油脂震荡 把握节奏

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

投资咨询号：Z0012826

报告摘要

回顾刚过去的 1 月份，油脂总体虽整体波幅不大，但之间也经历了一波幅度还算比较大的上涨和下跌。月初因马来零关税出口政策和国内备货豆油库存现拐点开启反弹，转折点出现在 10 号 MPOB 报告发布以后，马来高库存的压力抑制了油脂的行情，随后欧盟通过计划在 2021 年起取消棕油制生柴使用的提案打压市场情绪，但我们认为形成最终法律前期间存在较多变数。当前距离 2021 年尚有 3 年时间，即使禁令通过立法，并不能对当前棕榈油供需平衡表产生太大影响，棕榈油主产国仍有充裕的时间用于谈判和上诉。而在 1 月中下旬美豆的涨势异常凌厉，阿根廷降雨不及预期，如果天气不佳的情况持续至 2 月关键生长期，则单产和产量受到严重损害。罗萨里奥谷物交易所则将大豆产量预估由 5450 万吨下调至 5200 万吨，油世界下调至 5300 万吨。美豆的强势提振了国内油粕表现。国内方面，一月豆油库存止升转降工厂供应压力些许缓解，包装油备货也未迎来集中备货，截至 1 月 25 日，实际豆油库存降至 152 万吨，超预期下降，相对偏多。而棕油冬季需求较弱，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。1 月下旬起印尼进口利润打开，后期库存恐怕将继续走高，外盘的表现叠加国内库存的转变助力豆棕价差扩大。

2 月策略推荐：

逢高空 P1809：阶段来看，油脂处在相对低位，目前也缺少明确驱动，没有太大的机会，相对确定的是年度棕油产量还将维持比较高增产期， sppoma 预估 1 月前 25 日产量环比减产 12%，季节性减产得到延续，但出口还是萎缩较多。关注出口和产量变化，现阶段看远月价格还有向下的空间。

风险：棕油产量波动

豆棕油套利：跨品种套利逻辑为多强的品种，空相对弱势的，豆油库存见拐点，而棕榈油库存因进口利润时有打开，预期库存伴随季节性淡季继续增长。3 月印尼棕榈油进口利润窗口打开，棕榈油基本面偏空。相对来说棕油适合配置在油脂套利中的空头。需留意美豆阶段大涨后若天气未能继续，有回调风险，拖累豆油走势。

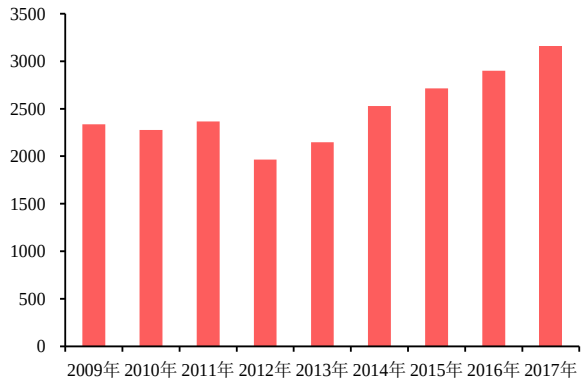
风险：美豆原料端 棕油产量库存变化

美盘豆类供求情况

（1） USDA 油脂油料供需情况

美豆 1 月先抑后扬，中下旬大幅上涨。巴西天气良好大豆产量前景乐观；同时市场预估 1 月 12 日公布的月度供需报告中 USDA 将上调 2017/18 年度美国大豆产量、上调巴西大豆产量，美国及全球大豆期末库存继续调增，利空情绪明显。不过，最终报告数据虽然利空但明显不及市场预期，再加上阿根廷持续的干旱天气将不利阿根廷大豆播种面积及单产，美豆开展一轮凌厉反弹。后期影响美豆价格走势的关键因素是阿根廷的天气和大豆产量。布宜诺斯艾利斯谷物交易所报告显示截至 1 月 17 日大豆播种完成 96.7%，干旱威胁可能使得部分农民放弃种植大豆，因晚播大豆在 5-6 月遭受霜冻损害的概率大大增加，布宜诺斯艾利斯谷物交易所的报告将阿根廷大豆播种面积由 1810 万公顷下调至 1800 万公顷。同时，如果天气不佳的情况持续至 2 月关键生长期，则单产和产量受到严重损害。罗萨里奥谷物交易所则将大豆产量预估由 5450 万吨下调至 5200 万吨，油世界下调至 5300 万吨。后期若天气转好，美豆恐怕再在 1000 美分上方遭遇压力，毕竟新年度总体供应还算充裕，不排除有大幅回调可能。

美豆季度库存



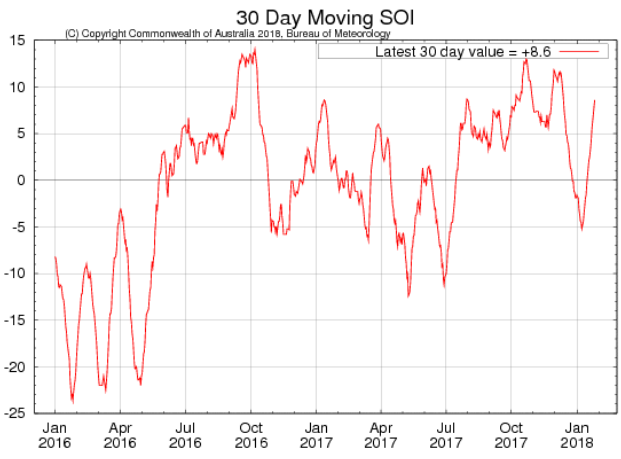
资料来源：USDA、华泰期货研究所

美豆 17/18 年度平衡表预估

美国	2016/2017			2017/2018		
	12月	1月	变动	12月	1月	变动
收割面积(1000公顷)	33466	33466	0	36208	36228	20
期初库存(1000吨)	5354	5354	0	8201	8208	7
产量(1000吨)	116920	116920	0	120436	119518	-918
进口量(1000吨)	605	605	0	680	680	0
总供应(1000吨)	122879	122879	0	129317	128406	-911
出口量(1000吨)	59157	59157	0	60555	58786	-1769
压榨量(1000吨)	51681	51681	0	52798	53070	272
食用消费量(1000吨)	0	0	0	0	0	0
饲用消费量(1000吨)	3840	3833	-7	3840	3762	-78
总消费量(1000吨)	55521	55514	-7	56638	56832	194
期末库存(1000吨)	8201	8208	7	12124	12788	664
单产（蒲式耳/英亩）	51.95	51.95	0.00	49.46	49.06	-0.40
库存使用比	7.15%	7.16%	0.01%	10.35%	11.06%	0.72%

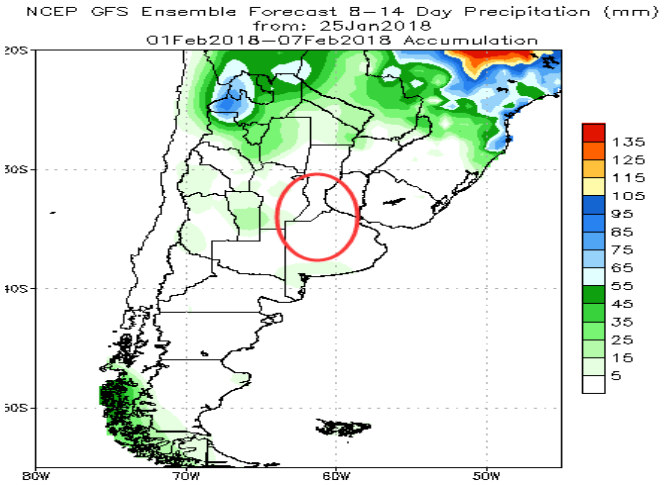
资料来源：USDA、华泰期货研究所

南方涛动指数



资料来源：华泰期货研究所 NOAA

阿根廷降水预估



资料来源：华泰期货研究所

（2） USDA 油脂供需情况

豆油

USDA1 月美豆供需报告不调增反而调减美豆单产，最终产量由 44.25 亿蒲下调至 43.92 亿蒲。美国需求方面，出口量下调 176.9 万吨，压榨量小幅上调 27.2 万吨，最终期末库存仍然上调，由 4.45 亿蒲上调至 4.7 亿蒲。南美产量，巴西产量预估如期上调至 1.1 亿吨，但上调幅度不及预期；阿根廷产量下调 100 万吨至 5600 万吨。豆油方面，全球压榨下调因而产量下调，而工业消费上调增 30 万吨，总体新季度库存下降 13.6 万吨，美豆油调增生柴需求，期末库存和库销比均小幅调降，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		
world	12月	1月	变动	12月	1月	变动
期初库存	3564	3570	6	3282	3248	-34
压榨	288124	288311	187	301565	301447	-118
产量	53861	53899	38	56203	56147	-56
进口	10993	10929	-64	11488	11196	-292
总供给	68418	68398	-20	70973	70591	-382
出口	11331	11339	8	11701	11366	-335
食用消费	44092	44098	6	45956	45745	-211
工业消费	9603	9603	0	9947	10247	300
国内消费	53805	53811	6	56008	56097	89
总需求	65136	65150	14	67709	67463	-246
期末库存	3282	3248	-34	3264	3128	-136
S/D	6.10%	6.04%	-0.06%	5.83%	5.58%	-0.25%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

美国豆油平衡表

	2016/2017			2017/2018		
United States	12月	1月	变动	12月	1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	10217	9
进口	145	145	0	136	136	0
总供给	10934	10934	0	11120	11129	9
出口	1160	1160	0	953	862	-91
食用消费	6186	6186	0	6259	6168	-91
工业消费	2812	2812	0	3175	3402	227
国内消费	8998	8998	0	9434	9570	136
总需求	10158	10158	0	10387	10432	45
期末库存	776	776	0	733	697	-36
S/D	7.64%	7.64%	0.00%	7.06%	6.68%	-0.38%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

棕油

USDA1 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，全球豆油库销比低于去年，而棕榈油承担了油脂整体的压力，并为 2018 年整体油脂指明偏弱的方向。

全球棕油平衡表

Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
world	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

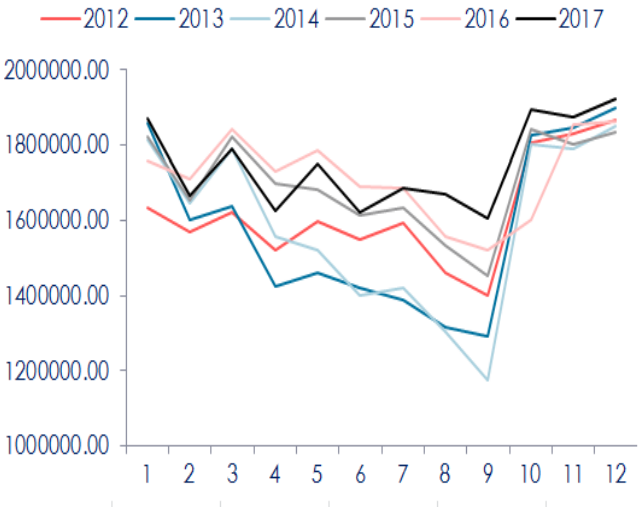
Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
Malaysia	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存	1546	1546	0	1876	2019	143
产量	18900	18860	-40	21000	21000	0
进口	700	700	0	750	750	0
总供给	21146	21106	-40	23376	23769	143
出口	16450	16301	-149	17200	17300	100
食用消费	670	670	0	680	700	20
饲用消费	50	50	0	70	70	0
工业消费	2100	2066	-34	2800	2800	0
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

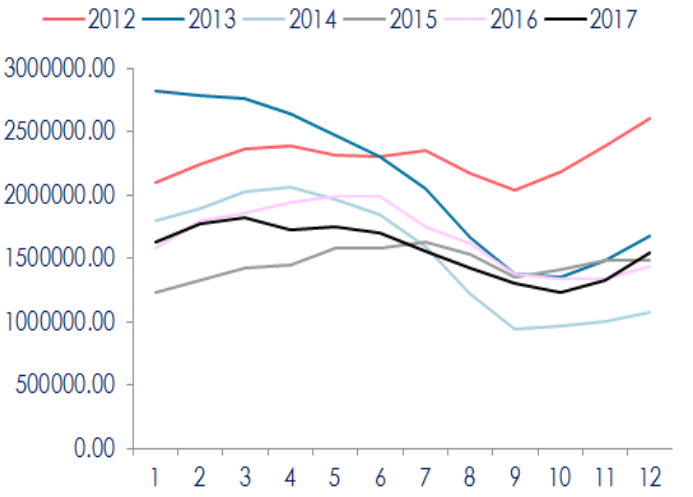
NOPA 公布 12 月其会员单位累计压榨大豆 1.6017 亿蒲，低于市场预期的 1.62813 亿蒲式耳，也低于 11 月份的压榨量 1.60752 亿蒲式耳，但是高于 2015 年 12 月份的压榨量 1.57711 亿蒲式耳。NOPA 报告还显示， 12 月 31 日的美国豆油库存为 14.34 亿磅，高于 11 月底的 13.39 亿磅，而生柴使用上四季度不及预期，四季度较高的库存压力依然压制美盘豆油。

美豆油产量　　单位：千磅



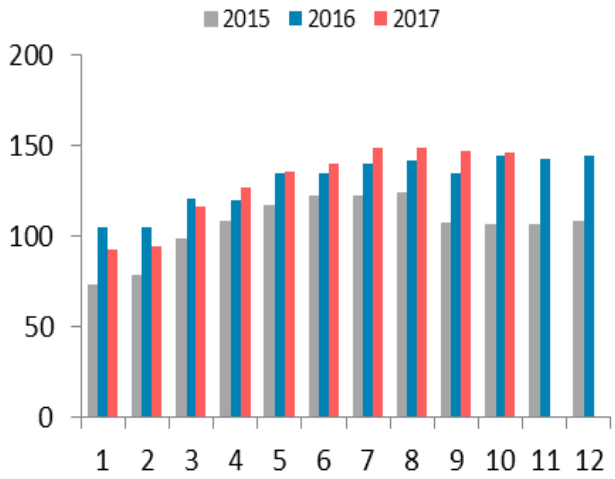
数据来源：路透 华泰期货研究所

美豆油库存　　单位：千吨



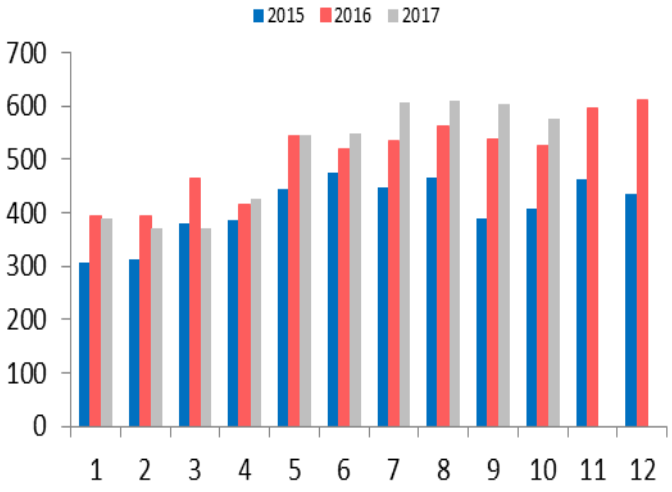
数据来源：路透 华泰期货研究所

美国近几年生柴产量　　单位： 百万加仑



数据来源：EIA 华泰期货研究所

美豆油制生柴使用量　　单位：百万镑

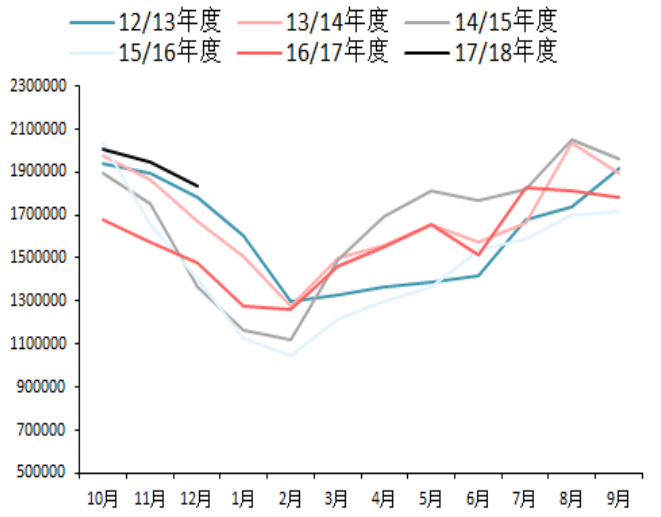


数据来源：EIA 华泰期货研究所

马盘棕油供求情况

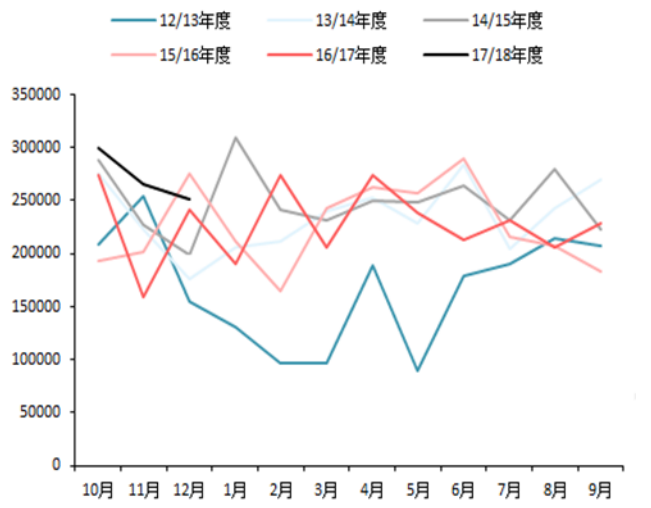
马棕油 1 月总体震荡下行，月初一段时间的反弹，主要得益于马来西亚上周取消出口关税。马来为了去库存，月初宣布连续 3 个月将本国的出口关税降至 0，以此来提振本国毛棕油的出口竞争力。但随后的 MPOB 报告显示，马来 12 月产量环比减产近 10 万吨，出口萎缩较多，期末库存到 273 万吨，相对比预期上升近 3 万吨，库存继续走高，利空待释放。欧盟 1 月 18 日通过的 2021 年后取消生柴中添加棕油法案也利空更远期的棕油出口。对棕油来说，现阶段欧盟议会的判决是让其拥有与欧洲各国协商最终立法方案的立场，因欧盟各国在前期的表决中并没有涉及禁止棕榈油使用的条款，最终的政策仍存在一定的协商空间。当前距离 2021 年尚有 3 年时间，即使禁令通过立法，也不能对当前棕榈油供需平衡表产生太大影响，重要的是当下阶段的出口，马来西亚仍然没有太多的改变，即便是取消了出口关税。1-25 日的产量机构预估是有环比 12%的减产，季节性减产延续，不过出口没有跟上。不排除 1 月底库存继续升高的可能，那势必还将是利空马盘价格，总体马盘短期还将有反弹，但幅度不会太大。

马来产量　　单位：吨



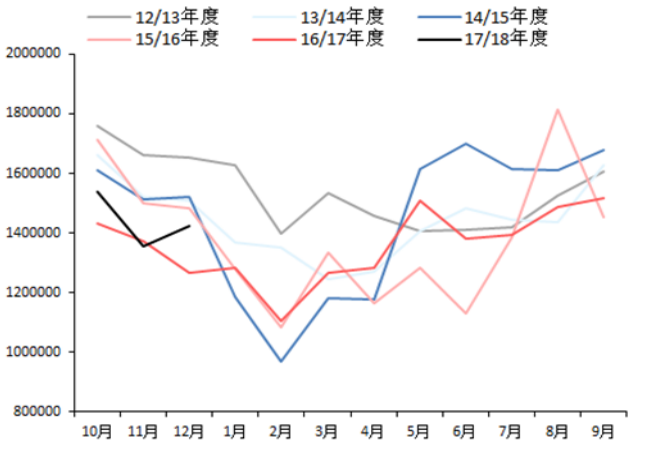
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来消费　　单位：吨



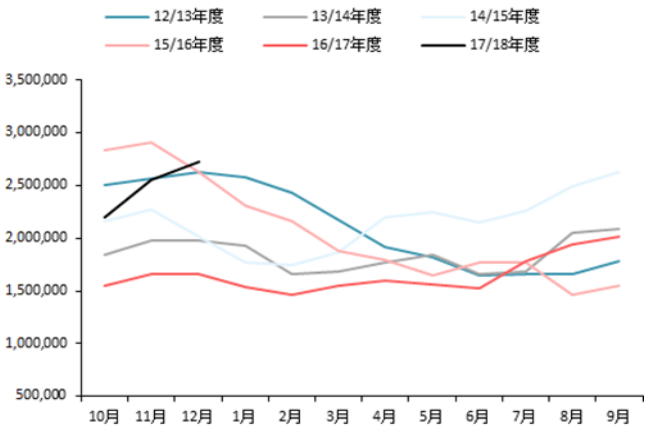
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

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



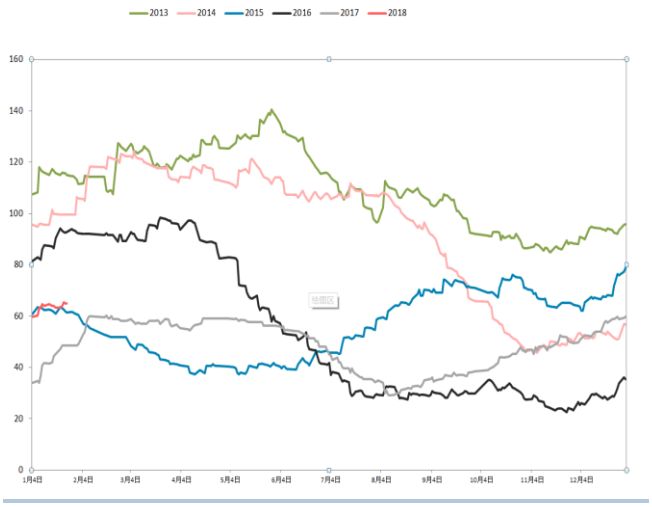
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

国内油脂供需

整体看我国油脂消费增长放缓。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%。

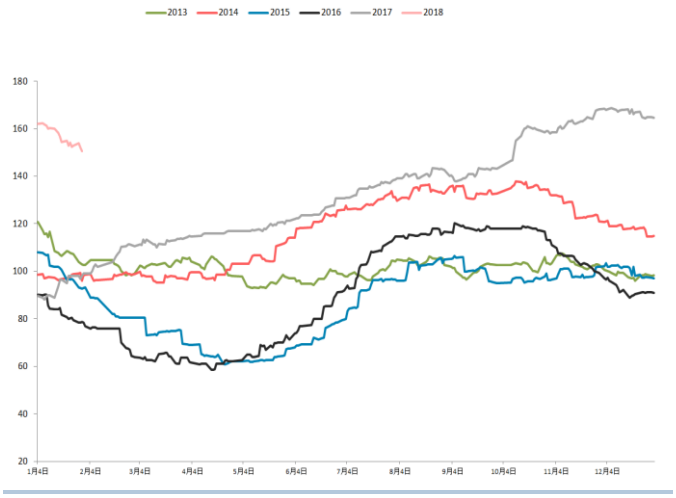
分品种看，大豆前期到港量一直维持高位，海关数据显示 12 月我国进口大豆 955 万吨，同比增 6.15%。远期进口大豆到港预估不变：1 月 809 万吨，2 月 590 万吨，3 月 700 万吨。库存方面，截至 1 月 19 日为 623.75 万吨，一周前 612.55 万吨；油厂大豆库存截至 1 月 14 日 467.1 万吨，一周前 427.43 万吨；两者和历史同期相比仍处于高水平。油厂开机率回升至 56%，压榨利润良好，油厂均保持积极生产状态，本周豆油成交尚可，但相对高位成交仍不多，豆油库存较上周下降 5 万吨，在 155 万吨附近。而棕油这端，库存突破 65 万吨，自 10 月以来库存持续缓增，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 66 万吨。若后期需求仍未好转，在现阶段进口已有利润情况下。在预计后期国内棕榈油库存仍将继续增加。菜油一月份抛出成交良好，国产菜油的稀缺性得到体现。2 月份抛储还将继续，现阶段虽成交还行，沿海库存持续下降，但年后步入油脂消费淡季， 17 年油脂整体的下跌就是由于过量菜油压力，在国储菜油所剩无几的大背景下，远期菜油基本面良好，现阶段还将面临一定不确定性。

棕油库存　　单位：吨



数据来源：华泰期货研究所

豆油库存　　单位：吨



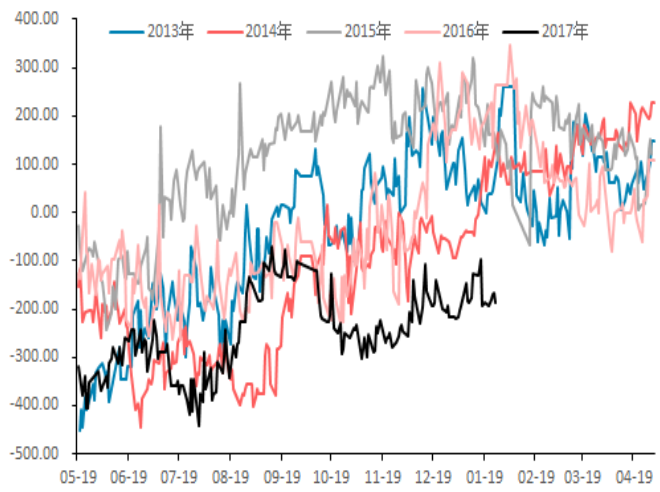
数据来源：华泰期货研究所

总结与预测

回顾刚过去的 1 月份，油脂总体虽整体波幅不大，但之间也经历了一波幅度还算比较大的上涨和下跌。月初因马来零关税出口政策和国内备货豆油库存现拐点开启反弹，转折点出现在 10 号 MPOB 报告发布以后，马来高库存的压力抑制了油脂的行情，随后欧盟通过计划在 2021

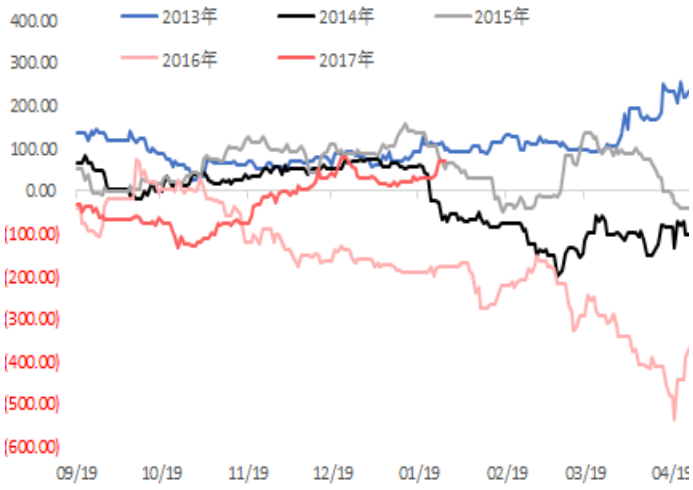
年起取消棕油制生柴使用的提案打压市场情绪，但我们认为形成最终法律前期间存在较多变数。当前距离 2021 年尚有 3 年时间，即使禁令通过立法，并不能对当前棕榈油供需平衡表产生太大影响，棕榈油主产国仍有充裕的时间用于谈判和上诉。而在 1 月中下旬美豆的涨势异常凌厉，阿根廷降雨不及预期，如果天气不佳的情况持续至 2 月关键生长期，则单产和产量受到严重损害。罗萨里奥谷物交易所则将大豆产量预估由 5450 万吨下调至 5200 万吨，油世界下调至 5300 万吨。美豆的强势提振了国内油粕表现。国内方面，一月豆油库存止升转降工厂供应压力些许缓解，包装油备货也未迎来集中备货，截至 1 月 25 日，实际豆油库存降至 152 万吨，超预期下降，相对偏多。而棕油冬季需求较弱，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。1 月下旬起印尼进口利润打开，后期库存恐怕将继续走高，外盘的表现叠加国内库存的转变助力豆棕价差扩大。

豆油 5 月基差



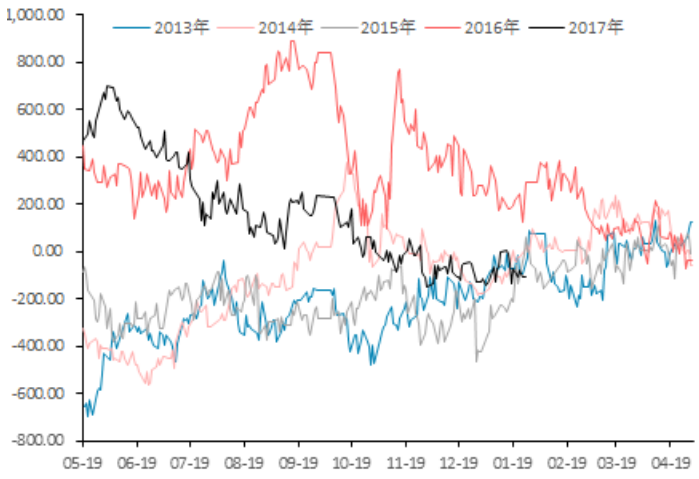
数据来源：Wind 华泰期货研究所

棕油 59 价差



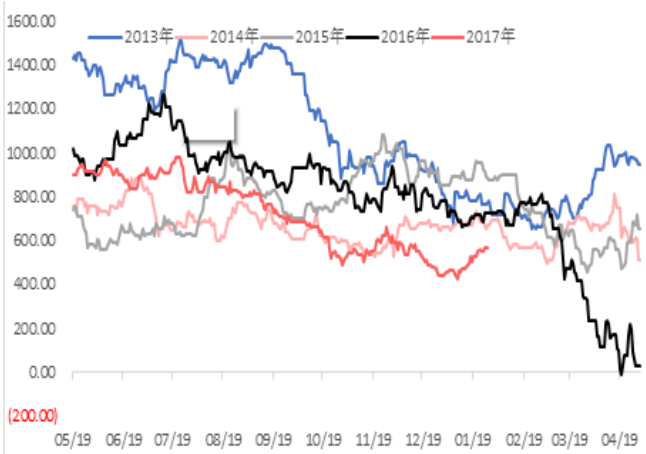
数据来源：Wind 华泰期货研究所

棕油 5 月基差



数据来源：Wind 华泰期货研究所

豆棕油价差 5 月



数据来源：Wind 华泰期货研究所

2 月策略推荐

逢高空 P1809：阶段来看，油脂处在相对低位，目前也缺少明确驱动，没有太大的机会，相对确定的是年度棕油产量还将维持比较高增产期， sppoma 预估 1 月前 25 日产量环比减产 12%，季节性减产得到延续，但出口还是萎缩较多。关注出口和产量变化，现阶段看远月价格还有向下的空间。

风险：棕油产量波动

豆棕油套利：跨品种套利逻辑为多强的品种，空相对弱势的，豆油库存见拐点，而棕榈油库存因进口利润时有打开，预期库存伴随季节性淡季继续增长。3 月印尼棕榈油进口利润窗口打开，棕榈油基本面偏空。相对来说棕油适合配置在油脂套利中的空头。需留意美豆阶段大涨后若天气未能继续，有回调风险，拖累豆油走势。

风险：美豆原料端 棕油产量库存变化

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