



油脂月报：淡季调整后仍有望震荡上行

(评级：涨)

摘要：

1、美联储加息预期有所弱化，市场预期3月再次加息可能性不大，来自美元走强的压力暂不显著，但会随着美国经济数据的变化波动影响市场。中国经济增长数据继续放缓，市场忧虑大宗商品需求，不时冲击市场。随着原油反弹震荡修正后再度陷入整理，若无实质的供需转向支撑，总体仍难乐观，油脂震荡波动整理，虽脱离前期低位区域，但上行过程平缓且具有阶段特征，暂难形成较大的趋势性波动。

2、美国农业部数据显示南美大豆对美豆竞争仍对美豆形成较强压力出口数据不利，而南美新作压力再度跟上继续压制豆类市场整体表现。虽然美国农业展望论坛。国内1-3月大豆到港较此前回落，节后压榨恢复较晚，供需两淡，国内豆棕油库存也出现较显著分化，豆油库存低至70万吨下方，整体压力并不算大，但是外盘走向仍是决定因素。

2、马来西亚棕榈油处于减产周期，2月产量下滑，但出口需求与减产角力之下，哪一端对库存形成更大影响影响走势。只是3月产量反弹回升是大概率，加上需求端不利，或影响库存消减。

3、菜籽油国储低价拍卖周拍卖量增加，量增价低，延续出库，对国内植物油市场形成了不利影响，部分油厂为做菜油小包装，清豆油库存，也对豆油形成直接压力，而菜油则受储备持续拍卖影响，总体震荡整理格局不变。

后市展望与操作策略：

油脂节后开门后出现较显著上冲，随后出现一轮调整回落后反弹，3月延续波动走势，重心缓慢上移可能较大。后期关注美豆面对南美大豆上市压力方向选择，而粕弱油强格局之下油相对抗跌，但难有趋势好转。从豆油走势看，5500-5600为后期价值波动中枢区域，整理不失仍可能震荡走升，再度上行目标或扩展至6000元附近。棕榈油相对较强5050元附近压力较大，仍有一定回调整理需要，下方整理持稳，则再度上行目标或扩展至5400元附近。菜油波动跟随，5500-5800之间震荡。

一、行情回顾

油脂类 2 月震荡走升，节前整理，节后震荡走升，但是月末再度出现回落整理，涨势力也有所放缓。一方面，美豆出口需求遭遇南美豆激烈竞争，且南美新作上市临近，供应庞大，市场继续承压。另一方面马来西亚棕榈油，厄尔尼诺影响关注度渐弱，减产于 3 月面临转折，提振力度有所弱化。原油暴涨暴跌，上窜下跳，缺乏稳定的上升预期，油脂可反弹的空间受限。国内节后油脂供需两淡，缺乏亮点，而菜油持续拍卖，量增价低，形成较强的心理压制，菜油最弱，而豆棕油也受到不利影响，反弹相对较弱。

二、供应压力仍在，利多因素暂难形成较强提振

2.1 美盘关注库存调整，南美产量预期仍显庞大

2 月南美大豆逐渐开始有所上市，对美豆形成持续竞争，庞大的供应在收获时节得到进一步印证，美盘持续承压。2 月供需报告预计 15/16 年美国大豆期末库存 4.5 亿蒲式耳，较上月上调 1000 万蒲式耳，主要由于压榨量下调。大豆产量、贸易量和其他使用情况仍然持平。大豆压榨量下调 1000 万蒲式耳至 18.8 亿蒲式耳，反映了豆粕出口销售量下调。豆粕出口销售量下调主要由于装船速度放缓，加之来自阿根廷的竞争压力。预计美豆油库存量下调，主要由于产量下调抵消进口量上调和压榨率增加。总体来说，对于美豆油相对利好，也造成美盘粕弱油强情况的持续。

全球大豆供应充足，库存消费比继续进一步提高，且可抵消其它油籽如花生和葵花籽产量的下滑。阿根廷大豆产量因单产增加而上调 150 万吨至 5850 万吨，调整后的单产预估和去年单产大致持平，受有利降雨支撑，作物生长状况得到改善。南美丰产格局继续压制美豆，美豆 850 美分附近防御压力进一步增加。

表 1-1 世界大豆供需平衡表变化情况

世界大豆供求平衡表 (单位: 百万吨)													
项目	04/05*	05/06*	06/07*	07/08*	08/09*	09/10*	10/11*	11/12*	12/13*	13/14*	14/15*	15/16*	
	1月	2月											变化
期初库存	38.6	47.46	53.11	62.96	51.42	42.68	60.76	70.36	54.45	56.22	62.43	76.93	77.08 0.15
产量	215.95	220.54	237.44	221.21	211.95	260.84	263.9	239.57	268.77	282.86	318.8	319.01	320.51 1.5
进口量	63.73	64.04	69.16	78.12	77.38	86.73	88.73	93.46	95.91	111.78	122.23	127.16	127.19 0.03
总供给	318.28	332.04	359.71	362.29	340.75	390.25	413.39	403.39	419.13	450.86	503.46	523.1	524.78 1.68
压榨量	175.74	185.21	195.9	201.87	193.22	209.54	221.36	228.16	230.19	241.31	262.67	275.35	275.86 0.51
国内需总量	205.41	215.33	225.52	229.74	221.34	238.3	251.63	257.65	261.2	275.73	300.5	314.04	314.52 0.48
出口	64.65	63.93	71.5	79.59	76.84	92.59	91.66	92.16	100.53	112.7	125.88	129.79	129.85 0.06
总需求	270.06	279.26	297.02	309.33	298.18	330.89	343.29	349.81	361.73	388.43	426.38	443.83	444.37 0.54
结转库存	48.23	52.79	62.69	52.96	42.57	59.34	70.11	54.09	57.92	62.43	77.08	79.28	80.42 1.14
库存消费比	17.86%	18.90%	21.11%	17.12%	14.28%	17.93%	20.42%	15.46%	16.01%	16.07%	18.08%	17.86%	18.10% 0.23%

来源: USDA

本次报告对于油脂的调整相对偏空，全球植物油库存消费比略调升，需求不振供应增加。

表 1-2: 2 月月度供需显示 2015/16 年度全球油脂期库存相对上升，因产量上升

全球		产出	供应	贸易	用量	期末库存
油籽	2013/14	504.44	572.5	133.5	418.25	77.85
	2014/15	535.99	613.84	146.53	439.75	90.81
	(Est.)					
	2015/16	1月	526.93	618.47	147.95	446.9
		2月	527.37	618.18	148.12	446.44
粕	2013/14	282.34	293.72	82.19	276.87	13.03
	2014/15	300.46	313.49	85.05	293.59	14.87
	(Est.)					
	2015/16	1月	306.96	321.71	88.18	304.12
		2月	307	321.87	88.13	304.51
植物油	2013/14	170.65	188.92	70.01	166.07	19.37
	2014/15	176.25	195.62	75.68	170.71	19.16
	(Est.)					
	2015/16	1月	179.25	198.23	76.42	177.06
		2月	178.62	197.77	76.54	176.96

资料来源:USDA 方正中期研究院

2.2 国际市场棕榈油减产转折将近

2.2.1 马来西亚棕榈油产量低迷

马来西亚棕榈油减产周期进行中，但临近转折。通常马来西亚棕榈油产量低点可能会在2-3月到来，3月以后则面临回升。厄尔尼诺连续加速减产趋势逐渐近尾声，天气炒作效用威力逐渐面临回落，后期关注产量回升的速度，若不利气候后续影响继续抑制产量回升速度，则对价格的支持会继续存在。

从马来西亚产量变化来看，单产其实已经是10年以来的低点，但总产量却仅是4年低位，这意味着面积的大量增加令气候带来的减产压力大幅弱化，而且一旦单产出现恢复增长，产量增加会更快。而从出口情况来看依然低迷，库存虽然下降仍处于仅次于2013年同期的历史高位水准，且后期持续去库存有赖需求出现强劲恢复性增长，尤其是来自中印采购需求的恢复。但从出口竞争对手角度来说，印尼在积极推动出口，两国毛棕油0出口关税竞争依然激烈，而国际市场市场上豆棕油价差缩减也易引发贸易流向的转移，均对马棕油的出口前景带来压力。

图 2: 马来西亚棕榈油产量出现回落

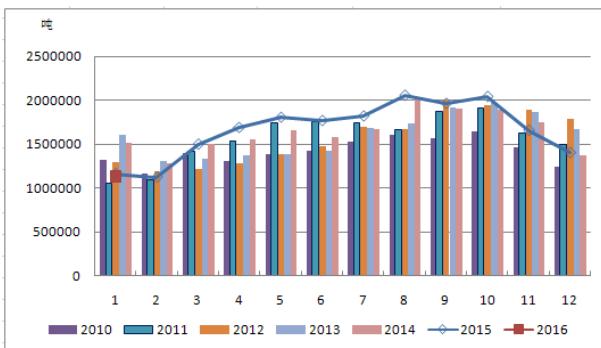


图 3: 马来西亚棕榈油单产变化趋势

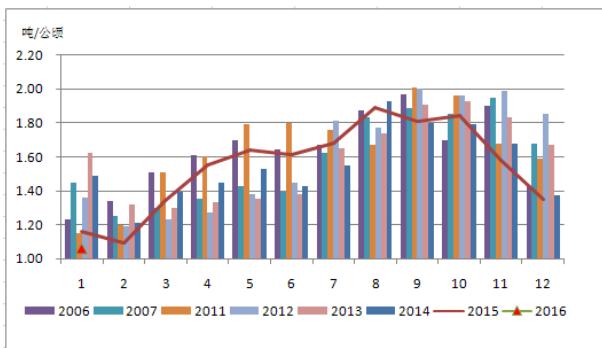


图 4: 马来西亚棕榈油出口量

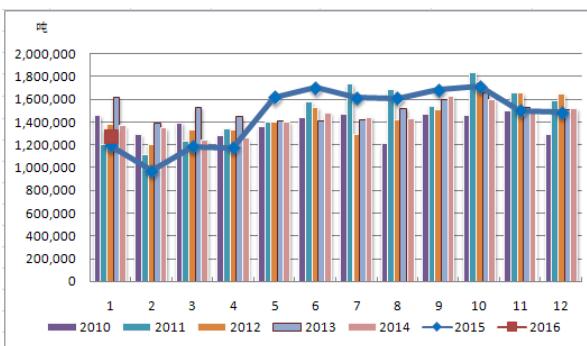
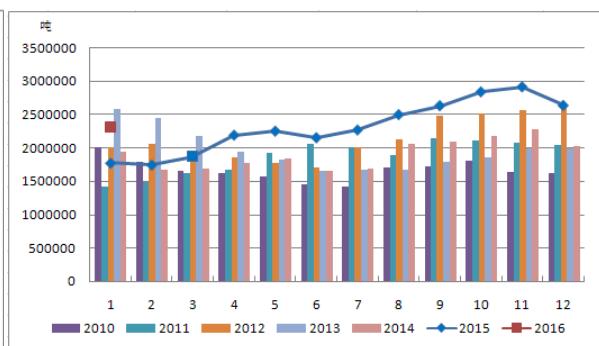


图 5: 马来西亚棕榈油库存变化



来源: MPOB 方正中期研究院整理

2.2.2 汇率波动及与豆油的关系

马来西亚和印尼汇率相对美元贬值步伐有所缓解，对马棕油走升支撑较前期有所弱化。棕榈油相对豆油的竞争力随着FOB价差缩小有所走阔，1月出口低迷，2月受到日期及节日因素影响依然不利，后续还得关注3月恢复情况。

图 6: 棕榈油主产国货币贬值支持期价



图 7: 棕榈油相对豆油竞争力有所转强



2.3 国内油脂节后需求走淡

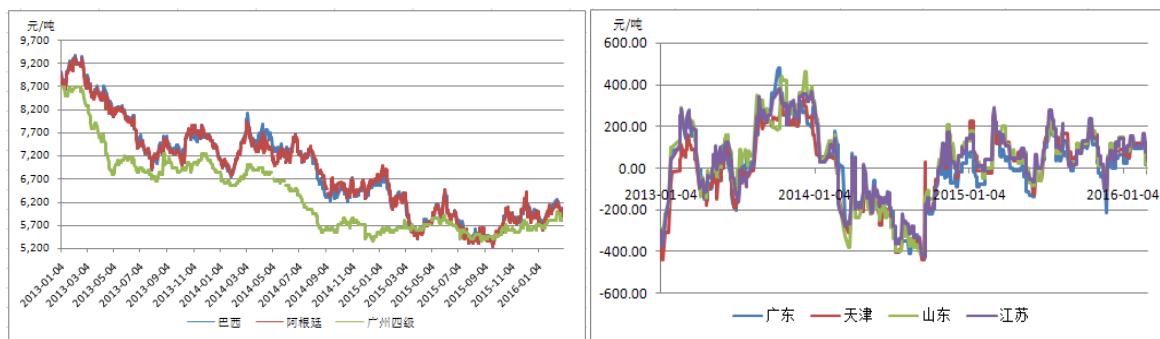
2.3.1 供需两淡库存回落

大豆到港量预期将逐渐回落，国内供应压力不大。2016年2月份国内各港口进口大豆预报到港67船420.1万吨，低于此前预估的450万吨，较往年2月月均到货362.4万吨偏高，3月预期520万吨，4月初预计630万吨。后期到港压力不大，但市场也暂已进入供需两淡情况，对于市场的支持较为有限。

2015/2016 大豆压榨年度（始于 2015 年 10 月 1 日）迄今，全国大豆压榨量总计为 30,737,900 吨，较 2014/2015 年度同期的 28,930,864 吨增加 1,807,036 吨，增幅为 6.25%。2016 年自然年度（始于 2016 年 1 月 1 日）迄今，全国大豆压榨量总计为 8,807,900 吨，较 2015 年度同期的 9,991,164 吨减少 1,183,264 吨，降幅为 11.84%，下降的主要原因是去年春节较今年要迟。

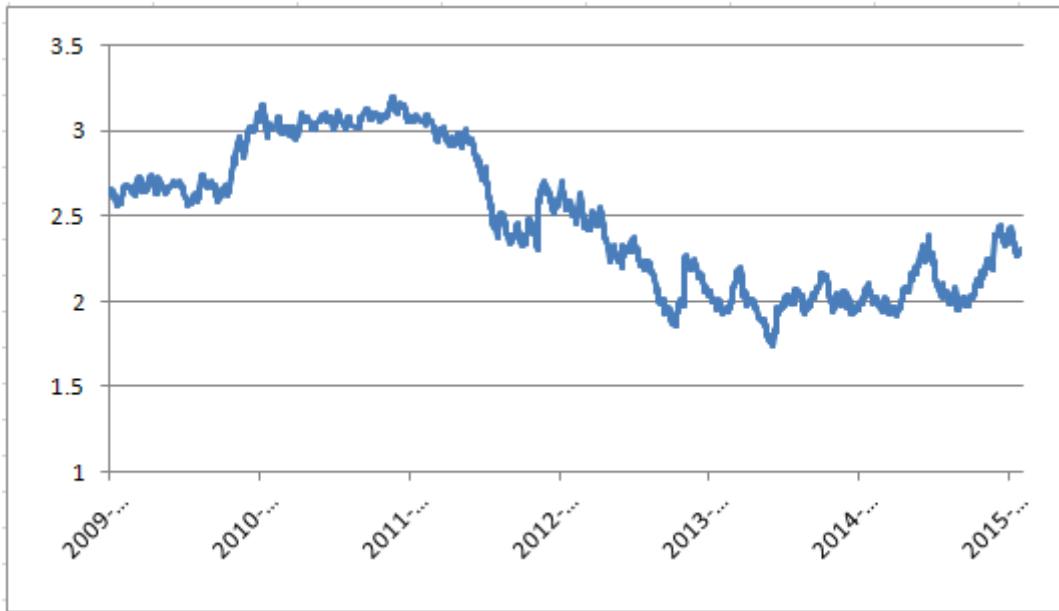
图 8：2016 年 2 月豆油现货价格回升

图 9：进口大豆压榨利润



资料来源：Wind 方正中期研究院

图 10: 油粕比



资料来源：Wind 方正中期研究院

2.3.2 进口冲高回落，内外倒挂

根据海关数据显示，2015年1月份，我国进口棕榈油482,106吨，较去年同期增长4.55%。内外盘倒挂依旧，但棕榈油进口积极，主要因印尼向国际市场积极便宜出口，占据进口量77.3%。1月豆油进口量为14,187吨，同比大幅下降67.76%。进口压榨是国内豆油供应主流形式，进口萎缩延续，且内外盘倒挂也缺乏空间。菜油12月进口出现显著回升后，1月也还达到了85,350吨，同比增64.91%。

图 11：进口毛豆油与国内四级现货比较

图 12：豆油直接进口量

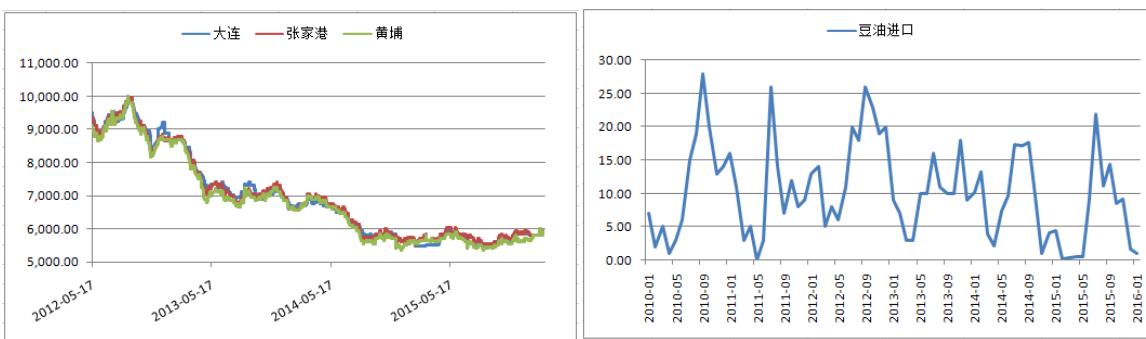
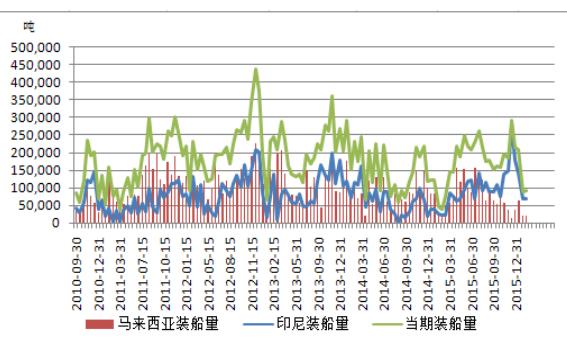
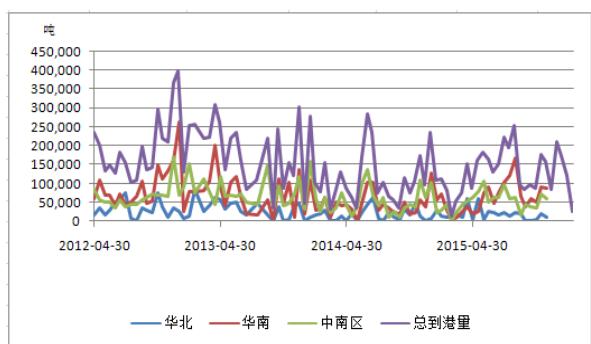
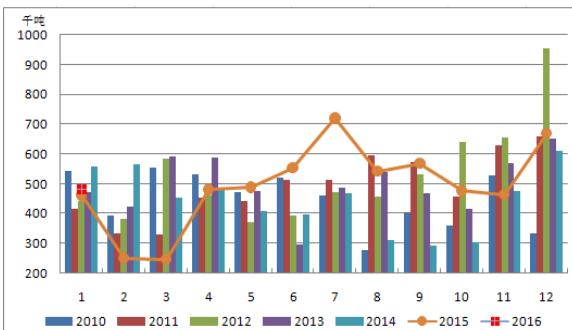
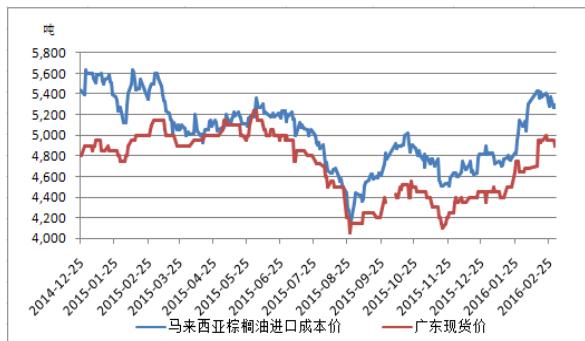


图 13：马来西亚向中国进口棕榈油成本上升

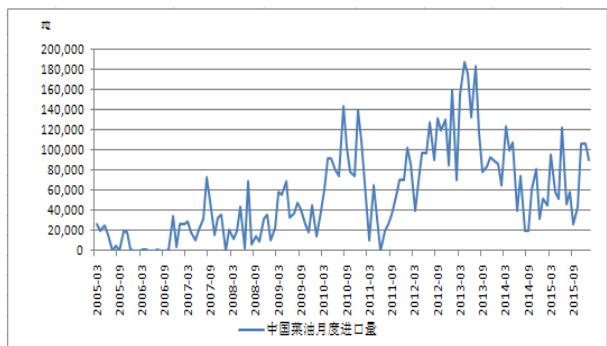
图 14：棕榈油进口增长



资料来源:Wind 方正中期研究院

图 17: 国内菜油进口内外盘空间缩小进口回升幅度有限

图 20: 人民币相对美元急贬值后趋稳回升

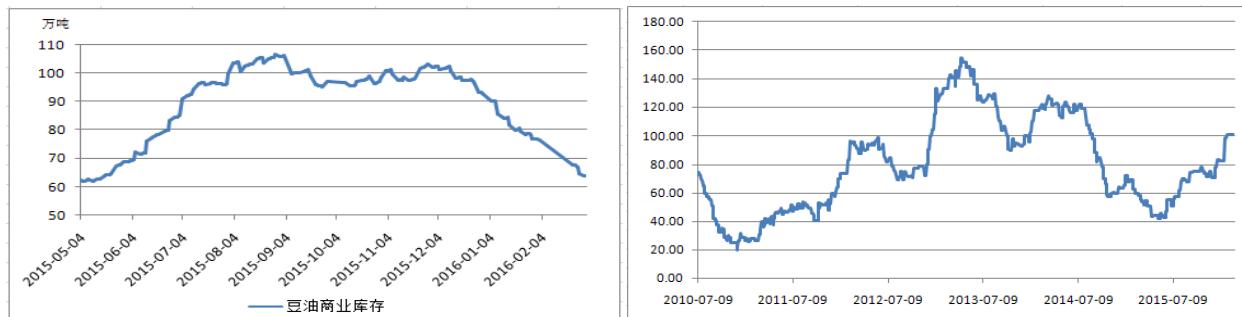


2.3.3 植物油商业库存量

国内豆油商业库存量节前备货需求提振明显，回到 70 万吨下方，总体压力较小，后期大豆到港量也相对较少，因此节后预期库存回升幅度料较为有限。而棕榈油库存进口增加而需求一船，出现较强反弹，再近 100 万吨，相对压力较前期缓解。

图 21: 国内豆油商业库存量反弹

图 22: 棕榈油港口库存反弹（单位: 万吨）



来源: Wind 方正中期研究院整理

2. 3. 4 菜油持续拍卖给市场带来压力

菜籽油储备拍卖重新启动,因拍卖底价在5300元附近,低于市场价5500元,因此刺激成交回升,加上植物油价格回暖,也刺激了成交回升。而春节后拍卖量增至15万吨,储备持续流入市场,对国内植物油市场整体也形成不利,拍卖可能在新菜籽上市以前都会持续。

日期	计划销售	实际成交(吨)	成交率	成交均价
	日期	计划销售 (吨)	实际成交(吨)	成交均价
2016年3月2日	150284	93041	61.91%	5335
2016年2月24日	140571	105488	75.04%	5330
2016年2月17日	97558	64321	65.93%	5335
2016年2月3日	98004	70361	71.79%	5340
2016年1月27日	102455	71690	69.97%	5361
2016年1月20日	101379	56753	55.98%	5420
2016年1月13日	102826	49959	48.59%	5390
2016年1月8日	67990	30241	44.48%	5310
2015年12月23日	68572	18969	27.66%	5328
2015年12月11日	63877	36575	57.26%	5390

来源: 方正中期研究院整理

三、展望与策略

油脂 2 月走势震荡向上，但是整体上行重心全部放缓，节日备货因素有较强提振之后迎来节后供需两淡的市场情况，3 月或有可能出现一定调整。后期需要关注的主要影响因素有：

首先，美豆需求端影响将成为影响美豆的主要因素，关注出口变化。南美豆逐渐上市，供应充足继续压制市场，新季供应压力或令 850 美分一线承压。不过后续关于新季美豆种植面积的预期变化也将会对市场带来新的关注点。

其次，原油暴跌暴涨，整体中性，因缺乏持续的走升预期，外部提振影响有限。美元升势放缓，暂对大宗压力有所弱化，后续关注来自宏观面对于市场情绪的引导。

再次，内外盘倒挂，直接进口预期再弱化，后期油脂直接进口料下降，国内供应压力减小，但节后也迎接来油脂消费相对淡季，关注库存的进一步变化。菜油抛储成交良好，自身继续受制，相对其它油脂略弱，相对弱势暂延续。

最后，厄尔尼诺影响弱化，棕榈油产量及库存变化暂受支持，关注后续变化。就国内而言，5 月合约豆棕油价差缩小的进一步空间相对变得越来越有限。棕榈油偏强延续性受到豆棕油急速缩小的价差下，贸易转向的影响，因此不宜再过度看缩小。

关注油粕比变化，逐渐有所转向缩小，生猪价格增长周期下，注意油粕比转向。

受以上因素影响，3 月延续波动走势，重心缓慢上移可能较大。从豆油走势看，5500-5600 为后期价值波动中枢区域，整理不失仍可能震荡走升，再度上行目标或扩展至 6000 元附近。棕榈油相对较强 5050 元附近压力较大，仍有一定回调整理需要，下方整理持稳，则再度上行目标或扩展至 5400 元附近。菜油波动跟随，5500-5800 之间震荡。

图 23:豆油仍需要发力突破 5000 压制才能实现进一步形态的好转



来源：文华财经 方正中期研究院整理

图 24：棕榈油有望突破低位震荡区域压制进一步上行



来源：文华财经 方正中期研究院

图 25：菜油跟随震荡波动，走势延续筑底



来源：文华财经 方正中期研究院

方正金融，正在你身边。

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037