011 年，总供给量 8914 万吨，较去年下降 6.3%，其中的产量项较去年下滑 8.5%，拖累总供给下降；总需求 8382 万吨，亦较去年下滑 6.1%，其中的出口项较去年下滑 11.8%，总需求总体下滑。

2011 年，美国大豆库存消费比从去年的 6.54% 下滑 0.2 个百分点至 6.35%，低于 2000 年以来的均值 8.18%，仍处于历史低位水平。尽管库存消费比水平仍处低位，但需求端不振已成市场所忌惮的关键因子。

图 1-3：美国大豆供需变动图



图 1-4：美国大豆期末库存及库存消费比变动图



资料来源：wind 资讯

二、巴西大豆出口增速快，总供给潜力大

2000 年来，巴西大豆总供给复合增长率 6.5%，高于 6.3% 的总需求复合增长率。2011 年总供给量 9736 万吨，较去年增加 6.6%，其中的期初库存项较去年增加 40.9% 至 2231 万吨，对总供给增加的贡献率较大；2011 年总需求量 7787 万吨，较去年大增 12.8%，贡献率较大的是出口量，较去年增加 26.9%，至 3800 万吨；这样，自 2006 年之后，巴西有望再次成为全球头号大豆出口国。

2011 年，巴西大豆库存消费比从去年的 32.31% 下滑至 25.03%，低于 2000 年来的均值 27.8%，但仍处于较高水平。

图 1-5：巴西大豆供需变动图

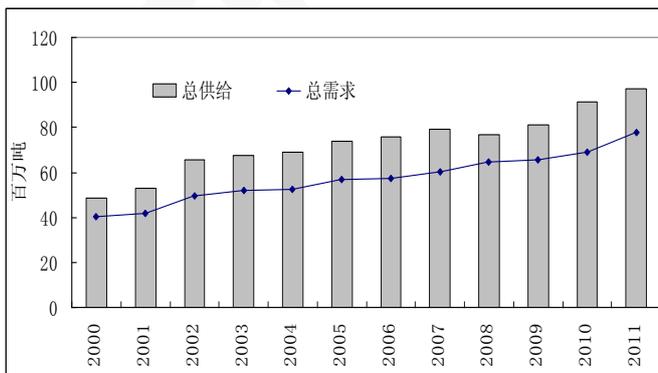
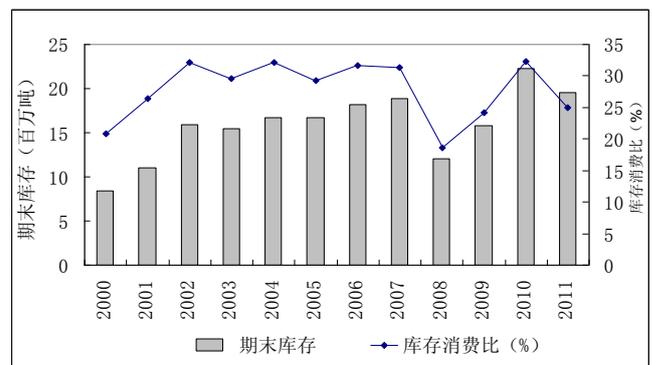


图 1-6：巴西大豆年末库存及库存消费比



资料来源：wind 资讯

三、阿根廷大豆高库存消费比，供给充足

2000 年来，阿根廷大豆供给复合增长率 7.5%，高于 6.6% 的总需求复合增长率。2011 年总供给量 7488 万吨，较去年增加 5.0%，其中的产量项较去年增加 6.1% 至 5200 万吨，为总供给增加贡献率大；2011 年总需求量 5195 万吨，较去年增长 7.3%，贡献率较大的是出口量，较去年增加 17.3%，至 1080 万吨。

2011 年，阿根廷大豆库存消费比从去年的 47.26% 下滑至 44.14%，低于 10 年来的均值 42.27%。

图 1-7：阿根廷大豆供需变动图

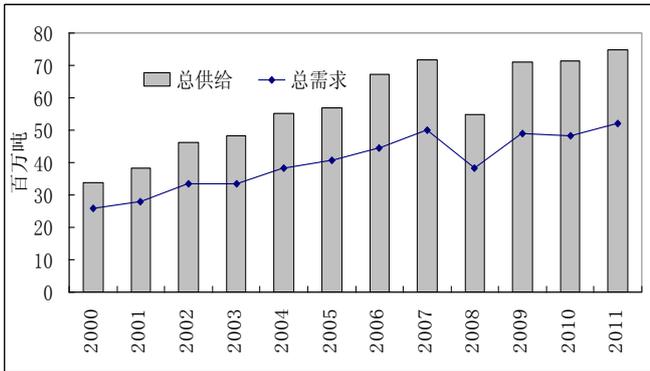
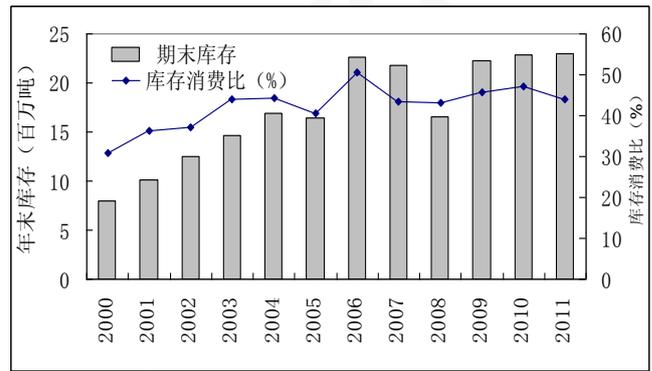


图 1-8：阿根廷大豆年末库存与库存消费比



资料来源：wind 资讯

四、我国大豆严重依赖进口，需求潜力巨大

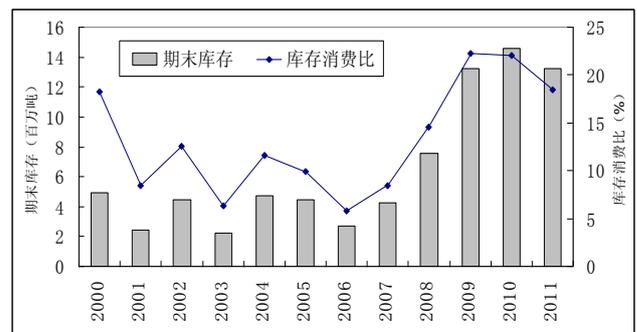
2000 年来，我国大豆总供给复合增长率 9.4%，其中的大豆进口量近 10 年来复合增长 14.1%，贡献率最大；而总需求的复合增长率为 9.3%，其中的压榨量复合增长率 11.2%，贡献率最高。2011 年总供给 8506 万吨，较去年增加 5.4%，其中的进口项较全年增长 7.8% 至 5650 万吨，产量下滑 7.3% 对总供给冲击不大。

2011 年我国大豆库存消费比 13.3%，较去年 14.56% 的水平下滑，但高于十年来均值 6.6%。

图 1-9：我国大豆供需变动图



图 1-10：我国大豆期末库存及库存消费比



资料来源：wind 资讯

五、小结：全球大豆供需总体宽松

近 10 年来，全球大豆总供给以 4.6% 的复合增长率稳步增长，2011 年总供给至 4.21 亿吨，较去年 4.12 亿吨增长 2.2%，低于近 10 年的复合增长率 2.4 个百分点。全球大豆产量尽管降低 2 个百分点，但进口及期

初库存增量弥补了产量的下滑，总供给依然充裕。

与此同时，近 10 年来，全球大豆总消费也以 4.2% 的复合增长率增长，2011 年总消费 3.58 亿吨，较去年 3.44 亿吨增长 4.1%，微幅低于近 10 年来的复合增长率，总体需求旺盛。

2011 年，全球年末库存水平 6356 万吨，较去年 6837 万吨降低 7.04%；库存消费比从去年的 19.88% 下滑至 17.76%，高于 2000 年以来 16.95% 的平均水平，总体库存水平有下滑趋势，但仍在近十年高位区。

目前，北半球总体供需偏紧，库存水平偏低；但南半球主产国大豆供给充裕，新年度不出现极端天气的影响，丰产预期强烈，将保障全球大豆供给端。

图 1-11：全球大豆供需变动图

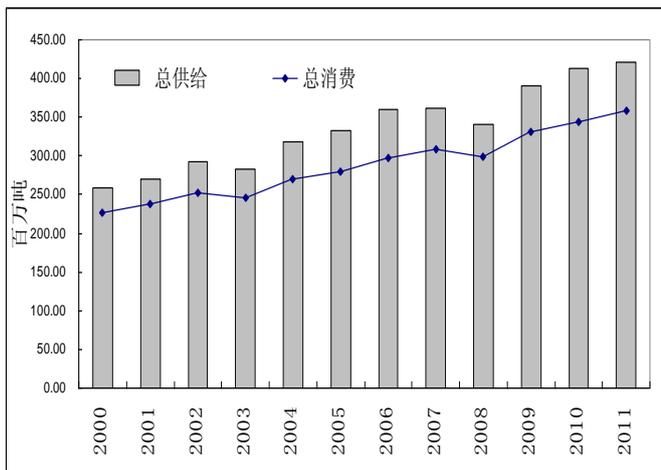
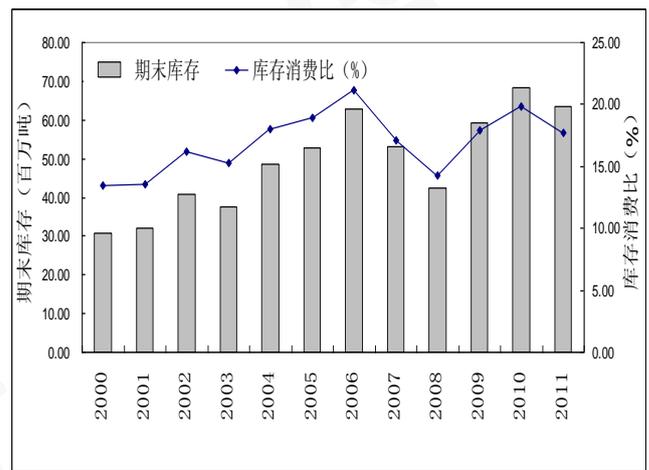


图 1-12：全球大豆期末库存及库存消费比变动图



资料来源：wind 资讯

第二部分：下游品种油粕市场分析

一、全球豆油供需平衡分析

2011 年上半年，受大豆种植面积减少，干旱天气导致大豆减产预期影响，USDA 早期下调 2011/2012 年

表 2-1：2003---2011 年 全球豆油供需平衡表

	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
期初库存	2.94	2.24	3.07	3.38	3.71	3.39	2.97	3.06	2.91
总供给	41.14	43.62	46.64	49.59	51.64	48.31	50.48	53.38	54.42
产量	29.96	32.45	34.55	36.39	37.54	35.84	38.87	41.29	43.07
进口	8.24	8.93	9.02	9.82	10.39	9.08	8.64	9.03	8.44
总消费	38.5	40.78	43.38	46.36	48.56	45.22	47.42	50.47	52.01
国内消费	29.90	31.66	33.56	35.78	37.68	36.04	38.29	41.00	43.14
出口	8.60	9.12	9.82	10.58	10.88	9.18	9.13	9.47	8.87
期末库存	2.64	2.83	3.26	3.23	3.09	3.10	3.06	2.91	2.41
库存消费比	6.86	6.94	7.51	6.97	6.36	6.86	6.45	5.77	4.63

资料来源：wind 资讯

度大豆产量和库存。大豆油脂期价维持于高位运行。九月初的 USDA 报告突转，上调 2011/2012 年度全球大豆产量预估和库存，同时外围欧债危机爆发，油脂受宏观局势恶化拖累下行。

最新的 USDA 供需报告显示，美国豆油年末库存高于预估，豆油产量增加，出口放缓。豆油在 2011 年下半年呈疲弱走势。但全球油脂消费量出现较高增长，库存消费比仍将维持下调，豆油库存消费比年走势图呈现下行趋势，也位于历史低位。豆油消费量由 2010 年 50.47 百万吨增长至 2011 年得 52.01 百万吨，虽然产量由 41.29 百万吨增加至 43.07 百万吨，产量增速几乎持平于消费增速。但全球豆油期末总库存量仍偏低，库存消费比由去年 5.77% 降至今年的 4.63%。产需仍将维持于紧平衡。随着人口增加，油脂消费需求增长，同时在新兴国家油脂需求快速增长的背景下，油脂价格将恢复上涨格局。

二、国内油脂概况及供需分析

国家粮油信息中心于 2011 年 12 月 14 日发布 12 月份《食用谷物市场供需状况报告》、《饲用谷物市场供需状况报告》和《油脂油料市场供需状况报告》，对 2011 年中国部分主要粮油作物播种面积和产量作出了新的调整。12 月份预测，2011 年中国大豆播种面积为 765 万公顷，较上年减少 10.17%。预计 2011 年中国大豆产量为 1350 万吨，较上年减少 10.50%；12 月份预测，2011 年中国油菜播种面积为 710 万公顷，较上年减少 3.66%。预计 2011 年中国油菜籽产量 1250 万吨，较上年减少 4.45%；12 月份预测，2011 年中国花生播种面积为 470 万公顷，较上年增加 3.82%。预计 2011 年中国花生产量为 1620 万吨，较上年增加 3.55%。具体到油脂而言，主要油料品种减产对后期价格构筑成为潜在的利好支撑。

棕榈油主产国马来西亚由于今年较好的天气，产量大幅增加，该国棕榈油产量逼近历史高位，同时库存也持续不断走高。但中国进口棕榈油量较稳定，据海关进口统计数据，中国近两年棕榈油进口量累计同比位于低位，棕榈油进口量增幅放缓，同比增速始终位于 0 轴附近，但 2011 年四季度，国内油脂消费旺季，春节备货需求，油脂消费增速，棕榈油进口量增速出现上涨苗头。（图 2-1 所示）

近两年油料植物相比粮食类植物种植面积小幅下滑，油料种植面积 12400 千公顷，低于 2000 年最高种植面积 15400 千公顷两千余公顷，油菜籽播种面积近两年相比 2008 年有所增加，但 2011 年湖北主产区播种面积较上年度大幅减少约 27.21 万亩，2011 年度菜籽油播种面积比 2010 年降低。油菜因 2010 年度 10 月中下旬降雨和低温天气，导致油菜秋季生长期发棵不足，同时 2011 年 1 月的寒潮叠加，造成湖北、四川、湖南等地区油菜普遍受冻，苗情转差，2011 年度国内油菜出现单产和产量大幅减少，菜籽油供需面仍持续偏紧。（图 2-2 所示）

国内 2011 年度豆油产量、消费量整体保持稳步增长的趋势，需求增速略好于供给，豆油库存消费连续

图 2-1：中国进口棕榈油累计同比

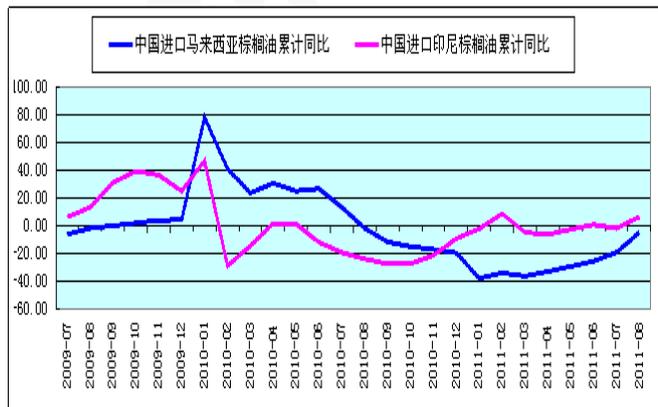
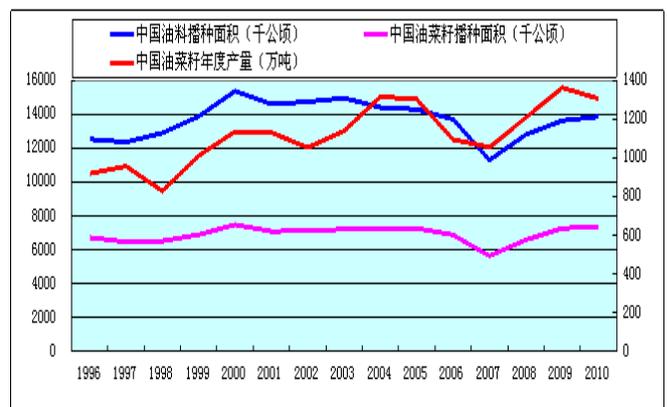


图 2-2：中国油料播种面积与菜籽油产量

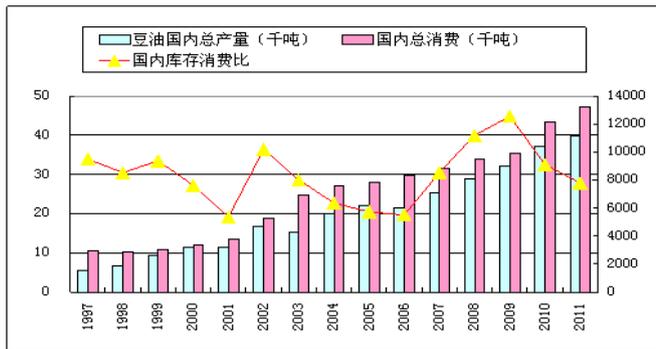


资料来源：wind 资讯

两年下降，由 2009 年的 44.82% 下降至 2011 年的 27.81%，处于历史的平均值下方，豆油年末结转库存同时下降，由 2009 年的 4427 千吨降至 2011 年的 3673 千吨，库存持续不断消耗。国内供需偏紧格局将成为后期油脂市场上涨的利好因素。（图 2-3）

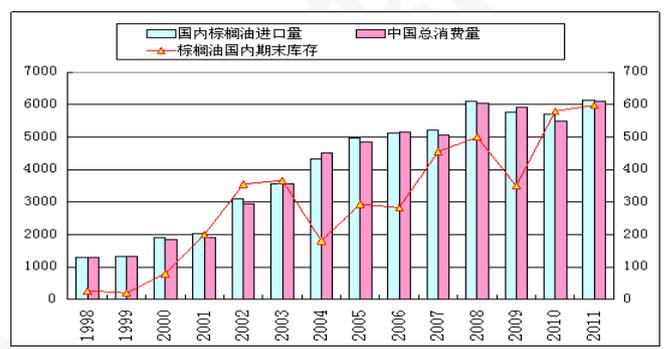
近几年国内棕榈油消费量增涨较稳定，进口量维持小幅增长，随着国内近两年油脂消费增速的加快，豆油供需持续偏紧，油脂缺口扩大，棕榈油消费量替代性增加，棕榈油 2011 进口量较 2010 年 5711 千吨增加 409 千吨至 6120 千吨。但值得注意的一个现象是，宏观环境恶化，棕榈油融资功能导致进口棕榈油和国内港口棕榈油价格出现倒挂，这将限制国内后期对棕榈油的进口量，同时表观消费量高于实际消费量，国内棕榈油库存连续两年增长，由 2009 年 350 千吨增加到 2011 年的 598 千吨。同时马来西亚和印尼主产国棕榈油进入高产时期，库存持续不断增加，将成为后期油脂市场的隐患。（图 2-4）

图 2-3：国内豆油库存消费比



资料来源：wind 资讯

图 2-4：国内棕榈油进口量与库存消费比



资料来源：wind 资讯

三、猪周期拐点向下，2012 粕价或先扬后抑

2011 年是“稳物价、治通胀”的一年，猪价周期上涨无疑是市场中的热点，其价格屡创新高并超出市场预期。但从 9 月开始步入下降通道，此次阶段性下跌在 11 月底企稳。我们总结这连跌三个多月的原因，主要包括两个方面，一是五六月份开始的大量补栏迎来集中出栏，增加市场供应；二是外国廉价猪进口创新高，对国内价格造成较大负面冲击。

现在，随着腊月的临近，南方迎来腊肠制作旺季，加之今年的春节在 1 月份，节日消费备货期提前。预期猪肉价格将会出现反弹，但鉴于饲料价格下跌幅度巨大，猪价很难反弹到前期高位。

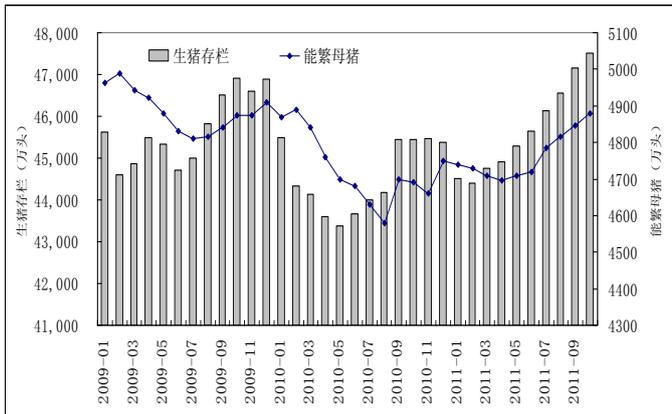
我国生猪存栏已连续 8 个月环比增长，能繁母猪数量也已经连续 6 个月增长，这将使得明年仔猪供应充足。明年猪肉供应量将有较大幅度的提升，并有大规模养殖企业加入，生猪供给端整体趋于宽松，生猪价格将出现持续下降，猪周期步入下降通道。（图 2-5、6）

母猪存栏与猪肉价格之间的“量、价”关系，有着“三四五”周期定律，即：从能繁母猪补栏开始到新一批的育肥猪上市至少需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”12 个月的时间。

据农业部统计数据，能繁母猪补栏拐点出现在今年 3 月份，并在随后连续 8 个月持续回升，截止 10 月末，能繁母猪存栏量已经达到 4880 万头，为近 20 个月来的新高，作为市场先行指标，它暗示的是猪肉价格步入下降周期。一般而言，猪肉的价格变动以 3 年为一个周期，从 2010 年中开始的上涨到目前已经有一年半左右，随着生猪存栏量的增加，预计猪价在春节后将出现拐点。

据统计，近三轮猪价下行周期中，平均价格跌幅为 35%。随着生猪出栏量的逐步提升，2012 年头猪盈利或呈前高后低态势，预计 2012 年生猪均价较 2011 年下跌不超过两成。一般而言，畜禽饲料景气度滞后生猪半年，预计 2012 年全年生猪存栏量的扩充将推动畜禽饲料销量快速增长，或驱动粕价先扬后抑。

图 2-5: 全国生猪存栏及能繁母猪量变动图



资料来源: wind 资讯

图 2-6: 毛猪成本、价格及养殖毛利



资料来源: wind 资讯

第三部分：大豆成本收益分析

一、大豆种植成本收益分析

“十二五规划”不利于我国大豆种植。按照农业部种植业十二五规划（2011-2015）中“一个确保”的目标，水稻、小麦、玉米三大粮食作物自给率达到 100%，今后大豆种植面积恐难有保障，更多依赖国际市场在所难免。

作物种植面积之争，不利大豆种植。自连盘玉米期货上市以来，大豆玉米的比价中值为 2，2008 年 3 月初出现最大值 3.53，2011 年 9 月中旬出现最小值 1.65，极值比价面临修复。通过我国大豆主产区黑龙江省，种植大豆玉米的收益对比，可以发现玉米对大豆的种植收益优势极为明显。这种状态令大豆在种植争地面前败北，2012 年大豆播种季节，恐怕难以成为大豆大面积播种的春天。

图 3-1: 连盘大豆玉米比价走势图



表 3-1: 黑龙江大豆玉米种植收益对比表

	2011	大豆	玉米
种植面积(万亩)		小于 1	9
单产(吨/公顷)		2.2 至 2.5	8 至 10
成本(元/公顷)		6000	8000
种植收益		3250	13400

资料来源: wind 资讯

成本刚性及国储入市决定豆市中期底部。在我国，种植大豆所发生的成本，主要包括土地成本、人工成本、化肥、种子等其他服务费用，图表 3-3 显示，这些成本因子皆呈现刚性增长态势。2011 年 11 月 23 日至 2012 年 4 月 30 日，国储入市收购大豆，价格较去年提高 5.2% 至 2.00 元/斤，封闭了大豆市场价格的下行空间。这样，生产成本和政策收购价格将决定其价格底部。

2011 年前三季度大豆进口价格较平稳，美豆与南美大豆到港成本维持在 4000 元/吨之上，但南美大豆进

口成本低于美豆进口成本，国内今年将进口逐步转移至南美大豆，至美豆进口量减少，美豆价格涨势受限。9 月后美豆价格走低，进口成本价差缩小。

图 3-2：大豆到港成本

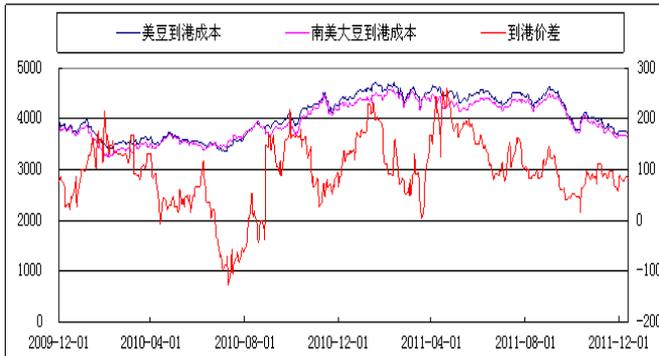
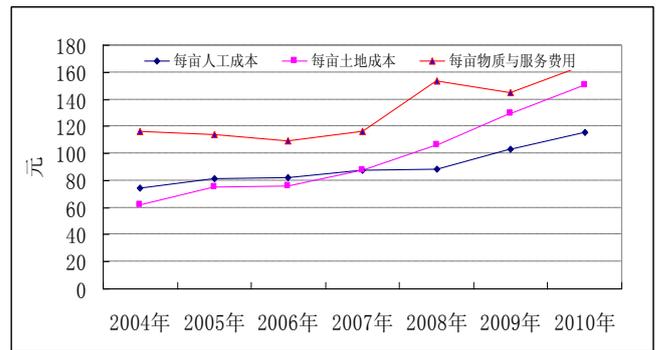


图 3-3：我国大豆种植成本刚性上涨



资料来源：wind 资讯

二、大豆压榨利润变动分析

从大豆、豆粕与其压榨利润关系走势情况来看，成本因素是驱动豆粕价格运行方向的一个主要原因，且粕价对此反映程度强烈；大豆价格与压榨利润基本成反比关系，豆粕价格在某些时期对压榨利润影响较大，譬如 2011 年 9 月以来，豆粕深度下跌，快于大豆调整速度，压榨利润快速下降。

一般而言，大豆油价格快速上升阶段，压榨利润会随之大幅提高；而当豆油价格处于下降或盘整格局时，压榨利润会出现明显下滑。这些迹象表明，压榨大豆的利润主要源于提炼豆油，因为在养殖业对豆粕需求还没有完全复苏的情况下，豆油价格的高企几乎成为加工企业压榨大豆的唯一动力。图形中的走势显示，豆粕的生产和消费呈现出各异的季节性变化，因此，其价格也表现出周期性波动的状态。

对国内近几年的现货压榨利润的跟踪，剔除极端情况，国内现货压榨利润一般在-200 元/吨至 300 元/吨区间内波动，波动规律为 4 个月一个周期，这与我国从国外装船进口大豆，到油厂压榨加工，最后销售豆油豆粕时间跨度基本一致。

今年的大豆压榨利润前高后低，7 月初以来，国内现货压榨利润大幅下跌，现已经处于 2008 年低位水平。

图 3-4：大豆豆粕与压榨利润关系

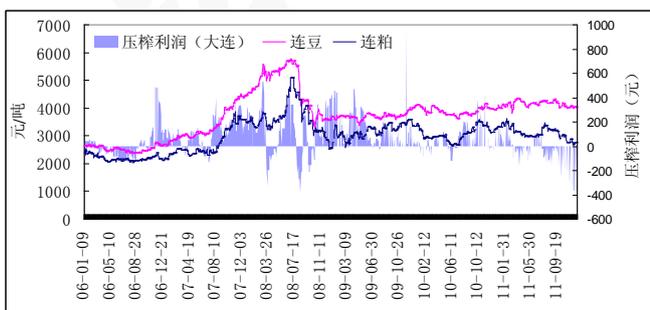
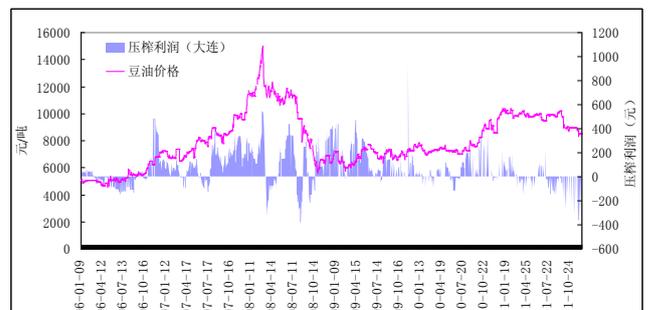


图 3-5：豆油与大豆压制利润关系



资料来源：wind 资讯

以大连 11 月末的大豆为例，进口大豆压榨利润-366.9 元/吨，逼近 2008 年金融危机时期的极低值-381.3 元/吨；大连国产大豆压榨利润-491.7 元/吨，2008 年金融危机时期的极低值为-632.3 元/吨。按以往规律来看，大豆压榨利润极低，油厂长期亏损，这不可长期持续，后期将会抑制大豆进口，打压 CBOT 大豆价格，大豆

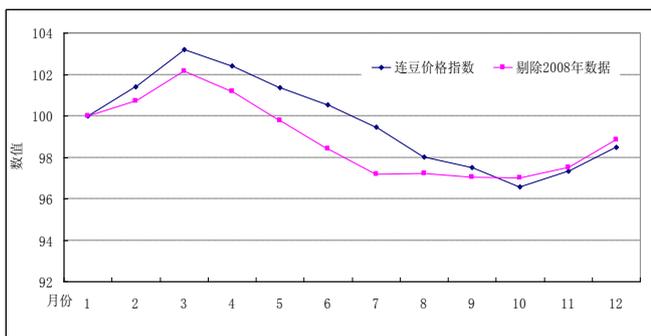
压榨利润面临上行恢复。

第四部分：季节性及波动分析

农产品价格由于季节的变动，会产生规律性的变化，豆类价格季节性规律的研究，是基础研究的重要方法，对市场分析有重要参考意义。我们选取近十年期货连续合约价格收盘价，通过相对关联法，对数据进行处理，编制价格指数，以便研究其季节性规律。

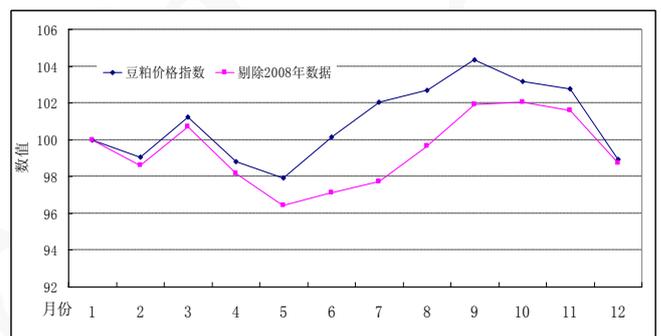
每年的 4 到 5 月，北半球的大豆主产国播种，存在播种季节的高点；当年 9 到 10 月份收割，而从 10 月份开始，南半球的大豆主产国又开始播种，次年 4、5 月份收割。每年的 7、8 月份属于全球大豆的供应淡季，大豆青黄不接，消费需求旺盛，因此价格多是高企；每年的 9 至 11 月份是全球大豆的供应旺季，现货供应充足，价格多处年内低谷，这一规律在此季节性指数中得以体现。

图 4-1：连豆价格指数图



资料来源：wind 资讯

图 4-2：连粕价格指数图



资料来源：wind 资讯

对于豆粕，一般年份而言，春节前畜禽正处于集中出栏前期，对于饲料的需求较大；4 月份畜禽集中出栏后使得豆粕等饲料原料需求减少，豆粕价格急速下跌；而 5、6 月份随着仔猪的逐渐成长，豆粕需求逐渐企稳，价格受到支撑；7、8 月份后，随着水产养殖的结束以及生猪的集中出栏，豆粕需求减少，加之新豆上市后压榨量的增大使得豆粕供给增加，价格承压持续下滑。这反映在连粕价格指数上，春节前出现小高点，而后出现季节性回落，5 月份前后见季节性低点后，价格出现季节性上涨，至 8、9 月份见年内高点，随后迎来新的季节性调整。

由于连盘豆油上市时间较短，我们选用美国 CBOT 豆油价格数据，通过季节性图表法与相对关联法，做季节性研究。这两种分析方法得出的结论几乎接近。其中二月份价格上涨的概率较大为 75%，同时美豆油期货价格在 2~3 月份达到年内高点，春节过后，消费逐渐趋淡，价格回落，但年内美豆受既定供应量的限制，价格调整空间受限。三季度表现为平稳的区间震荡。之后随着需求的增加进入小幅回升，11 月以后随着冬季来临，棕榈油逐渐退出消费市场，豆油消费增加，在 10~11 月出现次高点。此时大豆收割基本完成，大豆豆油供给大幅增加，价格趋向于回落调整，11~12 月豆油期价出现相对低点。在元旦接近春节期间，豆油消费市场达到一个高峰期，中国进口豆油消费需求增速，美豆油价格高涨。

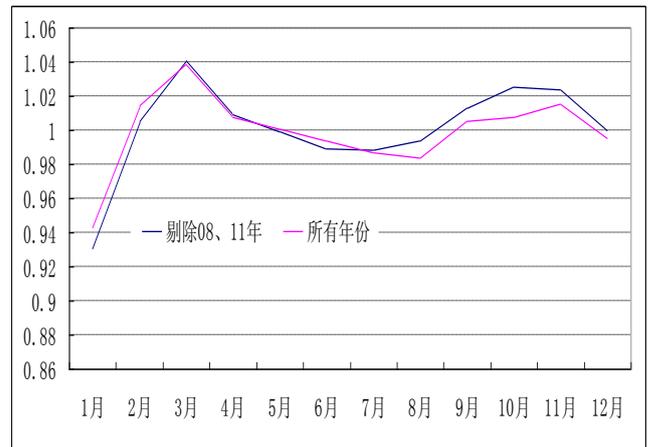
图 4-3: 美豆油期货价格季节性统计分析表 (1996 年--2011 年)

月份	平均涨幅	上涨次数	下跌次数	上涨概率
1 月	-0.76%	4	12	25.00%
2 月	4.65%	12	4	75.00%
3 月	0.81%	10	6	62.50%
4 月	2.84%	12	4	75.00%
5 月	-0.99%	7	9	43.75%
6 月	-1.31%	5	11	31.25%
7 月	-0.36%	9	7	56.25%
8 月	0.63%	7	9	43.75%
9 月	-1.11%	6	10	37.50%
10 月	0.77%	10	6	62.50%
11 月	2.91%	12	4	75.00%
12 月	-0.25%	8	7	53.33%

注明: 浅粉色代表上涨概率较高; 浅绿色代表下跌概率较高。

资料来源: wind 资讯

图 4-4: 美豆油期货季节性指数



资料来源: wind 资讯

第五部分: 关联指数及基金持仓分析

一、美元指数阶段性走强, 利空商品价格

美元指数的走势, 对大豆价格的影响较为明显。因全球大豆贸易以美元计价, 美元指数下跌, 会带来大豆价格的上升, 反之, 则会带来大豆价格的下降。反映在图表上, CBOT 大豆和美元指数有明显的负相关关系。(图 5-1 所示)

在过去 40 余年里, 美元整体呈下降趋势, 但凡出现阶段性走强, 主要有三种触发因子: 其一是美联储加息; 其二是美国找到经济的新增长点; 其三是“危机”。由于美元的特殊地位, 在各种危机来临之时, 美元资产会成为避险港湾。欧债危机长期存在, 全球经济正经历曲折和非平衡的复苏之路, 第三个触发因子, 大概率事件将令美元阶段性走强。

美元指数长周期运行的 K 线图谱显示, 2011 年 9 月该指数暴涨, 突破下降趋势, 阶段性显强, 利空商品价格。

二、CRB 指数, 昭示着商品价格总体动态偏弱

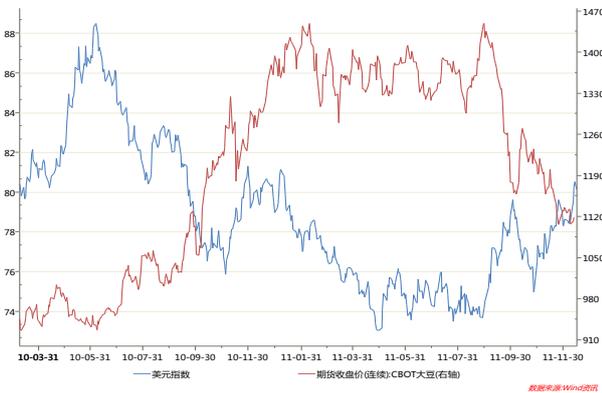
CRB 指数, 反映着世界商品价格的总体动态。如果该指数走强, 说明国际市场大宗商品需求旺盛, 促使指数基金进场, 大豆价格会受到拉动; 反之, 如果商品指数走弱, 则说明大宗商品需求萎缩, 指数基金离场, 大豆价格将会一蹶不振。

从 CBOT 大豆期货价格与 CRB 指数走势对比可以看出, 尽管两者在细微走势上存在一定差异, 但在整体波段上保持高度一致。我们可以从该指数的走势上, 研判美豆的整体价格趋势, 进而指引国内豆市的操作思路。

截止 11 月末, CRB 指数较年内高位下跌幅度超 18%, 昭示商品价格总体动态走弱。而这绝大部分的跌

幅，发生在美元指数暴涨的 9 月份。

图 5-1: CBOT 大豆与美元指数长期负相关



资料来源: wind 资讯

图 5-2: CBOT 大豆与 CRB 指数高度相关



资料来源: wind 资讯

三、商品基金持仓动向，价格趋势的推手

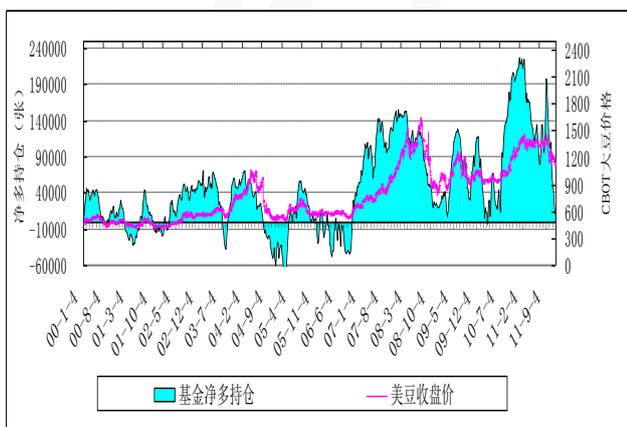
从基金交易农产品策略来看，基金判断商品方向之后，都会选择进行中长期投资，而不是短期投机。从基金操作的特点来看，基金连续 3 周的持仓变化，尤其关键，若出现连续 3 周单方向增减，则预示大豆走势方向可能出现转变。

2006 年 9 月份开始，基金从净空单 4 万余手迅速翻多，至 2007 年末净多单达到 15 万手以上，期价随后攀升至 1654 美分/蒲式耳的历史高位；2010 年末至 2011 年初，这期间 3 个月的时间里，商品基金净多超过 20 万手创历史新高，期价攀升至 1450 美分/蒲式耳的历史次高点位；基金在两轮牛市行其中就起到推波助澜的重要作用。

基金净多规模从 2011 年 9 月份开始锐减，截止 11 月末，基金净多规模缩减至 11000 手，并有转负的趋势，暗示大豆价格处于弱周期过程之中。

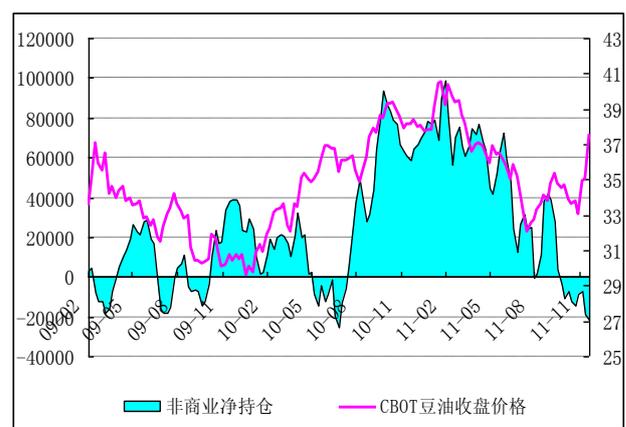
2011 年春节期基金豆油净多单持仓达到峰值，净多头寸高达 10 万余手，美豆油期价位于近两年的高位 40 美分/磅，之后基金大幅减持多头头寸，价格转为下跌。2011 年下半年基金调仓明显，9 月欧债危机商

图 5-3: 商品基金在大豆的净多单与期价走势



资料来源: wind 资讯

图 5-4: 豆油基金持仓与 CBOT 豆油走势



资料来源: wind 资讯

品市场暴跌，基金净多头寸转为净空头寸。11 份后，临近年末，基金再次调仓，净空头寸持续不断增加，价格反弹乏力，期价放量下跌。

第六部分：行情展望及投资策略

一、市场行情展望

宏观层面上，我们的报告强调，2012 年全球经济运行的不稳定性、不确定性增大。中国经济将出现减速，美国经济增长有望好于预期，欧洲则将深陷主权债务危机的泥潭。但“危”中蕴含机遇，全球经济从危机中复苏，道路曲折坎坷，问题和矛盾重重，整体经济的再平衡之路，亦将促发商品价格的重新评估。

总体来看，美元指数中长期有转强迹象，CRB 指数暗示总体商品价格动态走弱，大豆价格长周期来看，也存在转为弱周期的风险。

新年度里，全球大豆供给端依赖南美，后期南美大豆的生产存在拉尼娜天气威胁的风险，将创造季节性炒做机会；而一旦天气不出现意外，预计南美历史性丰产将补给全球供给，豆市存在供应压力。国内大豆 4000 元/吨的收储价格，对豆类油脂在底部起到强劲的支撑作用。而对于其下游产品豆粕价格，受养殖业周期性因素影响，新年度总体先扬后抑，季节性机会较大。豆油压榨利润逼近不可长期维系极低值，新年度价差有望恢复性上涨，恢复到合理利润值中枢。

一方面，全球经济缓慢复苏，欧债问题长期存在，需求端忧虑限制价格上行发展空间。另一方面，诸国低利率政策也将因此而维持不变，扶助经济的努力和尝试也未曾休止。商品价格的参照系里，支撑其上涨的土壤（低利率）依然存在，欧债危机的解决进展、全球经济复苏的进程一旦出现好转，商品价格存在强劲反弹的可能。这也是 2012 年，豆市油脂较为关键的基本面，它将决定市场波动的空间。

二、投资策略推荐

我们在此报告中，操作策略上，强调季节性的操作机会。

连盘大豆在新年度波动区间预估 3950 点至 4850 点；连粕价格波动区间预估 2650 至 3350 区域，连豆油波动区域 8200 至 10500 点，而其波动空间将随宏观基本面变动可能会富有相当的弹性。

大豆季节性多头机会出现在 12 月至 1 月；季节性空头机会出现在 4 月、7 月、10 月；豆粕季节性多单机会出现在 12 月至 1 月、5 月至 6 月；季节性空头机会出现在 9、10 月份；豆油多头机会出现在 12 月，8、9 月份，季节性空头机会出现在 3、4 月份。

新纪元期货