

李想

农产品组 高级研究员

lixiang@dxqh.net

供需两旺波动降低，

连年丰收后的机会在哪里？

美豆观点：美国大豆连续第三年丰收，而中国的进口需求又在不断刷新高点，2017年整年全球豆类走势呈现窄幅波动格局，全年连续主力合约波动未超过200美分，代表美豆市场波动情绪的期权加权波动率SIV指数也跌至历史低位的12以下。由于2017/18年度南美洲播种期天气干旱问题造成单产下降风险，并且在拉尼娜逐渐成型带来的不确定性影响下，2018年初市场对于豆类整体的关注在提升。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以及期权波动率的主要因素。截止1月初，南美洲天气呈现分化迹象，巴西整体十分理想，减产的概率不大，而市场唯一的赌注就在阿根廷。由于美国大豆的种植效益仍高于其他作物，南美产量尘埃落地的情况下，2月份开始炒作的美豆种植面积结构性增长，可能将在新年度的上半场给全球大豆市场重新挖一个坑。一季度目前看市场整体偏空，但是受到中国需求支撑，以及天气不确定性的影响，波动也将被限制。和有色金属和黑色的如火如荼的行情相比，趴在低位的豆类的确让人浮想联翩，预计在1-3月份会反弹至年内高点。

油脂观点：2017/18年度全球植物油库存在棕榈油恢复性增产的带动下，库存止跌回升。并且由于主要消费国去库存的影响下，中国的继续释放菜籽油库存和印度提高进口关税，令植物油表现尤其疲软。整体上看，由于棕榈油摆脱厄尔尼诺的减产影响开始迅速恢复性增产，看着不断下滑的植物油只能靠生物柴油顺价的需求亮点来拯救，靠食用植物油走不出泥淖，因此2018年国际原油价格走势将会给植物油市场带来更多的指引和机会，其相对低廉的价格的确值得市场去不断尝试抄底。国内方面，2017年豆油领跌植物油，压榨量猛增使得豆油的库存不断攀升，成为领跌市场的主力。储备的去库存本年度仍在继续，虽然我们看到国内油菜籽产量仍在下滑，但菜油抛储继续打压市场预期，但中长期看国内的高库存压力逐渐释放，可以预期的是菜籽油相对其他油种的供给压力减弱，2018年秋天我们依然可以期待菜籽油成为三大油脂中最为强势的品种。而棕榈油方面，国内已经是刚需市场未来定价将会更多的看印度以及东南亚主产国的库存变化，未来将可能是三大油脂中相对较弱的品种。

豆粕观点：豆粕走势与将会继续美豆维持高相关性，供应压力仍然是决定豆粕走势的最关键因素，而需求方面仍保持令人咋舌的高速增长，因此价格下跌也非常不顺畅。从目前市场对美豆的预期来看，南美洲产量虽然仍存在一定的变数，但我们看到美国管理基金在玉米和小麦方面已经持有巨大的净空持仓，大豆也难独善其身，因此二、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，供给出现问题才会使得市场重新焕发活力。而菜粕方面由于供给结构呈现中国以及加拿大两季格局，中国主要供给期的9月合约仍将表现抢眼，而体现进口加拿大菜籽的1/5月合约将会成为油厂锁定利润的工具，毕竟冬季是水产的淡季。

一、大豆篇:美豆库存继续攀升,天气因素制约全球大豆产量增量

(一) 南美增产开始对美豆出口行成挑战,未来供给将决定未来走势

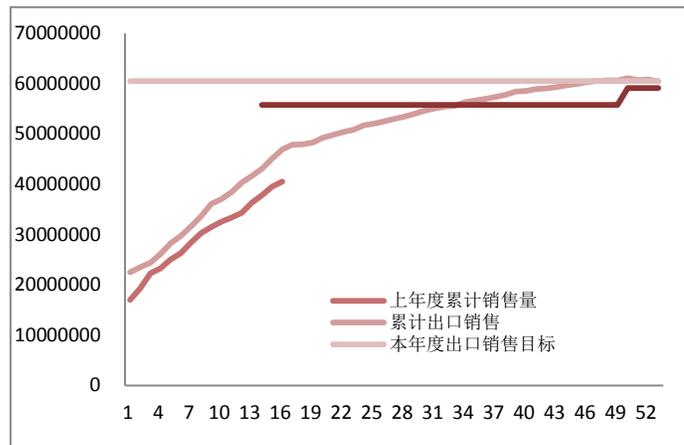
2016/17 年度南美洲大豆丰收的压力持续施压美国出口市场,留给美国的出口时间窗口已经很少,2016/17 年度美豆出口较上年度上调 2.4%,但出口进度方面仍较上年度落后 13.7%,巴西大豆将在 2 月份之后就会新作陆续。南美对美国出口的压力将会持续作用于 2017/18 年度,因此我们看到美豆的库存消费比在最近两年持续攀升。2017/18 年度,如果南美尤其巴西大豆产量继续保持良好势头,那么美豆的出口将会破天荒的出现下调,令长期保持低位的美国大豆库存出现连续累计。美豆单产得益于最近 3 年较好的天气,单产持续在趋势线水平。2017/18 年度美豆库存消费比将攀升至 21.4%,尽管这个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,但是今年需要提防南美大豆出口持续良好对以往规律的颠覆,因此未来半年的关注点就在两方面:一是南美 1-3 月份的天气,二是美国新年度种植结构向大豆继续倾斜的倾向。

图 1: 美豆库存消费比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 2: 美豆出口进度



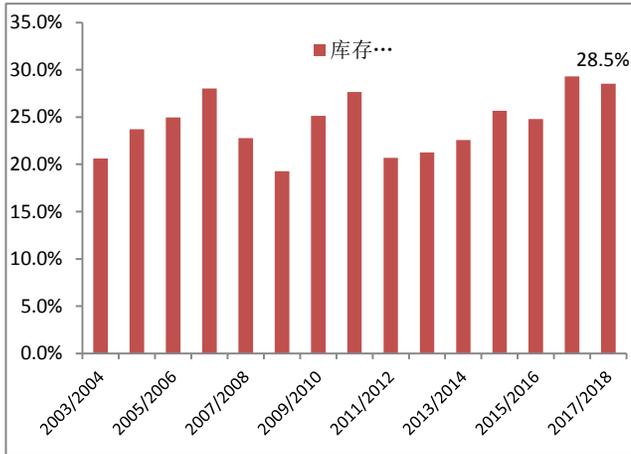
来源: USDA、东兴期货研发中心

(二) 全球大豆供需维持高水平,但压力向美国转移

2017/18 年度全球大豆库存消费比维持在 28.5% 水平,虽然过剩量增幅放缓仍处于历史上较为充裕的水平。从两个主要的大豆生产区域来看,美国大豆产量从 2016/17 年度的 116.92 百万吨增加至 120.44 百万吨,增量为 3.52 百万吨,阿根廷和巴西大豆产量从 2016/17 年度的 171.9 百万吨略减少至 165 百万吨,减量为 6.9 百万吨。所以从整体供应角度来看,全球大豆的平衡表存在恶化可能,但是美国的供给将会继续改善,压力向美国倾斜。

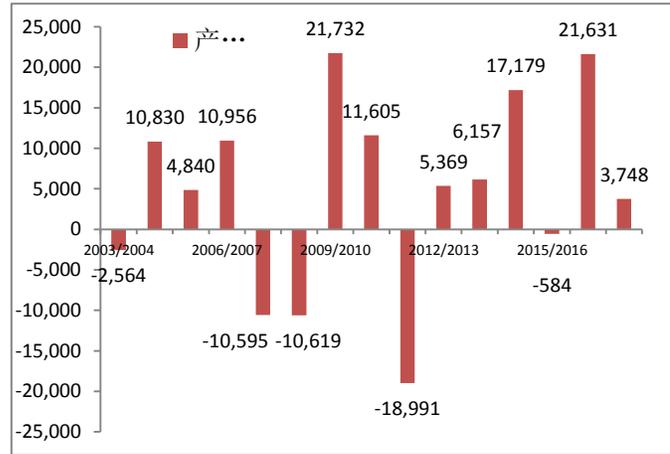
从近几年的走势来看,南美洲产量变动对全球大豆的供应影响开始逐渐加大。但是美国的供求数据是对大豆定价影响最为关键的因素,南美也通过与美国出口竞争来体现出对美国的压力,因此在美国累库存的阶段可能对美豆市场的压力相对南美库存累计的更为明显。

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)

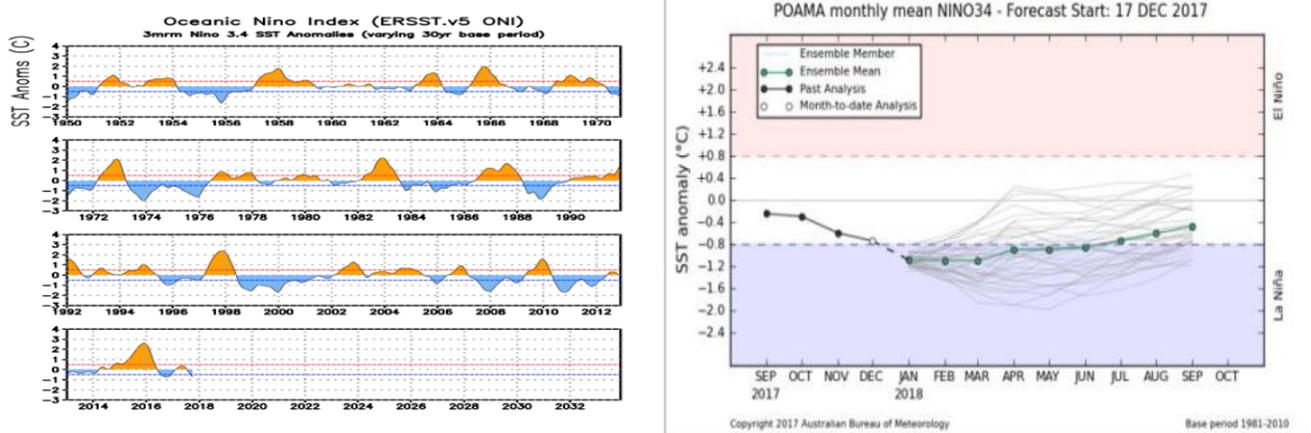


来源: USDA、东兴期货研发中心

(三) 南美洲生长天气出现分化, 关注拉尼娜对阿根廷的影响

目前市场的热点在于最新的太平洋海洋温度数据显示, 太平洋环流正在形成新的拉尼娜现象并在发生的过程中, 目前开始有所体现, 虽然太平洋彼岸的中国并未出现明显的冷冬现象, 但是市场已经十分关注。

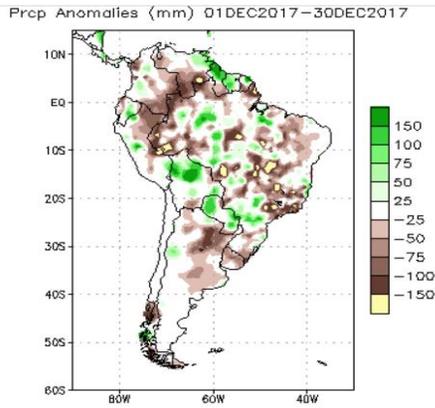
图 5: ENSO 海洋指数以及预测



来源: NOAA、东兴期货研发中心

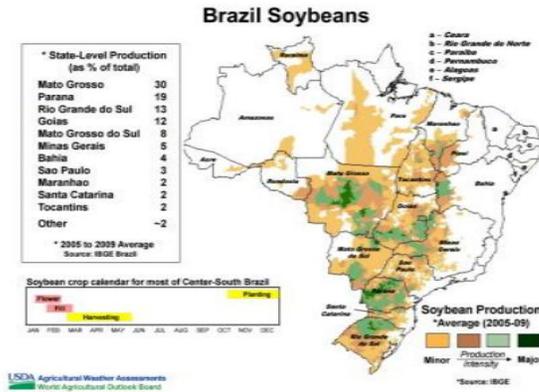
目前巴西和阿根廷单产预估分别在 3.09 吨/公顷和 2.98 吨/公顷, 较上年创纪录水平有所下调, 尤其是前期干旱的状况下也显示出美农业部的谨慎情绪。从预估来看处于相对中性偏高的位置, 但也符合近几年最新的转基因种子性能更好的现实。2017/18 年度巴西和阿根廷大豆种植面积增速分别为 3.24% 和 4.08%, 也基本符合目前大豆种植效益遥遥领先的现状。1-3 月份的天气变得十分关键, 虽然阿根廷 12 月份之前较为干旱, 但由于处在种植初期市场对天气升水的建立还是十分犹豫。就目前的天气情况来看, 巴西过去一个月的降雨尚可气温整体水平不高, 局部干旱但整体影响不大。对未来半个月的展望来看, 降雨将在前一周集中在西北部, 后一周覆盖南部和东部, 可以缓解东南部局部干旱的威胁。而阿根廷方面, 目前问题依然比较严峻, 首先 12 月份显示该地区北部气温偏高而且降雨稀少土壤墒情不佳。未来半个月阿根廷的降雨维持一个不均格局前一周降雨稀少但第二周将会改善, 因此未来仍存在一定的变数, 2 月中旬如果降雨未能得到明显改善预计市场将会给出天气升水。

图 6: 南美大豆主产区降雨-常值



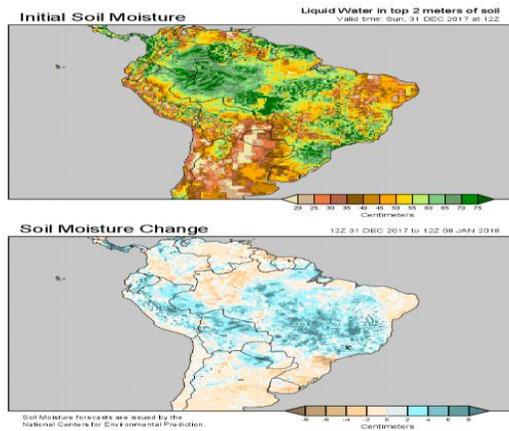
来源: NOAA、东兴期货研发中心

图 7: 巴西大豆主产区图



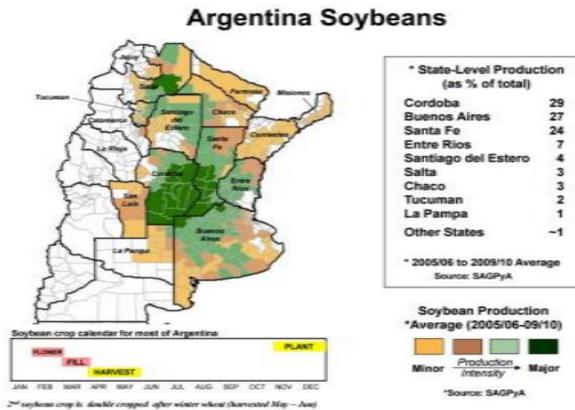
来源: NOAA、东兴期货研发中心

图 8: 南美大豆主产区土壤湿度



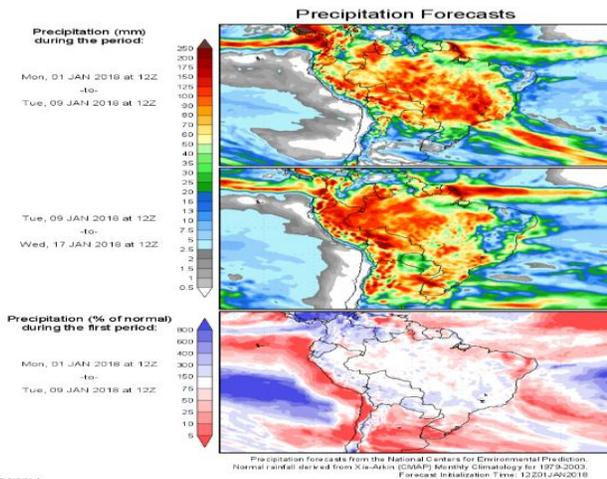
来源: NOAA、东兴期货研发中心

图 9: 阿根廷大豆主产区



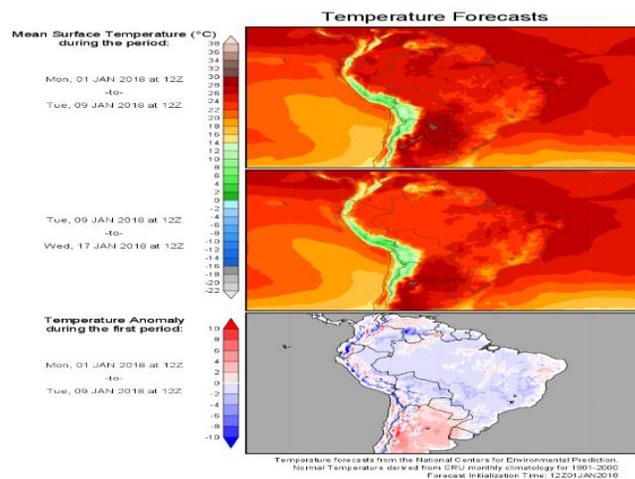
来源: NOAA、东兴期货研发中心

图 10: 南美未来周降雨预报



来源: NOAA、东兴期货研发中心

图 11: 南美未来周气温预报

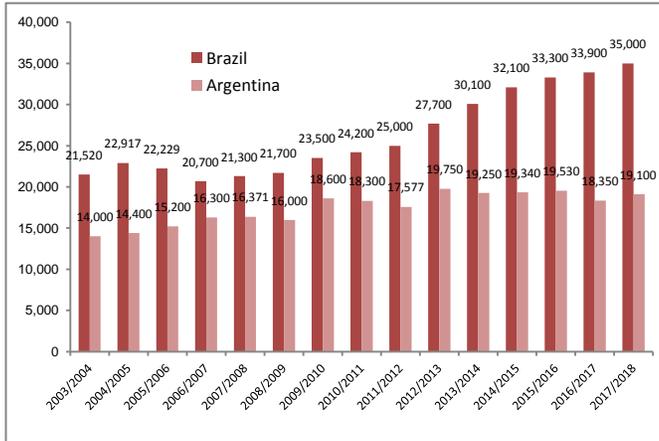


来源: NOAA、东兴期货研发中心

再来看下南美的供给和库存情况, 巴西大豆库存在 2017 年出现大幅攀升, 而下年度由于单产存在不确定性并且

出口需求旺盛库存预计有所下降。尽管阿根廷库存仍在攀升，市场也在不断预期该国的出口政策改革将会释放这些大豆库存，但是我们并未看到阿根廷出口的增长，也说明目前阿根廷依然以压榨为主未来无论产量还是出口量方面都不会是市场的主力。目前重点关注南美洲大豆生长天气，市场对丰产预期仍存在疑问，不过好消息是巴西后期出口压力在缓解，贴水上涨是一个好现象。

图 12: 巴西和阿根廷大豆种植面积



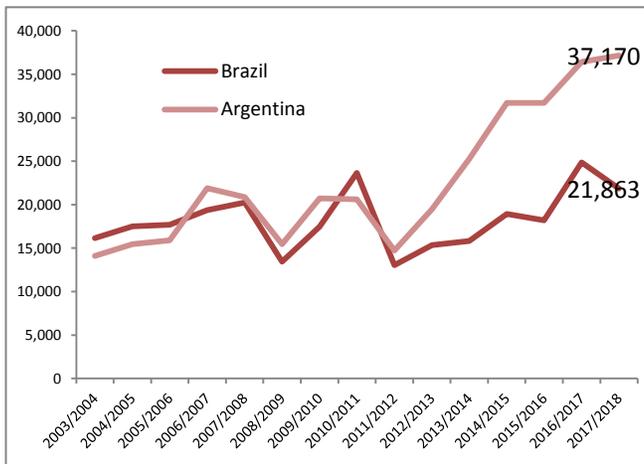
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 13: 巴西和阿根廷大豆单产趋势



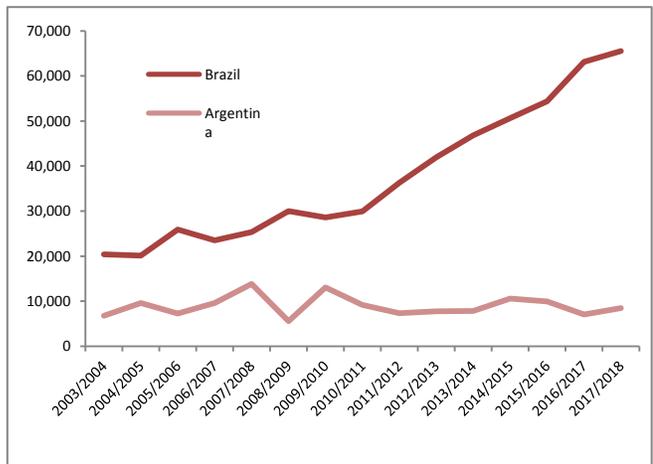
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 13: 巴西和阿根廷大豆期末库存



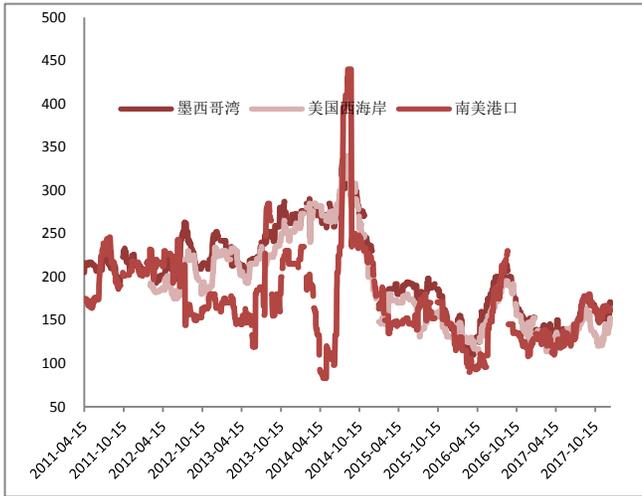
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 14: 巴西和阿根廷大豆出口量



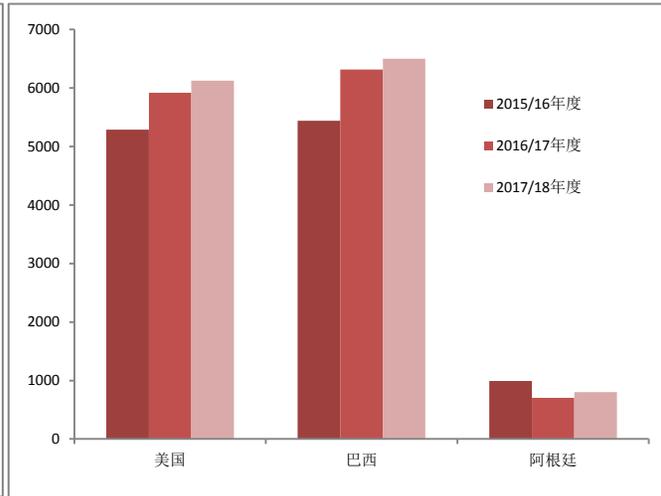
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 15: 进口大豆 CIF 基差



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 16: 主要大豆出口国出口量对比

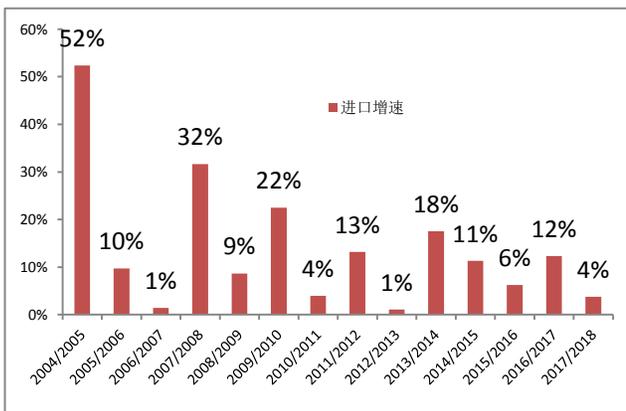


来源: USDA、东兴期货研发中心

(四) 中国需求旺盛, 继续成为全球大豆发动机

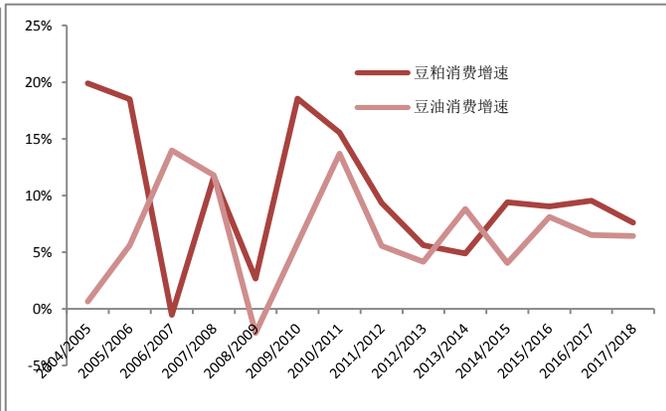
中国市场在全球大豆市场中继续上演着奇迹, 从 2003 年以来在连续增长 15 年, 预计 2018 年将会继续增长 8%, 中国已经成为全球大豆最大的进口市场, 无论是增量还是存量中国无疑都是全球大豆市场最璀璨的明星, 中国的需求成为全球大豆市场的晴雨表。中国庞大的人口结构以及消费的不断升级, 促使蛋白需求保持强劲增长十分抢眼, 但植物油的消费增速则表现的相对逊色, 也就造成了目前国内豆油库存偏高的状态。

图 17: 中国大豆进口需求增速



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 18: 中国豆粕与豆油消费增速对比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 19: 全球大豆进口结构

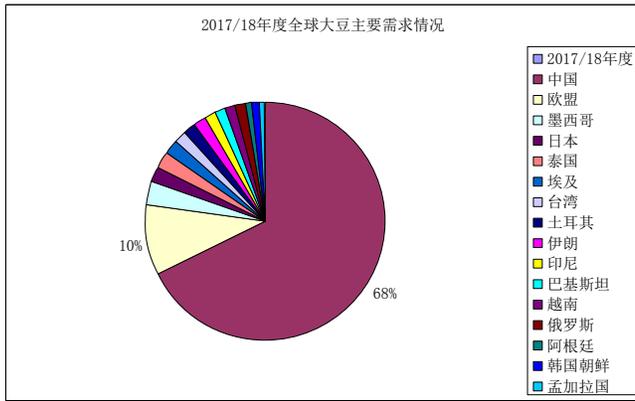
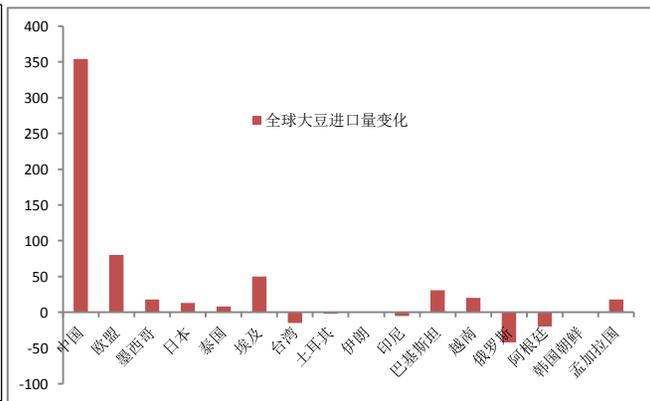


图 20: 全球主要国家大豆进口增量对比



(五) 美国大豆种植成本稳定，种植效益遥遥领先其他品种

全球大豆市场在中国旺盛的需求支撑下，全球大豆价格在农产品中表现相对抢眼，但由于玉米及小麦的收获压力促使价格下跌明显，相比而言大豆的坚挺带来的将是下年度种植面积的继续扩张，为明年二季度带来一定的压力。

美国大豆 2018 年的种植成本是 2017 年 5 月份美国农业部根据 2016 年的实际成本评估而来的。2018 年美国大豆种植成本预估在 453.9 美元/英亩。从第二张表来看近几年美国大豆种植成本最高的年份是 2014 年 477 美元/英亩。

图 21: 美国大豆种植成本

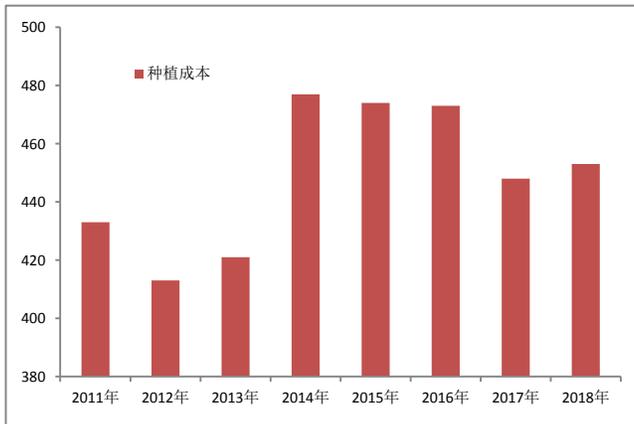
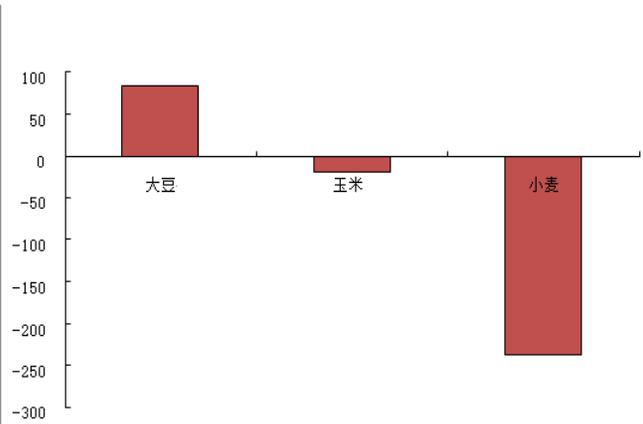


图 22: 美国主要作物收益对比



来源: USDA、东兴期货研发中心

来源: USDA、东兴期货研发中心

表 1: 美国主要农作物种植收益对比

	大豆	玉米	小麦	
种植成本	453.9	652.1	306.6	美元/英亩
单产	49.5	175.4	46.3	蒲式耳/英亩
美豆价格成本	917	372	662	
现在价格	1000	353	425	
现在收益对比	83	-19	-237	

表 2: 美国大豆种植成本组成

Item	2018F	2017F	2016F	2015F	2014F	2013F	2012F	2011F
Operating costs:								运营成本:
Seed	60.52	59.80	60.36	60.81	60.94	61.37	59.87	67.37 种子
Fertilizer	31.44	30.92	34.51	34.94	38.06	23.02	23.41	22.83 化肥
Chemicals	27.77	27.05	27.63	27.75	28.70	18.05	17.25	16.85 农药
Custom operations	10.52	10.33	10.58	10.74	10.29	7.50	7.36	6.76 固定运作
Fuel, lube, and electricity	11.91	10.83	14.21	13.84	21.83	20.78	20.96	21.87 燃料和电力
Repairs	22.45	21.93	23.28	23.51	23.13	14.20	14.04	13.81 维修费用
Other variable expenses 1/	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.16	0.15	0.15 其他额外支出/1
Interest on operating capital	0.82	0.48	0.04	0.44	0.05	0.12	0.12	0.18 Interest on ope
Total, operating costs	165.49	161.40	170.67	172.09	183.05	145.20	143.16	149.62 总运营成本
Allocated overhead								分摊开销:
Hired labor	2.30	2.25	3.24	3.28	3.10	2.16	2.13	2.14 劳务费
Unpaid labor	19.94	19.47	18.87	19.10	17.96	17.80	17.62	17.58 未支付劳务费
Capital recovery	87.27	85.74	90.26	90.06	86.92	87.40	85.62	81.14 资本费用
Land	148.29	149.63	161.36	160.63	158.46	142.03	138.87	157.65 土地租金
Taxes and insurance	11.22	11.00	10.36	10.53	10.16	10.76	10.38	9.63 税收保险
General farm overhead	19.46	19.01	18.28	18.46	18.24	15.68	15.49	15.25 一般农场开销
Total, allocated costs	288.48	287.10	302.37	302.06	294.94	275.83	270.11	283.39 总摊销费用
Total costs listed	453.97	448.50	473.04	474.15	477.90	421.03	413.27	433.01 总成本:

来源: USDA、东兴期货研发中心

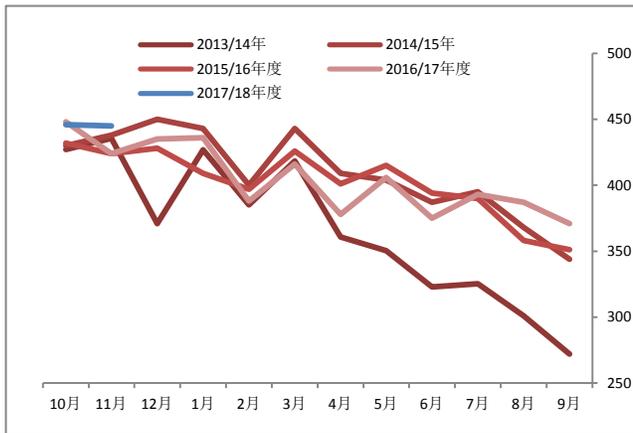
来源: USDA、东兴期货研发中心

(六) 美国需求方面呈现出口弱压榨强

根据美国 NOPA 油籽压榨协会的数据显示，2017 年 11 月份 NOPA 会员企业压榨的大豆数量为 1.63546 亿蒲式耳（合 444.8 万吨），虽然略低于 10 月份的压榨量 1.6242 亿蒲式耳，不过比去年同期的压榨量高出 4.7%。美豆 2017/18 年度前两个月共压榨美豆 3.278 亿蒲式耳，高于去年同期 2.18%，基本符合美农业部的预期水平。豆粕出口量略好于预期——部分商业机构正准备上调年度压榨预估。USDA12 月报告对压榨量预估为 19.40 亿蒲，今日商业机构普遍预估压榨量至少为 19.60 亿蒲。并且从美国的豆油和豆粕的内需来看，数据保持良好势头。

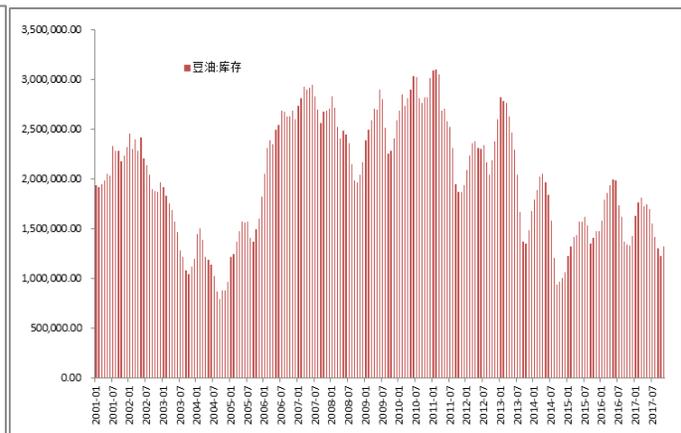
美国 11 月份国内豆油消费量预计为 18.18 亿磅 10 月国内豆油消费量 19.22 亿磅，去年同期 17.78 亿磅。市场年度前 2 个月国内豆油消费量同比增加 7.7%，USDA 预估同比增加 5.9%。本次报告最重要的是 USDA11 月出油率为 11.41 磅/蒲，USDA 月度报告预估为 11.60，根据 11 月压榨报告预估出油率在 11.55 磅/蒲，很可能还会走低。通常 11 月 NOPA 和 USDA 出油率是年度出油率的风向标，美豆今年的出油率处于近几年的较低水准。根据压榨量和豆粕库存 391,248 短吨推算，预计美国 11 月份国内豆粕消费量为 298 万短吨。10 月国内豆粕消费量较高为 337.9 万吨，去年同期 299.8 万吨。市场年度前 2 个月国内豆粕消费量同比增加 4.6%，USDA 预估增加 2.9%。

图 23: 美国大豆压榨数据



来源: NOPA、东兴期货研发中心

图 24: 美豆油库存数据



来源: NOPA、东兴期货研发中心

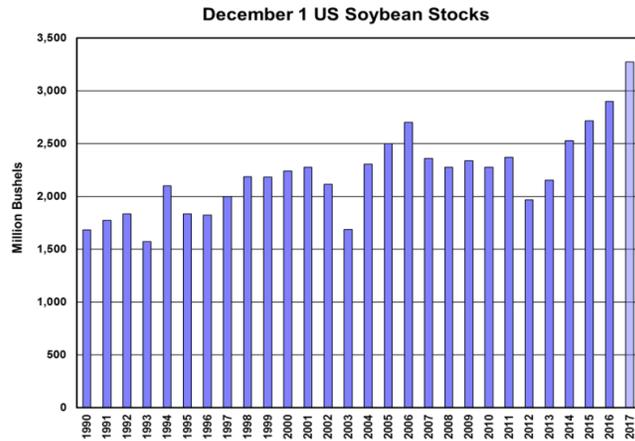
但美国的出口数据就没有那么靓丽了，前有巴西大豆倾销竞争，后有阿根廷近期货币贬值以及出口关税逐步下调的虎视眈眈，今年美豆出口进度落后去年 13.7%，但农业部预计出口同比增长 2.4%，似乎这个目标变成了不可能完成的任务，未来如何去争回出口市场份额只能靠南美减产。不过美元的走软为未来美豆也注入强势的可能行，未来随着美元的贬值，巴西和阿根廷农民的本币标价未来可能出现竞争优势被削弱的可能性。

图 25: 南美与美国大豆价格对比



来源: 东兴期货研发中心

图 26: 美国大豆 12 月份库存对比



来源: USDA、东兴期货研发中心

总结:

由于目前。由于 2017/18 年度拉尼娜现象的影响, 南美洲产量存在不确定性, 令美豆未来走势充满遐想, 但我们仍需认清摆在面前的一个现实: 美豆销售疲软和收益良好吸引更多的种植面积, 为当前市场带来的压力, 尤其是美国商检与中国商检达成 1% 杂质标准的协议, 对于美国大豆来讲不啻雪上加霜。1-3 月份南美天气将成为影响未来大豆中期定价的主要因素。因此预计 3 月份左右市场将见到季节性高点, 整体区间重心有所上移, 将会挑战 1000-1200 美分区间, 而在二季度则视美国的天气情况再确定未来的走势, 在当前大豆如此好的收益下, 远期的压力将会不断困扰市场, 不过可能一场罕见的旱灾就会马上扭转我们的观点, 所以目前可以肯定的是, 美豆的下跌空间是比较有限的, 市场在等的是供给出现问题。

二、植物油篇: 短期压力问题难解, 前景却很光明

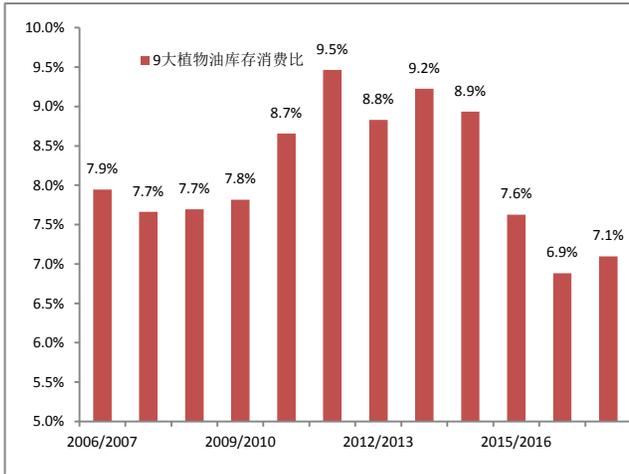
(一) 全球植物油库存将会反弹, 棕榈油成为唯一库存增量

美国农业部预估 2017/18 年度全球植物油库存将会出现反弹, 经历了厄尔尼诺带来的减产周期后, 棕榈油成为未来供给增长的最大动力。棕榈油库存能否再度攀升, 给市场带来下一步的套利空间。由于短期中国的继续囤储去库存以及印度的进口关税上调, 令植物油市场备受压力, 因此在 2017 年全年表现疲软, 节节下挫。

而未来消费方面, 市场维持温和增长的势头。2017/18 年度植物油食用用量增速在 3.26%, 处于近几年中位水平, 而食用增速最近几年一直十分平稳, 难成市场的助推因素。2017/18 年度植物油的工业用量同比增速在 3.61%, 较上年有所反弹, 相对食用需求的增速稳定, 工业用需求波动偏大, 尤其在当前地缘政治局势紧张以及供给侧收缩的支撑下, 原油走势逐步增强将很可能带动生物柴油的消费, 并且随着欧盟以及美国经济的复苏, 对于生物柴油消费的增长也是值得期待的。所以整体上看, 油脂的需求增速平稳的, 但是供给端出现增长令市场难有出色表现, 但是未来的亮点主要还是在工业消费端, 而不同品种的结构机会将会愈发的明显。

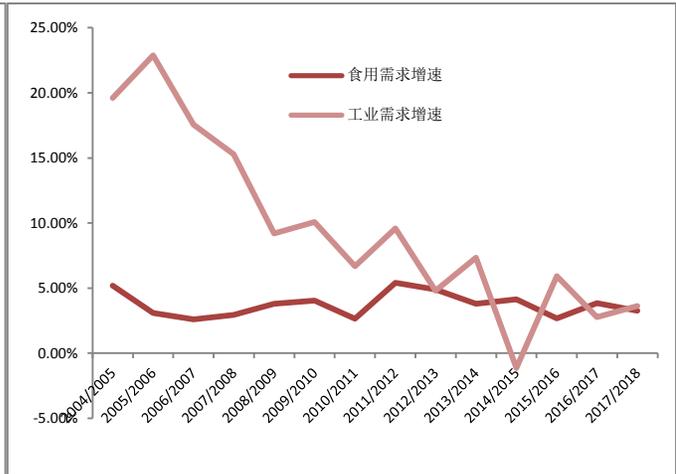
分品种来看, 2017/18 年度全球豆油期末库存在 326.4 万吨, 稳步下降, 主要库存都转向了主要消费国。全球棕榈油期末库存为 1098.1 万吨, 很有可能再创历史新高。全球菜籽油期末库存为 334.4 万吨, 连续第四年下滑。其中我国菜籽油去库存带来的库存减少贡献最大, 随着抛储的继续推进, 菜籽油的储备库存已经降至较低水平, 对于市场的影响也逐渐在弱化。

图 27: 全球植物油库存消费比



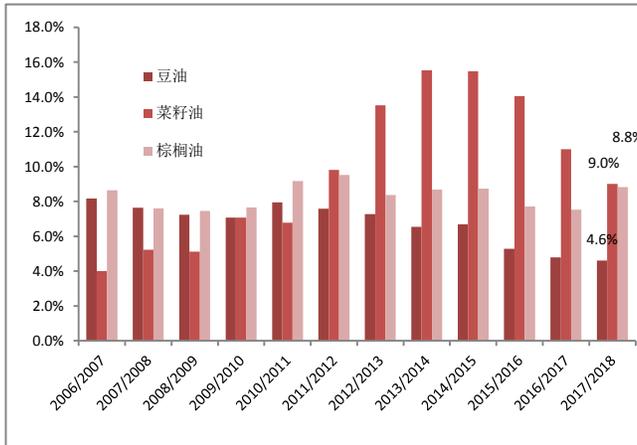
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 28: 全球植物油使用以及工业用途需求对比



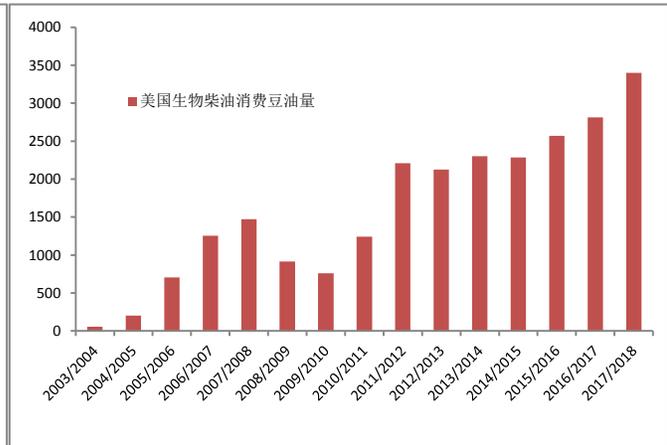
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 29: 全球植物油主要品种库存消费比



来源: USDA、东兴期货研发中心

图 30: 美国生物柴油消费

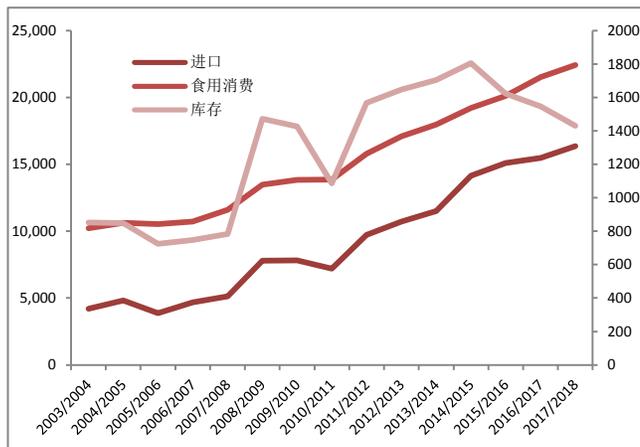


来源: EIA、东兴期货研发中心

(二) 需求端: 印度提高进口关税, 原油价格开始步入上升通道

2017 年度印度政府为保护本国的油脂压榨企业, 提高进口关税, 对棕榈油主产国马来和印尼的冲击不小, 加之增产周期将逐渐到来, 令市场对于未来库存的预期令棕榈油市场蒙受更大的压力, 2018 年棕榈油将会成为植物油市场下跌的主要引导因素。2017/18 年度, 纵观印度这个人口大国的植物油进口大概 1637 万吨, 较 2016/17 年度增加了 5.72%。因此, 印度在短暂去库存之后仍将回归植物油进口市场中来, 需求的刚性增长明显超过了本土的作物产量增长, 未来的进口缺口仍将进一步扩大。预计印度 17/18 油脂消费增幅在 5-7%, 国内油脂供应增幅 1-3%, 缺口需进口弥补, 预计进口增幅 5-6%; 印度国内进口油脂成本在高关税背景下大幅上涨, 短期抑制消费, 或者说消化库存, 18 年需要根据进口利润和国内库存情况来衡量买点窗口。

图 31: 印度植物油进口及消费库存



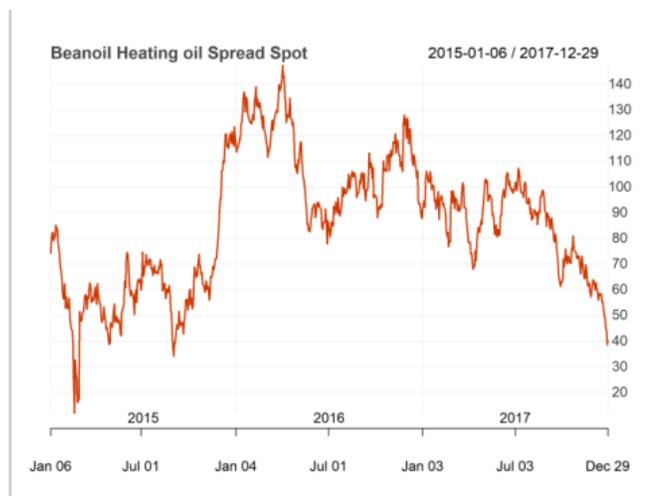
来源: USDA、东兴期货研发中心

图 32: 印度货币汇率走势



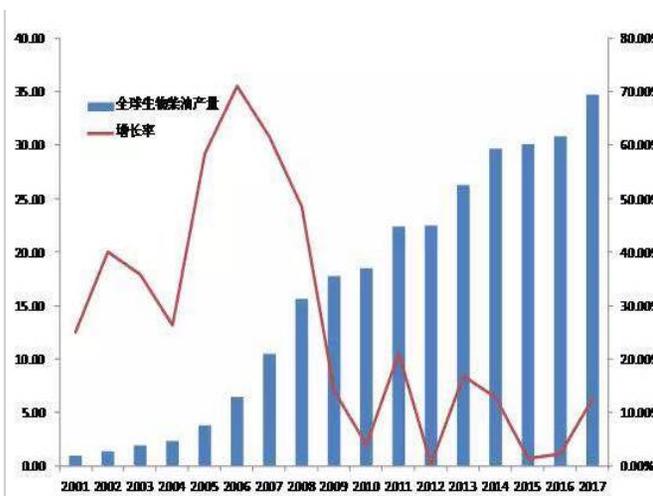
来源: WIND、东兴期货研发中心

图 33: 国际生物柴油与石化柴油的价差



来源: HIGHTOWER

图 34: 全球生物柴油消费

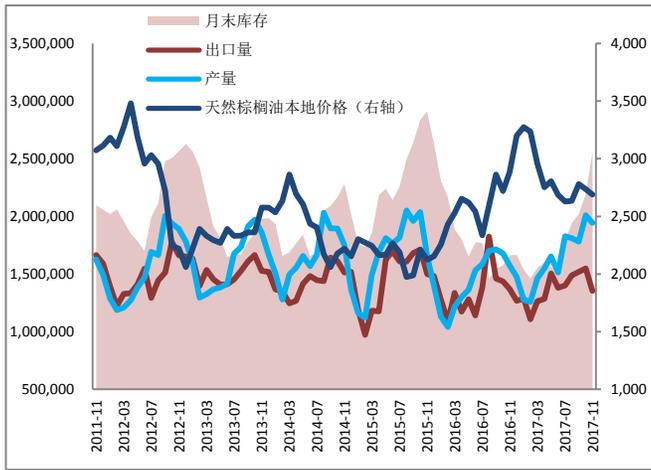


来源: EIA

(三) 棕榈油: 马来西亚 2018 年增产预期强烈, 将会成为植物油市场最大的压力

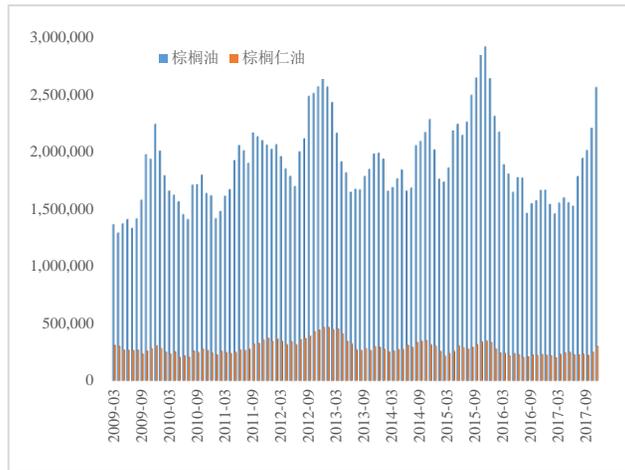
目前市场预计 12 月棕榈油产量为 184.6 万吨, 去年同期为 147.3 万吨, 可以看出马来的产量正在逐渐恢复。库存方面, 12 月马来西亚库存预计为 271.4 万吨, 远高于去年同期的 166.5 万吨的库存, 并且有逐步逼近 2015 年高点的趋势。马来西亚棕榈油目前正处在减产季节中, 3 月后进入增产季节, 库存偏低对棕榈油整体价格形成了明显支撑。从季节性来看, 3 月后马来西亚开始增产, 整体看当前东南亚两国产量较为正常, 未来如果继续增产将给市场带来压力。

图 35: 马来西亚棕榈油产量与出口对比



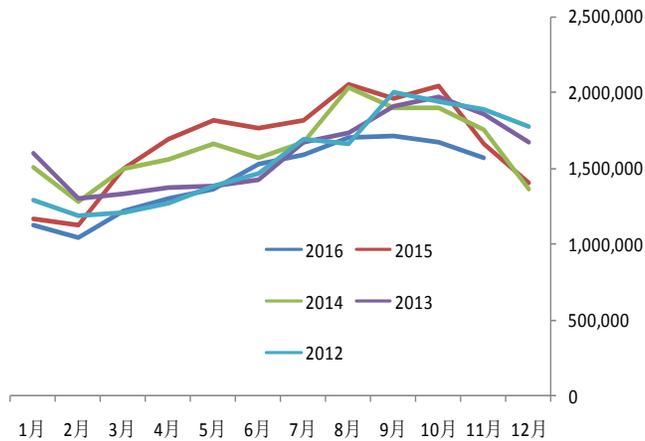
来源: 马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 36: 马来西亚棕榈油库存



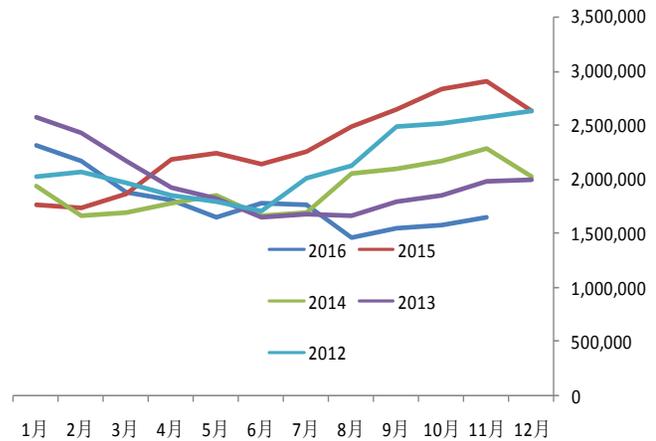
来源: 马棕榈油局、东兴期货研发中心

图 37: 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

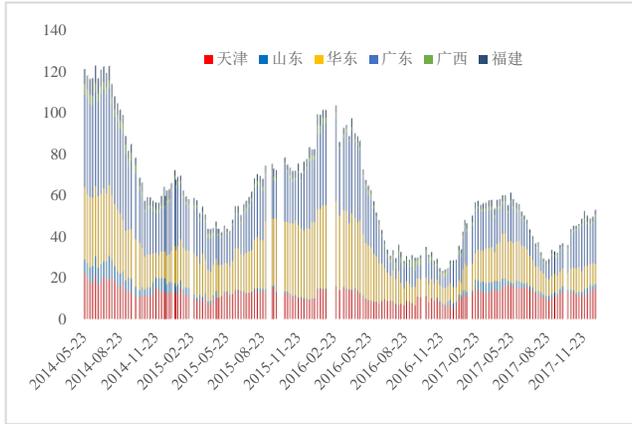
图 38: 马来西亚棕榈油库存季节性



来源: 马棕榈油局、东兴期货研发中心

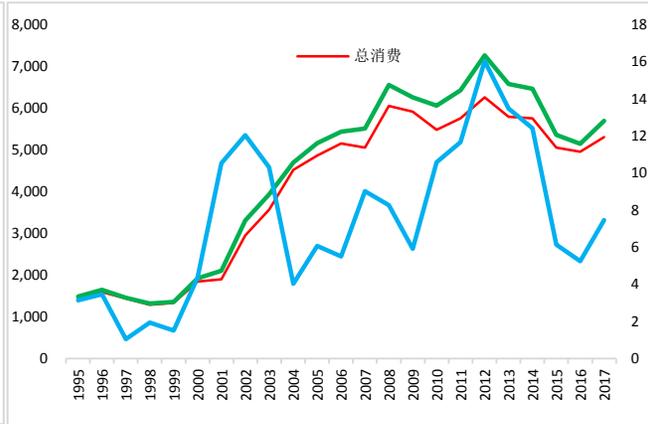
国内方面，中国港口棕榈油库存正在恢复性增长，消费方面也将终结连续4年下滑，出现温和增长。未来随着棕榈油的价格走低，预计棕榈油在与豆油的价差逐步扩大过程中消费将会逐步回归，对其他油种的替代性压力也将会凸显，这一点值得注意。

图 39: 国内棕榈油库存



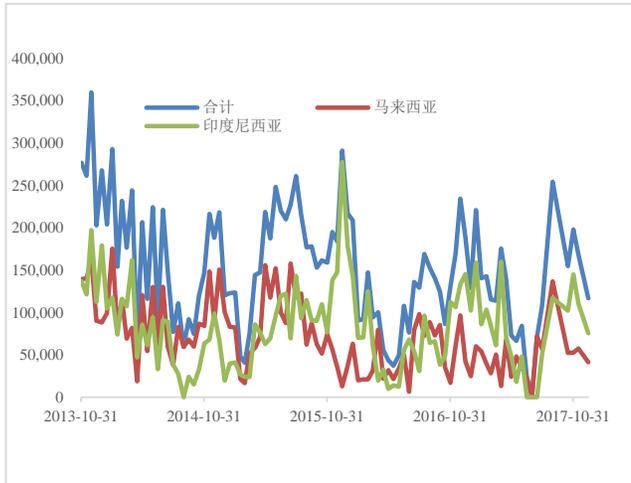
来源: Wind、东兴期货研发中心

图 40: 国内棕榈油供求平衡关系



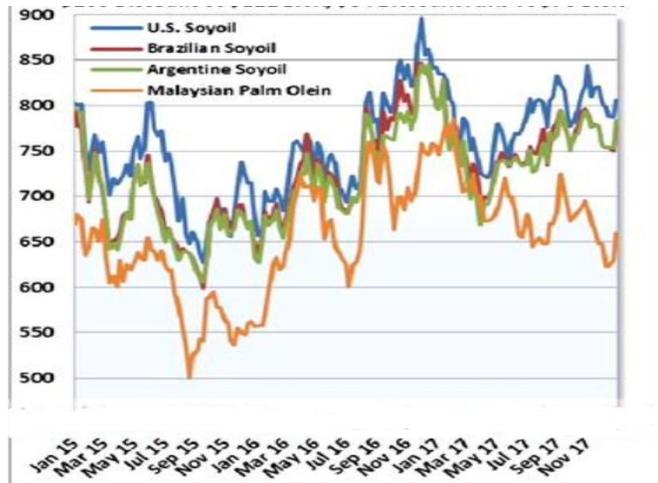
来源: Wind、东兴期货研发中心

图 41: 东南亚对华棕榈油装船数量



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 42: 豆油与棕榈油价差



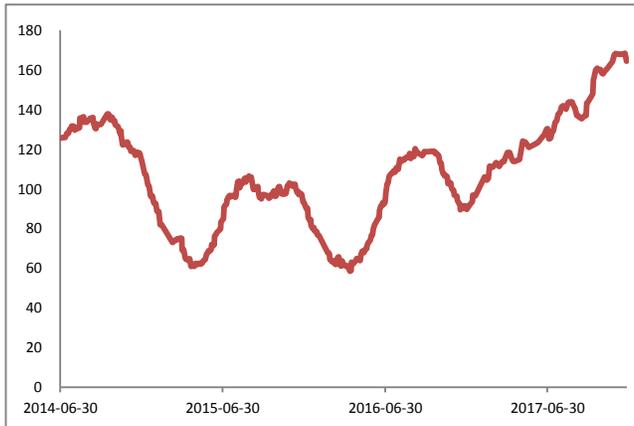
来源: Wind、东兴期货研发中心

（四）豆油：国内压榨量进一步攀升，需求未跟上增长脚步

豆油方面，可谓国内国外冰火两重天，一方面我们看到美国正在加紧对生物柴油的补贴，令美国豆油表现强劲，库存不断下降，而随着原油价格走高，预计豆油生物柴油消费将会继续高奏凯歌；另一方面中国的需求呈现，蛋白强油脂弱的格局，造成国内油厂开机较去年同期整体提高5-6个百分点，豆油库存明显增加。

关注以棕榈油为空头的油脂套利机会，国内库存豆油略有下降苗头，但高开机+集中备货还未显现，只是豆油库存不会再增加了，渠道库存空也是潜在利多；棕榈油库存自10月持续攀高还未结束，二者均负基差。12-2月正常的马来棕榈油减产幅度减15%，超过则是潜在利多。

图 43: 国内豆油商业库存



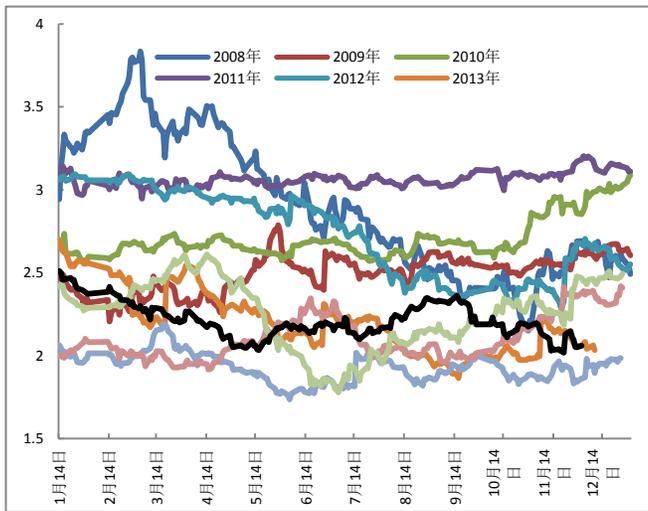
来源: Wind、东兴期货研发中心

图 44: 国内油厂开工率



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 45: 国内现货市场豆油豆粕比价



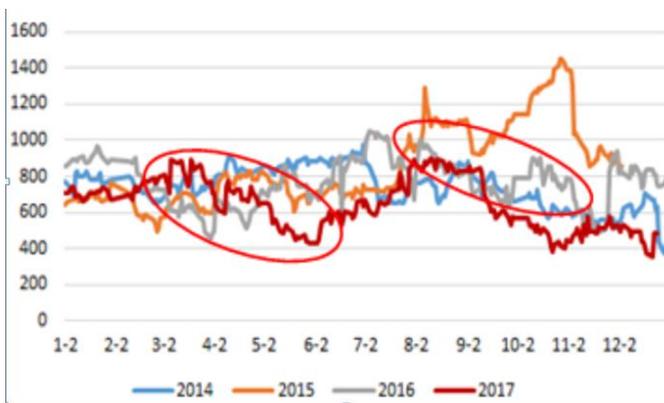
来源: 东兴期货研发中心

图 46: 国内主要植物油库存



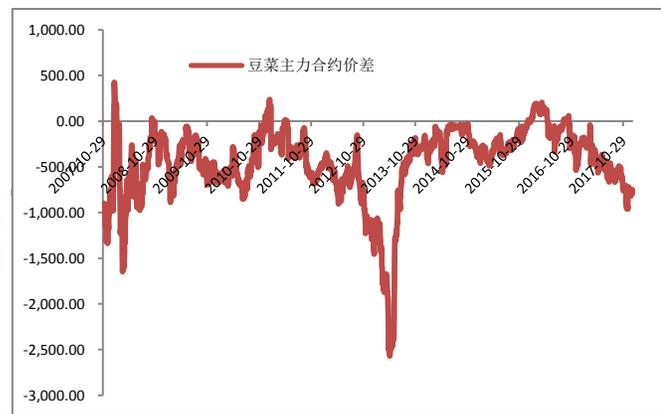
来源: Wind、东兴期货研发中心

图 47: 国内豆棕主力合约价差



来源: 东兴期货研发中心

图 48: 国内豆菜主力合约价差



来源: Wind、东兴期货研发中心

(五) 菜籽油：2018 年预计供给将会继续缩减，去库存进行中

2018 年预计中国菜籽进口 470 万吨，去年同期为 415.6 万吨，同比增加 10.33%，按照 42% 的出油率计算，进口菜籽加上进口菜油以及储备抛储，菜籽油供给是减少的。而与此相比大豆加豆油折合豆油进口供应累计增加了近 78 万吨。整体上看，油脂进口供应增加了 42.6 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 2017 年国内油脂库存走高主要是供给的增加所导致的。

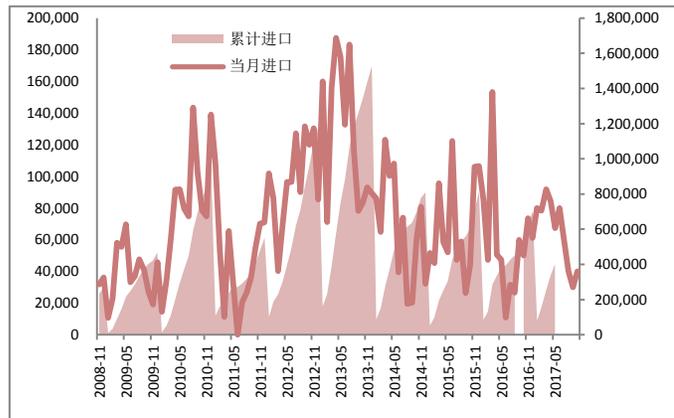
从进口端看，国内油脂进口供应减少对价格是有支撑的。尽管国内菜籽油抛储造成近月合约有一定抛压，但是由于国储库存在不断降低，菜油对其他油脂价差远月正在回归过去 3-5 年的中位水平。我们认为 2018 年背靠 600-1000 区间做多菜籽油-豆油的价差依然是较好的交易机会，风险点是南美洲或美国大豆减产导致供应有所减少。

图 49：国内菜籽油供求平衡



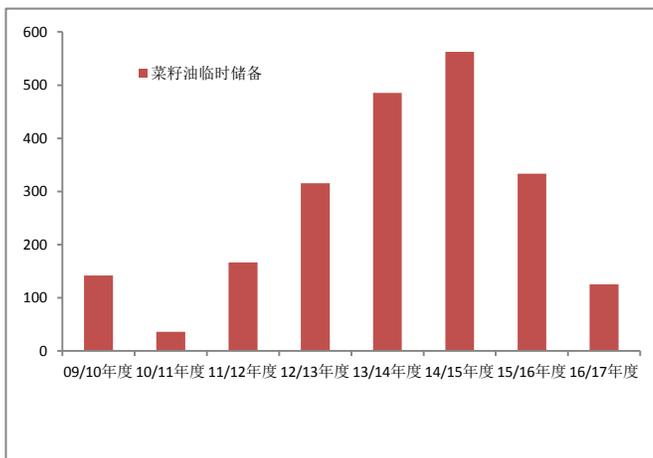
来源：东兴期货研发中心

图 50：菜油进口累计同比



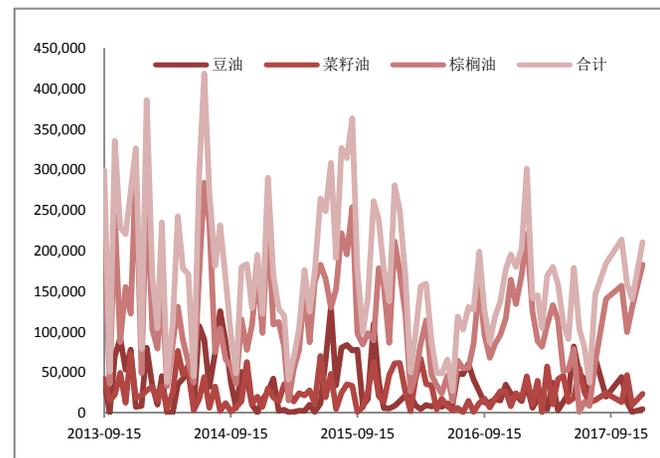
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 51：国储菜籽油库存预计



来源：东兴期货研发中心

图 52：大豆、豆油、棕榈油库存图



来源：Wind、东兴期货研发中心

总结：

2017/18 年度全球植物油库存存在棕榈油的增产的支撑下，终于出现反弹，而在中国菜籽油去库存豆油库存高企

的影响下，主要消费国的短期需求悲观令市场短期压力明显。但整体油脂看，目前绝对价格已经跌至低位，后期则是关注国际原油价格的走势以及与此同时带来的生物柴油消费的增长情况，毕竟经历了这么多年的政策支持生物柴油的消费在国际油价的支撑下逐步复苏，将会给植物油消费带来新的亮点。国内方面，春节后的淡季可能会相对漫长，因此操作上须以区间操作为主，新年度秋季旺季到来前市场应该会给你一个比较不错的抄底价位，2018 年对国内植物油强弱排序的话，将会呈现菜籽油>豆油>棕榈油的格局。单边操作上关注植物油整体筑底之后的技术性改善带来的机会，套利方面建议可以操作菜籽油的 9-1 以及菜棕、豆棕价差的扩大。

三、豆粕篇：养殖行业依旧支持需求刚性增长

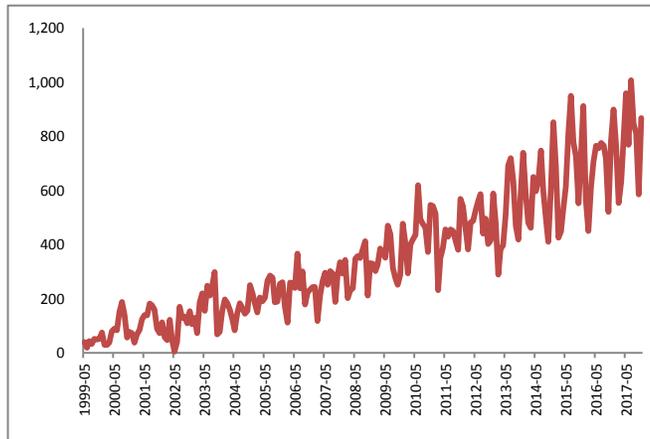
（一）国内豆粕需求刚性，带动进口需求不断攀升

豆粕的供给主要来源是进口大豆。我国进口大豆 2017 年进口同比增加了 3.8%。而从豆粕结转库存来看，豆粕的需求增速在 6-8%之间。需求增速基本稳定，供给进口依赖度已经高达 95%，所以美豆的价格是直接影响价格的最主要因素。一旦美豆以及南美减产，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，价格仍将在底部震荡，并且受到玉米和小麦的拖累美豆也走势疲软。明年重点关注春节后南美天气如果发酵引起的豆粕价格上涨，而需求方面目前仍是保持强势。

根据中国饲料行业信息网的初统数据显示，2017 年中国成品饲料年度总产量 18093.53 万吨，同比增长 0.33%。其中猪料产量 7018.55 万吨，同比增长 5.48%；蛋禽料产量 3107.81 万吨，同比下降 2.91%；肉禽料产量 5238.79 万吨，同比下降 3.61%；水产料产量 1534.12 万吨，同比下降 0.73%；反刍料产量 790.59 万吨，同比下降 1.01%。其他料产量 403.67 万吨，同比增长 0.80%。肉禽料成为本年度同比下降幅度最大的品种，这与本年度肉禽养殖规模受人感染 H7N9 病毒有关，导致肉禽养殖规模明显萎缩。

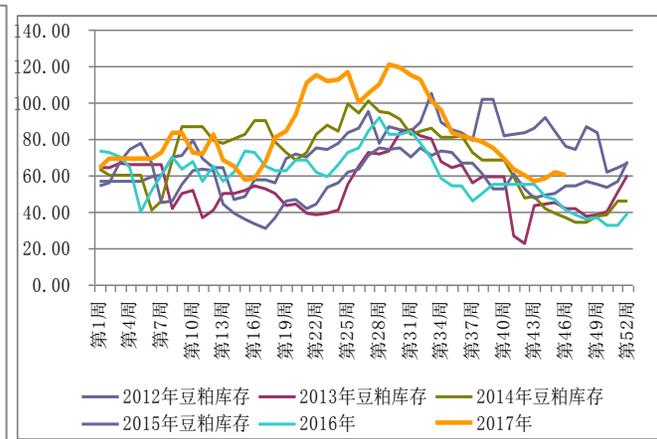
从美国大豆加权隐含波动率可以看到，目前美国大豆的隐含波动率已经降至 7 年来的同期最低水平，距离去年 7% 的奇点也仅一步之遥，因此波动率的放大可能随时发生。

图 53: 国内进口大豆数量



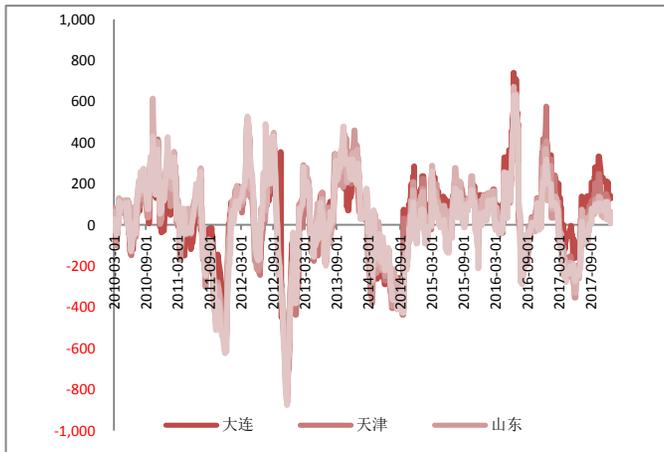
来源：海关、东兴期货研发中心

图 54: 国内豆粕库存跟踪



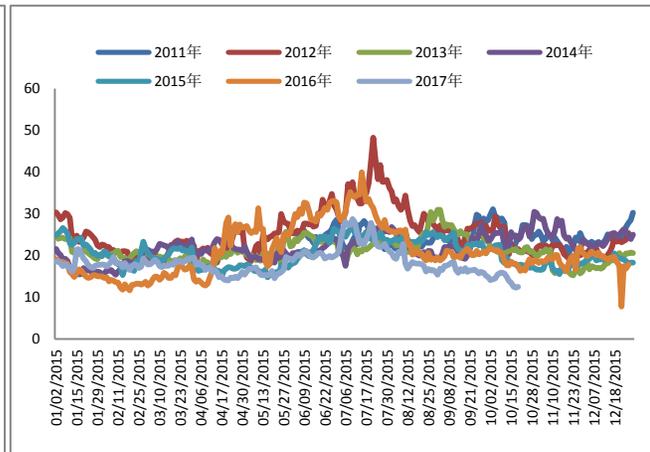
来源：饲料在线、东兴期货研发中心

图 55: 国内进口大豆压榨利润跟踪



来源: 饲料在线、东兴期货研发中心

图 56: 美国大豆期权隐含波动率



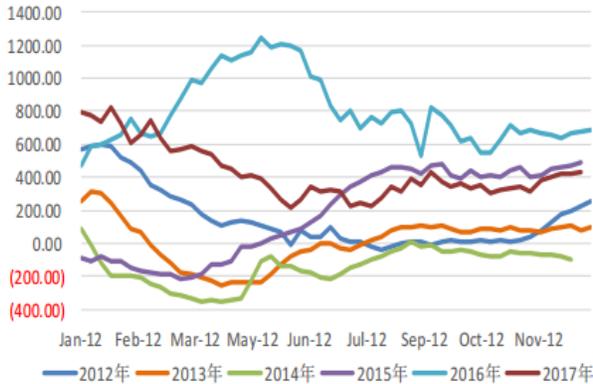
来源: bloomberg、东兴期货研发中心

（二）生猪存栏数据虽然一般，但需求依然增长

农业部最新数据显示，2017年11月国内生猪存栏量较10月份减少0.1%，较2016年11月份减少6.3%；2017年11月份国内能繁母猪存栏量较10月份减少-0.6%、较2016年11月份减少5.6%。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，存栏整体不高但由于规模化对蛋白需求还是稳定的，并且随着其他粕类的逐步供给减少，豆粕的替代性增强。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，短期继续缩小概率不大，但很有可能因为菜籽的减产在夏季出现缩小。

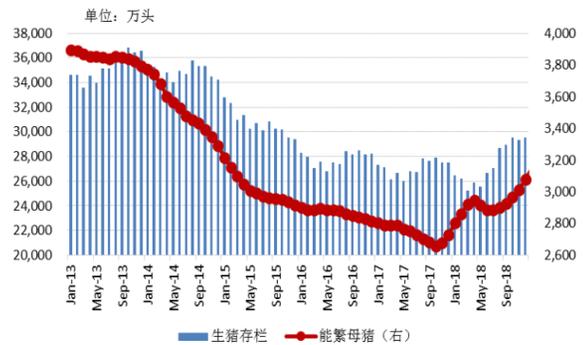
近期毛猪价格持续震荡调整格局，12月底猪价稳定在15.09元/公斤，去年同期价格为17.68元/公斤。目前生猪市场供销相对均衡，局部区域供给集中，抑制猪价上涨空间。短期看，12月仍是生猪消费旺盛月份，需求端好转对猪价仍有支撑。后市将继续关注出栏增加之后的猪价下滑速度和幅度，以判断集中出栏之后猪料需求跳空下滑的幅度，预计2月份猪料需求下滑幅度或较大。Soozhu监测自繁自养头均养殖盈利435.12/头(+16.99)。仔猪价格30.65/公斤(-0.12)。二元母猪价格1767.25元/头(-35)。周比国内自繁自养头均养殖利润继续维持近半年来最好水平，生猪消费启动，毛猪价格坚挺，生猪出栏体重增加，仍是支撑自繁自养头均利润好转的主要原因。上周，国内仔猪价格变动幅度不大，市场虽有零星补栏需求，但对明年猪价谨慎预期仍在，养殖利润好转周期偏短，尚不支撑市场补栏情绪大规模转好。目前市场中大猪占比仍然偏高，生猪出栏均重维持在118公斤/头，肥猪消费支撑下，尽管集中出栏现象已经逐渐开始，短期肥猪供应量将增加，但肥猪价格仍得到支撑，预计12月份猪料需求维持同比较高增幅，警惕节前集中出栏之后需求回落。近期后备母猪价格企稳，母猪胎龄结构趋向稳定。但下半年开始二元母猪销量明显下滑，叠加能繁母猪淘汰量偏大影响，仍制约了能繁母猪存栏恢复速度。综上因素将影响下一年度生猪存栏增幅及猪料需求增幅。因此对17/18猪料消费增幅持谨慎乐观态度，但由于生猪养殖规模化明显，母猪的生产效率在提升以及生猪存栏的稳定将是未来生猪市场最强的稳定器。

图 57: 生猪养殖利润



来源: SooZhu、东兴期货研发中心

图 58: 生猪存栏及能繁母猪数量

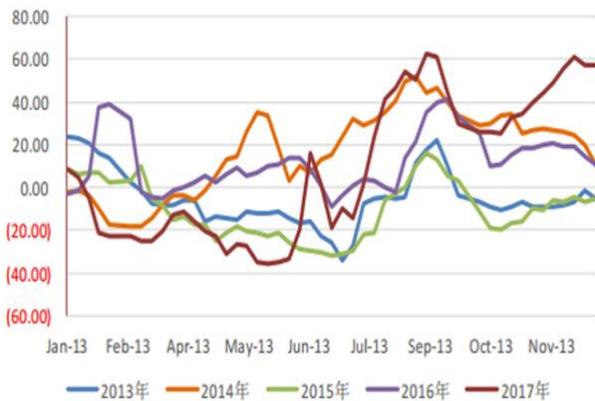


来源: Wind、东兴期货研发中心

(三) 蛋鸡存栏缓慢恢复, 季节性依然主导市场

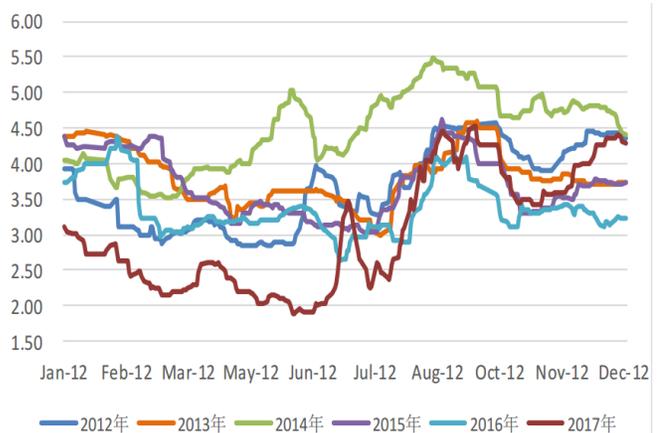
12 月底鸡蛋价格稳定在 13.66 元/公斤, 而去年同期价格 6.5 元/公斤。供给端产量恢复支撑市场价格, 但节奏上蛋价上涨导致终端走货积极性不高, 短期抑制价格继续大幅上涨。国内当期蛋鸡养殖利润维持 57 元/羽, 小幅回调。淘汰鸡价格 4.8 元/公斤, 部分养殖户看跌春节后市场价格, 存在节前趁高价淘汰日龄偏高鸡群心理, 另外局部地区天冷有疫情出现, 因此淘汰导致鸡价格高位出现回落。据芝华数据显示, 2017 年 11 月, 在产蛋鸡存栏量为 11.32 亿只, 环比减少 2.34%, 同比去年减少 10.93%。在产蛋鸡存栏减少的原因是新增量小于淘汰量。2017 年 11 月份蛋价小幅上涨, 尽管集中大幅淘汰情况仍未出现, 但受天气及环保因素影响, 鸡蛋质量及产蛋率受到影响, 采食量亦有所增加, 导致老鸡淘汰量增加。整体上, 蛋禽仍处于存栏恢复期中, 当期利润仍支持育雏鸡补栏持续增加, 12 月整体蛋禽料需求环比仍将持续稳步增加。长期看, 蛋鸡存栏还未恢复同比持平, 良好的利润将持续刺激补栏, 因此相对看好 17/18 年度蛋禽料需求, 鸡蛋价格仍将体现明显的季节性, 并且呈现前高后低的格局。

图 59: 蛋鸡养殖利润



来源: 芝华数据、东兴期货研发中心

图 60: 鸡蛋价格走势



来源: 芝华数据、东兴期货研发中心

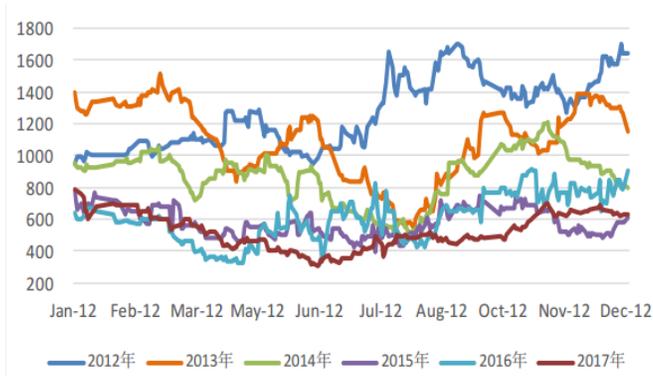
(四) 油菜籽进一步减产, 夏季菜粕市场旺季可期

根据今年冬季与农户进行调研显示, 由于收益的不佳以及劳动力价格的走高, 农户种植菜籽的积极性进一步下滑, 国产油菜籽的种植面积将会进一步走低, 而且 2018 年年初又是拉尼娜, 中国长江流域的冷冻概率较大, 这对油

请务必阅读免责声明

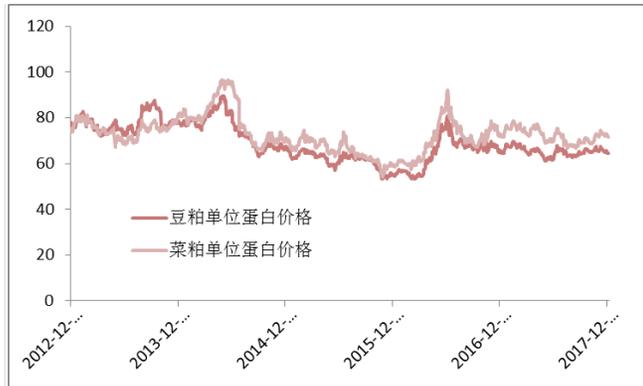
菜籽的过冬非常不利，供给问题很可能成为后市最大炒作题材。而目前菜粕的压力主要体现在消费淡季和进口菜籽压榨利润良好的套保需求，9月合约依然是多头们觊觎的合约。

图 61: 豆粕菜粕价格



来源: Wind、东兴期货研发中心

图 62: 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

总结:

豆粕走势将继续与美豆保持高度一致性，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，南美洲天气出问题的概率还是很高的因此远期存在炒作题材，不过目前市场认为三月份对美豆种植面积增加的预期，并且美豆短期库存偏高，豆粕短期承压概率偏大。主要的做多交易机会为短期超跌之后利空出尽空南美天气发酵造成单产进一步损失带来的价格反弹。因此大周期需要坐等极端天气出现，需求端的问题不大，只有供给出现问题，市场才有波动扩大的可能。

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。