

吴华松

CFA, 高级研究员,

期货执业证书编号 F0254840

wuhs@dxqh.net

供应充裕中寻找结构性机会

观点要点:

- 全球大豆库存继续重建, 全球供应宽松格局不变;
- 美豆出口受到南美洲挤压, 预计后期出口或被下调, 压榨需求也不乐观;
- 棕榈油 2015 年 11 月减产超预期, 但需求疲弱拖累棕榈油价格反弹, 减产持续将提振棕榈油价格;
- 全球植物油消费过拐点, 但整体依然相对宽松, 价格反弹高点取决于棕榈油的减产幅度以及生物柴油的政策落实情况。
- 生物柴油政策提振美豆油消费, 但幅度有限。东南亚生物柴油消费或有亮点;
- 我国油脂供应整体充裕, 但需求好转支撑价格, 局部时点或现货紧张;
- 生猪存栏低位不利于豆粕需求恢复, 2016 年豆粕需求难有起色;
- 豆粕和 DDGS 对菜粕替代接近极限;
- 2016 年, 豆类油脂整体供应充裕, 但会出现时点性或结构性交易机会;
- 策略 1: 做多油粕比;
- 策略 2: 做多棕榈油-豆油或棕榈油-菜油价差;
- 策略 3: 做多菜粕-豆粕价差

供应充裕中寻找结构性机会

一：全球大豆库存充裕，美豆高产量库存增加，植物油基本面过拐点。

1.1 美豆高产量落实，库存得以重建，全球大豆库存处于高位

根据美国农业部 2015 年 12 月的供需报告显示，2015/16 年度美豆的产量为 39.81 亿蒲式耳，已经连续两个年度产量维持在 39 亿蒲式耳以上。2014/15 年由于出口依然较好，达到 18.73 亿蒲式耳，导致期末库存仅仅从 0.92 亿蒲式耳上调至 1.91 亿蒲式耳。但是 2015/16 年度出口则预期将明显受到南美洲大豆的冲击，出口由 18.73 亿蒲式耳下滑至 17.15 亿蒲式耳，这导致 2015/16 年度美豆的库存消费比从 4.95% 上升至 12.44%。

从供给的角度看，库存的增长趋势以及伴随着的高库存均导致美豆的熊市格局不会改变。

图 1：美豆供需平衡表

	播种面积	收割面积	单产	期初库存	产量	进口	总供应	压榨	出口	种子	剩余差	总消费	期末库存	库存消费比
2005/06	72.0	71.3	43.0	256	3,063	3	3,322	1,739	947	93	94	2,873	449	15.63%
2006/07	75.5	74.6	42.7	449	3,188	9	3,647	1,806	1,118	78	70	3,073	574	18.68%
2007/08	64.7	64.1	41.7	574	2,677	10	3,261	1,801	1,161	93	0	3,056	205	6.71%
2008/09	75.7	74.7	39.7	205	2,967	13	3,185	1,662	1,283	90	12	3,047	138	4.53%
2009/10	77.5	76.4	44.0	138	3,359	15	3,512	1,752	1,501	90	18	3,361	151	4.49%
2010/11	77.4	76.6	43.5	151	3,329	14	3,495	1,648	1,501	87	43	3,280	215	6.55%
2011/12	75.0	73.8	41.9	215	3,094	16	3,325	1,703	1,362	90	1	3,155	169	5.36%
2012/13	77.2	76.1	40.0	169	3,042	41	3,252	1,689	1,317	89	16	3,111	141	4.53%
2013/14	76.8	76.3	44.0	141	3,358	72	3,570	1,734	1,638	97	10	3,478	92	2.65%
2014/15	83.3	82.6	47.5	92	3,927	33	4,052	1,873	1,843	97	48	3,861	191	4.95%
2015/16	83.2	82.4	48.3	191	3,981	30	4,203	1,890	1,715	92	41	3,738	465	12.44%

来源：美国农业部, 东兴期货研发中心

图 2：美豆期末库存消费比

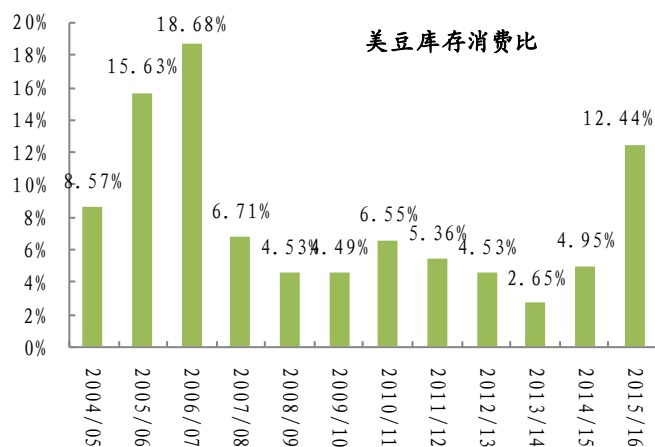
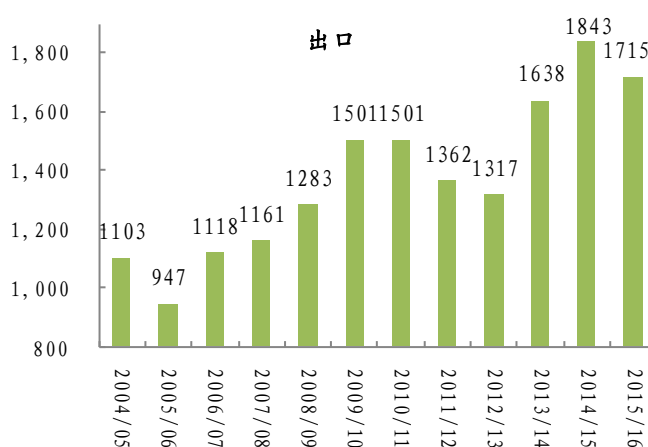


图 3：美豆出口（百万蒲式耳）



来源：美国农业部, 东兴期货研发中心

巴西和阿根廷种植面积继续放大，高单产维持也是大概率事件。从目前的趋势单产来看，巴西单产预估在 3 吨/公顷，阿根廷在 2.85 吨/公顷。种植面积也是继续扩大。尽管巴西部分种植区天气生长初期出现了干旱，但 12 月底 1 月初的降雨大大缓解了天气的担忧。目前机构纷纷开始修正对巴西减产的预期，预计仍能达到 1 亿吨以上的产量。南美洲实现产量预估是大概率，令美豆持续承压。我们认为在不出现大幅减产的情况下，美豆价格将在 1000 美分以下运行。

图 4：全球大豆供需平衡表

	期初库存	产量	进口	总供应	压榨	国内消费总计	出口	总消费	期末库存	库存消费比
2004/05	35.66	215.58	64.67	315.91	175.40	205.46	64.88	270.34	45.57	22.18%
2005/06	48.45	219.93	64.00	332.38	184.53	214.52	64.07	278.59	53.79	25.07%
2006/07	52.88	237.25	68.94	359.07	195.36	224.90	70.92	295.82	63.26	28.13%
2007/08	62.69	220.84	78.81	362.34	201.74	229.75	79.50	309.25	53.09	23.11%
2008/09	52.96	211.77	77.20	341.93	193.90	222.16	76.94	299.10	42.82	19.27%
2009/10	42.57	260.22	86.72	389.51	209.24	237.96	92.66	330.62	58.88	24.74%
2010/11	59.82	264.25	88.83	412.90	220.84	251.47	92.67	344.14	68.90	27.40%
2011/12	70.11	239.77	93.22	403.10	226.73	256.03	91.94	347.97	55.13	21.53%
2012/13	53.40	268.06	95.89	417.35	229.60	260.53	100.54	361.07	56.28	21.60%
2013/14	56.21	283.12	111.73	451.06	241.27	275.72	112.77	388.49	62.57	22.69%
2014/15	62.57	319.00	121.90	503.47	262.38	299.86	125.96	425.82	77.66	25.90%
2015/16	77.66	320.11	126.76	524.53	273.73	312.32	129.62	441.94	82.58	26.44%

来源：美国农业部, 东兴期货研发中心

图 5：巴西和阿根廷大豆种植面积走势图

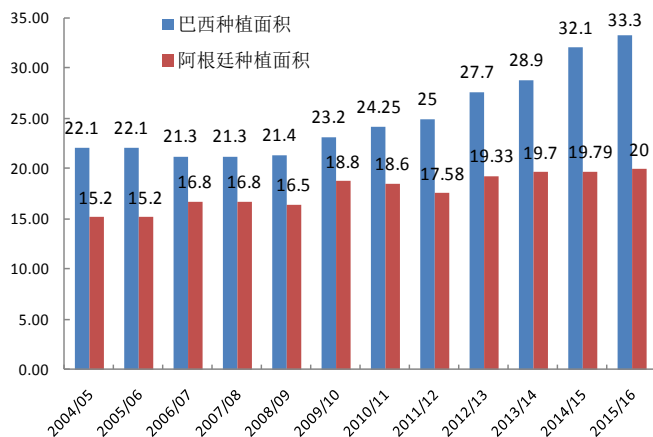
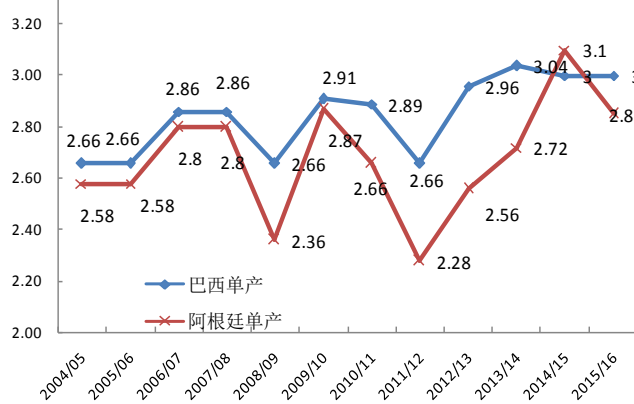


图 6：巴西和阿根廷大豆单产走势图



来源：美国农业部, 东兴期货研发中心

图 7：巴西降水图截止 1 月 2 日

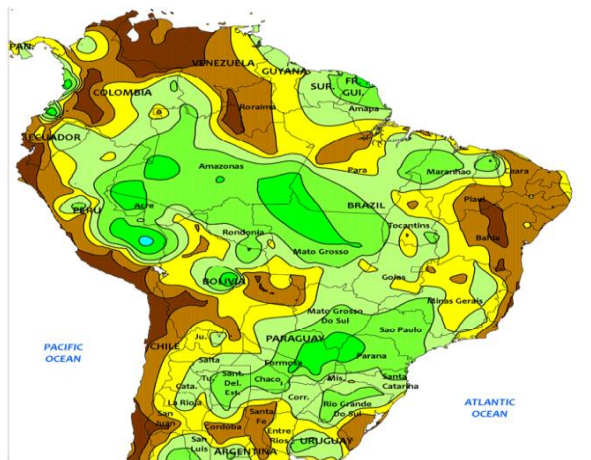
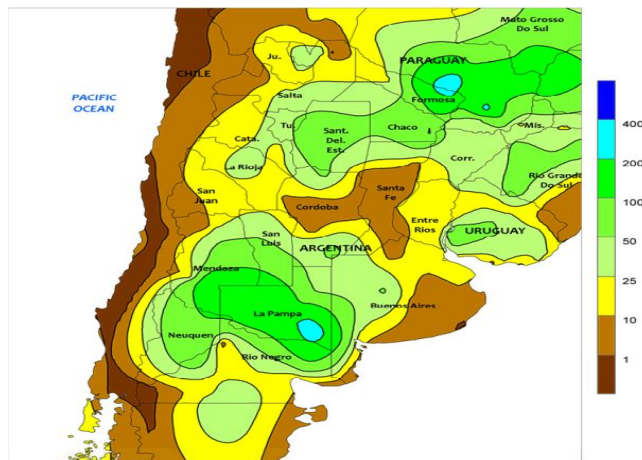


图 8：阿根廷降水图截止 1 月 2 日



来源：美国农业部, 东兴期货研发中心

1.2 美豆出口被南美洲抢占市场份额

截止 12 月 31 日，美豆 2015/16 年度出口 2726.4 万吨，较 2014/15 年度出口 2957.5 万吨减少了 231 万吨。本年度美豆销售达到 1091.2 万吨，较 2014/15 年度销售的 1354.6 万吨减少了 263.4 万吨。从出口进度看，目前完成了 58.41%，略低于上年度同期的 58.95%，但是如果考虑销售的部分，出口+销售完成了 81.78%的目标出口，而上年度同期的销售进度为 85.9%，所以美豆的出口仍有 100-150 万吨的下调空间。

品种方面，美豆油 2015/16 年度累计出口 34.4 万吨，明显高于去年同期的 27 万吨，销售也超过了上年度同期的水平。美豆粕 2015/16 年度累计出口 263.9 万吨，低于去年同期的 294.2 万吨，销售则弱于上年度同期的水平。

综上，美豆和美豆粕出口明显放缓，令其价格承压，但是美豆油出口相对有所好转，但出口占美豆油消费比重太低，影响有限。

图 9：美豆销售四周均值

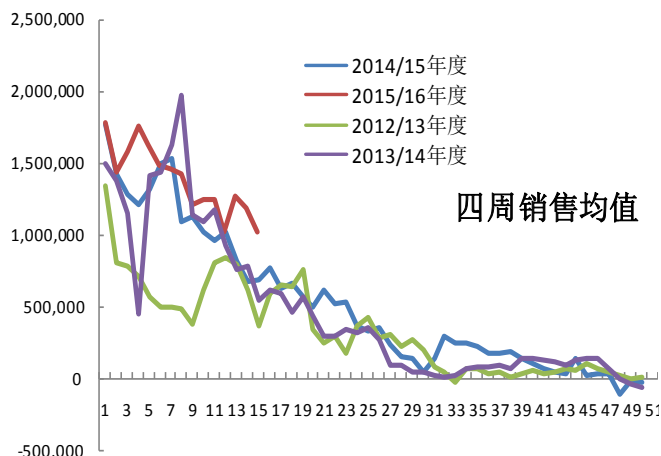
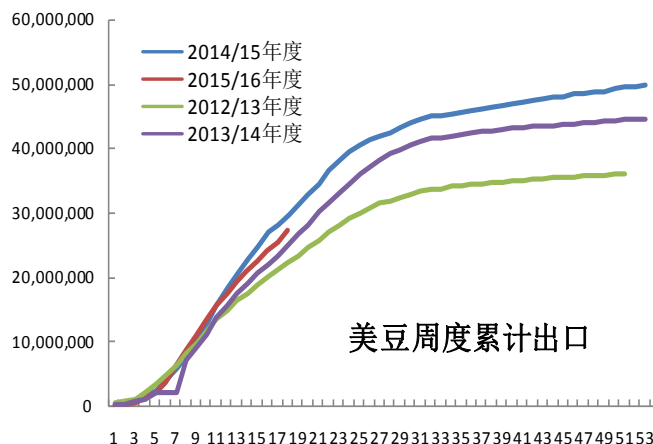


图 10：美豆周度累计出口



来源：USDA, 东兴期货研发中心

1.3 美豆压榨提高空间不大

截止 2015 年 11 月，美豆 2015/16 年度累计压榨为 3.15 亿蒲式耳，累计同比下滑了 1.3%。美豆油库存在 14.77 亿磅，较上年度的 10.04 亿磅出现了明显的增加。而美豆压榨利润进入新年度后也明显减少，目前看美豆压榨的上调空间并不大，反而有可能被下调。

图 11：美豆累计压榨

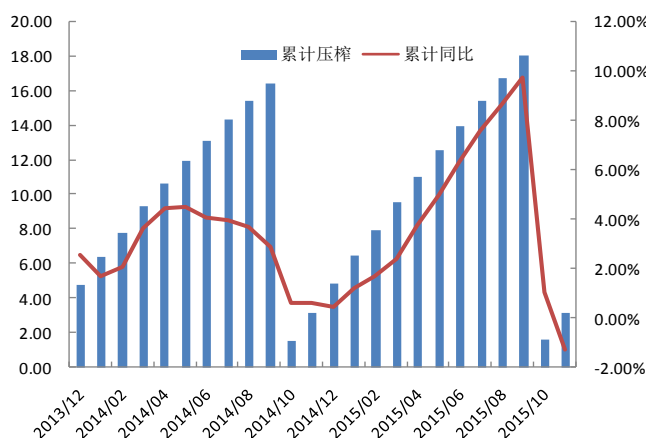
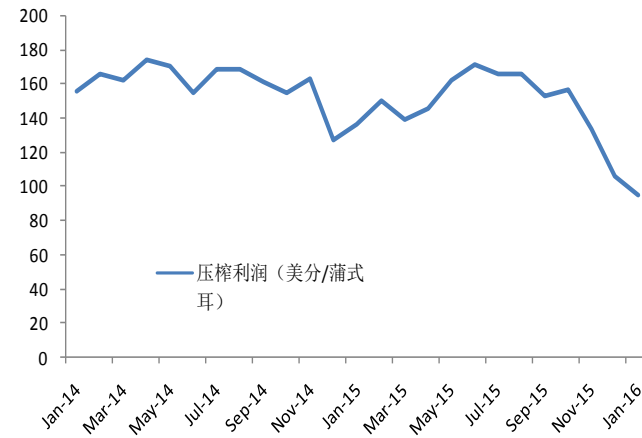


图 12：美豆压榨利润



来源：NOPA, 东兴期货研发中心

1.4 厄尔尼诺指标达新高，东南亚干旱或威胁棕榈油产量

目前厄尔尼诺数据在 2 附近，已经是很严重的厄尔尼诺现象。厄尔尼诺现象会导致南美洲多雨而东南亚干旱。极端天气对南美洲的影响不大，但对东南亚的影响却很大，所以一旦厄尔尼诺现象开始影响作物产量，对棕榈油的影响要明显多于美豆。从东南亚的降雨数据来看，降雨略低，而且从产量上看也有明显减少，这是对油脂提振的一大利好因素。不过也应注意厄尔尼诺现象后转为拉尼娜现象的可能性。

图 13: 厄尔尼诺现象指标

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2003	0.9	0.6	0.4	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
2004	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.7
2006	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	0.9	1.0
2007	0.7	0.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	-1.1	-1.2	-1.3
2008	-1.4	-1.3	-1.1	-0.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7
2009	-0.8	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2	1.3
2010	1.3	1.1	0.8	0.5	0.0	-0.4	-0.8	-1.1	-1.3	-1.4	-1.3	-1.4
2011	-1.3	-1.1	-0.8	-0.6	-0.3	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.9	-0.9	-0.8
2012	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.2
2013	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.5	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.6
2015	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5	1.8	2.0		

来源: CPC, 东兴期货研发中心

1.5 马棕榈油产量 11 月大幅减少，减产预期提振棕榈油价格

受到厄尔尼诺现象的影响，马来西亚和印尼的干旱开始作用在马棕榈油产量上。2015 年 11 月，马棕榈油产量达到 165.3 万吨，环比 11 月下降了近 19%，远高于去年 7.5% 的降幅。数据激发了市场对马棕榈油产量减少的担忧，但是库存的逆势增加反应了需求的同步减少限制了棕榈油的涨幅。数据显示，11 月马棕榈油库存达到 290.8 万吨高于 10 月的 283.5 万吨，出口由 171.1 万吨大幅下降至 149.9 万吨。进入 12 月之后，马棕榈油产量或继续减少 20%，而出口环比减少 5%，导致 12 月份马棕榈油库存将出现拐点。这也是支撑棕榈油价格的因素。所以 2016 年棕榈油市场关注的主要焦点就是减产和需求的博弈。

图 14: 马来西亚棕榈油产量

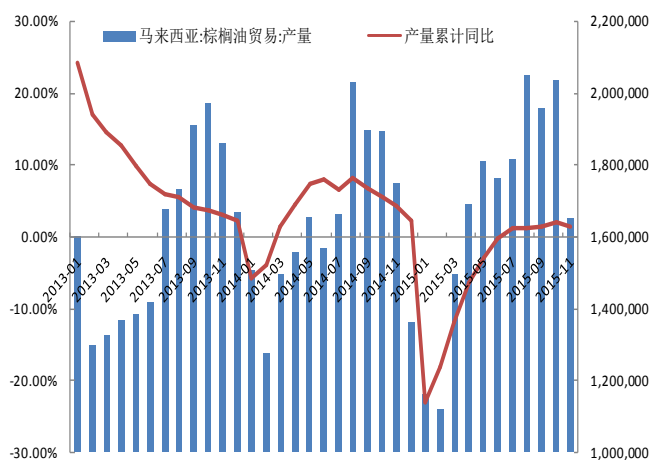
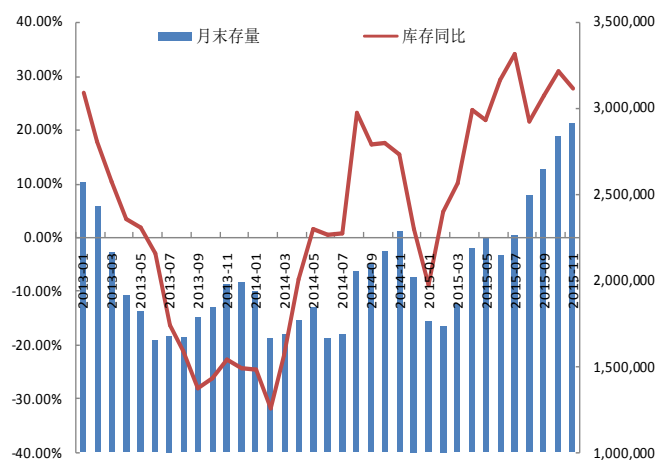


图 15: 马来西亚棕榈油库存



来源: NOPA, 东兴期货研发中心

图 16: 马来西亚棕榈油出口

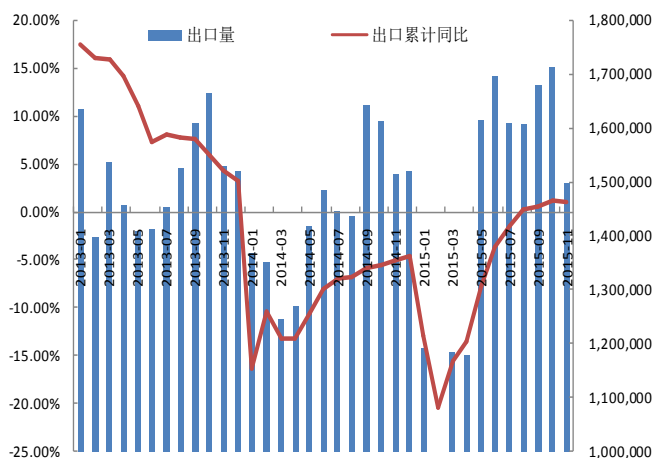
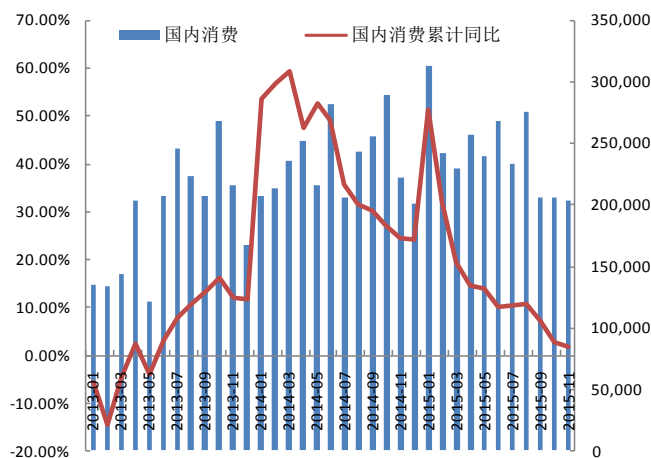


图 17: 马来西亚棕榈油国内消费



来源: NOPA, 东兴期货研发中心

1.6 植物油供需过拐点, 全球棕榈油和菜油库存消费比转好

全球植物油供需在 2015 年出现拐点。三大油脂中, 2015 年棕榈油库存消费比为 10.75%, 较 2014 年的 14.18% 大幅下降, 2015 年菜油库存消费比为 12.56%, 较 2014 年的 15.35% 也明显下降。棕榈油库存消费比下降的主要原因是印尼和马来西亚产量过拐点, 而菜油库存消费比下降的主要原因是加拿大菜籽和我国菜籽产量的大幅下滑。

豆油方面, 美国生物柴油补贴政策继续, 依旧是掺兑商获得 1 美元每加仑的补贴。尽管如此, 但美国生物柴油消耗量已经开始进入平稳阶段, 2016 年预计新增生柴需求大概 1 亿加仑, 对豆油的消费提振也仅仅 17 万吨。印尼生物柴油消费也有明显的提高, 这将进一步有利于棕榈油的去库存。2015 年 4 月份, 印尼调至 B15, 2016 年甚至或调升至 B20, 市场预期这将导致印尼的库存消费比从 4.9% 下调至 3.4%。

综合来看, 全球植物油消费过拐点, 但整体依然相对宽松, 价格反弹高点取决于棕榈油的减产幅度以及生物柴油的政策落实情况。

图 18: 全球三大油脂库存消费比

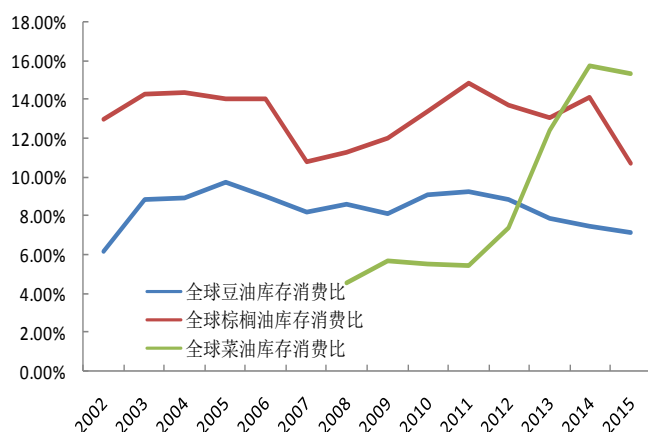
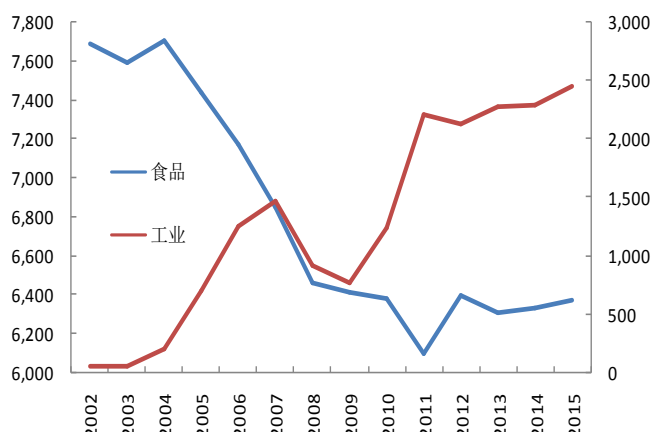


图 19: 美豆油食品与工业消费



来源: NOPA, 东兴期货研发中心

二: 我国油脂供应充裕, 豆粕需求并未好转

2.1 油脂供应整体充裕，消费过拐点致油粕比见底

截止 2015 年 11 月，我国植物油进口累计值为 599.5 万吨，较去年同期增加 7.94 万吨。其中豆油进口减少 29.24 万吨，棕榈油进口增加 28.78 万吨，菜油进口减少 6.89 万吨，其他油脂进口增加 15.29 万吨。大豆累计进口 7261 万吨，同比增加了 974 万吨，而菜籽累计进口 415.61 万吨，同比减少了 44.3 万吨。大豆和菜籽折合油脂供应增加了 155.92 万吨。排除国内油脂产量，进口供应增加了 163.86 万吨，同比增加 8.5%。

再考虑库存，大豆库存增加了 183.6 万吨，折合豆油 33 万吨，棕榈油港口库存增加了 15.85 万吨，豆油商业库存减少了 21.65 万吨，这样来算我国油脂表观需求不考虑隐形库存增量在 136.66 万吨，同比增幅在 7%。因数据不考虑隐形的大豆和油脂库存，一方面说明供应增加导致国内油脂供给依旧充裕，另一方面也说明国内油脂需求出现明显恢复导致豆油和棕榈油的商业库存并没有出现明显增加。

图 20：我国大豆月度进口及累计同比增速

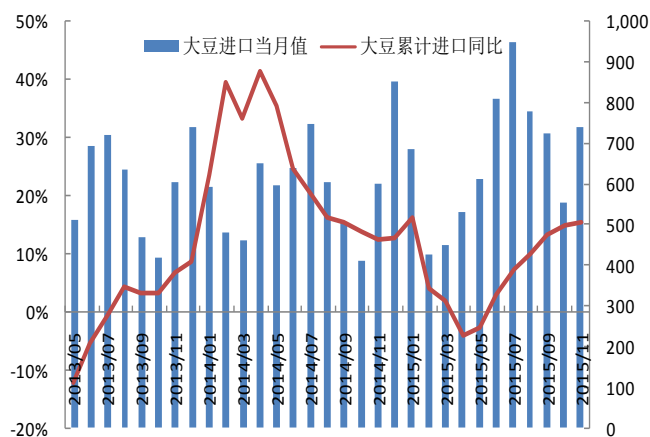
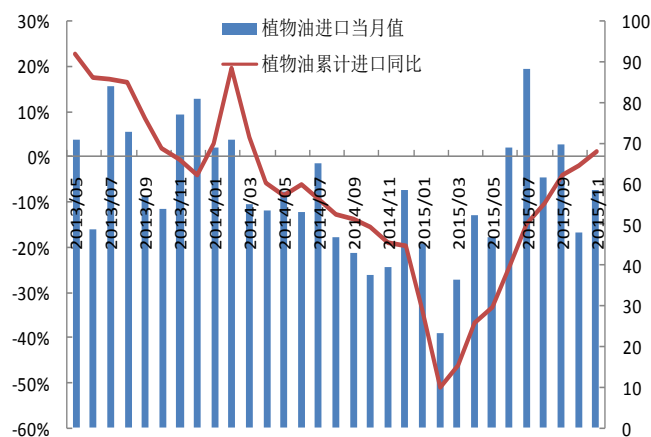


图 21：我国植物油月度进口及累计同比增速



来源：wind, 东兴期货研发中心

图 22：我国大豆、棕榈油、豆油库存

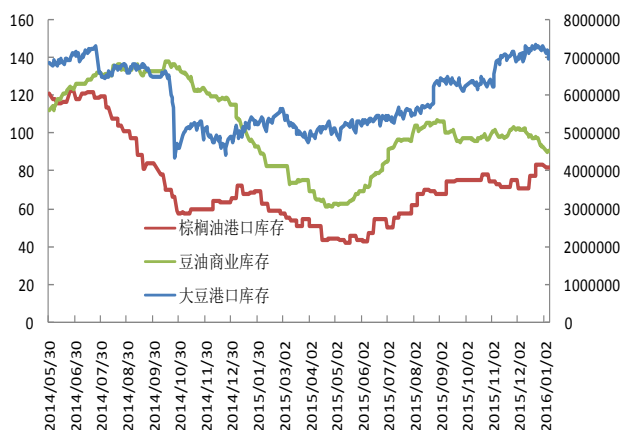
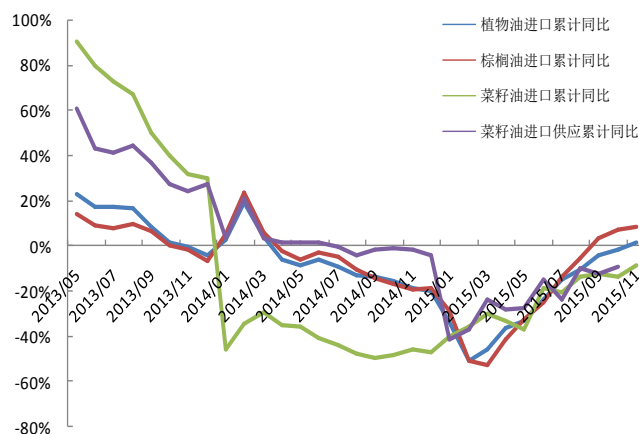


图 23：我国植物油、棕榈油累计同比增速



来源：wind, 东兴期货研发中心

2015 年我国餐饮消费出现明显恢复。根据国家统计局数据显示，社会消费品餐饮收入为 3034 亿元，同比增加了 11.53%，去年同期该增速为 9.85%，消费出现明显见底迹象。而且根据以往统计，餐饮消费与油粕比的走势十分吻合，油粕比预计 2015 年已经见底，2016 年预计油脂走势依然强于粕类。

表 1: 我国油脂油料供应 (月度)

	植物油累计值	豆油进口累计值	棕榈油进口累计值	菜油进口累计值	其他油脂	大豆加菜籽折合油脂
Nov-15	599.50	80.21	378.49	70.82	69.98	1489.97
Nov-14	591.56	109.45	349.71	77.71	54.69	1334.06
	1.34%	-26.71%	8.23%	-8.87%		11.69%
增量	7.94	-29.24	28.78	-6.89	15.29	155.92

来源: wind, 东兴期货研发中心

图 24: 餐饮收入零售总额

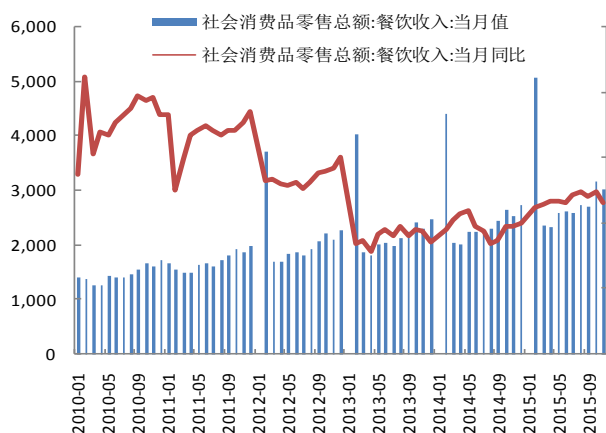
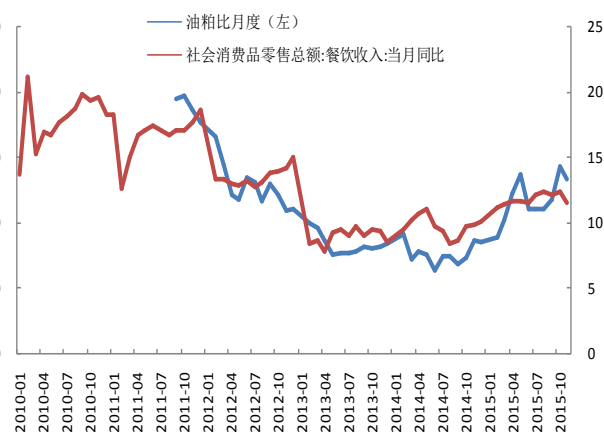


图 25: 餐饮收入零售总额与油粕比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2.2 生猪存栏低位, 2016 年蛋白需求预计持续低迷

2015 年养殖利润出现明显增加, 其中养猪的利润在 8 月份达到高点。养鸡的利润也出现较好的恢复, 主要原因是粕类、玉米等出现大幅下跌导致养殖的利润出现大幅增加。但是养殖利润的大幅增加并未带来生猪存栏的增加。能繁母猪依旧在低位, 说明整体上补栏的意愿并不强烈。再加上生猪补栏到带动实际粕类消费有半年的滞后, 预计 2016 年养殖的需求很难带动粕类需求的大增。油粕比预计以震荡走强为主。

图 26: 生猪养殖利润

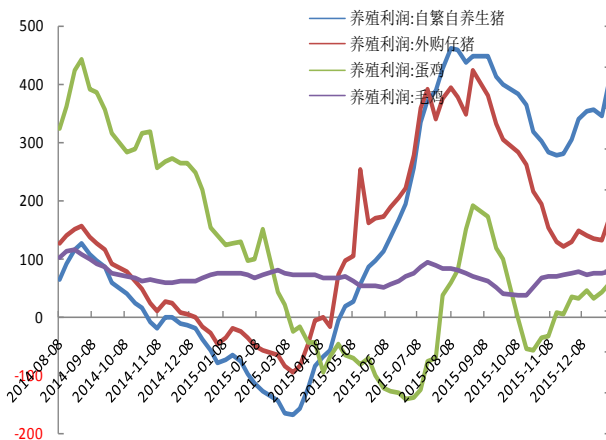
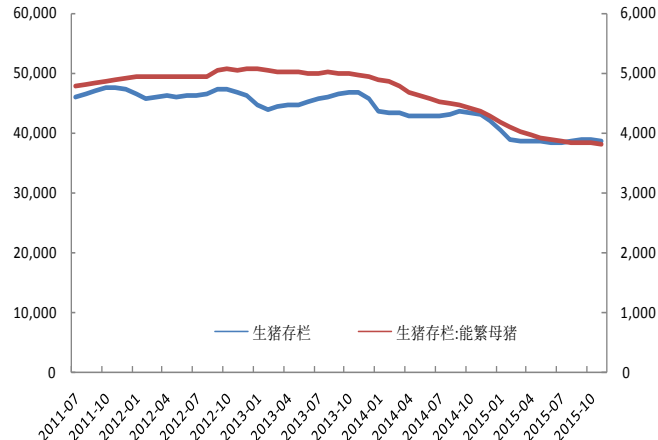


图 27: 生猪存栏与能繁母猪存栏



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2015 年粕类供应中，豆粕供应大幅增加，同时 DDGS 也明显增加。截止 11 月份，豆粕供应增加 769.85 万吨，豆粕库存增加抵消了 145 万吨，豆粕供应增加了 624.85 万吨，增幅超过 12%，和需求的放缓形成了明显对比。尽管豆粕需求对菜粕需求形成了部分替代，但依然无法改变供求过剩的格局。因明年全球大豆产量依旧充裕，所以粕类难有亮点。

图 26：生猪养殖利润

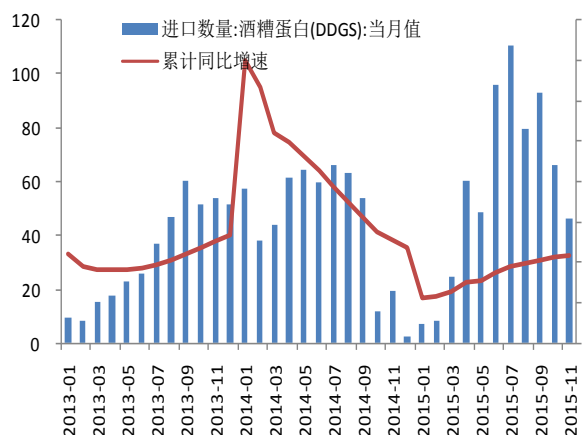
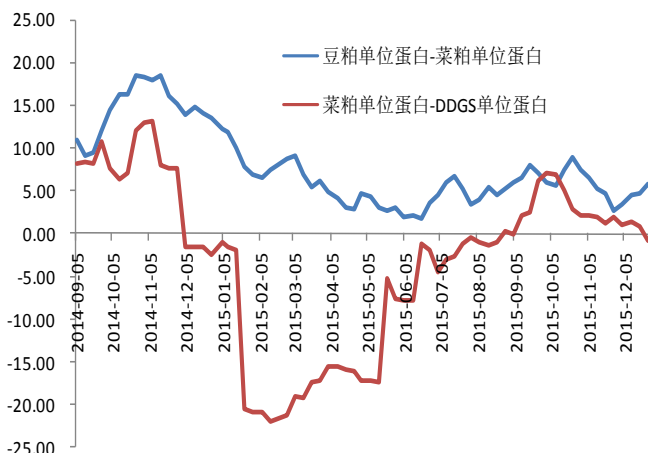


图 27：生猪存栏与能繁母猪存栏



来源：Wind, 东兴期货研发中心

表 2：我国蛋白供应

	大豆进口累计值	菜籽进口累计值	豆粕进口供应	菜粕进口供应	DDGS 进口供应
Nov-15	7261.70	415.61	5736.75	220.27	640.10
Nov-14	6287.22	459.90	4966.90	243.75	538.87
	15.50%	-9.63%	15.50%	-9.63%	18.79%
增量	974.49	-44.30	769.85	-23.48	101.23

来源：Wind, 东兴期货研发中心

粕类中，菜粕的使用量在 2015 年大幅被压缩。从价差来看，豆粕和菜粕蛋白的单位价格已经十分接近，对菜粕需求的替代已经接近极限。而菜粕的单位蛋白也已经十分靠近 DDGS 的单位蛋白含量，这导致 DDGS 对菜粕的替代也已经接近极限。我国玉米供应和库存十分充裕，预计 2016 年国产 DDGS 将对国外进口开始争市场份额，DDGS 仍将弱势运行。随着 2016 年菜粕供应的减少，预计菜粕供需将在一季度后逐渐面临拐点出现，但行情幅度受制于豆粕的供应充裕而有限。

三：2016 年策略：供应充裕中寻找结构性机会

3.1 油粕比继续向上，单边做多

2014 年，油粕比（豆油/豆粕）在 1.9-2.1 之间波动，重心在 2 左右。2015 年，随着油脂消费的企稳反弹，再加上国内生猪存栏下降导致的豆粕需求的放缓，油粕比继续向上，重心从 2 上升到了 2.2 左右。但是震荡幅度有所增加，由 2014 年的 1.9-2.1 上升至 2-2.4。我们预计 2016 年油粕比走高依旧是大概率事件。

策略主要原因：

- 1、棕榈油的减产预期；2015 年 11 月棕榈油减产已经明显提高，如该减产持续，则导致棕榈油领涨油脂。
- 2、生物柴油政策的落实；美国继续了生物柴油的补贴，提振了豆油的消费，但是由于美国生物柴油增量有限，

对油脂的拉动有限。反而东南亚地区的生物柴油政策如能够顺利执行，有利于东南亚棕榈油的进一步去库存。

3、国内油脂消费见底，生猪存栏和母猪存栏低位不补栏。

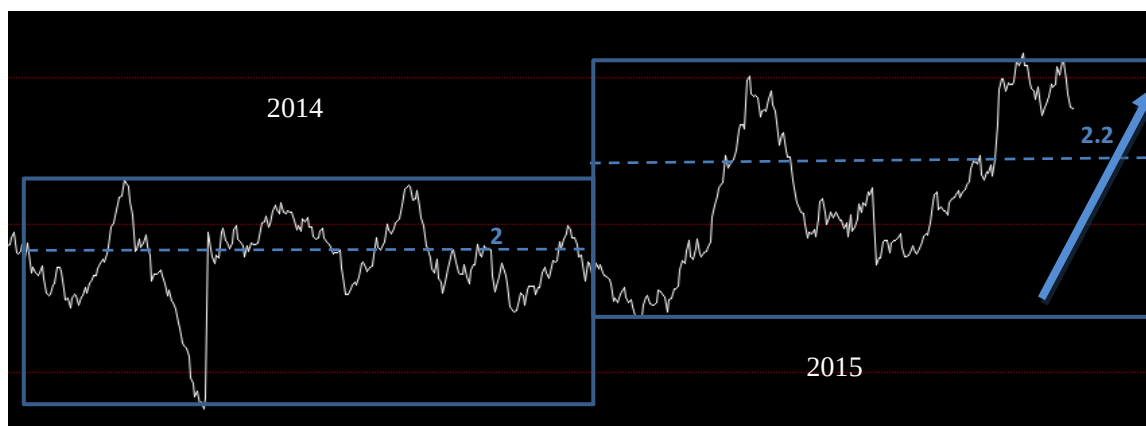
策略风险：

- 1、马棕榈油未减产；
- 2、养猪利润转好导致补栏，目前看可能性不大；
- 3、局部时点：油脂期货升水，导致策略收益缩小；
- 4、局部时点：油脂短期进口供应过剩；

策略关注指标：

- 1、马棕榈油月度报告以及出口进展；
- 2、油脂期货盘面升水及进口船货；
- 3、油脂库存周期及豆粕库存周期；一旦油脂价格上涨导致进口利润开启，进口或迅速弥补导致价格回落。

图 28：油粕比走势图



来源：东兴期货研发中心

3.2 多棕榈油空豆油或菜油

2014-2015 年，棕榈油-豆油价差一直在 500-1000 区间徘徊。我们推荐 2016 年继续做多棕榈油空其他油脂对冲。棕榈油的库存消费比较其他油脂有明显的好转，菜油第二，但国内疲弱。时点交易可以选择菜油，因菜油我国今年将面临抛储，抛储会导致菜油局部时点上弱于豆油且短期的收益比会非常好。而豆油则重点关注南美洲上市对美豆的冲击，届时豆油回撤空间更稳健。

策略主要原因：

- 1、棕榈油的减产预期；2015 年 11 月棕榈油减产已经明显提高，如该减产持续，则导致棕榈油领涨油脂。
- 2、生物柴油政策的落实；东南亚地区的生物柴油政策如能够顺利执行，有利于东南亚棕榈油的进一步去库存。
- 3、南美洲大豆丰收导致库存消费比依然偏高，且国内菜油高库存及抛储预期。

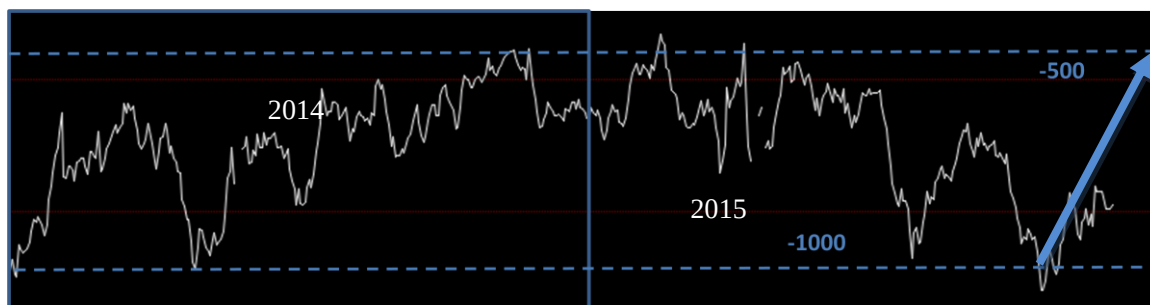
策略风险：

- 1、马棕榈油未减产或大豆减产；
- 2、局部时点：南美洲物流问题及美豆播种面积或播种天气导致价格炒作；
- 3、棕榈油进口过多或油脂价差缩小导致需求替代；

策略关注指标：

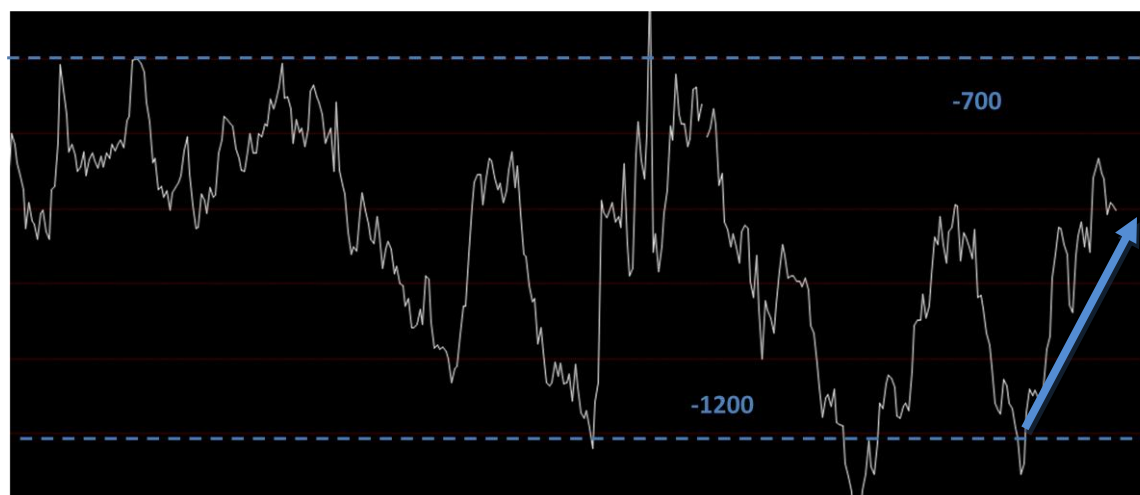
- 1、马棕榈油月度报告以及出口进展；
- 2、油脂期货盘面升贴水及进口船货；
- 3、菜油抛储时间、成交量、价格。

图 29: 棕榈油-豆油价差



来源: 东兴期货研发中心

图 30: 棕榈油-菜油价差



来源: 东兴期货研发中心

3.3 菜粕豆粕价差缩小

2014 年, 菜粕与豆粕的价差在-600 到-800 之间波动, 重心在-700 左右。2015 年, 随着美豆的丰产, 豆粕价格出现补跌行情, 菜粕与豆粕价差重心从-700 上升到了-480 左右。而且由于价格下跌, 且市场陷入震荡, 2015 年价差振幅有所收窄。我们预计 2016 年菜粕依旧将较豆粕走势偏强。

策略主要原因:

- 1、菜籽的库存消费比 2015 年已经明显下降, 而全球大豆库存消费比依旧在提高;
- 2、2015 年, 豆粕和 DDGS 对菜粕的替代已经接近极限;
- 3、菜粕单位蛋白价格已经明显低于豆粕, 甚至部分时间低于 DDGS;

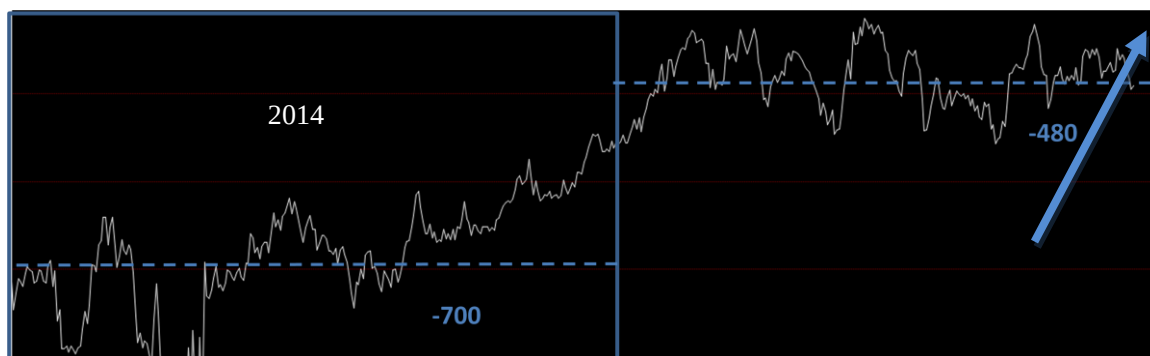
策略风险:

- 1、大豆减产;
- 2、局部时点: 南美洲物流问题及美豆播种面积或播种天气导致价格炒作;
- 3、局部时点: 菜籽胀库的风险; 或 DDGS 进口政策预期变化导致的 DDGS 进口预期增加拖累菜粕价格;

策略关注指标:

- 1、菜籽进口进度; 及内外盘菜籽和大豆的进口压榨利润;
- 2、5 月份我国菜籽的产量预期; 目前预期产量下滑概率较大;
- 3、DDGS 进口价格、DDGS 的进口进度及政策变化。

图 31：菜粕-豆粕价差



来源：东兴期货研发中心

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。