



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。

熊市情绪季节性回升受限，下半年宜寻找沽空机会

内容提要：

回顾 2013 年上半年，笔者曾在年度和一季度投资报告里，高频强调市场的“熊市”格局，而事实上，这种熊市的铁幕已经降下，并且表现的更为糟糕。

展望下半年，根据 USDA 种植报告前瞻，我们判断，2013 年下半年，在大多数天气条件，北美大豆将实现丰产，豆类品种也因此存在进一步下跌的空间，总体表现或将先扬后抑。

具体来看，北半球作物生长季节里，盘面容易受天气问题的影响，并存在炒作的预期，投资者可以关注三季度的天气市，关注粕类的多头机会；而三季度晚些时候，若北美丰产成为事实，届时基本面的利空影响将会显示其威力，是下半年主要挖掘的投资机会。

油粕关系上，三季度油粕比价偏向于寻底，四季度油脂旺季来临或存在转机的出现。在大豆市场熊市情绪的氛围中，油粕波动的“跷跷板”效应最为凸显，蕴含较好的套利机会。

关键词： 熊市情绪 沽空机会

一、上半年行情回顾

回顾 2013 年上半年，笔者曾在年度和一季度投资报告里，高频强调市场的“熊市”格局，而事实上，这种熊市的铁幕已经降下，并且表现的更为糟糕。

从宏观的角度来说，美联储缩减量化宽松的预期甚嚣尘上，美元指数的回升渐成趋势，贵金属应声堕入熊途，金银成上半年空头市场的最大赢家，包括农产品在内的绝大多数商品，其价格重心出现系统性下移。

就基本面的角度而言，全球范围内普遍丰产的预期，助力农产品市场完成库存重建，压低远期合约价格。现实的高库存压力下，油脂价格已深跌至近三到四年的低位区域，并有望率先达到金融危机以来的次低点水平，是上半年市场空头行情的一大亮点。相映成趣的是，熊市进程中，油厂为了平衡压榨利润，豆粕走势表现出了鲜明的“跷跷板”效应，强弱分化严重。从 4 月中旬到 6 月初期，9 月合约豆粕启动了一轮近 15% 的上涨行情，而在此期间，豆油仍录得超 6% 以上的下跌；豆粕比从年初高位下跌超 22%，处于历史极低值。

美豆新作在播种季节遇阻，出现历史同期较慢的播种进度，CBOT 市场现炒作风潮，投机增持天气溢价，一直持续到 6 月初期播种接近尾声，本种植季节美豆及粕价累计涨幅超 15%，年内新高易攻难守，价格指数分别在 1450 美分/蒲式耳和 430 美元/短吨处遇阻，出现回落。

国际豆类熊市情绪下，低库存现实抬高近月价格，高产量预期压低远月合约，市场呈现反向市场特征，为牛市套利创造了天然的环境。其中，尤以美豆粕为甚，上半年最后一个交易日，美粕 7 月现货月合约改写历史新高至 491.5 美元 /短吨，与 9 月合约价差也扩大至 87 美元/短吨历史高位，在需求旺季里，远月合约上涨道路艰难，频遭供给充盈预期打压，现货月合约却在低库存条件庇护下单边急涨。

表 1：上半年油籽、油脂期货涨跌幅简表

名称	现价	主力合约持仓量	年初至今	时间
CBOT 大豆	1276	356582	-9.95%	2013/6/26 23:16
DCE 豆一	4620	132574	-2.59%	2013/6/27 11:29
CBOT 豆油	45.46	158212	-8.12%	2013/6/26 23:15
DCE 豆油	7276	527334	-15.51%	2013/6/27 11:30
CBOT 豆粕	385.5	158974	-8.99%	2013/6/26 23:13
DCE 豆粕	3174	1429352	-3.11%	2013/6/27 12:30
MDEX 毛棕榈油	2348	49361	-8.85%	2013/6/27 11:30
DCE 棕榈油	5820	541218	-15.92%	2013/6/27 11:30
CZCE 菜籽	5173	10574	-1.90%	2013/6/27 12:37
CZCE 菜油	8212	79214	-16.66%	2013/6/27 12:37
CZCE 菜粕	2228	428034	-4.79%	2013/6/27 12:37

资料来源：wind

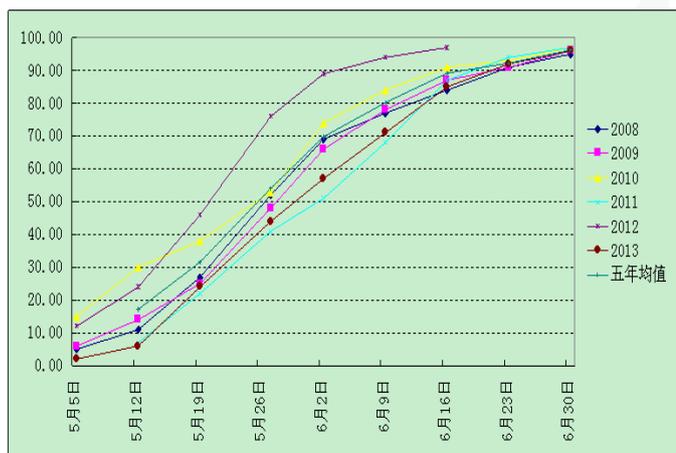
三大油脂间的价差关系出现了修复，其套利空间颇为丰厚。究其内在的原因，一方面，全球大豆产量和库存的扩大，动摇甚至逆转了油棕的牛市价差；另一方面，国家对油菜籽收储政策的调整，阻断了进口菜油的国储交收，菜油失去国储支撑后出现较大时空的补跌行情，致菜豆、菜棕价差剧烈收敛。

二、天公作美，生长期天气炒作尚未能再掀波澜

7、8 月份是大豆市场重要的生长炒作期，若出现旱情等异常天气，威胁大豆产出前景，则市场将积极增持天气升水，抬升大豆价格。2012 年即去年同期，就曾发生一次较为经典的季节性炒作行情。因美国遭遇半个世纪来最严重的干旱天气，CBOT 豆类价格天气炒作近乎白热化，在短短三个月的时间里，大豆和粕价分别获得 30% 和 50% 左右的巨大涨幅，改写了历史新高。

美国农业部（USDA）每周初发布的周作物生长报告里，“优良率”指标成市场重要的焦点。截止到 6 月 30 日当周，美国大豆生长优良率 67%，之前一周为 65%，去年同期为 45%。尽管美国大豆种植的开局不利，但得益于美国强大的种植能力，大豆种植最终完成。目前生长期作物表现良好，而且连年出现灾害天气的可能性较小，若无较大自然灾害，本生长季豆类价格将在巨大供给产出威胁中前行，因缺乏天气升水溢价支撑，回升高度受限。

图 1：美豆种植率变动图



资料来源：wind

图 2：美豆生长优良率变动图



资料来源：wind

三、美豆产出前景预期乐观，全球供给压力季末或显威力

6 月 28 日，美国农业部发布种植面积预估报告。报告显示，美国 2013 年大豆种植面积为 7770 万英亩，年比增加 1%，创历史最高记录，预测收割面积为 7690 万英亩，年比增加 2%，也将创记录水平，纽约、北达科他州、宾夕法尼亚州种植面积创历史纪录。该报告对 3 月预估值 7712.6 万英亩做出了修正，向上调高至记录水平，这为历史性产量创造了基础条件。

USDA 将在 7 月和 14 个州的大豆种植农户接洽，确定美国大豆的种植面积数据，若有必要将在 8 月供需报告中发布调整。根据我们对美国近 9 年的大豆播种面积和预估值的统计来看，6 月份预估值与实际种植面积更为接近，而后期美豆种植面积仍存在微调向上的可能。

因产量前景预期较佳，美豆年末库存有望增长至近 7 年最高水平，库存消费比增长近一倍至 8.13%。这种基本面的变动，一旦在下半年秋季成为现实，将会发挥其利空的威力。

图 3：美国大豆播种面积和预估值变动图



资料来源：USDA

图 4：世界大豆种植面积和产量达到新高水平



资料来源：Wind

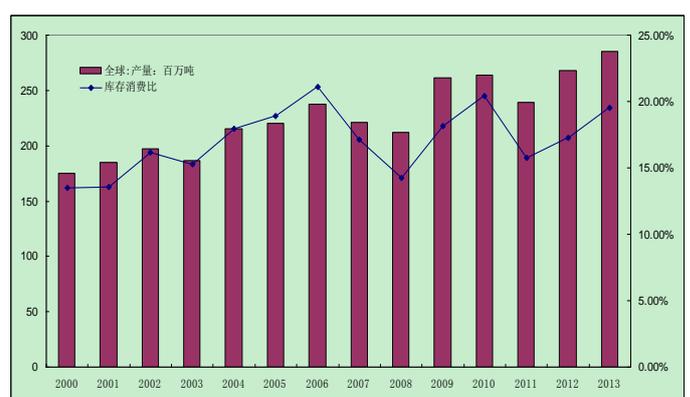
2013 年，美国大豆产量预期 9226 万吨，超越巴西（8500 万吨）再度成为全球最大的大豆生产国，该国库存消费比较去年有望实现倍增至 8.13%，为近 7 来高点；在南北美供给冲击下，全球大豆产量也将录得 2.853 亿吨的记录新高水平，库存消费比攀升至 19.54%，较去年抬升超 2 个百分点，超出国际安全警戒线（17%）的水平。

图 5：美国大豆产量和库存消费变动图



资料来源：Wind

图 6：全球大豆产量和库存消费比变动图



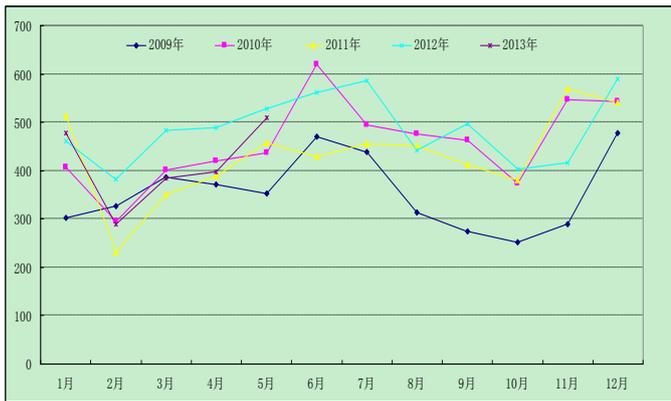
资料来源：Wind

四、国内进口量存缩减预期，疫情影响累及消费

海关数据显示，5 月我国进口大豆总量为 509.7 万吨，环比 4 月增加 112 万吨，同比去年减少 18.1 万吨。2013 年 1-5 月大豆进口总量为 2059 万吨，和去年同期相比减少 283.5 万吨或下降 12.2%，这主要是因为南美大豆主产国巴西，港口物流拥堵致发货延误。

而 6 月份或将有大量的大豆到货，商务部发布的最新统计显示，中国 6 月进口大豆预报到港 832.28 万吨，这将创下月度最高水准，而 7 月进口大豆预报到港将出现回落，为 429.96 万吨，三季度初期压榨利润或将受损。下半年整体来看，受今年 4 月到 5 月禽流感疫情影响，以及食用油消费滞缓牵连，大豆进口量增速放缓，甚至会出现小幅减少。

图 7：近 5 年中国大豆进口逐月变动图（单位：万吨）



资料来源：Wind

图 8：近 5 年中国豆油进口逐月变动图（单位：万吨）



资料来源：Wind

图 9：我国大豆库存变动图（单位：万吨）



资料来源：Wind

图 10：我国棕榈油港口库存（单位：万吨）



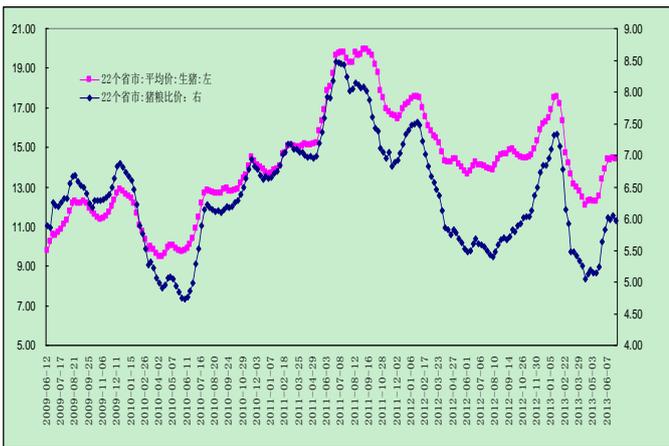
资料来源：Wind

五、关联下游产业情况

1、生猪存栏居高，猪价上涨需要去产能配合

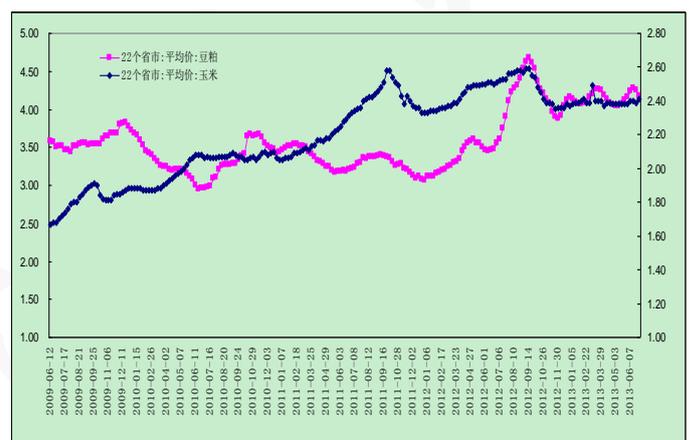
上半年生猪养殖整体仍处于周期下行阶段，价格走势呈现先抑后扬。22 个省市平均生猪价格，从年初的 16.89 元/千克一度跌到 4 月中旬的 12.07 元/千克，跌幅达到 28.5%，自繁自养头猪盈利一度出现亏损超百元的情况，随后，在国家 4、5 月份两批次冻肉收储后，调控初见成效，生猪价格到 6 月末已回升 19.3%，持续上涨八周，猪粮比 6 月下旬回升到 6:1 盈亏平衡点上方，而本轮猪周期自 2011 年 3 季度价格见顶以来，市场对于周期底部的判断持续推后，高存栏多次抑制反弹的持续，淡季反弹持续性存疑。

图11: 22省市生猪均价(单位:元/公斤)和猪粮比



资料来源: Wind

图12: 22省市豆粕玉米上行动力不足(单位:元/公斤)



资料来源: Wind

图13: 生猪存栏逐月变动图(单位:万吨)



资料来源: Wind

图14: 能繁母猪存栏逐月变动图(单位:万吨)



资料来源: Wind

6 月 18 日，农业部数据显示，截至 2013 年 5 月，生猪存栏 44758 万头，环比增长 0.2%，同比下降 1.2%；能繁母猪存栏量 5013 万头环比持平，同比增长 1.7%。近期来看，能繁母猪高于 5000 万吨以上的水平，仍是历

史绝对高位，是库存居高不下的主要原因。下半年猪肉需求会出现回升，但受制于存栏量增长，猪价大幅上涨和其可持续性将面临考验。

由于 2012 年 3 季度母猪补栏积极性较高，10 月份能繁母猪存栏量为 5080 万头，为历史新高，该时段补栏母猪对应 1 年后肥猪出栏，则三季度整体供应过剩压力大，价格或受负面牵连，到四季度随着消费的提升，价格或将有所好转。

2、油粕价格不振，压榨利润持续低迷

伴随下游品种 6 月中下旬的急跌，进口大豆持续一月有余的压榨盈利时代结束。截至到 6 月 28 日，大连、天津、山东、江苏、广东等地压榨亏损分别为 159.5 元/吨、187.25 元/吨，93.3 元/吨、106.25 元/吨、183.5 元/吨。因下半年初期进口到港量陡增，三季度压榨利润开局不利并有相当的持续性，四季度伴随油脂旺季的来临，或将出现好转。

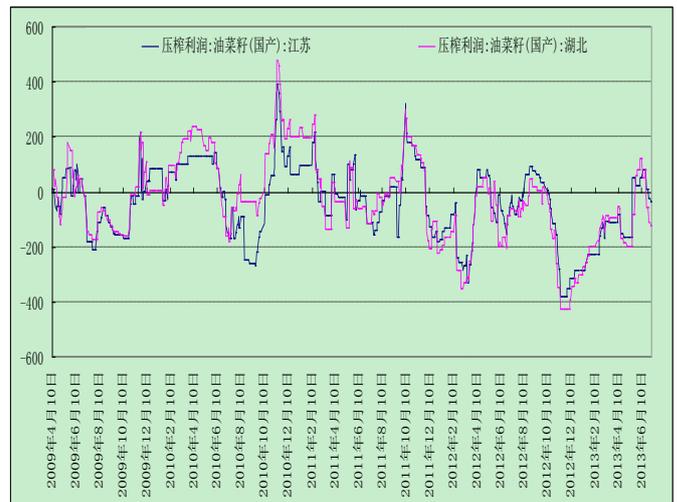
关于豆粕的价格，传统逻辑上认为，生猪价格的弱周期里，饲料需求旺盛，此时粕价持坚。油厂挺粕意愿强，“粕坚强”长期维系，主要的基本原因便在于此。而长期以来，“粕强油弱”，油粕鲜明的“跷跷板”效应，正是整体市场熊市特征的反应。

图15：进口大豆压榨利润图



资料来源：Wind

图 16：油菜籽压榨利润变动图



资料来源：Wind

六、价格展望和策略

笔者重申对 2013 年下半年价格下降的预期，并认为大豆及关联品种，将在大多数天气条件下趋向走低。

三季度初期，北半球作物生长季节里，盘面容易受天气问题的影响，并存在炒作的预期，而一旦天气稀疏平常，缺乏炒作概念，不排除价格出现反季节性下跌的情况。油粕关系上，三季度油粕比价偏向于寻底，四季度油脂旺季来临或存在转机的出现。

操作上，关注三季度天气市行情能否成行，而最宜关注的是，三季度晚些时候，北半球丰产若成事实，基本面压力下将带来的空头机会，时间窗口指向 8 月末 9 月初期。