



暴涨暴跌回归原性 消费不确定性增强

——首创期货 2008 年油脂油料回顾及 2009 年展望

【摘 要】

1、2008 年在商品市场整体由牛转熊之中，油脂油料经历了暴跌，回归 2 年前附近水平，金融属性、能源属性概念破灭，商品属性回归；

2、在原油价格跌幅有限对油脂油料影响性减弱情况下，市场关注周边宏观经济发展的同时，主要关注美元指数变化，以及投机基金仍有加持净空头寸的利空影响；

3、油脂油料预计 2009 年将进入供需基本面炒作，其中一季度的南美作物产量、二季度的北半球播种面积、天气，以及三季度的实际作物产量，和未来需求成为阶段性重点关注；

4、中国实际需求、进口的刚性，加上中国政府对 2009 年三农的重视，决定油脂油料价格将稳定在合理水平之上，未来跌幅有限，将主要考察受到外盘下滑所带来的利空。

【目 录】

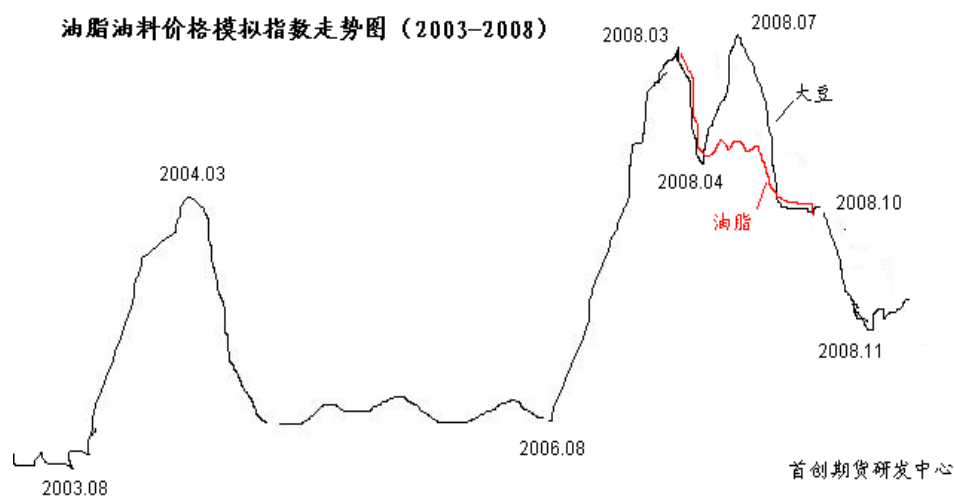
第一部分 行情回顾	2
1、牛市末端站上历史高点（1 月份-3 月初）	2
2、第一轮暴跌（3 月份）	2
3、油脂盘整而豆类上冲（4 月-7 月初）	2
4、第二轮暴跌（7 月份-8 月中旬）	3
5、第三轮暴跌（10 月份）	3
6、弱势振荡至今（11、12 月份）	3
第二部分 影响因素分析	4
一、国际市场	4
（一）供需分析——供应增加确定、需求不确定性忧虑	4
（二）基金大幅减持净多——油脂油料金融属性破灭	11
（三）国际海运费变化及到中国港口费用大幅走低	11
二、国内市场	13
（一）中国市场供需分析	13
（二）中国政府政策变化——调节供需手段	14
（三）中国种植成本支撑PK进口成本——国内外价差	15
（四）压榨利润 2008 年遭遇困境，举步唯艰进入 2009 年	16
三、2009 年投资机会思考——单边趋势不明朗形势下	17
第三部分 结论	18



第一部分 行情回顾

分阶段来看，2008 年油脂油料市场主要经历了年初上涨创历史新高、3 月份暴跌、盘整（或反弹 4-6 月份）、7 月份暴跌、盘整、10 月份暴跌、盘整几个过程。在 2007/08 年度创历史新高的同时，2008 年底，再次回到两年前甚至更低的价格周期，具体可以看下图所示：

图 1：大豆、油脂价格 2008 年及之前势性走势（模拟）



1、牛市末端站上历史高点（1 月份-3 月初）：延续自 2006 年 8 月份的商品牛市，在 2008 年 3 月份之前达到了高峰，其中国内主力合约豆油逼近 15000 元、大豆达到 5500 元，棕榈油直逼 13000 元，菜籽油逼近 16000 元，纷纷创下历史高点。期间主要炒作中国雪灾、双节消费以及通货膨胀等因素。

2、第一轮暴跌（3 月份）：出现 5-7 个跌停，跌幅达到 20%以上，国家延长大豆 1%的优惠关税至 08 年年底，国家加大抛售植物油库存缓解市场供应带来的心理紧张，同时市场炒作 2008 年美豆种植意向，数据显示美国大豆种植面积可能大幅增加，当月美豆从 1587 美分附近下滑至 1106 美分附近，跌幅达到 30%之多。

3、油脂盘整而豆类上冲（4 月-7 月初）：此阶段市场多空因素交织，其中大豆市场由于炒作阿根廷罢工带来美豆需求增加，在经历前期一个月大幅回落后振荡攀升，并再创历史新高，美豆最高至 1654 美分，受此影响，国内大豆价格也是进入快速反弹行情，价格达到了主力新高；同时国际原油价格达到了 148 美元/桶的历史高位，但在中国宣布菜籽产量增加、大豆播种面积大幅扩大，以及美国大豆播种面积较 07 年可能增加 13%的情况下，油脂价格处于振荡行情，多空交织。



4、第二轮暴跌（7 月份-8 月中旬），虽然有所反复，但在 9 月底前终告回落。期间跌幅 25-35%不等，经历了 7 个左右的跌停行情。期间美元指数从 70 附近急速反弹至 80 美分，国际原油价格自高点 148 美元大幅回落至 90 美元，美国次级债引发的金融机构破产、收购等开始明显呈现，国际基金开始加快平仓步伐，当期我国CPI价格指数开始持续走低，国家调控举措逐渐发挥作用，周围市场的作用开始呈现。

5、第三轮暴跌（10 月份）：在中国国庆期间外盘市场持续性下滑，并带来国内商品期货在节后连续性跌停行情达 7 个左右，豆类、油脂首当其冲，频繁出现强行平仓的局面，跌幅达 30%附近。期间由美国次级债引发的金融危机蔓延到实体经济，国际机构纷纷对未来经济形势堪忧，需求忧虑引发商品市场前景担忧，彻底转入熊市，原油价格自 100 美元附近继续下滑至 70 美元，美元指数突破 80 后继续反弹至最高 88 点附近，达到 2 年半来高位。

6、弱势振荡至今（11、12 月份）：期间美元指数大幅回落，但并未带来商品市场反弹，由于救市举措和对经济前景的极度悲观，使二者的相关性减弱。国际原油价格最低逼近 32 美元附近，创 4 年半来低点，国际经济形势陷入衰退获得公认，带来世界各国加大救市举措，主要经济体的利率水平纷纷降至多年来甚至历史新低；中国宣布史无前例的大范围收储计划，包括大豆、菜籽、玉米、棉花，乃至有色金属，商品价格虽再创 3 月份下跌以来新低，但最终获得企稳。

至此，国际、国内油脂油料价格基本回归 2 年前或者更远的水平，8 个月（大豆 4 个月）时间里累计跌幅达到 60%左右。

但 2008 年（延续上年）的暴涨暴跌行情和 2003/04 年度相同中也有很大区别，相比 2003/04 年度的大涨大跌没有这么多的宏观经济因素，主要是由于供需严重失衡，年度期末库存消费比大幅波动，更多的是在基本面供需起主要作用之下，2007-2008 年，基本面作为一个炒作的题材外，宏观周围因素起到了很大的推波助澜作用，其中在创历史高位的过程中，流动性过剩、通货膨胀、能源概念、农产品金融属性都被基金炒作到了极致，而 2008 年暴跌再次在次贷引发的金融危机，基金出逃、能源价格暴跌，市场恐慌，衰退预期增强的影响下创出历史之最。



第二部分 影响因素分析

中国油脂油料市场由于过高的对外依存度，导致受到国际市场价格涨跌的波动异常明显，因此，在我们分析中也采取从国际到国内的分析思路，最后将二者联动结合起来，对市场的影响因素进行总括。

一、国际市场

（一）供需分析——供应增加确定、需求不确定性忧虑

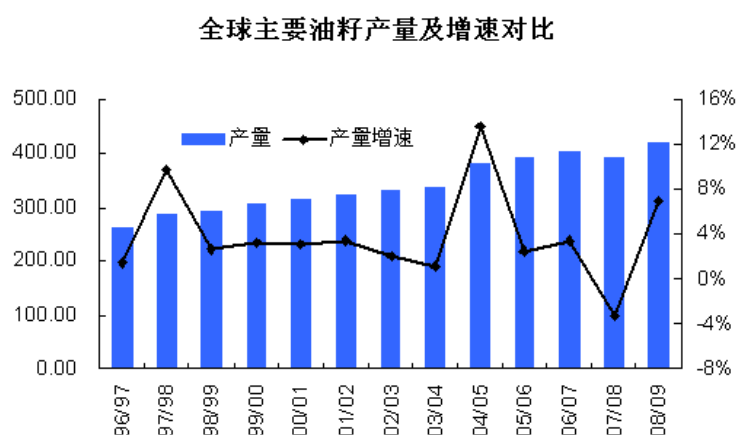
1、2009 年供应预期增加突遇经济危机，带来需求大幅萎缩。

说明：世界主要 9 种植物油系指：（豆油、棕榈（仁）油、菜籽油、棉籽油、花生油、葵花籽油、橄榄油、椰子油）；单位无特别说明，均指千吨

（1）供应出现实质性增加：国际棕油、美国大豆、中国大豆、菜籽

08/09 年度国际主要油脂油料市场中，国际棕榈油增加 191 万吨，增幅 5%；美国大豆产量增加 666 万吨增幅 9%，中国大豆增加 28 万吨增幅达 20%，中国菜籽增产达 8%之多，总体上缓解了上年度出现的供需紧张局面。

图 2：全球主要油籽产量变化及增速（单位：百万吨）



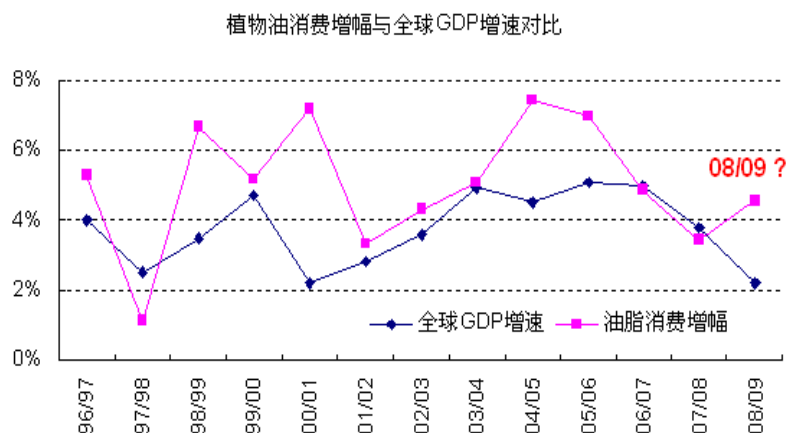
历史上，在 97/98、04/05 年度，由于全球油籽产量大幅增加，均带来价格深幅下滑，08/09 年度，全球油籽产量增速由上年度缩减 4%到增加 7%，大大缓解了供需矛盾，价格了受到这一大基本面影响。

（2）需求遭遇不确定性的大幅缩减



一方面，实际需求受到全球经济放缓忧虑，增速下滑（比较 GDP 增长与油脂消费增幅）

图 3：USDA 统计的世界主要 9 种植物油与全球 GDP 增速对比图



从 96/97 年度统计数据来看，全球 GDP 增速和油脂消费增幅呈明显的正相关关系，最新 12 月份 USDA 月报显示，本年度九大植物油消费 1.31 亿吨，较上年度增加 5%，和 GDP 增速出现背离，因此我们预计 2009 年 USDA 将会继续下调油脂消费量。

另一方面，能源概念需求减缓——能源属性破灭

在全球能源价格高涨过程中，世界主要国家包括欧盟、东南亚、美国寻求可再生能源，包括生物乙醇、生物柴油的诉求增加，但伴随原油价格大幅回落，油脂油料的生物能源概念炒作也将告一段落，重新恢复到正常的供需平衡当中，其中的能源需求也将重新审视：

图 4：2008 年 CBOT 豆油和 NYMEX 原油价格对比走势

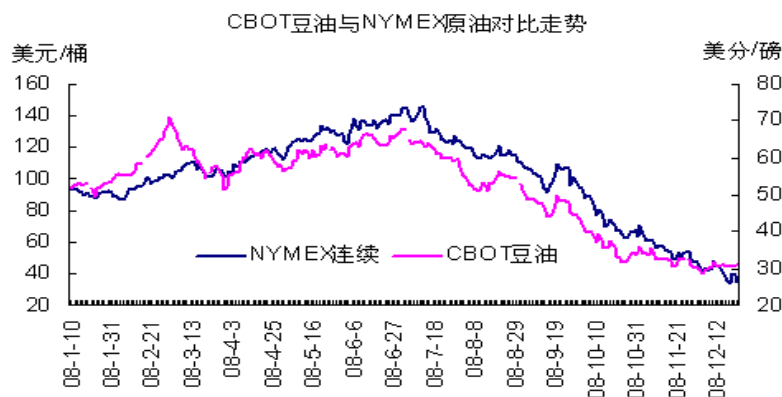
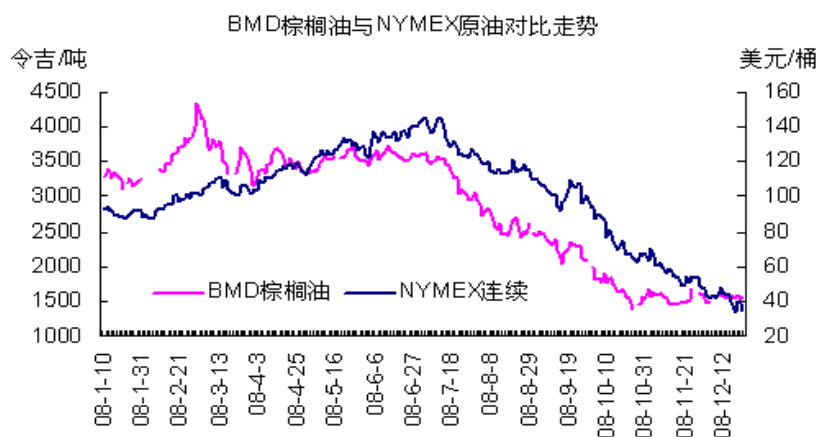


图 5：2008 年 BMD 棕榈油和 NYMEX 原油价格对比走势



2、主要油脂油料变化及图表分析

表 1：世界主要国别大豆供需平衡表（单位：千吨）

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09
产量					
美国	85,013	83,368	86,770	72,824	79,486
巴西	53,000	57,000	59,000	61,000	59,000
阿根廷	39,000	40,500	48,800	46,200	50,500
中国	17,400	16,350	15,967	14,000	16,800
印度	5,850	7,000	7,690	9,300	9,700
合计	215,758	220,531	237,328	220,864	234,651
进口量					
中国	25,802	28,317	28,726	37,816	36,000
欧盟 27 国	14,539	13,937	15,291	15,100	14,150
合计	63,484	64,080	69,054	78,602	76,098
出口量					
美国	29,860	25,579	30,386	31,598	28,576
巴西	20,137	25,911	23,485	25,364	25,250
阿根廷	9,568	7,249	9,559	13,830	14,700
合计	64,787	63,780	71,502	79,477	77,077
压榨量					
美国	46,160	47,324	49,198	49,024	46,675
中国	30,362	34,500	35,970	39,518	41,474
阿根廷	27,313	31,888	33,586	34,607	35,900
巴西	29,344	28,285	31,109	31,860	31,500
欧盟 27 国	14,350	13,670	14,670	14,870	13,650
印度	5,030	5,990	6,615	7,998	8,340



合计	175,739	185,212	195,898	201,706	202,204
期末库存					
阿根廷	15,976	16,473	22,606	21,767	22,779
巴西	16,658	16,641	18,190	19,156	18,500
美国	6,960	12,229	15,617	5,580	5,584
中国	4,700	4,573	2,700	4,245	4,721
欧盟 27 国	757	733	1,118	796	806
合计	47,427	53,077	62,676	53,098	54,186

说明:

图 6: 全球大豆产、消增速变化对比

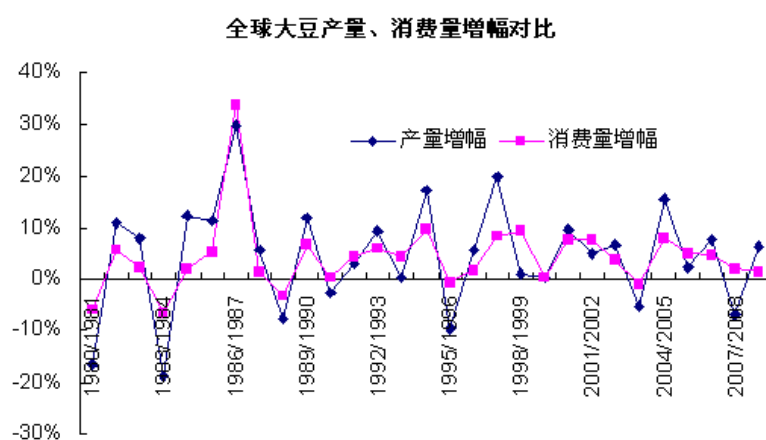
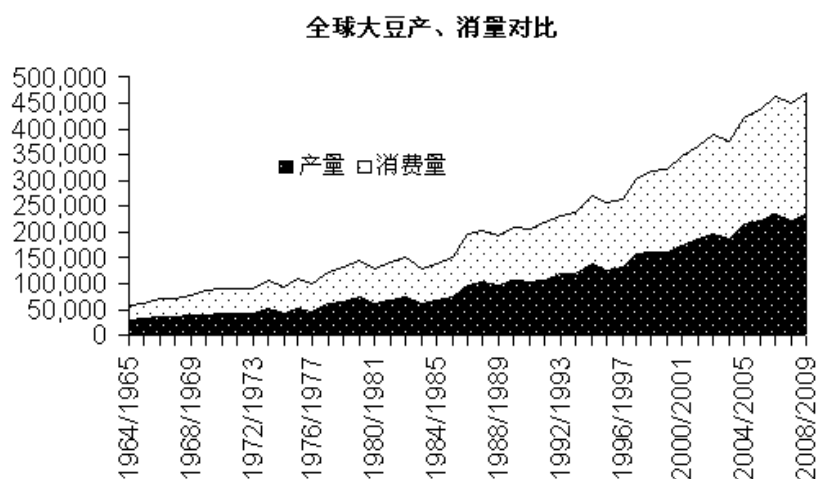


图 7: 全球大豆产、销量对比

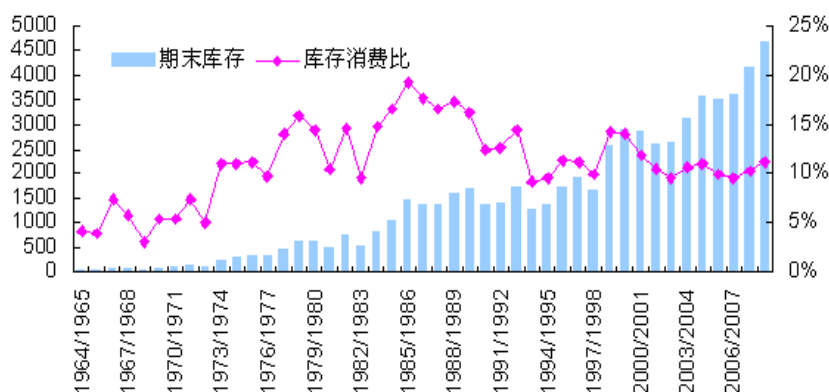


全球大豆产量本年度增幅 6%，消费量仅增加 1%，而上个年度全球产量增幅-7%，消费增幅 2%；本年度全球进出口市场萎缩超过 3%，全球期末库存增幅 2%。

图 8: 棕榈油期末库存和库存消费比变化:



全球棕榈油期末库存和库存消费比变化



棕榈油本年度产量增加 4.6%，对应消费量增加 5.5%；但期末库存增幅 13.4%，出口量缩减了 4%。

图 9：全球菜籽产量、消费量对比

全球菜籽产量、消费量增幅对比

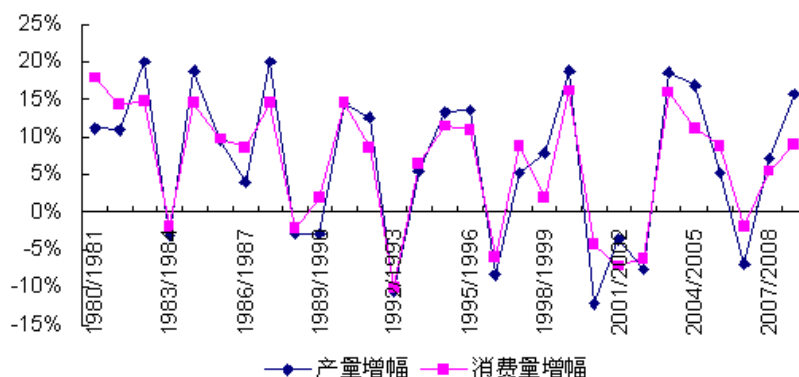
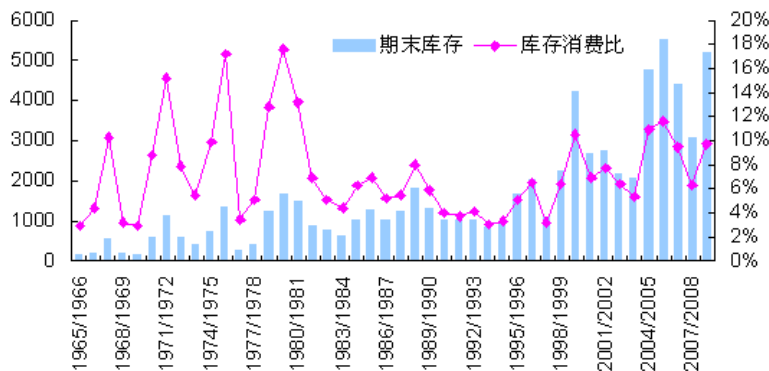


图 10：全球菜籽期末库存，及库存消费比变化

全球菜籽期末库存及库存消费比变化



全球菜油产量增幅 8.4%，消费量增幅 7%；进口增幅 6%，出口增幅 15%；期末库存



增幅 15%。

全球菜籽产量增幅 15.8%，消费量增幅 9%；进口增幅 28.7%，出口增幅 24%；期末库存增幅 68%。

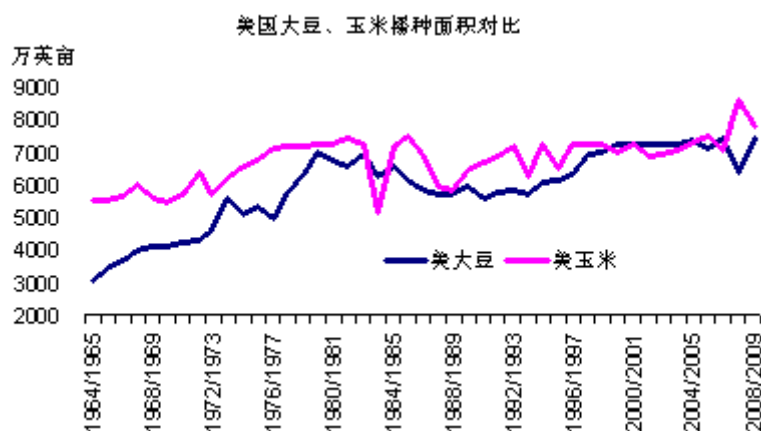
3、2009 年油料作物的不确定性预测（美国、南美大豆；东南亚棕榈油）

（1）美国大豆市场：09 年面临种植资金成本问题，利于大豆胜出

最新美国一相关研究机构对 840 位农户做出的调查显示，玉米播种面积可能下滑 1%至 8510 万英亩，大豆播种面积可能增加超过 5%至 8010 万英亩的纪录水准。小麦的播种面积可能减少 2.2%至 6170 万英亩。

另外，2009/2010 年度，可能大豆作物的竞争将出现一定的优势，主要是由于原油价格大跌，乙醇燃料的需求和炒作降温，玉米价格在 2008 年下半年大幅下跌。加上玉米的投入成本高，美国农场主将可能选择种植更多大豆，因而预计 2009 年春季美国大豆播种面积将比去年有所增长，而玉米的播种面积可能有所下降。这意味着下年度美国大豆供应量将继续增长。

图 11：美国玉米、大豆种植面积对比



USDA 报告最新预测，2008 年美国大豆、玉米播种面积增减幅度 16%、-10%，二者在 2009 年的竞争中，料不会出现明显的胜负，但总体大豆还将略胜一筹。

美国一大学研究所提供的作物预算显示，200 年种植冬小麦的成本为每英亩 390 美元，大豆为 235 美元，而玉米高达 632 美元。玉米收益最高，但投入的成本亦最为昂贵。不过 2009 年的作物播种面积依旧充满不确定性。耕地面积的 20%在明年春季才能决定归属。

（2）南美大豆市场：关注 08 年末播种后期干旱带来的实际影响

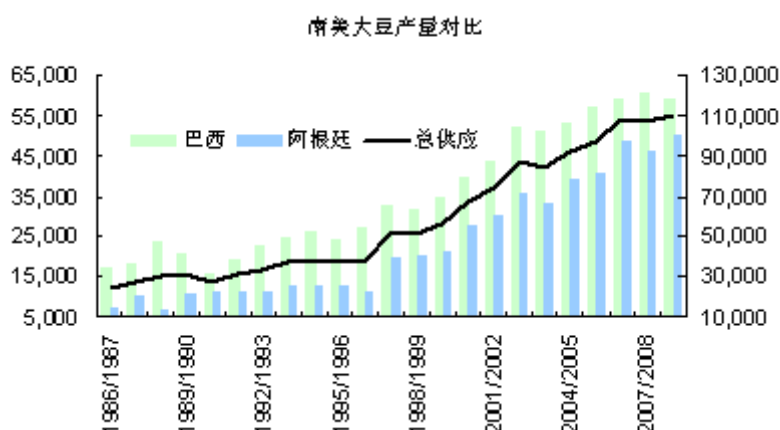
南美是全球大豆增产潜力最大的地区，但是其增长潜力却受到宏观经济变化、生产成本以及物流等方面因素的影响而有很大的不确定性。2008/2009 年度全球金融危机也对巴西农



户的种植意向产生较大的影响。巴西农户在播种前面临信贷紧张、利率偏高以及生产成本提高的压力。美国农业部 12 月份月度供需报告已经将巴西本年度大豆产量预估值从 6000 万吨调低到 5900 万吨，低于上年度的 6100 万吨。巴西农业部则预计本年度产量为 5880 万吨。可见宏观经济环境对巴西大豆播种面积和产量的影响非常大，巴西大豆产量还有很大的变数，这对后市大豆价格波动将产生影响。

阿根廷陈豆库存较高，新豆产量预计较去年有明显增长。阿根廷农户种植大豆的成本低于巴西农户，但是由于阿根廷大豆税收高达 35%，在一定程度削减了农户的获利，因而阿根廷政府在 2008 年 3 月份再提高大豆出口关税就遭到了农民 3 个月的大罢工，导致阿根廷 2007/2008 年度的大豆销售进度缓慢，高库存对后期大豆价格有一定压力。目前，美国农业部预计 2008/2009 年度阿根廷大豆产量为 5050 万吨，比上年度增长 8.5%，将创造历史最高产量记录。2008/09 年度种植面积预计达到创纪录的 1820 万公顷（4200 万英亩）。

图 12：巴西、阿根廷大豆产量对比走势



总体来看，本年度巴西和阿根廷两大主产国大豆播种面积和产量各有增减，但南美两国大豆总产水平仍将比上年有所增长，2008 年底的干旱天气将不利于播种展开，未来应加以思考。对全球大豆供需形势趋于宽松的态势不会有实质性影响。

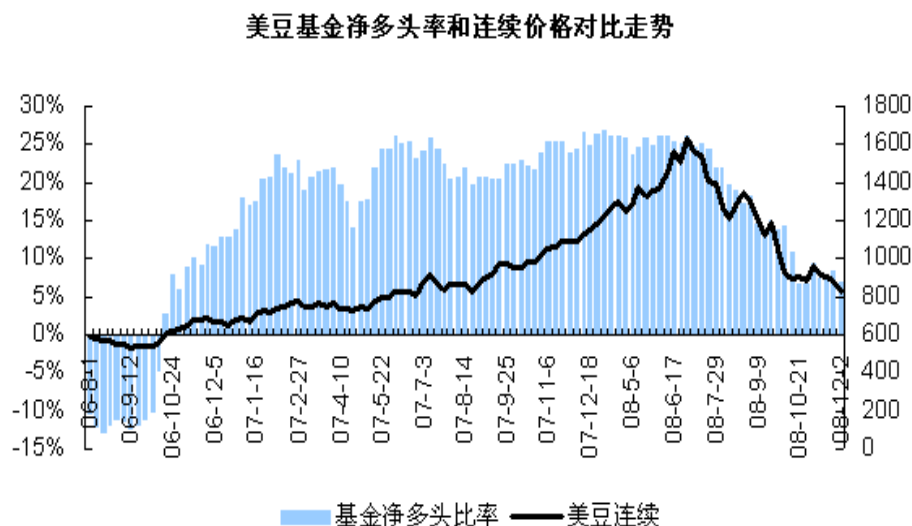
（3）东南亚棕榈油市场

2008/09 年度东南亚地区的棕榈油产量均创出历史新高，12 月份最新预测显示印尼、马来西亚棕榈油产量分别达到 1970 万吨、1770 万吨，但 2008 年大幅下跌，使这两个国家加大了砍伐老龄棕榈树的力度，过高的期末库存急需出口市场以及生物燃料工业来消化，2009 年这些都是不确定性因素所在。



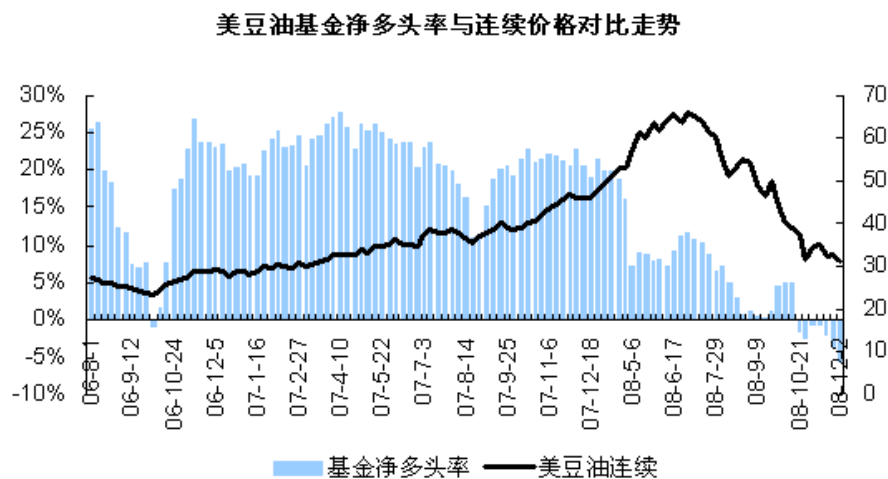
（二）基金大幅减持净多——油脂油料金融属性破灭

图 13：美豆基金净多头率和美豆连续价格对比走势



自 2008 年初以来，美豆基金净多头持仓从最高 14.8 万多张，到年底近 2 万张，净多单减持幅度达到了 86%；

图 14：美豆油基金净多头率和美豆连续价格对比走势



自 2008 年初以来，美豆油基金净多头持仓从最高 5.8 万多张，到年底净空头持仓近 1.3 万张，净多单减持幅度达到了 122%；

（三）国际海运费变化及到中国港口费用大幅走低

图 15：国际干散货指数走势周线图



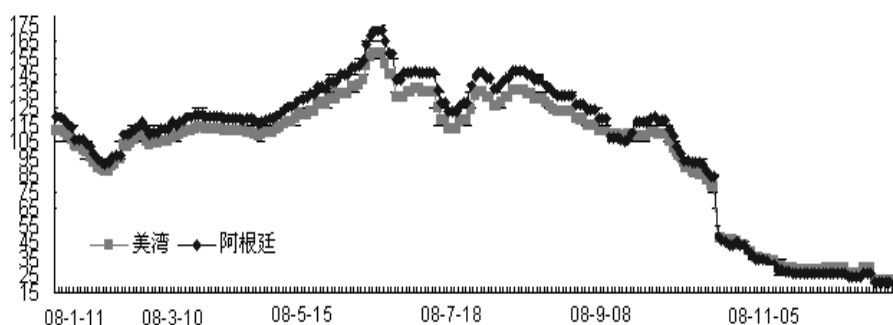
国际干散货运指数 (BDI) 走势图



由于全球性金融危机, 导致大宗商品需求量下降, 包括铁矿石、煤炭, 以及大宗谷物等, 从而 2008 年国际海运费价格出现暴跌, 在 2008 年 5 月份达到了近历史高点 11018 点后, 今年 12 月份一度下探至 440 点, 最大跌幅达到了 96%, 反过来进一步促使了国际进口商品价格的下跌。

图 16: 2008 年美湾/阿根廷至中国主港海运费变化

2008 年美湾/阿根廷至中国港口海运费变化



海运费为进口大豆中成本重要组成部分。今年 5 月份中期, 美国海湾到中国港口的海运费最高一度达到 158 美元/吨, 占大豆进口成本的 20%。但到了下半年, 由于原油价格暴跌, 加上全球航运需求下降, 使得海运费从年内高点暴挫至 12 月上旬的 22 美元左右, 跌幅高达 86%, 进口大豆成本随之大幅下降, 从年内的高点 5300 多元/吨跌到 3000 元/吨以下, 最低至 2700 元/吨附近。



二、国内市场

(一) 中国市场供需分析

表 2：中国主要油脂、油料近三个年度供需平衡表（单位：千吨）

中国大豆	2006/07	2007/08	2008/09	2006/07	2007/08	2008/09	中国菜籽
产量	15,967	14,000	16,800	10,966	10,573	11,500	
进口	28,726	37,816	36,000	961	805	1,050	
出口							
消费（压榨）	35,970	39,518	41,474	11,926	11,377	12,549	
期末库存	2,700	4,245	4,721	0	0	0	
中国豆油	2006/07	2007/08	2008/09	2006/07	2007/08	2008/09	中国菜油
产量	6,340	6,966	7,355	4,067	3,870	4,225	
进口	2,404	2,727	2,370	330	277	330	
出口				54	8	10	
消费	8,600	9,614	9,575	4,343	4,139	4,545	
期末库存	250	227	307	0	0	0	
中国棕榈油		2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	
进口（消费）		4,363	4,975	5,139	5,223	5,700	

说明：

本年度中国大豆产量增幅 20%，消费增幅 5%；进口缩减 4.8%，期末库存增加 11%；

本年度中国豆油产量增幅 5.6%，消费缩减 4%；进口缩减 13%，期末库存增加 35%；

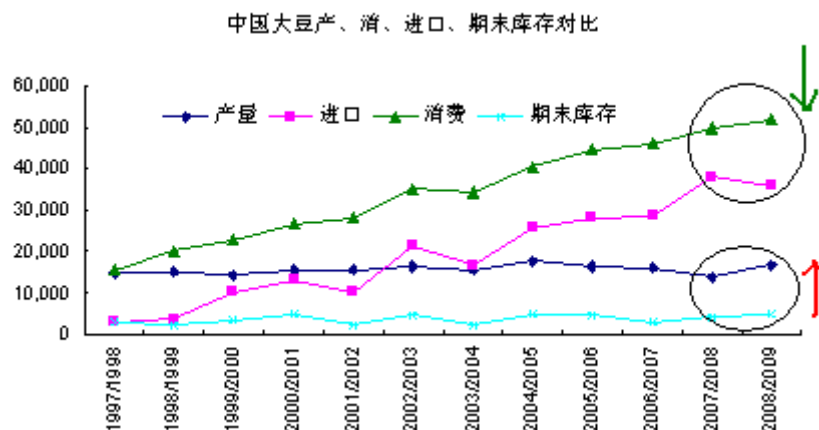
本年度中国菜籽产量增幅 8.7%，消费增幅 10%；进口增加 30%；

本年度中国菜油产量增幅 9%，消费增幅 9.8%；进口增加 19%；——对价格涨跌的贡献度不大（考察三大油脂的价格领涨领跌作用）

本年度中国棕榈油消费增幅 9%。

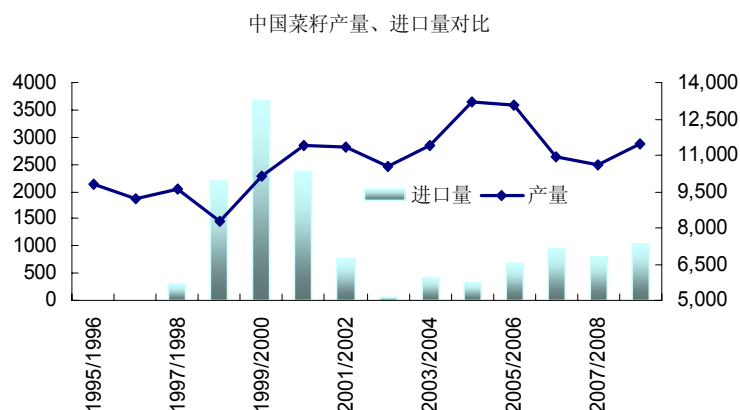
2009 年中国油籽市场直接面临的几个问题是，中国大豆、豆油进口量会放慢，相反由于国际菜籽较国内菜籽的明显竞争优势，进口量料会出现大幅度增加。应该特别引起关注。

图 17：中国大豆产量、消费量、期末库存；



从图形上很明显看出，2009 年中国大豆产量、期末库存呈现增加势头，而进口和消费都出现下滑。类似的趋势，在 2009 年中国豆油市场上同样适用。

图 18：中国菜籽产量、进口；



尽管中国菜籽在 2009 年进口量会加大，但由于菜籽市场本身的供需平衡性、贸易量受限性，包括国际 ICE 菜籽期货等都无法引领整个油脂油料方向。

（二）中国政府政策变化——调节供需手段

1、进出口关税政策调整

2007 年年底，国家宣布下调大豆进口关税，应对当时的价格高涨，并在 2008 年初宣布延长临时进口关税至 2008 年年底；

植物油方面，2008 年 6 月 1 日到 9 月 30 日期间，将椰子油和橄榄油进口税率分别由目前的 10% 和 9% 统一降低至 5%；从 2008 年 6 月 13 日起，取消豆油、棕榈油、菜籽油等 36 种植物油的出口退税；

由于中国主要依赖进口为主，出口极其有限。所出台的鼓励出口、降低出口退税等更多是心理影响，实际影响有限。



临近 2008 年年底，由于内外大豆市场价差持续扩大，且国家稳定国内大豆价格措施效果受到质疑，国内企业及专业人士提出加征大豆进口关税，或者征收反倾销税，目前仍在商讨之中，个人认为，如果后期还难以稳定，不排除出台类似棉花市场的滑准税政策。

2、增大国家收储大豆力度

为了保护农民利益，稳定国内粮食和油料生产，国家发改委先后两次发布通知，以 1.85 元/斤的价格收储总量达到 300 万吨的国产大豆，占国内产量的 17%（产量按照 1650 万吨计算），占消费量更仅 5.8%（年消费量 5200 万吨左右）。12 月下旬，市场再次传出国家可能继续收购 200 万吨的消息。

但由于进口大豆较国产大豆便宜 500-600，压榨行业的盈亏直接决定。贸易的便利性——除非提高进口关税（结果可能遭遇更多贸易制裁）。——或者国家收购高价，顺价销售（下游压榨产业），承担亏损。但实际上今年的主要矛盾不是中国产量多了多少而是没有定价权，完全被国际 CBOT 定价主导所左右了。

最终收储政策导致的直接结果是打破了我国东北产区农户、油脂厂与沿海地区压榨企业之间的利益平衡，国产大豆购销市场陷入停滞僵局，农民卖不出大豆，产区压榨企业因亏损而停产，停止采购国产大豆。

3、解决之道建议：增加对利用国产豆企业的直补或者利用进口豆直接收储

未来变数及思考：政策的短视性，最应该直接保护豆农；与其令外部市场受益，还不如直接收储进口大豆（财政钱让自己人挣，同时又可以进口到便宜的大豆，达到国家高位收储豆大的目的）

（三）中国种植成本支撑 PK 进口成本——国内外价差

1、中国大豆种植成本

2008 年黑龙江大豆种植成本大幅增长。化肥价格上涨幅度比较大，二胺去年价格 2400 元/吨，当年上涨到 5000 元以上，涨幅超过一倍；硫酸铵去年 2000 元/吨，当年超过 4000 元；氧化钾去年 1800 元/吨，当年超过 3600 元/吨。大豆种植的机械化程度比较高，因此对农用柴油的消耗量比较大，去年黑龙江农用柴油的价格为 4000 元/吨左右，而当年在发改委尚未提价之前，黑龙江的农用柴油价格已经上涨到 6600 元/吨。

另外，当年的人工成本和种植成本也都大幅增长。根据计算，去年黑龙江的大豆综合种植成本为 180 元/亩，当年超过了 266 元/亩，涨幅达到 48%，这还尚未算租地价格的上涨。

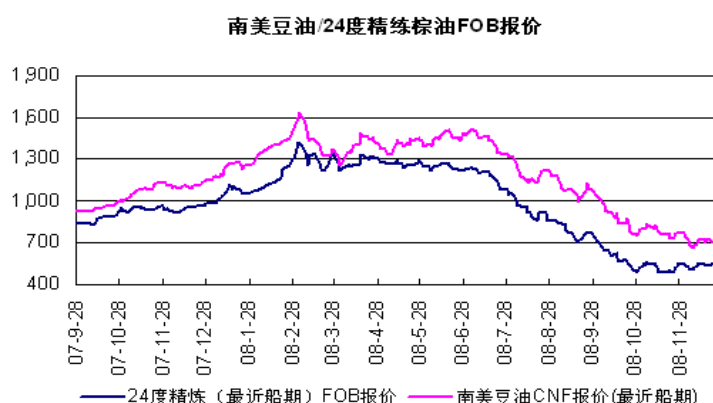


去年黑龙江旱田租地价格为 180 至 200/亩，当年价格达到了 260 元/亩。如果将租地成本和所有种植成本综合计算，当年黑龙江大豆的成本价不会低于 3750 元/吨，比去年上涨了 23%。

综上即便考虑了提高后的种植成本，我们大致可以从中仔细测量出今年秋季的收购成本，计算方法如下： $266 + 260 - 57$ 其中直补 47 和良种补 10，250 斤/亩单产，折合 1.876 元/斤。这与国家出台 1.85 元/斤的大豆收储价格不谋而合。

2、进口成本因素

图 19：南美豆油及马来西亚 24 度精炼棕榈油 FOB 报价



由于大豆进口主要关注 CBOT 大豆期价和国际海运费价格，从而是一个持续变化的量，很难确定最低成本在那里。也就造成了和国内价格之间的矛盾性，但从未来中国保护农民利益、保证粮食等安全角度来看，进口可能会遭遇一系列的关税调控等措施。使其尽量往中国国内市场价格靠拢。不过，更为理性的角度是，中国采取财政补助的方式，低价从国际上进口作为储备，让利于国内的油脂加工企业。促进加工行业的有序发展。最终达到保护豆农、和行业的目的。

（四）压榨利润 2008 年遭遇困境，举步唯艰进入 2009 年

图 20：山东东部（日照）进口大豆压榨利润变化





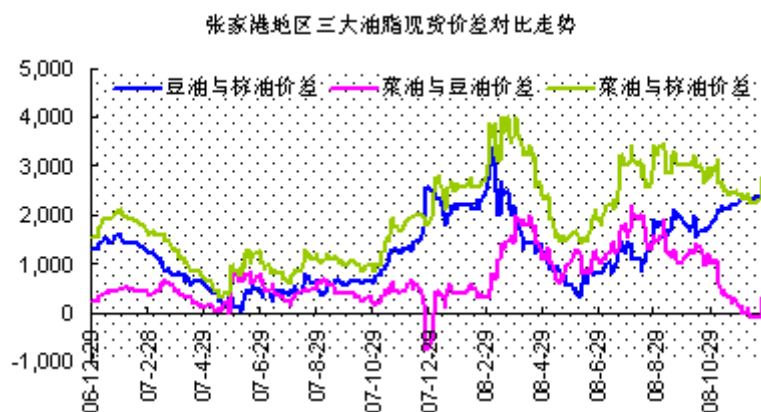
2008 年由于油脂、豆粕价格持续性下滑，带来大豆压榨利润大幅缩水，长期陷入亏损状态，年底进口大豆压制利润出现回升，但整个一年对于国内压榨行业形成重大打击，行业恐再遭 03/04 年度的重新洗牌。

三、2009 年投资机会思考——单边趋势不明朗形势下

在 2008 年商品市场由牛转为熊之后，全球市场对于 2009 年经济形势的忧虑，进而资金对于商品的角逐将很难再次狂热，那么油脂油料市场将可能在这样的一个大背景下，加上国家收储，以及对农业的支持，令油脂油料市场陷入区间波动的境地，趋势性难以把握前提下，对于投资者可以考虑进行油脂油料的套利操作。

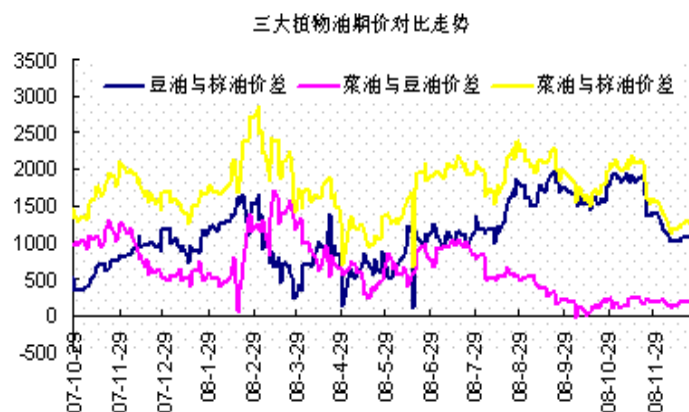
首先是油脂间的套利思考；

图 21：张家港地区三大植物油现货价差对比统计（2007-2008）



其中豆油与棕榈油平均价差 1247 元、菜油与豆油平均价差 696 元、菜油与棕榈油平均价差 1943 元；

图 22：三大植物油期货价差对比统计（2007-2008）



2007 年 10 月 29 日三大植物油期货上市以来，豆油与棕榈油平均价差 1103 元、菜油



与豆油平均价差 643 元、菜油与棕油平均价差 1746 元，和现货间的价差基本持平，未来提供了很好的套利机会。

另外，对于 2009 年需要关注大豆跨期套利、以及压榨利润套利空间的存在。

第三部分 结论

通过上述分析，我们对于 2009 年的油脂油料市场得出如下主要结论：

1、供应在 2008/09 年度增加可以测算，但 2009 年面临着美豆可能继续增加播种面积、南美大豆可能产量创出新高，供应量仍将会增加明显；需求由于全球经济下滑，不确定性不断增强，并由此带来市场对后期的预期下降；

2、从商品本身价值的角度以及保护种植者积极性来看，美国农业部也会在明年种植面积稳定上下一些功夫，其中最主要的仍是稳定 CBOT 期货价格，而且在 2009 年南美大豆大量上市之前，美豆良好的销售形势，有助于 2009 年一季度价格的回升；

3、中国大豆市场、豆油以及棕榈油市场庞大的硬性消费需求，预计在大幅回落之后，2009 年还将进入稳步的消费增长期，对于稳定国际以及国内价格起到重要作用，相信会在 2009 年起至关重要作用；

4、在原油价格下滑空间已经相当有限前提下，植物油价格未来关注的宏观指标将主要落脚到美元指数上，因此密切关注奥巴马上台后的政策动向，市场所预期的推行强势美元政策能否最终实施；

5、2009 年需要警惕的一个地方在于：全球经济持续陷入衰退，而同时美元被动性反弹得到维持，则油脂油料价格不排除下探 CBOT 大豆 2005 年 9 月至 2006 年 7 月的 600 美分/蒲式耳、美豆油 20 美分/磅附近区间。

6、我们认为刻意的去预测整个 2009 年的行情，不如阶段性的去把握行情走向及主要影响因素：

2009 年第一季度市场将主要围绕全球经济形势、南美大豆的生长与收获以及中国国内进口展开；

第二季度仍将是炒作美国大豆种植意向的阶段，包括中国大豆播种面积；

而第三季度则是天气炒作以及青黄不接的供需炒作；进入第四季度将关注全球经济形势是否缓解，消费状况炒作。整个一年的全球经济形势会贯穿其中。



未来依旧存在一些不确定性因素，概括来看主要以下三点：

- 1、2009 年宏观经济、商品将处于 L 型走势，还是 V 型走势
- 2、油脂油料供需基本面：供需数据，中国毕竟还是需要进口的
- 3、中国成本支撑、国内外价差及政策博弈，高价收储的结局在那里？