



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。

熊市波动恐将深化，二季度面临寻底

内容提要：

一季度熊市波动中场休息，大豆陷入震荡整理，且表现为内强外弱；油脂价格赶底至三年来低位。

美元指数实现季度级别的上涨，对商品价格带来系统性压力。此种背景下，二季度国际豆类市场的供需格局，在南美历史性供给的现实和北美历史性供给的预期中，将进一步刺激豆价走低，春季大豆价格的高点，已经出现在了1季度里。

2013 年上半年南美大豆的供给，打破的是大豆供需格局的紧平衡，那么，下半年北美的供给，将令供需格局趋向宽松。3 月种植展望报告，拉开的将是大豆供应格局新的序幕，这或将对盘面带来新一轮压力，价格预期较为悲观。

4 月份收储时效将过，连豆面临“久盘即跌”威胁；而连粕波动性上佳，3500 至 3530 压力区域未能逾越，常规季节性空头行情将延伸至 5 月份，空头空间较为诱人；豆油价格常年在 3 月份见季节性低点，并在 2 季度初期出现回升，但本年度熊市基础易引发反季节下跌，连盘豆油 8300 至 8600 压力区域若未能有效升破并持稳，宜当超跌反弹思路对待，长周期面临进一步深跌寻底的威胁。

关键词：大豆 二季度 熊市波动 寻底

一、一季度市场波动综述

1、熊市波动中场休息，大豆陷入震荡整理

CBOT 大豆市场经历连续四个月的下落后，在季节性上涨的时间窗口里，期价囿于 1350 美分/蒲式耳至 1500 美分/蒲式耳的箱体之内，波动率较低。美豆在一季度的价格形态中，包涵了南美装运迟滞、北美库存偏紧等基本支撑因素，也反映着南美历史性丰产的压力。

美国农业部在 1 月 12 日发布 1 月供需报告后，CBOT 大豆结束了 4 个半月来的下跌，中国春节即 2 月供需报告之前，期价回升幅度近 9%，止于 1500 美分/蒲式耳，这个阶段里，大豆价格表现为传统的季节性回升潮，南美天气及运输瓶颈等问题的炒作，对价格带来正面推动力。

2 月 18 日“雨水”节气，即春节长假后首个交易日，商品价格出现了一轮系统性跌势。从 2 月季度高点到 3 月中下旬，国内市场以橡胶、焦炭为代表的工业品深跌超 20%，其余多数商品跌幅近 10%。美联储 1 月会议纪要暗示 QE 收紧预期，令美元指数实现周线级别的突破和上涨，致风险资产遭遇沉重系统性抛压，市场表现出浓重的“宏观市”特征。2 月 9 日和 3 月 9 日的供需报告乏善可陈，国际豆类价格震荡回落。

图 1. CBOT 大豆日线下跌图谱



资料来源：博易大师

2、国内大豆表现独立，现货合约持坚走强

中央一号文件提出，要按照生产成本加合理利润的原则，继续提高小麦、稻谷最低收购价，适时启动玉米、大豆、油菜籽、棉花、食糖等农产品临时收储。目前，国标三等大豆临时收储价格为 2.3 元/斤，截止时间为 2013 年 4 月 30 日。收储政策对期货盘面的影响极为深刻，连豆一 5 月合约，在 4700 元/吨处止跌，并单边缓

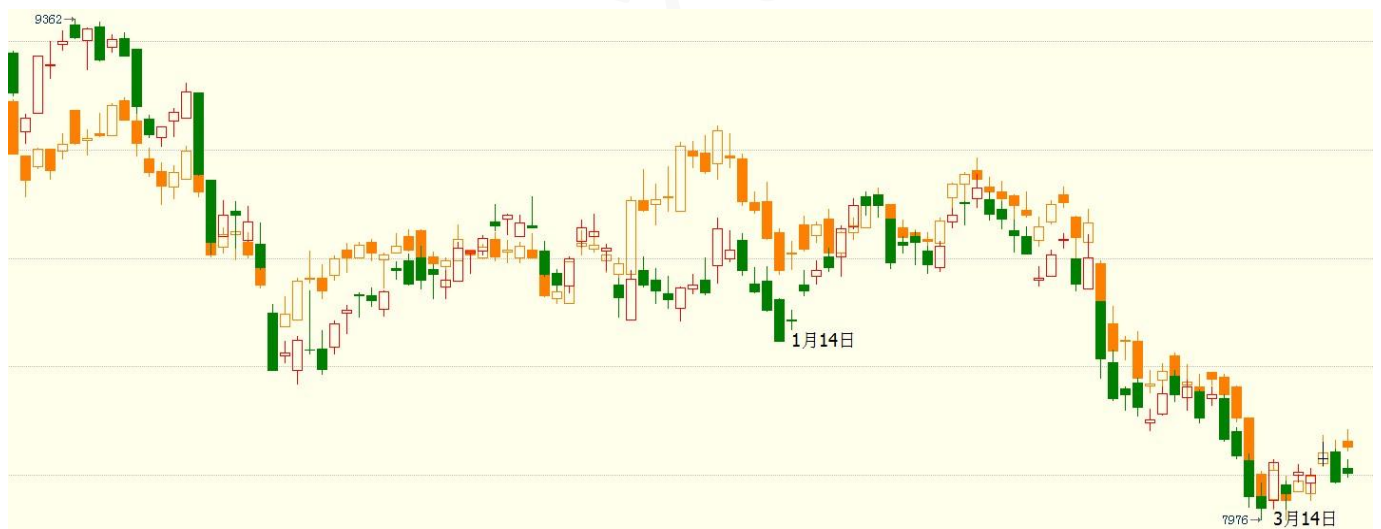
慢上涨，季度涨幅近 4%；9 月合约价格多次探底至 4700 元/吨附近，亦难以收盘在此价位之下，大体维持在 4700 元/吨到 4900 元/吨的箱体波动。

图 2. 连盘大豆 9 月合约陷入箱体波动之内



资料来源：博易大师

图 3. 连盘豆油棕榈油趋势叠加图



资料来源：博易大师

3、油脂价格一季度赶底在三年低位

国内棕榈油库存水平攀升至历史高位，截止到3月中旬，该水平在140万吨之上，去库存任重道远；而国内豆油库存尽管下滑至百万吨水平之下，但难改油脂整体熊市波动寻底的命运。2013年一季以春节为分水岭，此前备货支撑下油脂震荡趋强，价格重心抬升；但节后开始，淡季去库存预期渺茫，期价单边急跌，3月中旬，豆油9月合约一度失守8000关口，至此与节前高价相比下跌超10%；于此同时，棕榈油9月合约滑落至6200元/吨附近，为2010年7月的极低值，较节前高价下跌超13%。

二、二季度延续熊市波动的基础依据

1、南美供给压力，从预期变为现实

年报中我们强调，高悬于大豆市场上方的“达摩克利斯之剑”，是南美历史性丰产的供给，二季度4、5月份，该压力将尤为突出。

从主要机构对南美大豆产量的预期来看，美国农业部、Informa 和中华粮网农情遥感对南美产量预期积极乐观，巴西产量刷新历史新高几成定局，美国农业部3月预估值为8350万吨，主要机构平均预估产量8261.17万吨，巴西有望超越美国成为世界第一大生产国。阿根廷作物生长初期遭遇旱情影响，机构纷纷调降阿根廷大豆产出，其中，美国农业部将其产量从去年年末的5500万吨调降至3月份的5150万吨，Informa 将其产量从1月份的5850万吨调降至3月份的5100万吨，调降幅度较大。但南美两主产国，较去年增长24.58%，总体产量将形成历史性供给，届时将对价格带来负面冲击。

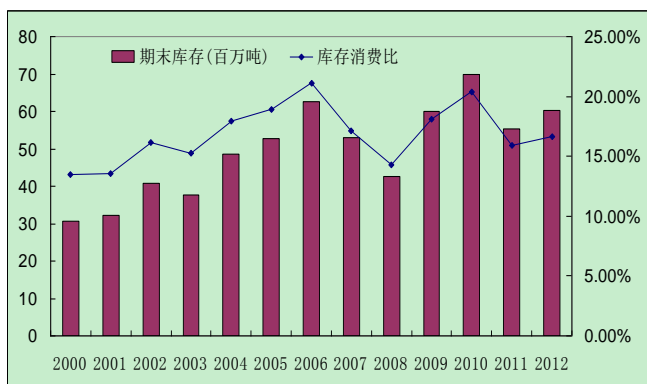
表 1. 主要机构对南美大豆产量的预测

预测机构	巴西产量(万吨)	阿根廷产量(万吨)	备注
2011/2012年 USDA	6650	4010	该年度南美旱情歉收严重
2012/2013年 USDA	8350	5150	09/10年阿根廷5450万吨、10/11年巴西7530万吨，为两国历史最高水平
油世界(Oil World)	8200	4900	3月数据
巴西商品供应公司 Conab	8210		3月数据
布宜诺斯艾利斯交易所		4850	3月数据
Informa	8450	5100	3月数据
Lanworth	8100	4960	2月数据
中华粮网农情遥感	8257	5153	2月数据
预期均值	8261.17	5018.83	
同比增长	24.23%	25.16%	

资料来源：新纪元研究所整理

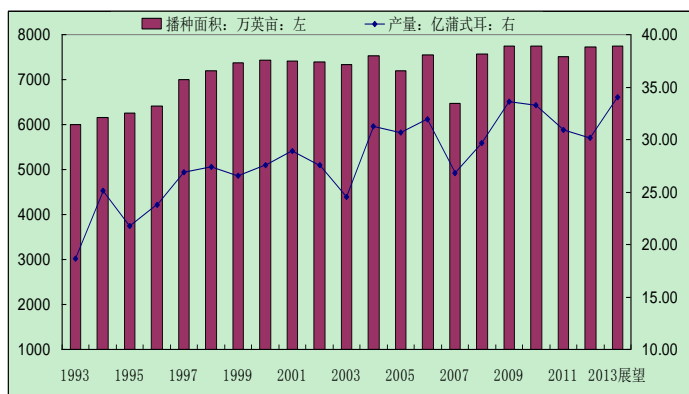
美国农业部 3 月供需报告显示，2012/13 年度美国大豆供需没有变化，期末库存预计为 1.25 亿蒲式耳，全球大豆期末库存从 2 月预测的 6012 万吨上升至 6021 万吨，总消费下跌至 2.6087 亿吨，全球大豆库存消费比上升至 16.67%，仍低于联合国 17%-18% 的库销比安全线，但供需平衡得到极大缓解，供需格局的预期将实现“由紧到松”的转变。

图 4. 全球大豆期末库存及库存消费比



资料来源: Wind

图 5. 2013/2014 年美国大豆种植面积和产量潜力巨大



资料来源: Wind

2、美国大豆种植和产量，重回历史新高预期强烈

二季度价格的另一压力来着北美，即 2013/2014 年美国大豆种植面积和产量或将创纪录新高。2 月 22 日，美国农业部年度展望论坛显示，2013 年美国大豆种植面积或达到 7750 万英亩，高于月初公布的基线 7600 万英亩。另外 2013 年美国大豆单产也将回升至趋势单产水平，高于月初公布的基线预估 44.4 蒲式耳/英亩。2013 年美国大豆产量将达到创纪录的 34.05 亿蒲式耳，较 2012 年大幅增加 13%，这将增加美豆压榨、出口及库存。预计 2013/2014 年度美国大豆期末库存为 2.50 亿蒲式耳，较 2012/2013 年度年末预估增长一倍，为 2006/2007 年度以来的最高水平。

3 月 28 日，美国农业部将公布美国大豆种植意向报告，分析机构 Informa 预计美豆播种面积为 7878 万英亩，较 2009 年创下的纪录水平 7745.1 万英亩高 1.71%，较 2 月年度展望论坛预期高 1.65%，去年美豆种植面积为 7720 万英亩。

市场将围绕 3 月末的报告再做文章。如果说 2013 年上半年南美大豆的供给，打破的是大豆供需格局的紧平衡，那么，下半年北美的供给，将令供需格局趋向宽松。3 月种植展望报告，拉开的将是大豆供应格局新的序幕，这或将对盘面带来新一轮压力，价格预期较为悲观。

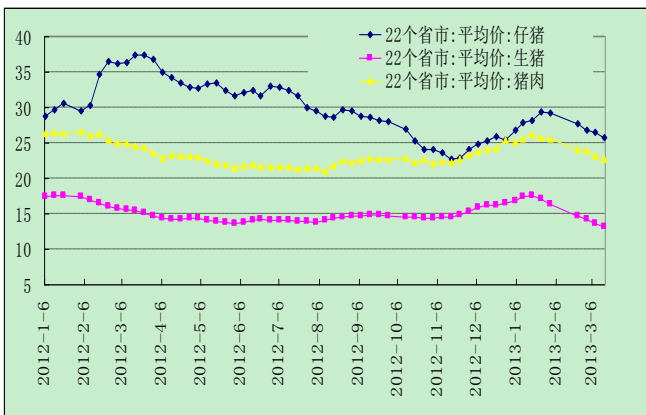
三、生猪存栏持续下滑，粕价渐失需求支撑

1、养殖转亏抑制豆粕需求

截止到 3 月 15 日，我国 22 省生猪平均价格为 13.12 元/千克，1 月中旬来连跌六周，累积跌幅高达 25.2%，特别是春节假期过后，猪肉消费旺季结束，生猪价格下跌加快，养殖利润大幅下滑，截止到 3 月 1 日，22 省市平均猪粮比 5.92，近 5 个月来，再次跌落生猪养殖盈亏平衡线 6:1，进入《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》设定的蓝色预警区域，部分养殖户出现明显亏损。

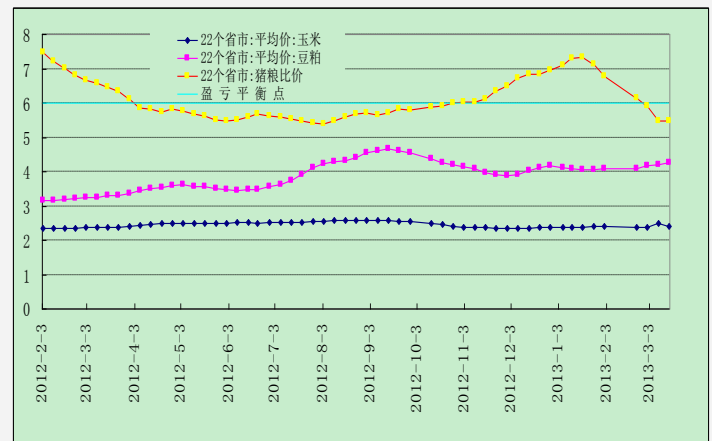
生猪养殖行业盈利水平持续下滑，盈利状况较差，令上半年的生猪存栏规模将持续下降，从而抑制饲料需求的增长，将对豆粕价格带来根本性压力。

图 6. 生猪价格波动图



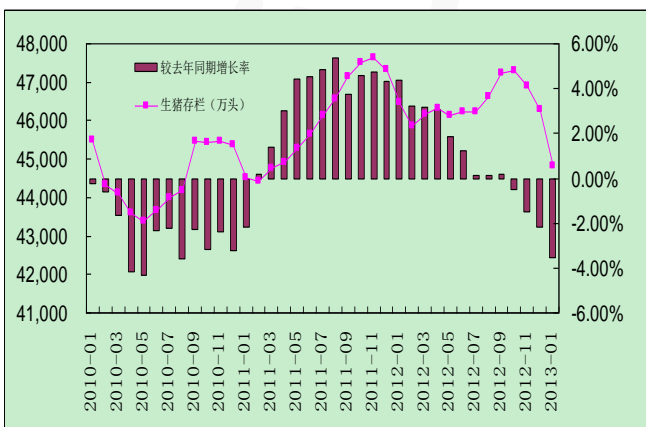
资料来源：Wind

图 7. 22 省市豆粕、玉米价格和猪粮比



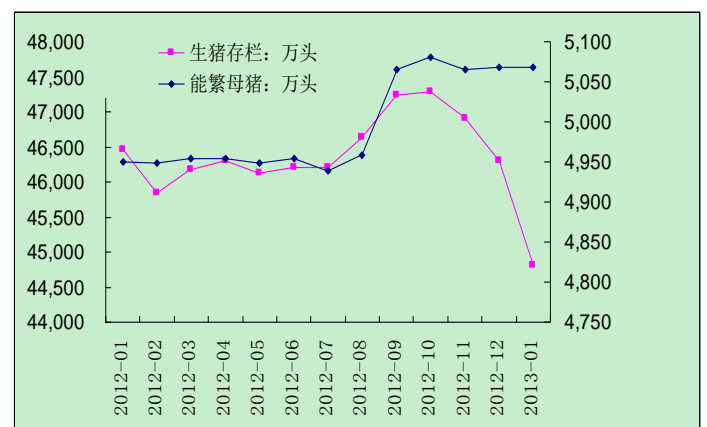
资料来源：Wind

图 8. 生猪存栏下滑加剧



资料来源：Wind

图 9. 生猪存栏和能繁母猪量变动图



资料来源：Wind

2、生猪存栏急剧下滑趋势明显

根据农业部公布的存栏统计数据，2013 年 1 月生猪存栏量 44813 万头，环比大幅下降 3.2%，同比减少 3.2%。这一历史最大环比跌幅表明，节前生猪大量出栏后，养殖户补栏数量较少，补栏意愿不强，显示市场对上半年猪价不乐观。

而从母猪存栏情况看，1 月能繁母猪量 5068 万头，仍与去年 12 月持平，同比去年 1 月还增长 2.38%，这暗示生猪产能还处在较高水平，加大后期生猪存栏变数，未来能繁母猪变化情况值得继续关注，目前同比增速为近年新低。

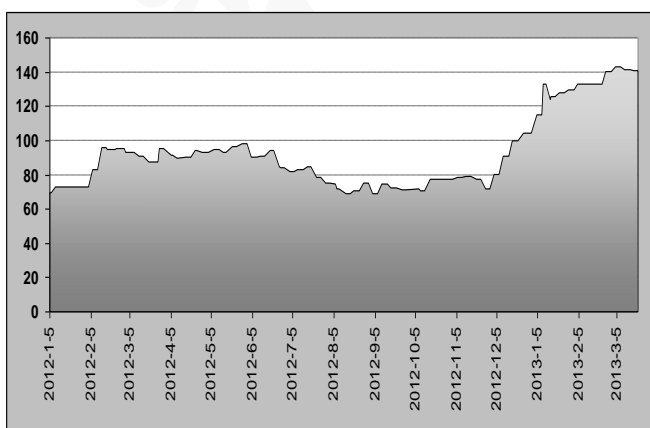
四、二季度油脂去库存任重道远，并决定触底反弹高度

1、油脂价格在近三年低位处面临方向选择

国内主要港口棕榈油库存规模，累积仍在 140 万吨左右的历史高位，压迫连盘棕榈油价格在 2 月中下旬出现急跌，并赶底至 2010 年的价格低位，致港口现货均价与马来西亚进口成本价差扩大至 500 元到 700 元之间。国内豆油库存水平虽持续两个月下滑，但 100 万吨仍是中等偏高的水平；菜籽油方面，国家已连续两周轮库抛售，价格高企在 10200 至 10400 元/吨，成交清淡。可见，国内油脂市场库存去库存任重道远，价格压力仍待进一步释放。

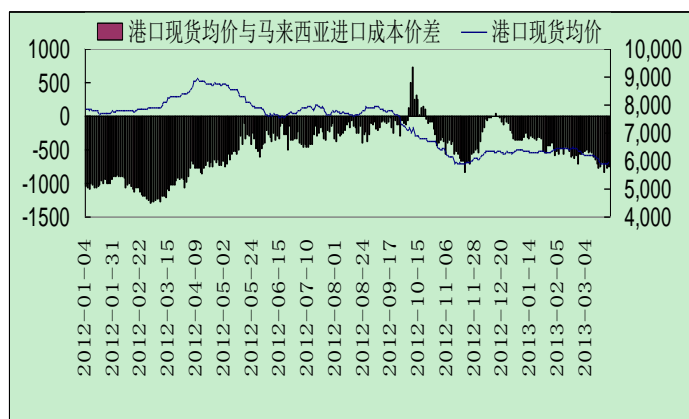
两大油脂价差走牛。目前国内四级菜油与国内四级豆油现货价差在 2300 元/吨，继续扩大；四级菜油与棕油现货价差高达 4479 元/吨，继续扩大。菜籽油抛储价格高企，且消费群体稳定，相较而言，进口依存度极高的棕榈油、豆油国际供给趋于宽松，价格积弱已久，基础因素差异决定价差走牛。整体来看，菜油与关联油脂价差不断刷出新高，并有率先构筑并摆脱底部的动作，或将令二季度油脂价格跌势趋缓，并存在超跌反弹契机。

图 10. 国内棕榈油港口库存居于历史高位



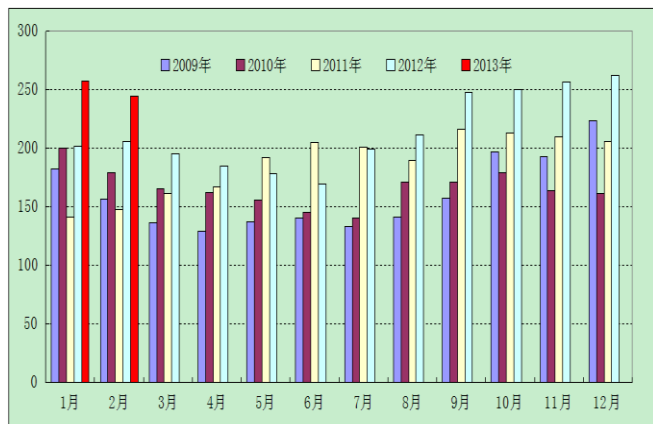
资料来源：Wind

图 11. 国内棕榈油现货价格与到港成本严重倒挂



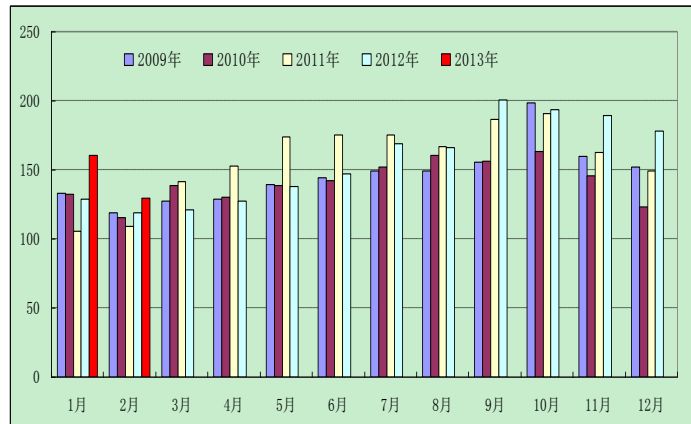
资料来源：Wind

图 12. 2009 至 2013 年马来西亚棕油库存变动图(万吨)



资料来源: Wind

图 13. 2009 至 2013 年马来西亚棕榈油产量变动图(万吨)



资料来源: Wind

2、马来西亚棕榈油库存季节性下滑，将令价格跌势趋缓

MPOB 最新数据显示，马来西亚棕榈油 2 月库存环比下降 5.2%至 244.37 万吨，这也是去年 12 月该库存升至 262.75 历史新高后，连续第二个月的下降。通常情况下，3 月库存会较 2 月继续下降，并在二季度见库存低位，库存水平的这种季节性波动，对油脂价格带来一定支撑。

MPOB 最新数据显示，马来西亚棕榈油 2 月产量环比下降 19%至 129.56 万吨。一般情况，1 季度末 2 季度初，是年内棕榈油产量的低谷。近来沙巴州军警与菲律宾武装分子发生的冲突导致当地数家炼油厂放缓经营，影响收割和船运出口，2 季度产量稳中或将趋降。

MPOB 最新数据显示，马来西亚棕榈油 2 月出口环比下降 13.98%至 139.79 万吨。根据 ITS 和 SGS 最新公布数据，3 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口约 106 万吨，较上月同期减少 7%到 7.5%。近期马来西亚港口与装卸情况不温不火，加上 4 月毛棕榈油出口关税维持 4.5%不变，未来出口环比增长或将平稳，月出口量在 2 季度逐月季节性增加。

据了解，在柴油勾兑 20%棕榈油可使用在大推力的柴油机上。随着时间推移至夏季，气温回升，将使得棕榈油消费结构发生新的变化，棕榈油消费渠道的拓宽及去库存过程的加快，将限制其杀跌空间。

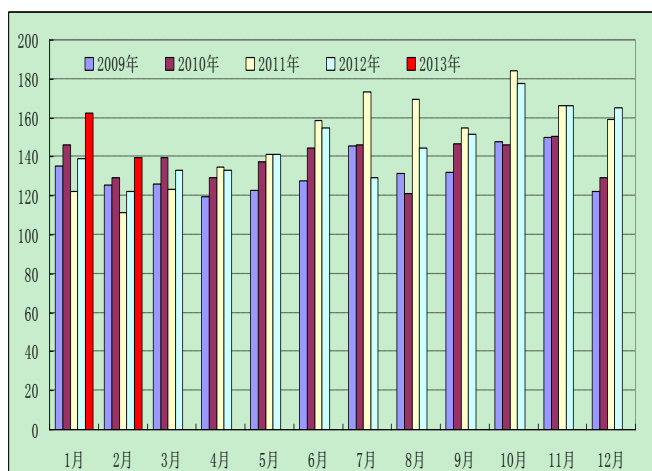
五、净持仓变动惹眼，指引价格波动总方向

美国商品期货交易委员会(CFTC)在 3 月初，发布的持仓报告显示，截至 3 月 5 日的一周，投资者将 18 种美国大宗商品期货和期权的总净多头头寸削减 9.2%至 405885 份合约，创下 2009 年 3 月以来最低点，亦即四年最低的水平。与此同时，投资者的美元净多头头寸则升至七个月以来的高位，美元指数迎来“红色二月”，3.44%

的涨幅录得近 9 个月来的最大单月涨幅，美元长周期涨势基本确立，暗示长期风险资产价格的熊市基调。

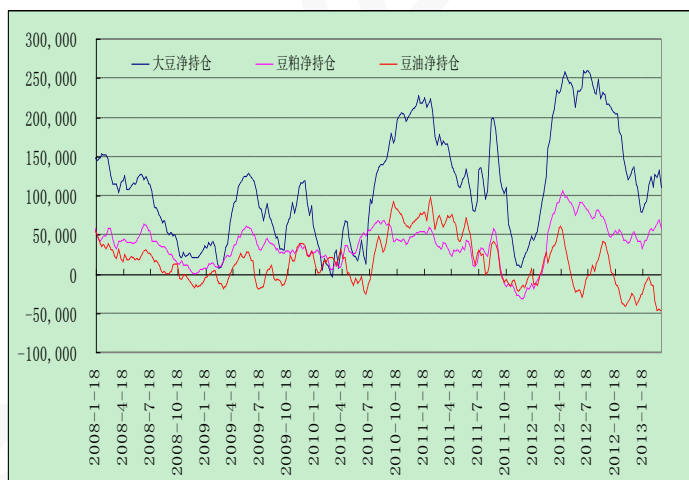
CBOT 豆类方面，CFTC 净持仓变动显示，截止到 3 月 19 日，美豆非商业净持仓 110342 手，美粕非商业净持仓 5724 手，美豆油非商业净持仓-47353 手，均呈现持续削减的状态，可圈可点的是，CBOT 豆油期货净持仓规模，已经回落至十数年的低位。需关注历史低量净持仓的变动对行情做空的推动力，以及其反转增持带来的价格逆向波动。

图 14. 2009 至 2013 年马来西亚棕油出口量变动(万吨)



资料来源: Wind

图 15. CFTC 大豆、豆粕、豆油净持仓变动图



资料来源: Wind

六、技术条件简析及操作意见

笔者认为，美元指数季度级别的上涨，对商品价格带来系统性压力。此种背景下，二季度豆类市场的供需格局，在南美历史性供给的现实和北美历史性供给的预期中，将进一步刺激豆价走低，且春季高点已经出现在 1 季度。

4 月份收储时效将过，连豆面临“久盘即跌”威胁；而连粕波动性上佳，3500 至 3530 压力区域未能逾越，常规季节性空头行情将延伸至 5 月份，空头空间较为诱人；豆油价格常年在 3 月份见季节性低点，并在 2 季度初期出现回升，但本年度熊市基础易引发反季节下跌，连盘豆油 8300 至 8600 压力区域若未能有效升破并持稳，宜当超跌反弹思路对待，长周期面临进一步深跌寻底的威胁。

图 16. 大连大豆价格指数面临“久盘即跌”的风险



资料来源：文华财经

图 17. 大连豆粕价格指数月线波动区间下移图



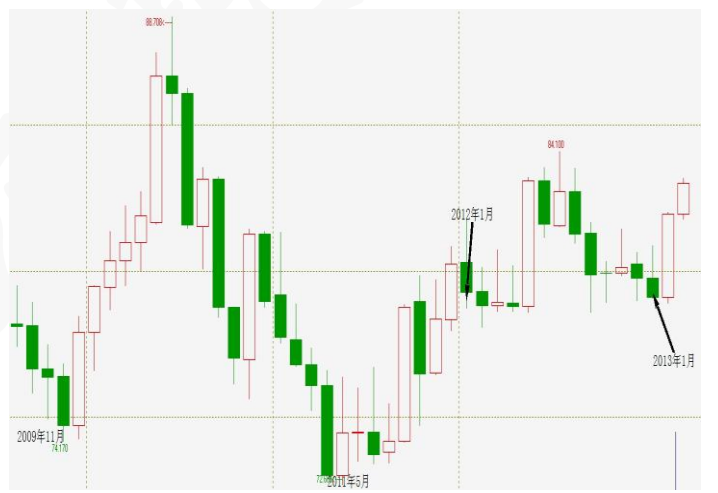
资料来源：文华财经

图 18. 大连豆油价格指数月线级别多头崩溃形态



资料来源：文华财经

图 19. 美元指数月线级别底部或夯实完毕



资料来源：文华财经