



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

✦

## “豆”兴阑珊 意“油”未尽

### 摘要

- 美元加息尘埃落定, 大宗商品后期走势喜忧参半。美豆宽松压力释放未完, 另一边南美天气炒作变数难卜, 阿根廷减免农业税政策有望刺激出口, 中国需求缓慢更是如骆驼背上的最后一根稻草。面对重重压力, 美豆 950 为中期阻力线, 市场 2016 上半年炒作点将聚焦在天气炒作, 以及供应增加幅度的持续影响。国内大豆到港巨大使得使得豆粕积重难返, 上半年需待养殖行业回暖情况。
- 随着供给压力的逐步释放, 油脂连续三年的下跌在 2016 年得到缓解为大概率事件, 价格有望筑底回升冲出樊笼。厄尔尼诺的对油脂的利好未歇, 棕榈油季节性需求量被豆油压缩在明年三月有望缓解, 菜油的临储若成交向好亦不失为一个时机, 2016 上半年的粕弱油强格局将持续, 当然这是建立在拉尼娜天气炒作未出的前提之下。国产大豆质量欠佳, 价格下滑明显, 2016 直补细则出台之前难有大涨行情, 鉴于与进口大豆价值回归的趋向, 建议投资者仍以做空为主。

第 1 章	加息落地决定商品弱基调.....	4
1.1.	原油不振制衡美豆上行.....	4
1.2.	美豆供应宽松不改.....	4
1.3.	汇率因素或促使阿根廷出口增加.....	6
1.4.	南美天气炒作变数良多.....	7
第 2 章	豆粕仍在偏弱格局.....	8
2.1.	下半年走势陷入泥潭.....	8
2.2.	到港巨大始终压制期价.....	9
2.3.	油厂季节性挺油卖粕有望延续.....	10
2.4.	生猪存栏增速过缓难以支撑粕价.....	11
2.5.	杂粕替代不可小觑.....	12
2.6.	粕类操作策略.....	12
第 3 章	油脂供需矛盾缓解.....	13
3.1.	下半年走势回顾.....	13
3.2.	棕榈油内需不振制约反弹.....	13
3.3.	豆油有望成为油脂板块指挥棒.....	16
3.4.	菜油抛储短期压制中期利好.....	18
3.5.	油脂操作策略.....	20
第 4 章	连豆沦为鸡肋品种.....	20
	南华期货分支机构.....	21
	免责声明.....	23

## 图表目录

图 1.1.1: 原油库存.....	4
图 1.2.1: 美元兑四国货币.....	6
图 1.4.1: 太平洋海温异常指数 .....	7
图 2.2.1: 美豆周度出口数据对比中国 .....	9
图 2.3.1: 大豆国内月度进口量 .....	10
图 2.3.2: 豆粕库存与未执行合同.....	10
图 2.4.1: 生猪仔猪价格以及养殖利润 .....	11
图 2.5.1: 国内 DDGS 月度进口量.....	12
图 3.2.1: 马来西亚棕榈油期末库存 .....	13
图 3.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口量 .....	14
图 3.2.3: 棕榈油进口成本与现货报价 .....	15
图 3.2.4: 棕榈油半月度进口量对比 .....	15
图 3.3.1: 美国 NOPA 大豆压榨量.....	16
图 3.3.2: 美国 NOPA 豆油库存 .....	17
图 3.4.1: 国内油菜籽月度进口 .....	18
图 3.4.2: 油菜籽 2015 年抛储量价对比.....	错误! 未定义书签。
图 4.1.1: 豆一成交量和持仓量对比.....	20
表 1.1.1: 品种强弱预期 .....	3
表 1.2.2: 12 月 USDA 全球大豆供需平衡表 .....	5

表 1.1.1: 品种强弱预期

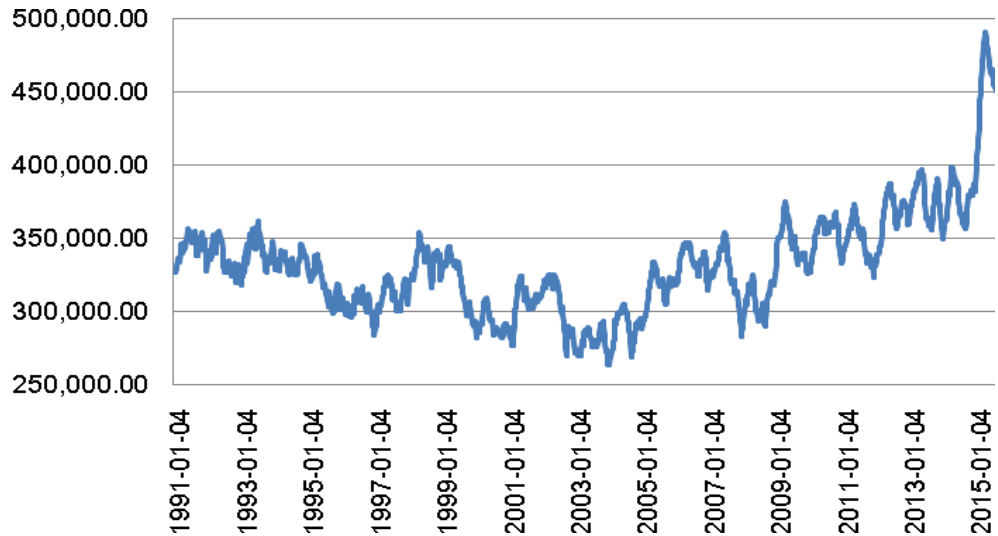
		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
	看涨		豆油	
	中性	菜油	菜粕	棕榈油
	看跌		豆粕	大豆

## 第1章 加息落地决定商品弱基调

### 1.1. 原油不振制衡美豆上行

图 1.1.1: 原油库存

单位: 千桶



资料来源: WIND 资讯 南华研究

国际金融市场 2015 下半年可谓是多事之秋, 全球股市普跌, 新兴市场货币贬值成为常态化, 大宗商品市场一片萧条。原油在美元下半年持续强势中承压回落, 主力合约由最高点 60 美元一路下杀至 35 美元, 价值缩水了三分之一有余, 直逼 2009 年 33 美元的前低, 工业金属和农产品价格同样遭遇滑铁卢。

原油库存自 2015 年来一路攀升, 4 月下旬曾达到 1991 年以来最高值 4.9 亿桶, 之后缓慢回落, 随着冬季进入取暖油高峰季节, 原油库存不降反升, 迄今 OPEC 没有减产计划, 沙特宣称稳定油价, 但无实质措施。页岩油钻井数量新低, 但减产有限。俄罗斯和土耳其地缘危机引起原油小幅反弹, 但受原油库存压力使得力度大打折扣, 供需矛盾严峻, 预计油价短期回天乏术, 库存高企不下, 在美元加息尘埃落定的此时, 2016 年上半年难有大幅上涨行情。

尽管原油走弱对商品整体走势打压, 作为美国农产品中出口量最大的大豆, 自然首当其冲成了“误伤”的主要对象。尽管每年的 11, 12 月份为美豆的出口高峰已过, 但出口数据却不尽如人意, 随着海运成本的下降, 大豆出口价格易跌难涨。

### 1.2. 美豆供应宽松不改

#### 1.2.1. 市场走势回顾与比较

2015 下半年可谓是商品市场近三年最黑暗的时期, 油脂油料也未曾例外地加入到了“坑跌”的大军之中。

美豆下半年的宽松走势不言而喻,6月末的面积报告中显示结转库存6.25亿蒲式耳低于市场预期,加上恰如其分的一波降雨偏多的天气炒作,美豆坚决低走出了一波“浅V”反弹,多头护盘实力凸显。但好景不长,在7月14日美豆创出年内新高1050后,天气转干后期价升水被持续挤出,就一路急转直下并于7月27日跌破了950大关,之后的技术性反弹刚在1000大关企稳,被8月13日供需报告中大幅调增单产以及结转库存的重磅利空彻底扼杀,这样的数据出来也基本宣告美豆三季度走牛无望,待到8月末接近857的种植成本线附近才开始筑底完成。进入九月正是美豆即将收割大量上市的供给逐渐增多时节,期价本就易跌难涨,9月和10月的供需报告数据调高单产,叠加中国需求缓慢等因素,期价一路萎靡至11月24日创出年内新低844.25点才算筑底完成,之后开启了一小波反弹。整体走势为下跌中偶有反复,但因供需面并无实质性的抬升题材。

### 1.2.2. 美豆消化供给宽松继续弥散

表 1.2.2: 12月 USDA 全球大豆供需平衡表

单位: 百万吨	期初库存	产量	进口量	压榨量	总需求量	出口量	期末库存
<b>世界</b>							
2014/15年度	62.57	319	121.9	262.38	299.86	125.96	77.66
2015/16年度 11月预估	77.58	321.02	125.67	273.36	312.33	129.08	82.86
2015/16年度 12月预估	77.66	320.11	126.76	273.73	312.32	129.62	82.58
<b>美国</b>							
2014/15年度	2.5	106.88	0.9	50.98	54.91	50.17	5.21
2015/16年度 11月预估	5.21	108.35	0.82	51.44	55.06	46.68	12.65
2015/16年度 12月预估	5.21	108.35	0.82	51.44	55.06	46.68	12.65
<b>巴西</b>							
2014/15年度	15.95	96.2	0.31	39.93	42.98	50.61	18.86
2015/16年度 11月预估	18.39	100	0.3	40	43.1	57	18.59
2015/16年度 12月预估	18.86	100	0.3	40	43.1	57	19.06
<b>阿根廷</b>							
2014/15年度	26.05	61.4	0	40.23	45.22	10.57	31.66
2015/16年度 11月预估	31.1	57	0	42	47.05	10.75	30.3
2015/16年度 12月预估	31.66	57	0	42	47.05	11.25	30.36

资料来源：WIND 资讯 南华研究

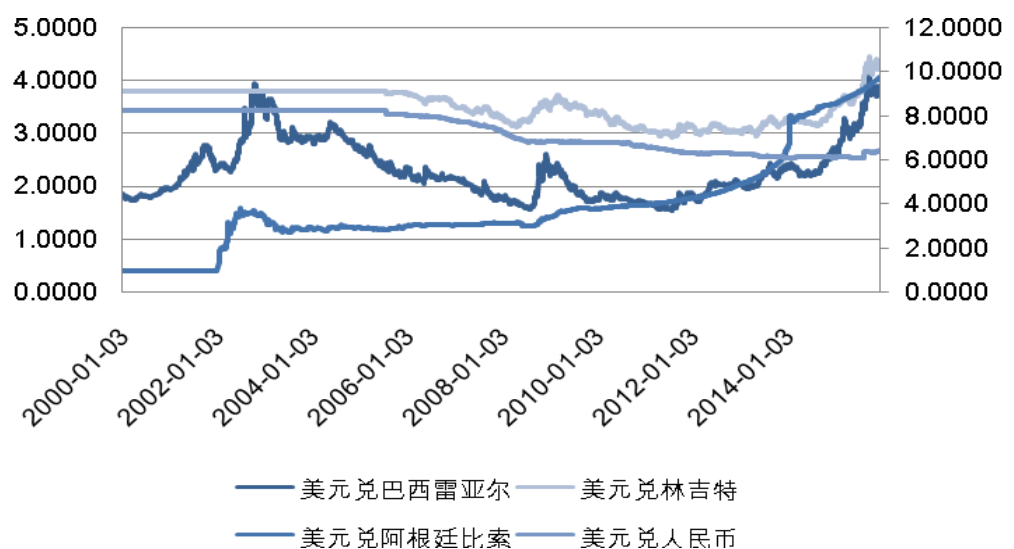
众所周知，2012 年的干旱天气对美豆的“爆炒”让多头赚的盆满钵满，之后的三年无论是北美还是南美均无大面积的灾害天气出现，直接导致全球农产品供给愈发宽松，美豆的供需失衡导致期价重心连年下移，分析对比近三年的供需平衡表可窥出端倪。USDA12 月供需报告中将全球大豆 2015/16 产量预估调至 3.201 亿吨的创纪录产量，照比 2014/15 年度的 3.19 亿吨的产量来看只有 1% 的增幅，但期末库存却增加了 7% 至 82.86 万吨，其中不乏期初库存 24% 增速的功劳，这也就不难解释全球大豆库存的庞大了。

得益于生长期良好的天气条件，美国连续三年的丰产，USDA12 月供需报告将 2015/16 年度美豆产量预估调至至 1.0835 亿吨的历史最高纪录，同比增加 1.37%。而需求量预估为 5506 万吨，只有 0.27% 的增速，再加上 2015/2016 年度美豆期末结转库存由上年度的 521 万吨大幅攀升至 1265 万吨，增幅接近 1.5 倍，库存压力可谓巨大。反观南美，巴西产量照比 2015/16 年度调增了 380 万吨至 1 亿吨，阿根廷单产却调降了 440 万吨至 5700 万吨，二者之和是减产的，期末库存增幅也不大，但阿根廷新总统上任后承诺调降农业税刺激出口的政策还在炒作之中，随着南美大豆进入播种尾声，新的供应压力逐渐显现，南美大豆将在国际市场继续冲击美豆出口份额乃是不争的事实。

作为全球需求最大的中国，却受经济增幅下滑应影响导致需求减慢，到港延迟却无法让市场相信有消耗剩余库存的能力。在这样的形势下，不排除后期美豆会放低“姿态”来拥抱市场，但市场若寻找不到新的炒作点应对全球的宽松形势，2016 年上半年的美豆将只能以走低的姿态来应对需求的不振。

### 1.3. 汇率因素或促使阿根廷出口增长

图 1.3.1: 美元兑四国货币



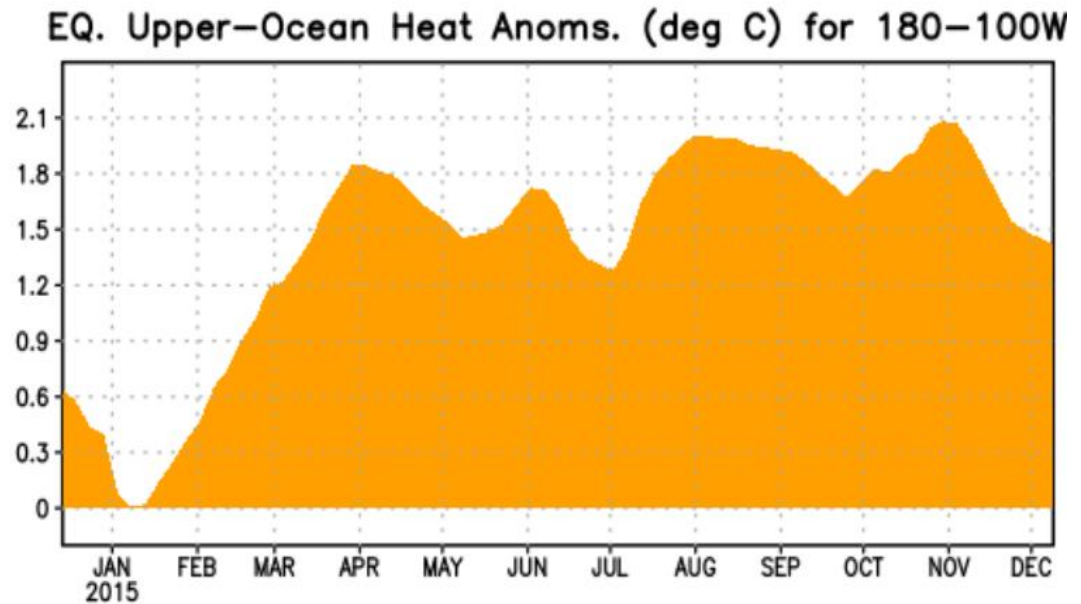
资料来源：WIND 资讯 南华研究

2015 年的美豆价格已经跌破农民的种植成本线，但对于南美的农民来说，由于本国货币贬值，以美元计价的大豆种植收益却相当理想。巴西雷亚尔兑美元 2015 年一年从 2.5 贬值到 3.7，幅度达到 45%，阿根廷比索从 8.5 贬值到 9.7，幅度在 15% 附近，黑市汇率贬值更是达 30% 以上，基本上在 14.6 比索兑 1 美元。美元加息消息落地后，巴西雷亚尔兑美元汇率创下三个月来的新低，阿根廷政府表示将放松对比索汇率的控制，此举可能导致比索汇率继续走软。

自 11 月末开始，阿根廷大选就热热闹闹的进入了人们的视线，当然总统上台对农业税调整幅度导致的大豆出口是否会增多是市场关注的焦点。12 月 15 日，阿根廷总统毛里西奥·马克里表示将在 12 月 21 日签署法令，将大豆的出口关税也将 35% 降低到 30%。马克里的政策改革出台会有两种结果：一是预计将会提振产量，阿根廷大豆大量出口抢夺美国出口份额市场，给世界食品价格带来下行压力。第二种是美国加息使得比索贬值加速，阿根廷农户会使用以美元定价的大豆作为防范通货膨胀的手段而产生惜售心理，但播种面积的提高将是不争的事实。鉴于美国农业部对阿根廷 2015/16 年产量的调减，阿根廷 2015/16 年大豆出口大量增加的可能性尽管不大，但这一政策对市场心理层面的利空作用中长期的发酵对市场影响不容忽视。

#### 1.4. 南美天气炒作变数良多

图 1.4.1: 太平洋海温异常指数



资料来源：NOAA 南华研究

随着市场的目光转向南美大豆的种植、罢工、天气炒作等因素就自然而然的进入了人们的视线。季节性的天气炒作一般是从一二月份开始，从 2015 年 2 月开始，太平洋海温异常指数缓慢爬升至 0.5℃ 附近，之后一路海水升温持续，到了 7 月份，也就是海水太平洋海温异常指数在 0.5℃ 之上达 5 个月就意味着厄尔尼诺现象正是

宣告形成。今年的峰值出现在 12 月上旬，异常海温达到 2.0℃，之后开始缓慢回落。对于 2016 年南美的播种季节来说，若厄尔尼诺天气持续，只会为南美带去高温降水，丰产的概率自然大大高于受灾的概率，但海水若异常温度下降至 0℃ 之下，有转变为拉尼娜的迹象，那就另当别论。

拉尼娜即为厄尔尼诺现象的反相，大部分年景是出现在厄尔尼诺现象之后，两者持续的时间通常为 1 年，且拉尼娜气候持续的时间一般是要长于厄尔尼诺。厄尔尼诺气候之后未必一定会发生拉尼娜现象，但强度高的厄尔尼诺气候在结束之后，拉尼娜更易伴随而至。迄今为止，1972 年、1982 年和 1997 年三次较为强烈的厄尔尼诺最后都转变为拉尼娜。若当前的厄尔尼诺达到 1982 年或 1997 年的有记录以来最严重水平，拉尼娜明年夏季在北半球迅速接替厄尔尼诺的几率将大大增加。

但不同的是，前几次的厄尔尼诺对全球天气影响相当之大，都或多或少造成了作物的灾害年景，今年的厄尔尼诺作用大为钝化，并未导致马来西亚油棕果减产，也未看出带给市场接近涝灾的降水，供应过剩仍是天气市难以跨过的坎儿。天气市不出，预计 2016 上半年美豆预计在 850~950 一线横盘摇摆。

## 第2章 豆粕仍在偏弱格局

### 2.1. 下半年走势陷入泥潭

内盘豆粕 6 月末的报告利好，期价接连上涨创新高，在 7 月中旬创出新高 2814 后，开始了三个月的盘整走势，在这一阶段因国内生猪价格持续走高对下有饲料需求支撑，豆粕走势显得尤为抗跌，多空暂呈势均力敌局面。到了十月中旬之后，美豆到港的巨大库存压力压制豆粕犹如摧枯拉朽般下跌，从 2616 一直下滑至 11 月 24 日的 2246 整整 370 个点。目前南美天气的利好继续加大市场丰产预期，厄尔尼诺的炒作可窥涝灾对美豆的生长起不到实质性的减产预期，而每年的年后基本上是豆粕全年最低点，预计一季度豆粕走势不容乐观，而罢工洗船也只是短期利好，二季度能否逆袭还需观生猪存栏情况。

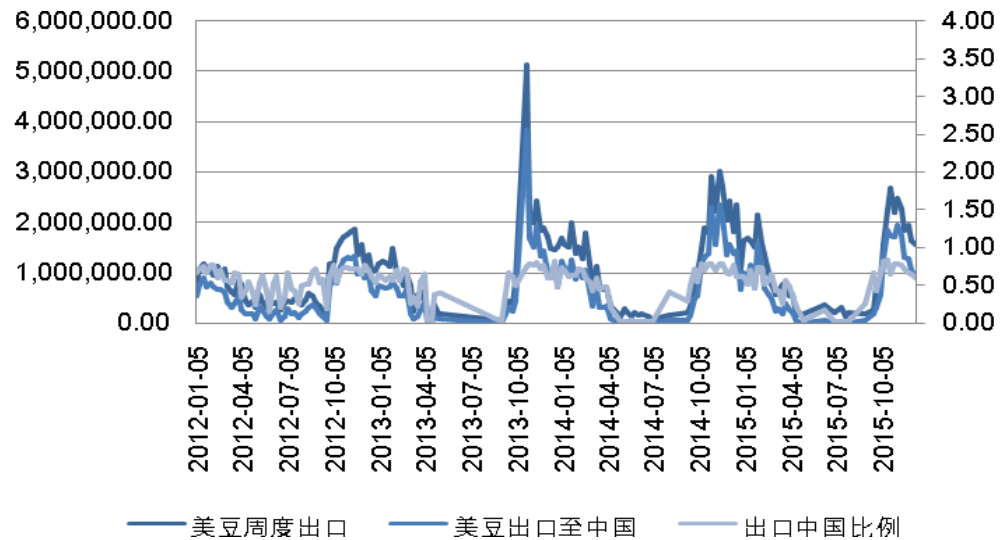
菜粕下半年走势失去自身独立性，因油菜籽收储改为直补，原料价格一落千丈带崩菜粕现货价格，加上今年 DDGS 放开进口，与菜粕价差不断缩窄对菜粕冲击不断，加上豆粕的持续低价也在抢占菜粕市场份额，菜粕往昔强势不再。



## 2.2. 到港巨大始终压制期价

图 2.2.1: 美豆周度出口数据对比中国

单位: 吨



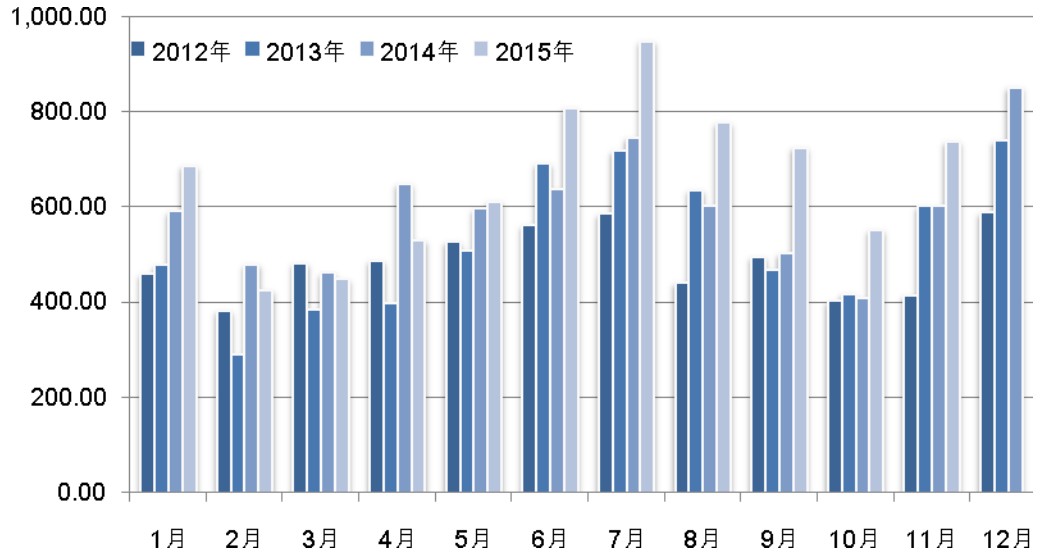
资料来源: WIND 资讯 南华研究

截止 12 月中旬, 美豆 2015/16 年度周度出口累计值为 222.9 万吨, 同比减少 21.8 万吨, 出口至中国为 158.6 万吨, 同比减少 18.5 万吨, 这样的数据对于创下了历史最高产量记录的美国大豆来说差强人意。对于市场预期而言, 后期出口数据平于 2014/15 年度或略高于只能维稳或不跌, 而少于去年同期对美豆的打压将不言而喻, 况且还有南美大豆的“虎视眈眈”。

### 2.3. 油厂季节性挺油卖粕有望延续

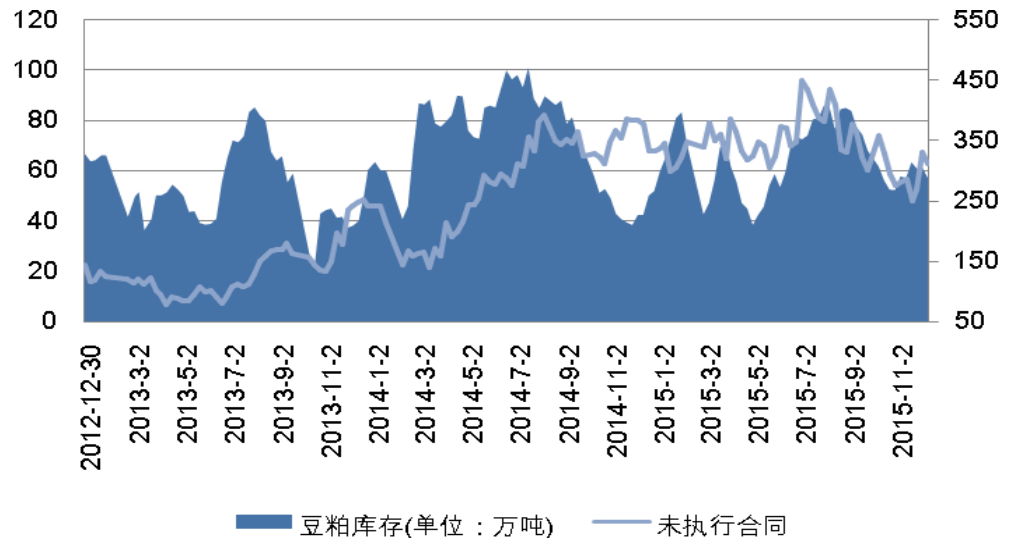
图 2.3.1: 大豆国内月度进口量

单位: 吨



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 2.3.2: 豆粕库存与未执行合同



资料来源: WIND 资讯 南华研究

据海关总署公布最新数据显示, 中国 11 月进口大豆 739 万吨, 较 10 月的 553 万吨增长 33.6%, 较上年同期上升 23%。1-11 月大豆进口总量为 7257 万吨, 较上年同期增加 15%。按照季节性进口进度, 一季度进口量将回落, 但目前港口 700 多万吨进口大豆库存, 照比去年同期的 400 多万吨增加了 50% 以上。尽管 USDA 将中国大豆进口量增幅调

低，但 2016 年一季度保守估计还是会有 1500 多万吨的进口，对豆粕压力极大。

最新数据显示，人民币兑美元汇率已跌至 6.48，且后期人民币还有不小的贬值空间，明年底或有贬值到 6.6-6.8 左右的位置，人民币贬值推高大豆进口成本，对本就国内本就微利的粮油产业经营承压，按当前理论成本计算，美国大豆压榨亏损 3-100 元/吨，巴西大豆压榨亏损 30-105 元/吨，油厂后市挺油卖粕思路有望继续。

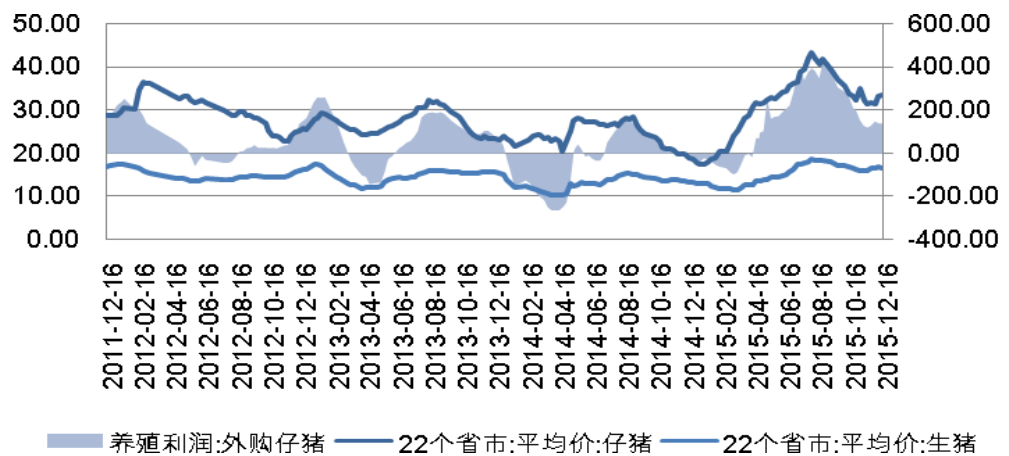
另一方面人民币持续贬值推高大豆进口成本，豆粕现货下行空间有限，底部或有望震荡缓慢上移，但中长期而言，美豆吸引力降低将抑制买兴，目前只有阿根廷的廉价大豆压榨利润在 75~160 元/吨，或将趁机抢占市场，也会促使南美地区大豆播种面积增幅大提升。

总之，2016 年进口大豆供应充裕是不争的事实，尽管美元升值对豆粕或有部分的利好作用空间毕竟有限，只有待美豆洗船或南美罢工等消息提振。

## 2.4. 生猪存栏增速过缓难以支撑粕价

图 2.4.1: 生猪仔猪价格以及养殖利润

单位：左元/千克 右：元/头



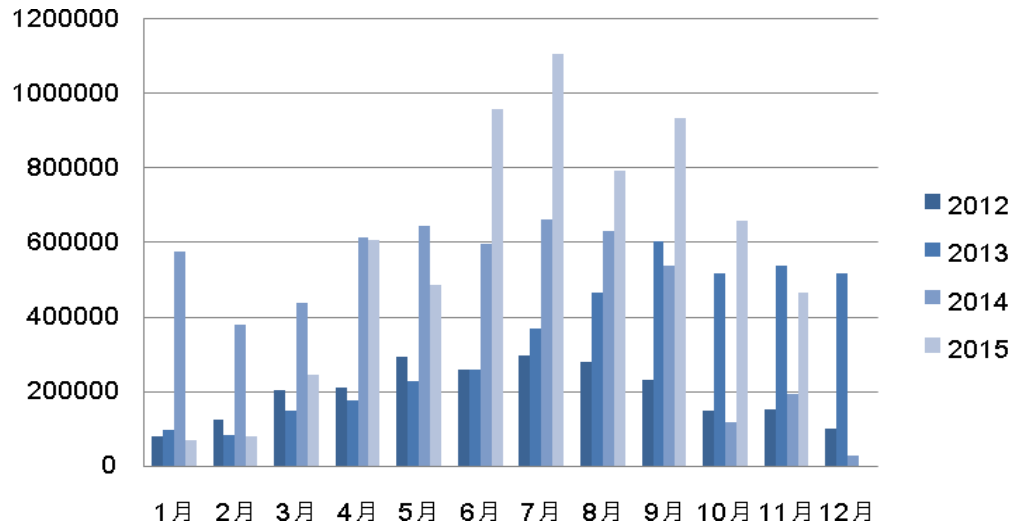
资料来源：WIND 资讯 南华研究

生猪存栏率过低一直是制约豆粕上行的硬伤，截止 2015 年 11 月，我国生猪存栏 3.88 亿头，照比二季度存栏率只有 0.88% 的增幅，同比去年却是下降了 10%，能繁母猪由去年 11 月的 4368 到今年的 3825，减幅更是达到了 12.4%。养殖户在价格高峰期并没有大幅补栏，生猪过低的存栏率可看出市场并不看好年猪的消费，加上养殖利润比在 2015 年下半年持续达在 7~8 之间的高度，也没有对下游的豆粕价格产生利好。一方面是因为健康理念普及，居民的膳食营养更趋于减少肉类，增加绿叶蔬菜的方式，这样就造成了对猪肉需求减少，间接影响了生猪的补栏回升。另一方面能繁母猪存栏量持续探底造成仔猪来源的减少。因此，明年生猪存栏难以呈现大幅回升，豆粕的需求得不到有效增长。仔猪大约出栏一般需要 6~8 个月之间，若此时补栏，对豆粕对快的利好也需要到 2016 年中旬方可显现，由此可见，2016 上半年豆粕消费转暖较难。

## 2.5. 杂粕替代不可小觑

图 2.5.1: 国内 DDGS 月度进口量

单位: 吨



资料来源: 中国海关&南华研究

同为蛋白粕的 DDGS 今年可谓大出风头, 大量廉价的进口 DDGS 涌入市场, 不光挤占了菜粕的需求, 甚至连豆粕的天下也要分一杯羹去。我国 2015 年 1~11 月 DDGS 共进口了 64.01 万吨, 同比去年的 53.89 万吨增加了 18.8%, 下半年的进口增速尤为显著。由于进口 DDGS 价格低廉, 与菜粕的价差持续下降, 挤占菜粕需求较为明显。12 月中国商务部即将宣布将再次对进口美国 DDGS 反倾销调查, 进口商采购进口 DDGS 步伐大幅放缓, 支持 DDGS 持续走强, 价差扩大之后有望带动菜粕上行, 但力度有限。

## 2.6. 粕类操作策略

综合来看, 16 年一季度蛋白粕市场供应有增无减, 且主要压力来自于豆粕, 若 DDGS 反倾销成功进口锐减, 对菜粕而言是大大的利好, 但中期来看菜粕价格走势受豆粕压制明显。2016 上半年供给压力叠加养殖需求不济, 豆粕菜粕中线以做空思路为主, 或逢机会买豆油抛豆粕操作。

## 第3章 油脂供需矛盾缓解

### 3.1. 下半年走势回顾

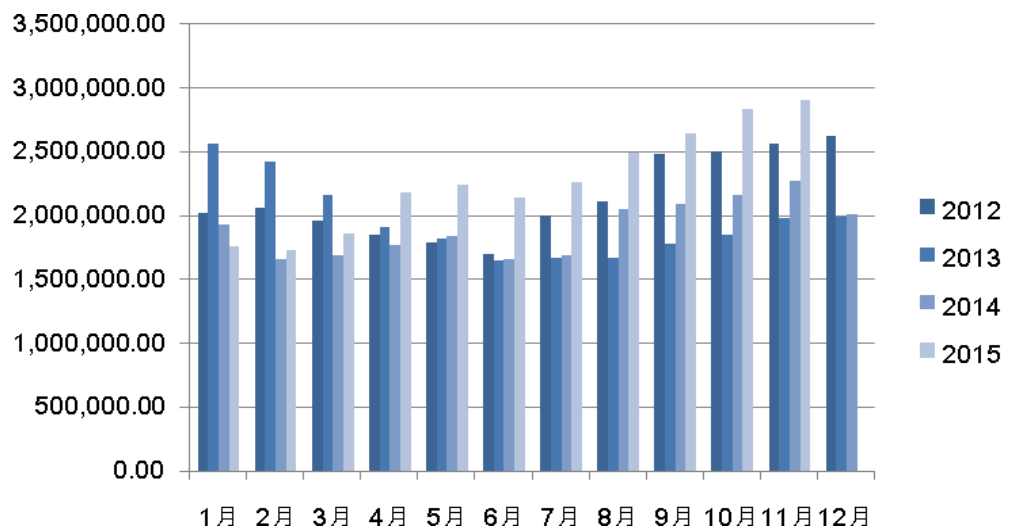
内盘油脂整体来看豆油走势最为强劲，因希腊债务危机问题波及大宗商品，在7月8日开始出现基本面失灵，市场大面积暴跌后暴涨的失控局面，而待市场恢复理性后，8月初查处进口豆流向食品严查一事，豆油呈现修正性上行收复跌势至5700一线，然而好景不长，8月供需报告中再次将市场打回三季度“供大于需”的缓跌模式。到了九月天气渐冷，需求回暖促使市场氛围恢复元气，四季度需求给力的预期推升期价至10月中旬，之后再度回落，11月20日开始轩昂起舞上涨至今。油脂四季度雄起是因四季度为消费旺季，加上今年国内油脂进口量减少所致。

### 3.2. 棕榈油内需不振制约反弹

#### 3.2.1. 林吉特贬值对出口提振甚微

图 3.2.1: 马来西亚棕榈油期末库存

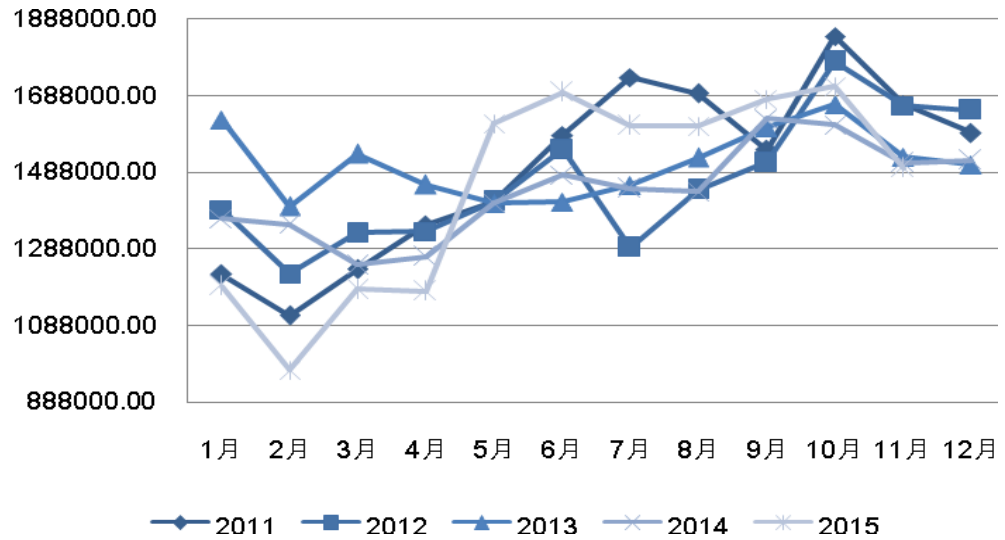
单位：吨



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 3.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口量

单位: 吨



资料来源: 天下粮仓&南华研究

BMD 毛棕榈油下半年走势可谓泾渭分明, 季节性走势相当明显。6~8 月为相当明显的下跌走势, 待到九月开始大逆转, 林吉特持续走软帮助马棕油多头成功瓦解了空头的围剿, 势不可挡的从 2072 上涨至 9 月 23 日的 2523 点, 创下年内最高点, 之后高位盘整。

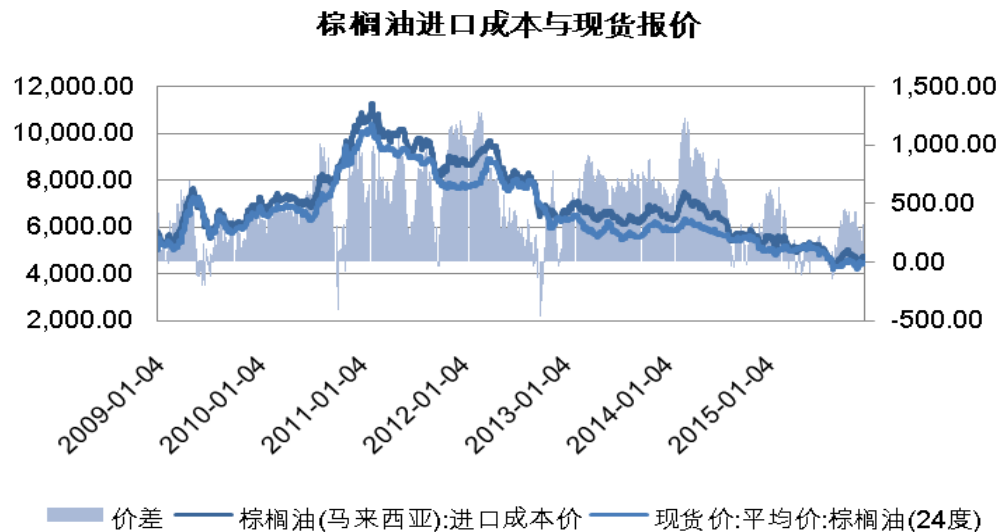
马来西亚棕榈油总署 (MPOB) 12 月 10 日公布报告显示, 马来西亚截至 11 月底棕榈油库存环比增 2.6% 至 291 万吨, 10 月修正为 283.5 万吨。马来西亚 11 月棕榈油出口较 10 月下滑 12.43% 至 150 万吨。此前, 参与调查的市场人士预计 11 月棕榈油库存仅增加 0.1% 至 284 万吨, 预计出口将下滑 9.2% 至 156 万吨。

2015 自 7 月以来, MPOB 发布的月度报告显示月度出口数据持续增加, 但由于厄尔尼诺的到来并未给油棕果带去减产的影响, 因此截止 11 月, 马棕油库存已经连续五个月持续增加了 35.8%, 后市若林吉特继续贬值, 出口继续保持增长将会将库存增长的利空抵消大半, 但在原油价格不济拖累生物燃油的此时, 叠加此时淡季消费, 马棕油上行空间不大。

### 3.2.2. 国内进口量减少有助于去库存

图 3.2.3: 棕榈油进口成本与现货报价

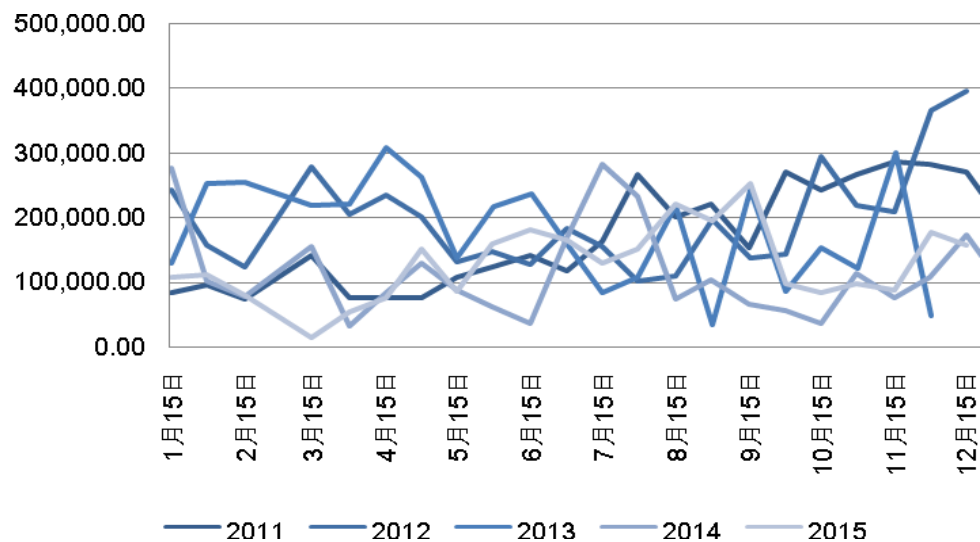
单位: 元/吨



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 3.2.4: 棕榈油半月度进口量对比

单位: 吨



资料来源: WIND 资讯 南华研究

我国棕榈油进口以融资为主要贸易手段, 每年 500 多万吨进口棕榈油中, 60% 左右都具备融资性质, 高峰时期可以达到 80%。2015 年下半年以来银行对于大宗商品融资所需信用证管理更加严格, 棕榈油进口自然受到冲击, 进口贸易商贸易节奏发生变化, 棕榈油进口增幅有所减缓。2015 年 1~11 月我国棕榈油从马来西亚进口 285.4 万吨, 同比增加 11.7%, 下半年的进口量在近五年处于仅次于去年的低值, 目前港口棕榈油库存在 77 万吨左右, 高于去年历史同期 63.1 大约有 22.8%, 库存

消化过慢是制约价格上行的主要因素。

除了 8 月份内外棕榈油处于全年消费低迷，价格偏低时期价差转换为正向市场变成负值之外，棕榈油下半年的内外价基本处于倒挂状态，从年中的 150 元/吨至 12 月份的 200 元/吨，价差扩大了三分之一，与去年同期的 250 元/吨基本持平。

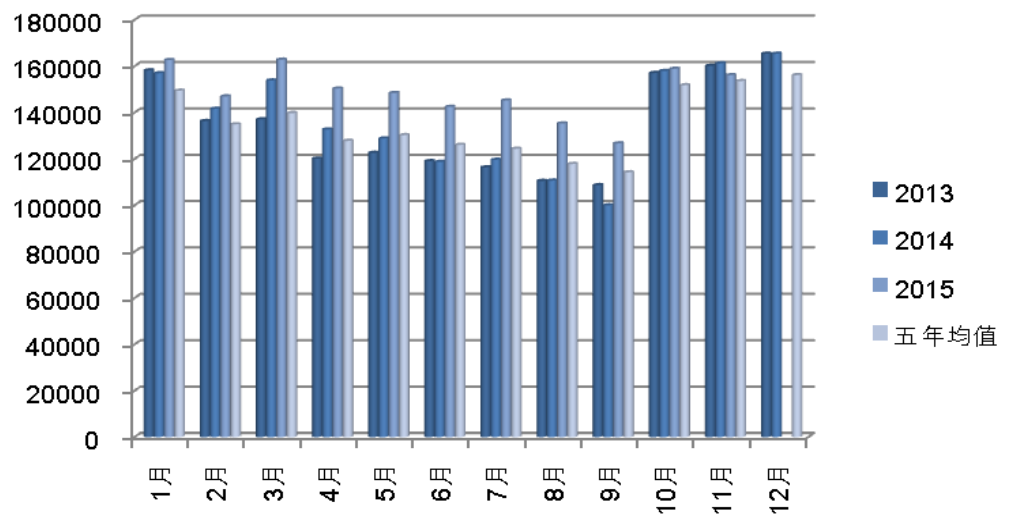
2015 年我国年内一共有五次降息，下半年有两次，分别是 2015 年 8 月 26 日的一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.75%，以及 2015 年 10 月 24 日一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%。两次降息依然没有阻挡人民币兑马来西亚令吉汇率持续走高，这利于国内进口棕榈油进行融资。下半年 BMD 棕榈油 9 月开始扶摇直上一路飙涨，在走势羸弱的农产品中显得鹤立鸡群，因林吉特持续走软，但由于人民币的相对坚挺，因此汇率因素却降低了对国内进口成本，导致内外价格步调不统一，加上四季度棕榈油需求不济，国内库存消化过慢，更是制约了国内现货上涨的步伐。

四季度为棕榈油传统销售淡季，需求被豆油挤压已达极致，到了明年三月份需求将回暖，进口量有望继续攀升，加上厄尔尼诺对棕榈油减产的影响一般是在半年左右，届时需求回暖加上天气炒作的双重共振，因此棕榈油将是 2016 上半年最有潜力的“明星”品种。

### 3.3. 豆油有望成为油脂板块指挥棒

图 3.3.1：美国 NOPA 大豆压榨量

单位：吨

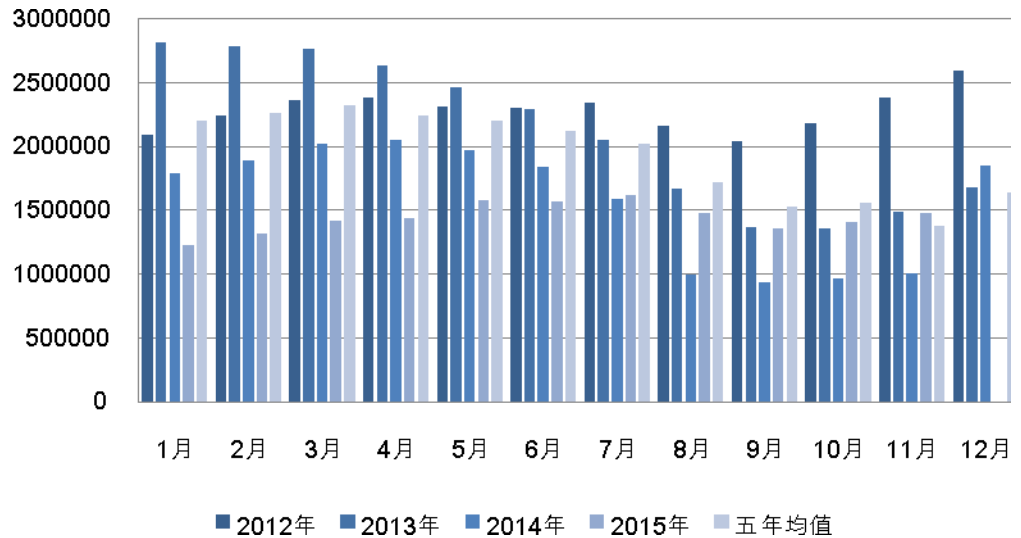


资料来源：WIND 资讯 南华研究



图 3.3.2: 美国 NOPA 豆油库存

单位: 吨



资料来源: WIND 资讯 南华研究

美国豆油库存始终维持低位, 下半年以来增速有所扩大, 整体来看仍是低于五年均值。棕榈油内需不振, 加上厄尔尼诺犹抱琵琶半遮面的羞涩难出, 国内豆油下半年在油脂板块领涨领跌的作用尤为明显。据国家粮油信息中心预计, 我国 2015/2016 年度植物油进口量将在 785 万吨左右, 比 2014/2015 年度增加了 10 万吨, 照比 2012/2013 年度的 1002.8 万吨减少 23.7%。国内植物油供应主要来自于产量的增加。2015/2016 年度, 豆油产量预计在 1400 万吨, 较 2014/2015 年度有增加 740 万吨。而菜籽油产量略有减少。

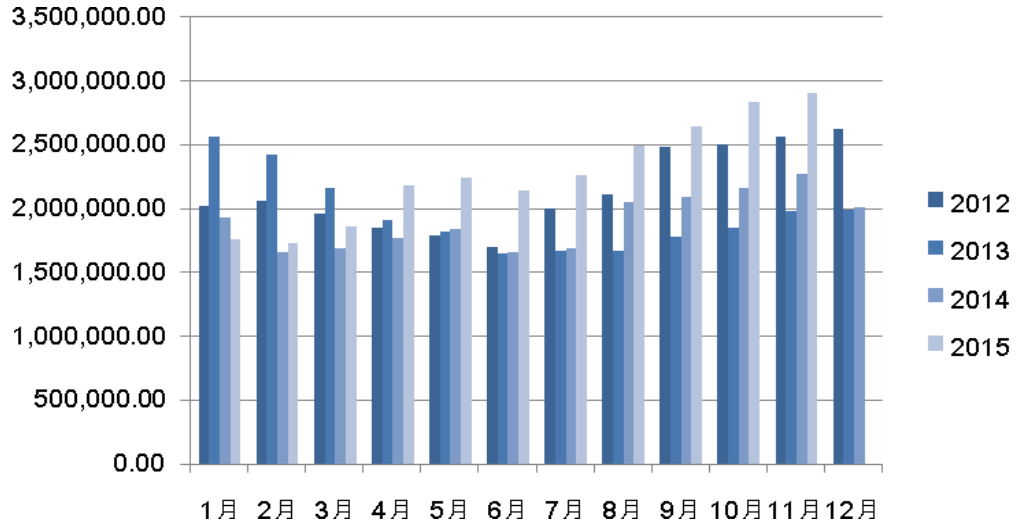
人均食用油消费从总量的高位, 正在向高质量转移, 即较高端的食用油消费量逐渐增加, 占据的消费份额逐年升高。我国食用油的消耗近年来增速较为稳健, 且最近 3 年一直处于 3% 左右, 2015/16 年菜籽油需求增速最大, 为 7.9%, 豆油屈居第二为 4.7%。

国内豆油下半年库存维持平稳, 进入四季度的库存也是照比去年同期有所减少, 这与今年油脂进口减少有关, 整体来看仍是豆油消费转好决定。

### 3.4. 菜油抛储短期压制中期利好

图 3.4.1: 国内油菜籽月度进口

单位: 吨

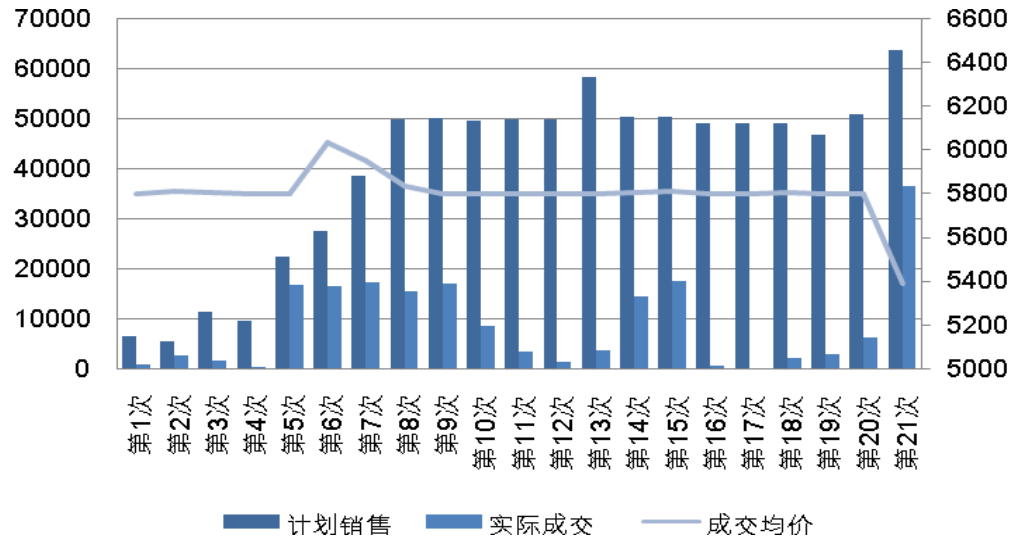


资料来源: 天下粮仓&南华研究

作为油脂的小众品种，其实菜油致使看似“小众”，其实菜油是我国国内消费量第二的油脂，2014/15 年国内食用消费量达 630 万吨，仅次于豆油。国内菜籽收储改直补的政策变化使得国内播种面积锐减，国产菜籽现货价格尽管下滑幅度巨大，下跌了 800 元/吨至 3550~3600 元/吨的现货价，加菜籽由于减产支撑作用，虽然走势跟随美豆重心不断下移，跌幅却小于国内菜籽，整体而言二者价差仍处于缩窄。但由于国内春菜籽余粮稀少，国内压榨仍以进口油菜籽为主。2015 年 1~10 月国内共进口 378.1 万吨，同比减少了 32.6 万吨即 7.9%。菜籽的港口库存同比增加了 4.1%至 49 万吨，目前国内菜油港口库存为 5.93 万吨，相比去年同期的 11 万吨减少了一半，而未执行合同却仍在大幅增加，说明在年关将至，小包装油销售旺季的此时，菜油需求向好。

图 3.4.2: 油菜籽 2015 年抛储量价对比

单位: 左吨, 右元/吨



资料来源: 天下粮仓&amp;南华研究

2015 年 12 月 11 日国家临储菜油抛售再度来袭, 试水的意味大于泄库, 毕竟国储库中接近 600 万吨的陈菜油量之大, 即便再抛售半年, 成交也只是有限。今年上半年从 1 月 21 日开始至 6 月 17 日共 20 次的国储菜油抛售里, 成交量一共 15.115 万吨, 平均抛储量为 7557.5 吨, 临储菜油多为 2010 年陈菜油, 成交量最大一次为第五次的 1.68 万吨, 最少为第七次的全部流拍。起拍价多为 5800 元/吨, 成交均价为 5824.1 元/吨, 成交价最高为第六次的 6036 元/吨。菜油之后因新季菜籽大量上市而暂停销售。从上半年整体成交来看, 成交 15 万吨对于国储 500 多万吨的庞大库存而言是杯水车薪。由于陈菜油年头过多, 因此此次临储拍卖定短期内增加了我国油脂市场供应是不争的事实, 但具体增加的幅度还需要视后期拍卖成交量价情况而定, 短期来看对油脂价格上涨是一个阻碍。中长期而言, 国内菜籽停止收储, 菜油库存只会越来越少, 对 2016 上半年的油脂市场来看对油脂仍是利好作用。

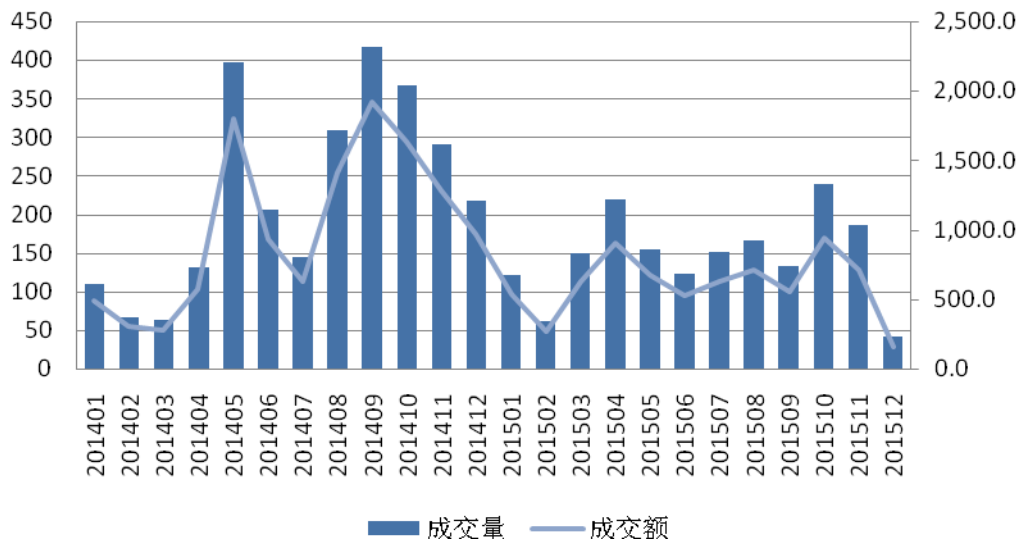
### 3.5. 油脂操作策略

食用油四季度的旺季走强态势有望维持至一季度，整体来看豆油领涨，菜油跟随，棕榈走势较为独立，不跟随马盘走势，与豆油菜油涨跌步调也不大一致，原油始终不振对棕榈油的影响最大，但厄尔尼诺也有可能随时发力。若要做多油脂，棕榈油因自身因融资贸易，受汇率影响因素较大，且有天气炒作引爆点“护身”炒作点较多应当做首选，加之明年三月有望回暖，主力合约可在 4500 附近逢低布局。

## 第4章 连豆沦为鸡肋品种

图 3.5：豆一成交量和持仓量对比

单位：左万手，右亿元



资料来源：WIND 资讯&南华研究

反观国产大豆走势就没那般千回百转，走势相当明朗。下半年开始因陈豆的库存紧蹙支撑现货在 4400 一线高位震荡，八月初的国家查处进口豆流向食品一事更是夯实底部。到了 8 月 13 日到了阶段性顶部 4528 一线，美豆供需报告加上国内抛储国产大豆将豆一好不容易聚拢起来的人气瞬间打散，失去了国储保护的铠甲的国产大豆如断了线的风筝，在之后进入收割季节一路，今年粮质不佳，虫口较多也是另一重要原因。直至 11 月 23 日创下新低 3642 才勉强止住跌势。再这样的境况之下，大豆明年被农民弃种现象将更加严重。

豆一成交寡淡，受资金关注度越来越低，俄罗斯大豆由于进口量少，对国产大豆价格影响甚微，省内压榨企业基本已经转做大豆贸易商，因此豆一的避险功能也就大大降低。能够迎来春天还需国家政策出台，严格把控进口豆流向食品豆去向。粮质不佳导致豆一难有上行空间。国产大豆“政策市”性质愈发凸显，2016 上半年在直补细则出台之前，仍以做空为主。

# 南华期货分支机构

## 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

## 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

## 温州营业部

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

## 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

## 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

## 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

## 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

## 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

## 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

## 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

## 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

## 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

## 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

## 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

## 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

## 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

## 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

## 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

## 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：021-68400692

## 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

## 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

## 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

## 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：020-38809869

## 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

## 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**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：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

**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 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号  
电话：0452-5883883

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

## 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，但我们对这些信息的准确性、完整性、及时性、客观性、公允性、合法性、适当性等不做任何保证。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观点、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看法，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，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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)