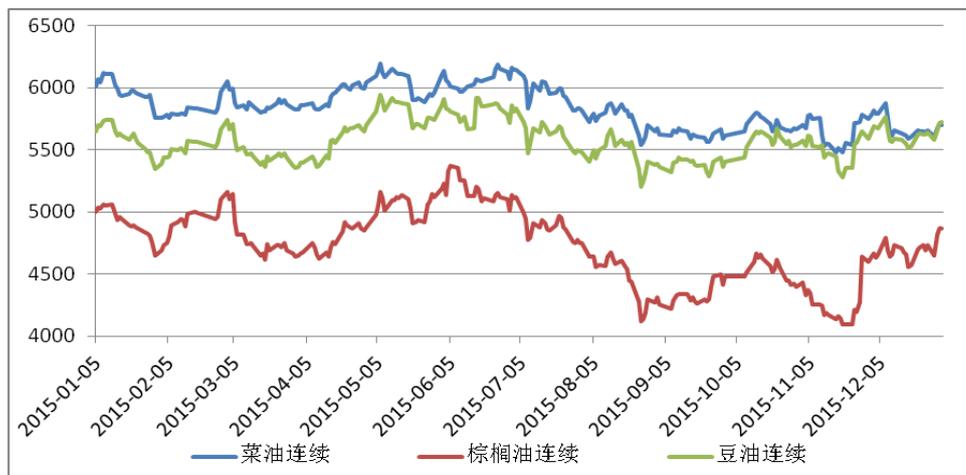


油脂未来延续反弹，供需宽松制约想象空间

一、行情回顾

2015 年，国内植物油总体呈现出先扬后抑的全年格局，价格走势总体弱势。纵观全年走势，基本可以分为以下 4 个阶段：

图 1：2015 年国内三大油脂走势图



资料来源：Wind

第一阶段为 1 月 5 日至 5 月 4 日，本次阶段特点是延续之前的区间震荡，并在末期突破震荡箱体顶部，行情转多。年初市场对于南美大豆丰产预期达成共识，同时美国原油库存不断高企，东南亚棕榈油产区天气好转并对未来产量乐观等因素对油脂形成巨大压力。期间受到南美大豆集体上市等因素，油脂波动震荡。阶段末期受到美豆油与国际原油不断走强影响，同时国内油脂库存持续下降，油脂开始反弹，并突破前期高点。

第二阶段为 5 月 5 日至 7 月 8 日，本次阶段特点为行情在年内高位运行后，向下突破本次区间支撑，开启下跌。此阶段初期在突破前高后继续延续反弹，基本面油脂市场出现多地紧张局面并且市场开始热炒厄尔尼诺题材，对未来马棕油减产预期加深。油脂各品种纷纷出现年内新高。之后，受美国中西部天气持续利于作物生长导致外盘油脂走跌，拖累国内油脂现货价格下调，同时原油市场下滑影响，进一步使油脂市场向下运行。本阶段中，菜籽收储政策发生改变，由临储改为直补，令菜油压力倍增

第三阶段为 7 月 9 日至 9 月 23 日，本次阶段特点是众多致空因素共振造成下跌动量较大，直到 9 月下旬方确定走出本次下行。阶段初期，国内股市暴跌，经济复苏势头依旧低迷，市场担心中国经济硬着陆以及美元汇率走强。同时原油大幅下跌，马来西亚棕榈油连续月度产量和库存双增长，但外部需求减弱导致出口下滑。而在美豆关键生长期，由于气候条件较为良好，市场不断提高对于未来美豆单产和总产的预期。本次阶段内不少商品纷纷创 2010 年以来最低水平，甚至部分商品已破前 2008 年低点，国内外油脂市场供大于求矛盾越发突出。油脂中，菜油表现最为稳定，棕榈油跌幅最大，豆棕价差扩大。进入 9 月，第四季度国内行情受到节日效应、马棕榈油出口乐观迹象和原油市场反弹的利好影响，国内各油脂品种开始遇底反弹。

第四阶段为 9 月 24 日至年末。本次阶段特点是总体反弹，期间行情反复、波幅较大。本阶段接近年末，

年末需求开始体现。同时，美国提高生物柴油掺兑标准提升豆油行情，厄尔尼诺话题再度热炒年末影响高峰，马棕榈油进入减产去库存周期。此阶段，油脂反弹有反复但总体上行，豆棕价差开始缩小。

二、基本面分析

1、国外豆油供需分析

全球大豆近四个年度由于产量节节攀升和需求不振增加导致库销比上涨，预计 15/16 年度库存全球库存消费比将达到 18.69%。美豆 15/16 年度单产和总产将创历史新高。同时，巴西的 15/16 年大豆产量预期也达到 1 亿吨，同比增长 3.95%，南美大豆总产量维持在 1.5 亿吨左右。印度大豆种植下调 150 万吨至 800 万吨，因为在种植季节和晚季降雨强度不一导致大豆单产下降。加拿大，俄国，乌克兰的产量预计增加，部分抵消了印度大豆的减产。报告显示 15/16 年度全球大豆产量预计达到 3.201 亿吨。全球大豆的消费量 2015/16 年度的 3.12 亿吨，比上年度 2.99 亿吨增加 1246 万吨。但由于供大于求的局面未有改善，因此全球大豆连续四年库存增加，库存消费比连连攀升。

表 1：世界大豆供求平衡表

世界大豆供求平衡表（单位：百万吨）										
项目	08/09*	09/10*	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*		
								11 月	12 月	变化
期初库存	51.42	42.68	60.76	70.36	54.45	56.21	62.57	77.58	77.66	0.08
产量	211.95	260.84	263.9	239.57	268.77	283.12	319	321.02	320.11	-0.91
进口量	77.38	86.73	88.73	93.46	95.91	111.73	121.9	125.67	126.76	1.09
总供给	340.75	390.25	413.39	403.39	419.13	451.06	503.47	524.27	524.53	0.26
压榨量	193.22	209.54	221.36	228.16	230.19	241.27	262.38	273.36	273.73	0.37
国内需总量	221.34	238.3	251.63	257.65	261.2	275.72	299.86	312.33	312.32	-0.01
出口	76.84	92.59	91.66	92.16	100.53	112.77	125.96	129.08	129.62	0.54
总需求	298.18	330.89	343.29	349.81	361.73	388.49	425.82	441.41	441.94	0.53
结转库存	42.57	59.34	70.11	54.09	57.92	62.57	77.66	82.86	82.58	-0.28
库存消费比	14.28%	17.93%	20.42%	15.46%	16.01%	16.11%	18.24%	18.77%	18.69%	-0.09%

资料来源：USDA

美国农业部最新报告显示 15/16 年度美豆收获创纪录的单产 48.3 蒲式耳/英亩，创出历史新高。美豆本年度产量同样达到创纪录的 1.08 亿吨，比 14/15 年度增加 147 万吨。另一方面美豆出口受到消费不振影响而较 14/15 年度产生下滑，从上一年的 1.0508 亿吨减少 334 万吨至 1.017 亿吨。在美豆库存方面，15/16 年度预计增加 744 万吨至 1265 万吨，库存消费比突破升至 12.43%。美豆由于创记录的高产，导致市场供大于求的局面将继续维持。

美豆油方面，根据美农业部报告显示 15/16 年度美豆油库存使用比为 9.86%，11 月预估为 10.65%，14/15 年度为 8.66%。15/16 年度的美豆压榨量预估维持在 5143.7 万吨，总消费由 873.1 万吨小幅上调至 882.2 万吨，其中，食用消费量基本维持在 637 万吨，工业消费由 235.9 万吨小幅上调至 244.9 万吨。从 10 月份开始，美豆进入新的压榨年度，压榨量将会较二、三季度有大幅的提升。从历年数据来看，一季度和四季度均为美豆压榨的高峰时期，若消费未见明显回暖，2016 年美豆油库存水平将整体上移。

表 2：美国大豆供需平衡表

美国大豆供需平衡表（单位：百万吨）										
-------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

项目	08/09*	09/10*	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	
								11月	12月
期初库存	5.58	3.76	4.11	5.85	4.61	3.83	2.5	5.21	5.21
产量	80.75	91.42	90.61	84.19	82.79	91.39	106.88	108.35	108.35
进口量	0.36	0.4	0.39	0.44	1.1	1.95	0.9	0.82	0.82
总供给	86.69	95.58	95.11	90.48	88.5	97.17	110.28	114.38	114.38
压榨量	45.23	47.67	44.85	46.35	45.97	47.19	50.98	51.44	51.44
内需总量	48.11	50.67	48.4	48.72	48.83	50.09	54.91	55.06	55.06
出口	34.82	40.8	40.85	37.15	35.85	44.57	50.17	46.68	46.68
总需求	82.93	91.47	89.25	85.87	84.68	94.66	105.08	101.74	101.74
结转库存	3.76	4.11	5.85	4.61	3.83	2.5	5.21	12.65	12.65
库存消费比	4.53%	4.49%	6.55%	3.49%	4.52%	2.64%	4.96%	12.43%	12.43%

资料来源: USDA

南美大豆基本已经播种完毕开始进入生长期。虽然从天气方面来看,今年南美大豆自种植以来,天气状况较去年为差,巴西大降雨分布不均匀一度影响各州的种植进度。南美一般受厄尔尼诺影响会拥有充沛的降水,但是降水不均衡容易形成洪涝灾害引发减产。同时拉尼娜和厄尔尼诺通常会交替出现,相对厄尔尼诺来说,拉尼娜对大豆的影响较大一些,其带来的干旱少雨天气对大豆生长不利。15/16 年度南大豆种植面积预计会继续增长,15/16 年度巴西种植面积和产量增长已经基本确定。各机构对南美大豆产量预测南美 15/16 年度大豆产量在 1.5 亿吨附近。其中巴西 15/16 年度产量预测为 1 亿吨,而阿根廷是 5700 万吨,阿根廷产量较 14/15 年度相比减少约 300 万吨,后期有望增产预期。所以,面对庞大的旧作物库存和新赛季大豆,预计南美大豆上市压力峰值将在 2016 年第二季度显现。

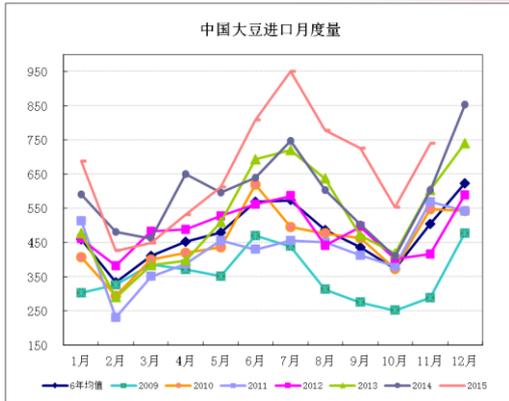
2、国内豆油供需分析

14/15 年度国内豆油期末库存预计达到 235 万吨,库存消费比为 16.7%。15/16 年度国内豆油期末库存展望为 196 万吨,库存消费比为 13.5%。预计 2014/15 年度国内大豆总消费达到 8506 万吨,2015/16 年度国内大豆总消费预计增长至 8754 万吨。

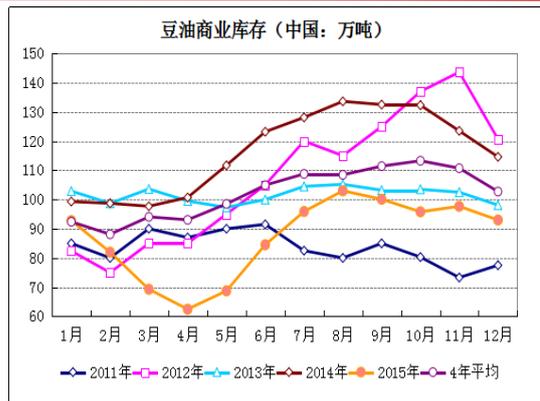
大豆进口方面,据海关最新数据显示中国 11 月大豆进口量为 739 万吨,环比增加 33.6%,同比增加 23%。2015 年头 11 月中,进口总量为 7257 万吨,同比去年的 6287 万吨增加 15%。12 月大豆预报到港 864 万吨,明年 1 月份预估到港 650 万吨,2 月份为 450 万吨。14/15 年度国内大豆进口量较去年增长 11%,港口库存处于较高水平,预计 2015 年全年国内大豆进口总量将达到 8125 万吨,较去年的 7140 万吨增加 13.79%。美国农业部 12 月报告维持中国 15/16 年度大豆进口量在 8050 万吨,较 2014/15 年度增长 2.74%,而上一年度的进口增幅为 11%。进口增幅大幅下降。预计 2016 年进口将保持高位,但上方增长空间有限。截至 12 月 31 日,国内进口大豆港口库存为 731 万吨,较去年同期的 473.5 万吨增加 54.38%。在 16 年春节之后,国内港口库存预计会有所下降。

图 2: 中国大豆进口月度量

图 3: 中国月度豆油商业库存



资料来源: Wind



资料来源: Wind

12 月份油厂开机率有所提高,截至 12 月 25 日开机率达到 59%。在进口保持增长的情况下,预计 2016 年国内大豆月度压榨量也将居高难下。从进口方面来看,截至 10 月份,2015 年自然年度豆油进口总量为 71.12 万吨,较去年同期的 108.45 万吨减少了 52.49%,较 5 年同期均值的 108.85 万吨减少了 53.06%。预计中国 2015/16 年度豆油进口量为 85 万吨,较 2014/15 年度增长 9.96%,但仍是十多年来的偏低水平。14/15 年度大豆压榨利润一度出现负值,但由于豆粕及豆油需求较好,豆油库存出现下滑。截至 12 月 30 日,我国豆油商业库存为 93 万吨,较去年同期的 114.6 万吨下降了 18.8%。12 月豆油表观消费环比增长幅度多高于月度压榨环比增幅,短期豆油库存增速或放缓。

今年国内大豆进口量庞大,油厂开机率一直处于高位,库存压力较大。而国内消费并没有明显好转,整体基本面仍然延续着供大于求的格局。并且,由于近两年原油价格低迷拖累,因豆油兼备能源属性,市场担心影响后期豆油在工业需求中的下滑而进一步限制豆油价格。综合来看,豆油价格进一步反弹还需更多的利多条件,预计明年我国豆油库存压力将与今年持平或小幅减轻。

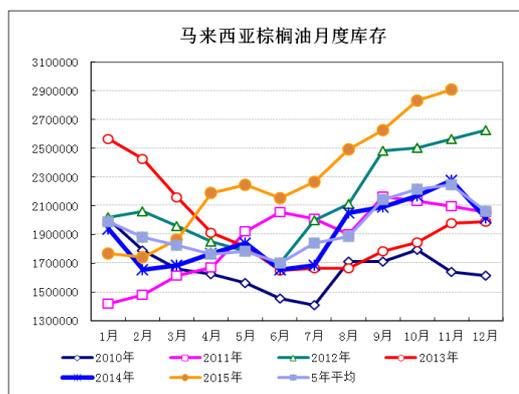
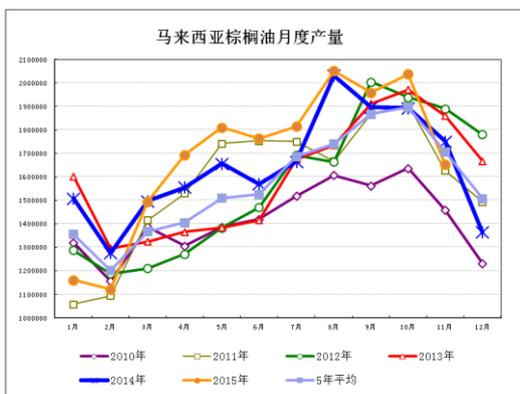
3、国外棕榈油供需分析

马来西亚和印尼占到全球棕榈油产量的 85%。2015 年棕榈油价格曾跌至六年半来的最低水平,迫使两国成立一个类似于欧佩克的组织——棕榈油生产国理事会 (CPOPC),用来管理棕榈油库存,并通过生物燃料掺混项目提高需求,稳定棕榈油价格。

根据最新数据显示,11 月马来毛棕榈油产量 165.3 万吨,环比减少 18.9%,同比减少 5.8%;棕榈油总库存 290.8 万吨,环比增加 2.6%,同比增加 18.9%;其中加工棕榈油库存 115.6 万吨,环比增加 2.6%,同比增加 18.9%;毛棕榈油库存 175.3 万吨,环比增加 2.6%,同比增加 34.5%。11 月份棕榈油出口 150 万吨,环比减少 12.4%,同比减少 0.9%。

图 4: 马来西亚棕榈油月度产量

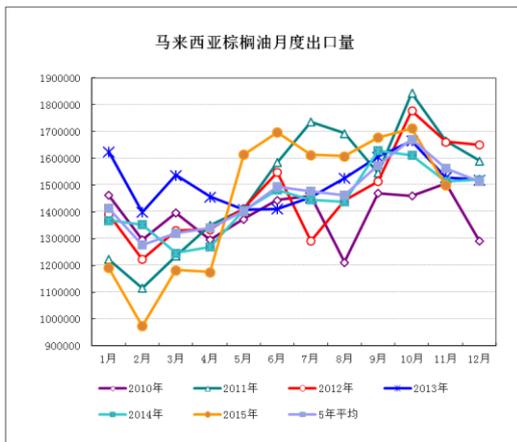
图 5: 马来西亚棕榈油月度库存



资料来源: Wind

资料来源: Wind

图 6: 马来西亚棕榈油月度出口量



资料来源: Wind

马来西亚棕榈油月度产销平衡表显示: 11 月份, 棕榈油总供给 461 万吨, 环比减少 2.7%, 其中当月产量占 36%, 月总消耗量 170.0 万吨, 环比减少 10.7%, 其中出口量占 88.2%; 月供需结余-4.7 万吨, 相比 10 月份, 月供需结余 13.2 万吨。11 月份, 月末库存 290.8 万吨, 环比增加 2.6%, 库存消费比 171.05%, 相比 10 月份库存消费比为 148.75%。毛棕榈油主要出口中国、印度、欧盟。本月马来毛棕油出口中国 16 万吨, 占比 11%, 出口印度 39.0 万吨, 占比 26%, 出口欧盟 21.5 万吨, 占 14%。对于马来西亚来说, 中国是最大的出口市场之一, 棕榈油的需求与中国整体经济成长紧密关联。

美国农业部预计 2015/16 年度马来西亚棕榈油产量为 2050 万吨, 同比增 3.12%; 出口 1815 万吨, 同比增 4.44%; 总消费 37.8 万吨, 同比增 13.97% (其中, 工业消费增长 17.92%, 食用消费增长 1.52%); 库存使用比为 9.29%, 同比下降 3.63%。2015/16 年度印尼棕榈油产量为 3300 万吨, 较 2014/15 年度持平; 出口 2450 万吨, 同比减 3.16%; 总消费 862 万吨, 同比增 13.12% (其中, 工业消费增长 45%, 食用消费增长 1.89%); 库存使用比为 4.55%, 同比下降 0.39%。15/16 年度印尼棕榈油产量预计达到创纪录的 3300 万吨, 比上月预测值低 200 万吨, 与上年持平。

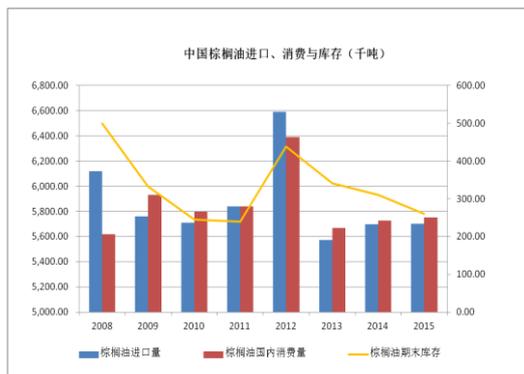
受持续干旱的影响, 厄尔尼诺造成棕榈油减产, 棕榈油单产可能进一步下滑, 棕榈油价格将受到下方支撑。11 月产量环比降幅仅次于 2009 年的 19.58%。但减产带来的利多并不能避免市场对其库存不断攀升的担忧, 近期马来棕榈油的出口下滑现象已较为严重。最新船运调查机构 ITS 和 SGS 数据显示: 马来西亚 12 月 1-20 日棕榈油出口较前月减少 25.1%至 744, 563 吨, 11 月 1-20 日出口量为 993, 943 吨。出口下滑大部分归因于主要消费国如中国和印度等国的进口需求均大幅下降, 11 月中国进口马来棕榈油 16 万吨较上年度同期减少 52.9%。面对高位的库存和下滑的出口, 棕榈油总体供大于需的局面短期内无法改变。

4、国内棕榈油供需分析

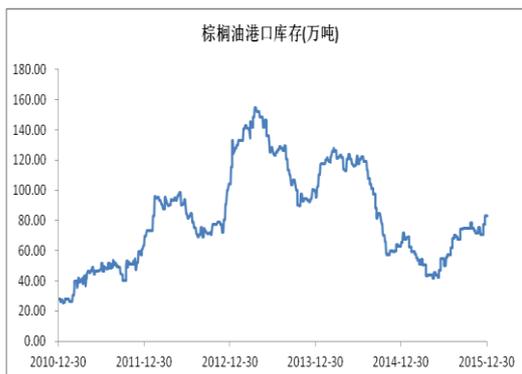
根据海关总署发布的最新数据显示, 10 月我国棕榈油进口量达到 47.62 万吨, 较 9 月的 56.86 万吨减少 16.23%, 但同比增加 56.28%。从进口量情况来看, 今年我国棕榈油进口量呈现稳步增长态势, 7 月达到 71.86 万吨的峰值, 10 月份国内棕榈油进口量处于今年历史平均水平, 2015 年前 10 个月进口总量为 477.9 万吨, 同比增加 12.81%。目前因印尼销售价格策略转变, 导致国内贸易企业大举转向印尼采购, 后期到港棕榈油数量仍不小, 月均在 47 万吨左右, 全年进口总量将较 2014 年小幅上升。

图 7: 中国棕榈油进口、消费与库存

图 8: 棕榈油港口库存



资料来源: Wind



资料来源: Wind

由于全球大豆供应充裕、豆油产量增加，导致豆油价格不断下跌，棕榈油消费被豆油替代较为严重，近三年来棕油消费几乎持平。预计未来 1-2 年，棕油消费增长仍然将非常有限，总量基本持平。2015/16 年度中国将进口棕榈油 570 万吨，较 2014/15 年度的 569.6 万吨相比总量基本维持。消费方面，2014/2015 年我国棕榈油总消费量 572 万吨，其中，食用消费 377 万吨，工业及其他消费量 195 万吨；预计 2015/2016 年度，我国棕榈油总消费量 575 万吨，其中，食用消费 375 万吨，工业及其他消费量 200 万吨。棕榈油商业库存在 2015 年 5 月以前由于国内进口量偏低，去库存化状态一直持续，在 5 月份达到最低，随着后期进口量增加，库存逐渐回升。截至 12 月 31 日，我国棕榈油港口库存为 83.07 万吨，较去年同期的 65.6 万吨有 26.63% 的上升。库存消费比为 4.52%，较 2014/15 年度降 0.89%。预计未来厄尔尼诺威力升级，市场预计干旱导致的马棕油减产效果将在明年一季度显现，国内棕油四季度去库存表现明显，未来油脂下方空间不大。

5、国际菜籽油供需分析

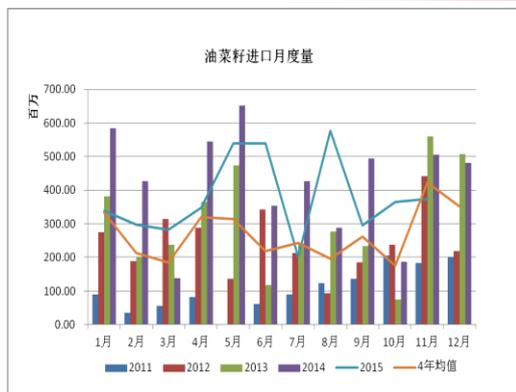
本年度全球油菜籽的产量同比下降，美国农业部预计 2015/16 年度全球油菜籽产量达到 6,708.8 万吨，较上年度的 7,189.6 万吨下降 6.69%，这已经是连续第二年下降。其中主产国加拿大油菜籽产量较去年下降，该国统计局预计达到 1,440 万吨，较去年下降 11.6%，下降的主要原因为油菜籽种植面积及单产的双料下滑，今年加拿大油菜籽单产预计较去年下降 7.2%，而收获面积也下降 4.9%。2015/16 年度全球菜籽期初库存为 774.2 万吨，与 2014/15 年度的 775.7 万吨基本持平；压榨量为 6511.6 万吨，同比降 4.5%；库存消费比为 9.5%，同比降 1.32%。

6、国内菜籽油供需分析

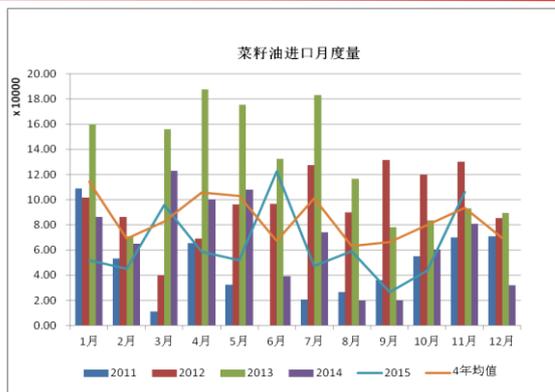
海关数据显示，2015 年 11 月我国菜籽进口量为 37.41 万吨，较上月的 36.47 万吨上涨 1.84%。2015/16 年度（6 月-次年 5 月）迄今油菜籽进口量为 235.13 万吨，高于去年同期的 212.29 万吨。由于国产菜籽供给减少，支撑厂商采购进口菜籽。美国农业部数据显示，2015/16 年度我国菜籽进口量预计为 410 万吨，同比将下降 10.75%，后期菜籽进口量或难保乐观。

图 9: 油菜籽进口月度量图

图 10: 菜籽油进口月度量



资料来源: Wind



资料来源: Wind

国内 2015 冬菜籽已经展开播种, 根据市场调研的情况看, 今年第一大产区湖北、湖南两省种植面积下降大概 30%以上。因为今年菜籽收购政策的突然转变, 令农民和产业人士措手不及, 农民种植积极性严重受挫, 只倾向于种植水稻、小麦等高收益作物。失去国家政策的保护, 预计新年度油菜籽的种植面积将大幅下降。去年我国油菜籽种植每亩净利润继续亏损, 已经连续三年出现回落。美国农业部预计本年度我国油菜籽产量下降 3.42%, 但从实际情况看, 下降幅度恐要远大于此。主要考虑明年国内菜籽产量大幅下降, 国内现货缺口需要补充, 其中菜籽进口或多于菜油直接进口。

我国菜油产量预计 2015/16 年度达到 635.5 万吨, 较上年度下降 2.23%, 消费量则较上年度增加 4.14% 至 755 万吨。库存方面, 美国农业部对我国 2015/16 年度库存预估为 245.3 万吨, 较去年下降 14.17%。但我国菜籽油有着巨大的隐性库存, 即国储库存, 或没有完全统计到期末库存中。国内菜油最大的压力来源于临储菜油库存。据了解, 我国国储菜油库存存在 600 万吨左右, 其中, 2009 和 2010 年产菜籽油尚存约 30.5 万吨。临储菜油抛储成交情况并不十分理想, 后期继续关注菜油抛储情况, 若临储菜油库存得到一定程度的释放, 菜油短期内将受到供给压力, 但从库存削减方面来看是中长期利多。

三、2016 油脂行情展望

棕榈油、豆油及菜油三大油脂的产量和消费的年度增长率来看, 2015/16 年度三大油脂的产量增速将达到近年来的最低水平, 为 1.47%。而消费增长率却从 2014/15 年度的 3.88% 上升至 4.57%。一方面产量增速减缓, 另一方面而消费增速上行, 可以预计 2016 年度油脂供需失衡有望较今年改善。

目前全球大豆产量仍将处于历史高位, 全局供大于需的局面短期内无法改变。同样, 豆油产量也将继续增加, 供给端依旧充裕。而未来南美大豆、美豆以及阿根廷旧作库存释放等有关大豆的利空因素届时若一一变现, 库存压力将再次逐步增加。乐观的是由于豆油当前的相对低位, 导致其对其他油脂产生替代效应, 国内豆油消费稳中有增, 国内豆油去库存状态有望延续。生物柴油政策和厄尔尼诺天气等热炒概念也在一定程度能利多豆油。预计 2016 年上半年, 豆油将有机会站上 6100 元/吨, 由于供给宽松的局面依旧存在, 豆油之后会回落至 5800 元/吨附近。

棕榈油由于受到厄尔尼诺影响, 有望产量和库存双双继续下调, 供需格局倾向改善。由于印尼折价出口, 导致马棕榈油出口下滑且库存下降缓慢, 马棕榈油去库存效果预计在明年 1 季度末显现。印尼生物柴油政策若实施顺利, 有望促进棕榈油价格的大幅反弹。明年上半年预计棕榈油的反弹幅度大于豆油, 前期价格有望突破 5500 元/吨, 豆棕价差将进一步缩减。菜油方面, 供需状况较豆油和棕榈油更为乐观, 国内主要关注国储临储菜油的拍卖, 价格反弹于 6000 元/吨一线。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作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期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。