

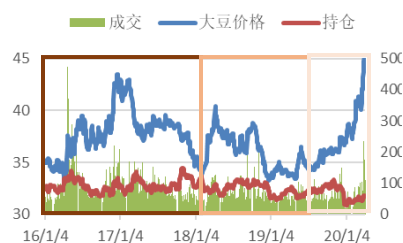
# 大豆走势复盘

--杜少伦

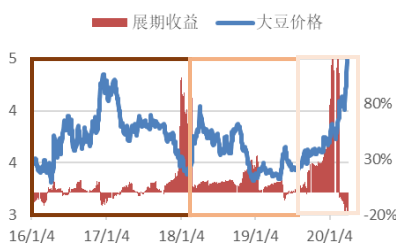
2020-04-05

\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

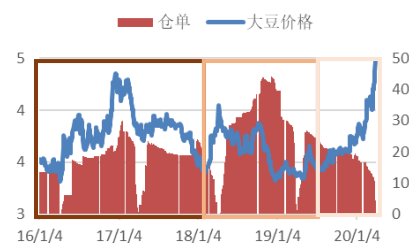
大豆是民生必需品，作为主要的植物蛋白和钙的来源，中国一直都是大豆的主要消费国，长期占有全球最大的大豆进口份额。大豆进口来源主要是巴西和美国，但是从贸易战之后，来自美国的大豆进口就开始直线下滑，同时来自巴西的进口份额开始逐年攀升。中国对大豆的进口依赖是非常强的，从盘面来看这回表现为大豆价格和人民币价格的强烈正相关性，稍后的复盘中我们会进行讨论。同时由于大豆的消费主要来自进口，国内股票市场我们没有找到很好的参照标的来构建指数跟踪大豆生产商指数，这里就省略这一部分的讨论了。下面我们从大豆的盘面价格成仓和成交，大豆和盘面价格曲线，大豆和仓单，大豆和人民币价格这几个方面来进行大豆走势复盘，时间选取范围从 2016 年到 2020 年。



图一、大豆和成交持仓



图二、大豆和展期收益

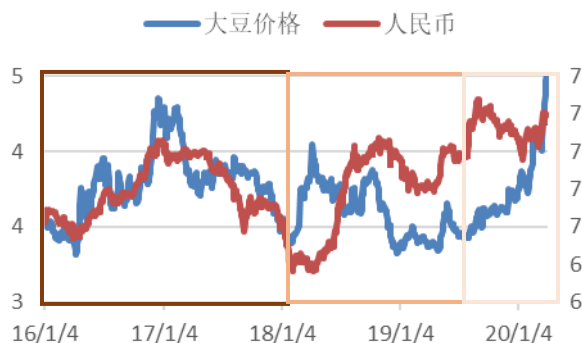


图三、大豆和仓单

从盘面价格来看，大豆最近几年的走势主要依据库存变化逻辑居多，大豆的盘面价格曲线大部分时候能够保持平稳，一旦价格曲线出现了明显的扭曲比如巨大的升水或者贴水，基本山表示当下的趋势要发生转变了。大豆基本山符合农产品一贯具有的特征，价格呈现均值往复运动，从长一点的时间维度上看是宽幅震荡行情居多。就算把历史回顾到 2010 年到现在为止大豆价格的振幅也就是 30%左右，没有出现过明显的暴涨暴跌行情。第一阶段 2016 年-2018 年：反弹再反转，第二阶段 2018 年-2019 年中期：震荡筑底，第三阶段 2019 年中期到现在：暴力拉升。第一阶段大豆是伴随其他大宗商品一起开始了反弹，整个反弹过程大豆只上涨了 20%，同时整体上价格结构没有任何改变，从反弹开始远期转变成了升水结构，然后到了顶点之后远期突然崩塌，转变成了贴水结构，之后开始快速下跌，直到把 16 年的涨幅全部回吐才止跌。这里看到，在跌幅最深的时候出现了巨大的远期升水，直接拉到了+80%，当时盘面价格出现的是近期价格按照惯性下跌，但是远期价格不跌反涨，这种局端背离导致了底部的形成。出现了这个巨大的远期升水之后，大豆价格开始触底反弹。并走出了长达两年的升水结构。可以从图三的仓单中一看究竟，价格跌倒谷底的时候，没有仓单的配合，说明贸易商已经不在出货了，价格剧烈反弹之后仓单陡增，价格受到仓单压力再次下行，维持弱势震荡下行格局长达两年，直到 19 年中期仓单已经回归到了合理水平之后大豆开始酝酿一轮新的行情。可以说整个第二阶段也就是 18 年都是被仓单左右的行情，在巨量仓单消化完之后才开始有了新一轮暴力拉升行情。从第三阶段开始，大豆的盘面价格结构出现了和之前明显的转变，升水结构开始随着价格重心上移而不断加深。这说明近期价格上涨的同

时远期价格上涨的更快速，参与者开始形成了一致预期，认为大豆未来会上涨。贸易商的仓单抛售在这种远期不断拉高的时候不升反将，这形成了我们一直使用的指标：高远期升水+低仓单抛售=强烈做多信号。果然大豆在 19 年后期开始了暴力拉升，同时在拉升过程中仓单不断减小，远期升水不断拉高。直到最近出现了超过+100%的年化升水率，这表示行情进入了白热化，恐怕难以持续上涨，远期的上涨过度反映了乐观预期，以至于现实价格并不能很好的跟涨。从上周开始大豆的远期价格开始崩坏，从+100%升水率直接转变成了贴水结构。由于移仓换月的影响大豆远期价格目前不能跟随这个新的近期价格上涨，盘面开始贴水。贴水环境下伴随低库存就不能作为做多的有力依据了。同时这也不能作为做空的有力依据，我们还是还是需要等待贸易商再次开始抛售库存，在贴水环境下出现仓单上涨，这才能作为有力的做空依据。

就像之前说的，我们没有找到合适的股票价格来反映大豆的需求端情况，同时原油的国债也不是很好的宏观变量来反映大豆的趋势。我们这里采用人民币价格作为衡量大豆的宏观面的唯一变量，因为中国是大豆的主要进口国，国内的消费主要依赖进口所以人民币价格的上涨自然导致进口价格下降和进口数量的上涨，导致国内大豆整体平均价格下行，反之亦然。见下图：



图四、大豆和人民币

从图四可以看出，大豆价格和人民币长期走势呈现明显的负相关关系，人民币贬值大豆价格上涨，人民币升值大豆价格下跌。这一逻辑关系保持的十分紧密，主要原因还是中国的大豆消费过分依赖外部进口导致的。从 16 年以来的反弹直接导致了人民币短期内大幅贬值，同一时期大豆价格跟随快速上涨，之后人民币价格开始筑顶回落，小幅升值过程中，大豆价格明显开始回调，从 18 年初开始人民币确立了新一轮的贬值趋势出现，大豆价格也在同一时期触底完成，但是由于当时的贸易商仓单压力太大，大豆出现了一轮小反弹，最终以失败告终。在 2019 年中期时候仓单压力消化完成，同时人民币贬值加深，利用基本的定价原理，当时的大豆盘面高度升水，仓单处在低位，同时人民币相比较 18 年初贬值超过 10%，大豆当时的价格被明显低估了，于是暴涨行情开始。从这个角度和逻辑出发可以完美的解释大豆每一次行情波动，这也就是目前市场对大豆价格进行定价的主要逻辑和规律。