

# 守则有余，攻则不足

——2012 资本大弈局系列之军形篇·豆类

## 核心内容

农产品牛市不再

2011 年以来，欧美债务危机使得系统性风险加剧，资金撤离整体商品明显，进入 2011 年第四季度，资金在抗跌性相对强的原油、黄金品种上出现加速撤离，说明在宏观环境不明朗的背景下，资金对待商品的态度趋于谨慎，对商品市场支撑力度减弱甚至构成一定的拖累作用。农产品风向标的 CBOT 玉米净多持仓比例在维持了大半年的历史性高位后，呈现拐头向下的趋势，从侧面上验证了农产品牛市已经不再。

兔起乌沉，龙年豆类市场先抑后扬

欧债危机的深化将促使美元持续走强，进一步压制大宗商品走势。对于豆类市场而言，拉尼娜威胁减弱、南美大豆有望再次丰产的预期不利于多头找到短期炒作点。加上一季度国内也正值传统春节时段，食品价格有维稳需求，故一季度豆类市场将延续 2011 年年尾的弱势震荡格局。临储收购大豆 4000 元/吨的价格，也将对期货市场构成强有力的支撑。预计大豆期价仍将在 4100-4500 的区间运行。而受制于进口成本的不断降低及生猪集中出栏期到来，预计豆粕表现将较大豆市场偏弱，运行区间将在 2700-2900 区间之内。豆油市场主要关注压榨利润和原油市场能否维持强势，我们对豆油市场保持偏乐观的看法，运行区间预计在 8700-9200 之间。

\* : dept\_paqhyjs@pingan.com.cn  
研究所 农产品研究小组

! : 丁红 (农产品研究)  
☎:86-755-83786973  
\* : dinghong052@pingan.com.cn

! : 廖磊 (农产品研究)  
☎:86-755-23963167  
\* : liaolei333@pingan.com.cn

! : 何贤钊 (农产品研究)  
☎:86-755-83786632  
\* : hexianzhao994@pingan.com.cn

---

## 《资本大弈局》系列序言

---

2011年是继2008年次债危机以来全球资本市场最为关键的一年，经过前期超发货币刺激，全球经济出现了短暂的恢复，但积重难返的发达经济体事隔三年后又再度爆发主权债务危机，二次探底风险的预期大大强化。9月以来，金融市场遭受新一轮抛售巨浪，“熊来了”的声音愈加响亮。

年底临近，盘点兔年展望龙年，在当前日益复杂的宏观趋势、政策变幻、市场动荡的背景下，平安期货研究所推出“资本大弈局”系列报告，紧扣当前“大变革”的市场主线，试图从多市场、多品种的角度深度剖释：已运行了近十年的超级牛市现已触及最关键时点，且无论是全球经济结构、商业周期，还是资产价格的盛衰、商品板块轮动等均已到了变局的临界点。

在这样的背景下，沿用以往的思维专注于基本面的研究或许已经无法把握市场的节奏。我们需要关注全球视野、关注经济周期、关注全球经济格局、关注大类资产价格波动；同时还要关注产业的兴衰、产业的轮动及供需层面对相关行业或品种的影响，才能对当前整个资本市场的重大变局有所认知。

基于这种想法，本系列报告以全球经济及商品结构周期为背景，在宏观视野下推开资本大场景的画面，深入探索历史上多轮资产价格牛熊周期的成因、变迁、事件等。同时，以重点产业或品种为主题切入，通过回溯历史牛熊周期痕迹，或结构对比，或事件分析，或背景论证，试图探索在当前资本大弈局影响下金融市场的牛熊变幻，进而辨清资产价格演绎的主脉络。

资本大弈局系列之豆类篇《守则有余，攻则不足》将为您解析全球资本市场大变局背景下，豆类能否独善其身。

---

## 摘 要

---

**全球资本市场大变局。**全球总需求水平依然低迷、欧盟债务危机仍在发酵，全球流动性状况的预期明显变化，2011年大宗商品的大幅下跌很可能预示着近几年牛市的终结，或者保守的说起码在未来几年大宗商品价格都很难在创出新高，大宗商品市场进入了大弈局的时代。

**农产品牛市不再。**2011年以来，欧美债务危机使得系统性风险加剧，资金撤离整体商品明显，进入2011年第四季度，资金在抗跌性相对强的原油、黄金品种上出现加速撤离，说明在宏观环境不明朗的背景下，资金对待商品的态度趋于谨慎，对商品市场支撑力度减弱甚至构成一定的拖累作用。农产品风向标的CBOT玉米净多持仓比例在维持了大半年的历史性高位后，呈现拐头向下的趋势，从侧面上验证了农产品牛市已经不再。

**南美大豆称霸市场，全球丰产压力再现。**通过对美豆/玉米比价及大豆种植收益数据分析，我们认为2012年大豆丧失种植优势已成定局，虽然随着种植面积的预期调整，大豆/玉米比价也有望在明年恢复至正常区间。而由于南美大豆近年产量增速较快及巴西和阿根廷两国货币兑美元贬值，南美大豆2011年出口优势凸显，全球供应压力逐步由美国转移至南美。且拉尼娜对南美大豆播种生长威胁减弱，后期南美大豆仍将再度丰产。综合分析，2012年面临比价关系回升、南美丰产的大豆市场应维持偏空思路。

**猪周期上涨阶段终结，豆粕需求前景黯淡。**本轮猪周期的猪粮比高点于2011年6月出现，随后持续走低，目前尚未见底。如果按照前三轮猪周期均值38个月计算，本轮猪肉价格上涨15个月，那下降阶段应该有23个月左右，这就意味着从长周期考虑，整个2012年猪肉价格或将处于下行通道，生猪养殖对于豆粕的支撑将难以匹敌本轮猪周期上涨阶段力度。再加上进口价格对豆粕后期走势起到支撑力度有限，国内难以找到更大的需求点撬动豆粕市场，豆粕市场前景黯淡。

**油脂行业景气度低迷，棕油仍将冲击豆油市场。**2012年印尼棕榈油产量将增加6.5%至2,450万吨，价格将下滑。虽然马来西亚棕榈油产量可能会持平，在1860万吨至1900万吨之间。但当下棕榈油种植范围正在扩大，东南亚其它国家甚至非洲南美也开始棕榈油种植，2012年棕榈油产量总体仍将增加，将继续对豆油市场造成冲击。

**2012年豆类市场先抑后扬。**对于豆类市场而言，拉尼娜威胁减弱、南美大豆有望再次丰产的预期不利于多头找到短期炒作点。加上一季度国内也正值传统春节时段，食品价格有维稳需求，故一季度豆类市场将延续2011年年尾的弱势震荡格局。而二季度在整体经济环境企稳或稍做喘息的情况下，国内通胀压力下行、无须面临限价政策出台预期，或将成为全年炒作的最佳时段，而临近中秋国庆双节也将刺激养殖业需求，也赋予豆类市场在二季度有摆脱弱势格局迎来新气象的动能。

## 目 录

《资本大弈局》系列序言 .....	2
摘 要 .....	3
兔起乌沉，全球资本市场大变局 .....	5
一、兔起乌沉，2011 年全球市场波诡云谲 .....	5
二、2012 年资本市场大变局，如何一掌屠龙之技 .....	6
大豆：南美大豆称霸出口市场，全球丰产压力再现 .....	8
一、美豆/玉米比价处于近半世纪低位，比价有望回升 .....	8
二、货币贬值提升南美大豆出口优势 .....	10
三、拉尼娜威胁减弱，南美大豆有望再次丰产 .....	12
豆粕：生猪上涨周期终结，消费提振力度有限 .....	15
一、巨量港口库存抑制豆价 .....	15
二、猪周期顶部呈现，猪粮比尚未见底 .....	15
豆油：油脂行业景气度低迷，棕油仍将冲击豆油市场 .....	18
一、油厂亏损额达两年高点，油脂行业景气度低迷 .....	19
二、进口豆棕油价差仍未见底，豆油市场承压 .....	20
三、失去政策支持，生物能源消费未来冀希于高油价 .....	18
守则有余，攻则不足 .....	22
一、一季度豆类市场将延续 2011 年年尾的弱势震荡格局 .....	22
二、二季度豆类或将摆脱弱势格局迎来新气象 .....	22
三、下半年行业政策引导为主 .....	23
图 表 .....	24

题记：昔之善战者，先为不可胜，以待敌之可胜。  
——《孙子兵法·军形篇》

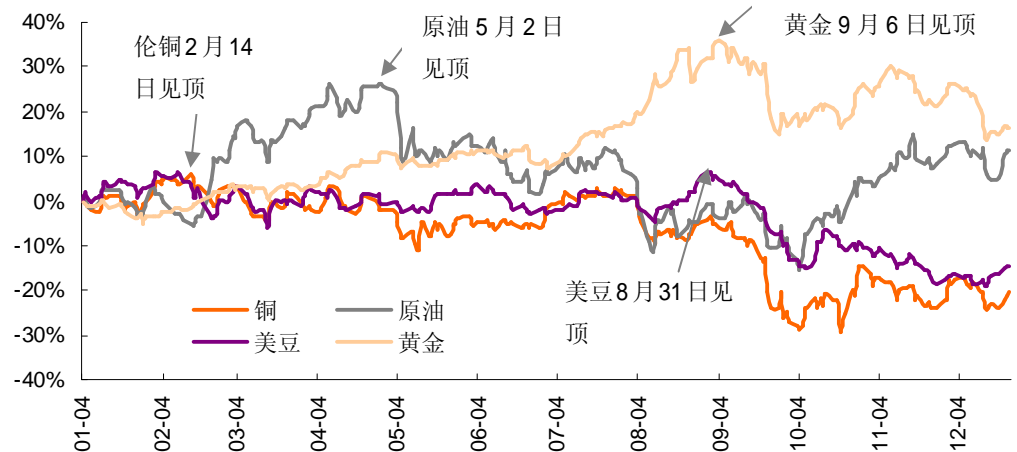
## 兔起乌沉，全球资本市场大变局

### 一、兔起乌沉，2011 年全球市场波诡云谲

2011 年全球经济可谓跌宕起伏，经济形势复杂多变。国际方面，标普下调美国长期主权信用评级，随后欧债危机下调评级风暴席卷而来，使得人人自危。受制于全球经济增长趋缓，主要新兴市场国家经济增速也普遍出现回落。对于中国而言，2011 年是内忧外患、纷繁复杂的一年，紧缩的货币政策使得经济增长开始下滑，地方债、中小企业融资难、房地产调控等各种矛盾的集中爆发更加催化了市场的悲观预期。

2011 年以来，国际市场大宗商品价格震荡剧烈。年初，全球流动性过剩依旧主导市场思维，大宗商品价格持续攀升，农产品相对弱势但也保持了箱体震荡格局。由于供需报告数据利好，美豆一度创出 2009 年后高点。好景不长，8 月以来市场对未来全球经济减速的担忧进一步加剧，避险资金纷纷涌入黄金和债券市场，全球大宗商品市场大幅下挫，刚刚崭露头角的豆类市场也随之创出年内低点。

图1-1:本轮大宗商品下跌呈现出一定的先后次序（以年初为基准）



资料来源: wind、平安期货研究所

本次大宗商品价格的快速下跌，与 2008 年美国次贷危机集中爆发时相似，都是一次普遍性的下跌，基本金属、能源、农产品和贵金属价格的下跌只有先后区别，而无涨跌互现的结构特征。我们认为，本轮大宗商品价格的下跌是基本面因素、流动性因素以及利空事件等多重负面因素叠加所引发的“共振效应”。相较于其他大宗商

品而言，农产品较综合指数略显抗跌，这主要是农产品金融属性尚不及有色金属和跟随原油走势的能源化工品强。纵观全局，虽然农产品指数与综合指数相较而言显得抗跌，但单就其本身走势而言，也走出了较为明显的下跌。

## 二、2012年资本市场大变局，如何一掌屠龙之技

### 1、欧洲问题仍无解，美元地位无法撼动

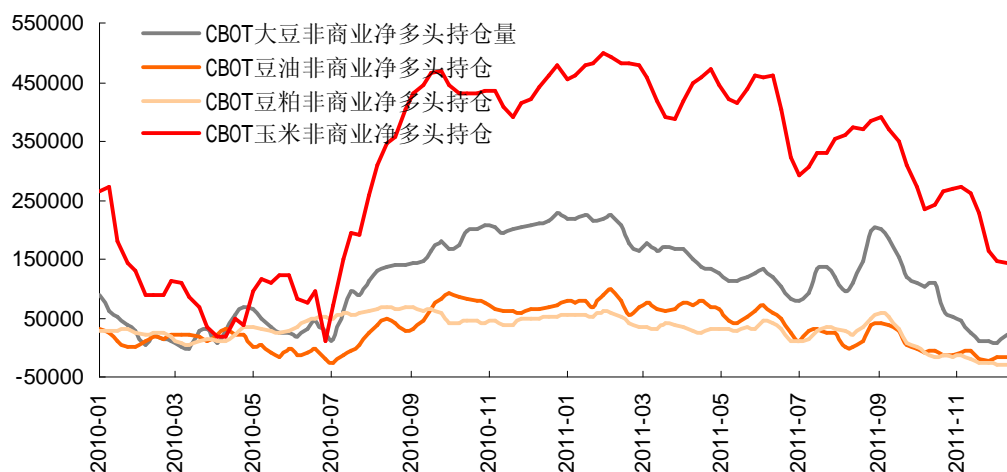
2011年欧债危机从小型边缘国家逐步向核心成员国蔓延，欧洲银行业系统性风险浮现。当前，国债收益率徘徊于7%警戒线的意大利，及国债收益率达6%上方的西班牙已经被卷入债务危机风暴中。2012年，欧债危机对全球经济的影响将有增无减。

2011年美国复苏势头缓慢，2012年，由于全球经济环境的诸多不确定因素，加上美国房地产市场目前难以出现根本性好转，美国的复苏之路仍将步履艰难。在通胀率大幅下滑与经济增速显著放慢的背景下，2012年，中国宏观政策环境微调空间将有进一步放大。但需要注意的一点是，09年以来，美国经济增长相对于全球经济增长表现相对走稳，加上欧洲问题一直悬而未决，将对美元构成支撑，美元霸主地位无法撼动。美元汇率的走强将对大宗商品的价格构成压力，同时也将进一步降低美豆的出口竞争力。

### 2、豆类非商业净多头持仓降至两年内低点，农产品牛市不再

2011年以来，欧美债务危机使得系统性风险加剧，资金撤离整体商品明显，进入2011年第四季度，资金在抗跌性相对强的原油、黄金品种上出现加速撤离，说明在宏观环境不明朗的背景下，资金对待商品的态度趋于谨慎，对商品市场支撑力度减弱甚至构成一定的拖累作用。农产品风向标的CBOT玉米净多持仓比例在维持了大半年的历史性高位后，呈现拐头向下的趋势，从侧面上验证了农产品牛市已经不再。

图 1-2: CFTC 玉米净多持仓拐头向下



资料来源: wind、平安期货研究所



豆类非商业净多头持仓在 2011 年 8 月份达到阶段性的顶峰，9 月份之后持续加速收缩，目前已经达到两年内低点，大豆、豆粕非商业多头净持仓跌至零线下方，四季度基本维持净空状态。在宏观环境不明朗的背景下，资金对商品的支撑力度减弱，尤其在某些政策敏感时间点资金流出将更为明显，缺乏量能基础的豆类市场反弹力度也将受到牵制。

本篇报告作为 2012 年的开局之作，将带领读者盘点兔年展望龙年，以全球经济及商品结构周期为背景，紧扣当前“大变革”的市场主线，对豆类市场供需情况、种植面积、比价关系、猪周期、进出口国货币政策等行业细节因素逐一深度剖析。

兔起乌沉，我们将于一片混沌中为读者辨清 2012 年大豆市场演绎的主脉络，把握整体市场及品种间强弱关系转换的关键点，做到攻守兼备、游刃有余，方能在 2012 年一掌屠龙之技。

## 大豆：南美大豆称霸出口市场，全球丰产压力再现

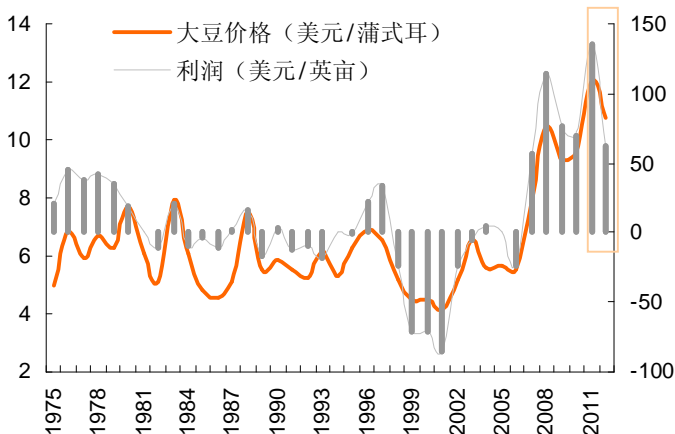
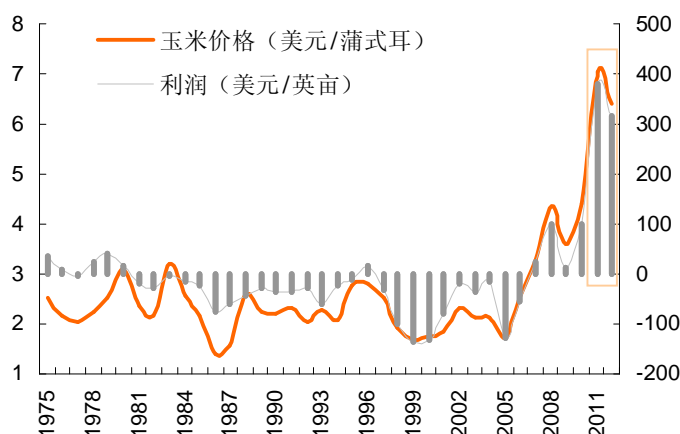
### 一、美豆/玉米比价处于近半世纪低位，比价有望回升

大豆属于耐旱作物，不仅在美国的中西部地区大量种植，而且在中部、南部、东南部地区也有种植。从历史统计来看，美国大豆和玉米在 26 个州存在显著的争地现象，而大豆与棉花仅在 4 个州存在显著的争地现象，这就是为什么历年大豆/玉米比价对来年春季播种如此重要的原因。在讨论过比价的重要性后，我们将对比价区间对种植面积产生影响进行分析。

近年来，美豆和美玉米种植成本差异没有明显变化，美豆和玉米的单产都呈下降趋势，但因玉米价格上涨幅度比美豆快，两者的种植利润差在扩大，所以单产差呈下降趋势。美国农业部截止 2011 年 12 月 9 日全年各品种均价相对 2010 年涨幅以及最新 2011/2012 年度单产数据显示，每英亩玉米、大豆种植利润分别为 378、135 美元，每英亩大豆种植利润较玉米少了 243 美元，这使得目前市场普遍认为来年大豆种植面积仍将持续下降，但我们认为，大豆/玉米比价关系有望在 2012 年修复，大豆种植面积将在 2012 年有所回升。原因如下：

图2-1: 若2012维持2011年4季度均价，玉米种植保持高利润

图2-2: 若2012维持2011年4季度均价，大豆利润仅微降



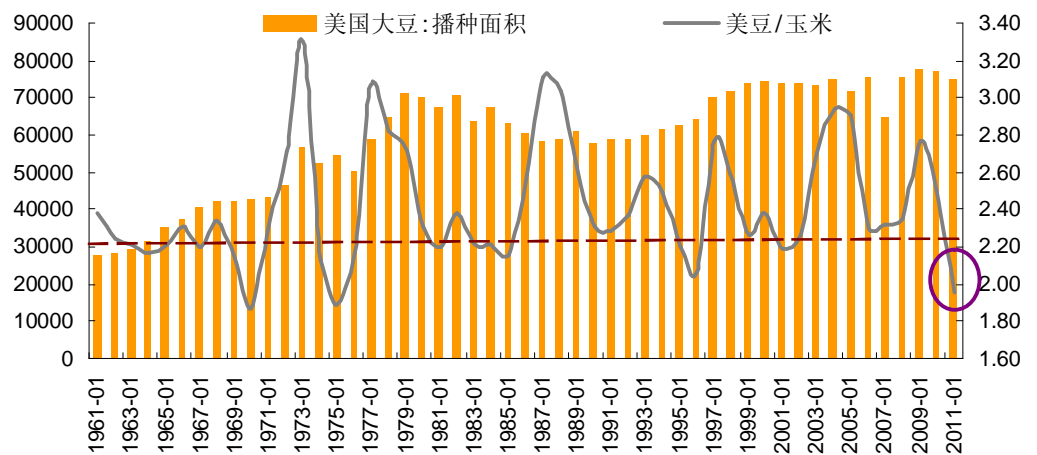
资料来源:USDA、平安期货研究所

从历年美豆/玉米比价图里面可以发现，1961 年至今大豆与玉米的比价均值为 2.42，以 2.4 为中轴，比价在 2.2-2.6 之间波动属于正常范畴，对下一年度大豆、玉米播种的影响较小，如果比价偏离 2.2-2.6 的正常波动区间，则对下一年度大豆、玉米播种面积的增减将起到重要作用。大豆/玉米比价偏低的年份分别为 1969 年、1970 年、1975 年、1995 年、2006 年来，在这相似的五年时间里，大豆种植面积在总面积



中的占比均出现了不同程度的下跌，意味着大豆/玉米在比价低于 2.2 之下时，美国农民在来年的种植选择中更倾向于玉米。但从图中可以发现，历史上比价偏低的年份持续时间为大多为 1 年左右，仅 1969-1970 年连续两年出现偏低的比价，但在 1970 年后大豆/玉米比价也回升至 2.1 左右。对比目前的状况，自从 10 年 9 月开始，美豆/玉米比价开始持续低于 2.2，截止到目前为止已经持续 16 个月的时间。所以，根据历史规律我们认为美豆/玉米比价有望在后期逐步回升至 2.1 之上，换言之，大豆/玉米比价有望在 2012 年恢复至正常区间，大豆种植面积将在 2012 年有所回升。

图2-3:美豆种植面积及美豆与玉米比价图



资料来源: wind、平安期货研究所

国内也存在类似情况，近两年种植玉米收益明显高于大豆收益，主产区同为东北三省的大豆和玉米有“争地”之势，农民纷纷在原来的大豆地里改种玉米，2011年玉米种植面积增幅惊人，但我国大豆对外依存度超过 70%，国内定价权较弱，所以此部分我们仅对美豆/美玉米比价关系及种植面积探讨。

图2-4:国内玉米种植利润仍远高于大豆

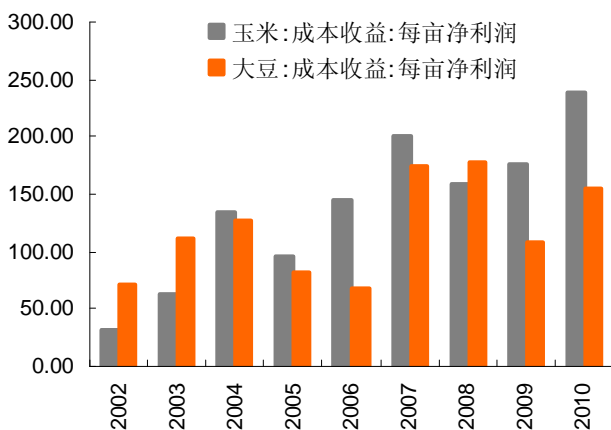
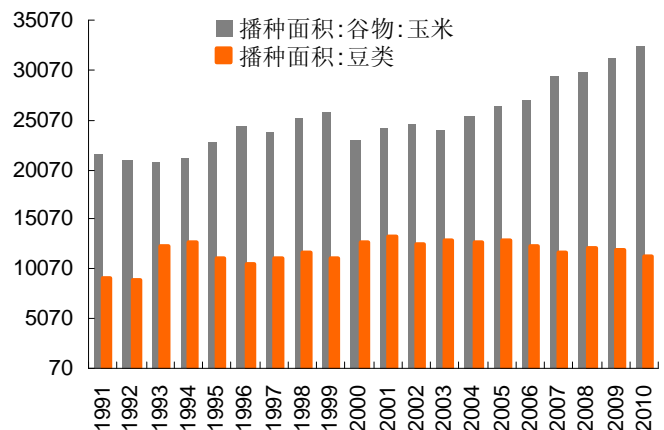


图2-5:近几年玉米种植面积不断增大,大豆缩小

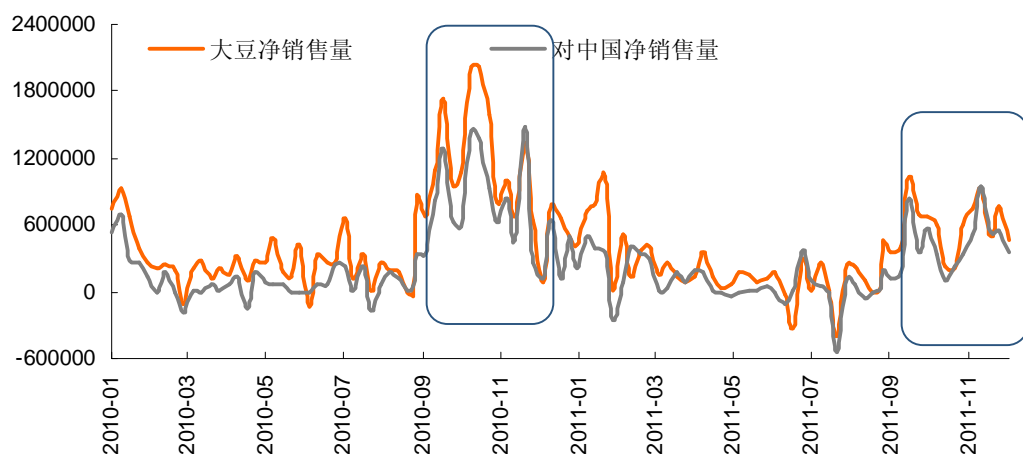


资料来源:wind、平安期货研究所

## 二、货币贬值提升南美大豆出口优势

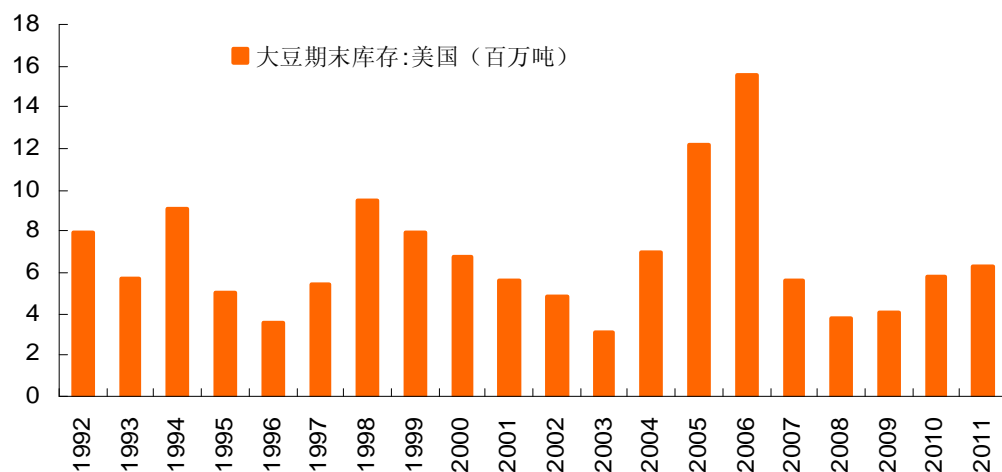
目前美国大豆收割工作已经基本结束。由于南美陈豆供应充足，致使美国大豆出口需求一直低迷不振。据美国农业部数据显示，截止到 12 月 1 日，大豆出口销售总量达全年出口预测总量的 61.2%，远落后于五年平均进度为 66.8%，美国农业部在十二月份供需报告中预计 2011/12 年度美国大豆期末库存为 2.3 亿蒲式耳，比上月的预测上调了 18%，也比市场预期高出 1600 万蒲式耳，创下了五年来的最高水平。大豆期末库存对用量比为 7.6%，这将是自 2006/07 年度以来的最高水平。美国大豆出口数据下调了 2500 万蒲式耳，为 13 亿蒲式耳。各项数据表明，美豆 2011/2012 年出口及加工量数据不甚乐观，滞销非常严重。

图 2-6:美豆出口数据远低于去年同期



资料来源:USDA、平安期货研究所

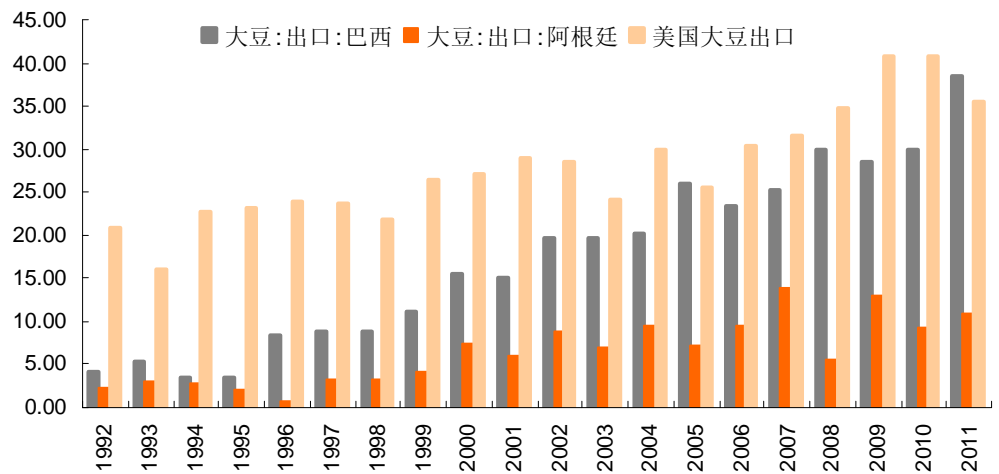
图 2-7:美豆虽减产但期末库存较去年仍有增长



资料来源:USDA、平安期货研究所

与美豆销售迟缓相比，南美大豆则表现红火。数据显示，2011年九月到十月期间，美国的大豆出口和加工量降至1374万吨，而同期阿根廷的出口和用量增长了15%，巴西增长了21%。南美大豆出口和用量增至2220万吨，创下历史同期最高水平。相关机构调查显示，刚刚进入集中播种期的巴西2011/12年度大豆作物已经有36%被售出，而5年销售均值仅有25%，巴西大豆出口量在2011年第一次超过美国成为全球大豆第一出口国。

图 2-8:巴西大豆出口量首年超过美国



资料来源:USDA、平安期货研究所

巴西得以赶超美国，一方面是因为南美大豆产量增加快速，另一方面，因为巴西和阿根廷两国的货币兑美元贬值使其大豆颇具出口竞争优势。自2011年9月份以来，巴西雷亚尔和阿根廷比索兑美元出现明显贬值，这使得以美元进行国际贸易的南美大豆较美豆而言有很大的价格优势，因此世界各国的贸易商弃美豆而采购南美大豆，这令本应在9月开始步入出口高峰期的美豆始终处于出口需求较为低迷的阶段，对美豆期价构成了一定的打压。

图 2-9:美元兑巴西币汇率图



资料来源:Wind、平安期货研究所

图 2-10:美元兑阿根廷比索汇率图

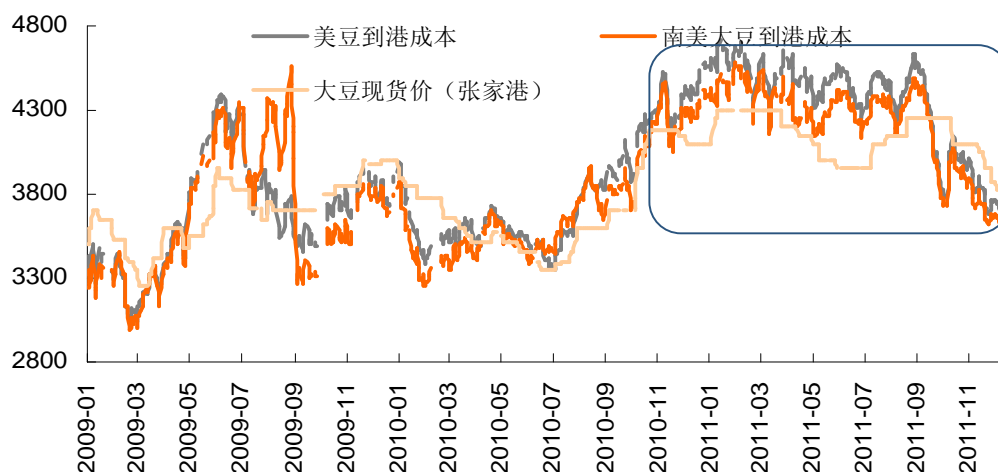


资料来源:Wind、平安期货研究所

而且从目前美元指数的走势来看,上升趋势已经完全形成,经历短暂盘整后 2012 年美元指数将继续保持强势,届时美豆的出口优势将再被削弱。

目前中国从美国进口大豆的完税成本价格不足 3800 元/吨,而从巴西进口大豆的完税成本价格为 3760 元/吨,也就是说,美国大豆价格依旧高出巴西大豆价格 40 元/吨左右,处于价格劣势的美国大豆依旧缺乏出口竞争力。另一方面,美国糟糕的肉鸡存栏和活牛存栏拖累国内的压榨需求,而目前存栏中只有生猪存栏出现同比增长,对饲料需求的支持相对有限。

图 2-11:美豆进口成本反超南美大豆



资料来源:WIND 资讯、平安期货研究所

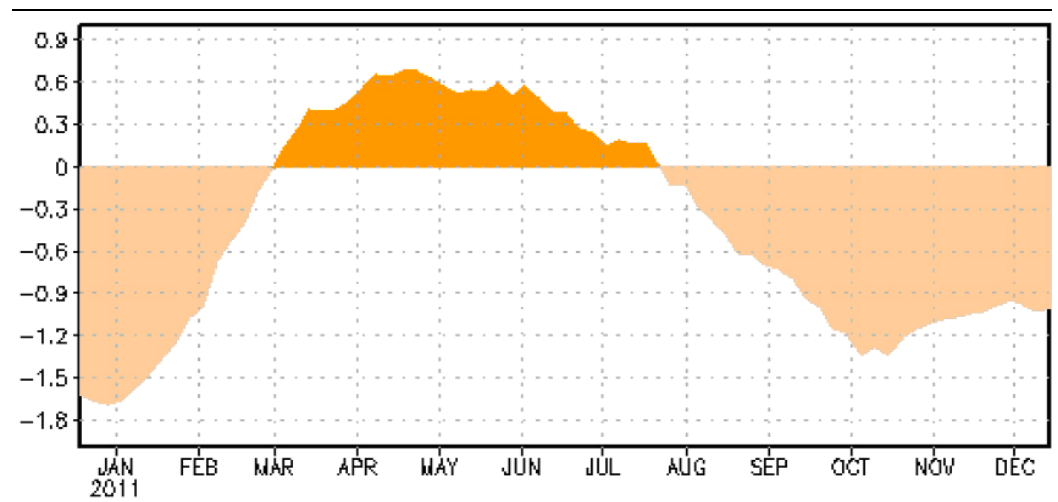
### 三、拉尼娜威胁减弱,南美大豆有望再次丰产

当前正值南美大豆进入生长期,从最近的天气状况情况来看,2011 年南美大豆的播种及生长情况非常顺利,不过目前市场对产量前景存在一定的分歧,如 USDA 预计

11/12 市场年度巴西大豆产量为 7500 万吨，但巴西农业部下属的巴西国家商品供应公司 Conab 预计该国 11/12 年度大豆产量料将降至 7129 万吨。不过结合其他机构的信息来看，市场总体对巴西和阿根廷大豆的产量预估较为乐观。当然，目前南美大豆还处于生长初期，产量最后究竟会如何变化主要取决于关键生长期的天气状况，而天气是最为捉摸不定和最难预测的影响因素，下面本文从目前市场较为关心的拉尼娜现象展开简单分析。

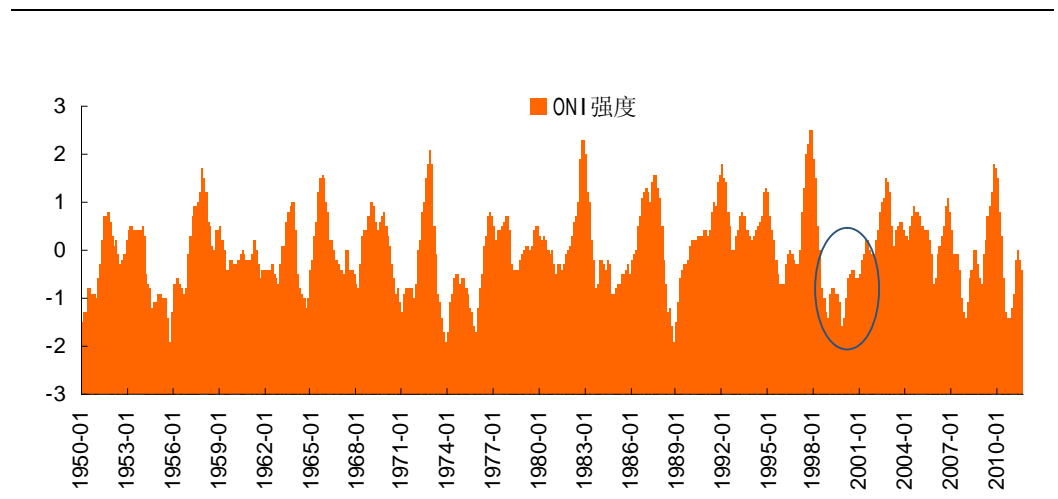
从美国国家海洋大气局 NOAA 上的数据显示来看，自 2011 年 9 月份后，太平洋海表温度开始持续三个月低于  $-0.5^{\circ}\text{C}$ ，根据拉尼娜现象的定义，目前拉尼娜现象刚刚进入形成阶段。

图 2-12:海水温度逐步回升



数据来源：NOAA、平安期货研究所

图 2-13:仅 2000 年出现过拉尼娜相隔较近情况



数据来源：NOAA、平安期货研究所

在正常情况下，赤道太平洋的平均海温呈现“西暖东冷”的特点；发生厄尔尼诺现象时，会转变为“西冷东暖”；发生拉尼娜现象时，则是令“西暖东冷”的程度较常年加重。所以拉尼娜现象对气候的影响比厄尔尼诺现象更难预测。

但是从图上可以看到自 2011 年 10 月以来，海水温度处于不断回升过程，拉尼娜强度在不断减弱。而且对比历史上拉尼娜气候发生时间可以看到，此次的拉尼娜同上一次拉尼娜现象形成间隔不到 5 个月的时间。历史上同期相隔这么近的情况仅在 2000 年发生过一次，且持续时间不超过 5 个月，力度也较轻。所以，我们认为此次拉尼娜持续时间将较短，对于南美大豆影响可能较弱。

每年北半球秋粮重要生长期 5-8 月很容易出现天气炒作，而小麦、油菜籽更多关注冬春旱情况。2011 年美国四大主要农产品均出现干旱导致的单产普遍下降 5% 情况，但实际农产品价格并没启动持续炒作，而是受宏观利空影响跌跌不休，这可以侧面证明市场普遍对未来供需变化较为乐观。除非原油走势超预期强劲导致生物能源消费高涨，否则除非 2012 年出现极端不利气候重挫农业生产，普通中轻度天气不利更多只是带来下跌后的反弹走势。

通过对美豆/玉米比价及大豆种植收益数据分析，我们认为 2012 年大豆虽然将丧失种植优势，大豆/玉米比价有望在 2012 年恢复至正常区间，大豆种植面积将在 2012 年有所回升。而由于加上拉尼娜对南美大豆播种生长威胁减弱，后期具有出口优势的南美大豆仍将再度丰产。综合以上，我们对 2012 年大豆市场维持偏空思路。



## 豆粕：生猪上涨周期终结，消费提振力度有限

### 一、巨量港口库存抑制豆价

2011年以来，大连豆粕期货从年初的3500元/吨一线跌至目前的2700元/吨，累计跌幅达23%。除了国家调控和欧美债务问题造成的利空以外，由于美国自身压榨需求疲软及南美货币贬值造成对美国的出口冲击也是主要原因。

2011年春节以来，我国港口大豆库存迅速攀升，年内绝大部分时间里港口大豆库存超过600万吨。依据国家粮油信息中心报告预测，12年1月份我国进口大豆到港量仍将继续维持高位，预期在500万吨左右。受港口大豆到货量居高不下以及1月份春节长假的影响，今后两个月，沿海地区进口大豆库存有望走升，12月底可能增至650万吨；明年1月逼近甚至超过700万吨，到达历史高位。

图3-1:港口大豆库存仍居高位

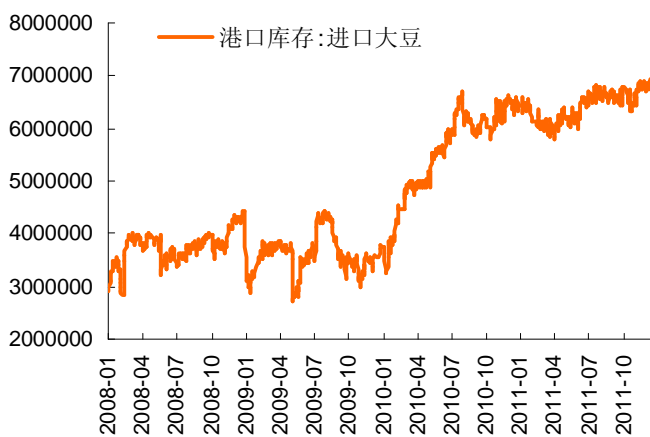
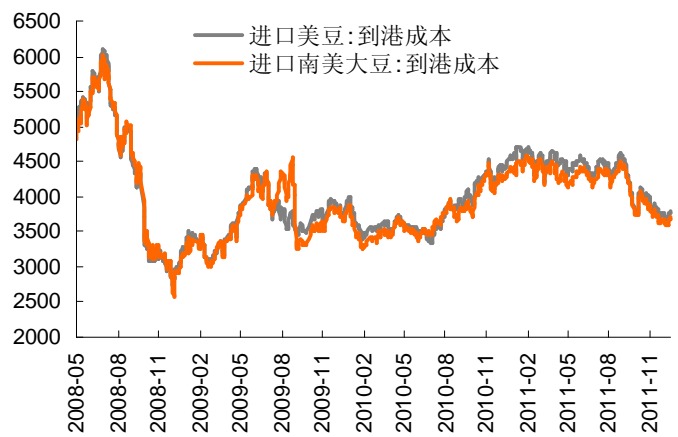


图3-2:进口大豆成本持续回落



资料来源:WIND、平安期货研究所

由于我国豆粕主要采用进口大豆压榨，所以大豆进口成本对豆粕价格起到较大影响。目前中国从美国进口大豆的完税成本价格不足3800元/吨，而从巴西进口大豆的完税成本价格为3760元/吨，且从第一部分的分析，我们认为进口大豆价格有可能持续回落，进口价格对后期豆粕走势起到支撑作用将非常有限，加上历史高位的港口库存压制，豆粕将难以摆脱供应过剩格局。

### 二、猪周期顶部呈现，猪粮比尚未见底

中国特有的饮食结构使得猪肉显得尤为重要，从数据来看，猪肉价格与CPI走势

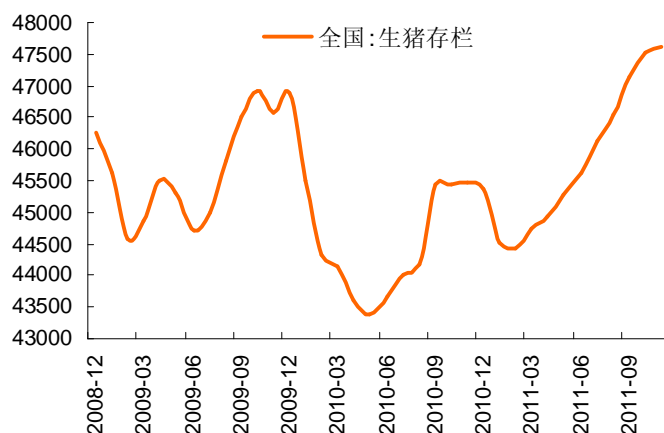
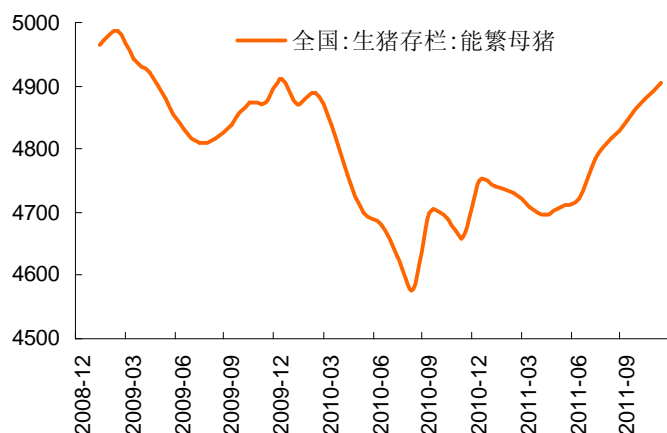
有着良好的正相关关系，所以长期以来中国的通胀被猪肉价格波动牵引，猪周期甚至被某些学者上升为宏观经济周期的表象。

从2000年至今，我国一共经历了三个完整的猪周期，前三个周期均值为38个月，即3年左右。本轮猪周期始于2010年6月，到2011年9月份的新高，猪肉价格上涨阶段已经持续了15个月，截止至12月9日，猪肉价格出现了持续回落，也未出现往年年底小幅走高迹象，所以我们认为本轮猪周期的顶部区域已经形成，后期将运行至下跌阶段，猪肉价格仍有回落空间。当然需要注意的是，这个论据的成立是基于国家不出台生猪养殖业临时干预政策及不发生重大疫情的前提下。

影响猪肉价格的因素是多方面的，但和所有商品一样，成本和供给的调整是最为关键的。

图3-3: 能繁母猪量持续攀升

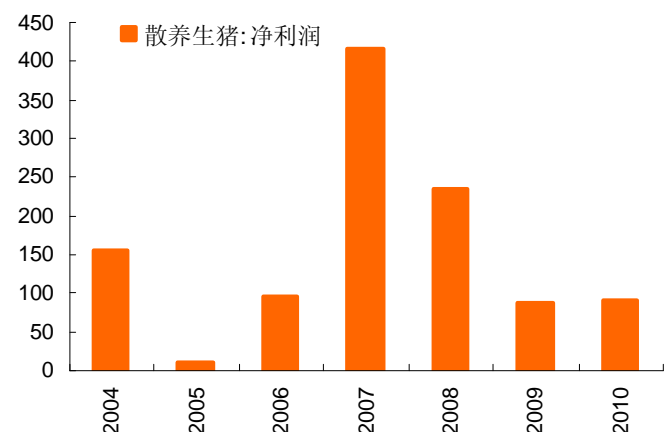
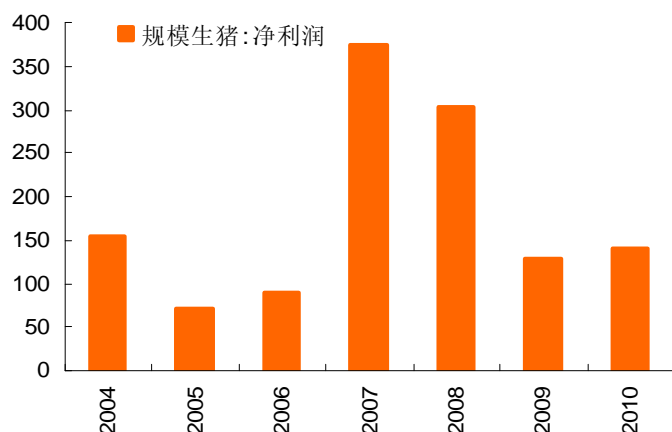
图3-4: 生猪存栏量也处于高位



资料来源: WIND、平安期货研究所

图3-5: 规模生猪净利润并没较大增长

图3-6: 散养生猪利润基本较去年持平



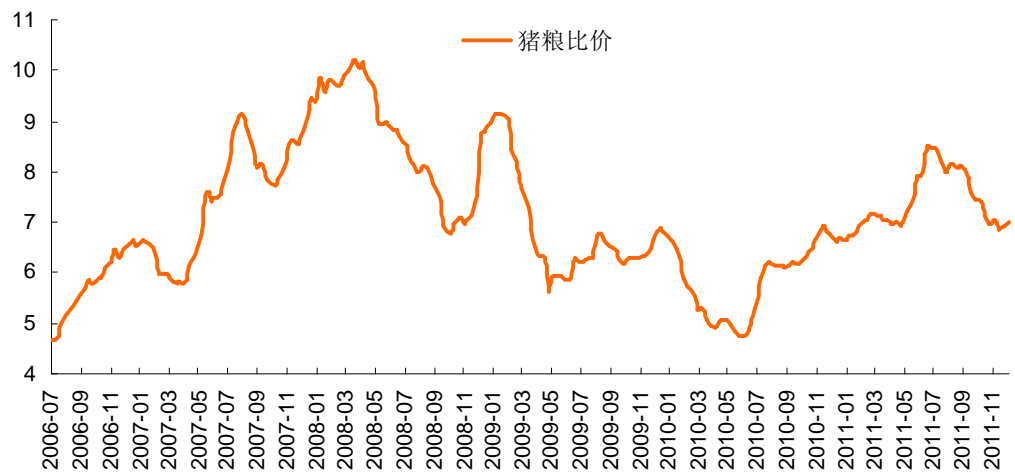
资料来源: WIND、平安期货研究所

养猪成本的改变将致使生猪存栏量发生变化，进而使得供给面发生调整，一旦市场供需平衡被打破，猪肉价格会随之发生波动。生猪养殖厂会依据猪肉价格的波动情

况对养殖规模进行调整，最终传导至当期母猪存栏量，这将最终决定下期生猪供给量，从而形成一个闭合传导链。在末端需求未发生较大变化的前提下，猪肉价格会随着猪粮比呈现同周期性的正相变化。

本轮猪周期的猪粮比高点于2011年6月出现，随后持续走低，目前尚未见底。如果按照前三轮猪周期均值38个月计算，本轮猪肉价格上涨15个月，那下降阶段应该有23个月左右，这就意味着从长周期考虑，整个2012年猪肉价格或将处于下行通道，生猪养殖对于豆粕的支撑将难以匹敌本轮猪周期上涨阶段力度。

图 3-7：猪粮比持续回落



数据来源：WIND、平安期货研究所

另有一点需要关注的是，有关部门表示，为了稳定猪肉价格，2012年有可能推出部分猪肉期货的品种，假设相关生猪期货品种推出，有可能改变市场结构及传统定价模式，后期我们将对此进行持续跟踪。

综合以上两点，历史高位的大豆港口库存压制，进口价格对豆粕后期走势起到支撑力度有限，加上随着生猪价格拐点出现，国内难以找到更大的需求点撬动豆粕市场，豆粕市场前景黯淡。

## 豆油：油脂行业景气度低迷，棕油仍将冲击豆油市场

### 一、油厂亏损额达两年高点，油脂行业景气度低迷

我国植物油产品种类丰富，拥有诸如大豆油、菜籽油、花生油、棉籽油、玉米油和葵花籽油等十几个品种，大豆油、菜籽油、花生油和棉籽油分别占我国植物油产量的 44%、29%、11%和 10%。在油脂加工环节，大豆压榨一改去年景气行情，陷入了全行业亏损的窘境。2011 上半年我国榨油厂因豆粕价格低迷、油脂限价令等诸多因素而普遍处于亏损，下半年虽然有所改善，但在岁末时节又深陷泥淖，12 月初黑龙江、江苏和广州大豆压榨每吨分别亏损 81 元、508 元和 600 元，亏损额处于两年以来的高点。可以看到，在最近的一年多时间里，国内大豆理论压榨利润在大部分时间内处于大幅、持续亏损状态，这在历史上是史无前例的，在政策调控之前也是无法想象的。大豆压榨的持续亏损也使得豆油市场需求难以得到提振。

图4-1:进口大豆（江苏）压榨利润巨幅亏损

图4-2:国产大豆（大连）压榨利润也处亏损之中



资料来源:WIND、平安期货研究所

中国大豆压榨企业大豆加工产能的持续“大跃进”是近年来国内大豆进口量总体增长以及今年压榨行业较长时间处于亏损状态的重要原因，预计到 2011 年底，我国大豆压榨能力将超过 1 亿吨（其中主要是来自内资企业的大举扩建）达到 1.2 亿吨，这是造成国内压榨行业对于 2011 年国内大豆进口形势出现“继续大幅增长”误判的主要根源。而从数据上来看，2010 年，大豆进口量从上一年度的 4255.2 万吨激增至 5480 万吨，增幅高达 28.8%，而国内压榨行业的一些人士对于 2011 年大豆进口节奏做出了较高的预估，进口量预估值最高达到过 5700-5800 万吨，但终端豆粕市场实际需求的增幅远未能与此预期相匹配，因而就不难理解为何国内部分油厂从 2010 年 11 月份以来，

长时间处于大豆压榨亏损处境之中。

## 二、进口豆棕油价差仍未见底，豆油市场承压

因东南亚棕榈油产地天气良好，2011年棕榈油产量显著增长。马来西亚4-9月份的棕榈油产量同比增加17%，9月份库存飙升至212万吨的历史次高位。增产和库存压力导致棕榈油价格持续低迷，棕榈油相对于豆油的价格优势得到强化，这吸引了国内厂商扩大棕榈油进口量来替代进口豆油。2011年前10个月我国棕榈油累计进口量较去年同期增加11.4万吨，同期豆油进口量减少了9.6万吨，进口棕油冲抵了同期豆油进口量。

图4-3:棕油月进口数量远超前于豆油

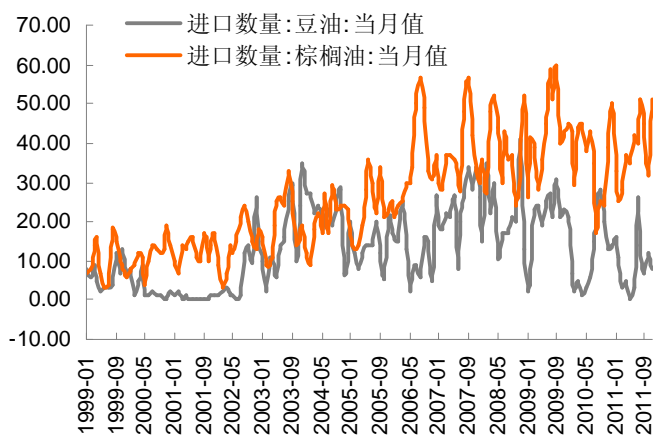
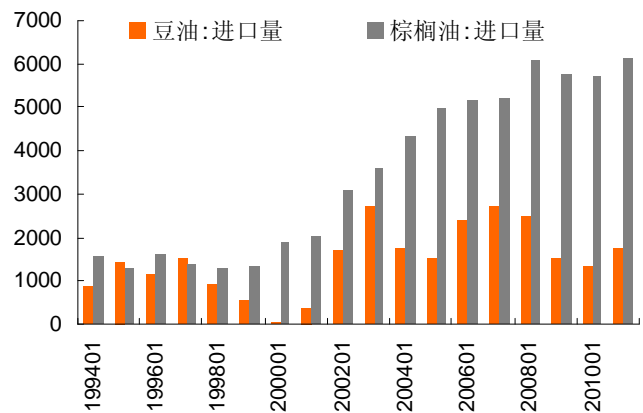


图4-4:近年棕油进口数量不断加大

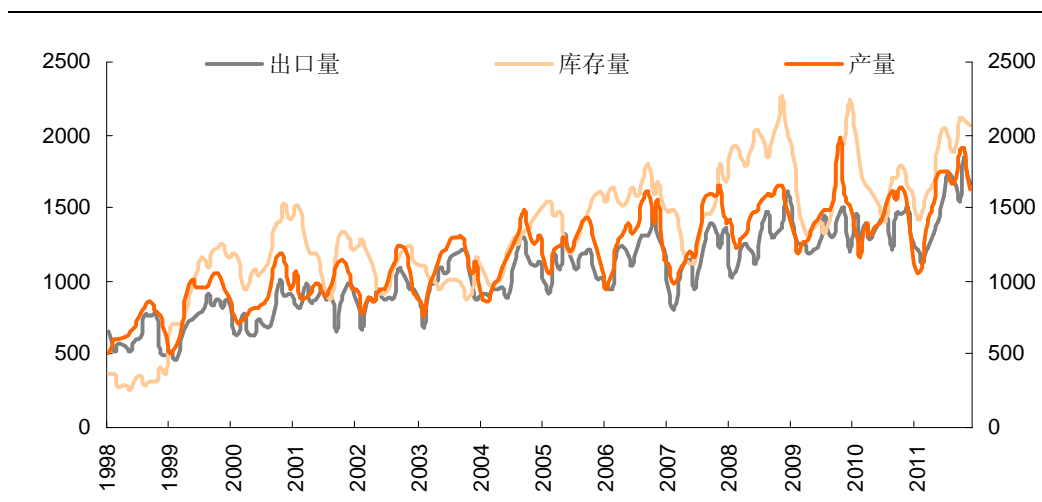


资料来源:WIND、平安期货研究所

印尼方面消息显示，2012年该国棕榈油产量将增加6.5%至2,450万吨，价格将下滑。虽然2012年马来西亚棕榈油产量可能会持平，在1860万吨至1900万吨之间。但是，当下棕榈油种植范围正在扩大，东南亚其它国家甚至非洲南美也开始棕榈油种植，2012年棕榈油产量总体仍将增加，将继续对豆油市场造成冲击。

而从价差关系分析，2011年1-9月连盘豆棕价差的持续走强。10月份，棕榈油进入传统的需求淡季，但由于印尼于10月份上调毛棕油出口关税（15%→16.5%），棕油需求国转向马来西亚采购，且季风降雨阻碍马来西亚油棕的收割工作，导致豆棕价差从高位回落。随后11月份欧洲、中国及印度冬季减少进口，豆棕油期、现货价差协同快速下跌。截至目前，连盘豆棕连续合约价差在858点，略低于近两年均值928.64点，短期的回归基本到位；而现货进口豆棕油价差在963元/吨，距离近两年均值677元/吨仍有回落空间。

图 4-5: 马来西亚棕油产量不断创新高

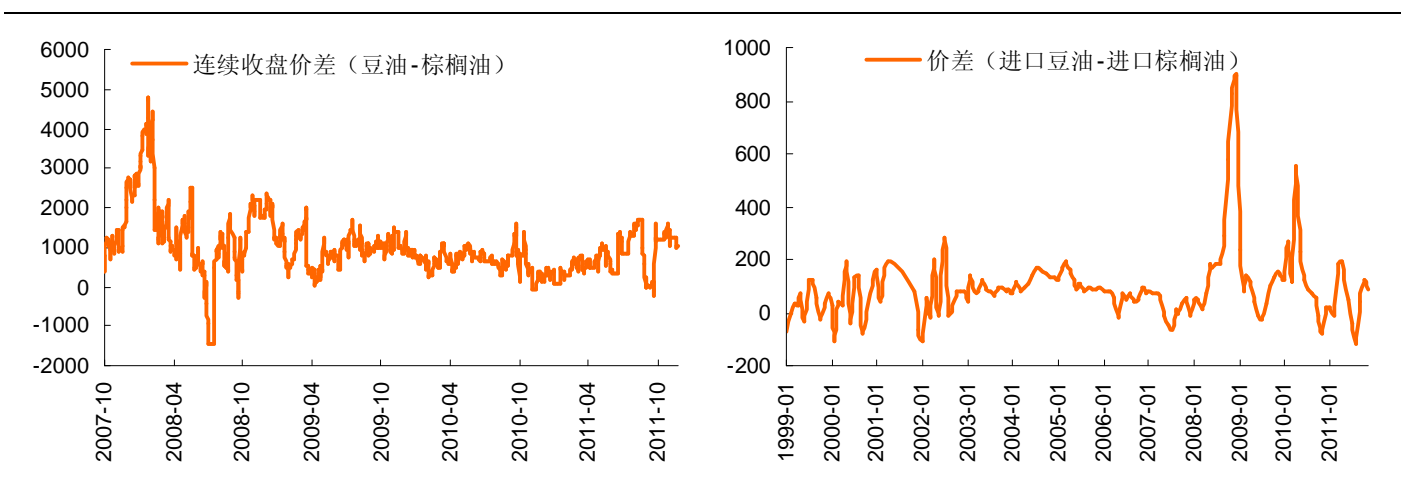


资料来源: WIND、平安期货研究所

所以, 在棕榈油 2012 年增产及进口豆棕油价差继续寻底的背景下, 豆油市场仍将承受棕榈油带来的冲击。

图4-6: 豆油棕油连续价差图

图4-7: 进口豆油、棕油价差图



资料来源: WIND、平安期货研究所

### 三、失去政策支持, 生物能源消费未来冀希于高油价

#### 1、2011 年仅油脂生物能源消费出现高速增长

在原油价格涨幅有限, 玉米及糖价格高企, 而油脂价格相对弱势加上美国恢复补贴情况下, 2011 年生物能源消费仅油脂制生物柴油出现较高增长, 美国玉米制酒精以及巴西甘蔗制酒精均保持平稳。另外, 尽管 2011 年糖价表现抢眼, 但玉米价格高涨推升果葡糖浆成本以及交叉替代消费需求接近饱和, 导致美国玉米制果葡糖浆的消费增长也趋于停滞。



图4-8:2011年美国燃料酒精产量较上年略微下降

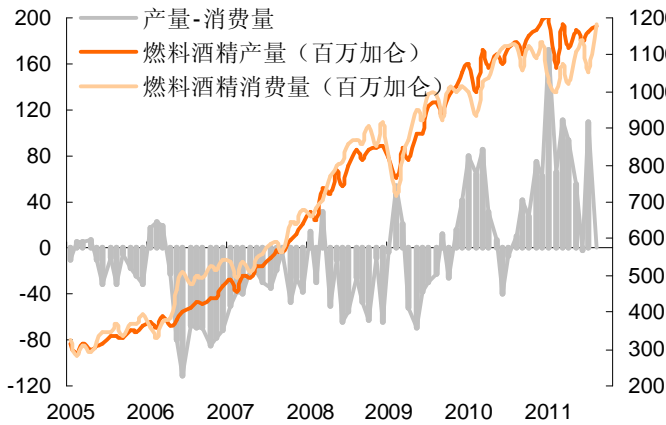
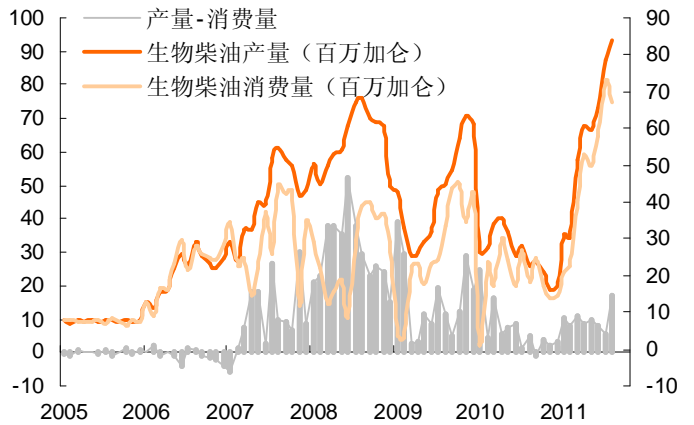


图4-9:2011年美国生物柴油产量和消费量持续快速增长



资料来源:EIA、平安期货研究所

## 2、生物柴油补贴政策即将到期，消费增速或将放缓

经过2011年4季度价格连续调整，而原油价格保持强势，美国生物能源生产出现近几年少有的较高利润，短期必然会刺激相关生产。根据IOWA模型估算，截止2011年11月美国豆油制生物柴油，相对可变成本利润达到2008年最高利润的两倍；玉米制酒精相对可变成本利润也摆脱2008年以来低迷走势出现明显上升。

图4-10:2011年11月美国玉米制酒精生产利润出现明显上升走势

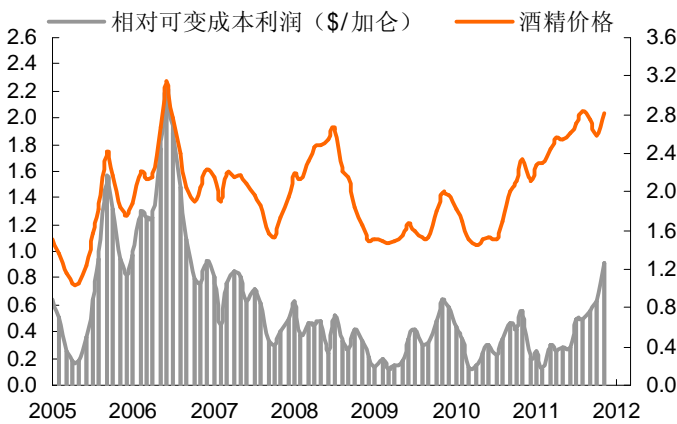
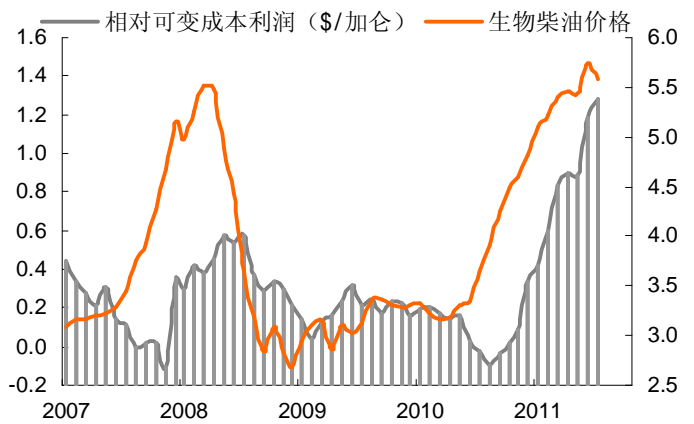


图4-11:2011年美国豆油制生物柴油利润持续快速上升



资料来源:IOWA、平安期货研究所

从美国燃料酒精与汽油比价以及生物柴油与柴油比价看，生物能源并不具备价格优势，尤其是生物柴油，相比普通柴油贵了40-50%。但2011年美国生物柴油产销两旺就是在高比价背景下发生的，显然从市场经济角度来看，消费增长并非来自市场而是政府，因此消费增长趋势并不确定，未来演变受制于政策支持。所以临近年底美国宣布对生物柴油的补贴政策将于2011年12月31日到期，也将对未来一个阶段的生物柴油行业构成利空，消费增长趋势或将走弱。

近年来豆油产业链行业景气度持续低迷,特别是 2011 年下半年油厂压榨亏损额处于两年以来的高位。展望 2012 年,美国取消生物柴油补贴将使得豆油需求整体下降,棕榈油的增产使得对豆油的替代作用更加明显。这将使豆油市场显著承压,预计走势将以震荡为主,难以形成单边上涨的趋势行情。

---

## 守则有余,攻则不足

---

前文通过对供需面、比价关系、种植面积、猪周期、天气、行业政策等细节因素展开剖析,我们已经将大豆、豆粕、豆油的期、现货市场脉络有了较为详细的了解,也对来年走势做了基本定调。2012年,在以国储临时收储价格为最后底线,供需或陷入失衡的大豆市场可概括为“守则有余,攻则不足”,走出先抑后扬的概率较大。下面我们将结合2012年需要重点关注的宏观货币政策及相关事件时间点对2012年大豆市场蓝图做更为详细的阐述。

2011年7月开始,我国持续了一年的通胀步入下降通道,2012年国内经济增速回落将继续减轻通胀压力,CPI有望持续回落。在经济下行、通胀压力减弱、年末外汇占款持续流出的情况下,国内政策将逐步放松,央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5%的举动已经向市场发出信号,中国的政策重心从抑制通胀将转向促增长。但由于货币政策对整体市场影响的滞后性,中国经济的回落趋势料将延续至2012年一季度末二季度初。从债务期限看,2012年2至4月,欧元区将迎来年度首次偿债高峰,欧债问题可能在一季度继续深化,意大利、西班牙、法国可能被卷入新一轮危机。欧债危机的深化将促使美元持续走强,进一步压制大宗商品走势。对于豆类市场,我们的预判如下:

### 一季度:豆类市场将延续2011年年尾的弱势震荡格局

一季度市场交投氛围相对会偏淡,需要重点宏观政策对盘面的影响。欧债仍将成为核心炒作点,标普在将欧元区15个国家的信用评级列入负面观察后,2012年一季度将正式发布最终的信用评级决定。加上欧债大规模到期,对于全球经济而言又将是一个重要的时间窗口。另一点需要注意的是,临近春节市场中国市场传统的现金需求旺盛,存款准备金率在龙年到来之前或将再度面临下调。

对于豆类市场而言,拉尼娜威胁减弱、南美大豆有望再次丰产的预期不利于多头找到短期炒作点。加上一季度国内也正值传统春节时段,食品价格有维稳需求,故一季度豆类市场将延续2011年年尾的弱势震荡格局。市场一致认同,国家发布的临时收储公告奠定了大豆现货市场4000元/吨的底部,也将期货市场构成强有力支撑。预计期价仍将在4100-4500的区间运行。而受制于进口成本的不断降低及生猪集中出栏期到来,预计豆粕表现将较大豆市场偏弱,运行区间将在2700-2900区间之内。豆油市场主要关注压榨利润和原油市场能否维持强势,我们对豆油市场保持偏乐观的看法,运行区间预计在8700-9200之间。

### 二季度:豆类或将摆脱弱势格局迎来新气象

进入二季度后，除了关注宏观经济的变化，进入播种期之后，天气因素又将成为主导市场走势的重要因素，种植面积及天气的炒作可能将支持豆类市场走出独立的行情。需重点关注2012年4月北半球大豆播种情况。

在整体经济环境企稳或稍做喘息的情况下，国内通胀压力下行、无须面临限价政策出台预期，二季度或将成为全年炒作的最佳时段，而临近中秋国庆双节也将刺激养殖业需求，也赋予豆类市场在二季度有摆脱弱势格局迎来新气象的动能。

### 三、四季度：行业政策引导为主

需要关注的是限价令、临时收储政策的出台情况。第三季度的另一重心是历年7-8月对美国天气的炒作。而四季度另一个关注重点则是随着天气转冷，豆油、棕油间强弱关系的转换，历年存在的油脂套利机会、国内需求旺季炒作也将贯穿2012年下半年。

方向或许是重要的，但更为重要的是节奏，把握整体市场及品种间强弱关系转换的节点，方能在2012的大豆市场做到攻守兼备，游刃有余。无论如何，风险控制仍然是2012年介入资本市场的首要前提。在此我们建议投资者关注以下几个风险点：

- 1) 行业突发事件对行情的影响，如禽畜疫情等。
- 2) 各国贸易争端及汇率走势影响。
- 3) 我国食品安全问题引发的行业政策变革。
- 4) 宏观经济政策带来的不确定因素。

图 表

图 1-1:本轮大宗商品下跌呈现出一定的先后次序 .....	5
图 1-2:CFTC 玉米净多持仓拐头向下 .....	6
图 2-1:若 2012 维持 2011 年 4 季度均价, 玉米种植保持高利润 .....	8
图 2-2:若 2012 维持 2011 年 4 季度均价, 大豆利润仅微降 .....	8
图 2-3:美豆种植面积及美豆与玉米比价图 .....	9
图 2-4:国内玉米种植利润仍远高于大豆 .....	9
图 2-5:近几年玉米种植面积不断增大,大豆缩小 .....	9
图 2-6:美豆出口数据远低于去年同期 .....	10
图 2-7:美豆虽减产但期末库存较去年仍有增长 .....	10
图 2-8:巴西大豆出口量首年超过美国 .....	11
图 2-9:美元兑巴西币汇率图 .....	11
图 2-10:美元兑阿根廷币汇率图 .....	12
图 2-11:美豆进口成本反超南美大豆 .....	12
图 2-12:海水温度逐步回升 .....	13
图 2-13:仅 2000 年出现过拉尼娜相隔较近情况 .....	13
图 3-1:港口大豆库存仍居高位 .....	15
图 3-2:进口大豆成本持续回落 .....	15
图 3-3:能繁母猪量持续攀升 .....	16
图 3-4:生猪存栏量也处于高位 .....	16
图 3-5:规模生猪净利润并没较大增长 .....	16
图 3-6:散养生猪利润基本较去年持平 .....	16
图 3-7:猪粮比持续回落 .....	17
图 4-1:进口大豆(江苏)压榨利润巨幅亏损 .....	18
图 4-2:国产大豆(大连)压榨利润也处亏损之中 .....	18
图 4-3:棕油月进口数量远超于豆油 .....	19
图 4-4:近年棕油进口数量不断加大 .....	19
图 4-5:马来西亚棕油产量不断创新高 .....	19
图 4-6:豆油棕油连续价差图 .....	20
图 4-7:进口豆油、棕油价差图 .....	20
图 4-8:2011 年美国燃料酒精产量较上年略微下降 .....	20
图 4-9:2011 年美国生物柴油产量和消费量持续快速增长 .....	20
图 4-10:2011 年 11 月美国玉米制酒精生产利润出现明显上升走势 .....	21
图 4-11:2011 年美国豆油制生物柴油利润持续快速上升 .....	21

平安期货研究所 2012《资本大弈局》系列年度报告

序号	篇名	品种	计划出版时间
1	资本大弈局·始计篇《变局已临，不可不察》	宏观	已出版
2	资本大弈局·虚实篇《积重难返，避高趋下》	白糖	已出版
3	资本大弈局·兵势篇《因势而变，踏奏而舞》	农产品	已出版
4	资本大弈局·军争篇《以逸待劳，后发先至》	化工	已出版
5	资本大弈局·军形篇《守则有余，攻则不足》	豆类	已出版
6	资本大弈局·九变篇《绝地不留，临机应变》	金属	2012-01-10
7	资本大弈局·谋攻篇《上下同欲，终而复始》	股指	2012-01-15



---

## 平安期货价值观

---

### 一、新平安，新战略，新团队

2011年，勇于创新、追求卓越的平安期货，在创立后的第15个年头，摒弃旧思维与旧标准，迎来涅槃新生的契机。

面对当今期货行业蕴藏的巨大潜力，平安期货果断调整经营思路，全面借助集团综合平台资源优势，加速发展壮大，展现出“新平安”的精神风貌；在运营层面，以前瞻性的战略眼光精准判断行业发展趋势，积极进行资本运营，并实施“差异化经营”的“新战略”；更自上至下地从决策经理层到一线服务队伍，都注入新的“血液”，通过团队建设与架构整合，以“新团队”代言企业的综合竞争力，锐意进取，铸就卓越！

### 二、经营理念

#### 1、乘势：占据集团优势，顺应行业趋势

势，可遇不可求。平安期货有限公司，借助集团综合金融平台之强大优势，享保险、银行、信托、证券、期货、基金、资产管理等全方位的集团内部支持，更把握期货业创新业务突飞猛进的趋势，积极创先开展投资咨询业务，运筹帷幄，志在千里。

#### 2、伐谋：以体系制胜，以全局制胜

凝聚产生力量。平安期货，发展研发、服务、IT三大体系，以六大团队搭建协同服务平台，更专为投资者量身打造三大研发产品线，创造、颠覆、再创造，蛹蜕蝶呈，步入至臻。

#### 3、共赢：卓著服务，互利共赢

分享价值，才能永葆成长动力。平安期货，致力向市场提供最好的产品，向客户提供最好服务，向股东回报最好的业绩，肩负起中国平安创造价值、回馈社会之使命。

#### 风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

#### 免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>