

2011 年油脂市场年报

研究员：鞠卓君 于少锋

电话：010-583633529/3281 QQ: 744196211 / 1261713974 邮箱：juzhuojun@chinastock.com.cn

yushaofeng@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 /北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

2010 年 12 月 23 日

摘要、导读：

- **回顾 2010 年国内油脂价格整体呈现良好上涨。**2010 年中国进口大幅增长，美国大豆单产下降，库存减少，菜籽及棕榈油减产情况下，油脂呈现良好反弹。油脂市场反弹幅度相比其它品种幅度较大，棕榈油反弹幅度为 55%，豆油反弹幅度 30%，菜籽油反弹幅度为 20%。
- **世界油脂油料市场供需状况。**世界食用植物油长期需求增长趋势已改变植物油价格区间；工业消费增长不断提高，油脂价格更具备金融属性。世界油料供应方面，美国大豆库存在中国进口不断增长带动下大幅减少。新年度美豆播种面积及南美市场成为市场关注重点。全球油料播种面积有下降趋势。世界油料需求方面，2010 年中国需求仍为世界主导。预计 2010 年随中国经济增长恢复，中国油脂需求增长率约 9.32%。
- **世界植物油供需状况。**世界豆油 2010/11 年度供应略大于需求，期末库存连续 5 年下降，显示长期需求增长趋势。库存使用比下降，价值区间上移。世界棕榈油 2010/11 年度供应略大于需求，产量增长放缓，世界期末库存第二年出现回落，显示棕榈油需求将长期保持强劲。库存使用比回落，价值区间上移。世界菜籽油 2010/11 年度供应略大于需求，产量增幅放缓，库存使用比大幅回落，价值区间上移。
- **中国油脂油料市场供求状况。**2010/11 年度，中国油料播种面积减少。中国新增油籽折油量增量多于上年。大豆丰产，花生，棉籽，油菜籽减产，总计油籽增产 414 万吨，折油后相当于植物油供应增加 76 万吨。2010/11 年度中国油脂油料进口创历史纪录高点。进口油脂总量增加 190 万吨。中国油料进口依存度提高至 80%。城市化进程推进至 38%，经济增长恢复等因素将进一步促进中国农村消费的城市化，餐馆就餐增速，促进油脂消费增长。2010/2011 年度中国国内豆油、棕榈油、菜籽油库存使用比回落，价值区间上移。2010/2011 年度中国豆油月度库存使用比显示，前低后高。
- **宏观调控影响，基金持仓，金融环境。**物价调控与成本抬升博弈。全球流动性依然充裕。CFTC 持仓，原油，美元等金融因素将继续影响油脂价格。
- **行情展望。**我们预计 2011 年油脂市场整体价值区间上移，价格呈现前高后低格局。上半年受美国大豆库存，南美天气，进口成本抬升等因素影响，植物油价格在春节消费阶段和 4 月份美国大豆播种阶段预计有所走强。下半年，在美国大豆播种面积确定后，随新年度大豆生长情况继续演绎。但与此同时，进口量变化，抛储影响，国家政策干预也将为价格带来更剧烈的波动。

通胀抑制与成本抬升博弈，植物油价格重心仍将上移

油脂市场 2011 年度投资报告

一. 2010 年行情回顾

2010 年国内植物油期货价格走势分为五个阶段。

第一阶段：元旦至春节期间，主要体现前期涨幅回落调整。

第二阶段：春节过后至五月，由于国内开工及库存减少，以及美国大豆播种意愿炒作，带动价格上涨。

第三阶段：五月至七月，美国大豆及国产大豆生长阶段，丰产预期较强，盘面价格整固。

第四阶段：七月至十一月，美国农业部意外下调美国大豆单产，引发豆类油脂价格上涨；中国大豆进口超历年纪录，导致美国大豆期末库存下降，美国农业部连续下调库存数据，引发豆类连续上涨。

第五阶段：十一月，中国通货膨胀显性化，物价调控，上调存款准备金及加息等一些调控措施引发大宗商品价格急速回落。

第六阶段：十二月至跨年一月，通胀抑制与进口成本博弈，植物油价格在政策抑制下重心仍在上移。

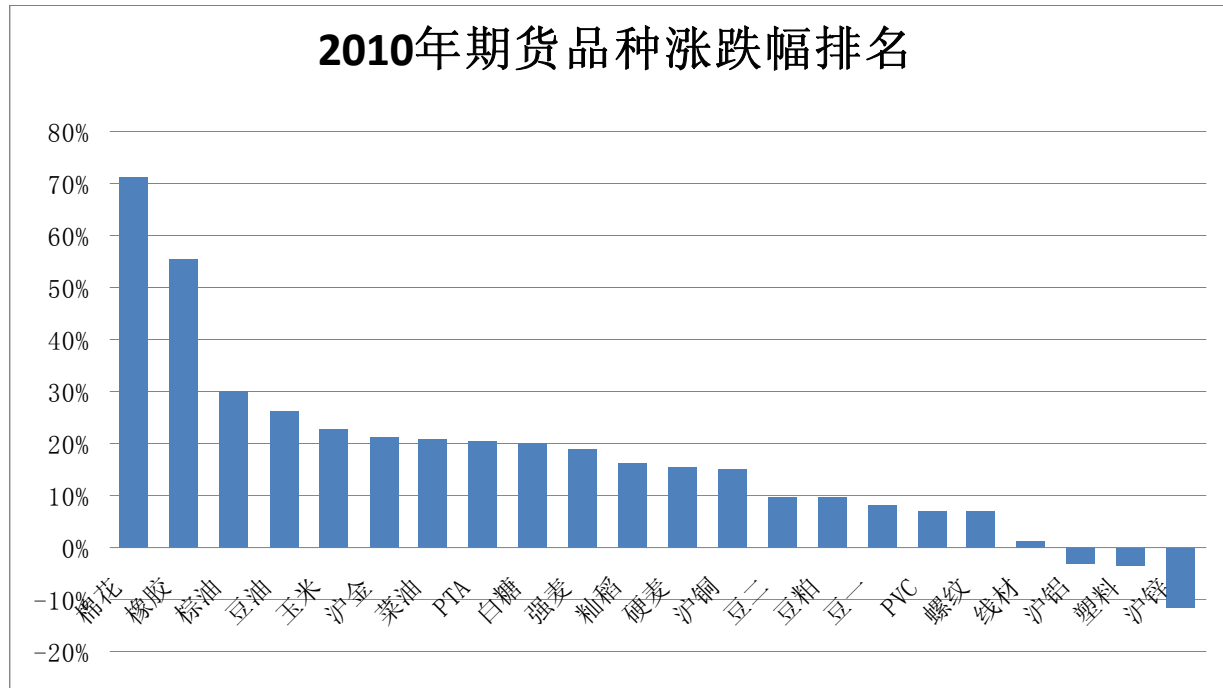
图一：大连商品交易所 2010 年豆油指数期价走势



数据来源：银河期货 文化财经

回顾近一年商品市场的反弹幅度，油脂市场反弹幅度相比其它品种幅度较大，棕榈油反弹幅度为 55%，豆油反弹幅度 30%，菜籽油反弹幅度为 20%。油脂市场 2010 年反弹幅度小于 2009 年的 55%，44%，和 40%，但是超过铜，锌等品种。

图二：国内各期货品种中反弹幅度



数据来源：银河期货

二. 2010/2011 年度世界油脂油料供需状况

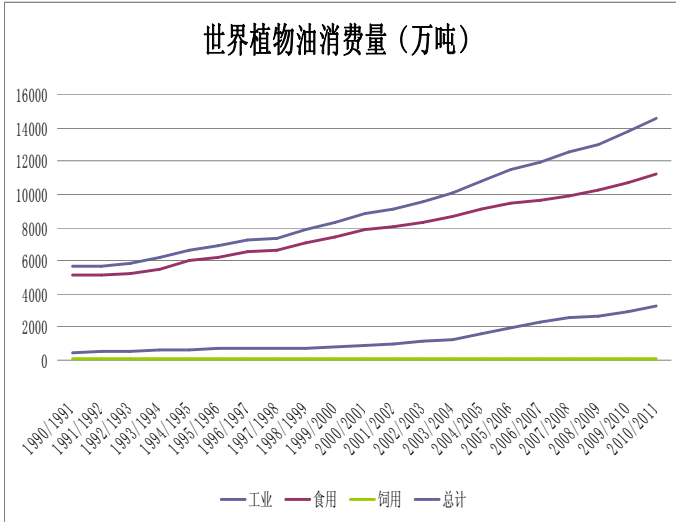
(一) 全球油脂油料需求形势

回顾长期植物油价格走势，自 2001 年以来，随着两次主要的价格突破，当前的植物油价格区间已经不再是十年前的区间了。2004 年由于美国南美等主产区大豆减产，豆油价格第一次突破历史高点；2008 年由于生物柴油需求刺激，指数基金及美元贬值的影响，豆油价格又一次突破历史高位。当前的植物油价格区间已经改变。

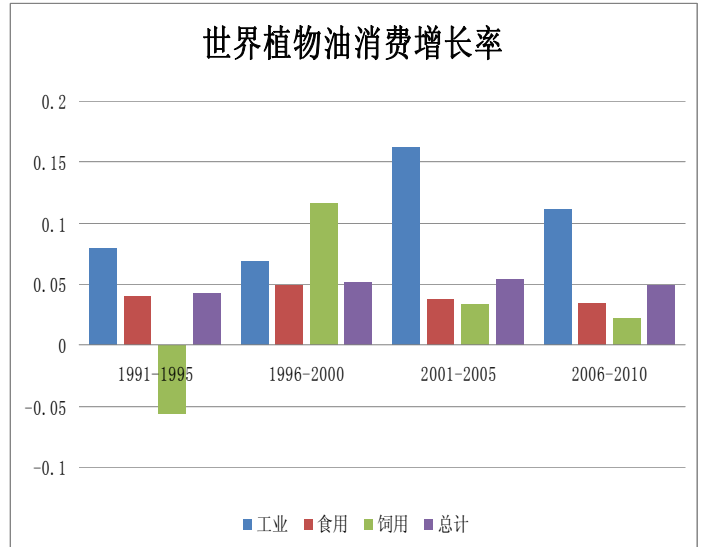
随着世界经济的增长与社会发展，植物油消费量持续增长，而工业消费增长率较食用消费增长率不断提高。1991-1995 年间，世界植物油总消费年均增长率为 5.1%，其中工业消费增长率为 7.6%，食用消费增长率为 4.8%；到 1995-2000 年间，世界植物油总消费年均增长率为 4.6%，其中工业消费增长率为 6.1%，食用消费增长率为 4.5%。到 2000-2005 年间，世界植物油总消费年均增长率为 5.8%，其中工业消费增长率迅速攀升至 17.3%，食用消费增长率下降至 4.1%。2006-2010 年间，受 2008 年金融危机影响，植物油消费 5 年平均增长率放缓。

植物油的工业消费发展迅速，一方面来自于棕榈油的增长，一方面来自于生物柴油的增长。因此，植物油价格也不再像以前那样完全依赖于供求平衡，而是越来越具有金融属性，与原油价格也更具联动性。

图三：世界植物油消费量增量（万吨）



图四：世界植物油消费增长率



数据来源：USDA，银河期货

数据来源：USDA，银河期货

金融危机之后，各国经济复苏缓慢，与经济增长高度相关的植物油消费增长率也有所放缓。根据 IMF 以及世界银行的估计，2011 年度世界经济增长放缓。发达国家美国，欧元区及日本 2011 年度经济增长较 2010 年缓慢复苏。金砖四国中，中国的经济增长仍为世界瞩目。印度 2011 年度预计较 2010 年度增长。中国和印度仍旧是世界植物油需求增长的主要拉动力。（见下表：世界主要经济体 2010 年经济增长预计）

表一：世界主要经济体未来经济增速

	2010 年		2011 年	
	IMF	世界银行	IMF	世界银行
世界总体	4.7%	2.7%	4.2%	3.2%
发达国家				
美国	2.7%	2.5%	2.4%	2.7%
欧元区	1.0%	1.0%	1.6%	1.7%
日本	1.7%	1.3%	2.2%	1.8%
金砖四国				
中国	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%
印度	7.7%	7.5%	7.8%	8.0%
巴西	4.7%	3.6%	3.7%	3.9%
俄罗斯	3.6%	3.2%	3.4%	3.0%

数据来源：IMF，WORLD BANK，银河期货

2010/11 年中国需求放缓，但仍主导世界需求

油料消费分为三个主要部分：压榨，食用及饲用。食用及饲用的增长比较稳定。但是压榨量及进出口的变化更加灵活。2010/1 年度世界油料总需求提升，主要是由于压榨及进出口的增长。

对于世界油料需求的增长，中国的进口量是主导力量。2006/07，2007/08 中国近几年每年进口增量约为 1000 万吨左右。至 2008/2009 年金融危机阶段中国进口量，4110 万吨，增量仅为 400 万吨，显示了中国需求的放缓。2009/10 年度中国的需求约为 5033 万吨，增量 900 万吨，基本恢复至金融危机之前水平。2010/2011 年度进口量根据 USDA 的估计为 5700 万吨，年增量 700 万吨。但就目前看来这一估计略显保守，随着后期中国对于养殖饲料用需求的恢复，进口量仍有可能进一步增长。2010/11 年度中国大豆进口依存度由 2009/10 年度的 77% 进一步提高，接近 80%。

表二：2009/10 中国大豆平衡分析：中国进口量增速逐步恢复

中国大豆供需平衡表

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
收获面积（万公顷）	928	875	913	880	840
期初库存（万吨）	457.3	270	424.5	904.8	1447.2
生产（万吨）	1596.7	1400	1554	1470	1440
进口（万吨）	2872.6	3781.6	4109.8	5033.8	5700
总供给（万吨）	4926.6	5451.6	6088.3	7408.6	8587.2
出口（万吨）	44.6	45.3	40	18.4	45
压榨（万吨）	3597	3951.8	4103.5	4883	5780
食用消费（万吨）	850	860	870	885	920
饲用消费（万吨）	165	170	170	175	185
总消费（万吨）	4612	4981.8	5143.5	5943	6885
期末库存（万吨）	270	424.5	904.8	1447.2	1657.2
总分配（万吨）	4926.6	5451.6	6088.3	7408.6	8587.2
库存消费比	5.85%	8.52%	17.59%	24.35%	24.07%
对外依存度	64.27%	72.98%	72.56%	77.40%	79.83%

数据来源：USDA 中国

（二）世界油料供应状况：美国大豆供应状况须结合中国进口考量，南美市场为后市关注重点；菜籽播种面积及产量预期减少

本年度 USDA 在每月公布的供需报告中，不断增加中国的进口需求，在丰产预期下减少美豆单产，最终下调美国大豆期末库存至 1.65 亿蒲式耳，这一结果足够利多未来的豆类市场。中国的大豆进口需求一直保持强劲，中国的蛋白需求呈刚性需求。随着国力增强及生活水准提高，这一势头将会继续延续下去。由于本年度中国大豆需求持续强劲，目前仍有业内分析师认为，美国 2010/2011 年度大豆库存应该在 1.5 亿蒲式耳水平，USDA 可能会在 2011 年结合中国大豆进口情况，以及南美新作生长情况，综合判断美国大豆期末库存。美豆库存减少这一因素已经在 CBOT 大豆期货价格中体现出来，但其影响并未结束，随着中国进口量的增长，新年度不排除继续下调美豆库存可能。随着新年度临近，以及美国市场因素的消化，人们的目光将逐渐转向关注南美市场，以及新年度美国大豆播种面积。

南美 2010/11 年度大豆种植面积及产量预计减少。市场多数预计 2010/2011 年度阿根廷农民播种 1990-2000 万公顷大豆。美国农业部目前的预计是 1860 万公顷，对应的趋势大豆产量为 5200 万吨，较去年 5450 万吨产量减少 250 万吨。分析师估计巴西 2010/11 市场年度大豆产量为产量 5200 万吨，较上年 5270 略低，美国农业部当前预计是 6750 万吨，较上年度 6900 万吨减少 150 万吨。本年度为拉尼娜气象最严重的年份，自南美开始播种便遭遇干旱天气，阿根廷播种曾一度暂停，随着之后的降雨，截至目前播种进度恢复正常，但随后大豆生长过程中的天气仍然十分关键，拉尼娜气象后续如何演绎，成为影响油脂油料价格走势的重要因素。

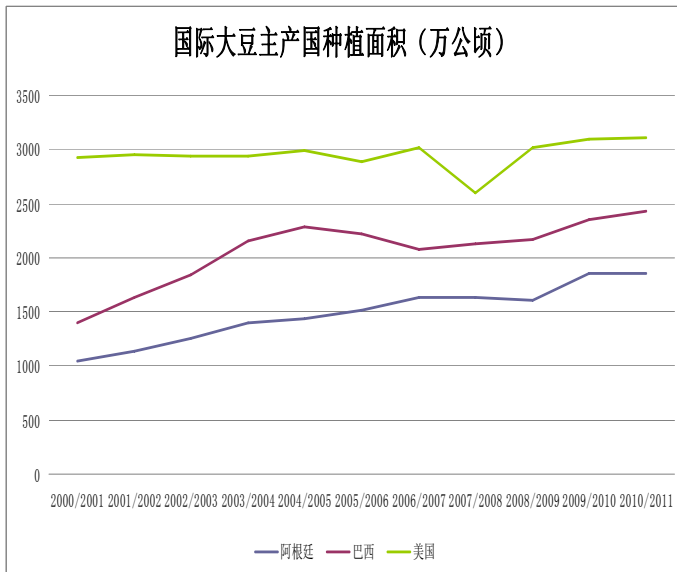
2010/11 年度，世界油料供应约 25777 万吨，需求 25623 万吨，供应大于需求。但是，需求增量 1768 万吨，增幅 7.4%，供应减少 231 万吨，减幅 0.89%。近 5 年世界大豆需求平均增幅 3.68%，供应增幅 3.56%。需求的增长大于产量的增长，显示了长期需求缺口。但是 2010/11 年度，库存使用比由上年度 26.7%，下降至 25.7%。

表三：2010/11 世界大豆平衡分析

全球大豆供需状况（万吨）					
	2008/2009	2009/2010	2010/2011	增量	百分比
全球消费	22112.9	23855.2	25623.8	1768.6	7.41%
全球产量	21196.4	26009	25777.7	-231.3	-0.89%
美国	8074.9	9141.7	9185.4	43.7	0.48%
巴西	5780	6900	6750	-150	-2.17%
阿根廷	3200	5450	5200	-250	-4.59%
中国	1554	1470	1440	-30	-2.04%
大豆消费 5 年增幅均值 3.68%					
大豆产量 5 年增幅均值 3.56%					

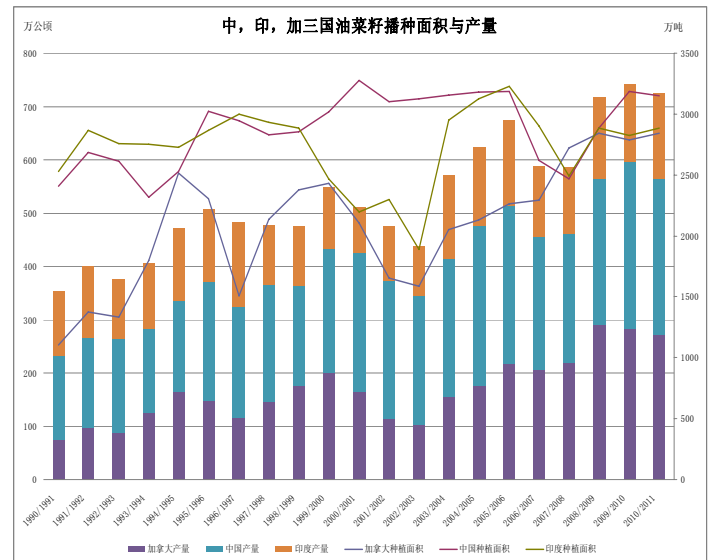
数据来源：USDA, 银河期货

图五：国际大豆主产国种植面积（万公顷）



数据来源：USDA，银河期货

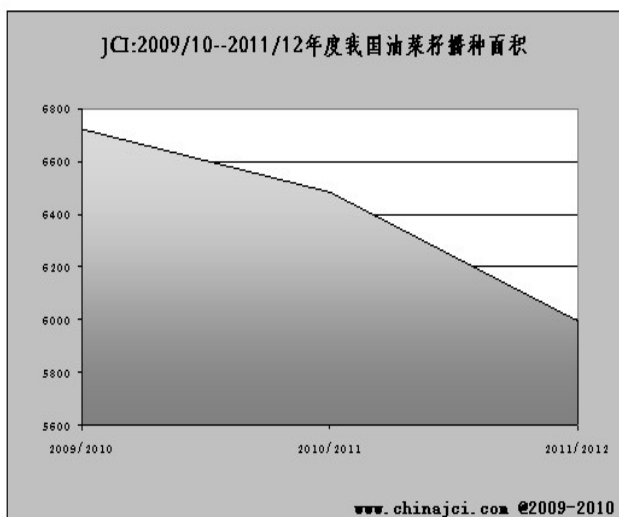
图六：中国，印度，加拿大菜籽播种面积与产量



数据来源：USDA，银河期货

根据 informa 的预计，2010/2011 年度（6 月到次年 5 月）全球油菜籽产量预计为 5690 万吨，上年为 5990，减产 300 万吨。其中，欧盟 27 国，加拿大以及我国几大油菜籽主产区均出现减产。欧盟 27 国油菜籽产量为 2040 万吨，上年为 2150 万吨。加拿大油菜籽产量预计为 1090 万吨，上年为 1180 万吨。在 2010/2011 年度全球油菜籽总体出现较大减产的背景下，年末库存已经变得相当紧张。而中国，印度等全球主要油菜籽主产国 2011/2012 年度油菜籽播种面积预期下滑，一旦后期天气出现不利状况，全球油菜籽供应将十分严峻。

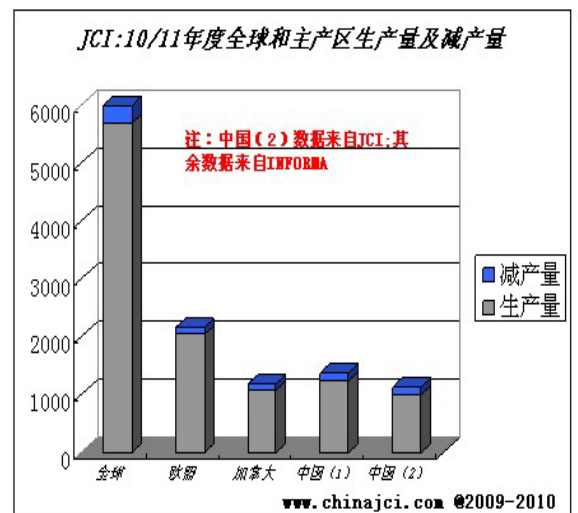
图七：10/11 年度全球主产区减产产量



单位：千公顷

数据来源：JCI

图八：10/11 年度全球主产区减产产量



注：全球、欧盟、加拿大、中国（1）数据来自 INFORMA；中国（2）数据来自 JCI

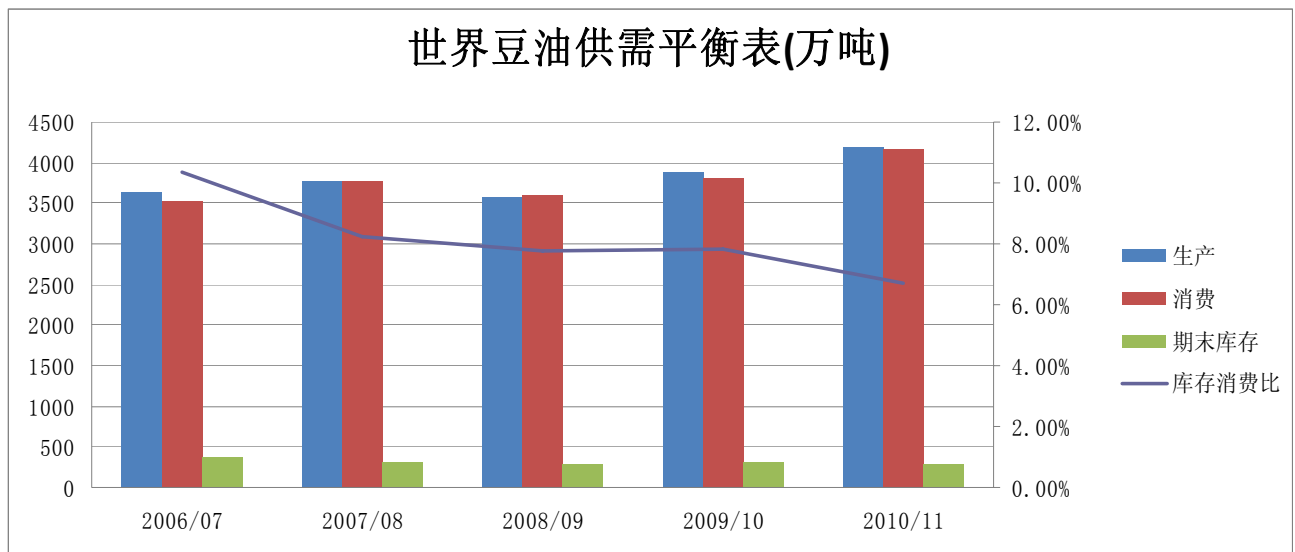
数据来源：JCI

(三) 世界植物油供需平衡

1. 世界豆油供需平衡

2010/2011 年度全球豆油的供需平衡是供大于求。全球总供给 5411 万吨，全球总消费 4167 万吨。在过去五年里，需求的增长（4%-7%），一直超过了产量的增长（2-3%）。这导致世界豆油期末库存逐年下降，也显示了世界对食用豆油的长期需求趋势。2010/2011 年度，全球豆油期末库存 279 万吨，低于 2009/2010 年度的 297 万吨，库存使用比由 7.82% 下降至 6.7%。

图九：世界豆油供需状况

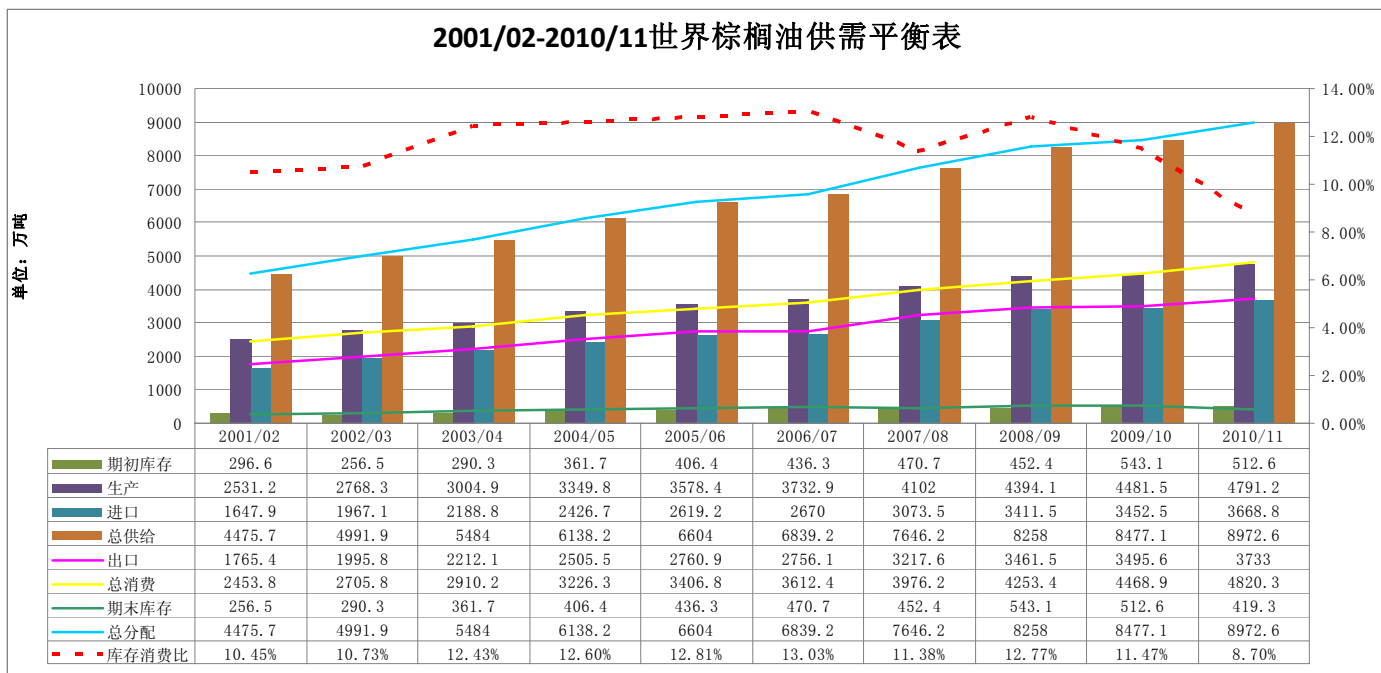


数据来源：美国农业部

2. 世界棕榈油供需平衡

2010/2011 年度全球棕榈油的供需平衡也是供大于求，但是年度期末库存连续第二年回落。全球总产量预计 4791 万吨，需求 4820 万吨。2010/2011 年期末库存继 2009/2010 年度出现第二年回落，达到 419 万吨，低于 2009/2010 年度的 512 万吨。近 5 年，棕榈油的生产及消费增长都很迅速，全球棕榈油产量已超过豆油。过去 5 年棕榈油产量及需求的增长率都保持在 6.8% 以上。全球棕榈油库存在 2009/2010 年度之前每年增量 20 万吨，但自 2009/2010 年度开始出现回落，主要是产量增幅赶不上消费增长。2010 年受天气影响，马来西亚棕榈油产量首度出现零增长。由于世界棕榈油需求长期保持强势，2010/2011 年度棕榈油供求形势并不如看到的乐观。

图十：世界棕榈油供需状况

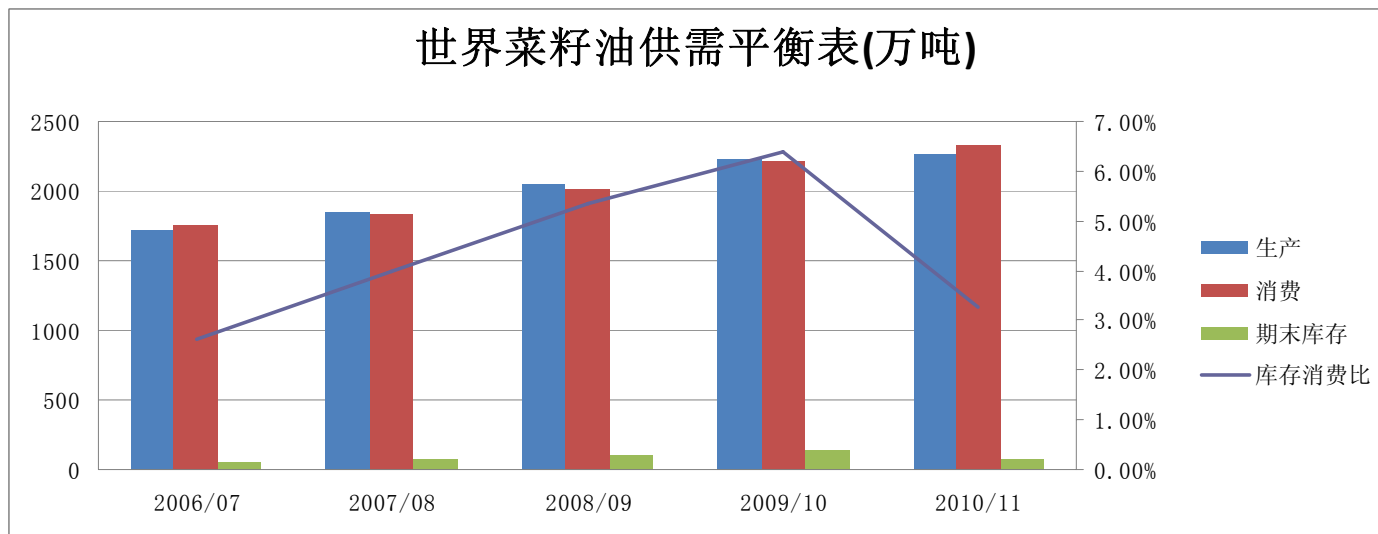


数据来源：美国农业部

3. 世界菜籽油供需平衡

2010/2011 年度全球菜籽油的供需平衡也是供应略大于求，但年度库存使用比大幅回落。预计全球菜籽油供应 2406 万吨，需求 2339 万吨。2010/2011 期末库存 76 万吨，减少 66 万吨。2010/11 年度全球菜籽油产量小幅增长，主要生产国产量和播种面积都出现问题。主要消费国家中，欧盟对于菜籽油消费有所增加。库存使用比由上一年度 6.3% 回落至 3.2%。

图十一：世界菜籽油供需状况：供大于求



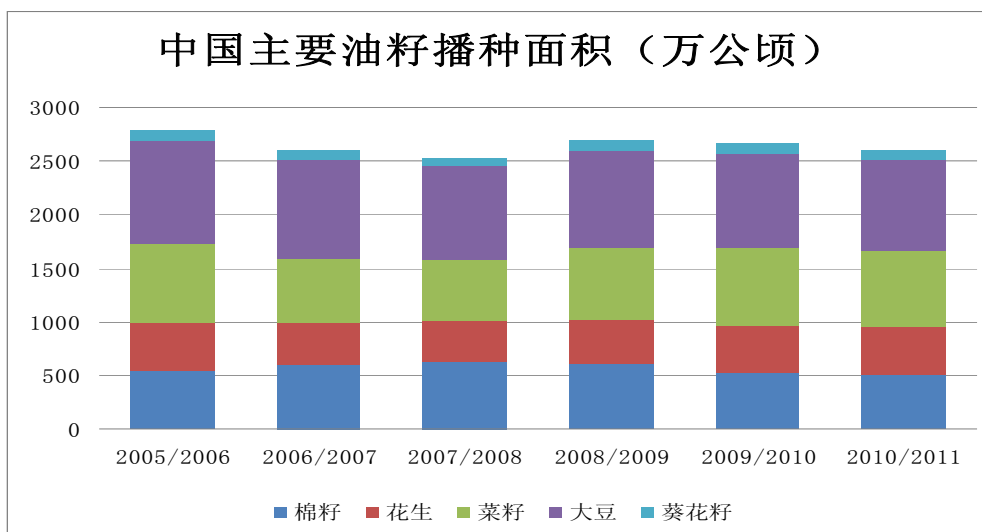
数据来源：美国农业部

三. 2010/2011 年度世界油脂油料供需状况

(一) 中国油料作物播种面积

最近两年,我国油籽播种面积减少,特别是大豆和油菜籽。由于国家对于油菜籽种植的扶持政策实施的三年都未收到预期效果,特别是今年国内棉花,小麦,大豆,油菜籽等存在种植争地关系的种植品种价格高涨的情况下,大豆和油菜籽种植收益更稍显微薄,所以新年度农户会更加倾向于种植棉花,小麦。2010/2011 年度,我国在本身播种面积出现下滑的局面下,又屡遭低温大雪,洪涝等极端天气,油菜籽产量下降 12.5%。根据 JCI 预测,2010/2011 年度,以及 2011/2012 年度,中国油菜籽播种面积将连续下滑。

图十二: 中国主要油籽播种面积 (万公顷)



数据来源: USDA 银河期货

(二) 中国新年度油料作物产量增量及折油量增量

2010/11 年度中国国内除大豆丰产,花生,棉籽,菜籽等油籽减产。其中大豆增产 512 万吨,折合增加豆油 95 万吨。花生减产 10 万吨,按 50%折油率计算,折合花生油减产 5.4 万吨。棉籽减产 78 万吨,折合棉籽油减产 10.14 万吨。油菜籽减产 13.7 万吨,折合菜籽油增产 4.795 万吨。葵花籽总计增产 5 万吨,折合葵花油增产 1.75 万吨。总计国内油籽增产 414 万吨,折油后,相当于 2009/2010 年度植物油供应量增加 76 万吨,增幅大于 2009/10 年度。

表四: 2010/11 年度中国国内植物油供应量 (单位: 万吨)

2010/2011年国内植物油供应量 (单位: 万吨)

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	增长	折油
棉籽	1113	1391	1450	1440	1254	1176	-78	-10.14
花生	1434	1288.7	1302.7	1428.6	1470.8	1460	-10.8	-5.4
菜籽	1305.2	1096.6	1057.3	1210	1505.1	1491.4	-13.7	-4.795
大豆	2105	2054	1670	1978.5	2374.8	2887.2	512.4	94.794
葵花籽	192.7	150	125	179	163	168	5	1.75
总计							414.9	76.209

数据来源: 国家粮油信息中心

(三) 中国油籽油料及植物油进口变化: 2010/11 年度进口量比上年减少

按估计的中国国内植物油需求增长率 9.32% 计算（见第三标题（五）小标题分析），今年植物油需求增量 102 万吨。若国内油籽折油新增植物油供应量为 76 万吨，仍有 26 万吨植物油需求的缺口需要进口。

2010/11 年度中国油料进口与上年（2010/11 创纪录进口高峰）相比进一步增加，其中大豆进口增加 666 万吨，菜籽进口减少 27 万吨，豆油进口增加 48 万吨，棕榈油进口增加 49 万吨，菜籽油进口减少 18 万吨。进口油脂总量约 716 万吨，若全部折油约增加 191 万吨。（见表五：中国 2010/11 年度进口增幅）。但其中有一部分油料将转化为粕，不会全部折油。

表五：中国 2009/10 年度油脂进口总量增幅

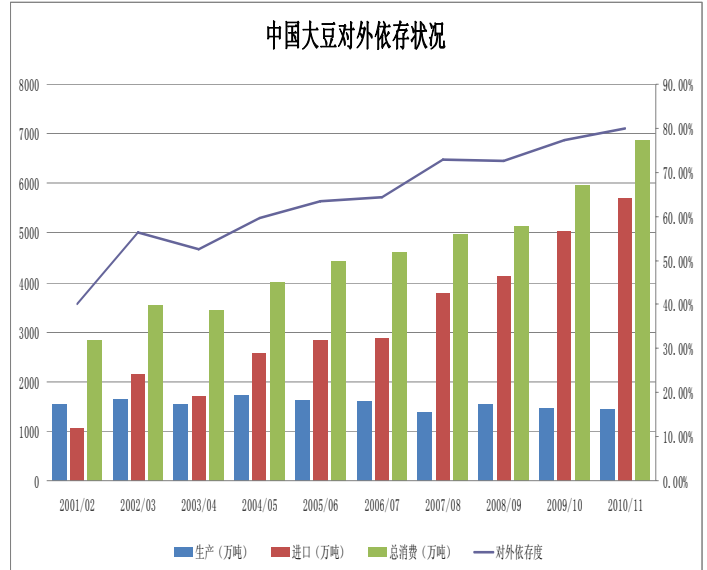
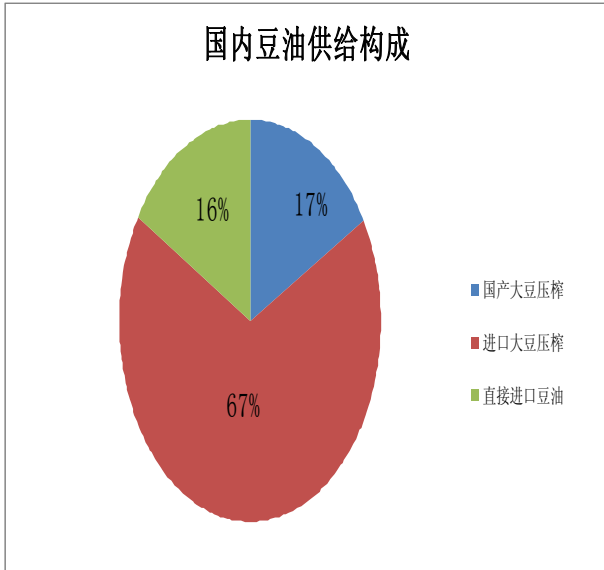
中国进口油脂（万吨）								
	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	增长	折油
椰子油	17.1	13.3	15.4	11.2	28.8	25	-3.8	-3.8
棕榈油	497.5	513.9	522.3	611.8	576	625	49	49
棕榈仁油	24.7	39.1	36.9	45.1	43.8	50	6.2	6.2
花生油	0	1.1	0.6	2	4.7	3	-1.7	-1.7
菜籽油	4.4	33	27.7	45.3	78.5	60	-18.5	-18.5
大豆油	151.6	240.4	272.7	249.4	151.4	200	48.6	48.6
葵花油	1.1	9.4	0.2	12.5	16.9	15	-1.9	-1.9
菜籽	67.6	96.1	80.5	303.4	217.7	190	-27.7	-9.695
大豆	2831.7	2872.6	3781.6	4109.8	5033.8	5700	666.2	123.247
油脂总量							716.4	191.452

数据来源：USDA 银河期货

(四) 2010/11 年度油脂进口依存度进一步提高

我国的豆油主要依靠进口大豆压榨以及进口豆油来满足国内需求；棕榈油则是完全依赖进口。近十年中国豆油消费量不断攀升，而中国大豆年产量近年来稳定在 1500 万吨左右，因此供应的缺口只能依靠进口填补，导致我国进口依存度逐年上升。根据 USDA2010/2011 年供需平衡表，进口大豆 5500 万吨用于榨油消费，国产大豆 1440 万吨用于榨油消费，而 2010/11 年度国内豆油进口量在 200 万吨左右。根据此计算，2010/11 年国内豆油供给 67% 来自于进口大豆压榨，16% 来自进口豆油，17% 来自国产大豆压榨。因此，进口成本的变化对国内植物油价格构成决定性影响。我国油脂市场进口依存度不断提高，与国外市场相关度越来越高。比例分配大致如下图所示：

图十三：国内豆油供给构成**图十四：中国大豆对外依存度**



数据来源：国家粮油信息中心，银河期货

数据来源：USDA 银河期货

(五) 中国植物油需求增长恢复：2010 年中国消费增速

中国人均植物油消费量增长与中国人均 GDP 增长具有高度相关性，相关系数高达 0.95。因此，可以根据预计人均 GDP 的增长，来预计中国人均植物油消费量。2010 年中国 GDP 增长为 9%，2010 年预计维持 9%。2010 年中国人均植物油消费增速 9.35%，因此，预测 2011 年中国人均植物油增长率为 9.32%。因此，2010/2011 年度中国植物油需求增量约为 83.7 万吨。过去 5 年中国平均植物油需求增速为 6%，2009/10 年度中国植物油需求增长恢复至正常水平。过去三年世界平均植物油需求增长率为 5%，随着中国需求的恢复增长，世界植物油需求重新恢复增长。

图十五：人均植物油消费量与人均 GDP 高度相关

表六：2009/10 年度中国植物油消费增长估计



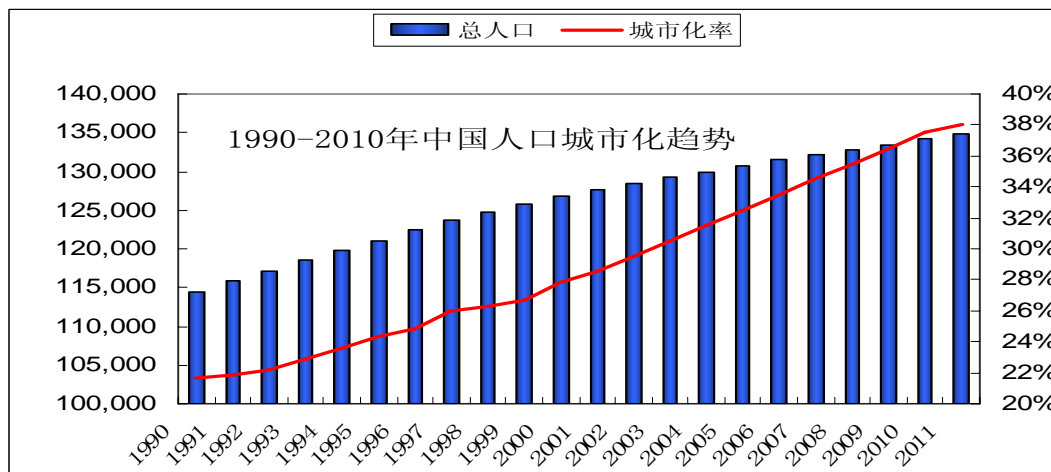
	2009/2010	2010/2011
GDP增速%	9%	9%
植物油消费增长量%	9.35%	9.32%
增长量 (万吨)	75.4	83.7
世界近5年平均增速	5%	
中国近5年平均增速	6%	

数据来源：国家统计局，银河期货

数据来源：国家统计局，银河期货，USDA

2011年中国城市化率预计达到38%。目前农村收入增长加速，步入城市消费爆发性增长水平。城市化进程不仅代表了农村人进城打工消费增长，也代表了农民工返乡后“消费观念的城市化”。中国人均餐馆消费也会随经济恢复增长，预计餐饮业消费2010年增速达到20%以上。

图十六：1990-2010 中国城市化趋势



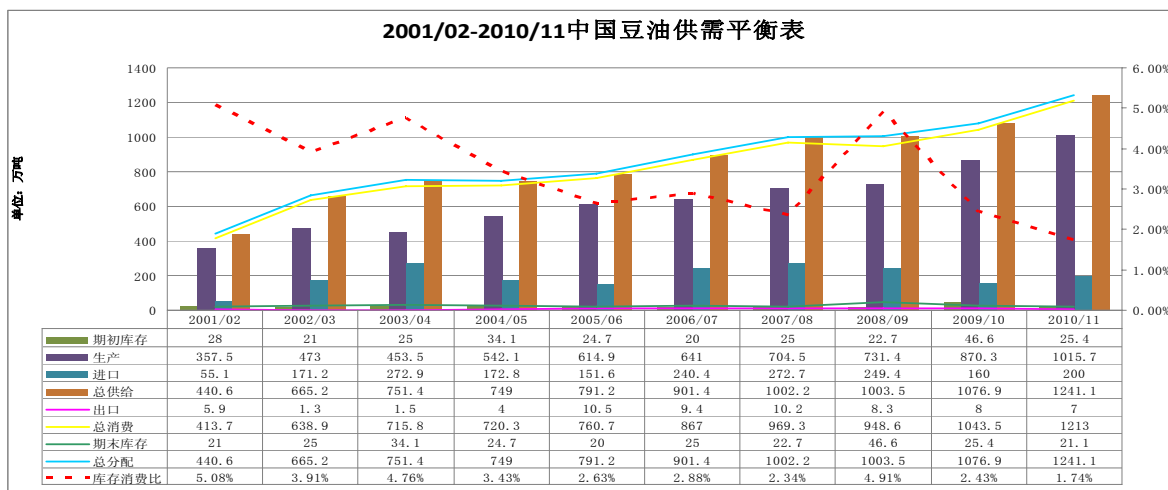
数据来源：国家统计局 银河期货

（六）2010/2011 年度中国植物油供需平衡

1. 中国豆油供需平衡

2010/11 年度，中国的豆油供应，消费，期末库存都创了历史新高，凸现了国内较为沉重的供应压力。但中国长期需求增长趋势不可逆，2010/11 年度中国豆油期末库存增幅放缓，中国国内豆油库存使用比为 1.74%，较上一年的 2.43% 下降。根据年度库存使用比与价值的反向关系，由此可以预计，2010/11 年度的豆油价值区间较上一年度上移。

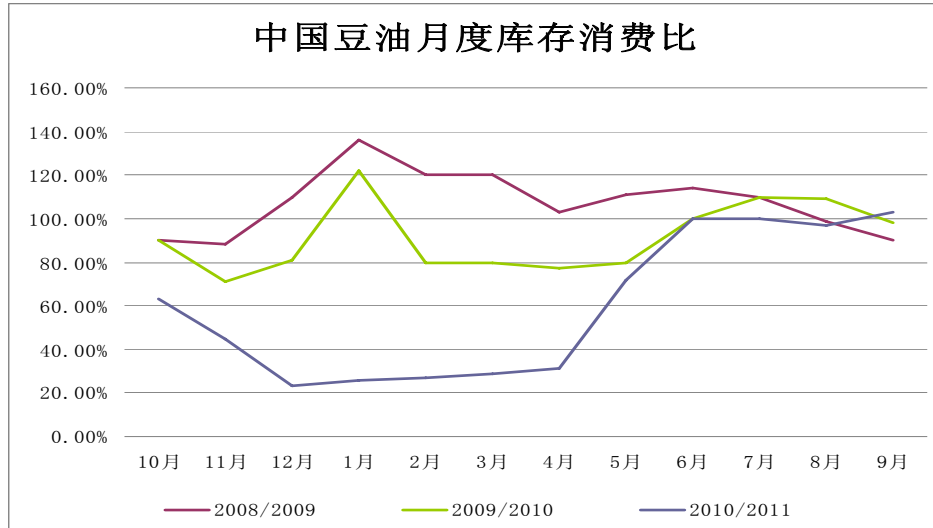
图十七：2001/2002-2010/2011 年中国豆油供需平衡表



数据：USDA, 银河期货

从我们估算的 2010/11 年度国内豆油月度库存消费比来看，2010/11 年度全年的库存消费比，要低于上年，尤其是 2010 年 10 月至 2011 年年中，库存使用比偏低。自 2011 年 6 月库存使用比回升。强劲的消费增长，凸显国内豆油库存供不应求，2010/11 年度国内豆油价格区间上移，且上半年形势好于下半年。

图十八：中国豆油月度库存消费比

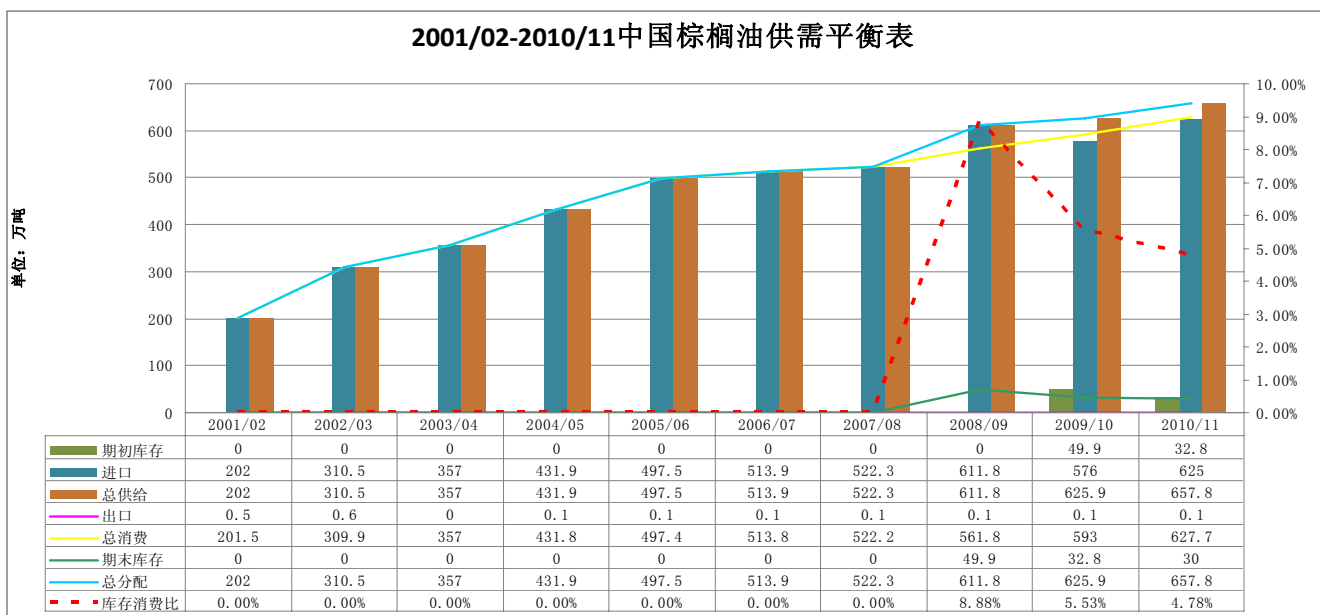


数据：USDA，银河期货

2. 中国棕榈油供需平衡

2010/11 年度，中国的棕榈油供应增长放缓，消费增加，期末库存较上年回落。中国长期需求增长趋势不可逆，国内豆油库存使用比为 4.78%，较上一年度的 5.53% 下降。根据年度库存使用比与价值的反向关系，由此可以预计，2010/11 年度的棕榈油价值区间较上一年度上移。

图十九：2001/2002-2010/2011 年中国棕榈油供需平衡表

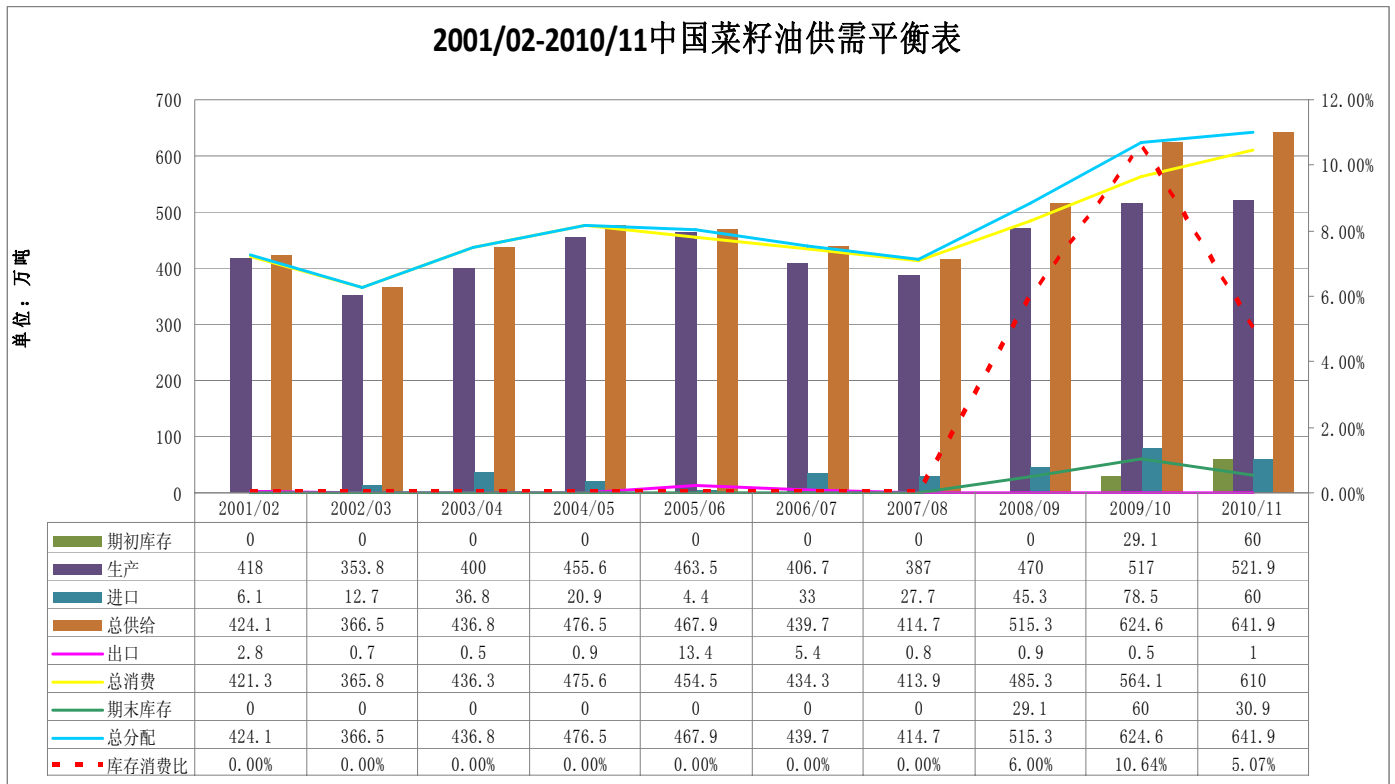


数据：USDA，银河期货

3. 中国菜籽油供需平衡

2010/11 年度，中国菜籽油供应增长放缓，消费增加，期末库存较上年回落。中国长期需求增长趋势不可逆，国内菜籽油库存使用比为 5.07%，较上一年度的 10.64% 下降。根据年度库存使用比与价值的反向关系，由此可以预计，2010/11 年度的棕榈油价值区间较上一年度上移。

图二十：2001/2002-2010/2011 年中国棕榈油供需平衡表



数据：USDA，银河期货

四. 宏观及调控政策影响

在金融危机的背景下，政府为了达到经济保八的目的，向市场投放了超量规模的货币。本年度 CPI 增长迅速，2011 年度 CPI 目标为 5%，抑制通货膨胀，稳定物价成为政府工作主要目标之一。政府部门不断出台政策来控制流动性过剩和物价上涨问题。在货币政策方面，央行已经着手收紧银根。对于农产品期货市场而言，来自宏观政策面的风险已成为跨年主导市场走向的主要动力。新年度植物油市场在物价调控与成本攀升的博弈中前行。

五. 基金持仓

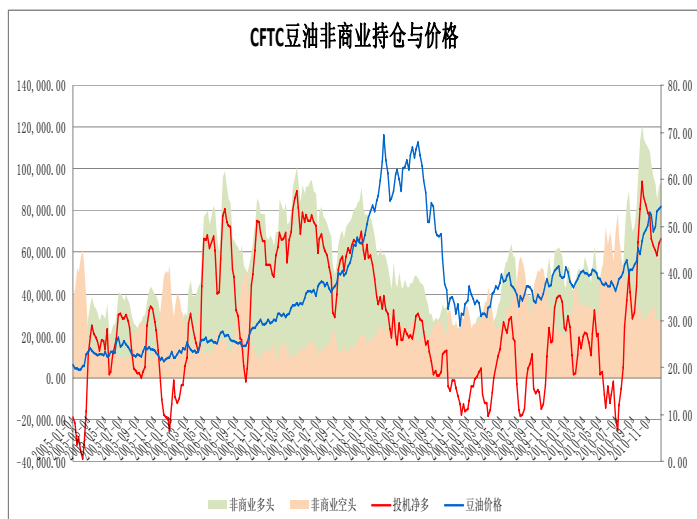
据美国 CFTC 本月 18 日公布的报告，截止 12 月 18 日当周豆油期货非商业多头 93207 手，而空头 26647 手。数据揭示在 12 月油脂价格高位时，多头仍然看好豆油。目前净多持仓量仍位于历史高位，显示投机资金依然看好

豆油后市，预计未来一段时间，豆油价格短期回调空间有限，未来还有进一步攀高的空间。

2011年1月，商品基金预备调仓，将根据2009年涨幅的大小以及对明年涨幅的判断上调今年涨幅较小的品种持仓，或下调今年涨幅较大的品种，其中包括豆油，持仓由2.9956%下调至2.937%。

图二十一：截至12月15日CFTC公布基金持仓状况

表七：商品基金2011年调仓



数据来源：CFTC 银河期货

道琼斯UBS商品指数各品种权重		
品种	2010年	2011年
天然气	11.5522%	11.2190%
原油	14.3380%	14.7093%
无铅汽油	3.5274%	3.4967%
取暖油	3.5824%	3.5751%
活牛	3.5537%	3.3591%
瘦猪	2.1027%	2.0000%
小麦	4.7046%	4.6052%
玉米	7.0924%	6.9785%
大豆	7.9125%	7.8568%
豆油	2.9956%	2.9372%
铝	5.7493%	5.2033%
铜	7.6414%	7.5391%
锌	3.0200%	2.8494%
镍	2.3668%	2.2508%
金	9.1166%	10.4491%
银	3.2870%	3.2896%
糖	2.8929%	3.3260%
棉花	2.0000%	2.0000%
咖啡	2.5646%	2.3558%

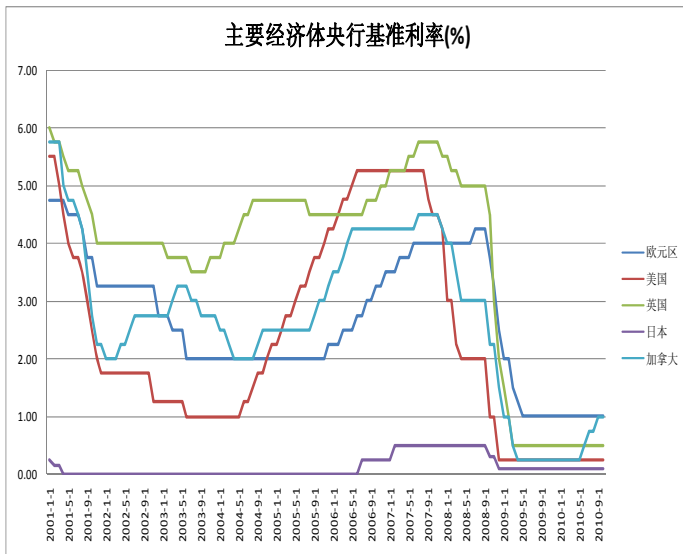
数据来源：DowJones UBS 银河期货

六. 资金环境

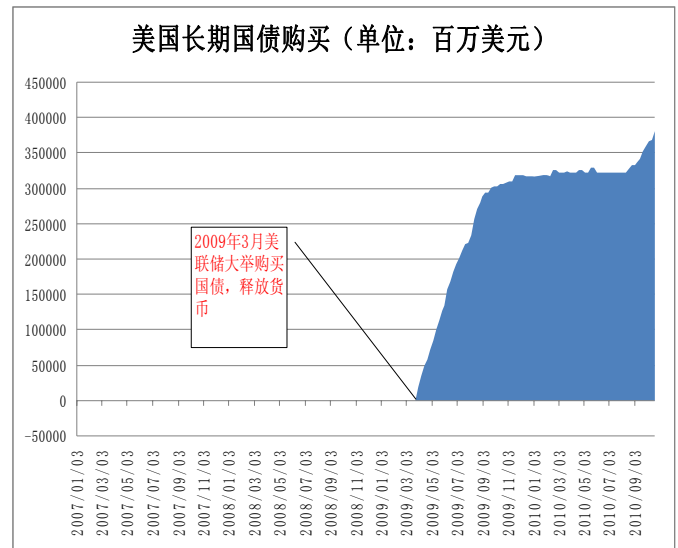
油脂作为大宗商品，具有金融与商品双重属性。当前世界经济仍存在较多不确定性，货币战提法甚嚣尘上。虽然市场普遍预计世界经济已无二次探底的可能，但各国经济数据均无上好表现。因而各国央行均选择继续执行较为宽松的货币政策以刺激经济转暖。发达国家在货币市场上行动不断，集体性的宽松货币政策呼之欲出。这或将导致全球性的流动性泛滥，大宗商品的金融属性开始凸显。伴随着过量的货币和贬值的美元，大宗商品价格重估实属必然。

图二十二：主要经济体央行基准利率

图二十三：美国自大举买进长期国债，释放货币



数据来源：路透 银河期货



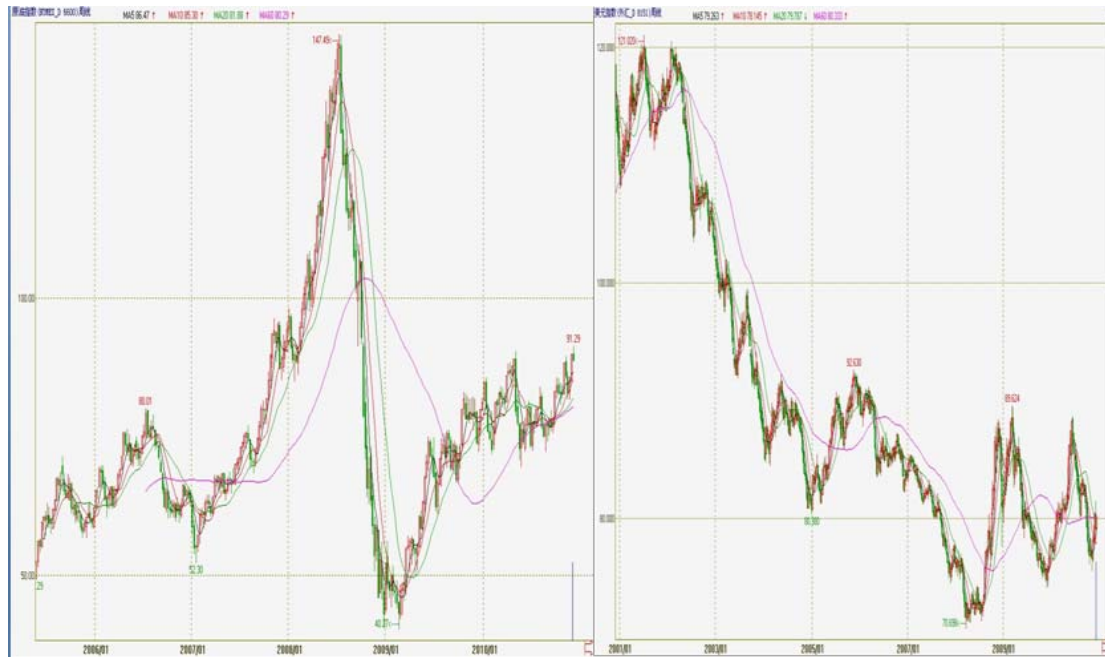
数据来源：路透 银河期货

美联储 11 月 3 日 FOMC 会议决定 2011 年 2 季度以前进一步购买 6000 亿美元的长期国债。这一规模接近此前预计需求缺口的上限，高于市场预期的 5000 亿规模。对于市场又是一个利多的指引。预计美联储的二次量化宽松导致流动性泛滥，助推资产泡沫的形成。从 2009 年 1 月至 2010 年 3 月，美联储累计购买 1.75 万亿美元资产，相当于平均每个月向市场注入 1160 亿美元资金。本轮“量化宽松”将持续到 2011 年 2 季度共 6000 亿美元的规模，相当于平均每个月向市场注入资金 750 亿美元资金。这和前期一轮量化宽松的规模相比，略微下降，但我们预计也会引起相似的全球资产价格通胀。

七. 相关市场及指数

由于商品交易的金融化，基金的持仓，资金流向，美元汇率，原油价格等因素对农产品价格影响越来越大。有研究结果显示，当原油价格超过 50 美元，植物油与原油价格开始表现出相关性。当原油价格超过 70 美元，相关性极高。若原油价格继续维持高位，油脂价格也会跟随原油价格上涨。

图二十四：原油价格指数走势（左）与美元价格指数走势（右）



数据来源：文化财经, 银河期货

八. 行情展望与操作建议

综上所述，2011年国内物价调控将是宏观工作重点，油脂市场将在物价调控和成本抬升的矛盾中演绎走势。世界油脂供应仍充足，但播种面积及单产可能面临的变化将为供需平衡带来不确定性，全球油脂油料期末库存仍会面临再次下降的可能。中国需求仍是全球油脂油料需求的主导，中国油脂油料对外依存度将继续上升，进口成本对于价格的影响不能逆转。城市化的推进将继续提升农村人口消费潜力，促进食品，餐饮及油脂消费增长，需求呈刚性。生产国（美国）库存的减少提振CBOT市场价格及消费国成本，消费国（中国）库存的高企（进口量）持续为国内市场价格施压。生物柴油的发展和资金的炒作已改变油脂价格原油的区间，油脂价格与原油更具联动性，更具金融属性。在国内通胀显性及国际流动性充裕的市场环境里，油脂价格不仅仅受基本面的影响，也会受到政府干预及周边市场的影响。

因此，我们预计2011年油脂市场整体价值区间上移，价格呈现前高后低格局。上半年受美国大豆库存，南美天气，进口成本抬升等因素影响，植物油价格在春节消费阶段和4月份美国大豆播种阶段预计有所走强。下半年，在美国大豆播种面积确定后，随新年度大豆生长情况继续演绎。但与此同时，进口量变化，抛储影响，国家政策干预也将为价格带来更剧烈的波动。

■免责声明■期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。