



王成强

从业资格证： F0249002

☎ 0516-83831127

✉ wcqmail@163.com

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。

大豆油脂系列，二季度仍有上行空间

内容提要：

经济曲折复苏，商品价格集体回升。囿于其自身基础境况及资金兴趣，期价表现各异。粕市率先见底，领涨农产品，总持仓重回百万时代；大豆资金兴趣匮乏，国内主产区现货市场沉闷，抑制了期市波幅，处于严重滞涨的地位；而油脂系列，季节性涨势亦正当其时。

南美减产，全球供给端出现忧虑，基金净多持仓规模达到历史高位，驱动一季度豆市单边上涨。步入北半球大豆播种季节，北美及中国大豆播种处于劣势，炒作之风仍将盛行。

生猪盈利虽下降，存栏下降及仔猪高昂，二季度晚些时候，生猪价格存在上涨的基础；武钢、中粮养猪，政策扶植规模化养殖，刺激饲料需求端，将长期支撑粕市价格。

进口大豆压榨利润转正已经三个月，大豆压榨行业景气度仍将维持，压榨利润仍存在回升的空间，油脂价格二季度初期维持强势。

风险因素是，二季度晚些时候，是大豆系列季节性回落下跌的时间窗口，故期价运行至年内高位区，追高风险加大，存在阶段性抛空机会。

关键词：复苏 大豆 季节性 强势 生猪上涨

第一部分 行情回顾与前瞻

笔者在年报中强调，在商品价格的参照系里，支撑其上涨的土壤（低利率）依然存在，欧债危机的解决进展、全球经济复苏的进程一旦出现好转，商品价格存在强劲反弹的可能。这也是 2012 年，豆市油脂较为关键的基本面，它将决定市场波动的空间。

而 2012 年 1 季度整体市场的表现，印证了如上判断。希腊完成债务置换避免了无序违约，欧洲度过了最糟糕的时期；美国低利率政策延续至 2014 年末，经济数据佐证了其经济稳定的复苏；就新兴经济体而言，尽管其经济增速放缓，但也无法阻挡世界经济在曲折中复苏发展的脚步。这种宏观层面的基本判断，在市场中达成了共识，并驱动商品价格整体回升。

表 1. 大豆油脂系列涨幅榜

主力合约	涨幅	周期	期初价	期末价格
豆粕 m1209	16.88%	80	2786	3240
豆油 y1209	11.17%	76	8792	9654
棕油 p1209	11.60%	65	7728	8642
菜油 ro1209	8.85%	79	9328	10164
豆一 a1301	8.75%	79	4192	4551

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

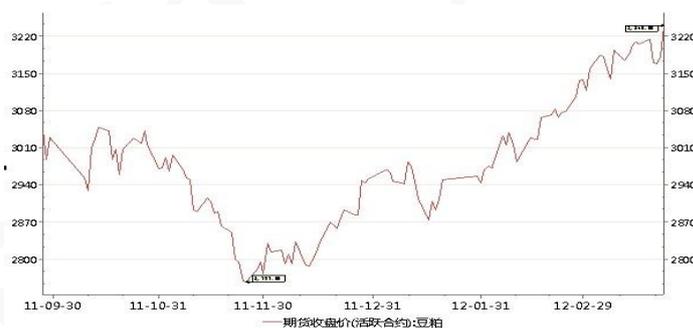
2011 年末和 2012 年初，商品先后见底，价格重新获得市场评估，并做出较大幅度的上行修正。上表显示的是，大豆油脂系列在这个过程中所录的的涨幅，期末价格指的是本报告截止日期 3 月 23 日，期初价格为去年年末各品种见底当日的开盘价，周期是历经的交易日天数。

由于商品自身基础境况及资金兴趣的迥异，商品价格的表现也有所不同。粕市是农产品的领头羊，价格率先见底，80 交易日 16.88% 的涨幅位居榜首，3 月 23 日仓量锐增，豆粕主力合约总持仓重回百万时代，是一季度市场名副其实的宠儿。大豆价格资金兴趣不足，国内主产区现货市场沉闷，抑制了市场的波幅，令其处于严重滞涨的地位。

油脂系列中，菜油率先见底，其自身基础面较佳，但期货盘面量能匮乏，交投颇显边缘化；棕榈油见底最晚，天气严寒拖延其价格启动的时间，春暖花开之际，棕油去库存，价格季节性上涨已然启动。而豆油价格追随豆类，季节性涨势亦正当其时。

以下几个部分，简要勾勒大豆及其下游品种的供需格局，并对二季度关注之要点做出提示，同时对相关影响因子和重要指标做出必要解读，以期对广大读者做出有意义的投资启示。

图 1. 连粕价格运行图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

第二部分：大豆市场供需格局分析

2012 年 1 季度，豆市自身的基本面，焦点于南美大豆作物对供给端的影响，而南美主产国遭遇不利天气影响，产量频遭下调，驱动美豆单边强势。

一、巴西大豆减产，库存水平下降至三年低位

表 2. 巴西大豆供需平衡变动表

日期	期初库存	产量	期末库存	总消费量	库存消费比(%)
2011-10	22.31	73.50	19.49	76.38	25.52
2011-11	22.31	75.00	19.49	77.88	25.03
2011-12	22.22	75.00	18.90	78.38	24.11
2012-01	22.19	74.00	17.36	78.88	22.01
2012-02	22.19	72.00	16.03	78.20	20.50
2012-03	22.19	68.50	14.73	76.00	19.38

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

USDA 月度供需报告所显示的，巴西大豆供需逐月变动情况，如表 2 所示。3 月供需报告中，巴西大豆产量较市场年度初下调 6.8%，至 6850 万吨，《油世界》更是将巴西大豆产量预估下调至 6650 万吨。正因其减产严重，巴西大豆库存消费比较市场年度初减少 6.14 个百分点至 19.38%，处于近 3 年低位，并成下降趋势。

二、阿根廷大豆减产，库存水平处于近九年低位

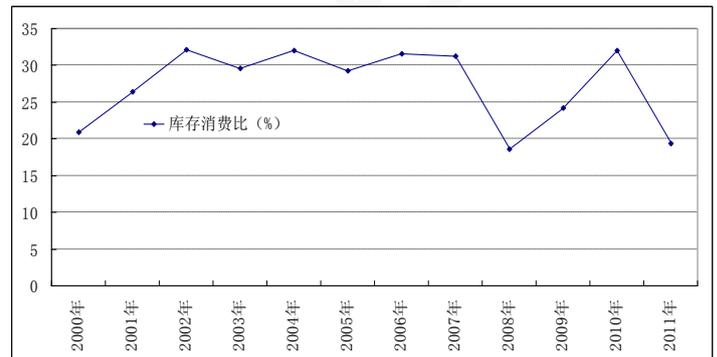
表 3. 阿根廷大豆供需平衡变动表

日期	期初库存	产量	期末库存	总消费量	库存消费比(%)
2011-10	24.03	53.00	23.58	53.45	44.12
2011-11	22.88	52.00	22.93	51.95	44.14
2011-12	22.88	52.00	22.93	51.95	44.14
2012-01	22.85	50.50	22.40	50.95	43.96
2012-02	22.85	48.00	21.40	49.45	43.28
2012-03	22.85	46.50	19.95	49.40	40.38

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

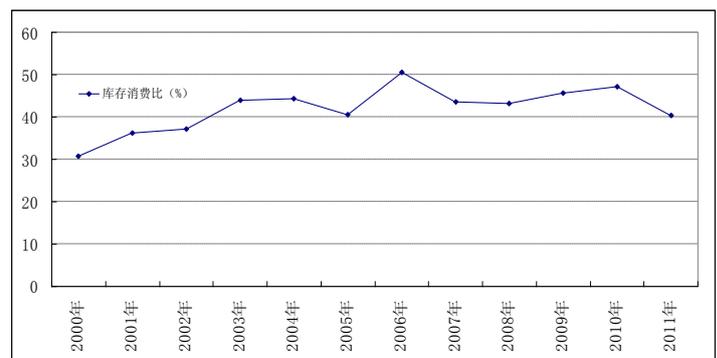
阿根廷受糟糕的天气影响尤甚，较 10 月相比，其产量下调幅度达 12.3%，至 4650 万吨，阿根廷农业部在 3 月 22 日，也将该国产量下调至 4400 万吨。故此，阿大豆库存消费比，大幅下调到 40.38%，为近 9 年的低位。

图 2. 近十年巴西大豆库存消费比变动



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 3. 近十年阿根廷大豆库存消费比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

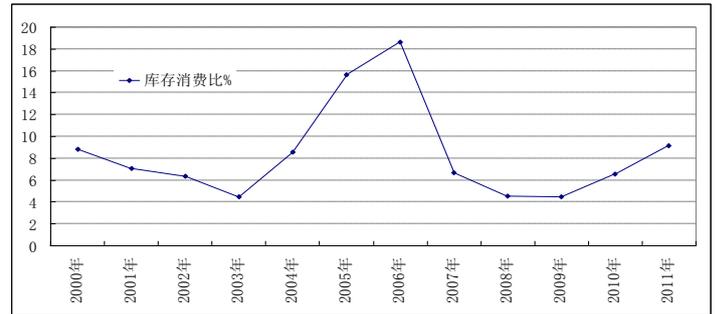
三、美国大豆库存水平有回升趋势

表 4. 美国大豆供需平衡变动表

日期	期初库存	产量	期末库存	总消费量	库存消费比 (%)
2011-10	5.84	83.28	4.35	85.18	5.11
2011-11	5.84	82.89	5.32	83.82	6.35
2011-12	5.84	82.89	6.26	82.87	7.55
2012-01	5.85	83.17	7.49	81.94	9.14
2012-02	5.85	83.17	7.49	81.94	9.14
2012-03	5.85	83.17	7.49	81.94	9.14

资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 4. 近十年美豆库存消费比变动



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

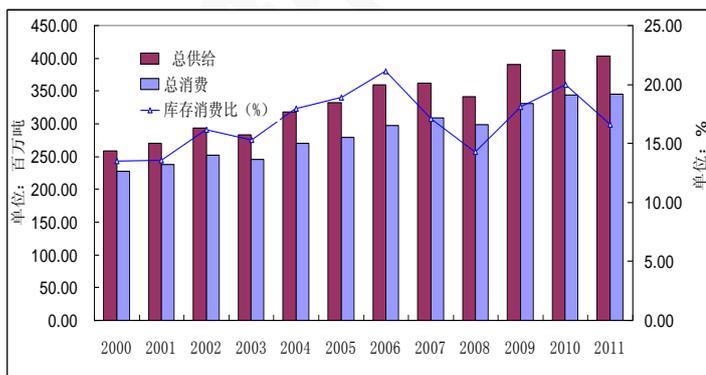
USDA 月度供需报告所显示，2011/12 年度，因中国需求转移至南美，美豆期末库存季节性调高，库存消费比较本市场年度初上升 4.03 个百分点至 9.14%。这样，美豆库存消费比攀升至近 5 年高位，并呈现上升趋势。

四、南美减产全球供应偏紧，二季度聚焦北半球播种

综上所述，全球大豆因南美减产而供应偏紧。受南美干旱影响，2011/12 年度全球大豆产量下调 640 万吨至 2.45 亿吨，较 2010/11 年度下降 7.3%；消费量下调 316 万吨至 2.55 亿吨，较 2010/11 年度增长 1.4%；库存消费比为 16.57%，较 2010/11 年度下降 3.41 个百分点，受主产区减产影响，全球大豆库存降至三年来低位，2011/12 市场年度大豆供应偏紧，对 2012 年大豆价格形成支撑。

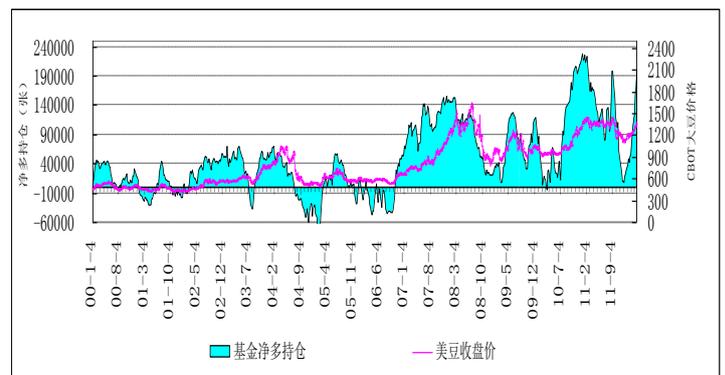
中国是全球最大的大豆进口国，近八成大豆消费依赖进口，国内大豆价格与全球价格高度联动。2011 年 12 月份以来，CBOT 大豆价格已经上涨 20% 左右，中国进口美豆到岸价上涨 16% 左右。随着南美大豆产区陆续进入收割阶段，后期市场的焦点将转移至北半球新作大豆播种。

图 5. 全球大豆供需格局



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 6. 美豆基金净多持仓回升到高位



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

五、二季度北半球种植季节，面积之争提振大豆

1、收储价格托起谷物底部，但不利大豆种植。

国家临时存储大豆挂牌收购价格（国标三等）是 2 元/斤，玉米临储价格是 0.98 至 1 元/斤。两者的相邻等级间价差按 0.02 元/斤掌握，收储截止到 4 月 30 日，尽管目前大豆玉米价格均高于收储价格，农民对现价认可度不高，但收储价格至少封闭了两者价格的下降空间。

综合考虑大豆玉米种植的成本收益，大豆玉米的比价在 2.7 到 3.0 区间较为合理，但截止 3 月 22 日，连盘大豆玉米的比价为 1.836，种植玉米的收益远高于大豆，鉴于大豆种植收益的比较劣势，2012 年这场种植面积之争，在龙江这块黑土地上，农民对种植大豆的积极性难以调动，大豆种植难有保障。

黑龙江省农委称，2012 年黑龙江玉米播种面积继续增加，预计将突破 9000 万亩，创历史新高。相反，大豆种植面积将继续减少。黑龙江今年继续加大种植结构调整力度，引导农民大力发展优质粮食和高效经济作物。农情统计显示，今年全省粮食作物意向种植面积超过两亿亩，其中玉米约 9000 万亩，将有效提高全省粮食单产水平。

相关市场机构估计，去年黑龙江大豆播种面积减少幅度高 30%。黑龙江大豆协会副秘书长王小语表示，从市场反馈信息来看，今年黑龙江大豆播种面积可能将继续减少。月底 5 月初大规模播种开始之后，最终面积才能确定，种植期的天气因素对最终播种面积影响也较大。

2、美国大豆播种存在变数。

2 月 25 日，美国农业部 USDA 在年度展望论坛上称，美豆 2012 年播种面积 7500 万英亩，高于基线报告 100 万英亩。USDA 将于 3 月 30 日公布 2012 年首份谷物种植意向官方报告。芝加哥经纪商 The Linn Group 3 月中旬预计美国今年大豆种植面积为 7,670 万英亩，高于美国农业部预估的 7,500 万英亩。理论上讲，CBOT 大豆玉米比值刚刚超过 2，价差也运行至近两年的高位区，并有进一步回升的趋势，北美大豆种植面积之争中，大豆的比较优势有恢复的迹象。

3、小节

围绕北半球大豆播种话题的争论，将在很大程度上左右 2 季度大豆的行情。总体而言，国内非转基因东北大豆处于严重的比较劣势，北美大豆种植存在一定的变数，毕竟大豆玉米比价的比较优势有转好的趋势。

六、基金净多运行至历史高位

从基金交易农产品策略来看，基金判断商品方向之后，都会选择进行中长期投资，而不是短期投机。从基金操作的特点来看，基金连续 3 周的持仓变化，尤其关键，若出现连续 3 周单方向增减，则预示大豆走势方向可能出现转变。

CBOT 大豆基金持仓出现了实质性的转变，发生在 2011 年 12 月 20 日当周。此时，CFTC 基金净多持仓，从 12 月 6

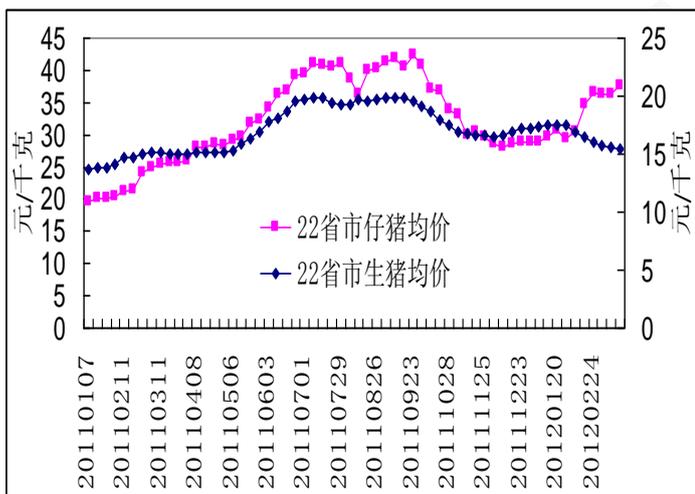
日的地量 8586 手，连增三周至 20 日的 23905 手。2 月 21 日，净持仓超过 10 万，3 月 20 日，净持仓超过 20 万，基金净多维持线性增长，推动了美盘大豆单边升势，12 月中旬到 3 月中旬，美豆价格涨幅近 24%，基金持仓是美豆价格运行的风向标，在基金净多持仓未发生转变之前，这种强势格局仍将延续。

第三部分：猪价周期性回落，饲料景气度支撑粕价

一、仔猪和生猪走势背离，暗示二季度猪肉价格面临上涨

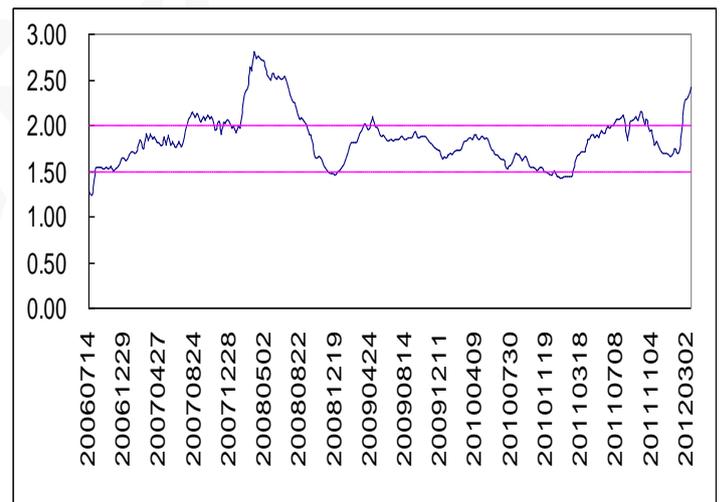
中国畜牧业信息网数据显示，年初以来，22 个省市的我国仔猪和生猪价格走势出现背离，进入 2 月份以后这种价格反向运动尤为明显。截止至 3 月 16 日，仔猪均价为 37.5 元/千克，生猪均价为 15.46 元/千克，分别较元旦前上涨 29.67% 和下跌 10.38%。仔猪生猪价格比 2.43，创近三年半的新高，并打破了长期处于 1.5 到 2 的均衡区间，但通常这种状态不会长期维持。仔猪生猪价格走势背离之原因，主要是年初仔猪疫病，存栏量下降，节后补栏需求增加引发仔猪供需紧张，价格上涨。这同时暗示着，仔猪这种供需矛盾可能导致 5、6 月份猪价上涨。

图 7. 仔猪和生猪价格走势背离图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 8. 仔猪生猪价格比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

二、存栏下降，养殖利润难有再跌空间

中国政府网统计数据显示，与去年年末相比，2 月份，全国生猪存栏量 45846 万头，减少 1488 万头，降幅为 3.14%；能繁母猪 4949 万头，减少 21 万，微降 0.43%。生猪供给能力的降低，预示着猪肉价格后期存在上涨的基础诱因；能繁母猪存栏不高，补栏缓慢，这将延长生猪养殖的盈利时间。

今年住猪粮比及生猪养殖利润有所下滑。猪粮比在 3 月初下滑至 6.66，为 2010 年末 2011 年初的比值水平；同

时，生猪养殖利润 167.91 元/头，较去年年末下跌 54.4%。从猪粮比来看猪周期，每一轮猪周期通常持续三年左右，这与猪粮比周期正好一致，2010 年 6 月以来的猪周期，目前运行至了下半场，走完全程还行约一年的时间，未来猪肉价格将保持稳定。

三、集团及规模化养殖，提升饲料景气度支撑粕价

我国《饲料工业“十二五”发展规划》中谈到，随着人民生活水平提高，城镇化进程加快，动物性产品需求仍呈刚性增长，饲料工业还有较大市场潜力；随着养殖业生产方式加快转变，尤其是标准化规模养殖加速发展，饲料工业对养殖业的支撑地位将更加突出，产业拓展的空间也更为广阔。长远来看，大宗饲料原料的供求矛盾将进一步加剧，饲料原料价格不断上涨、波动更加频繁是必然趋势。

在生猪规模养殖的政策和利益驱使下，武汉钢铁准备投巨资养猪、中粮集团也在加码生猪养殖，国际投行资本大鳄也涉足其中。生猪养殖业规模化的过程中，极大带动饲料需求，对粕市等饲料原料价格带来长期支持。

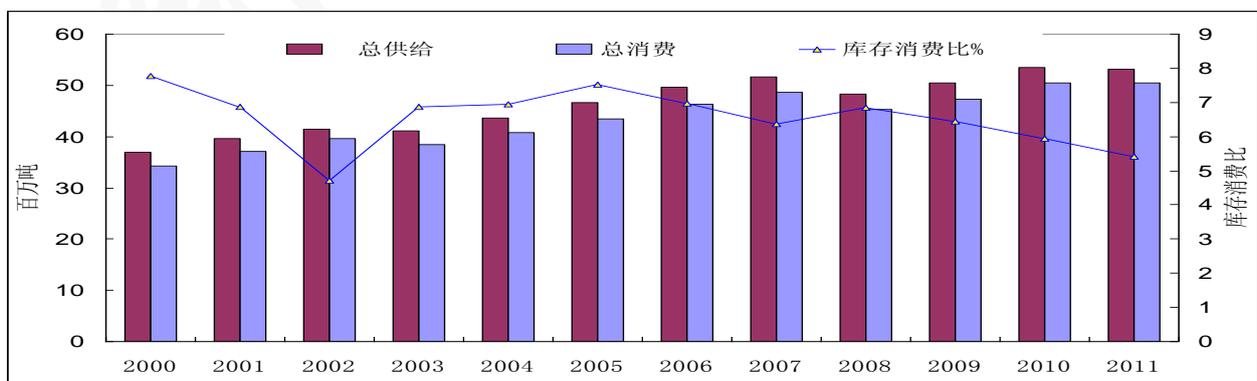
第四部分：油脂仍处紧平衡，国内压榨利润转正持续

一、全球油脂处于紧平衡状态

全球豆油供需偏紧。USDA3 月供需报告显示，全球豆油总供给 5318 万吨，总消费量 5045 万吨，库存消费比 5.41%，消费增速较快，库存消费比趋势性下滑特征明显，目前处于近十年低位，也是历史低位区域。

而全球油籽库存降至 3 年低位。《油世界》发布的最新报告显示，2011/12 年度全球油籽期末库存将减少 16%，降至 3 年来的最低水平，因为需求增加，南美天气干燥导致大豆产量下滑。《油世界》预计 2011/12 年度全球油籽期末库存将从上年的 8840 万吨降至 7410 万吨。油籽消费将增长 3.3% 达到 4.497 亿吨。全球 7 种油籽产量缺口将比一个月及两个月前的预期更加严重。《油世界》预计全球大豆产量将减少 7.3%，油菜籽产量可能减少 1.5%，降至 3 年来的最低水平 5980 万吨。欧盟美国乌克兰中国和印度油菜籽产量均将会下滑。综上，这对整体油脂价格带来积极提振作用。

图 9. 全球豆油供需格局



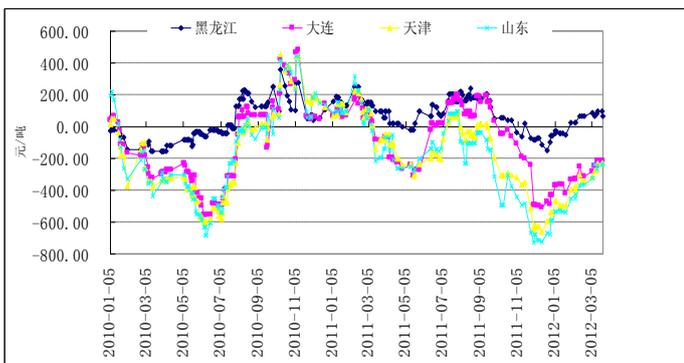
资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

二、压榨利润回升转正，盈利局面延续

开篇我们曾提到，大豆系列见底以来，国内油粕的涨幅（豆油 11.17%、豆粕 16.88%）远高于大豆（8.75%）的涨幅，故此大豆压榨利润如期回升。

截止到 3 月 22 日，国产大豆压制利润，黑龙江为 65.5 元/吨，大连-215 元/吨，天津-229.35 元/吨，山东-231.15 元/吨。尽管国产大豆压榨利润，仅黑龙江地区扭亏为盈，但压榨利润回升的趋势已经形成，索性行业整体摆脱并远离了去年四季度极度严重的亏损的局面，但相较于进口大豆，国产大豆压榨处于严重劣势。正如“两会”代表所呼吁的那样，国产大豆亟需产业保护，其非转基因及高蛋白的优势，显然有待深入发掘，而东北大豆的价值也将面临重新评估。

图 10. 国产大豆压榨利润变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

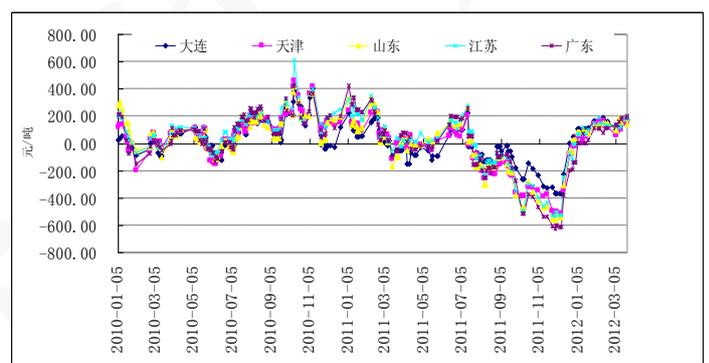
截止到 3 月 22 日，进口大豆压榨利润，大连为 171 元/吨，天津 146.05 元/吨，山东 141.75 元/吨，江苏 190.25 元/吨，广东 204.55 元/吨，进口大豆压榨利润于 2012 年初，全面摆脱了持续近半年之久的亏损局面，实现一季度稳定盈利在 100 元至 200 元之间。

预计二季度季节性需求支撑油脂价格，大豆压榨行业景气度依然乐观，且压榨利润仍有上行空间，这利于国内大豆港口去库存，并支撑大豆价格。

第五部分：操作建议

我们在年报中，强调季节性的操作思路。去年四季度出现季节性的多单机会，对于在此阶段入场的趋势多单，那么二季度是多头收获的季节。前期领涨的粕市，在 4 月、5 月份，常为季节性下跌的时期，需要提防并及时锁定利润；豆油、棕油 5、6 月份，季节性压力可能将占据上风。操作上二季度初期仍宜偏多操作，关于能走多高的问题，初步预计大豆油脂系列，将回升至 2011 年 9 月前的价格水平之上；而二季度晚些时候，季节性调整压力或主宰盘面，存在阶段性走势偏空的机会。

图 11. 进口大豆压榨利润变动图



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯