

新豆上市逼近 油脂能否躲过危机

一、行情概要

新年以来，国内外油脂逐步止跌企稳，并先后步入上涨通道。截至 3 月 24 日收盘，豆油指数、棕榈油指数及菜籽油指数分别较年初低点上涨了 7.24%、16.33%、4.91%。原油触底反弹、厄尔尼诺题材持续发酵，给油脂类品种尤其是棕榈油带来了上涨良机。但南美丰产预期不变且收割加速，马来西亚出口疲弱及国内菜油抛储等压力仍在，故整体行情呈现出震荡上扬的格局。分品种来看：

豆油方面，南美产区天气较好，巴西大豆收割加速，阿根廷大豆也开始收获。数据上，USDA 维持巴、阿两国产量不变，美豆期末库存也有小幅上调，整体供给充足预期不改。1、2 月份国内进口大豆到港量大幅缩减，港口大豆库存也较去年末明显下滑，受春节备货及假期停工影响，国内豆油库存持续下滑至近年来的最低位，偏紧的库存也为豆油带来了相应的支撑。

棕榈油方面，一季度为东南亚棕榈油产出淡季，出口同样也相对偏少，围绕产量下滑和出口放缓的拉锯战持续上演。MPOB 的数据显示，1 月马棕油产量环比减少了 19.3% 至 113 万吨，2 月更是进一步至 104 万吨，为 2007 年 2 月以来最低的产量水平。产量急剧下降无疑利于库存的削减，2 月末马棕油库存已下降至 217 万吨，较去年 11 月份的历史高点 290.85 万吨下降了 25%。国内方面，由于仍处冬季，气温偏低不利于棕榈油消费，且棕榈油与豆油、菜油的价差大幅缩窄，令棕榈油的勾兑优势大幅降低，国内港口棕榈油库存一直维持在 90-100 万吨左右的偏高水平。

菜油方面，自 2015 年 12 月以来，国储菜籽油竞价销售已举行 14 次，累计成交菜籽油 90.06 万吨。目前，国内临储菜油抛售仍在进行，成交率良好令国储库存逐渐流入市场中，在抛储压力下，菜油表现弱于豆、棕油，与两者价差大幅缩窄。

图 1：2015年12月以来美豆油指数走势

图 2：2015年12月以来美原油指数走势



图 3：2015年12月以来马棕油指数走势

图 4：2015年12月以来我国豆油指数走势



资料来源:文华财经 银河期货研发中心

图 5：2015年12月以来我国棕榈油指数走势

图 6：2015年12月以来我国菜籽油指数走势



资料来源:文华财经 银河期货研发中心

二、豆油

1、美豆供需维持平稳 新作播种成为焦点

美豆的情况新年以来一直较为平稳，受南美新豆上市临近及成本偏低影响，美豆出口延续疲弱态势，令市场难以寻觅可以炒作的焦点。

最新的 USDA 月度报告显示，2015 年美豆产量预估为 39.29 亿蒲，上月为 39.3 亿蒲；美豆出口预估为 16.9 亿蒲，与上月持平；美豆压榨为 18.7 亿蒲，上月预估为 18.8 亿蒲；因压榨进一步调低，美豆期末库存预估由此前的 4.5 亿蒲上调至 4.6 亿蒲。调整后，2015/16 年度美豆库存使用比为 12.46%，而上一年度为 4.94%，为 2006/07 年度以来最高水平。

在国内外需求疲弱的情况下，供给压力更加凸显。新年度的播种即将拉开序幕，令市场有了新的期待。USDA 种植意向报告将于北京时间 4 月 1 日凌晨公布，关于美豆新作面积，各分析机构众说纷纭。一项针对行业分析师的调查显示，美国 2016 年大豆种植面积料为 8306 万英亩，而最高预估为 8420 万英亩，最低为 8160 万英亩。USDA 公布的 2015 年美豆种植面积为 8265 万英亩，此前展望论坛中的预估值为 8250 万英亩。

二季度为美豆播种的重要时期，围绕面积和天气的炒作也将逐步登场，关注期间变化能否令美豆类摆脱当前困境。

图 7：美国大豆供需平衡表（单位：万吨，%）

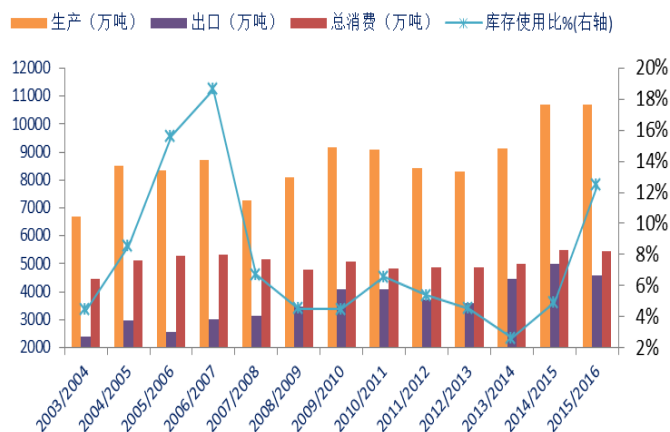
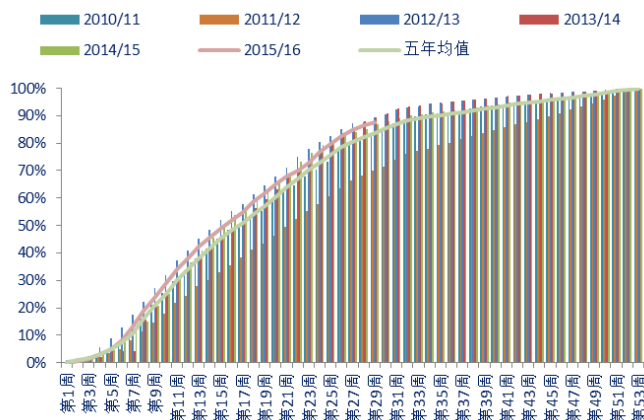


图 8：美豆出口装船进度（单位：%）



资料来源:USDA 银河期货研发中心 注：美豆出口装船进度从9月份开始算起。

2、美豆油库存短期或难降

据美国油籽加工商协会 (NOPA) 数据显示, 2016 年 2 月份美豆压榨量为 397.61 万吨, 环比上月的 409.23 万吨下降 2.83%, 较去年同期略减 0.53%, 同期五年均值为 374.01 万吨。豆油产量为 77.48 万吨, 较上月的 79.76 万吨减少 2.86%; 虽然产量下滑, 但豆油库存却较上月的 69.24 万吨大幅增加 17.4% 至 81.29 万吨, 去年同期为 59.97 万吨。主要因消费出现明显下降, 2 月豆油消费量为 65.43 万吨, 较上月的 77.7 万吨下降了 15.79%。

USDA 2 月供需报告公布数据显示, 2015/16 年度美豆油库存使用比为 10.06%, 较上月预估的 9.43% 小幅上调。报告将 2015/16 年度的美豆压榨量由上月预估的 5116.5 万吨小幅下调至 5089.3 万吨, 总消费维持在 889 万吨, 其中, 食用消费量、工业消费量分别为 639.6 万吨、249.5 万吨, 基本与上月预估持平。出口则从 104.3 万吨下调到了 95.3 万吨, 导致期末库存由 93.7 万吨上调至 99 万吨。短期来看, 美豆油消费及出口疲软或将令库存下降难度加大。

图 9: 美国豆油供需平衡表 (单位: 万吨, %)

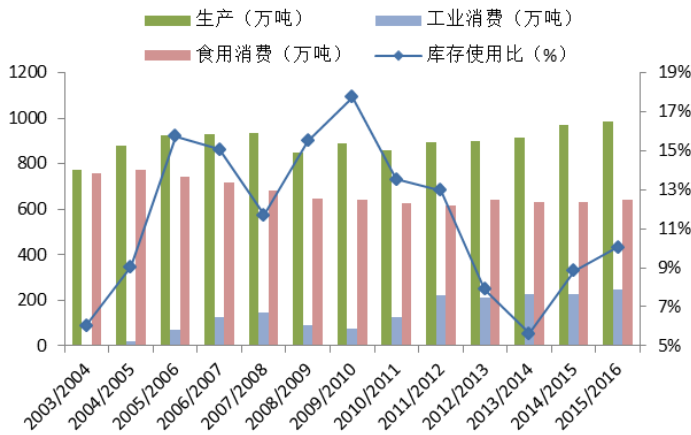
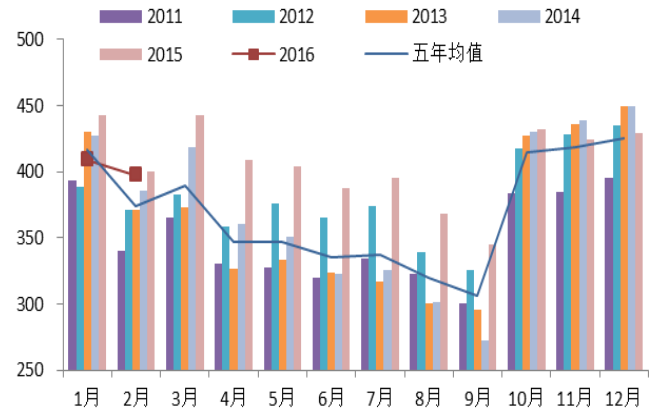


图 10: 美国大豆压榨量 (单位: 万吨)



资料来源:USDA 美国油籽加工工业协会 银河期货研发中心

图 11: 美国豆油产量 (单位: 万吨)

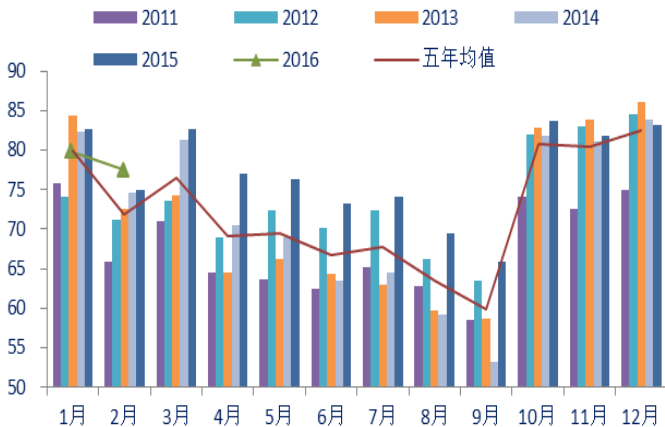
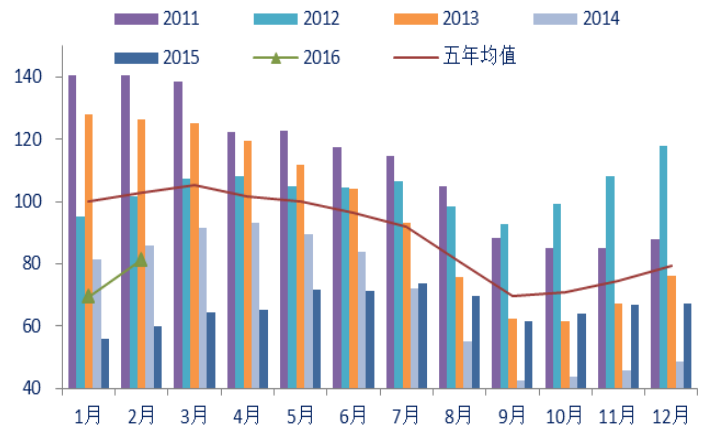


图 12: 美国豆油库存 (单位: 万吨)



资料来源:美国油籽加工工业协会 银河期货研发中心

3、南美大豆上市高峰迫近

AgRural 称, 截至 3 月 12 日当周, 2015/16 年度巴西大豆收割已完成 52%, 高于上年同期的 50%。大部分主产区的收割进度都显著加快。其中, 头号大豆产区马托格罗索州的大豆收割已完成 77%, 但略低于上年同期的 80%; 帕拉纳州大豆收割完成 68%, 上年同期为 55%; 在戈亚斯州大豆收割完成 74%, 上年同期为 72%。

巴西马托格罗索州农业经济研究所 (IMEA) 称, 截至 2 月底, 马托格罗索州农户已经预售 66% 的新豆, 比上年同期提高了 6%。

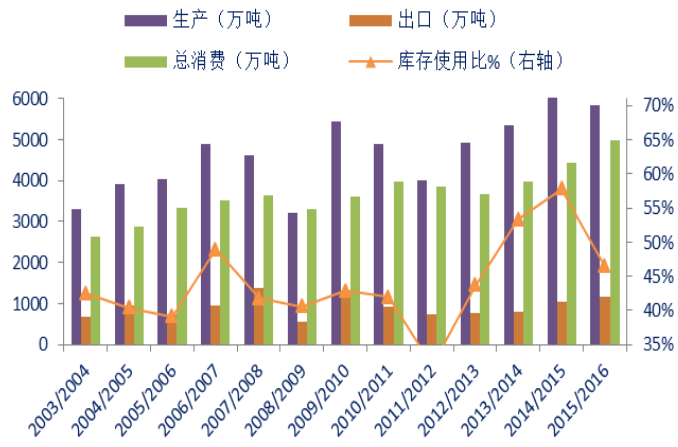
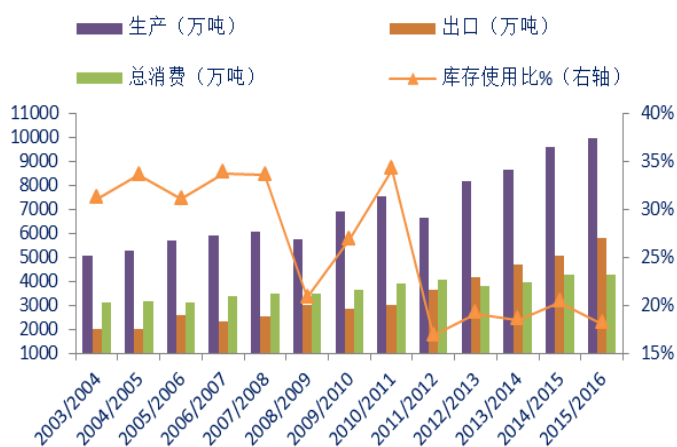
阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所周度报告显示, 截至 3 月 17 日当周, 阿根廷农业区中部和南部的大部分地区天气良好。个别地区开始大豆收获, 早期收获的大豆单产高于当地的历史平均值。一些地区的大豆单产创下过去 15 年来的新高。交易所维持对阿根廷 2015/16 年度大豆产量将达到 5800 万吨的预估, 比上年减少 4.6%, 但比过去五年均值的 5060 万吨提高了 14.7%。

从 USDA 对新作的最新预估来看, 2015/16 年度巴西大豆产量预估维持在 10000 万吨, 出口量由上月的 5700 万吨上调至 5800 万吨, 压榨量维持在 4000 万吨。2015/16 年度巴西大豆库存使用比由上月的 19.31% 下调至 18.13%, 较上年预估的 20.33% 下降 2.2%。2015/16 年度阿根廷大豆产量预估维持在 5850 万吨, 较上年度的 6140 万吨减少 4.7%; 压榨量由上月的 4350 万吨上调至 4570 万吨, 出口量维持在 1180 万吨。库存使用比较上月预估的 48.5% 下调至 46.47%, 较上年预估的 57.84% 大幅下降 11.37%。

总体来看, 南美大豆供给量创下了近年来的最高纪录, 而受出口和压榨需求上调影响, 库存使用比出现下滑。二季度为南美大豆上市的高峰时期, 集中上市压力将更加凸显, 关注其出口进度及主要进口国需求的回暖程度。

图 13: 巴西大豆供需平衡表 (单位: 万吨, %)

图 14: 阿根廷大豆供需平衡表 (单位: 万吨, %)



资料来源:USDA 银河期货研发中心

4、中国到港量将增大 豆油低库存状态或结束

海关数据显示, 中国 2 月进口大豆 451 万吨, 环比减 20.3%, 同比增 5.71%。据天下粮仓调查, 2016 年 3 月份国内各港口进口大豆预报到港 89 船 541.2 万吨, 稍高于之前预期的 520 万吨, 因 2 月份部分大豆推迟至 3 月份, 较去年同期的 449 万吨将增长 20.53%。进入 4-5 月份后, 南美新季大豆将上市, 未来 2-3 个月大豆到港量将不断加大。目前, 4 月份到港预期由前期的 650 万吨提高至 750 万吨, 5 月份预期在 760 万吨, 6 月份预

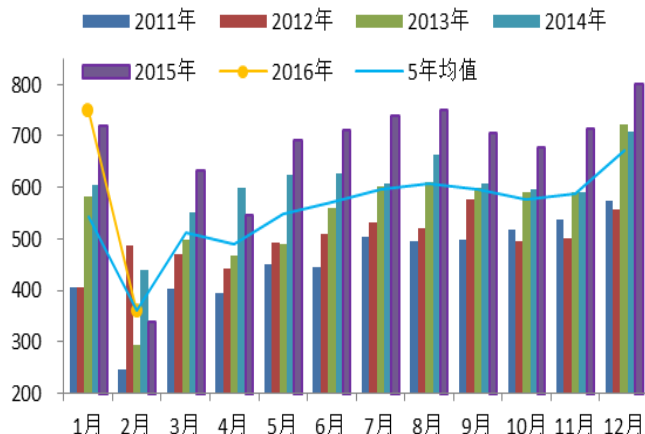
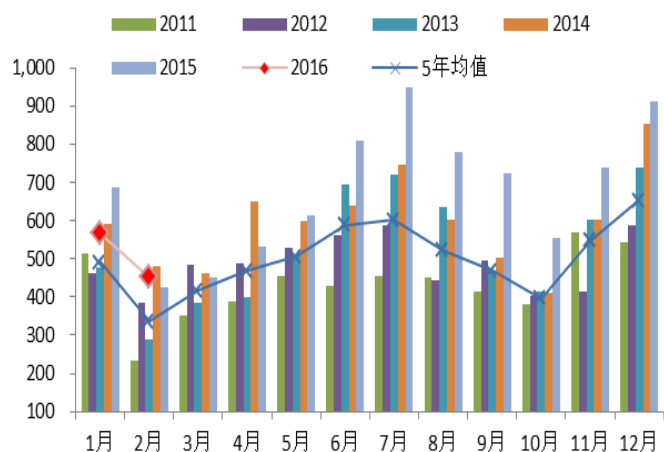
期在 850 万吨。如果按此预估，二季度国内大豆到港量将高达 2360 万吨，远高于去年同期的 1953 万吨。

截至 3 月 24 日，国内进口大豆港口库存为 681 万吨，较上月同期基本持平，较去年同期的 495 万吨增加了 37.58%，较 2015 年 12 月份的高点 736 万吨下滑了 7.47%。后期若南美大豆装运正常，大豆集中到港，国内供给压力将突显。

据天下粮仓调查，一季度油厂开机率多维持在 50% 以上，除 2 月份国内春节前后，开机率出现大幅下滑，元宵节后，油厂陆续恢复开工，开机率也随之快速回升，截至 3 月 11 日当周为 50.77%。不过近期由于天津多家油厂因蒸汽问题停机，山东部分油厂因缺豆停机，且两广地区因豆粕胀库也出现一些停机现象，使得截至 3 月 18 日当周油厂压榨量大幅下滑，开机率下降至 42.07%。反映到豆油库存上，2015 年 11 月下旬以来，我国豆油商业库存震荡下行。受春节因素影响，1 月份至 3 月初，豆油库存下降速度加快。之后随着开机率回升，豆油库存也有所增加，不过近期又再次下滑。截至 2016 年 3 月 24 日，豆油商业库存为 61.2 万吨，较上月同期的 67.65 万吨降 9.53%，较去年同期的 74.95 万吨降 18.34%。随着 4 月份临近，大豆到港压力增大，油厂或加足马力开工，豆油供给将逐渐增加。而从消费替代品来看，天气渐暖，棕油食用消费将有所提升。此外，持续抛储的低价菜油流入市场，也挤占了一部分豆油的份额。豆油库存或将受此影响摆脱低位。

图 15: 中国大豆月度进口情况 (万吨)

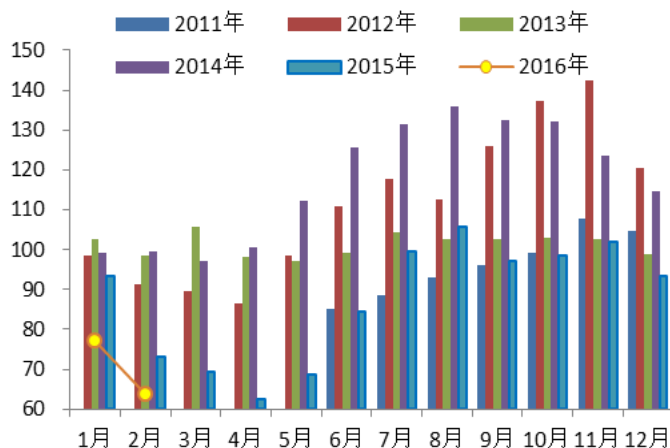
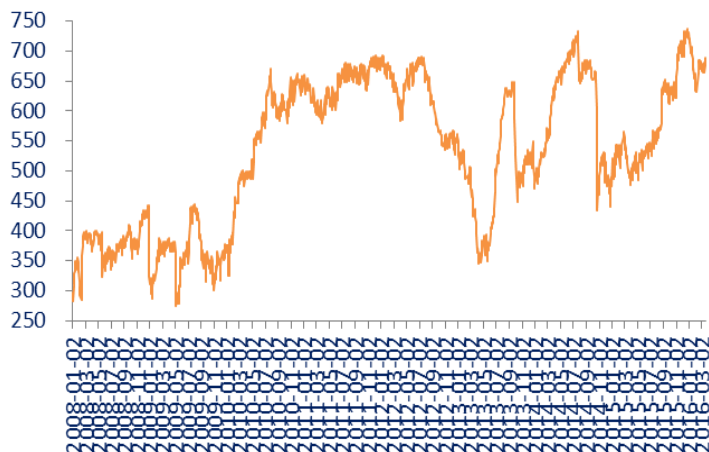
图 16: 中国大豆月度压榨量 (万吨)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

图 17: 中国大豆港口库存 (万吨)

图18:我国豆油商业库存 (万吨)



资料来源:WIND 资讯 银河期货研发中心

三、棕榈油

1、棕榈步入增产期 关注厄尔尼诺的损害程度

一季度,东南亚棕榈尚处在减产期,受此影响,库存多处在下滑阶段,而持续至今的厄尔尼诺对东南亚地区造成的干旱,又在一定程度上加剧了棕榈的减产程度。

MPOB 最新月度产出数据显示,2月末马棕油库存环比下降6.1%至217万吨,此前市场预估为下降8.8%至210万吨;2月产量环比下降7.7%至104万吨,为2007年2月以来最低水准,此前调查预计下降至108万吨;2月出口环比下降15.2%至108万吨,此前调查预计下降14%至110万吨。总体看来,2月马棕油库存、出口不及预期,而产量下滑超出预期。由于2月份为历年来传统的产量低谷期,市场已提前消化了此次减产预期,故数据公布当天,并未给盘面带来明显影响。

印尼方面,一项针对两家行业协会和一家全国最大种植园的调查中值显示,印尼2月毛棕榈油产量或将由1月的244万吨下滑至230万吨,且为2015年2月以来最低;出口量预计将在201万吨,与1月基本持平。印尼植物油行业协会(GIMNI)会长 Sahat Sinaga 表示:“印尼2月产量下滑,一部分是由于去年的干旱,另一部分也归咎于2015年的森林大火。”

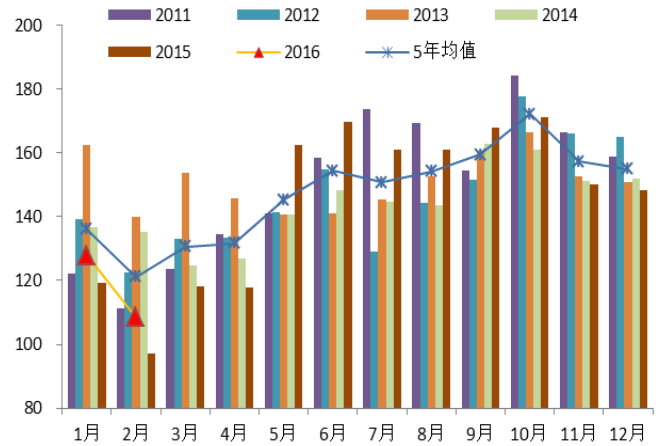
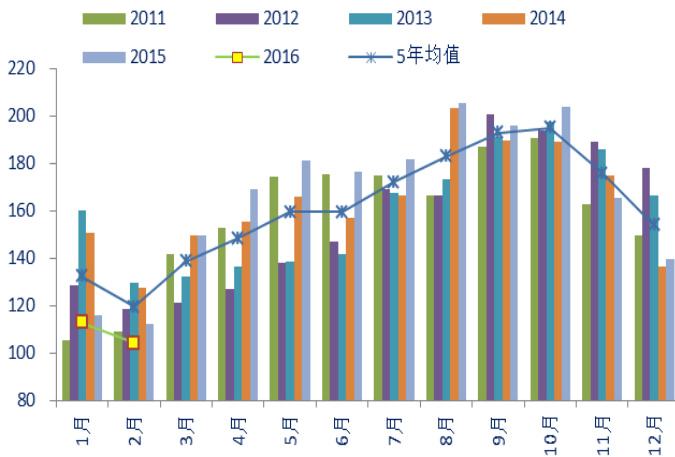
3月上旬的吉隆坡棕榈油行业会议上,James Fry、Dorab Mistry、金光农业资源公司以及油世界等行业知名分析师和机构纷纷亮出2015/16年度全球棕榈油将减产的观点,预计产量减少20万吨到300万吨不等。结合马来和印尼两国今年的产出数据来看,后期产量将仍有下降的空间,但印尼的情况相对较好。

自3月开始,东南亚棕榈将进入长达7-8个月的增产周期,而厄尔尼诺对棕榈生长的影响有较长的滞后期,

据马来西亚棕榈油协会数据显示，3月前20天棕榈油产量增幅仅3.8%，增幅小于预期，那么，在整个漫长的增产期间，逐渐消退的厄尔尼诺还能发挥多少影响？棕油产量将如何变化？将更加值得关注。

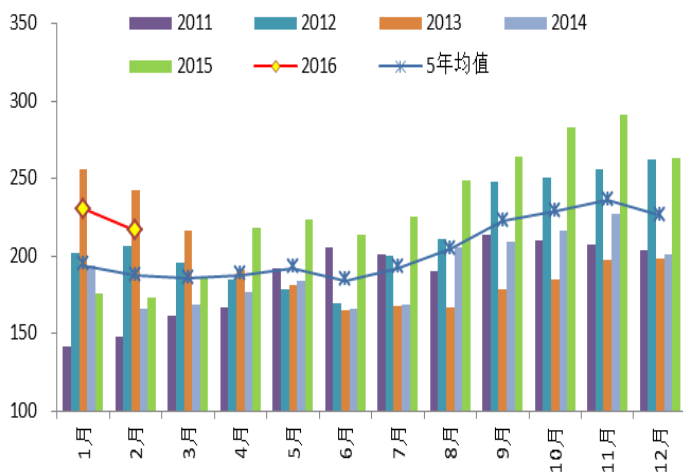
图 19：马来西亚毛棕榈油月度产量图（单位：万吨）

图20：马来西亚棕榈油月度出口量图（单位：万吨）



资料来源:MPOB 银河期货研发中心

图 21：马来西亚棕榈油月度期末库存统计（单位：万吨）



资料来源:MPOB 银河期货研发中心

2、马棕油出口关税将上调，关注出口和国内消费情况

通常，二季度东南亚棕榈油出口量将逐步恢复。由于棕榈油熔点较高，天气转暖，有利于提升食用油消费量，印度、中国等亚洲主要消费国进口量将增加。

印度溶剂萃取商协会 (Solvent Extractors' Association of India) 称，包括工业用途在内，印度 2 月植物油进口量为 111 万吨，较去年同期飙升 28%。其中，棕榈油进口量较去年同期跳增 19.6%，至 60.99 万吨；豆油进口量同比去年的 24.02 万吨飙升 58%，至 38.01 万吨；葵花籽油进口量同比增加 37%，至 8.7 万吨。印度行业组织 The Central Organisation for Oil Industry and Trade(COOIT)称，印度 2015/16 年度雨季播种的油籽产量料较去年同期下滑 11% 至 1,260 万吨，这令印度不得不增加植物油的进口量。

据马来政府通告显示，4 月毛棕榈油出口关税将上调至 5%，自 2015 年 5 月以来的零关税政策将结束。该政策或将损及马来毛棕榈油的出口量，但对该国精炼商较为有利，因马来精炼棕油产品的出口关税为零。在关税征收前，各国贸易商加大进口量，据船运调查机构 ITS 数据显示，3 月 1-20 日马棕油出口量为 712,954 吨，较上月同期增加 19.8%，其中，毛棕油出口 227,790 吨，环比上月同期略减 0.79%；24 度棕榈油出口 224,905 吨，环比上月同期增加 42.05%。印度和中国的进口量均有大幅增长。后期随着毛棕油出口关税开征，毛棕油受损的出口份额，或通过精炼产量有所弥补。关注后期实际的出口量，以及马来本国生物柴油消费情况，若两者予以配合，马棕油库存或延续缓慢下行的节奏。

3、中国消费增长缓慢 港口库存或高位持稳

一季度，由于我国大部分地区气温仍然偏低，不利于棕榈油消费，且棕榈油与豆油、菜油的价差大幅缩窄，令棕榈油的勾兑优势大幅降低，国内港口棕榈油库存一直维持在 90-100 万吨左右的偏高水平，但由于日照等部分港口供应吃紧，令市场并未过多地受到港口压力偏大的影响。

海关数据显示，2 月份我国棕油进口量（含棕榈硬脂）为 26.84 万吨，较 1 月的 48.21 万吨减少 44.3%，同比去年的 24.89 万吨增加 7.8%。其中从印度尼西亚进口棕油 16.18 万吨，同比增加 28.7%；从马来西亚进口 10.66 万吨，同比减少 9.22%。印尼进口成本相对较低，虽然 1 月末发生了“砷”超标事件，但影响消除后，国内贸易商仍偏向于从印尼采购。

据船运机构 SGS 公布的数据显示，3 月 1-20 日，我国从马来西亚进口的棕榈油为 10.7 万吨，加上从印尼的进口量，3 月我国进口棕榈油或在 30 万吨左右。由于国内外棕榈油倒挂幅度扩大，贸易商采购谨慎，据传 4 月份或仅有 20 万吨的到港量。据天下粮仓统计，截至 3 月 24 日，国内港口棕油库存为 97.25 万吨，较上月同期的 92.95 万吨增 4.63%；去年同期为 42.8 万吨，同比增长了 127.22%。后期随着南美大豆集中上市，价格偏低的豆油、菜油或仍将不利于棕油消费回暖，国内棕油库存或将维持高位。

图 22: 我国进口棕榈油数量 (含棕榈硬脂, 单位: 万吨)

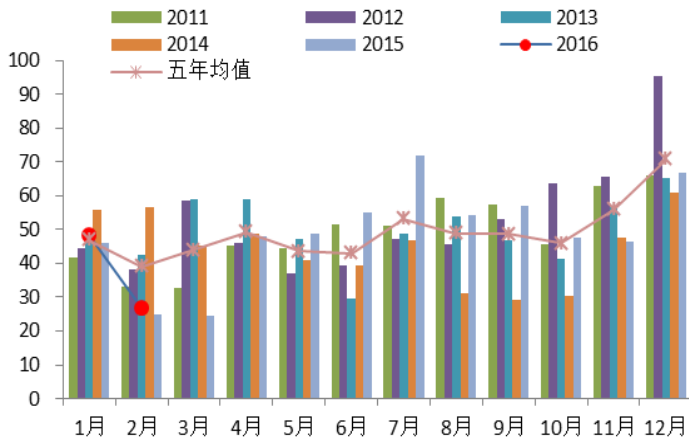
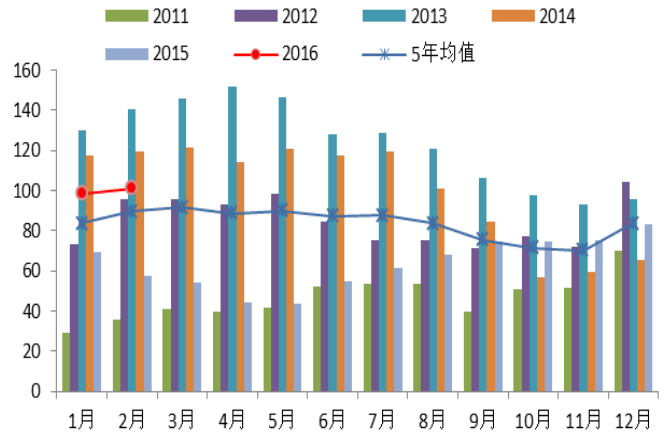


图 23: 我国棕榈油港口库存数量 (单位: 万吨)



资料来源:WIND 中国海关 银河期货研发中心

四、菜籽油

1、进口标准将收紧 量价均将受考验

图 24: 我国进口油菜籽月度数据 (单位: 万吨)

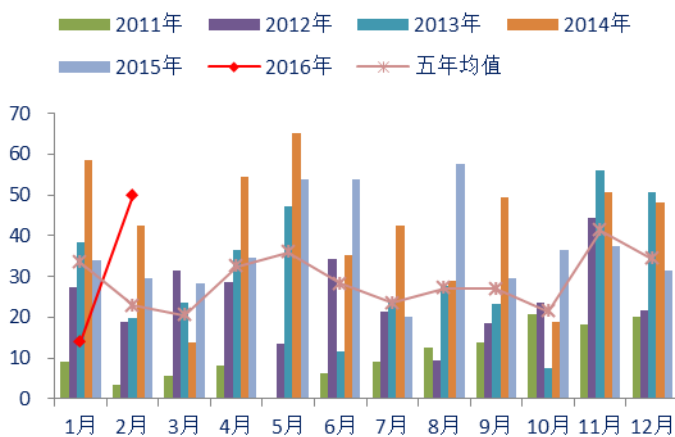
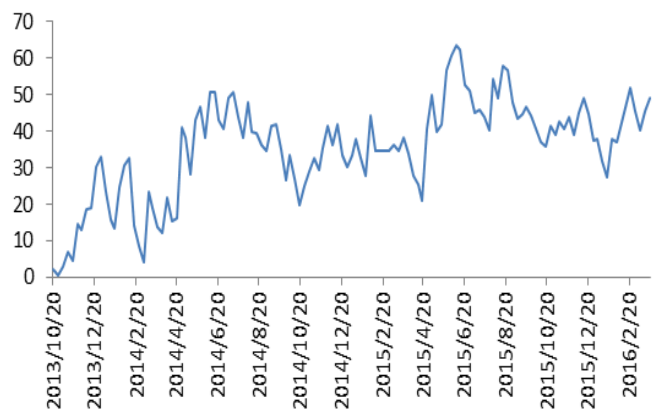


图 25: 我国沿海地区油菜籽库存 (单位: 万吨)



资料来源: 中国海关 天下粮仓 银河期货研发中心

海关数据显示，2016年2月份我国进口油菜籽50万吨，较1月的13.99万吨大幅增加257%，较去年同期的29.66万吨增加了68.6%，同期五年均值为22.91万吨。2015/16年度（6月-次年5月）迄今，油菜籽进口量为330.54万吨，略低于上年度同期的337.13万吨。当月我国进口菜籽油4.73万吨，较1月的8.53万吨大幅减少了47.4%，但较去年同期的4.54万吨增加了4.2%。

截至3月20日当周，全国纳入调查统计的93家油厂菜籽压榨总量为8.52万吨，开机率为18.64%，较前一周的23.34%下降了4.7%。当周沿海地区菜油库存为5.51万吨，较上月同期的4.89万吨小幅上升，但仍处近年来低位水平。

此前，有消息称，中国计划从4月1日起收紧对加拿大油菜籽的进口标准，要求进口油菜籽的杂质不超过1%。据了解，目前的进口船货杂质含量标准为2-2.5%，杂质包括其他植物种子或杂菜。若进口标准提高，将加大贸易商的进口成本，且会有不达标而造成的拒收现象发生，从而影响国内菜籽进口，并间接有利于国储菜油库存的消化。而在这之前，已经签约的菜籽可以继续履约。

据了解，目前3月份预估菜籽到港量为36.5万吨，4月为39万吨。受进口政策收紧影响，当前外商对华菜籽报价较为混乱，依据是否除杂，价格高低不等，但普遍上涨至400美元/吨以上。油厂目前采购态度较为谨慎，多数在等待4月1日之后，看海关会如何处理，然后再决定是否购买菜籽。也有传言称杂质下调时间或延期至9月1日执行，具体执行情况需到4月1日之后才会揭晓。

图 26：我国沿海地区菜油商业库存（单位：万吨）



资料来源：天下粮仓 银河期货研发中心

2、国储菜油拍卖火热 关注新菜籽上市情况

自2015年12月以来，本轮国储菜籽油竞价销售已举行交易会14次，累计成交菜籽油90.06万吨。质量较好的2011年产菜油累计成交68.64万吨，占本轮总成交量的76.21%，2010年产菜油成交20.86万吨，2009年产菜油成交5539吨。其中，3月23日举行的临储拍卖计划销售菜油14.83万吨，实际成交11.64万吨，成交率为78.52%。成交率达到本轮拍卖以来最高，成交量亦为临储拍卖以来单周最大。四川省本轮拍卖已连续10周保持100%的成交率，累计成交13.39万吨。

据国家粮食交易中心公告称，下周三（3月30日）将继续拍卖临储菜油15万吨，只有河南拍2010年产菜油0.46万吨，其余地区均为2011年产菜油。大量的国储菜油流出，减弱了市场对沿海油厂进口菜油的采购需求。

国内新菜籽5月份左右将陆续上市，因种植收益下滑，加上今春湖北、安徽等多个主产区发生了较为严重的倒春寒天气，预计2015/16年度油菜籽种植面积将大幅下降，目前有调查预估下降幅度在20-40%，若后期随着新菜籽上市，而国储菜油暂停拍卖的话，菜油或有短暂走高的可能。

五、行情展望

二季度，国内外油脂所面临的因素将更为复杂，南美大豆上市压力愈加显现、北美播种将拉开序幕、东南亚棕榈进入增产期、厄尔尼诺带来的干旱题材炒作以及国内菜油抛储与新菜籽上市等等，将令油脂走势具有更多的不确定性。

在整体供给压力难减的情况下，4月初，北美及马来的多项行业数据将公布，关注美豆新作面积的调整，马棕油3月产量数据及4月的出口数据，若数据表现偏好，油脂短暂调整之后仍有上行的空间，而一旦市场关注焦点转向南美，在港口运力有所改善的情况下，大豆出口压力将集中显现，或给盘面带来下行压力。之后，随着到港压力逐渐释放，东南亚减产题材再起的话，仍有望继续上行。

整体上看，二季度，油脂较难出现单边行情，震荡区间或有所上移。豆油1609暂看5700-6500元；棕榈油1609暂看5100-6000元；菜油1609暂看5700-6300元。