



浪遏飞舟

摘要

2016 年下半年国内油脂市场在棕榈油带领之下“王者归来”，三年来全球供需失衡的局面在今年棕榈油和菜籽减产后终于得到扭转，多头被压抑了很久的爆发在盘面上得到充分释放。菜籽油拍卖的去库存化使其摇身一变在四季度成为最炙手可热的“做多明星”，美国 EPA 宣布 2017 生物柴油上调植物油的换兑量对豆油利好不言而喻，2017 弱拉尼娜的天气影响之下棕榈油增产幅度有待商榷，菜籽油供给缺口逐步扩大，明年全球油脂继续意气风发仍是大概率事件。

豆粕全年走势平平，少有亮点。美豆下半年“虎落平阳”，二季度阿根廷洪水减产的利好在下半年供需报告中一次次被修正，丰产氛围再次主导市场风向。国内三季度以来国内生猪受到进口猪肉冲击养殖利润下滑，能繁母猪存栏率始终未有反弹，对豆粕消费亦无法构成有力支撑。菜粕在 DDGS 进口减量的提振下，明年有望在水产恢复之时迎来牛市，或有翻牌机会。

2016 可谓是国产大豆年，国家为调整种植东北种植结构可谓煞费苦心，利好政策频出，国家调整运输政策致使赶上运力紧张的秋收，价格到了 12 月末才初见起色，可谓是“大器晚熟”。2017 年在政策市的托底之下有望维持更上一层楼。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

孙明磊 0451-58896629

sunminglei@nawaa.com

投资分析号 Z0010351

助理分析师

刘冰欣 0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

目录

第 1 章	油脂光芒万丈	5
第 2 章	美豆“破冰”有望	7
2.1.	全球金融市场黑天鹅频发需警惕	7
2.2.	2017 南美天气物流或助力价格	8
2.3.	天气变化玩转牛熊	13
第 3 章	菜籽油有望变“带头大哥”	15
3.1.	2016 全球油脂供给格局	15
3.2.	菜油拍卖为国内焦点	18
3.3.	棕榈增产幅度尚未知	24
3.4.	油脂基差季节变化带动套利机会浮现	28
第 4 章	豆粕供给有戏，需求无力	30
4.1.	涨跌概率分析豆粕尚有机会	30
4.2.	生猪需求出彩难	31
4.3.	菜粕这个冬天“不普通”	33
第 5 章	国产大豆复苏等待时机	34
5.1.	政策对价格影响分析	34
5.2.	有容乃大无欲则刚	36
第 6 章	2017 年上半年操作思路	37
	南华期货分支机构	38
	免责声明	40

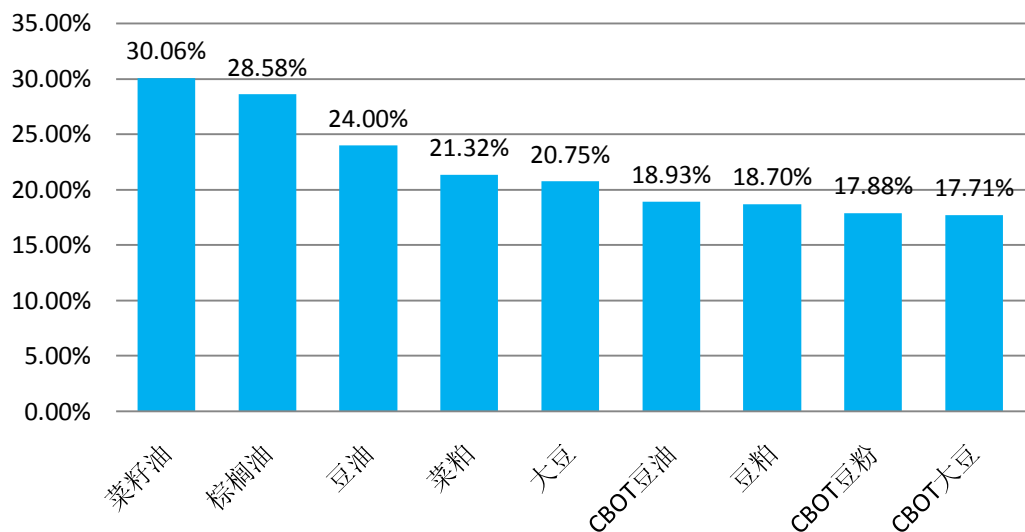
图表目录

图 1.1.1: 油脂油料内外盘 2016 年度涨跌幅度	5
表 1.1.2: 2016 全年油粕走势大方向分析.....	5
图 2.1.1: 美元兑人民币汇率.....	7
图 2.2.1: 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)	9
图 2.2.2: 2016 全球主要油料作物产量占比.....	9
图 2.2.3: 美豆供需平衡 (单位: 百万吨)	10
图 2.2.4: 美豆月度涨跌概率.....	11
图 2.2.5: 美豆出口净销售 (单位: 吨)	11
图 2.2.6: 美豆出口检验量 (单位: 千蒲式耳)	12
图 2.3.1: 太平洋海温异常指数监测概率	13
图 2.3.2: 拉尼娜对巴西大豆单产影响左 $^{\circ}\text{C}$, 右吨/公顷.....	14
图 2.3.3: 拉尼娜对阿根廷大豆单产影响 (左 $^{\circ}\text{C}$, 右吨/公顷)	14
图 3.1.1: 全球主要植物油供给结构.....	15
图 3.1.2: 全球棕榈油供需平衡 (单位: 百万吨)	16
图 3.1.3: 全球豆油供需平衡 (单位: 百万吨)	16
图 3.1.4: 全球菜籽油供需平衡 (单位: 百万吨)	17
图 3.2.1: 加拿大油菜籽产区分布	18
图 3.2.2: 加拿大菜籽产量分布.....	19
表 3.2.3: 国内油脂供需平衡(单位: 千吨).....	20
图 3.2.4: 油菜籽月度进口量 (单位: 万吨)	21
图 3.2.5: 菜籽油 2016 上半年抛储 (左单位: 吨, 右元/吨)	22
图 2.2.4: 美国 B100 生物柴油产量 (单位: 百万加仑)	23
图 3.3.1: 马棕油月度库存 (单位: 吨)	24

图 3.3.2: 马棕油月度出口 (单位: 吨)	24
图 3.3.3: 进口到港分国别 (单位: 吨)	25
图 3.3.4: 棕榈油月度进口量 (单位: 吨)	26
图 3.3.5: 马棕进口到港价与现货价格 (单位: 元/吨)	26
图 3.3.6: 异常天气对马棕油影响 (单位: 元/吨)	27
图 3.4.1: 棕榈油基差变化 (单位: 元/吨)	28
图 3.4.2: 豆油基差变化 (单位: 元/吨)	29
图 3.4.3: 菜籽油基差变化 (单位: 元/吨)	29
图 4.1.1: 豆粕月度涨跌概率.....	30
图 4.2.1: 生猪价格与豆粕期价对比 (单位: 左元/千克, 右元/吨)	31
图 4.2.2: 生猪仔猪价格与外购仔猪养殖利润 (单位: 左元/千克, 右元/头) ...	32
图 4.2.3: 生猪和能繁母猪存栏量变化 (单位: 万头)	32
图 4.3.1: 豆粕、菜粕和 DDGS 价差比较 (单位: 元/吨)	33
图 5.1.1: 大豆月度进口量 (单位: 元/吨)	34
图 5.1.2: 国产大豆进口依赖度逐年增加 (单位: 元/吨)	35
图 5.1.3: 2016 .7.15-9.30 抛储量价(单位: 左吨; 右元/吨).....	35

第1章 油脂光芒万丈

图 2.1.1: 油脂油料内外盘 2016 年度涨跌幅度



资料来源: wind 南华研究

表 2.1.2: 2016 全年油粕走势大方向分析

油脂	时间	价格方向及点位	走势区间及重要讯息
2016 走势: 棕榈 为例	一季度	底部反弹	厄尔尼诺减产效应引发的价格上冲
	二季度	高位回落	出口低迷打压价格连番陷落
	三季度	震荡上移	菜油拍卖成交火爆, 锦上添花
	四季度	惊艳上涨	豆油在生物柴油中换兑量增加, 心理层面提振价格
粕类 2016 走势: 豆粕 为例	一季度	低位盘整	季节性消费淡季
	二季度	暴力拉涨	阿根廷洪水导致减产炒作
	三季度	回落整理	美豆单产产量不断调增奠定丰产基调
	四季度	盘结突破	人民币贬值激化运力紧张矛盾, 下游企业备货加快
大豆 2016	一季度	底部神游	年前年后购销清淡
	二季度	企稳上冲	直补价格尘埃落定, 给市场信心

走势	三季度	回落调整	拍卖成交量价差强人意，上行乏力
	四季度	先抑后扬	粮库上调价格带动之下走出颓势，勇攀新高

资料来源：博弈大师 南华研究

与工业品的涨幅 100%以上相比，农产品的涨幅不算什么，但对于震荡了三年的油脂而言，2016 冬季迎来了“春天”。油粕 2016 年度整体走势概括而言，不过关键词“天气”和“库存”。

油脂整体上半年的走势为先扬后抑，但在下半年却笑到了最后，三大油脂的轮番上阵频出利多让投资者可谓眼花缭乱。上半年棕榈油走势先扬后抑，一季度因厄尔尼诺引发的减产担忧天气升水在二季度遭遇“当头棒喝”回吐了大半，二季度的休养生息却是成功筑底。到了三季度初马来西亚调减关税刺激出口，加上国内库存三季度开始持续紧蹙，期价从 5200 低点短暂回调半个月，就开始一路飙涨，并在 8 月下旬成功突破 5400 的区间震荡。10 月 12 日菜籽油的抛储可谓给热炒的油脂价格又添了一把柴，成交量价不断创出新高的火爆再一次夯实了牛市的根基。到了 11 月下旬美国 EPA 宣布调高生物柴油中植物油的搀兑量，这一政策对于豆油，再度点燃了国内炒多的热情。

美豆 2016 年的走势可谓起源于“天气”却也是终结于“天气”。阿根廷的天气炒作上半年推动价格接连攀高，下半年却在不断修正天气升水行情。美国六月末的面积报告数据原本呈中性，无奈七月供需报告中调增了播种面积，加上当月天气良好使得美豆优良率居高不下，美豆基金中多头资金也在不断离场，导致价格一路跌跌不休。到了八月之后市场止跌企稳因月度供需报告中大幅下调了期末库存的预估。之后的九月十月的收割季节美豆始终在供给宽松和库存紧蹙中博弈，直到 10 月末因美豆回抽利好，加上人民币贬值等宏观经济因素的托底，美豆成功击穿 1000 整数大关站稳，多空在 1050 背水一战后，出口支撑多头占据上风。豆粕菜粕走势始终跟随美豆行进，国内生猪价格三季度始终未能有效回暖，需求端对价格助力颇为有限。

国家调整东北种植结构的决心显而易见，政策言犹在耳，可现实却太过“骨感”，下半年国产大豆的抛储差强人意，市场接货热情一般，成交量价一路走低，价格从三季度初的 4086 震荡行至 10 月中旬的 3634 整整下滑了 25.7%，之后因 10 月 25 日国家发布黑龙江轮库 60 万吨的大豆后，价格迎来了反弹的曙光。进入 11 月和 12 月后因运力紧张推升现货上涨，期价一路走强且上破了 4400 整数大关。价格的先

抑后扬反映了市场对大豆需求信心基本取决于政策“风向”，后市豆价能否继续雄起还需一观政策扶植力度。

第2章 美豆“破冰”有望

2.1. 全球金融市场黑天鹅频发需警惕

图 2.1.1：美元兑人民币汇率



资料来源：wind 南华研究

美联储 12 月 15 日的议息会议落地，将联邦基金利率提升 25 个基点至 0.5%-0.75%，加息前为 0.25%-0.5%；预计 2017 年加息三次，预期 2018 年将加息 3 次，与 9 月预期一致；耶伦称加息是对经济投的信心票。尽管耶伦预期 2017 年加息三次，但靴子落地后对商品市场的利空已经削减大半，全球大宗商品温和通胀的势头不可逆转。

除了美元加息这个不确定因素尘埃落定后，美国第四十五届新任总统唐纳德特朗普上台后的一系列政策自然也不容忽视。关于人民币贬值问题、贸易税率问题，此前特朗普曾多次表态，态度还非常激进。

他对中国的要求，无非以下几点：一是阻止人民币贬值，以降低中美之间的贸易赤字；二希望美国制造业从中国回流；三是中国降低美国产品的税率。基于这几

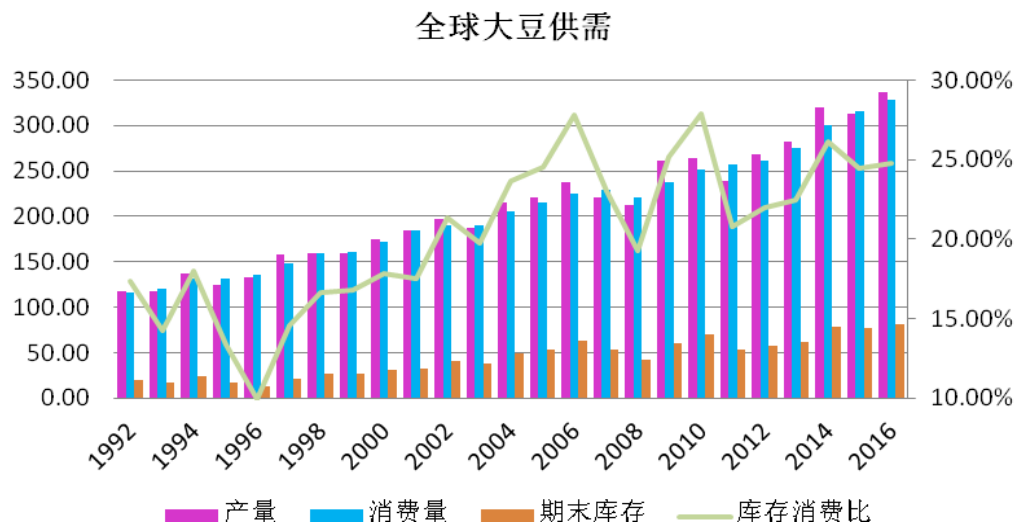
点，特朗普曾在其竞争总统演说曾大放厥词称要对对中国收取 45%的高关税，之后他的团队否认了这一说法，称并不具备法律效应。而假设特朗普真实施这样的政策。双边贸易将锐减。中国对美国的出口产品主要是机械（占出口总量 51%）以及劳动密集、附加价值较低（如占出口总量 33%的鞋服）的产品。美国对中国出口的产品则主要集中在初级产业部门，如农产品、天然矿石以及汽车和飞机这类先进制造业。美国若率先抬高税率，中国不会坐以待毙，中国不采购美国的大豆、波音飞机等，可以转向巴西、阿根廷等南美国家加大采购大豆，或降低关税进口其他国的豆油、葵花籽油、棕榈油等。美国寻找不到中国这么大的买家，那么美国农业、飞机制造业等面临冲击。因此提高税率一说暂时实现的可能性并不大。

2016 年 12 月 08 日讯有消息称当选总统奥巴马将会提名俄克拉荷马州总检察长斯科特·普瑞特(Scott Pruitt)为美国环境保护署(EPA)署长。而普瑞特一直都是 EPA 的强烈批评者，因此人曾在 2011 年成为俄克拉荷马州总检察长，该州拥有丰富的油气资源。自那以后普瑞特就频繁挑战 EPA，其中就包括废除 EPA 清洁能源计划的一次未决诉讼，此人明显是一位激进的反环境保护，反新能源推进的掌门人，若此人一旦当选，EPA 推行的新能源计划极有可能流产，带来对全球油脂市场的利空效应不可小觑。

由于中美贸易息息相关，特朗普本人本身属于激进派，2017 年 1 月上台后关于基建和货币政策大宗商品的影响不可小觑，需继续关注。

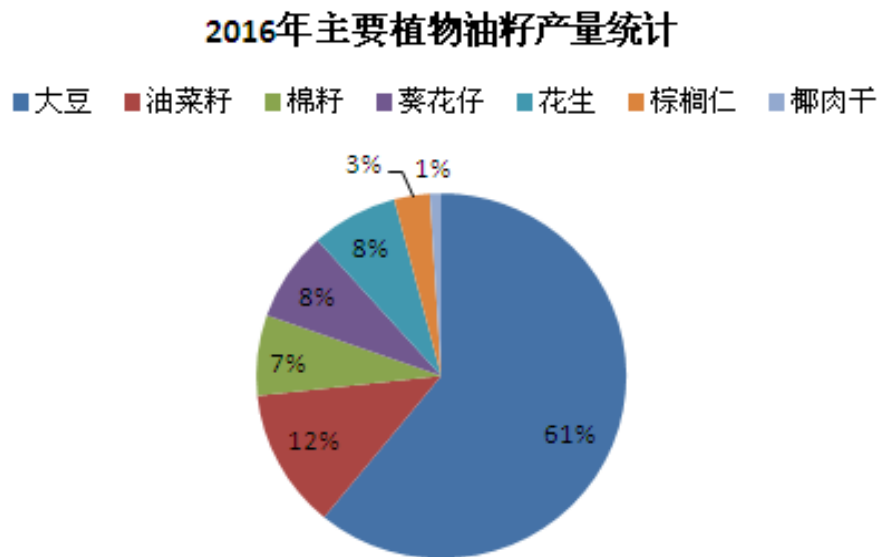
2.2. 2017 南美天气物流或助力价格

图 2.2.1: 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)



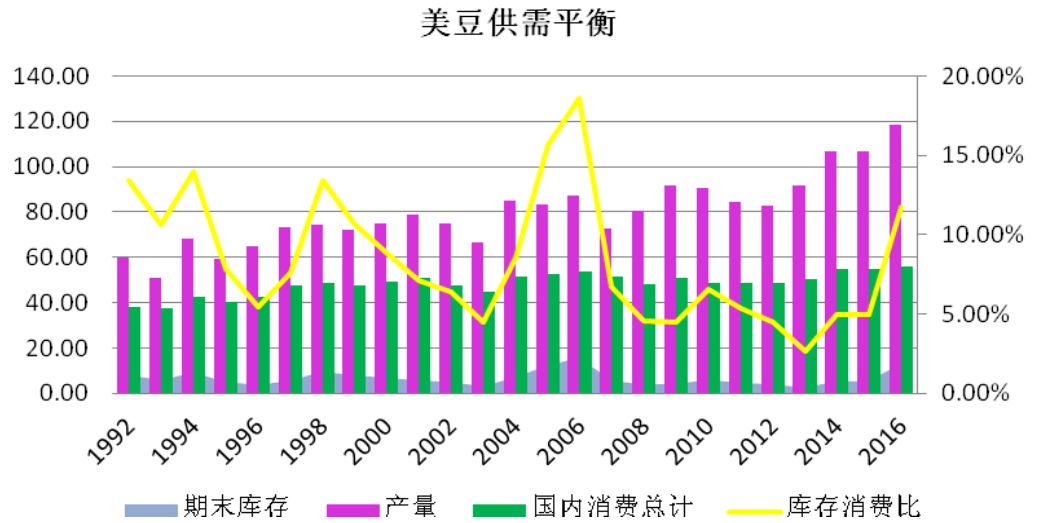
资料来源: wind 南华研究

图 2.2.2: 2016 全球主要油料作物产量占比



资料来源: wind 南华研究

图 2.2.3: 美豆供需平衡 (单位: 百万吨)

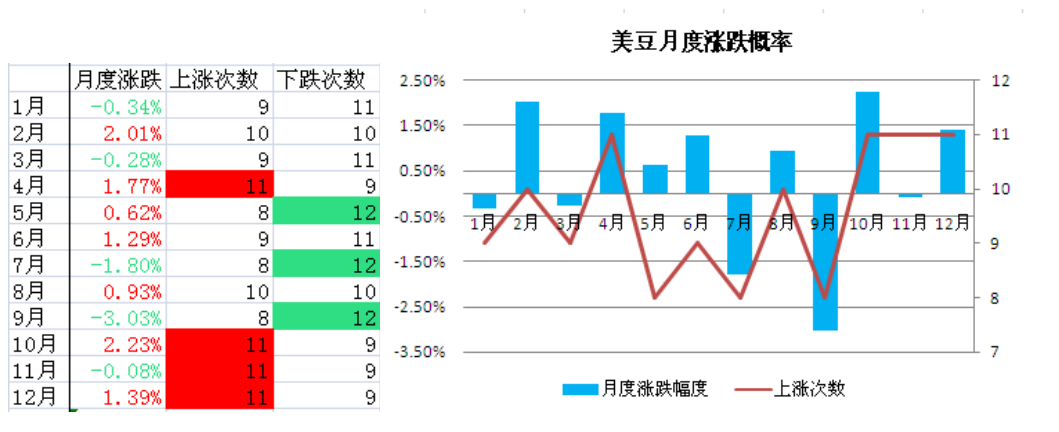


资料来源: wind 南华研究

美豆三季度震荡回落显然是在回补上半年透支的涨势, 空头几次三番阻击, 成功将整个 7 月价格从最高 1152 一路打至 950 附近, 价格下跌了 17%, 因当时美国逢美豆生长季风调雨顺, 居高不下的良好率奠定了市场的丰产氛围。但在之后至十月初, 950 这一强支撑被打穿后总能收回, 供给宽松在逐渐被消化。过了最艰难的坎之后, 美豆基金看准机会在此时悄然布局, 可见基金进场的时间节点很重要。

作为占全球油籽产量六成的大豆, 从 2016 年 7 月的 46.7 蒲式耳调整至 12 月的 52.5 蒲式耳, 单产预期增加了 12.4%, 产量自然也跟随上调了 9.8% 至 43.61 亿蒲式耳, 期末库存的预估却大增了 65.5% 至 4.8 亿蒲式耳。从供需报告数据可窥出美豆消费的调增幅度并不大, 但不论预估的数据与真实产量差距多少, 走出的价格里面已经充分体现市场对美豆供需平衡表的态度了。进入收割季节, 从 9 月份的 50.6 蒲式耳到 11 月份的 52.5 蒲式耳单产明显看出了单产不断调高对价格的步步“紧逼”, 12 月份报告中却继续保持了 52.5 蒲式耳的单产预估, 可看出为后期南美炒作天气提供了天气炒作下调单产的铺垫, 且技术上美豆在突破千元大关口压力后走向平稳了, 丰产的因素已经在逐渐的被出口向好所淡化。

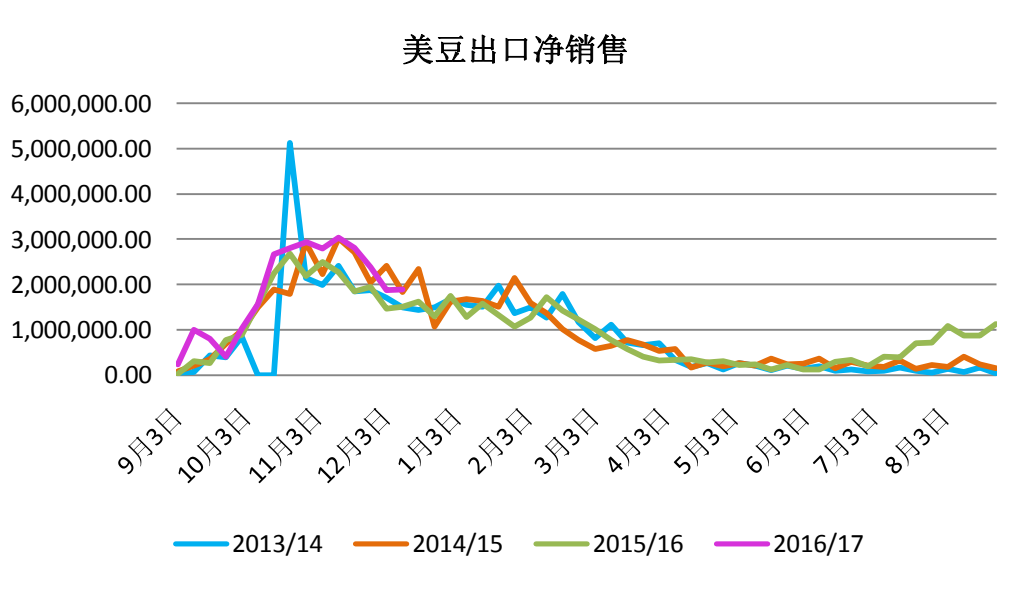
图 2.2.4: 美豆月度涨跌概率



资料来源: wind 南华研究

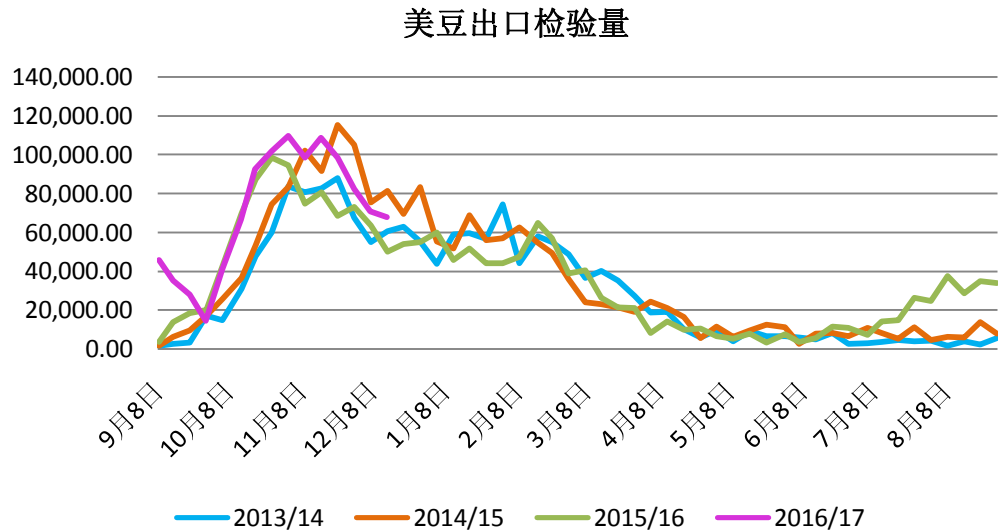
市场关注的焦点总是在不断变化,2017 年上半年的主角是南美天气以及出口对全球的影响。我们回顾下今年下半年美豆处于关键生长期的 7~9 月份,由于生长良好,美豆优良率始终在历史最高值的 70~74%附近徘徊,多头苦于天气炒作无任何空隙,价格因此难有突破。对比南美大豆历史涨跌幅度来看,南美大豆处于关键生长期的 2~4 月份的上涨概率总和为 3.5%,大于美豆 7~9 月的-3.9%;而从上涨次数来看,南美大豆 2~4 月份的上涨次数总和为 31 次,仍是大过美豆 7~9 月的 26 次。究其原因不过是南美的播种进度和天气炒作为巴西和阿根廷两个国家在天气炒作上容易构成此起彼伏或共振,加上二者均属于发展中国家,国内的基础建设及物流程程度远不能与美国相较,一旦有罢工和物流因素无形中也会形成对价格间接的支撑。

图 2.2.5: 美豆出口净销售 (单位: 吨)



资料来源：wind 南华研究

图 2.2.6: 美豆出口检验量 (单位: 千蒲式耳)



资料来源：wind 南华研究

2016/17 年全球的大豆库存消费相对比 2015/16 年度增加了 1 个百分点至 25%，因整体消费量没能抵消掉增产的部分。美国近五年来产量是持续增加的，相对应的自然是国内消费和出口量也是跟随扩大的，而出口增速却显然没有大于国内消费增速，增加的幅度却是决定价格上涨或下跌空间大小。

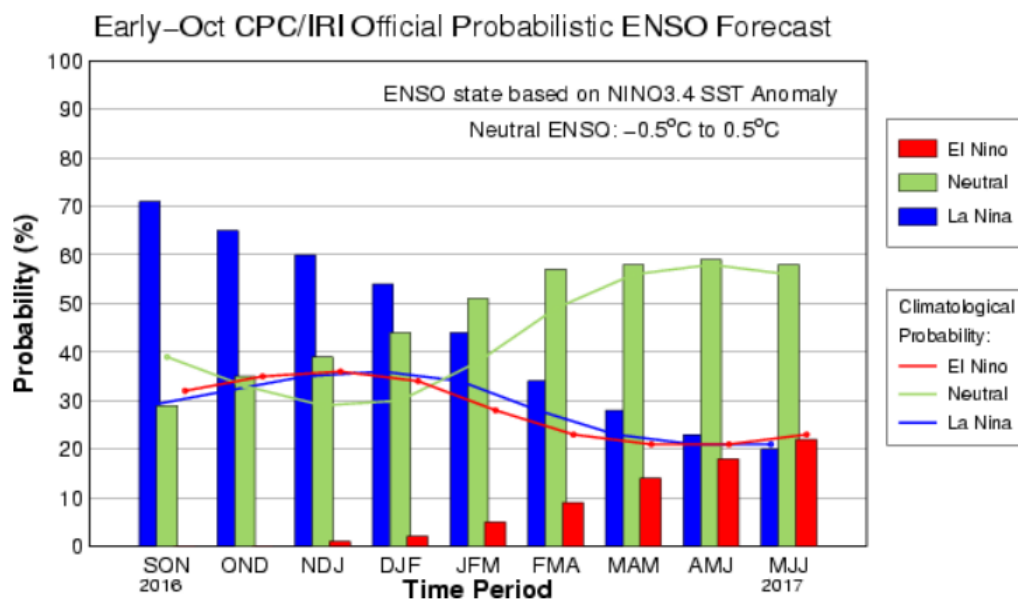
APEC 减产协定的签订对于原油的价格起到了夯实底部的作用，原油的探底回升，直接推升了全球大宗商品运输成本上涨。这对于从种植到销售的全产业链布局来说跨国的 ABCD 四大巨头而言影响并不大，但对于巴西和阿根廷的出口上来说可谓失去了竞争优势。适逢美豆丰产季节，再加上原油价格上涨，美豆与巴西和阿根廷的 CNF 到港完税价价差逐渐缩窄，部分时间巴西大豆到我国港口完税价格甚至高于美湾到港价格，均在 3450~3550 元/吨浮动。阿根廷国内 2016 年比索贬值幅度有所放缓，但在美元强势的此时，农户宁愿选择持有商品而不愿持有日益贬值的货币，因此 2017 上半年南美大豆出口量难于美豆抗衡，市场供应主导仍将继续在美国手中。

截止到 2016 年 12 月 8 日，美国 2016/17 大豆出口到中国累计值为 211.43 万吨，同比 2015/16 年度增加了 24.28%，占比美豆总出口的 76%；美国 2016/17 大豆出口总累计值为 278.2 万吨，同比增加了 33.28%。出口数据虽好，但出口的增幅若跟不上增产的脚步，价格仍无回天之力。每年的 11 月均为美豆净销售的高

峰期，之后会有回落，但只要 2017 年上半年没有大规模的洗船事件发生，美豆明年收获之前再度跌破 1000 大关已经是小概率事件，原因有三：一是 12 月报告过后，面积和库存数据虽持平 11 月并无利多，未如之前市场预期的调低库存，换个角度来看，美豆单产基本在 52.5 蒲式耳已是极值，接下来美国人要开始卖豆子了，单产上调空间依然不大，但下调的概率却大有增加。其二是今年南美播种提前，天气炒作在即，一旦天气出现问题，再配合 USDA 报告将掀起不小的波澜。三是前面提到的原油上涨使得美豆的竞争力增强，综上所述三个原因，2017 年上半年美豆价格将以稳步抬升走势为主。

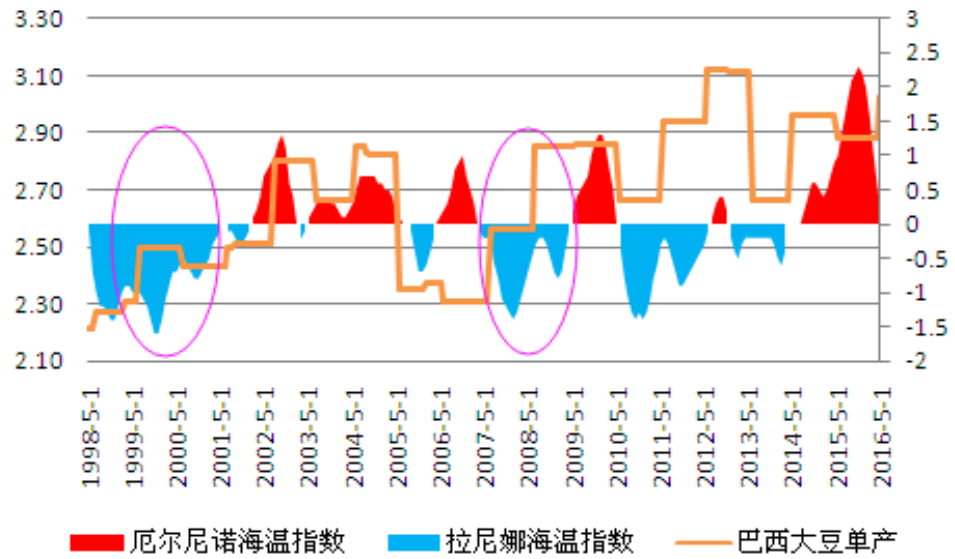
2.3. 天气变化玩转牛熊

图 2.3.1：太平洋海温异常指数监测概率



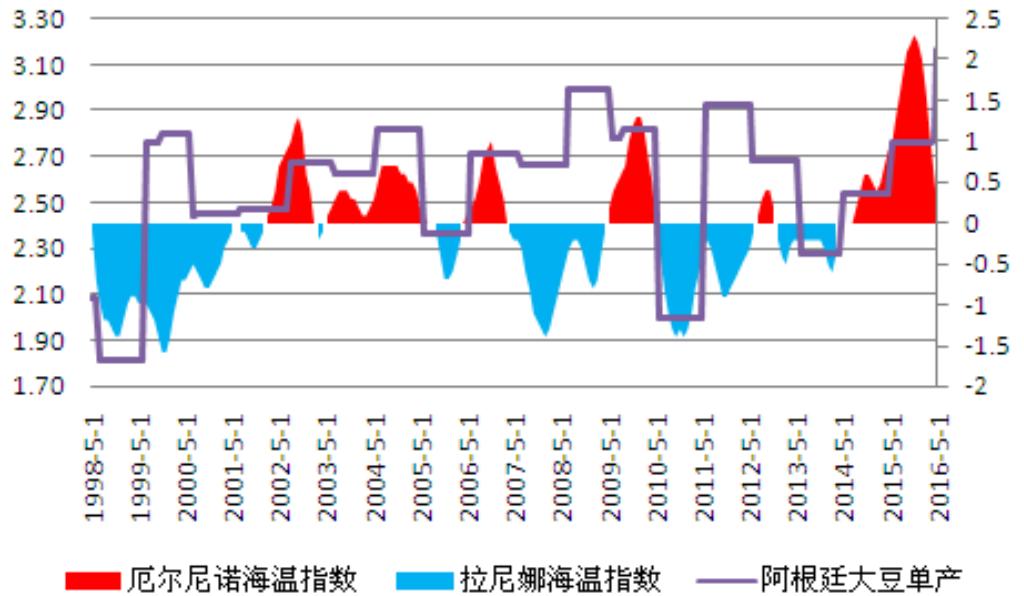
资料来源：NOAA 南华研究

图 2.3.2: 拉尼娜对巴西大豆单产影响左℃, 右吨/公顷



资料来源：NOAA 南华研究

图 2.3.3: 拉尼娜对阿根廷大豆单产影响（左℃, 右吨/公顷）



资料来源：NOAA 南华研究

老生常谈的话题，天气炒作马上就要进入人们的视线，作为今年下半年厄尔尼诺过后的重头戏“拉尼娜”的表现却是“只闻雷声不见雨”。从往年的数据可以看出，拉尼娜出现导致的干旱少雨对于巴西阿根廷大豆产量是非常大的。美国因其灌溉技术

完全可以覆盖一部分的产量降低，但遇到真正严重的干旱也是无计可施，更遑论阿根廷这样基本上是靠天吃饭的农业国家了。

1999 年和 2008 年因拉尼娜天气影响，巴西大豆单产达到 20 多年以来的历史最低值 2.21 吨/公顷以及阶段性的单产 2.31 吨/公顷。而阿根廷则是 1999 年和 2011 年因拉尼娜的出现同样导致单产急速下滑了接近 10%。2015 年的厄尔尼诺带来的风调雨顺使得美豆丰产，历史上厄尔尼诺之后一般会伴随拉尼娜的到来。

从拉尼娜强度预测来看，NOAA 数据显示 2016 年拉尼娜出现的概率为 70%，2017 年 1 月则下降到了 43%，低于呈现中性的概率了，到了 3 月就只有 28%了，这说明拉尼娜的强度将明显趋弱，近两个月太平洋海温异常指数维持在 -1℃ 附近，无太多明显变化。2012 年的大旱在当年将美豆价格炒上天，但最终只是减产了 200 万吨。只占当年产量的 1.7%。2017 即便拉尼娜炒作袭来，目前来看难有超越 2012 年，一旦出现减产预计会在 500 万吨之内，除非巴西和阿根廷均出现大面积干旱则才有望爆炒。

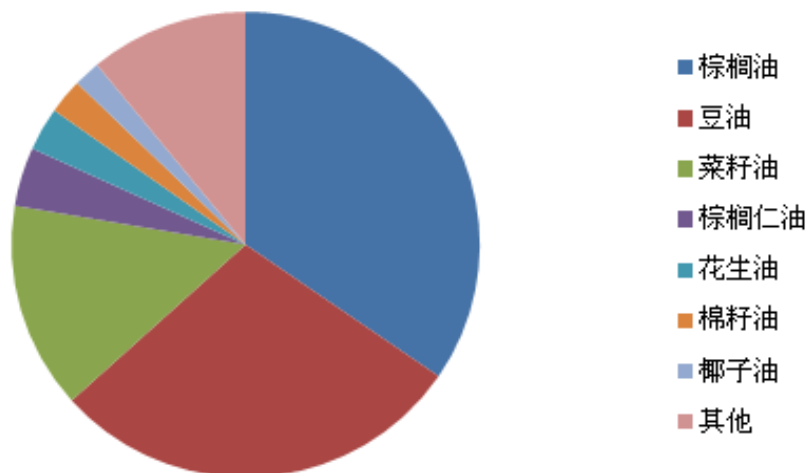
整体而言，明年上半年的天气和物流是市场关注的重点，大形势下的国际黑天鹅事件也不容小觑，天气若有问题上破 1100 不成问题，若无问题则将继续维持震荡走势。

第3章 菜籽油有望变“带头大哥”

3.1. 2016 全球油脂供给格局

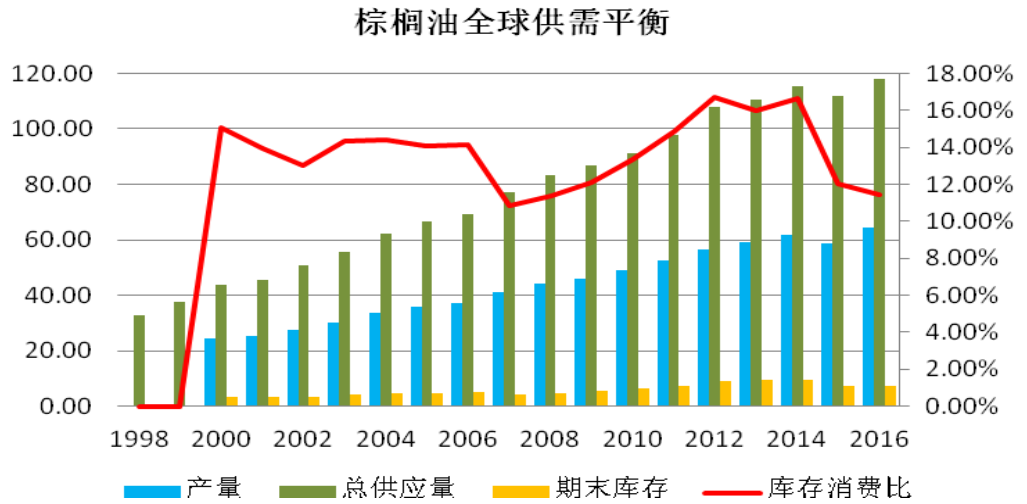
图 3.1.1：全球主要植物油供给结构

2016 年全球主要植物油原料供给结构



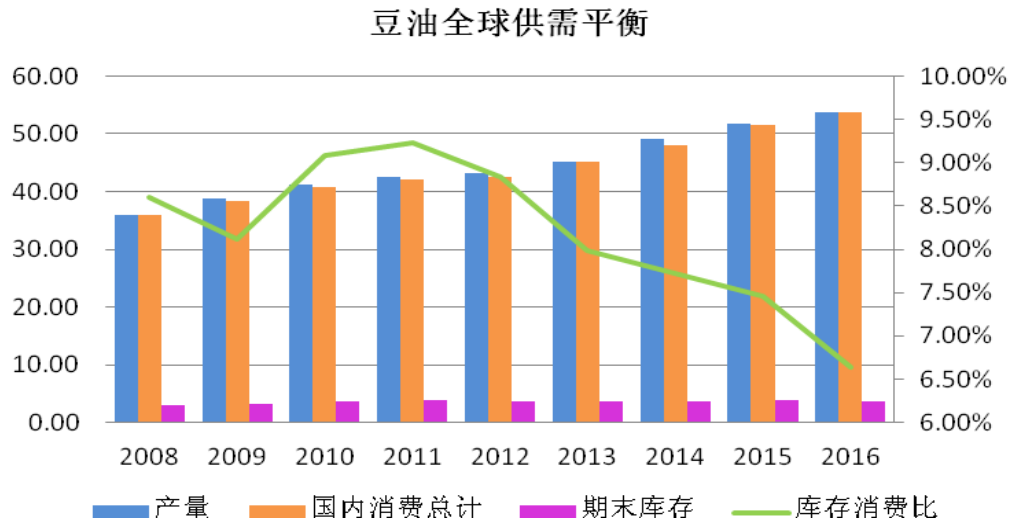
资料来源：wind 南华研究

图 3.1.2: 全球棕榈油供需平衡 (单位: 百万吨)



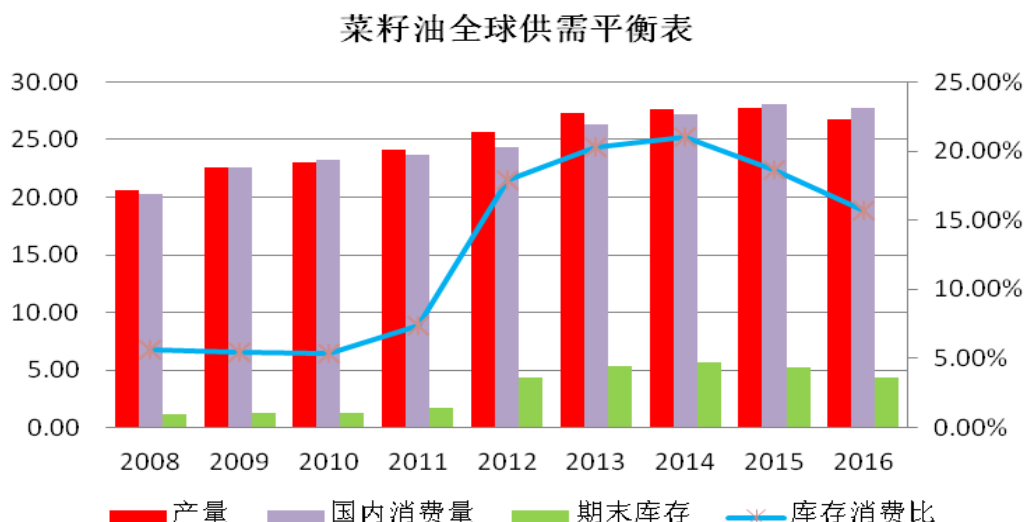
资料来源：wind 南华研究

图 3.1.3: 全球豆油供需平衡 (单位: 百万吨)



资料来源：wind 南华研究

图 3.1.4: 全球菜籽油供需平衡 (单位: 百万吨)



资料来源: wind 南华研究

2016 年全球油籽产量达到了创记录的 1.86 亿吨, 在九大植物油产量结构中, 棕榈油仍独占第一大油脂地位占比 35%, 大豆油占 29% 排名第二, 菜籽油 14% 位列第三, 三大油脂占到全球油脂总产量的 78%。按照国别细分, 印度尼西亚产量预估为 3500 万吨, 位列第一, 占全球产量的 23%; 中国 2657 万吨, 排名第二, 占全球产量的 17%; 马来西亚 2249 万吨, 位列第三, 占全球产量的 15%。前十大植物油主产国产量占全球产量的 80%。

全球棕榈油的生产国主要包括两个: 印度尼西亚和马来西亚。二者的产量占全球产量的 88%。2016/17 年度全球棕榈油产量预估为 6450 万吨, 其中印度尼西亚 3500 万吨, 占全球产量的 54%, 马来西亚 2100 万吨, 占比 33%。

全球豆油的主要生产消费国包括: 中国, 美国, 阿根廷, 巴西, 欧盟。中国大豆油的生产和消费量占全球第一, 2016/17 年度中国的大豆油产量预估为 1560 万吨, 占全球产量 5370 万吨的 29%, 美国 1022 万吨, 占全球产量的 19%, 阿根廷 844 万吨, 占比 16%, 巴西 775 万吨, 占比 14%, 欧盟 262 万吨, 占比 5%。前五大豆油生产消费国占全球豆油产量的 83%。

菜籽油是全球第三大油脂。2016/17 年度全球菜籽油产量预估 2676 万吨。其中, 欧盟产量预计 970 万吨, 占全球产量的 36%; 中国产量 655 万吨, 占比 24%; 加拿大产量 363 万吨, 占比 14%; 印度 216 万吨, 占比 8%; 日本 107 万吨, 占比 4%。全球前五大菜籽油主要生产国家、地区占全球总产量的 86%。

纵览 2016 下半年风光无限的油脂，牛市来的并不突然，所谓一分耕耘一分收获，全球油脂低位震荡了三年的油脂行情，这与全球油料作物连续三年丰产休戚相关。棕榈油和油菜籽的减产，以及原油的走强，牛市到来可谓天时地利人和。三大油脂中豆油首先出现了筑底的迹象，从 2011 年至 2016 年的库存消费比连续下滑了 2.59 个百分点至 6.64%，而菜籽油和棕榈油均是从 2015 年才开始出现减产的迹象。由此可见若论减产周期要当属豆油“卧薪尝胆”周期最长，但对比减产幅度则首推菜籽油。

3.2. 菜油拍卖为国内焦点

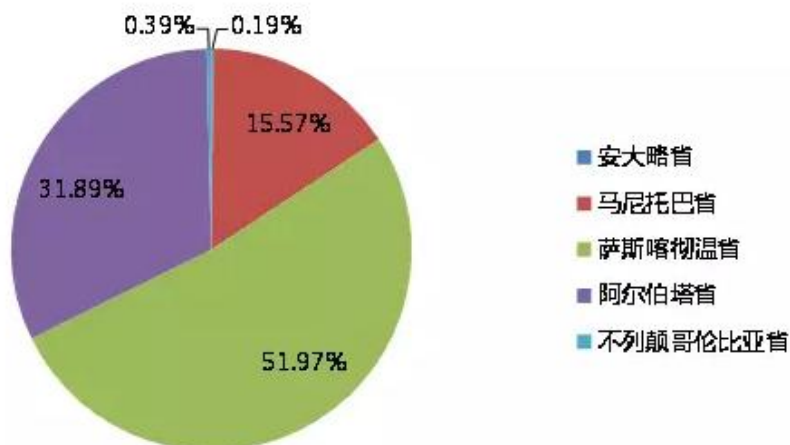
图 3.2.1：加拿大油菜籽产区分布



资料来源：小哈图 南华研究

图 3.2.2: 加拿大菜籽产量分布

加拿大各州菜籽产量分布图



资料来源：小哈图 南华研究

加拿大的菜籽种植区域较为集中，主要是集中于国内的西南部，包括阿尔伯塔省，萨斯喀彻温省南部以及马尼托巴省南部地区。2015 年这三个主产省的大豆产量占加拿大总产量的比重和为 99.5%。2015 年三个主产州产量最大的是萨斯喀彻温省，占加拿大菜籽总产量的 51.97%，其次是阿尔伯塔省为 31.89%，最后为马尼托巴省为 15.57%。

加拿大统计局 12 月 8 日报告显示，2016 年加拿大油菜籽产量预计为 1840 万吨，基本上与上年持平。2016 年加拿大油菜籽平均单产预计达到创纪录的 42.3 蒲式耳/英亩，打破 2013 年创下的前期历史纪录 40.6 蒲式耳/英亩。不过收获面积减少 6.6%，为 1920 万英亩。其中萨斯喀彻温省油菜籽产量预计增加 2.3%，达到创纪录的 970 万吨；阿尔伯塔省油菜籽产量预计为 580 万吨，比上年减少 1.2%，曼尼托巴省油菜籽产量预计为 270 万吨，比上年减少 4%。

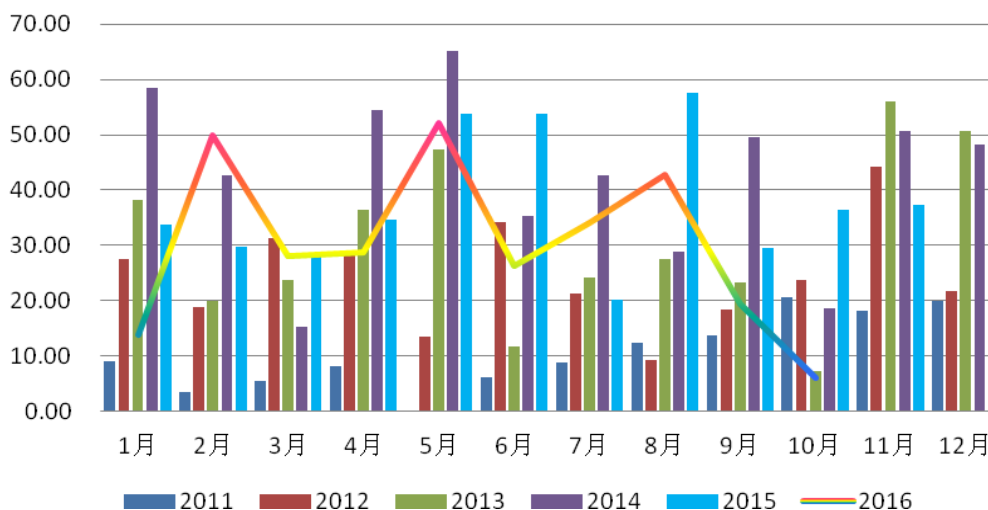
据加拿大油籽加工商协会(COPA)数据显示,加拿大油菜籽 2016 总出口量为 536.9 万吨, 占总产量的 30%左右, 照比 2015 年出口的 951 万吨锐减了 43.5%。意味着明年 6 月新季菜籽上市前也将面临供给愈发紧蹙的境况, 菜籽的紧缺局面在全球无法得到缓解, 有望带动大豆葵花籽等油料作物“齐飞”。

表 3.2.3: 国内油脂供需平衡(单位: 千吨)

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	同比	幅度
			12月预估	12月预测		
生产量						
豆油	12,320	13,258	14,480	15,175	695	4.8%
菜籽油	6,377	6,894	6,683	6,164	-519	-7.8%
棉籽油	1,339	1,300	1,170	1,079	-91	-7.8%
花生油	2,520	2,457	2,489	2,709	220	8.8%
棕榈油	0	0	0	0	0	0.0%
其他油脂	2,500	2,400	2,600	2,700	100	3.8%
总计	25,056	26,308	27,421	27,827	406	1.5%
进口量						
豆油	1,354	773	586	500	-86	-14.7%
菜籽油	1,259	631	895	500	-395	-44.1%
棉籽油	0	0	0	0	0	0.0%
花生油	74	140	134	100	-34	-25.4%
棕榈油	5,573	5,696	4,689	5,000	311	6.6%
其他油脂	584	600	950	800	-150	-15.8%
总计	8,844	7,840	7,254	6,900	-354	-4.9%
食用消费量						
豆油	12,000	12,800	13,100	13,500	400	3.1%
菜籽油	5,800	6,300	7,800	8,500	700	9.0%
棉籽油	1,350	1,300	1,200	1,050	-150	-12.5%
花生油	2,550	2,600	2,550	2,750	200	7.8%
棕榈油	4,700	4,200	3,400	3,400	0	0.0%
其他油脂	2,200	2,400	2,700	2,700	0	0.0%
总计	28,600	29,600	30,750	31,900	1,150	3.7%
工业及其他消费量					0	
豆油	1,100	1,200	1,300	1,500	200	15.4%
菜籽油	0	0	0	0	0	0.0%
棉籽油	0	0	0	0	0	0.0%
花生油	0	0	0	0	0	0.0%
棕榈油	1,400	1,500	1,550	1,600	50	3.2%
其他油脂	450	500	530	550	20	3.8%
总计	2,950	3,200	3,380	3,650	270	8.0%
结余量						
豆油	480	-90	570	575	5	
菜籽油	1,830	1,218	-226	-1,841	-1,615	
棉籽油	-15	-10	-35	24	59	
花生油	34	-13	62	49	-13	
棕榈油	-527	-4	-261	0	261	
其他油脂	424	85	300	230	-70	
总计	2,226	1,188	410	-963	-1,373	

资料来源: 国家粮油信息中心 南华研究

图 3.2.4: 油菜籽月度进口量 (单位: 万吨)

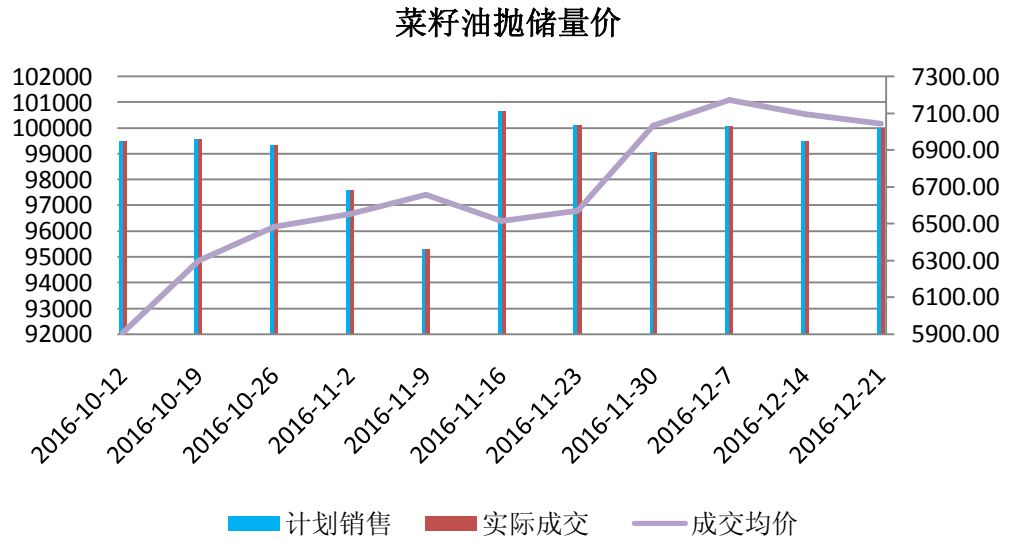


资料来源: wind 南华研究

回顾近五年来菜籽走势, 2012 年全球油籽集体减产推升国际价格高企, 进口菜籽一度突破 5500 元/吨大关, 甚至出现了与国内菜籽价格倒挂 500~800 元/吨的情形, 之后带动国内菜籽也一路狂飙, 这样的盛况维持到 2013 年一季度末油籽集体回落后价差才慢慢恢复。其实那年全球减产幅度并不大, 只是当时被美豆干旱炒作后需求替代较多且当年库存创下五年最低才导致暴涨。今年与当年的情况略有类似, 虽没有“带头大哥”美豆的带领, 但全球菜籽库存也创下四年新低。

我国 2016 年 1~10 月油菜籽进口总量为 295.75 万吨, 同比去年同期的 446.98 万吨减少了 33.8%, 2016 年 3 月因我国为预防加拿大菜籽黑脚病传入我国, 将进口标准杂志标准由 2.5% 降至 1%, 尽管后期后期加方与中方对于此事反复磋商, 中方做出让步, 决定将日期从 4 月 1 日延后至 9 月 1 日, 但最后这一协定始终也未能达成。进口企业为规避政策风险而减少订购四季度到港的菜籽, 支撑国内菜籽油价格。12 月末国内油菜籽库存为 36.3 万吨, 同比去年同期减少了 20%, 预计在明年六月全球菜籽上市前库存可能出现告急。今年下半年内外菜籽价格从上涨大约 10%, 而我国菜油现货从第三季度的 6300 元/吨附近上涨至 7500 元/吨, 狂飙了上涨了 20%, 从年初至今涨逾 30%。供需平衡表上可以看出我国 2016/17 菜籽油的供给缺口为 184 万吨, 将继续支撑价格上行。

图 3.2.5: 菜籽油 2016 上半年抛储 (左单位: 吨, 右元/吨)



资料来源: wind 南华研究

市场资金下半年对菜籽油的前倨后恭,完全是因10月12日的国储菜籽油的复拍,初衷是为了去库存化,却意外的成为了价格的推手。毫不夸张的说,菜籽油的拍卖是加剧了市场需求紧蹙的最后一根稻草,成交的持续高涨凸显了菜籽油现货紧缺程度。

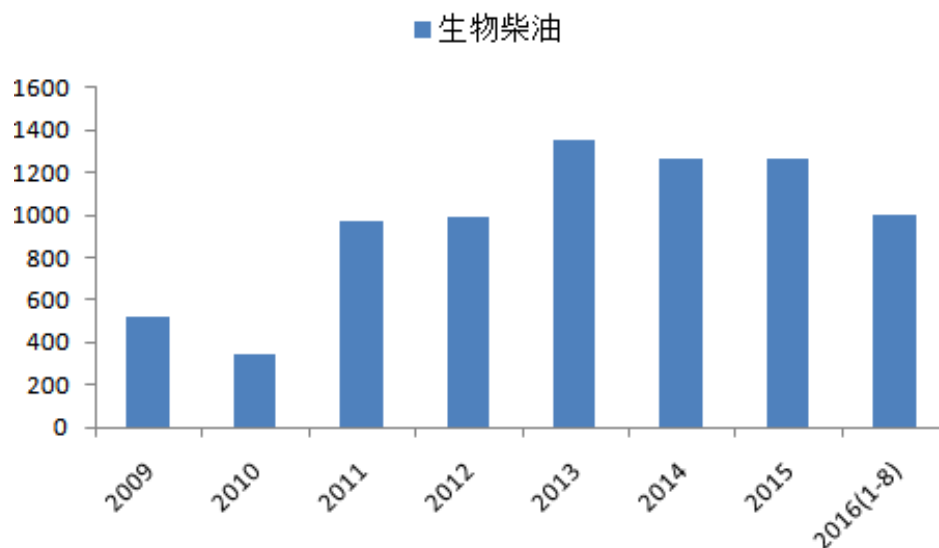
从10月12日菜籽油的复拍,到12月21日一共11次的拍卖,计划拍卖共109.05万吨,实际成交109.05万吨,成交总均价为6665.91元/吨,价格维持震荡走高。回顾2015年12月11日至2016年6月1日共24次的拍卖,最后几次的成交量也较好,但整体拍卖总均价只有5419.21元/吨,跟下半年的拍卖相差了1246.7元/吨,且上半年的拍卖压制盘面,价格上行压力显增,下半年却是越拍越涨,呈现冰火两重天的局面。

在国内外油菜籽均减产和国内菜籽进口减少的此时,拍卖局面有望维持火爆,现货有望继续维持7200~7400元/吨的高价。初步核算下来,国储库中还有240万吨左右的库存,若一直拍到年底,大约还能消耗40~50万吨的库存,即剩余200万吨左右的库存。

新季菜籽上市大约要六月前后,那么从2月到5月的供给缺口仍在不断扩大,按照我国菜籽油年消费量850万吨计算,四个月的供给缺口大约为280万吨左右,即便国储继续抛售,四个月也只有160万吨,现货供给只有10万吨左右,仍有100万吨的缺口。加大菜籽进口量并不现实,因全球油菜籽均在减产。而这一切还是基于在新季菜籽生长状况良好的前提下,一旦在3月份有寒潮或其他灾害降临影响新季菜籽生长,菜籽

油价格将更加有望“一飞冲天”。

图 3.2.4: 美国 B100 生物柴油产量 (单位: 百万加仑)



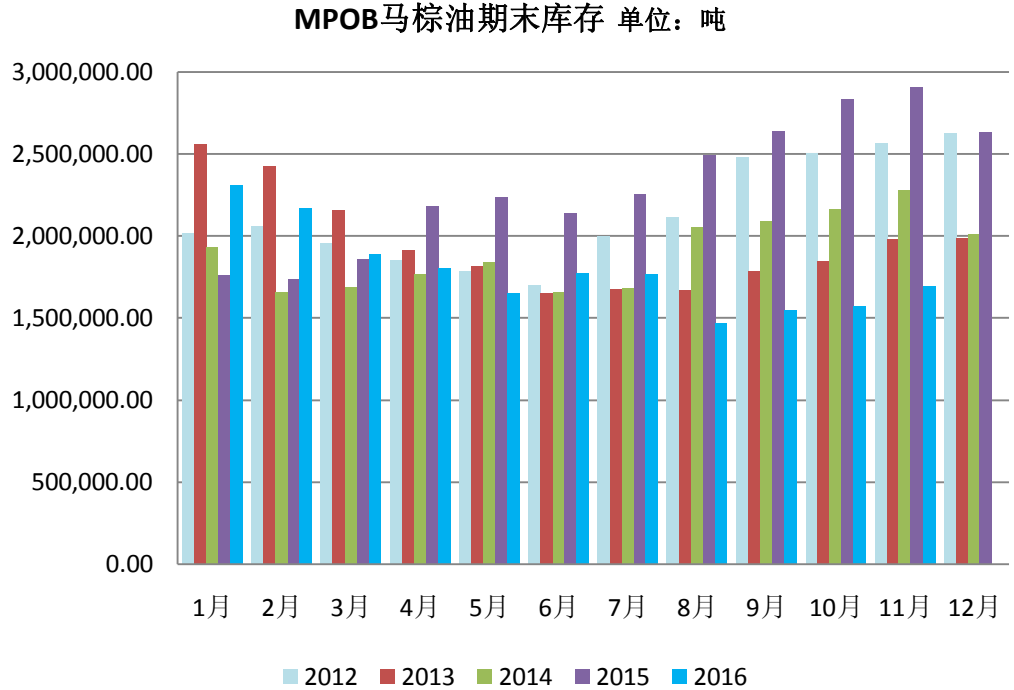
资料来源: EPA 南华研究

美国环境保护署 (EPA) 11 月 24 日宣布将 2017 年生物柴油掺和标准从 2016 年的 19 亿加仑上调至 20 亿加仑, 2018 年上调至 21 亿加仑。作为世界大豆的传统生产大国, 美国生物柴油原料绝大部分来自豆油, 2010 年以来美豆油用量从 11.41 亿磅增加至 2015 年的 49.08 亿磅, 占比一直维持在 50%-60% 之间。这样算来, 2017 年生物柴油中植物油的增幅不过就 37.88 万吨植物油, 豆油增量不过就是 18~20 万吨, 转换为大豆的压榨量只有 100~110 万吨, 这对于年压榨量 5000 万吨之上的美豆而言需求增量只有 2%, 但不可忽视的是美国这样的油脂消费大国制定这样的政策有望引发羊群效应, 若各个国家效仿增加生物燃油中植物油的掺兑量将再度掀起油脂的涨势狂潮。

国内大豆的压榨产能过剩近几年为常态, 高库存和低利润才是正常的市场化环境。在三大有之中豆油的确是库存相对最高的, 但自四季度以来进入需求旺季后也在不断下滑, 截止 12 月中下旬, 国内豆油库存照比年中增加了 0.5% 至 92.94 万吨, 未执行合同却增加了 50.5% 至 112.43 万吨。加上四季度以来国内治理环境污染力度加强, 华南许多有偿停机, 有望继续支撑豆油现货价格。2017 年上半年豆油价格有望继续维持 7000 元/吨的高位。

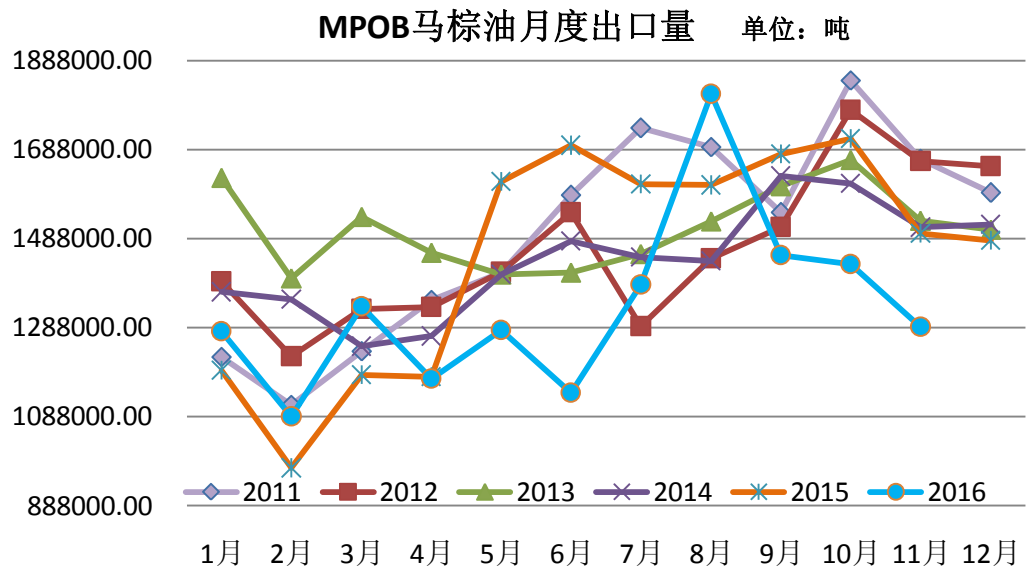
3.3. 棕榈增产幅度尚未知

图 3.3.1: 马棕油月度库存 (单位: 吨)



资料来源: wind 南华研究

图 3.3.2: 马棕油月度出口 (单位: 吨)



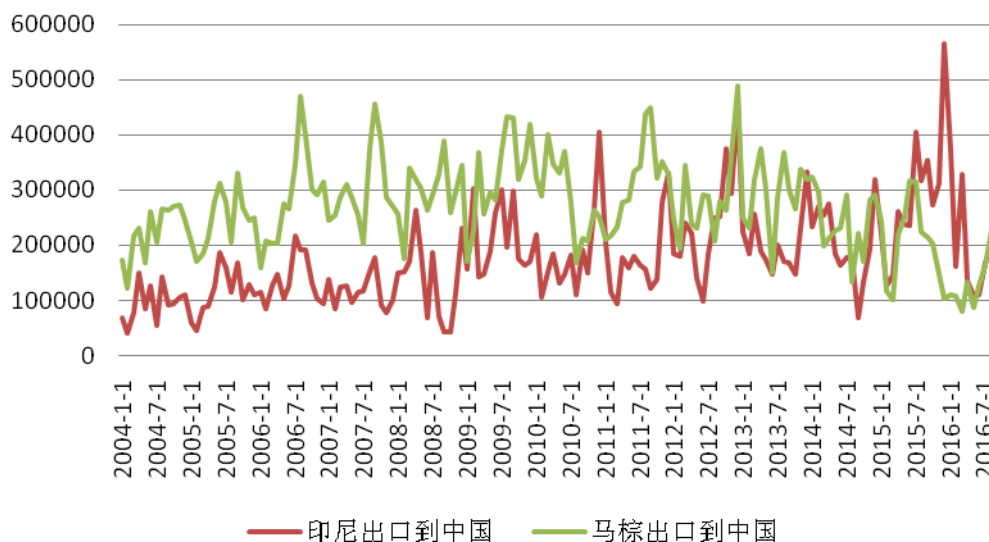
资料来源：wind 南华研究

棕榈油上涨的“大招”其实不完全是“减产”，也没有仅仅限于“汇率”，更非一味的“降税”，而是——“三合一”！对于今年油脂价格走强的领军人物，下半年的利好频出可谓让做多投资者赚的是盆满钵满。减产的利好在出口持续增加的共振下，2016 下半年马来西亚库存不断下滑中展现的一览无遗。

马来西亚棕榈油局(MPOB)11 月报告数据显示：马来西亚棕榈油局今日发布 11 月份棕榈油产量预计为 157.5 万吨，环比减少 6.14%，低于市场预期的 163 万吨；出口量为 137 万吨，环比下降 4.24%，高于市场预期的 129 万吨，最终马来西亚棕榈油库存达到 165.6 万吨，环比增 5.18%，低于市场预期的 169 万吨。总体报告下调 11 月产量，且低于市场预期，出口虽有下降，但降幅低于市场预期，最终库存增幅低于预期值，报告利多。

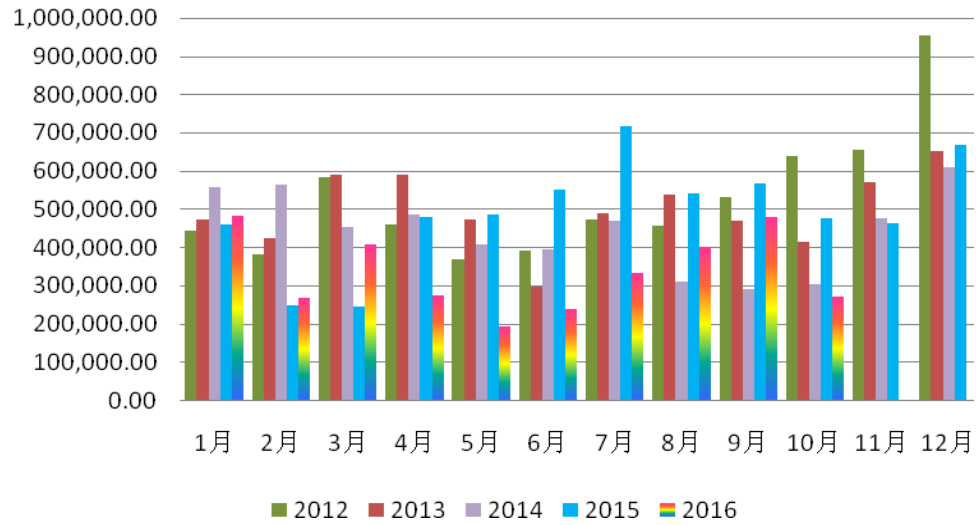
从近几个月的报告来看，在棕榈油传统淡季四季度尽管出口下降库存增加，仍低于市场预期。在明年 3 月棕榈油产量恢复之前，只要马来西亚和印尼的出口不大幅减少，那么两国的库存将持续维持低位。

图 3.3.3: 进口到港分国别 (单位: 吨)



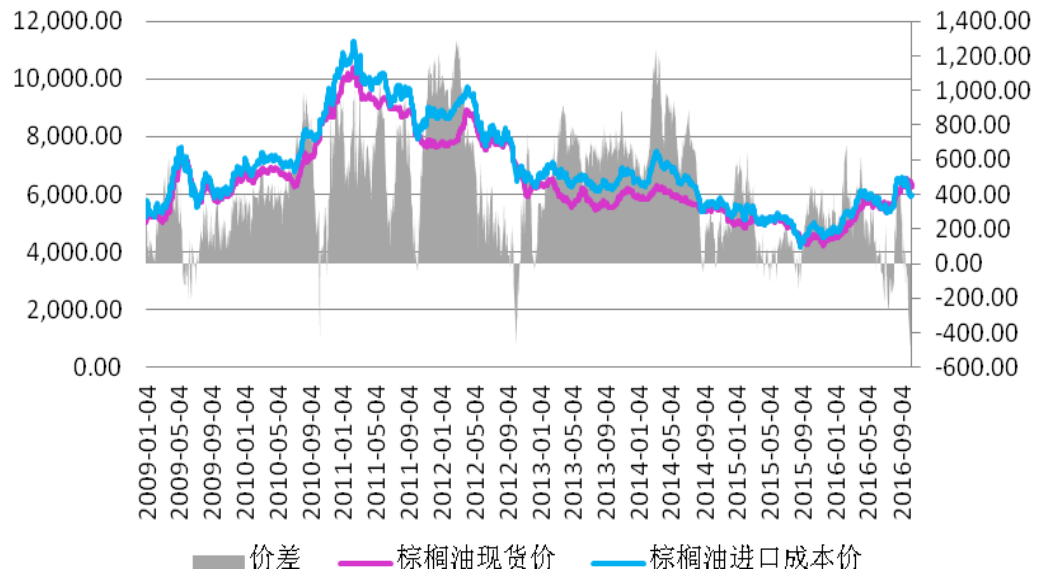
资料来源：wind 南华研究

图 3.3.4: 棕榈油月度进口量 (单位: 吨)



资料来源: wind 南华研究

图 3.3.5: 马棕进口到港价与现货价格 (单位: 元/吨)

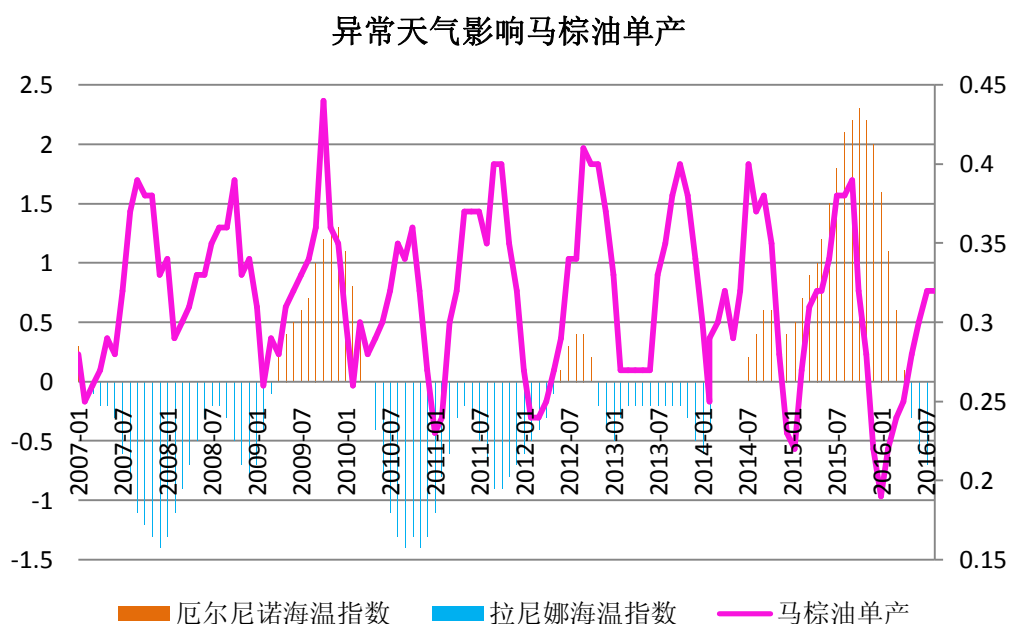


资料来源: wind 南华研究

人民币 2016 年升值转为贬值, 加上国家打压融资进口规模, 我国往昔棕榈油进口融资的好时光一去不复返, 如今的进口是“顺价当道”, 若销售没有利润空间, 贸易商不会贸然采购。2016 年 1~10 月我国棕榈油进口总量为 335.26 万吨, 同比去年同期的 477.90 减少了 30%, 这也是下半年以来我国港口库存持续低库存的主要原因。况且马

来西亚的减产幅度高于印尼，价格涨幅较大，三季度以来马棕油进口成本大幅上涨了 1334 元/吨至 6811 元/吨，国内现货价格反弹了 1353 元/吨至 6958 元/吨，二者价差缩小了 19 元/吨至-147 元/吨。内外的同涨同跌使得价差同步，利润空间自然大打折扣。相比之下，印尼棕榈油 12 月中旬到港完税价基本在 6600~6700 元/吨，相对马来 6700~6800 元/吨多了 100 元/吨的竞争优势，因此我国进口来源十年来首次印尼棕榈油进口量超过了马来西亚。

图 3.3.6: 异常天气对马棕油影响 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

11 月 24 日美国政府宣布计划在 2017 年将生物柴油掺兑量调高外，紧接着印尼政府机构在 11 月 25 日也宣布，到 2020 年印尼用于生物燃料的毛棕榈油需求料较今年预估的 630 万吨增加 68%至 1,060 万吨，即增加的 430 万吨掺兑量将以每年增加 30 万吨毛棕榈油的增速添加。作为全球最大的棕榈油生产国，印尼也在正在推进增加生物燃料使用量计划，以减少其石油进口费用并控制温室气体排放量。其所谓的 B20 项目要求今年柴油燃料中最低要有 20%的生物燃料，高于 2015 年的 15%。美国和印尼这两个生物柴油使用大国不约而同表示加大生物柴油支持力度并给与补贴，反映出了全球环保概念逐渐深入人心。不过 12 月 20 日消息马来西亚联邦政府已经取消了在运输行业实施 B10 生物柴油强制掺混的计划，因在过去几个月里，毛棕榈油价格持续上涨，使得掺混 B10 成本上涨，已经不具备商业可行性。尽管计划一再推迟，但环保概念仍在逐步深入人心。

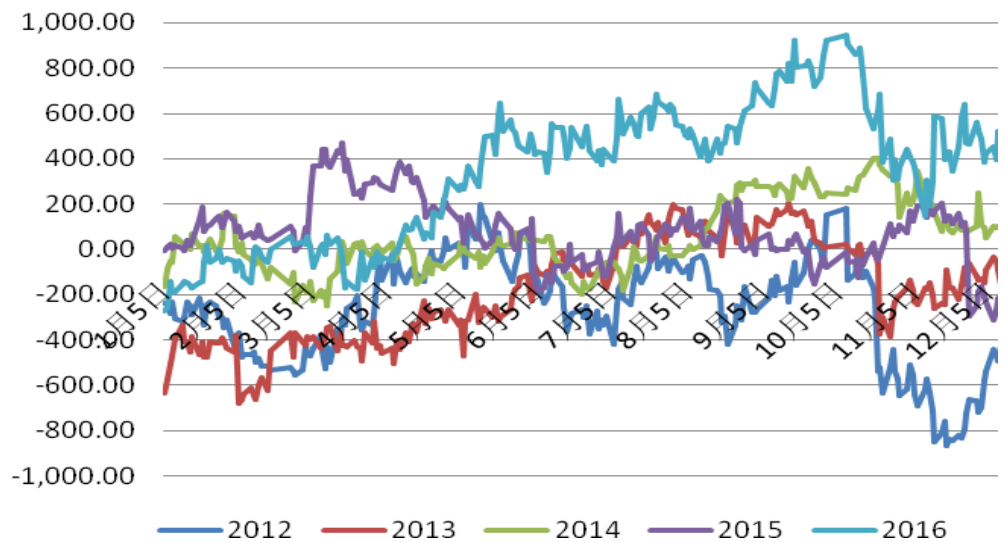
11 月 9 日在我国广州的油脂油料会议上，马来西亚知名分析师 Dorab Mistry 预测

2017 年马来西亚棕榈油增产将导致棕榈油进一步跌至 2,200 马币，因随着厄尔尼诺现象影响消退，棕榈油产量和库存将从损失中复苏。无独有偶，12 月 8 日雅加达邮报援引印尼棕榈油生产商协会（GAPKI）主席 Joko Supriyono 称，2017 年印尼棕榈油产量可能达到 3500 万吨，比 2016 年的产量增长 16%，因为厄尔尼诺现象带来的影响将于年底消失。两国知名分析师均认为 2017 年棕榈油产量将恢复性反弹，届时对价格承压，这也解释了我国棕榈油期价近强远弱的原因。

若 2017 年真如市场预期，全球棕榈油增产，马棕油在二季度末重新回到 3000 林吉特之下的概率较大。但短期来看，若拉尼娜对全球气候影响程度尚未可知，因棕榈油产量本身具有季节性，2015 年厄尔尼诺的确是造成单产下滑了 13.6%，拉尼娜带来的增产变化并不明显，且在棕榈油产量恢复之前，需求的旺盛叠加库存的紧张仍会给棕榈油市场支撑。2017 棕榈油价格预计为先扬后抑，国内运行区间预计在 6500~7600 之间。

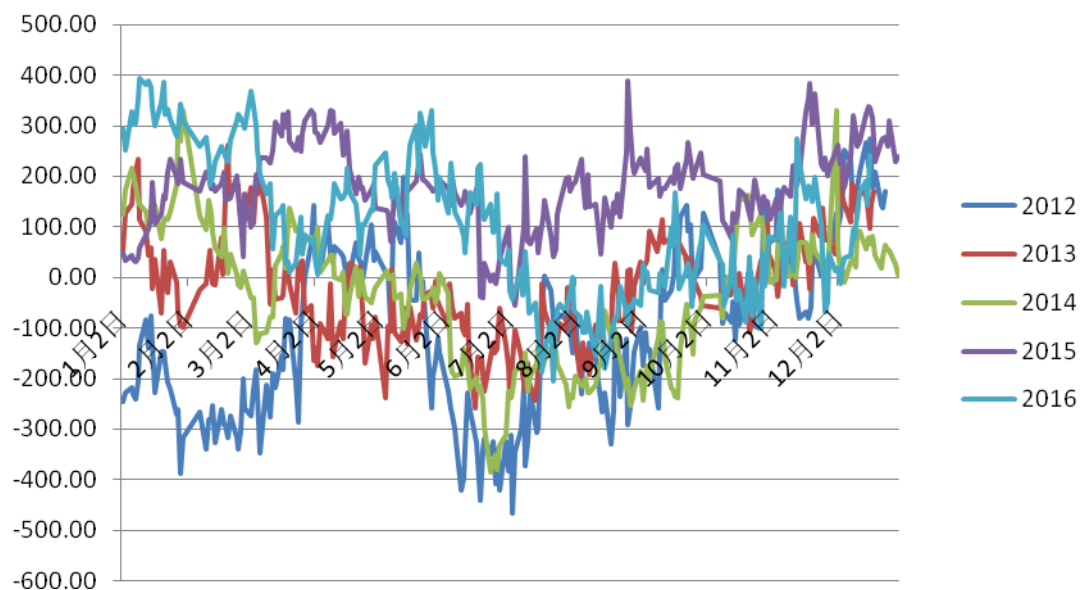
3.4. 油脂基差季节变化带动套利机会浮现

图 3.4.1：棕榈油基差变化（单位：元/吨）



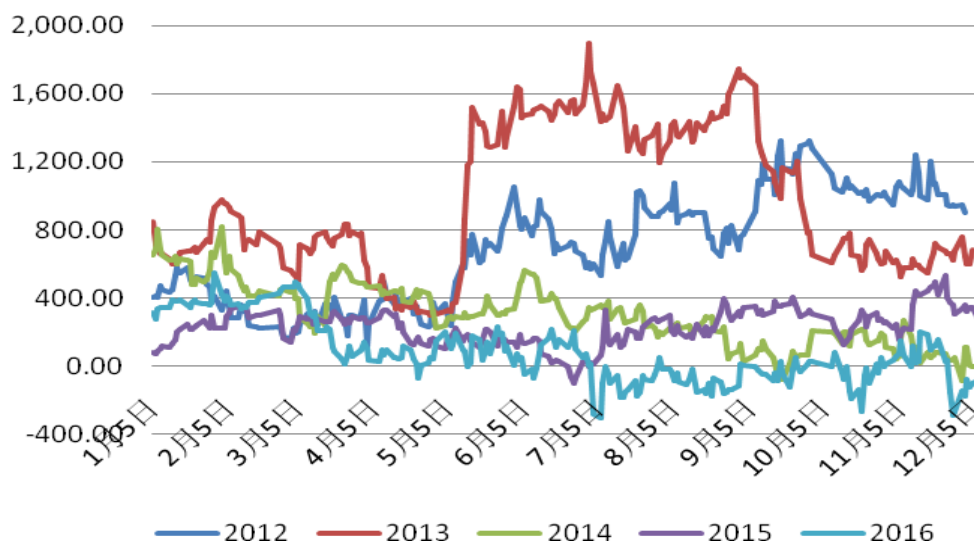
资料来源：wind 南华研究

图 3.4.2: 豆油基差变化 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

图 3.4.3: 菜籽油基差变化 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

近三年来油粕的基差季节变化很明显, 豆油和菜籽油由于基本在国内压榨, 进口量少年内的高点基本集中在一季度和四季度, 且近两年豆油和菜籽油由于期现的高度联动, 基差始终保持在-400~400 元/吨的基差波动。

棕榈油却不然, 受到汇率和进口量影响的多方因素影响, 基差波幅较大。棕榈油在

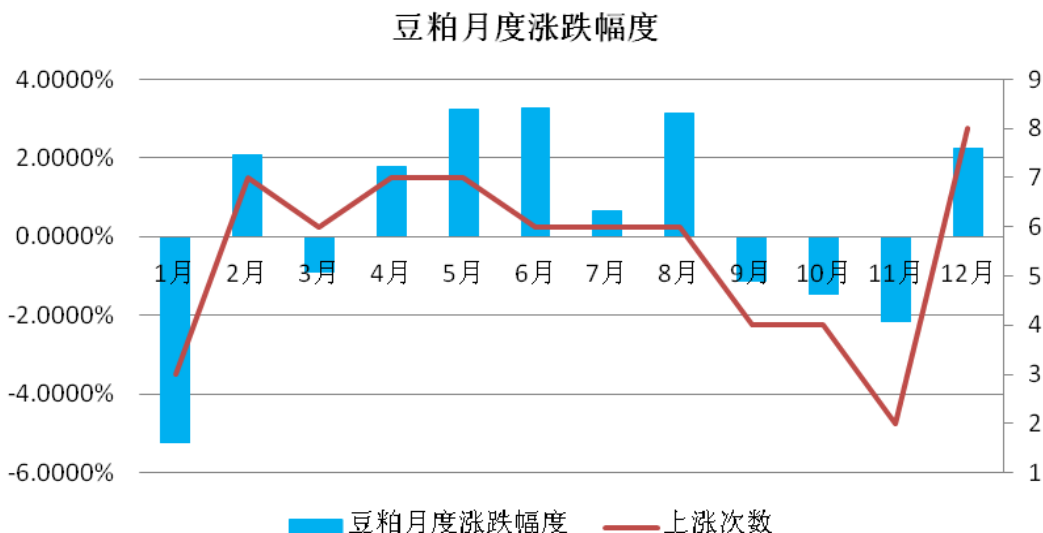
下半年基差一度达到 800~900 元/吨的基差，在 1701 临近交割月一度收窄至 200 元/吨之内，之后再度扩大。基差的扩大可充分看出期货市场对远期现货市场的不确定性增强。鉴于明年棕榈油拉尼娜的天气炒作对棕榈油减产幅度尚未可知，因此价差再度扩大的概率较大。

操作建议：油脂整体而言基本面最好的为菜籽油，但可操作性最强仍当属棕榈油，因菜籽油本身对资金容纳度低，棕榈油的贴水和低进口量还有许多的可操作空间。建议投资者仍可逢低买豆油或棕榈油。

第4章 豆粕供给有戏，需求无力

4.1. 涨跌概率分析豆粕尚有机会

图 4.1.1：豆粕月度涨跌概率



资料来源：wind 南华研究

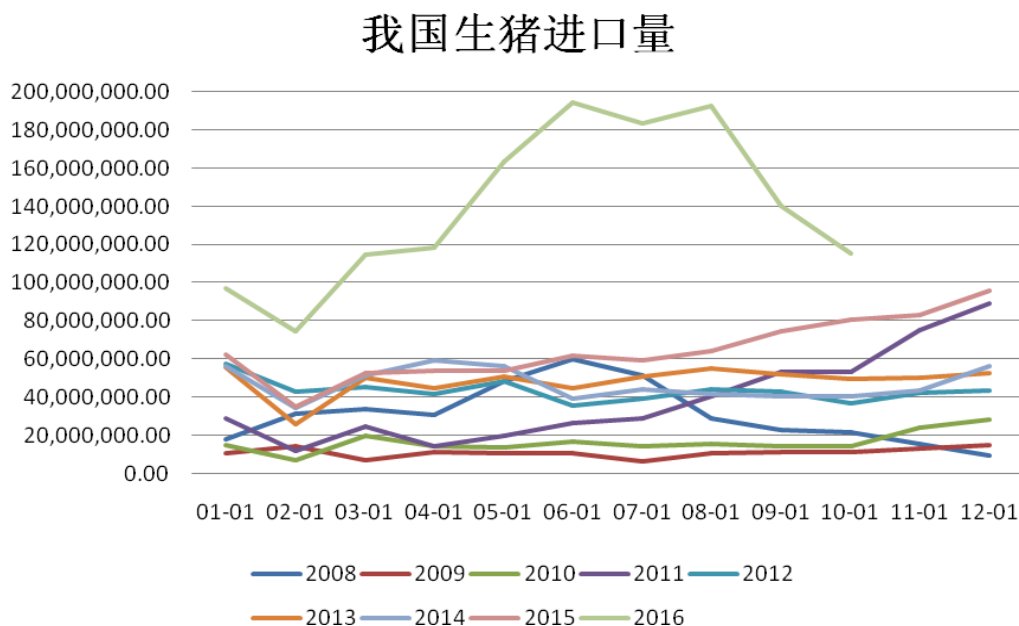
海关总署 12 月 8 日公布，我国 1-11 月份大豆进口总量为 7424 万吨；去年同期累计为 7257 万吨，同比增加 2.3%。豆粕今年走势整体亮点不多，“槽点”却是满天飞。下半年油厂除了十一期间开机率下滑外，基本每周的压榨量要达到 160 万吨以上才能满足需求，尽管如此，整个下半年豆粕库存仍是不断下滑的状态。从年中 70 万吨左右的库存到年末只有 37 万吨的库存，下滑了一般不说，未执行合同也增加了 37%至 542 万

吨。豆粕需求如此之好，可国内现货却并不见大涨。因对于国内豆粕市场，无论是上游油厂进口大豆的点价采购，还是下游饲料厂基差的采购模式，整个市场都越来越完善和透明。整个市场的运作日趋成熟是一把双刃剑，套保和套利模式使得市场愈发不具备大涨大跌的可能性。

今年国家政策对卡车装载量的调整导致运力大幅下降，由于提前没有预警，行业、港口、企业都没做好准备。进入四季度豆粕也因运力紧缺出现了提货难的问题，叠加当时人民币的持续贬值，担忧美豆进口的成本提高，更加速了饲料厂的提货意愿。运费的上涨的“远火”多少也解决不了运力紧张的“近渴”，连接产销的流通环节受到了影响，但对豆粕现货价格只是起到了支撑底部的作用。12月份因环保问题的导致华南部分油厂不得不停机在心理层面对豆粕构成了支撑。这些利多因素尽管维持现货价格维稳，但供应端全球大豆丰产的基本面依旧没有改变，因此豆粕期价短期仍难有大涨的动能。

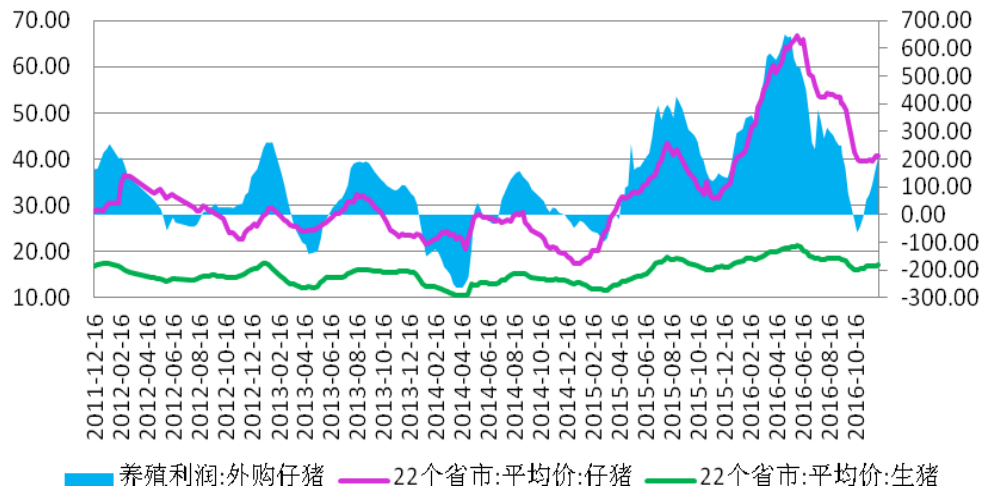
4.2. 生猪需求出彩难

图 4.2.1：生猪价格与豆粕期价对比（单位：左元/千克，右元/吨）



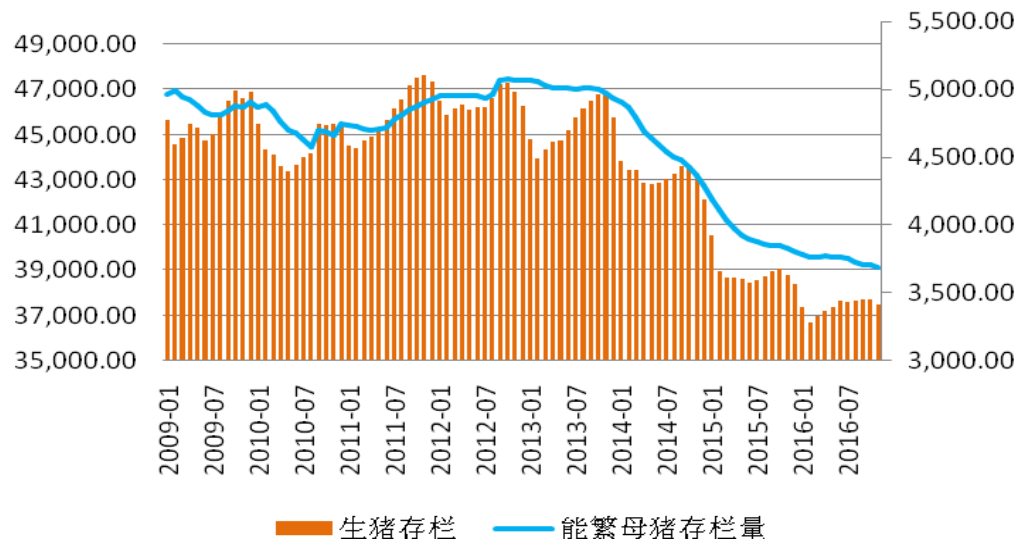
资料来源：wind 南华研究

图 4.2.2: 生猪仔猪价格与外购仔猪养殖利润 (单位: 左元/千克, 右元/头)



资料来源: wind 南华研究

图 4.2.3: 生猪和能繁母猪存栏量变化 (单位: 万头)



资料来源: wind 南华研究

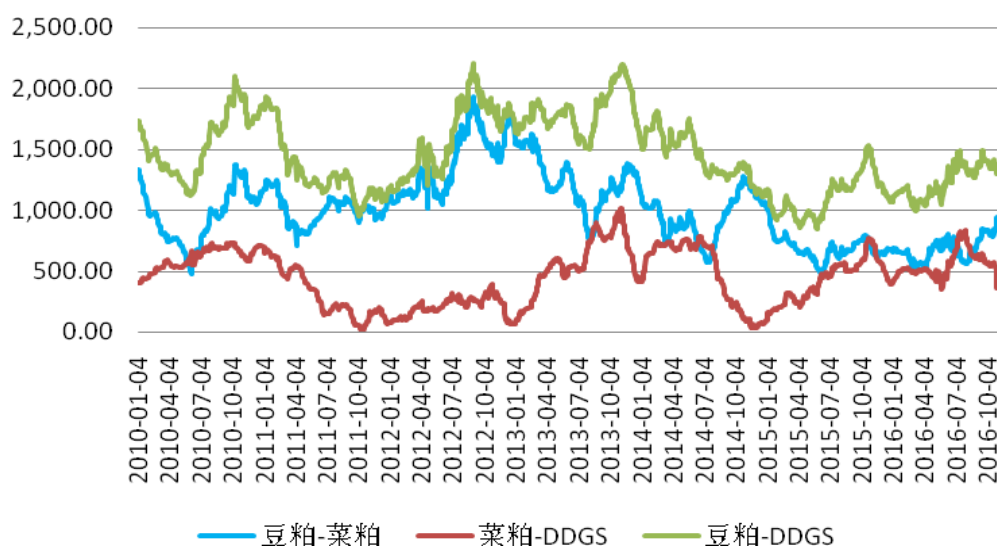
2016 生猪价格与豆粕走势同步相似，六月末是全年价格顶部，上半年养殖的高利润下半年开始大幅下滑，除了三季度是消费淡季外，不能忽略的一个事实就是，我国环保政策日趋严格的大形势下，养殖扩张受到抑制，对于生猪消费的缺口，只能以进口冻猪肉的方式补给。商务部数据显示，我国今年 1~10 月进口猪肉累计 139.39 万吨，同

比去年同期的 59.87 万吨暴增了 132.83%。进口增加的部分冲击了国内供应市场，也变相等于进口了接近 50 万吨的豆粕。随着国内猪价下滑，进口所虽有缩减，但猪价的强势明显不再。我国的“猪周期”也明显缩短。

进入 11 月后年节备货趋势，北方出现拐头向上迹象明显，全国生猪价格从后生猪止跌企稳，价格反弹了 6% 至 17.26 元/千克，仔猪价格也带动上扬了 3% 至 40.78 元/千克，外购仔猪养殖利润由负转正。11 月我国生猪存栏率同比减少 3.4% 至 3.75 亿头，能繁母猪同比减少 3.7% 至 0.37 亿头，年内生猪存栏率下降幅度逐渐趋缓，但能繁母猪存栏率仍未有实质性反弹，足以看出养殖群体并不看好年猪的消费，对明年上半年豆粕的消费构不成任何支撑作用。

4.3. 菜粕这个冬天“不普通”

图 4.3.1: 豆粕、菜粕和 DDGS 价差比较 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

菜粕的牛市可谓是拜“政策”所赐。往年我国 DDGS 的进口量一般占比会在 50%~60%，今年只有 30%。我国 1-10 月份我国累计进口 DDGS 283.3 万吨，同比下降 52.3%，四季度“双反政策”的政策之下预计进口量仍偏低，受惠的自然是菜粕棉粕及其他杂粕。目前国内豆粕现货价格 3450~3550 元/吨，菜粕现货在 2400~2500 元/吨，豆菜现货均价价差在 1060 元/吨上下，照比二季度末扩大了 350 元/吨，二者的期价价差与二季度末相比变化不大，可看出现货方面是豆强菜弱，但期价却是菜粕稍强，其实菜粕目前国内库存基本为零，但四季度本身为菜粕淡季，油厂基本按照未执行合同的节奏压榨，销售基本无压力，但由于菜油价格较高，短时间菜粕价格难有大行情，预计这

样的情况会一直延续到明年一季度末的水产养殖恢复，菜粕需求有望复苏。

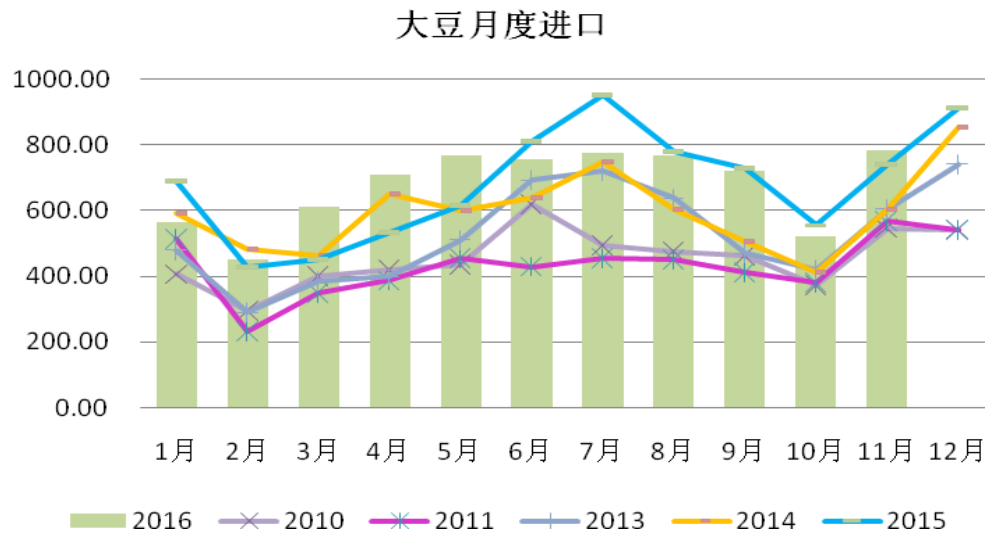
菜粕与 DDGS 价差照比上半年缩窄了 310 元/吨至 300 元/吨左右，DDGS12 月中旬国内库存只有 11.2 万吨，环比年中的 30.2 万吨减少了 62.9%，同比去年同期的 119.7 万吨锐减了 90.64%。三者机构目前仍为豆粕 > DDGS > 菜粕。预计在国内放开 DDGS 进口前，菜粕依旧维持强势，在明年上半年四月水产养殖备货之时，有望扭转颓势。

第5章 国产大豆复苏等待时机

豆一 2016 年的政策变革看出了国家调整东北玉米大豆种植结构的决心，但政策的事实同样是把双刃剑，直补价格政策的落地打压市场销售价格也持续走低。三季度从 7 月 15 日至 9 月 30 日的国储大豆拍卖因拍卖量价持续走低压制期价，当时走出了 W 型，进入四季度后运力紧张原因导致销区供给不足价格大涨，价格能否突破瓶颈还需关注政策的导向作用。

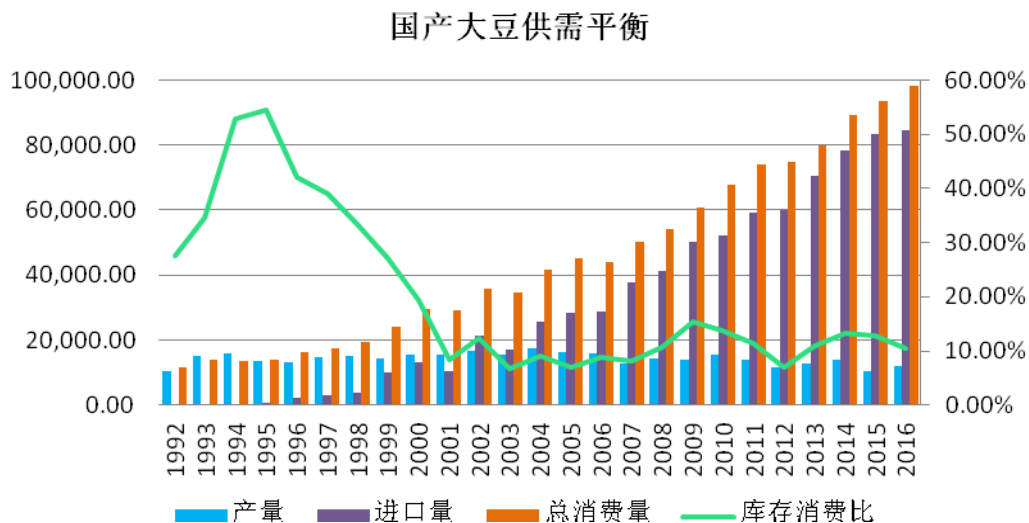
5.1. 政策对价格影响分析

图 5.1.1: 大豆月度进口量 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

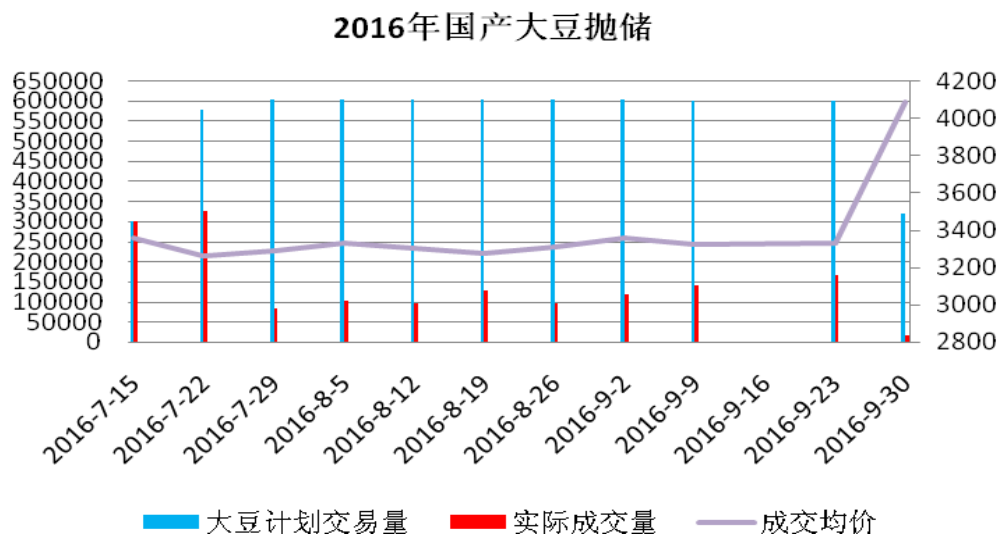
图 5.1.2: 国产大豆进口依赖度逐年增加 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 南华研究

2015 年我国国产大豆政策 2015 年黑龙江为 130.87 元/亩, 吉林省大豆目标价格补贴标准为 139.72 元/亩。按照 2.5 吨/公顷的收获折算, 一吨大豆补贴大约 785.22 元, 折算成每斤补贴大约在 0.4 元/斤, 若按照 4800 元/吨的 2.4 元/斤折算, 直补价格是按照均价 2.0 元/斤补的。这样来看, 才勉强与玉米的种植效益持平。但今年玉米国家在黑龙江各地下拨了许多款项, 种植大豆效益仍无法跟玉米抗衡。

图 5.1.3: 2016 .7.15-9.30 抛储量价(单位: 左吨; 右元/吨)



资料来源: wind 南华研究

2016年7月15日在国家粮食局粮食交易协调中心及联网的各省（区、市）国家粮食交易中心组织开展国家临时存储大豆竞价交易，抛储30.04万吨。其中2010年产：内蒙古8.66万吨、黑龙江3.38万吨；2012年产：内蒙古4.00万吨、辽宁4.00万吨、黑龙江8.00万吨、河南2.00万吨。本次抛储至9月30日共11次，计划交易601.62万吨，实际成交157.98万吨，成交比例为26.25%，成交总均价为3384.27元/吨。回顾这一个半月的抛储，除了第一次和最后一次，每周计划抛储均为60万吨左右，对现货和盘面的压制却始终存在，这一阶段国产大豆价格始终处于低迷状态。

进入10月的收割上市后，销区加工厂需求低迷，公路运费涨价，加之北方铁路请车困难，南北方市场购销寡淡局面仍然没有缓解。为了解决大豆外运难的问题，10月24日，中储粮启动东北临储大豆轮换收购，收购价格约3560-3620元/吨，收购总量约60万吨。收购等级：国标三等及以上，水分 $\leq 13.0\%$ ，杂质 $\leq 1.0\%$ ，损伤粒率 $\leq 8.0\%$ 。中储粮轮换收储具体价格：北安直属库3580元/吨，绥棱直属库3620元/吨，嫩江直属库/嫩江直属库红彦分库/嫩江直属库九三分库3560元/吨，讷河直属库讷河长发粮库/讷河学田粮库/呼玛县粮库/塔河县粮库/大兴安岭岭南粮库3560元/吨。收购标准：等级：国标三待及以上，水份13%以内，杂质1%以内，损伤粒率8%以内。轮库消息让市场重燃希望，市场价格一路上涨至11月中旬并突破4000大关。进入12月各粮库价格上调带动了东北市场价格上涨，带动了市场价格跟随上涨，东北经销商外销价格也同步上调。截止12月中旬，东北大豆过4.0筛商品豆收购价格在1.80-1.85元/斤，蛋白豆收购价在1.99-2.03元/斤，油豆收购价格涨至1.65-1.75元/斤，涨幅在0.03-0.06元/斤之间，中储粮直属粮库收购价大幅上调。

目前预计国储库中剩余500万左右的陈豆库存，2017年上半年若国家无抛售计划，国产大豆价格有望再上一层楼，因轮换的60万吨大豆过后，市场新粮供应减少，加上12月15日吉林发布下调粮食外运运力标准，其他省份有望同步出台相应政策，届时粮食外运困境有望缓解。

5.2. 有容乃大无欲则刚

国产大豆困境并非一朝一夕，调整种植结构也非一蹴而就，大豆玉米要走出完全独立的市场化仍需循序渐进，因国产大豆的仍在面临进口大豆冲击、种植效益相对玉米底下、粮食外运难等等难题，而产区和销区的消息严重不对称也是市场的问题之一。因此优化产业结构，完善产销信息对接是市场当务之急。

第6章 2017 年上半年操作思路

展望 2017 年上半年，因全球油菜籽减产间接导致菜籽油的库存紧蹙，国内方面在新季菜籽上市之前，菜籽油的供给缺口有望继续扩大，将继续领涨油脂市场。6 月收获前，国内菜籽油需求缺口有望扩大至 100 万吨，菜籽油 1705 合约突破 8000 整数大关在即。国内进口棕榈油在只有利润的时候才会进口，国内维持在偏低水平有望成为常态，1705 价格继续向 7000 进军的动能依旧不减。豆油库存尽管最大，在整体油脂强势带动下继续走牛。

菜粕 2017 年在水产养殖恢复之后有望带动豆粕上行。豆粕明年上半年的机会在于天气物流的机会，尽管爆炒的概率不大，但依旧不能忽视利多点的出现。国产大豆价格需看国家政策和抛储进程。

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。