

►研报·油脂

12月豆、菜油偏多思路，棕榈油震荡

倍特期货·研究发展中心

2017年11月22日

11月中上旬，油脂在遭遇美国农业部和马来西亚棕榈油局中性偏空的月度供需报告后迎来弱势调整。近日，印度政府大幅调高关税使棕榈油承受了更多压力，而GMO证书审查事件则利多油脂。12月份，豆、菜油在环保高压和需求拉动下或走出一波上涨行情，而棕榈油因马来西亚库存高峰和国内库存历史同期低位多空因素交织，或将迎来震荡行情。后期关注GMO证书事件、美国反倾销政策、OPEC会议、南美种植可能带来的扰动。

相关报告：

《第十二届国际油脂油料大会会议纪要》

分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 受粕类及备货需求指引，油厂开机意愿强烈
- ◆ GMO证书审查为12月大豆进口投下阴影，环保问题仍是油厂开机率有效指引
- ◆ 马来西亚棕榈油库存12月大概率达到峰值，而国内库存处于历史同期低位

观点和操作策略：近期，豆油挤占菜油市场，预计O1801上涨受限。12月份，在环保高压和节日备货需求下，豆、菜油库存或进入下行通道，二者可能会迎来一波上涨行情，豆、菜油偏多思路。棕榈油多空交织，按震荡思路对待，关注做多豆油沽空棕榈油套利机会。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、11 月行情回顾

11 月中上旬，油脂在一段时间的横盘调整后进入了弱势调整阶段，参见图 1。行情转折的节点大概是在 11 月 10 日美国农业部（USDA）和马来西亚棕榈油局（MPOB）双双公布月度报告的时候。

图 1：文华油脂指数 11 月走势



（数据来源：文华财经）

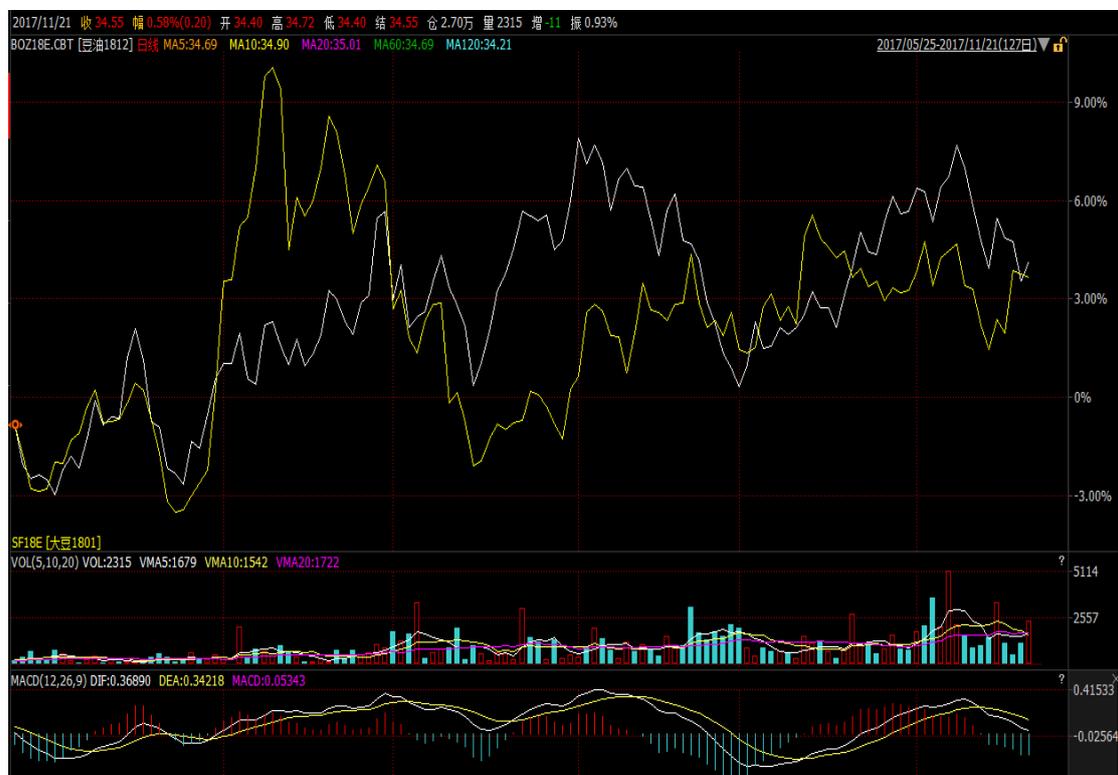
11 月上旬，豆油库存高位，棕榈油趋增，油脂承受较大供应压力。但在 10 号报告正式出炉前，市场对美豆存有关调单产的预期，对期价有一定的支撑。而 USDA11 月供需报告称，美国 2017/18 年度大豆产量将创纪录新高，达到 44.25 亿蒲式耳，大豆单产维持在 49.5 蒲式耳/英亩，两个数据均高于分析师预估的 44.20 亿蒲式耳、49.3 蒲式耳/英亩。而 MPOB 月度供需报告显示，马来西亚 10 月末棕榈油库存环比增加 8.4%至 219 万吨，产量较 9 月增加 12.9%至 200 万吨，出口环比增加 2%至 155 万吨。分析师此前预期 10 月末马来西亚棕榈油库存将增加 9.6%至 220 万吨，预期产量增加 9.4%至 195 万吨，出口量料增加 2.3%至 155 万吨。中性偏空的报告叠加较弱的基本面，油脂陷入了弱势调整的尴尬局面。

二、12 月走势展望

（一）豆油基本面分析

豆油上游原料大豆供应充足，盘面价格在 1000 美分下方震荡。根据 USDA11 月 10 日的月度供需报告，2017/18 年大豆全球范围内增产，11 月份预测值为 34889 万吨，较上月上调 0.29%，带动库销比走高 0.49% 达 28.38%，创下历史新高；美国产量 12044 万吨，较上月减少 14 万吨；中国进口 9700 万吨，库销比 18.62%，与上月相比上调 0.7%。另有数据表明，年底大豆到港数量庞大，11 月份将到 873 万吨，环比增 12%，12 月份可达 930 万吨。之所以有如此庞大的到港量是因为国内豆粕需求旺盛，供需偏紧。但有趣的是，这一预估现在正经受着“GMO（转基因证书）”考验。传言由于农业部审查时间延长，目前或有 20 调船进口大豆受影响，其中包括嘉吉、金光、来宝的大豆卸船。11 月份的船期，多数油厂已经申请好转基因证书，影响不明显，但 12 月能否顺利获得审批通过，目前无法确定。

图 2：CBOT 美豆、美豆油 11 月走势



（数据来源：文华财经）

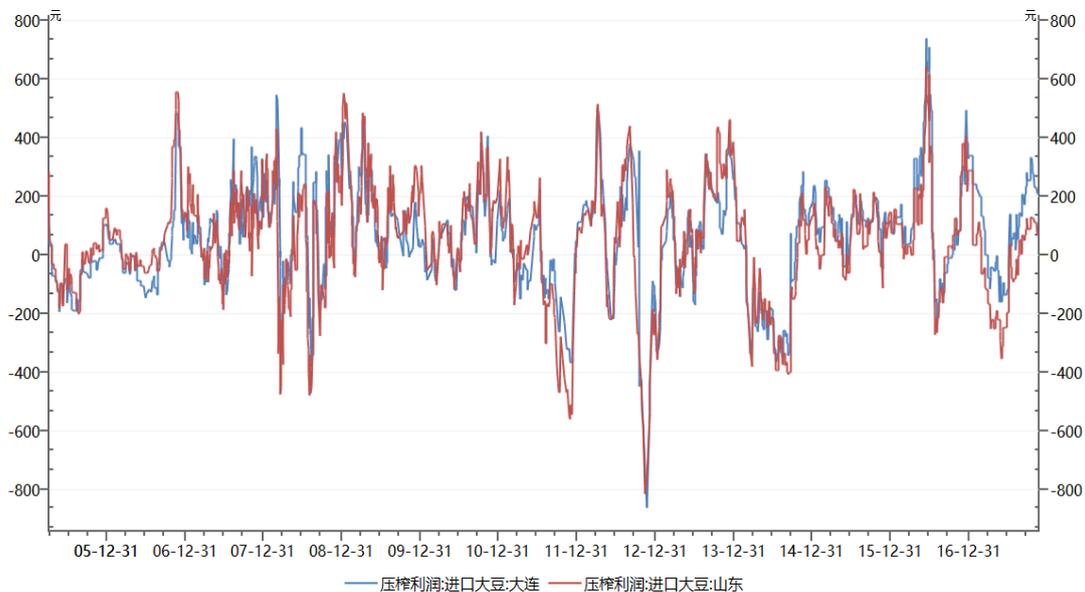
图 3: 美国农业部 (USDA) 11 月大豆供需平衡表

	期初库存	产量	进口量	国内压榨	使用总计	出口量	期末库存
2017/18年度(预测值)							
世界	10月 94.86	347.88	148.64	301.25	344.37	150.97	96.05
	11月 96.28	348.89	150.12	301.98	344.96	152.43	97.90
美国	10月 8.20	120.58	0.68	52.80	56.51	61.24	11.72
	11月 8.20	120.44	0.68	52.80	56.51	61.24	11.57
其他国家	10月 86.66	227.30	147.96	248.45	287.86	89.74	84.33
	11月 88.08	228.45	149.44	249.18	288.45	91.20	86.33
主要出口国	10月 60.95	175.92	1.72	90.99	99.26	79.90	59.43
	11月 62.05	176.92	1.74	90.74	99.12	81.40	60.19
阿根廷	10月 35.97	57.00	1.50	44.84	49.34	8.00	37.13
	11月 36.50	57.00	1.50	44.84	49.45	8.00	37.55
巴西	10月 24.46	107.00	0.20	42.00	45.70	64.00	21.96
	11月 24.76	108.00	0.20	42.00	45.70	65.00	22.26
巴拉圭	10月 0.37	9.40	0.01	3.95	4.00	5.50	0.28
	11月 0.66	9.40	0.01	3.70	3.76	6.00	0.32
主要进口国	10月 22.13	18.18	125.65	120.03	143.70	0.40	21.86
	11月 22.59	18.18	127.25	120.68	144.56	0.40	23.06
中国	10月 20.19	14.20	95.00	94.00	109.60	0.15	19.64
	11月 20.39	14.20	97.00	95.00	110.80	0.15	20.64
欧盟27国	10月 0.69	2.48	14.00	14.50	16.14	0.20	0.83
	11月 0.90	2.48	14.00	14.50	16.15	0.20	1.03
日本	10月 0.24	0.26	3.30	2.35	3.51	0.00	0.29
	11月 0.21	0.26	3.30	2.35	3.51	0.00	0.26
墨西哥	10月 0.12	0.48	4.30	4.72	4.76	0.00	0.15
	11月 0.10	0.48	4.30	4.72	4.76	0.00	0.13

(数据来源: USDA)

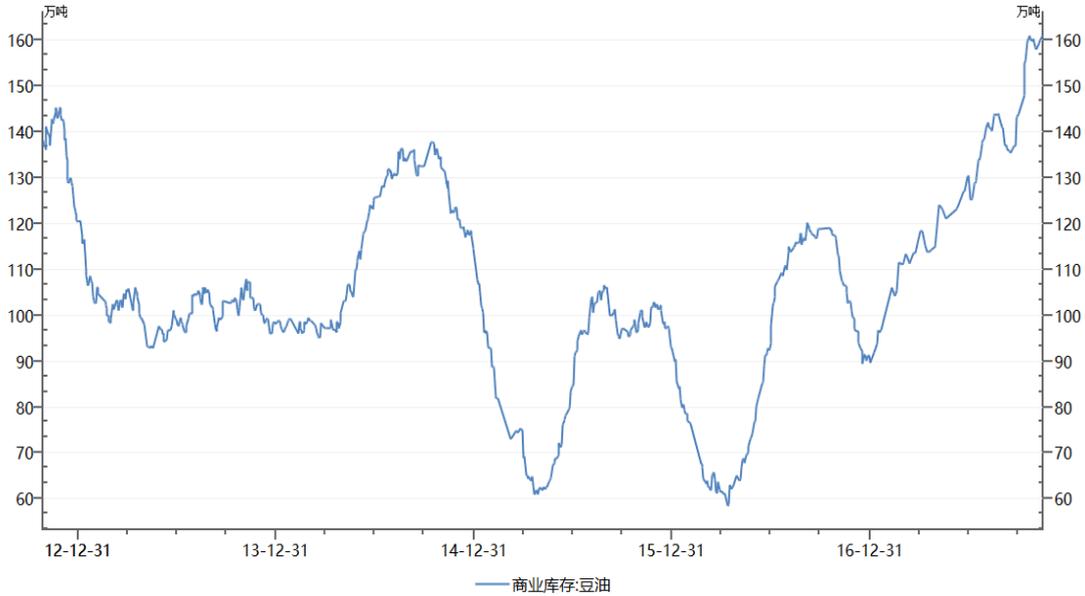
油厂压榨利润自今年 7 月份以来回归正值, 10 月 20 日左右油厂榨利达到本年度峰值后略有回调, 11 月 20 日大连压榨利润达 210 元/吨、山东为 65.75 元/吨。在高压榨利润的驱使下, 油厂开机率回升, 截止 11 月 20 日, 豆油商业库存达到了 161.23 万吨, 创下了历史新高。此外, 环保风给不合规油厂投下了一片阴影, 目前天津地区多家油厂限产或停机。

图 4: 油厂压榨利润——以大连、山东为例



(数据来源: wind)

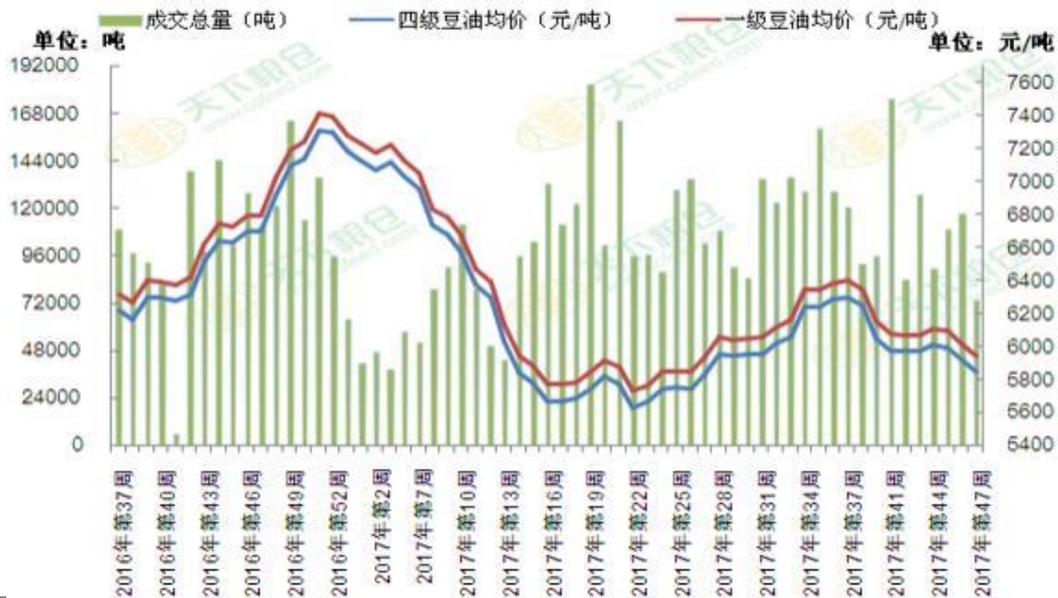
图 5: 国内豆油商业库存



(数据来源: wind)

需求方面, 自双节备货结束后, 成交量回落。按照一般规律, 节前备货会提前一个半月左右展开, 也就是说到 12 月份之后, 各大经销商将会开始为元旦、春节包装油备货做准备。届时油厂豆油库存量将会得到明显的消化, 有利于后期行情走势。

图 6: 国内豆油周均价及周度成交量对比图



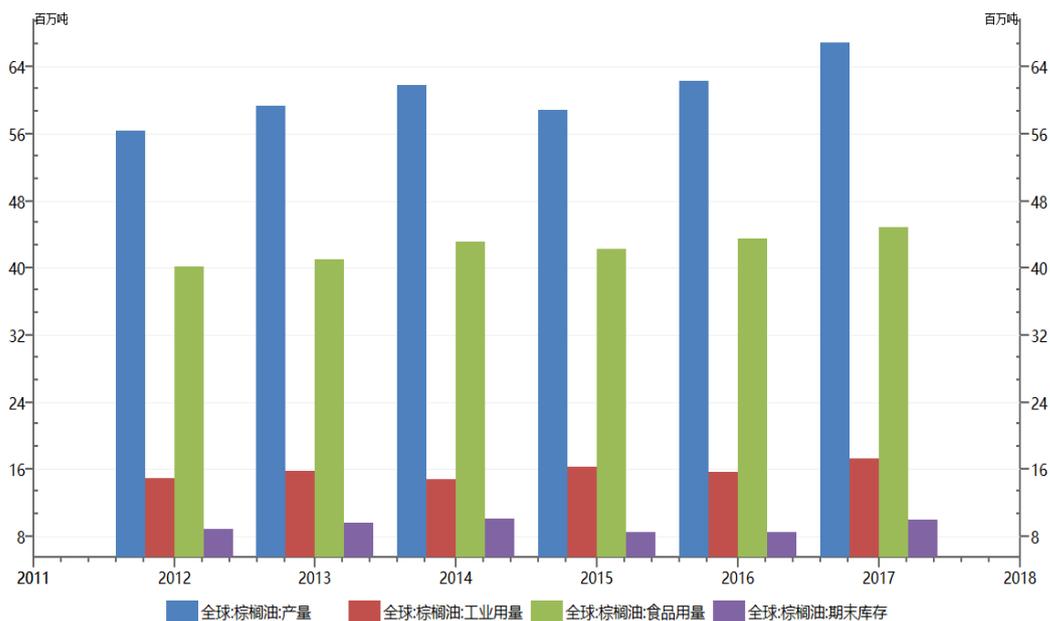
(数据来源: 天下粮仓)

总结一下豆油基本面情况: 豆粕需求放大引致油厂压榨利润向好, 油厂开机意愿强烈, 但 GMO 证书发放为 12 月大豆进口投下阴影, 环保问题制约油厂开机。也就是说, 豆油库存可能见顶。而 12 月份开始, 贸易商将开始为元旦、春节备货, 在需求拉动下豆油供需面宽松局面或许得到缓解, 豆油 12 月看涨。此外, 后期关注点将转向南美种植、中国转基因证书审查事件、美国反倾销政策。

(二) 棕榈油基本面分析

2017/18 年度全球棕榈油产量增产, 但增产部分主要来自于印度尼西亚, 马来西亚受树林老化影响, 其产量并未恢复到厄尔尼诺之前的 2015 年。根据 wind 数据, 2017/18 年度, 棕榈油全球产量预计达 6687 万吨, 同比增 7.4%。从消费结构来看, 棕榈油工业用途比重处于上升通道, 2017 年工业消费占比较 2016 年增 0.7 个百分点, 而食品占比大抵持稳。

图 7: 2012-2017 全球棕榈油产销图



(数据来源: wind)

根据 MPOB 月度供需报告统计, 2017/18 年度马来西亚 10 月份毛棕榈油产量为 200.88 万吨, 与之相对比, 同年 9 月为 177.99 万吨, 去年 10 月为万吨 167.79 万吨, 2015 年为 203.75 万吨。也就是说厄尔尼诺渐退, 马来西亚产量有所恢复, 但不及丰产年 2015。按照历史规律来看, 11 月至次年 2 月马棕油将进入减产季节性周期, 而库存则通常在 11 或 12 月达到峰值, 次年 1 月进入快速下降

通道。但是今年有一个横生的枝节就是印度政府大幅调高棕榈油进口关税，因此可以判定马来西亚棕榈油 12 月库存大概率会达到峰值。据外电 11 月 18 日消息，印度政府将本国毛棕榈油进口关税自目前的 15% 上调至 30%，精炼棕榈油出口关税将自目前的 25% 上调至 40%，毛豆油进口关税自当前的 17.5% 上调至 30%，精炼豆油进口关税自 20% 上调至 35%。

图 8：马来西亚棕榈油产量图



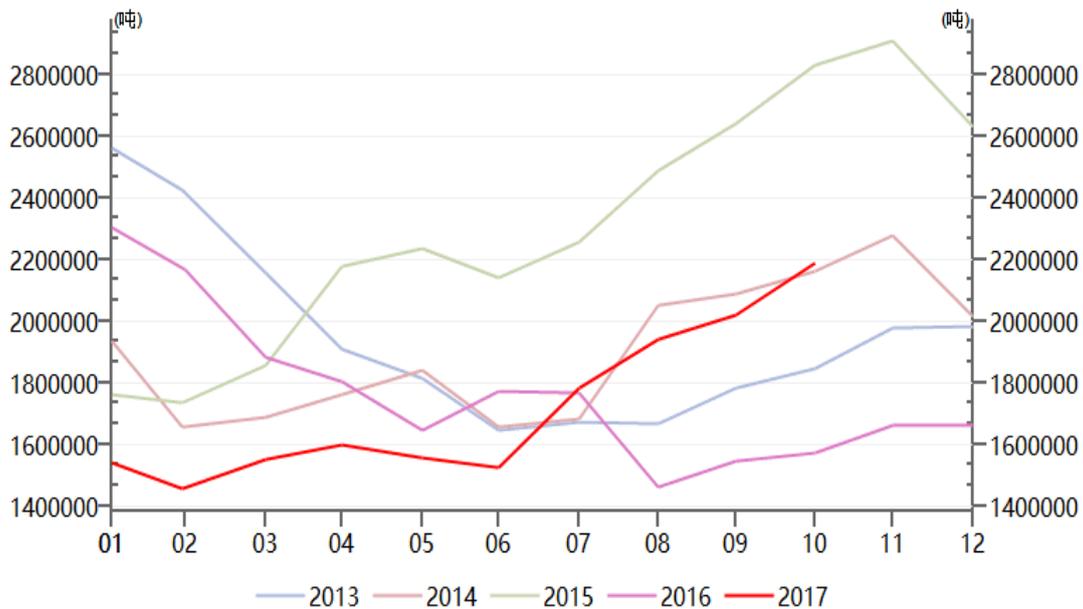
(数据来源: wind)

图 9: 马来西亚棕榈油出口图



(数据来源: wind)

图 10: 马来西亚棕榈油库存图

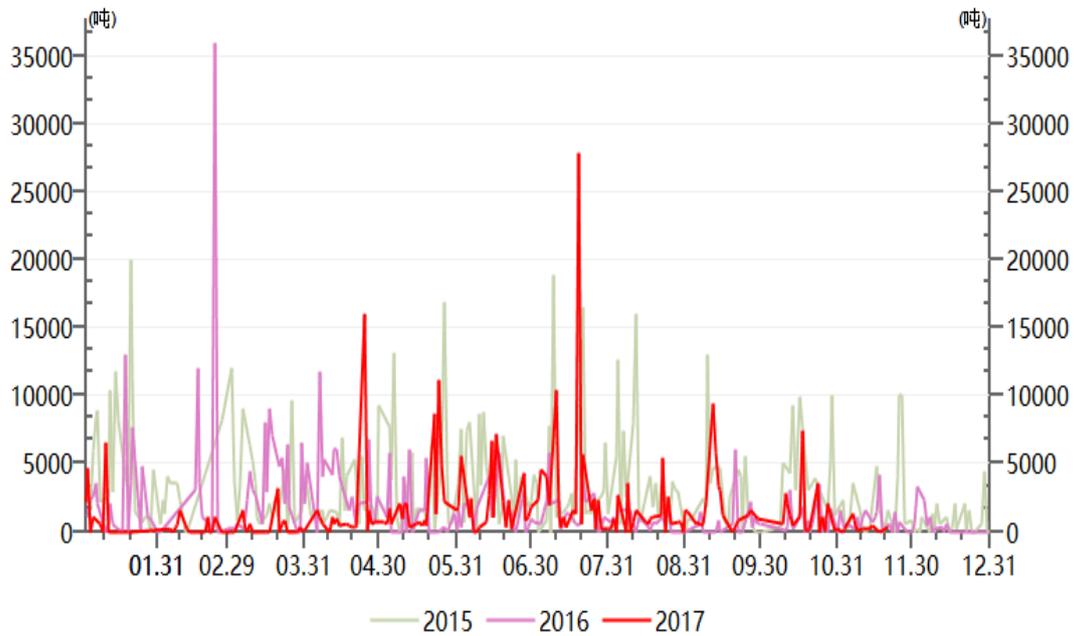


(数据来源: wind)

对于国内来说, 冬季是棕榈油的消费淡季, 贸易商进口量减少, 但由于出货较慢, 库存依然可能略增。不过今年的特点是, 我国棕榈油库存处于历史低位, 自身供应压力并不大, 今年 11 月 20 日

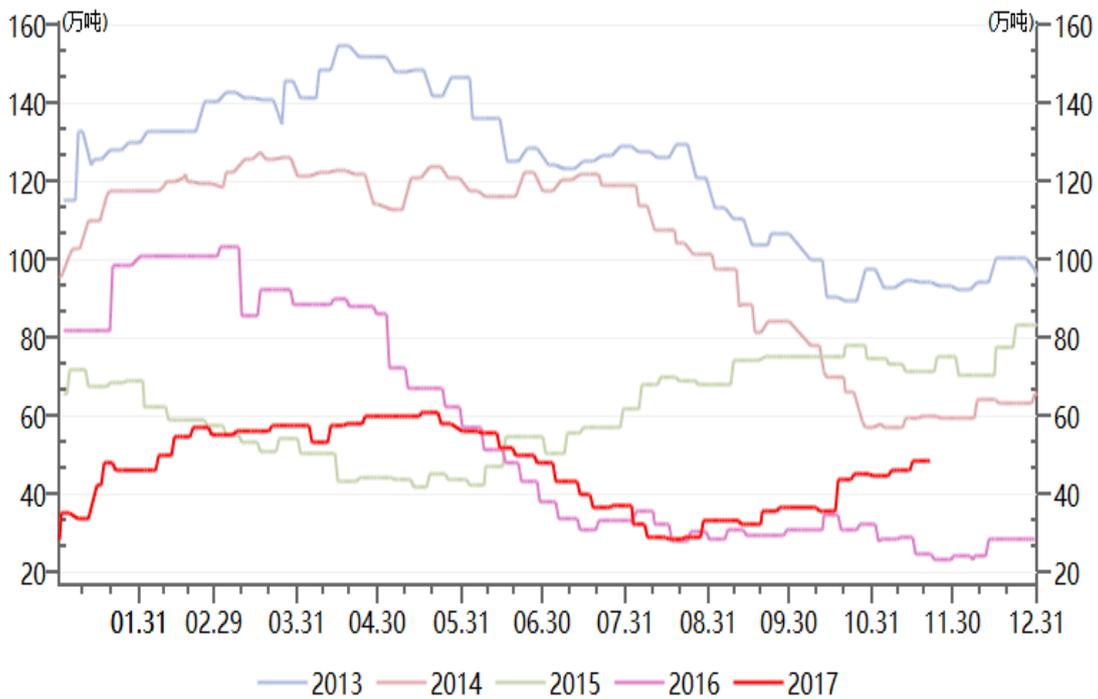
港口库存为 48.5 万吨，2015 年为 71.53 万吨。

图 11: 中国棕榈油成交量图



(数据来源: wind)

图 12: 国内棕榈油港口库存图



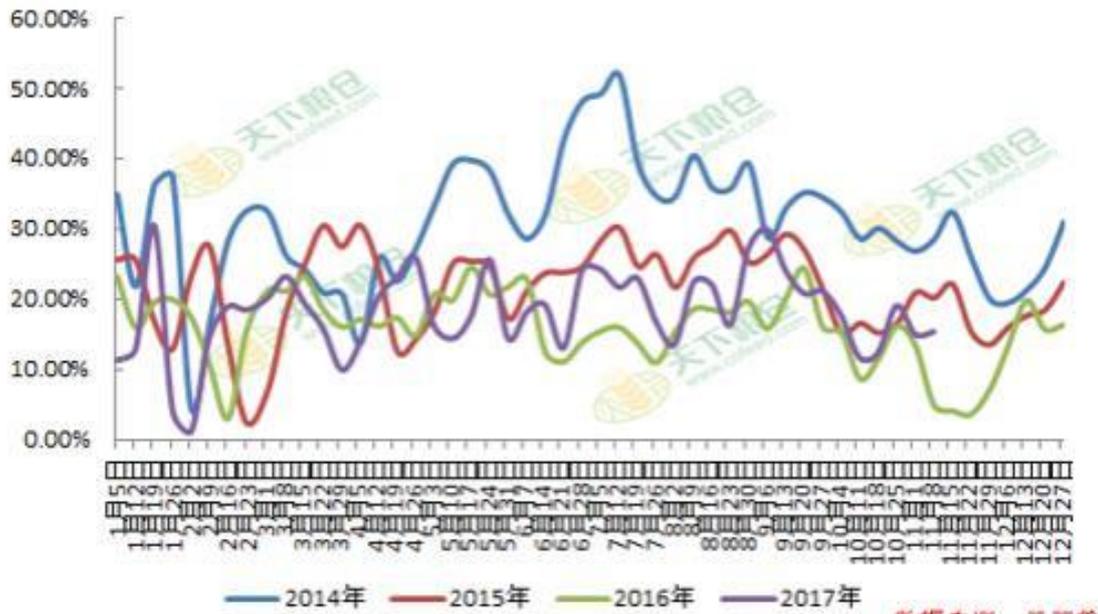
(数据来源: wind)

总结一下棕榈油基本面，2017 年棕榈油全球范围内增产，但马来西亚产能恢复较缓慢。由于印度政府意外大幅调高棕榈油进口关税，马棕榈油库存 12 月份大概率达到峰值。而我国棕榈油处于同期历史低位，预计冬季需求惨淡对棕榈油库存影响不大。因此，我们认为，棕榈油 12 月期价宽幅震荡。近期关注拉尼娜、美政府反倾销政策。

（三）菜油基本面分析

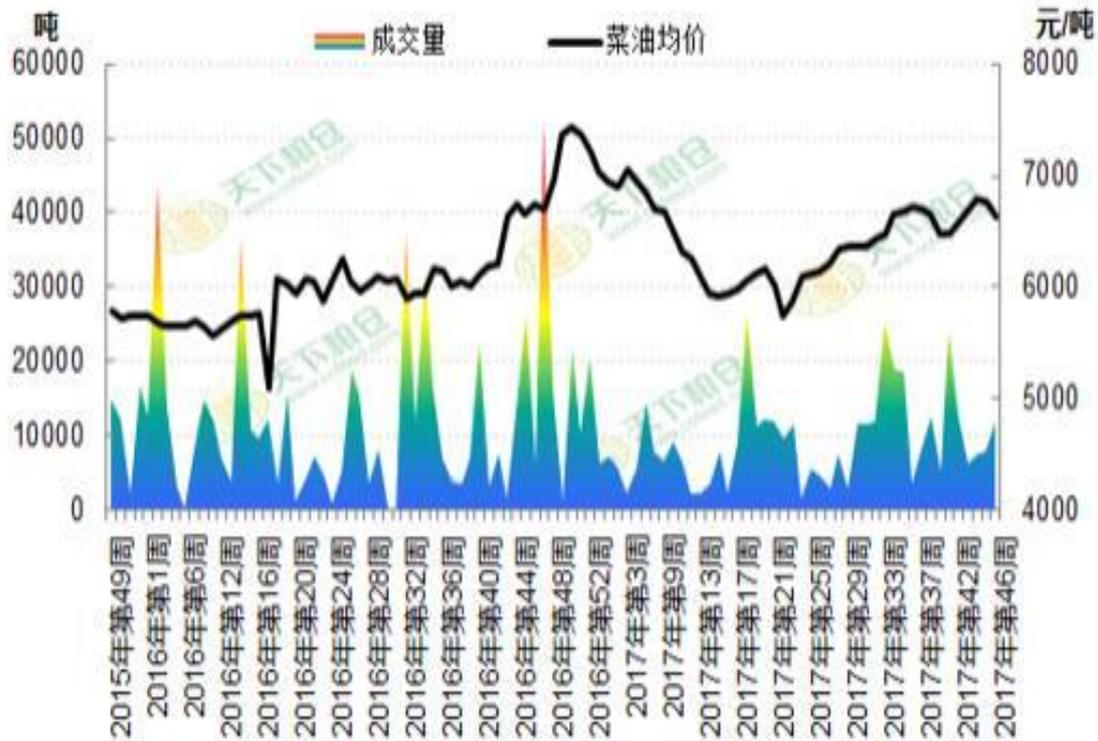
菜油方面与豆油类似，通常情况下，12 月份是需求旺季，油厂会逐步提升开机率以满足节前提货需求，而库存也会相对进入下降通道。天下粮仓统计，截止 11 月 17 日当周，纳入其调查范围的 101 价油厂菜籽本周压榨开机率为 20.15%，此前一周为 15.48%；菜籽压榨量增加至 10.09 万吨，增长 30.18%。而库存方面，较历史同期偏低。因此，菜油 12 月份可能会引来一波上涨行情。

图 13: 国内油厂菜籽开机率年度对比图



（数据来源：天下粮仓）

图 14: 国内菜油周均价及周度成交量对比图



(数据来源: 天下粮仓)

图 15: 两广及福建油厂菜油库存年度变化对比图

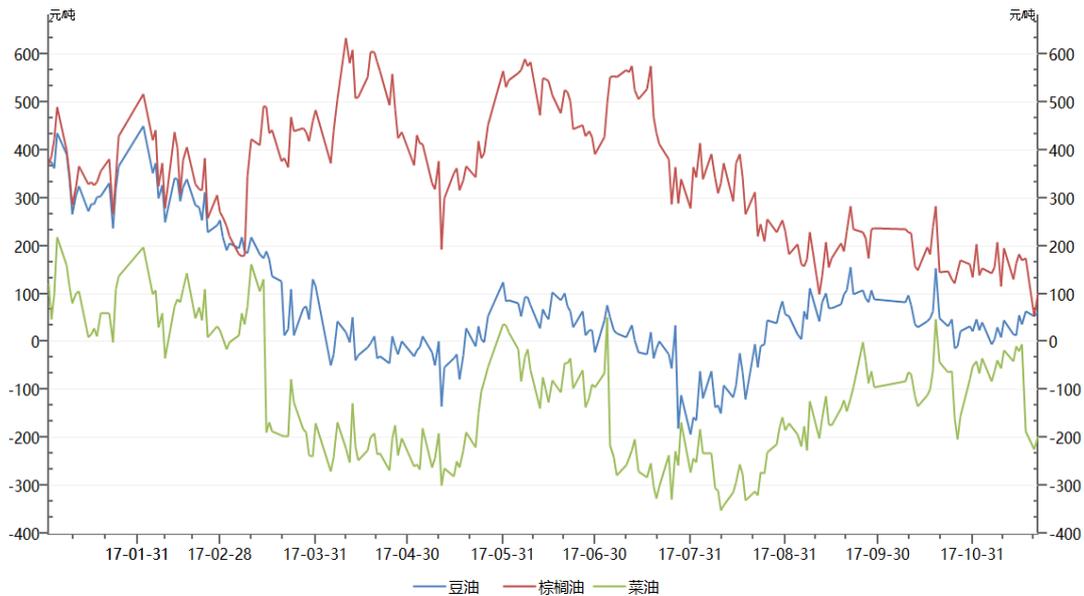


(数据来源: 天下粮仓)

（四）价差分析

当前油脂主力合约临近交割月，豆油和棕榈油基差都缩窄，而菜油期货升水，期价上涨会受到一定牵制。

图 16: 油脂基差



（数据来源：wind）

从菜豆油价差来看，价差呈现扩大趋势，豆油短期将在更大程度上抢占菜油市场，菜油受挤压库存难以释放。

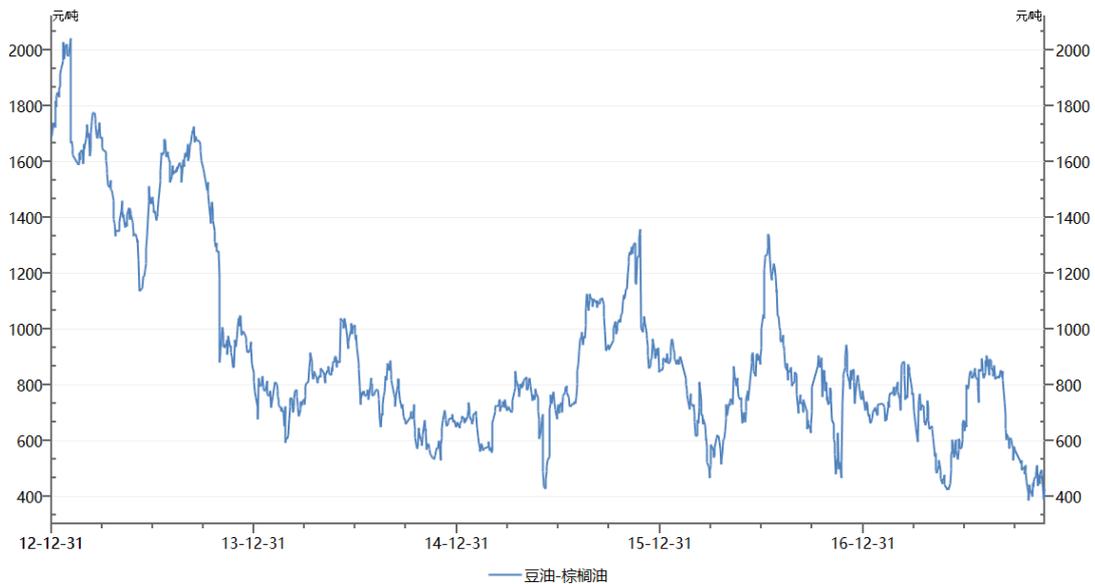
图 17：菜豆油价差



(数据来源：天下粮仓)

从豆棕价差图上来看，豆棕价差再度收窄，这与豆棕榈油价格弹性反转有关。不过预计 12 月份，豆棕价差将迎来季节性扩大，可关注做多豆油沽空棕榈油套利机会。

图 18：豆棕油价差图



(数据来源：wind)

三、观点和策略

总结概述：粕类需求放大及元旦、春节备货即将到来，油厂开机意愿强烈，但 GMO 证书发放为 12 月大豆进口投下阴影，环保问题制约油厂开机，豆、菜油库存或将于 12 月进入下行通道，届时豆、菜油可能会有一波上涨行情。棕榈油方面，由于印度政府意外大幅调高棕榈油进口关税，预计库存于 12 月大概率达到峰值，但我国国内棕榈油库存处于同期历史低位，因此预计 12 月份需求转淡对棕榈油行情影响不大，预计棕榈油宽幅震荡。此外，若 12 月豆棕价差迎来季节性扩大，可关注做多豆油沽空棕榈油套利机会。短期内，豆油将在更大程度上抢占菜油市场，菜油受挤压库存难以释放，叠加基差因素，菜油期价上涨受限。后期关注 GMO 证书事件、美国反倾销政策、OPEC 会议、南美种植。

观点及策略建议：近期，豆油挤占菜油市场，预计 OI801 上涨受限。12 月份，在环保高压和节日备货需求下，豆、菜油库存或进入下行通道，二者可能会迎来一波上涨行情，豆、菜油偏多思路。棕榈油多空交织，按震荡思路对待，关注做多豆油沽空棕榈油套利机会。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com