



智慧创造奇迹
一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究

王晨曦

024-22566346

wcx@nawaa.com

助理研究员:

刘冰欣

0451-58896626

liubingxin@nawaa.

com

2014 年油脂油料半年报

强者犹强 油脂或回暖

摘要

上半年豆类市场一枝独秀, 行情与基本面的背离引发部分参与主体怀疑基本面对期价影响力。仔细剖析上半年行情才会发现基本面影响已经细化至行业结构之中, 基本面影响反而进一步强化。对上半年行情的回顾也为下半年的预测提供了参考。美豆过去两年的天气炒作今年出现概率已经大大下降, 豆粕虽然供应压力增长, 但替代品供应量的下降以及需求端的分流作用降低其对期价压力。下半年豆粕延续强势仍将是大概率事件。油脂三年的连续下跌使得市场对期价逆转预期逐步升温, 厄尔尼诺能否实现将是油脂逆转的关键, 众望所归之下, 油脂出现中期反弹概率较大, 油脂技术层面的筑底充分反映了这一点。

第 1 章	上半年行情回顾.....	4
第 2 章	棕榈油天气市来临	4
2.1.	马来西亚供需过剩依旧，下半年天气是关键	4
2.2.	国内棕榈油库存回升、倒挂限制进口.....	6
第 3 章	大豆热点转向北美，天气影响提升	8
3.1.	巴西出口提速支撑三季度期价	8
3.2.	美豆面积单产创纪录缓解紧张库存	8
3.3.	美豆进口增长削弱近月支撑	11
3.4.	基金逼仓行情下半年难再演	13
3.5.	国内大豆收储政策改革，成本支撑连豆期价	13
第 4 章	养殖需求及蛋白原料供应	14
4.1.	生猪饲料需求下滑，禽类保持稳定	14
4.2.	豆粕供应持续增长，杂粕略有下降	17
第 5 章	操作策略	19

图 2.1.1: 马来西亚棕榈油月度产量	4
图 2.1.2: 马来西亚棕榈油月度库存	5
图 2.2.1: 国内棕榈油港口库存	6
图 2.2.2: 国内棕榈油月度进口	6
图 2.2.3: 国内棕榈油月度进口	7
图 3.1.1: 巴西大豆月度出口量	8
图 3.2.1: 美国大豆播种面积及单产	8
图 3.3.1: 海表温度与正常偏离值	9
图 3.2.3: SOI 指数	10
图 3.3.1: 13-14 年美豆结转库存及进口	11
图 3.3.2: 美国生物柴油月度产量	12
图 3.3.3: 美国大豆月度压榨量	12
图 3.5.1: 储备大豆抛售成交比例	14
图 4.1.1: 国内生猪存栏量	14
图 4.1.2: 可繁育母猪存栏量	15
图 4.1.3: 外购仔猪养殖利润	15
图 4.1.4: 禽类养殖利润	16
图 4.2.1: 国内大豆月度压榨量	17
图 4.2.2: 国内豆粕月度出口量	17
图 4.2.3: 油菜籽月度进口量	18
图 4.2.3: DDGS 月度进口量	18

第1章 上半年行情回顾

美豆 14 年前两个月延续此前的低位震荡趋势，不过 2 月中旬期价逐步突破前期的震荡平台上沿压力，随后基金的持续介入助推期价进入稳步上涨阶段，随后 2 个月的上涨过程中，美豆的快速出口及基金的持续逼仓是期价上行的主要动力。7 月合约在突破 1500 美分之后出现明显上行乏力迹象。一方面前期做多基金高位逐步兑现盈利离场或进行对锁操作削弱资金对期价支撑，另一方面，供需基本面也发生微妙变化，尤其是巴西进口大豆逐步运至美国对缓解届时市场供需紧张发挥了重要作用。所以自二季度中旬，美豆进入高位震荡阶段，7 月合约在 1450-1530 之间演绎区间震荡，但进入 6 月，伴随供需形势的进一步明朗以及产区作物天气的好转，近月美豆持续下滑，期价一度跌至 1400 美分一线。远月合约方面，运行趋势基本一致，仅在 6 月表现相对抗跌，远月的贴水使得期价下行空间受到较大限制。下游品种方面，6 月初之前，豆粕始终处于稳步上行趋势，但进入 6 月受大豆期价下跌拖累快速下滑，回撤幅度领先大豆。豆油上半年宽幅震荡，在二月大幅上涨之后期价高位宽幅震荡，但伴随厄尔尼诺预期落空，自 4 月中旬开始，期价快速回落至年内低点附近，进入 6 月虽然大豆期价回落，但受豆粕走弱支撑油脂自低点回升。

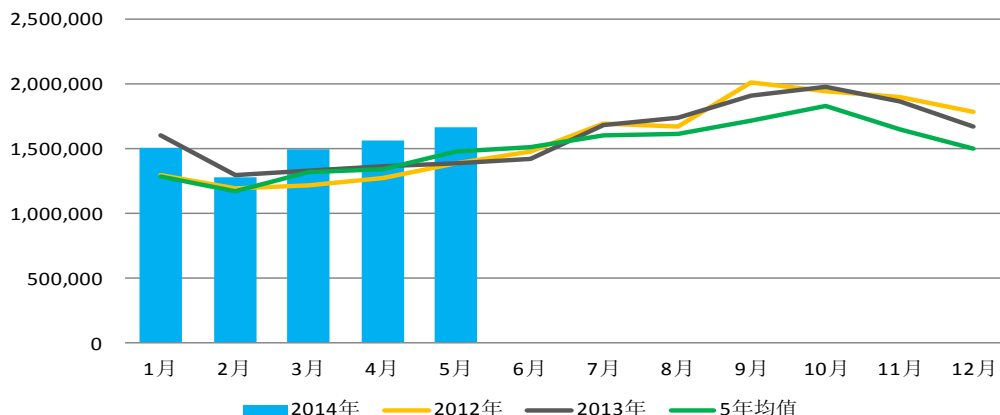
内盘方面，大豆二季度大幅上涨，伴随新季度收储政策的出台，政策性成本支撑以及交割量限制为期价提供了有效动力，1 月期价最高创下 4674，但伴随储备大豆的公开抛售，加之美豆的回落，连豆也进入调整阶段，期价逐步回落至 4500 之下。豆粕则继续领涨豆类市场，二季度涨幅遥遥领先，即使 6 月豆类全线调整，国内 9 月豆粕回撤幅度亦逊于同期外盘。与外盘相比，国内豆油走势表现疲弱，国内供需的疲弱使得期价反弹无力，大连 9 月豆油二季度稳步下滑，其中甚至未有明显反弹出现，仅在 6 月下半月才逐步跟随外盘品种回升。。

第2章 棕榈油天气市来临

2.1. 马来西亚供需过剩依旧，下半年天气是关键

图 2.1.1: 马来西亚棕榈油月度产量

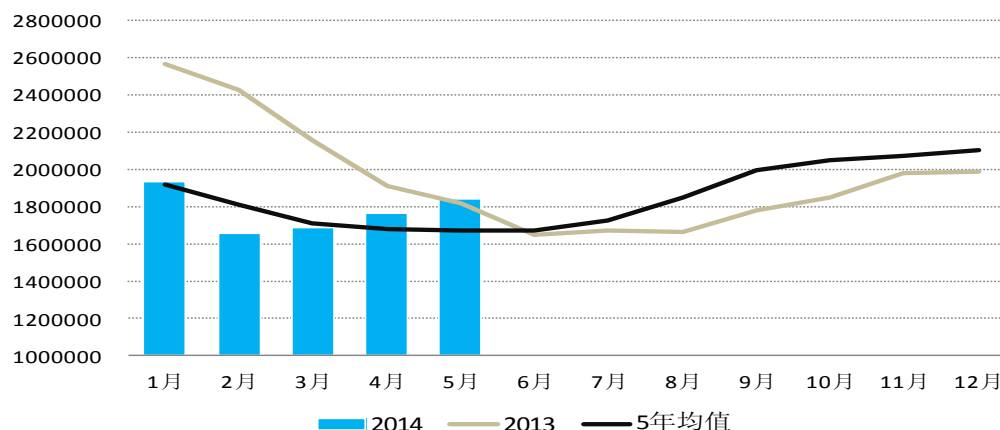
马来西亚棕榈油月度产量



资料来源：MPOB&南华研究

图 2.1.2: 马来西亚棕榈油月度库存

马来西亚棕榈油月度库存



资料来源：MPOB&南华研究

马来西亚 14 年供应从上半年看仍保持相对稳定趋势，上半年市场一度担心二季度会出现厄尔尼诺天气导致产量出现大幅下降，但实际情况完全出乎市场预料。马来西亚棕榈油局 MPOB 公布的月度毛棕榈油产量不降反升，前 5 个月马来西亚毛棕榈油产量为 749.5 万吨，较去年同期增长 7.45%。目前马来西亚月度毛棕榈油产量趋势表明目前正稳步进入增产周期，5 月其毛棕榈油产量较去年同期增长 19.7%。珈和遥感公布的数据显示，6 月马来西亚棕榈树主要种植区降雨充分，棕榈树生长良好，预计 6 月仍将是丰产月份。

由于二季度产量增长迅速，而马来西亚国内消费不能有效消化，出口方面，二季度棕榈油自 3 月低点回升，但并未超过去年同期水准，5 月棕榈油出口基本与去年持平，斋月题材没有出现超预期之喜，今年 1-5 月马来西亚棕榈油出口较去年同期下降 79.6 万吨至 663.4 万吨。从地域看，马来西亚出口至中国地区数量下滑较为明显，尤其是三月份较去年同期大幅下降，4 月份进口虽有小幅回升但较去年同期仍有较大差距，5 月份进口继续下滑，但较去年同期差距有所缩窄，1-5 月份国内自马来西亚棕榈油进口同比下降 18%至 122.2 万吨，

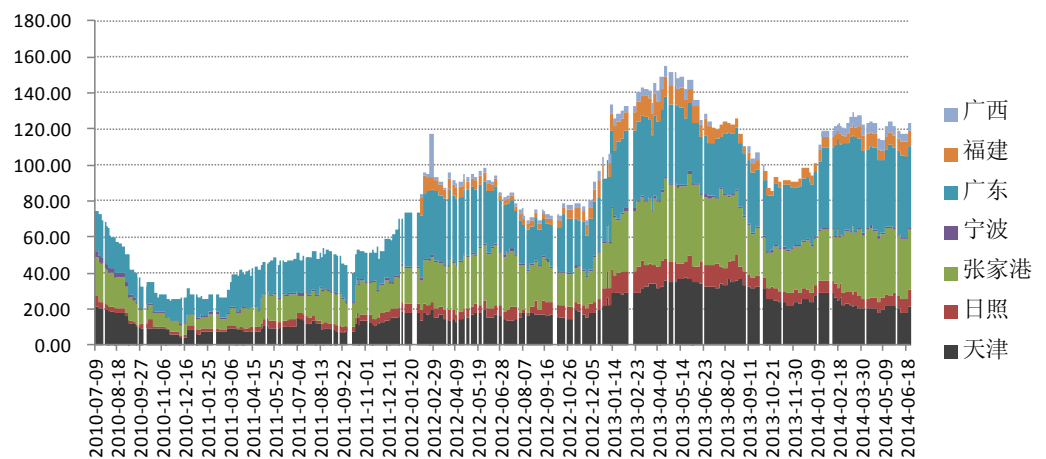
同时对阿拉伯及非洲地区出口亦有较大幅度下降，不过对印度以及欧洲地区出口口的增长弥补了部分这直接导致其国内棕榈油库存从3月底的168.8万吨增至5月底的184万吨。

USDA给出的马来西亚14年1-12月产量预估为2035万吨，较去年增长4.9%，而前五个月的毛棕榈油产量同比增幅已经达到7.45%，上半年产量增长较为良好，但下半年仍存在一定不确定性，主要受厄尔尼诺天气模式变化影响。需求端，出口增幅不及预期，生物能源消费受原油价格走强带动预计增长将超过预期，不过生物柴油消耗量基数较小，预计增幅难以抵消出口下滑影响，总的来看，如果下半年天气正常，14年马来西亚棕榈油产量增幅将基本可以实现预期，但如果厄尔尼诺天气影响严重，则存在产量不及去年可能，届时油脂市场将获得有力支撑。从时间上看，三季度是重要时间节点，天气模式能否发生变化进而影响全年产量将逐步明朗，不过市场对当前的库存增长、出口下降已有较为充分的消化，马盘棕榈油回撤幅度较大，预计三季度前半段仍将以震荡筑底过程为主，如果天气模式转变较慢，不排除期价进一步下滑可能，但三季度后半段走强概率较大。

2.2. 国内棕榈油库存回升、倒挂限制进口

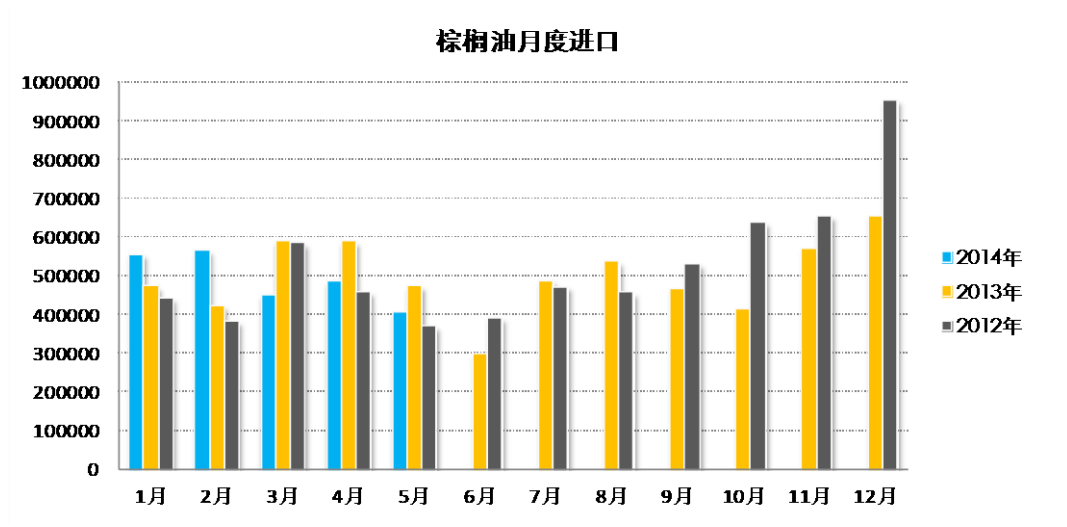
国内棕榈油市场目前面临的主要问题仍然是库存和进口倒挂两个问题。进口倒挂方面，二季度呈现持续缩窄状况，不过6月中旬以来，倒挂幅度再度扩大，考虑到目前棕榈油市场的内外背离情况，预计7月倒挂幅度将继续小幅增长。不过目前利率市场持续走弱，融资收益的下滑将限制倒挂幅度上限，基于融资收益角度分析，整个三季度倒挂幅度都很难达到一季度高点水准。但如果四季度天气炒作生效，届时不排除倒挂幅度扩张可能。

图 2.2.1：国内棕榈油港口库存



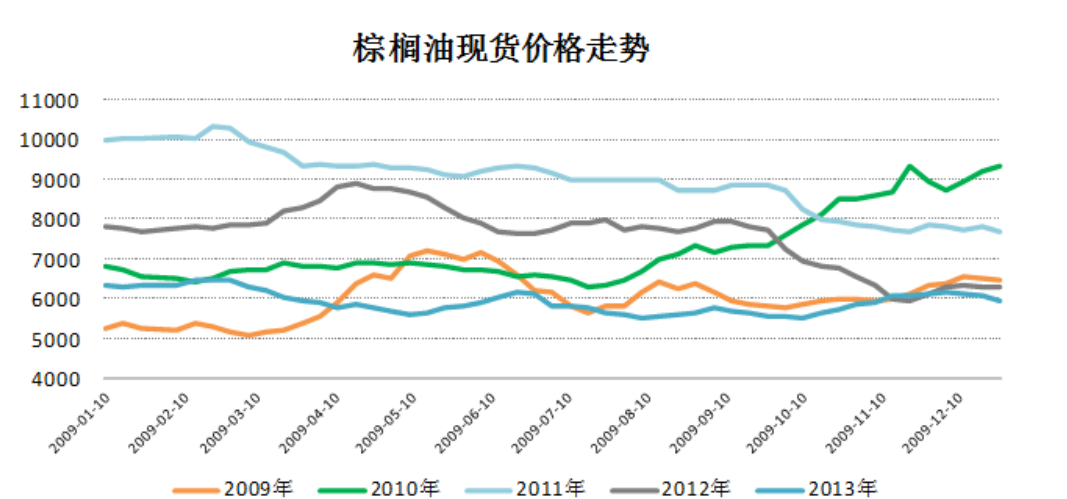
资料来源：wind&南华研究

图 2.2.2：国内棕榈油月度进口



资料来源: wind&南华研究

图 2.2.3: 国内棕榈油月度进口



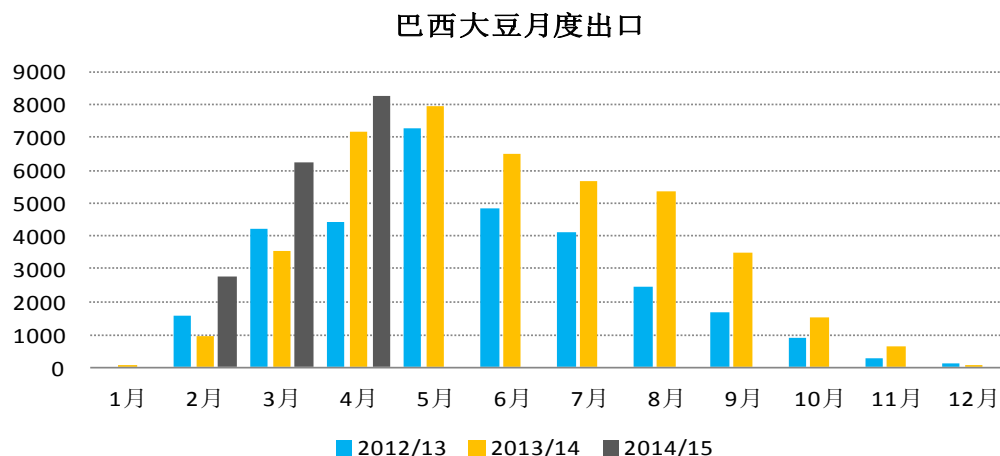
资料来源: wind&南华研究

库存方面,农业部公布的港口棕榈油库存继续保持在高位,截至6月25日当周库存为122.5万吨。但从进口情况看,一方面,3、4、5三个月国内棕榈油进口均呈现同比下滑趋势,今年前5个月国内棕榈油累计进口247万吨,同比下降3.1%。但同期国内棕榈油港口并未出现下降情况,这表明目前国内棕榈油仍处于弱势市场状态。考虑东南亚地区棕榈油库存及产量预期,预计三季度国内棕榈油仍难以摆脱供大于求状态,但季节性惯性将为期价提供一定上行动力,三季度出现反弹行情仍旧可期。

第3章 大豆热点转向北美，天气影响提升

3.1. 巴西出口提速支撑三季度期价

图 3.1.1: 巴西大豆月度出口量



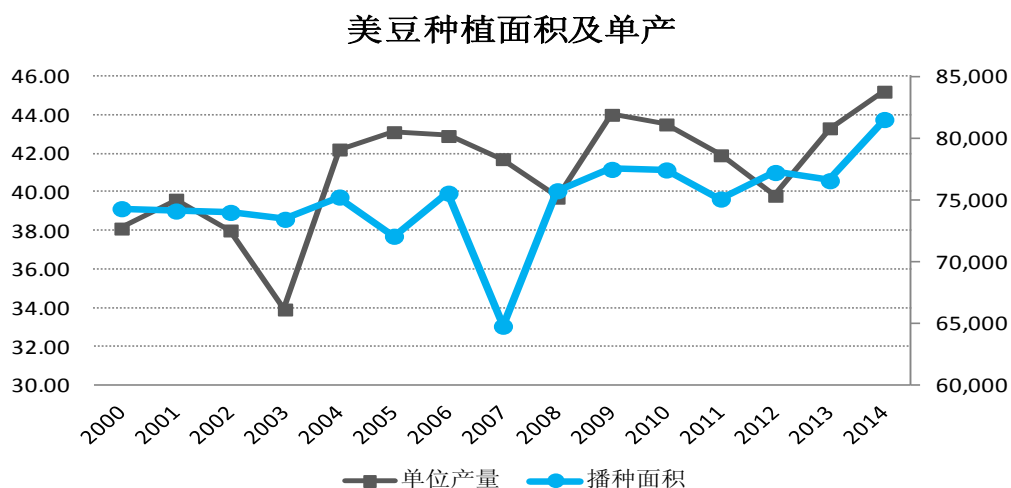
资料来源：USDA&南华研究

巴西大豆的月度出口数据显示外部需求仍保持旺盛态势，在去年的装船延迟问题出现之后，今年巴西大豆出口装卸问题得到了有效解决，月度出口量均超过去年同期水准。4月其出口量达到创纪录的 825 万吨，这表明中国的进口商并未像当时洗船传闻中一样取消了采购。14 年前 5 个月巴西累计出口大豆 1727 万吨，同比增长 47.8%，前 4 个月出口数量已完成全年出口任务的 38.4%。如果出口速度不变的话，截至 6 月末，巴西大豆出口进度将达到 75-80%，当然考虑到世界杯放假因素影响，预计 6 月出口数量将受到一定限制。过快的出口节奏导致三季度南美面临库存紧张问题，由此导致届时期价表现坚挺概率大大提升，这将从成本角度为三季度豆类期价提供较强支撑。

3.2. 美豆面积单产创纪录缓解紧张库存

3.2.1. 美豆面积创纪录、单产仍存疑

图 3.2.1: 美国大豆播种面积及单产

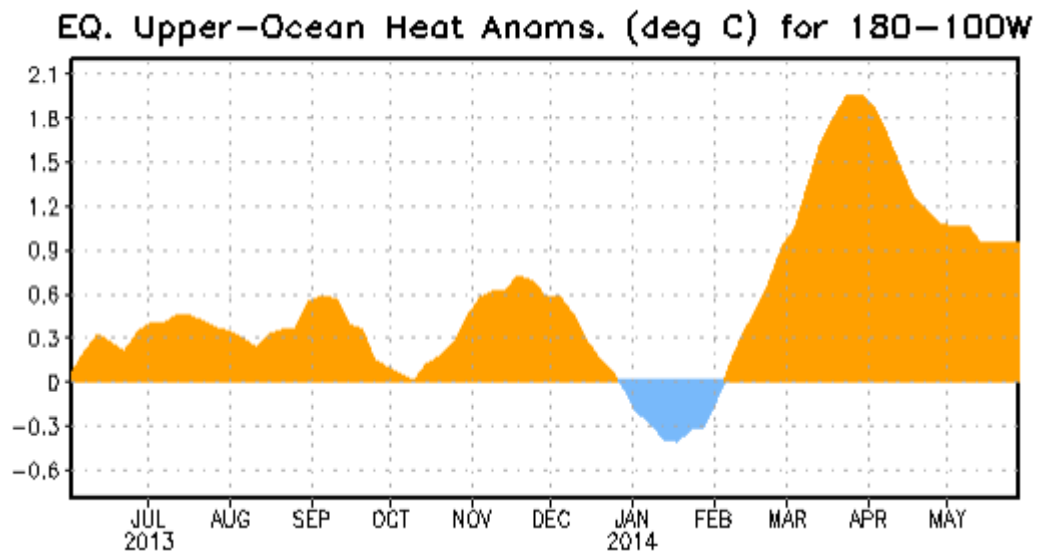


资料来源：USDA&南华研究

最新的月度供需报告中,美国农业部对美豆今年种植面积预估维持在 8149 万英亩不变,这个面积是有史以来的最高值,也是历史上种植面积首次突破 8000 万英亩,而且这个数据是 3 月份种植意向调查时的预估数据,而在播种期间由于其他品种改种因素,不排除种植面积继续增加的可能,报告公布前,市场预计实际种植面积有可能超过 8200 万英亩。在面积创记录的同时,USDA 给出的单产预估也是历史新高水准,达到 45.2 蒲式耳/英亩,虽然有投资者认为过高的单产预估为后期炒作天气题材提供了基础条件,但 USDA 给出如此高的单产预估从侧面显示 USDA 对中长期天气模式较为看好,换言之,关键生长期出现干旱概率偏低。创纪录的面积与单产结合带来的必然是创纪录的产量,如产量出现意料之中的增长,美豆 14-15 年度结转库存将摆脱近几年库存的窘迫状况,USDA 给出的 14-15 年度结转库存增至 884 万吨,创下 8 年新高。这将大大缓解 14-15 年度后半年的供给紧张程度,对 15 年度合约也将构成较一定压力。

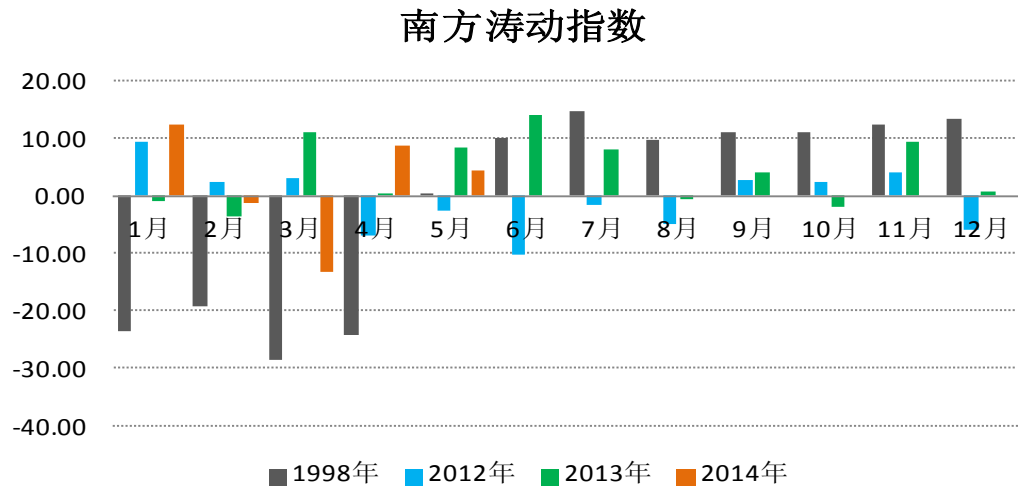
3.2.2. 厄尔尼诺强度未知, 美豆单产创新高概率大

图 3.2.2: 海表温度与正常偏离值



资料来源：NOAA&南华研究

图 3.2.3: SOI 指数



资料来源：NOAA&南华研究

作为老生常谈的话题，天气炒作仍旧是掀起行情的催化剂。而从今年年初就开始炒作的厄尔尼诺现象，仍旧是目前市场极为关注的因素。

SST 指数和 SOI 指数是反应厄尔尼诺现象的重要指标。SST 指数（热带太平洋海表面温度）则以水温距平 3 个月滑动平均值连续 5 个月大于 0.5℃标志着厄尔尼诺的开始。当前 SST 指数已经开始回升，SOI 指数也已经处于-14 左右，预计今年夏季（JJA）厄尔尼诺发生概率的接近 60%。SOI 指数（南方涛动指数）反映了厄尔尼诺现象的活跃程度。从今年二月份开始，太平洋海温就开始呈现出高于历史均温的趋势，并且一直持续到了五月。峰值出现在 2 月末三月初，海水均温异常值达到了 1.9~2.0℃，之后缓慢回落，截止到 5 月末数值到达 1℃附近，而这样的状况若持续到 7 月份，就说明海水均温异常达到了五个月，厄尔尼诺现象基本宣告开始。而从历史上看，基本上美豆和美玉米的单产与太平洋海表温度呈正

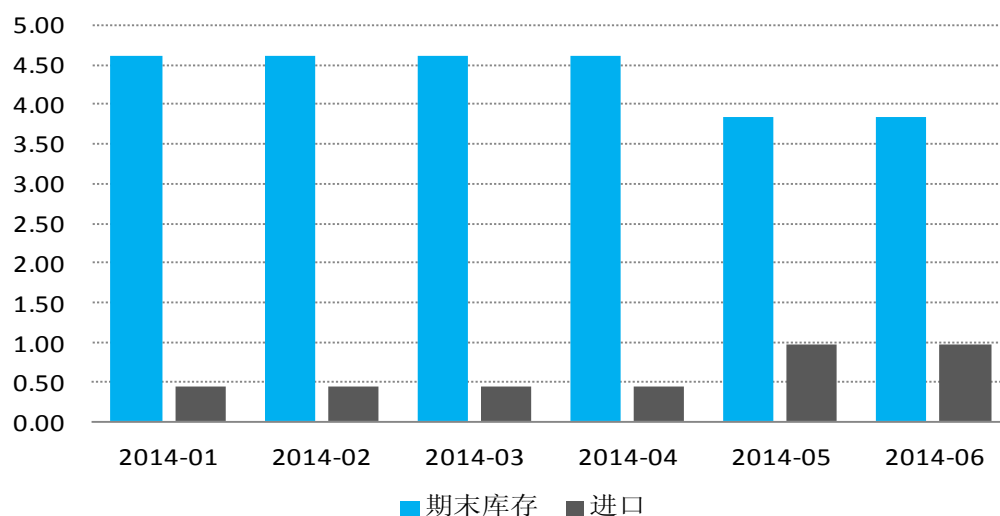
相关。目前各国的气象机构均预测 7 月会出现厄尔尼诺的概率在 70%以上，而 7 月份又恰巧是美豆的关键生长期，届时的强度将成为瞩目的焦点。而可能性无非两种：1.厄尔尼诺强度不大，高温和丰沛的降雨可能使得美豆产量再次刷新历史高值。2. 厄尔尼诺强度过大，过度的降水使得美豆生长遭受涝灾，使得美豆减产的预期占据市场主导并利好美豆期价。

由于五月中旬以来美豆产区降雨的持续充沛，已经使得目前美豆产区出现偏洪涝地块。但客观来说，美豆 2012 的大旱尚未使得美豆大幅减产，而涝灾对大豆的影响就更加小，俗话说“旱倒一大片，涝挑一条线”，今年美豆单产刷新历史新高的概率将很高。

3.3. 美豆进口增长削弱近月支撑

3.3.1. 美豆进口增加部分缓解库存紧张

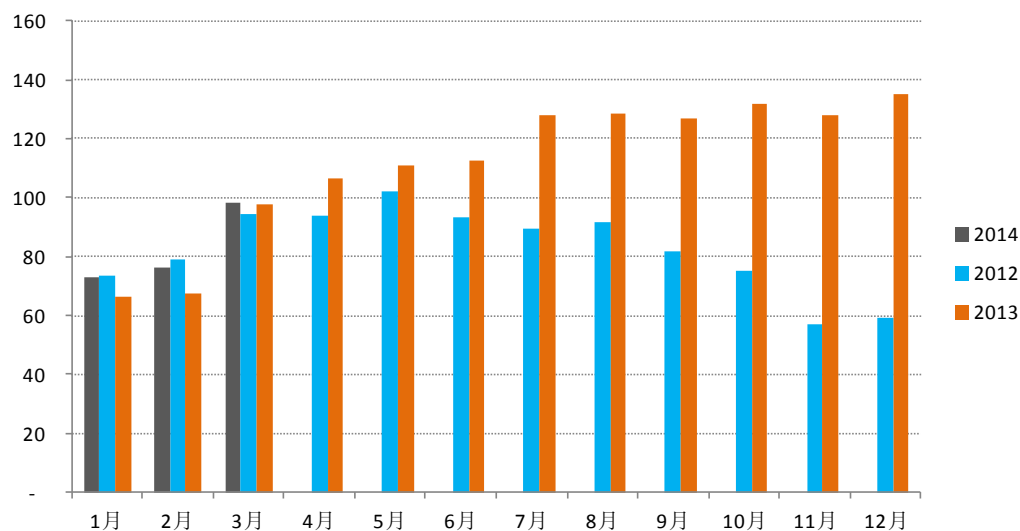
图 3.3.1: 13-14 年美豆结转库存及进口



资料来源：USDA&南华研究

在 5 月报告中 USDA 将美豆进口量上调 54 万吨至 98 万吨，同时将结转库存下调 78 万吨至 383 万吨。USDA 对进口预估的上调反映了现货市场的变化，由于 7 月美豆期价始终表现坚挺，5 月份市场及纷纷传言有南美进口大豆将流向美国，5 月底有两船进口大豆运抵美国，同时还有约 34.2 万吨大豆已经或正在装船，总的进口数量与 USDA 上调幅度基本一致，不过有消息认为总的进口量高达 200 万吨，但伴随 7 月美豆的逐步到期，实际进口量可能会超过 USDA 的上调幅度，但难以达到 200 万吨总量。总的来说，美国进口大豆的增长直接到了 7 月美豆强势的结束，美豆期价逐步向正常水准回落。考虑到 9 月美豆期价的深幅贴水，预计后期进口继续增加概率较低，9 月之前当前美豆低库存状态将继续保持，这将支撑 14 年度合约期价表现。

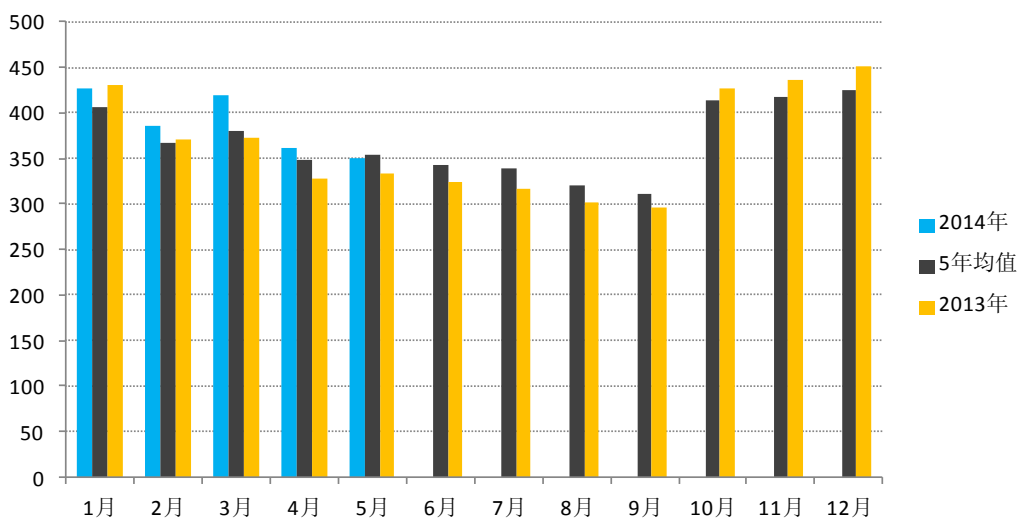
图 3.3.2: 美国生物柴油月度产量



资料来源: EIA&南华研究

美国能源署 EIA 公布的 100%生物柴油产量数据显示, 14 年前三个月共生产了 2.47 亿加仑, 略高于去年同期的 2.4 亿加仑, 与 12 年同期持平。不过消耗的豆油数量下降幅度较大, 前三个月共消费豆油 8.97 亿磅, 低于 13 年同期的 1.043 亿磅与 12 年同期的 1.015 亿磅。由于生物能源补贴政策的不明朗, 加之一季度豆油价格持续上涨, 这导致生物能源消耗的豆油数量较去年同期下降较为明显, 不过二季度原油价格收地缘政治因素推动持续走高, 而豆油同期却陷入回调, 一升一降导致生产利润明显恢复, 预计二季度甚至三季度前段生物柴油消费的豆油数量均将好于去年同期, 这一点从 NOPA 的豆油库存即有显示, 5 月开始豆油库存结束连续 7 个月的上涨。

图 3.3.3: 美国大豆月度压榨量



资料来源：NOPA&南华研究

NOPA 公布的数据显示，美大豆月度压榨量仍保持同步增长趋势，不过二季度进入季节性下降周期，尤其是 4 月受现货价格坚挺影响，油厂压榨利润受到一定限制，压榨量下降幅度较大，但 5 月压榨量降幅受到限制，考虑到饲料及出口需求的稳定，预计三季度至下半年美大豆压榨量将继续保持稳定至同比小幅增长趋势。

3.4. 基金逼仓行情下半年难再演

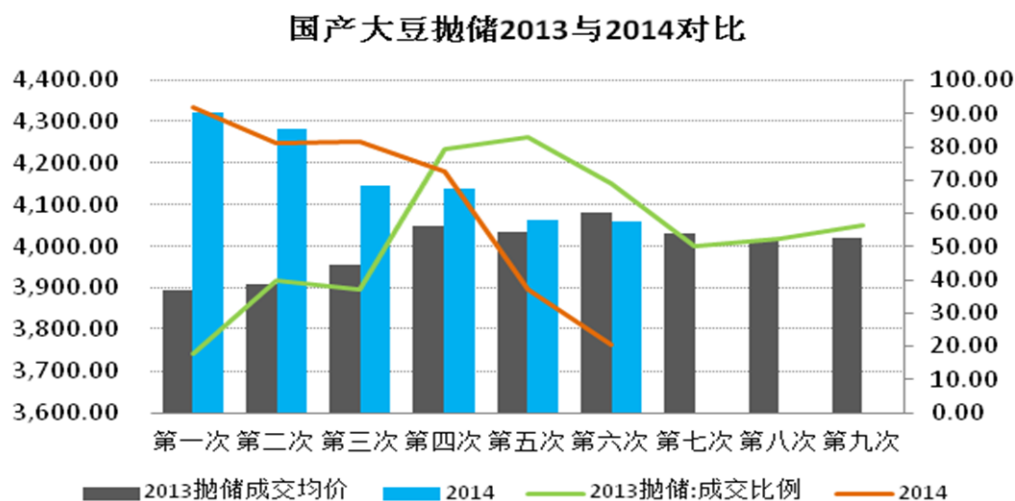
2014 整个上半年美豆 CFTC 的持仓数据显示，基金持仓净多头的占比处于持续的走低，而期价却呈震荡上行的态势。从一季度来看，1 月 11 日的多头手数在 142263 手，到三月末在 176363 手，整体的净多头持仓维持在 45~55%。到了二季度，多头数量开始大幅减持，从四月初净持仓占比 51% 的 181519 手，到了年 6 月 10 日，美豆的净多头持仓为 81082 手，仅为总持仓的 23.59%，达到了今年年初以来的多头占比最低，跌到了持仓占比的 30% 之下，而期价从前高 1536.75 处回落也相当明显。基金净多单增持节奏与期价上涨保持同步，但在基金减持时期价回调存在一定滞后性，这与市场参与资金的变化有一定改变，在基金减持后部分现货资金再度介入支撑了期价。但伴随现货环节参与主体对上半年行情的总结与回顾，预计下半年很难再出现资金主导的行情

3.5. 国内大豆收储政策改革，成本支撑连豆期价

国家发改委 5 月 17 日宣布，根据今年中央 1 号文件关于启动东北和内蒙古大豆目标价格改革试点的要求，国家发改委、财政部、农业部联合发布 2014 年大豆目标价格为每吨 4800 元。国家发改委称，实行大豆目标价格政策后，取消临时收储政策，生产者按市场价格出售大豆。当市场价格低于目标价格时，国家根据目标价格与市场价格的差价和种植面积、产量或销售量等因素，对试点地区生产者给予补贴；当市场价格高于目标价格时，国家不发放补贴。具体补贴发放办法由试点地区制定并向社会公布。国务院有关部门和试点地区各级人民政府将密切跟踪了解改革试点情况，广泛听取各方面意见，认真总结经验，及时调整完善相关政策，确保目标价格改革试点顺利推进。

尽管目标价格较去年的收储价格提高 200 元/亩，但收储方式的变化使得收储政策对价格的支撑力度反而大大削弱，多数企业对新的收储政策理解为利空影响，认为届时现货价格将低于 4800 元/吨。不过目前政策提出的差价补贴方式缺乏明确的执行政策，有预期认为同时进行收储改革的棉花、大豆最后均采取直补可能概率较大，考虑到执行的可行性方面，直补是最有可能采取的补贴方式。6 月末国务院会议中总理再次提出推进农产品的目标价补贴改革方式，会议中同时提出的收储库容紧张问题也表明直补推行的可能性。

图 3.5.1: 储备大豆抛售成交比例



资料来源：南华研究

照比 2012 年之前的大豆全年抛储模式，去年国产大豆的抛出时间为 8 月至 10 月，而今年的提前进行，也是由于五月份国际豆价居高不下的原因。今年的抛储情况与去年正好相反，2013 年 8 月 8 日开始的抛储成交比例和成交价格逐渐增高，第六次抛储均价达到最高 4081.14 元/吨。而今年国家支持企业竞拍粮食，财政部于今年 5 月 15 日公布取消大豆增值税，也增加了市场对竞拍的热情。第一次的成交量为 4322 元/吨，成交率为 92.05%，而之后却在逐渐回落。截止 6 月 17 日的第 6 次抛储，均价照比第一次拍卖减少 28.88 元/吨至 4060.88 元/吨，而成交率也仅有 20.32%。

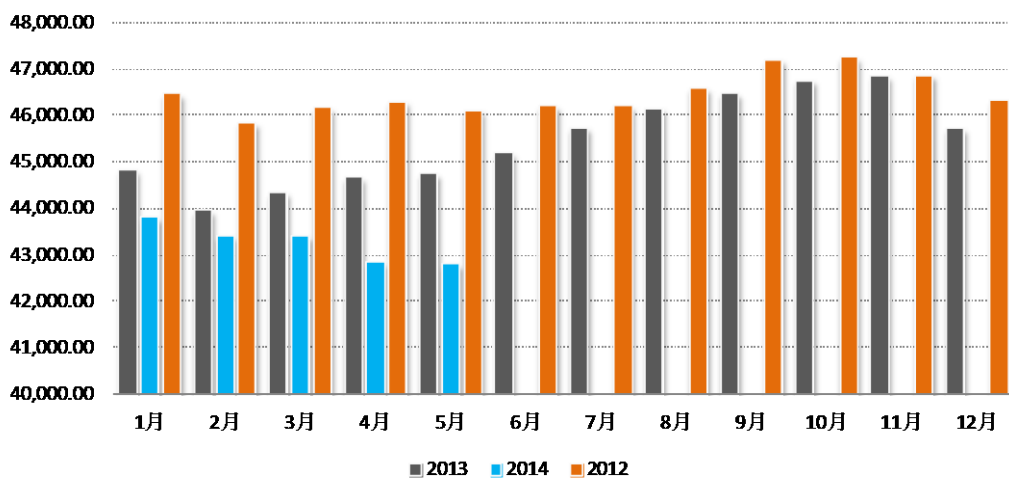
成交数量及价格的持续下滑显示市场对后期预期逐步悲观化，而当前产区压榨环节的亏损始终限制了压榨企业接手储备大豆意愿，预计后期成交价格将继续向底价靠拢。不过逐步走低的成交价将拖累连豆合约期价，交割成本的持续下滑使得连豆多头愈发不敢入场逼空，考虑到当前的成交均价，预计 1 月期价有回撤至 4300-4400 区域的可能，届时投资者可尝试适量买入。

第4章 养殖需求及蛋白原料供应

4.1. 生猪饲料需求下滑，禽类保持稳定

图 4.1.1: 国内生猪存栏量

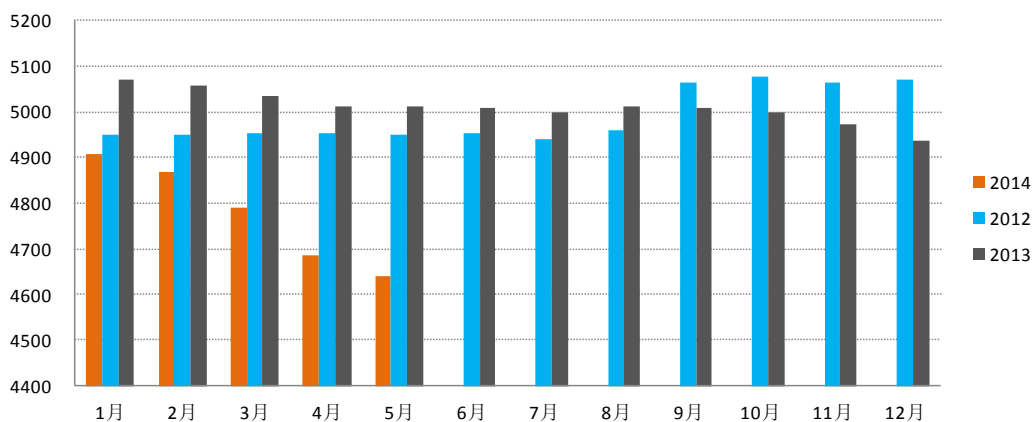
生猪月度存栏



资料来源：农业部&南华研究

图 4.1.2：可繁育母猪存栏量

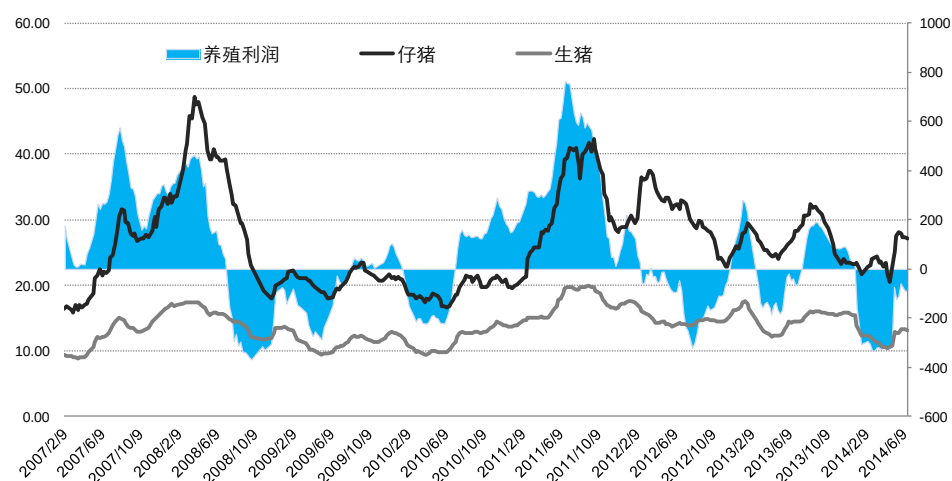
可繁育母猪月度存栏



资料来源：农业部&南华研究

生猪市场方面，农业部畜牧业司公布的数据显示，上半年生猪存栏数据持续下降，5月国内生猪存栏为4.28亿头，较去年同期减少1949万头，降幅达到4.35%。可繁育母猪存栏下降幅度更为明显，截至5月可繁育母猪存栏为4639万吨，较1月下降269万头，较去年同期下降374万头，降幅为7.4%。

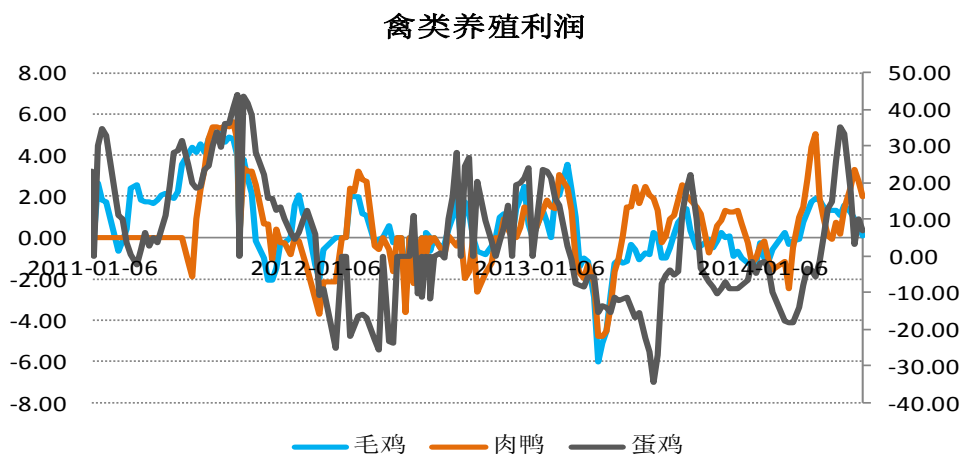
图 4.1.3：外购仔猪养殖利润



资料来源：WIND&南华研究

基于畜牧业信息网公布的 22 个省市生猪、仔猪均价计算的平均养殖利润显示，进入 5 月以来，受生猪价格持续上涨推动，养殖利润明显恢复，截至 6 月 20 日当周，外购仔猪养殖的每头生猪平均养殖亏损从一季度的超过 300 元缩小至 90 元以下。大型自繁自养企业已经可以实现小幅盈利。目前生猪均价已经升至 13 元/公斤之上，同时继续保持缓慢上升态势，同时仔猪价格亦保持稳定。再结合农业部畜牧业司公布的存栏情况，我们可以发现 5、6 两个月养殖利润好转的根本原因在于生猪存栏下降带来的供应减少支撑，同时可繁育母猪存栏的快速减少导致难以快速补栏，5、6 月份仔猪价格的高企也显示了这一点。养殖利润的快速改善带来的市场预期对短期有一定积极作用，但中期生猪市场需求将呈现消极作用。由于短期养殖利润快速改善，这导致部分养殖企业推迟出栏以寻求更多利润，考虑到压栏周期，预计 6、7 月份需求持稳概率较大。随后的时间，由于生猪生长周期特点，目前市场的补栏意愿将在 10 月之后才能得到满足，所以下半年尤其是四季度生猪市场需求下降趋势不会有明显改善，下半年需求预计较去年同期下降 4-4.5%。

图 4.1.4：禽类养殖利润



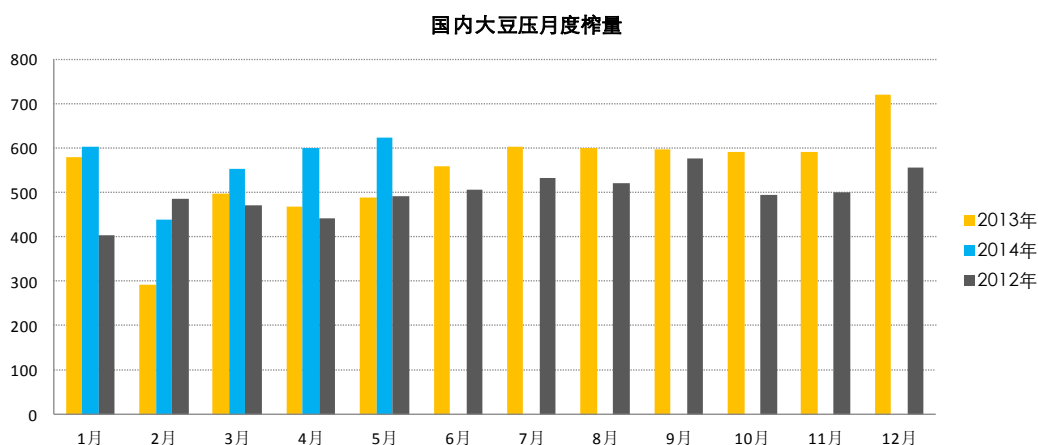
资料来源：WIND&南华研究

禽类市场方面，肉鸡养殖利润二季度持续下滑，对应的存栏将是持续增长情况，考虑到生长周期特点，预计三季度肉鸡养殖行业需求继续保持稳定至小幅增长概率较大。不过有报导显示，为解决行业困境，白羽鸡联盟协商在未来 3-4 个月内减少 10%左右的祖代鸡存栏量，如果协商结果较好，届时实现概率较大，祖代存栏降低将带动父母代价格的回升，预计将会影响四季度肉鸡补栏情况，暂时对四季度肉鸡需求预期维持看弱趋势。蛋鸡方面，由于春节之后养殖企业削减存栏幅度较大，导致二季度鸡蛋价格快速上涨，养殖利润明显好转，但自三月开始，养殖企业加快了补栏速度，考虑到 17 周的养殖周期，7 月之后蛋鸡将逐步进入产蛋高峰期，而近期蛋价也反映了这一点，所以三季度蛋鸡饲料需求将较为旺盛，预计与去年同期将基本持平，四季度持稳概率同样较大。总的来看，三季度禽类市场需求将继续保持较为旺盛态势，但四季度较去年同期将有所下滑，三季度的行业利润水平仍是重要参照指标。

4.2. 豆粕供应持续增长，杂粕略有下降

目前国内主要的蛋白原料分为两大类，动物蛋白与植物蛋白，动物蛋白以鱼粉肉骨粉为主，植物蛋白数量较多，其中则以豆粕、菜粕、花生粕、棉粕等植物蛋白粕为主，另外 DDGS 即干酒糟蛋白使用量也较为庞大，另外一些植物蛋白来源，但用量较少，这里主要简单分析期货品种及用量较大部分品种。

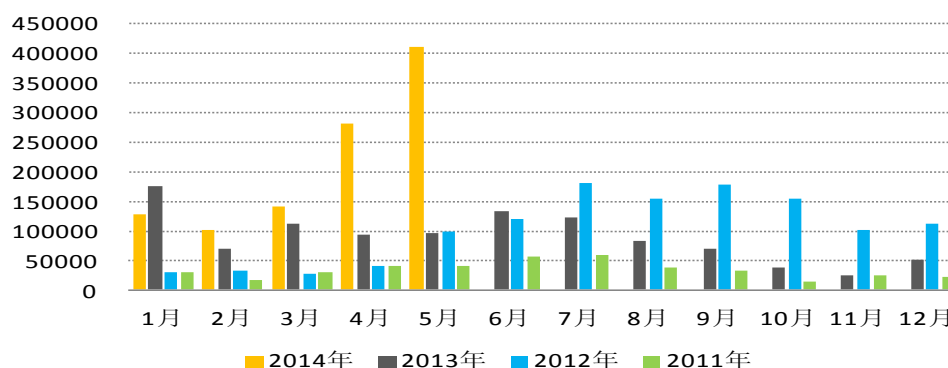
图 4.2.1: 国内大豆月度压榨量



资料来源：天下粮仓&南华研究

图 4.2.2: 国内豆粕月度出口量

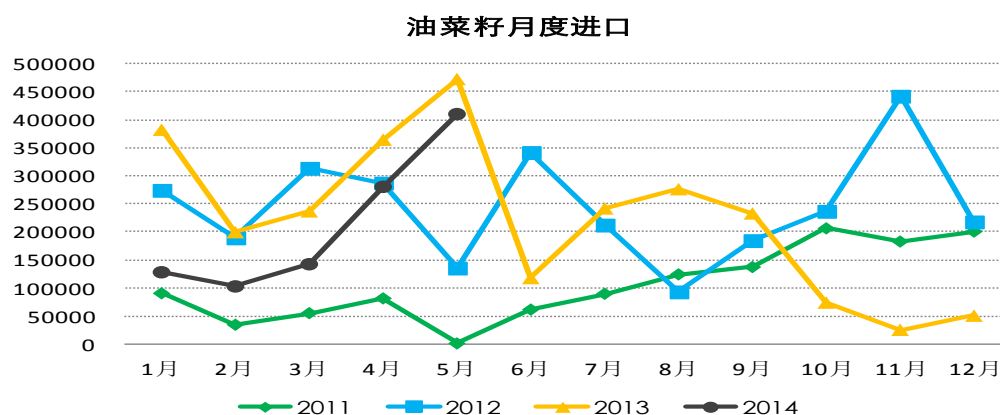
豆粕出口量



资料来源：天下粮仓&南华研究

豆粕供应量目前看较为稳定，油厂压榨数量保持稳定，13—14 年度目前油厂压榨数量较去年同期增长幅度已经超出预期，但出口市场的增长在缓解了国内供应压力的增速，国内主要压榨企业上半年豆粕出口数量均较为庞大，前 5 月国内共出口豆粕 106.3 万吨，较去年同期增长 51.5 万吨，增幅达到 94%，预计三四季度出口合计超过 150 万吨概率较大。这将为国内消化 190 万吨大豆。

图 4.2.3：油菜籽月度进口量

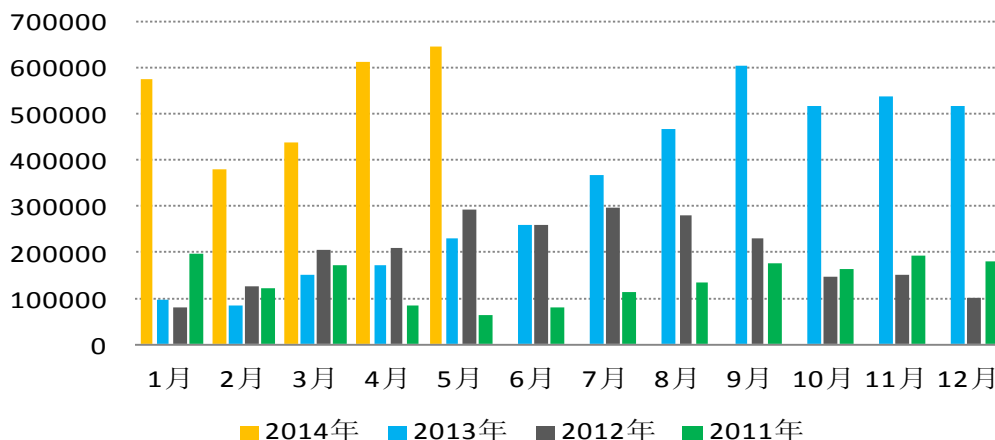


资料来源：中国海关&南华研究

菜粕方面，今年菜籽收储政策并未发生变化，收储价格保持在 5100 元/吨，但今年菜粕协议价格较去年有所提高，同时中储对收购环节加强了监管。目前菜粕协议价格尚未明确确定，最新的协议价格在 3050 元/吨，尽管菜籽收割较早，但受收储政策影响，流入市场形成的可供应量仍较为有限，预计伴随协议价格的进一步明朗，三季度菜粕供应量将进一步增长，但三季度是传统的消费旺季，预计 7-8 月仍将是供需相对紧张格局，期价仍是易涨难跌格局，四季度伴随市场需求的下滑预计将有季节性回落的出现。

图 4.2.4：DDGS 月度进口量

DDGS月度进口



资料来源：中国海关&南华研究

其他粕方面，棉粕与花生粕供应量将继续下降，但棉粕预计不会出现去年的严重质量问题，由此带来的替代需求将有所减弱。除此以外，DDGS是影响市场的重要不确定性因素，14年前5个月DDGS累计进口265万吨，较去年同期的73.2万吨增长162%。不过国内对进口DDGS中含有的转基因成分检查愈加严格，因为含有未经批准的转基因品系MIR162，6月第一周，中国出入境检验检疫局对美国产DDGS停止批准进口许可证。同时要求国内各大港口继续严查DDGS转基因MIR162。青岛港已经严查并敦促进口商退运，预计下半年进口将受到较大影响，但6、7月份进口预计仍将保持在高位，但三季度后期尤其是四季度进口将有明显下降，由此带来的供应缺口将被迫转向菜粕等其他蛋白原料，预计缺口将在150万吨左右。

总体来看，国内主要蛋白品种中，豆粕供应充分，需求稳定，其出口增长分流部分供应压力。菜粕短期供应趋紧，但中长期表现稳定，棉粕及花生粕继续下降，但与去年及上半年相比，有效供应反而呈现同比增长趋势。DDGS上半年进口增长迅速，但受转基因检验影响，预计三四季度将有明显下滑，由此带来的供应缺口将为市场提供部分支撑，三季度供需情况将好于四季度。

第5章 操作策略

连豆预计三季度前期将受美豆近月回落及国内抛储成交放量拖累持续回调，9月已无操作空间，1501预计期价将回撤至4300-4400区间，考虑到交割成本因素，如届时持仓放量增长，可买入尝试，1505合约思路与1月类似，连豆目前价差排列政策，套利操作缺乏介入空间。

豆粕上半年继续扮演强者角色，三季度前期9月合约仍是多空争夺的重要战场，尽管供应端因高进口量存在一定压力，但油厂销售尚佳加之出口分流影响，预计9月合约继续坚挺表现概率偏大，成本仍是重要支撑因素，7月中旬或是强弱转换时间节点。单向投机可保持先空后多节奏，同时豆粕的买近卖预案操作可继续保持。

油脂二次探底构筑中期底部，加之季节性消费旺季来临，三季度棕榈油、豆油出现季节性反弹概率较大，棕榈油、豆油可采取反弹策略。

南华期货分支机构

南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话: 0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层
电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话: 028-86532693

兰州营业部

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利大厦二层、八层
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、3 楼、7 楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

安徽芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层
电话: 0513-89011160

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话: 0663-2663886

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话: 0573-80703000

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼
电话: 00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

电话: 0571-87994666

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

