

## 油脂等待向上驱动

本周油脂先涨后跌，南美大豆干旱炒作昙花一现，虽弱拉尼娜还在，但预计难造成实质性影响，外盘供需压力较大，盘面上行动力不足，而豆油库存一直处于高位，菜油受制抛储压力，预计油脂短期继续偏弱震荡。

本周美豆总体下行，基金持仓继续转空。阿根廷天气阶段性好转，市场目前对天气很是敏感，周初阿根廷部分地区有干旱，盘面随之反弹，但因为只是阶段性的干旱，反弹也只是昙花一现。整体来看，巴西中部和南部大豆主产区的天气对作物生长较为有利。虽然目前表现为弱拉尼娜现象，天气高温少雨，前期播种延迟。但目前很难看出对产量和单产的实质性影响，持续关注天气状况。

马盘本周先涨后跌，周初出口报告有提振，但整体供需并不乐观。11月供需报告中，马来库存高于预期，主要因出口大幅低于预期，相反产量上还是环比减产，偏空的报告使得盘面继续承压两天，不过积极的因素是减产季增产这一因素并未出现，市场对后期产量季节性减少重新抱有希望。最新的出口方面，12月环比小幅增加。明年市场预估仍是增产年份，USDA 预估印尼增产 250 万吨，而马来增产 170 万吨的水平。我们的预计可能还要再稍微乐观些，毕竟从目前的降水数据看，马来 17 年大部分时间的降水都是高于 5 年均值的，从降水对产量滞后 9-10 个月的影响看，马来和印尼在明年大部份月份里表现的都应比今年要好。再加上 11 月底马来库存处于历史较高水平，总体马盘压力仍较大。

大豆前期到港量一直维持高位，12 月或到达 900 万吨以上，大豆原料供应充裕，大多油厂开机率仍较高，本周初随着外盘的反弹一度有所成交较好，但随着菜油抛储的消息再度爆出，盘面随之转弱，阶段性供应压力仍较大，但需求上进入春节备货旺季，虽然目前不少下游备货仍在观望状态，但一旦油脂价格企稳，需求也将逐渐展开。库存上也难有继续向上的动力，目前豆油库存 165 万吨，高库存的边际效应再递减。而棕油这端，库存约 59 万吨，自 10 月以来库存持续缓增，之前进口量也较高。消费上冬季消费淡季，各地棕榈勺兑份额大幅降低，而豆油与棕榈油价差偏小也限制棕榈油需求，目前全国港口食用棕榈油库存总量放大至 59 万吨。若后期需求仍未好转，预计后期国内棕榈油库存仍将继续增加。目前 9 月豆棕价差处于相对低位，复产与库存边际预期变化，继续做豆棕缩空间有限，风险收益比不合适。理论上，豆棕价差走扩更为顺畅的是在明年 2 月之后，但年底的油脂反弹领涨逻辑是豆油的备货亦或是棕榈油的减产季炒作，犹未可知，鉴于目前价差的绝对低位与基本面现货验证何时反映在盘面的博弈，更建议提前关注盘面异动，分批布局做扩。菜油本周走弱，主要因为 1 月份开始新一轮的抛储，在整体油脂供应压力较大的背景下，此次抛储对现货端仍有冲击，关注抛储进展。

### 行情预测

#### 油脂偏弱震荡 等待备货启动

本周油脂先涨后跌，外盘供需压力较大，盘面上行动力不足，而豆油库存一直处于高位，菜油受制抛储压力，预计短期继续偏弱震荡。目前盘面跌幅虽比较多了，但缺乏向上的驱动，这个驱动该来自节前备货的需求，另外菜油节后面临抛储的压力，走势上或将仍弱于豆棕油。

本周关注重点：国内油脂成交 库存

华泰期货研究所农产品组

陈玮

农产品组组长

☎ 021-68755980

✉ [chenwei@htfc.com](mailto:chenwei@htfc.com)

从业资格号：F0284369

投资咨询号：Z0010681

徐亚光

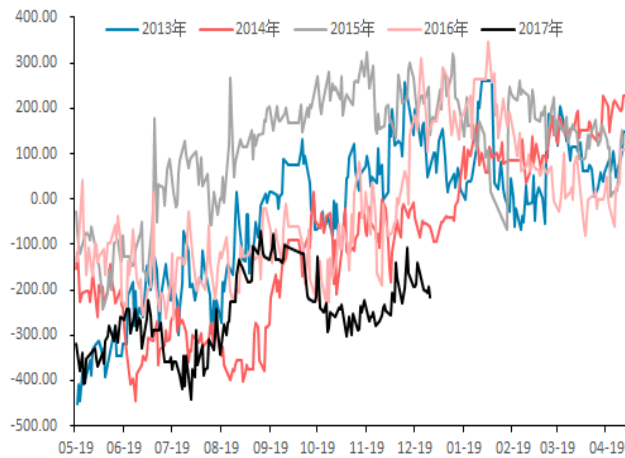
油脂研究员

☎ 021-68758679

✉ [xuyaguang@htgwf.com](mailto:xuyaguang@htgwf.com)

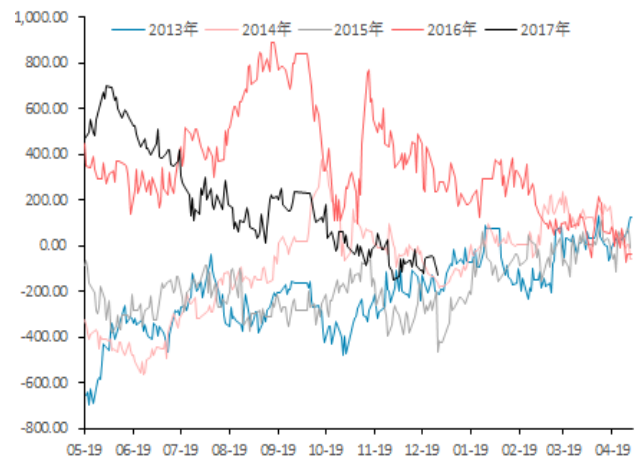
## 价格价差

豆油基差 单位：元/吨



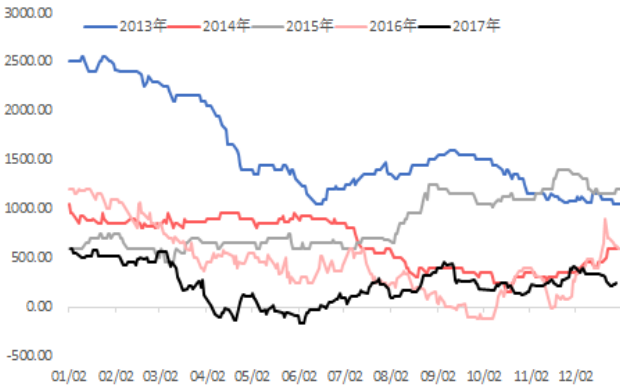
数据来源：Wind 华泰期货研究所

黄埔棕油基差 单位：元/吨



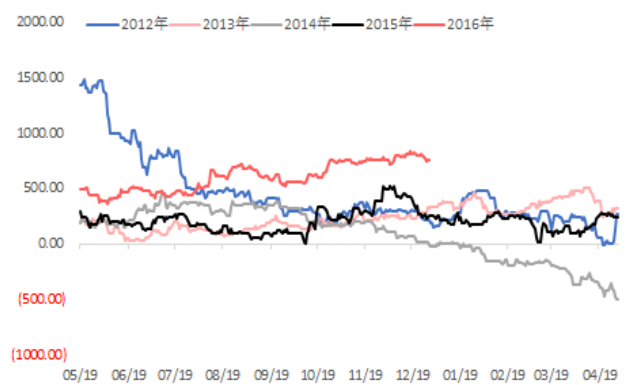
数据来源：Wind 华泰期货研究所

豆棕价差 5月 单位：元/吨



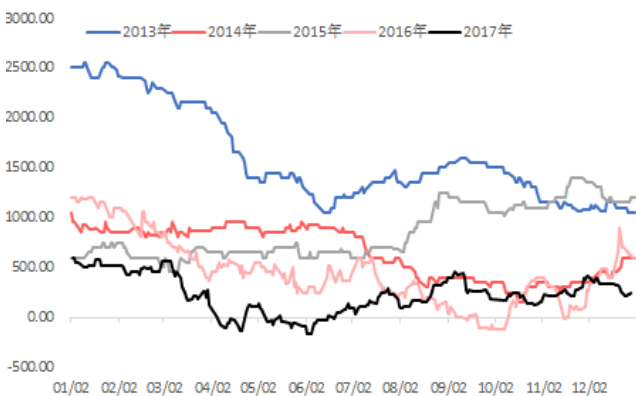
数据来源：Wind 华泰期货研究所

菜豆价差 5月 单位：元/吨



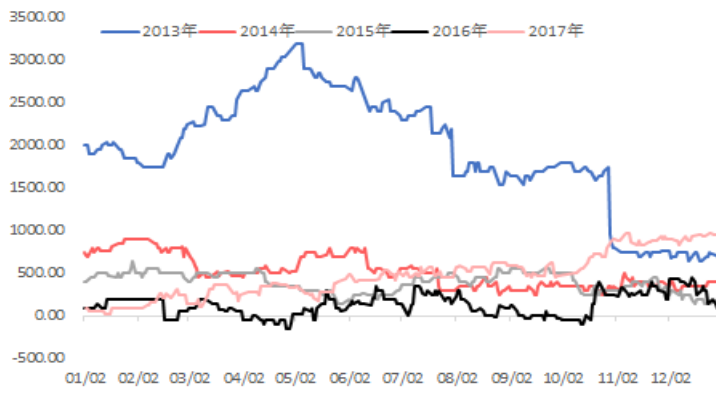
数据来源：Wind 华泰期货研究所

豆棕现货价差 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

菜豆现货价差 单位：元/吨



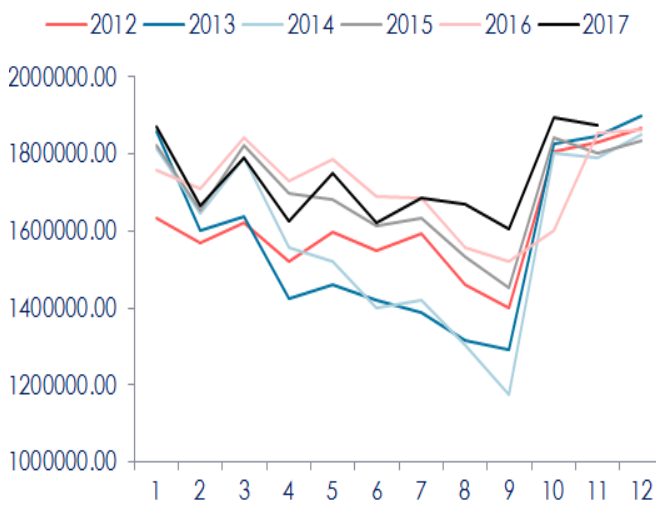
数据来源：Wind 华泰期货研究所

## 国外油脂供需

### NOPA 压榨数据

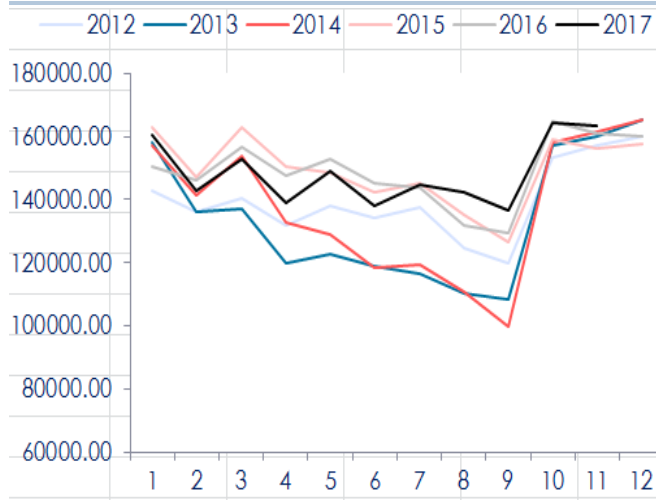
NOPA 公布 11 月其会员单位累计压榨大豆 1.63546 亿蒲，环比略有下降，但较去年同期的 1.60752 亿蒲增加 1.74%。同时报告显示美国 11 月豆粕出口量激增，高于 10 月且高于去年同期；11 月底豆油库存增加至 13.26 亿磅，在连续五个月下跌之后首次库存增加，属季节性回升，增加幅度较有限，2017/18 年度累计压榨大豆 4.6421 亿蒲，高于去年同期 4.548 亿，美国压榨需求总体良好。

美豆油产量 单位: 千磅



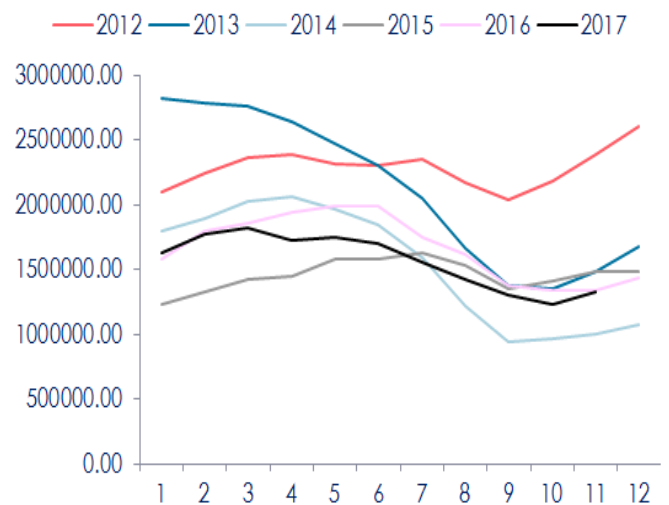
数据来源: 路透 华泰期货研究所

美豆压榨量 单位: 千蒲



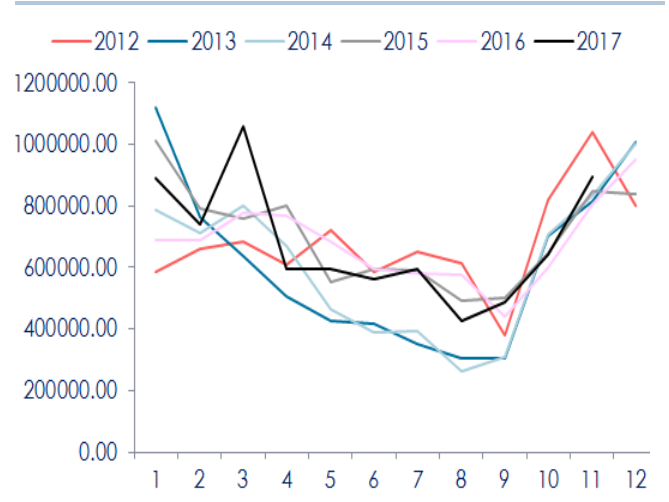
数据来源: 路透 华泰期货研究所

美豆油库存 单位: 千磅



数据来源: 路透 华泰期货研究所

美豆粕出口 单位: 短吨



数据来源: 路透 华泰期货研究所

## USDA 供需报告

### 豆油

USDA12月美豆供需报告基本符合我们预期。美国平衡表中单产和产量保持不变，出口下调68万吨，最终期末库存由4.25亿蒲上调至4.45亿蒲，高于市场平均预估的4.4亿。南美产量在12月报告中未做调整，巴西和阿根廷产量预估分别维持在1.08亿吨和5700万吨，同时巴西和阿根廷两国2017/18年度出口量分别上调50万吨。中国平衡表未做调整。全球期末库存上调42.2万吨至9832万吨。而豆油方面全球主要国家美国中国均无变化，而巴西小幅下调供应量，主要变化在阿根廷，阿根廷上调工业需求10万吨，压榨量下调59万吨，产量下调10万吨，整体上库存下滑14.2万吨，因此此次豆油报告中性略偏多。

全球豆油平衡表

Oil, Soyb	2016/2017			2017/2018		
	11月	12月	变动	11月	12月	变动
期初库存	3567	3564	-3	3350	3282	-68
压榨	288529	288124	-405	301975	301565	-410
产量	53949	53861	-88	56286	56203	-83
进口	10857	10993	136	11483	11488	5
总供给	68373	68418	45	71119	70973	-146
出口	11401	11331	-70	11752	11701	-51
食用消费	44015	44092	77	46106	45956	-150
工业消费	9497	9603	106	9776	9947	171
国内消费	53622	53805	183	55987	56008	21
总需求	65071	65136	65	67739	67709	-30
期末库存	3350	3282	-68	3380	3264	-116
S/D	6.84%	6.10%	-0.74%	6.04%	5.83%	-0.21%

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		
	11月	12月	变动	11月	12月	变动
期初库存	765	765	0	776	776	0
压榨	51681	51681	0	52798	52798	0
产量	10024	10024	0	10208	10208	0
进口	145	145	0	136	136	0
总供给	10934	10934	0	11120	11120	0
出口	1160	1160	0	953	953	0
食用消费	6186	6186	0	6259	6259	0
工业消费	2812	2812	0	3175	3175	0
国内消费	8998	8998	0	9434	9434	0
总需求	10158	10158	0	10387	10387	0
期末库存	776	776	0	733	733	0
S/D	7.64%	7.64%	0.00%	7.06%	7.06%	0.00%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

### 棕油

USDA12月棕榈油平衡表，全球旧作产量上调250万吨，新作产量继续上调246万吨，最近的东南亚减产不及预期，新年度同样给予了悲观的预期。主要变化在印度尼西亚，旧作上调产量200万吨至3600万吨，新年度上调250万吨。出口需求同样上调，但幅度不及产量，期末库存上调较大，总体上报告偏空。而MPOB供需报告显示产量环比小减，11月底库存上行至255万吨，超过预期十万吨，出口表现较差，产量环比减产三个点，相对来说这点会对盘面信心有提振，总体上两份报告棕油均偏空。

全球棕油平衡表

Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
	11月	12月	变动	11月	12月	变动
期初库存	8553	8595	42	8525	8525	0
产量	62291	64801	2510	66865	69332	2467
进口	44510	44113	-397	45502	46252	750
总供给	115354	118509	3155	120892	124509	3617
出口	46857	48284	1427	47993	49833	1840
食用消费	43511	44605	1094	44805	46020	1215
饲用消费	751	726	-25	817	787	-30
工业消费	15709	15969	260	17296	16888	-408
国内消费	59971	61300	1329	62918	63695	777
总需求	106828	109584	2756	110911	113528	2617
期末库存	8526	8925	399	9981	10981	1000
S/D	14.22%	14.56%	0.34%	15.86%	17.24%	1.38%

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		
	11月	12月	变动	11月	12月	变动
期初库存	1546	1546	0	2019	2019	0
产量	18860	18860	0	21000	20500	-500
进口	700	650	-50	750	750	0
总供给	21106	21056	-50	23769	23269	-500
出口	16301	16301	0	17300	17300	0
食用消费	670	670	0	700	700	0
饲用消费	50	50	0	70	70	0
工业消费	2066	2016	-50	2800	2300	-500
国内消费	2786	2736	-50	3570	3070	-500
总需求	19087	19037	-50	20870	20370	-500
期末库存	2019	2019	0	2899	2899	0
S/D	10.58%	10.61%	0.03%	13.89%	14.23%	0.34%

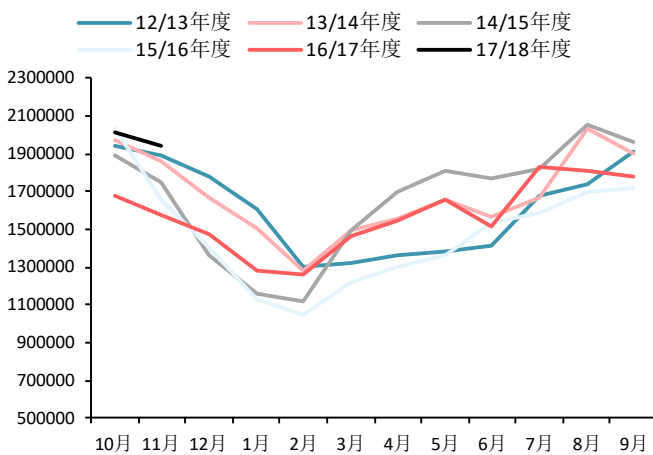
数据来源: USDA 华泰期货研究所

### 马来棕榈油供需

马盘本周先涨后跌, 周初出口报告有提振, 但整体供需并不乐观。11 月供需报告中, 马来库存高于预期, 主要因出口大幅低于预期, 相反产量上还是环比减产, 偏空的报告使得盘面继续承压两天, 不过积极的因素是减产季增产这一因素并未出现, 市场对后期产量季节性减少重新抱有希望。最新的出口方面, 12 月环比小幅增加。明年市场预估仍是增产年份, USDA 预估印尼增产 250 万吨, 而马来增产 170 万吨的水平。我们的预计可能还要再稍微乐观些, 毕竟从目前的降水数据看, 马来 17 年大部分时间的降水都是高于 5 年均值的, 从降水对产量滞后 9-10 个月的影响看, 马来和印尼在明年大部份月份里表现的都应比今年要好。再加上 11 月底马来库存处于历史较高水平, 总体马盘压力仍较大。

马来产量

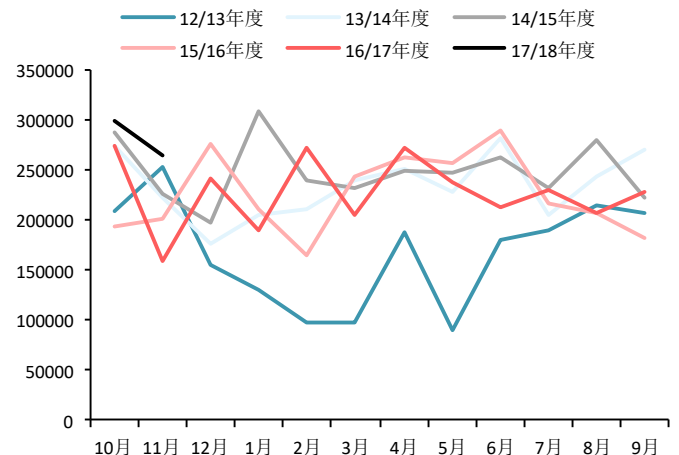
单位: 吨



数据来源: MPOB 华泰期货研究所

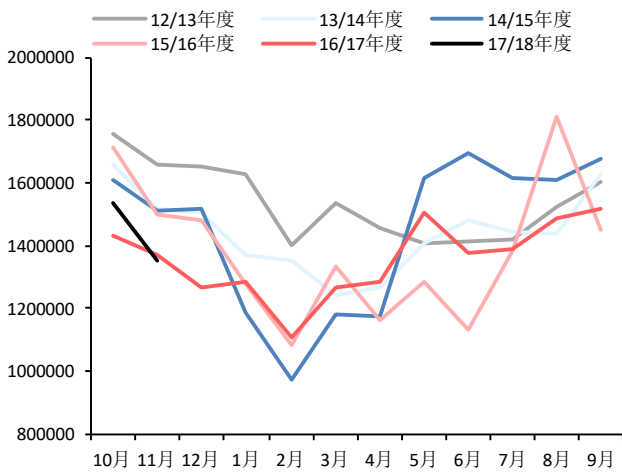
马来消费

单位: 吨



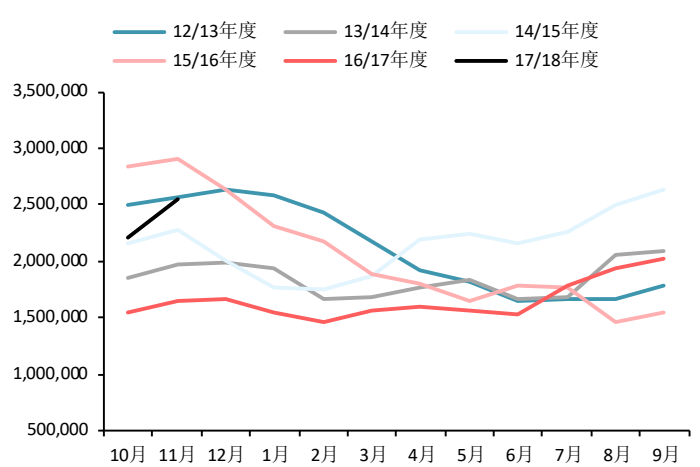
数据来源: MPOB 华泰期货研究所

马来出口 单位：吨



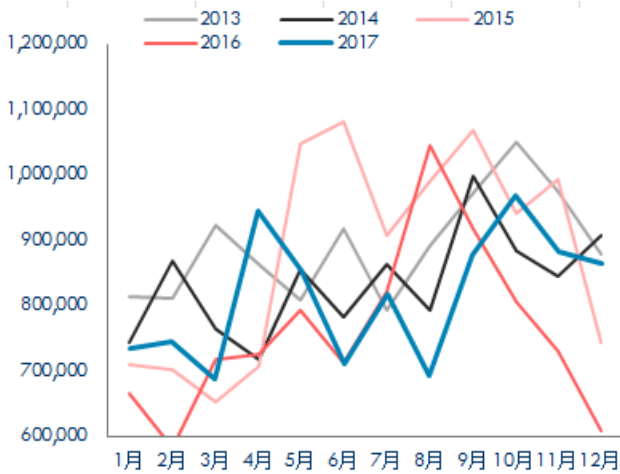
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来库存 单位：吨



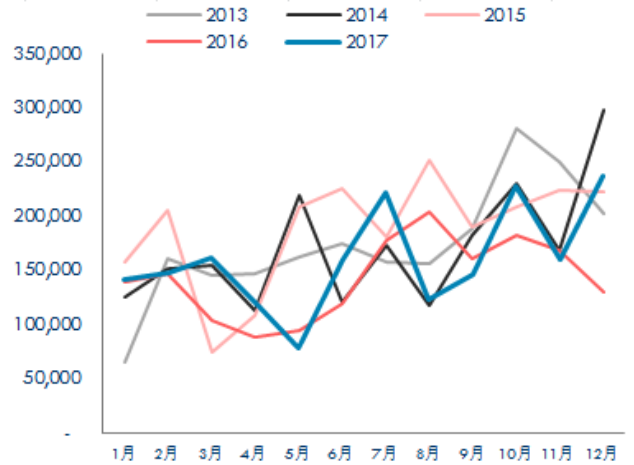
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

SGS1-20 日出口总计 单位：吨



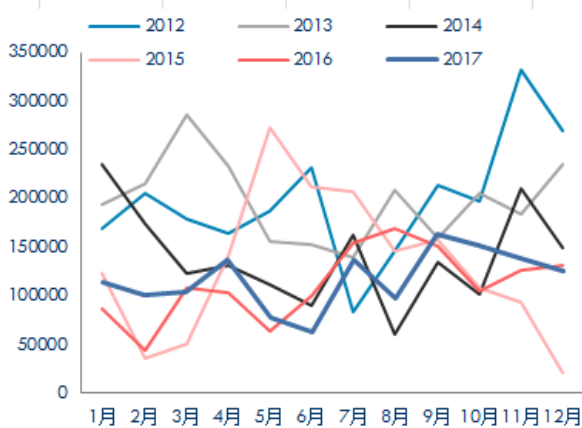
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-20 日出口到欧盟 单位：吨



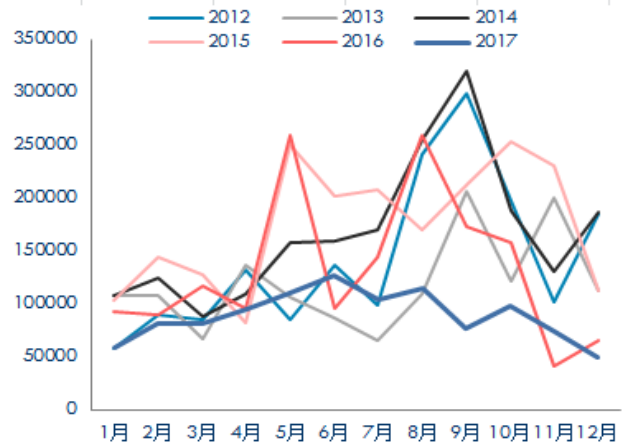
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-20 日出口到中国 单位：吨



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

SGS1-20 日出口到印度 单位：吨

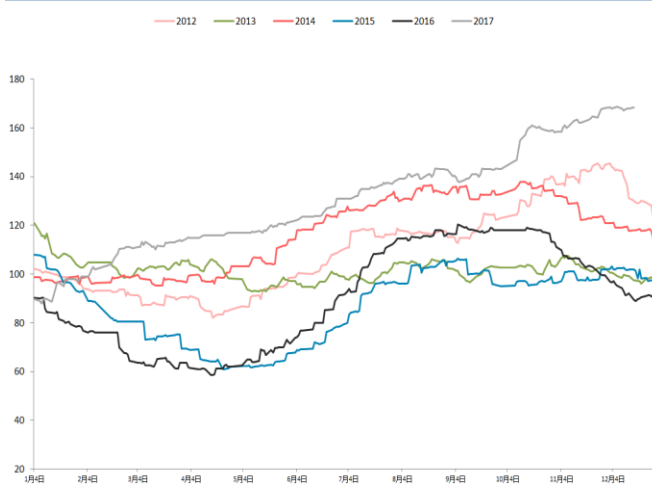


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

### 国内油脂供需

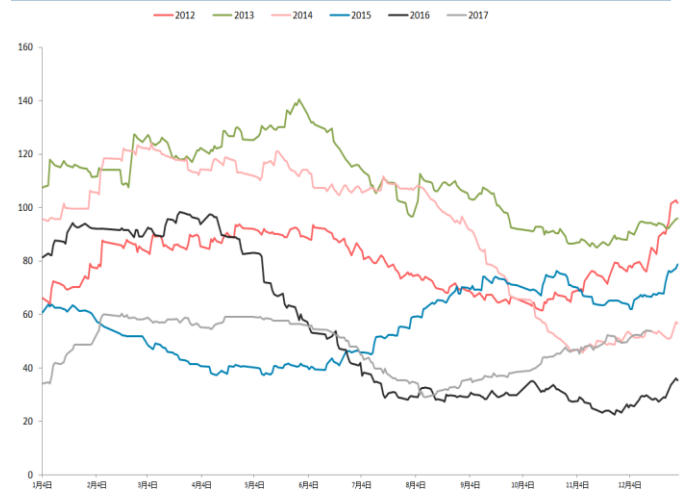
大豆前期到港量一直维持高位，12月或到达900万吨以上，大豆原料供应充裕，大多油厂开机率仍较高，本周初随着外盘的反弹一度有所成交较好，但随着菜油抛储的消息再度爆出，盘面随之转弱，阶段性供应压力仍较大，但需求上进入春节备货旺季，虽然目前不少下游备货仍在观望状态，但一旦油脂价格企稳，需求也将逐渐展开。库存上也难有继续向上的动力，目前豆油库存165万吨，高库存的边际效应再递减。而棕油这端，库存约59万吨，自10月以来库存持续缓增，之前进口量也较高。消费上冬季消费淡季，各地棕榈勾兑份额大幅降低，而豆油与棕榈油价差偏小也限制棕榈油需求，目前全国港口食用棕榈油库存总量放大至59万吨。若后期需求仍未好转，预计后期国内棕榈油库存仍将继续增加。目前9月豆棕价差处于相对低位，复产与库存边际预期变化，继续做豆棕缩空间有限，风险收益比不合适。理论上，豆棕价差走扩更为顺畅的是在明年2月之后，但年底的油脂反弹领涨逻辑是豆油的备货亦或是棕榈油的减产季炒作，犹未可知，鉴于目前价差的绝对低位与基本面现货验证何时反映在盘面的博弈，更建议提前关注盘面异动，分批布局做扩。菜油本周走弱，主要因为1月份开始新一轮的抛储，在整体油脂供应压力较大的背景下，此次抛储对现货端仍有冲击，关注抛储进展。

中国豆油商业库存



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究所

中国棕榈油商业库存



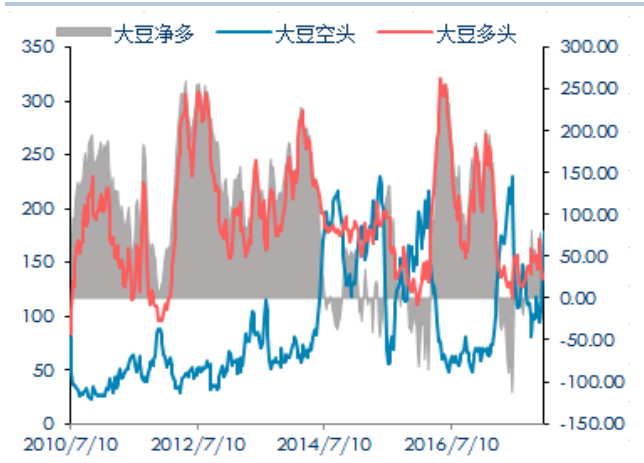
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究所

### CFTC 持仓

资金方面，CFTC 数据显示截至12月26日，美豆CFTC基金净空持仓由12876手增至39988手，美豆粕净多持仓由79255手减至60349手。之前的上涨行情主要源于阿根廷天气炒作，阿根廷是全球最大豆粕出口国，而随着南美天气的好转，拉尼娜的担忧也在减弱，基金坚持大豆和豆粕净多单。美豆油净多持仓则由31237手降至22432手，美盘整体格局持续偏弱。

CFTC 大豆基金持仓

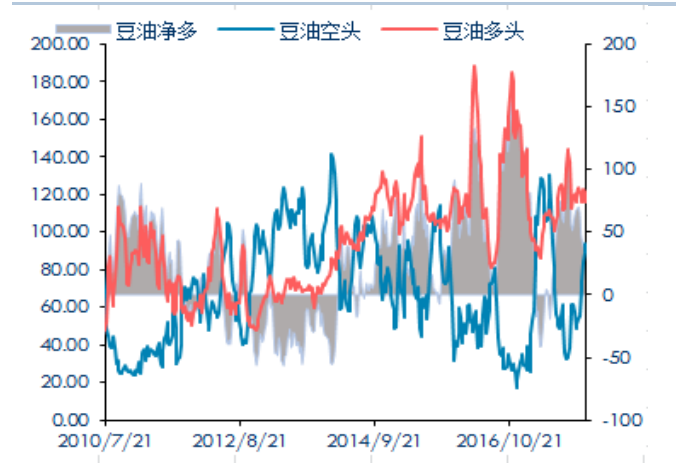
单位：千手



数据来源：Wind

CFTC 豆油基金持仓

单位：千手



数据来源：Wind



## ● 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](http://www.htgwf.com)