美豆大涨提振油脂

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 2 月份，油脂总体波幅不大，依然维持震荡状态。月初在马盘供需报告偏空预期下走势依然偏弱，叠加国内节日备货结束，现货端缺少提振。但随着阿根廷天气持续不见好转，降雨始终偏少，各机构纷纷下调阿根廷产量预估。油世界下调至 4600 万吨。美豆涨势异常凌厉，春节期间节节升高。美豆的强势提振了国内油粕表现。马盘节日期间震荡偏弱，在供需报告偏多后并未持续反弹，主要是出口又有回落，从基本面数据看，马来季节性减产有望延续，1-20 日 sppoma 预估环比减产 20%，但 MPOA 仅给出 6.4%的减产预估，减产幅度对行情势必会有较大影响，尤其是在现阶段马来西亚库存仍处在相对高位的情况下，一旦减产不如预期，去库存将变得尤为艰难，棕油小幅反弹后再度走弱则是大概率事件。

3 月策略推荐：

逢低多豆油

从中长期角度看，本年度油脂基本面仍较偏空，并没有太大的趋势性行情，但从绝对价格看，油脂仍处在相对低位，外盘美豆大涨，势必会对整个油脂油料行情还有提振，在阿根廷天气未彻底转好之前，不建议空国内油粕，此阶段建议逢低多为主。

风险：天气变化

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。而在马盘方面，2 月减产若不及预期势必会对市场信心有极大打击，在年度供需偏弱的背景下，。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

美豆在 2 月继续大涨，近阶段走势的最关键因素是阿根廷的天气和产量变化。相比较巴西，阿根廷纬度更高、播种和收割更晚。每年 2-3 月是阿根廷大豆开花和灌浆的关键生长期，而从 12 月起干旱天气就屡屡作怪，使得市场对阿根廷产量预估越来越悲观。罗萨里奥谷物交易所最新预估 4650 万吨，Agripac4700 万吨，布宜诺斯艾利斯谷物交易所 4700 万吨，油世界最低给到 4600 万吨的预估，均低于 2 月 USDA 供需报告中 5400 万吨的预估。USDA 后期修正为必然。最终南美产量明朗要等到 4 月以后，因此 3 月阿根廷天气及后期产量变化对盘面走势仍很重要，投资者仍需密切注意天气变化。

农业展望论坛平衡表预估

	2015/16	2016/17	2017/18 /1	2018/19 /2
Area planted (mil. ac.) Area harvested	82.7 81.7	83.4 82.7	90.1 89.5	90.0 89.1
Yield (bu./ac.)	48.0	52.0	49.1	48.5
Production (mil. bu.)	3,926	4,296	4,392	4,320
Beginning stocks Imports Supply	191 24 4,140	197 22 4,515	302 25 4,718	530 25 4,875
Crush Seed and Residual Total domestic use	1,886 115 2,002	1,899 141 2,040	1,950 139 2,088	1,980 135 2,115
Exports	1,942	2,174	2,100	2,300
Total use	3,944	4,213	4,188	4,415
Ending stocks	197	302	530	460
Stocks/use (percent)	5.0	7.2	12.7	10.4
Season-avg. farm price ($/bu.)	8.95	9.47	9.30	9.25

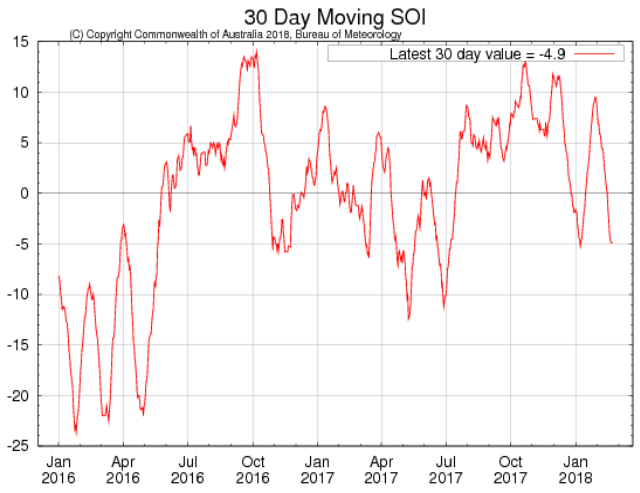
资料来源：USDA、华泰期货研究所

美豆 USDA17/18 年度平衡表预估

全球	2016/2017			2017/2018		
	1月	2月	变动	1月	2月	变动
收割面积(1000公顷)	120298	120302	4	126098	125809	-289
期初库存(1000吨)	78024	77924	-100	96489	96135	-354
产量(1000吨)	351317	351323	6	348569	346919	-1650
进口量(1000吨)	144219	144248	29	150165	150235	70
总供应(1000吨)	573560	573495	-65	595223	593289	-1934
出口量(1000吨)	147266	147217	-49	152185	151952	-233
压榨量(1000吨)	288311	288543	232	301447	300097	-1350
食用消费量(1000吨)	18188	18188	0	18943	18943	0
饲用消费量(1000吨)	23306	23412	106	24082	24162	80
总消费量(1000吨)	329805	330143	338	344472	343202	-1270
期末库存(1000吨)	96489	96135	-354	98566	98135	-431
单产（磅英亩/英亩）	43.42	43.42	0.00	41.10	41.00	-0.10
库存使用比	20.23%	20.14%	-0.09%	19.85%	19.82%	-0.03%

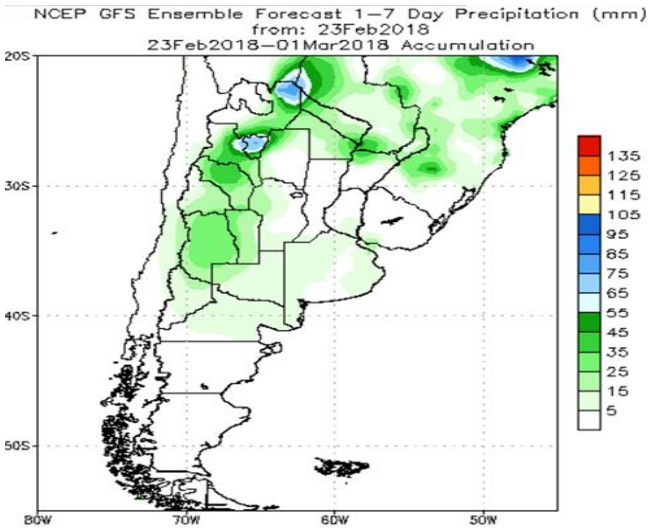
资料来源：USDA、华泰期货研究所

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

USDA2 月美国平衡表中出口下调 163.3 万吨，最终期末库存由 4.7 亿蒲上调至 5.3 亿蒲，高于市场平均预估值 4.92 亿蒲。南美两国产量调整比市场预期的更加利空，巴西大豆产量上调 200 万吨至 1.12 亿吨（市场预估 1.114 亿吨），阿根廷大豆产量下调 200 万吨至 5400 万吨（市场预期 5380 万吨）。中国进口量预估维持不变。豆油方面，全球仅南美稍作变动，整体新季度压榨量调减，产量下调 21.4 万吨，期末库存下调 5 万吨，美豆油没有变化。总体报告偏中性。

美国豆油平衡表

	2016/2017			2017/2018		
United States	1月	2月	变动	1月	2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	10217	10217	0
进口	145	145	0	136	136	0
总供给	10934	10934	0	11129	11129	0
出口	1160	1160	0	862	862	0
食用消费	6186	6186	0	6168	6168	0
工业消费	2812	2812	0	3402	3402	0
国内消费	8998	8998	0	9570	9570	0
总需求	10158	10158	0	10432	10432	0
期末库存	776	776	0	697	697	0
S/D	7.64%	7.64%	0.00%	6.68%	6.68%	0.00%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

全球豆油平衡表

Oil, Soyb	2016/2017			2017/2018		
world	1月	2月	变动	1月	2月	
期初库存	3570	3573	3	3248	3294	46
压榨	288311	288522	211	301447	300097	-1350
产量	53899	53950	51	56147	55933	-214
进口	10929	10937	8	11196	11061	-135
总供给	68398	68460	62	70591	70288	-303
出口	11339	11312	-27	11366	11253	-113
食用消费	44098	44141	43	45745	45603	-142
工业消费	9603	9603	0	10247	10257	10
国内消费	53811	53854	43	56097	55965	-132
总需求	65150	65166	16	67463	67218	-245
期末库存	3248	3294	46	3128	3070	-58
S/D	6.04%	6.12%	0.08%	5.58%	5.49%	-0.09%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

棕油

USDA2 月棕榈油平衡表，全球新作产量上调 35 万吨，新季度大供给的展望越发强烈，而在需求端，食用工业消费均有上调，期末库存调增 7 万吨，总体上报告中性略偏空。而 MPOB 报告中，马来 1 月底产量 160 万吨，环比减少 13.5%，1 月份的棕油出口为 150 万吨，环比增加 6%，对比之前的船调数据，1 月出口增颇为意外，期末库存为 154 万吨，MPOB 报告利多无疑。

全球棕油平衡表

Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
world	1月	2月	变动	1月	2月	变动
期初库存	8703	8690	-13	8685	8646	-39
产量	64874	64874	0	69415	69774	359
进口	44889	45167	278	46582	47082	500
总供给	118466	118731	265	124682	125502	820
出口	48517	48627	110	49876	50041	165
食用消费	44549	44700	151	46299	46667	368
饲用消费	711	714	3	787	784	-3
工业消费	16004	16044	40	16858	17073	215
国内消费	61264	61458	194	63944	64524	580
总需求	109781	110085	304	113820	114565	745
期末库存	8685	8646	-39	10862	10937	75
S/D	14.18%	14.07%	-0.11%	16.99%	16.95%	-0.04%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

马来棕油平衡表

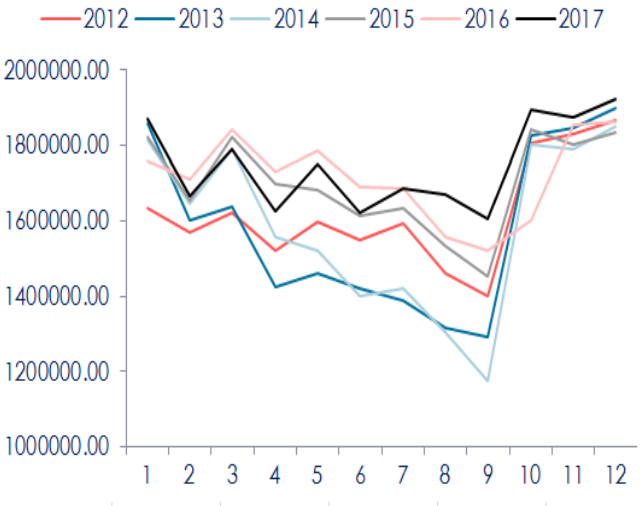
Oil, Palm	2016/2017			2017/2018		
Malaysia	1月	2月	变动	1月	2月	变动
期初库存	1546	1546	0	2019	2019	0
产量	18860	18860	0	20500	20500	0
进口	650	650	0	750	750	0
总供给	21056	21056	0	23269	23269	0
出口	16301	16301	0	17300	17300	0
食用消费	670	670	0	700	700	0
饲用消费	50	50	0	70	70	0
工业消费	2016	2016	0	2300	2300	0
国内消费	2736	2736	0	3070	3070	0
总需求	19037	19037	0	20370	20370	0
期末库存	2019	2019	0	2899	2899	0
S/D	10.61%	10.61%	0.00%	14.23%	14.23%	0.00%

数据来源：USDA 华泰期货研究所

（3）NOPA 压榨数据

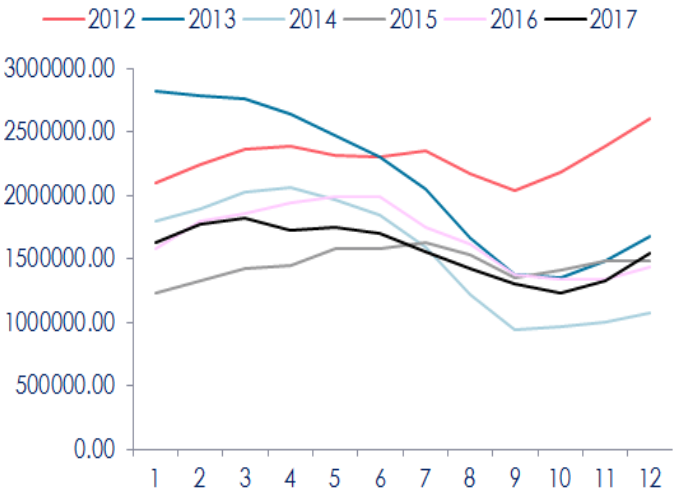
NOPA 公布 1 月其会员单位累计压榨大豆 1.631 亿蒲，低于市场预期的 1.638 亿蒲式耳，但仍是历史同期最高水平，为所有月份的第八高位。NOPA 报告还显示， 1 月 31 日的美国豆油库存为 17.28 亿磅，高于 12 月底的 15.18 亿磅，而生柴使用上四季度不及预期，1 月份较高的库存压力依然压制美盘豆油。

美豆油产量 单位：千磅



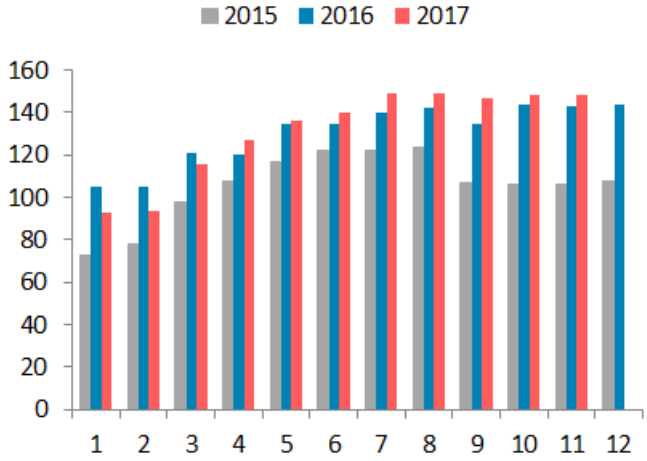
数据来源：路透 华泰期货研究所

美豆油库存 单位：千吨



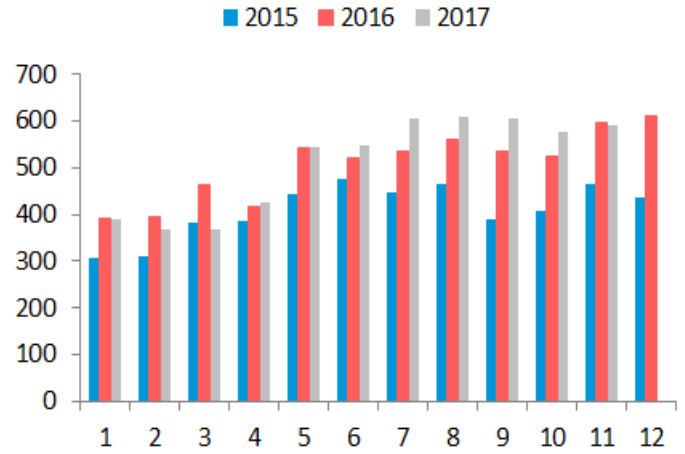
数据来源：路透 华泰期货研究所

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

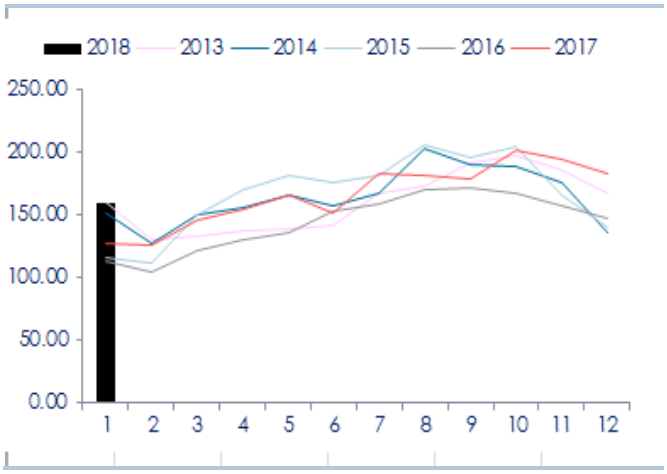


数据来源：EIA 华泰期货研究所

马盘棕油供求情况

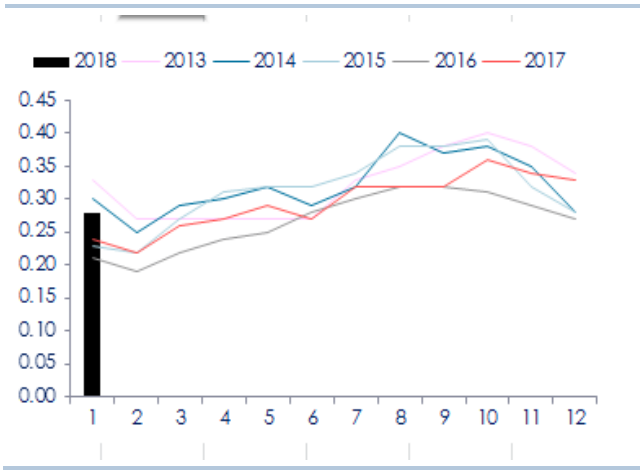
马棕油 2 月总体维持震荡，马来为了去库存，月初宣布连续 3 个月将本国的出口关税降至 0，以此来提振本国毛棕油的出口竞争力。但目前看该政策刺激效果不是太明显，对比印尼，印尼自去年起就实施零关税举措，占领部分马来市场份额，而价格上大多情况也是印尼更具优势，其次主要需求国进口补库愿望也不强，印度进口增加有限。行情难以提振根本原因还是在供给端，2 月东南亚天气虽经历季风降雨，但对棕油收割构不成大威胁，总体上天气还是较为有利的，整个年度上说，目前也是经历产量丰产周期，印尼今年产量预估突破 4000 万吨，马来较去年也有可观增长。对比去年，当时产量还并未有恢复，但出于对预期的担忧，年后棕油出现了大幅度的下跌，那看眼下机构对 2 月 1-20 日的产量预估，季节性减产还将延续，1-20 日 sppoma 预估环比减产 20%，但 MPOA 仅给出 6.4%的减产预估，减产幅度对行情势必会有较大影响，尤其是在现阶段马来西亚库存仍处在相对高位的情况下，一旦减产不如预期，去库存将变得尤为艰难，棕油小幅反弹后再度走弱则是大概率事件。

马来产量　　单位：万吨



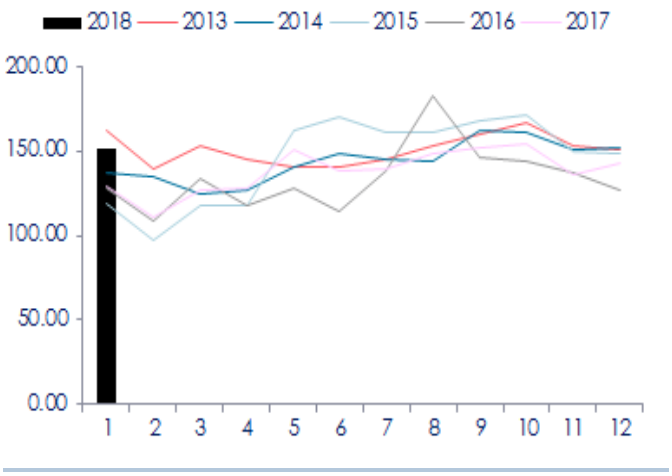
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来单产　　单位：吨/公顷



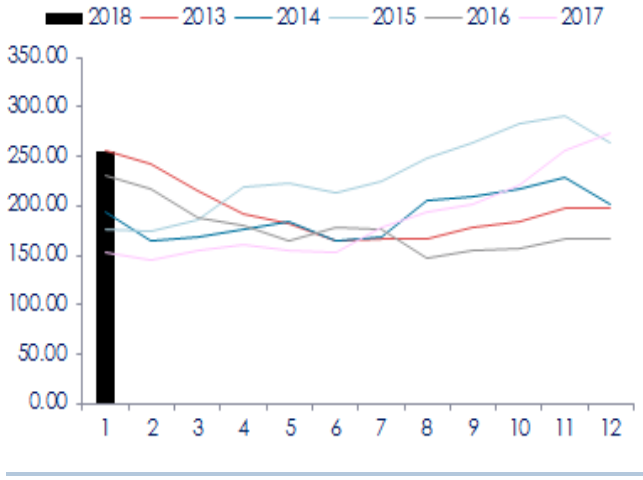
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来出口　　单位：万吨



数据来源：MPOB 华泰期货研究所

马来库存　　单位：万吨



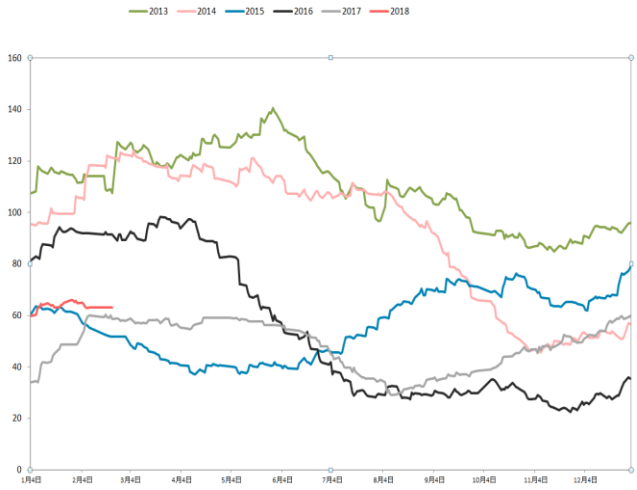
数据来源：MPOB 华泰期货研究所

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%。

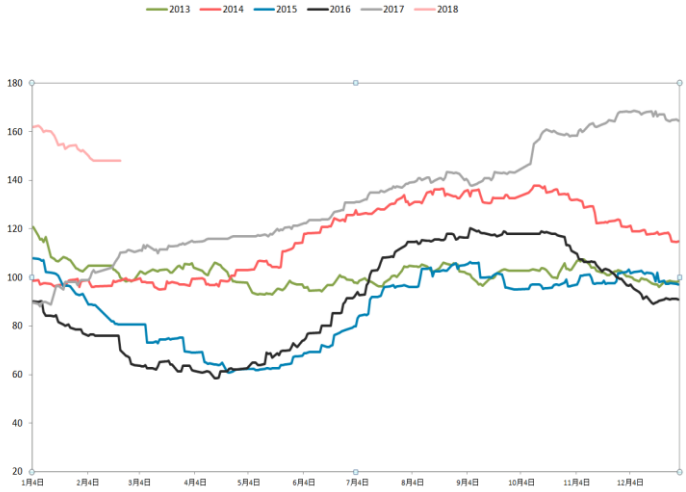
分品种看，2 月是农历新年月，假期期间油厂生产停止。春节前，油厂由于较好的开机利润保持积极生产，2 月前两周开机率均在 56%左右，港口和油厂大豆库存也有所下降，截至 2 月 9 日港口大豆库存为 569.75 万吨，截至 2 月 4 日油厂大豆库存为 430.68 万吨。不过今年由于价格低迷，下游备货并不踊跃，随用随买心态较重。不过这也导致了下游渠道库存不足，后期买货应能跟上。而棕油这端，库存在 63 万吨附近，自 10 月以来库存持续缓增，之前进口量也较高。消费上冬季消费淡季，各地棕榈勾兑份额大幅降低，而豆油与棕榈油价差偏小也限制棕榈油需求，目前全国港口食用棕榈油库存总量放大至 66 万吨。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。后期份抛储还将继续， 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，从平衡表预估看，5 月左右菜油仍将面临一定压力。

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

豆油平衡表

棕油平衡表

单位：万吨		期初库存	国内产量	进口	总供给	国内消费	出口	总需求	豆油期末库存
2016/17年	10月	118	121	4	243	129	1	130	113
	11月	113	136	8	257	159	1	160	97
	12月	97	145	3	245	155	1	156	89
	1月	89	120	1	210	112	1	113	97
	2月	97	101	3	201	89	1	90	111
	3月	111	118	1	230	113	1	114	116
	4月	116	128	5	249	133	1	134	115
	5月	115	142	2	259	135	1	136	123
	6月	123	136	14	273	147	1	148	125
	7月	125	143	7	276	134	1	135	141
	8月	141	141	7	289	148	1	148	141
	9月	141	148	3	292	143	1	144	148
2017/18年	10月	148	136	6	290	130	1	131	159
	11月	159	145	2	306	137	1	138	168
	12月	168	156	3	327	161	1	162	165
	1月	165	145	3	313	160	1	161	152
	2月	152	92	2	246	96	1	96	150
	3月	150	120	1	271	124	1	120	151

数据来源：华泰期货研究所

单位：万吨		期初库存	进口	总供给	国内消费	棕油期末库存
2016/17年	10月	34	16	50	21	29
	11月	29	28	57	31	26
	12月	26	50	76	40	36
	1月	36	38	71	21	50
	2月	50	24	74	17	57
	3月	57	28	85	27	58
	4月	58	29	87	29	58
	5月	58	18	76	19	57
	6月	57	11	68	20	48
	7月	48	7	55	22	33
	8月	33	31	64	28	36
	9月	36	49	85	49	36
2017/18年	10月	36	32	68	21	47
	11月	47	35	82	33	49
	12月	49	42	91	32	59
	1月	59	35	94	29	65
	2月	65	20	85	16	69
	3月	69	35	104	25	79

数据来源：华泰期货研究所

菜油平衡表

单位：万吨		期初库存	国内产量	进口菜油	进口菜籽压榨	抛储	总供给	国内消费	菜油期末库存
2016/17年	6月	25	8	1	10	34	78	52	26
	7月	26	9	3	12	28	78	54	24
	8月	24	10	3	13	25	75	48	27
	9月	27	12	5	13	20	77	44	33
	10月	33	12	5	11	17	78	45	33
	11月	33	14	7	15	16	85	57	28
	12月	28	14	6	16	17	81	52	29
	1月	29	7	8	10	14	68	37	31
	2月	31	5	8	15	13	72	33	39
	3月	39	5	9	16	12	81	40	41
	4月	41	6	9	18	11	85	41	44
	5月	44	7	7	18	11	87	38	49
2017/18年	6月	49	8	8	20	11	96	50	46
	7月	46	9	6	17	11	89	41	48
	8月	48	10	4	15	11	88	36	52
	9月	52	10	3	18	12	95	47	48
	10月	48	10	4	20	15	97	56	41
	11月	41	10	4	18	14	87	49	38
	12月	38	10	7	18	13	86	55	31
	1月	31	10	6	9	12	68	46	22
	2月	22	10	6	16	15	69	38	31
	3月	31	10	6	18	15	80	40	40
	4月	40	8	6	17	15	86	40	46
	5月	46	8	6	17	15	91	40	51

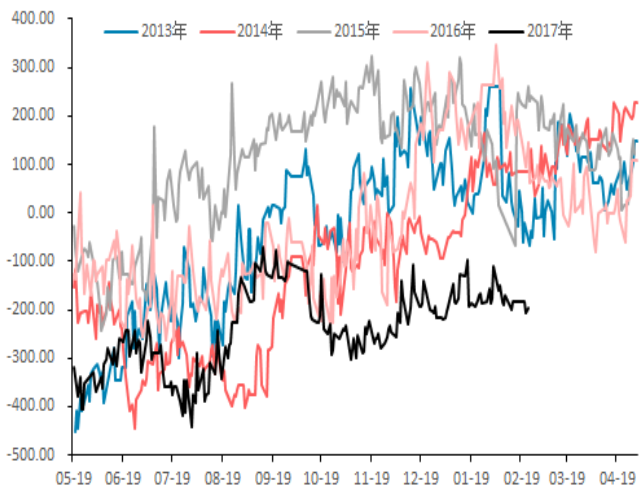
数据来源：华泰期货研究所

总结与预测

回顾刚过去的 2 月份，油脂总体波幅不大，依然维持震荡状态。月初在马盘供需报告偏空预期下走势依然偏弱，叠加国内节日备货结束，现货端缺少提振。但随着阿根廷天气持续不见好转，降雨始终偏少，各机构纷纷下调阿根廷产量预估。油世界下调至 4600 万吨。美豆涨势异常凌厉，春节期间节节升高。美豆的强势提振了国内油粕表现。马盘节日期间震荡偏弱，在供需报告偏多后并未持续反弹，主要是出口又有回落，从基本面数据看，马来季节性减产有望延续，1-20 日 sppoma 预估环比减产 20%，但 MPOA 仅给出 6.4%的减产预估，减产幅度对行情势必会有较大影响，尤其是在现阶段马来西亚库存仍处在相对高位的情况下，一旦减产不如

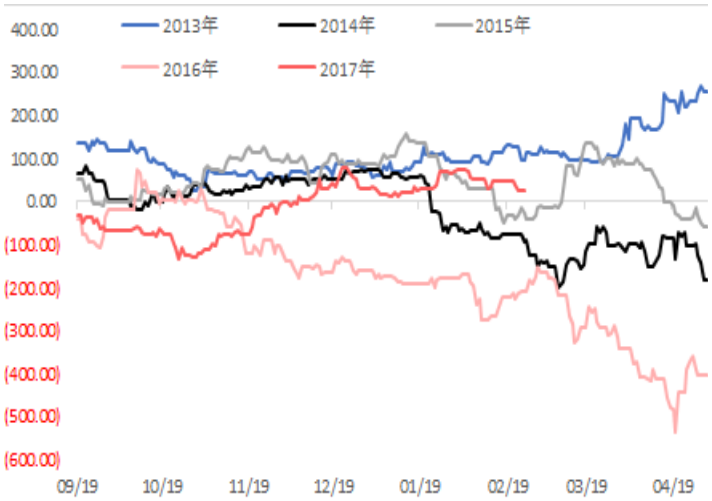
预期，去库存将变得尤为艰难，棕油小幅反弹后再度走弱则是大概率事件。

豆油 5 月基差



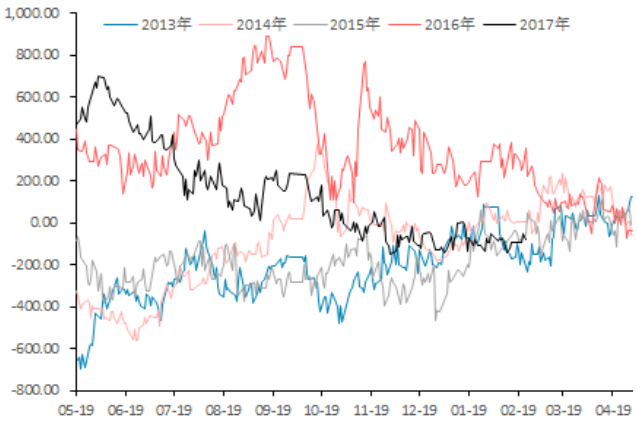
数据来源：Wind 华泰期货研究所

棕油 59 价差



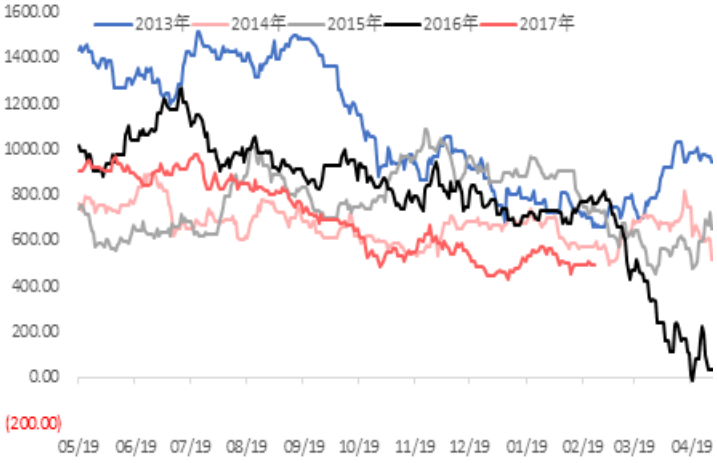
数据来源：Wind 华泰期货研究所

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

3 月策略推荐

逢低多豆油

从中长期角度看，本年度油脂基本面仍较偏空，并没有太大的趋势性行情，但从绝对价格看，油脂仍处在相对低位，外盘美豆大涨，势必会对整个油脂油料行情还有提振，在阿根廷天气未彻底转好之前，不建议空国内油粕，此阶段建议逢低多为主。

风险：天气变化

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。而在马盘方面，2 月减产若不及预期势必会对市场信心有极大打击，在年度供需偏弱的背景下，。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.htfc.com