



油脂月差回顾及后续展望

报告目的：

在春节后到3月底的一段时间中，油脂主要是豆油和棕榈油的反套走出了一波较大的行情，我们在日报和周报中均有提示棕榈油反套的参与，截止3月底棕油P59反套已经到了-272的价差，幅度略超出我们的预估，而豆油节前去库形式较好，但节后步入消费淡季后，库存不降反增，行情急转直下，油脂单边尤其是Y05受到了很大冲击，豆油反套也上冲到接近full carry。我们希望通过月差进行梳理，并重新发现值得介入的机会。

结论：正如我们在年报中提到的粕的需求因养殖需求走弱发生变化，国内压榨形势可能会发生较大影响，豆油被动增供应压力将明显减弱，但截至目前豆油库存一直没有有效降下去，基差一直贴水比较多情况下，豆油单边包括油粕比的走势都不会顺畅。豆油月差真正走强的时候还是在下游养殖需求不好-油厂压榨下降-豆油有效降库存-基差走强的阶段到来，相对来说，棕榈油的弱势和压力从产地传导到国内仍在继续，短期也看不到转变迹象，后期反套格局仍存。

华泰期货研究所农产品组

徐亚光

油脂研究员

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

相关研究：

库存压力施压近月豆油

2018-12-10

油脂反套到位 暂时观望为主

2018-12-17

油脂低位反弹 追多需要谨慎

2018-12-24

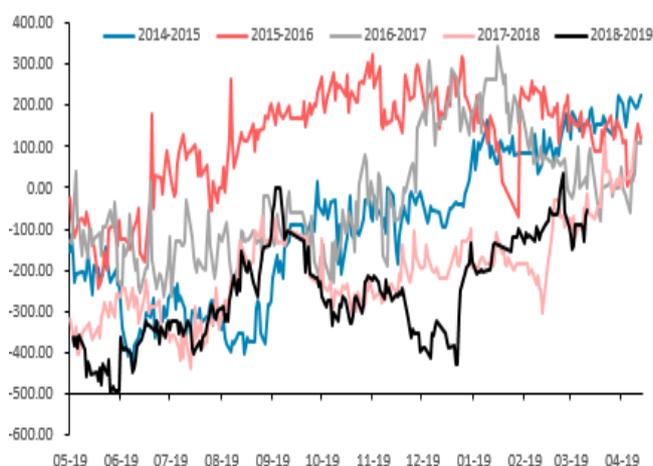
行情回顾：

在春节后到3月底的一段时间中，油脂主要是豆油和棕榈油的反套走出了一波较大的行情，我们在日报和周报中均有提示棕榈油反套的参与，截止3月底棕油P59反套已经到了-272的价差，幅度略超出我们的预估，而豆油节前去库形式较好，但节后步入消费淡季后，库存不降反增，粕类之前国内全行业的看空使得渠道库存低，发生超卖严重等问题，在跌到绝对价格低位时，跌势放缓企稳反弹时候就会使得下游和中间卖空的大量集中回补，体现在3月中下旬豆粕现货成交一直比较良好，虽然基差依然较差。在目前榨利良好，但对后期需求悲观的这种情况下，油厂的策略是继续保持低基差出货，全力保证压榨，锁定压榨利润。所以三月份工厂大豆和豆粕库存下降比较快，而豆油库存被动积累了起来。行情急转直下，油脂单边尤其是Y05受到了很大冲击，豆油反套也上冲到接近full carry。而棕榈油仍始终保持稳步增库存，反套走的更为顺畅，在三月中期，豆棕价差回调较大，棕油是一直偏弱，但没有边际上豆油这种明显转差，在豆棕均走反套的背景下，Y9-P5是最好的豆棕扩大头寸配置。而菜油这端看，单边包括月差波动幅度更大，但相对而言更是政策和资金层面主导，逻辑上不似豆棕这般清晰。

三大油脂基差与月间价差：

图 1：豆油基差

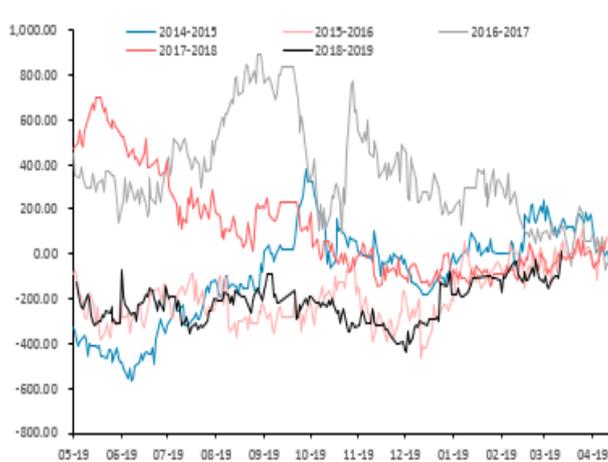
单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

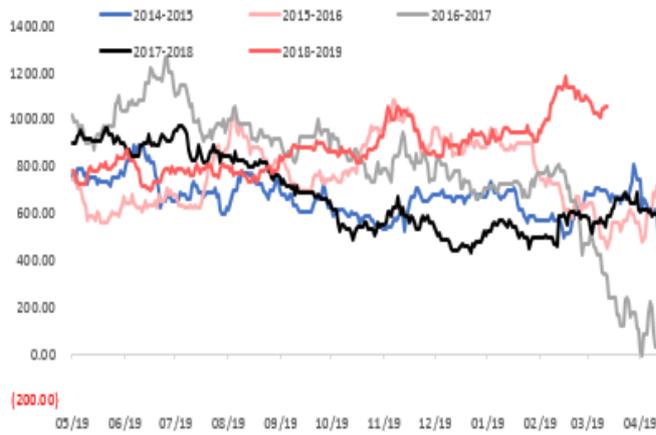
图 2：棕油基差

单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 豆棕价差 5 月 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 菜油基差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 油粕比 5 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 菜豆 5 月价差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 豆油 9-5 月差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 棕油 9-5 月差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

价差影响因素：

从大的供需格局中，目前油脂主要仍处于熊市泥潭中，棕油自种下去商业寿命约 25 年，第 7 年开始进入成熟期，达到单产高峰，高产期会持续很多年才进入衰老期，在供应上存在明显的供给投放长时间的滞后性和供应投放后基本不受价格影响明显的刚性。在近几年的生长过程中，除了在 16 年因 15 年就开始的特大厄尔尼诺影响导致的减产意外，其余年份供给均未出问题，而需求端则比较稳定，食用需求每年变化不大，生柴需求主要依赖政策和市场生产利润，在今年随着主要需求国印度提升进口关税而货币又贬值的情况下，出口需求较差，而生柴虽有增长，但受制于印尼产能的原因，难以与产量的高增长相匹敌，印尼扩种带来的影响逐步体现，供给压力陡升，在此情况下，我们看到的情况就是产地的库存高企，产地为了寻求出口，压低近月报价，印尼马来两国竞争性报价导致现货价格持续疲软，印尼 cnf 和马来 fob 价差也缩到了极低值，侧面反应产地的供应压力。国内棕油从整体上跟随外盘的进口成本定价，从去年的 15 价差到今年的 59 价差走的都较为顺畅，价差大方向上跟随，因进口利润不时打开，国内库存正逐步恢复，产地压力逐步转移至国内，近月交割压力较大。

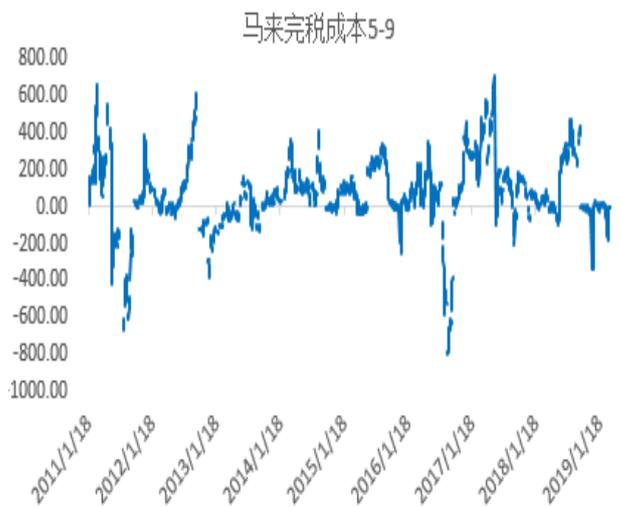
而豆油来看，59 价差波动幅度较小，相比之前的豆油 15 价差，去年 15 价差曾经到过-500 的极端值，去年 9 月起豆油反套已经开始启动，主要的关键还是在于豆粕，需求旺盛，终端开始担忧贸易战的前景，提货积极，油厂加足马力生产，豆油增库存进度反而更快，前期的担忧似乎并不存在，紧缺的预期逐步兑现为了宽松的现实，而行情在 G20 以后加速，伴随着中美贸易关系缓和，中国确定要大幅进口美豆，虽然只是进入国储，但是豆油紧缺的预期彻底被证伪，1 月的升水被打掉后，15 也走交割逻辑，仓单数量走高，基差逐步修正。而今年 59 价差是完全不同的情况，豆油自换月来逐步走强，市场预计在粕类弱势情况下豆油将有明显去库。在春节前国内豆油库存的确降幅较大速度很快，导致基差和单边快速拉涨，豆粕需求较差导致豆油供应的下降这一逻辑被充分认可，油粕比在 1-2 月份持续走强。进入 3 月份后国内豆粕油厂提货量持续好于预期，而相反豆油进入节后消费淡季，库存开始由缓降到持稳到近期增加，豆油边际改变较大，这才导致的 Y05 的大幅下跌，带动 Y59 反套的走强。

图 9: 马来完税成本 1-5 单位: 元/吨



数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 10: 马来完税成本 5-9 单位: 元/吨



数据来源: EIA 华泰期货研究院

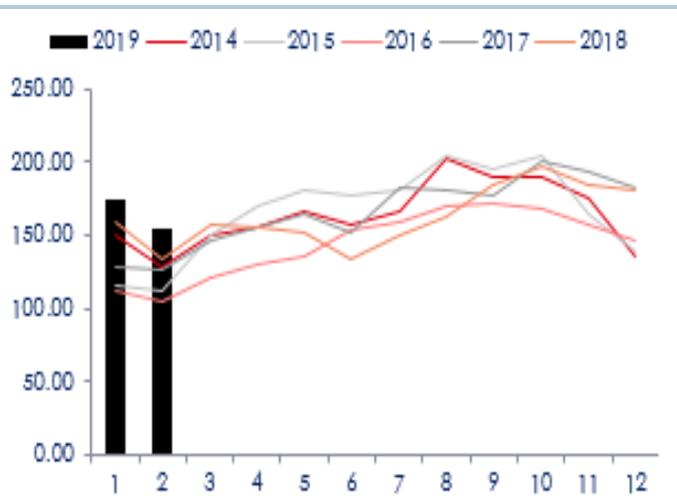
后期展望

目前来看, 棕油短期还没有能走出熊市的基础, 2 月份产量即有环比和同比明显增长, 而出口改善不大, 后期即进入到季节性增产期, 同比去年马来库存远远超出, 承受较大压力。在大的供需格局中, 去年因产地供应量增长明显超过需求量的增幅, 国际棕榈油库存大幅积累, 而根据年报中的估计 18-19 年度国际棕榈油供应量的增长依然较大, 寄希望于生柴消费的需求端增长或将大于产量增幅, 总体产地依然维持高库存态势。受库存压力仍存的影响, 年度棕榈油价格难有改善, 大概率维持底部震荡态势。产地看 18-19 年度供应端全球棕榈油产量将增长 300 万吨至 7350 万吨, 其中印尼和马来西亚毛棕油产量增幅预期分别为 200 万吨及 80 万吨。出口需求将较去年显著增长, 第一大进口国印度 17-18 年度棕榈油进口量因关税的提高以及卢比的贬值进口需求同比下降, 而今年印度棕榈油进口需求在消费增速 3% 的预估下将较去年进口增 50 万吨以上。生柴方面印尼政策支持较好, POGO 价差再原油反弹和棕油下跌背景下降至 -100 美元/吨, 支持后期消费, 1 季度正是因印尼生柴消费较好, 库存才得以自前期高点回落。中期看, 进入 3 月产地棕榈油即将进入季节性增产周期, Sppoma 称 3 月 1 日-25 日, 马来西亚棕榈油产量比 2 月份同期增 0.76%, 增长幅度有回落, 重要的是 2 月产量基数也不低, 3 月产量远超出正常年份还是有很大可能的。展望二季度, 目前国际豆棕 fob 价差有所回落, 斋月节前备货或

将对需求有所提振，但因供给压力，行情上涨力度因较为有限，至于近期炒作的厄尔尼诺抬头现象，只是对东马沙巴和沙捞越造成降水偏少现象，产量上即使有影响也是滞后几个月的事情，本年度造成影响的概率不是很大。

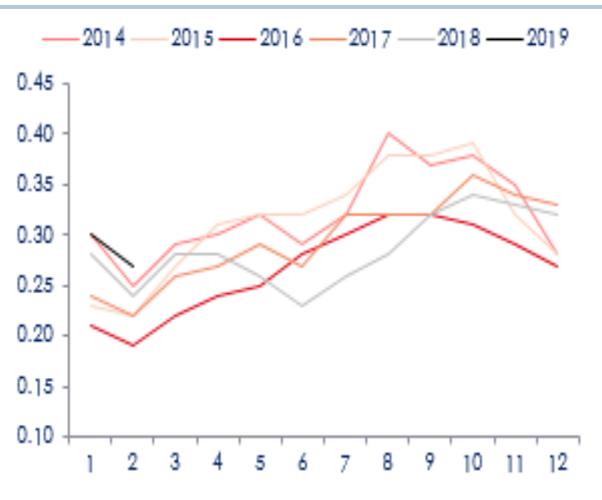
而国内来看目前成为产地的压力转移地，进口利润持续打开，在产地库存压力有效缓解之前，进口利润将继续高企进而刺激进口，消费看1-3月为低度棕榈油的传统需求淡季，月均消费量不到30万吨，今年预计一季度月均消费量达到28万吨，略高于去年，淡季低度棕榈油的消费受到局限，尤其在中国的华北及华东地区，预计随着进入二季度后随着气温的回暖，食用棕榈油的消费将会逐渐好转。2月后港口现货基差变化不大，基准交割地华南地区相对压力较大基差在-100—150区间，华东及华北地区基差相对偏强。港口库存压力较大，国内普遍对现货较为悲观，未来价差是否继续取决于05合约的交割意向。但从整体大的格局来说，棕油依然维持近弱远强的判断，如果极端天气发生，更是对远月利多，后期可逐步布局91反套操作。

图 11: 马来产量 单位: 万吨



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

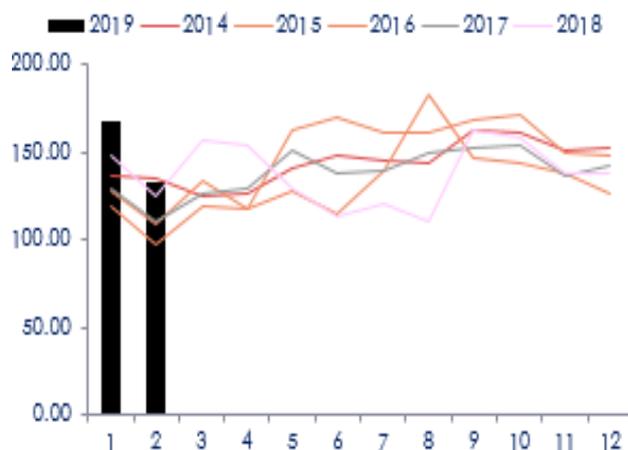
图 12: 马来单产 单位: 吨/公顷



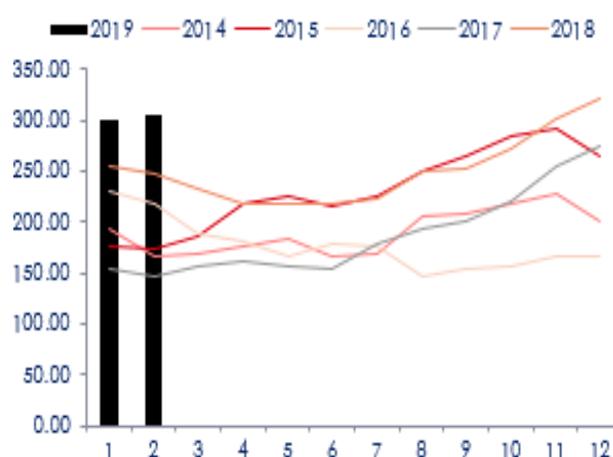
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 13: 马来出口 单位: 万吨

图 14: 马来库存 单位: 万吨



数据来源：MPOB 华泰期货研究院



数据来源：MPOB 华泰期货研究院

对豆油而言可以预见的是本次反套行情不会打的太深，15反套一度打到-500，其实单纯从持仓成本来看，这么大的价差足够覆盖持仓成本，不过豆油3月底面临强制注销，出库加上几天的仓储费用，在整体油脂高库存缺少罐容的背景下，相对会比较高，持仓成本会有较大波动，而5-9月间不存在强制注销仓单这一问题，价差打到 full carry，200多就会有资金介入正套，如果市场情绪再加重，5月进一步深跌，反倒是给了介入正套的机会。在今年整个因猪瘟导致的粕类需求减弱的大逻辑下，豆油压力势必减小，但当前基差一直贴水比较多，豆油单边包括油粕比的走势都不会顺畅。豆油月差真正走强的时候还是在下游养殖需求不好-油厂压榨下降-豆油有效降库存-基差走强的阶段到来。

总结：

正如我们在年报中提到的粕的需求因养殖需求走弱发生变化，国内压榨形势可能会发生较大影响，豆油被动增供应压力将明显减弱，但截至目前豆油库存一直没有有效降下去，基差一直贴水比较多情况下，豆油单边包括油粕比的走势都不会顺畅。豆油月差真正走强的时候还是在下游养殖需求不好-油厂压榨下降-豆油有效降库存-基差走强的阶段到来，相对来说，棕油的弱势和压力从产地传导到国内仍在继续，短期也看不到转变迹象，后期反套格局仍存。

● 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2018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