



华泰长城期货投资咨询部

☑ 陈玮

✉ chenwei@htgwf.com

☎ (021) 68755980

去库存化缓慢，油脂反弹难以持续

豆油方面，外盘美豆油指在连续四周大幅下挫后，上周有所反弹，美豆油指收于49.56美分/磅，涨幅4.16%；内盘豆油指数随美盘走高，上周收至8545元/吨，涨幅2.20%，走势弱于外盘。本周预计豆油的反弹难以持续，本周豆油以偏弱震荡为主，理由如下：首先，美豆出口销售一般，反弹难以持续。截至11月15日当周，美豆出口销售54.34万吨，较前一周下降了2.91%，而出口装船数据好于净销售数据，本周出口装船197.64吨，较上周增加8.93%。整体来说，出口销售对内外盘豆油的提振作用较上周有所减弱，因此预计上周连豆油的反弹难以持续。另外，全球大豆60%的需求来自中国，中国预计2012/13年度进口增速将创下六年来最低的3%，因需求低迷和大豆压榨利润偏弱，影响了中国的大豆进口。此消息亦利空内外盘豆油。其次，南美天气利于播种，亦利空豆油期价。再者，库存一直是压制豆油期价上行的一大因素。截至11月23日，国内豆油商业库存总量143.23万吨，较去年同期增加25.3%。油厂压榨方面，尽管近几周因压榨亏损，各地油厂局部出现限量生产，甚至停产的情况，豆油压榨供给放缓，但市场买涨不买跌的情绪浓重，现货市场总体成交清淡，豆油出货速度缓慢，因此导致国内商业库存消化缓慢，预计豆油期价短期压力难消，走势维持偏弱为主。

棕油方面，上周，马棕油指在前一周大幅反弹后，小幅回调至2417林吉特/吨，跌幅0.88%，因市场对马棕油需求担忧，内盘棕榈油逆势走高，因连豆油涨势带动，上周涨至6653元/吨，涨幅1.99%。本周，预计棕油期价企稳，底部区间震荡为主。具体理由如下：首先，产量减少支撑马盘，但出口放缓压制马棕油反弹。一方面是产量减少，因10月末马来西亚洪水冲击，10月产量下降至194万吨，此前9月的产量为200万吨纪录高位；另一方面是进入11月，马棕油需求放缓。马来西亚船货调查机构SGS数据显示，马来西亚在11月1-20日出口棕榈油101吨，较上月同期出口量减少3.82%。拖累上周马盘反弹乏力。预计本周马盘走势区间震荡为主。其次，国内进口增加明显，港口库存因此抬升，使得连棕油反弹受阻，本周区间震荡为主。再次，季节性减产到来，豆棕价差回归短暂受阻。11月进入马棕油季节性减产的传统周期，马棕油协会数据显示，马棕油11月1-20日产量较上月同期减少6.6%，该数据验证了马棕油减产的预期。但由于11月出口需求不如10月旺盛，市场担忧马棕油库存问题，拖累棕油走势区间震荡。豆棕价差回归因此短暂受阻，但中长期看，棕油的季节性减产因素将成为市场后期炒作的热点，并且目前豆棕价差的历史高位难以持续，预计豆棕价差继续回归的可能性较大。

菜油方面，上周，加拿大菜籽走势偏弱震荡，主力1月合约上周收至575.1加元/吨，下跌0.1%。而内盘菜油指数因连豆油走高推动，上周收于9743元/吨，涨幅2.13%，强于外盘。上周，油脂走强最主要来自宏观经济因素的提振。后市来看，菜油受到以下利空因素影响，本周菜油跟随周边油脂偏弱走势：首先，油脂整体基本面偏空，打压菜油期价。其次，现货油菜接连走低，使得期价偏弱。再次，菜油相对其他油脂高价，市场份额被豆棕油脂挤占，亦压制菜油期货行情。因此，预计本周菜油跟随周边油脂偏弱震荡。

豆油

图表 1: 美豆油指行情 (周)



数据来源: 文华财经

图表 2: 豆油指数行情 (周)



数据来源: 文华财经

图表 3: 豆油分月最新进口盈亏情况

连豆油	价格	CBOT 豆油	价格	南美升贴水	进口成本	进口盈亏
1301	8418	1301	48.49	0	8847.347	-429.35
1305	8548	1305	49.38	-3	8486.943	61.06
1309	8608	1309	--	--	--	--
		汇率	6.2918		海运费	60
$\text{豆油进口成本} = ((\text{CBOT 价格} + \text{升贴水}) * 22.045 + \text{海运费}) * \text{汇率} * 1.09 * 1.13 + \text{杂费}$						

数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

外盘美豆油指在连续四周大幅下挫后, 上周有所反弹, 美豆油指收于49.56美分/磅, 涨幅4.16%; 内盘豆油指数随美盘走高, 上周收至8545元/吨, 涨幅2.20%, 走势弱于外盘。

上周内外盘豆油反弹, 主要受以下因素推动:

美豆油销售方面, USDA称, 上周美国豆油销量为12.4万吨, 远高于行业预估的5-7万吨, 使美豆油走势提振走高。

宏观方面, 受产出和新出口订单指数跳涨推动, 汇丰中国11月制造业PMI初值跳升至逾一年高点, 并重返荣枯线上方。

美豆船运方面, 密西西比河目前的水位偏低, 这将可能拖慢航运。

南美大豆压榨方面, 阿根廷Rosario港区的四座大豆加工厂内, 有三座工厂的大豆压榨工人周五结束了短暂罢工, 但与出口公司邦吉(Bunge)的谈判仍在继续。此次罢工亦促使上周内外盘豆油反弹。

但是, 本周预计豆油的反弹难以持续, 本周豆油以偏弱震荡为主, 理由如下:

美豆出口销售一般, 反弹难以持续

截至11月15日当周, 美豆出口销售54.34万吨, 较前一周下降了2.91%, 而出口装船数据好于净销售数据, 本周出口装船197.64吨, 较上周增加8.93%。整体来说, 出口销售对内外盘豆油的提振作用较上周明显减弱, 因此预计上周连豆油的反弹难以持续。另外, 全球大豆60%的需求来自中国, 在2012/13年度中国将结束上年度近13%的进口增长速度, 预计2012/13年度进口增速将创下六年来最低的3%, 因需求低迷和大豆压榨利润偏弱, 影响了中国的大豆进口。因此, 当全球大豆的主需求国需求锐减时, 美豆及美豆油走势这一全球豆类风向性指标的走势将继续偏弱, 故认为内外盘豆油本周结束上周的反弹, 偏弱震荡为主。

南美天气利于播种, 利空豆油期价

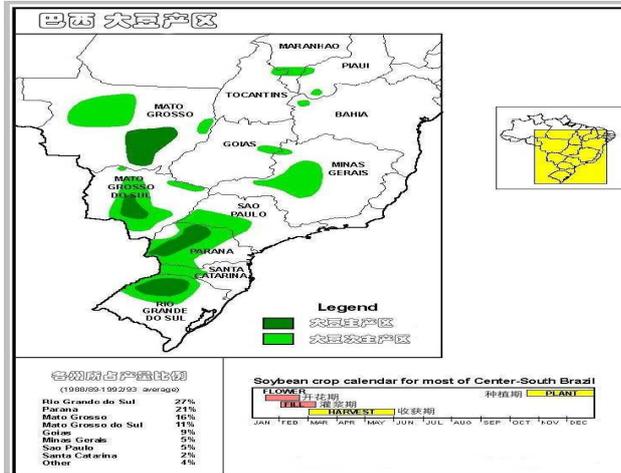
巴西气象机构Somar表示, 巴西南部部分地区周五迎来降雨, 缓解了巴西第二和第三大大豆生产干旱天气的担忧。帕拉纳州和南里奥格兰德州11月份天气异常干燥, 对此, 驻德国分析机构油世界(Oil World)周二将巴西大豆产量预估由8200万吨调降至8100万吨。但此前预报显示, 南里奥格兰德州部分地区周五降雨量为34毫米。该州北部地区降雨量本月迄今仅为25毫米, 通常地区11月份降雨量为135毫米。Somar在其日常天气报告中称: “降雨料于今晚早些时候进入圣卡塔琳娜州和帕拉纳州。这些降雨备受欢迎, 降雨将改善种植区的土壤墒情。”

尽管此前南部种植区天气较为干燥, 但主产区马托格罗索州11月降雨量高于往年, 使得人们预期大豆产

量将创纪录高位。巴西油籽加工协会 (Abiove) 周五表示, 维持大豆产量预估为8130万吨, 若达到该数量, 巴西大豆产量将首次超过美国。并且在已收获2011/12年大豆产量预估从此前的6,680万吨调升至6,770万吨, 该机构称, 这意味着可供出口的大豆将增加80万吨。

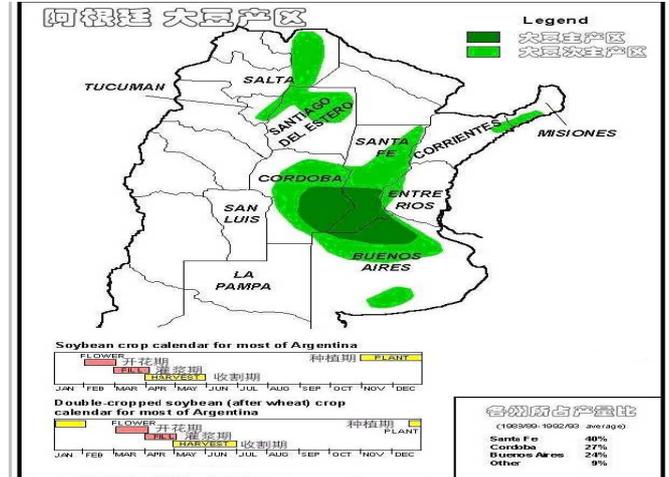
因此, 2012/13年度南美大豆丰产预期加强, 本周豆油继续偏弱走势。

图表4: 巴西大豆产区



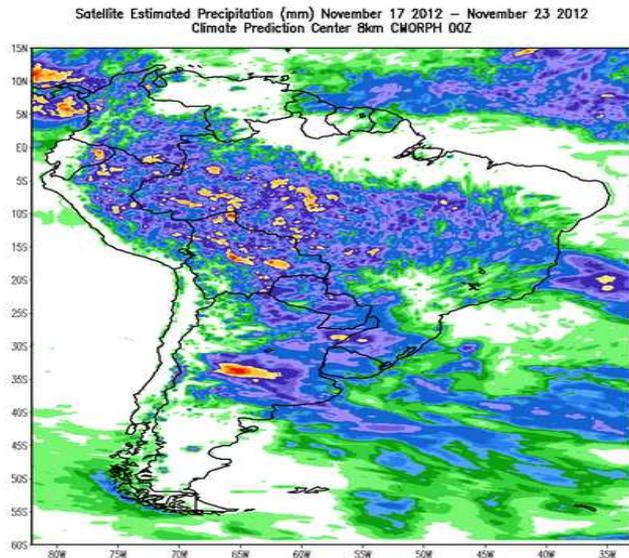
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表5: 阿根廷大豆产区



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表6: 南美天气上周天气



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表7: 南美本周天气



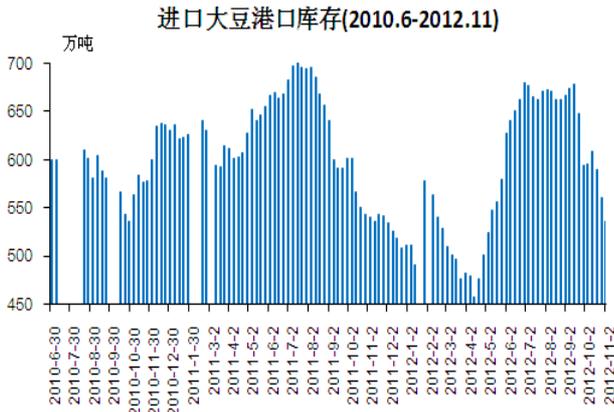
数据来源: NOAA

国内豆油库存高企, 豆油压力难消

库存一直是压制豆油期价上行的一大因素。中国10月大豆进口量403万吨, 虽然较9月进口量有所下调, 但就累计数来看, 2012年1-10月累计进口量仍居近十年来最高水平, 此外天下粮仓预计11月进口大豆500万吨, 12月进口继续增至530万吨。豆油原料大豆的大量进口使得豆油未来数月压榨增加, 国内豆油商业库存

亦持续升高。截至11月23日，国内豆油商业库存总量143.23万吨，较去年同期的106.81万吨增加36.17万吨，增幅为25.3%。油厂压榨方面，尽管这三周因压榨亏损，各地油厂局部出现限量生产，甚至停产的情况，豆油压榨供给放缓，但市场买涨不买跌的情绪浓重，且目前豆油的消费旺季尚未来临，现货市场总体成交清淡，豆油出货速度缓慢，因此导致国内商业库存消化缓慢，预计豆油期价短期压力难消，走势维持偏弱为主。

图表 8: 进口大豆港口库存



数据来源：华泰长城期货投资咨询部

图表 9: 大豆压榨数量



数据来源：华泰长城期货投资咨询部

图表 10: 全球豆油供需情况



数据来源：美农业部，华泰长城期货投资咨询部

图表 11: 中国豆油供需情况



数据来源：美农业部，华泰长城期货投资咨询部

图表 12: 连豆油主力持仓



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图表 13: 豆油 CFTC 非商业净持仓



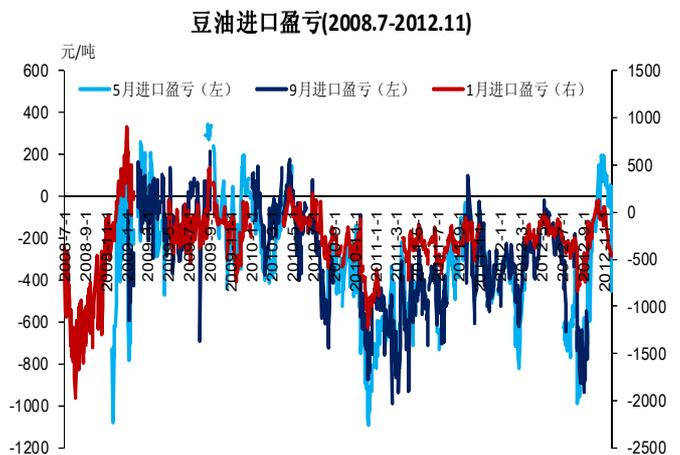
数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图表 14: 各地豆油现货报价



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图表 15: 豆油进口盈亏情况



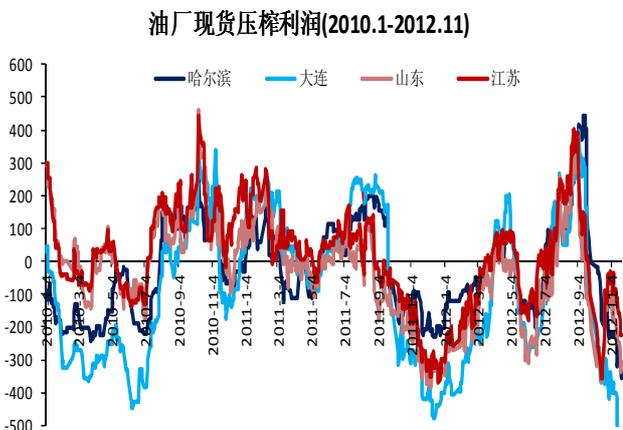
数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

图表 16: 各地油厂大豆压榨总量



数据来源: 天下粮仓, 华泰长城期货投资咨询部

图表 17: 油厂压榨利润情况



数据来源: 路透, 华泰长城期货投资咨询部

棕榈油

图表 18: 马棕油指近期走势 (周)



数据来源: 文华财经

图表 19: 棕榈油指近期走势 (周)



数据来源: 文华财经

上周，马棕油指在前一周大幅反弹后，小幅回调至2417林吉特/吨，跌幅0.88%，因市场对马棕油需求担忧，内盘棕榈油逆势走高，因连豆油涨势带动，上周涨至6653元/吨，涨幅1.99%。

本周，预计棕油期价企稳，底部区间震荡为主。具体理由如下：

产量减少支撑马盘，但出口放缓压制马棕油反弹

马来西亚棕榈油局MPOB数据显示，截至10月末马棕油库存251万吨，较9月增加1.1%，增幅明显减弱。这主要来自两方面的支撑。一方面是产量，因10月末马来西亚洪水冲击，10月产量下降至194万吨，此前9月的产量为200万吨纪录高位；另一方面是出口，马棕油10月出口176万吨，较上月同期增加16.8%，出口需求持续增加提振马棕油期价走势强劲。进入11月，马棕油需求放缓。马来西亚船货调查机构SGS上周公布称，该国在11月1-20日出口棕榈油101吨，较上月同期出口量减少3.82%。拖累马盘反弹乏力。预计本周马盘走势区间震荡为主。

国内进口增加明显，港口库存因此抬升

进入11月，马棕油需求依旧表现良好，而其中中国需求极为抢眼，中国11月1-20日进口马棕油23万吨，较上月同期增长67.1%，可见贸易商为了避免明年1月开始实施的油脂进口质检制度对棕油进口的影响，已经开始提前加快进口速度，囤货待销。库存亦因此节节攀升，截至11月23日，国内港口棕榈油总库存77.8万，库存处于历史高位，拖累连棕油反弹软弱无力。

季节性减产到来，豆棕价差回归短暂受阻

11月进入马棕油季节性减产的传统周期，马来西亚棕榈油协会(MPOA)数据显示，马棕油11月1-20日产量较上月同期减少6.6%，该数据验证了马棕油减产的预期。但由于11月出口需求不如10月旺盛，市场担忧马棕油库存问题，拖累棕油走势区间震荡。豆棕价差回归因此短暂受阻，但中长期看，棕油的季节性减产因素将成为市场后期炒作的热点，并且目前豆棕价差的历史高位难以持续，预计豆棕价差继续回归的可能性较大。

图表 20: 豆棕 FOB 现货价差



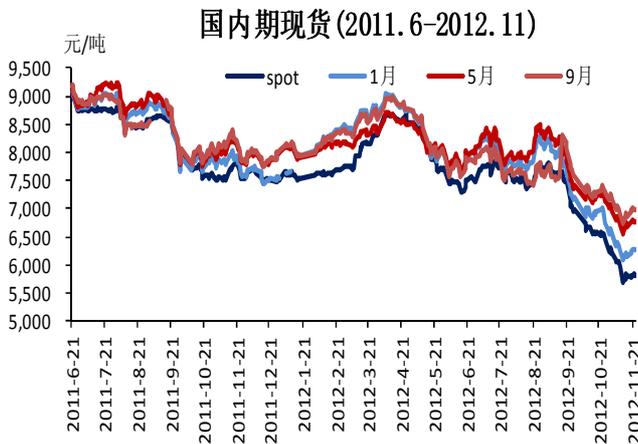
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 21: 豆棕期货价差



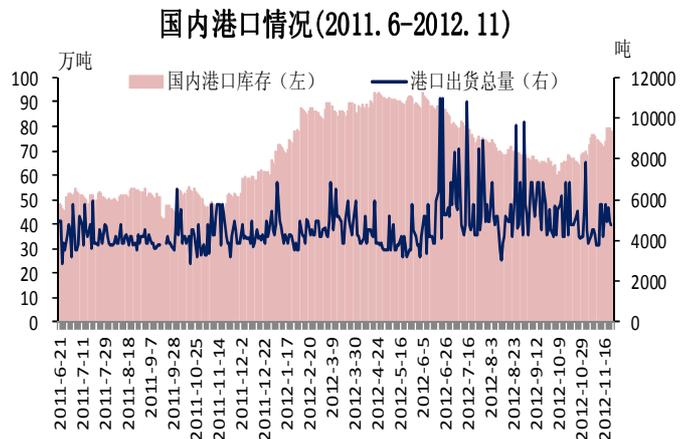
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 22: 棕榈油国内期现货价格



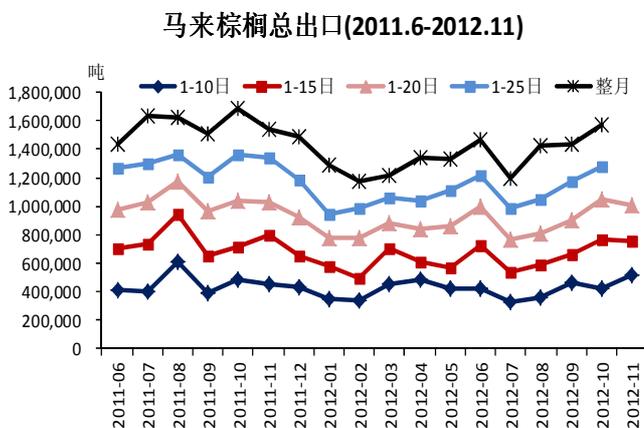
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 23: 棕榈油国内港口库存及出货量



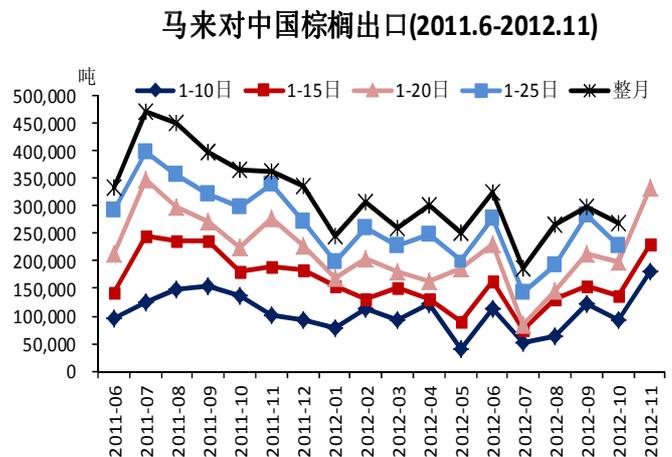
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 24: 马来西亚棕榈油总出口



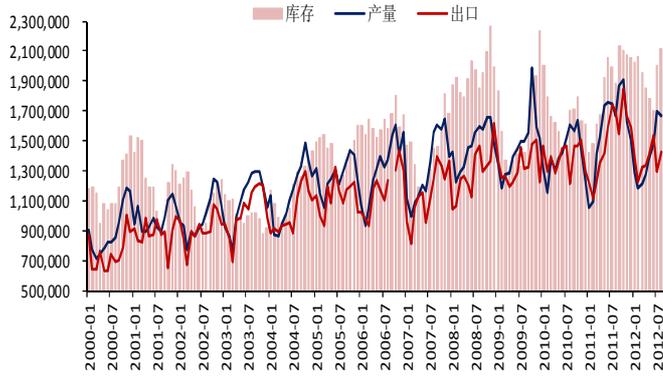
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 25: 马来西亚对中国棕榈油出口



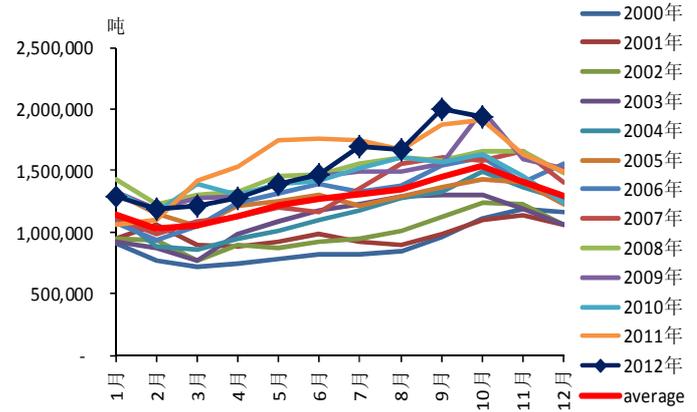
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 26: 马来西亚棕榈供求平衡表



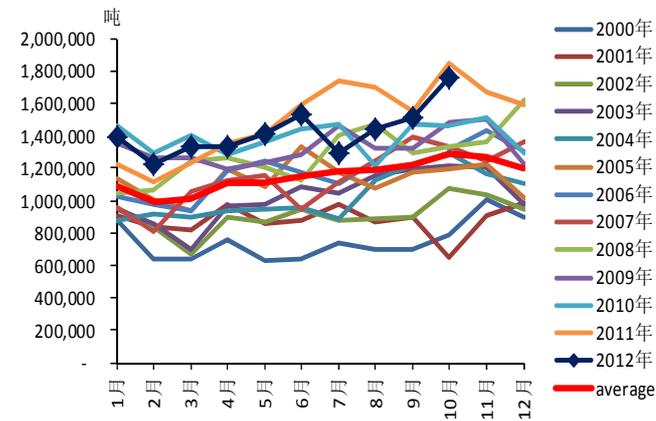
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 27: 马来西亚棕榈产量



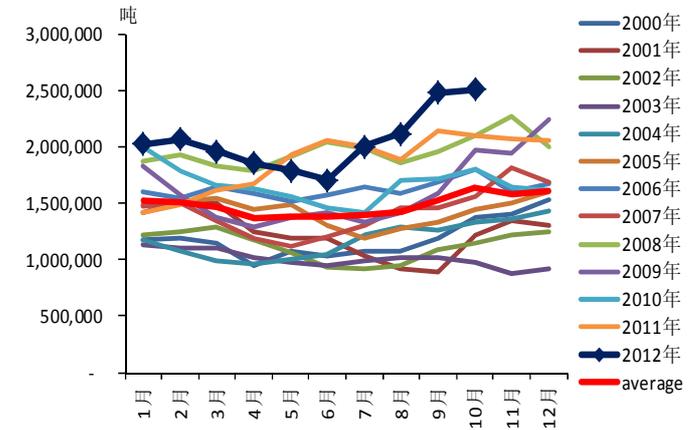
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 28: 马来西亚棕榈油出口



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 29: 马来西亚棕榈油库存



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

菜籽油

图表 30: 加拿大油菜籽1月合约近期走势(周)



数据来源: 文华财经

图表 31: 菜油指数近期走势(周)



数据来源: 文华财经

上周，加拿大菜籽走势偏弱震荡，主力1月合约上周收至575.1加元/吨，下跌0.1%。而内盘菜油指数因连豆油走高推动，上周收于9743元/吨，涨幅2.13%，强于外盘。

上周，油脂走强最主要来自宏观经济因素的提振。美国总统奥巴马乐观地表示相信将能达成预算协议，前期压制市场的财政悬崖担忧有所缓解，美国上周初请失业金数据好于预期，汇丰11月中国制造业PMI预览值升至50.4，逾一年以来首次回升至50的荣枯分水岭上方，中国经济企稳回升势头日增。宏观经济预期向好，使得油脂期货市场悲观情绪有所减弱。此外，与油脂期价高度相关的原油方面，上周美国原油库存出人意料地有所减少，本周NYMEX1月份交割的轻质原油期货报收于每桶88.28美元，较上周86.92涨1.36，原油期价提升推动外围市场止跌回升，这给国内油脂期货市场带来利好。

后市来看，菜油受到以下利空因素影响，本周菜油跟随周边油脂偏弱走势：

油脂整体基本面偏空，打压菜油期价

港口油脂库存庞大，豆油方面，截至11月23日，国内豆油商业库存总量143.23万吨，较去年同期的106.81万吨增加36.17万吨，增幅为25.3%。棕榈油方面，截至11月23日，国内港口棕榈油总库存77.8万，库存处于历史高位。并且，后续到港大豆量增加，预计11月份500万吨、12月份530万吨，尽管大豆到港数量预估有所下调，但仍然逐月攀升。而于此同时，需求方面，油脂元旦春节备货预计在12月中旬开启，短期内油脂消费未见明显好转。豆油、棕榈油基本面依旧偏空，买家入市仍显谨慎，各类油脂整体行情仍欠佳，难以给菜油市场带来利好支持，因此菜油期价本周预计跟随周边油脂偏弱走势。

现货油菜依旧弱势，使得期价偏弱

上周国内菜油现货延续跌势，长江中下游地区菜油普遍在10400-10500元/吨一线，部分地区较上周跌50元/吨，市场成交不佳。

菜油市场份额被挤占，压制菜油期货行情

菜油价格明显高于豆油、棕榈油、棉油，居高难下的菜籽油面临更多的掺混、调和，市场份额仍被挤占，压制菜油期货行情。另外，国内菜油价格高企，进口有利可图，也使得菜油、菜籽进口量增加，根据最新海关数据显示：今年1-10月我国进口菜籽226.93万吨，较去年同期87.92万吨增加139.01万吨，1-10月我国进口菜油95.57万吨较去年同期41.00万吨增加54.57万吨，也对国内菜油市场形成冲击，令其暂难有大的回升。

图表 32: 菜油期现价格



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 33: 国内油脂现货价格



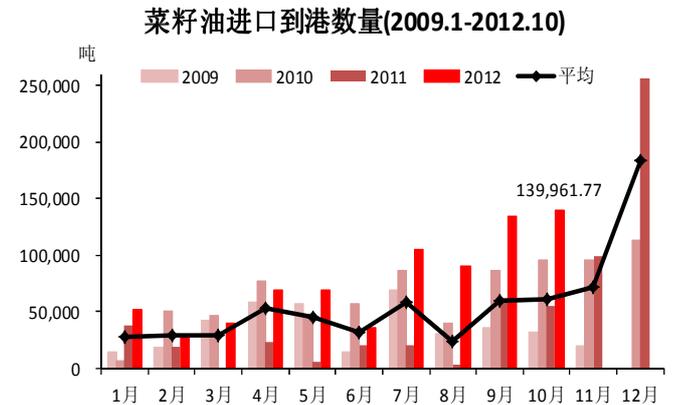
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 34: 油脂现货价差



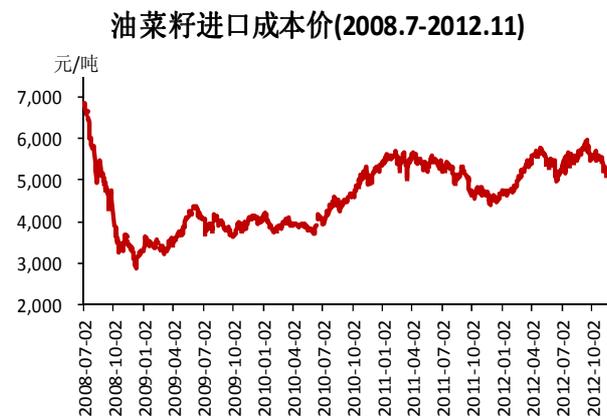
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 35: 国内进口到港数量



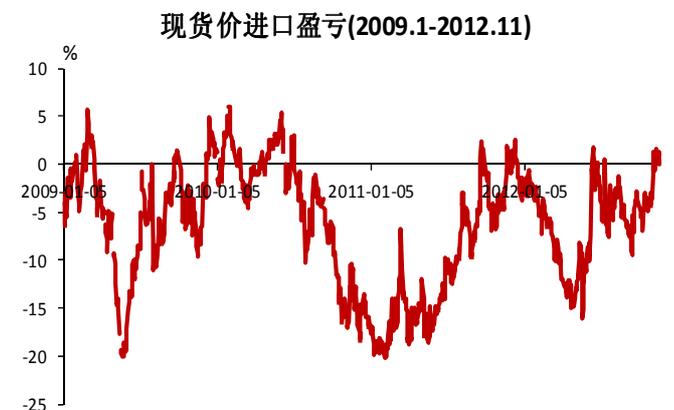
数据来源: 天下粮仓

图表 36: 油菜籽进口成本价



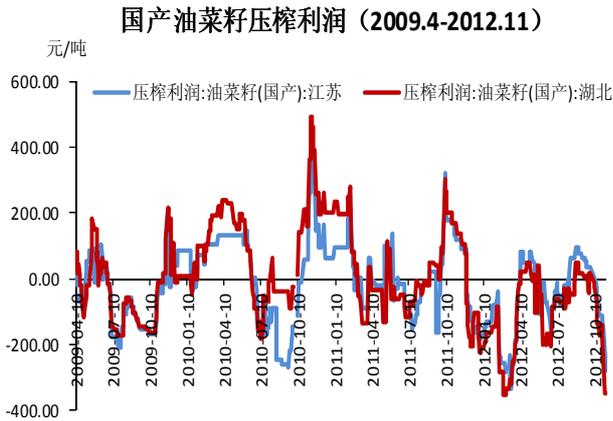
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 37: 油菜籽现货进口盈亏



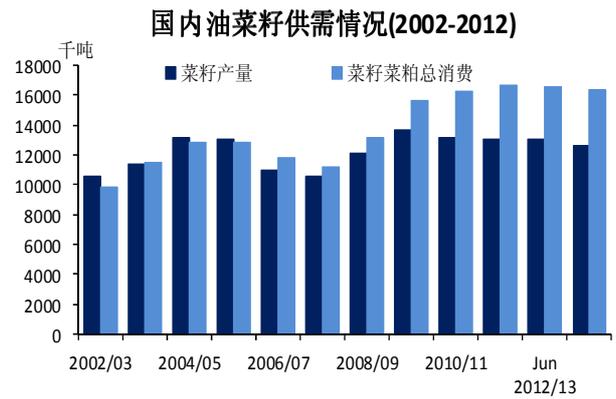
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 38: 国内油菜籽压榨利润



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 39: 国内油菜籽供需情况



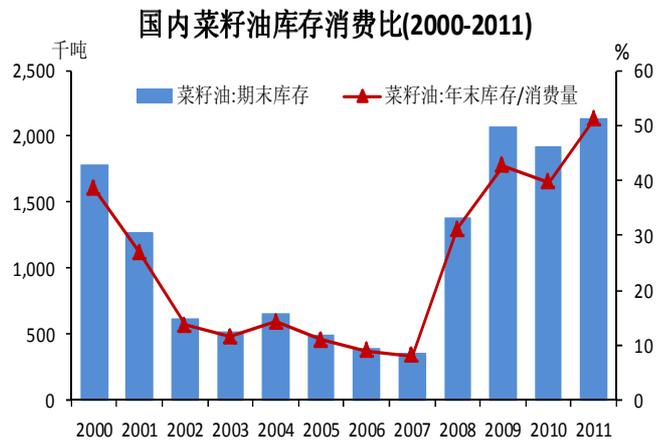
数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 40: 国内进口菜籽油



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

图表 41: 国内菜籽油库存消费比



数据来源: 华泰长城期货投资咨询部

公司总部

广州市越秀区先烈中路 65 号东山广场东楼 11 层
电话: 4006280888 网址: www.htgwf.com

北京营业部

北京市朝阳区北三环东路 28 号易亨大厦 12 层 1209 房
电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 7 层 01-05 单元
电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

深圳金田路营业部

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心 1009
电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

湛江营业部

湛江市开发区观海路 183 号荣基国际广场公寓 25 层 01-08 号房
电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

东莞营业部

东莞市南城区胜和路华凯大厦 802B 室
电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

佛山营业部

佛山市禅城区季华五路 21 号金海广场 1401—1404 室
电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

郑州营业部

郑州市金水区未来大道 69 号未来公寓 601、602、603、605、616 室
电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

南宁营业部

南宁市民族大道 137 号春晖花园 A 区办公楼 1501 房
电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

南京营业部

南京市中山东路 288 号新世纪广场 A 座 4703 室
电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

石家庄营业部

石家庄市中山西路 188 号中华商务中心 A 座 1608、1611 室
电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 116 号汕融大厦 1210、1212 号房
电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

青岛营业部

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 A 栋 3 层 A 户
电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

韶关营业部

韶关市浈江区熏风路 14 号鼎禾会社 201 和 202 号
电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

中山营业部

中山市石岐区兴中道 6 号假日广场南塔 510 室
电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

番禺营业部

广州番禺区市桥街清河东路 338 号中银大厦 2205、2206、2207 房
电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

惠州营业部

惠州市新岸路 1 号世贸中心第 16 层 F
电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

大连营业部

大连市会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2312 房
电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

贵阳营业部

贵阳市南明区都司路 62 号鸿灵-纽约纽约大厦 25 楼 5-6 号
电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

深圳竹子林营业部

深圳福田区竹子林中国经贸大厦 22 层 ABCDEFGHJ 及 13 层 ABC
电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

无锡营业部

无锡市中山路 343 号东方广场 A 栋 22 楼 H/I/J 座
电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

珠海营业部

珠海市吉大海滨南路 47 号光大国际贸易中心 2308、2309 室
电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

武汉营业部

武汉市汉口建设大道 847 号瑞通广场 B 座 1002 室
电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

昆明营业部

昆明市人民中路 169 号移动通信大楼 15 层 B 座
电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

宁波营业部

宁波市海曙区柳汀街 230 号华侨酒店二期三层 8306、8308 号
电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

南通营业部

南通市青年中路 69 号 4 层 401 室
电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

长沙营业部

长沙芙蓉区韶山北路 159 号通程国际大酒店 1301 室
电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

成都营业部

成都市锦江区新光华街 1 号航天科技大厦 8 层 806 号
电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

天津营业部

天津市河西区友谊路 35 号君谊大厦 2-2002
电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

杭州营业部

杭州市朝晖路 203 号 1502 室
电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。