

油脂旺季来临，易于走出修复性反弹

油脂油料

内容提要：

- ◆ 美联储今年剩下的政策会议还有两个，分别为 10 月 27--28 日，12 月 15--16 日，为重要系统性风险，预期将存在“买预期，卖事实”的交易逻辑，若利空靴子落地，容易激发市场促成修复性反弹。
- ◆ 美元升值、人民币贬值、美豆历史第二丰产规模、南美播种季开局良好面积有望扩张等，均对 CBOT 大豆形成牵制，本季重点关注美国大豆出口季的进展对大豆价格的影响。预期价格趋向震荡，季节性买盘难持久。
- ◆ 厄尔尼诺对马来西亚棕榈油减产的影响，并非即时性，而是存在半年之久的滞后期，最早于今年四季度，最迟于 2016 年春季开始显现。这叠加油脂需求旺季来临，棕榈油多头炒作存在一定想象空间，期价反弹诉求有望强化。
- ◆ 需求拉动疲软，国内饲料产量增速创新低，粕类价格旺季亦难出现趋势上扬，更多表现震荡市特征，价格波动范围有限。

关键词：豆类 油脂 季节性 反弹



王成强

王成强

农产品分析师

从业资格证：F0249002

投资咨询证：Z0001565

TEL：0516-83831127

E-MAIL：

wcqmail@163.com

2009 年从业，从事粕类、油脂、畜禽等农产品行业研究，善于从多维度把握行情发展方向，注重剖析行情主要驱动因子，曾系统接受大商所期货学院分析师培训，常参与关联产业调研。

一、三季度豆类行情回顾—宏观干扰因素增多

2015 年 3 季度里，国内市场出现了深刻的变化。中国股市泡沫破裂，出现了危机式下跌，由此引发经济成长忧虑，进一步加重了大宗市场的抛售。期间不乏希腊危机的冲击，以及美联储启动首次加息临近、新兴市场货币大幅贬值等因素干扰，该季度为金融风险积聚和释放的激荡时期。

CBOT 农产品市场出现反季节下跌，厄尔尼诺年份，美国作物生长状况良好，有望实现媲美历史性丰产的规模，这迎合了当前的风险抑制的市场环境，美豆本季下跌 15.84%，889 美分/蒲式耳，临近金融危机时期的低位，季度跌幅仅次于去年 21% 的跌幅。粕类市场旺季不旺，关联替代品价格持续走低，需求持续低迷而供给充盈，豆粕、菜粕期间本季涨跌互现幅度偏窄，猪肉价格的强劲势头，曾一度刺激粕类在季度初期急剧上涨，但外部环境掣肘，期价囿于区间震荡。油脂价格因原油颓势，本淡季表现较差，三大油脂均改写金融危机时期低点。

表 1、主要合约在 3 季度的价格表现

主要合约	季开盘价	季收盘价（9 月 25 日）	季涨跌	季涨跌幅	季振幅%
CBOT 大豆连续	1,054	889	-167	-15.84	19.15
豆粕 1601	2,645	2,675	15	0.56	13.38
豆油 1601	5,708	5,408	-326	-5.69	12.98
豆一 1601	4,209	4,027	-206	-4.87	10.28
菜粕 1601	2,019	2,033	-5	-0.25	18.69
菜油 1601	6,070	5,630	-448	-7.37	12.70
棕榈油 1601	5,010	4,484	-548	-10.89	22.38
鸡蛋 1601	4,160	3,802	-313	-7.61	14.00

数据来源：Wind

二、当前金融环境及市场特征综述

1、当前金融环境概述

美国 GDP 数据、就业数据等发展形势，已支持美联储货币政策走向常态化，尽管大宗商品价格的低迷压制了整体通胀，但美国本土的需求是支撑核心通胀上行的，美国年内加息是合适的。美联储 11 年来首次启动加息的临近，是 2015 年资本市场的大事件，下半年以来，大宗商品年内跌势的深化、中国股市危机式下跌、人民币主动贬值和金融市场动荡等事件，都与美国升息预期关联密切。

美联储今年剩下的政策会议还有两个，分别为 10 月 27--28 日，12 月 15--16 日，美联储加息利剑高悬，加剧中短期市场大规模波动，为重要系统性风险，市场在这种不确定事件中，对风险资产间歇性一致性沽空。就国内而言，股市危机进入下半场并接近尾声，A 股市场进入磨底过程，其波动方向对大宗交投趋势指引意义加大。

2、当前主要市场特征综述

TRJ-CRB 全球商品指数，今年以来震荡盘跌至 2001 年以来的新低（即近 14 年以来的新低），特别是 6、7 月份以来，希腊危机、中国股市危机、人民币汇率骤贬等因素驱使下，市场跌势加速，该指数累积跌幅近 20% 止于 185.13 点。在上述危机因素缓和、恐慌情绪缓释后，该指数周线级别止跌开阳，并迅速收复 200 点关口，回到金融危机时期低点之上。TRJ-CRB 指数近 30 年来的价格图谱告诉我们，200 点之下持续时间极为短暂，这或是重要的价格信号，暗示熊市空间进入尾部。

金融市场长期以来，不断放大悲观预期，而一旦联储真正加息（此轮加息的节奏将很温和），反而可能在最初的调整之后出现一种利空出尽的效应，使市场预期稳定下来。这种“买预期，卖事实”的逻辑，从最近几次美联储启动加息的周期来看，可以得到较好的印证。美元指数介于 95 至 98 之间，高位上涨迟滞，国际原油价格，在临近金融危机低点十数个百分点后，曾出现三天暴涨逾 20% 的走势，这些是大宗价格季末以来积极的信号。

表 2、历来美国升息周期 CRB 指数波动情况统计表

升息周期	升息幅度 (%)	CRB 综合指数 (%)	CRB 油脂指数 (%)	CRB 金属指数 (%)	CRB 工业原料指数 (%)
1987-1989	3.72	13.58%	-5.45%	40.68%	19.78%
1994-1995	3.16	15.89%	18.03%	35.73%	21.94%
1999-2000	2.04	-4.90%	-31.65%	-0.76%	-2.85%
2004-2006	3.3	28.68%	-10.29%	166.35%	45.28%

资料来源：研究所统计

从历来美国升息周期 CRB 指数波动统计表中可以看出，近四次 CRB 综合指数，平均涨幅 13.31%，仅 1999 年互联网泡沫破裂时期的升息周期，CRB 指数出现小幅下滑，分类来看，金属、工业原料类商品，对经济周期更为敏感涨幅最大，油脂类平均获得小幅负的收益。WTI 原油期货平均涨幅 61.68%，历来是最富弹性的商品，因本次油脂价格业已处于危机以来低位，本次升息周期的表现或不被看淡。

三、豆类相关要因分析

1、全球大豆供需格局宽松

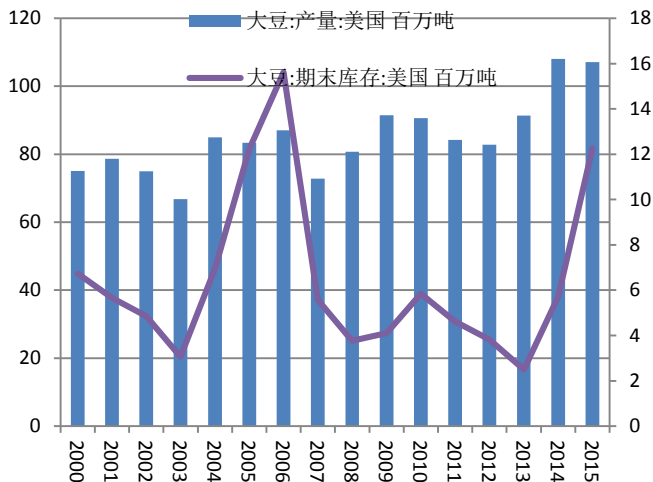
9 月 12 日凌晨，发布了备受瞩目的 USDA 供需报告。数据显示，2015/16 年度美豆种植和收割面积，遵循了历史惯例，未在 9 月份的报告中做出修改，但单产的调高使得美豆产量上调 0.19 亿蒲至 39.35 亿蒲（1.0710 亿吨），8 月份报告预估为 39.16 亿蒲（106.59 亿吨），此前市场平均预估则

为 38.69 亿蒲（1.053 亿吨）。衣阿华、明尼苏达州和内布拉斯加州等多州的大豆收成有望创纪录新高，是 USDA 意外上调美豆产量预估的重要原因。这是 USDA 连续第四次在月度供需报告中调升产量规模，处于历史第二高位。

报告另一个焦点在于库存的调整，USDA 将 2014/15 年度的美豆压榨和出口分别上调 0.25 亿蒲和 0.1 亿蒲至 18.7 亿蒲（5089.39 万吨）和 18.35 亿蒲（4994.14 万吨），并最终使得旧作大豆结转库存较 8 月份预估下降 0.3 亿蒲至 2.1 亿蒲（571.54 万吨）。而 2015/16 年度美豆库存，较 8 月份预估 4.7 亿蒲（1279.15 万吨）下调 0.2 亿蒲至 4.5 亿蒲（1224.72 万吨），调整原因主要来自旧作库存的下调以及新年度压榨数据上调 0.1 亿蒲至 18.7 亿蒲。美国大豆库存消费比消费下调至 12.09%，全球大豆库存消费比下调至 19.46%，仍处于历史较高的水平。

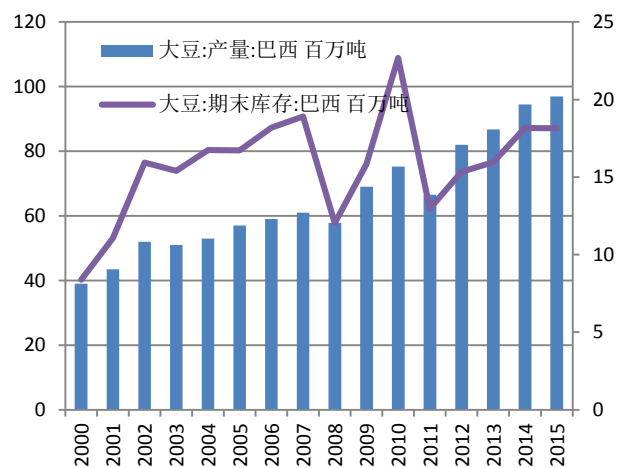
美国新作也逐渐临近最后的生长期，本季“厄尔尼诺”年份，47.1 蒲/英亩有可能是今年美豆单产的最大供给预估，因此，尽管农业部 9 月供需报告中性偏空，但 CBOT 大豆市场阴跌至 6 年来低位后，逼近 800 美分至 900 美分种植成本区域下方，季节性因素下，短期颇显沽空动能不足。

图 1、美豆产量和库存变动图



数据来源: Wind

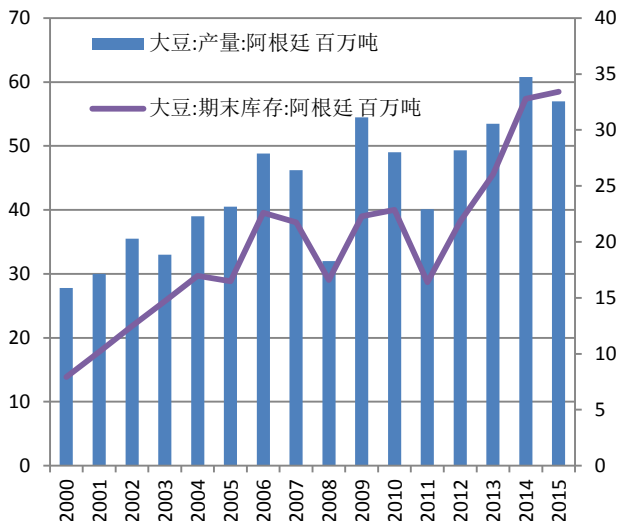
图 2、巴西产量和库存变动图



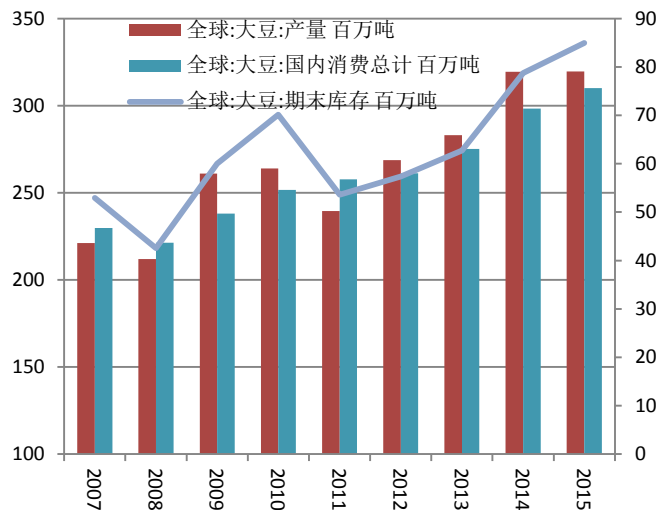
数据来源: Wind

图 3、阿根廷产量和库存变动图

图 4、全球大豆产量和库存变动图



数据来源: Wind



数据来源: Wind

2、南美大豆播种开局顺利

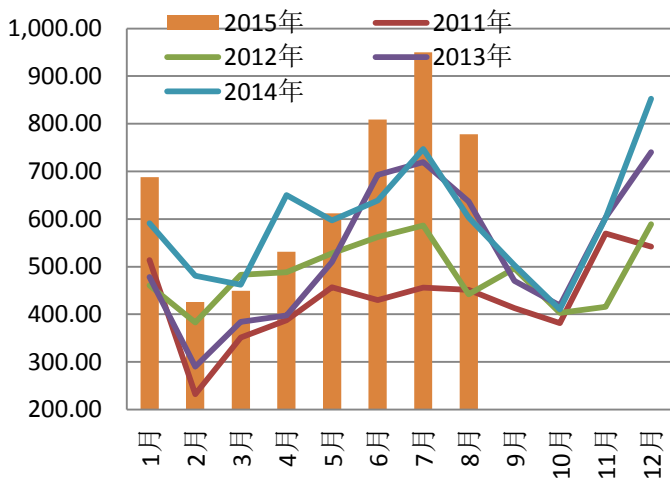
9月15日,巴西正式开始新豆播种:头号主产州马托格罗索州在结束了为期138天的“禁种期”之后本周展开大豆播种,南部和西部产区农户则已提前开始种植。当地气象服务机构 Somar 表示,巴西中部-西部大豆带的气候对播种来讲颇为理想,民间预测机构对于今年巴西大豆种植面积预估将增加3%-4%,USDA 预估2015年巴西大豆收获面积为3250万公顷,较去年增幅约3.17%,再创历史最高纪录;USDA 对于2015/16年度巴西大豆产量预估为9700万吨,较去年增幅约2.65%,也创下历史最高水准。阿根廷大豆播种一般较巴西推后约1个月,USDA 对于2015/16年度阿根廷大豆收获面积预估为2000万公顷,同比增幅约3.6%,创下历史最高纪录;总产量预估为5700万吨,同比降幅约6.25%,处于历史第二高位产量。

3、我国月度进口大豆数量锐增

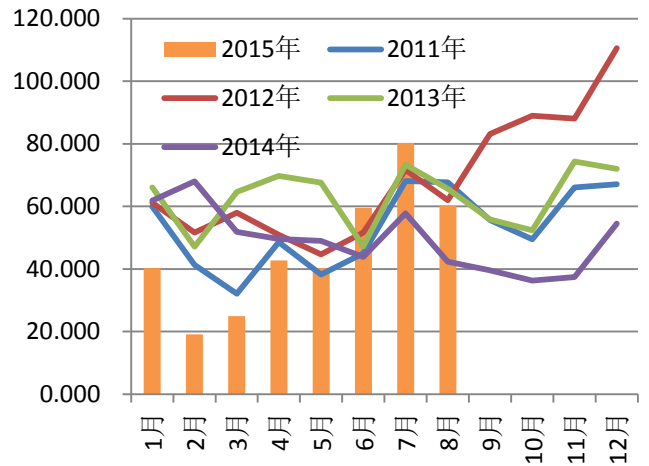
三季度里,我国大豆单月进口量屡次刷新历史记录。海关总署进口数据显示,今年1至8月份,中国大豆进口累计5239万吨,同比增长9.8%,再次刷新历史同期记录,其中7月份进口量为950万吨,创下我国单月进口天量。与往年不同的是,今年在美国大豆进口大幅下降的情况下,南美大豆大幅攀升。巴西大豆出口强劲增长的主要原因在于雷亚尔汇率大幅下跌,自年初以来,雷亚尔兑美元汇率已经下跌40%左右,这使得巴西增加大豆出口,大量大豆涌入中国,而进口大豆压榨利润,本季多数时间处于盈利状态,也是进口激增的主要原因,这导致国内大豆库存出现攀升势头,豆粕供给能力充足。相映成趣的是,豆油、棕榈油、菜籽油等三大油脂,合计进口367万吨,同比减少13.4%,分品种来看,豆油、菜籽油进口量仍呈现减少趋势,而棕榈油进口有增长趋势。

图5、我国大豆进口数量变动图

图6、三大油脂合计进口数量变动图



数据来源: Wind



数据来源: Wind

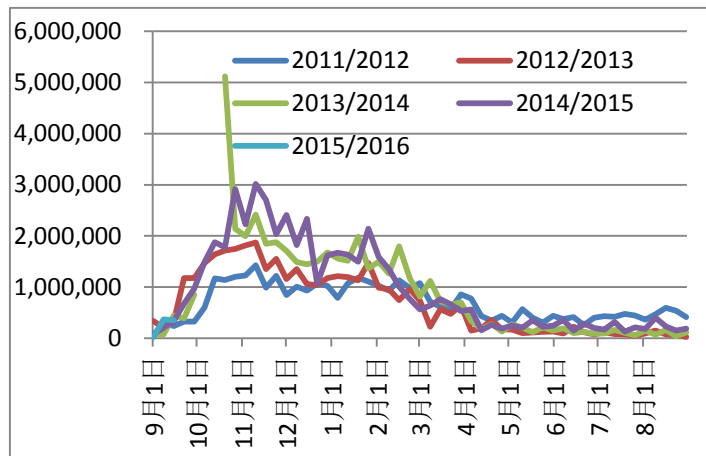
4、美国出口季节需求将为市场瞩目

美豆出口需求持续缓慢，中国买家采购美豆节奏偏慢于往年水平。今年以来，人民币贬值、美元走强以及南美创纪录丰收的供应压力，令美国大豆出口商苦不堪言，美豆新作销售进度异常缓慢，截至9月10日，2015/16年度美国大豆出口销售总量为1697.64万吨，仍比上年同期的2546.5万吨大幅减少约33.3%；不过近几周美豆出口销售表现趋好，且美国农业部的单日出出口报告显示近期中国买家频频出手采购美国大豆，但美豆总体出口销售进度依然偏慢于往年同期。根据中国海关统计数据，今年前8个月里中国进口大豆总量高达5239万吨，其中自南美进口比重高达66.16%，创2007年以来的同期最高水平，而美豆占比则从往年40%-44%降至今年的32.42%。

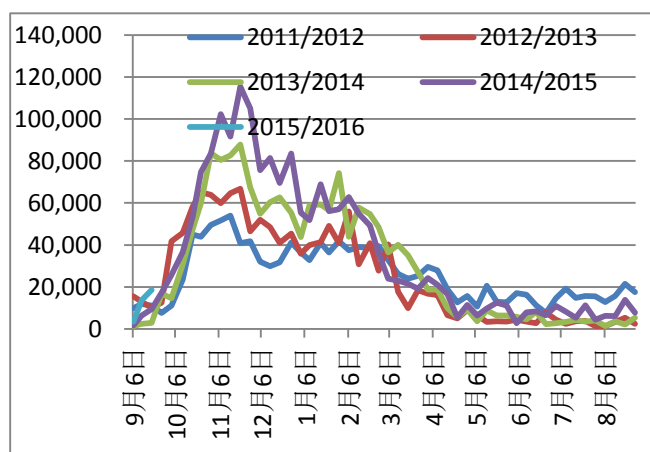
9月下旬，跟随国家主席习近平访美的中国商贸代表团，24日在美国大豆头号生产州阿拉巴马州举行签约仪式，有报道称，订购总量高达1318万吨，这笔交易价值53亿美元，采购量创下历史最高纪录。市场认为该消息将对美豆市场利好，或将部分抵消美豆收获压力，但季节性收割压力令涨幅受限。中国采购团的大豆购买协议历来被视为政治姿态，且价格不会被锁定，因而对美豆期价的拉升作用或将有限。四季度真实采购需求仍待启动，这将对美豆有重要指引。

图 7、美豆出口数据变动图

图 8、美豆周出口检验量变动图



资料来源: Wind

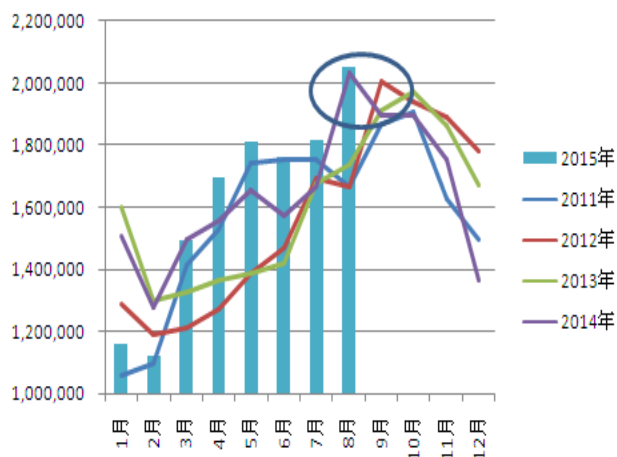


资料来源: Wind

5、马棕季节性减产周期临近

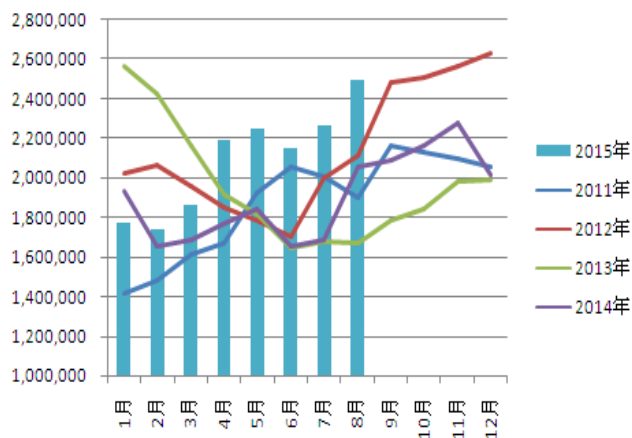
美国海洋与大气气象组织报告称在 2016 年春季之前发生厄尔尼诺的概率至少为 80%，澳大利亚气象局始终在警告称，四季度至年底的这场厄尔尼诺将是有史以来最强的一次，厄尔尼诺对棕榈油波动的影响从未停止。从统计的马来西亚降雨量数据来看，2015 年上半年，该国降雨量处于历史相对低位，厄尔尼诺事件对棕榈产量的影响非即时性，而存在半年之久的滞后性，因此，马来西亚棕榈油的单产，最早在四季度将叠加周期性减产，最迟在 2016 年上半年开始体现。

图 9、马来西亚棕榈油产量进入季节性峰值区



资料来源: Wind

图 10、马来西亚棕榈油库存仍在持续走高



资料来源: Wind

8 月，马来西亚棕榈油产量 205 万吨，同比增长 0.95%，同比增长能力趋弱，环比增长 12.9%，为季节性增长加速。马来西亚棕榈油库存 249 万吨，为历史同期最高，同比增长 21.5%，环比增长 10%，库存居高对价格形成一定牵制，但四季度减产可能会削弱库存增长潜力。

6、油脂季节性需求旺季来临

根据汇易网的估算，2015 年 8 月份国内豆油表观消费量预估在 133 万吨，上月为 146 万吨，上年同期为 127 万吨，同比增加 4.12%；今年 1-8 月份我国豆油累计消费量达到 971 万吨，去年同期为 853 万吨，同比增幅为 13.83%，棕榈油方面表现逊于豆油，2015 年 8 月份国内棕榈油表观消费量预估达到 44 万吨，上月为 54 万吨，上年同期为 47 万吨，同比减少 6.49%。截止到 9 月 24 日，国内豆油商业库存 95.3 万吨，棕榈油港口库存 75 万吨，虽三季度内库存显著回升，但仍处于数年来偏低水平，适逢四季度传统油脂消费旺季，料对价格将形成良性刺激。

图 11、我国棕榈油月度表观消费变动图



资料来源：汇易资讯

图 12、我国豆油月度表观消费变动图



资料来源：汇易资讯

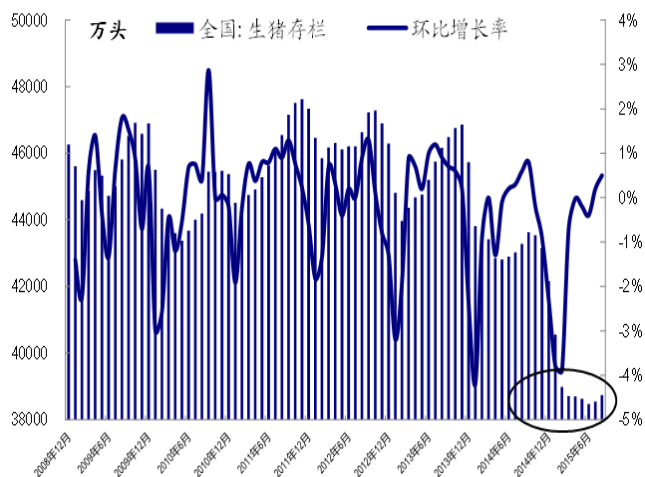
7、饲料需求萎靡抑制粕类价格

2015 年 8 月，我国生猪存栏量略有回升，能繁母猪存栏量则继续下降。农业部数据显示，截止 2015 年 8 月全国生猪存栏量约 3.8731 亿头，环比上升约 0.5%；同比降幅约 10.5%，维持 2008 年 12 月以来的低位水平；8 月能繁母猪存栏量约 3860 万头，环比下降约 0.41%，同比下降约 14.26%，连续 24 个月下降，创下 2009 年以来新低；虽然生猪存栏量略有回升，但是依旧处于历史低位；而能繁母猪存栏量则继续下降，农户补栏尚不明显，限制了饲料需求回升。

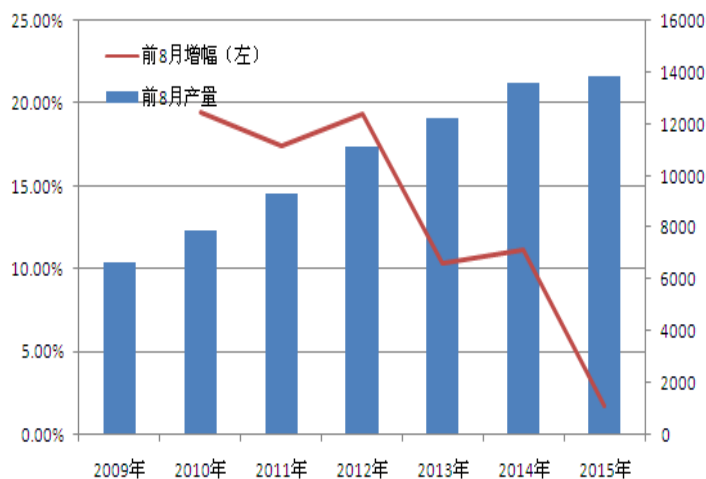
今年年初至 8 月份，我国配合、混合饲料合计产量 1.3866 亿吨，同比增长 1.7%，而过去三年同期同比增速分别为 19.37%、10.31%、11.16%。可见今年 1-8 月我国饲料产量处于极低速增长，且有旺季不旺的特征。

图 13、我国生猪存栏处于历史较低水平

图 14、前 8 月配合、混合饲料累计产量及增速



资料来源: Wind



资料来源: Wind

四、观点总结及策略

自上而下来看,我们需要注意的是,四季度宏观干扰项不可小觑。10月、12月两次联储政策会议,可能会引发金融市场系统性的风险和干扰,本文从金融市场环境和当前主要大宗商品市场特征入手,梳理历次美国加息周期大宗市场的表现,意图从宏观视角定位战略投资方向。

国际大豆供需格局来看,市场的注意力,在本季将转移至美国出口销售的进程以及南美大豆播种的好坏上,CBOT大豆在熊市框架内,可能临近季节性低点后,出现应季的反弹,其高度取决于金融市场环境的改善程度,以及需求的增长,预期价格偏向震荡。油粕呈现结构性的强弱变化,油脂在金融危机低位区域,借助旺季需求及厄尔尼诺炒作,表现可能将优于粕类。预计四季度大连豆粕波动区间2500至2800,大连豆油在5100至6500区间波动,大连棕榈油4400至5600区间波动。

策略上,我们推荐棕榈油、豆油单边择机参与多单,特别是美联储加息的利空靴子落地后,大宗价格可能将从过度的一致性沽空状态中作出修复,套利交易中可关注棕榈油期货5月合约与1月合约扩大的机会,预期价差波动范围100到300之间。