

可期稳定改善

稳定有余，油脂将继续表现库存压力和高价值化价区的对抗性。投资机会更多是油脂内部结构以及其对粕类相对强弱的变动。同时有菜籽油和棕榈油的改善可预期

相较于其它大多数商品的表现，油脂系在 2015 年整体而言可以说是：亮点无几，稳性不错。截止 11 月 19 日，它年度的波动幅度范围为【-12.1%，+3.6%】，年内跌幅为 5.5%。

它既没有像股指那样大起大落，也没有像煤炭、钢铁、矿石、石化等等那样出现摧毁性的下跌。甚至于，它没有像直属亲戚：粕类，在年末走出顺畅的下行。在大多数时间之内，我们习惯它震荡、反复，纠结……。

是的，就是如此，如果没有特别大的变数，我们相信这样的波动特征会持续到 2016 年度。其根本原因还是这个体系相较于商品中的其它品种，更早更深的经历了下跌过程，从而在当下表现出更高的稳定性。同时基本面的改善在个体间有所改善，使其更多的波动表现为主动性增强，同时伴随跟随性。这一点，确实需要投资者有所重视。

在 2016 年，油脂系的主题仍将是在库存压力和高价值化区间的对抗，以及其和粕类相对强弱关系的变化。我们竭力从细节上为投资者把握和提示投资机会。

相关报告：

《2015 年食用油策略：改善不足，稳定有余》

《2013 年食用油年报：不可遏的均衡》

李攀峰 分析师

028-86269203

成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，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。

第一部分：2015 年食用油走势回顾

2015 年度的食用油期价运行，节奏非常单纯。其根本原因为大豆 2014/15 作物年度，大豆产量创出历史新高，供应压力在 2015 年初即表现得相当充分，基于此，油脂系整个年度都在和此压力对抗。期间，无论是美国农业部报告还是棕榈油主产国的数据都没有出现有效的改善，油脂系只能在 2003 以来的价格低位区间，反复震荡，逐步承压以消化压力。同时，也因绝对价格低位，其也没有受到其它品种暴跌的牵引，整体表现就是：亮点几无，稳性不错。

而特别值得注意的一点是：油脂系在年度中的主要波动更多表现出了对股指的跟随，这应该意味着油脂系期货成为资产配置中的一个组成部分。首先，从春节后到 6 月初，油脂系出现了 11.7% 的涨幅，这个时间段和国内股指大涨的时间段一致。其内在逻辑在：股票价格大幅上涨后，商品的“价值洼地”效应凸显，有资金适当配置；第二，油脂系本年度的最大一段跌幅出现在 6 月 26 日~8 月 25 日，幅度为 12.4%，这个时间段也正好和股指大幅下跌的时间段一致。很明显，油脂系下跌是受到了股指的引导。由于股指下跌，资金会重估该商品体系的比价关系，很明显，商品是被调整出资产配置之外，油脂系也由此受到打击。

图一 文华油脂指数 2015 年走势



数据来源 成都倍特

应该说，商品在本年度受到股指的牵动，油脂系只是其中的一个部分，但我们需要对此特征加以重视。特别是商品整体都受制于供需严重失衡的重大困局，

走势颓废。那么在历史低位运行的过程中，就会受到资产配置的关注。从而为其波动增添变数。

同时有资产配置的投资者更应该有意识的去寻求此类机会。虽然商品的绝对波动幅度有限，但考虑其杠杆效应，所包含的投资收益率也是非常诱人的。

第二部分：2016 年走势展望

国际市场：整体基本面继续向好

整体油籽 产量压力增加，需求增长不定

美国农业部在其 11 月月度供需报告中：预计全球 15/16 年油籽产量为 5.31 亿吨，较上月略有下降。其中葵花籽、棉花籽产量下降，而大豆和菜籽产量的增加，两者基本抵消。全球大豆产量预计达到 3.21 亿吨，上调 50 万吨，主要由于美国增产抵消印度、南非和乌拉圭减产。印度大豆产量 950 万吨，减产 150 万吨。全球油菜籽油产量 6710 万吨，略微增加，因加拿大部分产量的增加与澳大利亚、巴基斯坦和俄罗斯的减产相抵消。全球葵花籽产量下调 80 万吨至 3970 万吨。全球棉籽产量预计下调，主要由于中国和巴基斯坦及欧盟的减产。

美国农业部预计 15/16 年度全球油籽贸易量为 1.47 亿吨，较上月上调 260 万吨。其中大豆和菜籽均寄希望于中国进口量的上涨，美农预期中国进口量从 7900 万吨，增加至 8050 万吨。

预计全球油籽期末库存为 9410 万吨，较上月降低 220 万吨。大豆部分库存量降低由阿根廷、巴西、南非、印度库存降低与美国库存增加相抵消。

油籽市场目前的关键在于供应量和潜在供应量在继续增加。其中巴西大豆在 2016 年刷新产量记录的概率非常之大。而寄希望于中国需求以冲销庞大的增产压力，就目前的形势而言，我们确实不能乐观，仅将其作为不定因素。

豆油 对中国需求增速预期太高！

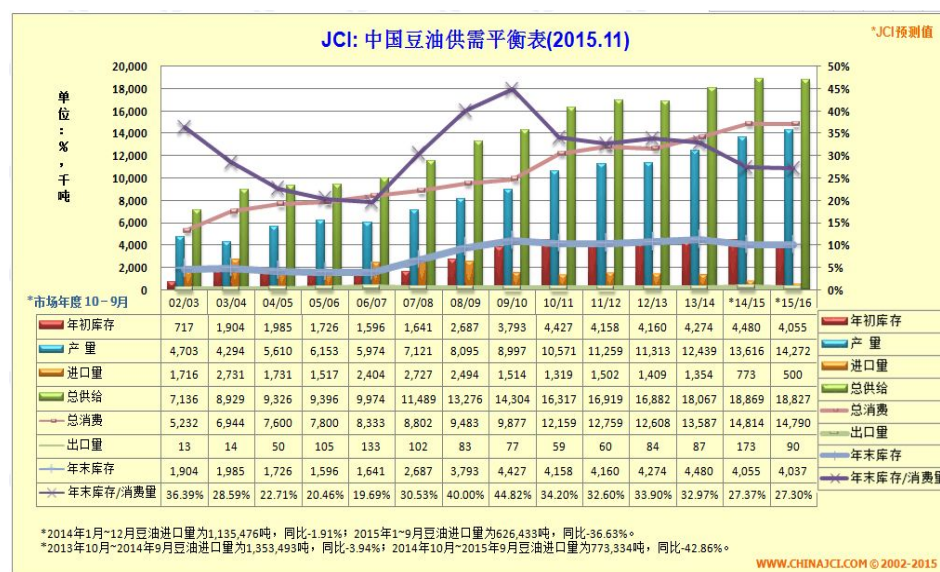
因美国农业部在 11 月份的供需报告，大幅调高其大豆单产和总产，其中，大豆单产调高至 48.3 蒲式耳/英亩，为历史最高值！豆油产量也随之水涨船高。从报告数据看，全球豆油产量提高 21 万吨至 5101 万吨，但消费则被调低 3 万吨，为 4997 万吨。期末库存则调高 20 万吨，至 372 万吨。数据本身变数不大。但考虑美国农业部在其大豆销售进度尚不足半的情况下即出台利空色彩浓厚的报告，确实耐人寻味。

报告中中国方面的数据也没有什么亮点，产量因大豆进口预期增加，而增加 13 万吨，至 1436 万吨，但进口随之减少 10 万吨，至 85 万吨。消费总量减少 1 万吨，为 1523 万吨，期末结转库存 75 万吨，年比有所降低。

从年度数据对比看，中国豆油消费量是较 2014/15 年度的 1417 万吨，增加 106 万吨！年比增幅 7.5%，增幅是上一年度的 2 倍！考虑目前国内消费的实际，我们也报以保留意见。

从国内机构的数据看，内外认识最大的差异也在于消费，汇易认为 2015/16 年度，国内豆油消费量为 1479 万吨，年度减少 2 万吨。年度新增总供应量为 1477 万吨，新增供应和消费基本持平，由此，结转库存维持于 404 万吨，库存消费比 27.3%，和上一年度持平。也为 07/08 年度后低值

图二 2015/16 年度国内豆油供需平衡图



数据来源： 汇易饲料

棕榈油 生产国委员会有何作为？印尼产量是为关键

近 40 年全球棕榈油产量增幅 8.3%，近 10 年产量增幅 6%，预计今年增幅 6%。其中印度尼西亚和马来西亚分别占据全球棕榈油产量的前两位。从美农 11 月报告的数据看：预测 2015/16 年度产量为 6516.5 万吨，年比增幅 6%。消费方面，工业消费 1647.6 万吨，食用消费 4630.1 万吨，合计为 6277.7 万吨，产仍大于需 238.8 万吨，库存消费比为 14.29%，和上一年度的 14.92%相比，有所降低，但降幅很小。很明显，就供需层面，我们仍看不到亮点。但从德国油世界在 11 月发布的最新报告看，其预计天气因素将削弱棕榈油增产的幅度，同时棕榈油的增产周期也进入了末端。

那么，棕榈油的潜在亮点在哪里呢？我们认为在马来西亚和印度尼西亚组建棕榈油生产国委员会。10 月 11 日，马来和印尼宣布成立生产国委员会，并计划邀请泰国进入。此三国掌握全球 93%的棕榈油产能。该委员会成立的目的是降低生产国之间的竞争，形成由政府出面、更具效率的库存管理。与此同时，马来西亚和印尼也表示将邀请其他棕油生产国加入该理事会。如果这个计划推进，就意味

着棕榈油的供应形成寡头垄断，对价格有着更强的控制力。同时，印尼强制推广生物柴油，明年该国生物柴油使用量将从 16 万吨增加到 40 万，降低棕榈库存。

从多重因素综合来看，我们认为棕榈油基本面略好于豆油。当然棕榈油和豆油一样也存在一个重大问题，即币值不稳定！

图三 马来西亚货币汇率



数据来源： 文华财经

图四 全球棕榈油产量波动



数据来源： 布瑞克

菜籽油 市场适应托市政策“后时代”

2015 年，国家对油菜籽临储托市政策做出了重大调整，不在对油菜籽的托市价统一画线，将定价的自主权下放到各省级政府。同时，国家也不再承担托市的资金，而由各省级财政，由此生产三个结果，第一是托市价格的大幅降低，以湖北为例，从去年的 5100 元/吨降低到今年的 3600 元/吨；第二是各省托市价的不一致，例如湖北、安徽等省的托市价为 3600 元/吨，四川则高达 4600 元/吨；第三，因托市价的降低，农民普遍惜售，导致各粮食企业收购量大幅下降。截至 9 月 30 日，四川、湖南等 9 个主产区各类粮食企业收购新产油菜籽 160 万吨，比上年同期减少 188 万吨，减幅达到 54%。

我们也要看到托市政策改变的积极的效果，即此政策加速国内油菜籽价格和国际价格接轨，其实有助理顺价格关系，帮助企业降低成本，走出多年以来依靠国储菜籽油加工费生存的困境。当然这也必然是一个产业整合，优质高效企业挤掉低水平企业的过程。

如果没有太大的意外，2016 年的收储政策应该和 2015 年一致，即国家仅承担一小部分，其它的靠地方政府统筹安排。从今年执行的情况看。打击国内油菜籽种植积极性是难免的。虽然现在没有有关国内油菜籽播种面积的确切数据，但从中国油菜籽产业研究员最近的调研数据看：2015/16 年度湖北湖南地区菜籽种植面积较去年减少了 30%-50%。其它主产省份相信也是继续缩减。

从全球的供需来看，油菜籽也呈现供需的持续削弱。从美农的月度供需报告看：2015/16 年，全球产量 2604.9 万吨，年比降低 132.7 万吨，消费 2690.9，年比降低 37.2 万吨，但高于供应量 86 万吨，三大油脂中，唯一的供需大于供应的品种，实在是相当难得！由此库存消费比从上一年度的 12.69%，降低到 9.43%，三大油脂中唯一将库存消费比降低到 10%以内。

但要特别提示的是：国储菜籽油仍是堰塞湖。虽然在 2015 年，国储菜籽油也一度进行竞卖，但成交寥寥无几，库存仍没有得以消化，我们预计目前国储菜籽油总量仍维持在 610~620 万吨的水平。它的存在无意之间成为菜籽油，甚至是油脂系的天花板。

鉴于国储菜籽油存储时间已经相当长，预计在 2016 年，其竞卖力度的加大是高概率事件，会持续施压和扰动油脂价格

在讨论完三个油脂品种以后，我们明显的看到几个问题，虽然大豆增产奠定了油脂去库存化过程刚刚起步的基调，但各油脂品种之间仍存在较大的差异。从基本面看，无疑是菜籽油最佳（变数为中国国储菜籽油的现实压力和抛售节奏），棕榈油居中（变数为 1、生产国委员会可能的举措：利多；2、主产国汇率变化，潜在利空），而豆油最坏。

由此，虽然油脂系整体的前景不太乐观，但我们认为其内部的结构性机会仍相当明确。

对油脂品种结构性机会的讨论：

基于统计规律和基本差异

在 2012/13 年的年报中，我们着重讨论了油脂品种之间强弱转换的问题，事实证明这是油脂系在 2013 年最稳健和最大的机会。同样，在 2016 年，我们仍能从其中寻求到一些结构性的机会。首先看下图。

图五 菜籽油豆油期货指数比价



数据来源： 倍特期货

从图中可见，菜籽油对豆油的期货指数比价目前处于 1.02，这个数据从长期图表看是相对偏低的位置。菜籽油对豆油的正常比较范围是在【1.02,1.07】。可以说，从历史数据和两者基本面的差异看，均支持进行买入菜籽油沽空豆油的套利。截止 11 月 27 日夜盘，菜籽油 1605VS 豆油 1605 的比价为 1.019：1，已经可以进行此项套利。预期目标为比价恢复到 1.05：1。

进一步，我们讨论豆油和棕榈油比价。从历史统计看，目前豆油对棕榈油的比价波动极值范围为【1.04、1.38】，考虑到极值出现的时间段相当短暂，两者正常的比价波动范围为【1.05、1.31】。截止 11 月 27 日夜盘，两者指数的比价为 1.27：1，已经非常靠近波动范围的上沿，投资者可注意其一旦触及上沿后的买入棕榈沽空豆油的套利机会。

需要提示的是：从豆油和棕榈油各个合约比价看，呈现近高远低的排列，1601 合约为 1.34：1；1605 合约为 1.23：1，1609 合约为 1.18：1，这是在考虑季节性

差异后，市场基于两者基本面差异做出的合理判定。投资者需关注就是一旦 1601 合约比价触及极值，则在远期合约上进行买棕榈油空豆油的套利。

基于季节性差异

我们知道，三大油脂在各自供应和需求上都存在明显的差异性。就菜籽油来说，每年的 3~6 月是供应较为紧张的时段，7~9 月是供应放大的时段。棕榈油，在每年的 5~10 月则是需求的高峰，11 月之后，其需求则快速削弱。而豆油则呈现供应的稳定，需求的高峰和菜籽油一致，为每年的 9~次年 3 月。

图七 大豆和油菜籽的供应时间表

收获月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大豆									美国			
	巴西											
			阿根廷									
	巴拉圭											
	印度									印度		
菜籽								加拿大				
	澳大利亚											澳大利亚
							欧盟					
							乌克兰					
		印度										

数据来源： 倍特期货

基于以上认识，我们提出以下思路供投资者参考，第一：在 3~5 月间，进行买入菜籽油沽空豆油的套利；第二：6~9 月间，做买入棕榈油，沽空菜籽油，沽空豆油的套利；第三：10~来年 1 月间，做买入豆油，菜籽油，沽空棕榈油的套利。

当然需要提示的，在季节性套利时，我们仍需要首先参考历史上的比价统计规律。如果比价处于或靠近区间的上下限时，则胜率较大。同时目标以收缩到区间的中位为主，并不预期从一个极端走向另一个极端。

技术分析：

技术分析

鉴于从长期图表看，油脂整体已经处于持续的超卖，同时因汇率的因素，对马来棕榈油和国内棕榈油走势产生较大的扭曲，这一次，我们从两点来进行技术分析，即美国豆油期价走势和国内油脂板块期价走势

美国豆油指数走势

从美国豆油期价走势看，月继续趋弱。但周线已经连续收阳，显示底部支撑性强化，从形态看，不排除其构筑小双底的可能性。从黄金分割看，2015 年 8 月 28 日当周，美国豆油指数正好触及了其历史图表中的 0.809 分割位，并获得支撑。此位已经是阻止美国豆油跌回历史最低点的唯一一个关键性技术支撑！

就目前的走势看，美国豆油指数极可能是转为 0.618~0.809 这两个黄金分割位之间的波动。其中的关键价位为 30.8。如果站稳，则意味美国豆油指数将进入 30.8~36.26 的区间，否则仍将被制约在 25.8~30.8 区间之间。

从技术形态演化并结合基本面的情况看，我们认为未来一年美国豆油的关键技术压力位在周线小双底结构形态后指示的反弹目标，即 33.4 美分/磅。如果这个位置攻克，则意味者美豆油对其基本面压力的承接完成，后期重新走强的概率放大。请投资者特别注意。

图八 美国豆油期价走势分析



数据来源：成都倍特

国内油脂板块指数走势

国内油脂板块指数走势和美国豆油指数走势基本一致，有所不同的是，国内指数借助目前整体商品超跌反弹的势头，表现得更为强势一些，形态上已经接近周线双底形态的颈线位 122.1。同时因国内指数表现为双针探底，我们认为国内小双底成立的概率高于美国豆油。从这也可印证，因交织菜籽油和棕榈油，油脂板块的整体走势强于豆油。

从黄金分割率看，本次下跌，油脂板块已经跌破历史高低点分割的 0.809 分位，这个主要是受到 2011 年以来的下跌过程，棕榈油始终弱于豆油的影响。

进而在未来的基本面转换中，我们认为国内油脂将继续强于美国豆油。基于此，我们判定在 2016 年油脂板块指数极可能突破 2015 年的高点 133.84，并 140 一线进行冲击，但有效突破的概率不高。年度波动区间极可能限定在【115、139】区间。

图九 国内油脂板块期价走势分析



数据来源：成都倍特

操作观点：

就我们上文的分析看，食用油期价在 2016 年的运行，整体的基调是在整体的稳定中交织个体的改善性。鉴于 2012 年 9 月到 2015 年 10 月的整体跌幅已经充分，我们认为：2016 年，油脂系会表现出在稳定性继续强化的基本格局，缓缓释放一些改善性效果的走势，整体走势在平衡中表现略微强。如果要打分，并以 50 为强弱分界线。每涨跌 10%，加减 5 分的话，我们对油脂整体板块的打分是 60，其中豆油 50~55，棕榈油 55~60，菜籽油 60~65

第三部分：后市观点和操作策略

我们做分析和研判是建立在尽可能把握核心要素，进行严密的逻辑推理的基础之上。

油脂在经历长期的下跌之后，在 2015 年度表现出稳定性，让我们感受到了一些暖意。未来的基本面也出现个体差异，改善预期出现，让我们相信食用油这个体系有了一些乐观的期待。

对于不同的投资者，采取的投资策略是不一致的。

首先对于普通投资者，我们建议在技术为基准操作依据的前提下，以把握短周期的波动为主，同时重视各油脂品种在统计规律和季节性差异中出现的套利机会；

对于涉及油脂的产业投资者。我们建议：1、豆油，随购随采。如果库存较高，可考虑卖出保值；2、棕榈油：如果生产国汇率稳定，可考虑增加期货上的虚拟库存。鉴于供需大势仍弱，不建议增加实际库存；3、菜籽油：随购随采。如果库存较大，可考虑减少实际库存，转换为期货虚拟库存。特别是对有储备任务的企业 4、各油品之间的强弱转换成为关注的重点。

对于有资产配置要求的投资者，我们建议：1、做中长周期的配置，并重点关注油脂系内部的套利机会；2、从 2015 年的实践看，商品整体（包含油脂系）充分体现了和股市汇市的联动关系，特别是当其它金融市场出现系统性影响时（油脂系本年度幅度最大的一次下跌周期就和股市的下跌周期完全一致）。这种联动性，我们认为是值得高度注意的。不论是多样性配置还是做对冲配置。就我们的理解看来，油脂系所蕴含的改善性预期在适当杠杆化下都具有相当吸引力。

尽管当前大宗商品市场走势疲弱，大的供应周期转换，各产业链去产能化去库存化惨烈进行。但我们更愿意以积极的态度看待 2016 年度，并从更完整的角度认识油脂系的特征。对于 2016 年度行情的定义，我们认为是在去库存化过程中挖掘个体差异，寻求转换点，并展开改善预期的一年。

同时，本文未涉及对系统性风险的讨论。