

油脂供应增速不减，豆油长期跌势难改

——豆油 2014 年度分析报告

内容导读：2014 年全球大豆、油脂市场整体供需关系将延续宽松格局：南北美洲整体天气良好有望推动大豆产量连续第二年创出纪录新高；同时棕榈油、菜油等油脂供应量都在创新高。宏观面上，尽管美国经济向好可能带动全球复苏，但 QE 政策的缩减乃至退出将对商品价格产生更大的负面影响。预计 2014 年豆油价格将延续震荡下跌趋势，下跌目标位分别在 6500 元，5600 元和 5200 元，可能的反弹时点有三个：1、年初阿根廷产区天气或有威胁，加上棕油产量季节性减少；2、北美大豆生长阶段的天气市行情；3、四季度传统需求旺季，或有季节性反弹。操作上，建议逢反弹中线做空为主。套利方面，一季度维持买棕油卖豆油的套利交易，预计目标位 600 元附近，届时再根据基本面变化考虑是否反向操作。

2013 年豆油走势回顾

2013 年大连豆油期价单边下跌后低位震荡，主要原因为利空基本面始终主导全年走势：全球主要油脂产量均显著增加，而需求则相对低迷，导致国内外油脂库存普遍高企，同时，粕类供需格局相对偏多，油厂挺粕弃油策略导致粕价走势坚挺，油粕比同步下跌，这也加剧了油脂的跌幅。具体来看，大连豆油指数全年走势可分为三个阶段：

图 1 大连豆油指数日线图



数据来源：文华财经、中钢期货

第一阶段：1-2 月初豆油期价延续震荡反弹走势。主要是由于阿根廷产区干旱威胁加重，且巴西大豆出口面临运输瓶颈，同时美豆出口需求意外增加导致库存偏紧，以上利好均提振豆油期价走强，2 月初期价最高上摸 8932 元。

第二阶段：2-8 月初豆油期价持续下跌。主要原因为，南美大豆丰产、大豆供应压力加大，且北美大豆

尽管播种延误，但丰产预期较高。南北大豆接连丰产打压豆类期价走低，同时油脂需求低迷，库存居高不下，油厂挺粕抛油策略令豆油期价毫无抵抗的单边下跌，至8月初豆油指数期价最低下探至6878元，最大跌幅达2054元。而豆粕价格则始终坚挺，豆粕指数比也从年初的2.7不断下跌至9月份的1.96。

第三阶段：8-12月豆油低位震荡为主。8月份美豆产区干旱威胁加重，USDA下调美豆产量，导致美豆和豆粕价格暴涨，但棕榈油季节性增产压力加大，油脂整体增产和高库存的利空基本面不变，因此豆油价格只是跟随美豆弱势反弹，8月底豆油指数期价最高触及7462元的反弹高点，但随后快速下跌。直至四季度，豆油需求季节性增加、现货有所走强提振豆油期价震荡走高，至11月底最高触及7380元。12月份在大豆进口增加、油脂库存维持高位压力下，期价再次下跌，并与12月27日创出年内新低6856元，全年最大跌幅2022元。

上期报告观点回顾

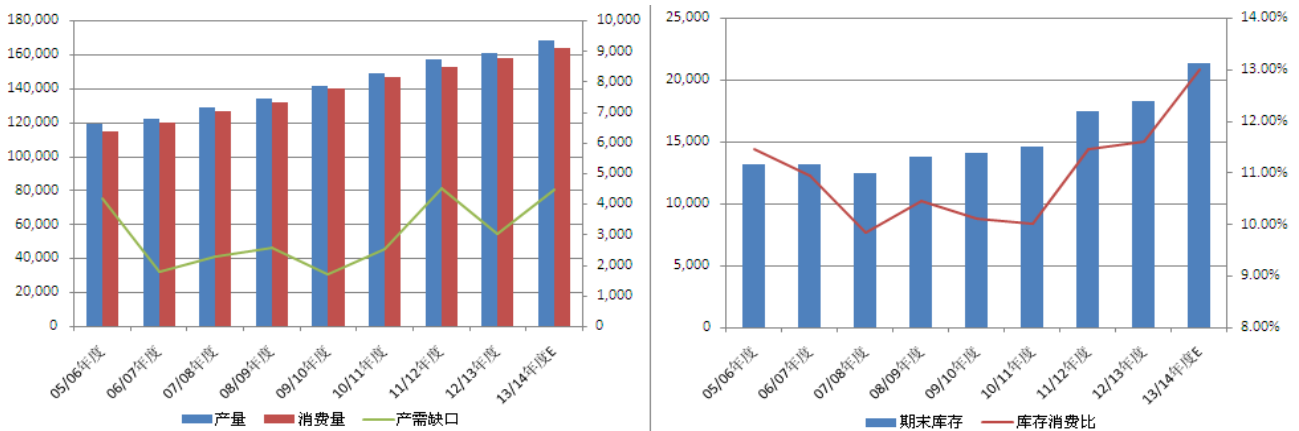
在去年年报中，笔者预计2013年全球大豆油脂市场整体供需格局将逐步转向宽松。因2012年南北美洲连续减产导致豆价刷新历史高点，而高价必然导致次年大豆种植面积增加，同时罕见的自然灾害也不太可能连续发生，因此预计2013年全球大豆丰产的概率较大，这将导致大豆、豆油价格长期走熊。此外，全球第一大油脂——棕榈油的产量仍将维持稳步增长，这也将进一步打压全球油脂价格。预计2013年豆油指数期价将以下跌为主，目标位分别在7000元和6500元。实际走势基本符合预期。

2014年影响因素分析

一、植物油整体供需宽松

从全球植物油的整体供需状况来看，预计13/14年度植物油产量将达到创纪录的1.684亿吨，同比增加760万吨，增幅达4.7%。预计需求将达到1.639亿吨，增幅3.8%；预计库存将同比增加302万吨至2132万吨，库存消费比为13%，高于上一年度的11.6%。基于上述数据，初步预计明年油脂供需格局延续宽松，油脂价格仍有下跌动力。

图2 全球植物油供需变化图

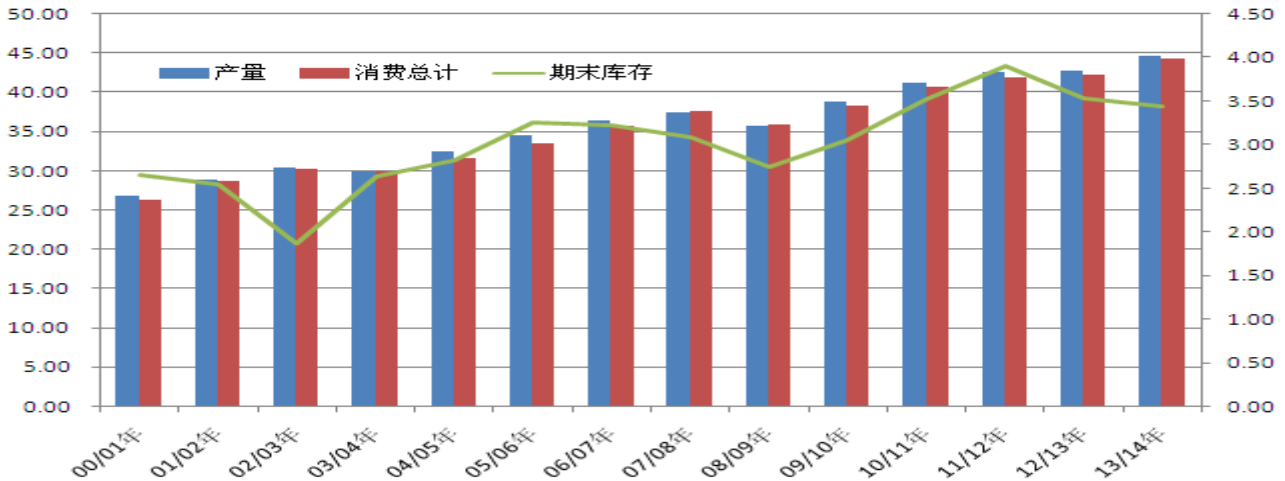


数据来源：USDA、中钢期货

美国农业部（USDA）数据显示，13/14年度全球豆油产量将达到4462万吨，同比增加4.2%；同期需求

将达到 4438 万吨，同比增加 4.9%，预计库存将为 344 万吨，同比小幅下降 9 万吨。USDA 初步预计 13/14 年度全球豆油供需两旺，整体状况与前一年度相似。但是，13/14 年度全球大豆供应增幅预计将达 6.3%，这对豆油供应将是额外的压力；从需求角度来看，2000 年至今豆油年度需求增幅在 4%左右，尽管 2014 年美国预期较好，但新兴市场经济可能受到美联储 QE 缩减政策的不利影响，因此 13/14 年度全球豆油 4.9% 的需求增幅预期过于乐观，除非价格继续下跌吸引需求额外增加。综合来看，13/14 年度全球豆油供需状况可能会较预期更差，长期供需格局将继续利空。

图 3 全球豆油供需变化图单位:百万吨

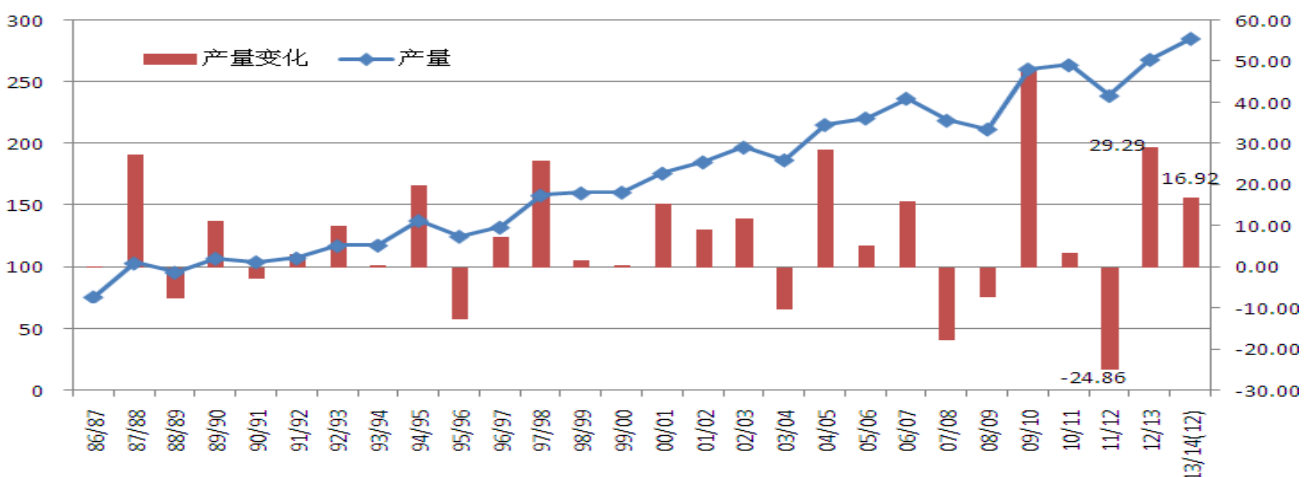


数据来源: USDA、中钢期货

二、13/14 年度美豆丰产，南美大豆产量预期创新高

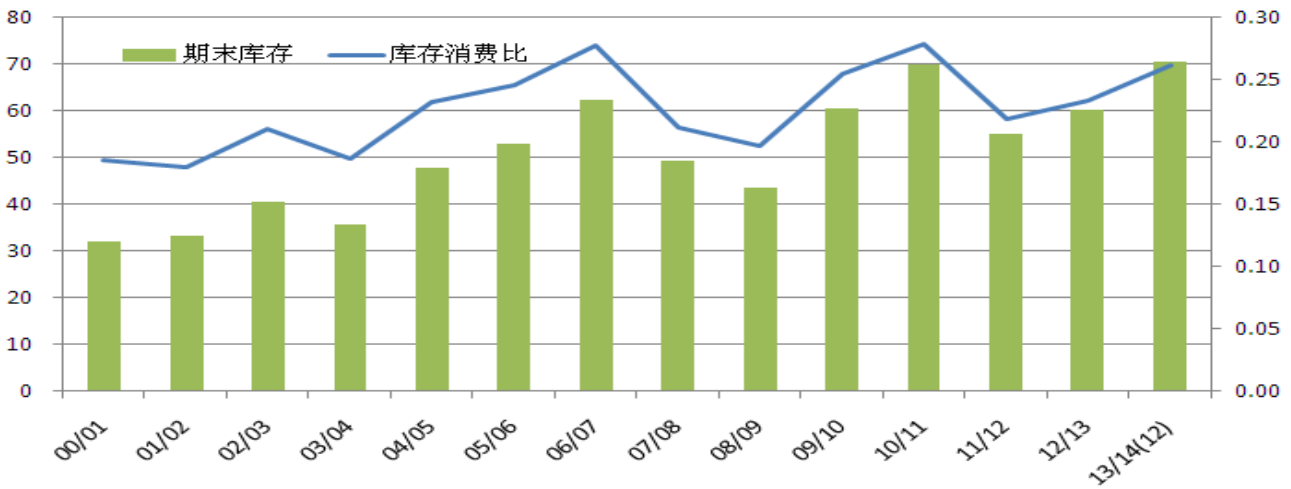
从全球大豆供需状况来看，美国农业部预计 13/14 年度全球大豆产量将为创纪录的 2.8494 亿吨，同比增加 1692 万吨，并且将是连续第二年显著增产。预计需求量为 2.7087 亿吨，同比增加 1257 万吨，需求量和增幅都低于产量及其增幅，预计 13/14 年度供需关系将进一步宽松，期末库存将为创纪录的 7062 万吨，同比增加 1044 万吨；库存消费比从 12/13 年度的 23% 增加至 26%，这也将是历史第三高水平。

图 4 全球大豆产量变化图单位:百万吨



数据来源：USDA、中钢期货

图 5 全球大豆库存变化图单位:百万吨

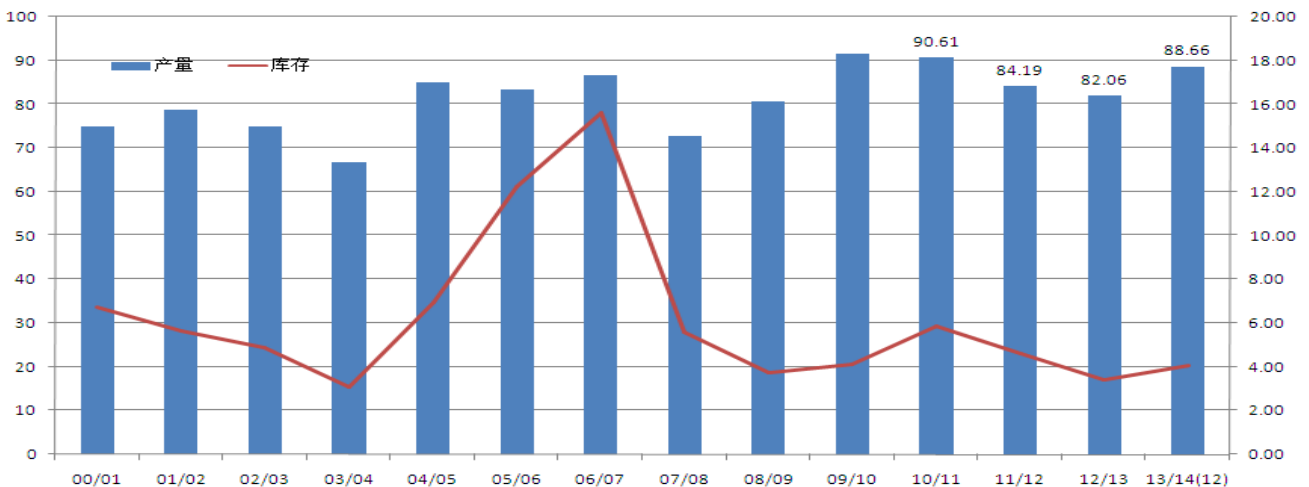


数据来源：USDA、中钢期货

USDA12 月供需报告显示，13/14 年度美国大豆产量为 8866 万吨，同比增产 610 万吨，增幅达 6.88%；但 USDA 通过大幅调高出口数据来化解国内供应压力，预计出口量 4014 万吨，同比增加 423 万吨；预计 13/14 年度结转库存为 407 万吨，同比仅小幅增加 24 万吨。由于数据显示美豆供需两旺，库存维持相对低位，因此美豆丰产确认后豆价并未出现大幅回落，反而在新豆上市后因出口旺盛而有所走强。

不过，长期来看供应增加已然确定，需求增幅却未知，且南美丰产预期一旦增强，美豆出口订单将会被大量取消；此外，USDA 对于美豆出口增加的预估主要基于中国进口预期增长，目前预计中国进口量将比 12/13 年度的 5987 万吨大幅增加 913 万吨，但国内机构对于 13/14 年度进口量的预计值仅为 6400-6600 万吨，相比之下，USDA 对中国需求过于乐观？，后期下调空间和概率都很大，因此预计 14 年豆类期价将在供应压力下持续走低。高盛在 USDA11 月供需报告公布后将未来 12 个月美豆价格从 10.5 美元下调至 9.5 美元。

图 6 美国大豆产量、库存变化表单位：百万吨

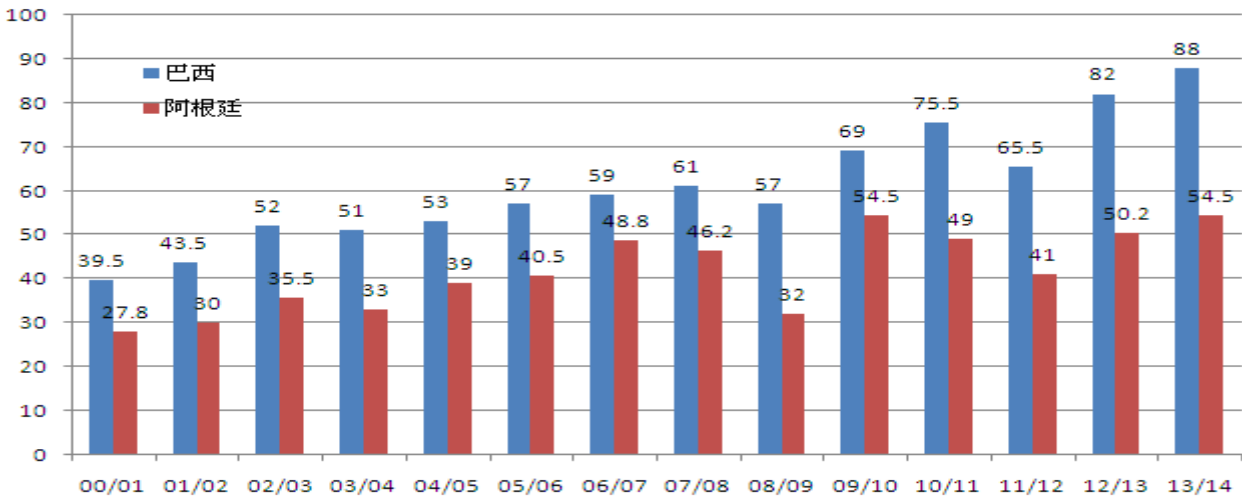


数据来源：USDA、中钢期货

USDA 预计，13/14 年度巴西和阿根廷大豆产量将分别达到创纪录的 8800 万吨和 5450 万吨，两国总产量将同比大幅增加 1120 万吨。南美大豆的增产预期将是上半年大豆市场的主要利空压力。

目前来看，南美多数产区天气总体良好，后期若无重大自然灾害，巴西大豆丰产压力将在 1 月份以后开始逐步体现。但阿根廷产区天气存在威胁，由于阿根廷大豆播种较晚，未来 2-3 个月天气不确定性将对产量和豆价产生重大影响。此外，巴西大豆丰产将令其国内物流问题再次凸显，12/13 年度巴西大豆恢复性增产达 1550 万吨，但出口仅同比增加 558 万吨，主要是国内大豆运输遭遇瓶颈，大豆出口严重受阻，进口商不得不取消订单所致。因此，尽管南美大豆丰产预期较强，但阿根廷产区天气和巴西物流问题都将是潜在的利多题材，预计在 4 月份之前，不宜对豆类期价过于看空。

图 7 巴西、阿根廷历年大豆产量变化图单位：百万吨



数据来源：USDA，中钢期货

三、2014 年美豆面积或增加，有望连续第三年增产

图 8 美国大豆玉米指数比价图

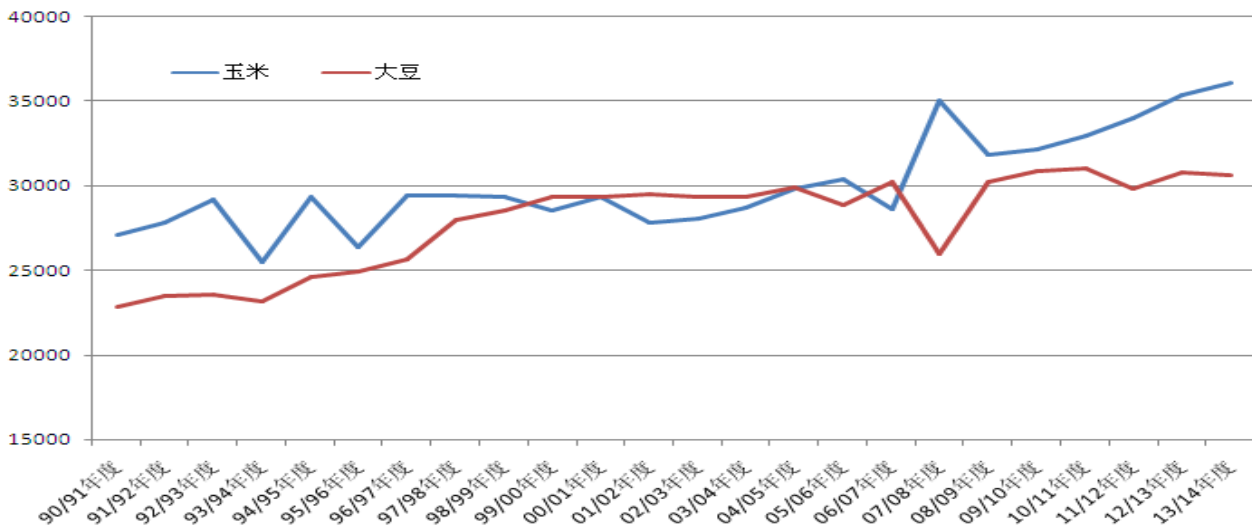


数据来源：文华财经、中钢期货

大豆和玉米存在典型的播种面积之争，而美国大豆玉米的比价关系则是美国农场主选择播种品种的重要参考依据。从美国大豆玉米的比价关系来看，目前比价在 3 左右，20 年均值仅为 2.42，处于绝对高位。相比而言，2012 年底比价最低下探至 1.9 以下，这也是 2013 年美国玉米播种面积增幅远大于大豆，导致 13/14 年度美国玉米增产幅度达 29.8%，供需状况远较大豆利空的主要原因。预计到 2014 年北美进入播种季节时，比价仍将维持相对高位，从这一角度推测，2014 年美国农场主将倾向于增加大豆播种面积。

Informa 公司预计 2014 年美国大豆播种面积将达到 8190 万英亩的创纪录水平，远高于 2013 年的 7650 万英亩；Informa 还预计美豆单产将达到 44.5 蒲式耳/英亩，预计产量将达到 36.03 亿蒲式耳。若 2014 年南北美洲大豆产量接连刷新历史高点，美豆价格回到 10 美元以下的低位区间运行将没有悬念，国内豆油价格也将会有 25%左右的跌幅。

图 9 美国大豆玉米历年种植面积变化图 单位：千公顷

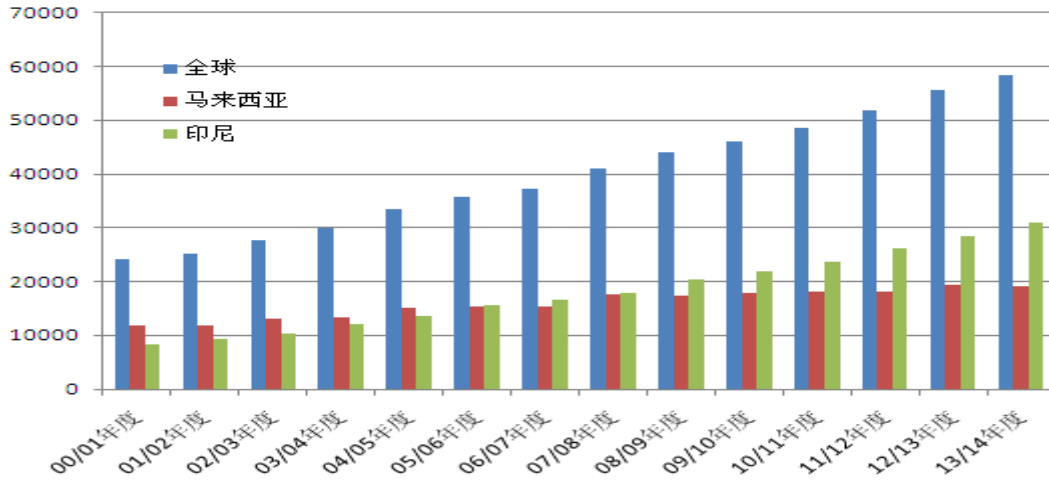


数据来源：USDA、中钢期货

四、棕榈油产量增幅不高，走势或相对偏强

13/14 年度全球棕榈油产量将达到 5839.6 万吨，同比增长 263 万吨，增幅 4.7%，预计 13/14 年度两大主产国马来西亚和印尼的产量将分别达到 1920 万吨和 3100 万吨，同比分别减少 12 万吨和增加 250 万吨。预计全球期末库存 821.5 万吨，同比增加 118.7 万吨。因此预计 2014 年全球棕榈油供需格局维持宽松局面，但因产量增幅有所下降，且马来西亚产量预期持平，而印尼产销数据并不透明，预计 2014 年棕榈油价格也将以震荡下行为主，但多数时间走势会强于豆油。

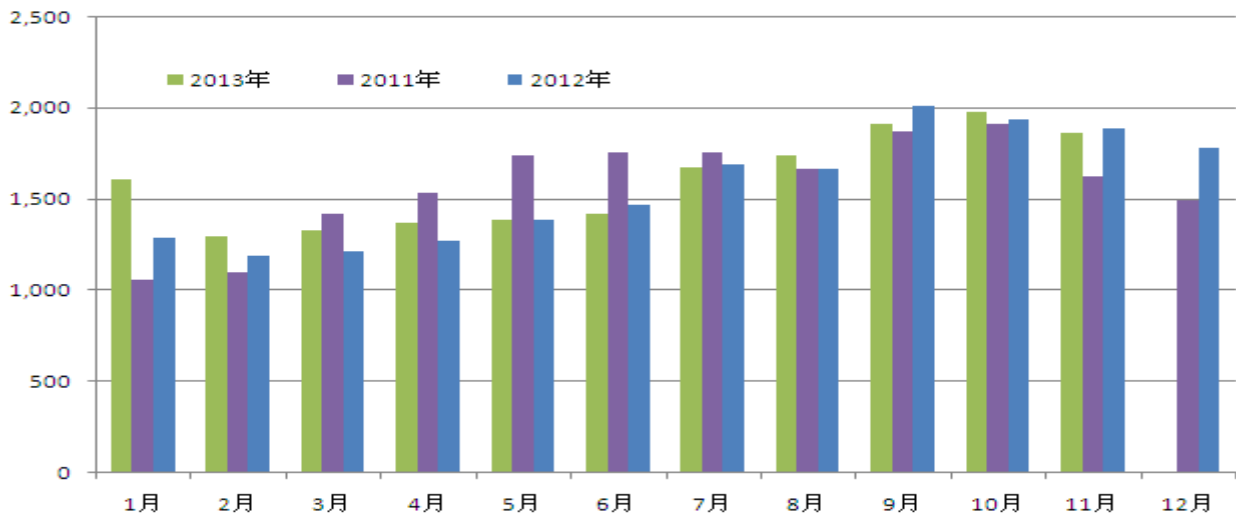
图 10 全球棕榈油产量变化图 (单位：千吨)



数据来源: 布瑞克、中钢期货

另外, 从季节性规律来看, 每年 11 月-次年 3、4 月份, 棕榈油都处于减产周期, 月度产量下降将有助于其去库存化。11 月底马来西亚棕榈油库存为 198 万吨, 若未来几个月供需状况季节性好转, 马棕油指数期价有望升至 2800-3000 令吉区间, 随后有望再次步入震荡下行通道。

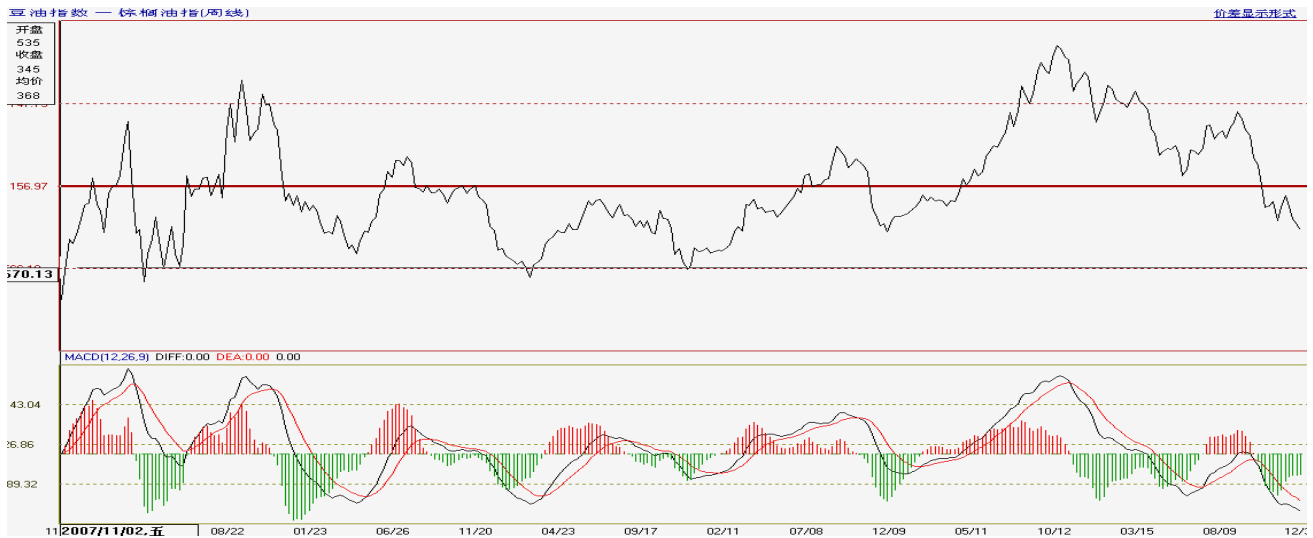
图 11 马来西亚棕榈油月度产量 (单位: 千吨)



数据来源: MPOB、中钢期货

由于豆油棕榈油供应面存在较大的差异, 尤其是季节性差异较大, 而需求面则有很强的替代性, 导致两者价差常年保持宽幅区间震荡。14 年 1-3 月份, 豆油可能在南美丰产预期打压下继续走弱, 而棕榈油则有望受到季节性减产提振而有所走强, 预计豆油棕榈油指数价差中线仍将继续缩小, 下跌目标位可能在 500-600 元, 建议可继续逢反弹做空豆棕价差。

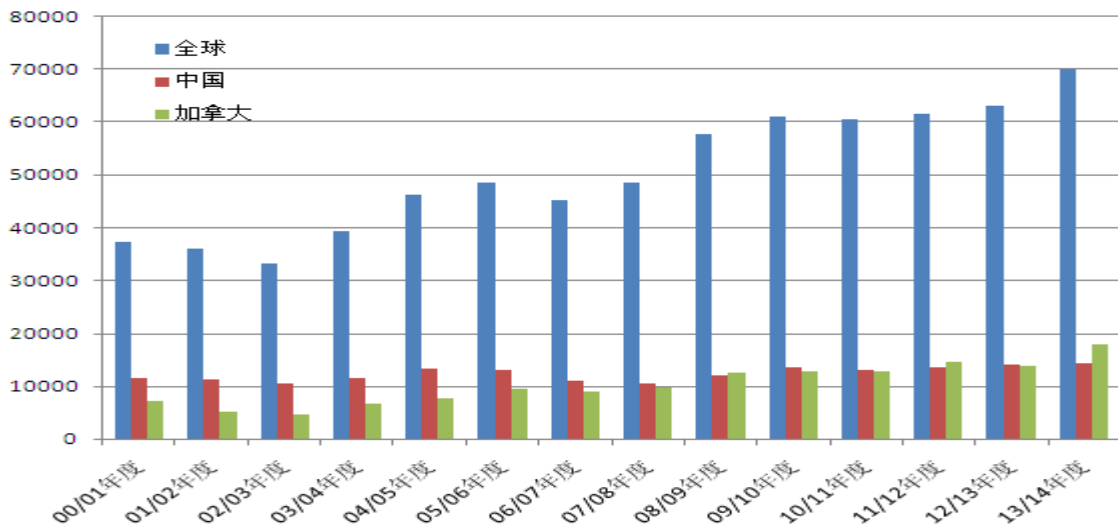
图 12 豆油棕榈油指数价差图



数据来源：文华财经、中钢期货

五、全球油菜籽显著增产，国储菜油抛售压力大

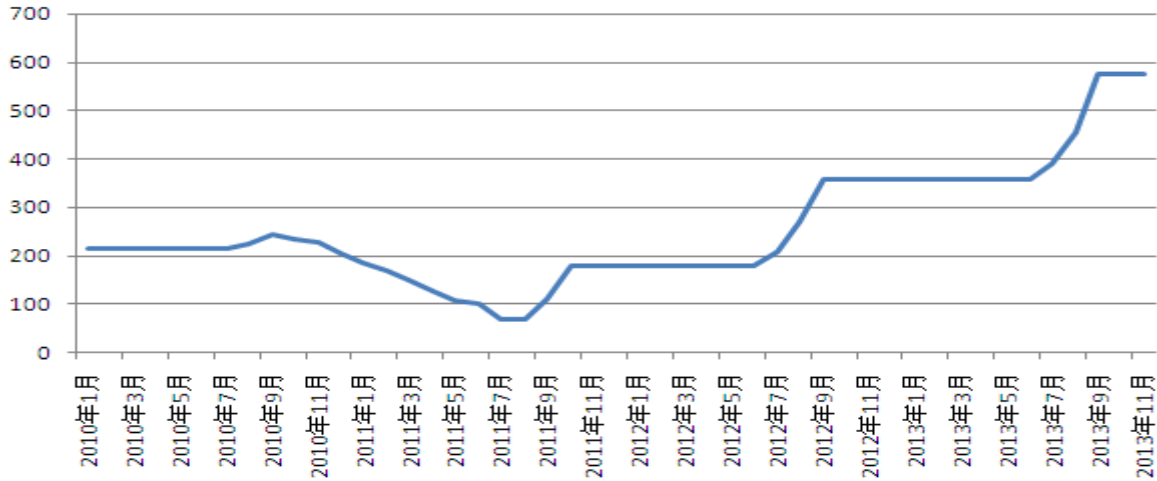
图 13 全球、加拿大和中国油菜籽产量 (单位：千吨)



数据来源：布瑞克、中钢期货

菜油方面，国内外供需状况都不容乐观。从全球范围来看，13/14年度全球油菜籽产量将达到6997万吨，同比增幅达11%，尽管国内产量仅为1420万吨，维持平稳，但主要出口国加拿大产量同比增长29%，其产量增长主要用于出口，廉价的菜籽和菜油将大量进入中国，打压国内菜油价格。另一方面，经过连年的收储，今年国家储备菜油达到575万吨的天量，后期轮库压力将对市场构成重压，这也将导致菜油在整个油脂走势中持续弱势。目前菜油豆油5月价差仅200多元，价差处于历史低位和菜油的弱势都降限制豆油的反弹。

图 14 国家菜油储备 单位：万吨



数据来源：布瑞克、中钢期货

六、油粕比低位盘整，粕强油弱格局限制豆油反弹

图 15 豆油豆粕指数比价



数据来源：文华财经、中钢期货

2013 年油粕比持续下跌，比值从年初的 3 左右，持续下跌至年底的 2 以下，创出合约上市以来的最低点。短期内比值仍将在低位徘徊，长期来看，尽管比值会有超跌反弹，但基本面可能不支持其大幅回升。因 2014 年油脂供需格局可能仍将差于粕类；其次，由于豆粕期价较现货贴水较高，后市即使豆粕供需关系恶化，现货下跌，期货向下空间也相对有限。若粕强油弱格局得不到改变，豆油反弹空间将进一步受限，反之下跌则会更加流畅。

图 16 豆粕期现价差图



数据来源：万德、中钢期货

七、美国或带动全球经济复苏，但需警惕 QE 缩减的政策压力

2014 年随着美国国内房地产行业及就业市场的持续向好，美国经济回升的速度将逐步加快，美联储逐步缩减量化宽松政策（QE）将成为市场关注的最大焦点。虽然耶伦担任美联储主席增加了未来美联储延续现有货币政策方向的可能性，意味着放缓 QE 将是一个缓慢的过程，但仍需警惕 QE 退出带来的商品下跌风险；尤其是在油脂基本面本身偏空的情况下，货币政策趋于紧缩将进一步助推油脂价格的下跌。

小结：综上所述，2013 年全球大豆油脂市场整体供需将延续宽松格局。南北美洲整体天气良好有望导致大豆产量连续第二年创下纪录新高；同时棕油、菜油乃至整个油脂供应都在创新高；需求方面依旧相对稳定，且目前的预估也过于乐观。因此 2014 供需偏空格局料将难改变。宏观面上，尽管美国经济向好可能带动全球复苏，但 QE 政策的缩减乃至退出将对油脂价格产生更大的负面影响，综合来看，2014 年豆油价格难改下跌趋势。

技术面分析

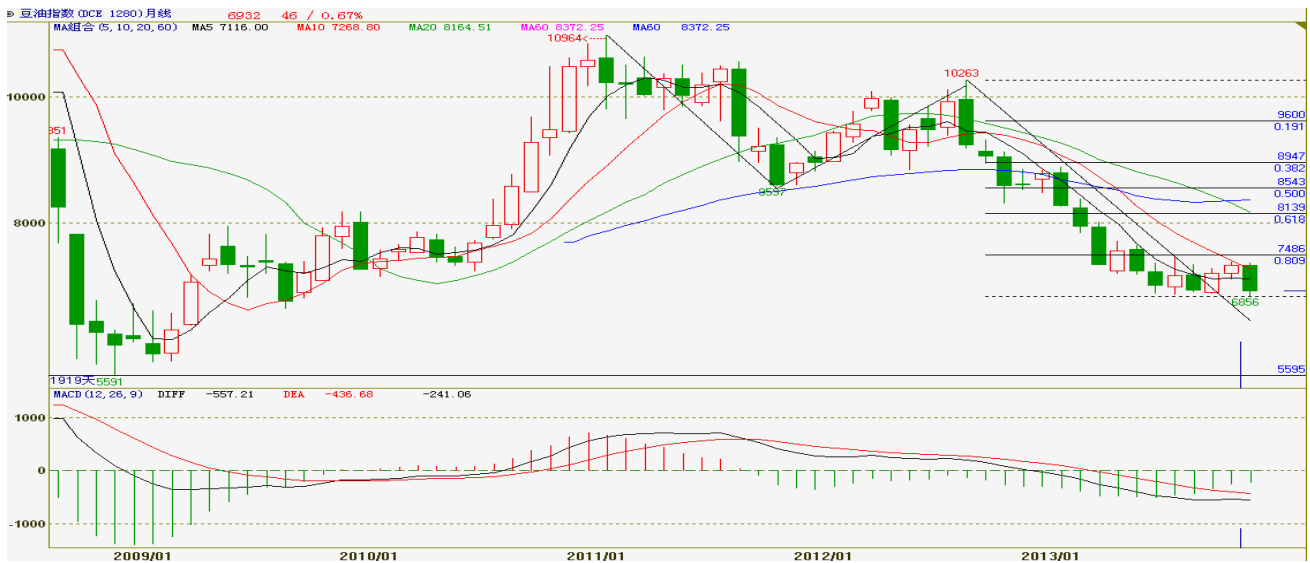
图 17 大连豆油指数周线图



数据来源：文华财经、中钢期货

大连豆油指数周线图显示，2013 年期价持续下跌后展开弱势横盘震荡，预计 14 年将延续震荡下行格局。从数浪角度看，可能有两种情况：第一种，12 年 9 月份至 13 年 8 月份的下跌可能是大 3 浪，8 月份至今则可看做是 4 浪调整走势，那么 4 浪的反弹目标位将分别在 7600 元和 8150 元；第 5 浪下跌目标位将分别在 5800/5600 元和 5200 元；第二种，把今年的下跌和调整分别看做大 3 浪中的主跌浪和小 4 浪调整，那么随后的小 5 浪下跌最大目标位可能到 6500 元，随后将展开较长时间的大 4 浪调整，大 5 浪的下跌目标位可能也将在 5600 元和 5200 元。

图 18 大连豆油指数月线图



数据来源：文华财经、中钢期货

从月线图上看，2013 年豆油指数期价下跌后弱势盘整，并没有像样的反弹，因此预计大 3 浪下跌行情没有结束的可能性较大，大 3 浪下跌目标位在 6500 元附近，创新低下跌后有望出现大 4 浪超跌反弹，最大反弹阻力位在 7600 元附近；然后将展开大的 5 浪下跌行情，目标位在 5600 元和 5200 元。

2014 年行情展望

结合上述基本面和技术面分析，2014 年全球大豆油脂市场整体供需关系将延续宽松格局：南北美洲整体天气良好有望导致大豆产量连续第二年创出纪录新高；同时棕油、菜油乃至整个油脂供应量都在创新高宏观面上，尽管美国经济向好可能带动全球复苏，但 QE 政策的缩减乃至推出必将对商品价格产生更大的负面影响。因此，预计 2014 年豆油价格将延续震荡下跌趋势，下跌目标位分别在 6500 元，5600 元和 5200 元。可能的反弹时点有三个：1、年初阿根廷产区天气或有威胁，加上棕油产量季节性减少；2、北美大豆生长阶段的天气市行情；3、四季度传统需求旺季，或有季节性反弹。

操作上，建议逢反弹中线做空为主。套利方面，一季度维持买棕油卖豆油的套利交易，预计目标位 600 元附近，届时再根据基本面变化考虑是否反向操作。

风险提示:

- 1、美联储 QE 政策的变化
- 2、在作物关键生长期，南美和北美产区天气可能出现严重自然灾害。

如果发生小概率极端事件，行情也必将出现超预期发展，对此，我们会在月报中进行及时的提示，敬请关注 2014 年各月月报。

研究发展总部 俞建明

010-62688560

2013 年豆油市场大事记

美国农业部报告显示，美国 2013 年大豆种意向种植面积为 7712.6 万英亩，略低于 2012 年实际种植面积 7720 万英亩，也远低于市场预期。此前，市场对今年美国大豆种植面积预估区间为 7700-7970 万英亩，平均预估值为 7939.4 万英亩。

6 月 28 日，美国农业部公布，美国 2013 年大豆种植面积预估为 7772.8 万英亩，略低于此前市场预估的 7793.3 万英亩，3 月预估为 7712.6 万英亩，2012 年实际种植面积为 7719.8 万英亩；2013 年大豆收割面积预估为 7691.8 万英亩，2012 年实际收割面积为 7610.4 万英亩。

8 月 26 日，Pro Farmer 在结束中西部作物巡查后称，受作物生长滞后以及 8 月干燥天气损及单产前景影响，美国玉米和大豆产量料低于政府预估数据，但产量仍将创纪录高位，因夏季气温较高且播种面积较大。Pro Farmer 预计 2013 年美国大豆产量为 31.58 亿蒲式耳，单产为 41.8 蒲式耳/英亩，均低于美农业部的 32.55 亿蒲式耳和 42.6 蒲式耳/英亩。这些预测的提前是 9 月天气正常。大豆产量数据下调的部分原因在于收获面积低于预期，在衣阿华州、明尼苏达州和北达科他州，许多耕地并未如期种植上大豆。

免责声明

本刊中所载研究报告由中钢期货有限公司（以下简称“中钢期货”）品种研究员撰写编译，仅为所服务的客户的一般用途而准备，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发本刊中的研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为中钢期货月刊，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中钢期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，作者力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供读者参考，不能作为投资研究决策的依据，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与中钢期货及品种研究员无关。