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

南华期货 NANHUA FUTURES

2017 二季度季报报告 油脂油料

四月春风犹带寒

摘 要

- 美元加息落地后，全球大豆产量从 2016 的厄尔尼诺中缓慢复苏，南美播种期间天气持续向好，3 月末面积库存报告预计美国新作播种面积和产量再创纪录，丰产压力重重。二季度市场的焦点将转向南美罢工、洗船等话题，但预计提振效果甚微。国内大豆走势独立，在播种面积增加预期和市场价格增加的此时，价格上行委实乏力。豆粕菜粕一季度箱体震荡，油厂挺豆粕现货明显，但需求无法发力，菜粕水产备货利好独木难支，二季度粕预计迎来补跌行情。
- 去年四季度的强劲走势偃旗息鼓，油脂一季度拐头向下，菜籽油的停拍导致集中出库的压力偏大和棕榈油需求不振使得库存缓慢爬升带崩市场现货价格。二季度棕榈油产量进入恢复期，菜籽油的出库压力预计在新季菜籽上市前继续对市场产生压力，厄尔尼诺的炒作还只是处于萌芽期，整体来看难有大行情出现。
- 国产大豆政策不明朗，市场对抛储和直补动向把握不明，二季度价格难有突破走势，加上供给增大的预期之下更是难有起色，价格走势仍需关注政策引导。

第 1 章　供基本面乏力　豆粕震荡格局 5
1.2. 二季度物流罢工问题替代天气进入视线 5
1.3. 环保“紧箍咒”，养殖“高门槛” 10
1.4. 菜粕二季度涨势或打折 14
1.5. 粕类操作思路 15
第 2 章　油脂上涨“底气不足” 16
2.1. 棕榈油二季度难有戏 16
2.2. 国内外价差扩大难支撑国内 18
2.3. 豆棕价差二季度难有走高 19
2.4. 菜籽油集中出库加大供给压力 21
2.5. 油脂操作策略 22
第 3 章　豆一二季度或有转机 23
3.1. 走势回顾及供需分析 23
3.2. 面积增幅决定价格走向 23
3.3. 操作思路 25
南华期货分支机构 26
免责申明 27

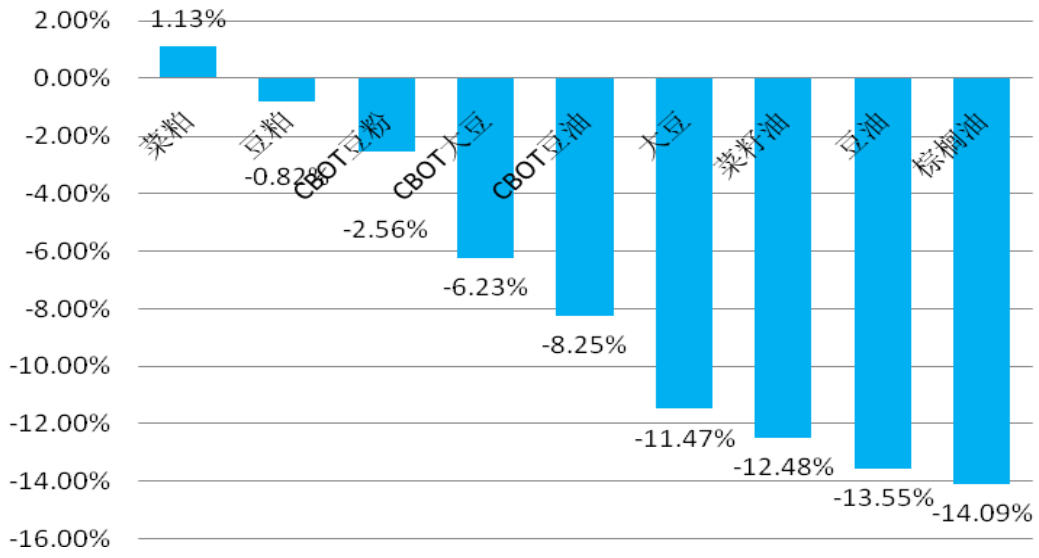
图表目录

图 1.2.1.1：美豆供月度涨跌幅度和概率 5
图 1.2.1.2：全球大豆库存消费比和期价 单位：百万吨 6
图 1.2.1.3：美元兑巴西雷亚尔与阿根廷比索走势 7
图 1.2.2.1：美豆基金持仓与期价对比 单位：左美分/蒲式耳，右手 8
图 1.2.3.1：海温异常指数 9
图 1.3.1.1：进口大豆周度压榨量及开机率 单位：左吨，右% 10
图 1.3.1.2：大豆进口量分月 单位：万吨 11
图 1.3.2.1：生猪仔猪月度价格及养殖利润 单位 左：元/千克 右：元/头 12
图 1.3.2.2：生猪和能繁母猪存栏变化率 单位：万头 12
图 1.3.2.3：生猪价格年度对比 13
图 1.3.2.4：生猪月度进口量 单位：千克 13
图 1.4.1：DDGS 月度进口量 单位：万吨 14
图 1.4.2：豆粕与菜粕、DDGS 现货价差 单位：元/吨 14
图 2.1.1：马来西亚棕榈油期末库存量 单位：万吨 16
图 2.1.2：国内棕榈油半月度进口量 单位：万吨 16
图 2.2.1：国内棕榈油月度进口量 单位：万吨 18
图 2.2.2：棕榈油内外价差 单位：元/吨 18
图 2.3.1：棕榈油基差年度对比 19
图 2.3.2：豆棕价差年度对比 单位：吨 19
图 2.3.3：异常天气对马棕油单产影响 20
图 2.4.1：2016.10.12~2017.3.8 菜籽油拍卖 单位：左吨，右元/吨 21

图 3.2.1：国产大豆供需平衡 单位：万吨 23

第1章　供基本面乏力　豆粕震荡格局

1.1.1. 油脂油料内外盘一季度涨跌龙虎榜



资料来源：WIND 南华研究

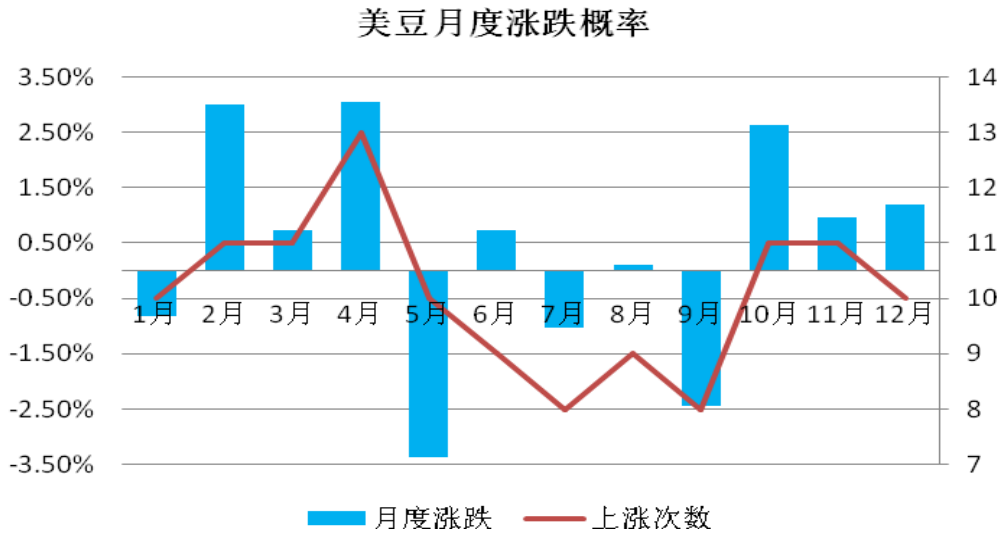
2017 年一季度内外盘油脂油料全体沦陷，除了菜粕小幅收涨外，其余品种集体下跌，粕表现稍强而油弱，国内三大油脂成为垫底品种。整体强弱次序排列为菜粕>连豆粕> CBOT 豆粉>CBOT 大豆>CBOT 豆油>大豆>菜籽油>豆油>棕榈油，尽管整体走弱，但粕强油弱格局很清晰，油厂挺粕卖油思路较为清晰。

1.2. 二季度物流罢工问题替代天气进入视线

1.2.1. 二季度美豆“亚历山大”为主旋律

美豆一季度市场可谓“唱衰”也“走衰”。一季度初市场在 USDA 报告中调低库存和阿根廷降雨的带动之下接连上冲四根阳线，之后变没了后劲急转直下再度回落。二月上旬天气炒作再度来袭推升价格逆袭，到了月中暂歇后回吐天气升水。到了三月供需报告之后市场走势已然明朗，利空效应凸显之下美豆再度下破跌破 1000 大关，且在 USDA 展望报告发布之后，市场对新做播种面积增加的预期导致价格再度“雪上加霜”，三月末重新回到 950 之下的起点。在美元强势之下，一季度库存报告发酵，二季度的“翻身仗”较为难打。

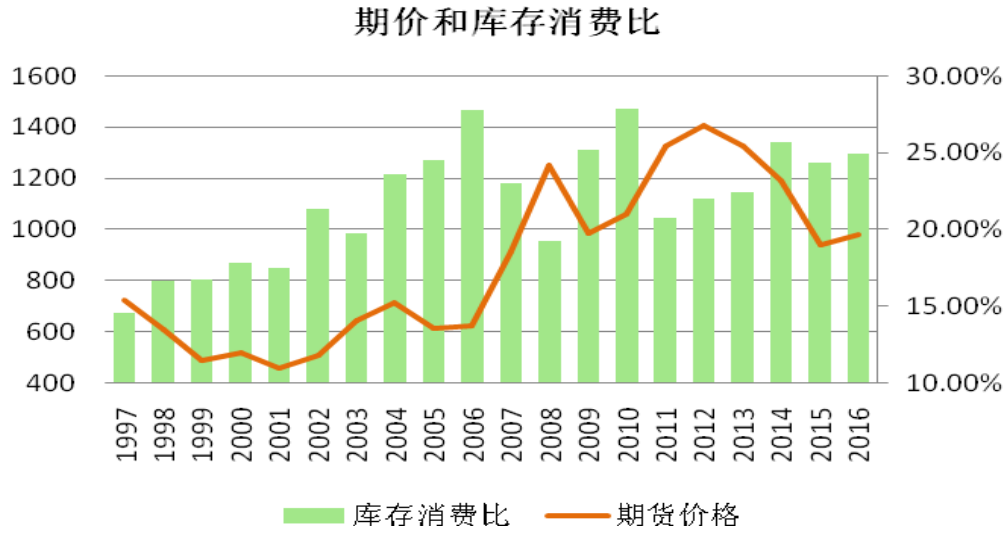
图 1.2.1.1：美豆供月度涨跌幅度和概率



资料来源：WIND 南华研究

从美豆月度涨跌来看，每年 5 月和 9 月是下跌次数最多的两个月，近 20 年中下跌次数分别为 10 次和 12 次；从下跌幅度来看，5 月下跌幅度为-3.36%，大过 9 月的-2.44%，因近 20 年来，尽管五月有巴西和阿根廷的罢工和货运延迟等炒作话题，但近几年处于大豆生长期的南美天气未有出现太多问题，除了 2015 年的洪水炒作外，基本都是丰产的光景。四月虽有机会，但今年的播种和库存的压力重重之下非常高，做多的机会也非常渺茫。

图 1.2.1.2：全球大豆库存消费比和期价　　单位：百万吨



资料来源：WIND 南华研究

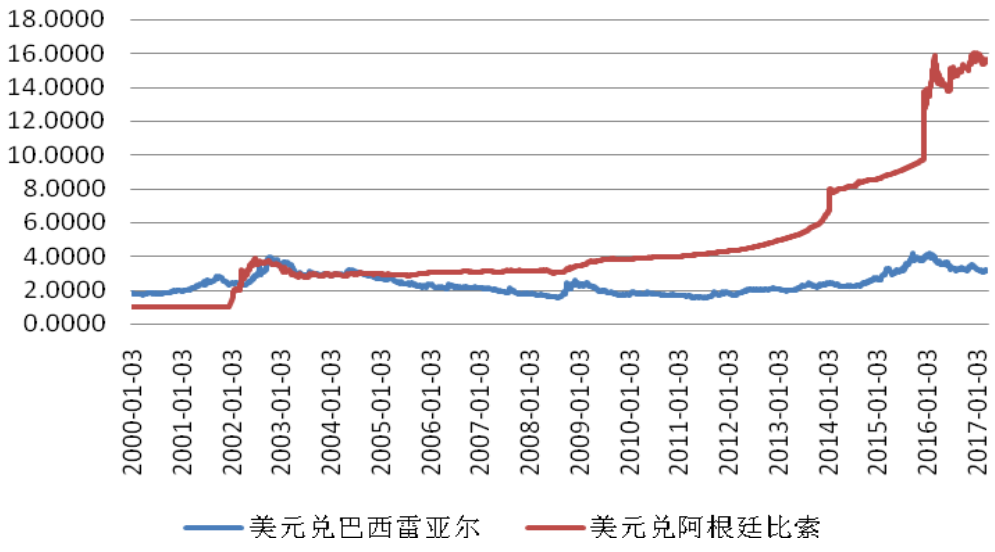
全球大豆近五年消费平均增速为 5%，按照这个标准也就意味着 2016/17 全球大

豆总产量预估为 3.41 亿吨，增产的 8.94%只有 5%被消化，那么剩下的接近 4%即 1100 万吨的大豆依旧是过剩，若在全球没有任何自然灾害的前提下，只能转化为期末库存结转到 2017/18 年度。如此庞大的库存不光对于大豆，对于全球的油料作物均是很大的压力。近几年全球大豆库存消费比来看，2007,2010 和 2014 年的库存消费比分别均在 25%之上，恰巧这对应着三年的美豆期价走势也是几年内的低点。2016/17 的情况于与 2013/14 很相似，都是在前一年因自然灾害（2012 年的干旱减产和 2015 年的厄尔尼诺）减产之后恢复产量的第二年，供给的增加自然带来价格相应的下滑。

从 2016/17 供给端的产量来看，巴拉圭和欧盟产量变化都不大，3 月 USDA 报告中显示产量增幅最大的是巴西，产量预估增加 1150 万吨至 1.08 亿吨，同比增幅为 11.92%；而美国产量则增加了 1035 万吨至 1.17 亿吨，增幅为 9.69%，只有阿根廷减产了 130 万吨，减幅为 7.5%。中国国内 2016/17 年明显产量照比 2015/16 产量增加了 100 万吨，因此需求量只增加了不到 400 万吨。如此算来那么巴西+美国一共增出来的 1650 万吨大豆，这三个国家国内需求增加假设在 650 万吨，可余下的 1000 万吨去哪里消化呢？如果不以下调价格为代价拼销量的话，结转到 2017/18 年仍是不小的压力。因此后市来看的话，若在南美收割之前不出太大的天气问题的话，2017 年仍是大豆价格亚历山大的一年。

美国大豆连续四年增产，2015/16 在阿根廷尚有洪水炒作的年度，期价最低跌至 850 附近，对于库存较大的 2016/17 年度，二季度在不断消耗库存压力的过程中，二季度 900 大关不保的概率较大。但不得不忽视的是，在全球 M2 体量逐渐增大的此时，通胀也是一个应当考虑进去的因素，美豆此时的 950 美分，对应 2016 年的货币供应量也就在 850~900 美分。因此二季度若美豆继续消化丰产的压力，900 一线或为价格支撑。

图 1.2.1.3：美元兑巴西雷亚尔与阿根廷比索走势



资料来源：WIND 南华研究

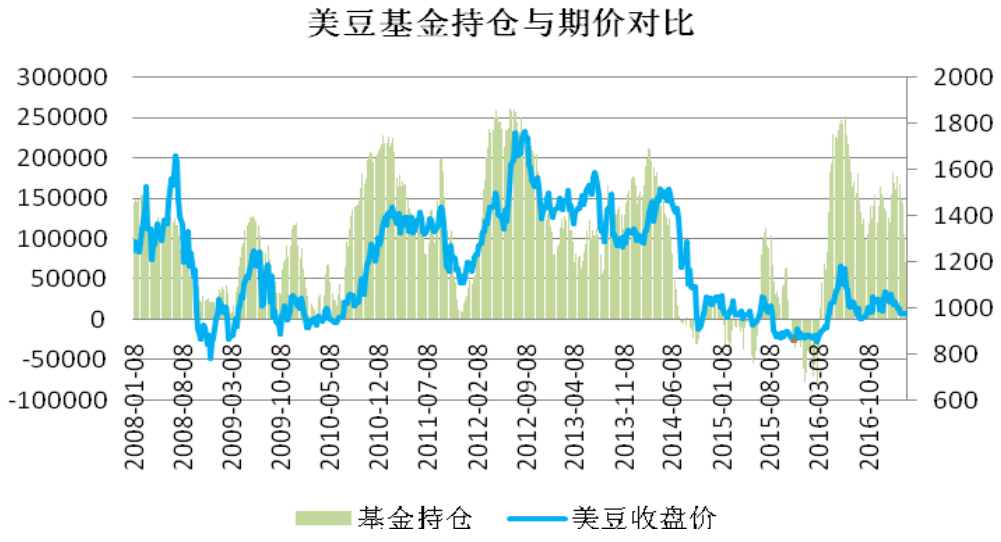
USDA3 月 31 日种植面积意向报告：2017 年美豆种植面积 8948.2 万英亩，较去年终值超出 600 万英亩，较预估均值高出 126.8 万英亩(预估均值 8821.4 万英亩，2016 年 8343 万英亩，USDA 二月展望论坛 8800 万英亩);截至 3 月 1 日季度库存报告：当季美豆库存报告 17.34 亿蒲，较去年同期高出 2.03 亿蒲，较预估均值高出 0.5 亿蒲(预估均值 16.84 亿蒲，前值 28.95 亿蒲，去年同期 15.31 亿蒲)。此次报告指向非常明显，马上迎来南美卖豆的时节，老美在此时调增了产量和库存明显“居心叵测”啊！从月度涨跌概率来看，二季度四月和六月的上涨机会很大，但季度报告的利空使得目前局面反倒比较难说了。

阿根廷工会领导人 3 月 17 日表示，阿根廷头号农产品出口港——罗萨里奥港口的工人已经投票决定在 3 月 30 日举行为期 24 小时的罢工，要求资方提高工资待遇，结束裁员。此次罢工可能对阿根廷谷物以及制成品的出口造成影响。嘉吉、邦吉以及路易达孚等农商巨头均在罗萨里奥港拥有码头。2014 年之前巴西的物流常常出现问题，最近这两年巴西的物流改善了很多。但非常显然这次的罢工由于时间短规模小，并未对美豆市场带去太多的影响。有意思的是，南美由于基建设施糟糕，每到收获上市期罢工都会上演，且在 2014 年之前较为显著，最近这两年巴西的物流改善了很多。

随着南美收割进度加快，市场炒多因素犹在，但预计后期力度会大打折扣。首先随着巴西收获过半，天气因素逐渐弱化，除非有过多降雨影响收割进度，否则顺利集中上市是可以预见的。其次从汇率方面来看，巴西雷亚尔近半年仍处于贬值通道，而比索却处于温和升值通道，理论上巴西农民更倾向于持有大豆，但由于今年是个风调雨顺的丰收年景，南美的出口压力也较大，农民自然更倾向于在价格较高时出售，因此若想待价而沽恐怕并不容易。第三产量确定之后的巴西的物流若比较通畅的话美豆显然难以坚挺，如果不通畅可以延缓美豆的下滑速度。

1.2.2. 基金多头资金持续流出

图 1.2.2.1：美豆基金持仓与期价对比　　单位：左美分/蒲式耳，右手

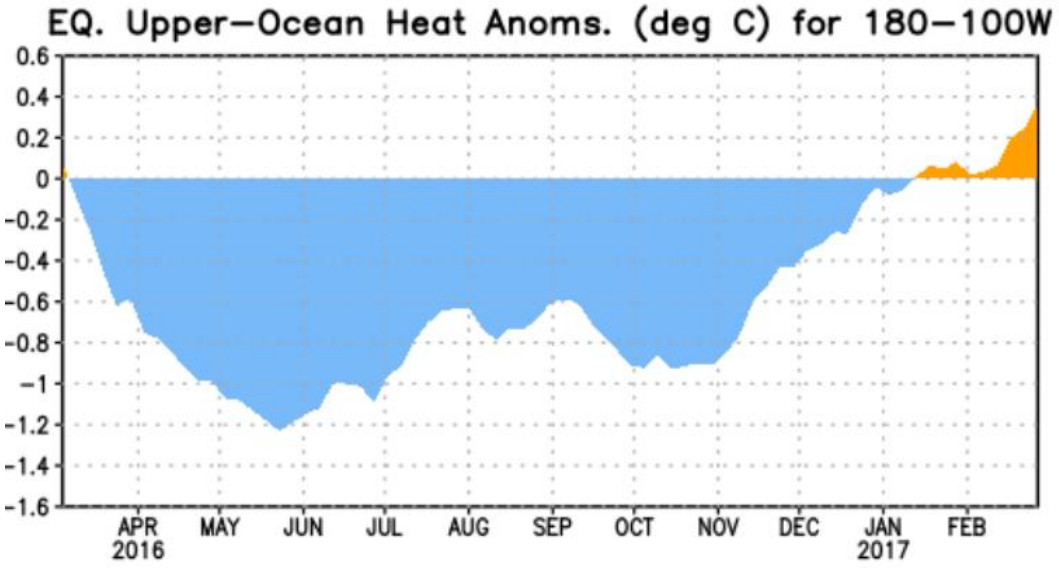


资料来源：WIND&南华研究

美豆 CFTC 非商业基金净持仓数从今年 1 月下旬开始逐渐流出，空头资金开始进场布局。当然此时的从基金持仓来推测美豆底部已然不够科学，因基金进场的时间和心态均不相同。若复制此时的净持仓与以往年份相比，期价还处于 1000 之上的较高位置，应从基金流入流出的程度来判断价格的走向。只要基金占比在 20%之上，900 仍是美豆的支撑。

1.2.3. 弱拉尼娜导致二季度难有异常天气呈现

图 1.2.3.1：海温异常指数



资料来源：NOAA　南华研究

从 2016 年贯穿炒作了全年 “小男孩”厄尔尼诺到 2017 年的弱拉尼娜，天气对市场的影响可谓不小。今年拉尼娜的影响尚未对市场有太多影响，年末预期要到来的“厄尔尼诺”又开始了炒作。太平洋海温异常指数数值显示从 2016 年 10 月开始缓幅攀升，11 月已经向上突破了-0.5℃，到 2017 年 1 月明显到了 0℃之上，也就意味着若拉尼娜逐渐减弱甚至趋向消失，取而代之的是太平洋海温的中性概率增加，那就意味着南美出现干旱的概率已经越来越小。

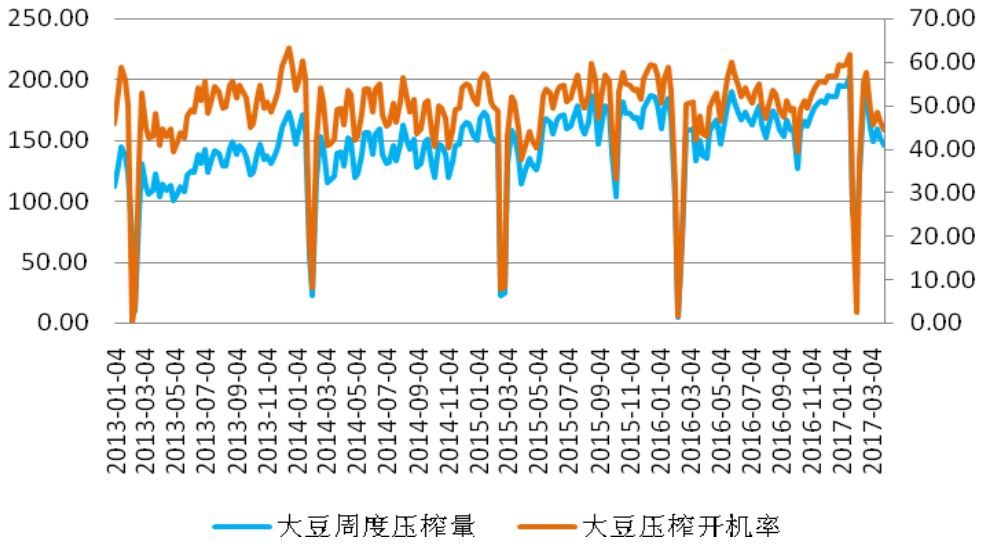
美国政府气象预报员 3 月 9 日表示，拉尼娜现象已经消失，并预计今 2017 年年底可能形成厄尔尼诺现象。2016 的厄尔尼诺现象给全球作物造成巨大的破坏。从目前的趋势来看，若 2 月或 3 月太平海温异常指数一直回暖上升，那么照此速度持续下去，厄尔尼诺最快会在 6 月份形成，到年末会开始对气候产生影响，比如发生会为美洲带去高温多雨的天气。但基于这一切都只是预判，即便有了影响也是对 2017/18 年的全球作物产量影响，对目前的作物年度不会有太多的影响。只是弱拉尼娜会不会对今年北美大豆播种带去干旱还是未知数，仍需拭目以待。

1.3. 环保“紧箍咒”，养殖“高门槛”

1.3.1. 双粕一季度尴尬震荡

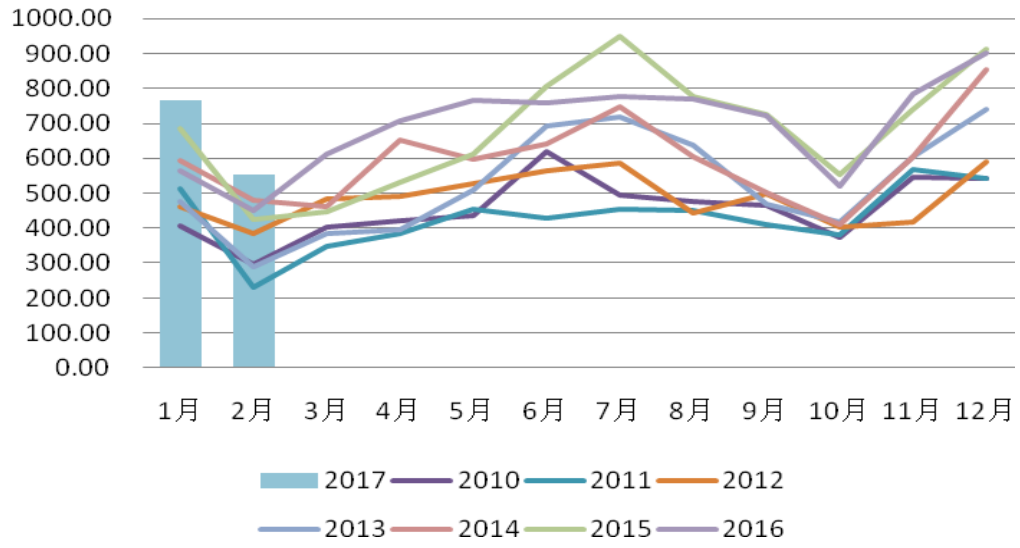
一季度的豆粕走势颇为“鸡肋”，市场总是在失去信心的时候价格猛然上冲，在看涨一片的时候再度转弱。一月初至二月中旬是明显的上升格局，在 1 月供需报告中意外调低美国大豆产量成为了点燃豆粕做多热情的“一把火”，然而在突破 3000 大关之后却未能趁热打铁，二月南美天气持续向好，月度供需报告中美豆库存上调幅度高于市场预期，叠加饲料需求淡季，国内油厂胀库明显，倒逼油厂不得不降低开机率支撑现货。需求端生猪消费难有起色，二季度只能一观罢工和天气的炒作力度能否为豆粕带来一线生机。菜粕一季度走势乏善可陈，尽管 DDGS 双反消息尘埃落定，但受惠方仍是豆粕，现货的坚挺难敌豆粕期价带来的重压。

图 1.3.1.1：进口大豆周度压榨量及开机率　　单位：左吨，右%



资料来源：WIND&南华研究

图 1.3.1.2：大豆进口量分月　　单位：万吨

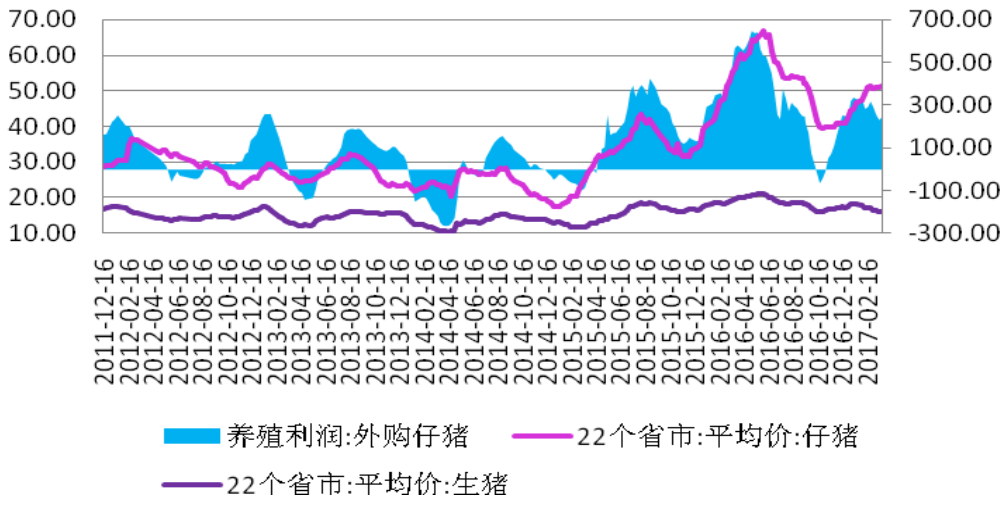


资料来源：WIND 南华研究

从历史进口量来看，一季度到港量为全年最低，目前我国港口大豆库存却不见减少。截止 3 月 30 日，我国大豆库存为 606.15 万吨，照比一季度初期的 670.43 万吨减少了 9.59%，同比也减少了 8%，库存基本达到了近八年来的峰值。3 月 24 日全国压榨大豆量为 152.66 万吨，照比一季度初期减少了 42.63 万吨，油厂开机率为 46.47%，较一季度初减少了 12.98 个百分点，相比去年，今年大豆港口库存并不高，开机率也不高，国内豆粕库存却照比一季度初增加了 92.08%至 83.96 万吨，未执行合同减少了 30%，胀库程度倒逼油厂不断降低开机率。若一旦后期大豆到港量油厂开机满负荷压榨，豆粕库存压力可想而知。

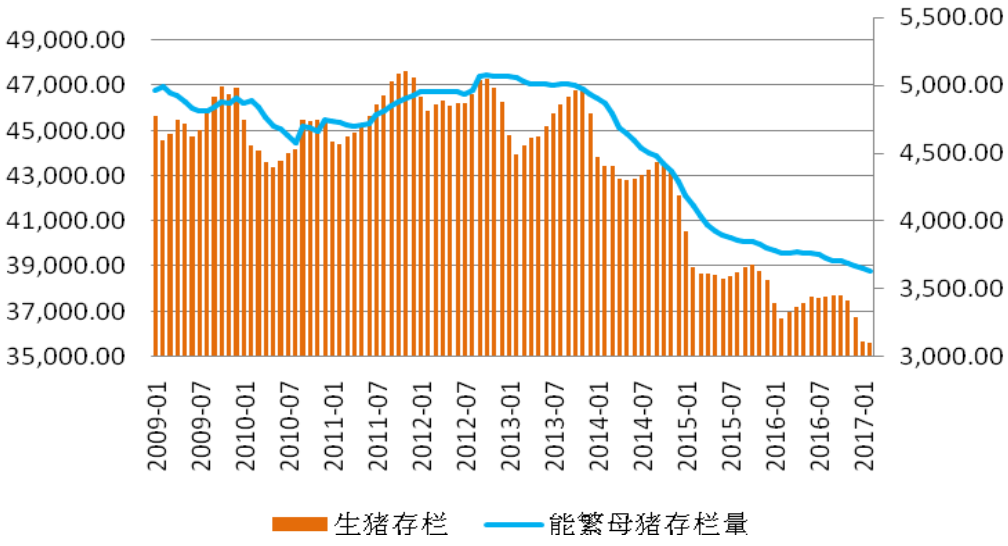
1.3.2. 生猪养殖需求端难有起色

图 1.3.2.1：生猪仔猪月度价格及养殖利润　　单位 左：元/千克　右：元/头



资料来源：WIND 南华研究

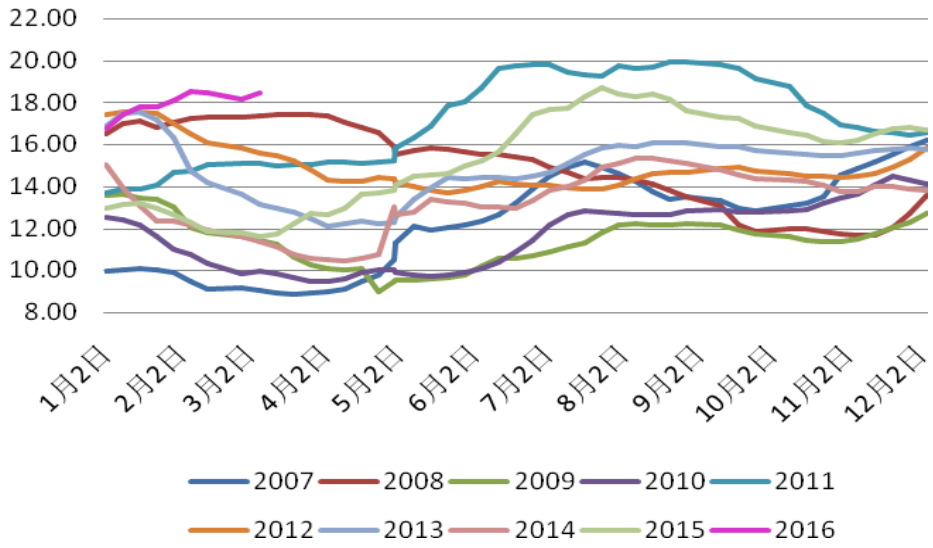
图 1.3.2.2：生猪和能繁母猪存栏变化率　　单位：万头



资料来源：WIND 南华研究

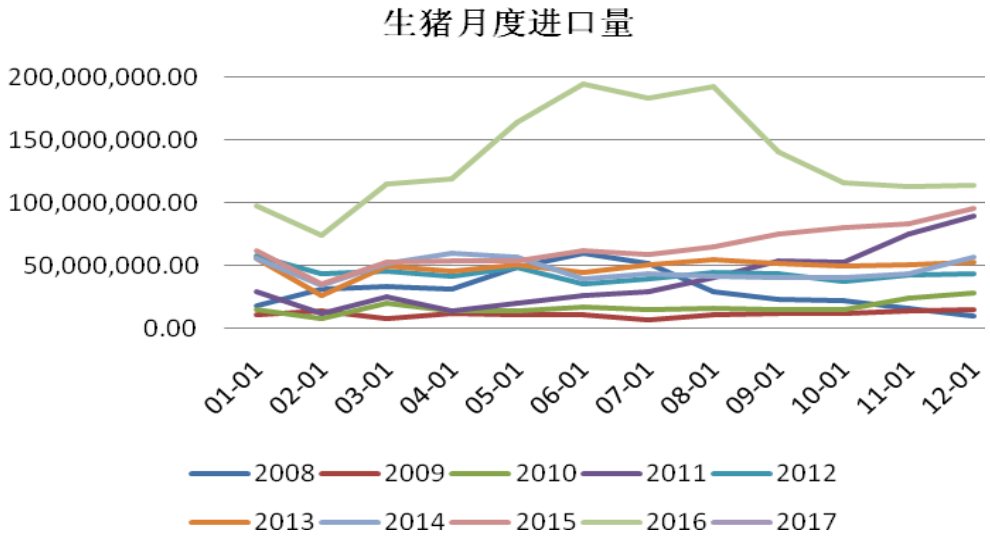
2017 年年初我国生猪价格震荡走低，截止 3 月 31 日，生猪价格照比 2016 年年末下滑了 1.53 元/千克至 15.89 元/千克，仔猪反弹了 9.41 元/千克至 51.62 元/千克，猪粮比价下滑了 0.55 个百分点至 9.18 点。仔猪价格维持温和反弹但生猪消费依旧不济，可看出养殖户有补栏动作，但猪肉年后需求寡淡，传统淡季无法驱动内需，对豆粕也无法助力更多。2017 年 2 月国内生猪存栏率为 3.56 亿头，环比上月减少 71 万头，同比去年减少了 1074 万头；能繁母猪环比上月减少 18 万头，同比去年减少了 127 万头。

图 1.3.2.3：生猪价格年度对比



资料来源：WIND 南华研究

图 1.3.2.4：生猪月度进口量 单位：千克



资料来源：WIND 南华研究

我国的生猪存栏量呈现出现呈现较为明显的季节性波动，每年 11 月~次年 1 月是全年消费最旺的时候，春节后的 3~4 月为最淡的时节，一般而言猪肉消费从 8 月份回暖，销量环比回升，因开学季前夕的备货，环比涨幅最高值出现在 12 月，可达 30~40%，春节后销量则呈现快速回落。那就意味着，全年价格高峰期在四季度，低点在一季度末二季度初。

2016 年二季度猪价却并未出现预期的回落，此前连续三年的“节后下跌”被打破，

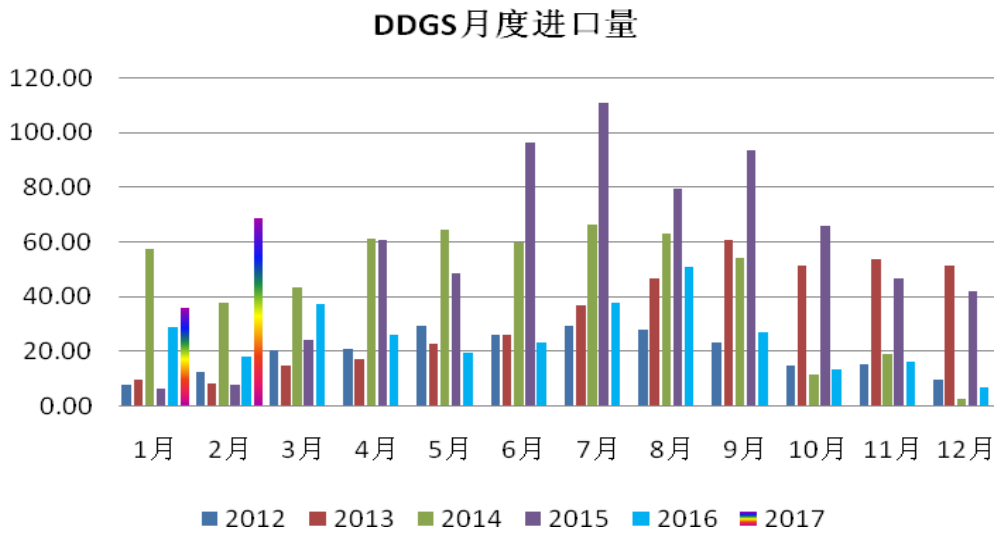
这主要归因于 2015 年养殖户因猪价低迷的集中退市，因此造就了 2016 年上半年猪价的牛市，价格在 5 月中旬一度达到 21.2 元/千克的高价，直到年中才开始进入回调。这样相当于延后了整个“猪周期”。

自 2013 年 7 月开始我国进入了“猪价涨”与“存栏降”共存现象。整个 2016 年生猪和母猪的存栏率一直在下滑，由于不乏国家治理环保的因素，在抑制养殖的扩张规模，不得不迫使散户的逐渐退出和规模化养殖企业补栏缓慢。猪价与饲料价格走势息息相关，尽管短期的价格高企能够带动市场的补栏热情，但长远而言，生猪的存栏量下滑直接决定了饲料的需求量也难有上行。近三年我国饲料产量增幅缓慢，2016 年饲料产量甚至出现下滑态势，同比 2015 年下滑 0.2%至 1.996 亿吨。豆粕需求端自然没有话题。

我国 2016 年猪肉进口量为 162.02 万吨，相当于变相进口了 450 万吨左右的饲料，折合成豆粕大约在 100~120 万吨。我国 2016 年国内豆粕消费量为 6250 多万吨，进口猪肉量若折合成国内豆粕消费仅占不到 2%，但国内的生猪和能繁母猪存栏已经在逐步下滑，进口冻猪肉若逐年翻倍增长，对于国内豆粕的需求压制仍不可忽视。

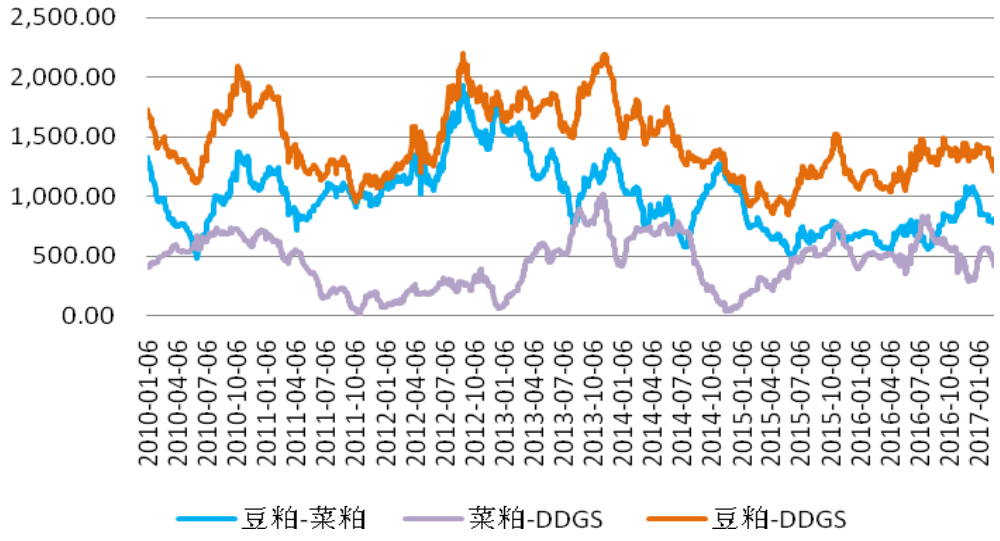
1.4. 菜粕二季度涨势或打折

图 1.4.1：DDGS 月度进口量　　单位：万吨



资料来源：WIND&南华研究所

图 1.4.2：豆粕与菜粕、DDGS 现货价差　　单位：元/吨



资料来源：WIND&南华研究

我国 DDGS 在 2017 年 1、 2 月进口量共为 104.87 万吨，是去年同期 47.15 万吨的 1.22 倍。自去年 DDGS 双反关税落地后，进口量明显锐减，从一定程度上对豆粕需求起到了止跌的作用。但由于 2016 四季度进口的锐减，目前我国库存偏低，截止 3 月 24 日国内库存为 8.1 万吨，同比 2016 年的 90.8 万吨减少了 90.8%，今年一季度加大了进口量。DDGS 因去年双反政策加大了进口税，目前国内到港 CNF 为 2300 元/吨，国内现货价格却在 2150 元/吨附近，内外倒挂 150 元/吨，因此后期进口量预计不会大幅增加。由于库存的紧蹙，DDGS 一季度价格一直较为坚挺，与豆粕的价差却持续缩小，但与菜粕价差持续扩大，说明这三者强局格局为菜粕>DDGS>豆粕。后市在水产备货预期之下菜粕仍维持强势格局，DDGS 被豆粕挤占的需求空间已经没有太多，对菜粕支撑也不大。

水产需求方面，虽然反刍和禽类的养殖有逐年增长，但今年罗非鱼的投苗量有所减少，从本质上看，不会有特别的供需缺口或过剩，菜粕整体的供需格局是处于相对稳定的状态，油厂会根据库存的多少来调整开机率，很难有爆发式的单边的行情的因素。

1.5. 粕类操作思路

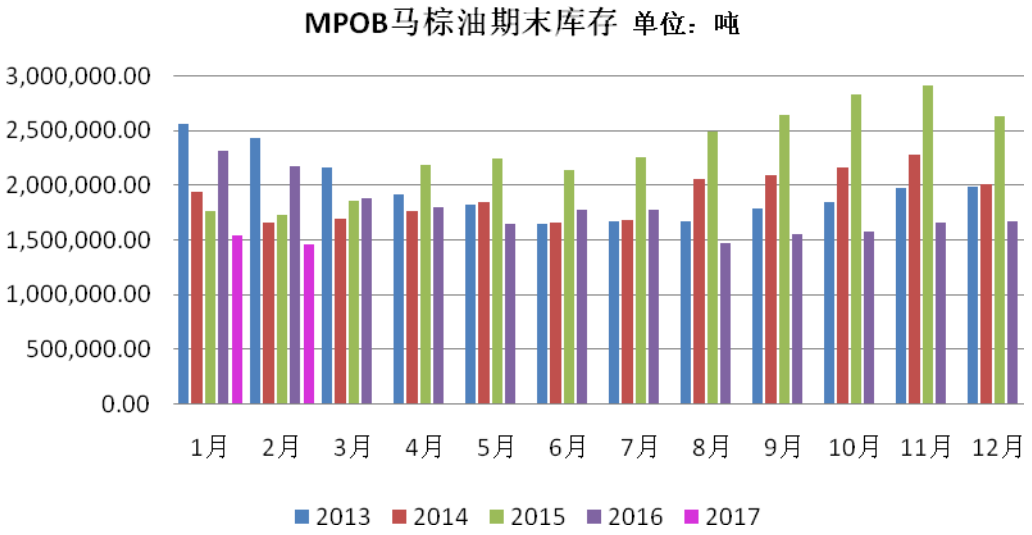
二季度的豆粕亮点难寻，但也不排除有逆袭的可能，因近几年的此时都是年内价值洼地，南美的罢工因素，美豆春播前的天气状况或为市场“接棒”，供给压力的持续释放也会为反弹带去阻力。菜粕二季度为季节性的消费旺季，今年在美豆的“颓靡”之下上行高度大概率会受到限制。若水产备货到来则有望突破 2500 整数关口，2550 或为价格反弹阻力。建议投资者可适度买菜粕抛豆粕套利思路操作。

第2章　油脂上涨“底气不足”

2.1. 棕榈油二季度难有戏

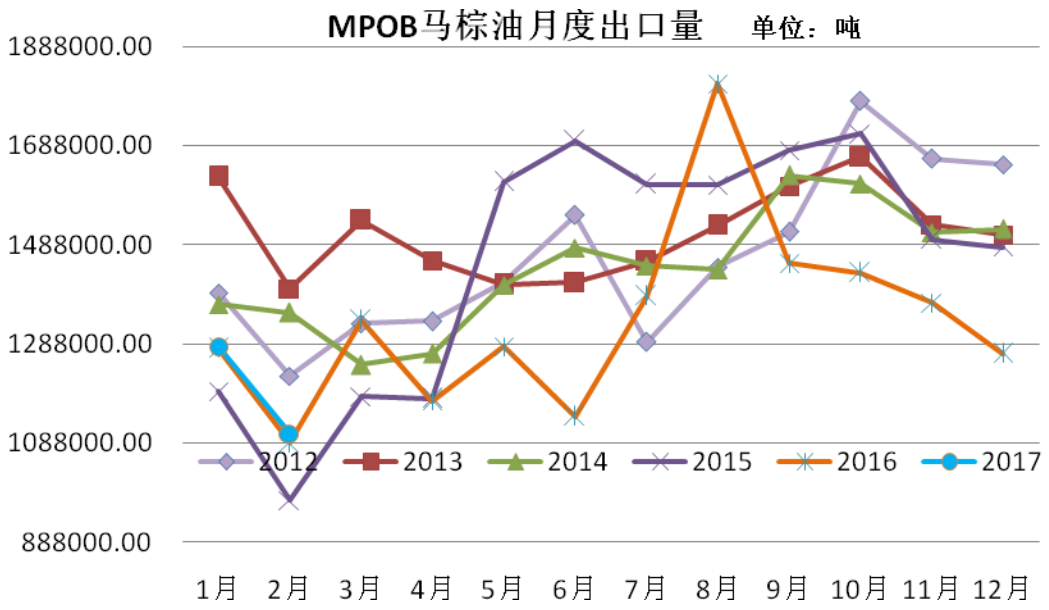
一季度油脂板块整体陷入回调泥潭，未能延续去年四季度的绚烂走势。一季度初在春节备货前期多头还维持着做多的热情，节后土崩瓦解。一月初价格震荡走升，因节前备货炒作热情延续，到了二月偃旗息鼓，国内油厂虽未完全恢复开机，但市场需求趋向寡淡使得豆油棕榈油库存缓幅爬升，菜籽油尽管停拍但无止跌迹象。马来西亚在二月提升出口税后出口下滑，无奈之下三月宣布四月下调，但对出口提振微乎其微。2 月末美国生物柴油计划带动美豆油反弹昙花一现，但“传闻”不能坐实，终究无法带升国内油脂价格，棕榈油从 1 月末的 6300 一路下滑至 3 月末的 5600 附近后底部震荡。

图 2.1.1：马来西亚棕榈油期末库存量　　单位：万吨



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.1.2：国内棕榈油半月度进口量　　单位：万吨



资料来源：WIND 资讯&南华研究

马来西亚棕榈油局（MPOB）2017 年 3 月 10 日报告数据：2 月马棕产量为 126 万吨，环比跌 1.43%,市场预期 125 万吨；出口 111 万吨，环比跌 13.7%；库存 146 万吨，环比跌 5.32%，低于市场预期的 154 万吨。整体来看，产量下滑略低于预期，库存下滑超市场预期，报告略偏多。但船运机构 ITS 公布马来西亚 3 月 1-10 日棕榈油出口环比降 25.5%，叠加 3 月棕榈油进入增产周期，大大抵消该利多因素。

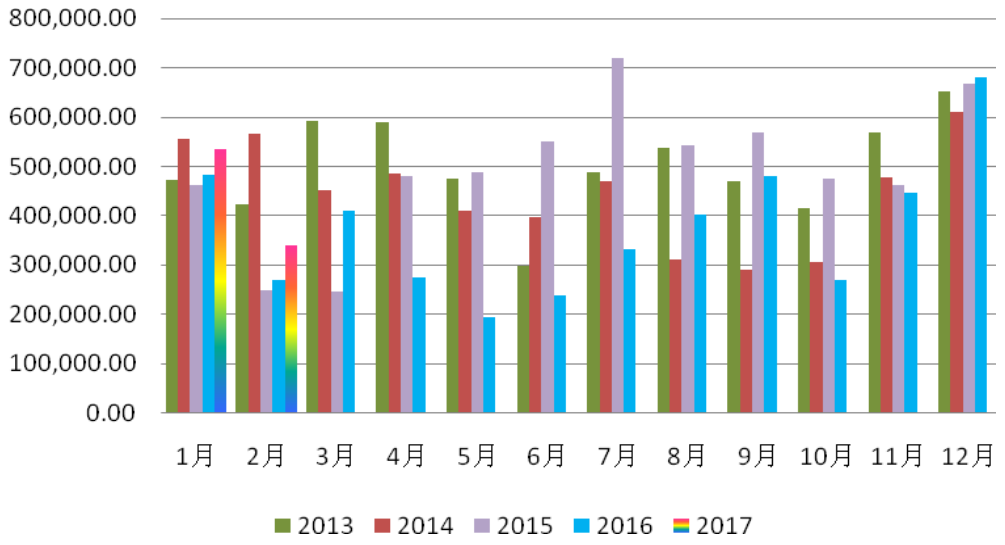
度过了传统的季节性减产期，2017 年 3 月开始马来棕榈油便逐步进入到增产期，产地供应紧张的状态开始缓解，知名分析师 Dorab Mistry3 月 8 日称，2017 年马来西亚和印尼棕榈油产量将比上年显著提高。Mistry 预计 2017 年马来西亚毛棕榈油产量将增至 1950 万吨，印尼产量将增至 3350 到 3400 万吨。2016 年马来西亚棕榈油产量为 1732 万吨，比 2015 年减少 260 万吨。2016 年印尼棕榈油产量为 3000 万吨，比 2015 年减少 200 万吨。Mistry 称，马来西亚棕榈油产量已经开始恢复。2016 年 12 月份达到拐点，当月产量超过 2015 年 12 月份的水平。他预计棕榈油库存将从 2017 年 7 月份开始恢复。

马来西亚于 2 月 20 日上调了 3 月份的棕榈油出口关税，因为棕榈油价格上涨。马来西亚政府的声明称，2017 年 3 月份的毛棕榈油出口税将提高到 8.0%，高于 2 月份的 7.5%，也高于 1 月份的 7%。但最新消息，马来西亚棕榈油局（MPOB）3 月 14 日在其网站上表示，马来西亚将把 4 月毛棕榈油出口税从 3 月的 8%调降至 7.5%。出口的疲弱倒逼马来西亚不得不调减出口关税。船运调查机构 ITS 发布的数据显示，2017 年 3 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口量为 896,621 吨，比 2 月份同期出口量 907,078 吨减少 1.2%。马来 B10 生柴项目的推行屡屡落空，对其国内棕榈油需求形成制约，此外中印两大油脂消费国的采购节奏放缓，也是导致马棕出口偏弱的重要原因。但随北半球天气回暖，棕榈油需求或将改善，预计二季度出口

将维持稳增态势。

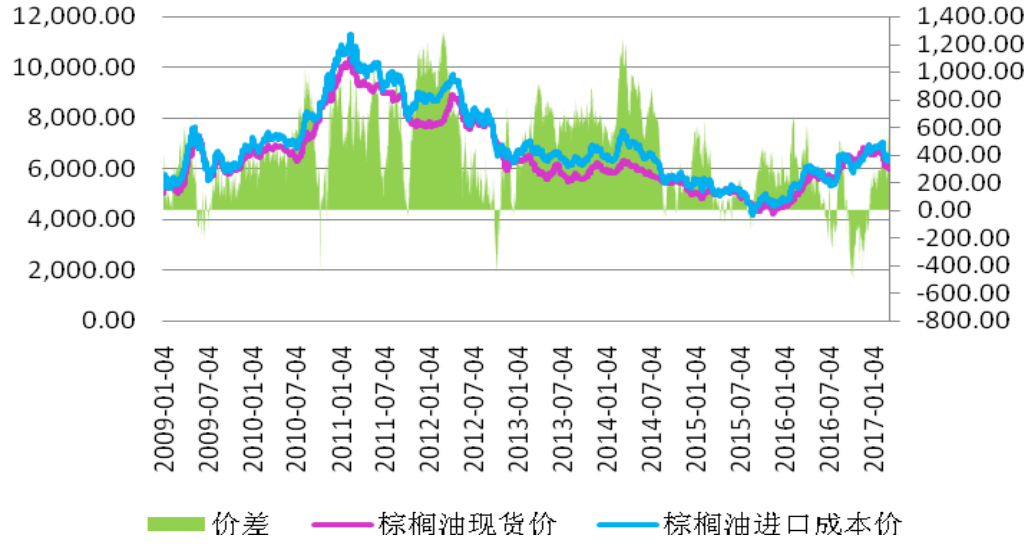
2.2. 国内外价差扩大难支撑国内

图 2.2.1：国内棕榈油月度进口量 单位：万吨



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.2：棕榈油内外价差 单位：元/吨



资料来源：WIND 资讯&南华研究

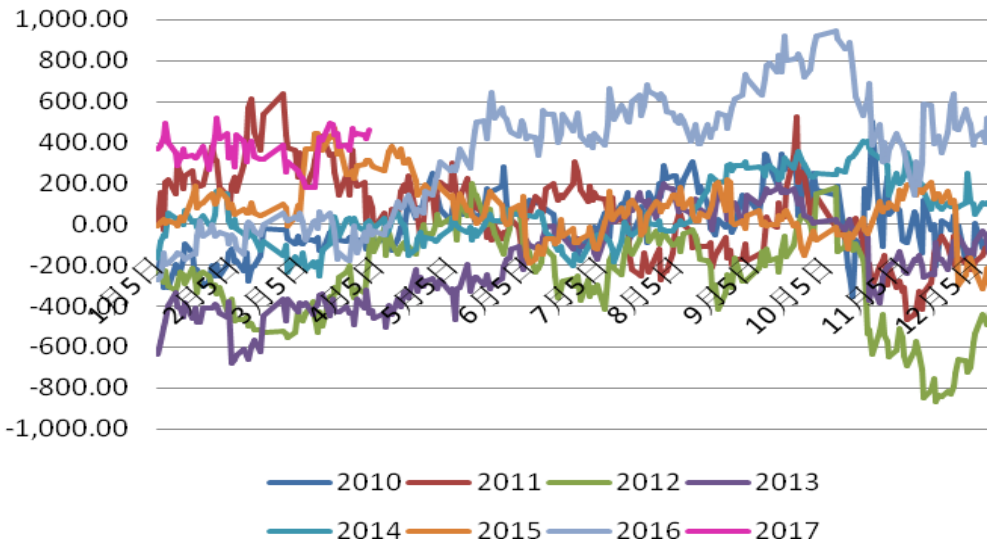
2016 年 1~12 月我国棕榈油进口总量为 447.84 万吨，同比去年的 590.92 万吨减少了 24%，我国去年三四季度持续低库存，现货偏紧蹙，因此期价出现高贴

水。2017 年以来棕榈油港口库存持续攀升，截止 3 月末库存在 56.1 万吨附近，同比去年年末的的 28.7 万吨增加了 95.47%，去年下半年以来低库存的常态化不复存在。

今年一季度以来马棕油进口成本下滑了 466 元/吨至 6314 元/吨，国内现货价格大幅下跌了 790 元/吨至 5811.67 元/吨，二者价差扩大了 324 元/吨至 502.33 元/吨。此时即便价差扩大对国内现货也没有太多的支撑，因此时国内的库存较高，跌幅大于马来西亚。除非马棕油止跌企稳，否则对国内利多作用不大。

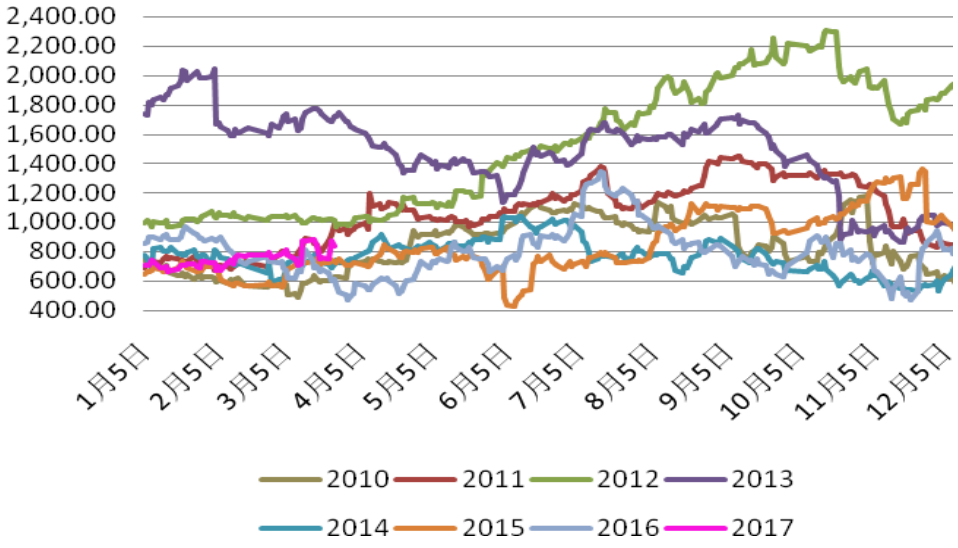
2.3. 豆棕价差二季度难有走高

图 2.3.1：棕榈油基差年度对比



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.3.2：豆棕价差年度对比　　单位：吨



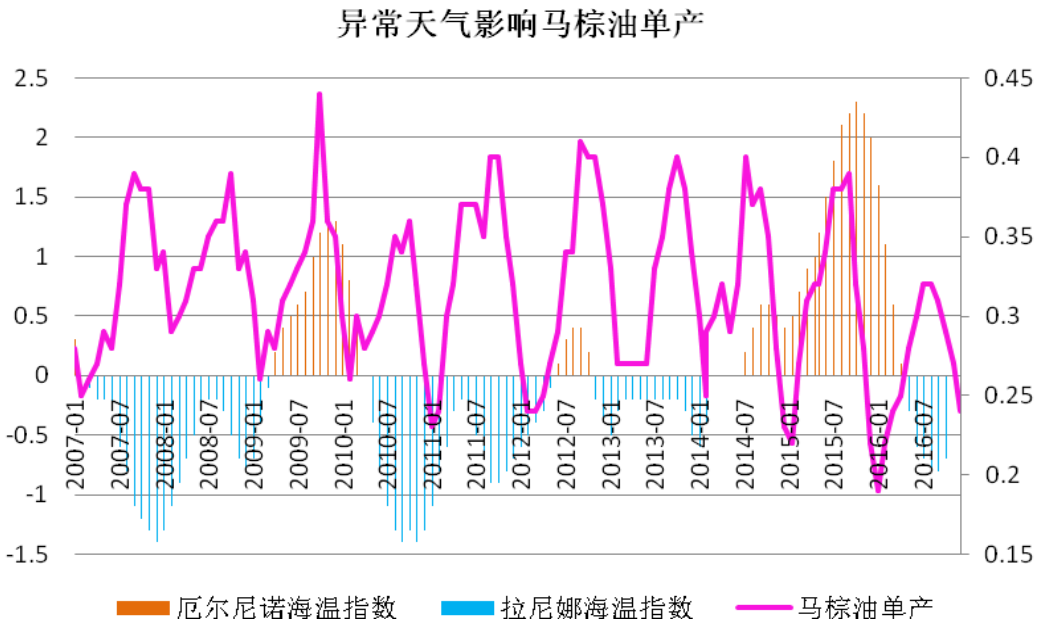
资料来源：WIND 资讯&南华研究

自上市以来，棕榈油八年来的基差基本维持在-800~1000 的震荡区间，震荡中轴则集中在-400~400 之间，季节性特征并不明显。2016 年因厄尔尼诺减产导致全球棕榈油减产效应在三四季度持续发酵，因此在 9 月基差一度出现接近 1000 元的扩大，这种情况在今年出现概率较低。一是洪水炒作过后，市场基本回归理性，今年弱拉尼娜对棕榈油的影响明显已不可能如市场预期。二是一旦棕榈油空头大幅进场杀跌，现货跟随较为紧密，基差收窄概率大于扩大。

2017 年 1 月以后，油脂板块整体在棕榈油带动之下从震荡市转为弱势，尤其是在春节后期价下滑幅度明显加快，而期现价差始终维持在 300~400，看出期现走势相当同步。若后市国内库存继续增加，则将继续压抑现货上行高度，后市基差有望缩小，即期货或出现抗跌态势，远期合约 1709 则表现有望更为明显。

一季度以来棕榈油期价始终贴水 400 元,加上国内外倒挂，因此在期货盘面上做交割的卖方非常少，而同样是贴水的期价，豆油交割量却较大，这样的现货交割结构就导致期货盘面上棕榈油走势要强于豆油。看历史豆棕价差，上半年逐渐扩大的概率较大，今年情况异于往年的是，菜油后期拍卖之后的集中出库基挤占了部分豆油的份额，加上大豆全球丰产的信号对豆油的压制也很大，因此市场愈发不看好未来豆油走势。今年二季度在新季菜籽油上市之前，菜籽油价格可能偏强，届时豆油才有可能替代菜籽油需求。因此四月建议买棕榈抛豆油，五月买豆油卖棕榈为上策。

图 2.3.3：异常天气对马棕油单产影响



资料来源：天下粮仓&南华研究

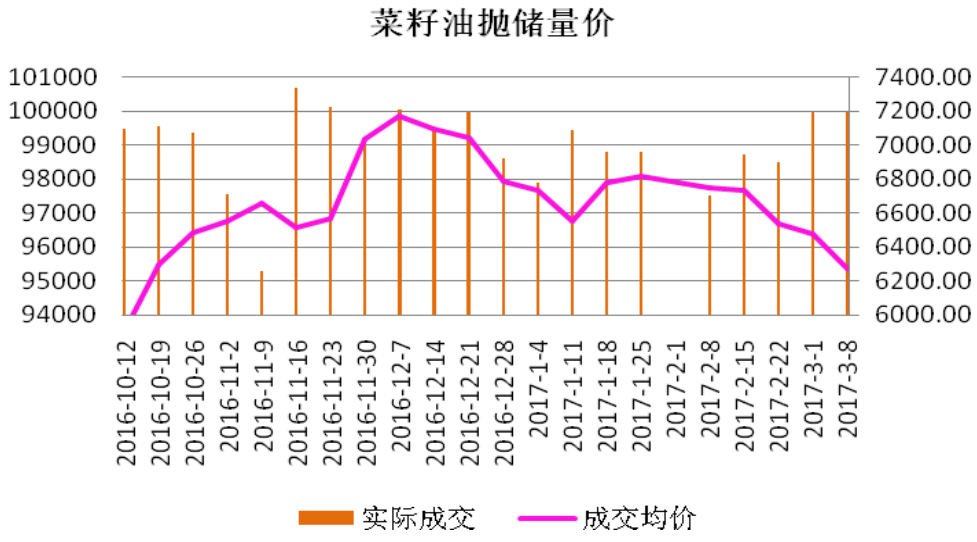
2016 年棕榈油的牛市与厄尔尼诺天气炒作息息相关，单产方面，由于油棕果是全年均有产出，因此季节性特征较为明显，既每年的 12~2 月为减产周期，而 4~10 月为增产期。2016 年 2 月创下了十年来单月单产的最低值 0.19 吨/公顷，且全年的产量明显偏低，全年产量照比 2015 下滑了 13.23%至 1731.99 万吨，也比五年均值 1930.83 万吨低。展望 2017 年国内外投资者均预测产量将出现恢复，但恢复的幅度尚难预估。

海温异常指数在 2016 年 12 月~2017 年 1 月发生了比较大的变化，海温异常指数从-0.5℃附近缓步攀升到了 0℃左右，二月初再度攀升至 0℃之上，意味着若拉尼娜趋向消失，取而代之的是正常的太平洋海温，显示中性概率增加，那就意味着南美出现干旱的概率已经越来越小，同样棕榈油主产区印尼和马来西亚大幅增产的概率也在降低，增产的幅度后市将是市场关注的焦点所在。

每一次厄尔尼诺或拉尼娜的出现会对大豆、棕榈油、白糖、咖啡等作物产生影响，但大豆作为草本植物每年最关键的生长期也就两个月，南美是每年的二三月份，而北美是七八月份，即使是出现异常天气也很有可能避开，因此即便再厄尔尼诺或拉尼娜的年份美国产量也有可能是稳定的。但对木本植物棕榈油影响就非常大，因棕榈油每个月都收割，天气影响是有持续性的，所以棕榈油对天气的敏感度明显要大于大豆，无论是增产还是减产均如此。

2.4. 菜籽油集中出库加大供给压力

图 2.4.1：2016.10.12~2017.3.8 菜籽油拍卖　　单位：左吨，右元/吨



资料来源：WIND&南华研究

自 2016 年 10 月 12 日起至 2017 年 3 月 8 日，本轮临储菜籽油竞价销售共举行了 21 次，除了春节停抛一周，节后继续进行，累计成交量达到 207.87 万吨，总均价为 6654.45 元/吨。除了 1 月 4 日的成交率为 99.39%，其余 20 次成交率均为 100%。其中成交最高的均价在 12 月 7 日的 7172 元/吨，最低成交均价为 10 月 12 日的 5904.09 元/吨。整体来看拍卖的成交量还是较好。

2 月 28 日，对于美国农业部发布的 2016-2026 年长期预测年报显示，在 2021/22 年度以及随后几年里，美国生物柴油行业的豆油用量预计增至近 64 亿磅，这将支持未来十年下半段美国生物柴油年产量达到近 9 亿加仑。美国再生燃料协会称特朗普政府将取消对炼厂在汽油中混合生物燃料的要求，据悉美国生物燃料计划的调整包括生物燃料生产商税务减免；白宫声明，目前并未着手准备有关乙醇燃料的行政令。特朗普签定预算法案，继续之前 epa 生柴添加计划，也引起了汽油价格大的波动。但目前来看，这一政策距离真正落地实施还很遥远，因新晋总统特朗普本身对政策制订的把控能力一般，并且政策落地对价格利好仍是心理层面大过实际意义。由此可见二季度油脂的难有爆炒话题。

2.5. 油脂操作策略

整个油脂板块而言，马来西亚因为利润的存在，棕榈种植业有持续扩大产能的动力。利润收缩是减缓扩产速度。所以油脂的产能是个叠加后的产物，棕榈的产能并不代表油脂整体的产能，棕榈种植业目前的利润来源于整体油脂的供需。而国内大豆为主的油料作物受到本身产能利润周期的影响，一旦出现胀库油厂可以通过调节开机率来挺现货价格，但若大豆大量到港，油厂开机率势必增加，届时供给增加而需求仍无太多突破则价格仍无机会。二季度油脂做多机会难觅。

第3章　豆一二季度或有转机

3.1. 走势回顾及供需分析

国产大豆自 2016 年四季度开始期现价格相关性就逐渐下滑，四季度现货的疲弱却抵挡不住期价的高企，到了 2017 年一季度却反其道而行，大豆种子因春播原因卖的如火如荼，但期价却是跌的一塌糊涂。一月初到春节前年前因农民 2017 年备播意向均转向大豆，产区大豆做种用较多遭农民疯抢，价格有始终坚挺态势，期价走出小“W”形状。意想不到的是，节后中央一号文件的发布，再一次推进了农民玉米转种大豆的市场倾向，但面积的增加却带来了市场的担忧，2 月 14 日这样“甜蜜”的日子登顶后期价上攀无力，随之而来的是却是价格一路的暴跌，从 4352 至 3788 下跌了 500 余点，下跌幅度达 12.96%。整个三月大豆现货也受到拖累难以上行，后市还需观察国家抛储消息以及直补力度。

3.2. 面积增幅决定价格走向

表 1：东北四省国产大豆直补价格对比

大豆直补价格（单位：元/亩）	黑龙江省	吉林省	辽宁省	内蒙古
2016	130.87	139.72	150	32.63
2015	60.5	54	10	36.56

自 2015 年发改委宣布取消大豆收储名改为直补开始，直补价格一直是农民关心的焦点。直补政策的出台尽管拖累了产区大豆销售价格，但对于尤其是外运困难的黑龙江地区而言，若补贴价格较高则会降低农民种粮或卖粮的成本。今年发放的是 2016 年农民种大豆的补贴，目前农民心理价格是不低于 110 元/亩，目前来看虽不清楚采价期，但今年的补贴力度很难超越去年，不过今年两会上调整玉米转种大豆的声音依旧铿锵，因此笔者预估今年直补力度不会跟去年偏离太多，若差别过大则会损伤农民改种积极性。，

图 3.2.1：国产大豆供需平衡　　单位：万吨

单位：千公顷，吨/公顷，千吨，%

1/	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	同比变化	同比变幅
				3月预估	3月预测		
	播 种 面 积						
全 国	**7,172**	**6,791**	**6,800**	**6,506**	**7,150**	**644**	**9.90**
河 北	128	125	122	116	130	14	12.07
山 西	200	200	192	189	200	11	5.82
内蒙古	617	564	504	530	580	50	9.43
辽 宁	116	115	106	107	110	3	2.80
吉 林	230	215	214	161	180	19	11.80
黑龙江	2,664	2,430	2,577	2,401	2,800	399	16.62
安 徽	877	857	852	821	840	19	2.31
山 东	146	146	150	137	150	13	9.49
河 南	461	444	400	366	400	34	9.29
其 他	1,735	1,695	1,683	1,678	1,760	82	4.89
	单 位 产 量						
全 国	**1.836**	**1.760**	**1.787**	**1.811**	**1.832**	**0.021**	**1.15**
河 北	2.168	1.952	2.049	1.948	2.077	0.129	6.60
山 西	0.818	1.040	1.078	1.069	1.075	0.006	0.58
内蒙古	1.995	2.122	1.625	1.675	1.767	0.092	5.48
辽 宁	2.837	2.470	2.104	2.243	2.227	-0.016	-0.70
吉 林	2.585	2.112	1.748	1.801	1.889	0.088	4.87
黑龙江	1.691	1.591	1.787	1.784	1.786	0.001	0.08
安 徽	1.213	1.249	1.350	1.544	1.512	-0.033	-2.11
山 东	2.599	2.452	2.447	2.540	2.567	0.027	1.04
河 南	1.974	1.642	1.365	1.363	1.400	0.037	2.69
其 他	2.142	2.088	2.147	2.110	2.153	0.044	2.07
	产 量						
全 国	**13,050**	**11,951**	**12,154**	**11,785**	**13,100**	**1,315**	**11.16**
河 北	259	244	250	226	270	44	19.47
山 西	182	208	207	202	215	13	6.44
内蒙古	1,220	1,197	819	888	1,025	137	15.43
辽 宁	312	284	223	240	245	5	2.08
吉 林	408	454	374	290	340	50	17.24
黑龙江	4,634	3,867	4,604	4,284	5,000	716	16.71
安 徽	1,130	1,070	1,150	1,268	1,270	2	0.16
山 东	374	358	367	348	385	37	10.63
河 南	781	729	546	499	560	61	12.22
其 他	3,749	3,540	3,614	3,540	3,790	250	7.06

资料来源：国家统计局&南华研究

从目前市场播种意向来看，2016/17 年度农民该改种大豆面积不小，全国播种面积增加了 9.9%至 715 万公顷，产量增加了 11.16%至 1310 万吨。作为主产区，黑龙江面积增加了 16.62%至 280 万公顷，产量增加了 16.71%至 500 万吨，均高于国家增幅，吉林和内蒙古增幅亦然不小，可看出玉米转大豆主要还是集中在东北地区。玉米的库存压力部分转嫁至大豆以后，秋收的供给压力显然就会跟随而来。

3.3. 操作思路

豆一二季度走势需一观政策导向情况，近三年来看 2014 年五月国家抛储，2015 没有拍卖，2016 年 7 月中旬才拍卖，2017 年国产大豆价格低迷，国储库存剩余已然不多，加上今年播种面积增加幅度较大，春播之前抛储的概率很小，预计抛储动作会在二季度末三季度初的六七月份可能性较大。二季度国产大豆或有逢低做多机会，但预计价格涨幅受限。

南华期货分支机构

杭州总部
杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层（310002）
电话：0571-88388524　传真：0571-88393740

嘉兴营业部
嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼（314000）
电话：0573-82158136　传真：0573-82158127

宁波营业部
宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼（315000）
电话：0574-87310338　传真：0574-87273868

郑州营业部
郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层（450008）
电话：0371-65613227　传真：0371-65613225

温州营业部
温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室（325000）
电话：0577-89971808　传真：0577-89971858

北京营业部
北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话：010-63556906　传真：010-63150526

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话：0451-82345618　传真：0451-82345616

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　传真：0755-82577539

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：0571-87839600 传真：0571-83869589

天津营业部
地址：天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话：022-88371080；88371089

南华期货（香港）有限公司
中国香港上环德辅道中 232 号
电话：00852-28052978　传真：00852-28052978

广州营业部
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话：020-38806542　传真：020-38810969

永康营业部
浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292768

余姚营业部
浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话：0574-62509001　传真：0574-62509006

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

上海营业部
上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室（200122）
电话：021-68400681　传真：021-68400693

台州营业部
台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室（318000）
电话：0576-88205769　传真：0576-88206989

大连营业部
大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号（116023）
电话：0411-84378378　传真：0411-84801433

兰州营业部
兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北（730000）
电话：0931-8805331　传真：0931- 8805291

成都营业部
成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼（610015）
电话：028-86532693　传真：028-86532683

绍兴营业部
绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话：0575-85095800　传真：0575-85095968

慈溪营业部
慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话：0574-63925104　传真：0574-63925120

青岛营业部
青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室（266071）
电话：0532-85803555　传真：0532-80809555

上海虹桥营业部
上海虹桥路 663 号 3 楼
电话：021-52585952 传真：021-52585951

沈阳营业部
地址：沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话：024-22566699

芜湖营业部
地址：芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话：0553-3880212　传真：0553-3880218

重庆营业部
地址：重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话：023-62611619　传真：023-62611619

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话：0351-2118016

普宁营业部
广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
电话：0663-2663886

免责申明

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