



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

孙明磊

sunminglei@nawaa.com

助理研究员

刘冰欣 0451-58896626

liubingxin@nawaa.com

## 厚积薄发

### 摘要

美豆上半年的行情可谓波澜壮阔，意气风发。一季度韬光养晦，4 月月度供需报告的利好为之后的大涨奠定了牢固的基石，阿根廷洪水的减产炒作叠加巴西的政局不稳等于宣布全球大豆的主力需求重新回到美国人的手中。而 CFTC 基金多头的持续入场等于为价格上涨再添了一道安全锁。六月的供需报告过后，期价 1200 整数大关的上破标志着美豆进入了新的上行通道，而多头的“宏伟蓝图”能否顺利还需看下半年在拉尼娜天气炒作的能否掀起波澜。考虑到英国脱欧和美元加息是潜伏的两枚“隐形炸弹”，美豆预计会有回踩 1000 大关，整体而言仍会震荡偏强，不排除有上攻 1400 的可能。

虽无一身好武功，但总有贵“人”相助，搭着美豆上涨的顺风车，加上国内生猪价格的持续“上拱”，内外利好的共振使得豆粕从萎靡的泥潭中爬出，身价一路攀升。话说价格趋势看美盘，价格幅度看国内，国内需求端复苏速度过缓，但市场资金总是喜欢朝着阻力最小的地方奔去，在内外共同利好的大环境下，豆粕上行潜力仍不可小觑。

总是沦为配角的油脂，2016 年一季度狠狠的出了一口恶气，但最终的胜利却未守住，豆粕的耀眼夺目瞬间将豆油之前的努力秒杀成渣，棕榈油减产炒作热度过后无新利多不得已也只能低头，二季度的大幅回吐让资金对油脂的信心大打折扣。粕强油弱的规律无法打破，挺粕买油的结构使得豆油豆粕比在六月初就跌破了 2。三季度本身为油脂消费淡季难有作为，四季度仍是油脂消费旺季，油脂下半年有望先抑后扬，在天气炒作带动下，豆油基本面有望强于棕榈。

国产大豆前景一片茫然，国家政策的倡导转种与农民种植效益比不对称，政策信息滞后和对政策抱有侥幸心理的原因致使转种面积未如预期。临储抛储的压力限制价格上行空间，3800 点预计是下半年多空分水。

---

## 目录

第 1 章	上半年行情波澜壮阔 .....	5
第 2 章	美豆供应宽松格局悄然逆转 .....	6
2. 1.	英国退欧与美元加息为“隐形炸弹” .....	6
2. 2.	供需平衡变化推升价格上移 .....	7
2. 3.	基金持仓维稳 .....	11
第 3 章	豆粕左右逢源 .....	14
3. 1.	到港压力不可忽视 .....	14
3. 2.	生猪存栏回暖有望引发供给“革命” .....	16
3. 3.	油脂下行倒逼压榨企业挺粕 .....	18
第 4 章	油脂力挽狂澜仍有望 .....	20
4. 1.	棕榈上行心有余力不足 .....	20
4. 2.	拉尼娜有望拉大豆棕价差 .....	23
4. 3.	菜油抛储过后上行仍受制约 .....	24
第 5 章	政策指挥国产大豆种植结构格局 .....	26
5. 1.	改种面积未如预期 .....	26
5. 2.	直补价格扑朔迷离 .....	27
5. 3.	政策政策引导力有未逮 .....	28
第 6 章	下半年操作思路 .....	28
	南华期货分支机构 .....	29
	免责声明 .....	31

## 图表目录

图 1.1.1: 油脂油料上半年涨跌排行.....	6
图 2.2.1: 美大豆供需平衡表.....	7
图 2.2.2: 大豆主产国库存消费比近十年 .....	8
图 2.2.3: 美大豆种植进度 .....	8
图 2.2.4: 美豆生长良好率 .....	9
图 2.2.5: 太平洋海温异常指数.....	10
图 2.2.6: 异常天气出现概率.....	10
图 2.3.1: 美大豆基金持仓 .....	11
图 2.3.2: 美大豆月度压榨 .....	12
图 2.3.3: 美豆油月度库压榨.....	13
图 2.3.4: 美豆出口净销售	单位: 吨
.....	14
图 3.1.1: 国内大豆月度进口量	单位: 万吨
.....	14
图 3.1.2: 进口大豆港口库存	单位: 吨
.....	15
图 3.1.3: 国内压榨企业豆粕未执行合同及库存	单位: 左万吨, 右万吨
.....	15
图 3.2.1: 月度生猪存栏 .....	16
图 3.2.2: 外购仔猪养殖利润	单位: 元/吨
.....	17
图 3.3.1: 油粕比近六年比值.....	18
图 3.3.2: DDGS 月度进口量	单位: 万吨
.....	19
图 3.3.3: 豆粕、菜粕与 DDGS 价差对比 .....	19

图 4.1.1: 马来西亚棕榈油供需平衡表	单位: 千吨
.....	20
图 4.1.2: 棕榈油港口库存	单位: 万吨
.....	22
图 4.1.3: 棕榈油内外价差	单位: 元/吨
.....	22
图 4.2.1: 三大油脂价差对比.....	23
图 4.2.2: 豆棕期价比值年度.....	23
图 4.3.1: 油菜籽进口成本与国内报价对比	单位: 元/吨 24
图 4.3.2: 菜籽油抛储成交量价	单位: 左吨, 右元/
吨.....	25

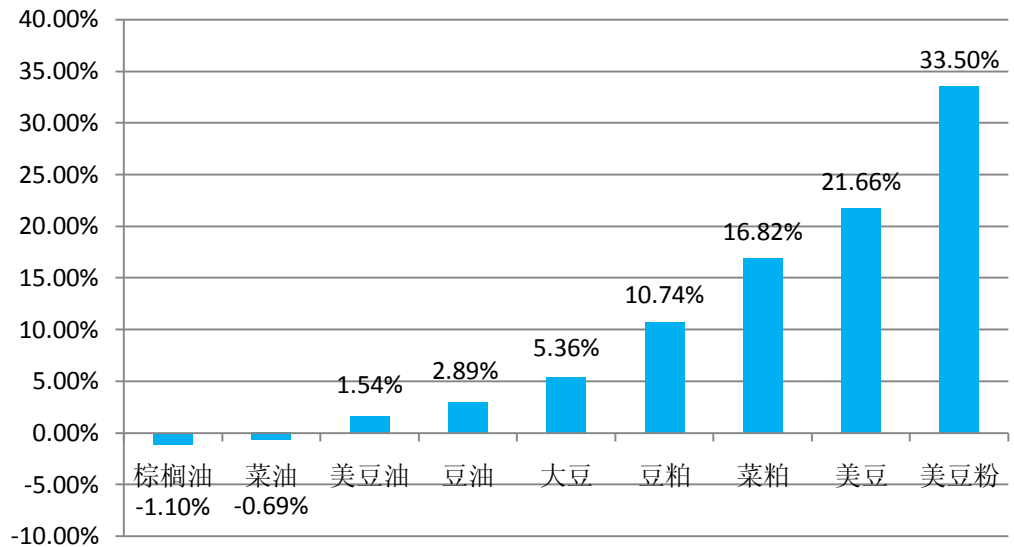
## 第1章 上半年行情波澜壮阔

美豆 2016 上半年走势柳暗花明，一季度初到三月上旬，美豆始终在 900 美分之下盘整，当时美豆供给宽松的氛围主导市场，加上出口数据一直差强人意，期价始终无法冲破牢笼，3 月中旬供需报告中显示巴西和阿根廷的产量仍旧维持 2 月的 1 亿吨和 5850 万吨，反映出南美在大豆关键生长阶段天气没有出现太多问题。市场在持续消化利空，期价在 900 之下盘整两个月有余，技术上已经有筑底的迹象。3 月末面积报告出现了第一个小转机，面积和库存的双调减让市场略显意外，但当时美豆也只是温和反弹，900 大关尚未站稳，不过此前 3 月中旬时基金多头已然开始悄然进场布局。紧接着四月中旬的月度需报告的大利多可谓始料未及，库存的调减预示了出口高于预期，这一数据点燃了市场的做多热情，紧随其后的是基金净多头的持续进入，期价从 912 上涨至 1050 附近，涨幅达 15%。之后五月的报告再度锦上添花，期价一举冲破了 2014 年 7 月以来整数关口 1200 美分，大涨一发不可收拾。之后在退欧事件发酵之后有回踩 1000 大关的风险，但整体回落空间不大。

“成也美豆，败也美豆”，美豆一贯的风格像一根无形的指挥棒在掌控着内盘豆粕的走向。一季度豆粕基本面缺乏话题炒作，多空势均力敌，期价始终是以 2400 为中轴，上下不超过 50 点的波动。尽管人民币贬值的汇率因素存在，加上过年期间油厂开机率的减少，对豆粕的支撑始终有限。从 4 月 10 日 USDA 报告过后，跟随美豆的上涨步伐，豆粕终于冲破了 2400 的桎梏，一路上涨至 6 月中旬的 3367，涨幅达 40.29%。下半年的行情仍需一观生猪和能繁母猪存栏恢复的速度，下游需求缺口大小决定了对豆粕菜粕助力程度。

油脂上半年走势先扬后抑，让投资者不胜唏嘘，棕榈油一季度风光无限的领涨油脂板块，二季度却“遭弃”变成了领跌品种，与豆油身份转换明显。一季度初马来西亚减产的消息甚嚣尘上，对于马来西亚因厄尔尼诺影响导致棕榈油减产 10%，对于当时全球农产品粕普遍增产的形势下让多头们抓住了救命稻草，棕榈油几乎是没回头的从 4686 飙涨到 5924，涨幅达到 26.4%。之后减产效应逐步在盘面利多兑现后再无新的利多题材出现，期价开始了大幅回撤，5 月下旬跌至 4930 附近，回吐了大部分的涨势，进入六月后多空开始胶着，市场明显在等待方向的选择。二季度豆油走势明显抗跌，因美豆油上行对豆油的助力。菜籽油在抛储过后未能接过领涨大旗，下半年预计仍是跟随的走势。

图 2.1.1：油脂油料上半年涨跌排行



资料来源：wind USDA

美联储持续“鸽派”的表现让加息节奏持续延后，加上原油上半年表现可圈可点，大宗商品上半年整体回暖，在美盘豆类整体的绚烂夺目之下，内盘紧随其后，但幅度不可同日而语。美豆粕独领风骚，从 278.2 美分高歌猛进至二季度末的 371.4 美分，涨幅高达 33.5%，这与受益于南美减产的刺激加上出口激增。美豆屈居第二，涨势达 21.66%，国内的菜粕和豆粕涨幅只有 16.82% 和 10.74%。豆一表现平平，油脂一季度表现迅猛，二季度遭遇获利回吐，其中棕榈油排在榜末，上半年涨幅为为-1.1%，菜籽油为倒数第二，涨幅为-0.69%。整体来看，粕类算是“笑”到了最后。

## 第2章 美豆供应宽松格局悄然逆转

### 2.1. 英国脱欧与美元加息为“隐形炸弹”

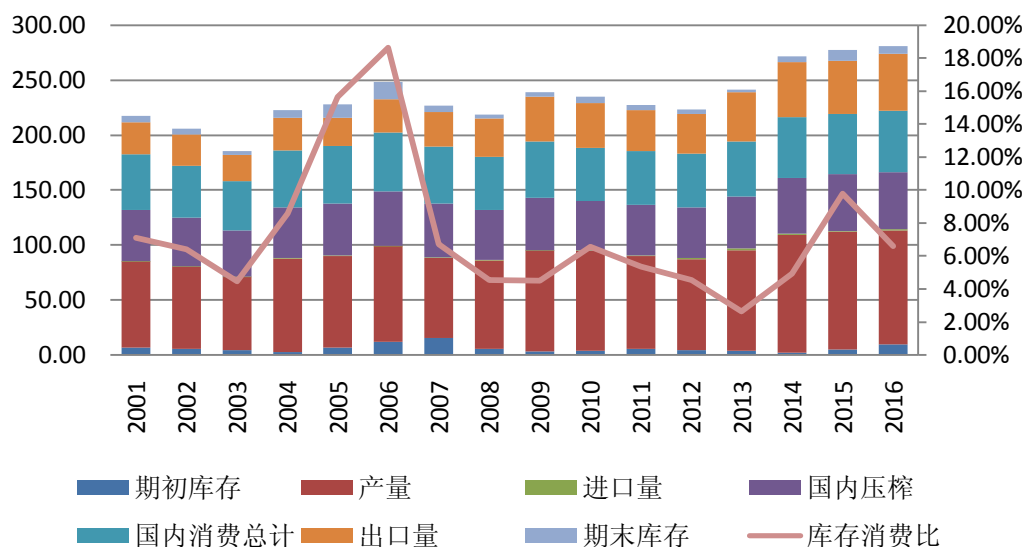
6 月以来英国脱欧事件急剧升温，退与不退都关乎着世界各国的政治经济的利益要害，即便在 6 月 24 日公投显示英国脱欧后对世界金融界的影响仍未结束。其实人们真正关心的并非是脱欧后可能带来的各种后果，而是在关注之后的整个金融市场的反应引发的多米诺骨牌效应，会对自己的钱袋子有什么影响。

毋庸置疑，英国脱欧的后续问题依然不少，一是英镑大跌引发全球汇市股市跟随，对原油黄金等大宗商品短期来说为利好，但对商品后续影响尚难估计。其二美联储近期对于加息态度明显软化，主要原因显然是五月非农数据的疲软，如果未来数据向好，按

计划加息依然是有可能的。但是在脱欧因素的影响下，美联储不会忽视市场波动带来的负面影响，选择延后加息是较为明智的举措。对于农产品，只要原油维持坚挺，农产品价格预计不会有大幅的波动。按照最坏的打算，美豆受影响跌回 1000 大关，但在进入关键生长期的七八月份天气炒作仍是占据供需层面最主导的因素，只要在进入九月之前脱欧事件逐渐平息，对大豆价格影响就会大为淡化。

## 2.2. 供需平衡变化推升价格上移

图 2.2.1：美大豆供需平衡表



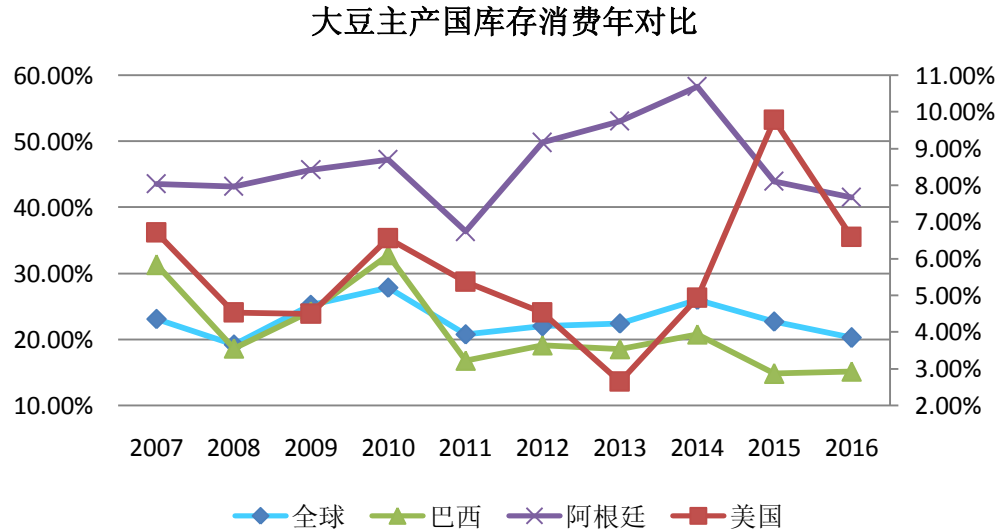
资料来源：wind USDA

由于美国 USDA 的权威性，人们习惯“妖魔化”，用阴谋论来下定义。难道不是么？美国佬把单产调的那么高，给后期调低准备的充足的空间，虽说不是自己卖豆子，但是也逼着中国人点价的不是么？即便如何，也需要基本面和技术面的配合，任何成功都不是偶然的，入场点和契机都是缺一不可的。

美豆上半年的大涨可以说从 3 月末的面积库存报告就埋下了伏笔，当时 3 月的播种面积为 8,223.6 万英亩，低于市场此前预估为 8,305.7 万英亩，更低于 2015 年实际种植面积为 8,265.0 万英亩。当时对期价的作用顶多算是止跌，种植面积减少，但只要后期积温够雨水好，丰产依旧可期。之后随着美豆出口加快，USDA 四月和五月报告中持续的下调期末库存，从四月的 4.45 亿蒲式耳到五月的 4 亿蒲式耳，到最后六月的 3.7 亿蒲式耳，每次调减的幅度均大于市场预期，这样的数据比播种面积更有力度。四月中旬阿根廷大豆主产区遭遇洪水侵袭，当时市场上对引发减产论调不一，预测的幅度从 200~800 万不等。5 月供需报告中将南美的产量调减了 350 万吨，使得全球大豆供需平

衡表一下子由宽松转向了平衡，甚至有转向紧缺的趋势。而在六月的供需报告中，出口的调增使得库存再度下滑，这一数据也暗示了拉尼娜的出现可能导致减产的预期，对期价的利好。

图 2.2.2: 大豆主产国库存消费比近十年



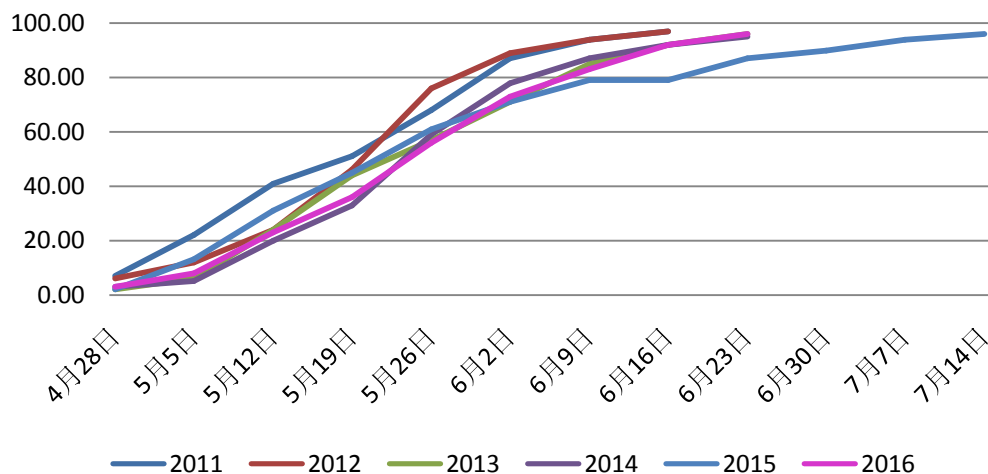
资料来源: wind USDA

1992 年以后，美国大豆从来没有出现连续四年增产的纪录，2013~2015 年是连续三年稳定增产，2016 年能否打破记录尚难说，但是从供需平衡表和历史数据两项指标综合来看是概率是低于 30% 的。对比近十年大豆主产国的库存消费比可以有趣的发现，库存消费比的高低跟美豆期价是呈负相关的，也就是说，当库存消费比较高的年头，美豆全年均价就偏低，反之则恰好相反。2008 年厄尔尼诺导致美洲出现大范围的涝灾导致全球农产品减产，当年美豆期价暴涨，期价最高达到 1663 的历史性高位；2012 年美国干旱导致减产，当年的库存消费比只有 4.52%，为近十年来第三低，因此全年的美豆期货均价也是 2007 年以来最高，达到 1441.3 点。2015 年整年的风调雨顺奠定了美豆丰产的基础，一下子将期价打压至 1000 之下，全年期价均值只有 945.8。2016 年 4 月阿根廷的一场大水引发的“蝴蝶效应”已经将供需平衡表中的宽松转向了平衡，我们可以假设一下，把全年的均价与库存消费比做出一个比值，可以得出 2016 年全年的最高价格会在 1400~1450，全年的均价会在 1000~1050 之间。

图 2.2.3: 美大豆种植进度



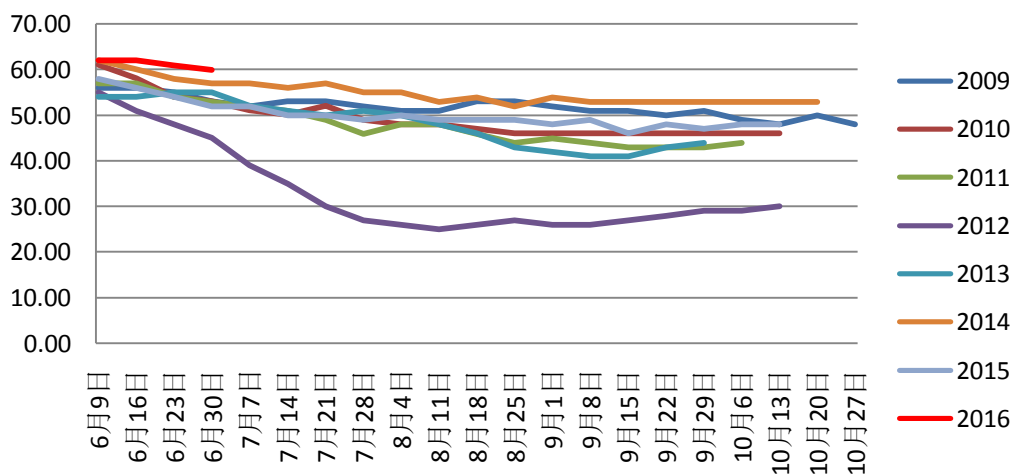
美豆播种进度对比



资料来源: wind USDA

图 2.2.4: 美豆生长良好率

美豆优良率

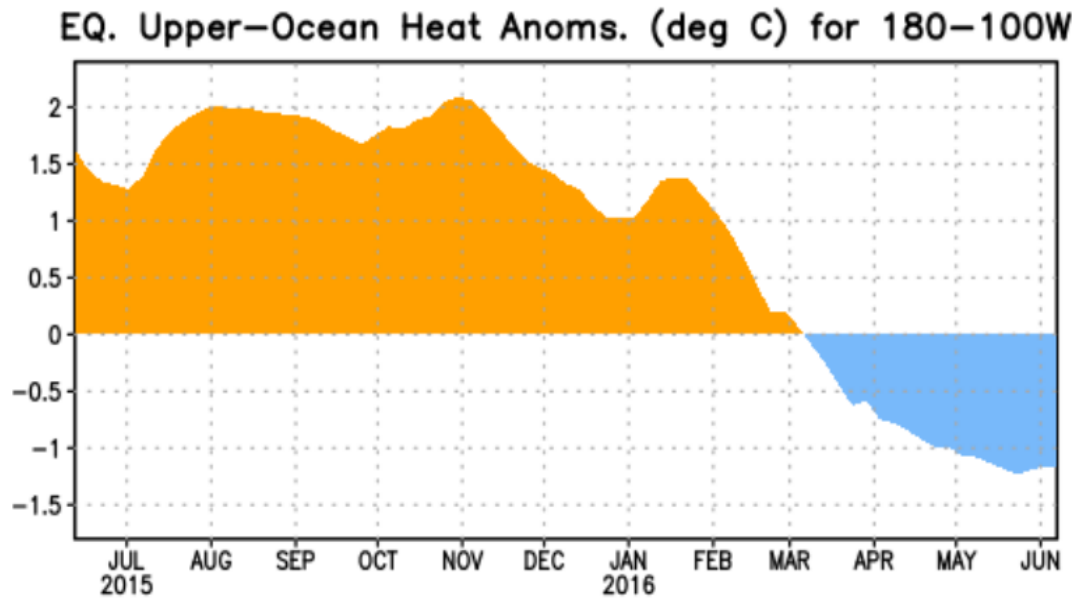


资料来源: wind USDA

农产品区别于工业品在于，供给端的作用是要大于需求端的，尤其是在处于关键生长期，期价对天气的敏感度更是有增无减。2016 年美豆整体春播要略低于五年均值，而良好率却一直维持在 60% 之上，为 2009 年之后最好的一年。2016/17 年美国大豆播种面积预估为 8220 万英亩，为近十年中第二高值，单产预估为每英亩 46.7 蒲式耳，为近十年中的第三高。当然也不排除七八月份美国风调雨顺获得一个丰收年，或者拉尼娜对其后的影响并未如预想的那么简单粗暴，毕竟我们目前从 NOAA 的监测上未来三个月的天气只是干旱，并未显示降雨匮乏的迹象。但处于在大豆生长较为关键的灌浆结荚期，

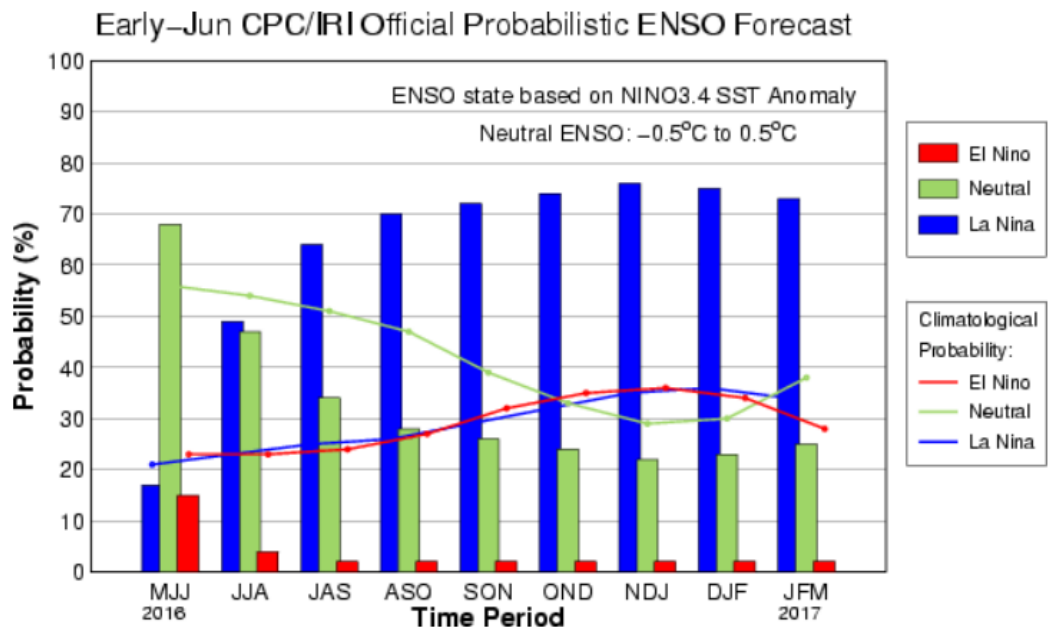
市场对期价的敏感度相当之高，任何风吹草动都有可能引发期价大涨。

图 2.2.5：太平洋海温异常指数



资料来源：wind NOAA

图 2.2.6：异常天气出现概率



资料来源：wind USDA

下半年最重磅的，也是投资者最关心的就莫过于拉尼娜的粉墨登场了。说起天气炒作，总是让市场又爱又恨。美豆 2012 年的和今年大涨都是天气一手造就，包括上半年的棕榈油亦如此，但难就难在天气炒作的节奏很难把握。从 NOAA 监测的太平洋海温异常指数数据来看，太平洋海平面的异常指数在 2016 年 3 月初下滑至达到  $0^{\circ}\text{C}$  附近，到了月末跌至  $-0.5^{\circ}\text{C}$  之下了，5 月已经到了  $-1^{\circ}\text{C}$ 。

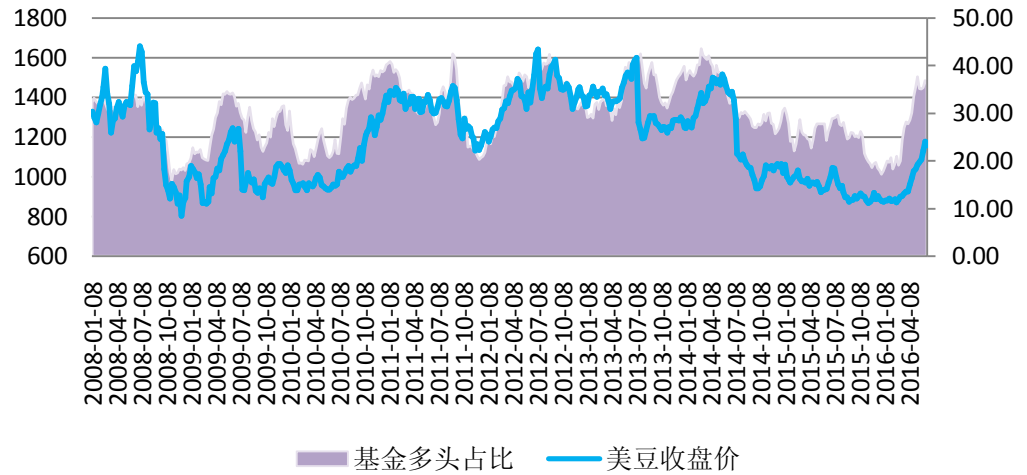
从历史的大数据来看，厄尔尼诺之后跟随拉尼娜现象出现为大概率事件。拉尼娜是厄尔尼诺现象的反相，也称为“反厄尔尼诺”或“冷事件”，它是指赤道附近东太平洋水温反常下降的一种现象，表现为东太平洋明显变冷，同时也伴随着全球性气候混乱，总是出现在厄尔尼诺现象之后。从预测的概率图来看，厄尔尼诺（红条）持续概率很低，而拉尼娜（蓝条）的出现的端倪是从 4 月开始出现，当时概率是在 5% 以下，现在已经上升至 18% 了，5 月出现的概率则提升到了 48%。海平面异常温度持续在  $0.5^{\circ}\text{C}$  之上达到 5 个月，即宣告厄尔尼诺现象形成，反之若在  $-0.5^{\circ}\text{C}$  达到五个月之上则是拉尼娜现象形成。若太平洋海温距平指数一直在  $-0.5^{\circ}\text{C}$  之下从 4 月中旬开始，持续到 8 月下旬，就意味着拉尼娜现象形成。

拉尼娜在过去发生的 7 次中有 6 次对美豆单产造成了减产，这个是统计拉尼娜持续的时间，做一个大的统计。这个是 2001 年到 2015 年三大产出国产量的估计，几个明显下降的地方都是有拉尼娜的身影。厄尔尼诺或拉尼娜对产量的影响通常不是在当年，一般会有延迟，但无论如何，牛市的基础就是供给产生缺口，并且一旦有了迹象，市场会沿着这个轨迹把它扩大化。因此今年到了七八月份，美豆生长处于生长关键期的灌浆结荚期，天气变化会牵动着投资者的每一根神经。

### 2.3. 基金持仓维稳

图 2.3.1：美大豆基金持仓

美豆期价与基金多头占比

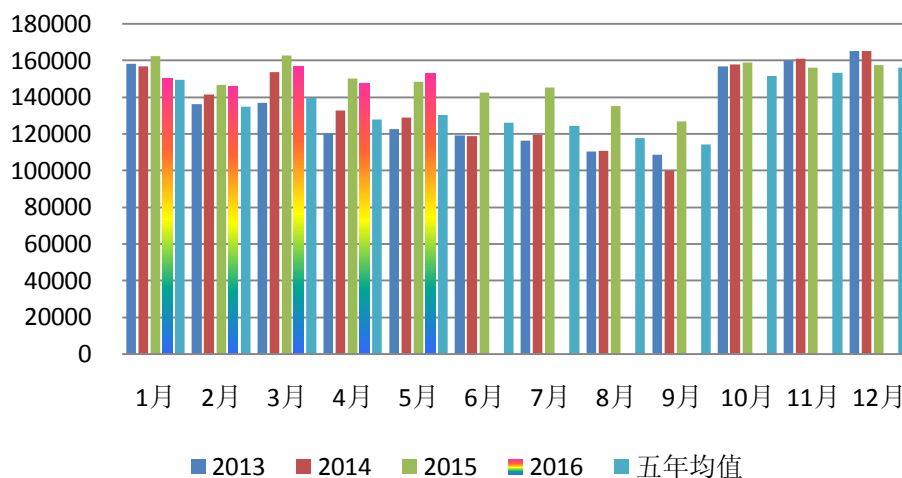


资料来源: wind 南华研究

对于基金持仓的问题，这是个多年“蛋生鸡”还是“鸡生蛋”的问题了，每次美豆的大涨行情总是伴随着基金多头大幅进场，也会经常有投资者懊悔地说，我怎么早点没关注这个数据呢，早看到基金大幅增持，我就拼命买豆粕啊！乖乖市场没你想的那么简单，非商业基金大幅进场也是需要基本面来配合的，否则市场也是推不起来的。一季度基金多头流出是非常明显的，直到 2016 年 3 月初的时候基金持仓还没有显示正流入的趋向，到了 3 月中旬才出现端倪，佐证了技术面的前提仍是基本面。六月以来基金净多头持仓占比稳定在 35% 左右，只要占比在 30% 之上，1000 就是期价的强支撑，因此只要净多持仓不大幅减少，期价会维持高位震荡。

图 2.3.2: 美大豆月度压榨

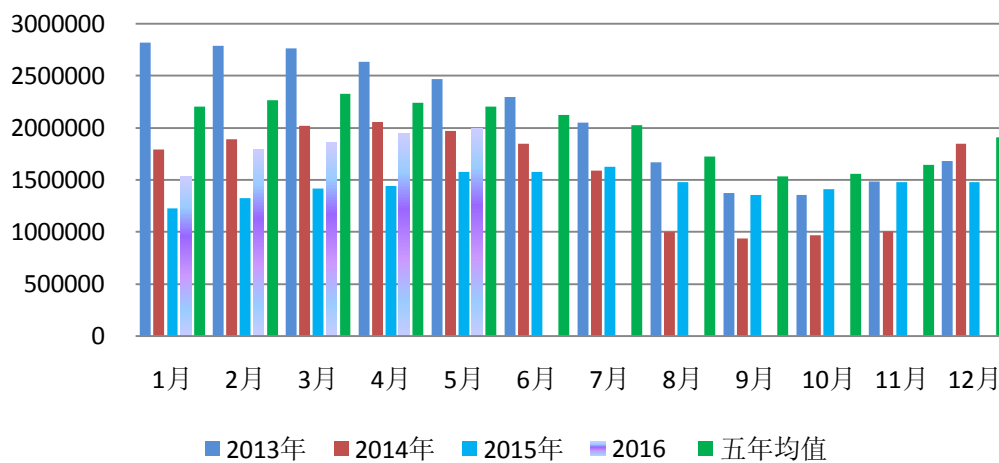
NOPA美豆月度压榨数据



资料来源：NOPA 南华研究

图 2.3.3：美豆油月度库压榨

NOPA豆油库存

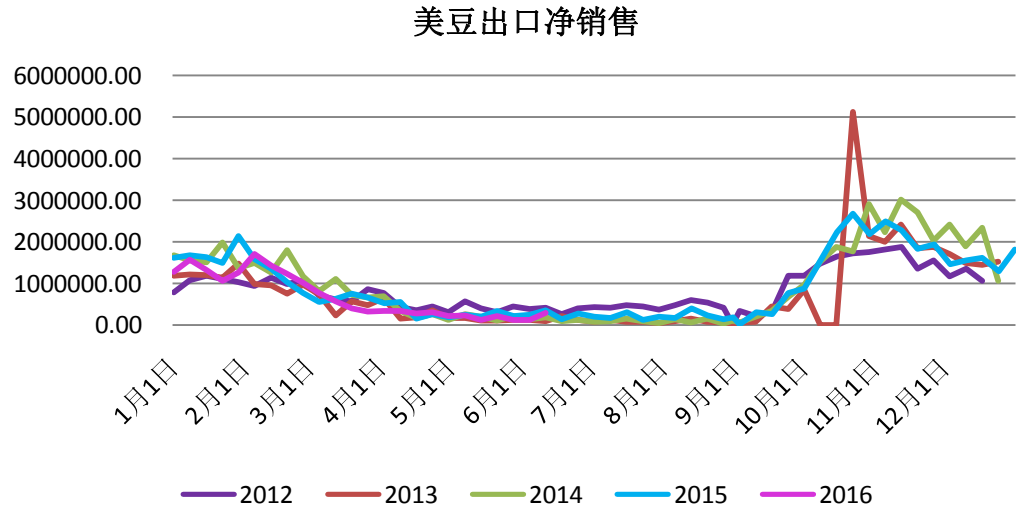


资料来源：NOPA 南华研究

从NOPA月度压榨报告来看，2016年1~5月美国大豆压榨量为7.54亿蒲式耳，照比去年同期减少了2.26%，但截至五月美国豆油库存为19.94亿磅，同比增加了26%，也是自2014年5月以来的最高值。大豆压榨量减少，豆油库存如此之高而豆粕价格疯涨，说明豆粕国内需求和出口量均又增加，这也正好印证了豆粕上半年的疯涨并非偶然。适逢三季度为豆油的传统需求淡季，但每年的这个时节也正好是库存最低的时候。后市大豆压榨增幅与豆油库存降低若呈现负相关，则美豆油有望逆袭。

图 2.3.4: 美豆出口净销售

单位: 吨



资料来源: wind EIA 单位百万磅

美国农业部 (USDA) 公布的数据显示, 截至 2016 年 6 月 23 日当周, 美国大豆出口检验量为 272,066 吨, 前一周修正后为 315,382 吨, 初值为 314,990 吨。2015 年 6 月 25 日当周, 美国大豆出口检验量为 296,860 吨。本作物年度迄今, 美国大豆出口检验量累计为 44,248,867 吨, 上一年度同期 47,886,763 吨。截止 6 月 23 日当周, 2015/16 年度美国大豆出口总量同比 2014/15 年度减少 7.6%。美豆出口尽管差强人意, 在 2015/16 剩下的两个多月中只要出口能在 400 万吨以上就完成年度出口任务, 对于月度出口基本就能在这个数字之上。对于 2016/17 年度美豆出口 USDA 给出的预估为 5171 万吨。还需一观下半年天气炒作对产量的影响。

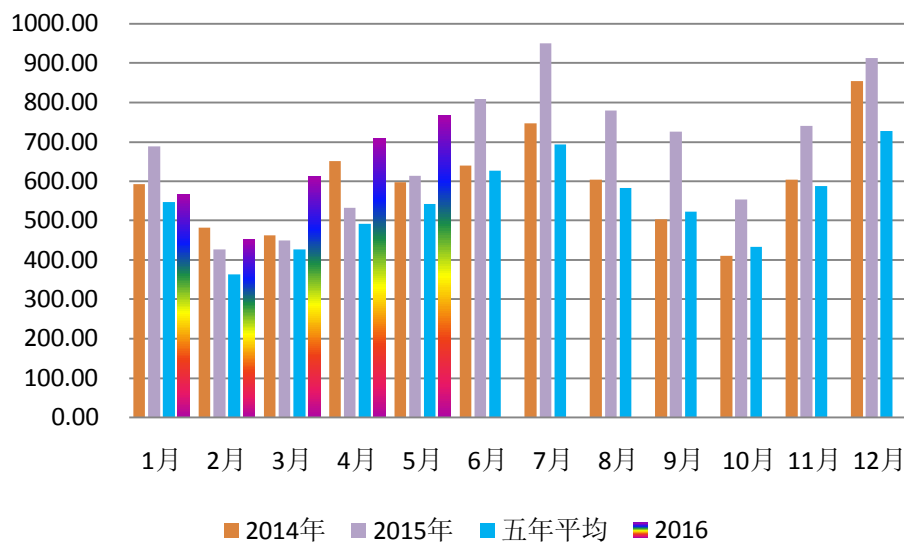
整体而言, 美豆上半年的上涨既是意料之外, 也是情理之中。2016 是比较特别的一年, 退欧和美国加息等国际政局动荡尽管加剧了美豆下滑的风险性, 但其中也不乏很多炒作的机会。

## 第3章 豆粕左右逢源

### 3.1. 到港压力不可忽视

图 3.1.1: 国内大豆月度进口量

单位: 万吨



资料来源: wind 南华研究

图 3.1.2: 进口大豆港口库存

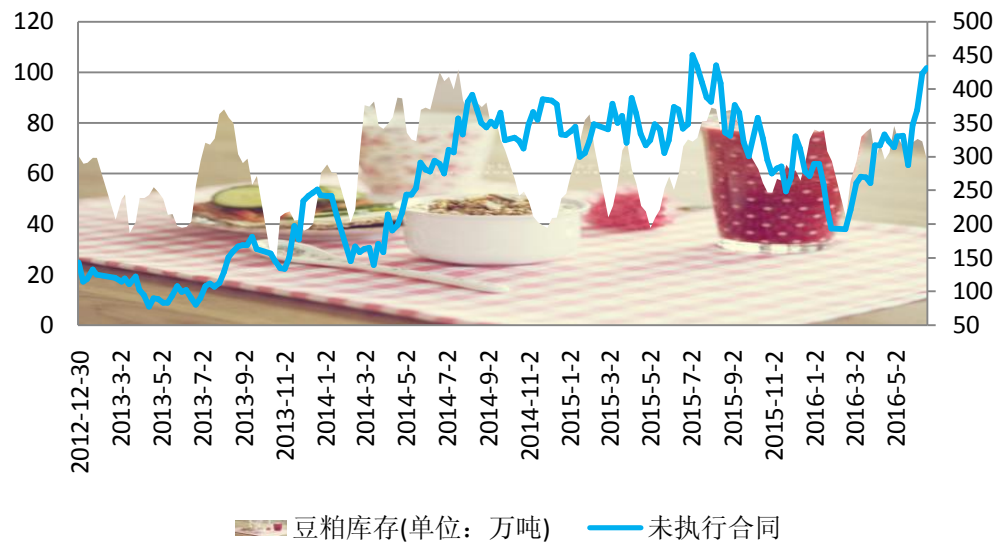
单位: 吨



资料来源: wind 南华研究

图 3.1.2: 国内压榨企业豆粕未执行合同及库存

单位: 左万吨, 右万吨



资料来源: wind 天下粮仓

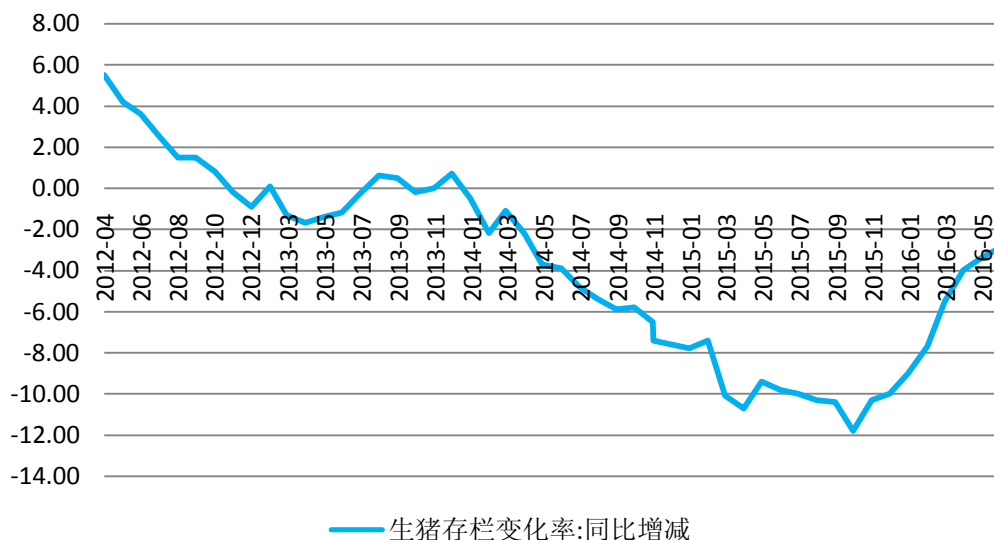
据海关公布的数据显示, 2016 年 5 月份中国进口大豆 766 万吨, 1-5 月份中国累计进口大豆 3100 万吨, 同比 2015 年增加 14.5%。从往年来看, 我国年年递增的进口量对豆粕形成的压力与日俱增, 因南美的大豆在七八月份会大量到港。国家粮油信息中心预测 2015/16 大豆进口量为 7200 万吨, 与 USDA 的 8300 万吨相差 100 万吨, 我们可以取中间值 8250 万吨, 2015/16 年度前八个月进口总量为 5304.5 万吨, 那意味着 6~10 月的进口总量为 1945.5 万吨, 照比 2015 年同期的进口到港量整整减少了 40%, 平均每月进口量只有 486.4 万吨, 过去的三年中三季度平均到港量均在 500 万吨之上。

我国港口大豆库存 6 月末库存为 690 万吨附近, 同比增加了 26.9%, 压榨进度与开机率基本与去年同期持平, 豆粕库存同比减少了 7.74% 至 65.28 万吨, 未执行合同增加了 26.3% 至 431.03 万吨, 豆油库存增加了 14.9 至 91.25 万吨。若把 6~10 月进口的大豆折成 1556.4 万吨的豆粕和 350 万吨的豆油, 按照月度平均消费来看, 豆粕明显是供不应求的。由此可以看出尽管进口量大的主要压力在豆粕之上, 但目前豆粕需求仍向好。而十月过后北美收获季进口量放量, 但届时市场上会有洗船等炒作话题, 因此下半年豆粕在供应端的压力会照比上一年度减轻, 有助于价格“轻装上阵”。

### 3.2. 生猪存栏回暖有望引发供给“革命”

图 3.2.1: 月度生猪存栏

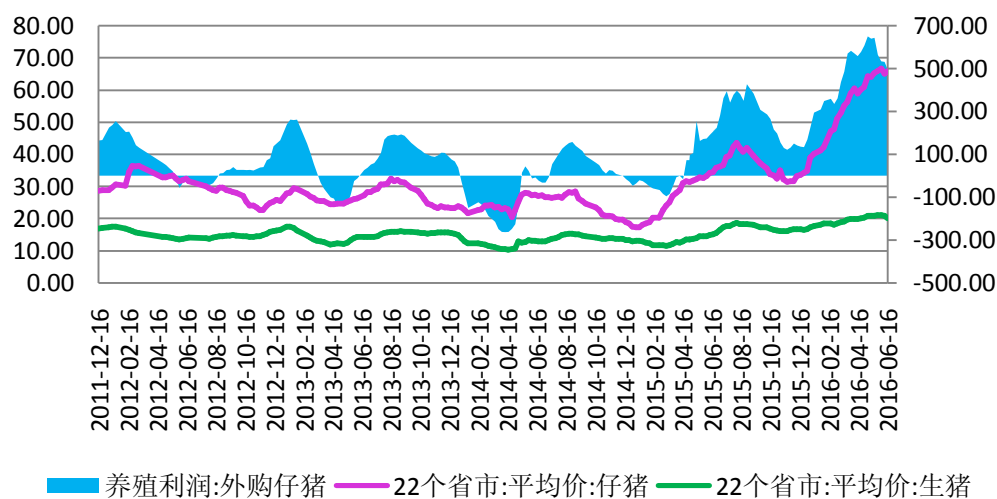




资料来源: wind 南华研究

图 3.2.2: 外购仔猪养殖利润

单位: 元/吨



资料来源: wind 南华研究

2016 上半年生猪价格上涨了 21.9%至 20.2 元/吨, 仔猪价格上涨了 92.5%至 65.9 元/吨, 外购仔猪养殖利润上涨了 2.8 倍至 491.5 元/吨, 猪粮比价也反弹了 24%至 10.01, 部分地区的自繁自养利润达到千元一头。猪价牛市根本原因是过去三年生猪价格偏低引发产能适应性调整的结果, 因此价格的上涨带有恢复性和补偿性。目前为止已有 6 市向市场投放储备肉, 后期或将更多, 但总体来说政府储备冻肉的投放量有限, 难以改变猪价继续上涨格局。

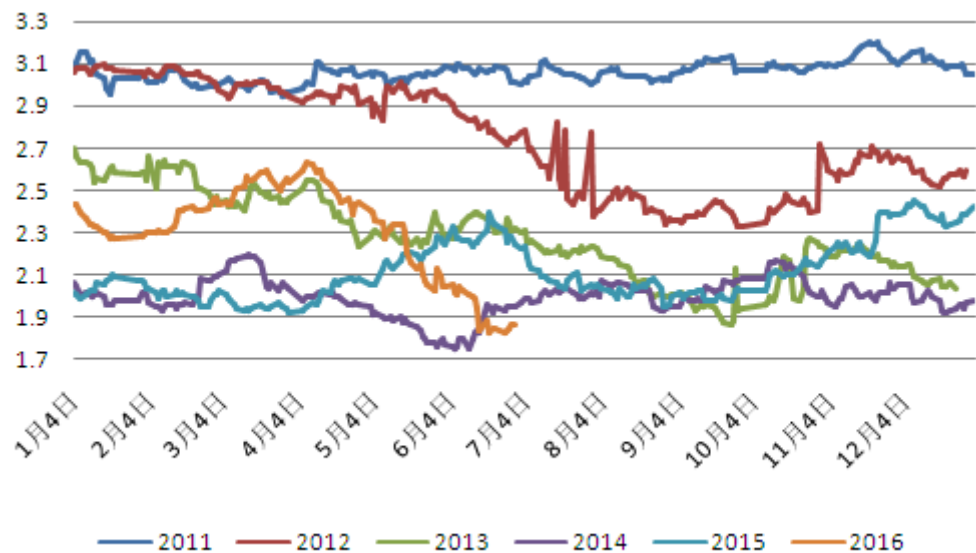
生猪和能繁母猪存栏率过低引发了价格的一路飙升是非常合理的, 农业部数据显示,

生猪在 2016 年 5 月生猪存栏量为 3.9 亿头环比上月减少 0.37%，同比减少 3%；能繁母猪存栏量为 0.38 亿头，环比上月减少 1.14%，同比减少 4%。可看出尽管生猪存栏下滑的幅度在减慢，但整体来看养殖户的补栏热情仍不积极，这与仔猪价格高企有关，一定程度也反映了养殖户趋向成熟，能够在价格疯涨之时维持理性补栏，因此下半年生猪价格将继续在其自身周期中维持坚挺。首先饲料方面，在美豆雄起助力豆粕“节节高”，临储玉米拍卖成交向好，目前市场玉米现货也出现了温和反弹。在养殖利润大体不变的前提下，饲料成本的提升对生猪价格起到了夯实底部的作用。其二因仔猪生长到生猪出栏平均需要半年左右，若养殖户看好年猪价格，六七月份补栏是较为合适的节点。基于对后市的看涨，猪价下行空间有限。

高猪价使得生猪出栏体重大幅上升。数据显示，生猪出栏体重超过正常水平 20%-30%，甚至有猪场出栏体重达到正常值的 40%。肥猪越大饲料转换率越低，即饲料消耗越大。因此出栏体重上升，导致饲料消耗增长。虽然存栏持续低位，但豆粕消耗却会因为体重增加而增长。猪饲料中虽然不会直接使用菜粕，但豆粕需求增加会对拉动菜粕价格产生间接的积极影响。整个上半年生猪存栏数量变化不大，豆粕的上涨诱因也是供给端出现缺口。当前猪粮比已大幅超过警戒线，养殖暴利提升养殖户对饲料价格上涨的容忍度，下半年生猪和能繁母猪存栏率能否有效回暖决定了对豆粕利好程度。

### 3.3. 油脂下行倒逼压榨企业挺粕

图 3.3.1：油粕比近六年比值

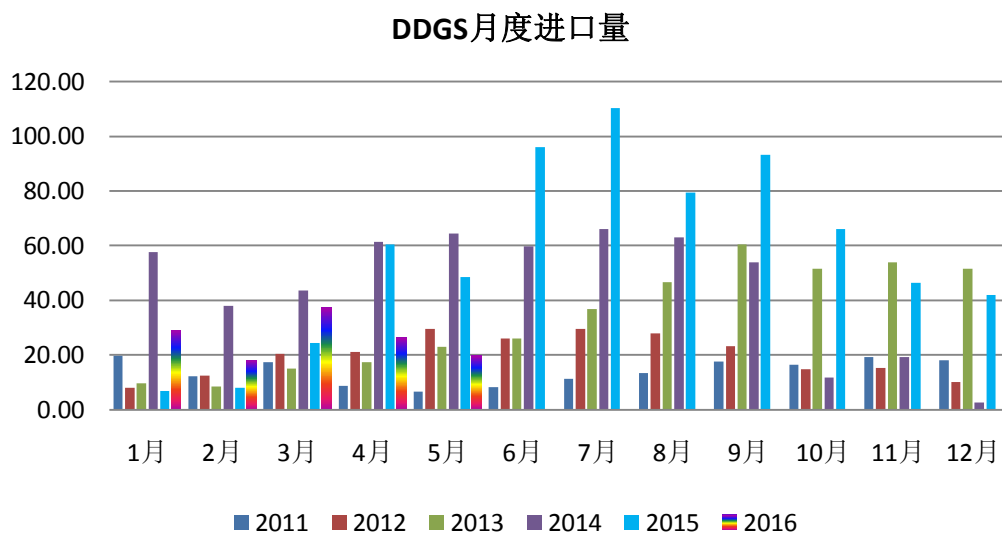


资料来源：wind 南华研究

油粕关系的此消彼长取决于二者的贡献度，而基差报价就是衡量油粕价高低的标尺。一般来说，油厂通常在大豆收获到港季节调低基差报价，而在青黄不接的月份调高基差报价。基于市场粕强油弱格局，豆粕基差较高时则豆油基差价格较低。油粕比通常是套利投资者较为喜欢的方式，投资者喜欢美豆春风得意时做空油粕比，而在油脂王者归来之时做多油粕比。油粕比上半年先扬后抑，4月6日达到年内新高2.637后上冲2.7未果，之后拐头向下，6月12日下破2.0大关后，持续下测1.7的支撑位。三季度若拉尼娜天气来袭对油粕利好必定同步，虽涨势幅度豆粕必定大于豆油，鉴于1.7为十年以来期价的强支撑，比值在靠近1.7附近有望反弹走强。因此不建议此时多油空粕套利继续持有，可在油粕比上破2.1之时再行进场。

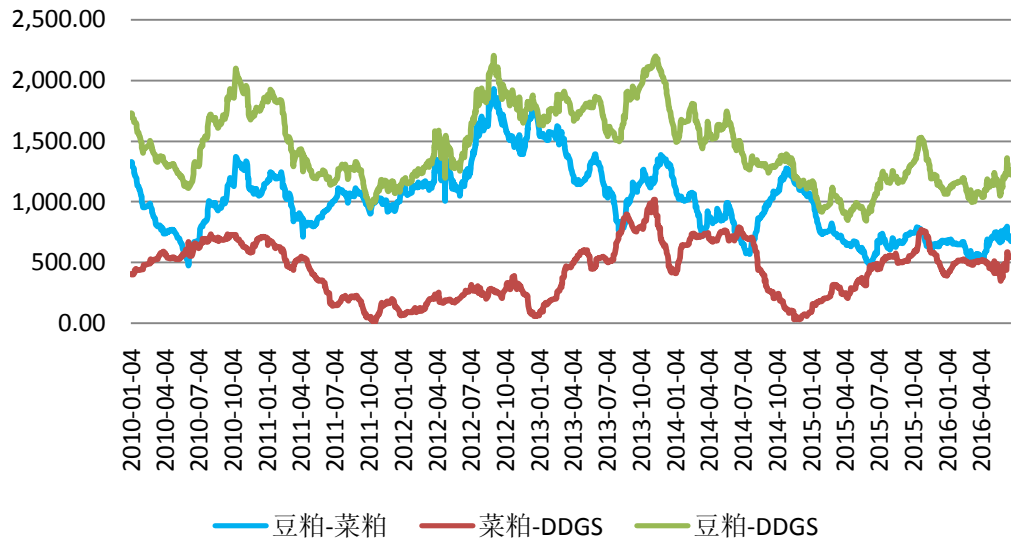
图 3.3.2：DDGS 月度进口量

单位：万吨



资料来源：wind 南华研究

图 3.3.3：豆粕、菜粕与 DDGS 价差对比



资料来源: wind 南华研究

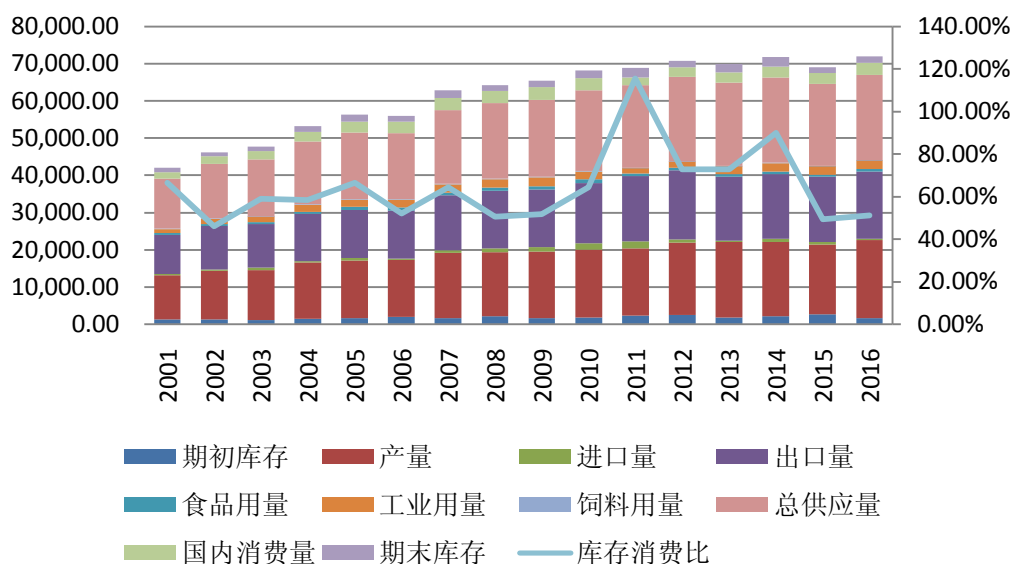
菜粕上半年基本面较为清淡，现货持续受到玉米酒糟粕（DDGs）的冲击，旺季不旺处于较为尴尬的处境。5月份中国进口了197,000吨DDGS，比上年同期减少59%；今年1~5月进口130.5万吨玉米酒糟粕，同比去年的148.2降低12%。由于菜粕现货与豆粕有趋同性，在豆粕价格萎靡之时菜粕上涨空间也会受到压制，因此只有豆粕价格上行之时菜粕才会跟随，且涨幅也不如豆粕。今年前四个月DDGS的进口激增导致国内库存高企，价格的优势挤占了不少菜粕的需求空间。在腹背受敌的形势之下，菜粕需求难有井喷。上半年豆粕与菜粕基本在550~750元/吨之间震荡，变化不大，菜粕与DDGS的价差扩大了150元/吨至550元/吨附近。每年水产养殖需求最旺季在10月左右，2014年之前菜粕全年最高价基本出现在10~11月。下半年豆粕维持强势，加上水产旺季到来，菜粕现货下半年牛市可期。

## 第4章 油脂力挽狂澜仍有望

### 4.1. 棕榈上行心有余力不足

图 4.1.1: 马来西亚棕榈油供需平衡表

单位: 千吨



资料来源: wind 南华研究

整个上半年棕榈油从耀眼的明星之后降为布衣是有自身的无奈的, 棕榈油一季度的狂飙直上是由于厄尔尼诺天气炒作导致棕榈油减产, 2015/16 全年库存消费比照比 2014/15 年度大幅下滑 5.77 个百分点至 7.23%, 创下了 2003 年以来的最低值, 产量下降叠加需求逐年递增, 供给缩减是铸就棕榈油大牛市的根本基础, 但这并不足以成为全年做多棕榈油的理由。从二季度棕榈油的价格表现来看, 其实洪水对棕榈油减产幅度并非如市场预期的 10% 那么高, USDA 预估的数据在 5.68%。

到了新季的 2016/17 年度马棕油的期初库存较低, 照比 2015/16 年度下降了 43.91% 至 148 万吨, 但产量预估却增加了 12% 至 2100 万吨, 主要原因是拉尼娜天气通常会给东南包括印尼等油棕果生长地区带去高温降雨, 产量的回升促使马来西亚棕榈油的库存消费比上升了 0.55% 至 7.78%。这个数值在近十年中仍是低位, 但增产的预期显然是不足以支撑棕榈油持续上行的。

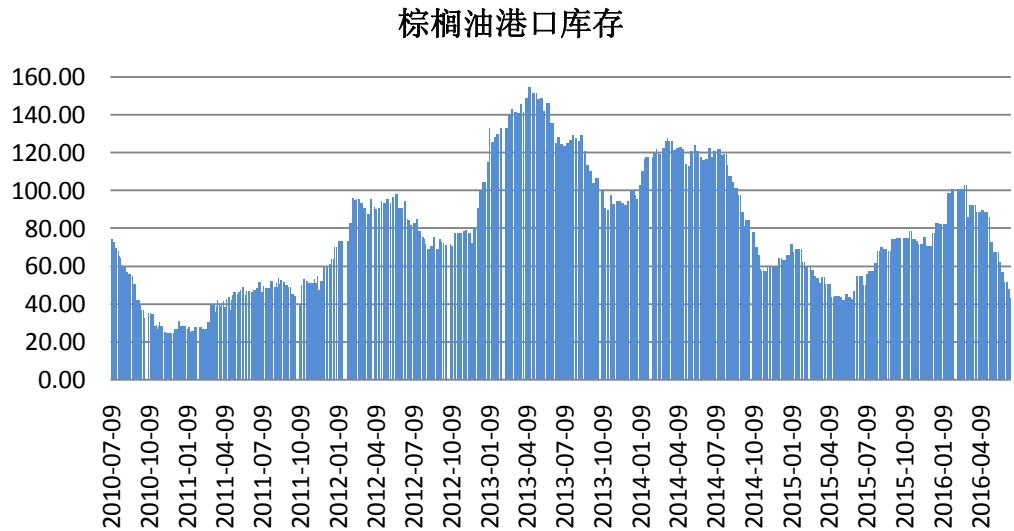
马来西亚自今年 3 月 15 日发布 4 月开始毛棕榈油出口关税将提高到 5%, 从而结束了 2015 年 5 月份以来实施的零关税政策。之后在 5 月宣布 6 月毛棕榈油出口税率上调至 5.5%, 6 月中旬又宣布 7 月毛棕榈油出口关税将上调至 6%。马来西亚 7 月毛棕榈油参考价格为每吨 2,730.51 马币。根据马来西亚税法, 若毛棕榈油参考价格高于每吨 2,250 马币的阈值, 就需征收出口关税, 关税征收范围为 4.5%-8.5%。2016 年上半年林吉特结束了两年多以来的贬值, 汇率开始进入平稳, 因此对棕榈油出口的支撑减弱。2016 年 1~5 月马来西亚出口总量为 615.93 万吨, 照比 2015 年只增加了 0.3%。马来西亚棕榈油每个月库存并非是因需求井喷, 只是因为期初库存偏低, 下半年的出口若是与去年

持平可维持期价的稳定，一旦减少则无法抵挡价格的下跌。

反观全球产量和出口量均最高的印尼油棕果尽管也受到厄尔尼诺影响，但减产幅度相对较小，因此价格上涨幅度并不明显。我国上半年进口印尼棕榈油明显是马棕油的两倍，这就使得马来西亚的减产效应在弱化。随着 2016/17 年拉尼娜到来的呼声渐高，棕榈油减产的炒作已经无法再度燃起市场做多的热情。

图 4.1.2: 棕榈油港口库存

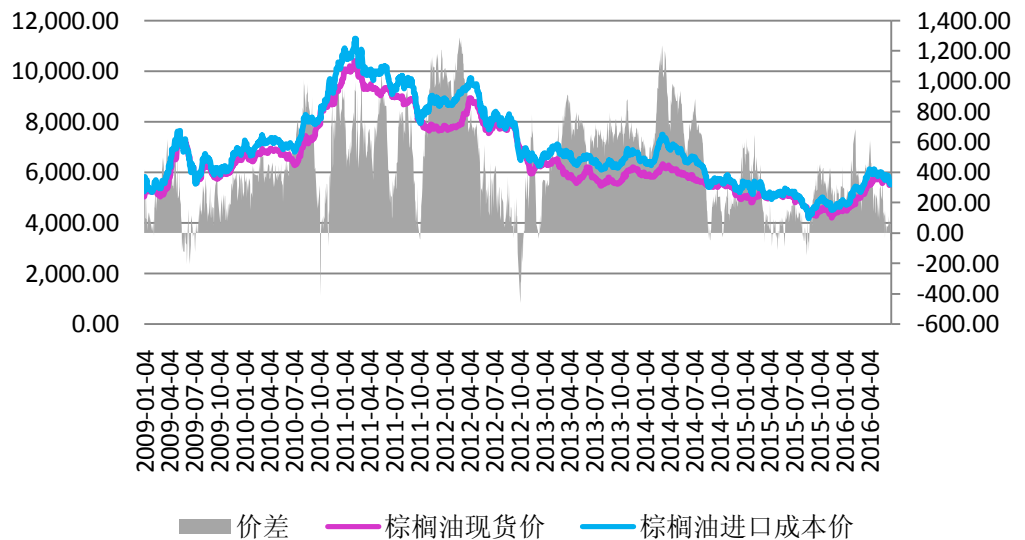
单位: 万吨



资料来源: wind 南华研究

图 4.1.3: 棕榈油内外价差

单位: 元/吨

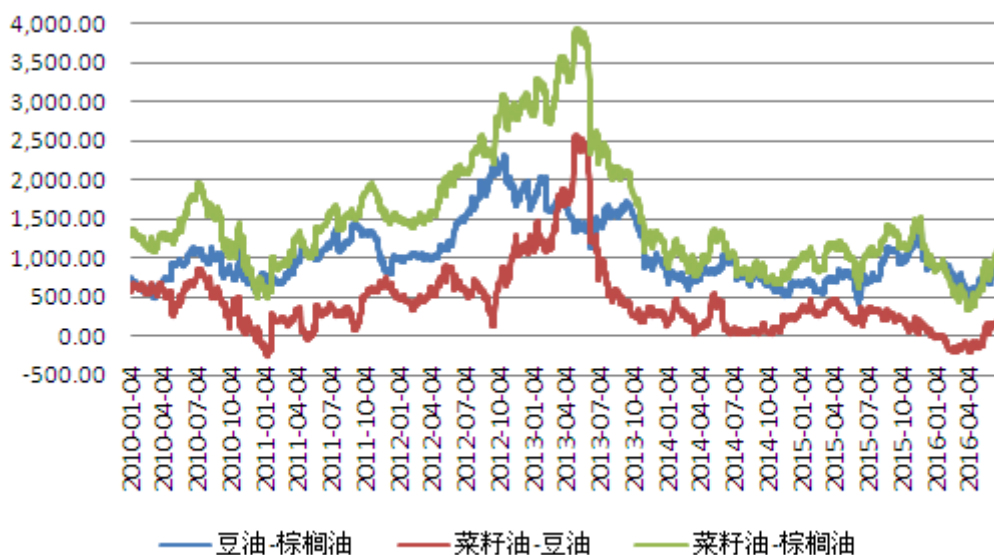


资料来源：wind 南华研究

国内外棕榈油价差倒挂上半年明显缩窄，棕榈油进口成本价格上涨了 676.26 元/吨至 5508.93 元/吨，国内现货价格上涨了 1030 元/吨至 5563.33 元/吨，因此内外价差缩窄了 353.74 元/吨至 -54.4 元/吨。六月下旬开始内外价格已经转变为顺价销售，顺价一定程度上会刺激贸易商加大进口量，尤其是国内棕榈油港口库存目前只有 41.3 万吨，同比去年同期减少了 21.1%，处于历史低值，后期进口量有望增加。基于三季度为油脂消费淡季，现货难有大幅上行空间，前高 5900 一线或为现货瓶颈。

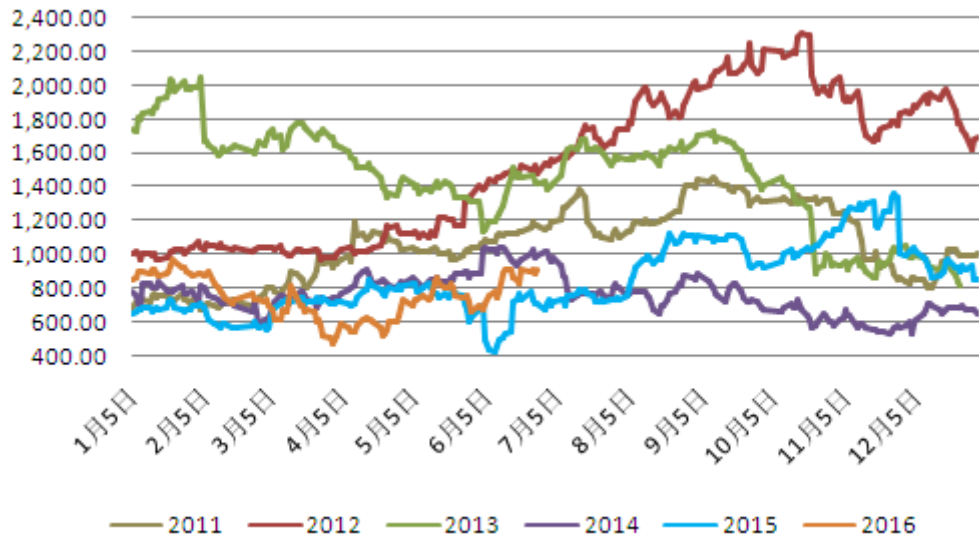
## 4.2. 拉尼娜有望拉大豆棕价差

图 4.2.1：三大油脂价差对比



资料来源：wind 南华研究

图 4.2.2：豆棕期价比值年度



资料来源：wind 南华研究

上半年由于豆油期价较为抗跌，棕榈回调幅度最大，因此豆棕和菜棕价差均呈反弹。豆油和棕榈油价差扩大了 50 点至 904 点，菜籽油与豆油价差扩大了 132 点至 110 点，与棕榈油的价差反弹了 182 点至 1014 点。对豆棕全年的价差在近几年基本上都呈现倒“V”型，也就是说上半年价差一路走升，下半年回吐。2012 年二者价差全年都处在高位，因为美国的大旱使得豆油飞涨，从历史上看拉尼娜的出现破坏力要高于厄尔尼诺，今年的若复制 2012，则有望再度出现全年价差震荡走高。豆棕价差整个上半年都没有上破 1000 整数关口，可在二者价差较低位时继续买豆油抛棕榈，突破 1000 时可止盈离场。

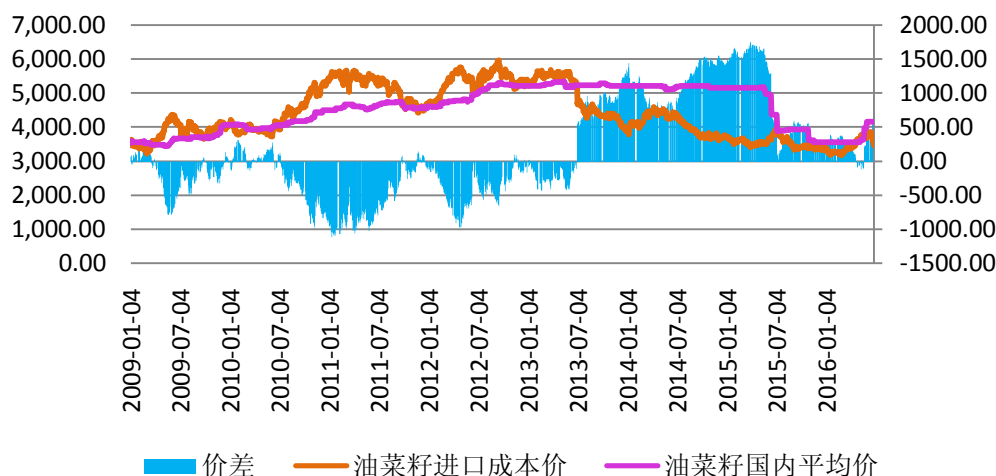
### 4.3. 菜油抛储过后上行仍受制约

图 4.3.1：油菜籽进口成本与国内报价对比

单位：元/吨



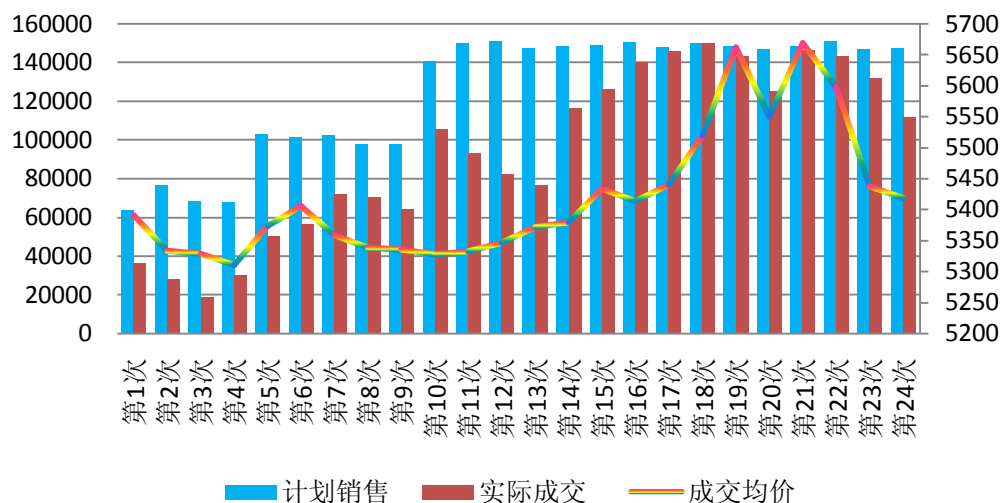
油菜籽进口成本与国内报价对比



资料来源: wind 南华研究

图 4.3.2: 菜籽油抛储成交量价

单位: 左吨, 右元/吨



资料来源: wind 南华研究

2016年2月24日一家油菜籽行业团体向加拿大出口商和加工商发出警报称, 中国计划从4月1日起加强对加拿大油菜籽进口船货的质检管理措施, 降低每船杂质数量。加拿大油菜籽理事会主席 Patti Miller 称, 中国质检总局(AQSIQ)周二通知加拿大食品质检局(CFIA), 将很快出台规定要求油菜籽船货中的杂质不超过1%。Miller 称, 我们将考虑下一步的措施, 将该问题逐步升级到政治层面, 通过政府渠道解决。之后又将日期延后为9月1日, 无论如何中国严控进口油菜籽标准的决心较为坚决。上半年国产油菜籽价格上涨了600.77元/吨至4169.77元/吨, 进口油菜籽上涨了122.21元/吨至3494.69元/吨, 内外价差扩大了478.56元/吨至674.54元/吨。2016年1~5月油菜籽

进口总量为 173.03 万吨，同比去年的 180.42 万吨减少 4.1%。美豆的走强带动全球油籽上扬，四五月份只是加菜籽上半年与国内一度出现价差倒挂，到港成本价格高于国内，抑制了买兴，前五个月的进口量并未照比去年大幅增加，2016/17 年我国油菜籽将继续减产，加上菜油停止抛储，后期的进口依存度预计将继续增加。

自 2015 年 12 月 11 日至 2016 年 6 月 1 日的菜籽油临储销售一共 24 次，主要为 2010 年和 2011 年的陈菜油，2009 年菜籽油大部分流拍，2012 年的计划销售共计 300.2 万吨，实际成交 226.4 万吨，平均成交率为 72.13%，总成交均价为 5419 元/吨。不可否认的是，上半年的菜籽油抛储的初衷是为了去库存化，后期由于油脂的整体上涨也使得菜籽油抛储底价缓步攀升，在成交火爆的背后也说明了市场需求的积极。另一方面菜籽油上半年的上涨行情也是一直在受到抛储的压抑，而在停止抛储短期期价走强，但之后仍是跟随基本面走势。作为油脂板块最不受资金青睐的品种，菜籽油下半年的走势仍是跟随为主。

## 第5章 政策指挥国产大豆种植结构格局

豆一上半年走势较为坎坷，政策的转变让农民犹如没头苍蝇无从选择，也让看多投资者憋出内伤。一季度初国产大豆现货价格持续低迷，二月至四月期间盘整走出 W 底，始终未能突破 3600 大关。在 4 月 7 日创出新低后 3110 后，受到美豆大涨的感染也走出了一波亮丽的反弹，在 4 月 22 日飙至 3800 之上，然而现货好景不常在，之后再度回吐涨势。在临近春播的五月由于产区余粮愈发稀少，期价梅开二度温和走强，并在 6 月末日创出突破粕了 4000 整数大关。抛储的消息宣布之后又延迟，之后便没了下文，市场仍在等待政策的进一步指向。

### 5.1. 改种面积未如预期

2016 年 3 月两会上国家明确表示，大力整改东北地区的玉米大豆种植结构，之后不久发改委宣布取消玉米收储改为直补，产业调整呼之欲出。其中，今年黑龙江省将力争调减玉米种植面积 1000 万亩，重点是黑龙江省北部所属“镰刀弯”地区第四、第五积温带今年要确保调减玉米种植面积 500 万亩以上，发展食用大豆、杂豆，杂粮等作物。该项政策预期能否行之有效地贯彻实施关系到中国农业供给侧问题能否破局。

通过 5 月 30 日至 6 月 4 日我司承办的产区调研得知，国家大力提倡大面积改种大豆的决心显而易见，也是玉米高库存倒逼政策变化的无奈之举。玉米价格下降对农村种植结构变革有一定正向刺激作用，其趋势性证明了种植收益对种植结构调整驱动的有效

性，但由于农民对于政策、信息的前瞻性和灵敏度偏弱，杂粮杂豆等经济作物收益不稳定，风险较大，而大豆种植效益无法提高，玉米在种植上的优势地位依然难以撼动。除了东线的富锦、双鸭山大豆增幅在 20%左右，西线的嫩江、黑河大豆改种面积在 45%附近，其余地区玉米改种意愿未如预期明显。整体而言黑龙江 2016 玉米种植面积减幅度在 15-20%之间，大豆整体面积增幅在 20-25%之间。国家粮油信息中心预估今年黑龙江大豆种植面积增幅只有 7.8%，玉米网略高，但也不超过 20%，我司之所以预测偏高因调研时间大豆仍未种完，低洼地区无太多选择。

从农场反馈的情况看，目前玉米种植维持正收益状态，而农垦系统地租偏低导致农场职工仍具有较高的种植积极性，反映出来的就是农场地租的微涨。另外，作为政府政策执行力度更高的部门，农垦系统的玉米面积下降力度也大于地方环节，不过农垦土地仅占全省土地只有不到 20%，对全省种植面积结构调整力度支撑有限。玉米种植效益下降导致包地成本下降主要体现在地方的农户包地成本下降，今年成本下降幅度在 10%左右。

## 5.2. 直补价格扑朔迷离

大豆目标价格补贴，是指在大豆价格由市场供求形成的基础上，国家事先确定能够保障农民获得基本收益的大豆目标价格，当大豆市场价格低于目标价格时，对大豆实际种植者给予补贴。

2016 年 4 月 28 日，内蒙古兴安盟率先启动了 2016 年大豆目标价格补贴发放工作。补贴标准 32.63 元/亩。而作为大豆主产区的黑龙江，直补细则却仍在“犹抱琵琶半遮面”，而黑龙江大豆去年由于生长期低温寡照导致蛋白含量偏低，市场竞争力下降，市场价格持续低迷。据之前调研得知，市场大豆补贴预期普遍要高于去年的 60.5 元/亩。本次调研据官方预测 2016 直补价格基本定在 120-130 元/亩，若一旦坐实，那么大豆补贴为 1800-1950 元/亩，折合一吨大豆补贴会在 720-975 元，这样才会勉强跟玉米种植效益持平。红小豆，高粱，马铃薯这些杂豆杂粮和经济作物没有粮库收购保障，价格波动会更大，给农民带来更高的风险，加上农民存有侥幸心理，认为后期政府不会放任玉米市场化，对直补价格有期待，由此也反映出农民改种可选择的范围很小，大部分农民仍是宁愿优先选择种植玉米、水稻等有保障的传统作物。据某农场负责人介绍，玉米若是跌至成本价格 1100 元/吨之下才会考虑大面积改种大豆，预计 2017 年种植结构才会有重大变化。

### 5.3. 政策政策引导力有未逮

国产大豆如何破局的问题困扰了我们很多年，黑龙江省内的压榨企业除了一些小笨榨，大部分已经转做大豆贸易，连代加工都十分鲜见。大豆贸易商普遍对今年的临储抛售十分关注。从2008年我国开始实行大豆收储政策后，至2014年结束，最后一次抛储是在2014年，抛储主要是2010和2011年到大豆，核算下来目前国储库中至少会有500万吨的库容。从5月13日至9月30日共21次，累计成交248.1万吨，成交均价为4103.7元/吨，平均成交率只有34.74%。今年预计会抛售余下的2011年和2012年的陈豆。2014年的临储抛售的成交热情很一般，时隔四年的陈豆无论从蛋白含量还是出油率均有下降。以今年临储抛售的菜籽油为例，尽管成交火爆，但抛储期间价格仍是受到制约。因此今年的大豆抛储期间预计不会对价格利好，但在秋收时节停市抛售后价格有望走牛。

## 第6章 下半年操作思路

下半年商品的整体走势要好于上半年，美豆的天气炒作首先是市场瞩目的焦点，这一点跟去年市场期待的厄尔尼诺很相似，盼来盘去却扑了个空，2016上半年没有期待却迎来了大涨。天气的节奏想要把握好很难，而对于退欧的后续事态发酵以及美元加息的节奏也是影响全球金融市场的重要因素。

美豆下半年继续保持高姿态的概率较大，加上国内生猪养殖的利好，豆粕仍以逢回调买入为主，20日线可作为多空分水操作。菜粕被压抑了许久，下半年会有大行情出现，期价有望上测3000大关，2600有效支撑的前提下可逢低买入。豆一3800一线为中期支撑线，可以此点位布中期多单。

油脂下半年操作思路可维持先抑后扬，三季度拉尼娜来势汹汹对豆油提振预计较大，前高6500一线仍有望回归，5800之上逢低吸纳为上策。棕榈油建议做套利，四季度之前可买豆油抛棕榈操作。

## 南华期货分支机构

### 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：0571-83869588

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88539900

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577- 89971820

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87273868

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼  
电话：0573-82158136

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095800

### 成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房  
电话：028-86532693

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-82345618

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室  
电话：0532-85803555

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566878

### 天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层  
电话：022-88371080

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话：021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52585211

### 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

**兰州营业部**

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

**大连营业部**

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-84378378

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、  
B803、B805、B608、B609 室  
电话：010-63556906

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118016

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601  
电话：0574-62509001

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663882

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301  
电话：0573-80703000

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**广州营业部**

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38806542

**芜湖营业部**

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880212

**重庆营业部**

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2  
电话：023-62611588

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层  
电话：0513-89011168

**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

## 免责声明

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](http://www.nanhua.net)