

# 反弹持续，“牛”粕可期

## 核心内容

年报观点跟踪：二季度迎来反弹

在年报中，我们对于豆类二季度做出摆脱弱势格局迎来新气象的判断。而如今豆类市场走势相对复杂。在长达快2个月的集体下跌后在6月过后，随着干旱天气的提前炒作，豆类迎来新的气象，其中以豆粕表现最为强劲，期价创下两年多以来的新高点。

大豆：天气、需求抬升底部

三季度正值2011/12市场年度后期，全球大豆旧作供应紧张将对市场起支撑作用。且美豆处于关键的生长期，历年的7-8月份都是炒作天气的黄金时期，期价往往在三季度展开逐步盘高的走势。

粕强油弱局面维持，“牛”粕可期

豆粕需求来看，6月份期货及现货均已走出了震荡筑底行情，进入三季度水产养殖旺季的到来，以及目前足以支撑豆粕需求的生猪养殖情况，加上7、8月天气炒作因素增加，豆粕的强势料将继续贯穿三季度。由于油脂需求旺季一般在传统节日较多的四季度，所以四季度油脂类相对抗跌，粕强油弱的局面如有可能改善也只可能是在四季度体现，并且要关注届时的生猪存栏量及价格。

三季度买粕抛油套利续持

2012下半年国内大豆、豆油和豆粕的整体运行趋势将跟随国际大豆走势，但在品种强弱关系上，今年的粕强油弱格局将在三季度进一步深化。在三季度套利以买粕抛油为主，油粕目标比价2.5下方。单边可考虑3300一线买入豆粕。

✉:dept\_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 农产品研究小组

✉:dept\_paqtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍:丁红

☎:86-755-83786973

✉:dinghong052@pingan.com.cn

☎:期货从业资格:F0260021

## 相关报告

1、守则有余，攻则不足—2012资本大弈局系列之军形篇—豆类一年报

2011.12.28

## 目 录

豆类率先反弹，品种分化将延续.....	3
当前年度大豆供应偏紧，易涨难跌.....	4
一、新、旧作供应存在差异性.....	4
二、天气仍存较大变数.....	5
三、中国进口需求不减.....	5
豆类风险区——豆油走势难言乐观.....	7
一、原油探底之路仍未结束，豆油溢价存在回归需要.....	7
二、生物柴油支撑不再，削弱豆油相关生产.....	8
三、消费淡季来临，油脂去库存路漫漫.....	8
四、豆油沦为豆类中唯一 CFTC 持仓转空品种.....	8
三季度“牛”粕可期.....	10
一、生猪存栏量同比增幅明显.....	10
二、水产养殖需求旺盛.....	11
三、豆粕套保空单市场参与度低.....	11
粕强油弱继续深化，买粕抛油续持.....	12
一、欧元区利好浅尝辄止，全球经济步伐放缓.....	12
二、买粕抛油套利续持.....	12
图 表.....	13

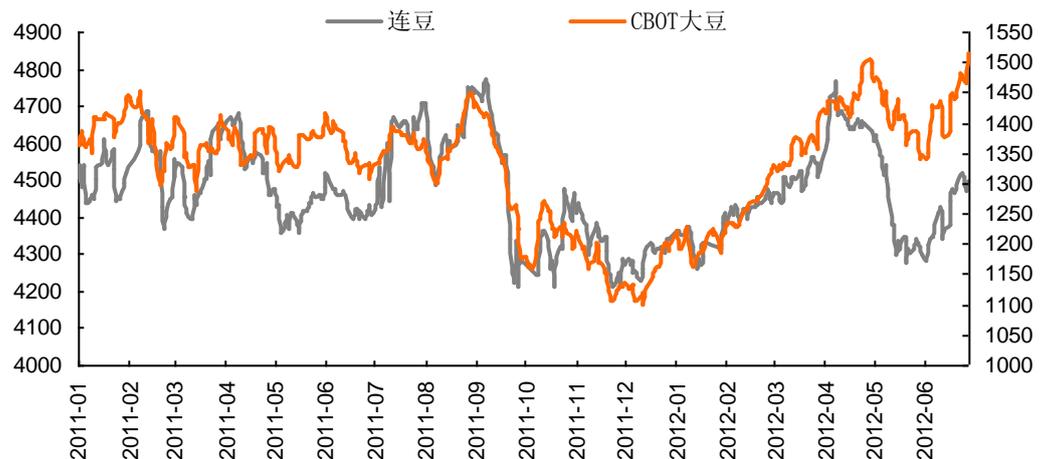
## 豆类率先反弹，品种分化将延续

在 2011 年 12 月 28 日发布的豆类年报《守则有余，攻则不足—2012 资本大弈局系列之军形篇》中，我们对于豆类二季度做出摆脱弱势格局迎来新气象的判断。而如今豆类市场走势相对复杂。今年一季度，豆类走势均表现强劲，受欧债危机逐步深化的影响，整体市场在二季度初形成了年内的首个拐点，豆类期价在 4 月上旬接近前几年高点后开始长达快 2 个月的集体下跌。

随后整体市场在 6 月开始震荡筑底，随着干旱天气及减产预期的炒作，豆类品种率先见底并伴随着资金的疯狂入场创出两年来的新高。6 月底欧盟峰会传来利好消息，市场展开了以工业品轰轰烈烈的反弹走势，资金被分流后农产品涨势趋缓。

关于未来三季度的走势，近期美豆因旱情受到提振月末走升，未来关键生长期天气市炒作对此的支撑将会延续。另一方面，CFTC 非商业净多头持仓变动也值得关注，在三季度我们将看到是否会出现非商业多头持仓等待已久的行情，而一旦错过最佳的炒作时机，如出现 CFTC 大面积减仓将对豆类行情构成怎样的影响。以及南美大豆增产预期对豆类市场构成的压制。在上述多方博弈下，豆类市场在能否在三季度维持强势行情持续值得我们深思，在接下来的三部分我们将谈及在不同的供需背景及资金参与力度上，目前阶段唯一能确定的是品种分化将进一步深化。

图1-1:2012上半年大豆出现明显外强内弱局面



资料来源:wind、平安期货研究所

## 当前年度大豆供应偏紧，易涨难跌

### 一、新、旧作供应存在差异性

#### 1. 本年度主产国共同减产支撑豆类市场

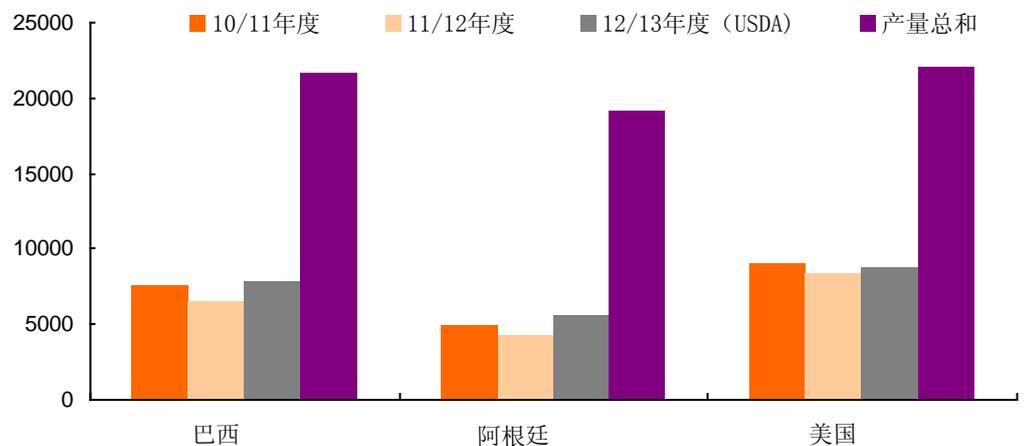
当前年度全球大豆主产国的共同减产支撑豆类市场。根据 USDA 报告显示，11/12 年度全球大豆主产国单产和产量均有大幅下降，库存消费比也存不断降低的态势。供应偏紧已成市场共识。

2011/12 年度，美国大豆产量为 8,317 万吨，同比减少 8.2%；2012/13 年度美国大豆产量预计为 8,723 万吨，同比增加 4.9%。2011/12 年度，巴西大豆产量 6,550 万吨，同比减少 13.3%。近期阿根廷农业部将该国大豆产量预估从上个月的 4150 万吨下调至 4030 万吨，这使得南美大豆产量的减产幅度进一步扩大。在大豆产量减少的情况下，大豆需求似乎并没有受到太大影响。中国海关总署公布的进出口数据显示，5 月份中国进口大豆 527.8 万吨，而去年同期进口量则为 456 万吨。

#### 2. 下一年度南美增产预期明显

随着减产的尘埃落定，市场前期对于产量的担忧也逐步兑现。目前市场关于重点开始转移到下一年度大豆产量情况。美国农业部报告显示，2012/13 年度巴西大豆产量预计为 7,800 万吨，同比大增 19.1%。2011/12 年度阿根廷大豆产量为 4,150 万吨，同比减少 15.3%；2012/13 年度阿根廷大豆产量预计为 5,500 万吨，同比大增 32.5%。对于 12/13 年度的预期也可以看到，南美大豆扩种潜力巨大，有望达到 10/11 年度产量水平，供应紧张局面或可缓解。

图2-1：大豆主产国12/13年度产量预测均有较大回升



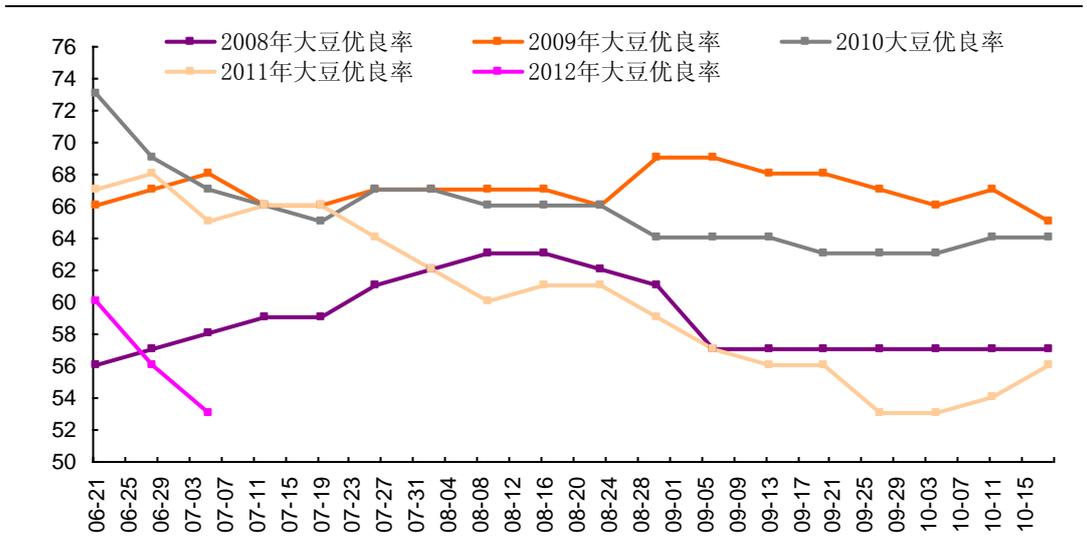
资料来源:USDA、平安期货研究所

## 二、天气仍存较大变数

承担着更多供应任务的美豆产量将成为维持全球大豆供需平衡的关键所在。但是，美国大豆种植区西南部持续的干旱天气，令美国大豆产量前景不容乐观。

目前美豆种植已经结束，新豆也已经全部出芽完毕，部分地区已经开始进入开花阶段，从生长速度来看，由于今年美豆种植进程较快，开花率也明显高于往年。但是从6月24日公布的数据来看，美豆优良率明显偏低，只有53%的水平，低于往年10个百分点，创下24年同期最低水平。

图2-2：大豆优良率较往年同期严重偏低



资料来源:USDA、平安期货研究所

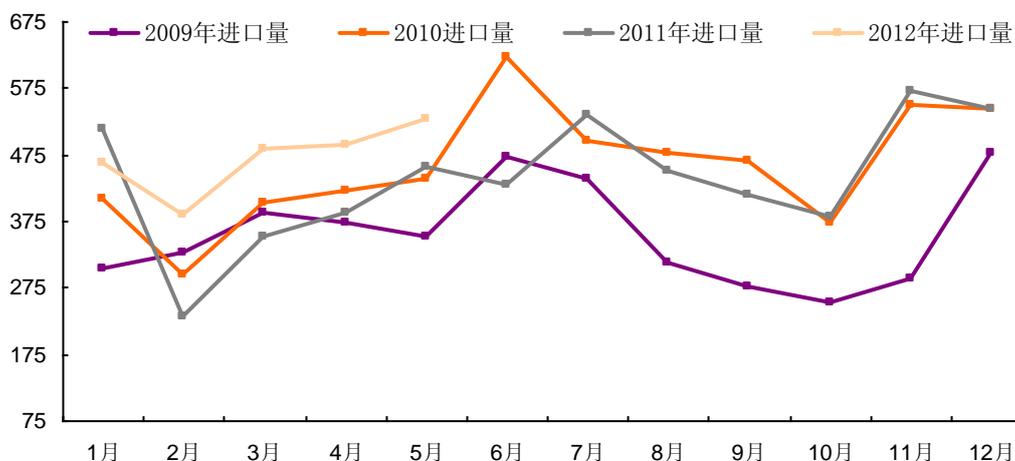
进口大豆高度垄断国内市场，国内大豆的市场行情紧随国际市场，我们需要着重考虑的是南北半球的供应周期在不同阶段对市场造成的差异性影响。由此，我们可以判断，三季度正值2011/12市场年度后期，全球大豆旧作供应紧张将对市场起支撑作用。且美豆处于关键的生长期，历年的7-8月份都是炒作天气的黄金时期，期价往往在三季度易涨难跌，展开逐步盘高的走势。

10月份之后进入新的市场年度，从2012/13年市场年度数据来看，巴西及阿根廷产量全面增长，而美豆全面上市供应压力得以缓解，价格承压加大。当然仍要考虑南美天气是否出现炒作点，但总体而言美豆上市将使得四季度供应格局改变，国际大豆上行动力将趋缓。

## 三、中国进口需求不减

海关数据显示，我国1-5月进口大豆总计2342.58万吨，同比增长22.28%，其中大豆进口中，美豆为1364.499万吨，占比为58.25%，进口数量较同比降低8.28%；而巴西大豆为899.6324万吨，占比为38.40%，进口数量较去年同期增长115.8%。而6月预计为610万吨，月平均进口量达到500万吨。相较于去年同期进口数量有较大增长。

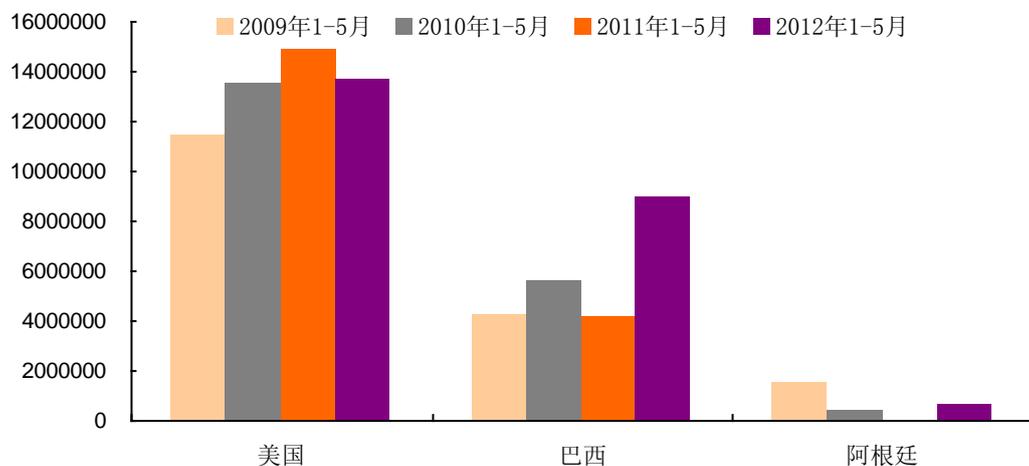
图2-3：中国进口大豆总量较去年同期增长



资料来源: 汇易、平安期货研究所

从数据上我们看到, 在前几个月大豆进口中, 巴西大豆进口有较大增长, 主要受减产和巴西雷亚尔货币贬值影响。但可以预见的是南美大豆大幅减产将逐渐反映在大豆出口减少上。而中国进口需求依旧旺盛, 国家粮油信息中心 6 月份上调 11/12 年中国大豆进口量至 5800 万吨, 较其此前预估上调 300 万吨, 较美国农业部预测增加 200 万吨。美国农业部预测中国 12/13 年度大豆进口量将增加 500 万达到 6100 万吨。

图2-4：1-5月巴西大豆进口量大增



资料来源: 汇易、平安期货研究所

中国的进口需求在本年度只能更多转向美豆市场, 预期 6 月份起南美大豆出口将加速下降。根据油世界预测, 美国 2012 年 4 月至 8 月期间大豆出口量年比将增加 330 万吨, 达到 900 万吨。出口增加将都造成 8 月末美豆库存下降至 485 万吨, 去年同期为 585 万吨。巴西、阿根廷及巴拉圭 4-8 月期间出口量年比将下降 430 万吨至 2790 万吨。

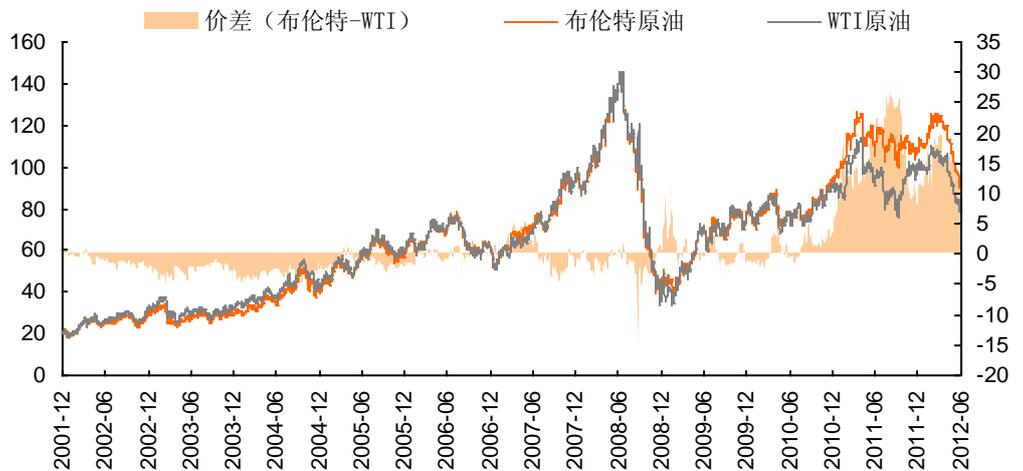
## 豆类风险区——豆油走势难言乐观

### 一、原油探底之路仍未结束，豆油溢价存在回归需要

进入5月份，国际原油期货价格一落千丈。截止6月，WTI原油最低已经跌破80美元/桶，Brent原油自五月开始累积下跌幅度也已超出25%。前期关于伊朗禁运等问题的炒作在整体市场风险袭来的背景下独木难支，在经历了两轮六方会谈之后销声匿迹。虽然近期因欧盟峰会召开的利好出台及伊朗叫嚣封锁霍尔木兹海峡使得原油价格短期内飙升，但整体市场需求疲弱将是中期影响原油走势因素。

原油的需求其中一个关注点Brent原油与WTI原油间的价格关系，Brent原油投机氛围弱于WTI原油，所以业界分许原油需求一般参考Brent原油走势。今年以来Brent原油对WTI原油的升水一直在收敛，这侧面印证市场已趋于疲软。

图3-1: 布伦特原油与WTI原油价差近期大幅缩小



资料来源: wind、平安期货研究所

中期来看，原油价格下跌是符合美国利益及长期战略部署的。数据显示，在原油持续调整的过程中，美国商业性原油库存量大幅增加。今年6月底美国原油库存总量为3.87亿桶，达到1990年以来最高水平。美国库欣地区，即纽约市场原油期货交割地，原油库存截至6月1日也已达历史最高水平的4780万桶。低油价可以在经济上制裁伊朗及隐性牵制俄罗斯，也有利于美国自身经济的恢复。

我们认为欧洲及其贸易关联国的需求疲弱在现阶段难以回暖。而美国可以通过控制油价达到一石三鸟的目的。所以，我们判断WTI原油即使目前正处于反弹势头当中，但其探底之路仍未结束。来自原油价格对于豆油的构成的支持将不再明显，且目前原油/豆油比价已接近2010年以来低位，豆油溢价明显，存在回归的可能性。

图3-2: 原油下跌幅度远超豆油下跌幅度



资料来源: wind、平安期货研究所

## 二、生物柴油支撑不再，削弱豆油相关生产

我们在 2011 年年报中也提到，失去政策支持取消对生物柴油补贴后，生物能源消费唯有冀希于高油价。而我们看到，今年以来原油价格出现大幅回落，截止目前，NYMEX8 月合约期价在 80 美元上下，而就在 2011 年年底原油期价保持在 100 美元之上。经过调整，美国豆油制生物柴油相对可变成本利润大幅下降，回到 2010 年年底较低水平，短期必会减弱相关生产。

图3-3: 生物柴油价格出现较大回落

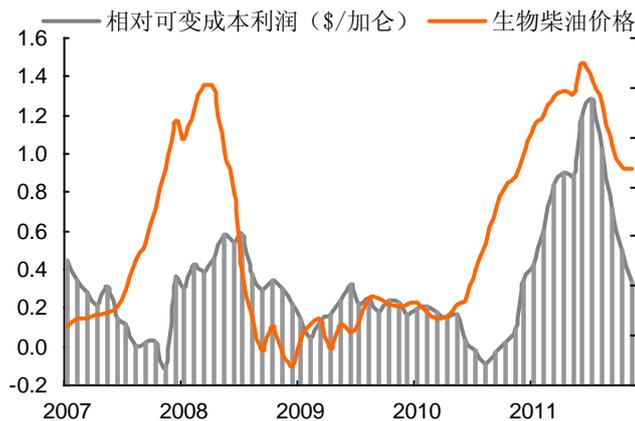


图3-4: 2012年美国豆油制生物柴油利润大幅下降



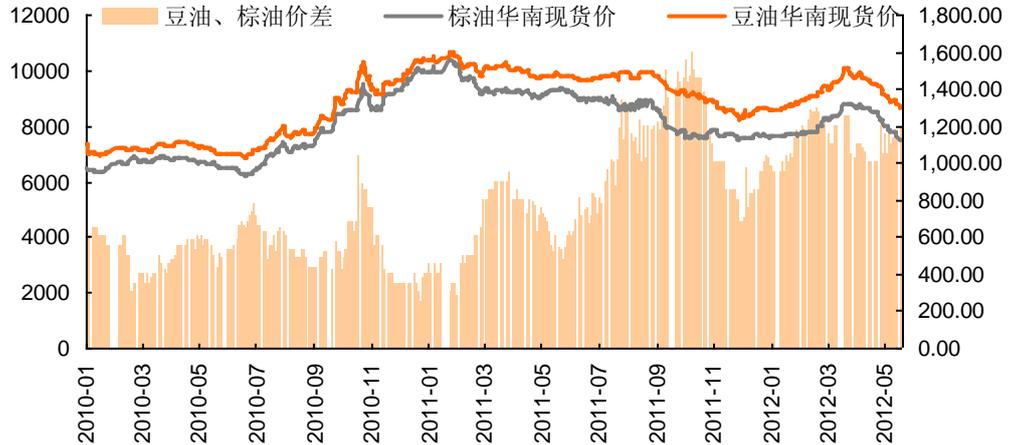
资料来源: IOWA、平安期货研究所

而从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%。去年美国生物柴油消费激增是建立在政策刺激的基础上。而如今失去政策补贴再加上油价低迷，生物能源后续消费情况不容乐观。

## 三、消费淡季来临，油脂去库存路漫漫

进入夏季后，豆油消费也开始进入消费淡季。由于豆粕需求旺盛，油厂保持较高开工率，从而造成豆油库存继续扩大。而另一方面，由于今年以来国内豆棕现货价差始终维持较高水平，使得国内棕油终端需求并未减弱，反有增长之势。豆油的替代油脂棕榈油港口积压库存接近 100 万吨，去库存化仍需持续较长时间。

图3-5: 豆油棕油现货价差维持较高水平

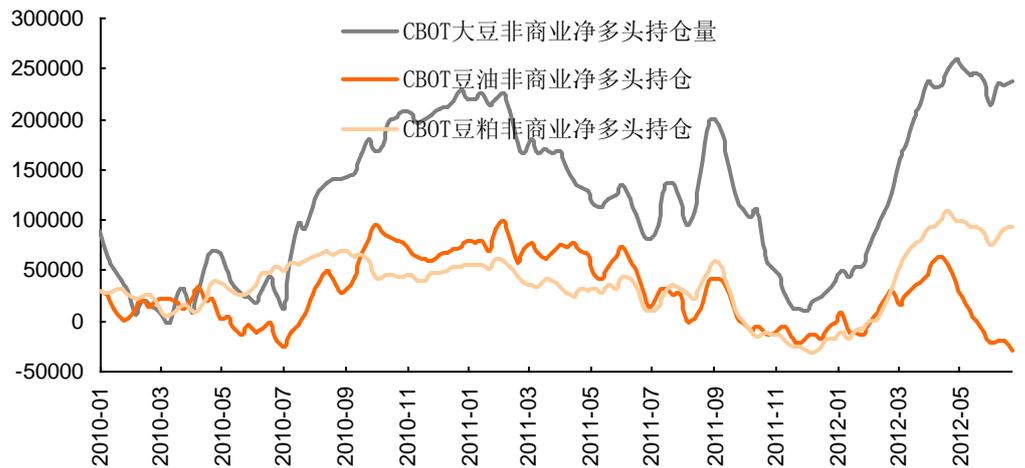


资料来源: wind、平安期货研究所

#### 四、豆油沦为豆类中唯一 CFTC 持仓转空品种

从 CFTC 持仓数据来看，CBOT 豆油净多持仓再度转为负值，也成为豆类品种中唯一转空品种，反应资金在外围风险下脱手风险资产，对豆油价格后市表现悲观。

图3-6: CBOT豆油净多持仓转为负值



资料来源: wind、平安期货研究所

近年来由于经济发展放缓预期的影响，植物油整体需求增速下滑很快，这意味着外围影响以及缺乏类似生物柴油之类创新需求支持，植物油需求增长逐渐平缓。在原油支撑减弱、生物能源消费下滑、棕油替代作用明显的情况下，三季度豆油走势相对豆粕而言将明显偏弱。

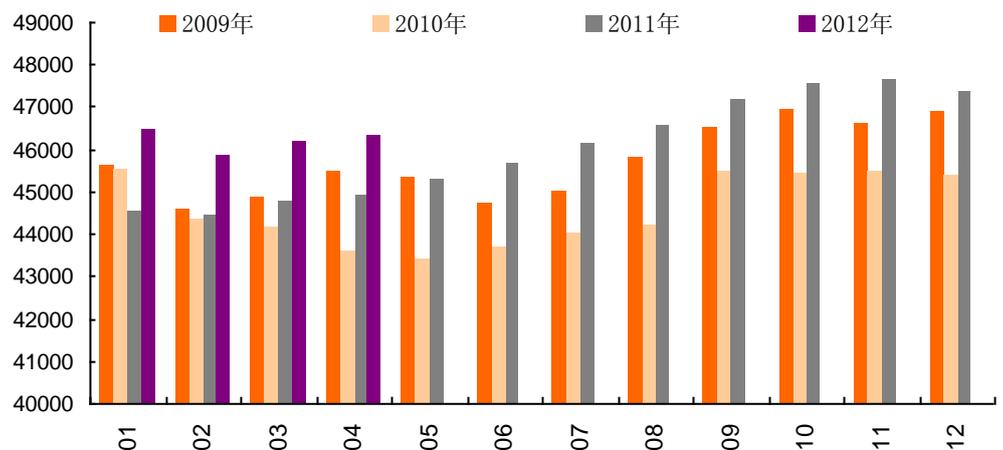
## 三季度“牛”粕可期

在上半年豆类反弹过程中，以豆粕为领涨品种，从年前不足 2800 元/吨一路扶摇直上涨至 3500 元/吨上方。豆粕博取了市场从未有过的资金关注度，屡次创下历史增仓记录。究其原因，主因是由于去年四季度末美豆进口压榨处于亏损，但国内生猪存栏及禽类存栏偏大造成饲料需求旺盛，豆粕作为饲料的重要组成部分，现货价格开始首先企稳。油厂由于压榨利润偏低，开工率下降，开始去库存，较整体市场其他品种的去库存过程起码领先半年。春节过后，我国生猪及禽类存栏持续增加，豆粕去库存持续进行，良好的现货需求加上产业链价格传导顺畅，而当时油脂类库存偏大，油厂无法通过提高豆油价格实现利润的均衡，豆粕成为了挺价销售的主要对象。在这样的背景下，豆粕前期的超跌加上现货需求旺盛，加上资金前所未有的参与热情共同打造了这轮豆粕上涨行情。

### 一、生猪存栏量同比增幅明显

自去年四季度末，美豆进口压榨处于亏损。油厂由于压榨利润偏低，开工率有所下降，开始去库存。春节过后，我国生猪及禽类存栏持续增加，国内生猪存栏及禽类存栏偏大造成饲料需求旺盛。豆粕作为饲料的重要组成部分，现货价格开始首先企稳。食用油价格被压制，油厂无法通过提高豆油价格实现利润的均衡，且油脂库存偏高而豆粕库存偏少，豆粕现阶段及未来的一个季度仍将成为油厂挺价销售的主要对象。

图4-1：生猪存栏量较去年同期有大幅上涨



资料来源:wind、平安期货研究所

### 二、水产养殖需求旺盛

今年以来，受天气影响，水产养殖面积大幅增加。同时，水产养殖价格创历史新高，水产饲料需求较去年同期几乎翻倍增长。而其它饲料消费较同期均有大幅增长，对于饲料需求有很强支撑作用。

表4-1：多种饲料消费激增

时间	猪饲料	蛋禽饲料	肉禽饲料	水产饲料	反刍饲料	其他饲料
2012年4月	103.9	44.3	118.5	38	10.2	4.9
环比 (%)	-3.8	-5.6	5.7	96.5	-3.7	19.9
同比 (%)	53.8	17.3	7	94.7	38.9	35.9
2012年1-4月	415.9	181.9	438.2	72.7	39.2	15.8
累计同比	34.8	20.7	9.7	35.2	31.3	12.6

资料来源：饲料工业协会

### 三、豆粕套保空单市场参与度低

从主力持仓数据可以看到，从1月以来，豆粕市场持仓量不断上升，资金关注度非常高，而套保空单意愿不断下降，在5月底接近历史低值，从资金结构来看目前市场仍持续看好豆粕后市。

图4-2：豆粕套保空单占比不断下降



资料来源：大商所、平安期货研究所

国内豆粕作为 2012 年农产品期货中最为抢眼的持仓大品种，更好地反映了国际豆类品种基本面供应紧张的特点。另外，国内油脂压榨企业在国家政策压制植物油提价的影响下，豆粕也一直担当起油厂挺价的重任，因此在后期天气炒作、油厂效益改善预期下，国内豆粕价格有望继续上涨。

## 粕强油弱继续深化，买粕抛油续持

### 一、欧元区利好浅尝辄止，全球经济步伐放缓

今年整体市场主要受欧债危机牵引。6 月底欧盟峰会传来好消息，本次峰会取得了三大成果：欧洲稳定机制（ESM）将可直接向银行注资，稳定机制可通过购买重债国国债来压低其融资成本，推出 1200 亿欧元的一揽子经济刺激计划。一直处于空头情绪氛围压抑的市场终于迎来了久违的上涨势头，欧美、亚太股市、欧元对美元及大宗商品和贵金属价格全线大涨。

关于欧债问题对市场的负面影响是否就此终结，笔者认为欧元区构成的利好仅仅是浅尝辄止。导致危机的主要矛盾短期难以从根本上解决，如果欧盟领导人不能尽快落实实施细节等问题，当前市场的乐观情绪很快会烟消云散。

在过去一至两年中，全球大型经济体经历了速度不同的经济复苏。但在过去几个月中，不论是发达的欧美国家或是新兴市场都在同一时刻放慢了速度。欧元区 5 月失业率为 11.1%，再创历史新高。美国 6 月份美国制造业下破 50，为 2009 年 7 月以来的首次。中国官方 PMI 数据也出现了 7 个月低点。中国经济近年面临的调结构压力越来越大，而对于目前的全球经济来说，中国调结构就意味着全球调结构，在这个过程中从前高速发展的工业化进程会减缓，全球经济步伐放缓趋势将延续。

### 二、买粕抛油套利续持

国内豆类市场在今年 4 月初受欧债危机影响见顶后一路下行，在豆粕创出年内新高之时，大豆及豆油目前处于反弹 50%-62.8% 阶段，尤其是油脂市场，受食用油终端需求不振，贸易商不做过多库存影响，整体市场疲弱运行。

经历了上半年一轮可谓火爆的行情，豆类市场下半年操作上难度将加大。宏观方面，欧债危机进展及全球各大央行货币政策是我们需要关注的重要因素。产业方面，月度供需报告、进口船期情况，压榨利润、天气情况、国储抛储动向也需即时跟踪。价格关系及市场情绪方面，我们需关注原油与豆油的比价关系、油粕比价、CFTC 持仓数据、国内套保主力介入价位等微观因素。总结而言，2012 年下半年国内大豆、豆油和豆粕的整体运行趋势将跟随国际大豆走势，但在品种强弱关系上，今年的粕强油弱格局将在三季度进一步深化。

从豆粕需求来看，6 月份期货及现货均已走出了震荡筑底行情，进入三季度水产养殖旺季的到来，以及目前足以支撑豆粕需求的生猪养殖情况，加上 7、8 月天气炒作因素增加，豆粕的强势料将继续贯穿三季度。由于油脂需求旺季一般在传统节日较多的四季度，所以四季度油脂类相对抗跌，粕强油弱的局面如有可能改善也只能是在四季度体现，并且要关注届时的生猪存栏量及价格。所以对于油粕的操作，在三季度套利以买粕抛油为主，油粕目标比价 2.5 下方。单边可考虑 3300 一线买入豆粕。

图 表

图 1-1: 2012 上半年大豆出现明显外强内弱局面.....	3
图 2-1: 大豆主产国 12/13 年度产量预测均有较大回升 .....	4
图 2-2: 大豆优良率较往年同期严重偏低 .....	5
图 2-3: 中国进口大豆总量较去年同期增长 .....	6
图 2-4: 1-5 月巴西大豆进口量大增.....	6
图 3-1: 布伦特原油与 WTI 原油价差近期大幅缩小 .....	7
图 3-2: 原油下跌幅度远超豆油下跌幅度 .....	8
图 3-3: 生物柴油价格出现较大回落 .....	8
图 3-4: 2012 年美国豆油制生物柴油利润大幅下降 .....	8
图 3-5: 豆油棕油现货价差维持较高水平 .....	9
图 3-6: CBOT 豆油净多持仓转为负值 .....	9
图 4-1: 生猪存栏量较去年同期有大幅上涨 .....	10
图 4-2: 豆粕套保空单占比不断下降 .....	11
表 4-1: 多种饲料消费激增 .....	11

#### 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>