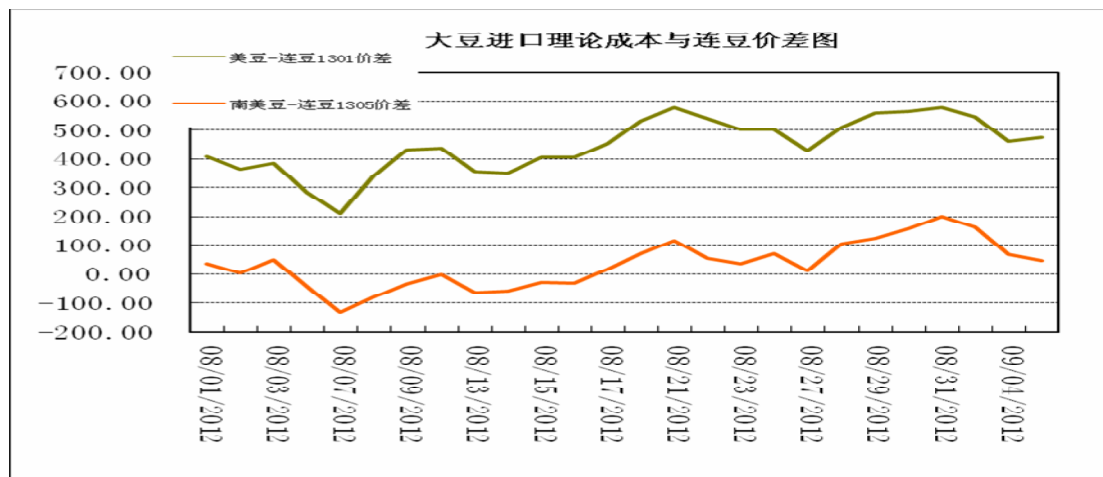


黄大豆 1301 合约价值重估

自 10/11 年度北半球开始，南北半球接力减产的循环被打开，特别是去年秋季之后的连续两个作物周期，干旱对国际市场大豆供给造成了极为严重的损害，这也成为本轮豆类牛市的主因。今年夏季美国产区遭遇半个世纪以来最为严重的旱情，单产遭受重创。8 月下旬，著名私人调查机构 Pro Farmer 公司公布的新作单产预估仅为 34.8 蒲式耳/英亩，低于美国农业部 36.1 蒲式耳/英亩的预期，市场对于供给的担忧进一步加深。虽然美国农业部希望通过压缩需求以平衡供需矛盾，但是目前无论压榨还是出口需求均保持旺盛，在此背景下新作结转库存或跌破 1 亿蒲式耳。目前美国国内油厂压榨利润保持在历史高位，压榨需求并无主动缩减动力，而且新年度尚未开始新作已经完成销售 1756 万吨，占年度计划的 58.1%。供给的紧张程度正在日益凸显，外盘大豆价格不断攀升并向国内传导，而这种局面在 13 年南美大豆丰收下市之前很难得到改善。

在这种情况下，豆类品种牛市向纵深演绎，但我们注意到，在跟随牛市奔跑的过程中，黄大豆一号 1301 合约却开始逐渐落后，我们知道，与黄大豆一号 1301 合约可以进行进口价格比较的是美盘 1211 合约，而在 6,7 月份间，根据美国大豆 1211 合约测算的进口理论成本与黄大豆一号 1301 合约之间的价差维持在 200 左右，这也是体现国产豆作为油豆与进口豆相比压榨贴水的一个合理价差，但进入 8 月份，这一价差水平迅速拉大到 400 以上（参见图 1），而与之相比，新季南美大豆进口理论成本与黄大豆一号 1305 合约的价差则稳定在 0 附近。为何会出现这种局面？表面上看，黄大豆一号合约的仓单数量较大和国产新豆即将上市两大因素应当是导致这种落差的主要原因，但我们再仔细推敲，发现由于来自豆粕和豆油价格不断攀升的传导作用，这两大题材正在发生潜行之变，市场存在错误定位黄大豆一号 1301 合约的可能，其价值需要重新估量。

图 1：进口大豆理论成本与连豆价差图



数据来源：新湖期货

一、低价仓单将受青睐，交割压力减轻

去年下半年以来，庞大的注册仓单数量成为豆一近月合约上行过程中的重要阻力因素，7月中旬注册仓单已经突破1.8万张（相当于18万吨国产大豆）。但随着豆粕和豆油现货价格的不断攀升，这部分仓单的压榨价值开始彰显。按照目前大连地区的豆粕、豆油价格，与9月6日收盘的1209黄大豆一号合约所代表的仓单价格4811比较（见表一），其压榨利润达到172元/吨，而如果与华北地区的豆粕豆油现货作对比，其利润更高，同时由于供应紧张引发的外盘大豆牛市并未结束，进口大豆到岸价格也处于上升通道，后期黄大豆一号仓单的价格优势将进一步得到体现。那么上面所做的只是理论推算，而实际情况也确实在发生如此演化。据了解，由于国产大豆产量连续多年下滑，而且进口大豆库存也将在8月进入下行通道，已经有部分油厂开始通过期货市场买入黄大豆一号仓单，以保证后续的生产经营，在1209合约交割结束后，仓单数量有望回落到10万吨左右，这就使得1301合约的仓单压力明显减轻，价格贴水有望缩小。

图2：豆一注册仓单数量



数据来源：大连商品交易所

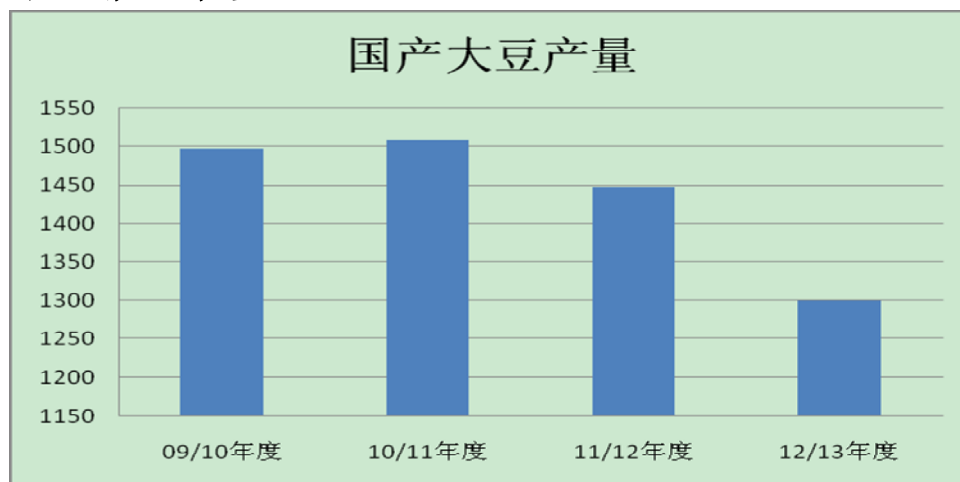
表1：仓单大豆压榨利润推算

大豆（元/吨）	4811
大连地区豆粕现货（元/吨）	4440
大连地区豆油现货（元/吨）	10000
压榨利润（元/吨）	172

二、国产新豆上市将高开高走 新粮压力难以显现

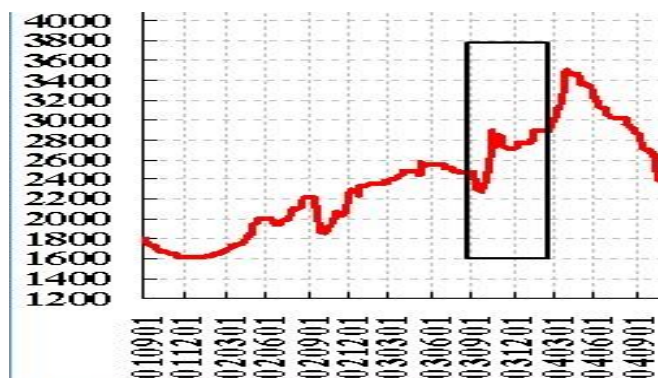
按照季节性规律，通常新粮上市将补充市场供应，价格也将随之回落，而且上市压力更多的体现在近月合约上。但是今年的情况存在特殊性，相邻的两个作物周期里，南北美洲共计减产逾 3000 万吨，国内大豆种植面积也连续多年被玉米侵蚀，产量快速下滑(图三)，供应紧张局面日益凸现，国内外豆类价格获得基本面的有力支撑处在强牛市之中，这种情况下，国产大豆上市后很有可能重演 2003 年反季节上涨走势(图四)。我们按照目前哈尔滨地区的豆粕和豆油价格推算，该地区油厂可承受的国产大豆收购价格在 4800 元/吨附近(表二)，但同时我们要记住一点的是，与之相对应的美豆进口理论成本在 5400 以上，黑龙江大豆的价格优势明显，也就是说，新粮上市后，黑龙江地区油厂以 4800 元/吨甚至更高的价格抢购新粮的可能性极大。此外，最近一期国储拍卖的储备大豆平均成交价格为 4550 元/吨，计算出库费用、运费等相关成本，油厂实际的原料成本也在 4800 元/吨左右。那么我们就以 4800 元这一价格作为基点，考虑运输以及入库等相关费用，折算至大商所黄大豆一号 1301 合约的交割成本价格在 5100 元/吨一线，远高于目前的 1301 合约价格，新粮压力也就无从谈起。

图 3: 国产大豆产量



数据来源: 国家粮油信息中心

图 4: 2003 年黑龙江油用大豆价格走势



数据来源: 中国大豆网

表 2: 哈尔滨地区大豆压榨成本推算:

大豆 (元/吨)	4800
黑龙江地区豆粕现货 (元/吨)	4200
黑龙江地区豆油现货 (元/吨)	10000
压榨利润 (元/吨)	0

结论:

通过我们以上的详细分析,压制黄大豆一号 1301 合约的两大利空因素正在或已经消融,黄大豆一号 1301 合约与进口成本之间的落差应当被逐渐填补,至少应回到-200 一线的合理位置,也就是说,在进口成本基本不变的前提下,黄大豆一号 1301 合约存在 200 点的上涨空间,由此可衍生出两个投资机会:买黄大豆一号 1301 合约的单边趋势操作,以及买黄大豆一号 1301 合约卖 1305 合约的套利机会。

对于后者,目前分析机构对新作南美播种面积的预期均较为乐观,普遍认为面积增加或在 10%以上,假设极端天气不再连续出现,南美新作产量或突破历史新高,因此明年 3 月南美大豆集中上市后供应紧张局面将得到明显缓解。供应结构的预期变化在市场中得到广泛认同,CBOT11 月合约较远月 5 月合约升水,而且价差最高时达到 232 美分。相比之下,大商所的豆一 1301 与 1305 合约的价格并没有充分反应这种供应结构变化的预期,因此其中存在价差套利的可操作机会。该套利风险点提示:

1、3 月末大豆仓单必须注销,一旦该套利操作进入实际交割环节,存在重新检验不符合仓单注册要求的风险。

2、如果大豆的牛市出现短期逆转,1-5 价差受单边趋势影响较大,不排除出现极端情况。

报告日期: 2012年9月7日

分析师: 苗瑾 时岩

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。

联系我们

公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际中心36楼新湖期货有限公司
邮编：200070
电话：400-8888-398
传真：021-22155559

新湖期货研究所

上海总部：上海市裕通路100号洲际商务中心36层
杭州：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502
大连：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

温州营业部

地址：温州市车站大道金鳞花苑2幢1101室
邮编：325000
电话：0577-88991588
传真：0577-88988180

临海营业部

地址：临海市东方大道8号建设大楼4层
邮编：317000
电话：0576-85485576
传真：0576-85485576

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室
邮编：314000
电话：0573-82090662
传真：0573-82052419

北京营业部

地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦501室
邮编：100007
电话：010-64006876
传真：010-64006010

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室
邮编：110013
电话：024-31060016
传真：024-31060013

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2701房间
邮编：116023
电话：0411-84807691
传真：0411-84807519

郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室
邮编：450008
电话：0371-65613558
传真：0371-65612810

青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1809室
邮编：266071
电话：0532-85796000
传真：0532-85790098

上海营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1801-04单元
邮编：200122
电话：021-61657295
传真：021-61657211

福州营业部

地址：福州市鼓楼区水部街道五一北路129号榕城商贸中心十一层02号
邮编：350001
电话：0591-87878217
传真：0591-83337962

深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2406室
邮编：518035
电话：0755-23811813
传真：0755-23811800

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道2号海南时代广场15层
邮编：570106
电话：0898-36627000
传真：0898-36627135

济南营业部

地址：济南市历下区历山路157号天鹅大厦601
邮编：250013
电话：0531-80973106
传真：0531-80973196

杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦2502
邮编：310000
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

长沙营业部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉中路二段新世纪大厦1701-1704
邮编：410015
电话：0731-82772266
传真：0731-82776031

重庆营业部

地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10-1
邮编：400003
电话：023-88518666
传真：023-88518951

西安营业部

地址：陕西西安高新区高新一路2号国家开发银行大厦1105室
邮编：710075
电话：029-88377355
传真：029-88377322