



油脂月报

料震荡筑底，不盲目抄底

2014年9月

研究员：肖琳琳

执业资格号：F0279586

电话：51557576

Email:

Xiaolinlin@zrhxqh.com

本月观点简述

9月份国内豆油现货价格向下空间仍存，幅度料小于8月份跌幅。9月上旬，因有中秋节短暂备货需求、节后有USDA月度供需报告指引，场内观望情绪料抑制价格波动幅度，豆油价格维持低位窄幅整理概率大。9月下旬，建议关注国庆节前备货需求对价格及市场人气的带动作用，不排除限制价格跌幅或是带动价格短时小涨的可能。总体来看，料9月份是国内豆油价格继续震荡筑底的阶段，然而底部的巩固料需要较长时间，故盲目的抄底尚不建议。

本月重点关注

- 1、USDA 月度供需报告
- 2、种植区的天气状况
- 3、每周数据公布及其它突发消息

行情回顾:

2014年8月份,国内豆油现货价格延续上月的大跌趋势,CBOT、DCE豆油期价在此期间纷纷逼近08年金融危机时期低点,而国内豆油现货价格实际上已经跌破当时的现货水平,场内悲观情绪持续蔓延,“买涨不买跌”以及看弱后市心态影响下,即便是进入类似往年的“双节”备货期,贸易商的采购意愿仍显示较为低迷,由此,国内工厂豆油商业库存继续增加,8月底约为136万吨,月内增加4.7万吨,但增速较上月稍有放缓,月末厂商于节前集中补货对库存有一定的消化。8月上旬,国内豆油期现价格低位偏弱整理、重心小幅下移,8月美国农业部月度供需报告前市场观望情绪浓厚,抑制价格波动幅度,但因当时美国天气方面表现持续理想,美豆优良率持续高位,凸显其丰产格局,令市场对报告多存偏空预期,打压盘面价格;另外,国际原油价格持续低迷,也在一定程度上施压全球油脂价格。8月中旬,国内豆油期限价格呈现连续五个交易日的“断崖式下跌”,恐慌情绪作用下的现货销售主体甩货现象增加,美国农业部8月供需报告上调新年度美豆结转库存预估1500万蒲式耳至4.3亿蒲式耳,高于分析师预估的4.14亿蒲式耳,对豆类商品市场产生偏空影响,美国大豆种植区不断迎来有利降雨,进一步夯实美豆丰产预期,美盘豆类期货承压下挫,拖累国内油脂价格下破新低,而与此同时,国际原油价格趋势下探,也利空全球油脂价格。8

月下旬，豆油价格止跌整理、偶现小幅反弹，重心实现上移。期间美豆丰产压力、国内偏弱的供需基本面现状并未改变，期价的反弹更多依赖于资金与技术层面的推动与要求，Y1501 在触及 5896 点位，也就是接近 08 年低位 5872 点位后，收获相对较强的技术支撑，另外，现货厂商在中秋节前夕的集中备货也对现价以及市场人气形成有力带动，虽说力度有限。



图 3：豆油、棕榈油库存

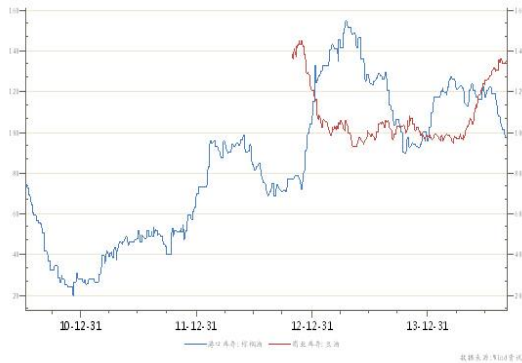
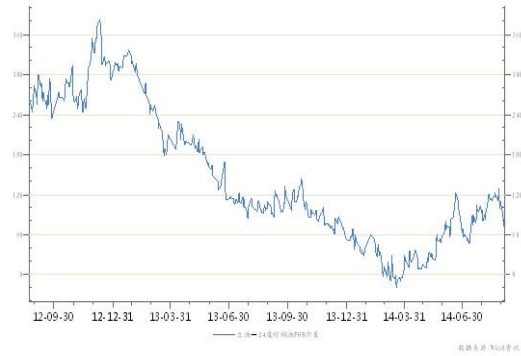


图 4：豆油——24 度棕榈油 FOB 价差



数据来源：文华财经

影响因素及供需状况：

1. 天气持续理想 报告预期偏空

8月上旬，美国天气方面表现较为理想，美国中西部地区也如期迎来降雨，缓解部分地区干燥状况及市场的担忧情绪，配合天气方面的理想状况，美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称，截至8月3日当周，美国大豆生长优良率意外持平于71%，之前一周为71%，去年同期为64%，数据整体好于预期，也是市场预料之外，此前预期干燥天气将导致优良率下滑。也是因接近完美的天气有助于美国作物生长，进一步凸显美国新豆丰产格局，CBOT豆类盘面承压低位运行，但在目前的低位并未走出实质性的下跌行情，而是以低位震荡的态势等待8月USDA供需报告的指引。然而，也正是鉴于上述情况，对于8月USDA供需报告，市场分析人士及相关机构预期并不乐观，尤其是对美国新豆产量的预估，一些私营机构作出的产量预估增加市场的利空

基调。INTL FCStone预期，美国2014年大豆收成将为38.65亿蒲式耳，预期平均每英亩产量为46.0蒲式耳。Farm Futures Magazine预期，美国大豆收成将达到38.57亿蒲式耳，预期平均每英亩产量为46.07蒲式耳。两家机构的预估均高于美国农业部目前的预估。民间分析机构Informa Economics对美国大豆产量的预估低于美国农业部的预估。Informa Economics维持美国大豆产量预估在37亿蒲式耳不变，如果实现，亦将是纪录高位。

2、厄尔尼诺降温 中期难成气候

有关厄尔尼诺的炒作，近期显然已经降温，从太平洋海温指数来看，截止七月底，海洋异常温度指数已经回落至正常水平。澳大利亚气象局7月30日发布气象报告，调低了出现厄尔尼诺天气的几率，因为热带太平洋部分水域的水温降低。并预测出现厄尔尼诺天气的几率大约为50%，而之前预测的概率为70~80%。厄尔尼诺天气前景级别也从“警报”降低到了“观望”。油脂多头资金只能是“望而叹息”，再次的希望也要等到三个月之后。

3、供需报告偏空 余力继续释放

美国农业部8月供需报告13日凌晨公布，报告上调美豆产量至38.16亿蒲式耳，上调单产至45.4蒲式耳，均低于市场预估，上调新年度美豆结转库存预估1500万蒲式耳至4.3亿蒲式耳，高

于分析师预估的4.14亿蒲式耳，其余数据基本未做调整，整体对豆类商品市场产生中性略偏空影响，隔夜美盘豆类期货承压也一度下挫，虽然随后的超跌反弹支撑国内豆油价格短时间并未出现明显的下探，但隔日国内油脂价格的整体下挫，应该是对应报告偏空影响下的美盘豆类期价大幅下行的“补跌”，也可以理解为报告偏空影响“余力”的释放。

表一 美国大豆产品供应和使用

	2012/1 估计	2013/1 估计	2014/15 预估 7月	2014/15 预估 8月
大豆	百万英亩			
种植面积	77.2	76.5	84.8 *	84.8
收获面积	76.2	75.9	84.1 *	84.1
Filler	蒲式耳			
每英亩单产	39.8	43.3	45.2 *	45.4 ↑
	百万蒲式耳			
期初库存	169	141	140	140
产量	3034	3289	3800	3816 ↑
供应总量	3243	3509	3955	3971 ↑
压榨量	1689	1725	1755	1755
出口	1317	1640	1675	1675
剩余	8	-94	19	19
消费总量	3103	3369	3541	3541
期末库存	141	140	415	430 ↑
农场大豆价格 (美分/蒲式耳)	14.4	13	9.50 - 11.50	9.35 - 11.35
豆油	百万磅			
期初库存	2540	1705	1635	1485
产量	19820	20215	20270	20270
进口	196	165	160	160
供应总量	22555	22085	22065	21915 ↓
国内消耗量	18687	18750	18200	18200
生物柴油	4689	4800	4800	4800
出口	2164	1850	2100	2100
消费总量	20850	20600	20300	20300

期末库存	1705	1485	1765	1615 ↓
豆油价格 (美分/磅)	47.13	38.5	36.00 - 40.00	35.00 - 39.00

4、天气期待落空 关注后续动态

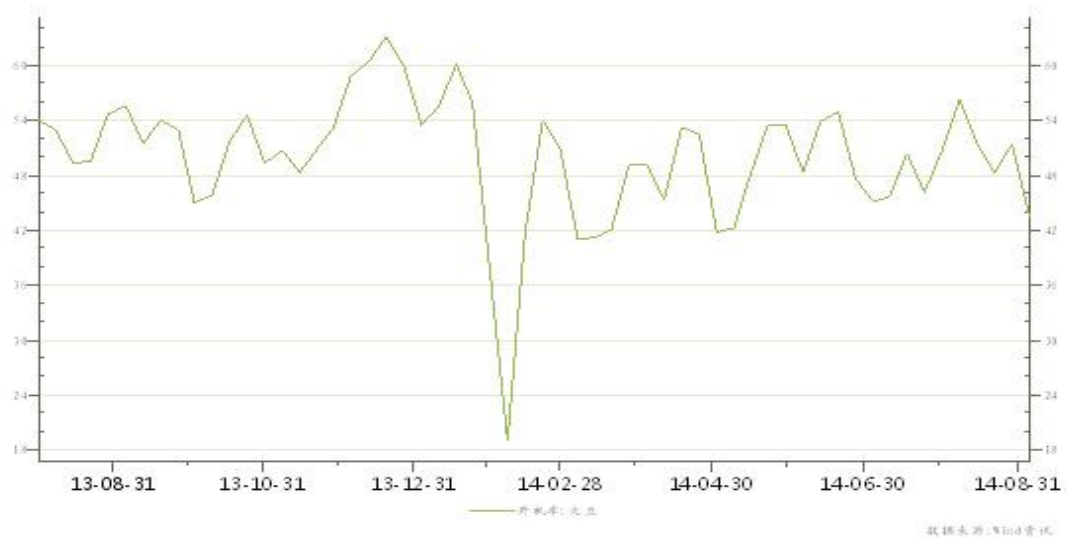
在美国大豆即将进入灌浆期前，美国部分大豆种植区域出现干燥问题，且近期干燥区域显示有所增加，据统计，截至8月10日当周，密苏里州有41%的土壤缺水，除北达科他州外的其他三个主产州缺水比例均超过20%，高于上周的数值，各种迹象显示后续干燥状况有扩大趋势。上述状况一度让供需报告“空袭”过后的豆类商品市场重拾一线希望，并预期在报告利空出尽之时，若遇天气干燥的利多炒作，无疑将在短时间内推升美盘豆类价格进而带动国内豆油价格展开小幅反弹。然而，随后这一“期待”转而落空，气象与报告显示美国部分干燥的大豆种植预期将迎来降雨，我们的跟踪也显示，美国伊利诺伊及南达科他州今日有零星小雨，其他地区预计明日及周末期间将有阵雨，整体天气依旧晴朗干燥，均温19-28度。这对盘面价格形成利空打压，如此在叠加报告利空“余力”的释放，美盘豆类价格深度下探在所难免。

后续美国大豆种植区迎来持续降雨，土壤干燥状况缓解，为期四天的美国Pro Farmer 田间巡查结果便显示美国大豆结荚数目高于均值，夯实美豆丰产预期。

5、抛货现象增加 价格继续承压

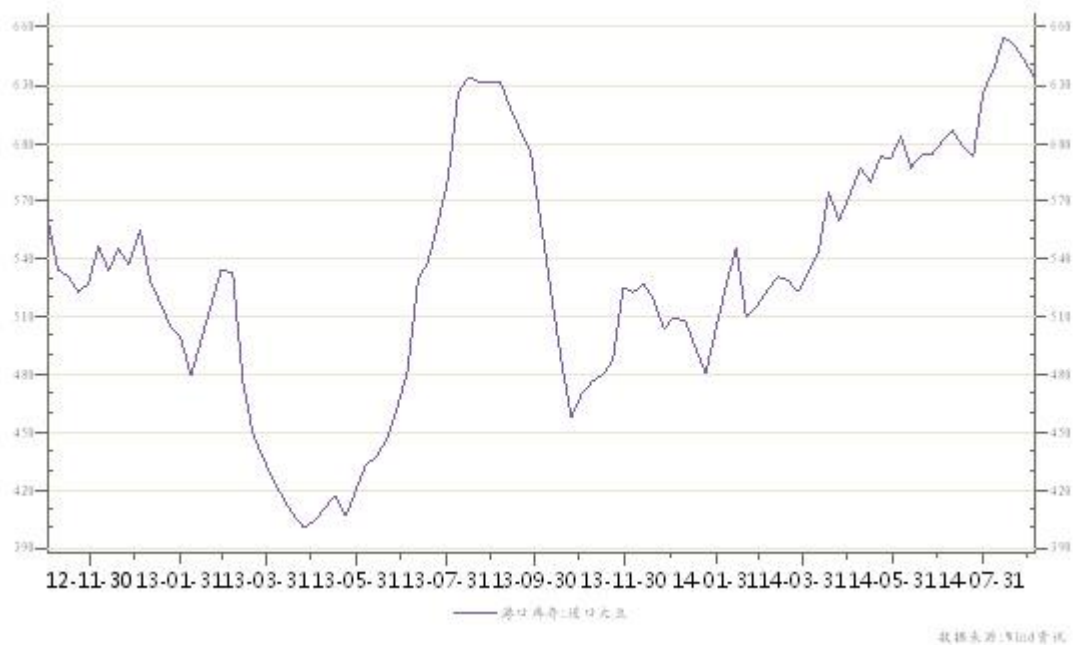
在近两个月的下跌过程中，国内豆油现货工厂及贸易商的出货意愿明显的增强，这一方面体现在其对价格的跟盘调整上显示毫无挺价意愿，另一方面，体现在现货销售主体主动降价抛货的现象增加，再者就是为了对冲现货价格下跌的风险，将现货抛到盘面上做套期保值的购销主体增加。上述现象尽管是豆油价格持续下跌的“产物”，但却也反过来进一步的施压连盘豆油价格走势，如此形成“恶性循环”，场内悲观、恐慌情绪持续蔓延。再看国内豆油市场供需格局，国内油厂开机率近期显示提升，高温天气之下，工厂加快速度压榨前期到厂的大量进口豆，豆油库存随之增加，而下游需求却持续萎缩，直接的结果便是国内豆油商业库存继续攀升，届时8月13日，国内豆油商业库存量已经高达135万吨水平，对市场信心将是很大的压制。如此庞大的库存面前，“双节”需求几乎无人提及，因为在漫漫的下跌过程中，无论是中间商还是终端商，多已经认定了“随用随采”的购销策略，而无需“提前备货”。

图5 国内大豆压榨企业开机率



来源: wind 资讯

图6 进口大豆港口库存



来源: wind 资讯

6、原油市场低迷，于油脂支撑有限

德国汉堡的油籽分析刊物《油世界》8月19日表示，棕榈油及其他植物油价格将从当前的“极低”水准反弹，因近期价格跌势提升了能源和食品领域的植物油需求。然而，就国际原油市场、生物柴油市场当前的状态来看，即便是全球油脂价格跌至目前低位，实际上生物柴油方面对油脂的需求提升力度短时看也料将有限。一方面，国际原油价格近期也呈现持续下行的趋势，如此，于生物柴油来讲，原油价格的下跌，在部分程度上挤压了其利润空间；另一方面，本年度除了阿根廷、东南亚个别国家的生物柴油产量有所增加外，欧美国家生物柴油行业本年度景气度下降，特别是美国生物柴油行业，此前我们也有所提及，因为美国生物柴油补贴政策及产量政策迟迟未通过，导致国内生物柴油产量明显下降。其实整体来看，本年度至目前，全球生物柴油产量整体并未明显提升，即便是油脂价格跌至如此低位，料在原油价格低迷的背景下，短时间生物柴油方面也难明显增加对食用油脂的需求。但我们可以关注9月份美国生物柴油政策的变动情况。

九月份影响市场因素分析预测

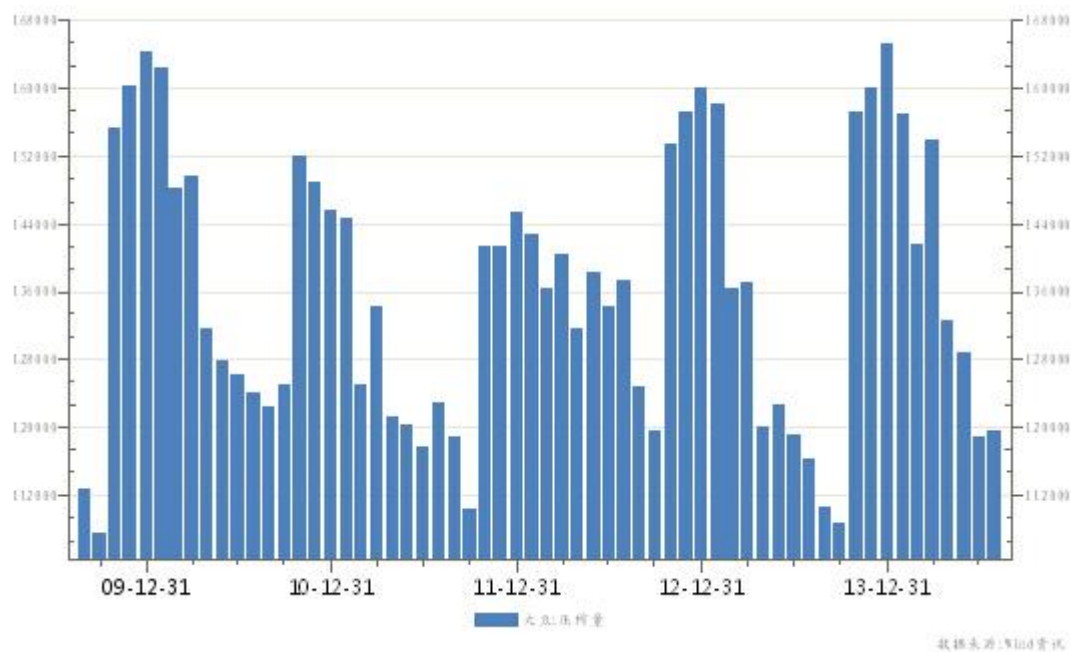
1、丰产再度凸显 警惕利空风险

美国农业部在周度作物生长报告中称，截至8月31日当周，美国大豆生长优良率上升2%至72%，高于一周前的70%，市

场本来预期优良率将较前周持平，去年同期美国大豆生长优良率仅为 54%。进一步提振美国作物产出前景，且美国农业部 9 月供需报告将在中秋节后即 9 月 11 日公布，鉴于美国大豆生长的完美状况，Ikon Commodities Pty 驻悉尼的资深风险控制师 Sam Sloane 称，“随着美国作物生长优良率的提升，市场人士预计美国农业部在 9 月的供需数据中或进一步上调美国玉米和大豆的单产预估值。”“玉米和大豆的价格前景依然偏空。”另外，据外电 9 月 2 日消息，Commodity Weather Group 在一份报告中称，其上调今年美国大豆单产预估 0.8 蒲式耳至每英亩 46.9 蒲式耳，称该预估值较往年均值高出 5%。该机构称，上述预估数据主要是基于作物生长条件，健康状态和近期的降水和温度等条件做出的。美国农业部下属的经济研究服务部 (Economic Research Service , ERS) 当日也在一份报告中称，预计美国大豆种植面积、单产和产出均将创纪录高位。报告称，预计美国 2014/15 年度大豆产量料为 1.038 亿吨 (38.2 亿蒲式耳)，较前纪录高位，即 2009/10 年度产出增加 13.6%。报告预计美国 2014/15 年度大豆单产料为纪录高位的每公顷 3.05 吨 (45.4 蒲式耳/英亩)，这较前纪录高位，即 2013/14 年度水平增加 4.7%。创纪录的作物产出将增加年末大豆库存至 1170 万吨 (4.3 亿蒲式耳)，库存增加也令美国农业部下调 2014/15 年度美国农场大豆均价预估 15 美分至每蒲式耳

9.35-11.35 美元。若报告如预期上调美豆产量的话，或将再向豆类商品市场释放一波压力，国内豆油价格有“再下一阶”的风险。而即便是报告影响中性，豆油价格也难出现趋势性的上涨，毕竟国内油脂庞大的库存量还需要较长时间来消化，且最早在10月初，美国早割大豆且成本较低，将陆续进入国内市场，供应压力仍大。

图7 NOPA 大豆压榨量



来源: wind 资讯

2、关注豆棕价差 寻求套利机会

豆棕1月合约价差在8月15日缩窄至650点，是近月的低点，按照往年供需及期价运行规律，豆棕价差在每年9、10月份会出现一个高点，近期的豆棕价差运行规律有复制上述规律的迹象，目前截至8月29日，豆棕1月价差已经升高至862

点。后续考虑到在这种油脂的下跌过程中，棕油跌幅是最小的，但马棕油出口需求下降、产量增加、库存预期增加的状况将延续到10月份，所以看后续棕油下方空间大于豆油，豆棕价差还有走高机会。关注此方面套利机会，轻仓持有。

图8 豆棕 1501 合约价差图



3、节前补货期短 需求改善有限

在国内外油脂价格的连续3个月的下探过程中，“节日需求”、“节前备货”的概念大大淡化，备货即有亏损风险，让需方采购兴趣降至最低，基本上随用随采为主，只不过在月末即临近中秋节一周时间内，因为盘面价格的小幅反弹，刺激了贸易商低价位出现集中补货的情况，对现价及市场人气形成短暂的带动，但事实证明并不具备持续性，随着盘面价格的止涨整理或是再现偏弱迹象，需方采购心态重归观望，工厂出货也急剧缩量，施压其挺价心理。不排除国庆节前后市场的供需状况也“复制”上述状况

的可能。

操作建议

9月份国内豆油现货价格向下空间仍存，幅度料小于8月份跌幅。9月上旬，因有中秋节短暂备货需求、节后有USDA月度供需报告指引，场内观望情绪料抑制价格波动幅度，豆油现价维持低位窄幅整理概率大；9月中旬的行情走势料在很大程度上受供需报告指引，然而，考虑到截至8月31日当周的美豆优良率意外上升2个百分点的情况，美豆丰产压力仍不可小觑，市场对报告预期并不乐观，而且，目前美国早熟大豆已经在收割中，最早的低价美豆将于10月初到达国内港口，后续丰产大豆陆续到国内，对油脂市场又将是一波大的供应压力，预计下方空间仍存。所以中下旬国内豆油价格难现趋势性改善行情，即便是报告中性甚至是利多，受制于国内庞大的库存量，豆油价格反弹空间也将有限；9月下旬，建议关注国庆节前备货需求对价格及市场人气的带动作用，不排除限制价格跌幅或是带动价格短时小涨的可能。总体来看，料9月份是国内豆油价格继续震荡筑底的阶段，然而底部的巩固料需要较长时间，故盲目的抄底行为尚不建议。

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。