



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

孙明磊 0451-58896629

sunminglei@nawaa.com

投资分析号 Z0010351

助理分析师

刘冰欣 0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

“涨声”响起来 棕榈更精彩

摘要

三季度为美豆牛熊的分水岭。也是豆粕豆油牛熊转换的节点，“风水轮流转”实为自然界的铁律。与二季度不同的是，天气炒作“失约”使得万众期待三季度的牛市沦为泡影，利多因素均失效。即将到来的四季度是“不堪一击”还是“坚如磐石”仍需一观后续美豆出口以及南美的播种情况。

棕榈油在三季度的传统淡季不走寻常路，成功的逆袭领涨油脂市场，四季度是棕榈油减产期和 demand 减少的博弈，在原油冻产协议有望达成的此时，对油脂利好不言而喻。值得警惕的是拉尼娜有望提振油棕果产量对价格打压，以及投资者做多豆棕价差。菜籽油四季度抛储拉开序幕，这一政策对国内油脂去库存化中期而言仍为利好。

豆粕三季度成了油脂油料中的价值洼地，在天气炒作泡影破灭后市场回归理性，直接导致了期价持续回吐升水。生猪存栏率未能有效回暖无法给予原料集中到港的豆粕有利的提振，鸡肋行情预计为四季度的主旋律。

三季度在抛储压力之下挣扎求生的国产大豆，今秋黑龙江产区调研过后，尽管现实减产一成左右并未对价格产生刺激，抛储的压力仍使得价格“四面楚歌”，开秤价格偏低，后期能否走强仍需观国家政策变化。

目录

第 1 章	三季度行走“平凡之路”	5
第 2 章	美豆供给宽松被打回原形	6
2.1.	原油冻产或现“光明”	6
2.2.	不辟蹊径 难见牛市	7
2.3.	出口节奏影响价格变化	8
第 3 章	油脂四季度有望大放异彩	10
3.1.	棕榈价独占鳌头为近年罕见	10
3.2.	三大油脂需求替代不可避免	15
3.3.	天气利空隐患需当心	16
3.4.	菜油复拍再度显示去库存决心	17
第 4 章	豆粕尾大不掉难掩悲思	20
4.1.	消费淡季是“硬伤”	20
4.2.	生猪存栏四季度难有实质性反	21
4.3.	DDGS 双反事件或支撑菜粕	24
第 5 章	国产大豆打破供需僵局难一蹴而就	24
5.1.	政策补贴有限	24
5.2.	豆一四季度见机行事难	25
第 6 章	四季度操作思路	25
	南华期货分支机构	26
	免责声明	28

图表目录

图 2.1.1: 原油价格走势.....	6
图 2.2.1: 美国大豆供需平衡表.....	7
图 2.2.2: 美豆生长良好率.....	7
图 2.2.3: 美豆出口净销售.....	8
图 2.2.3: 美豆月度涨跌概率.....	9
图 2.3.1: 美大豆基金持仓.....	9
图 3.1.1: 国内大豆月度进口量	单位: 万吨
.....	10
图 3.1.2: 马棕油月度库存	单位: 吨
.....	11
图 3.1.2: 马棕油月度出口	单位: 吨
.....	12
图 3.1.2: 进口到港分国别	单位: 吨.....
.....	13
图 3.1.2: 棕榈油月度进口量	单位: 吨
.....	13
图 3.2.1: 三大油脂现货报价.....	15
图 3.2.2: 三大油脂期价价差	单位: 元/吨
.....	16
图 3.3.1: 油粕比近六年比值.....	16
图 3.3.2: 菜籽油 2016 上半年抛储	左单位: 吨, 右元/
吨.....	17
图 3.3.3: 油菜籽历年收储量价	收购标准: 国标三等
.....	18
图 3.3.2: 菜籽油 2016 上半年抛储	左单位: 吨, 右元/
吨.....	19

图 4.1.1: 豆粕玉米现货比价.....	20
图 4.1.1: 生猪价格与豆粕期价对比 吨.....	单位: 左元/千克, 右元/ 21
图 4.1.1: 生猪仔猪价格与外购仔猪养殖利润 头.....	单位: 左元/千克, 右元/ 22
图 4.1.1: 生猪存栏率变化	22
图 4.3.1: 豆粕、菜粕和 DDGS 价差比较	单位: 元/吨 24

第1章 三季度行走“平凡之路”

三季度原本美豆约好“拉尼娜”要上演一部甜蜜的“牛市”却惨遭女主角的“抛弃”——原本期待的干旱并未如约而至，取代这一切的既在意料之外也情理之中的风调雨顺，以及美豆丰产。六月末的季度库存面积报告数据尽管偏利多，但无情的现实是市场并不买账，多头虽力挽狂澜也未能止住整个七月美豆的“滑梯”走势。行至八月初略有止跌反弹，但市场缺乏实质性利好，反弹亦是软弱无力。进入九月后的震荡盘结可看出多空双方的态度均开始趋于谨慎拉锯的状态，可看出多头对天气并没有报太多的信心，空头也是惧怕多头疯狂的反扑。

三季度豆粕走势紧随美豆，而在需求端生猪价格已现疲态，加上生猪与能繁母猪的存栏率始终无法有效增加，因美国天气维持高温多雨，美豆生长优良率始终维持在近十年的历史高值，导致8月中旬后国内豆粕现货停滞不前，油强粕弱的格局凸显，豆粕四季度价格能否有望折返上行，还取决于年猪的消费预期以及后市国内的到港量。

同样是“被风吹过的夏天”，油脂三季度却是风景独好，尤其是“领军人”棕榈油的带头之下愈发得意。棕榈油二季度因出口不济，回吐了一季度的减产升水萎靡不振，在三季度初仍是摇摆走弱的态势，到了七月份中旬马来西亚放大招调减关税后立竿见影，国内现货一发不可收拾的扶摇直上，直至9月末的最高点5800附近。豆油因港口大豆库存压制和开机率高位的两座大山，加上市场做买棕榈抛豆油的套利为数不少，豆油始终被压抑着涨势，整个三季度走出W型。表现相对温和。四季度面临的也是豆油和棕榈油的需求替代对市场的影响。菜籽油10月以后的抛储或称为四季度油脂关注的焦点，库存的消耗对于整体油品而言是去库存化的利好。

7月初才公布了国产大豆的直补价格，7月15日却开始抛售临储大豆，注定国产大豆三季度难有大行情出现。8月跟随美豆走强了半个月至3900一线，随后再度被打回原形。在全球大豆供给充裕的秋收季节，国产大豆并未因政策的变化迎来“暖秋”，价格低迷难以避免，加上今年东北玉米减产两成左右限制跌幅，整个四季度国产豆价并不乐观。

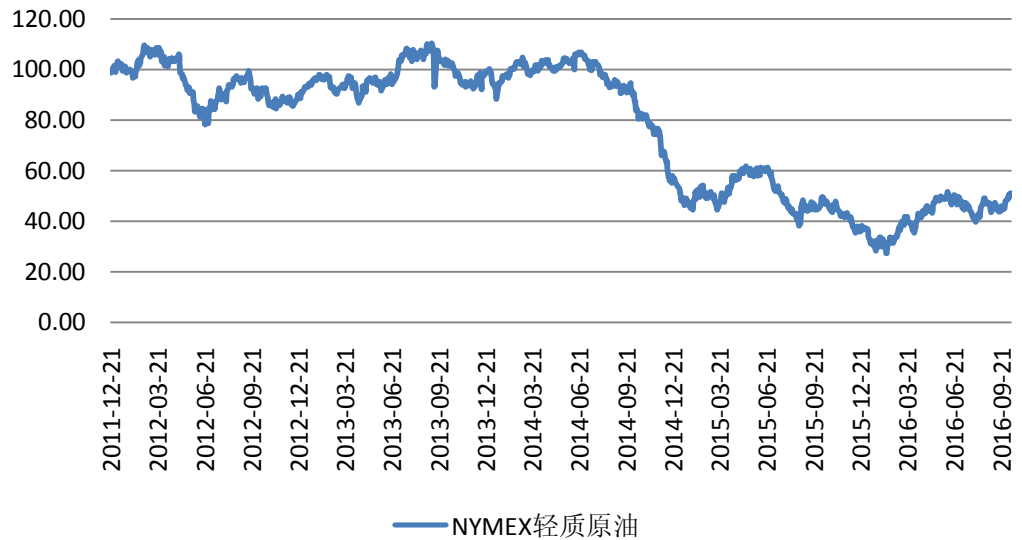
第2章 美豆供给宽松被打回原形

2.1. 原油冻产或现“光明”

美元作为世界货币，在国际贸易包括原油贸易中发挥着价值尺度的作用。原油进出口以美元计价，这就要求从事原油贸易的国家持有美元才能换取原油，这就在全球范围内形成了对美元的硬性需求，这使得对于原油有进口刚需的国家必须大量储备美元。因此若美元走低导致本国储备的购买力降低，从而抬高本国采购成本，因此以美元作为原油贸易计价货币带给美国诸多影响。今年三季度退欧事件平复后，美元加息的呼声时强时弱，但不可否认的是美国经济复苏对市场心理层面的影响要大于其实际的意义。

国际油价三季度先抑后扬，因冻产协议难有明朗，因担心冻产协议的签订会导致页岩油趁机大量抢占市场份额，目前表示对冻产有明确支持态度的只有俄罗斯，中东国家态度依旧暧昧不明。但无论如何，冬季运输成本抬升对原油的支撑为既定事实，美元加息前景忽明忽暗，原油从技术上也位于阶段性高点，四季度价格仍有改善预期。

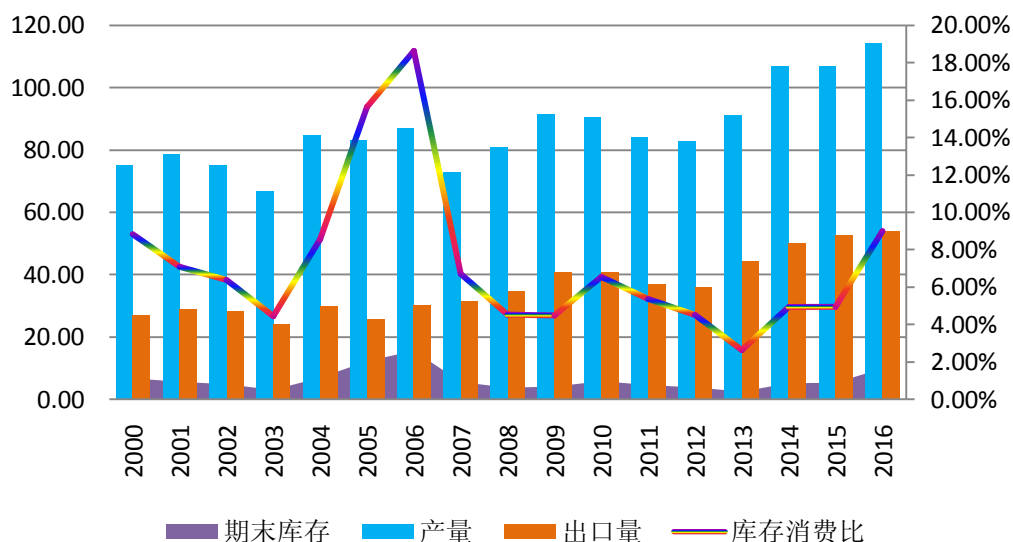
图 2.1.1：原油价格走势



资料来源：wind USDA

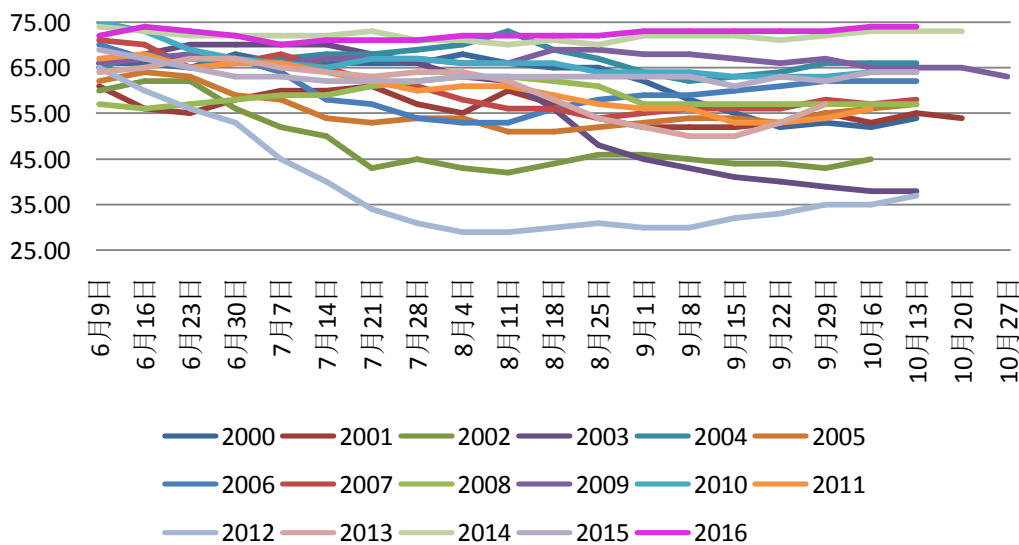
2.2. 不辟蹊径 难见牛市

图 2.2.1: 美国大豆供需平衡表



资料来源: wind USDA

图 2.2.2: 美豆生长良好率



资料来源: wind USDA

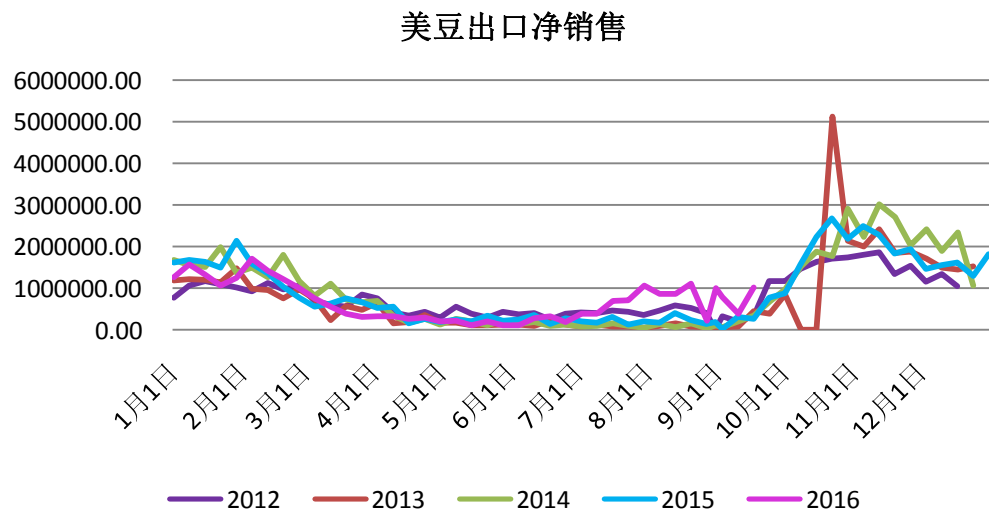
纵览整个第三季度的供需报告，基本是一边倒的利空，这个是多头最不想看到的，但这是市场方向使然，不然怎么办？能让市场掀起上涨波澜的阿根廷减产的洪水抄完了，勉强拼凑一个巴西政局不稳和炒了老掉牙基建差劲延误运输的时间节点也 game over（结束）了，剩下的零零碎碎杂七杂八的消息均已无光痛痒，最重要的是在最关键七八

月份美豆天公作美，一路的高温多雨，美豆的良好率高的不要不要的，让想做多的亲们也是醉了。

2016 年上半年的大牛市倘若论功行赏，头功当属阿根廷的洪水炒作，之后第三季度的供需平衡表上看出洪水减产幅度减并未如预期大，做多热情立马减了大半。从 7 月开始，因美国 2015/16 年的大豆基本定产，因此市场将目光转至 2016/17 年的单产之上，画风自然转换。从 7 月到 10 月的供需报告数据变化明显看出，美豆单产从 7 月的 46.7 蒲式耳调增至 10 月的 51.4 蒲式耳，意味着产量相应的从 38.8 亿蒲式耳增至 42.69 亿蒲式耳，换算成公吨就是从 1.05 亿吨的产量猛增到了 1.16 亿吨，也就是说多出来的 1100 万吨的产量若不能被市场及时有效地消化则变成重压价格的“大山”。三项指标均创下历史最高值的记录尚且不论，库存消费比也创下了近十年来的最高值 9%，主要原因还是美国 2016/17 的国内消费量和出口预估上调了 303 万吨，但远不及产量增加的 740 万吨，因此造成了供给过剩的局面。假设在收获期间天气不出任何问题的前提之下，2016/17 年的丰产基本是铁板钉钉的事实了。这期间巴西和阿根廷的产量调整不大，巴西的产量从 7 月的 1.03 亿吨调至 10 月的 1.02 亿吨，调减了 100 万吨，阿根廷的产量则是维持了 5700 万吨。天气的成全，使得天气炒作无处使力，整个三季度在缺乏有美豆优良率维持近十几年来高位，从五月开始播种就一直处于 70% 之上的优良率，与 2014 年有异曲同工之妙，但 2014 年期初库存较低，因此压力相对轻得多。

2.3. 出口节奏影响价格变化

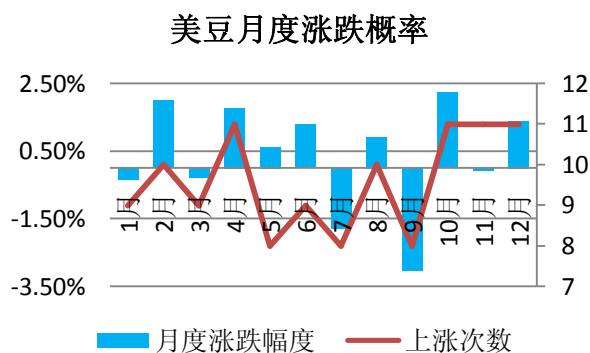
图 2.3.1: 美豆出口净销售



资料来源: wind USDA

图 2.3.2: 美豆月度涨跌概率

	月度涨跌幅度	上涨次数	下跌次数
1月	-0.34%	9	11
2月	2.01%	10	10
3月	-0.28%	9	11
4月	1.77%	11	9
5月	0.62%	8	12
6月	1.29%	9	11
7月	-1.80%	8	12
8月	0.93%	10	10
9月	-3.03%	8	12
10月	2.23%	11	9
11月	-0.08%	11	9
12月	1.39%	11	9

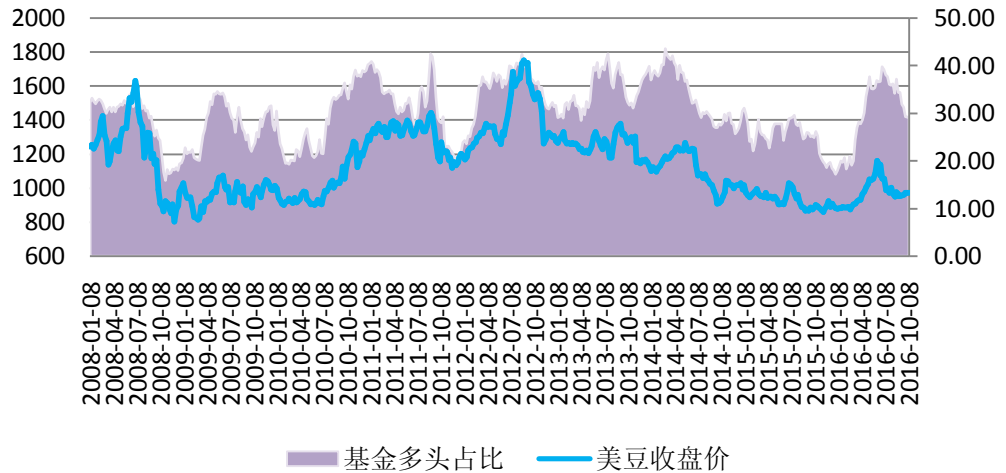


资料来源: wind USDA

从目前的基本面来看,美豆 2016/17 刚刚开局不太顺利。但这并不表示市场就没有希望。在南美播种前,美豆收割后的大量出口将迎来年内的高峰,目前美豆出口强劲,且有赶超 2015 年的趋势。据美国农业部(USDA)公布的数据显示,截至 2016 年 10 月 6 日当周,美国大豆出口检验量为 1,801,074 吨,前一周修正后为 1,109,560 吨,初值为 1,104,196 吨。2015 年 10 月 8 日当周,美国大豆出口检验量为 1,896,201 吨。本作物年度迄今,美国大豆出口检验量累计为 5,204,688 吨,上一年度同期 4,395,507 吨。倘若美豆出口净销售的强劲态势能够维持到南美播种之前,也就是 11 月份,那么市场还是有转圜的余地的。从美豆自 1996 年以来的涨跌幅度的大数据来看,美盘走势要比国内走势规律的多,全年的涨跌概率基本均等,九月为收割季下跌幅度为全年之最,但十月反弹的幅度依旧可观,因出口会对期价形成利好刺激,并且在南美播种之前的天气炒作潜力巨大。整体来看,四季度千元大关不会是阻碍美豆上行的桎梏,反而有望成为支撑价格上行的“弹簧底”。

图 2.3.3: 美大豆基金持仓

美豆期价与基金多头占比



资料来源: wind 南华研究

美豆走势呈季节性变化, 因此美豆基金持仓变化也呈现季节性。2016 年美豆基金持仓在年初明显是低谷, 因当时期价在 900 大关之下徘徊, 因此净多头持仓占比在 17~19% 徘徊, 二季度初市场资金开始缓慢流入, 对应的期价底部逐渐走升, 空头杀跌动能明显不足。六月末季度面积库存报告出台后, 美豆进入生长关键期却未有天气因素出现, 多头再度逐渐离场。整个三季度 CFTC 基金净多头由 39.2% 降低至 29.2%。四季度出口数据未有提振的前提之下, 基金净多持仓难以大幅增加。

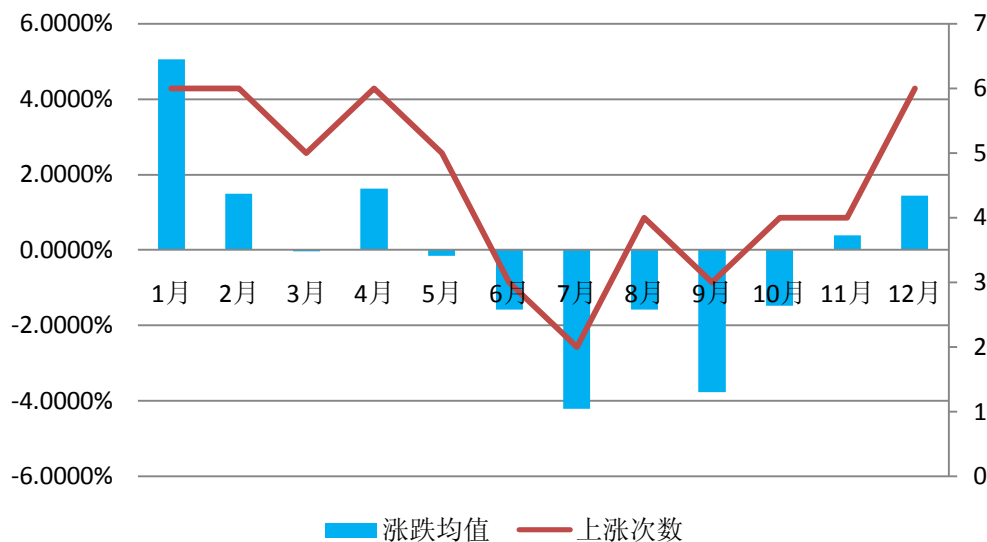
整体而言, 美豆四度难言牛熊, 千元大关上破为大概率事件, 但丰产的氛围时使得多空胶着, 难分胜负, 仍需一观美豆出口以及南美播种前的天气变化。

第3章 油脂四季度有望大放异彩

3.1. 棕榈价独占鳌头为近年罕见

图 3.1.1: 国内大豆月度进口量

单位: 万吨



资料来源: wind 南华研究

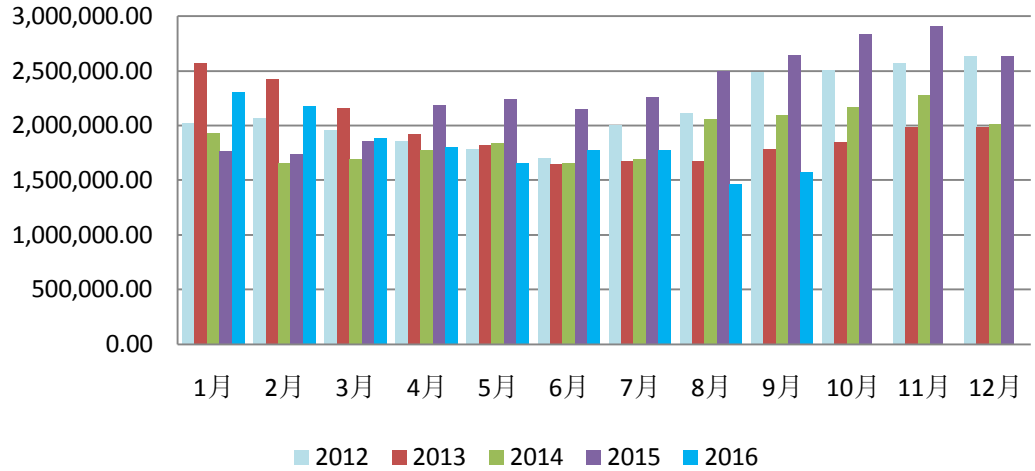
三季度棕榈油的昂首阔步幅度有点大,让投资者担心炒作过度会影响四季度的涨势,因为市场毕竟无“常胜将军”,这个担心不是没有道理的,市场的残酷会让每个尝到甜头的投资者都会对幸福感觉得不真实而心生怀疑:这是真的么?这行情长成这样是不是接近尾声了?我是不是该走了?

其实三季度棕榈油大涨与一季度不同在于,是彻底低的需求向好,一季度的炒作减产在二季度矫枉过正因此涨势悉数回吐,而到了三季度马来西亚降低关税后市场的需求明显转暖,从月度报告的数据中一览无余。无论市场的炒作是否过度,2015/16年度棕榈油的减产为不争的事实。在厄尔尼诺的影响之下,2014/15年度马来西亚减产10%,因而2016/17年度马来西亚棕榈油期初库存为154.7万吨,同比2015/16年度的264.1万吨大幅下滑了41.42%。在库存偏低的前提之下,马来西亚2016/17年度产量预估为2000万吨,产量增加了13%,而棕榈油2016/17年度全球的消费来看,整体的需求量是大于产量的增加的。首先是货币因素,近一年来美元兑阿根廷比索持续走升,说明林吉特整年的汇率仍是不断下滑,这样对出口有一定的刺激作用。其次是进入四季度,棕榈油的供给减少将继续支撑价格。

图 3.1.2: 马棕油月度库存

单位: 吨

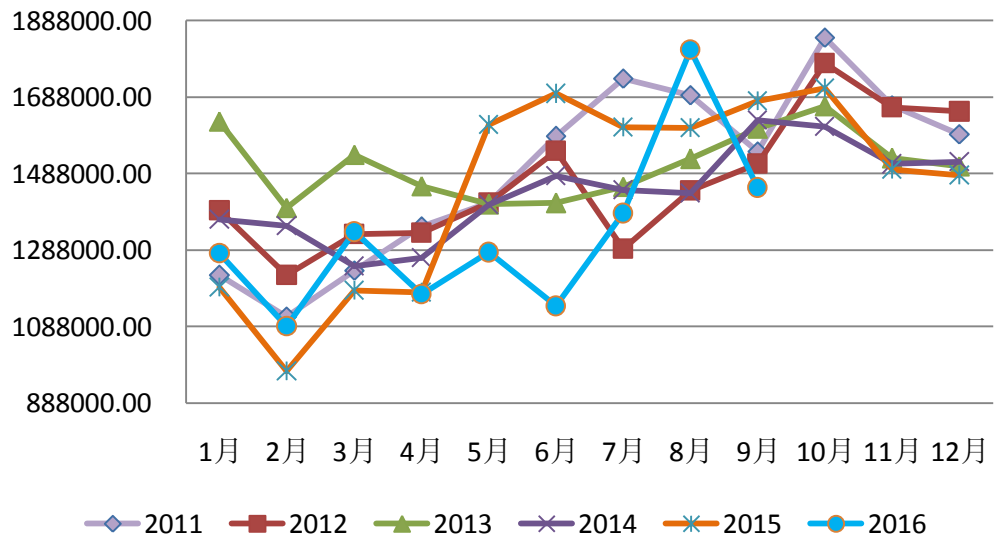
马棕油期末库存



资料来源: wind 南华研究

图 3.1.3: 马棕油月度出口

单位: 吨



资料来源: wind 天下粮仓

二季度产量季节性增加，斋月节期间出口需求放慢，二季度马棕油承压回落。马来西亚棕榈油总署 (MPOB) 7 月 15 日终于大招拯救贸易，发布通知将马来西亚 8 月毛棕榈油出口关税将下调至 5%，7 月税率在 6%。调整关税后刺激了全球买兴，马棕油积蓄的能量 7 月上旬开始释放喷薄而出。杀出了漂亮的“回马枪”，从底部的 2180 一路飙升至 2737 一线，两个月多月的涨势达 25.5%。

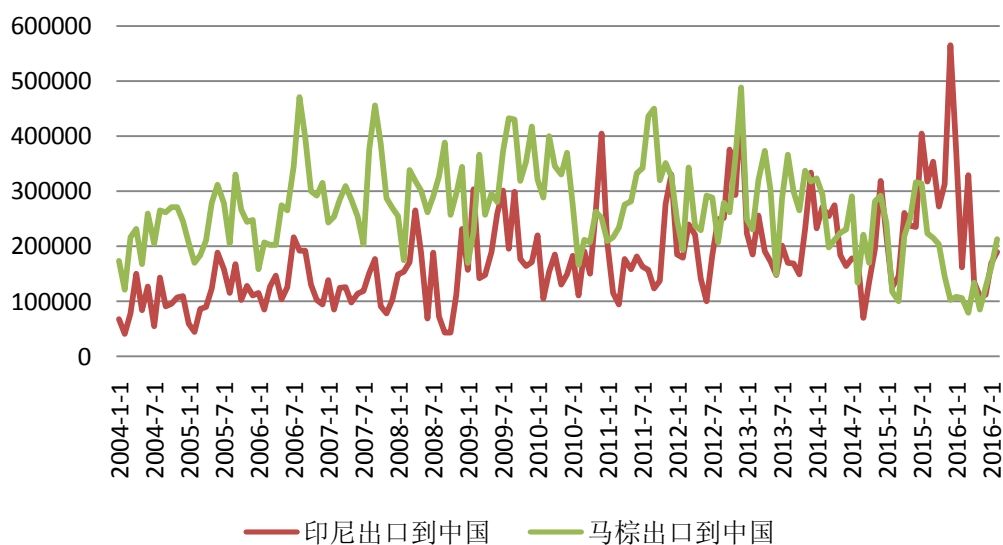
马来西亚棕榈油局 (MPOB) 10 月公布的数据显示，截止到 9 月末，马来西亚棕榈油

库存较前月增加 5.6%达到 154.7 万吨，相比去年 9 月份骤降 41.1%，并为五年同期最低水平。在厄尔尼诺带来的干旱天气影响下，9 月马棕产量较 8 月仅增 0.8%至 172 万吨，同比下滑 12.5%，且远不及市场预估。需求方面由于中、印两大消费国采购缩减，马来西亚 9 月棕榈油出口锐减 20%至 145 万吨。报告基本符合市场预期，整体中性略空。

尽管 10 月 MPOB 报告数据利空，但明显可以看出，2016 年第三季度的整体需求仍较为强劲，9 月马来西亚棕榈油库存也创下了五年内的新低 154.7 万吨，进一步坐实了马来西亚棕榈油减产的供给紧张格局。原油的不断难上行从侧面也为棕榈油夯实上行基础。

图 3.1.4：进口到港分国别

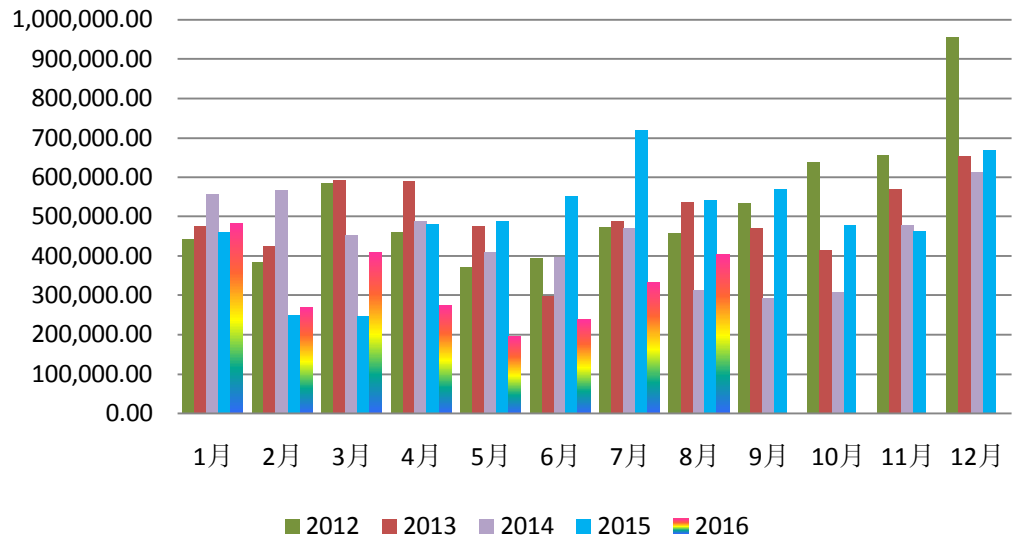
单位：吨



资料来源：wind 南华研究

图 3.1.5：棕榈油月度进口量

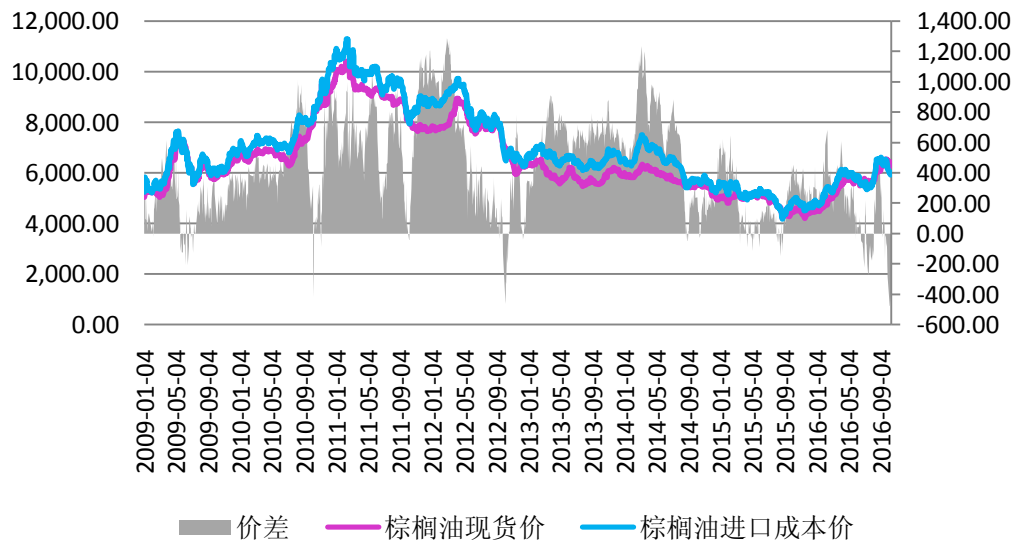
单位：吨



资料来源: wind 南华研究

图 3.1.6: 马棕进口到港价与现货价格

单位: 元/吨



资料来源: wind 南华研究

我国今年1~8月从印尼进口总量为157.93万吨,从马来西亚进口量为101.73万吨,从印尼的进口量比马来西亚多了55.2%。这是因为马来西亚棕榈油因年初受到厄尔尼诺天气影响,减产幅度较大,推高了价格,相比之下印尼减产幅度较小,因此我国转而大量进口印尼的棕榈油,这是在过去十年中较为鲜见的情况。但从8月进口量来看从马来西亚再度超过印尼,预计后期马来西亚仍是我国进口的主要来源。

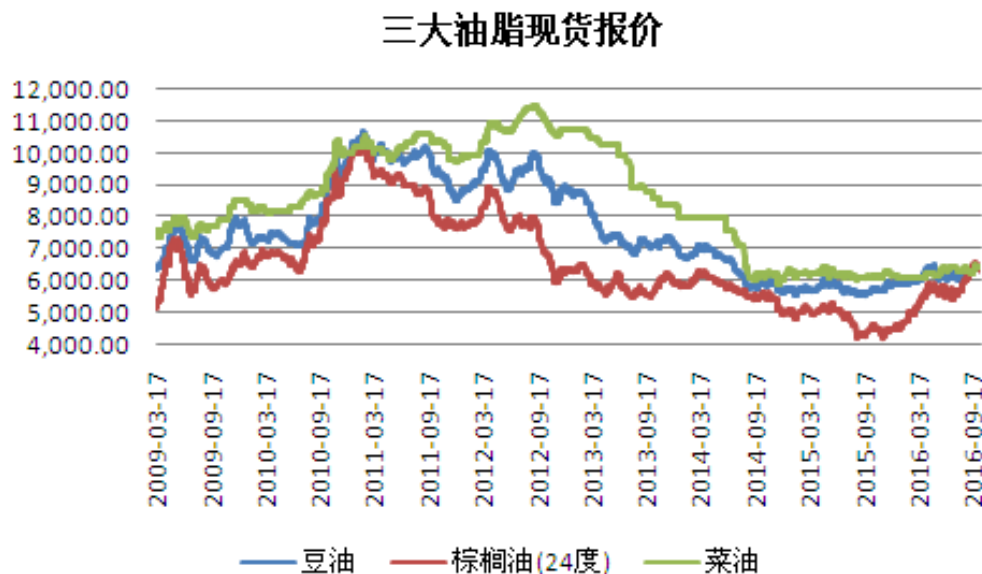
2016年1~8月我国棕榈油进口总量为260.18万吨,同比减少了30%,这也是三季

度持续低库存的主要原因。原因一是是二三季度本身每年棕榈油的增产期，而国内豆油库存较为充裕，贸易商采购心理较为谨慎；二是棕榈油进口检验趋向严格，目前从签订合同至到港需要一个多月的时间，到港延迟对支撑国内现货价格存在潜在支撑。三是三季度以来人民币兑林吉特汇率较为平稳，汇率因素弱化，倒是六月以来棕榈油进口均呈顺价销售，顺价销售对于棕榈油而言一般不会持续太久，因这样的状况使得贸易利润空间加大，刺激进口的持续攀升，一旦到港量回升市场价格就会重新恢复到倒挂状态。今年却较为特殊，8月上旬由于马来西亚出口发力使得马棕现货迅速攀升，国内现货却因上涨过快导致豆油普遍替代抑制了继续上行空间。到了9月中旬发生逆转，马来西亚棕榈油出口放缓现货出现维稳，国内却依然库存偏低引发供不应求，再度回到顺价销售。这样的格局若在四季度继续上演或有力支撑现货维持在6200元/吨之上。

三季度以来马棕油进口成本大幅上涨了700元/吨至6200元/吨，国内现货价格反弹了850元/吨至6460元/吨，二者价差缩小了150元/吨至-280元/吨。内外的同涨同跌使得价差缩小幅度并不大，只是国内的库存截止到九月末仍是30万吨左右的低库存，同比减少59%。融资贸易在2015年下半年受到打压，加上人民币贬值使得棕榈油进口利润空间大幅缩水，倒逼贸易商不得不改变策略，即便国内低库存的贸易利润空间增加，也不会冲昏头脑的贸然加大进口量，因国内的油脂库存其实并不小，加上9月美豆的大量到港油厂必然增加开机率，因此采购的节奏控制的很好。这样一来四季度棕榈油国内现货底部有限。

3.2. 三大油脂需求替代不可避免

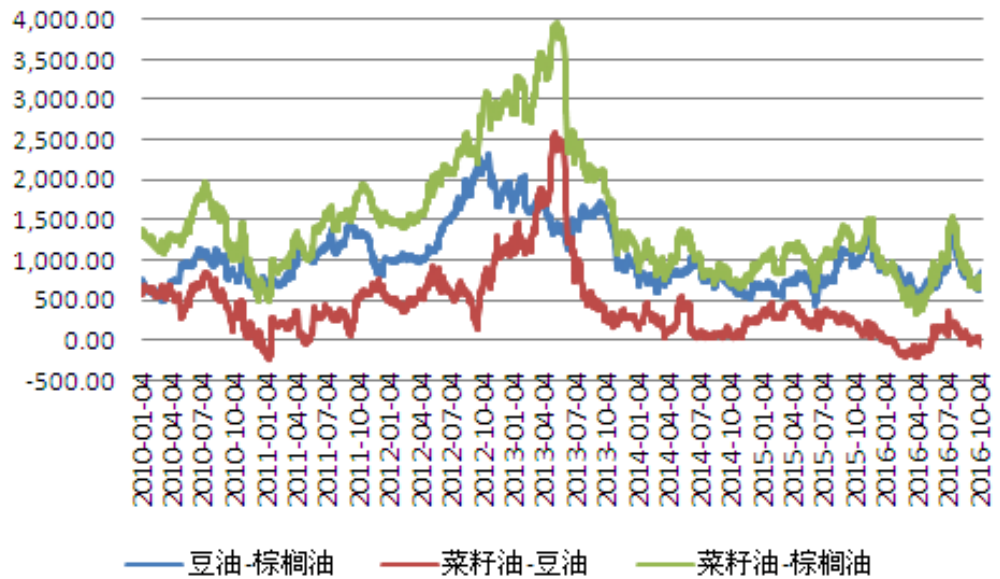
图 3.2.1：三大油脂现货报价



资料来源: wind 南华研究

图 3.2.2: 三大油脂期价差

单位: 元/吨

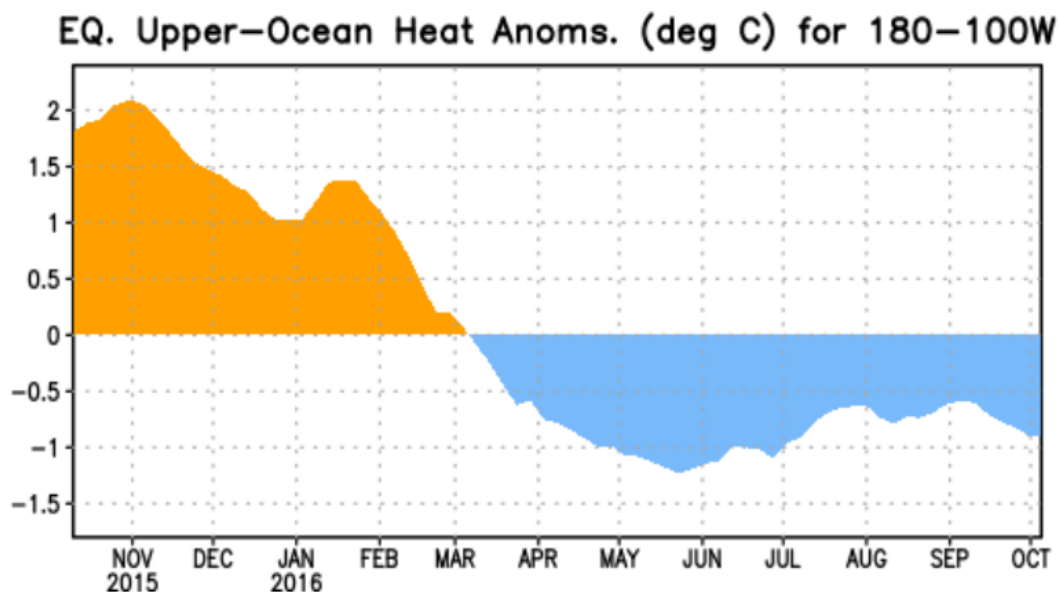


资料来源: wind 南华研究

三季度国内豆油现货库存较高,一直维持在年内的高点,截止九月末的库存在 118.8 万吨,环比七月末增加了 28.5%,但豆油三季度也上涨了 210 元/吨至 6344 元/吨,原因在于什么呢?需求!库存涨了,可未执行合同也增加了 29.2%至 96.66 万吨。在三季度这样到港量巨大且还是需求淡季的时候,豆油价格如此之强要得益于豆粕的不济和棕榈油的低库存。首先今夏豆粕多头未能等来天气炒作,豆粕价格如同鸡肋,资金只好转头向油脂怀抱。其二是棕榈油的低库存使得价格虚高,一度出现有价无市,小包装油自然会选择豆油替代。六月之后临储菜油抛储停止,对菜油现货市场的压力骤减,对菜油的价格某种程度上也是一种支撑。

3.3. 天气利空隐患需当心

图 3.3.1: 油粕比近六年比值



资料来源: wind 南华研究

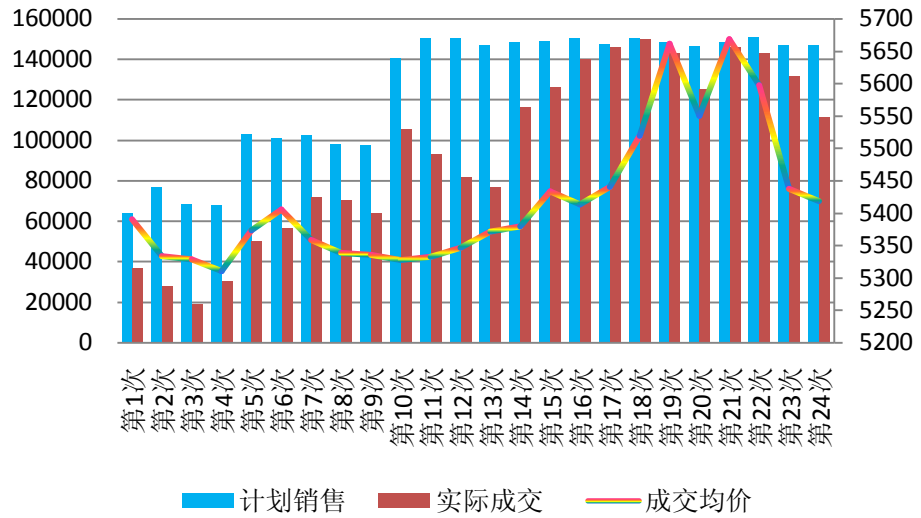
虽说此时棕榈油价格春风得意，但并不意味着高枕无忧，天气的隐患依然存在。据 NOAA 数据监测，自 2016 年 3 月下旬开始，太平洋海平面的异常指数逐渐滑至 -0.5°C 之下，5 月末最低到了 -1.4°C 左右，8 月之后又逐渐回升至 -0.7°C ，一直持续到目前的 10 月在 -0.9°C ，说明赤道中东太平洋地区水温进一步低于正常。根据历史数据监测来看，只要连续五个月在 -0.5°C 之下就可以宣告拉尼娜成立，只是时间和数据的大小决定了拉尼娜的强度。

在 10 月初最新发布的月度报告上，美国 NOAA 称北半球秋季发生拉尼娜的概率在 70%，且持续到冬季的可能性在 50%。在 9 月发布的月报中，美国 NOAA 一度下调秋冬季拉尼娜形成的概率，转称可能维持中性，但不可否认的是，即便天气变化出现伴随拉尼娜而来的干旱少雨，而海平面温度变化却越来越明显地向拉尼娜在演变。拉尼娜形成会给太平洋西岸的大洋洲和东安南亚等地带去高温降雨，油棕果增产必然会提高棕榈油产量，作为油脂的领涨军，棕榈油的价格承压必然带动其他油脂，因此不可不防。

3.4. 菜油复拍再度显示去库存决心

图 3.4.1: 菜籽油 2016 上半年抛储

左单位: 吨, 右元/吨



资料来源: wind 南华研究

表 3.4.2: 油菜籽历年收储量价

收购标准: 国标三等

年份	收储价格 (元/吨)	计划收储 (万吨)	实际收储 (万吨)
2008	4400	140	150
2009	3800	430	404
2010	3900	250	250
2011	4600	340	330
2012	5000	420	437
2013	5100	500	620
2014	5100	500	349 (截止 9 月 30 日)
2015	地方收储	地方收储	160 (截止 9 月 30 日)

资料来源: wind 南华研究

2015~2016 年度国家一共进行了两轮菜籽油抛储,第一次是 2015 年 1 月 25 日至 2016 年 6 月 17 日,一共拍卖了 20 次,以 2009 和 2010 年陈粮为主,成交总量为 15 万吨,成交均价为 5824.1 元/吨,平均成交率为 22.54%。2015 年 12 月 11 日再度拍卖,至 2016 年 6 月 1 日共拍卖 24 次,以 2010 和 2011 年陈粮为主,共成交 226.41 万吨,成交均价为 5419 元/吨,平均成交率为 72.13%。暂停了 4 个多月的临储菜油拍卖再次被重提日

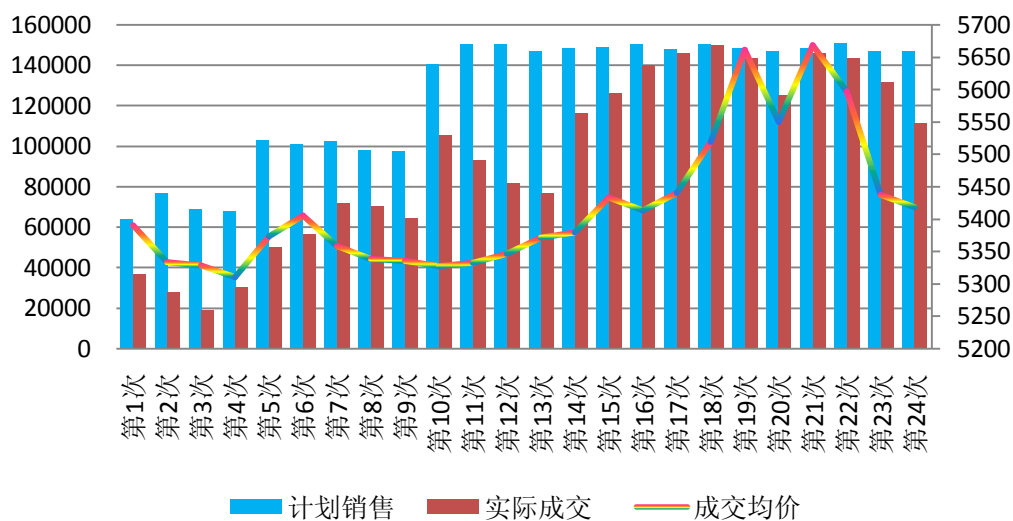
程，相比去年今年四季度复拍的时间提前了 2 个多月，这种迫切去库存的心理让市场略有意外，因毕竟国储库里的菜油经过这两轮拍卖，粗略估计只剩下 300 万吨左右的量。

我国的油菜籽临时收储制度于 2008 年颁布并于次年开始执行，并于 2015 年宣布取消，经过了八年的收储抛储，库存积压占用了国家储备仓库资源，更成了油脂市场上涨的一块心病。按照收储的平均价格 8500 元/吨来计算，为了后期的顺利出库，存储时必须进行必要去酸值的精炼处理，2010 年到 2015 年临储菜籽油的一吨成本过万，而今年菜油的临储拍卖的成交均价仅有 5419 元/吨，一吨亏了接近一半，想想国家也真是够“蓝瘦香菇”的。设立菜油收储政策主要是为了稳定菜油、菜籽市场，以防防止价格大起大落伤害农户的利益，打击农户种植的积极性，但是目前农产品行业完全市场化的趋势已经很明显，改革随时切肤之痛，却也势在必行。为了避免更多的亏损，只有在市场价格并不低迷甚至较好之时将“包袱”丢掉。

从 10 月 12 日第一次的拍卖成交量价来看效果不错，计划拍卖的 99456 吨全部成交，主要为 2011 和 2012 年的菜籽油，成交均价为 5904.09 元/吨，成交均价提高固然是因现货水涨船高，也跟重启后后第一次拍卖有关。四季度菜油走势还需继续关注抛储成交量价，中期来看对整体油脂去库存化是利好的。

图 3.4.3：菜籽油 2016 上半年抛储

左单位：吨，右元/吨



资料来源：wind 南华研究

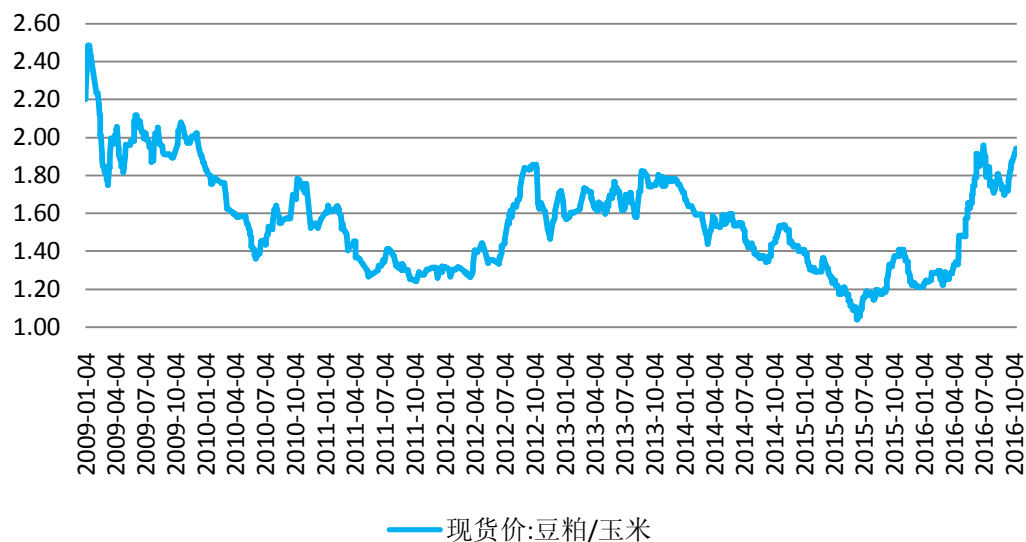
我国今年关于油菜籽进口规定较为坎坷。原本在三月份规定，中国将从4月1日起对加拿大油菜籽船货实施更加严格的质检标准，杂质含量不能超过1%，之前规定为不得超过2.5%，因政府需要采取这样的标准来阻止加拿大黑径病传染给中国油菜籽。后来因加拿大进口不符标准将新规推迟至9月1日。到了8月末加拿大仍不愿意实施新规影响本国贸易出口，且已采取愈加强硬的态度。之后峰回路转，在中国G20峰会前夕加拿大总理特鲁多8月31日在与中国国务院总理李克强举行的记者会上表示，中国保证9月1日起暂不实施新的油菜籽进口管理措施。即便新规不实行，今年菜籽的进口量仍大减，2016年1~8月进口量为276.4万吨，同比去年的312.12万吨减少了11.44%。从供需平衡表来看，三大油品2016/17年的菜籽油的缺口最大，若豆油和棕榈油无法有效替代，则必然导致菜籽油的上涨。

操作建议：菜籽减产对于菜粕和菜油都是有利的，操作上可能这两个品种还是可能有些差别，菜油的资金容纳量并不是特别大，很多的资金想多菜油，但是进去发现很难出来，会放弃对这个品种进行大量操作，对于菜粕这一段时间跌幅比较大，但是也要注意菜粕在过去的这两年多时间里，由于水产、成本的问题配方比例在调整。

第4章 豆粕尾大不掉难掩悲思

4.1. 消费淡季是“硬伤”

图 4.1.1：豆粕玉米现货比价



资料来源: wind 南华研究

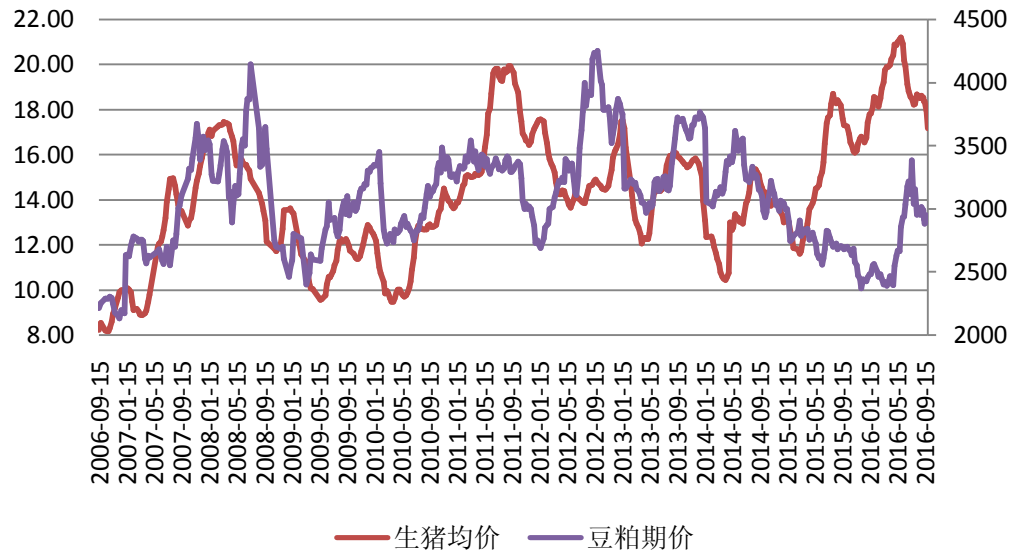
我国食用油行业仅能维持微利，主要原因在于我国植物油原料对外依存度过高，三大油脂中，我国豆油压榨原料大豆对外依存度超过 90%，而棕榈油则完全依靠从马来西亚和印度尼西亚等国家进口，压榨菜籽油的油菜籽因国内播种面积逐渐减少，每年进口量也占全年总需求的三成左右。国内食用油市场直接受到国外行情牵制。一旦油脂油料采购成本过高，都会给国内企业带来经营上的亏损。近三年国内部分食用油企业均呈现微利现状，很大程度收益通过粕类得到的。

但这个结构从 2016 年开始有所变化，2008~2015 年玉米一直是国家托市收购，南方地区的玉米价格一直保持在 2400 到 2600 元/吨的高位。在今年玉米收储改为直补的政策变革之下玉米价格出现了大幅下降，这使得玉米和豆粕的价差的急速扩大，导致豆粕的快速的生长受到抑制。这也就意味着豆粕消费受到增长速度放慢，也会抑制大豆进口量的增幅。在油脂经过了三年的熊市后底部慢慢出现，而豆粕等蛋白饲料供给出现过剩。

4.2. 生猪存栏四季度难有实质性反弹

图 4.2.1: 生猪价格与豆粕期价对比

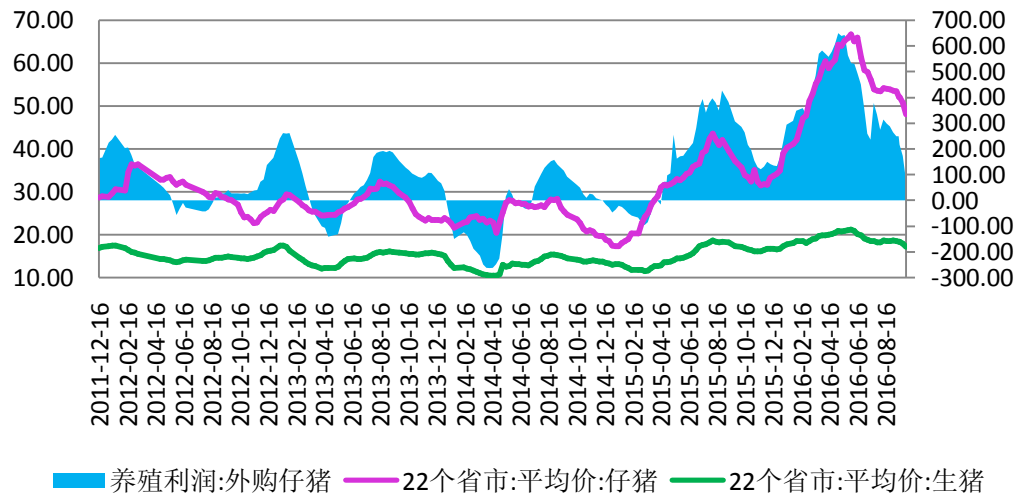
单位: 左元/千克, 右元/吨



资料来源: wind 南华研究

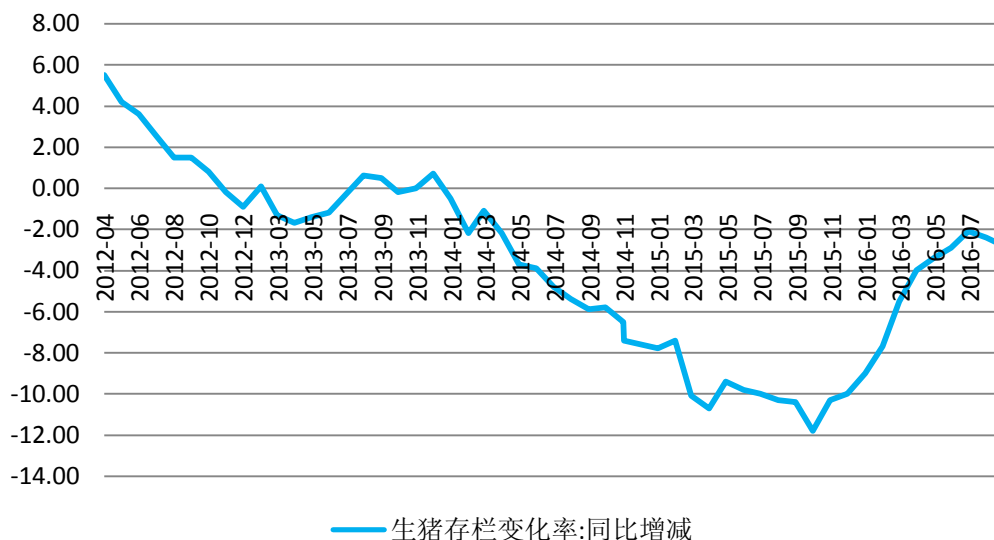
图 4.2.2: 生猪仔猪价格与外购仔猪养殖利润

单位: 左元/千克, 右元/头



资料来源: wind 南华研究

图 4.2.3: 生猪存栏率变化



资料来源: wind 南华研究

2016 年生猪市场高潮迭起, 与整个猪周期是分不开的。2012 年春节后, 由于生猪存栏率的高企引发猪价快速下跌, 养殖利润一度出现亏损, 到了年末价格略有企稳, 但生猪存栏率也企稳反弹; 2013 年养殖亏损较 2012 年有所提前, 亏损进一步程度加深; 到了 2013 年末至 2014 年上半年, 整个生猪供应严重过剩, 2014 年生猪养殖亏损时间更长、亏损幅度更大, 4 月出栏一头外购仔猪出栏最多时亏损达 250 元, 令养殖市场信心崩溃, 退出比例增加; 2015 年春生猪养殖再次出现亏损, 养殖户将 2013 年集中补栏的母猪进入生猪期限大量淘汰, 母猪存栏量处于极低水平, 2016 年生猪养殖市场终于迎来春天。

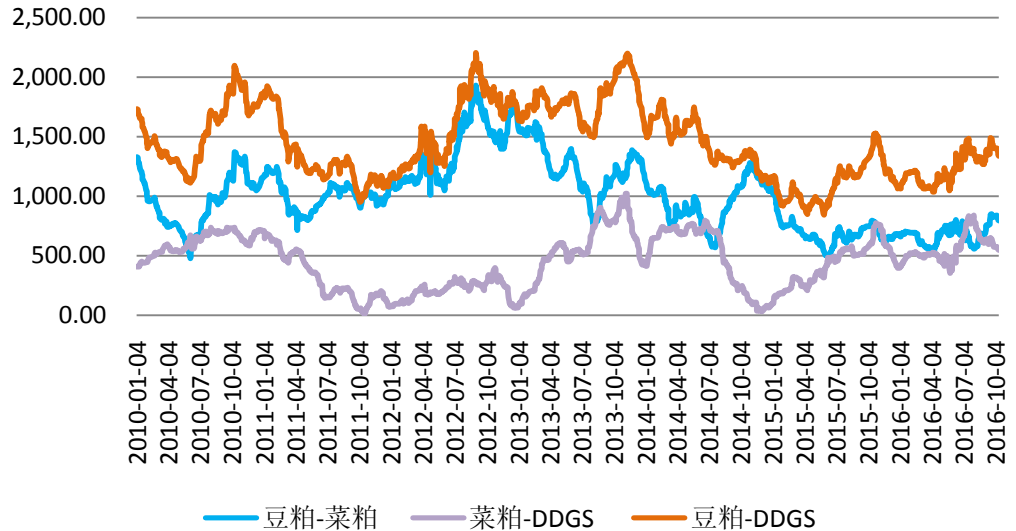
回顾 2016 年前三季度猪价走势, 上半年猪价一路上涨, 由年初的 16.75 元/公斤涨到 19.14 元/公斤, 最高时达到 21.2 元/公斤, 涨幅达到 14%, 之后价格开始调整下滑, 顶部形成。三季度猪价因供应增加和消费疲软之下整体窄幅波动, 全国猪价在 17-19 元/公斤波动。在我国环保政策日趋严格的大形势下, 养殖扩张受到抑制, 对于生猪消费的缺口, 只能以进口冻猪肉的方式补充供给。商务部数据显示, 2106 年 1-7 月份猪肉累计进口量达到 94.57 吨, 累计同比增加 149.4%。

2016 年 8 月我国生猪存栏率为 3.77 亿头, 同比减少 3%, 自 2015 年 9 月开始, 我国生猪存栏率同比减幅有所放缓, 但能繁母猪的数量仍在下滑, 2016 年 8 月能繁母猪为 3729 万头, 同比减少 3%。截止 9 月末外购仔猪养殖利润跌至 77.29 元/头, 照比年内最高点 650 元/头缩水了 88 百分之! 可看出市场对年猪仍不报太信心, 补栏热情不高, 对粕价支撑力度甚微。

4.3. DDGS 双反事件或支撑菜粕

图 4.3.1: 豆粕、菜粕和 DDGS 价差比较

单位: 元/吨



资料来源: wind 南华研究

8月2日商务部贸易救济调查局在北京召开干玉米酒糟反倾销反补贴案听证会, 截止目前, DDGS 双反听证会结束。从会议上中美双方的博弈来看, 与会者认为, 基本确定中国政府会判定美国 DDGS 属于倾销, 并征收惩罚性关税。但征收关税额度将在听证会结束后 1-2 月内发布。市场认为, 如果关税额度超过 40%, 进口 DDGS 价格优势将丧失。由于市场认为中国征收惩罚性关税可能性大, 若一旦兑现将支撑菜粕价格。由于整个三季度蛋白粕现货的集体回调, 但 DDGS 明显抗跌, 二者价差缩小了 80 元/吨至 545.5 元/吨, 若四季度 DDGS 进口量减少将支撑菜粕。今年 DDGS 1~8 月进口量为 242.56 万吨, 同比去年同期锐减了 44.12%, 饶是如此仍对国内蛋白粕有冲击, 随着进入水产消费淡季, 菜粕难有亮点, DDGS 进口量决定了二者强势。

第5章 国产大豆打破供需僵局难一蹴而就

豆一 2016 年的政策变革看出了国家调整东北玉米大豆种植结构的决心, 但政策的事实同样是把双刃剑, 直补价格政策的落地使得市场价格跌落低谷。

5.1. 政策补贴有限

据 2016 年秋季考察调研数据反馈得知, 黑龙江海伦地区 2016 年农产品作物种植效

益显示，大豆种植净收益 452.4 元/亩，玉米 421 元/亩，水稻 796 元/亩（不计补贴）。该地区大豆的种植收益已经接近并超过玉米，这一点对种植结构改善工作的推进有很大的意义。其余地区的种植效益来看，尽管玉米直补仍未落地，但效益仍好于大豆。

2015 年，国家启动农业“三项补贴”改革，将种粮直补、农资综合补贴、良种补贴合并为“农业支持保护补贴”，几日前价格出炉，为 71.45 元/亩。7 月上旬宣布了黑龙江 2015 年度大豆目标价格补贴资金发放工作正式启动。黑龙江省大豆目标价格补贴标准为每亩 130.87 元。同时《通知》要求，补贴资金到位后 15 天内（吉林省大豆目标价格补贴标准为 139.72 元/亩）。且有大豆转种玉米第一年有 150 元/亩的补贴，但在调研过程中我们发现补贴有摊薄的迹象，今年黑龙江玉米直补地方价格尚未出台细则，但预计难逃“厄运”。因此即便算上补贴，播种大豆仍无太多优势，面积转种仍需要政策和市场双管齐下去调整。

5.2. 豆一四季度见机行事难

2016 年 7 月 15 日至 9 月 30 日的临储大豆拍卖可谓是市场关注焦点，拍卖共 11 次。共成交 157.98 万吨，成交均价为 3384.27 元/吨，成交比例为 28.82%，整体而言拍卖热情一般，除了第一次拍卖成交较好之外，之后逐步下滑。到了 10 月之后大豆迎来国内和美国丰收的“双压力”，价格抬头预计较难。

第6章 四季度操作思路

四季度油脂油料的走势进入粕弱油强时代，四季度源于原油主产国冻产协议的进程将持续影响着大宗商品的导向。建议投资者择机继续做多油粕比，既买油空粕套利思路。油粕比年内高点出现在 4 月份 2.63，低点为 7 月份的 1.79，目前的 2.25 为年内高点，但在五年之内仍是中值，在四季度美豆供应宽松格局之下以向上仍有空间，可逢有致地点继续做多油粕比。棕榈油需谨慎天气炒作带来的利空。

南华期货分支机构

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

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
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 709 室
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

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
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

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：0451-82345618

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 号闽商总部大厦 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、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

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：0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、
B803、B805、B608、B609 室
电话：010-63556906

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：0351-2118016

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

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：0663-2663882

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

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

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

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 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 号总部大厦六层
电话：0513-89011168

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

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