



王成强

宏观分析师

从业资格证： F0249002

 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，常参与豆类油脂产业调研。

豆类牛皮市震荡，下半年仍将演绎季节性行情

内容提要：

1. 豆市 2011 年上半年的行情，总体而言，处于牛皮市震荡格局，并伴有季节性特征。
2. 生猪价格步入上涨周期，存栏补库势在必增，三季度豆粕存在做多机会，且大豆存在天气升水炒作预期。
3. 豆油市场 2011 年上半年，围绕食用油限价令的存废猜想而波澜起伏，四季度政策或松绑，豆油唱主角。
4. 美元指数慢慢熊路已 10 年，美联储货币政策将引路美指，新兴经济体和发达经济体紧缩政策寻求共振。
5. 下半年豆类市场仍存在季节性操作机会，第三季度的豆粕和大豆、四季度的豆油多头机会值得关注。

关键词：货币政策 震荡 季节性 多头机会

一、2011 年上半年，豆市陷入牛皮市震荡

本文以时间为轴，把脉 2011 下半年豆市行情投资机会。重点阐释猪肉价格周期性上涨对豆市的冲击以及食用油限价令等政策对豆油市场中期的影响，并纳于宏观市场环境，勾勒下半年豆市机会所在。

图 1-1. 上半年美豆走势图



资料来源:文华财经

图 1-2. 上半年连豆走势图



资料来源:文华财经

2011 年上半年，实在很不平静。内有我央行紧缩货币政策的升级及诸项政策干预；外有欧洲债务问题，日本地震和核危机等突发事件降临；市场可谓陷入内忧外患交加的环境之中。商品价格年初震荡冲顶，而后 2 月中旬至 5 月中旬，商品价格逐浪下跌，接下来在上半年剩余的时间里，弱势盘升至今。

期间，最具代表性的是主流交投品种橡胶和棉花；而豆类市场牛皮市震荡，季节性波段机会大于趋势机会。

1 月份追随商品价格冲顶，连豆指数止于 4670 点，尚不能刷新去年高点，其势弱于豆油和豆粕。而后在加息和提高准备金率等国内密集的紧缩政策打压之下，2 月中旬至 3 月中旬追随主流商品大幅下跌，止跌于 4350 一带展开筑底。

3 月中旬至 4 月中旬，北半球大豆种植季节炒作升温，种植面积预期大幅减少，连豆指数十数个交易日涨幅近 8%，创造 2011 年种植季节性高点 4731 点。4 月中旬至 6 月，南美大豆集中上市，供给压力令豆市出现季节性回落，连豆指数止跌于 4341 后弱势整理延续。

笔者在二季度投资报告中强调，二季度豆类市场陷入震荡市。而今，宏观局面扑朔迷离，下半年大豆仍经历着它的生长季节和收获季节，豆市下半年季节性投资机会值得关注。

二、三季度豆粕存在做多机会，大豆存在天气升水炒作

(一) 生猪价格步入上涨周期

在 2011 年年报中，笔者特别指出生猪步入新的上涨周期，饲料需求将上升。

6 月，22 个省市生猪平均出栏价格达到 18.1 元/公斤，同比上涨 83%，发改委监测的 36 个大中城市集市猪肉平均价格 15.2 元/公斤，同比上涨 40%。生猪价格的强劲，猪肉价格周期性规律以及饲料原料价格上升等是主要的驱动因素。

我国生猪养殖行业长期以来集中度一直较低，生猪养殖规模化水平也较低，大部分生猪是以农户散养为主。到了 2010 年年末，中国的年出栏 50 头以上的规模化生猪养殖已占全国生猪养殖出栏量的 66% 以上，虽有很大提高，但较欧美日等国，年出栏千头以上的规模化生猪养殖达到 70% 以上的规模化养殖来说，中国的生猪养殖业的行业集中度仍有待提高。

以散养方式为主，缺乏规模生产，使大量生猪养殖者无法预计市场的变化，而只能根据经验管理来指导或决定现在的经济行为，这是造成我国生猪生产 3~4 年周期性波动的根源。

一般而言，猪肉价格的涨跌周期历经三年，但这个时间段并非绝对，上一轮周期中由于有疫情出现，周期延续时间延长，按此推算，此轮周期从 2010 年下半年开始。目前正处于上升周期中，存栏量以及淡季异常涨价等因素，也更加支持此观点。

图 2-1. 2003 年以来猪肉价格波动周期



资料来源:Wind

图 2-2. 全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量



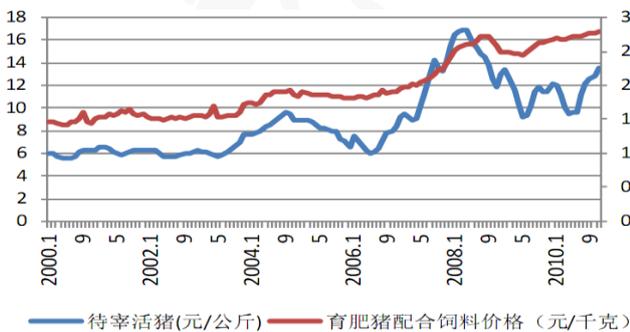
资料来源:Wind

(二) 生猪存栏补库在前，豆粕饲料补涨在后

2011 年度以来，全国生猪存栏量出现明显下滑。尽管 3 月份之后出现了一定反弹，但能繁母猪存栏量的不足，限制了生猪供给的提升，这不仅推高了仔猪价格，同时也限制了养殖户进一步补栏，使得猪肉供给难以快速提升，对未来一段时期的猪肉价格形成支撑。

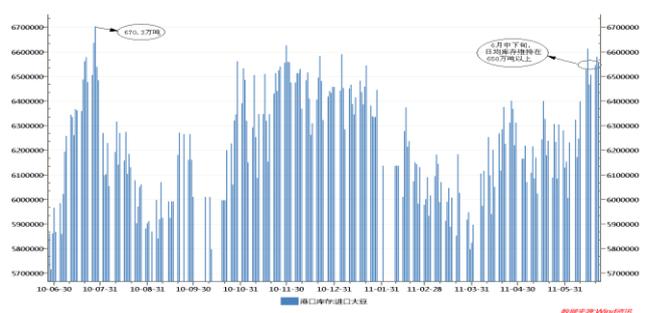
能繁母猪存栏量的下降将会导致 10 个月后生猪供应量的下降，加上养殖户一般存在 3-6 个月的观望期，从 2010 年 8 月的低点算起，有 13—16 个月生猪增栏生养期，这也就意味着全国的生猪供应在 2011 年前三个季度都将面临供应不足的局面，而生猪存栏量在 2012 年 2 月前或许都不会有明显的增长。这将意味着目前的猪肉供应全年都将维持在一个供不应求的市场失衡状态，猪价或将延续上涨势头，或是维持在高位运行。

图 2-3. 猪饲料提价略滞后于猪价上涨



资料来源:中国畜牧业信息网

图 2-4 我国大豆港口库存量居于高位



资料来源:Wind

中国畜牧业信息网披露的 2000 年 1 月至 2010 年 11 月数据显示：猪价的每一次上涨都会带来猪饲料价格的上涨，饲料价格上涨滞后于猪肉价格上涨数月，饲料价格一旦上调，即使出现猪肉价格暴跌，饲料价格也能保持相对稳定；从中长线趋势看，真正影响畜禽饲料价格中长期走势的是玉米和豆粕价格，即原料成本；伴随生猪补栏热情的高涨，三季度将提振远期豆粕价格需求量，从而支持价格走强。

（三）生长季节大豆存在季节性炒作机会

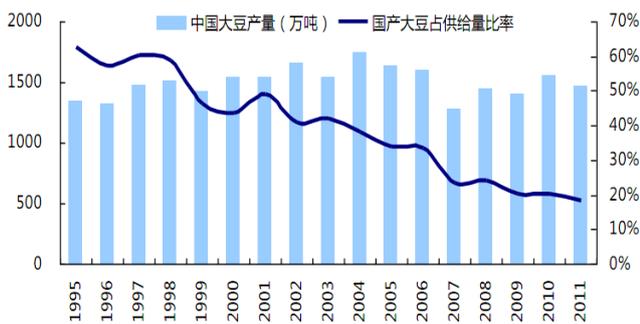
目前，大豆港口库存压力较大，其中包括一至二成的贸易商融资性的大豆进口库存，这在某种程度上，夸大了市场的真实需求。而这种居高不下的库存长期却压制价格，需要市场进一步消化。而国产大豆种植面积锐减，大豆产量下滑几成定局，却限制了价格滑落的空间。

官方数据显示，2010 年完成大豆播种面积 6717 万亩，比 2009 年减少 570 万亩。2011 年的面积在 5000 万亩左右，比上年播种面积减少 1700 万亩，减少幅度 25%。令据 6 月大商所考察团对实地调研结果的最终统计，预计本年度龙江大豆面积将减少 30% 以上，悲观预计将减少 40% 以上。大豆种植收益低下，面积逐年递减，造成我国大豆产量及国产大豆占供给比率均呈逐年下降之势。

而国际大豆和玉米素有较强的比价效应。在此选取 1972 年 1 月至 2011 年 6 月的数据，CBOT 大豆和 CBOT 玉米的比价均值为 2.50，比价在 1.8-2.0 形成强支撑，只有 1996 年 4 月-7 月例外，比价最低达到 1.42，今年 6 月 1 日该比价已降至 1.83。（图 2-6）

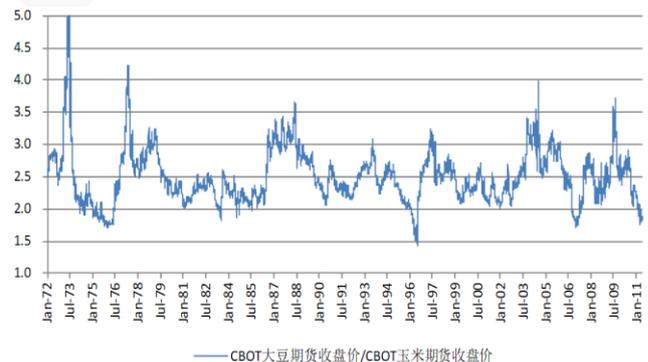
4 月中上旬，我们看到了豆市出现了种植季节的高点，在进入 7 月份之后，国际大豆市场将逐渐步入天气炒作的旺季，天气市有待酝酿。因天气将是决定最终是产量的重要因素，一旦灾害性天气发生，将会对未来大豆市场走势形成较大的冲击；特别是东北大豆种植面积锐减，美国大豆比价处于低位的背景下，可能将加强天气市炒作的力度。

图 2-5. 我国大豆产量逐年下降



资料来源：USDA

图 2-6. CBOT 大豆/CBOT 玉米，大豆比价效应凸显



资料来源：USDA

三、四季度政策或松绑，豆油唱主角

豆油在 2010 年 11 月攀升至阶段性高位之后，国家稳定物价等政策打压频出，加之南美大豆产情好转，基本面缺乏持续性利多提振，期价一度急跌，春节消费高峰直接刺激了油脂以及豆粕的需求，期价温和回补前期超跌幅度。2011 年上半年，维持高位震荡和整理，期间高位出现在 2 月中旬、4 月中旬和 6 月初，且三个高点成一线压制豆油价格在盘整过程当中重心下移。9800 元/吨 10000 元/吨区间支撑作用明显，10500 至 10800 区域压力沉重，油脂市场围绕食用油限价令的存废猜想而波澜起伏。

笔者在年报中指出，为稳定物价，缓解通胀，“政策控涨仍将延续”。

发改委“一而再、再而三”，延续食用油限价令。国家发改委曾在 2010 年 11 月底约谈中粮集团、益海

嘉里、中纺集团和九三油脂四家食用油企业，要求企业在 4 个月内、即到 2011 年 3 月份“两会”后，不得再上调小包装食用油价格；而“两会”结束后，发改委又约谈上述企业，希望在两个月内暂缓提价。但 6 月份限价令到期以来，大型油企尚未接到限价令是否解除的明确消息，传言称或延长至中秋节前后，亦即 8 月中旬，但官方尚无定论谜团待解。

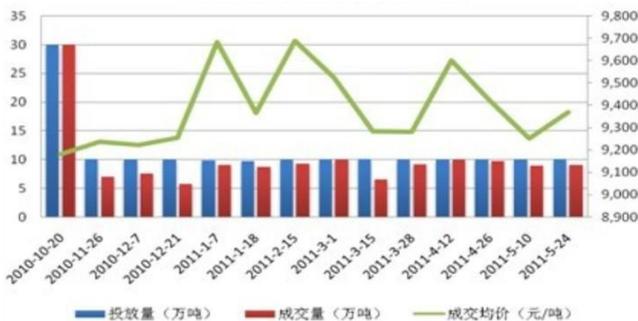
6 月下旬，一场 10 年来全国大规模的食用植物油库存大摸底展开了。国家将对全国的库存做一下调查，此次抽查的重点是中央储备油、国家临时存储油、地方储备油（“政策性油脂”）库存，以及上述政策性油脂承储企业的商品油库存，这次调查将会作为未来食用油价格是否调整的重要依据。

政策抛储暂停，或等待全国库存大摸底的结果，并有迹象显示，抛储力度或将趋弱。

2010 年 10 月迄今，国家临储菜油先后 14 次投放市场，累计成交量 140.70 万吨，成交率达 88.20%。临储菜油持续投放市场有效增加了食用油供给。2011 年 6 月 7 日国家粮油交易中心网站消息，隔周一次的国家临储四级菜油竞价销售将暂停。市场解读为国储库存消耗严重，后期的补库需求十分明显，政策调控的力度也将逐步减弱。

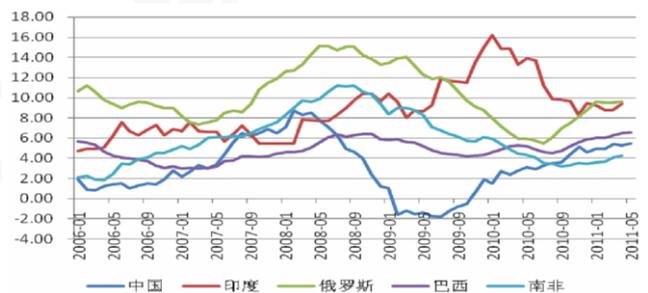
四季度是豆油传统的消费旺季，节日需求备货需求增加，政策压力一旦缓释或松绑，则豆油价格补涨热情将被激发。

图 3-1. 国家临时存储菜油拍卖情况



资料来源：Wind

图 4-1. 新兴经济体通胀压力明显



资料来源：Wind

四、新兴经济体与发达经济体货币政策何时共振

除了国家针对食用油价格的直接调控，豆类利空因素集中体现于国内外趋于紧缩的宏观、货币政策氛围，以及一系列潜在的危机事件。

新兴经济体以金砖五国为代表，普遍面临通胀压力，加息手段频出，大体步入刺激政策退出阶段，以平抑流动性及热钱过剩带来的高通胀的局面。我国去年至今，十数次提高存款准备金率至历史性高位，谨慎加息仅四次，人民币升值带来的热钱效应，及地方政府 16 万亿债务还贷压力，限制加息频率。

但发达经济体，紧缩政策推出仍极为谨慎，基本未做实质性动作。以希腊为代表的主权债务危机愈演愈烈，各大评级机构对欧债危机的重灾国也不断下调评级，更加重了对危机担忧的市场情绪，欧洲紧缩政策实施阻力大。而美国高失业率问题及抬头的核心通胀水平，令决策者不敢妄自做出货币政策的根本改变，去年 11 月启动的 Q2 效果备受质疑，实施 Q3 提振经济的计划恐遭遇攻击。

美国货币政策的方向，将给美元指数方向性的指引，美元指数从 2001 至今，可谓 10 年漫长熊市之路。预计下半年美元指数维持低位震荡等待方向指引，并存在阶段性反弹条件，而商品市场整体无疑面临下行风险。

五、结论：下半年豆类市场仍存在季节性操作机会

猪肉价格“淡季不淡”，6月初猪肉价格同比涨幅度72%，生猪、仔猪价格涨幅更为明显，在目前生猪存栏较低的水平下，三季度内猪肉价格将进一步上涨，饲料价格后期势在补涨，豆粕将于三季度引入到市场的视野中。

也就是三季度前期，大豆市场迎来潜在的天气市炒作时间之窗；特别是国内大豆市场种植面积锐减的背景下，这种天气市可能显得急促而具有爆发性。

三季度末期，食用油迎来消费旺季，而食用油政策限价在此前一旦终结，市场面临合力推动，驱动压抑已久的豆油价格上涨。

但必须正视的是，伴随流动性收紧政策的进一步深入，整体商品市场面临商品属性的回归。其中以主流交投的商品品种橡胶为代表，上半年已步入长期空头格局之中，如果这种格局形成联动，势必波及豆类油脂市场。鉴于市场宏观环境依然存在较大变数，若控制物价的行动从新兴经济体向发达经济体蔓延，豆类油脂季节性机会高度可能受到限制，价格重心在下半年整体上会进一步下移。