

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

乍暖还寒，油脂去库存一波三折

摘要

即将过去的 2015 年，对于油脂行业而言，是艰辛的一年，整个市场供应过剩异常明显，三大油脂价格联袂下挫，再加上原油价格一路暴跌，进一步加深了市场调整的深度。从目前的 market 情况看，短期油脂行业空头格局仍未扭转，市场的疲态预计至少会延续到明年上半年。

对于即将到来的 2016，我们仍持相对谨慎的态度。从大的 market 格局来看，供过于求仍将是市场的主基调，只要全球三大油料产区不出现极端自然灾害，则全球油脂的供应不存在短缺的可能。

要点提示：

1. 未来一年，对于油脂市场而言，供大于求仍将是市场的主基调。
三大油脂中，除菜籽有可能出现小幅度的减产外，豆油、棕榈油产区都可能继续增产，而国内对油脂的进口也是继续增加的可能性大，在需求没有明显好转的情况下，整个 market 格局想要逆转难度较大。
2. 高库存仍是现阶段面临的主要问题之一：本年度末，全球大豆期末库存或达 8000 万吨以上，这直接奠定了来年豆油供应的基础，而棕榈油来看，本年度末的库存也在 800 万吨左右，而国储手中庞大的菜油库存，更是菜油走势最为直接的利空。
3. 菜籽减产问题：2016 年，加拿大菜籽可能继续减产，主要是因种植成本增加、收益下降以及天气不利等因素所致，同时，国内菜籽也可能继续减产，虽然统计局数据显示国内菜籽产量仍保持在较好水平，但实际的企业调研数据与之相差甚大，有机构甚至预测称国内菜籽产量已不足 1000 万吨，这是市场潜在的利好之一。

长安期货研发部

油脂研究：霍礼伟

投资咨询资格

号：Z0011604

电话：18991382008

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

4. 生物柴油添加比例提高：棕榈油方面，印尼和马来西亚一直倾向于提高棕榈油在生物柴油的添加比例，这是近年来市场关注的热点问题之一，但综合来看，其总的增加量较庞大的油脂市场而言，还是相对较小，再者，由于国际原油价格大幅下降，导致生物柴油竞争力下降，所以，这方面信息虽然可能会引发市场波澜，但实质上很难真正撼动市场。美国此前也提高了豆油在生物柴油中的添加比例，虽然短期加剧了市场波幅，但长期来看，影响也不是很大。
5. 国储抛售仍是菜油市场高悬的利剑。近三年来，机构的调研数据都显示国内菜籽在不断的减产，且幅度较大，但实际上，国内的菜油供应并不短缺，且目前来看，国储手中仍有较为庞大的库存，如果未来菜油行情有所好转，国储势必会择机进行轮库，这是目前菜油市场最为直接的利空所在。

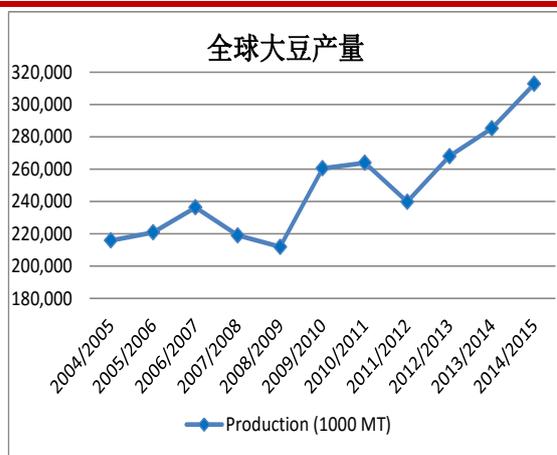
油脂年报 2015 年 12 月 9 日

一、豆油基本面分析

1. 豆油供给形势

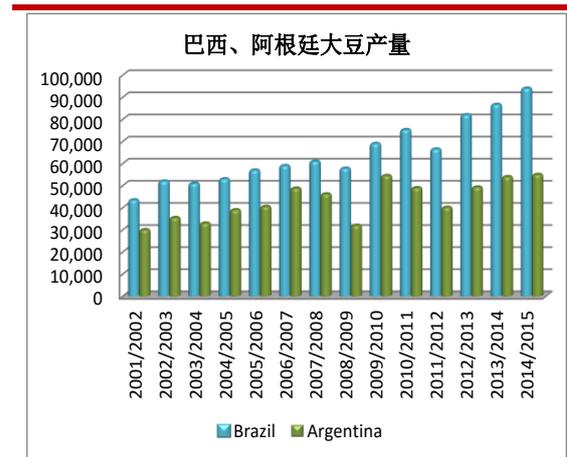
2015 年，全球大豆仍然是丰产的一年，四大主产国中，除中国外，南美的巴西、阿根廷，北半球美国本土的大豆全线增产，这导致全球大豆产量攀升至 3.2 亿吨左右的历史最高水平。

全球大豆产量中国大豆产量



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

美国大豆产量南美大豆产量



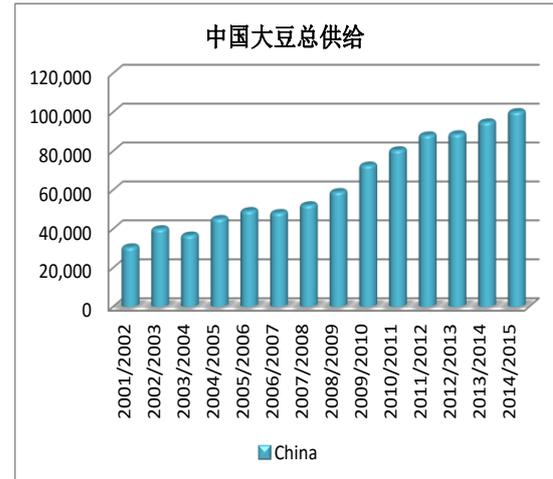
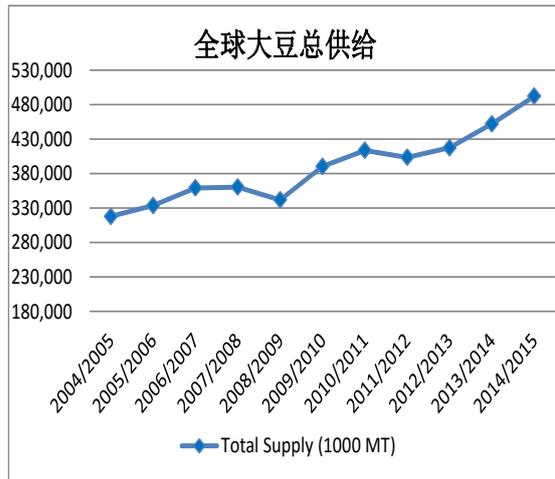
数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

根据美国农业部 (USDA) 的预测数据，2015 年度，美国大豆产量达 1.08 亿吨，而巴西大豆产量也在 1 亿吨左右，阿根廷大豆产量约 5600 万吨，三国合计增产超过一千万吨。而中国大豆产量则继续呈下降趋势，本年度大豆产量预估仅 1150 万吨，较去年下降约 70 万吨左右。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

而从总供给来看，由于前一年度剩余的库存仍较多，这样就导致今年全球大豆总供给超过 4.8 亿吨，而同期的需求仅维持在 3.2 亿吨，整个大豆市场供过剩超过一亿吨以上。

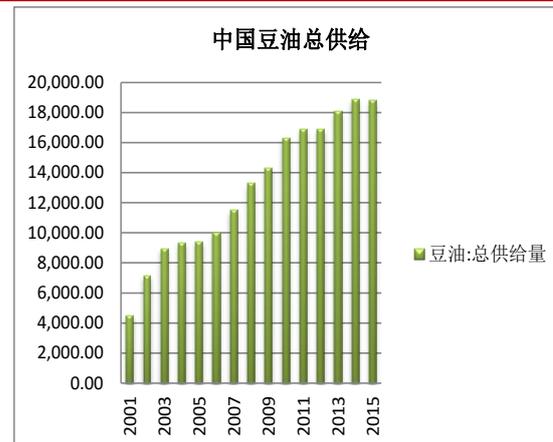
全球大豆总供给中国大豆总供给



数据来源:WIND USDA 长安期货数据来源:WINDUSDA 长安期货

由于大豆供应的过剩，相应的，国内的豆油供应也同步提高，根据汇易资讯的数据显示，2015 年，国内豆油总供给量约 1880 万吨，但同期的消费需求总量仅 1480 万吨左右，豆油供应过剩超过 400 万吨，占年度消费量比重达 27%。即整个市场供应过剩快接近 30%。

豆油产量中国豆油总供给



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

以下为国内豆油供需平衡表：

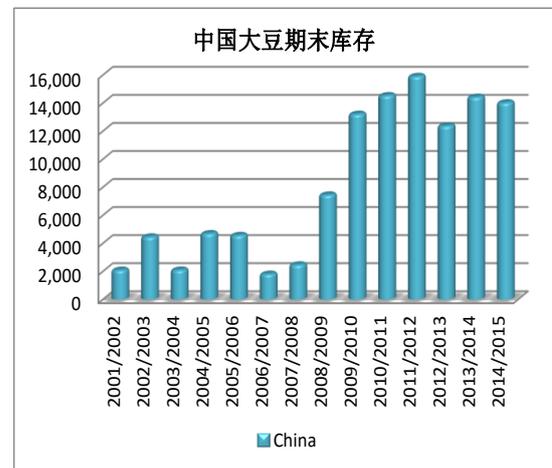
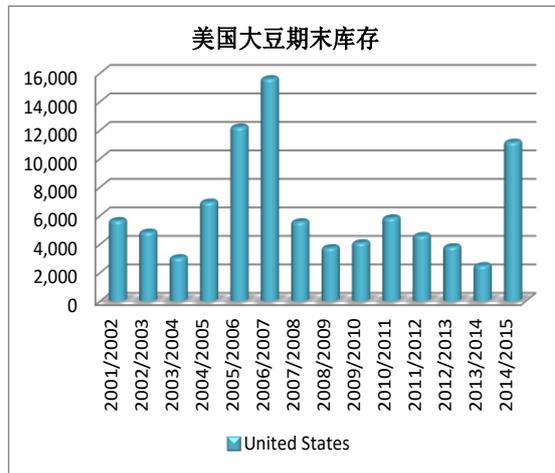
中国豆油供需平衡表								
指标名称	豆油：产量	豆油：进口量	豆油：总供给量	豆油：国内消费量	豆油：出口量	豆油：总消费量	豆油：期末库存	豆油：年末库存 / 消费量
单位	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	千吨	%
2015	14,272.00	500.00	18,827.00	14,000.00	90.00	14,790.00	4,037.00	27.30
2014	13,616.00	773.00	18,869.00	14,100.00	173.00	14,814.00	4,055.00	27.37
2013	12,439.00	1,354.00	18,067.00	13,500.00	87.00	13,587.00	4,480.00	32.97
2012	11,313.00	1,409.00	16,882.00	12,524.00	84.00	12,608.00	4,274.00	33.90
2011	11,259.00	1,502.00	16,919.00	12,699.00	60.00	12,759.00	4,159.00	32.60
2010	10,571.00	1,319.00	16,317.00	12,100.00	59.00	12,159.00	4,158.00	34.20
2009	8,997.00	1,514.00	14,304.00	9,800.00	77.00	9,877.00	4,427.00	44.82
2008	8,095.00	2,494.00	13,276.00	9,400.00	83.00	9,483.00	3,793.00	40.00
2007	7,121.00	2,727.00	11,489.00	8,700.00	102.00	8,802.00	2,687.00	30.53

从上表数据也可以看出，目前国内豆油库存消费比达 27.3%，远高于世界粮农组织建议的 17~18% 安全库存水平。

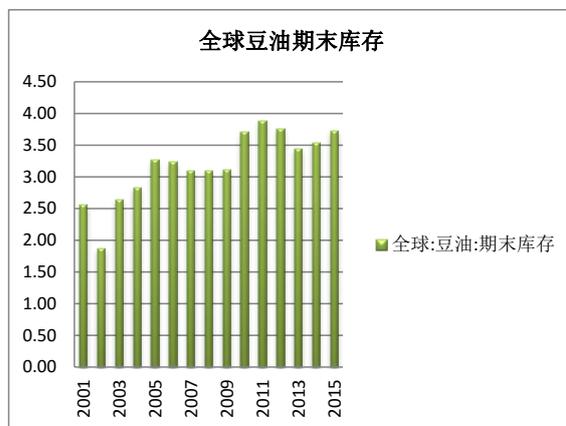
2016 年，四大主产国对大豆的种植可能会继续保持在较高水平，在不出现极端天气的前提下，未来一年全球大豆丰产仍然可期。届时，若下游需求还是一如既往的疲软，则豆油供应过剩的状况可能还将延续。

2. 库存情况

从库存数据来看，本年度，由于大豆丰产，同时下游需求疲弱，大豆整体供应过剩的现象愈发明显，根据美国农业部（USDA）的数据来看，今年，美国本土大豆期末库存达 1200 万吨，基本上是有数据统计以来的次高值水平。而全球的大豆期末库存达 8000 万吨以上，处在有数据统计以来的最高水平。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日
全球大豆库存中国大豆库存


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

全球豆油库存中国豆油库存


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

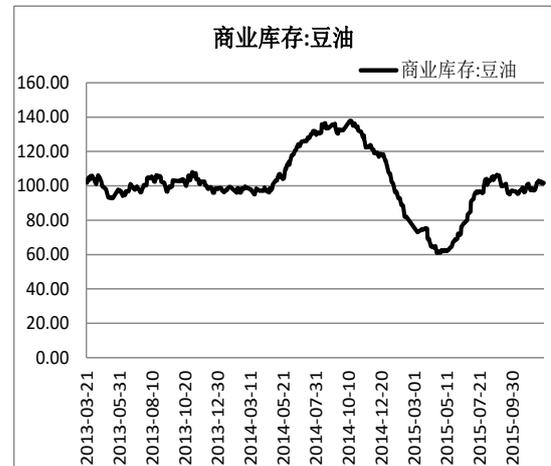
从豆油库存来看,根据 WIND 资讯的统计数据,本年度国内豆油末库存约 400 万吨,虽较前一年度略有下降,但整体上仍维持在近年来的最高水平。而从商业库存来看,目前豆油商业库存约 100 万吨左右,基本上也处在近年来的峰值。

此外,目前国内港口大豆库存总量仍在 700 万吨以上,也处在近年来的最高水平。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

港口大豆库存豆油商业库存

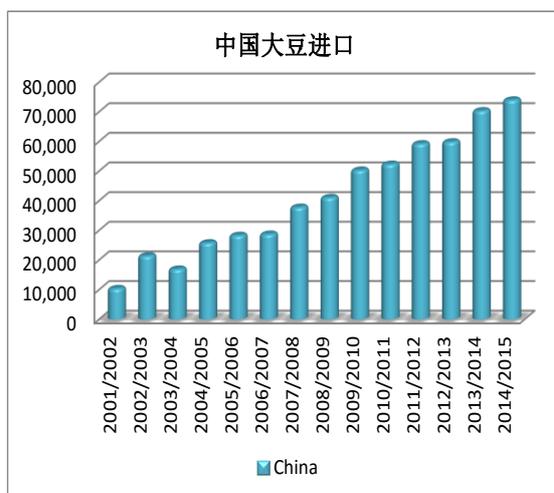

数据来源:WIND 长安期货



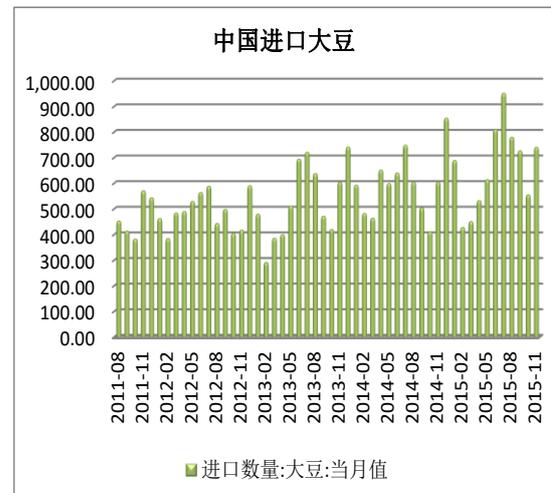
数据来源:WIND 长安期货

3. 进出口数据

从进口数据来看, 2015 年度前十一个月, 国内大豆进口总量约 7260 万吨, 按目前的数据来看, 本年度大豆进口总量将有可能达到 8000 万吨以上, 这是历年大豆进口量的最高值。而从大豆进口价格来看, 本年度大豆进口平均价格基本上是 2008 年以来的最低值, 目前大豆进口平均成本不足 400 美元/吨。

中国大豆进口 (年度) 中国大豆进口 (月度)


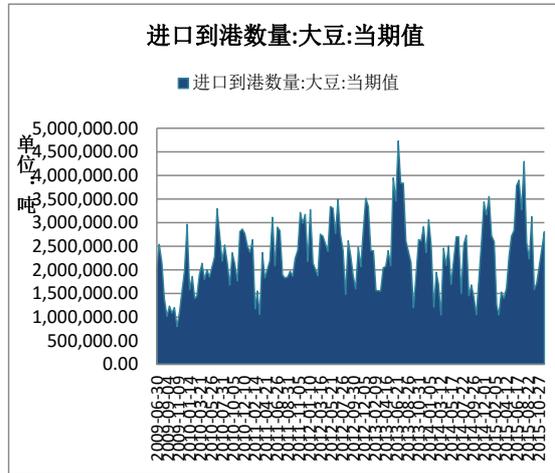
数据来源:WIND 长安期货



数据来源:WIND 长安期货

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

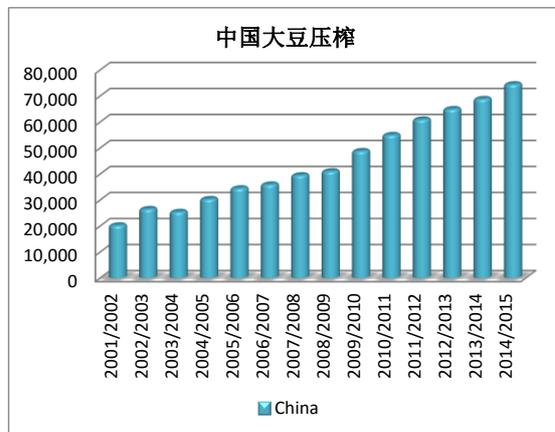
大豆进口到港量大豆进口价格



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

4. 压榨

大豆压榨量大豆压榨利润



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

从压榨数据来看，由于国内进口大豆几乎全部是用于压榨，因此，大豆压榨量基本上是与进口量同步增长。根据统计数据来看，本年度国内大豆压榨总量也可能达到 8000 万吨的历史极值水平，这奠定了整个油脂市场供应的基础。而从压榨利润来看，虽然国内豆油和豆粕价格都处在近年来的最低水平，但由于大豆进口成本减少，目前油厂压榨依然有一定的利润，这在一定程度上对保障油脂和豆粕供应有直接意义。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

5. 豆油消费

从消费方面来看，由于油脂消费基本上是呈刚性特征，因此，即使国内经济形势不佳，但对豆油的消费影响相对不大。根据汇易资讯的统计数据显示，本年度，国内豆油消费总量约为 1400 万吨左右，相比往年小幅增长，整体变化不大。

国内豆油消费基本稳定 豆油出口总量不大



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

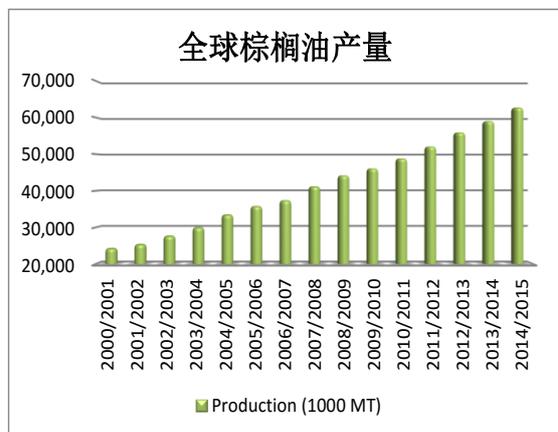
二、 棕油基本面分析

1. 棕榈油供给

根据马来西亚棕榈油局（MPOB）和美国农业部的统计数据，今年，主产国马来西亚棕榈油产量可能达至 2150 万吨左右，而印尼的棕榈油产量更是可能达 3300 万吨以上，全球棕榈油产量可能达 6500 万吨的历史最高水平。目前而言，整个东南亚棕榈油产区依然处在长时间的增产周期里，根据棕榈树的生长周期性特点，这一增产周期甚至有可能延续达 10 年之久。

中国的棕榈油供给全部来自于进口，只要东南亚产区不出现问题，则国内的棕榈油供应上也相应的不会存在任何问题。不过需要注意一点，近两年融资性棕榈油进口明显下降，这导致国内进口棕榈油价格内外倒挂的现象略有好转，但目前仍然普遍呈亏损状态。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

全球棕榈油产量马来西亚棕榈油产量


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

印尼棕榈油产量中国棕榈油供给


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

根据海关的数据统计显示,本年度,国内进口棕榈油总量仍在六百多万吨,相比去年同期,整体变化不大,整个市场也比较稳定。而根据美国农业部的预测报告,今年棕榈油进口数量或在 630 万吨左右,加之期初库存,本年度国内棕榈油总供应量约 660 万吨左右。

从主产国的出口数据来看,本年度,马来西亚棕榈油出口总量或在 1800 万吨左右,相比去年仍有小幅增加。而同期,印尼棕榈油出口总量约在 2200 万吨左右,较前一年度提高约 100 万吨。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

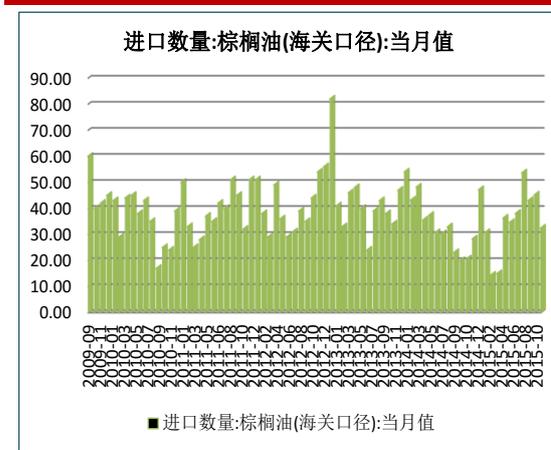
2. 棕榈油进出口

马来西亚棕榈油出口 印尼棕榈油出口



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

国内棕榈油进口 (年度) 棕榈油进口 (月度)

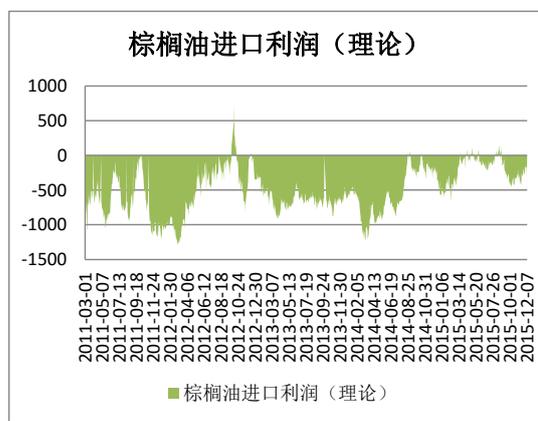


数据来源:WIND 长安期货数据来源:海关长安期货

从进口成本来看, 由于全球大宗商品市场全线下挫, 棕榈油市场并未能幸免, 目前国内进口的棕榈油, 到港成本不足 5000 元/吨, 最低时曾一度低至 4600 元/吨附近。不过相对而言, 国内港口棕榈油价格表现的更为疲软, 目前国内进口棕榈油价格仍呈倒挂状态, 企业进口直接销售亏损幅度约在 200~300 元/吨左右。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

棕榈油进口成本 棕榈油进口利润



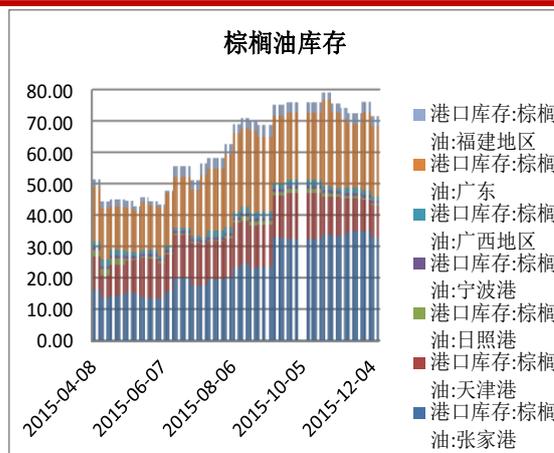
数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

3. 棕榈油库存分布

从库存数据来看,目前国内各港口的棕榈油库存总量约为 70 万吨左右,较第三季度的最高值略有下降,但综合来看,仍处在年内较高的水平。

分港口来看,主要分布仍在张家港(33 万吨左右),广州(22 万吨左右),以及天津港(约 10 万吨)。从下游购销来看,本年度整体上呈旺季不旺的特点,预计未来一年棕榈油的消费也不会有大的起色。

棕榈油库存 棕榈油库存分布



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

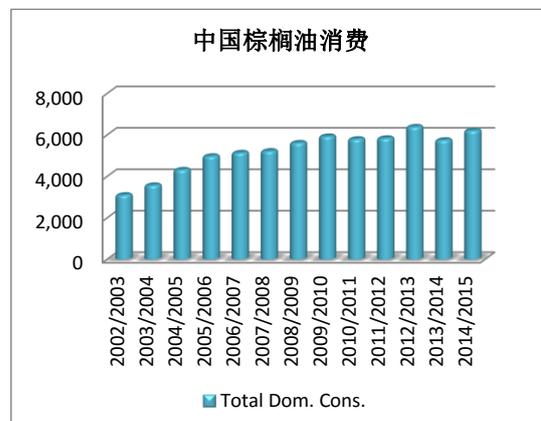
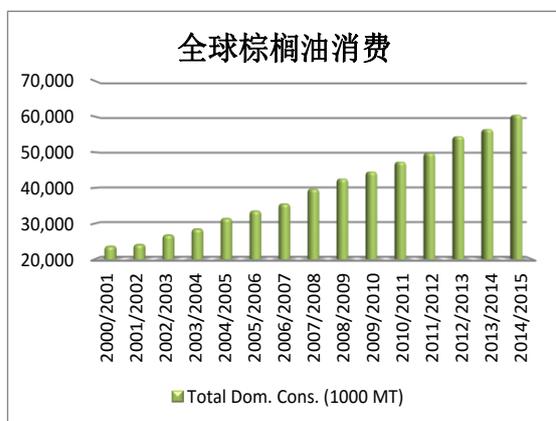
油脂年报 2015 年 12 月 9 日

4. 棕榈油消费

从棕榈油消费来看，本年度，棕榈油消费预估约为 6000 万吨左右，而总产量约在 6500 万吨左右，综合看，棕榈油供应过剩 300~500 万吨左右。

国内棕榈油消费来看，本年度总的消费量约 600 万吨，而进口量预计在 630 万吨左右，加之期初库存，国内棕榈油供应也小幅过剩。

全球棕榈油消费国内棕榈油消费



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

三、 菜籽油基本面分析

1. 菜籽及菜油供给

从油菜籽的供应来看，2015 年，全球的油菜籽产量可能会继续下降，但从供需结构上来看，供过于求的现状仍可能延续。从主产国来看，加拿大菜籽产量可能较前一年度继续下滑，而国内油菜籽则受需求不济、种植成本升高等影响，播种面积可能会继续萎缩，这样，国内油菜籽行业继续减产也将会是大概率事件。

从菜油产量来看，今年国内菜油总产量约为 630 万吨左右，较去年可能会略有下滑，但是从总的供给量来看，菜油供应并不会下降，本年度国内菜油总供给或达 1000 万吨以上，主要是国内有较为庞大的菜油库存，再加之少量的进口，所以，整体而言，未来一年，国内菜油的供应仍

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

会相对充裕，短期市场不存在短缺或是炒作的基础。

全球菜籽产量加拿大油菜籽产量



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

加拿大油菜籽已经连续两年减产，主要是受市场形势不佳，再加上种植成本升高影响，当地对油菜籽的种植意愿减弱，除此以外，天气不佳也对当地油菜籽产量有一定影响。根据加拿大统计局的数据显示，今年，当地油菜籽的产量约为 1430 万吨，较去年下降约 200 万吨，较 2013 年峰值下降超过 300 万吨。

国内油菜籽产量来看，根据国家统计局的统计数据，今年，国内油菜籽产量约为 1388 万吨，同比增长 1.2%。虽然官方的数据显示本年度油菜籽产量有小幅增加迹象，但是通过产区调研的数据来看，统计局的这一数据可能跟实际情况有所偏差，此前交易所组织机构调研显示今年国内菜籽产量甚至仅有 1000 万吨左右，两者相差较大。

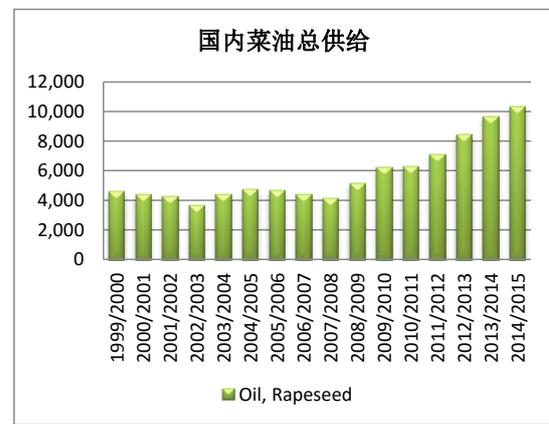
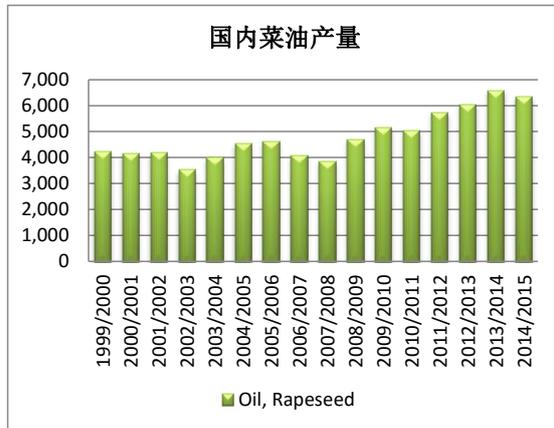
中国油菜籽产量中国油菜籽总供给



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

菜油产量菜油库存

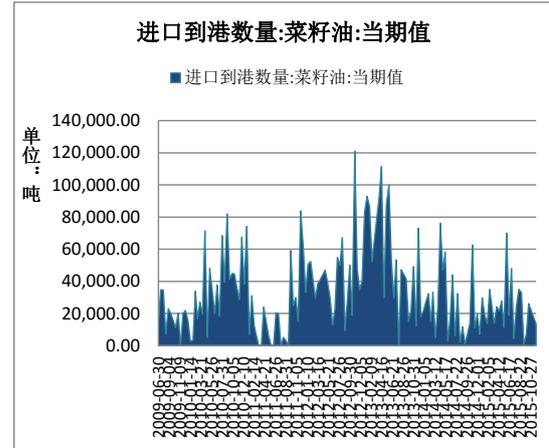


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

2. 油菜籽进口

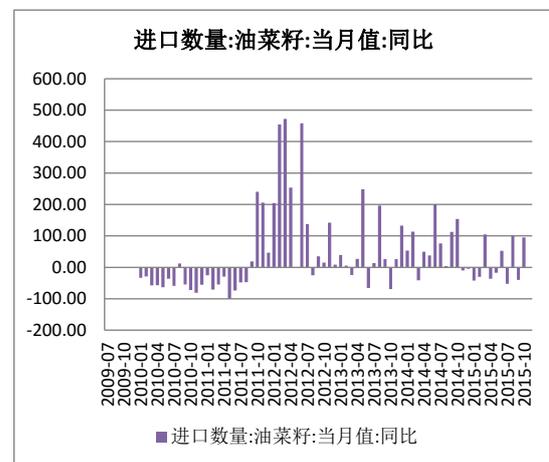
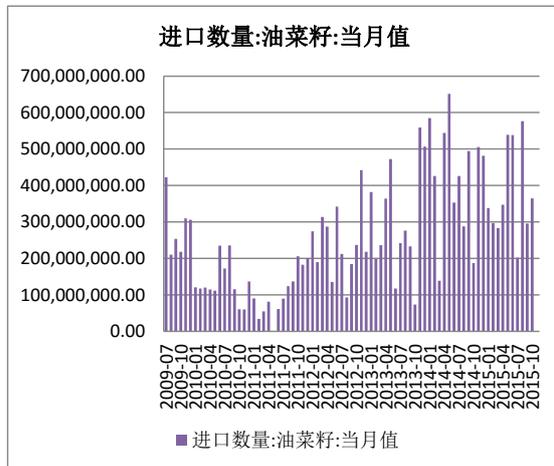
根据中国海关最新的统计数据显示,今年前十个月,国内进口油菜籽数量约为 378 万吨,而全年油菜籽进口可能达到 460 万吨左右,而 2014 年国内进口油菜籽总量约为 500 万吨,今年与去年相比进口量或小幅减少。油菜籽进口减少,主要还是受疲弱的现货市场需求影响,今年国内菜籽油价格已跌至近年来的最低水平,且下游销售不旺,企业进口的意愿并不强烈。

中国油菜籽进口量油菜籽到港



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

油菜籽进口数量（月度）油菜籽进口同比增幅


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

3. 库存及压榨

油菜籽压榨油菜籽压榨利润


数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

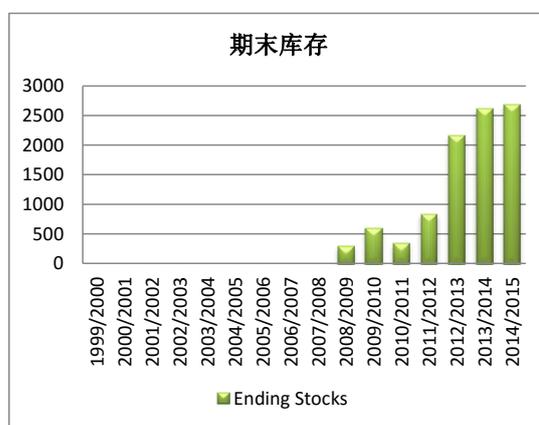
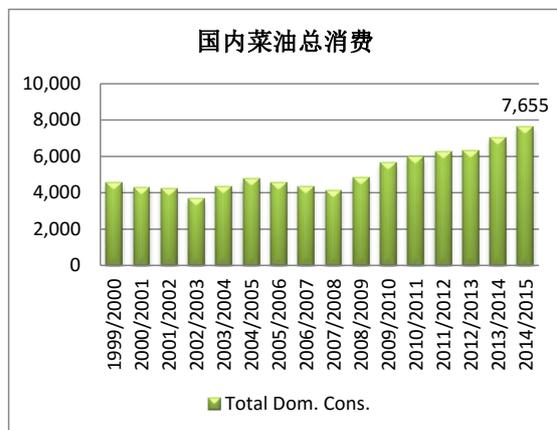
从压榨利润来看，由于现货市场菜油和菜粕价格一中走低，国产菜籽成本较高，企业压榨亏损严重，而进口菜籽因成本降低，企业的亏损幅度相对较小，不过目前的利润率水平仍处在负的状态。

4. 菜油消费

从消费量来看，本年度国内菜油的消费量大概在 765 万吨左右，相对来说 1000 万吨的总供应量，今年菜油整体上可能仍供应过剩，期末库存大致在 280 万吨左右。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

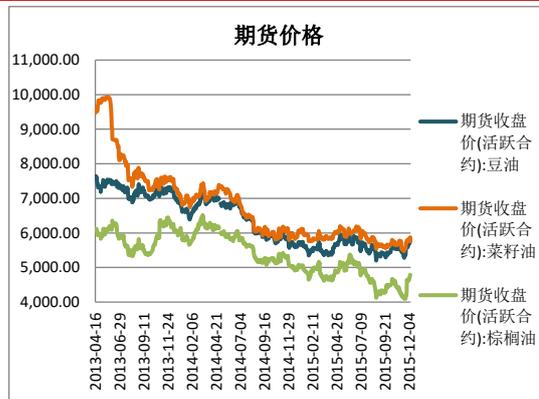
菜油消费量菜油期末库存



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

四、 市场展望

三大油脂现货价格三大油脂期货价格



数据来源:WIND 长安期货数据来源:WIND 长安期货

豆油: 从目前的情况来看, 2016 年只要天气维持正常水平, 整个国际市场大豆继续增产将会是大概率事件, 美国部分州县或许会因为种植收益下降略微减少大豆的播种, 但大体供应上一般不会出现大问题。而南美的巴西、阿根廷等国, 在大豆增产方面仍有一定潜力。除此以外, 本年度国内外庞大的大豆库存, 也需要在来年逐步消化, 这样, 就基本上奠定了未来一年整个市场供过于求的大基调, 市场更多的可能是波段性的题材炒作机会。

棕榈油: 由于马来西亚和印尼两国主产区的棕榈树都还处在明显的增产周期里, 所以, 在不出现

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

极端天气的情况下，全球的棕榈油在 2016 年也将是继续增产的可能性大，但也需要注意，由于印尼和马来西亚两国都在致力于不断提高棕榈油在生物柴油中的添加比例，这可能会引发短暂的市场炒作，是潜在的利好之一，但是纵观整个市场大的格局，仅此一个炒作题材仍难以带领全球棕榈油走出泥潭，未来一年，棕榈油市场依然可能会是一个弱平衡的状态。

菜籽油：国产菜籽减产的现状可能延续，市场需求缺口主要还是以进口来弥补，由于全球大豆的增产，未来一年，预计油菜籽市场格局也很难出现大的逆转。目前国产菜籽油的市場与进口菜籽油已有了明显的脱节，未来的国产菜籽很可能会步东北大豆的后尘。对于菜油而言，前期国储库存较大，后市抛储轮库或是菜油市场最直接的利空之一。

其他潜在的影响因素：

- 首先，宏观经济层面，由于国内疲软的实体经济和下游消费，市场真正逆转走强的条件并不成熟，国内外所有的大宗商品去库存的周期仍未结束，这将是一个慢长的过程，在整个宏观经济真正回暖以前，大宗商品市场难有大的行情机会，更多的，可能还是短周期的波段交易机会。
- 美联储正式步入加息周期，美元可能进一步走强，这将在很大程度上压制大宗商品价格走势。同时，由于强势美元可能会扰动新兴市场国家汇率，这也有可能引发一些不确定的风险，这是需要关注的系统性风险之一。
- 原油价格可能在短期内仍未见底，2016 年上半年，国际原油价格可能都不会有太过明显的起色，这将会给油脂市场带来不利影响，需要重点关注 2016 年下半年，如果原油价格企稳反弹，届时或许会迎来一波明显的油脂行情机会。
- 关注油脂各大产区的天气变化情况，如果出现极端天气行情，则整个油脂市场的供需格局可能会有所改变，届时，需要评估市场量变的程度。

油脂年报 2015 年 12 月 9 日

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使长安期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使长安期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而长安期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被长安期货有限公司认为可靠，但长安期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而长安期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。长安期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表长安期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

长安期货有限公司 2015 版权所有。保留一切权利。