

来自菜油的暴动

报告摘要

一、油脂 9 月底下跌调整原因：

二、10 月底多油脂的核心逻辑：

综合调研，我们梳理沿海菜油截至 12 月，最大总供应量为 88 万吨左右，以往消费旺季月消费量在 40-50 万吨，四季度存在理论上的供需缺口，而销区库存很低，算上第二轮抛储已拍出还没有出库的 40 万吨，菜油供需刚刚紧平衡。而第二轮抛储已拍出还没有出库的 40 万吨大部分集中在少数企业，货权集中。实际供需更加紧张。

未来的利空风险表现在两个方面：

(1) 第三轮抛储何时进行？

国储库还有 120 万吨左右，但届时菜油奇货可居，抛储成交价预计也不会太低，打压有限；（传言 10.26 抛储，但实际未抛。未来预计国储库 13 年存油 30 万吨以抛储方式出库，14 年存油 90 万吨以定向销售方式出库，明年 6 月之前处理完即可。）

(2) 进口菜籽压榨及菜油直接进口利润何时打开？

近两周无订船，菜油有少量订船，后续需持续跟踪该风险点。

菜油 1801 合约对应的基本面偏紧无疑，菜油 1805 合约还需观测抛储及进口压力程度。尽管整体油脂库存较去年同期增约 50 万吨，仅抵消部分去年同期菜油中间贸易库存高于今年同期量。

三、油脂强弱及套利机会

菜油 1-5 正套

做多油粕比

菜豆油扩

豆棕缩

华泰期货研究院 农产品部

陈玮

农产品部总监

021-68755980

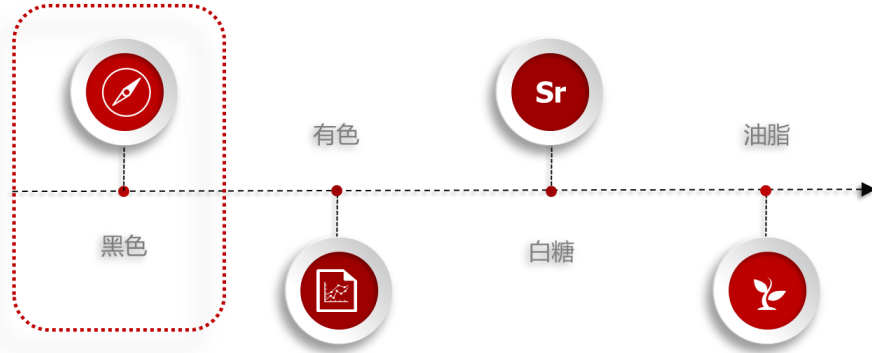
chenwei@htfc.com

从业资格号：F0284369

投资咨询号：Z0010681

一、油脂 9 月底下跌调整原因：

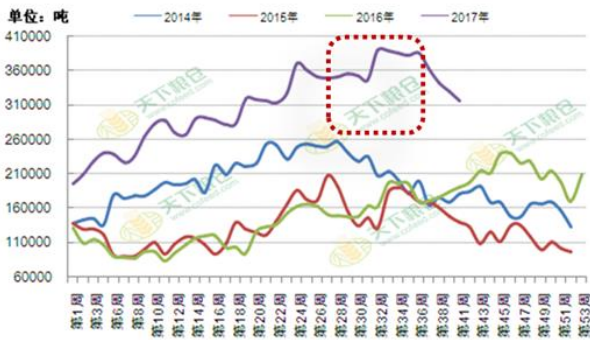
(一) 情绪：上涨超 10% 后，随黑色下跌。



(二) 外盘：9 月底外盘，棕榈油等待 9 月 MPOB 报告前夕，8 月报告利多后三天，马盘滞涨转跌。9 月 26 日 EPA 发布公告就可再生燃料标准项目中 2018 年和 2019 年预计减少生物柴油数量征求公共意见。美豆油一年波动主要围绕生柴数量与补贴波动，此消息一出，美豆油应声下跌。

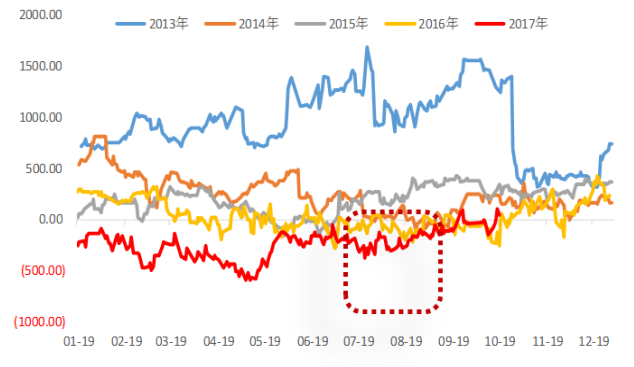
(三) 库存：价格上涨后，豆菜油快速累库存，消费略减，并没有体现在价格滞涨，价格存在调整需求。

图 1：华东菜油库存年度变化 单位：吨



数据来源：华泰期货研究院

图 2：江苏菜油基差走势 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

(四) 价差：菜豆价差，菜棕价差快速扩大后，实际内陆消费并未完全启动，刚需难支持继续拉涨。

综上因素造成 9 月油脂下跌调整。10 月下旬，油脂开始呈现阶段性见底态势。棕榈油领涨 200 点左右，其次菜油，最弱豆油。

二、10 月底多油脂的核心逻辑：

(一) 情绪：

黑色下跌调整过半，期货跌幅过大导致基差过大。有色板块国庆后表现强势，整体文华商品进入震荡格局，继续重挫概率减少，各品种回归基本面。

(二) 外盘

1、菜系：

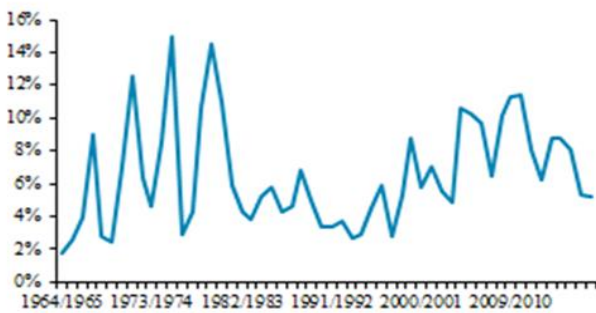
全球菜籽库销比下滑，2017/18 年度产量下调 50 万吨至 2050 万吨，支撑加菜籽期价坚挺，复盘可见，虽然涨幅受全球宏观经济及周边油脂供应扰动涨幅有所不同（16 年库销比低于 12 年，但价格无法达到 12 年的峰值），但是全球菜籽库销比方向与加菜籽期价长期趋势方向基本一致，可预见 17/18 年价格中枢仍将继续抬升。

在全球菜籽价格抬升背景下，最大出口国加拿大供需对全球贸易格局，尤其是中国的影响较大。目前加拿大的严重干旱使得油世界对其产量的预估已经降至仅 1970 万吨。（去年 1960 万吨），50 年来的极低库销比也提供给市场炒作的题材。

除了加菜籽减产炒作外，欧盟也在争夺国际可流通的菜籽供应量。2017 年欧盟需求快速增长，导致乌克兰非转基因菜籽抢购，四季度基本无货可售。澳大利亚非转基因菜籽价格抬升，转基因菜籽亦翻倍采购，17 年 1-8 月较去年同期新增 140 万吨需求。

图 3：全球菜籽库销比

单位：%



数据来源：华泰期货研究院

图 4：加菜籽走势

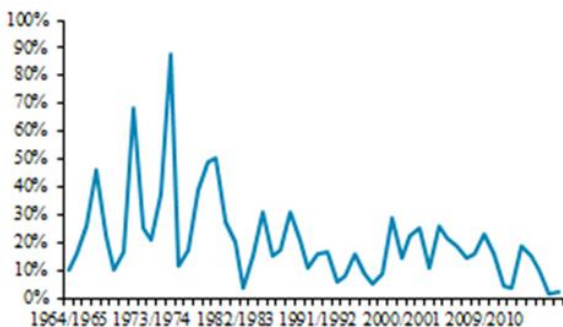
单位：加元/吨



数据来源：文华财经、华泰期货研究院

图 5：加菜籽库销比

单位：%



数据来源：华泰期货研究院

图 6：加菜籽走势

单位：加元/吨

欧盟菜籽进口量 (单位：千吨)					
	7-8 月			1-8 月	
	2017	2016	2015	2017	2016
总计	501	245	370	3968	2093
塞尔维亚	63	14	34	79	15
摩尔多瓦	35	15	3	38	17
乌克兰	298	191	255	468	321
澳大利亚	71		63	2887	1411

数据来源：华泰期货研究院

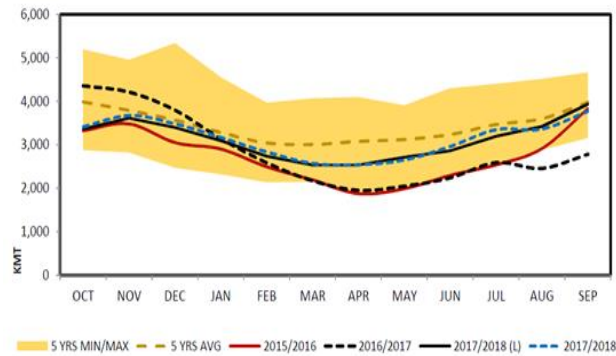
2、棕榈油：

马来增产，市场预期 17 年 12 月底库存 220 万吨，较去年增 50 多万吨，但仍处于历史偏低水平。印尼从 7 月开始因印度超高需求而出口大增，库存减少 100 万吨左右。值得关注的是印尼 17 年产量已经恢复，但出口创出五年新高，今年年底甚至 18 年的非洲出口新增需求成为关注焦点。棕榈油产区供应整体偏紧。

3、豆油：

因需求较好，美豆丰产对粕的压力大于油，而美豆油今年扰动因素皆围绕生柴进行。10 月末的生柴三大看点：补贴、掺混率和反倾销。这三个因素无一例外的充满了积极信号。过去大半年市场已适应了没有补贴的运转，因此有补贴是意外之喜会大涨，而没补贴也能接受。2018 年玉米乙醇及豆油-生物柴油用量甚至高于目前用量，而推翻此前的下调计划，美豆油消费提振利好美国国内大豆压榨需求。10.24 阿根廷对生物柴油征收的反倾销税从 54.36%到 70.05%不等，而印尼对所有生物柴油征收的反倾销税为 50.71%。反倾销政策主要针对印尼棕榈油生柴和阿根廷豆油生柴，印尼棕榈油出口增量来自印度食用，而非生柴拉动，反倾销对需求影响不大。阿根廷生柴豆油生柴从 9 月开始停止对美出口，已经在盘面反应。因此，外盘豆油整体底部亦有支撑。

图 7：印尼近年来棕榈油库存 单位：千吨



数据来源：华泰期货研究院

图 8：阿根廷生柴出口 单位：千吨

阿根廷生柴出口 (千吨)						
	10 月	9 月	10 月	1-10 月		
出口至	2017	2017	2016	2017	2016	2015
欧盟	180	30		260		4
美国			228	971	1209	466
秘鲁		12	15	35	124	111
其他国家					7	20
总计	180	42	243	1267	1340	600

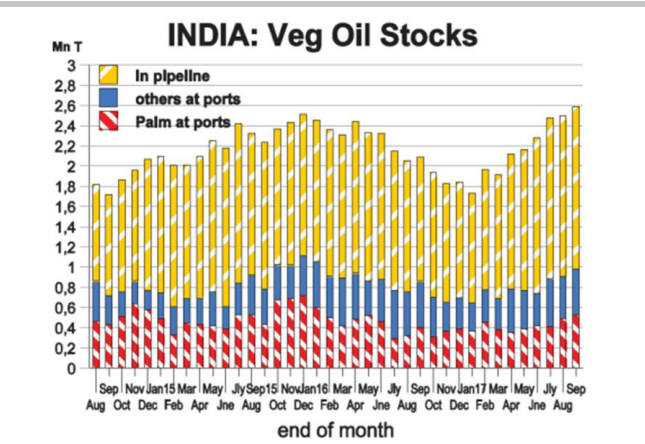
数据来源：华泰期货研究院

图 9: 印尼棕榈油平衡表 单位: 百万吨

印尼棕榈油平衡表 (单位: 百万吨)					
	2017	2016	2015	2014	2013
期初库存	3.01	3.45	3.64	3.65	4.25
产量	36.4	32.1	33.4	31.5	28.82
进口	0.02	0.01	0.02	0.01	0.08
出口	26.95	23.36	26.55	22.95	21.47
国内消费	9.38	9.19	7.06	8.57	8.03
期末库存	3.1	3.01	3.45	3.64	3.65

数据来源: 华泰期货研究院

图 10: 印度油脂库存新高 单位: 百万吨



数据来源: 印度炼油协会

(三) 库存

1、菜油沿海与内陆顺价走货，去库存；菜油交易所仓单由 9 月的 1.7 万张降低至 1.4 万张。菜油前期低价成交增长，需求可期。

综合调研，我们梳理沿海菜油截至 12 月，最大总供应量为 88 万吨左右，以往消费旺季月消费量在 40-50 万吨，四季度存在理论上的供需缺口，而销区库存很低，算上第二轮抛储已拍出还没有出库的 40 万吨，菜油供需刚刚紧平衡。而第二轮抛储已拍出还没有出库的 40 万吨大部分集中在少数企业，货权集中。实际供需更加紧张。

未来的利空风险表现在两个方面：

(1) 第三轮抛储何时进行？

国储库还有 120 万吨左右，但届时菜油奇货可居，抛储成交价预计也不会太低，打压有限；(传言 10.26 抛储，但实际未抛。未来预计国储库 13 年存油 30 万吨以抛储方式出库，14 年存油 90 万吨以定向销售方式出库，明年 6 月之前处理完即可。)

(2) 进口菜籽压榨及菜油直接进口利润何时打开？

近两周无订船，菜油有少量订船，后续需持续跟踪该风险点。

菜油 1801 合约对应的基本面偏紧无疑，菜油 1805 合约还需观测抛储及进口压力程度。

2、棕榈油库存 47 万吨左右，比去年略高，但处于历史偏低位置。

3、豆油库存快速抬升，历史新高

综上，整体油脂库存较去年同期增约 50 万吨，仅抵消部分去年同期菜油中间贸易库存高于今年同期量。

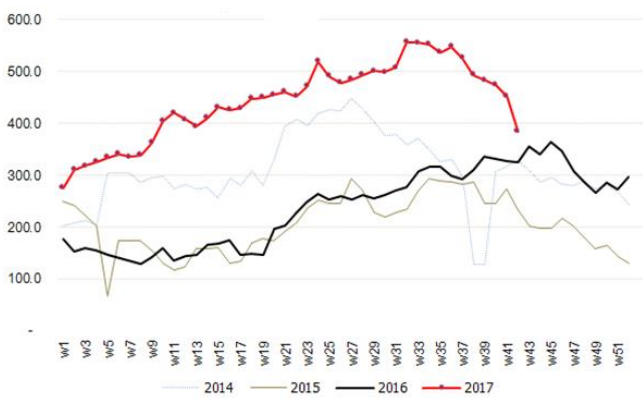
表 1: 沿海菜籽加工厂库存及年底前加工计划汇总表

单位: 万吨 出油率按 45%								
	菜籽库存	后期到港	压榨能力 (T/D)	折算成油	菜油库存	菜油进口	未执行订单	总可供量 (含自用)
广西	6.3	32.2	8500	17.3	4.25		4.94	16.64
广东	9.6	46.4	9500	25.2	3.85		9.55	19.5
福建	8.15	6.4	6000	6.5	2.7		4.3	4.95
华东	1.15	12.8	4200	6.3	7.8	14	6.8	21.3
合计	25.2	97.8	28200	55.35	18.6	14	25.59	62.36

即按能够开机的工厂最大加工量来核算,至年底沿海工厂菜油总供应量为 88 吨(55.35+18.6+14)

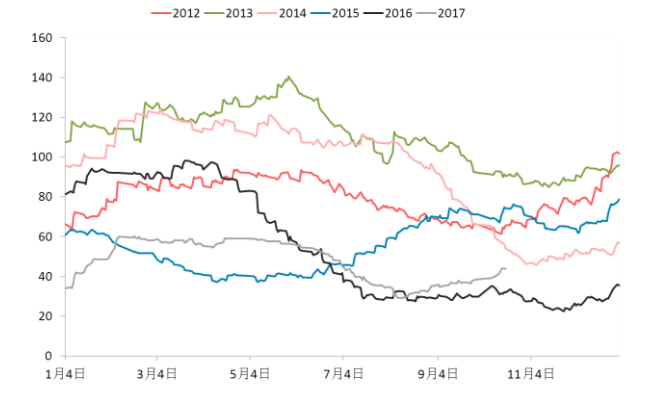
数据来源: 华泰期货研究院

图 11: 沿海菜油库存 (油厂+贸易商) 单位: 千吨



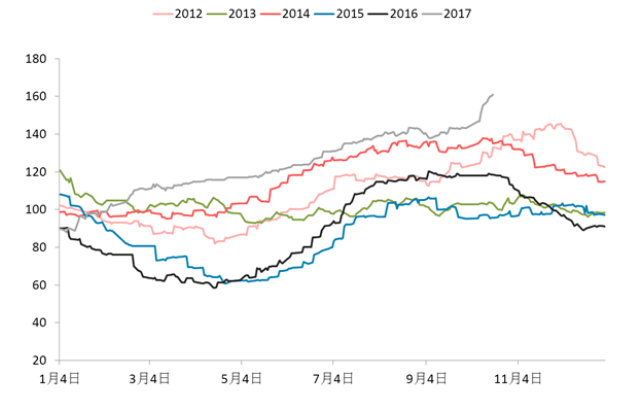
数据来源: 华泰期货研究院

图 12: 全国棕榈油库存 单位: 万吨



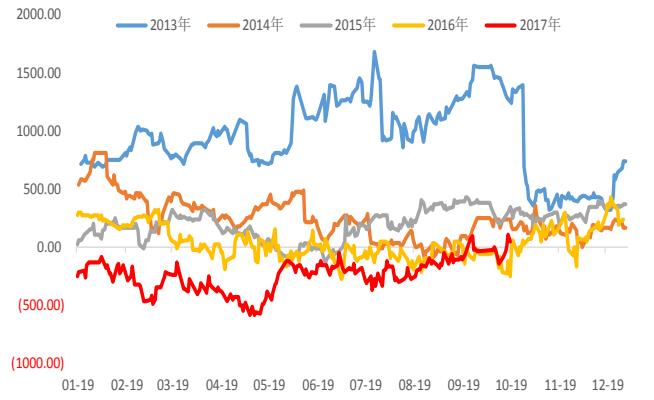
数据来源: 华泰期货研究院

图 13: 豆油商业库存 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 14: 华东菜油基差有负转正 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

(四) 价差：菜豆油价差继续扩大至 700，密切关注需求是否受到抑制。该因素依旧是抑制菜油单边涨幅的因素之一。

三、油脂强弱及套利机会

(一) 菜棕油争夺油脂多头配置

菜棕油基本面异同

相同点：

进口亏损，未来到港少，基差看好

不同点：

年底国内为棕榈油消费淡季

菜油需求旺季，但菜豆油价差或将影响需求，但迟迟不见菜油抛储亦使年底供应更加紧张。

→经历了棕榈油此前拉涨反应利多，菜油近期暴动仅为开始。

(二) 豆油最弱无疑

外盘：豆类丰产，国内到港

库存：历史新高

基差：负基差且持续

→油脂单边价格稳步向上，但在三大油脂中走势最平淡。

(三) 关注套利机会

菜油 1-5 正套

做多油粕比

菜豆油扩

豆棕缩

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htgwf.com