

整固.平稳.慢牛

明年宏观维持向好预期、政策基调以求稳为主，但外围环境仍存变数，而豆类自身供应压力较大、需求变化平缓，明年豆类供需格局较今年上半年的紧张程度有所缓解，豆类要恢复慢牛首先需要对今年危机之后抬升的价格区间进行进一步的整固。

美豆后市关注焦点将转向南美种植情况，包括明年初南美天气、收获情况和上市后出口情况等，目前来看南美在 09/10 也将迎来大增产，在此预期下 09/10 年度供需格局将较 08/09 年度的偏紧局面有所缓解，而宏观环境继续维持目前偏暖的基调，美元原油带来的金融属性升水和资金方面投机升水，将令美豆至少保持在目前的重心水平，即 800-1200 美分之间。

连豆粕的走势与美盘依然保持较高的关联度，而自身资金参与度、国内大豆独立性的传导以及国内节奏领先使其短线上与美盘出现差异，上半年豆粕在美大豆的成本推动传导下和期限倒挂吸引做多资金的推动下率先反弹至去年下跌一半的高度，下半年受美豆带动先抑后扬，后市连豆粕走势依然关注美豆以及资金面情况，下方支撑以今年低点连线为参考，上方压力位以 0.5 和 0.618 位置为参考。

连豆明年仍有明显的政策市特点，在继续调高最低收购价的政策精神下，连豆后市或重现今年的走势特点，即在美豆走势偏弱时连豆表现抗跌且相对平稳，而在美豆上行至 1000 美分以上缩小与国产豆政策价价差时连豆偏强势头更加清晰，长线上连豆有望维持重心缓步上移的慢牛走势，后市关注 09 年大豆收储量，进入 2010 年，关注 08 年 400 来万吨临储豆和 09 年国储豆的释放情况。

相关报告：

《豆粕投资价值初现》

《连豆不宜向下盲目看空》

李晓丽 分析师

028-86265193

成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

第一部分：2009 年豆类走势回顾

在经历了 08 年牛熊转换大起大落，在宏观环境回暖的背景下，09 年的商品市场进行了修复性上涨，豆类亦不例外，美豆从 08 年年底最低 800 美分以下回升到接近 1200 美分。国内大豆一直受到政策的调控而更加平稳和抗跌，全年呈稳中偏强的走势，连豆指数从年初的 3300 元/吨附近涨至 4000 以上，回升到去年下跌一半的高度。豆粕豆油与美豆关联较高，其走势也基本类似美豆上半年反弹下半年区间震荡为主的特点。大豆上的内外盘差异主要因为今年政策控制力度较大，豆粕豆油上的内外盘差异则主要因为国内复苏节奏的领先以及资金面的强势。

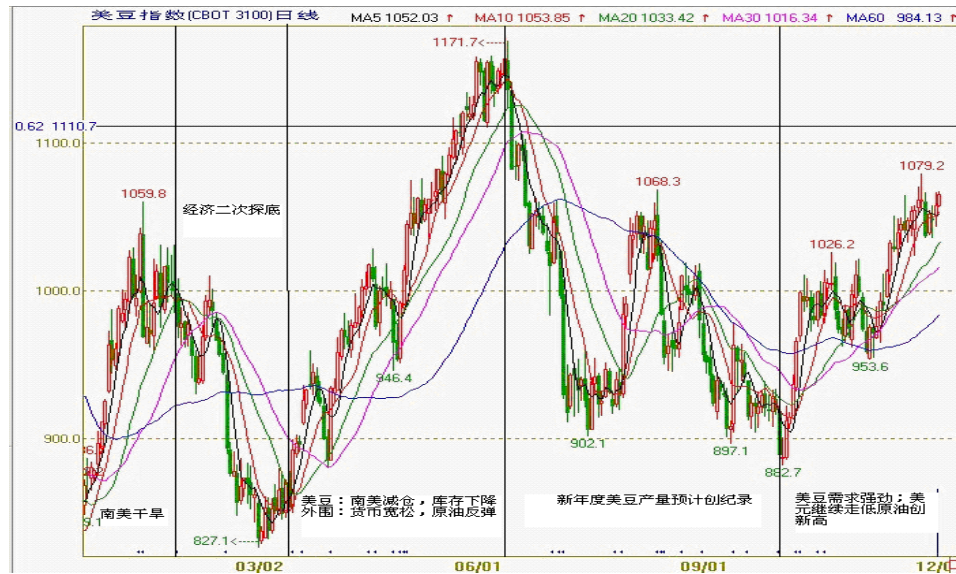
今年上半年，美豆在 3 月初受原油和美股影响出现过二次探底，之后在 08/09 年度供应紧张的推动下一路上涨，南美减产逐步得到确认以及美豆的出口一直居高不下，美豆 08/09 期末库存达到历史第二低位，美豆指数在 6 月 11 日达到今年年内高点 1171.7 美分（截至截稿日期）。相对而言，以国产豆为交割标准的连豆一，因今年国内大豆收储力度之大，且较高的收储价令国产豆面临收储和市场的矛盾，连大豆自 1 月到 5 月大部分时间都运行在 3300-3600 之间，除了期间增加临储量和 4 月突发流感带来较大的波动，连大豆基本呈较平稳的走势，5 月下旬美豆冲破 1100 后，连豆国储豆顺价销售的可能增大，加上对 09/10 年度国内种植面积减少的预期，连豆在 6 月上旬达到了 3800 附近。

下半年，虽然宏观形势继续回暖、原油继续走高，但是美豆在新年度丰产压力下走势弱于原油，截至到截稿时间（11 月 9 日）美豆下半年的走势均未超过 6 月份出现的高点，在 8、9 月因天气不利于收割曾出现过短线反弹。而连豆在新豆政策利好预期和国内库存释放有限下仍然维持震荡偏强的走势，且在新豆收储兑现下率先创出年内新高。另外，因下半年原油继续走高美豆类中由上半年的粕强油弱转化为油强粕弱，其中美豆油和连豆油分别在 11 月底和 12 月初越过 6 月高点创出年内新高。

豆粕方面，上半年在美大豆推动和油粕套利作用下，豆粕涨势是内外盘豆类中最强的，在 6 月初美豆粕指数就已突破去年下跌以来 0.618 的高度。国内豆粕，跟随美豆震荡上行，并在 6 月初达到去年下跌以来 0.5 的位置即 3220 附近。而下半年以跟随美豆先抑后扬的走势为主，期间连豆粕的资金面不断达到新的记录水平，其日平均持仓双边合计 100 万手以上。豆粕是今年豆类中人气最高的品种，因为豆粕期限倒挂和远期贴水而突显出的估值洼地吸引了资金的参与，但是远期成本看低以及主空持仓过于集中的原因，豆粕上的倒挂现象一直未有修正。

回顾 2009 年豆类的走势，其仍然体现了自 2006 年以来的特点即因为金融属性占比增加、金融属性比商品属性的波动更大的原因，豆类和其他商品一样在长线方向上以风向标原油美元为指引，可以说美豆在 09 年的反弹以及重心的上移主要来自于宏观环境的回暖以及美元的持续贬值，具体而言就是经济刺激政策带来的资金流冲击和宽松政策下通胀预期效应。而今年美豆在 800-1200 美分区间内的波动则主要受到自身供需格局动态变化的左右。

图一 美国大豆日线走势



数据来源：文化财经

第二部分 明年豆类需要关注的方面

09/10 年度美豆产量有望创纪录 但供应量不一定创纪录

美国仍然是大豆的第一大主产国，今年 11 月份收获的美国大豆产量直接关系到未来半年大豆的供应局面。虽然今年美国大豆播种有所延迟且收割落后，但是播种面积增加、天气条件优于平均水平，早在今年 7、8 月份市场就普遍预计美国大豆今年将出现大丰收。

今年美国把种植重点放到了大豆和玉米上，大豆的种植面积由去年的 7569.8 万英亩增加到 7665.12 万英亩。最近几个月美国农业部连续上调对今年产量的预计，根据 11 月份美国农业部公布的供需报告，其中对 09/10 年度美国大豆单产的预估为 43.3 蒲式耳，产量预估达到了 33.19 亿蒲式耳比去年增加 3.52 亿蒲式耳，相当于 9034 万吨，这是一个创纪录的数字。这一预估水平与市场的普遍看法也比较接近。知名资讯机构美国 Informa 公司在 11 月份预估 09/10 年度美国大豆的种植面积为 7750 万英亩，单产为 43.8 蒲式耳/英亩，产量预估达到 33.59 亿蒲式耳比去年增加 3.92 亿蒲式耳，相当于 9142 万吨。

表一 04/05 年度至 09/10 年度美豆主要数据

年份	收获面积		产量	出口	期末库存
	(千公顷)	千英亩	(万吨)	(万吨)	(万吨)
2009/2010 (11 月预估)	31,019	76,651	9,034	3,606	736
2008/2009 (5 月预估)	30,635	75,698	8,054	3,375	375
2007/2008	26,200	64,739	7,036	2,967	395
2006/2007	30,151	74,502	8,678	3,116	1511
2005/2006	28,834	71,248	8,337	2,580	1221
2004/2005	29,930	73,956	8,501	2,986	696

数据来源：美国农业部月度供需报告。

根据往年的情况，一般而言美农业部在 8 月份和 9 月份预估的准确度会比较低，而随着大豆上市时间临近其准确度会提高。截至 11 月 29 日当周美国大豆收割率为 96% 前一周为 94%，美豆收割即将完成，美农业部在 11 月作出的预估得以印证的可能增大。另一方面，美豆上市时间有所延迟，须关注南美豆收获情况上市时间，这关系到明年初的全球大豆的供应格局。比如中国进口，从 20 世纪 90 年代中国逐步依赖进口豆开始，美国大概占了中国进口的 60%，随着南美的产额越来越多，美国的产量逐渐平缓，美国的份额下跌到不到 40%。今年美国占中国进口的比例达到 50%，主要是因为 2008 到 2009 年度南美欠收。南美一旦恢复供应，美国的份额又会降到 40%，而美豆走势对出口情况一向较为敏感。

除了美豆产量预计创纪录、明年初南北美大豆上市集中外，还要注意一点，虽然今年美国大豆产量巨大但是美国大豆的供应量并未创纪录，因为今年上半年南美因干旱减产造成美豆紧俏，致使 09/10 年度的期初库存非常低仅为 1.38 亿蒲式耳，仅高于 06/07 年度的水平。在南美获得丰收之前，美国实际上是进口大豆的唯一来源地，09/10 年度南美大豆必须获得丰收才能避免美国库存再次吃紧，所以到明年初南美生产情况仍将是市场关注的焦点。

南美增产潜力较大

巴西是世界上第二大的大豆生产国，阿根廷排第三，巴西、阿根廷加起来，在过去三年当中，占到全球大豆产量的 45%。目前 09/10 年度的南美大豆已接近播种尾声，今年南美因为干旱产量明显下降，市场预期 09/10 年度南美大豆产量将较 08/09 年度有大幅增长。

巴西方面，10 月 28 日巴西研究机构 Safras 表示，2009 年巴西大豆种植面积预计为 2280 万公顷，高于 7 月份预测的 2260 万公顷，高出 2008 年 2170 万公顷的种植面积 5%。对于 09/10 年度巴西的产量，巴西植物油行业协会预计为 6340 万吨，美农业部预计为 6300 万吨，巴西统计局预计为 6370 万吨。巴西农业部上

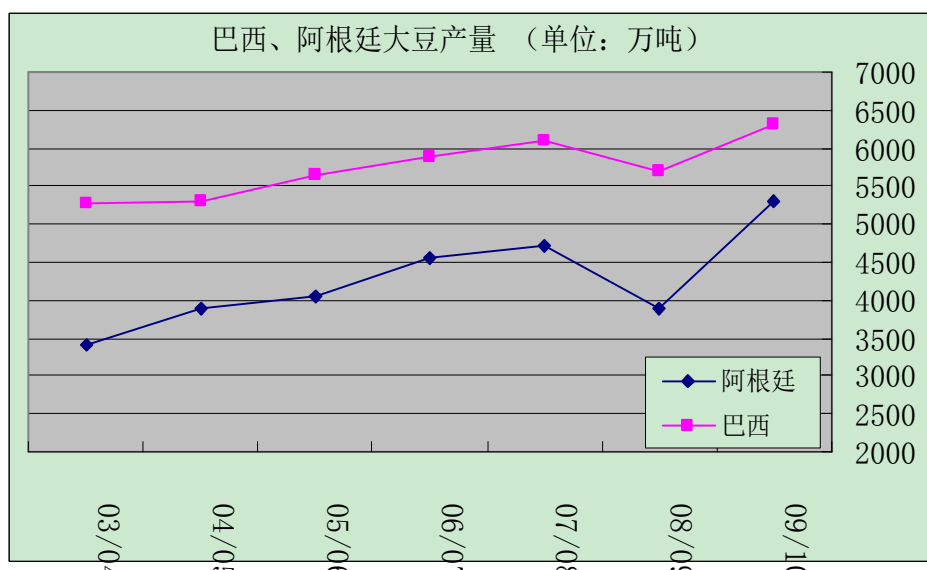
月预计为 6250-6360 万吨，可以看出所有这些机构对巴西 09/10 年度产量的预计都在 6000 万吨以上，明显高于 08/09 年度的 5710 万吨。

阿根廷方面，11 月 23 日阿根廷农业部预估 09/10 年度种植面积为 1850 万公顷，高于上一年度的 1800 万公顷，产量将达到 5300 万吨。美农业部 11 月份对阿根廷产量的预计也在 5300 万吨。《油世界》对阿根廷大豆产量的预估由之前的 4800 万吨上调至 5000 万吨。阿根廷罗萨里奥谷物交易所的预估较保守，他们预计 2009/10 年度阿根廷大豆产量为 4700 万吨。虽然 08/09 年度阿根廷因干旱大幅减产，目前市场对阿根廷 09/10 年度产量的预估大多在 5000-5300 万吨。

对于南美能否实现预期中的增产程度，先看看目前南美产区的播种进展。2009/10 年度巴西大豆播种速度明显快于上年同期水平。截止到 11 月 29 日，巴西大豆播种工作已经完成了 74%，相比之下，上年同期为 67%。截至 11 月 26 日，阿根廷豆农已经播种了创纪录的大豆种植面积 1850 万公顷中的 45%。12 月 4 日据阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的最新周报显示，大豆播种工作完成了计划面积 1900 万公顷的 65.5%。巴西今年早熟品种播种量有所增加，有望提前收割。

目前来看南美产量有望达到预期水平，有关权威人士在今年第四届国际油脂油料大会上也表达了类似观点，巴西马托格鲁索农业经济研究院 CEO Seneri Kernbeis Paludo 认为“5300 万和 6200 万对阿根廷和巴西来说这个数字都相当有把握，但是天公一定要作美。”，他还提示到，短期来看，如果南美创纪录的产量得到确认，那么短期内将出现熊市，另外因为生产的集中化，消费国要很好地管理风险。

图二 南美大豆产量

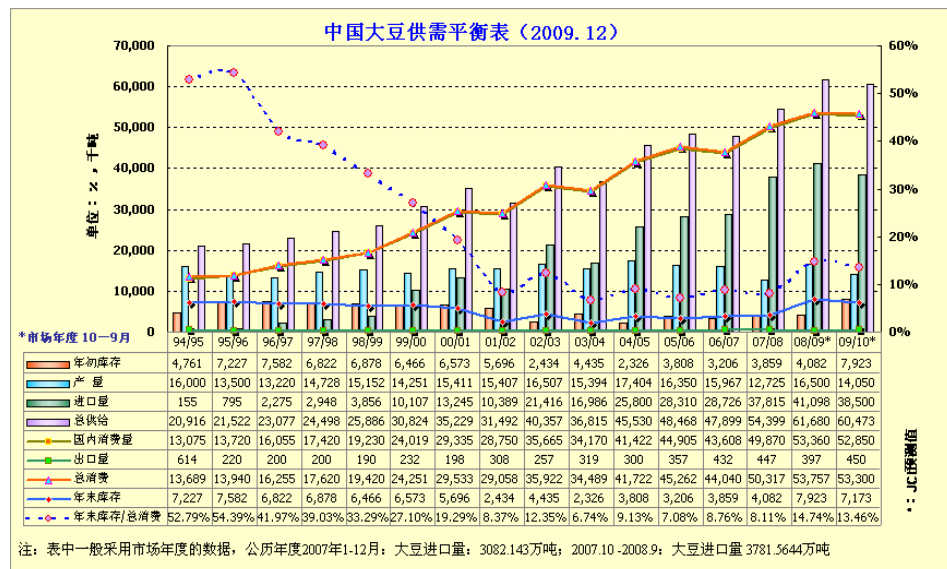


数据来源：美农业部供需报告、倍特期货

需求方面明年继续保持稳定增长

首先我国大豆深加工工业规模趋于稳定。2000年到2008年，我国日压榨能力增长了3.7倍。2008年我国日压榨300吨以上的油厂日榨油能力达到30万吨，按照年300天开工率，年加工能力约9000万吨。2008年8月，国家发改委公布《促进大豆加工业健康发展的指导意见》表示：“国内大豆压榨能力严重过剩。由于产能扩张过快，全行业开工率逐年降低，2000年超过90%，2007年降至44.2%。”发改委表示油脂加工总能力要压缩到合理规模。到2010年，大豆油脂加工能力控制在7500万吨/年；到2012年，大豆油脂加工能力控制在6500万吨/年。10月份国家发改委产业协调司司长陈斌在参加中国政府网访谈时表示，目前中国大豆加工产能利用率仅为48%，原则上不准再新建和扩建大豆油脂加工项目。

图三 中国大豆供需平衡图



数据来源：汇易资讯

从终端消费来看，最近几年我国对大豆制品的消费呈刚性增长，其中饲料养殖业产量过去五年呈年均4.3%的增长速度，食用油方面06年我国人均占有量为15.1公斤低于发达国家美国的34.2公斤、欧盟的37公斤。在2007、2008年增长率不高或者是零增长的情况下，2008、2009年国内的需求是在恢复性的增长，2008、2009年国内油脂需求增长大概2%-3%，烹调油提高2%，工业和饲料需求提高4%，2010年度油脂的需求增长将在3%到5%之间。对于明年国内豆类需求增长情况，在宏观形势继续向好、政策维持宽松基调下，除了将延续今年恢复性增长的特点外，至少将保持今年的增长率。

中国是全球大豆的第一大进口国，其进口量几乎占全球的一半，全球大豆的需求动向主要关注中国的情况，而全球豆制品的消费则由中国、印度和生物柴油的消费需求为主导。中国、印度、欧盟，生物柴油是豆类需求的主要动力，除了

中国的进口，还要关注印度的关税是否会调整，欧盟以及其他国家的生物能源政策等。下面是全球大豆近 7 年来的主要供需数字。

表二 全球大豆供需表

单位：万吨

年度	产量	使用量	期末库存	库消比
09/10	25023	23336	5739	24.59%
08/09	21876	22540	4584	20.34%
07/08	21972	23363	4904	20.99%
06/07	23368	22499	6189	27.51%
05/06	22180	21257	5594	26.32%
04/05	21632	20331	4716	23.20%
03/04	18912	19183	3619	18.87%

数据来源：美国农业部

根据美农业部的预计，全球大豆期末库存比将在连续两年下降后，在 09/10 年度出现反弹，重新回到 24% 以上的水平，那么供求方面将达到的水平是，09/10 年度南美大豆丰产即阿根廷 5300 万吨、巴西 6300 万吨，09/10 年度美豆产量 9034 万吨，而全球大豆需求量有 3.5% 左右的增长。

最低收购价政策仍是明年连豆走势的关键因素

从 08/09 年度大豆上市到 09/10 年度大豆上市，国家出台了一系列相关的最低收购价政策，对国内大豆价格走势起到了明显的托市效果。自去年 10 月份到今年 1 月份，对于国内大豆，政府先后下达了三批收储计划共计 600 万吨，到今年 4 月份出于解决农民卖粮难以及保护种粮积极性考虑，国家又增加了 125 万吨的临时收储，至此国家对 08/09 年度国产大豆共下发了 725 万吨的收储计划，占到了国产豆年产量近一半左右，这个收储力度是前所未有的。到了今年 7 月份，国家公布了对 08/09 年度的竞拍安排，即以高于收储价的 3750 元/吨作为竞拍底价。到了 11 月份，国家发改委宣布今年继续在东北地区实行大豆临时收储政策，今年大豆（国标三等）临时收储价格为 1.87 元/斤（去年为 1.85 元/斤），收购期限为 2009 年 12 月 1 日至 2010 年 4 月 30 日，此次收储，发改委准许东北大豆压榨企业入市收购国产大豆，并给予每吨 160 元的补贴。

国家的这一系列政策令连豆在豆类中最为平稳，且今年以来一直保持震荡上行的走势，相较于往年以跟随复制美豆走势为主的特点，今年在美豆出现大幅回落时连豆有政策支撑而下跌空间有限，在美豆缩小对国产豆的价格优势时连豆亦会体现美豆涨势的传导。

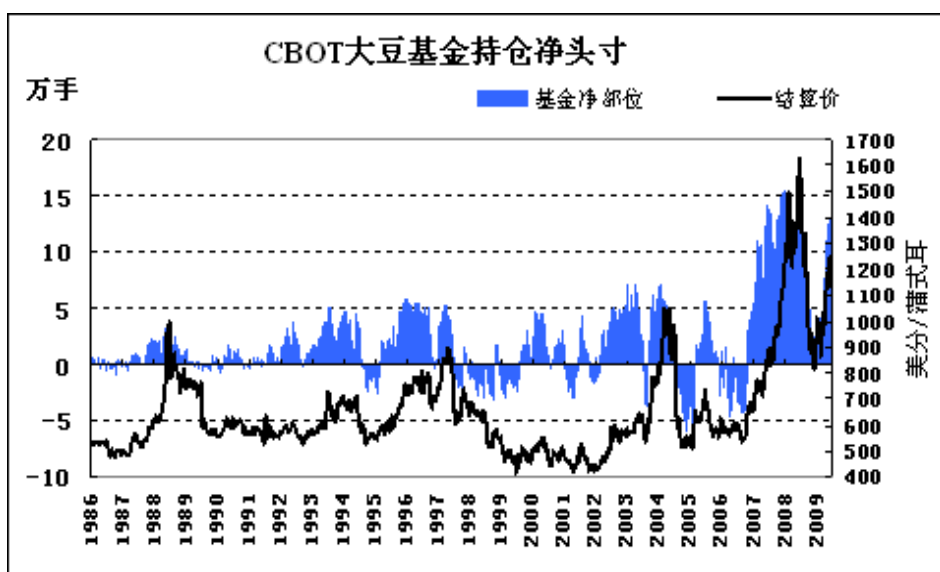
在 12 月初结束的中央经济工作会议提到明年要保持主要农产品价格基本稳定，提高主要粮食品种最低收购价格水平，接下来连豆将继续保持“政策市”的特点。最低收购价政策的影响，除了体现在对现货价格的托市效应外，也会令国内

增加国内的进口需求，比如 2008、2009 年美国大豆出口的增长，一定程度上源于在过去一年中，中国大概存储了 700 万吨临时大豆库存。反之国储豆的释放也将对一段时间的进口有所影响，具体程度视当时的竞拍价和成交情况而定。

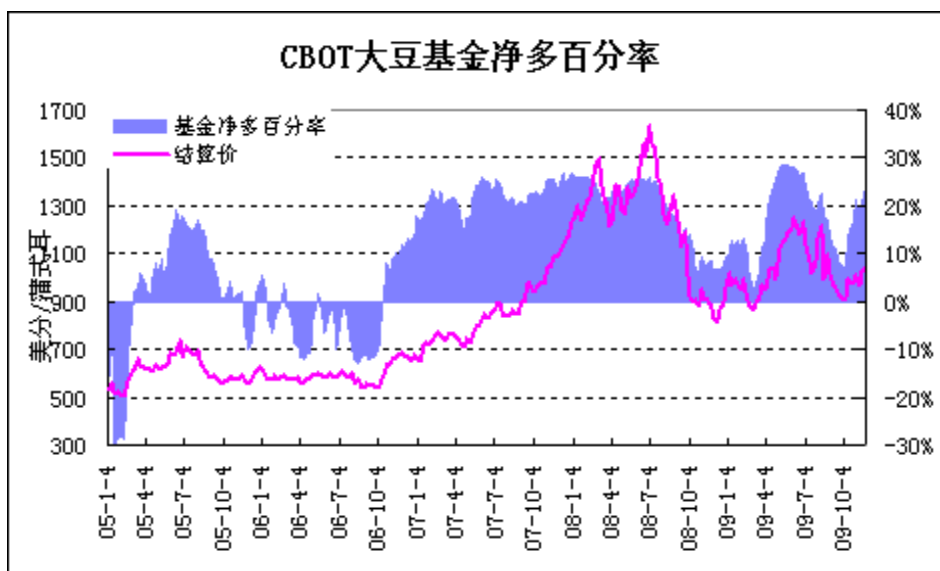
明年继续关注资金流动性及宏观环境动向

今年宏观层面上宽松的货币政策，体现在商品市场上则是表现出明显的资金市特点，很多人气品种的持仓成交创出天量，包括美豆和国内的豆粕豆油，见下图，美豆的基金净多比例在短短 1 多月时间就达到甚至超过去年最高水平。

图五 美国大豆基金持仓净头寸



图六 美国大豆基金净多百分率



数据来源：CFTC 持仓报告

宏观方面，我们已看到 09 年豆类的走势同商品整体一样在大方向上以受原油美元指引为主，而在金融危机过后，原油美元的走势更多的就是反映经济的复

苏情况以及经济刺激政策的有关动向，对于这两方面，目前市场普遍认为 2010 年仍然维持经济复苏向好的基调，但是随着流动性的迅猛增长以及通胀预期的抬头，2010 年可能将面临扩张型政策退出的问题，具体而言如货币政策的收紧包括利率政策的调整等，这些都将从资金面、通胀预期等方面影响到美元原油及商品市场的整体走势，豆类亦不例外。

第三部分 后市观点及操作建议

图七 美国大豆周线走势分析



数据来源：文化财经

美豆后市关注焦点将转向南美种植情况，包括明年初南美天气、收获情况和上市后出口情况等，目前来看南美在 09/10 也将迎来大增产，在此预期下 09/10 年度供需格局将较 08/09 年度的偏紧局面有所缓解，而宏观环境继续维持目前偏暖的基调，美元原油带来的金融属性升水和资金方面投机升水，将令美豆至少保持在目前的重心水平，即 800-1200 美分之间。

图形上，08 年金融危机的低点与 3 月、10 月低点连线可作为中线支撑的参考，在美豆指数月线图上 60 日均线为自去年底以来的支撑，目前其支撑位亦在 900 美分附近，与前一支撑参考接近，技术面上美豆亦有维持目前区间并继续偏强震荡的趋势，考虑到美豆作为农产品的阶段性、季节性特点，须综合考虑本文第二部分所提到的几个方面的动态变化。

豆粕

连豆粕的走势与美盘依然保持较高的关联度，而自身资金参与度、国内大豆独立性的传导以及国内节奏领先使其短线上与美盘出现差异，上半年豆粕在美大豆的成本推动传导下和期限倒挂吸引做多资金的推动下率先反弹至去年下跌一半的高度，下半年受美豆带动先抑后扬，后市连豆粕走势依然关注美豆以及资金

面情况，下方支撑以今年低点连线为参考，上方压力位以 0.5 和 0.618 位置为参考。

图八 大连豆粕周线走势分析



数据来源：文化财经

大豆

图九 大连大豆周线走势分析



数据来源：文化财经

连豆，明年仍有明显的政策市特点，在继续调高最低收购价的政策精神下，连豆后市或重现今年的走势特点，即在美豆走势偏弱时连豆表现抗跌且相对平稳，而在美豆上行至 1000 美分以上缩小与国产豆政策价价差时连豆偏强势头更

加清晰，长线上连豆有望维持重心缓步上移的慢牛走势，后市关注 09 年大豆收储量，进入 2010 年，关注 08 年 400 来万吨临储豆和 09 年国储豆的释放情况。

总结，对明年宏观经济维持向好预期，且政策基调以求稳为主，但明年特别是明年下半年外围环境存在变数，而豆类自身供应压力较大、需求变化平缓，豆类供需格局较今年上半年的紧张程度有所缓解，豆类要延续慢牛势头首先需要对今年危机之后抬升的价格区间进行进一步的整固，自身与宏观的导向差异将令豆类在区间内的震荡幅度加大，区间内的波动节奏则主要取决于自身基本面的动态变化。