



油脂 2014 年半年报

关注下半年油脂做多机会

2014 年 7 月

研究员：肖琳琳

执业资格号：F0279586

电话：51557576

Email:

Xiaolinlin1@zrhxqh.com

观点简述

2014年下半年油脂库存压力或有所减轻。同时，厄尔尼诺潜在利多仍在，7-8月美豆种植区天气炒作，都将不时提振油脂价格走势。因此，我们认为2014年下半年油脂走势将略好于上半年，整体油脂价格底部将有所抬升。从时间节点上看，7-8月为2014年国内油脂中秋、国庆备货时间，油脂需求进入阶段性旺季，同时7-8月也为美豆天气炒作期，整体上油脂价格走势将相对偏强。进入9月，中秋节前备货结束，油脂进入短期淡季，同时北半球大豆集中上市预期，这些因素都将拖累油脂走势，预计在此阶段油脂将有所回调。进入11月，油脂再次进入消费旺季，春节节前备货也逐步启动，油脂走势也将有所偏强。

下半年重点关注

- 1、生物柴油政策
- 2、厄尔尼诺现象是否如期发生
- 3、油脂去库存化情况

盘面简述:

2014年上半年我国油脂呈探底后回升，然后震荡走弱的走势。下面对豆油和棕榈油上半年具体走势加以简要回顾：

(1) 2014年1月，该阶段油脂期价大幅下挫，连创新低。由于国内外油脂库存高企，消费疲软，油脂期价连创新低。连豆油指数下跌6.47%，连棕榈油指数下跌5.66%。

(2) 2014年2-3月上旬，该阶段油脂期价大幅上涨。由于东南亚棕榈油主产区干旱天气的影响，油脂期价大幅反弹。该阶段，连棕榈油指数上涨13.6%，连豆油指数上涨12.18%，熊市格局明显。

(3) 2014年3月中旬-至今，该阶段油脂期价震荡走弱。由于马来西亚棕榈油产量恢复，国内油脂库存高企，消费状况未见明显改善，因此期价开始震荡下行。该阶段，连棕榈油指数下跌8.82%，连豆油指数下跌4.78%。

图 1 上半年棕榈油主力合约走势图



来源： 中融汇信期货研发部 文华财经

图 2 上半年豆油主力合约走势图



来源： 中融汇信期货研发部 文华财经

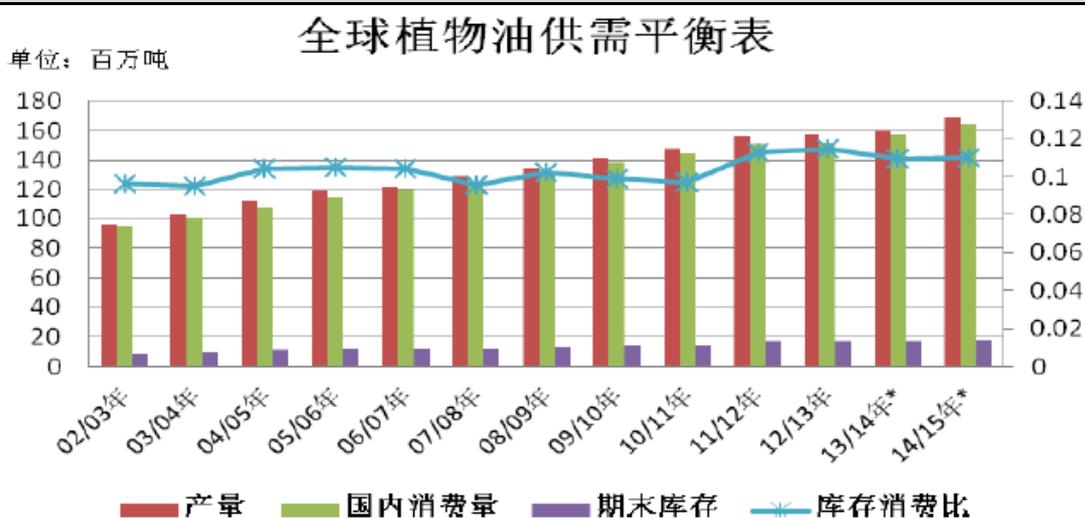
基本面情况：

1、全球植物油基本面

全球植物油供需方面，USDA预估2013/14年度期末库存为1721万吨，库存消费比由2012/13

年度的11.5%下降至10.96%，2014/15年度数值为11.02%。整体来说，2011/12年度以来全球植物油库存消费比略有回落，显示在全球油籽产量持续增加对的背景下，植物油的需求增速也在持续加快，供需偏松格局有所改善。从三大油脂的供需平衡表格可以看出，全球豆油及棕榈油消费需求良好，豆油库存消费比亦由7.34%下滑至7.2%，棕榈油库存消费比从13.18%下调至12.78%，菜籽油的2014/15年度的库存则因期初库存增幅较大而出现明显的增长，库存消费比也随即上升。

图3 全球植物油供需平衡表



来源：中融汇信期货研发部

wind 资讯

2、2014/15年度美豆供需偏松

全球油脂油料中，大豆作为最主要的油料作物，其产量变化对整体油脂油料价格走势影响较大。因

此，在此部分我们将着重介绍2014年下半年全球最主要的大豆出口国美国大豆供需状况。美国农业部在6月份月度供需报告中预测，2014年美国大豆播种面积为8150万英亩。美国私营分析机构Informa公司6月13日发布的播种面积数据显示，2014年美国大豆播种面积预估为8180万英亩，比该公司之前预测值高出28.5万英亩。并且Informa预估美国14/15年度大豆产量将达到35.91亿蒲式耳，略低于美国农业部6月份供需报告里的预测值36.35亿蒲式耳。从各机构目前的预估数据来看，2014年美国大豆的播种面积以及产量都将超过去年水平，以致近期美盘豆类价格走势偏弱。6月30日，美国农业部再次大幅上调美豆种植面积至8484万英亩，远超市场上调幅度的上调幅度导致隔夜CBOT豆类大跌。

3、主产国棕榈油基本面

(1) 马来西亚棕榈油供需情况

作为全球第二大棕榈油生产国，马来西亚2013/14年度（10月到次年9月）棕榈油产量或将达到1940万吨，比2012/13年度增加0.41%，由于国内消费量增加，期末库存减少180万吨，库存

消费比从8.4%下调至8.1%，低于五年来的平均水平。2014/15年度产量预估为2035万吨，较上一年度增长4.9%，出口及国内消费需求均有所增长，不过总体增加幅度低于产量，因此期末库存增加，库存消费为8.6%。但是东南亚主产国在经历1-3月干旱天气后，单产受到影响，今年稍晚发生的厄尔尼诺可能导致主产区降雨再度不足，棕榈油产量增长幅度低于正常水平，今年第四季度单产可能出现下滑。一般来说，1-2月份棕榈油处于生产淡季，3月份产量开始回升，直至9-10月份达到最大值，11-12月份进入棕榈油减产周期，2014年上半年棕榈油产量符合季节性规律。因此从MPOB的马来西亚棕榈油月度库存数据来看，2014年2月份开始，马来西亚棕榈油库存持续回升，截至5月底会升值165.7万吨左右，为历史同期中等偏高水平。即使7-8月份厄尔尼诺天气确认，其对棕榈油树生长的影响也存在滞后性，因此预期第三季度棕榈油产量将继续回升，其中7月份斋月节，种植园工人劳动时间减少，产量增幅受限，与此同时气温回升，棕榈油进入消费旺季，只是豆棕价差偏低，减弱棕榈油价格优势，需求增幅受到限制，预期库存仍将保持增

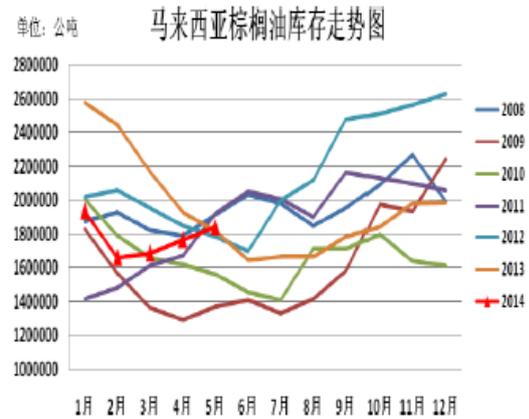
长趋势。第四季度产量或受厄尔尼诺影响而减少，加之处于减产周期，预期产量减幅扩大，对棕榈油价格形成利多影响。

图 4：马来西亚棕榈油供需平衡表



数据来源：WIND 资讯

图 5：马来西亚棕榈油库存走势图



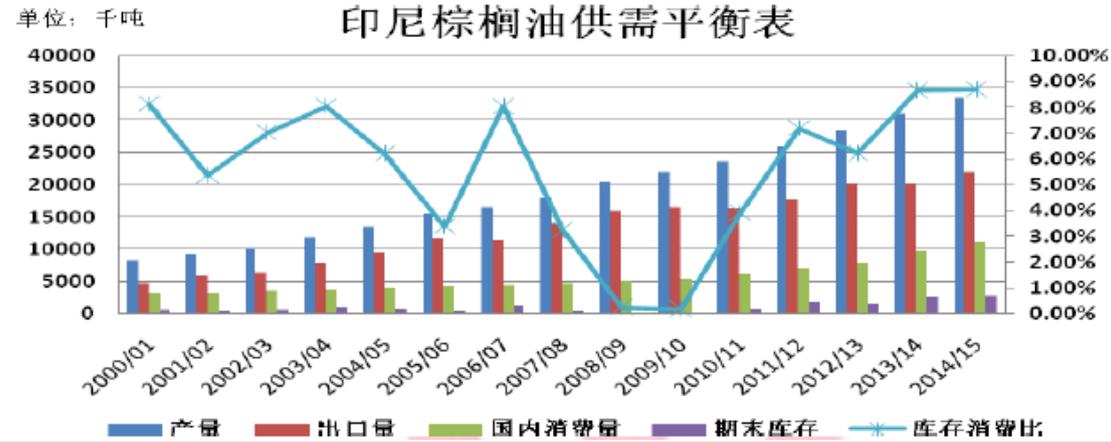
数据来源：WIND 资讯

(2) 印尼棕榈油供需情况

作为全球最大的棕榈油生产国，美国农业部预估 2013/14 年度（10 月到次年 9 月）印尼棕榈油的产量预估为 3100 万吨，高出 2012/13 年度 250 万吨，增长 8.77%，而出口量及国内消费量分别增加 2.7 万吨和 192.8 万吨，小于产量的增加幅度，库存消费比为 8.67%，比上一年度增长 39.3%。2014/15 年度产量为 3350 万吨，由于棕榈油在生物柴油的掺混比例提高，国内消费量持续增加，增长 14.7% 至 1122 万吨，助于削弱棕榈油库存，库存的增长幅度减弱，库存消费比略增至 8.72%。受厄尔尼诺天气，

棕榈油产量及出口量或不能达到目标。

图6 印尼棕榈油供需平衡表



来源：中融汇信期货研发部 天下粮仓

4、国内粕类供需分析

分析中国豆粕6月份供需平衡表，我们发现国内豆粕期初库存从2012年开始逐步增加，其中今年6月预估值较去年同期大幅增长，从86万吨上调至125万吨；国内总供应量和消费近四年来连年增长，呈现供需两旺的态势，总消费量预估值为5710万吨，总供应大于需求141万吨，该期末库存数据与去年基本持平。而观察中国菜粕供需平衡表，我们发现6月份结转库存预测值较5月份有所调降，由34万吨调至26万吨，这是由于总供给量调降幅度超过总消费量所致。具体数据见图表7、图表8。

图7 中国豆粕供需平衡表 (单位: 万吨)

项目	2011/2012	2012/2013	2013/2014		2014/2015
	估计值	估计值	5月预估值	6月预估值	6月预估值
期初库存	118	81	86	86	125
国内产量	4815	4975	5398	5447	5724
进口量	11	2	2	2	2
总供应量	4944	5058	5486	5535	5851
国内消费量	4770	4840	5135	5260	5550
出口量	93	132	205	140	160
总消费量	4863	4972	5340	5400	5710
期末库存	81	86	146	135	141

来源: 中融汇信期货研发部 天下粮仓

图8 中国菜粕供需平衡表 (单位: 万吨)

项目/年度	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	
	估计值	估计值	估计值	预测值	5月份预测值	6月份预测值
期初库存	43	34	41	15	29	29
国内产量	825	836	821	871	852	834
进口量	156	84	28	22	23	23
总供给量	1024	954	890	908	904	886
国内消费量	990	908	865	867	860	850
出口量	0	5	10	12	10	10
总消费量	990	913	875	879	870	860
结转库存	34	41	15	29	34	26

来源: 中融汇信期货研发部 天下粮仓

5、国内油脂供需分析

USDA的6月供需报告显示,中国2014/15年度豆油产量为1298.5万吨,较13/14年度略增74万吨,预计中国2014/15年度豆油消费量为1424万吨,也较13/14年度略增73.2万吨。年末库存为96.8万吨,基本与13/14年度持平。

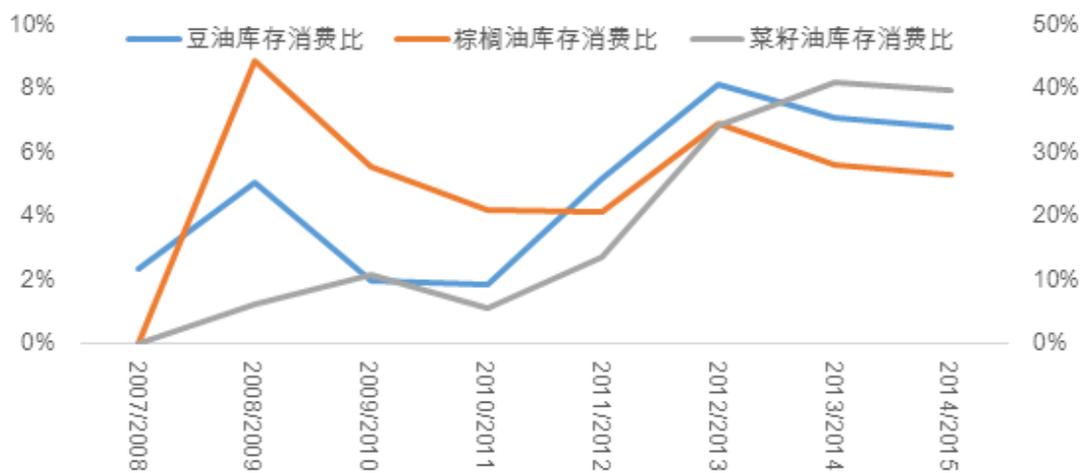
中国2014/15年度棕榈油进口量为660万吨,较13/14年度略增30万吨,预计中国2014/15年度豆油消费量为660.8万吨,也较13/14年度略增

22.9万吨。年末库存为35万吨，基本与13/14年度持平。

中国2014/15年度菜籽油产量为608万吨，较13/14年度略减17.9万吨，预计中国2014/15年度菜籽油消费量为737.7万吨，也较13/14年度略增49.7万吨。年末库存为291.9万吨，较13/14年度增9.3万吨。

从数据上看，2014/15年度国内油脂库存基本持稳，但仍油脂库存消费比看，三大油脂库存消费比均呈现下降态势，显示国内油脂供需状况相对有所好转。

图9 国内三大油脂库存消费比



来源：中融汇信期货研发部

wind 资讯

下半年影响因素分析:

1、生物能源需求或成油脂消费新亮点

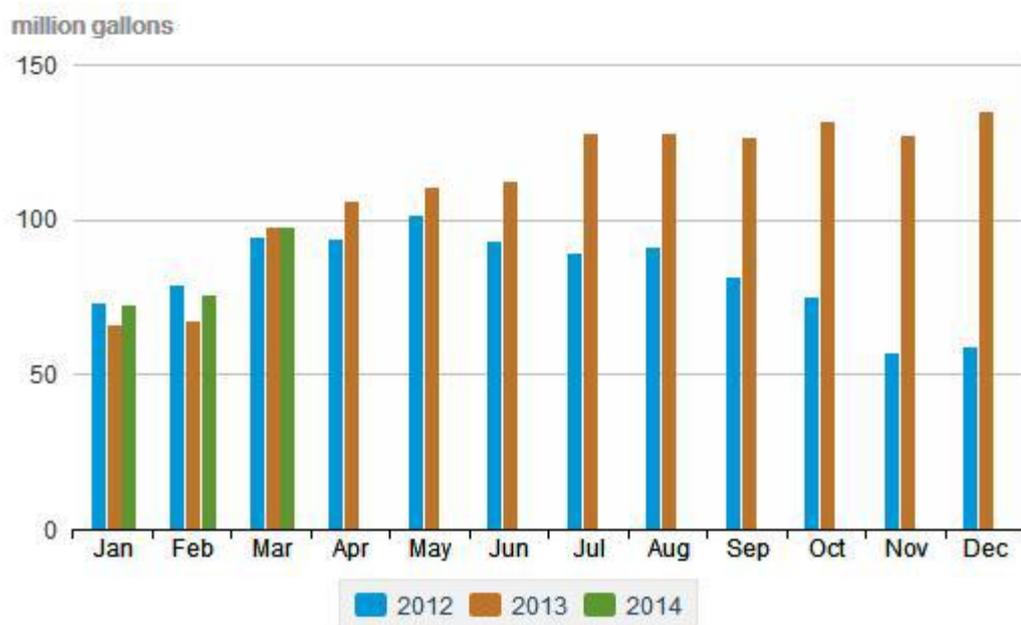
2012/13年度世界油脂呈现弱势，一个重要原因是生物柴油概念的淡化。但随着棕榈油、豆油价格维持低位，且原油价格相对坚挺且近期走强，其比价（原油/棕榈油、原油/毛豆油）上升明显，已经接近甚至超过08年的水平。目前各个国家制造生物柴油已有利润。因此今年生物柴油对植物油的需求有所增加。

由于植物油价格处于低位，新兴国家（印尼、马来西亚、巴西）纷纷制定政策，对植物油制生物柴油大力扶植。马来西亚方面，政府将生物燃料中的棕榈油掺混比例从目前的5%提高到10%，印尼方面，政府将生物燃料掺混比例从7.5%上调到了10%。根据中粮预估数据显示，马来西亚棕榈油的生柴消费需求预计为40万吨，高于2013年的20万吨；印尼棕榈油的生柴消费需求预计320万吨，高于2013年的250万吨。巴西方面，5月底，巴西矿业能源部部长保罗称巴西6月将生物柴油掺混比例由5%提高至6%，11月将提高至7%，若实行，则预计巴西豆油制生物柴油需求同比增加近50

万吨。阿根廷方面，近期提出将暂停对热电厂使用的生物柴油征收 22% 的税费，同时停止对汽油掺混的生物柴油征收 19% 的税费。这两个政策提出，使得南美豆油需求增加，南美豆油升贴水近期大幅走强也反应了这一现象。

综合来看，目前生物柴油生产已有利润，关注下半年东南亚、南美（阿根廷、巴西）生物柴油的消费增长情况及欧盟的生物柴油政策进展，若实施有效，将对油脂价格形成提振。

图 10 美国生物柴油月度产量（单位：百万加仑）



来源：中融汇信期货研发部 和讯网

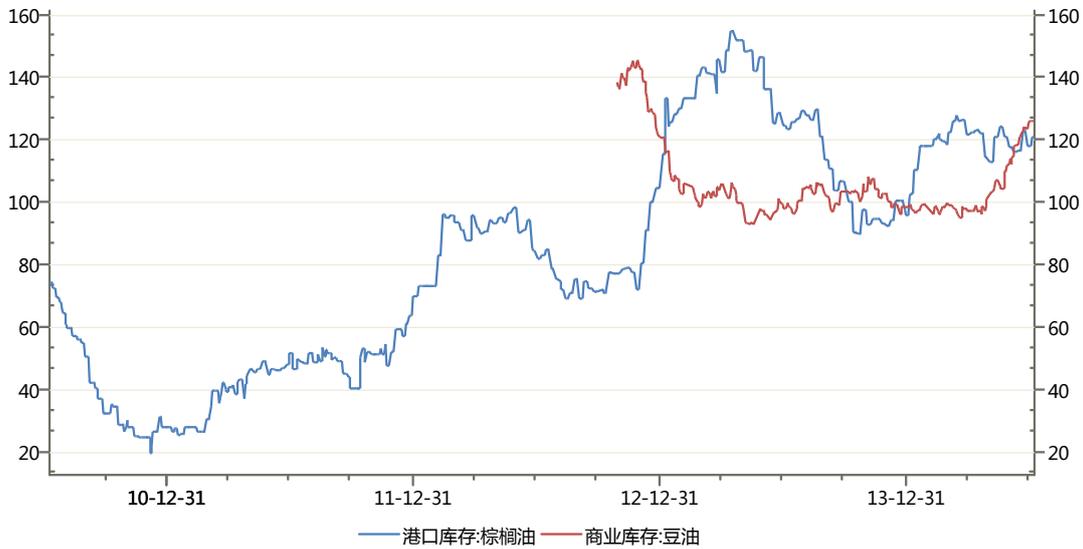
2、厄尔尼诺天气影响

联合国世界气象组织 (WMO) 称, 太平洋赤道位置的亚表水温已经升高到类似于厄尔尼诺天气出现时的水平。另有三分之二的气象模型显示, 在今年 6 月到 8 月份期间可能出现厄尔尼诺。澳大利亚气象局在其网站上称, 厄尔尼诺天气现象料在 8 月前形成, 其此前预测该现象最早于 7 月份形成。超过半数的气象模型显示临界值将在 8 月前被突破。对厄尔尼诺的预警依然存在, 今年该现象发生的可能性至少有 70%。另外, 美国气象预报中心 (Climate Prediction Center) 称, 南半球冬季出现厄尔尼诺天气的概率为 65%, 此前预估为 52%。总体来看, 今年开始形成厄尔尼诺现象的概率增大。一旦出现厄尔尼诺天气, 可能导致亚洲多地区干燥炎热, 降雨量下降, 从而长期影响主产国棕榈油产量, 减少全球棕榈油供应。从历史来看, 在 1982 年、1997 年及 2009 年等有出现厄尔尼诺天气的年份里, 棕榈油的产量增长幅度都出现明显的下滑。因此, 一旦厄尔尼诺天气发生, 将影响第四季度以及 2015 年棕榈油产量, 利多于棕榈油远月合约价格。

3、国内油脂库存维持高位，后期库存或有所下降

由于南美大豆逐步集中到港，国内豆油库存自 2014 年 3 月中旬开始逐渐增加，截止 6 月底，国内豆油商业库存已达到 123.435 万吨，远高于 2013 年同期水平。从历史数据看，豆油商业库存一般在每年 10-11 月达到顶峰逐步回落。因此，预计在 2014 年 11 月前豆油商业库存仍将维持高位，11 月后将逐步回落。四季度为豆油主要的去库存阶段。棕榈油库存自 2014 年 1 月初开始逐步增加，截止 6 月底，国内棕榈油库存达到 122.5 万吨，基本与去年同期持平。棕榈油消费旺季在夏季，因此，7-10 月国内棕榈油库存维持低位。从历史数据看，棕榈油库存一般会从 5-6 月到达峰值，逐步下降。在 11 月开始，棕榈油库存逐步增加。这与棕榈油消费季节性规律相印证。因此，三季度为棕榈油库存低点。

图 11 豆油与棕榈油库存 (单位: 万吨)



数据来源: Wind资讯

来源: 中融汇信期货研发部

wind 资讯

4、饲料下游养殖业需求回暖

多年来, 生猪养殖一直遵循着“一年盈利、一年保本、一年亏本”的“猪周期”, 而从去年11月份开始, 我国生猪价格进入了罕见的持续下行阶段。到今年的4月中旬, 毛猪价格已经跌至近3年来的最低点, 每斤仅为4.9元。进入5月份, 毛猪价格突然止跌并迅速回升, 一下子突破每斤7元大关, 但好景不长, 6月份以后毛猪的价格又开始略有回落。

伴随着猪价的变化, 生猪的养殖利润也随之而动。同样从去年的年底开始, 生猪养殖利润进入了长达半年的下跌趋势, 尽管中间经历了春节等多个节日,

但并未对猪价产生利好影响。因养殖行业的持续低迷，豆粕的需求也持续不振，养殖户大多随用随买为主。5月份，随着猪价的快速反弹，养殖业扭亏为盈；6月份，随着全国猪价的小幅回落，母猪淘汰在个别区域悄然出现，市场对豆粕的走势也开始产生担忧；但目前基于产能过剩的淘汰行为并未大量出现，后市不宜过分看空养殖行业。

5、国内沿海豆粕库存和未执行合同继续增加

国内油厂开机率大幅提升，油厂豆粕库存量继续增加。截止6月22日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量100.03万吨，较去年同期的55.3万吨增长80.88%；当周豆粕未执行合同289.16万吨，较去年同期的80.51万吨增长259.10%。大量的未执行合同在7-9月间被执行，这将减缓油厂出货压力，油厂出货心态较好，利多豆粕价格。

图 12 国内沿海未执行合同周变化



来源：中融汇信期货研发部 天下粮仓

操作建议

综合看，14/15年度国际国内油脂供需宽松格局尚未彻底改变，但国际国内油脂库存消费比出现拐头迹象，显示整体供需宽松的局面有了一定的改善。进入下半年，油脂便步入消费旺季，棕榈油库存在三季度将明显下降，豆油库存在四季度也将明显下滑。2014年下半年油脂库存压力或有所减轻。同时，厄尔尼诺潜在利多仍在，7-8月美豆种植区天气炒作，都将不时提振油脂价格走势。因此，我们

认为2014年下半年油脂走势将略好于上半年，整体油脂价格底部将有所抬升。从时间节点上看，7-8月为2014年国内油脂中秋、国庆备货时间，油脂需求进入阶段性旺季，同时7-8月也为美豆天气炒作期，整体上油脂价格走势将相对偏强。进入9月，中秋节前备货结束，油脂进入短期淡季，同时北半球大豆集中上市预期，这些因素都将拖累油脂走势，预计在此阶段油脂将有所回调。进入11月，油脂再次进入消费旺季，春节节前备货也逐步启动，油脂走势也将有所偏强。

操作上建议7-8月，油脂可逢低做多，豆油1501在6800-6900建立多单，上方目标为7350-7450，止损为6700；棕榈油1501在5800-5950建立多单，上方目标为6360、6450，止损为5700。

免责声明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信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。未经中融汇信授权许可，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。