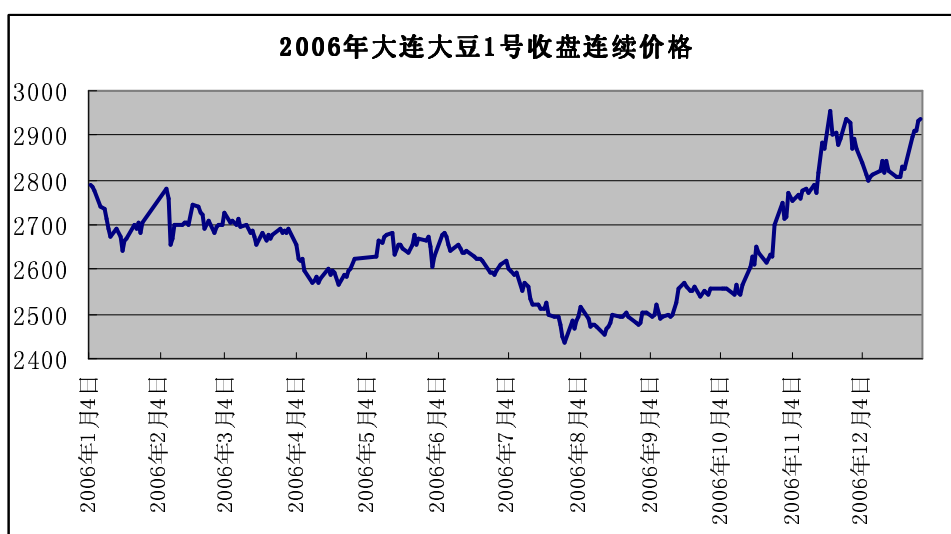


2006年大豆期货行情回顾与07年行情展望

一、2006年大豆期货行情回顾

1、2006年国内外大豆期货总体运行状况

回顾06年国内大连大豆期货价格走势主要表现为：年中多数时间处于2500-2800元/吨的区间震荡格局，年底出现快速上涨突破该震荡区域。对应于同期的CBOT大豆期货连续价格运行趋势与连豆基本相似，06年的多数时间处于545-615美分/蒲式耳区间运行，直至10月中下旬突破该区间上限出现快速上扬行情。



2、2006年国内外大豆运行的主要特征

国内：

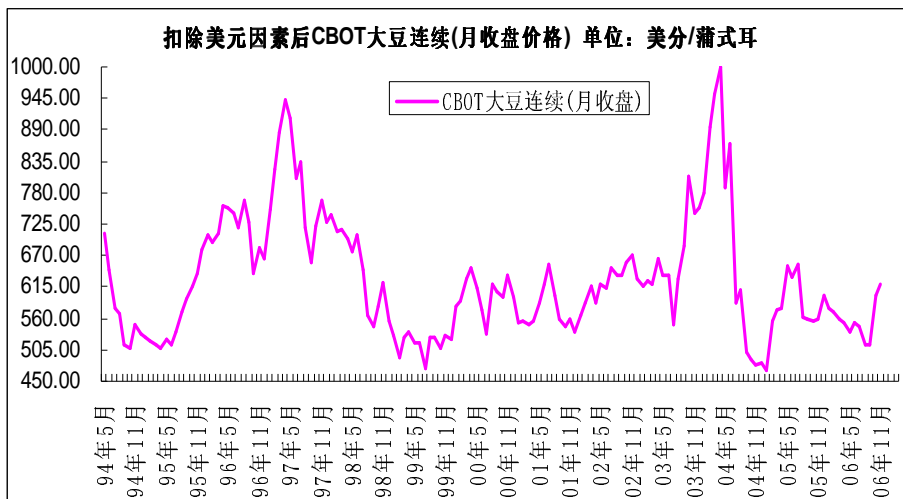
A、大豆基本面压力明显，价格主要处于弱势区间运行。整个06年上半年，国内大豆持续走低，反弹乏力，受禽流感影响引起的大豆需求的减弱成为制约价格走高的重要基本面因素，2006年第二季度，我国畜产品生产价格同比下跌15.2%，带动全国农产品生产价格总水平下降5.6个百分点。

B、在总体成交方面，国内大豆市场呈现极度萎缩的态势。06年度，大连大豆一号合约总成交量为17794155手，同比05年锐减77.77%；成交额为4873.65亿，同比大幅下降78.92%；年末总持仓为365496手，同比减少6.4%，最低时大豆期货合约总体持仓不足20万手。除了玉米市场异常火爆吸引了更多资金的参与外，国内期货市场大资金的投资策略与美国基金分散投资模式并不相同，从而引起熊市震荡中资金的明显萎缩。另外，国内1

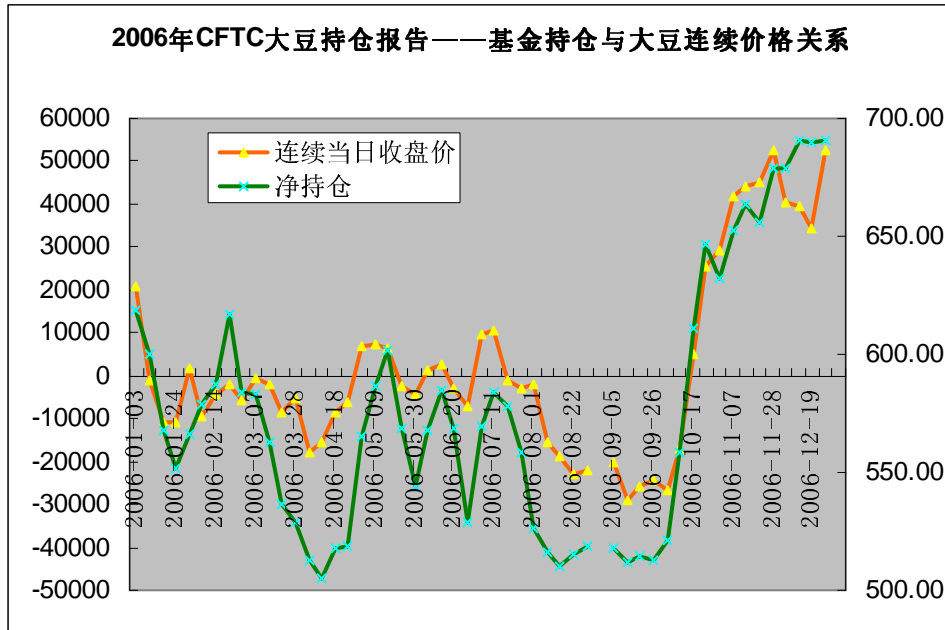
号大豆期货价格在与现货市场主流价格的脱节也是参与资金减少的原因之一，我国压榨企业更多的是采用进口大豆进行压榨，与 1 号大豆的交易品种差异，保值者宁愿直接参与下游产品比如豆粕的保值操作。未来只要不出现爆发性行情，大豆期货可能很难再现 03、04 年的辉煌。

国外：

A、 价格运行区间偏低。扣除美圆因素后，06 年美国大豆运行价格区间为 504-630 美分，多数时间处于长期运行的平均价格以下，说明从长期看 06 年美国大豆期货处于相对偏低的价格区间，这与世界大豆整体供给压力较大的基本面比较吻合。2006 年 12 月份美国农业部报告预测美国大豆产量 32.04 亿蒲式耳，连续三年丰产。年终库存量 5.65 亿蒲式耳，为历史最高水平。全球大豆供给情况看，12 月份的报告显示全球大豆库存为 5572 万吨，库存消费比高达 25%。



B、 大豆期货参与总资金量大，资金推动作用明显。根据 CFTC 公布的持仓数据显示，连续三年来大豆总持仓量持续增加，整个 2006 年 CBOT 大豆期货总持仓更是保持在历史最高水平，自年初突破 31 万后，总持仓量再没出现低于 30 万手的量，远高于去年同期水平，即便在价格最低的 9 月份，总仓量也高于 35 万，表明资金对豆类的布局一直没有结束，资金的广泛参与有利于利多因素发挥作用。同期基金净持仓量反复，虽然行情总体偏弱，但净空持仓比例并不高，最高时也仅有 13%，说明在较差的基本面下，基金长期做空意愿和做空的动力并不强烈；反观到了年底，基金快速实现由空向多的转换，净仓量增加也非常迅速。



总结：

A、决定 2006 年价格运行的主要因素仍是基本供需状况：全年世界以及主要产区大豆供给充足，大豆价格总体处于相对偏低的价格区间。 尤其在大豆季节性行情的容易发生的 5-9 月份，美国大豆总体天气形势比较有利，大豆并未出现明显的天气行情炒做，反而受到美国大豆连续第三年丰产压力出现年中低点。直至 10 月中旬，受国际大豆增产现实压力，国内外大豆期货价格总体上一一直呈现弱勢震荡走势。

B：除了受到自身基本面决定外，外部因素对价格的形成影响力加大：玉米与豆油价格成为推动大豆、豆粕行情的重要指标。 在对大豆丰收压力的缓慢消化后，就在近似平淡的本年行情即将结束之时，受 CBOT 市场玉米、小麦期货价格反季节上涨的影响，CBOT 大豆期货价格受到积极带动，于 10 月下旬出现连续 100 美分的上涨，受此激励，大连大豆期货价格也表现出明显走高的态势，到目前国内外豆价呈现出一定的相对品种自身基本面的升水行情。

由于豆油具有一定的工业需求特点，再加上豆粕需求的总体表现平静，国内大豆、豆油与豆粕三合约之间的价格关系发生了一些改变，豆油与豆粕之间的比价不断上升，企业压榨利润来自于豆油价格的贡献率在增加，体现在期货上，豆粕的行情活跃性在 06 年下半年有所降低。07 年对豆粕的实际需求的恢复程度将影响大豆期货行情，而豆油也将继续在 07 年保持比较好的行情引领作用。

C：受到人民币升值以及国内外大豆需求领域的差异，国内大豆对 CBOT 大豆的跟随

紧密程度有所下降，表现在两者的相关系数继续减少。

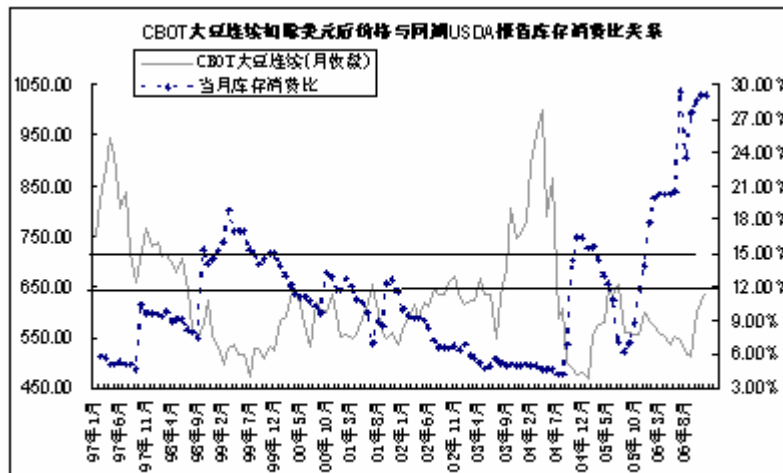
二、2007 年大豆期货行情展望

1、07 年大豆市场基本面分析的多空争论重点

多：07 年大豆种植面积减少预期，长期的比价效应支撑。

当前美国市场大豆与其它农产品如玉米、小麦的比价关系发生重大变化，以玉米为例，大豆玉米当前的比价关系已经由历史平均水平的 1:2.5-2.7，下降到 12 月底的 1:1.76，由此导致的美国大豆种植面积可能大幅减少、产量将大幅降低的预期非常强烈。

06 年 12 月，美国部分公司预测 2007 年美国大豆播种面积将比上年度减少 500-600 万英亩，按照 40 蒲式耳/英亩的趋势单产，这样折算美国大豆将比 06 年度减产达到 2-2.4 亿蒲式耳；如果真的出现如此高的减产幅度，2007/08 年度美国大豆期末库存将出现明显的减少，即便不考虑需求的刚性增长，按照其他因素不变计算，美国库存消费比也将下降到 13-14%，这样对应的平均价格（扣除美圆影响后）主要处在 650-700 美分/蒲式耳。因此，在 07 年中，做为一个可以明显改变大豆基本供求的因素种植面积将成为上半年行情发展的最重要因素。



从更远的未来几年看，农产品之间的比价效应的存在会对大豆价格形成有利的支持。金属、能源刚刚经历过一次重新定价的过程，农产品可能面临同样的问题。因为工业品的涨价带动农产品用途拓展的新趋势，以及世界经济发展带来对农产品等基础商品的刚性需求增长与土地、产量增长的矛盾加剧，再加上种植成本的直接上升，很多农产品将面临重新定价，比如玉米和豆油，这两种商品期货的重新定价必然支持大豆价格朝向更高的价格区间运行，一旦有了比较合适的基本面因素，将成为快速引发行情的导火索。

空：当前基本面并不支持过度上涨，豆类并没出现明显的供需缺口；美国大豆供给仍相当充足，而南美目前的大豆播种比较顺利开展中。

06年度12月份美国农业部报告数据显示：06/07年度全球大豆产量22677万吨，美国大豆产量为8720万吨，均为创记录的水平；预期06/07年度全球大豆库存为5572万吨，美国大豆库存为1538万吨。庞大的产量以及维持在历史平均高位的库存使用比，对当前大豆市场形成较大的利空背景。同时，近期南美大豆的天气状况良好，播种顺利开展。

对比多空双方分析下来我们看到，多方因素主要体现在远期，而比较利空的因素集中在短期。而对07年大豆期货价格预期占主导的力量来自于多方的力量，因此虽然近期的大豆基本面并不十分支持豆价的走高，但短期豆类价格依然显得比较坚挺。而在07年中豆类期货价格很容易受到某些特定阶段因素的指引而出现快速向上行情。结合历史基本数据，我们认为大豆期货主要运行的绝对价格区间应在550-700美分/蒲式耳之间，对应于当前的美元指数，相对的价格运行区间应是600-760美分/蒲式耳，目前CBOT大豆连续运行在680美分附近，正好处于运行轨道的中间位置，短期可能还将在此一线附近震荡。而未来一年中，如果要有效突破区间上沿760美分/蒲式耳再上一线，必须出现豆类自身供需的实质性变化。

2、参与07大豆交易的基本手段与方法

结合上面的分析，我们认为，07年大豆期货价格将更多表现出对远期乐观预期的升水行情，因此投资者适宜采取滚动做多的操作方法。



结合cbot大豆连续周K线图，从图上我们看到目前CBOT连续大豆价格整体自04年5月以来以及完成了2年半的5浪下跌，在第5浪主跌浪中，曾连续在05.12、06.4、06.9月中三次试探540美分/蒲式耳的低点，但都没有成功突破，最终该线形成支撑出现反弹，并

在 06 年 10 月底有效突破长期下跌趋势中形成的多条反弹阻力线,表明此次反弹已经突破了长期的下跌趋势。结合 CBOT 大豆期货的图表和以上的基本面分析,我们给出的建议是:长期保持做多的思路,滚动操作;近期 CBOT 大豆反弹在 700 美分受阻,短线缺少更多有利支持可能出现回调整理,650 美分有强支撑;即便基本面比如南美天气良好,回调应不破 620 美分一线,投资者可选择在 650 和 620 附近买入远期合约。对应国内大豆的关键位置在 2780 和 2650 点。考虑到我们之前的基本面分析特点,可适当更多关注豆油和豆粕行情。

研发部

2007.1.9