

吴华松

高级研究员，期货执业证书编号

F0254840

wuhs@dxqh.net

预期下的博弈， 豆类结构性行情为主

美豆观点：由于美豆单产和产量均创出记录新高，北美洲库存得以重建，增加约 700-800 万吨库存。由于 2015/16 年度南美洲减产，美豆销售相对偏强支撑了美豆的价格，但是随着南美洲产量的恢复，这种支撑作用开始减弱。12-1 月份巴西天气以及 3-4 月份阿根廷天气将成为影响美豆定价的主要因素。截止 1 月初，南美洲天气有转好迹象，减产的概率不大，压制美豆整体表现。再加上 3 月份开始炒作的美豆种植面积，由于美豆与美玉米比价依旧在高位，预期偏空压制美豆反弹高度。一季度目前看市场整体偏空，但是受到成本支撑，以及天气不确定性的影响，跌幅也将被限制。整体区间重心可能下移至 950 美分，震荡区间在 850-1050 美分附近。

油脂观点：2016/17 年度全球植物油库存继续下滑，因全球菜籽油供应出现下滑。全球棕榈油库存会有所恢复，豆油库存变化不大。整体上看，尽管全球植物油库存有所下滑，但是食用需求和工业需求均未有明显大的起色，预计对油脂的提振作用相对有限。整体油脂目前看，并不具备单边上涨行情。国内方面，2016 年棕榈油领涨油脂，港口库存降至危险水平。随着进口到港的逐渐增加，12 月份之后，国内棕榈油库存逐渐恢复，短期利空棕榈油价格，但是预计马棕榈油库存重新恢复要等到 6-7 月份之后。国内油脂中，菜油抛储继续，尽管短期打压现货价格，但中长期看国内的高库存压力逐渐释放，菜籽油对豆油消费替代导致去库存加快。菜籽油-豆油价差有望回归收储前水平，建议可以关注 100-200 价差入场机会做多。风险为 5 月份进口菜籽和菜油到港较多。

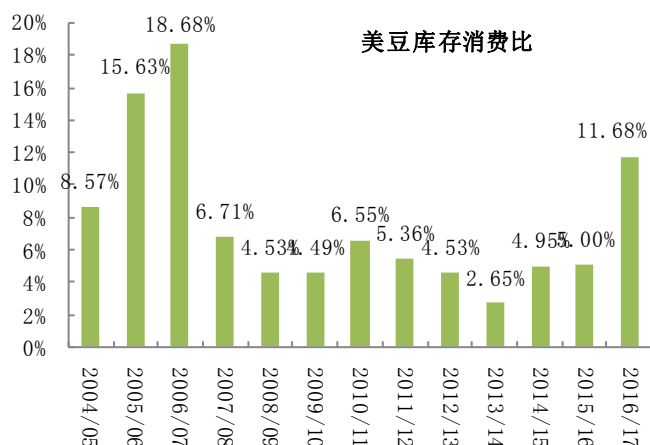
豆粕观点：豆粕走势与美豆走势基本一致，供应预期仍然是决定豆粕走势的最关键因素。从目前市场对美豆的预期来看，南美洲丰产成为大概率事件，再叠加三月份对美豆种植面积增加的预期，豆粕承压概率偏大。主要的做多交易机会为季节性补库以及利空出尽空的价格反弹。大周期需要坐等极端天气出现，叠加中美两国需求的回暖。

一、大豆篇:美豆恢复库存, 全球大豆库存重建

南美减产提振美豆需求, 2016/17 年度美豆创纪录高产令库存得以重建

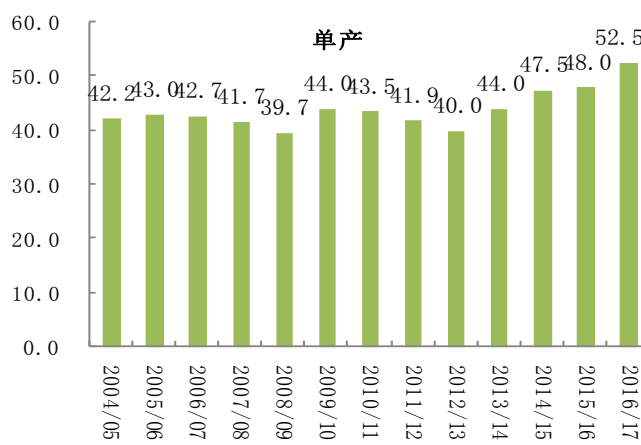
受益于 2015/16 年度南美洲大豆减产的提振, 全球大豆需求从南美洲转向了美国, 2015/16 年度美豆出口从 2014/15 年度的 18.43 亿蒲式耳上调至 19.36 亿蒲式耳。出口上调导致 2015/16 年度的库存消费比依旧维持在低位。2016/17 年度, 美豆的出口依旧维持了较高的预估, 因美豆出口数据依旧旺盛, 但远期销售尚有不足。美豆单产得益于 2016 年较好的天气, 单产达到了记录新高 52.5 美元/蒲式耳的水平, 美豆产量创出记录新高, 达到 43.61 亿蒲式耳, 这是美豆 7 月份之后弱势的主要原因。2016/17 年度美豆库存消费比将恢复至 11.68%, 尽管这个库存消费比在较高位置上, 但是我们认为这是美国农业部惯性规律, 一般 11 月出现最高库存消费比后, 随着时间后移, 库存消费比往往逐渐被调低。后期更需要关注的是美豆的需求的调整以及南美洲产量调整之间的博弈。

图 1: 美豆库存消费比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 2: 美豆单产



来源: USDA、东兴期货研发中心

全球大豆供需平衡表改善, 美豆暂不具备中长期上涨动力

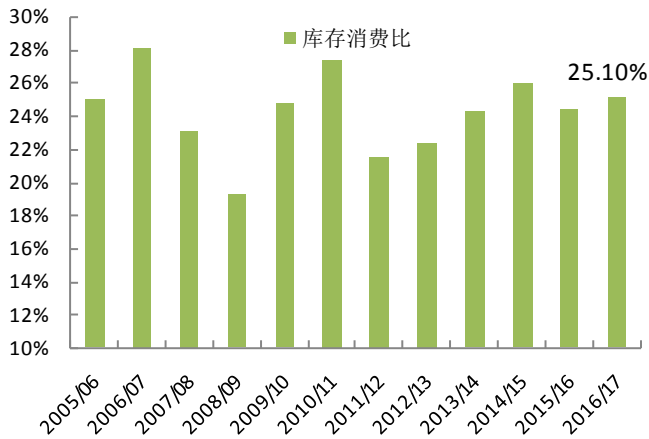
2016/17 年度全球大豆库存消费比回升至 25.1% 附近。从两个主要的大豆生产区域来看, 美国大豆产量从 2015/16 年度的 106.86 百万吨增加至 118.69 百万吨, 增量为 11.83 百万吨, 阿根廷和巴西大豆产量从 2015/16 年度的 153.3 百万吨增加至 159 百万吨, 增量为 5.7 百万吨。所以从整体供应角度来看, 全球大豆的平衡表是改善的, 并且相对充裕, 令美豆不具备中长期上涨的动力。

从近几年的走势来看, 南美洲产量变动对全球大豆的供应影响开始逐渐加大。美豆的单产受天气影响程度开始减少, 更多的是需求主导的美豆行情, 波动会加大。南美洲受天气影响的程度会大于美国, 因灌溉技术不如美国完善, 这导致南美洲的天气对美豆价格的影响将逐渐加大。

南美洲生长天气顺利, 出口冲击能力减弱

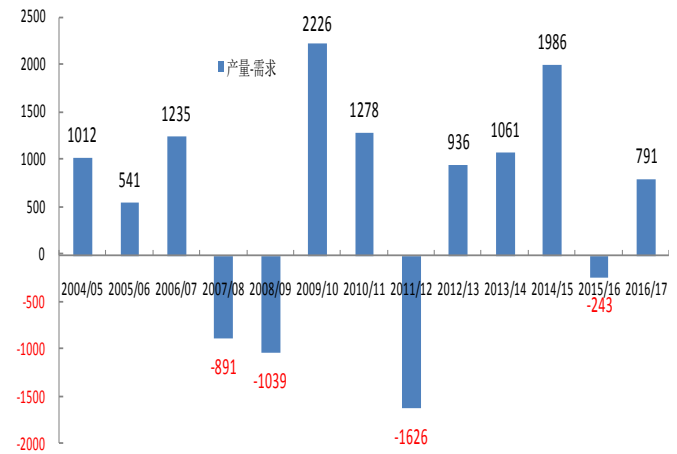
目前巴西和阿根廷单产预估分别在 3.02 吨/公顷和 2.93 吨/公顷。从预估来看处于相对中性偏高的位置。2016/17 年度巴西和阿根廷大豆种植面积增速分别为 2.11% 和 -0.41%, 种植面积增速开始下滑, 然后预期增产还将继续提振市场对南美洲产量的预期。后期关键看南美洲的天气情况。就目前的天气情况来看, 巴西过去一个月的降雨分布依然不均衡, 巴西北部的马特格罗索降雨不错, 但是中部的几个州降雨偏少, 而与阿根廷接壤的南部地区降雨不错, 给旱情带来一定的缓解, 并且随着 MT 地区的收割临近如果降雨偏多也会给收割进度和产量带来影响。对未来半个月的展望来看, 降雨将集中在西北部 and 南部中部地区继续缺乏降雨, 但是 1 月中旬的降雨范围有所扩大, 使得之前最为干旱的地区得到一定的缓解。而阿根廷方面, 将于方位进一步扩大, 之前偏旱的科多巴得到了及时雨, 阿根廷整体土壤墒情转好。未来半个月阿根廷的及时雨将会进一步持续, 并且本周降雨面积向西偏移使得主产区绝大部分得到覆盖, 阿根廷的短期天气已经不成问题。

图 3：全球大豆库存消费比



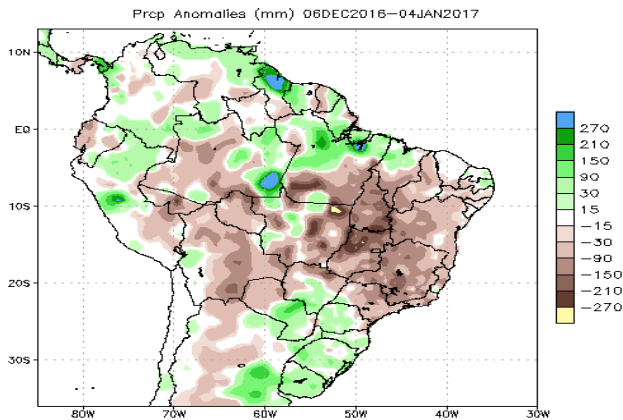
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 4：全球大豆供需缺口（产量-需求）



来源：USDA、东兴期货研发中心

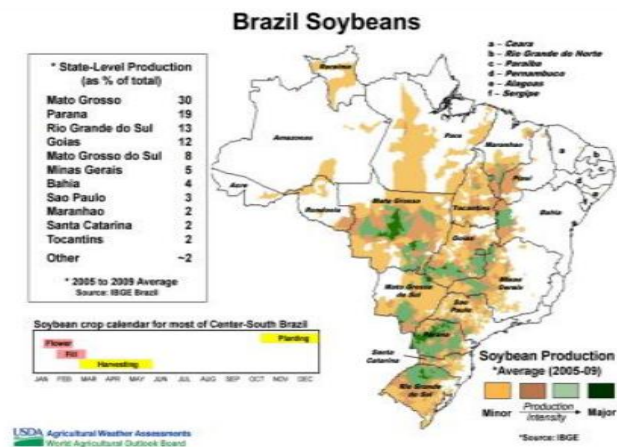
图 5：巴西大豆主产区降雨-常值



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1981-2010)

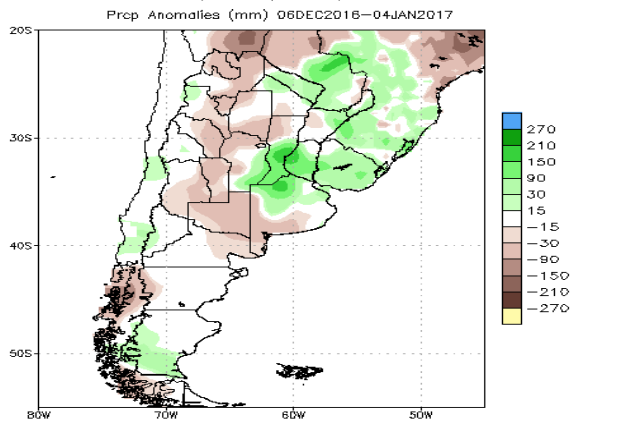
来源：NOAA、东兴期货研发中心

图 6：巴西大豆主产区图



来源：NOAA、东兴期货研发中心

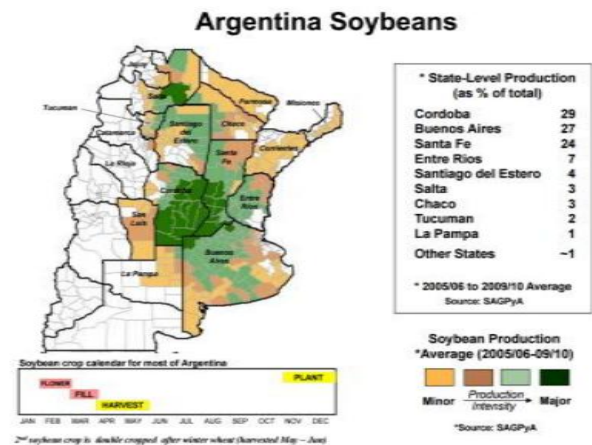
图 7：阿根廷大豆主产区降雨-常值



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1981-2010)

来源：NOAA、东兴期货研发中心

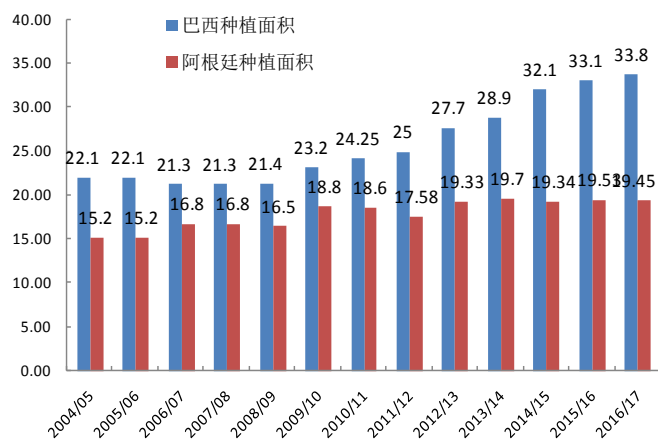
图 8：阿根廷大豆主产区



来源：NOAA、东兴期货研发中心

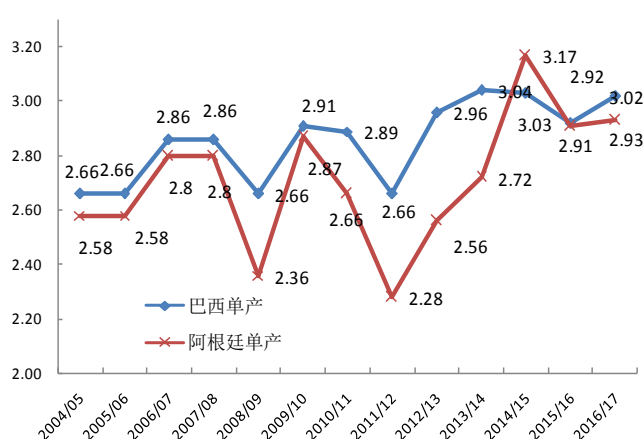
再来看下巴西大豆库存，巴西大豆库存现在并不高，后期可出口的增量相对有限。尽管阿根廷库存在高位，但是由于 2018 年可能采取的出口减税政策，导致农民惜售相对明显，目前看南美洲的出口短期并不会冲击市场。目前重点关注南美洲大豆生长天气，市场对丰产预期开始变得逐渐强烈，这点可以从阿根廷和巴西大豆远期现货升水缩小中得出结论。

图 9：巴西和阿根廷大豆种植面积



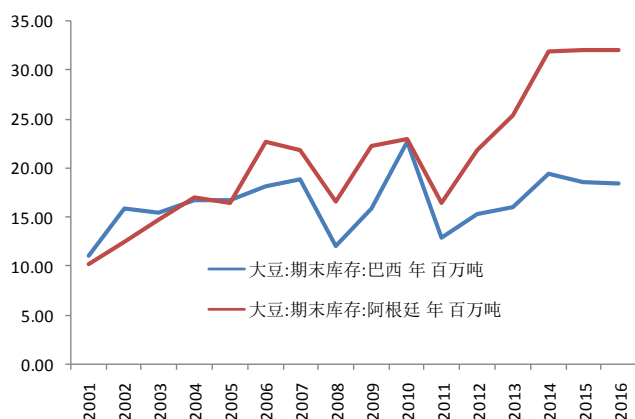
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 10：巴西和阿根廷大豆单产趋势



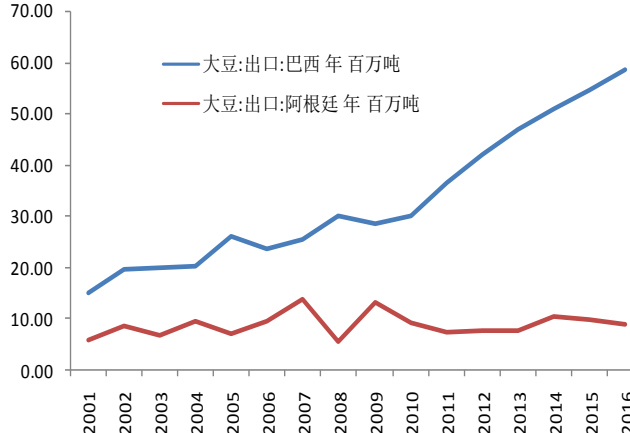
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 11：巴西和阿根廷大豆期末库存



来源：USDA、东兴期货研发中心

图 12：巴西和阿根廷大豆出口库存



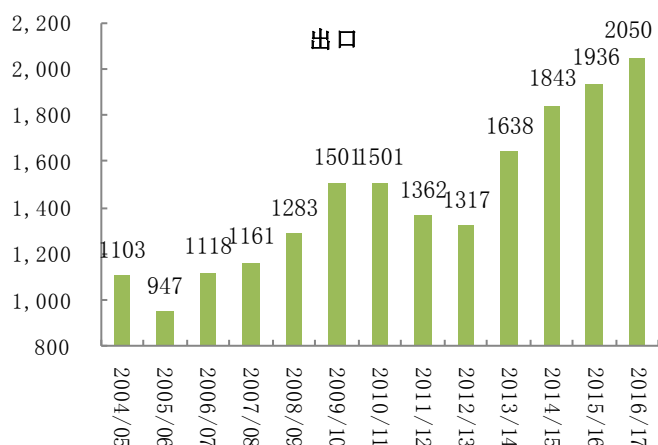
来源：USDA、东兴期货研发中心

美国大豆销售依然乐观

美国大豆销售受益于南美洲 2015/2016 年度的减产，出口和销售数据均表现明显好于预期。截止 12 月 22 日，美豆当年度累计出口 3151.33 万吨，去年同期为 2544.71 万吨，销售未装船 1637.18 万吨，去年同期为 1209 万吨。今年支撑美豆价格的是销售数据一直较好，处于近几年最高水平。从四周销售均值来看，本年度周度均值一直保持在 160-170 万吨左右，而去年同期仅为 140 万吨。2016/17 年度已出口占预估出口进度为 56.485%，去年同期为 48.296%。2016/17 年度已销售未装船占预估出口进度为 29.345%，去年同期为 22.946%。从数据上看，美国农业部对美豆的出口和销售依然是基于南美洲丰产的预期上的。

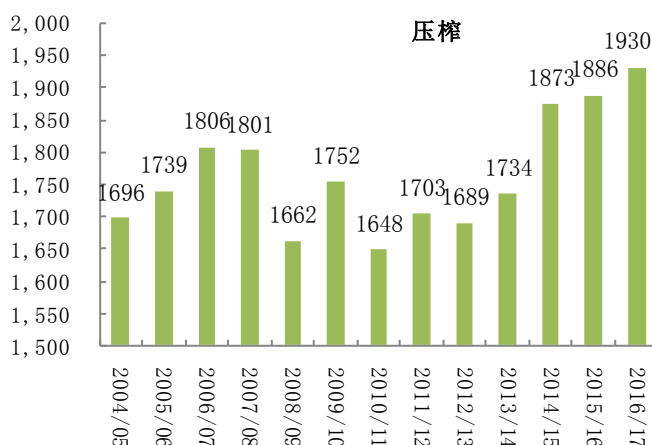
美豆对中国出口也处于高位，截止 12 月 22 日，美豆对中国出口大豆 2376.10 万吨，去年同期仅为 1761.16 万吨。美豆对中国已销售未装船 710.8 万吨，去年同期为 485.7 万吨。目前市场关注南美洲新年度大豆一旦上市，对美豆销售的冲击情况是否会偏强。

图 13: 美豆出口



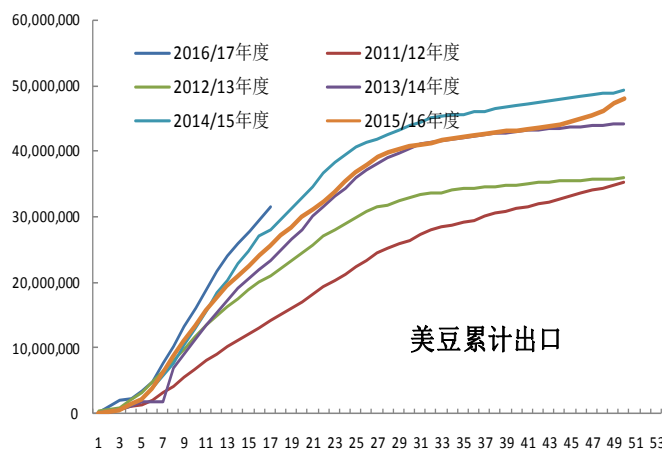
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 14: 美豆压榨



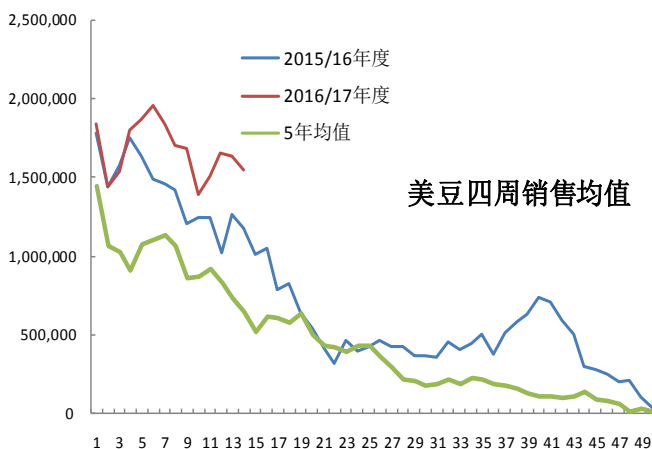
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 15: 美豆累计出口



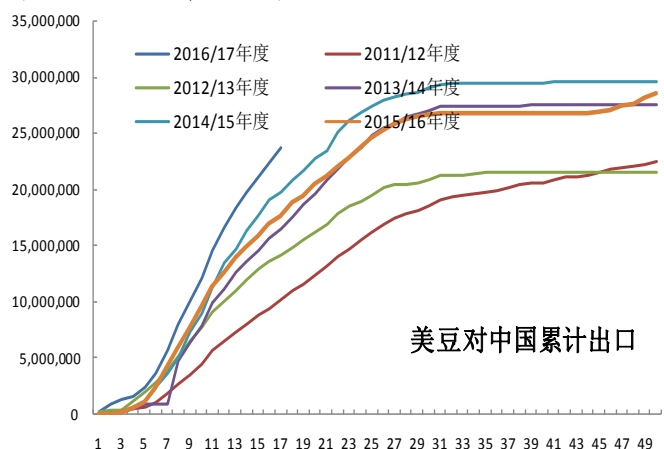
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 16: 美豆四周销售均值



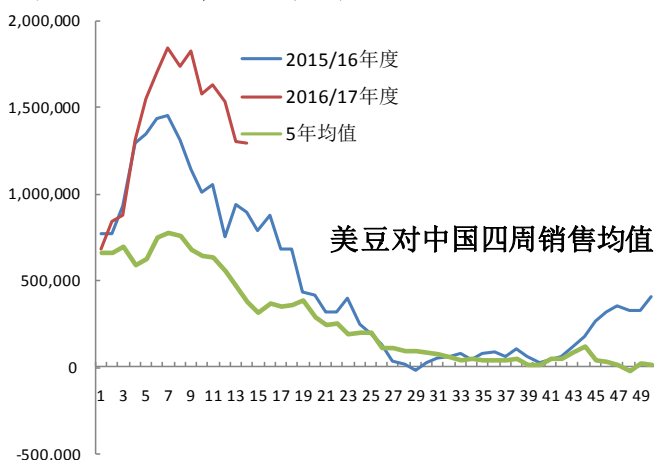
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 17: 美豆对中国累计出口



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 18: 美豆对中国四周销售均值

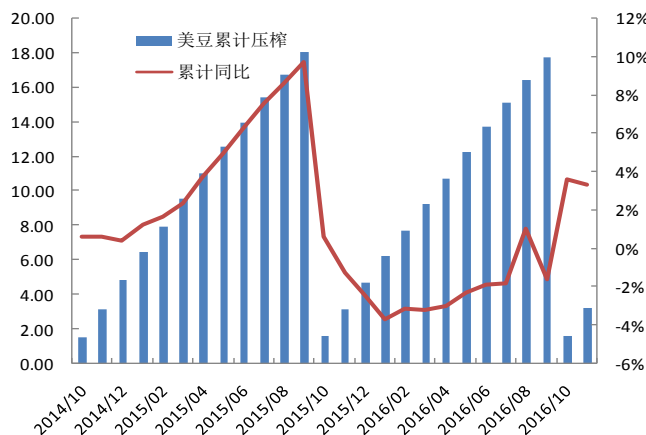


来源: USDA、东兴期货研发中心

美豆 10 月压榨高于预期

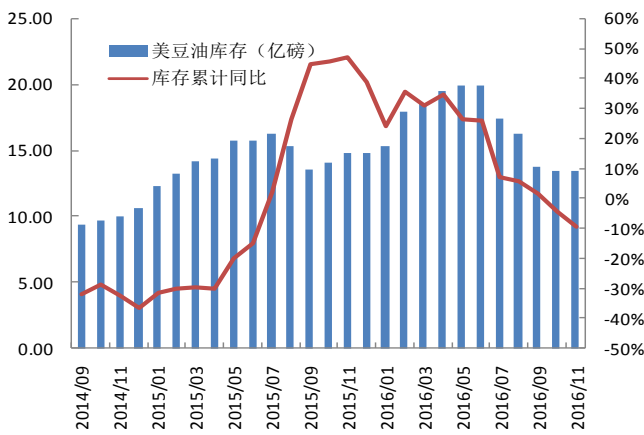
美国全国油籽加工商协会 (NOPA) 发布的数据显示, 11 月份 NOPA 会员企业压榨的大豆数量为 1.60752 亿蒲式耳 (合 437.5 万吨), 低于市场预期的 1.62568 亿蒲式耳 (约合 442.4 万吨), 也低于 10 月份的压榨量 1.64641 亿蒲式耳, 不过比去年同期的压榨量高出 3.0%。美豆 2016/17 年度前两个月共压榨美豆 3.254 亿蒲式耳, 高于去年同期 3.29%, 也快于美国农业部整体预估的 2.31% 的同比增速。

图 19: 美豆累计压榨及同比



来源: NOPA、东兴期货研发中心

图 20: 美豆油库存及同比



来源: NOPA、东兴期货研发中心

总结:

由于美豆单产和产量均创出记录新高, 北美洲库存得以重建, 增加约 700-800 万吨库存。由于 2015/16 年度南美洲减产, 美豆销售相对偏强支撑了美豆的价格, 但是随着南美洲产量的恢复, 这种支撑作用开始减弱。12-1 月份巴西天气以及 3-4 月份阿根廷天气将成为影响美豆定价的主要因素。截止 1 月初, 南美洲天气有转好迹象, 减产的概率不大, 压制美豆整体表现。再加上 3 月份开始炒作的美豆种植面积, 由于美豆与美玉米比价依旧在高位, 预期偏空压制美豆反弹高度。一季度目前看市场整体偏空, 但是受到成本支撑, 以及天气不确定性的影响, 跌幅也将被限制。整体区间重心可能下移至 950 美分, 震荡区间在 850-1050 美分附近。

二、油脂篇

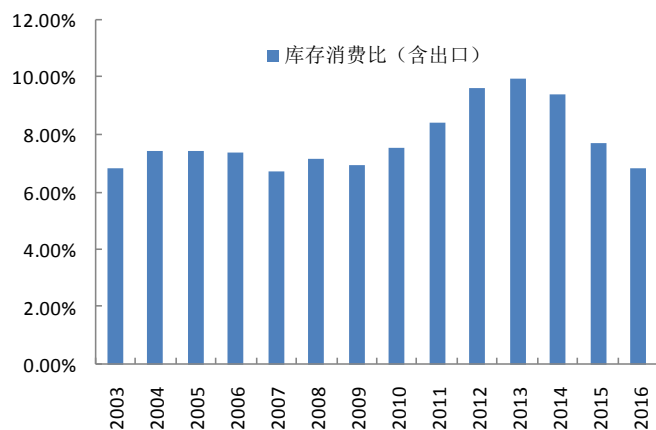
全球植物油库存降至 1797 万吨, 库存消费比连续 4 年下降

美国农业部预估 2016/17 年度全球植物油库存继续下降, 因菜籽油的产量出现明显下降。全球棕榈油产量有所恢复但因出口出现增长导致库存恢复有限。尽管全球植物油库存相对偏低, 但并不意味着植物油依旧延续偏强的态势。消费端是否有增长以及供给端是否出现明显的缺口是左右油脂方向的主要因素。

2015/16 年度植物油食用用量增速在 3.51%, 处于近几年中位水平, 而食用增速已经处于相对低位水平, 增长空间有限。2015/16 年度植物油的工业用量同比增速在 5.78%, 2016/17 年度植物油的工业用量增速预计下滑至 2.57%。所以整体上看, 油脂的需求增速下年度是向下的, 这也是限制油脂上涨的主要原因。

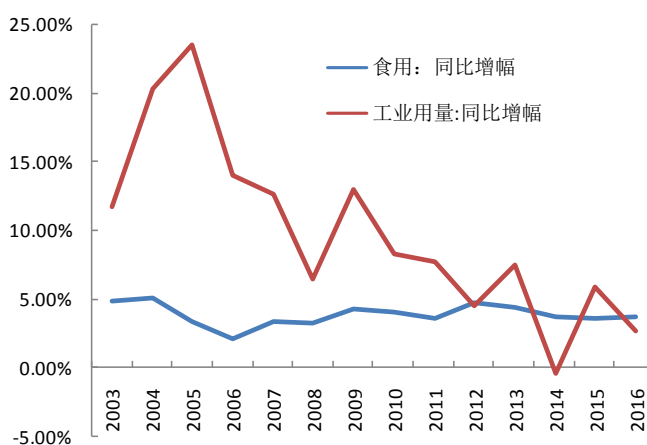
分品种来看, 2016/17 年度全球豆油期末库存在 343 万吨, 尽管有所下降, 但是依然处于近几年高位附近。全球棕榈油期末库存为 738 万吨, 尽管相比 2013/14 年有所下滑, 但是库存也是相对充裕的。全球菜籽油期末库存为 428 万吨, 较 2015/16 年度减少了近 100 万吨。其中我国菜籽油库存减少幅度更多, 因抛储导致消费替代, 菜籽油消费增加, 有利于去库存进程。

图 21：全球植物油库存消费比



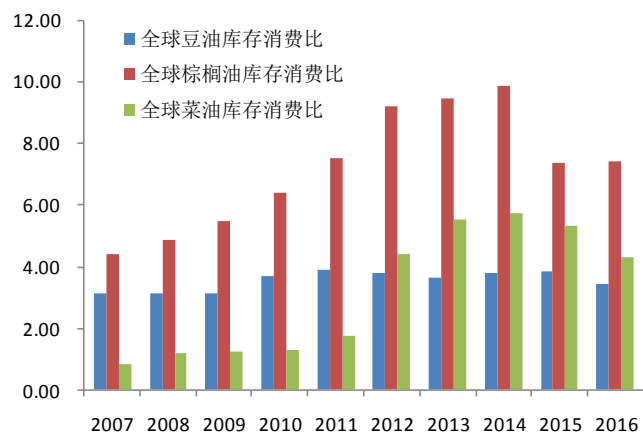
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 22：全球植物油食用与工业用量同比增速



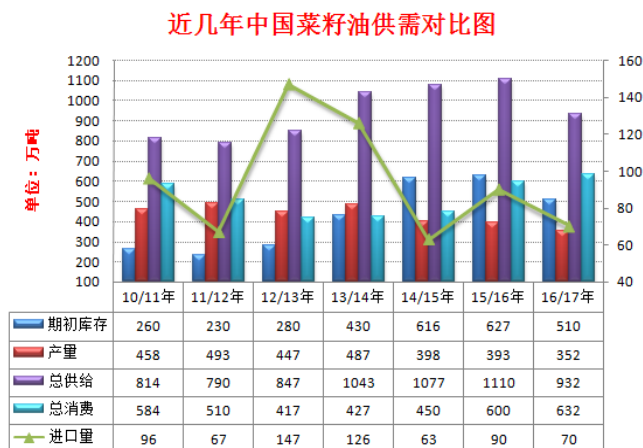
来源：USDA、东兴期货研发中心

图 23：全球植物油库存消费比



来源：USDA、东兴期货研发中心

图 24：我国菜籽油供需对比



来源：天下粮仓、东兴期货研发中心

图 25：我国菜籽油供需平衡表

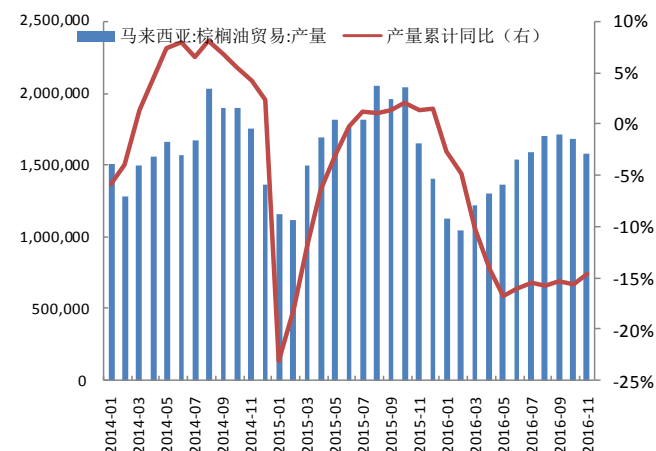
项目/年度	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	
	估计值	估计值	估计值	预测值	预测值	预测值	11月份预测	12月份预测
期初库存	260	230	280	430	616	627	510	510
国内产量	458	493	447	487	398	393	347	352
进口量	96	67	147	126	63	90	70	70
年度供给总量	814	790	847	1043	1077	1110	927	932
年度消费总量	584	510	417	427	450	600	610	632
结转库存	230	280	430	616	627	510	317	300
库存消费比	39.38%	54.90%	103.12%	144.26%	139.33%	85.00%	51.97%	47.47%

来源：天下粮仓、东兴期货研发中心

马来西亚 2016 年减产加速了油脂去库存

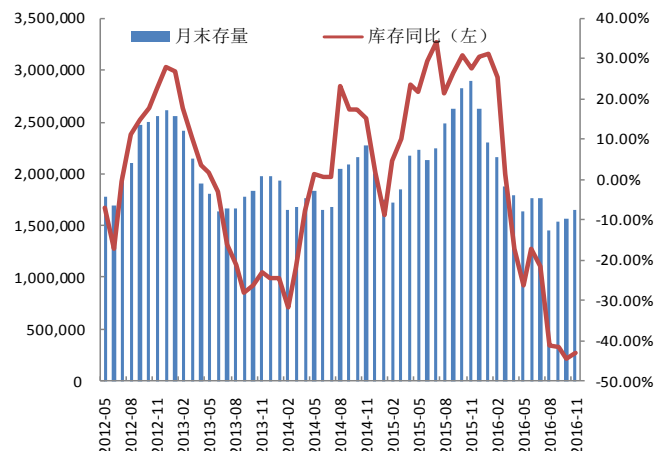
马棕榈油 11 月棕榈油产量为 157.5 万吨，去年同期为 165.4 万吨。截止 11 月，马来西亚棕榈油累计产量为 1584.63 万吨，去年同期为 1856.22 万吨，同比减少了 270 万吨。库存方面，11 月马来西亚库存为 165.6 万吨，远低于去年同期的 290.9 万吨的库存，库存减少 125 万吨。马来西亚棕榈油目前正处在减产季节中，3 月后进入增产季节，库存偏低对棕榈油整体价格形成了明显支撑。从季节性来看，3 月后马来西亚开始增产，但印尼棕榈油产量依据维持低位，尽管产量恢复，但是库存的累积一般要延续至 6-7 月之后。所以整体来看，上半年的棕榈油低库存限制了整体棕榈油的下跌幅度。

图 26: 马来西亚棕榈油产量



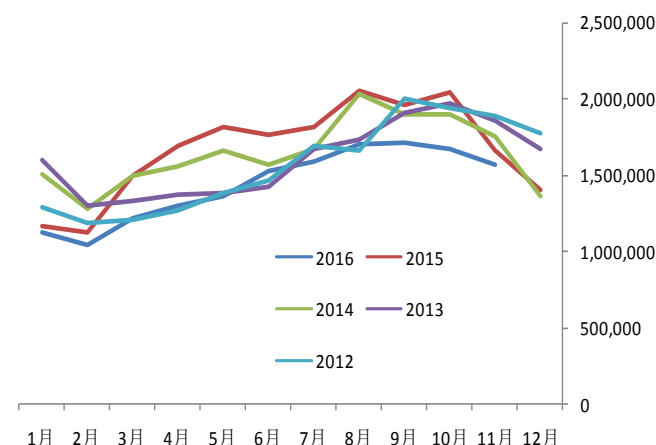
来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 27: 马来西亚棕榈油库存



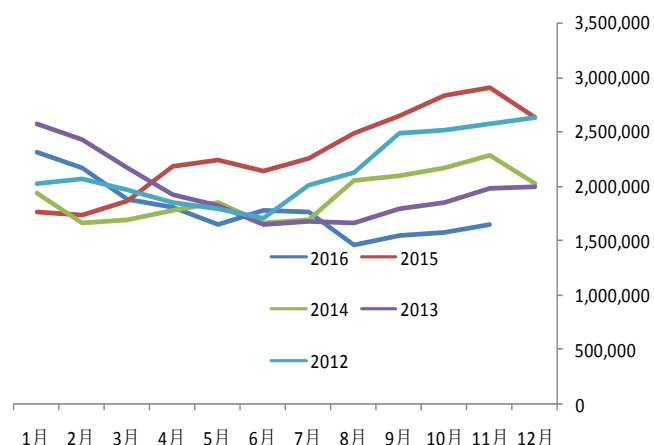
来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 28: 马来西亚棕榈油产量季节性



来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 29: 马来西亚棕榈油库存季节性



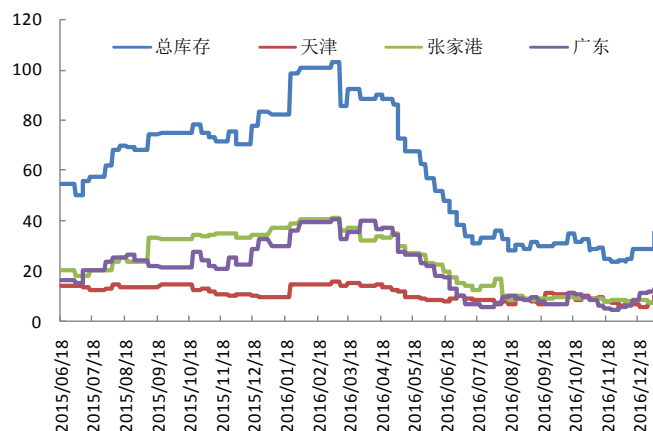
来源：马棕榈油局、东兴期货研发中心

国内棕榈油库存低位提振油脂走势，但国内开始迎来补库周期

全国棕榈油库存 2016 年下半年一直处于偏低位置，最低触及 24.35 万吨的低位。自从 12 月中旬以后，棕榈油港口库存略有恢复，从最低点上涨了近 10 万吨，为 35.3 万吨，较 2016 年初的 82 万吨，下滑了近 50 万吨。库存修复的主要原因是棕榈油到港量开始出现增加。14/15 年度棕榈油国内月均消费 37 万吨，但 5-9 月份的高峰消费还在 37 万吨。15/16 年度月均消费和高峰消费基本上是打平的，就是 31-32 万吨，意味着国内完全进入了一个刚性消费的格局。我们从每月公布两次的棕榈油装船数量来看，一旦装船超过 15 万吨，意味着月度进口量超过 30 万吨，基本上就开始进入累库存的阶段，这将导致国内的库存紧张开始缓解，棕榈油价格承压下行。

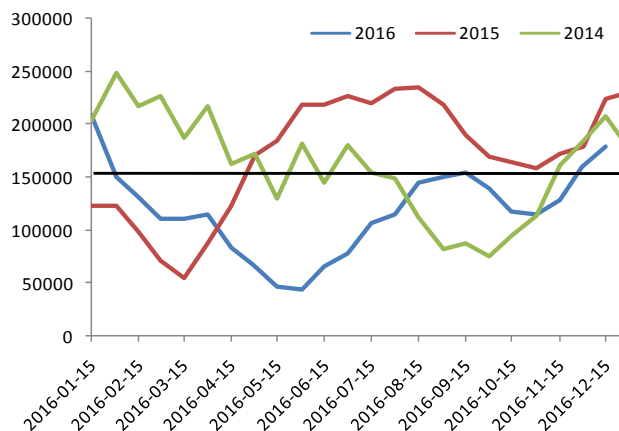
所以整体上，棕榈油 1-2 月份会开始进入国内的累库存周期，但是马棕榈油和印尼棕榈油供给的真正释放在 5 月份之后。所以预计 5 月合约是先抑后扬的走势，重点看期货对现货贴水幅度。

图 30：国内棕榈油库存



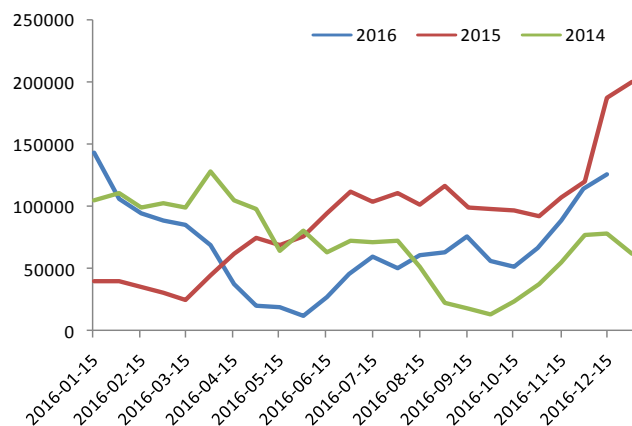
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 31：进口棕榈油装船数量



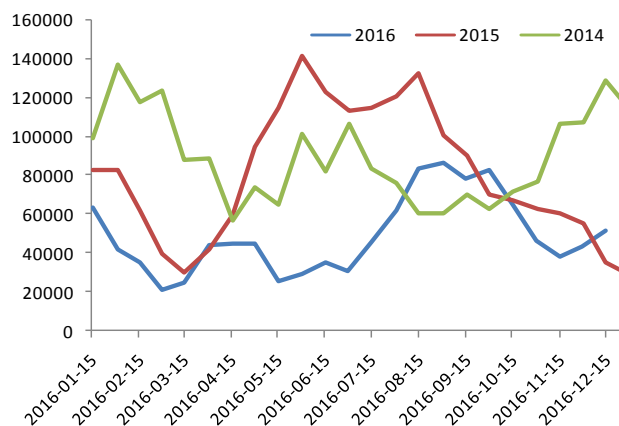
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 32：印尼棕榈油装船数量



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 33：马来西亚棕榈油装船数量



来源：Wind、东兴期货研发中心

印度进口结构性出现变化，关注印度油脂去库存进程

2015/16 年度印度的植物油进口大概 1457 万吨，较 14/15 年度增加了 15 万吨左右。但这里面出现一个比较大的变化，其中棕榈油 14/15 年度因为毛棕榈比较便宜，国外产地的库存比较大，所以印度的棕榈油进口 950 万吨。但 2015/16 年度大幅下滑到 840 万吨，减少了将近 110 万吨左右。另外一个比较明显的现象是印度对豆油的采购大幅增加，今年相比上个年度增加了将近 130 万吨的水平。而印度 2016/17 年度的大豆产量出现明显增加，所以对豆油的需求，油脂的进口，国内有一部分的缺口填补，要进得少一点。目前印度油脂库存虽有下滑，但并不处于偏低位置，预计仍以去库存为主。

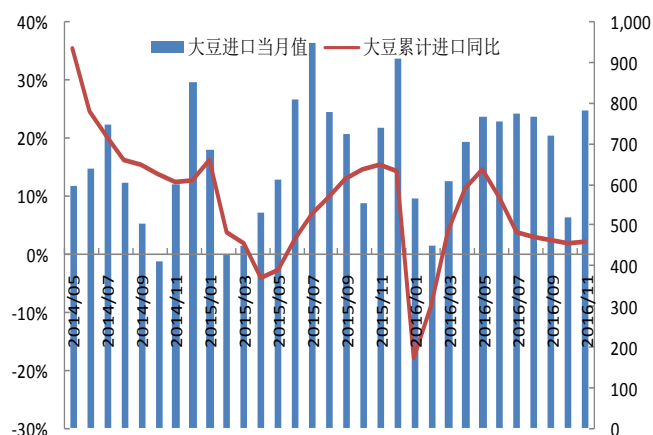
2016 年植物油供应减少，菜籽油-豆油价差或往均值回归

截止 11 月份，我国 2016 年累计进口大豆 7423.5 万吨，去年同期为 7257.4 万吨，同比去年增加了 166.1 万吨。植物油累计进口 476 万吨，去年同期累计进口 599.5 万吨，减少了 123.5 万吨。其中菜籽油累计进口减少了 7 万吨，棕榈油累计进口减少了 113.5 万吨，豆油累计进口减少了 28 万吨，其他油脂进口出现增加。

菜籽累计进口 332.4 万吨，去年同期为 415.6 万吨，同比减少了近 10.38%，按照 42% 的出油率计算，进口菜籽加上进口菜油同比减少了 42 万吨。大豆加豆油折合豆油进口供应累计增加了仅 2 万吨。整体上看，油脂进口供应减少了近 128.5 万吨。菜籽油国内 2016 年进行了 11 次抛储，共抛售总量近 109 万吨。进口供应减少明显大于国内抛储的供给，并且国内油料供应也在出现下滑，所以 2016 年国内油脂低库存并非需求明显好转，而是进口出现了明显的缩减。

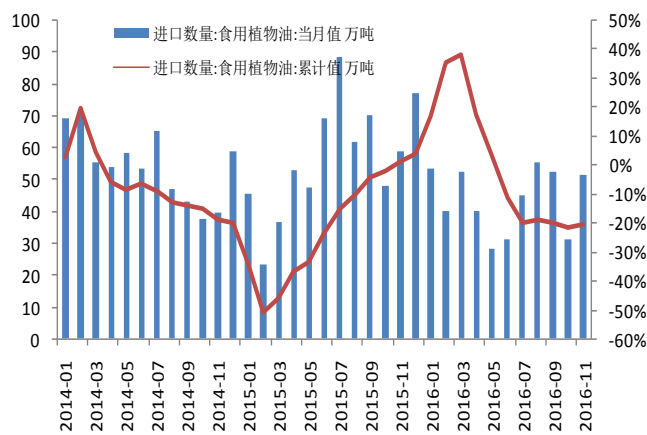
从进口端看，国内油脂进口供应减少对价格是有支撑的。尽管国内菜籽油抛储造成近月合约有一定抛压，但是由于国储可抛数量减少，菜油对其他油脂价差远月正在回归过去 3-5 年的中位水平。我们认为 2017 年背靠 0-200 区间做多菜籽油-豆油的价差依然是较好的交易机会，风险点是南美洲或美国大豆减产导致供应有所减少。

图 34：大豆当月进口及累计同比



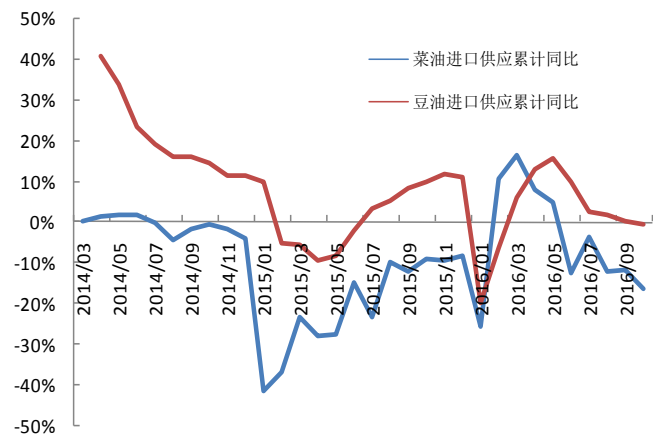
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 35：豆油、菜油进口累计同比



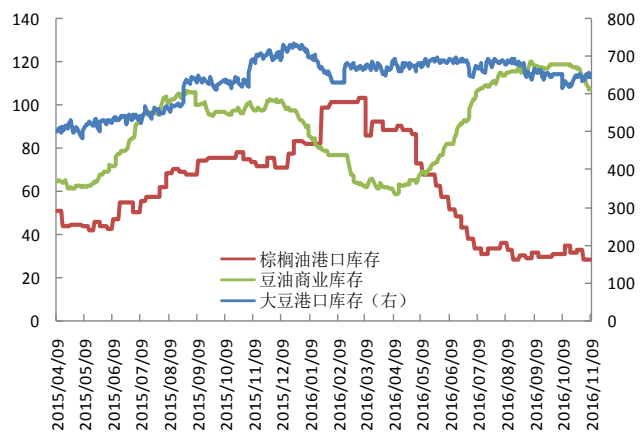
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 36：豆油、菜油进口累计同比



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 37：大豆、豆油、棕榈油库存图



来源：Wind、东兴期货研发中心

总结：

2016/17 年度全球植物油库存继续下滑，因全球菜籽油供应出现下滑。全球棕榈油库存会有所恢复，豆油库存变化不大。整体上看，尽管全球植物油库存有所下滑，但是食用需求和工业需求均未有明显大的起色，预计对油脂的提振作用相对有限。整体油脂目前看，并不具备单边上涨行情。国内方面，2016 年棕榈油领涨油脂，港口库存降至危险水平。随着进口到港的逐渐增加，12 月份之后，国内棕榈油库存逐渐恢复，短期利空棕榈油价格，但是预计马棕榈油库存重新恢复要等到 6-7 月份之后。国内油脂中，菜油抛储继续，尽管短期打压现货价格，但中长期看国

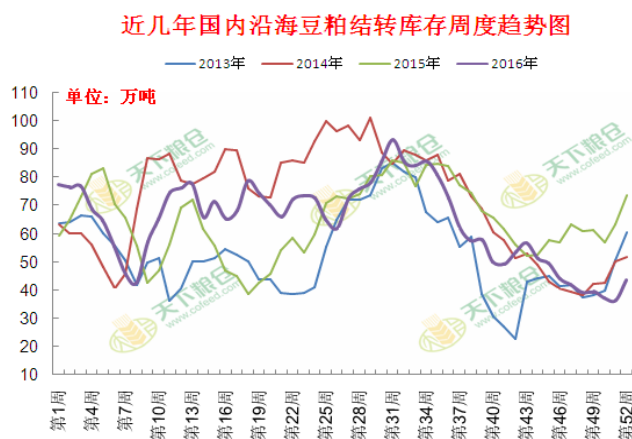
内的高库存压力逐渐释放，菜籽油对豆油消费替代导致去库存加快。菜籽油-豆油价差有望回归收储前水平，建议可以关注 100-200 价差入场机会做多。风险为 5 月份进口菜籽和菜油到港较多。

三、豆粕篇

国内豆粕供需平衡，季节性交易成为主旋律

豆粕的供给主要来源是进口大豆。我国进口大豆 2016 年进口同比增加了 2.29%。而从豆粕结转库存来看，豆粕的需求增速也就在 2-2.5% 之间。需求基本稳定，供给由进口满足，所以美豆的价格是直接影响价格的最主要因素。一旦美豆减产，势必导致粕类出现上涨，油粕比下行。根据前文介绍，全球大豆供应目前预估仍然充裕，在不出现极端天气情况下，豆粕很难出现由需求拉动的趋势性上涨，更多的是交易季节性因素。明年重点关注春节后补栏可能引起的豆粕价格上涨，但也应注意市场对美豆种植面积扩大以及南美丰产的悲观预期，补栏行情可能在基差中有所体现，未必体现在期货盘面上。

图 38：国内沿海豆粕结转库存周度趋势图



来源：天下粮仓、东兴期货研发中心

图 39：国内豆粕平衡表

项目	11/12年度	12/13年度	13/14年度	14/15年度	15/16年度	16/17年度	
	估计值	估计值	估计值	估计值	估计值	10月预测值	11月预测值
期初库存	118	81	86	87	83	70	70
国内产量	4815	4975	5680	6105	6436	6870	6870
进口量	11	2	2	6	2	8	8
总供应量	4944	5058	5768	6198	6521	6948	6948
国内消费量	4770	4840	5467	5965	6262	6638	6638
出口量	93	132	214	150	189	220	220
总消费量	4863	4972	5681	6115	6451	6858	6858
期末库存	81	86	87	83	70	90	90

注：作物年度为当年10月至次年9月

来源：天下粮仓、东兴期货研发中心

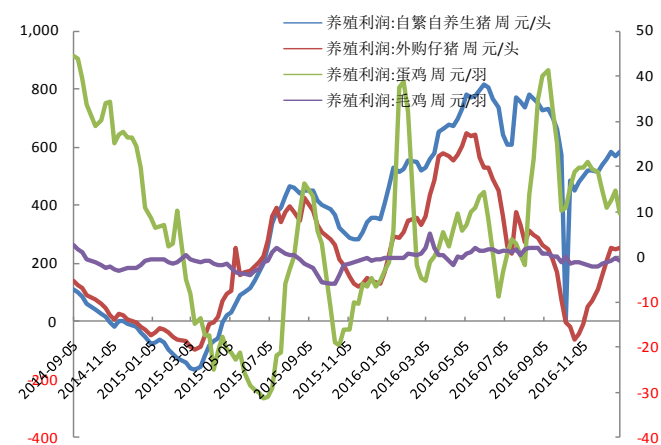
生猪存栏未见好转，关注节后补栏需求

截止 11 月，生猪存栏数据为 3.75 亿头，去年同期为 3.88 亿头，能繁母猪为 3684 万头，去年同期为 3825 万头。从调研结果来看，生猪养殖业仍然面临环保问题，产能扩张有限，并不足以支撑豆粕需求明显增长。但是明年的生猪养殖产能会略有增长，对远月价格有所支撑。春节前一般会生猪屠宰旺季，导致生猪存栏略有下降，明年春节后，一旦大的养猪企业开始集中补库，或导致时点上豆粕供需偏紧，进而提振价格。从豆粕和菜粕的价差来看，已经缩小到相对极限的位置上，继续缩小概率不大。

总结：

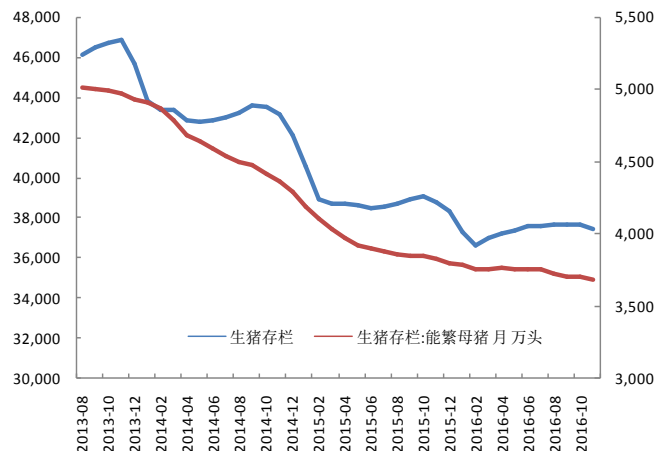
豆粕走势与美豆走势基本一致，供应预期仍然是决定豆粕走势的最关键因素。从目前市场对美豆的预期来看，南美洲丰产成为大概率事件，再叠加三月份对美豆种植面积增加的预期，豆粕承压概率偏大。主要的做多交易机会为季节性补库以及利空出尽空的价格反弹。大周期需要坐等极端天气出现，叠加中美两国需求的回暖。

图 40: 生猪、禽类养殖利润



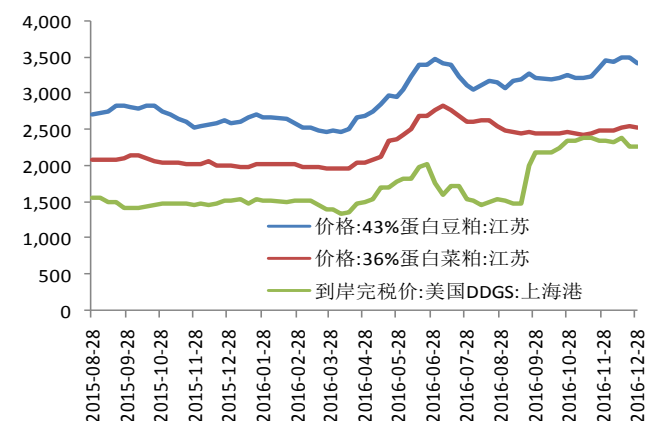
来源: Wind、东兴期货研发中心

图 41: 生猪存栏及能繁母猪数量



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 42: 豆粕菜粕价格



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 43: 豆粕单位蛋白-菜粕单位蛋白价差



来源: Wind、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。