



广州期货有限公司
GUANGZHOU FUTURES CO.,LTD.

期市博览

豆类

期市博览



研究员 秦海垠
联系电话：020-22139813
网址：www.gzf2010.com.cn

目录

- 一、行情回顾
- 二、宏观经济
- 三、产业动态
- 四、市场供求
- 五、技术解盘
- 六、盘面分析
- 七、行情预测

●产量预期上调加宏观忧虑，豆类波动区间将下移●

一、行情回顾

9月份商品市场波动加剧，豆类也不能独善其身。从属性角度来看，目前商品的金融属性正在不断加大，而自身商品属性正处于弱化的状态。回顾这次豆类商品的剧烈下跌走势，我们可以看到，豆类商品的供需变化并没有急剧转变，而期货市场已经开始对各种宏面的消息进行预判，反应到价格走势上来看，就是行情大规模的波动。

美国农业部的9月供需报告出现预期利多落空以及美豆需求不振的影响，豆类市场在9月上旬的走势开始就是单边滑落的局面。其中，美豆指数从1467下跌到1220附近，不仅将8月上涨的所获得涨幅全部回吐，而且还击破前期支撑，创造出今年以来的最低位置。

图1：美豆指数日K线图



国内豆粕市场表现是三大品种中最弱的，受到秋冬季节养殖饲料消费

转淡以及库存偏高的影响，豆粕在9月份的行情一直较豆油、豆一要来的弱。而且在下跌走势当中，豆粕总是率先跌破支撑，且反弹中表现中最为疲弱。

图 2：大连豆粕指数日 K 线



数据来源：文华财经

豆一本轮下跌也较为明显，尽管市场传出消息国家可能将大豆的收储价格定在 4200 元/吨，但是从目前的行情来看，在豆类商品大幅下跌的背景下，其跌势也不可避免。

图 3：大连豆一指数日 K 线



数据来源：文华财经

国内豆油指数在下跌中表现相对较强，跌幅是三大豆类品种当中最小的。除了当前处于食用油消费转旺的季节性因素以外，国际石油价格的跌幅有限也对其价格提供了较好的支撑。

图 4：大连豆油指数日 K 线



数据来源:文华财经

二、宏观经济

当前欧债问题的严重性不言而喻。意大利、西班牙的债务问题绝非希腊等欧洲小国具有可比性。欧盟委员会试图通过一些根本性解决该问题的解决方案（比如发行欧元债券），但是该方案必要步骤复杂。首先，要通过谈判产生一部新的欧盟条约，然后，要争取在 27 个成员国中获得批准。整个过程都伴随着快速演变的危机，可能远水救不了近火。而另一热点讨论方案是欧洲金融稳定基金(European Financial Stability Fund)杠杆化操作。通过设立特殊目的机构，向该机构注入种子资金以发行债券并购买欧洲主权债务，这些债券将提供给欧洲央行(European Central Bank)用作抵押品。以此缓解欧元区债务危机。但是有观点指出，增资 EFSF 的方案可能将对欧元区成员国信用评级产生负面影响。欧元区已经没有廉价且低风险的杠杆化选择，不能无限制地对 EFSF 进行杠杆化操作。

如果前面的方案都没有最终确立，则只能寄望目前的紧缩计划（连同紧急贷款）最终会奏效。否则，这将导致欧盟某些成员国将违约，并可能

脱离单一货币体系。这样一来，欧洲可能有更多银行倒闭，政府会出台更严厉的紧缩措施，失业率升高，社会动荡。欧洲的经济衰退将无可避免。而近期市场的焦点越来越向欧债问题的解决方案上集中，其短期的政策决策和市场消息都将对整体商品市场产生剧烈影响。

回顾国内，资金缺乏和银根紧缩成为近期市场共识。9月27日上海银行间同业拆放利率(Shibor)中短期品种大幅上扬，资金压力非常明显。与此同时，部分中小商业银行为确保季末存贷比考核达标，在季度末进行揽存大战不可避免。更让金融市场投资者坐卧不安的情况是，国内民间借贷面临崩盘风险或其中危及国内银行。民间贷款者不堪高额债务纷纷“跑路”的消息和报道充斥各种金融媒体。而这种崩盘情况目前正从私人借贷体系较发达的江浙地区逐步向欠发达的内陆地区，东北地区蔓延，而且短期看这种势头难以遏制。在银根紧缩的情况下，国内股票市场的弱势状态令人担忧，这成为国内商品市场又一拖累因素。从盘面走

三、重要资讯

◆有消息称，上周中国从南美和美国进口高达 20 船的大豆，其中从美国进口 30.6 万吨大豆消息已经美国农业部私人出口商报告证实，大豆价格连续破位下跌使中国进口正当时。

◆分析机构 Informa 预计，2011/12 年度美国大豆产量为 30.92 亿蒲，高于之前预估的 30.61 亿蒲和美国农业部的 30.85 亿蒲；预计下年度

美豆种植面积增长 1.1%至 7580 万英亩。

◆《油世界》称，由于南美地区大豆与谷物争地激烈，大豆种植前景不容乐观，预计 2011/12 年阿根廷大豆产量将增 380 万吨至 5300 万吨，巴西产量下降 200 万吨至 7330 万吨。

◆美国农业部出口检验报告显示，截止 9 月 22 日当周，美国大豆出口检验 20 万吨，远低于上周的 30 万吨，去年同期检验量为 52 万吨。当周中国装运美国大豆 1 船约 6 万吨。

◆美国农业部报告称，截止 9 月 24 日当周，美国大豆生长状况良好的面积占预估总面积的 53%，与上周持平，低于去年同期的 63%；美豆落叶率为 58%，低于去年同期的 74%和 5 年均值的 68%，上周为 33%；美国大豆收割率为 5%，去年同期为 15%，5 年均值为 11%。

◆船运调查机构 ITS 数据显示，9 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口 120 万吨，较上月同期的 136 万吨下滑 12%，较中上旬下滑幅度进一步缩小，但当前宏观消息对市场影响更大。

◆船运调查机构 SGS 数据显示，9 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口量为 120 万吨，较上月同期的 137 万吨下滑 11.8%；其中中国装运棕榈油 32.2 万吨，较上月同期下降 9.8%

◆农业部农情调度，截至9月26日，全国秋粮已收获3.2亿亩，完成种植面积的27.6%，其中东北地区已收获29.8%，较去年快2.3个百分点，西北、黄海及中南地区均慢于去年。

◆《油世界》表示，干燥天气正影响巴西大豆作物，部分地区播种将被推迟，早熟作物将面临单产降低的威胁，预计2011/12年度巴西大豆产量为7330万吨，上年度为7530万吨。

◆摩根士丹利表示，由于欧元区债务危机的担忧可能影响商品价格，预计2011/12年度大豆价格上限1425美分，之前预估为1450美分，2012/13年度大豆价格持稳于1350美分。

◆黑龙江地区大豆收割已近尾声，预计10月初将集中上市，由于种植面积大幅缩减，导致大豆减产明显，预计今年龙江大豆产量为485万吨，同比减少17%，收购价格将提高。

◆《油世界》预估，2011/12年度中国大豆进口量增加520万吨至5830万吨，压榨量增加400万吨至5670万吨；预计豆油产量为1003万吨，上年为937万吨，进口豆油156万吨。

◆2010年8月重庆粮食集团获得国家发改委批准，取得赴巴西种植加工大豆资质，当时计划投资总额162.5亿人民币，建设300万亩大豆

种植基地及相关配套设施，2011年5月包括一家大豆压榨厂、一个大豆储存仓库和一家化肥加工厂的配套项目正式开工建设。

◆气象学家表示，本周末较干燥天气将移至美国中西部的东部地区，同时中西部的靠西地区持续干旱，将提振大豆的收获工作，目前美国大豆已收获地区产量好于之前市场预期。

四、市场供求

1. 南美地区供需情况

从9月下旬开始，当北美大豆收割刚刚展开的时候，南美巴西地区将开始为新的一年大豆播种开始做准备。今年8月巴西受拉尼娜现象的影响，降水明显偏少，土壤墒情偏低，并不适宜大豆播种。到目前为止，主产地区的干旱现象依旧令人担心，从9月11日到17日的降水情况看，除了南里奥格兰德（巴西南部地区，大豆种植偏后）有较明显降水以外，绝大部分种植地区的降雨都不明显。而NOAA关于拉尼娜现象的研究认为，海水温度变化继续朝拉尼娜天气现象转化，因此该现象今年年末出现加强。以此来看，后期南美播种季节的天气炒作因素已经悄然买下伏笔。

图 5：太平洋海水温度监控

September 8 ENSO Update

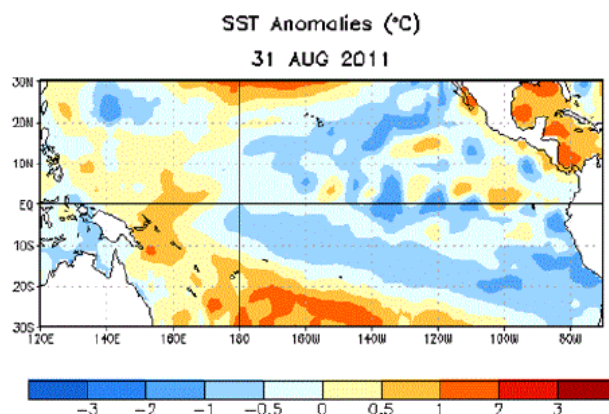


Figure 1: Average sea surface temperature (SST) anomalies (°C) for the week centered on 31 August 2011. Anomalies are computed with respect to the 1971-2000 base period weekly means (Xue et al. 2003, *J Climate*, 16, 1601-1612).

数据来源: NOAA

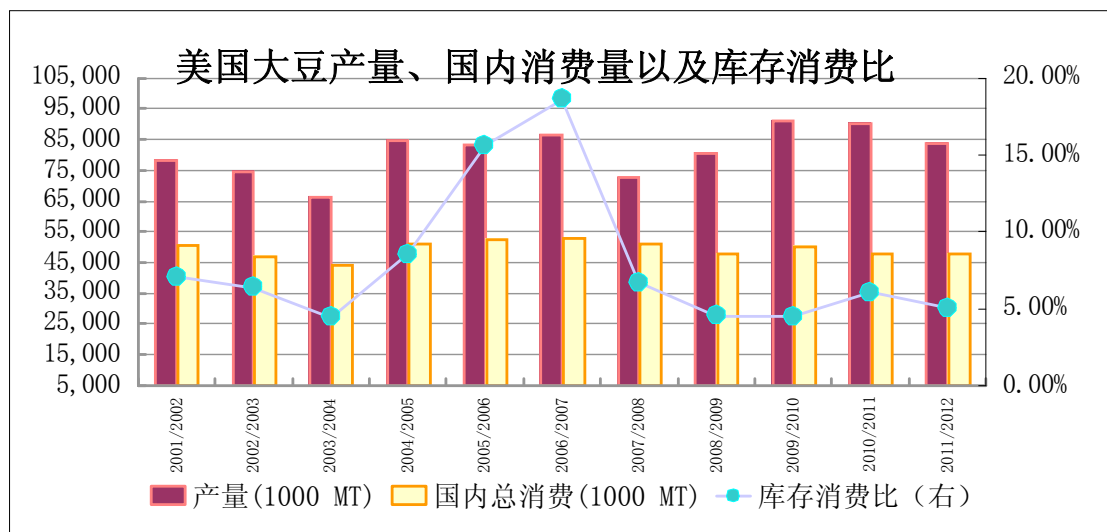
9月26日,巴西分析机构 Celeres 称,巴西 2010/11 年度 7500 万吨大豆销售已经完成 91%,与上年同期持平。而 9 月 15 日开始播种的新作大豆销售已经完成 23%,略高于上周的 19%。巴西货币雷亚尔的大幅快速贬值,大幅增加了其农产品的出口竞争力。仅是考虑到 9 月份巴西雷亚尔贬值 18%的角度看,巴西大豆的成本在所有条件不变的情况下就较 8 月份降低接近 2 成。短期看,雷亚尔的反弹至少需要欧债问题稳定(不需要彻底解决),美元的升值走势停止下来似乎较难。因此美豆出口销售难免受其影响,尽管近期美豆整体价格也出现下跌,但从最新的出口销售数据来看,美豆销售状况要真正走好,可能还需要等待南美大豆的库存有效降低,同时也要巴西雷亚尔再度走强。从整体价格看,中国未来大豆的进口成本将会有效降低,而期货市场似乎正在提前反应这种预期。

2. 北美地区供需情况

(一) 9 月报告利多预期落空

美国农业部在9月12日公布的供需报告预计,2011/12年度美国大豆产量为30.85亿蒲式耳,高于之前市场预测的30.25亿蒲式耳均值,较上月报告预估上调0.29亿蒲式耳。预计单产41.8蒲式耳/英亩,较上月报告上调0.4蒲式耳/英亩。预计2011/12年度美国大豆结转库存降低至1.65亿蒲,高于之前市场预测的1.52亿蒲均值,较上月报告上调0.1亿蒲式耳。毫无疑问,在市场一直预期9月报告会继续下调产量并形成利多,转化成利空消息之后。豆类商品的多头遭到重挫,市场开始认为,美国市场的大豆供给并非想原来预期的那么严重。

图6: 美国大豆产量、国内消费量以及库存消费比



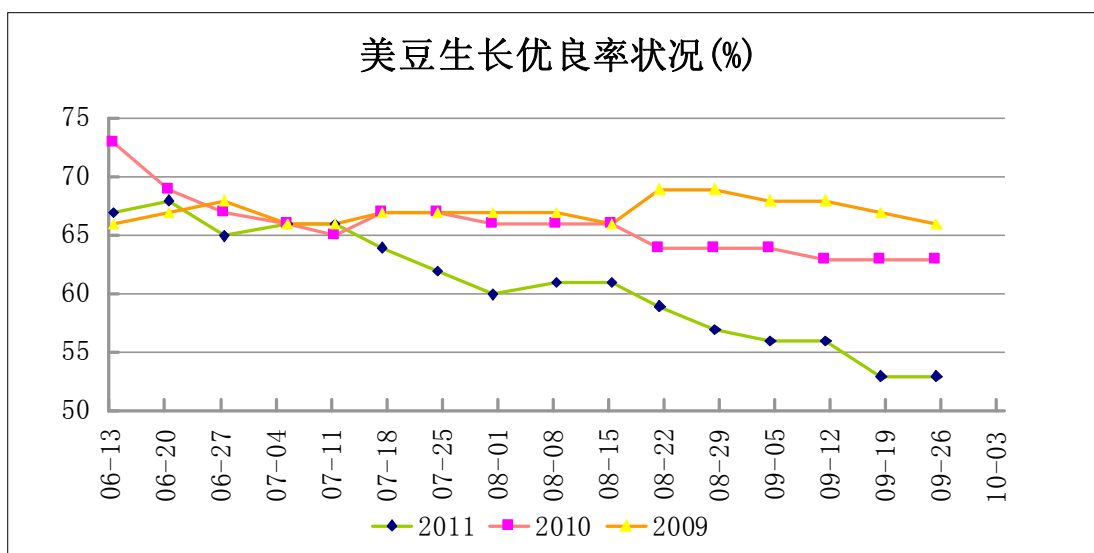
数据来源: USDA

(二) 大豆落叶率过半, 北美作物生长再无波澜

作为作物生长状况的直接指标,美豆新作的优良率在传统的夏季天气市场中一直是被市场格外关注的指标。7月份的连续高温已经让连续优良率连续三个星期出现了2%的下调。进入8月以后随着降雨的出现优良率从60%小幅提高到61%,然而在8月下旬,最新的作物优良率为57%,而去年

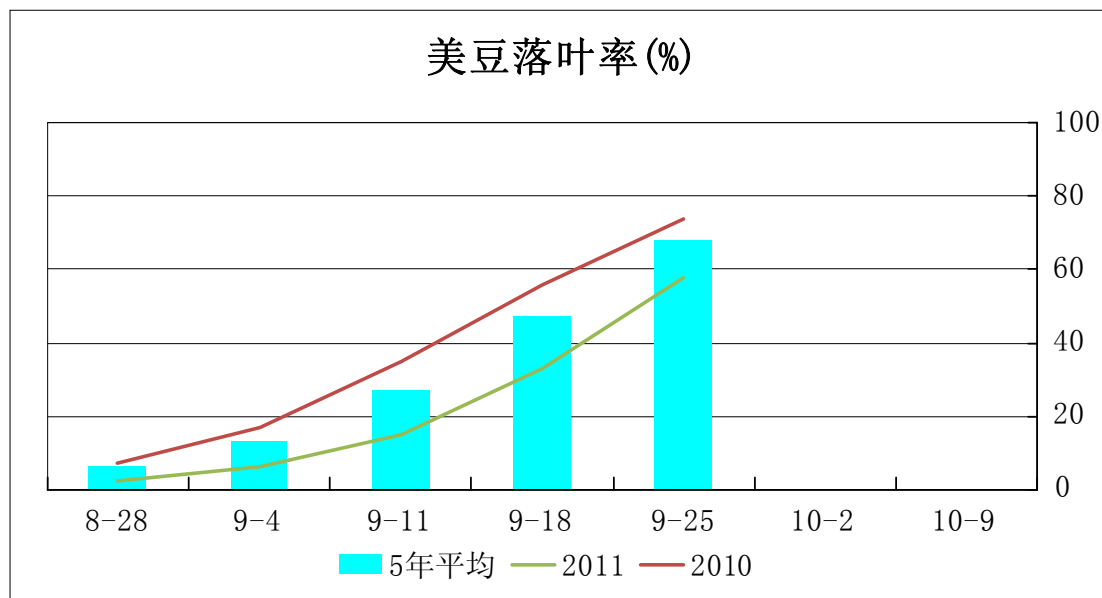
同期为 64%。在结荚率超过 93%的情况下，可以料想今年大豆较去年减产已经成为共识，剩下的问题就是减多少而已。美国农业部在每周作物生长报告中公布，截至 9 月 25 日当周，美国大豆优良率为 53%，之前一周为 53%，去年同期为 63%。大豆落叶率为 58%，之前一周为 33%，去年同期为 74%，五年均值为 68%。大豆收割率为 5%，去年同期为 15%，五年均值为 11%。

图 7：美豆生长优良率状况



过半的落叶率说明以后的天气对实际产量的影响可以忽略，后期天气将不会对产量产生过大实际性影响。而在收割季节，只要天气不要有过多雨水影响收割，新豆上市基本没有太大问题。生长报告的优良率在后期也将失去对产量的指导意义。后期市场将关注收割情况，以验证供需报告的预测是否正确。

图 8：美豆落叶率

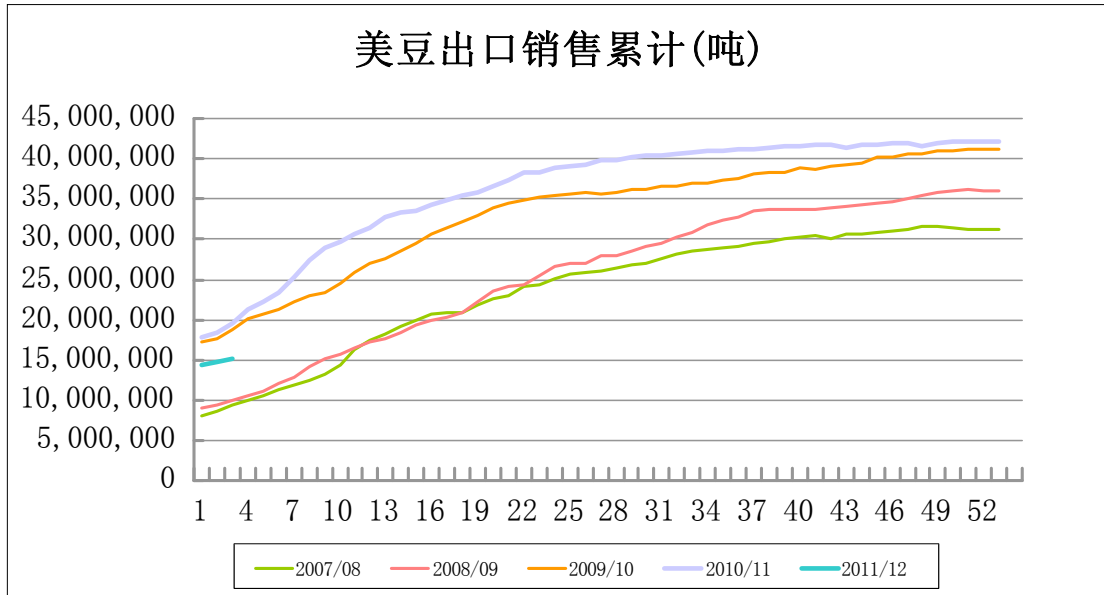


数据来源: USDA

(三) 美国周度出口销售数据

美国农业部(USDA)周四公布的大豆出口销售报告显示,截至9月22日当周,美国2011-12年度大豆出口净销售1,033,500吨。国际买家正在重新考虑南北美大豆之间采购选择。如果不出意料,在未来一段时间内,美豆的出口销售将会有所好转。而在近期,美国农业部也不时公布中国买家在美豆市场购入本年度大豆的消息。

图9: 美豆周度净出口销售量



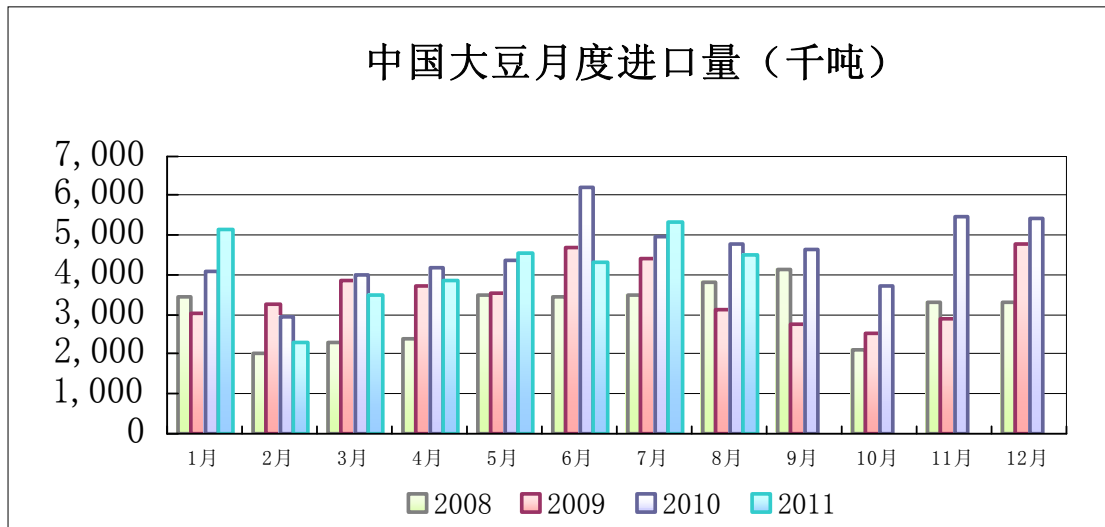
数据来源: USDA

3. 中国地区供需情况

(一) 中国大豆月度进口

海关统计数据显示, 8 月份我国大豆进口量 451 万吨, 同比减少 5.4%, 根据船期监测显示, 9 月份我国大豆进口量约 400 万吨, 10 月进口大豆略低于 9 月, 11-12 月合计进口大豆 1000 万吨左右, 预计全年进口 5200 万吨左右, 低于 2010 年的 5478 万吨, 减幅为 5.1%。从目前的进口态势看, 以及大豆的进口的季节性因素, 今年大豆的进口将可能出现历史上少有的减少现象。当然, 这个和国家大幅定向抛售国储大豆, 以进行粮油价格调控有关。

图 10: 中国大豆月度进口量

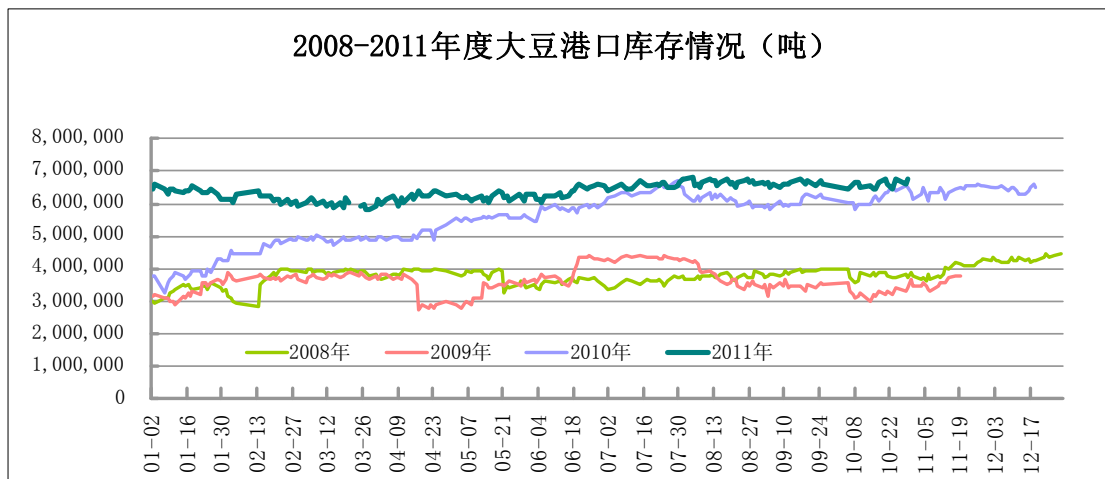


数据来源：中国海关

(二) 中国港口库存

主要港口库自从6月份以来就基本没有太大变化，始终是徘徊在650万吨左右。市场普遍相信，在国内沿海大豆压榨企业压榨产能不断提高的情况下，大豆的港口库存以后将难有有效下降，这也意味这国内豆粕的供应格局将会出现供大于求的情况。

图 11:2008-2011 年大豆港口库存情况



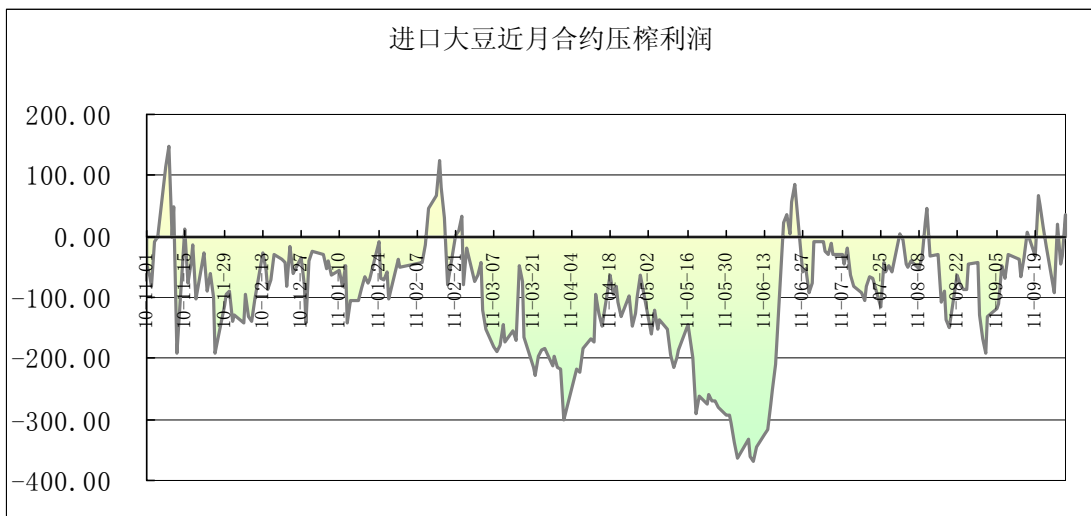
数据来源：Wind 资讯

(三) 国内大豆油厂压榨利润

盘面油厂 9 月份的压榨利润在 8 月好转的基础上再度出现一定的好

转，但是利润状况不稳定。主要原因是9月份的大幅度走跌的市场当中，国内外盘面经常受到资金面的冲击造成短期的内外价格走势不一致的情况。整体来看，油厂对当前状态还是基本满意。但是，面临价格走跌，部分企业担心后期走货是否能持续顺利。

图 12： 进口大豆近月合约压榨利润



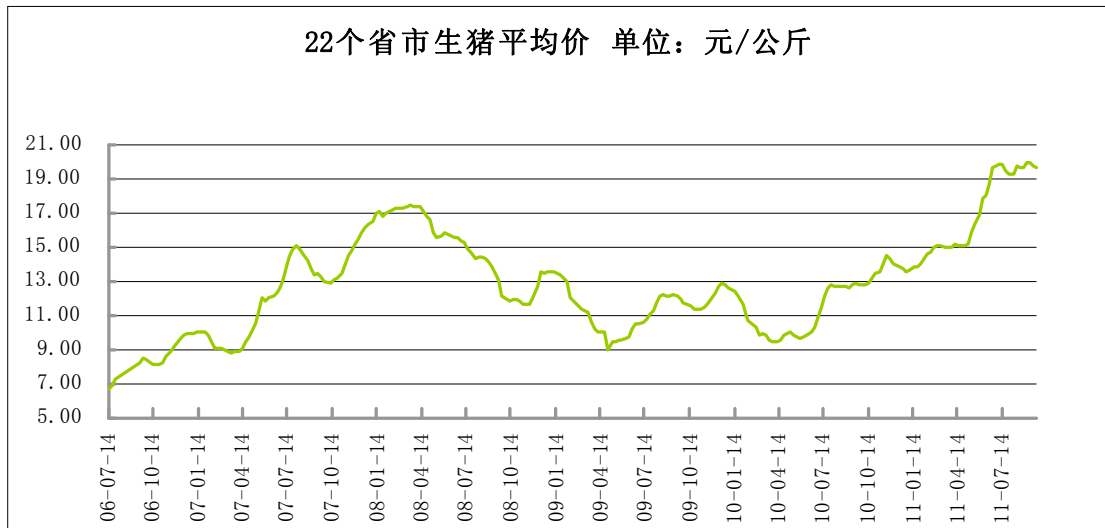
数据来源：广州期货

（四）养殖饲料需求情况

截止至9月23日为止，我国22个省市生猪平均价位19.63元/公斤，与上周保持有小幅下降。农业部统计显示，截止至9月21日，全国主要大中城市猪粮比价为8.01，也是出现小幅下行。生猪存栏持续增长，但是降温阴雨天气可能引发疫情，猪肉价格也是高位震荡，并没有实质性走跌的趋势。近期的大宗畜禽产品，除了鸡肉价格处于历史波动区间高位外，鸡蛋、草鱼的价格都已经创出了新高。较好的畜禽产品价格，刺激了养殖产业对饲料的需求。但是考虑到国内较高的进口大豆港口库存，国内的需求仍可以得到较好满足。指望需求强劲来支持大豆，短期看至少要港口库

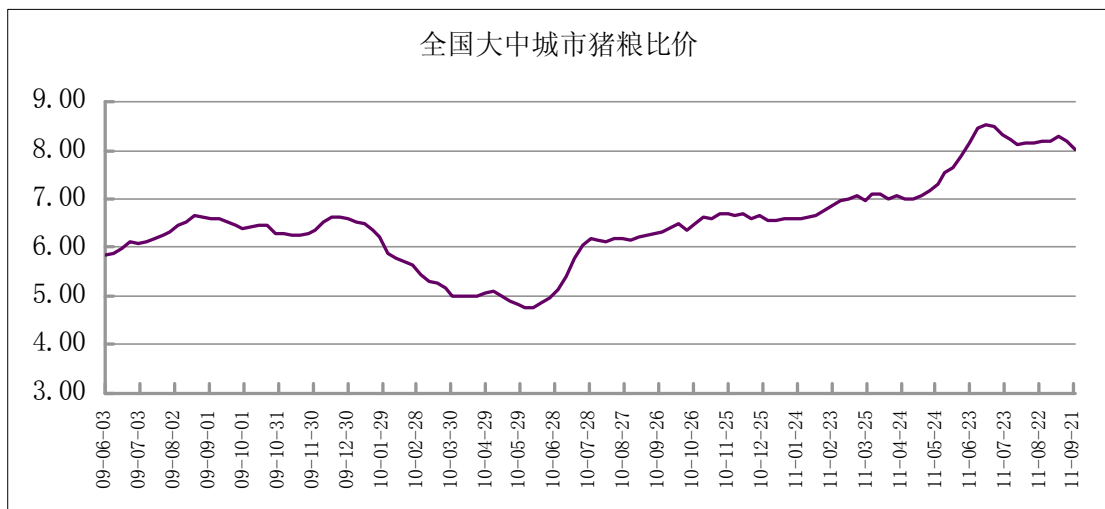
存有效跌破 600 万吨以后，才有可能。

图 13: 22 个省市生猪平均价



数据来源: Wind 资讯

图 14: 全国大中城市猪粮比价



数据来源: Wind 资讯

五、技术解盘

美豆指数在 9 月 23 日跌破 1300 位置以后，我们曾经一度认为美豆在 1300 位置附近存在支撑(3 月 15 日低点为日本大地震对市场的短期影响)，

而且长期下跌以后应该有反弹走势。但从9月末的观察看，美豆指数已经连续多天出现延续下行走势，9月23日曾经出现反弹信号，但是反弹持续性差，而且受5日均线强力压制。尽管美豆的供需数字没有大的变化，但是结合当前的宏观背景，特别是考虑到汇率因素对南北美大豆的竞争格局的影响，我们认为美豆指数的波动区间将在出现明显下移。如果后续宏观情况继续恶化，美豆指数可能以1300为中轴，从1450-1300的波动区间下移到1150-1300波动区间。期间波动或有反复，但1300位置将面临强大压力。

图 15：美豆指数



数据来源：文华财经

如果把美豆指数图形的分析思维套在国内豆粕上，其未来波动区间可能也将会出现明显下移，即，从3600-3150的波动区间，下移到2750-3150区间。当然如我们前面所说，宏观经济的影响是近期市场关注焦点，豆类商品的波动也将难以置身事外，短线操作仍以外围市场消息为主，也只有宏观问题平静以后，供需面消息才能再度发挥其作用。

图 16: 大连豆粕指数



数据来源：文华财经

大连豆油指数的日K线是豆类品种当中走势较为偏强而且和美豆指数较为贴切的品种。考虑到下行趋势较为明显，而且离8月9日9610低位较远，后市反抽的机会较小，即便有，9610位置的压力也会较为明显。加上如果，欧债危机继续深化将拖累石油价格，对食用油脂也将带来较强负面影响，因此预计豆油指数的波动区间也会下移到8350-9610区间之间。

图 17: 大连豆油指数



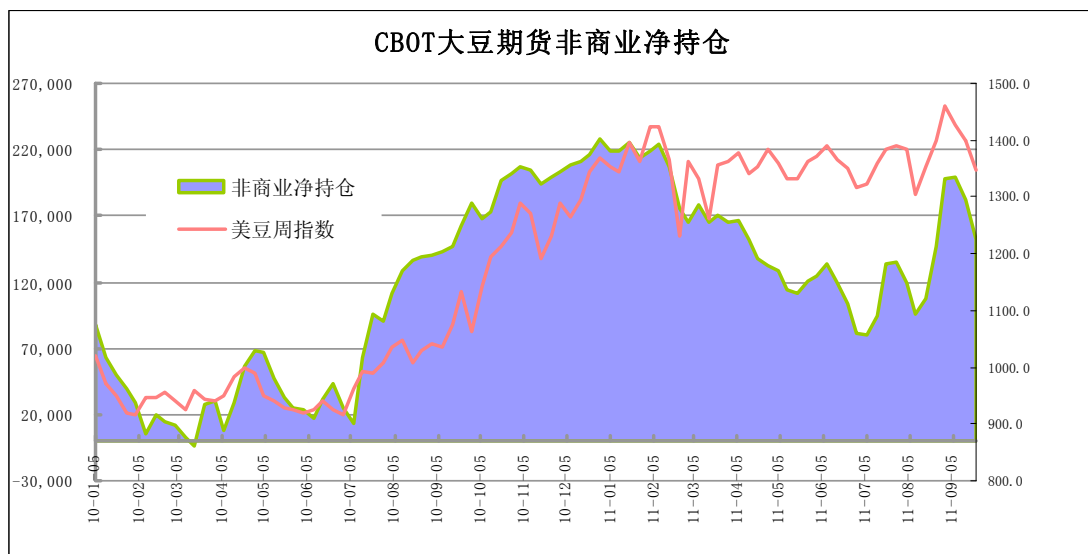
数据来源：文华财经

六、盘面分析

根据CFTC持仓报告，截止至9月27日，CBOT大豆期货非商业多头持仓为167037手，非商业空头持仓为46880手，非商业净持仓为120157手。非商业持仓净多头在9月份跟随整体期货价格市场下滑而快速走低。

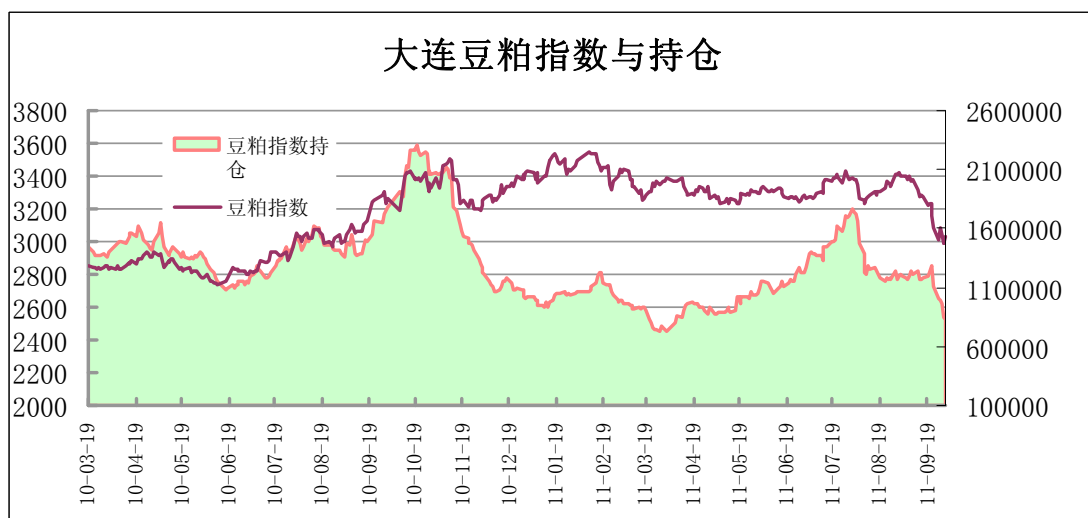
国内豆粕指数以及豆油指数总持仓在9月也快速走低，投资者对当前的快速走跌行情充满了观望情绪。截止至9月30日，豆粕指数为3031，持仓量为833284手；豆油指数为9381，持仓量为682002手。

图 18: CBOT 大豆期货非商业净持仓



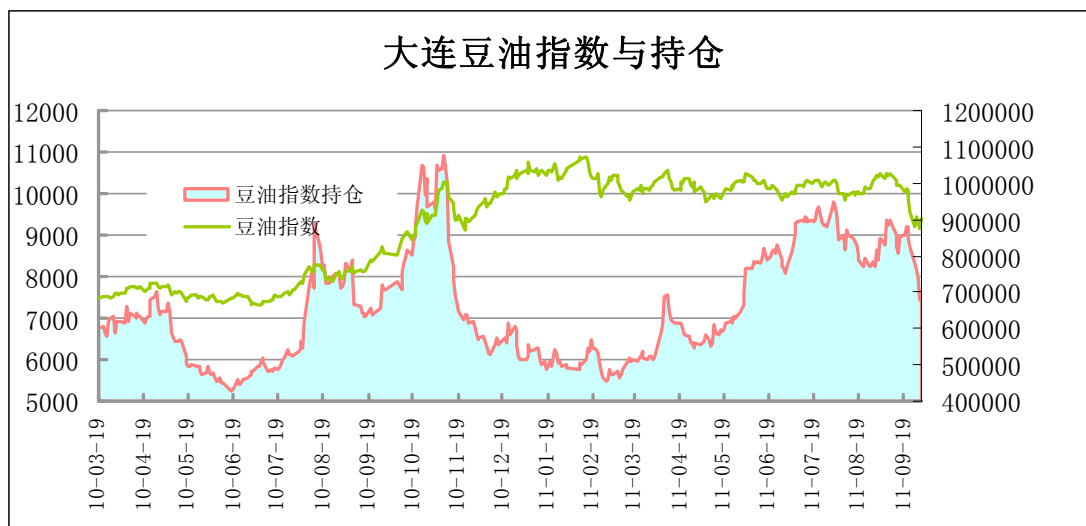
数据来源:CFTC

图 19: 大连豆粕指数与持仓



数据来源:文华财经

图 20: 大连豆油指数与持仓



数据来源:文华财经

七、行情预测

虽然豆类商品的供需状况没有较大改变,但是考虑到整个欧债问题的复杂性和严重性,宏观外围市场近期可能仍将处于弱势状态。通过货币因素,南美地区旧作的竞争力得到加强,美豆出口销售转好也将推迟,从而带动豆类商品的重心下移。近期市场操作还是以看空为主,但欧债消息激发的反弹也必将强烈。结合波动区间转移理念,动态波段操作为主。

研究部：

公司研究部具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

股东背景：

越秀企业（集团）有限公司

——控股总资产逾 600 亿港元，包括地产、金融、交通等多个产业，立足珠三角、横跨穗港、辐射海外的多元化大型投资控股集团。

广州证券有限责任公司

——注册资本 14.3428 亿元，全国性综合类券商，立足广州，面向全国。在广东、北京、浙江等地设立了 19 个证券营业部。

联系方式：



金融研究

020-22139814



农产品研究

020-22139812



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139813

地址：广州市天河区临江大道 5 号保利中心 21 楼 4、5、6 单元

邮编：510623

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。