

油脂将延续涨势

华泰期货研究院 农产品组

陈玮

农产品研究组长

☎ 021-68755980

✉ chenwei@htfc.com

从业资格号: F0284369

投资咨询号: Z0010681

徐亚光

油脂研究员

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号: F3008645

相关研究:

消费旺季过去 调整在所难免

2017-2-6

马来意外增产 P9 空单和菜棕扩

大继续持有

2017-2-20

油脂下跌空间有限

2017-2-27

报告摘要

回顾刚过去的 10 月份,油脂先抑后扬,国庆后以黑色为主导的商品下跌一定程度上拖累了油脂走势,而自身基本上,大豆进口量仍居高不下,加之压榨利润较好,油厂开机率始终居高不下,供应上豆油压力颇大,而消费端随着国庆备货的结束,终端需求较差,成交上始终不活跃,豆油库存持续攀升。应该说豆油库存的持续走高的确是对整个油脂造成了压力,随后菜油受到抛储压力的情绪端影响,一度下跌较多,不过最新情况看,前期开始流传的国储菜油抛储事件还没等到最终的公告,结果大概率是不抛了,我们预计即便是抛储也不会对目前市场已启动的消费构成多大压力,倘若不抛的话,那么毫无疑问四季度国内菜油供需将更加紧张,四季度消费旺季消费量在每月 50 万吨左右,华南目前流动性库存大概在 50 万吨,前期抛储还没消化完仍在库中的非转菜油在 30 万吨,但这部分货权集中,由此可见菜油供需缺口明显。而棕油方面,市场一直关注主产国的复产问题,目前看产量回升并不太确定,而印尼出口情况比较好,四季度主产国将进入减产周期,马来只要产量不出现大幅上升,棕油也还是偏向乐观。另外我们对美豆后市总体的看法仍然不变,11 月 8 日 USDA 报告给出定产后,市场对来自美豆产量利空的关注将转移至美豆需求和南美大豆播种情况。目前看来美豆需求表现强劲,后市相对乐观,基于美豆的原因,我们认为豆油虽偏弱,但下跌幅度不大。总体上我们维持季报的观点,菜油多单可继续持有。稳健投资者可以考虑多强的品种,空相对弱势的跨品种套利。

11 月策略推荐:

逢低做多 OI1801: 国产菜籽一直在减产,国产菜油的稀缺性将得到体现。另外调研,国内沿海与内陆顺价走货,去库存节奏明显,加之油脂四季度传统季节性消费旺季,阶段性供应偏紧格局。OI1801 合约有望继续强势。

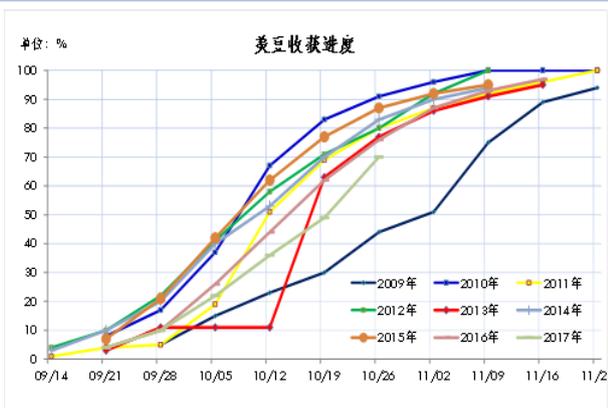
菜豆油套利: 跨品种套利逻辑为多强的品种,空相对弱势的,国内豆油库存经历了国庆备货仍然居高不下,目前大豆进口量仍然奇高,油厂不缺豆且有利润,阶段性消费一般,库存上的高点预计将持续至元旦备货前。相对来说豆油适合配置在油脂套利中的空头。

美盘豆类供求情况

(1) USDA 油脂油料供需情况

美豆单产基本奠定偏空氛围，单产定调后行情难有大的起色，但因出口的强势始终还能维持在 950 美分上方震荡。作物生长报告显示截至 10 月 22 日当周美豆收割完成 70%，远高于市场平均预估的 64%，低于去年同期 74%和五年均值 73%。受降雨影响，美国干旱监测显示截至 10 月 17 日美豆受干旱影响的面积下降至仅 5%。不过现阶段的降雨对大豆生长已经没有改善影响，却会影响收割进度。因此未来天气干燥有利收割加快，同时对价格压力也越大。11 月 8 日 USDA 公布新一期月度供需报告，届时美豆收获应该基本完成，USDA 会在报告里给出年度最终单产，这一单产将在下一年 1 月报告中才会再度修正。我们不认为 11 月报告会美豆单产继续调高，因面积数据不会修正，优良率已经定格在 61%，今年 7-8 月生长关键期美豆产区天气也确实受到干旱影响，而前期高单产的利空已经在价格中已经反应的比较充分。介于美豆通常在 11 月前后到达季节性收割低点，目前新豆收获市场供给增加的压力，其他也没有特别利空因素，后期美豆大概率维持震荡偏强格局，一定程度将对国内市场有所提振。

美豆收割率



资料来源：USDA、华泰期货研究所

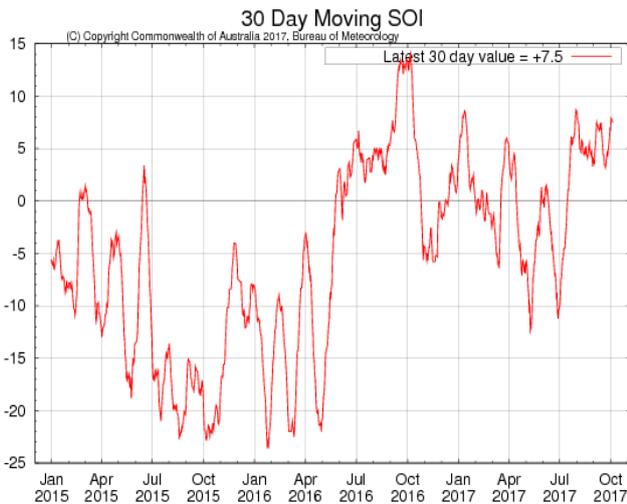
美豆 17/18 年度平衡表预估

美国	2016/2017			2017/2018		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
收割面积(1000公顷)	33482	33466	-16	35908	36208	300
期初库存(1000吨)	5354	5354	0	9402	8201	-1201
产量(1000吨)	117208	116920	-288	120593	120582	-11
进口量(1000吨)	680	605	-75	680	680	0
总供应(1000吨)	123242	122879	-363	130675	129463	-1212
出口量(1000吨)	59058	59157	99	61235	61235	0
压榨量(1000吨)	51573	51681	108	52798	52798	0
食用消费量(1000吨)	0	0	0	0	0	0
饲用消费量(1000吨)	3209	3840	631	3714	3714	0
总消费量(1000吨)	54782	55521	739	56512	56512	0
期末库存(1000吨)	9402	8201	-1201	12928	11716	-1212
单产 (蒲式耳/英亩)	52.05	51.95	-0.10	49.94	49.52	-0.42
库存使用比	8.26%	7.15%	-1.11%	10.98%	9.95%	-1.03%

资料来源：USDA、华泰期货研究所

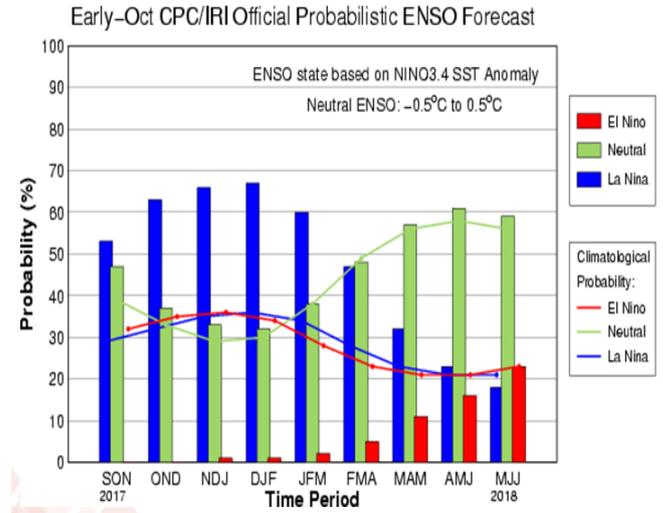
前期美豆交易的主要还是围绕着天气和潜在的单产进行，如今关注点转移到南美，目前天气情况不甚理想。9月中旬开始巴西开始新季大豆播种，巴西受干旱影响播种开局不利，截至 10 月 20 日 AgRural 称巴西种植完成 20%，和五年均值 19%基本持平，但远低于去年同期 29%。阿根廷每年 10 月开始陆续播种，和巴西相反前期阿根廷受暴雨影响。随着美豆单产最终落地，市场关注焦点逐渐转移至南美播种及大豆生长期天气，NOAA 最新报告仍然维持南美大豆关键生长期 60%以上概率发生拉尼娜现象的判断，一般来说会导致四季度巴西中部和东南部降雨量低于正常水平，目前南方涛动指数再度回升到 8 左右的水平，若拉尼娜真来到，届时天气成为关注重点，炒作题材可能增加。

南方涛动指数



资料来源：华泰期货研究所 NOAA

Nino 指数预计



资料来源：华泰期货研究所 NOAA

(2) USDA 油脂供需情况

豆油

USDA10月豆油平衡表，旧作方面，全球近期压榨放缓，调低了压榨量和产量，食用消费也有调低，但工业消费调高，整体供应调减力度稍大，旧作库存调低12万吨，新作上压榨量全球调高100万吨，消费上食用消费提高略大，整个新季度供需调整幅度不大，库存因结转库存调低而调低。分国别看，美国旧季度调减产量0.9万吨，生柴需求调高6.8万吨，期末库存减少9万吨，新季度基本没有变化。南美阿根廷调减旧作产量5万吨，巴西旧作出口调降15万吨，除此外两国没有变化。中国方面，新季产量调增9万吨，不过食用消费上，豆油上调幅度更大，达到15万吨，季末库存调减。总体豆油平衡表此番调低美豆油和全球豆油库销比，报告略偏多。

全球豆油平衡表

Oil, Soyb	2016/2017			2017/2018		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存	3563	3591	28	3660	3540	-120
压榨	288513	288400	-113	301147	301247	100
产量	53936	53897	-39	56128	56155	27
进口	11232	10940	-292	11505	11448	-57
总供给	68731	68428	-303	71293	71143	-150
出口	11538	11432	-106	11922	11847	-75
食用消费	43995	43850	-145	45822	45896	74
工业消费	9428	9496	68	9815	9785	-30
国内消费	53533	53456	-77	55742	55786	44
总需求	65071	64888	-183	67664	67633	-31
期末库存	3660	3540	-120	3629	3510	-119
S/D	6.84%	6.62%	-0.21%	6.51%	6.29%	-0.22%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

美国豆油平衡表

United States	2016/2017			2017/2018		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存	765	765	0	829	740	-89
压榨	51573	51681	108	52798	52798	0
产量	9997	9988	-9	10208	10208	0
进口	159	147	-12	147	136	-11
总供给	10921	10900	-21	11184	11084	-100
出口	1157	1157	0	953	953	0
食用消费	6191	6191	0	6259	6259	0
工业消费	2744	2812	68	3175	3175	0
国内消费	8935	9003	68	9434	9434	0
总需求	10092	10160	68	10387	10387	0
期末库存	829	740	-89	797	697	-100
S/D	8.21%	7.28%	-0.93%	7.67%	6.71%	-0.96%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

棕油

USDA10月棕榈油平衡表，全球旧作产量调降2万吨，消费上工业消费大幅调降83万吨，季末库存调增63.7万吨。新作上供应端变化不大，消费上食用消费调减17万吨，工业消费调减41万吨，库存上升。具体来说，印尼工业消费调减较多，马来结转库存调高，新季出口调高，总体库存略增，中国方面变化不大。总体报告呈中性。MPOB供需报告中，9月底库存较上月增加4%至202万吨，产量环比下降1.7%，出口仅增加1.8%，因中国在双节前备货，印度也有排灯节前需求，市场因此预期较高，但因印度上调进口税政策影响了需求，出口明显不及预期，导致库存增加。MPOB报告中性略微偏空。

全球棕油平衡表

Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存	7981	8484	503	7727	8363	636
产量	62317	62291	-26	66855	66865	10
进口	43791	44021	230	45507	45467	-40
总供给	114089	114796	707	120068	120695	627
出口	45819	46750	931	47158	47878	720
食用消费	43246	43224	-22	44768	44593	-175
饲用消费	751	751	0	832	832	0
工业消费	16546	15707	-839	17591	17181	-410
国内消费	60543	59682	-861	63191	62611	-580
总需求	106362	106432	70	110349	110489	140
期末库存	7727	8364	637	9739	10206	467
S/D	12.76%	14.01%	1.25%	15.41%	16.30%	0.89%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

马来棕油平衡表

Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存	1546	1546	0	1876	2019	143
产量	18900	18860	-40	21000	21000	0
进口	700	700	0	750	750	0
总供给	21146	21106	-40	23376	23769	143
出口	16450	16301	-149	17200	17300	100
食用消费	670	670	0	680	700	20
饲用消费	50	50	0	70	70	0
工业消费	2100	2066	-34	2800	2800	0
国内消费	2820	2786	-34	3550	3570	20
总需求	19270	19087	-183	20750	20870	120
期末库存	1876	2019	143	2626	2899	273
S/D	9.74%	10.58%	0.84%	12.66%	13.89%	1.24%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

(3) NOPA 压榨数据

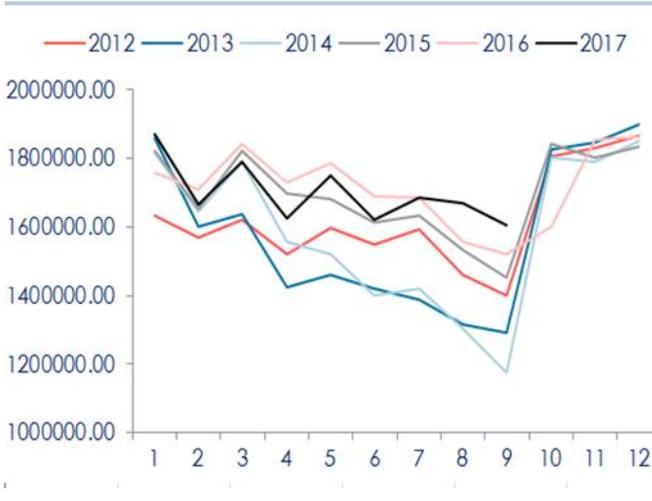
9月份美国大豆压榨量低于市场的预期，豆油库存也低于市场预期。报告显示，2017年9月份NOPA会员企业压榨的大豆数量为1.36亿蒲式耳，虽低于预期，但这也是近同期的最高点，低于8月份的1.42亿蒲式耳，今年9月份的豆粕出口量为487397吨，NOPA报告显示，9月30日的美国豆油库存为13.02亿磅，低于8月底的14.17亿磅。2016年9月底的库存为13.76亿磅，报告出台前，市场平均预测13.4亿磅，继续利多美豆油。9月下旬美国环境保护署提案意外下调明年生柴掺混目标也给美国未来的生物燃料政策前景带来担忧，报告指出美国生柴生柴及原料供应存在瓶颈，主要考虑到阿根廷和印尼生柴进口关税大幅调增。目前众议院否决下调掺兑目标的提案，美豆油闻风上涨，接下去政策仍将有变，重点关注掺兑补贴的情况。

美豆油产量

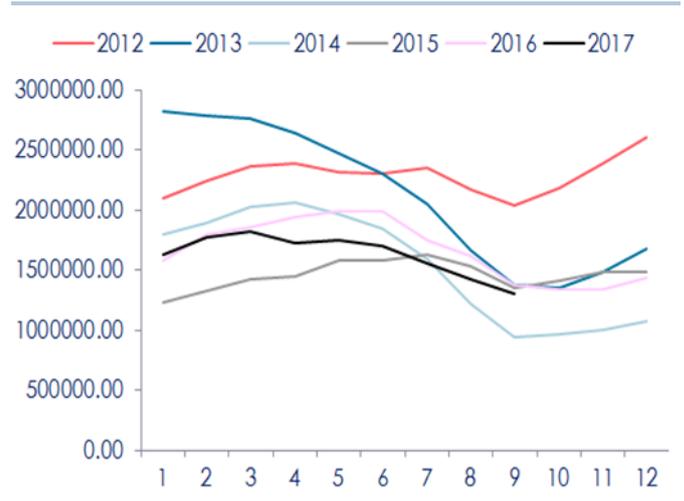
单位：千磅

美豆油库存

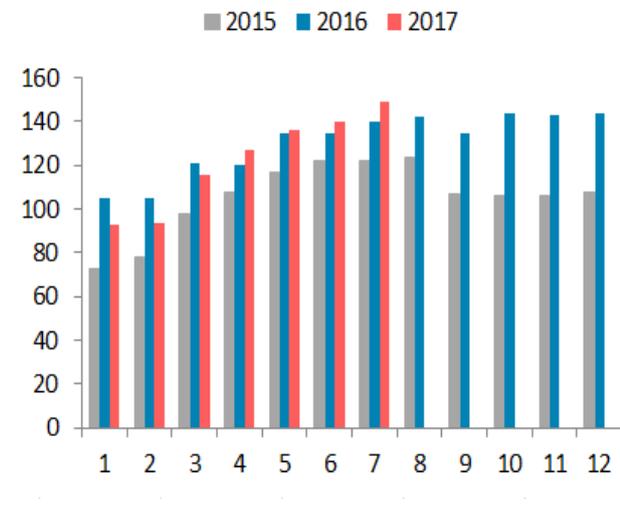
单位：千吨



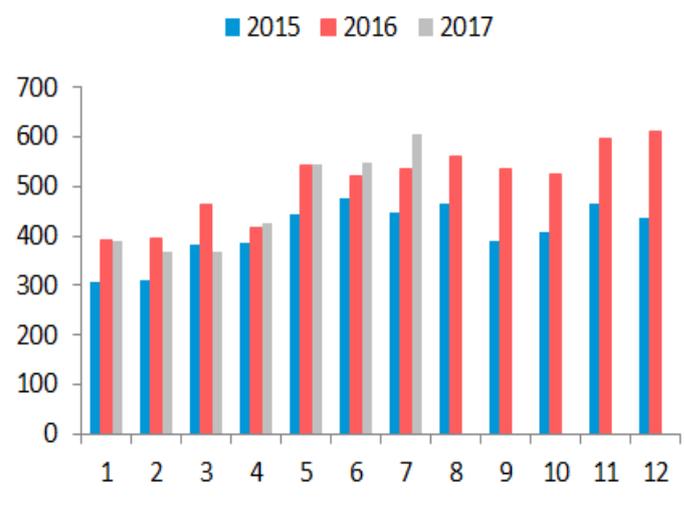
数据来源：路透 华泰期货研究所
美国近几年生柴产量 单位：百万加仑



数据来源：路透 华泰期货研究所
美豆油制生柴使用量 单位：百万镑



数据来源：EIA 华泰期货研究所



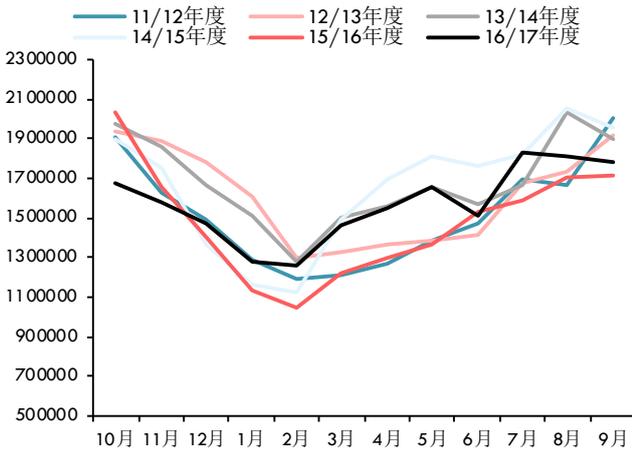
数据来源：EIA 华泰期货研究所

马盘棕油供求情况

马棕油九月后半段调整幅度稍大，一方面来自于美豆油的压力，另外自身也有回调需求。但十月来马盘保持了良好的上涨势头，尽管 MPOB 报告中性略微偏空，9 月底库存较上月增加 4% 至 202 万吨，产量环比下降 1.7%，出口仅增加 1.8%，因中国在双节前备货，印度也有排灯节前需求，市场因此预期较高，但因印度上调进口税政策影响了需求，出口明显不及预期，导致库存增加。但市场很快消化利空逐步企稳，而本次报告再度透露出减产信号正逐步被市场重视，十月上半月报告看马来出口尚可，整体行情仍有再度向上动能。目前疲弱出口加快库存重建，之前印度政府将毛棕油、精炼棕榈油和毛豆油的进口关税分别由 7.7%、15.75%、12.7% 上调至 15%、25% 及 17.5%，印度是全国最大的棕榈油进口国，进口关税提高一定程度的抑制印度的棕榈油进口需求。而现阶段印度港口库存也处于相对高位，后期对棕油的需求值得疑问，目前的情况是印尼的出口相对较好，价格优势使得印尼货较为抢手，此情况若能延续，也难保接下来马来出口不会受带动是印尼的出口相对较好，价格优势使得印尼货较为抢手，此情况若能延续，四季度马来出口不会受带动。总体四季度 11 月和 12 月将迎来传统的减产周期，出口需求上或有亮点，棕油价格上还是较为乐观。

马来产量

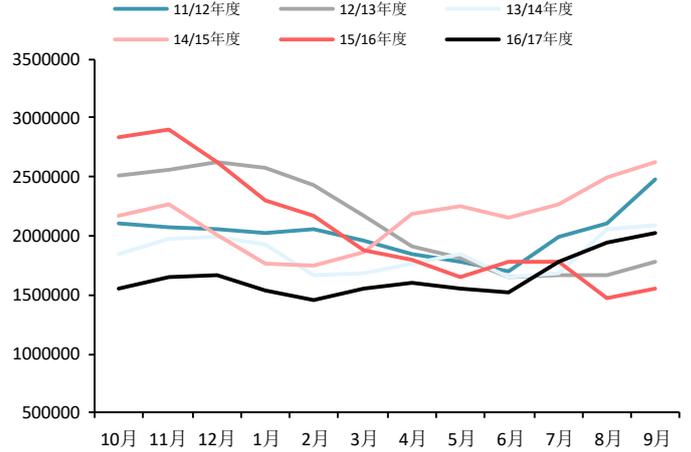
单位：吨



数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来库存

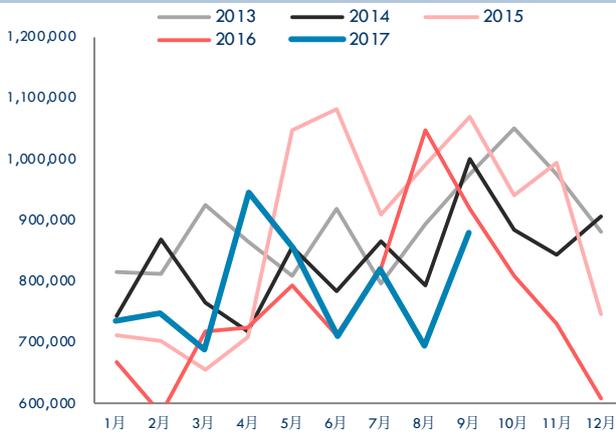
单位：吨



数据来源：MPOB 华泰期货研究所

SGS1-30 日出口总计

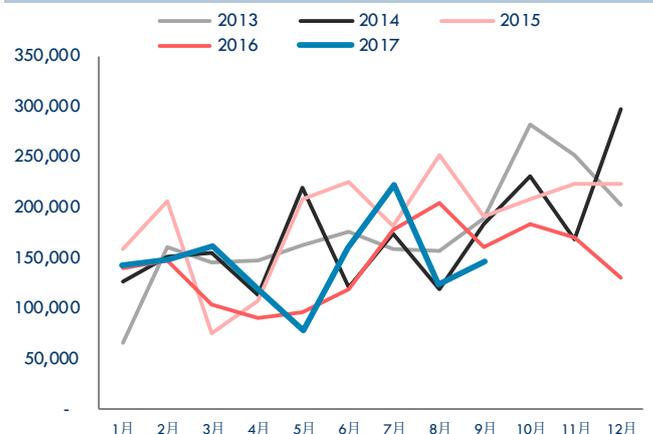
单位：吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-30 日出口到欧盟

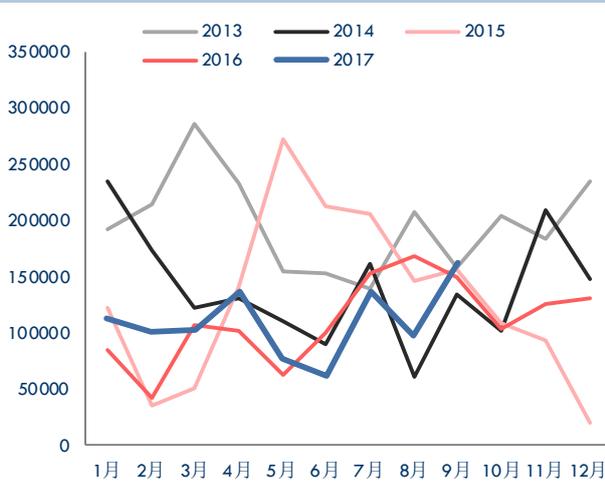
单位：吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-30 日出口到中国

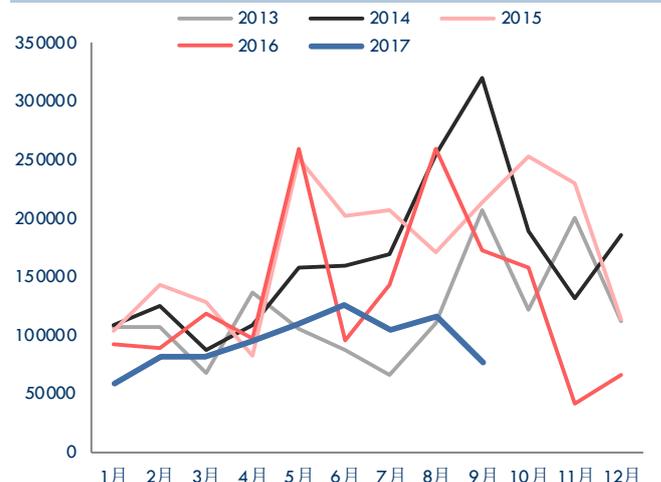
单位：吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-30 日出口到印度

单位：吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

国内油脂供需

年度上看我国食用油脂供应整体呈现增长趋势。其中豆油增长趋势明显，近两年进口利润不佳导致中国直接豆油进口减少，豆油供应主要依赖大豆压榨，豆油定价和大豆压榨利润密切相关。而随着 2015 年中国临储菜油的拍卖，中国国产菜油供应量大幅增加。棕榈油受融资进口退出，去年产地减产影响等因素，24 度棕榈油进口明显减少。随着中国油脂消费结构多样性需求，近两年国外葵花籽油增产，价格优势下中国增加了葵花籽油的进口量，但增幅有限。其他品种油脂供应相对稳定。中国食用油脂品种间结构，豆油占比趋于提高，2015 年起因临储拍卖菜油消费占比增加，2014 年起棕榈油消费占比减少。整体豆油、菜油、棕榈油三种油脂的消费占比相对稳定。预计临储菜油去库存还需要一段时间，随着中国油菜籽产量的缩减，长期看菜油占比趋于减少，豆油占比稳步提高，棕榈油占比经过近两年萎缩，减少空间有限，后期占比有望小幅提高。中国年度食用油脂消费量，目前在 3200 万吨左右。其中豆油占比 52%，菜油占比 16%，棕榈油占比 14%。

大豆前期到港量一直维持高位，9 月份国内各港口大豆预报到港 810 万吨，大豆原料供应充裕，且节前备货令豆粕库存压力逐步缓解，良好的压榨利润使得油厂尽量保持满开状态，9 月份后两周大豆压榨量创历史新高，豆油库存一度出现拐点，但随着备货进入尾声，又重新回升。大豆到港依旧庞大，供应压力或会继续持续到元旦前夕备货，而消费方面节后总体成交清淡，目前库存又恢复至 160 万吨以上，豆油方面的压力预计还将继续下去。棕榈油方面，7 月份之后棕榈油进口利润逐渐改善，进口量增加，大量进口棕榈油到港推迟到 10 月份，实际到港量并不如预期大，导致棕油库存重建速度较慢，目前库存为 43 万吨左右。菜油方面，国产菜籽也一直在减产，这一点较为确定，国产菜油的稀缺性将得到体现。目前菜油沿海产能扩张明显，产销区分化，传统产区销区化，菜油调出省由传统的内陆湖北扩大到沿海，甚至沿海调出占据销区更为主导的位置，西北的调出省份新疆青海内蒙则完全沦为调入省份，菜油对外依存度自沿海至内陆全面渗透，对外依存度极高的状态下国家调控的筹码在不断减少，一旦全球油脂产区的库存受到异常天气或额外需求影响大幅下降，低库存效应将被显著放大，价格也会变得很有弹性。内地消费明显好于预期，近期沿海成交走好，库存下降较大，前期开始流传的国储菜油抛储事件还没等到最终的公告，结果大概率是不抛了，我们预计即便是抛储也不会对目前市场已启动的消费构成多大压力，倘若不抛的话，那么毫无疑问四季度国内菜油供需将更加紧张，四季度消费旺季消费量在每月 50 万吨左右，华南目前流动性库存大概在 50 万吨，前期抛储还没消化完仍在库中的非转菜油在 30 万吨，但这部分货权集中，由此可见菜油供需缺口明显。

棕油库存

单位：吨

豆油库存

单位：吨



数据来源：华泰期货研究所



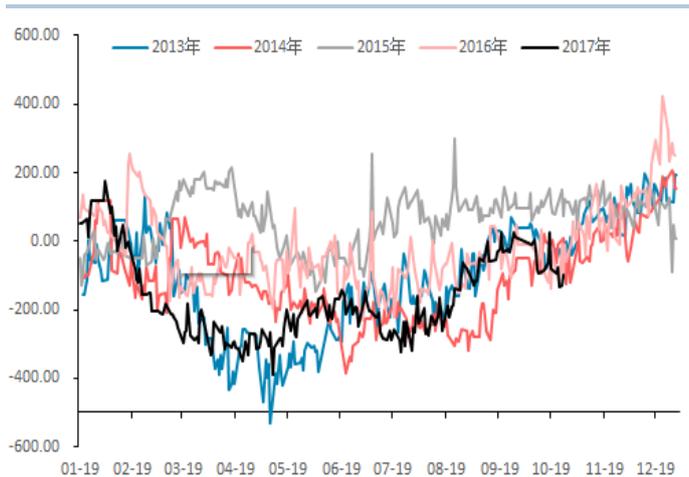
数据来源：华泰期货研究所

总结与预测

回顾刚过去的10月份，油脂先抑后扬，国庆后以黑色为主导的商品下跌一定程度上拖累了油脂走势，而自身基本面上，大豆进口量仍居高不下，加之压榨利润较好，油厂开机率始终居高不下，供应上豆油压力颇大，而消费端随着国庆备货的结束，终端需求较差，成交上始终不活跃，豆油库存持续攀升。应该说豆油库存的持续走高的确是对整个油脂造成了压力，随后菜油受到抛储压力的情绪端影响，一度下跌较多，不过最新情况看，前期开始流传的国储菜油抛储事件还没等到最终的公告，结果大概率是不抛了，我们预计即便是抛储也不会对目前市场已启动的消费构成多大压力，倘若不抛的话，那么毫无疑问四季度国内菜油供需将更加紧张，四季度消费旺季消费量在每月50万吨左右，华南目前流动性库存大概在50万吨，前期抛储还没消化完仍在库中的非转菜油在30万吨，但这部分货权集中，由此可见菜油供需缺口明显。而棕油方面，市场一直关注主产国的复产问题，目前看产量回升并不太确定，而印尼出口情况比较好，四季度主产国将进入减产周期，马来只要产量不出现大幅上升，棕油也还是偏向乐观。另外我们对美豆后市总体的看法仍然不变，11月8日USDA报告给出定产后，市场对来自美豆产量利空的关注将转移至美豆需求和南美大豆播种情况。目前看来美豆需求表现强劲，后市相对乐观，基于美豆的原因，我们认为豆油虽偏弱，但下跌幅度不大。总体上我们维持季报的观点，菜油多单可继续持有。稳健投资者可以考虑多强的品种，空相对弱勢的跨品种套利。

豆油1月基差

豆油1-5差



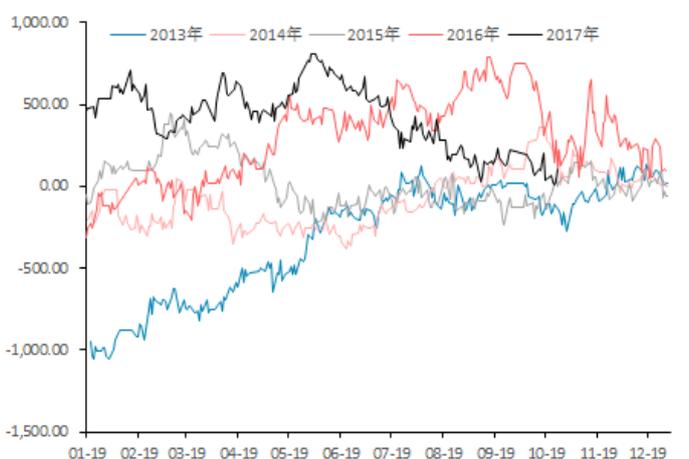
数据来源: Wind 华泰期货研究所

棕油 1 月基差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

菜豆油价差 1 月



数据来源: Wind 华泰期货研究所

棕油 1-5 差



数据来源: Wind 华泰期货研究所

豆棕油价差 1 月



数据来源: Wind 华泰期货研究所



数据来源: Wind 华泰期货研究所

11 月策略推荐

逢低做多 OI1801：国产菜籽一直在减产，国产菜油的稀缺性将得到体现。另外调研看，国内沿海与内陆顺价走货，去库存节奏明显，加之油脂四季度传统季节性消费旺季，阶段性供应偏紧格局。OI1801 合约有望继续强势。

菜豆油套利：跨品种套利逻辑为多强的品种，空相对弱势的，国内豆油库存经历了国庆备货仍然居高不下，目前大豆进口量仍然奇高，油厂不缺豆且有利润，阶段性消费一般，库存上的高点预计将持续至元旦备货前。相对来说豆油适合配置在油脂套利中的空头。

● 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.htfc.com