



美豆熊市波动收敛 油强粕弱格局显著

国际大豆/豆粕

内容提要:

- ◆ 全球谷物库存规模为历史最高水平，世界大豆连续三年实现历史性丰产，供给过剩叠加宏观周期负面冲击，是国际大豆及其衍生品熊市波动的重要原因。
- ◆ 2015/16 年度，美国大豆产量 1.08 亿吨，预期总需求 1.02 亿吨，产需差值 661 万吨，显示供给规模过剩。作为类比，这高于 2005/06 年度（518 万吨），为历史极大值。从库存消费比和产需缺口状态来看，2015/16 年度与 2005/06 年度的供需格局最为相似。
- ◆ 全球大豆库存 8258 万吨为历史新高，其中 60%集中在南美，因阿、巴汇率贬至记录低位，大豆出口竞争优势明显，若南美大豆库存显性化，或加大全球去库存的速度，虽全球需求上升动力强于产量上升动力，但供需整体宽松，去库存化进程对价格的影响中性偏空。
- ◆ 国内生猪和禽类存栏处于收缩状态，需求不佳，饲料产量增速为历史极低值，预计进入 2016 年的下半年，随着生猪补栏增长，饲料需求增速有望趋向积极，届时对粕类价格有扶助。
- ◆ 全球植物油需求增速 3.6%，显著高于已连续三年收缩的产量增速（1.38%），植物油产需差值缩小至 138 万吨，为历史偏低水平，这对价格有积极正面意义。
- ◆ CBOT 大豆市场，上半年承受南美供给冲击后，进入下半年，价格预期将有显著回升，全年或呈先抑后扬势态，波动区间预计在 750 至 1050。棕榈油增产的小年，对价格有支持，油脂价格重心有望上移 15%至 20%，棕榈油波动区间 4200 至 5600，有望成为市场多头热点。养殖复苏缓慢和饲料替代因素不利粕价，年内油强粕弱市场结构凸显，而这种局面在下半年会有改观。



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：

wangchengqiang@neweraqh.com.cn

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。

第一部分 2015 年豆类市场特征综述

2015 年 CBOT 大豆震荡盘跌，为连续第三个熊市波动的年景，美豆震荡盘跌熊市寻底，这里有供需的基本逻辑，也有宏观面系统性因素。

一、大宗商品熊市波动具有系统性因素

在美元指数牛市波动图中，我们标示出联储议息会议时间。2015 年年初以来，美国靓丽的经济数据，已助涨了年内联储启动加息的预期，美元指数在 3 月份曾一度突破 100 关口。因美国加息预期的冲击，全球金融市场出现动荡，包括中国在内的新兴经济体或资源出口型国家汇率趋势贬值，经济增长疲弱，加重了大宗商品市场抛售，6 月和 8 月中国两轮股灾，也显示出强烈的负面溢出冲击，美联储考虑到上述外部因素，加息时间一再推延。至 10 月份，全球金融市场趋于稳定，美国加息条件日臻成熟，美元指数突破近 13 年的新高，与此相对应，CRB 商品价格指数，跌落至近 14 年谷底。

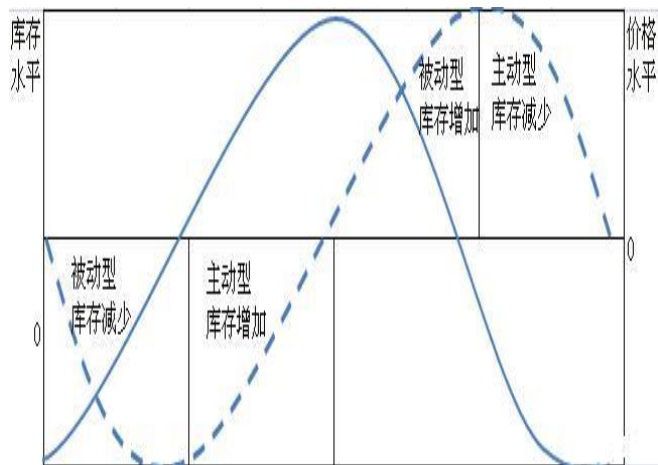
另外，当前市场去库存化阶段，总需求低迷，亦是大宗商品下滑的重要原因。中国 PMI 原材料库存指数，是划分中国库存周期的重要标准，因中国经济转型升级，新旧模式转换，经济增速和总需求显著下滑，2015 年 11 月，我国原材料库存指数降至 47.1，创近三年以来的新低，该指数的运行趋势显示（图 3 示），我国仍处于去库存化阶段，即“供给减少，需求下降，库存减少”的主动

图 1. 2015 年强势美元运行图



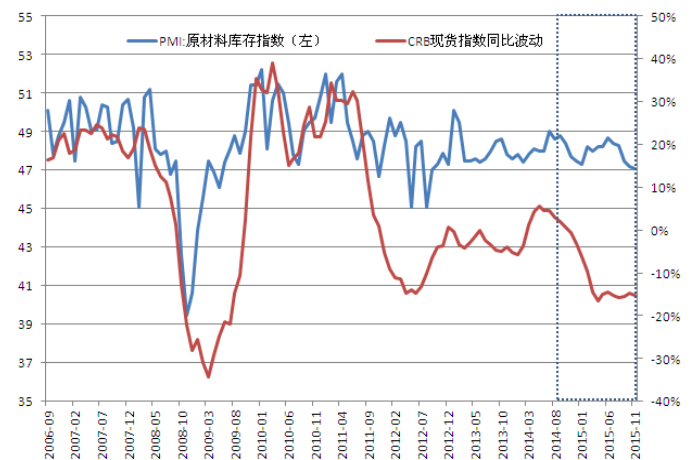
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 库存周期下的商品价格运行趋势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 3. 我国去库存化周期商品熊市寻底



资料来源：WIND 新纪元期货研究

型库存减少周期，该阶段价格熊市寻底。当“供给减少，需求转入增长，库存减少”的被动型库存减少周期来临，市场迎来库存重建周期，商品价格才可迎来牛市波动。

金融美元因素、经济周期性因素，是大宗商品市场系统性熊市波动的重要驱动。

二、豆类市场熊市波动特征综述

2015 年上半年，CBOT 大豆价格维持在在 920 至 1040 内区间波动，USDA6 月供需报告中，美国 and 全球大豆结转库存小于预期初现利多，6 月 30 日季度库存和种植面积数据意外利多，这种接连的利好数据刺激下，美豆年内最强上涨趋势，也仅持续 1 个多月的时间，累计涨幅 11%。随后几个月的作物生长期，天气市化又为泡影，奠定了下半年反季节下跌的趋势。在 CBOT 大豆熊市波动图中，我们特别标示出了 USDA 供需报告发布的日期及其随后的价格波动趋势（图 4 示）。

美国农业部连续上调美国大豆单产和产量规模，美豆跌破了上半年的震荡区间，直到 11 月单产较最初预期值提升超 5% 至记录新高，供给利空出尽后，其价探底至 850 下方后方展开抵抗，该价位被普遍认为是当前美国豆农的综合成本线。

截止到 2015 年 12 月中旬，CBOT 大豆价格跌落至近 6 年半来低位，年振幅 21%，年跌幅 11.5%，850 美分/蒲式耳为北半球收获季重要低点。大豆衍生品表现出更大的波动性，其中美豆油于金融危机低位之下仍再度大幅探底，年振幅 31%，但年跌幅收敛至 5%；美豆粕年振幅 28%，年跌幅 22%。因今年发生近代历史上最强厄尔尼诺，影响东南亚棕榈油产出，更兼有美国环保署提升生物能源掺混比率，提升油脂生物柴油需求前景，油脂成为年内最强商品序列。

当前，全球谷物库存规模为历史最高水平，美国大豆实现了罕见的迭创历史新高的产量，供给过剩叠加宏观周期负面冲击，是国际大豆及其衍生品熊市波动的原因，展望 2016 年，市场供需形势又将对如何推演，将会有哪些投资性、交易性机会，是本年报重要讨论的话题。

图 4. 2015 年 CBOT 大豆熊市波动图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 国际大豆市场供需形势分析

一、美国大豆供需格局持续宽松

美国农业部 12 月供需报告显示，美国大豆单产 48.3 蒲式耳/英亩，美豆产量达 1.08 亿吨，美豆单产和产量三年迭创记录水准，这在美豆生产史上较为罕见。美豆出口需求显著下行，总需求出现缩减 3.18%，美国大豆结转库存预计增长近 1.5 倍至 1265 万吨，库存消费比 12.43%，为近 9 年来的最高水平，供求格局宽松。

2015/16 年度，美国大豆产量 1.08 亿吨，预期的总需求 1.02 亿吨，产需差值 661 万吨，显示供给规模过剩。作为类比，这高于 2005/06 年度（518 万吨），为历史极大值。从上述库存消费比和产需缺口状态来看，2015/16 年度与 2005/06 年度的供需格局最为相似。

二、南美大豆供需平衡分析

依据美国农业部 12 月供需报告数据预测，巴西 2015/16 年度大豆的产量，有望首次突破 1 亿吨，实现连续四个年度的历史丰产规模。巴西大豆近十年的生产趋势，是以 5.42% 的复合增长率增长，而该国出口需求，始终保持在旺盛的两位数增长，2015/16 年出口预估 5700 万吨，增速 11.52%，

因总需求增速高于产出增长，巴西库存消费比为近四年偏低水平，该国供需格局转入中性。

2015/16 年度，阿根廷大豆产量预计 5700 万吨，结束了三年连增的局面，较去年调降 7.17%，但也是历史第二大丰产规模，因该国出口关税和汇率贬值因素，豆农有屯豆保值习惯，2015/16 年阿根廷大豆期末库存 3036 万吨，该国库存消费比常年居高在 50% 以上，出口常年均值 1000 万吨，出口增速低迷，但这种局面可能得到扭转。阿根廷新总统 12 月 10 日上台后，将大豆出口关税从 35% 下调至 30%，并在随后的四年任期内，每年调降 5%，取消小麦、玉米等谷物出口关税和配额，此前税率分别为 23% 和 20%。这将激励豆农释放库存，刺激阿根廷出口提速，对全球谷物供给有冲击。

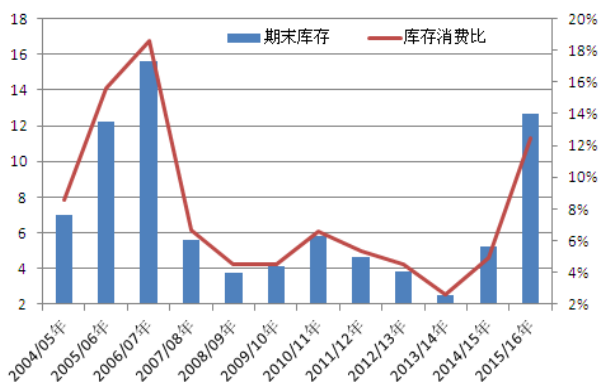
表 1. 美国大豆供需平衡表

年份	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15 (12 月预计)	2015/16 (12 月预计)
收获面积	75	77.2	76.8	83.3	83.2
单产	41.9	39.8	44	47.5	48.3
期初库存	5.85	4.61	3.83	2.5	5.21
产量	84.19	82.79	91.39	106.88	108.35
进口	0.44	1.1	1.95	0.9	0.82
总供给量	90.48	88.5	97.17	110.28	114.38
压榨量	46.35	45.97	47.19	50.98	51.44
国内消费总计	48.72	48.83	50.09	54.91	55.06
出口	37.15	35.85	44.57	50.17	46.68
总需求	85.87	84.68	94.66	105.08	101.74
期末库存	4.61	3.83	2.5	5.21	12.65
库存消费比	5.37%	4.52%	2.64%	4.96%	12.43%

单位：百万英亩，蒲式耳/英亩，百万吨。

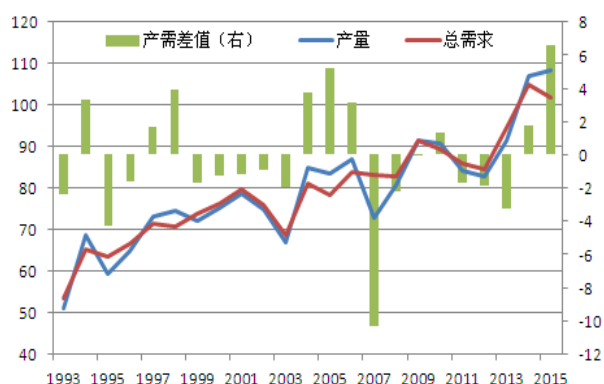
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 5. 美国大豆库存消费走势图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 美国大豆产需差值达历史最大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

表 2. 巴西大豆供需平衡表

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15 (12月预计)	2015/16 (12月预计)
收获面积(千公顷)	25,000	27,700	30,100	32,100	33,300
单产(吨/公顷)	2.66	2.96	2.88	3	3
期初库存(千吨)	23,636	13,024	15,330	15,950	18,860
产量	66,500	82,000	86,700	96,200	100,000
进口	128	395	610	310	300
总供给量	90,264	95,419	102,635	112,460	119,160
压榨量	38,083	35,235	36,860	39,930	40000
国内总消费	40,983	38,185	39,860	42,980	43100
出口	36,257	41,904	46,829	50,610	57000
总需求量	77,240	80,089	86,690	93,590	100100
期末库存	13,024	15,330	15,950	18,860	19060
库存消费比	16.86%	19.14%	18.40%	20.15%	19.04%

资料来源: WIND 新纪元期货研究

表 3. 阿根廷大豆供需平衡表

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15 (12月预计)	2015/16 (12月预计)
收获面积(千公顷)	17,577	19,750	19,400	19,790	20,000
单产(吨/公顷)	2.28	2.5	2.76	3.1	2.85
期初库存(千吨)	21,403	15,949	20,962	26,050	31,660
产量	40,100	49,300	53,500	61,400	57,000
进口	0	2	1	2	2
总供给量	61,503	65,251	74,463	87,452	88,662
压榨量	35,886	33,611	36,173	40,230	42,000
国内总消费	38,186	36,551	40,571	45,220	47,050
出口	7,368	7,738	7,842	10,570	11,250
总需求量	45,554	44,289	48,413	55,790	58,300
期末库存	15,949	20,962	26,050	31,660	30,360
库存消费比	35.01%	47.33%	53.81%	56.75%	52.08%

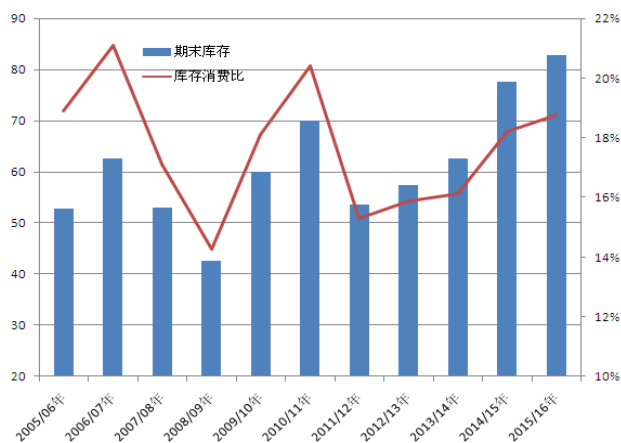
资料来源: WIND 新纪元期货研究

三、全球大豆供需格局宽松，但价格形势好于 2014/15 年度

2015/16 年度，全球大豆产量 3.2 亿吨，虽为记录新高，但增速放缓至 0.35%，表明连续四年的增产进度在放缓，国内消费总计 3.12 亿吨，消费增速 4.16%，虽较去年增速减半，但显著高于产量增速。近十年来，全球大豆产量复合增长率 3.38%，总需求复合增长率 3.68%，在持续历史性丰产背景下，当前产需差值却缩小至 779 万吨，处于近五年偏低的水平，表明全球需求仍相对旺盛。

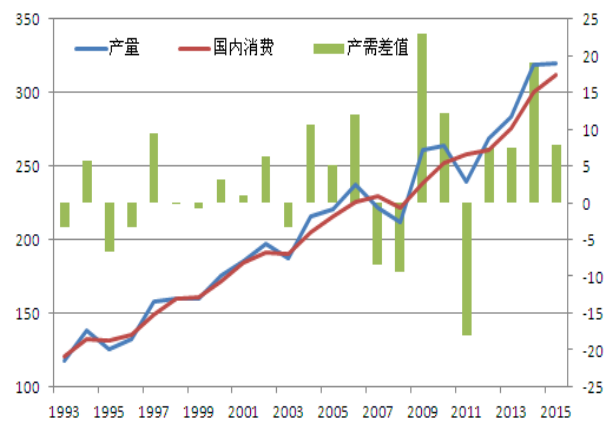
全球年度库存 8258 万吨为历史新高，其中 60%集中在南美，2015 年，巴西雷亚尔爆贬 41%，阿根廷比索延续趋势贬值 14%，作为全球大豆主要出口国，因其汇率贬值至记录低位，相较于强势美元的美国，大豆出口竞争优势更为明显，南美主产国大豆出口规模存在上调预期，南美大豆库存显性化，或加大全球大豆去库存化的速度，虽全球需求上升动力强于产量上升动力，但供需整体宽松，去库存化进程对价格的影响中性偏空，而沽空动能当不及 2014/15 年度。

图 7. 全球大豆库存消费走势图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 全球大豆产需差值缩小



资料来源：WIND 新纪元期货研究

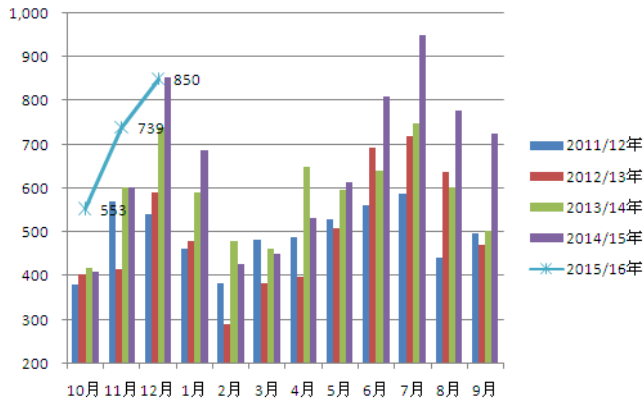
四、我国大豆进口需求旺盛，而国际出口竞争局面加剧

海关数据显示，2015 年 11 月我国进口大豆 739 万吨，同比增加 22.62%，环比增长 33.59%，今年 1 到 11 月我国进口大豆总量 7262 万吨，同比增加 974 万吨或 15.50%。美国农业部预计，2015/16 年度，我国大豆进口规模创新高至 8050 万吨，较上一年度增长 2.74%，源于比价优势提升，国内豆粕需求旺盛，对大豆进口拉动作用凸显。在今年中国进口大豆总量中，巴西大豆占比 56%，丰产因素和货币贬值因素，南美销售出现淡季不淡的现象，出口周期延长。

美国大豆 2015/16 销售年度，因美元升值、南美主产国汇率贬值，出口竞争力缺失，出口进度远逊色于以往。美国农业部周度出口销售报告显示，本年度迄今，截止至 2015 年 12 月 3 日，美国大豆出口销售 3440 万吨，虽出口进程较初期有所改善，但仍较去年落后 14.7% 或 606 万吨，当前大豆出口达成美国目标的 73.70%，是近四年来最慢进度。

美国对华大豆销售总量为 2030.3 万吨，较去年同期的 2519.1 万吨减少 19.4%，其中，大豆出口装船量为 1501.8 万吨，已售尚未装船量 528.5 万吨。南美挤出效应，令美豆出口前景堪忧，美国农业部对美豆出口有一定调降空间。

图 9. 我国大豆进口数量图



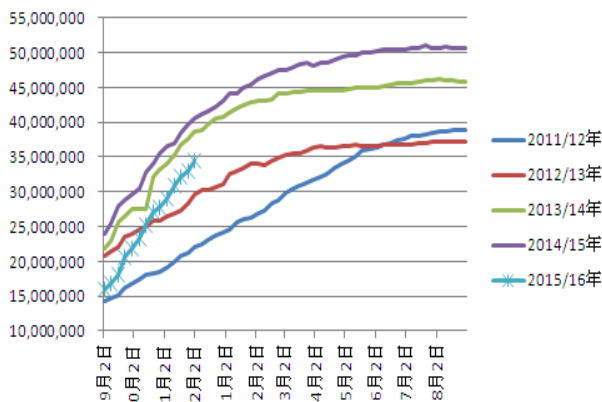
资料来源: WIND 新纪元期货研究

表 4. 南美大豆进口占比增长较快 (单位: 万吨)

进口国	1至10月	份额	去年1至10月	同比变动
巴西	3697.28	56.93%	3129.45	18.14%
美国	1751.17	26.97%	1758.25	-0.40%
阿根廷	783.62	12.07%	530.99	47.58%
乌拉圭	212	3.26%	203.59	4.13%
加拿大	49.96	0.77%	51.95	-3.83%
总计	6494.03	100%	5674.23	14.45%

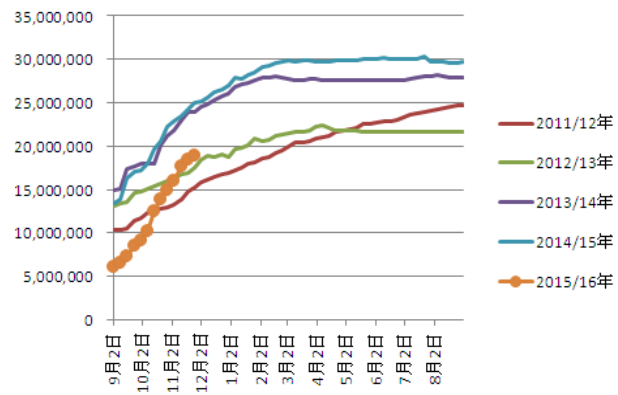
资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 10. 美国大豆出口销售进度图



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 11. 美国对华大豆销售进度图



资料来源: WIND 新纪元期货研究

第三部分 豆类衍生品关联要因分析

我们在第二部分，着重分析了国际大豆当前供需宽裕的市场格局，以及因为汇率波动，带来的主产国南、北美出口竞争加剧的问题，去库存化周期主导下，国际大豆价格仍趋向熊市波动，而其衍生品的结构性变化颇为显著。国内谷物替代激增，叠加养殖需求疲弱，玉米暴跌超 20%，粕类年度跌幅 16%至 18%，为金融危机以来最大。而全球油脂供需格局向好，厄尔尼诺影响棕榈油产出，马来西亚棕榈油年内上涨 7%，CBOT 豆油指数，连跌四年后今年跌势收敛至 5%，国内三大油脂指数跌幅集中在 5%至 8%之间。

在第三部分中，我们将讨论国内养殖业发展形势和饲料需求前景，以及谷物的饲料替代形势，这关系到粕类的需求和价格展望。而后讨论厄尔尼诺滞后性影响，以及全球植物油供需格局，这关

系到油脂的价格展望，以及市场结构的变化。

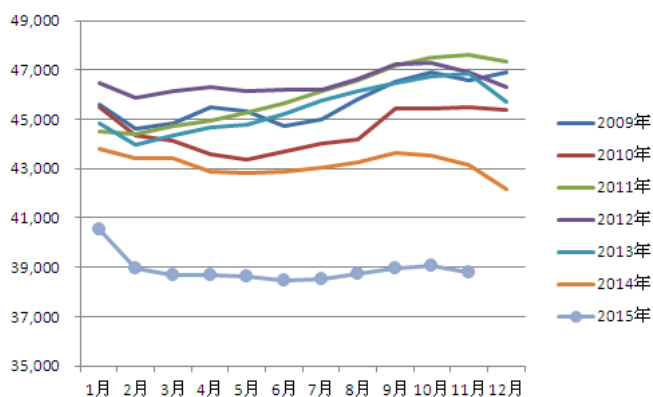
一、畜禽养殖与饲料需求

（一）生猪养殖需求，有望在 2016 年三季度回升

2015 年 2、3 季度里，我国生猪价格出现一轮超过 60% 的趋势上涨，主要城市的生猪价格 8 月份达到 18.70 元/千克，距离历史最高价格仅相差 6%，生猪价格成为大宗商品熊市环境中的一道独特风景。其背后的逻辑在于，国内生猪存栏近两年加速缩减，较高存栏时期缩减近两成，处于历史低位区域，生猪存栏不足推动猪肉价格走牛。受累于此，饲料需求却萎靡不振，叠加原料供应过剩，全球蛋白粕价格熊市波动深化。

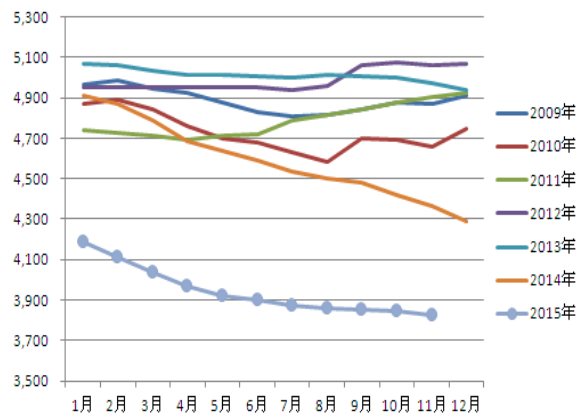
2015 年 11 月，我国能繁母猪数量为 3,825 万头，同比下滑 12.43%，生猪存栏 38,806 万头，同比缩减 10.07%，因这一轮周期中，能繁母猪存栏量下降持续的时间超预期，是有数据记录以来最长的一次，严苛的新环保法和资金因素，导致生猪养殖去产能积极而补栏谨慎。能繁母猪存栏的变化，决定了 10-12 个月之后的生猪供给，母猪存栏降到底部一年以后猪价才会出现大周期的猪价转折点，当前未见拐点，本轮猪周期有延长的趋势。能繁母猪同比和环比已持续 27 个月缩减，但近几个月降幅有持续缩窄的趋势，当前猪粮比价突破 8，是近七年以来的高位，这有助于刺激养殖户补栏积极性，按照能繁母猪至商品猪的供应周期推算，最迟到 2016 三季度，生猪存栏将得到显著恢复，届时饲料需求方可获得更积极的改善。

图 12. 我国生猪存栏数据月度变动趋势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 13. 我国能繁母猪存栏月度变动趋势



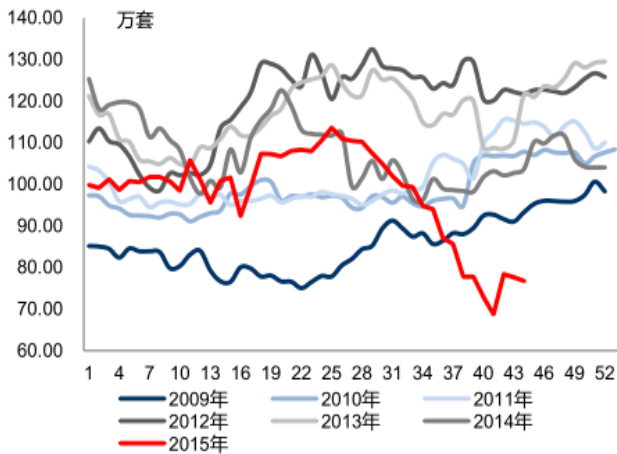
资料来源：WIND 新纪元期货研究

（二）种鸡引入量下降严重，我国禽类存栏不足

2015 年 1-10 月，我国共进口祖代白羽肉种鸡 50 万套，其中 96.8% 的祖代鸡均从法国进口，远低于 110 万套引种量上限目标，预计全年引种量 70 万套，同比减少近 25%，为多年新低，美国于 2015 年 1 月爆发禽流感，国家发文禁止进口美国种鸡，是进口下降的主因。而 11 月下旬，法国爆发禽流感，亦遭种鸡进口禁令，这将进一步导致祖代鸡引种断档。目前与我国签订检疫条款的除

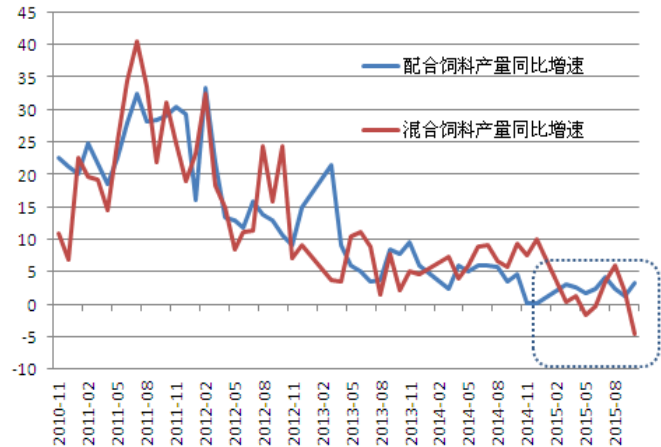
美国和法国外只剩下新西兰，而新西兰祖代鸡产能只有 20-30 万套，若 2016 年美国继续禁运，祖代鸡引种量将大幅下降，祖代鸡引种量大幅低于 100 万的均衡量，会推动产业链各环节供给趋紧，商品肉鸡存栏不足，饲料产量故此增速受限。

图 14. 我国祖代鸡在产存栏量处于多年低位



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 15. 我国饲料产量增速处于历史低位



资料来源: WIND 新纪元期货研究

(三) 国储玉米库存庞大，压低饲料品种价格重心

2015 年 10 月 15 日，中共中央、国务院《关于推进价格机制改革的若干意见》中表示，农产品价格主要由市场决定，扩大“绿箱”政策实施范围，继续执行并完善稻谷、小麦最低收购价政策，改革完善玉米收储制度，继续实施棉花、大豆目标价格改革试点。

故此，我国玉米 2015 年临储收购价格顺势下调 10%，宣告牛市价格终结，玉米期货价格出现超过 20% 的趋势下跌，内外盘价差出现显著收敛。国储库存仍在持续攀升，目前为 1.77 亿吨，随着临储收购的增加，国储库存可能突破 2 亿吨。收储价格调降和市场化运作的趋势，2015/16 年度，国内玉米价格继续看淡，收储价格成为长期顶部。

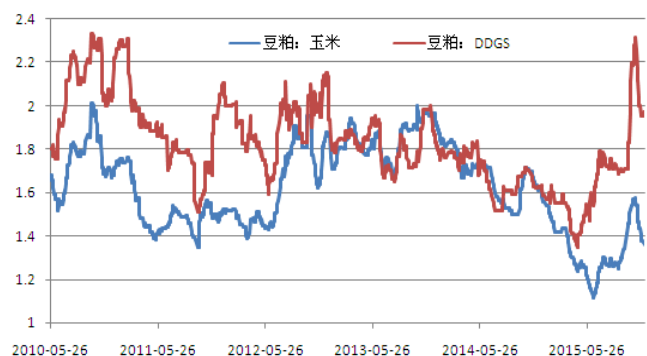
豆粕因供给萎缩和性价比降低，目前在饲料配方中添加比例较低，作为补充，豆粕在饲料中的

表 5. 国储玉米价格首次顺势调低

日期	临储收购价格(元/吨)				
	吉林	辽宁内蒙	黑龙江	涨跌	幅度
2008 年	1520	1500	1480	-	-
2009 年	1520	1500	1480	0	0
2010 年	1820	1800	1780	300	20.27%
2011 年	2000	1980	1960	180	10.11%
2012 年	2140	2120	2100	140	7.14%
2013 年	2260	2240	2220	120	5.71%
2014 年	2260	2240	2220	0	0.00%
2015 年	2000	2000	2000	-220~-260	-10.00%

资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16. 豆粕与玉米、DDGS 比价走势图



资料来源: WIND 新纪元期货研究

表 6. 我国玉米临储库存数量表

生产年份	黑龙江	吉林	辽宁	内蒙	小计（未计入移库）
2012 年	654	397	0	120	1171
2013 年	1957	2098	821	941	5817
2014 年	3620	2504	917	1287	8328
小计（截止 2015 年 10 月临储玉米拍卖结束时库存）：					15316
2015 年（截止 11 月 30 日临储收购数量）	1533	472	28	316	2348
临储玉米库存总量	7764	5471	1766	2664	17664

资料来源：WIND 新纪元期货研究

添加比例已达到较高水平，未来继续提高的空间有限，而玉米临储收购价格下调，能量饲料和蛋白饲料的比价关系发生改变，可能会抑制蛋白料豆粕的消费。为消化庞大的玉米库存，国家鼓励玉米深加工，各种深加工副产品也将增加蛋白料供给，长期将从供给端，对粕类形成抑制。

（四）养殖业景气度提升，而饲料需求复苏表现滞后

生猪和禽类养殖需求增长，决定了国内饲料需求增速。2015 年截至到 10 月份，我国混合饲料产量 5275 万吨，同比增速 0.35%；配合饲料 1.27 亿吨，同比增长 2.17%。我们看到饲料产量增速，皆为历史极低增速。这反映着国内生猪和禽类存栏的收缩，提升 2016 年养殖业景气度，不利于饲料需求。而预计进入 2016 年的下半年，随着生猪补栏增长，饲料需求增速有望趋向积极。

二、油脂市场要因分析

（一）后厄尔尼诺时期，棕榈油产量下滑

世界气象组织称，2015 年的厄尔尼诺可能是 1950 年以来三场最强的厄尔尼诺之一，可与 1997/98 年度以及 1982/83 年度创纪录的厄尔尼诺一争高下。美国农业部数据显示，1998 年马来西亚棕榈油产量减少 5.5%，印尼产量减少 7.2%。1983 年马来西亚棕榈油产量减少 5.1%。印尼和马来西亚占到全球棕榈油产量的 85%，2016 年棕榈油市场的多头交易兴趣可能因此而增加。

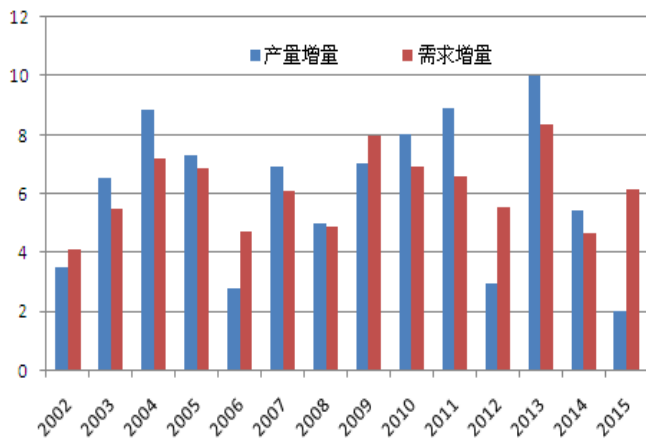
2015 年 7 到 10 月，印尼棕榈油产区至少 26% 的地方降雨量不足正常水平的一半（其中 16% 的地区降雨量不足正常水平的 35%）。据油世界报告称，2016 年 1-6 月份，印度尼西亚棕榈结果数量和果重将减少，此外，雾霾天气导致日照时间缩短，可能降低主产国棕榈油单产，2016 年该国单产预计整体缩减 5.4%，是主产国受损最严重的国家，但印尼棕榈树成熟面积增加 5.6%，抵消了单产带来的产量损失，而马来西亚棕榈树成熟面积的增加和单产的缩减同样存在相抵效应，使得该国产量小幅缩减 0.6%。油世界预计，2016 年全球棕榈油产量仅较去年小幅增加 20 万吨至 6320 万吨，相比之下，2015 年产量增长 340 万吨，最近五年平均年增量 336 万吨，全球棕榈油产量增长显著放缓。

表 7. 近年来主产国棕榈油产量单产变动预估表

国家/地区	产量				单产				成熟面积			
	2016 预估	2015 估计	2014	2013	2016 预估	2015 估计	2014	2013	2016 预估	2015 估计	2014	2013
印尼	33.6	33.6	31.3	28.72	3.68	3.89	3.84	3.72	9.12	8.63	8.15	7.72
马来西亚	20.2	20.32	19.62	19.22	4.12	4.27	4.25	4.32	4.9	4.76	4.62	4.45
中美和南美	3.91	3.77	3.44	3.26	3.13	3.14	2.99	2.99	1.25	1.2	1.15	1.09
其他国家	5.51	5.33	5.25	5.27	1.99	1.99	2.03	2.11	2.77	2.68	2.59	2.5
全球	63.22	63.02	59.61	56.47	3.5	3.65	3.61	3.58	18.04	17.27	16.51	15.76

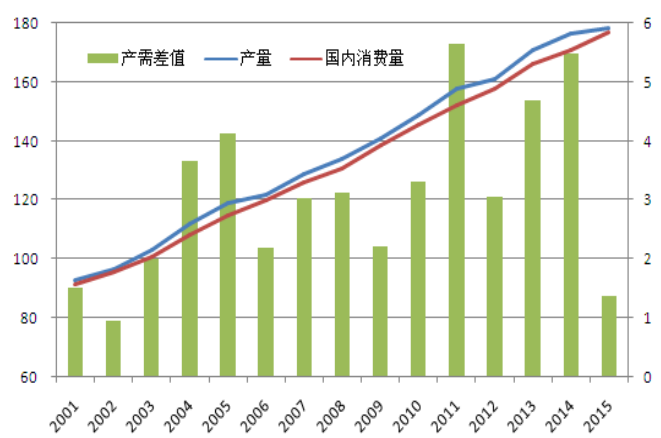
资料来源：油世界 新纪元期货研究

图 17. 全球植物油产需增量变动



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 全球植物油产需差值骤然缩减



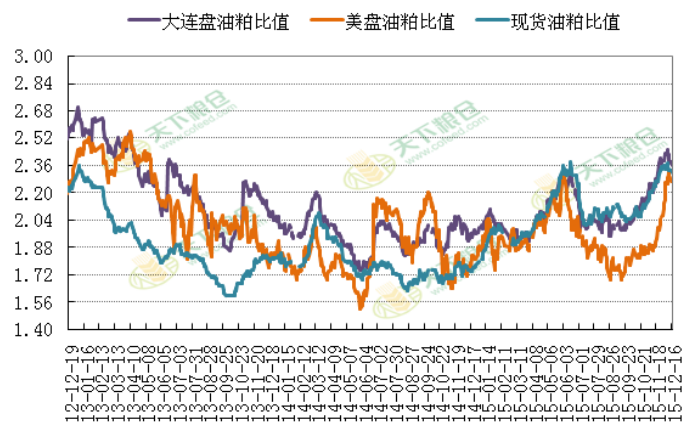
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 19. CBOT 豆油占总产品价值的比重



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 国内外油粕比价走升图



资料来源：天下粮仓 新纪元期货研究

（二）全球植物油产需格局，对价格趋向正面

前面我们谈到，棕榈油主产国因厄尔尼诺影响，2016 年产量停止增长甚至有下滑倾向，因棕榈油是全球最大的油品，这对油脂供需格局有巨大冲击力，而世界菜籽油、棉籽油分别减产 4.6% 和 9.8%，可能放大棕榈油减产所带来的冲击波。

2015/16 年，全球植物油需求增速 3.6%，近年来增速稳定，而产量增速仅 1.38%，已连续三年缩减，供需变化图中，我们能清晰的看到，2015/16 年需求增加 614 万吨，较去年增量多出三分之一，而产量增加 205 万吨，不足去年增量的一半，全球植物油供需差值缩小至 138 万吨，为历史偏低水平，这对价格有积极正面意义。

第四部分 价格展望

一、利空出尽，大宗市场环境或有缓和

全球大宗商品价格，历史 5 年的时间，业已跌回十数年的谷底，宏观的经济周期性因素影响深刻，因此，自上而下的分析逻辑，应当对价格的解释会更佳。2015 年，市场在美联储启动升息的预期中演绎，商品价格在不断的计入美国升息这一要素，且品种序列形成轮动和共振下跌，而美国敲定升息，市场可能出现新的变化。

从美国升息周期 CRB 指数波动统计表中可以看出，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。金融市场“买预期，卖事实”的逻辑，容易诱使熊市超卖过程出现反弹，而升息周期，更多证实经济的成长性，因此，美国升息周期的商品市场，表现的并不悲观，但商品市场热度高低，取决于去库存化的进程和需求起色。

表 8. 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：WIND 新纪元期货研究

二、豆类熊市波动空间将收敛，易于出现较佳的修复性上涨行情

天公作美，国际大豆生产形势，已实现连续三个年度的历史性的丰产规模，这当然也得益于转基因育种技术的进步，但连续实现第四次历史性丰产的挑战在增加，料将成为小概率事件，强厄尔尼诺过后，拉尼娜现象可能接踵而来，这将不利于大豆生产，CBOT 大豆市场，上半年承受南美供给冲击过后，进入下半年，价格预期将有显著回升，全年或呈先抑后扬势态，波动区间预计在 750 至 1050。

以棕榈油为代表的油脂期货，因产量缩减的炒作而表现较佳，全年交易重心有望显著上移 15% 至 20%，棕榈油波动区间 4200 至 5600。粕类价格上半年压力较大，国际大豆供给冲击和国内养殖需求复苏缓慢，而进入下半年，养殖景气周期将带动饲料消费，粕价趋向于回升，其空间受制于临池谷物，预计豆粕波动区间 2050 至 2550。