

▶年报·油脂

金融、产业属性博弈，油脂料宽幅震荡

倍特期货·研究发展中心

2017年12月18日

2017年油脂盘面在大豆供需偏松压力下表现疲弱，虽然第三季度在加拿大天气干旱和棕榈油产能恢复不及预期的提振下走出了一波上涨行情，但利多出尽后重返跌势。2018年，拉尼娜强度、粕类需求增速是决定国内豆油供需的关键变量，马棕油或增产，加菜籽结余库存待消化。结合技术分析，我们认为油脂2018年大概率宽幅震荡。

相关报告：

《12月豆、菜油偏多思路，棕榈油震荡》

分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 美豆种植面积或扩大，南美大豆受拉尼娜影响较大
- ◆ 马棕油产量进入恢复通道，中国有补库需求
- ◆ 加拿大油菜籽库销比走高，或进一步压制国内菜籽
- ◆ 油粕比低位或常态化，油脂内部价差走扩可期
- ◆ 中期低点循环价位凸显，油脂投机属性增强

观点和操作策略：2018年油脂或在金融属性和实体供需属性共同牵制下呈宽幅震荡态势，豆油、棕榈油、菜油指数震荡区间依次参考[5600, 7500]，[5000, 6500]，[6000, 7800]。季节方面，一季度偏强；二、三季度震荡；四季度偏弱。此外，油脂价差倾向于走扩，油粕比上涨或受限。拉尼娜强度、马来西亚棕榈油复产、马来西亚大选、原油价格、汇率、生物柴油法定用量、进出口关税及相关贸易争端等因素可能带来扰动。

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、市场回顾

油脂 2017 年走势偏弱，文华财经油脂指数在[127.96,158.25]区间震荡运行，振幅达 23.7%，截止 2017 年 12 月 18 日收盘价，较 2016 年收盘价跌 13.7%，较最高价跌 18.3%。分品种来看，菜油因整体供需相对偏紧，较为抗跌；棕榈油次之，因厄尔尼诺后恢复周期增产；豆油在全球大豆丰产格局下，下跌幅度最大。

图 1：文华油脂指数 2017 年走势



（数据来源：文华财经）

第一季度，油脂走势以春节为分水岭。节前，油脂受国内备货需求支撑高位震荡，创年内高位 158.25；节后，下游需求转淡，豆、棕、菜油商业库存全面回升，2 月农作物展望论坛调高本年度美豆种植面积、3 月巴西大豆产量创历史记录、马来西亚棕榈油逐渐自厄尔尼诺减产年恢复预期施压油脂市场，油脂转跌。

第二季度，油脂下行放缓，5 月份后从单边跌势转向低位震荡行情。4 月初，油脂因巴西大豆上市压力、原油回调、马棕油进入产量恢复周期预期，延续上季度下跌势态。5 月因棕榈油 4 月增产不及预期，及端午、斋戒月备货提振，油脂出现一波反弹行情。随后，在美豆种植面积终值同比预增 7%、雷亚尔贬值、等多空交织因素下低位震荡。

第三季度，油脂稳定逐步上涨，9 月底回落。本季度前期，菜油与棕榈油轮番引领油脂市场上涨。

菜油方面，加拿大天气异常干燥，国内外油菜籽均存减产预期。而马棕油产量库存均不及预期，出口数据较好。9月底，利多出尽，国庆、中秋双节备货结束、油脂库存高企、美豆大概率丰产，盘面开始回落。

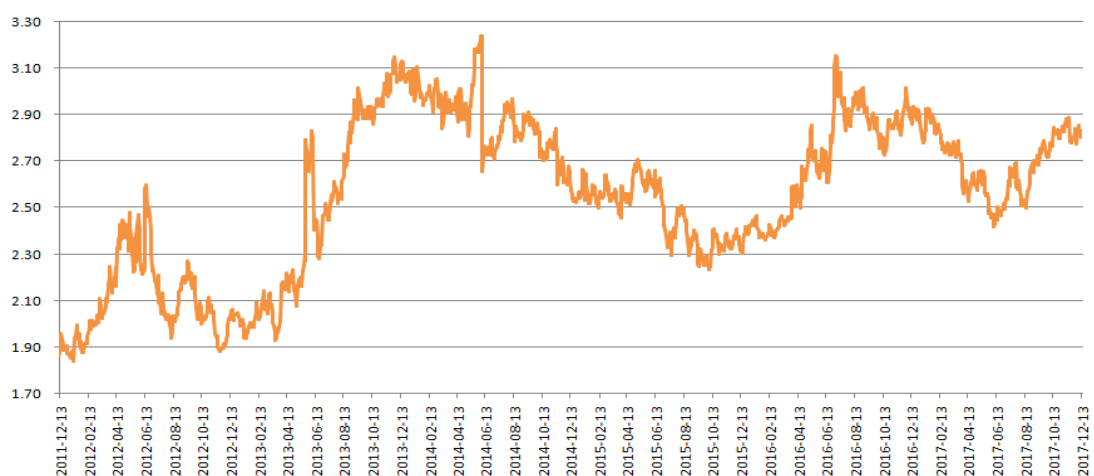
第四季度，油脂反弹受阻回落。本季度，国内豆油库存压力是压制盘面最重要的原因。小节奏上，国庆节后，油脂受美国农业部下调单产、马棕增产周期减产利好提振下弱反弹，但很快在 USDA、MPOB 双报告利空阴影下，重回跌势。

二、基本面分析

（一）豆油基本面分析

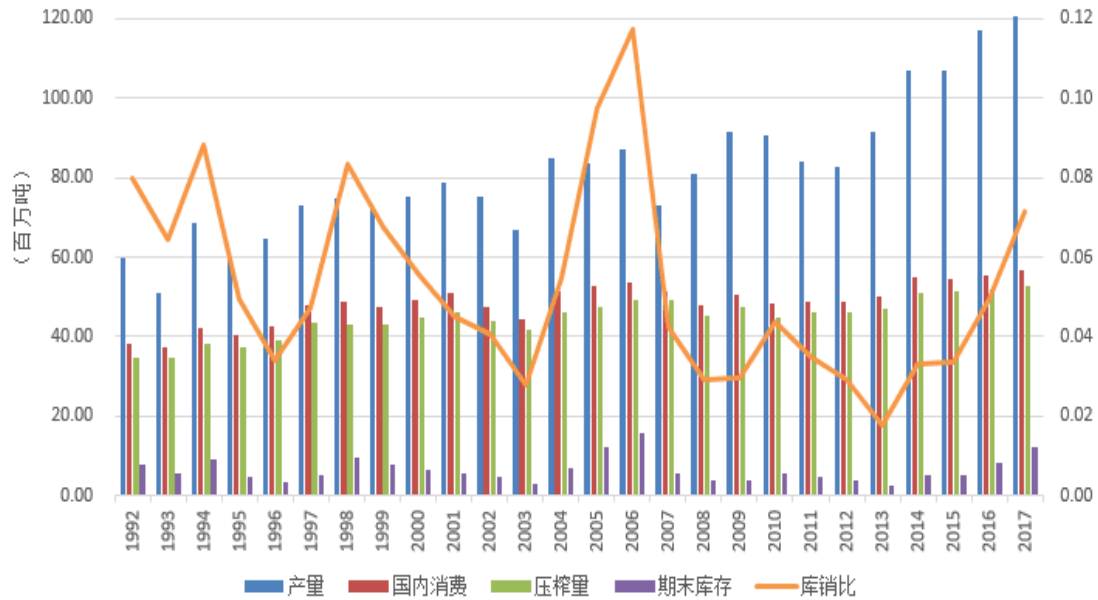
美国大豆 2018/19 年度播种面积或扩大，天气对单产的影响是市场关注的重点。目前，美盘大豆、玉米盘面比价为 2.84，高于 2.4 分水岭。若此比价延续到明年 3、4 月份，那么 2018 年大豆种植面积将大概率增加。而单产方面，明年 5 月份后拉尼娜强度是重要影响因素，基于今年美豆在干旱天气中的表现，美国豆类种植技术的提高或已使美豆抗自然灾害能力大幅提高。不过，12 月 4 日美国农业部（USDA）下属的首席经济学家办公室称其预计美国 2018/19 年度大豆种植面积将创纪录高位——9100 万英亩，高于 2017 年创下的纪录高位 9020 万英亩；单产预计每英亩 48.4 蒲式耳，低于今年的 49.5 蒲式耳；大豆产量为 43.6 亿蒲式耳，低于今年预估的 44.25 亿蒲式耳；年末库存预计降至 3.76 亿蒲式耳，低于今年的 4.25 亿蒲式耳。

图 2：美大豆玉米比价



（数据来源：wind）

图 3：美豆供需图

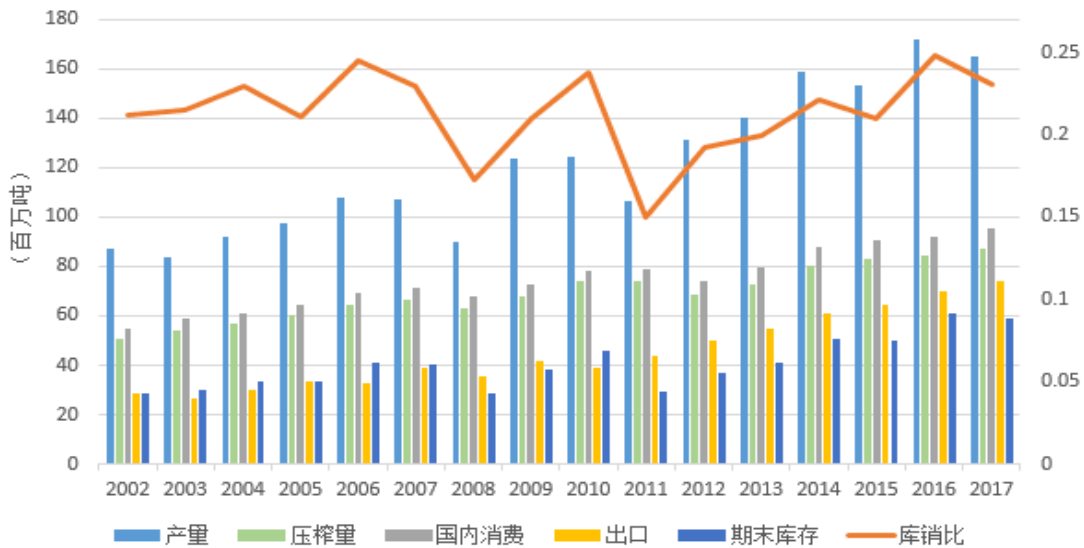


(数据来源: wind)

目前，市场普遍对阿根廷大豆存减产预期，而巴西则增、减产预期不统一。阿根廷大豆方面，美国农业部（USDA）12月供需报告将阿根廷新作产量调至5700万吨，同比去年下滑1.4%。美国田纳西州的知名私营分析机构 Informa 经济公司12月7日预计2017/18年度阿根廷大豆产量为5450万吨。尽管各机构由于预测模型和检验方法的不同在预期绝对值上有所差异，但减产预期趋同。巴西大豆方面，USDA12月供需报告预估产量为1.08亿吨，同比去年1.14亿吨下降5%；资讯机构 Safras & Mercado 12月18日将巴西2017/18年度大豆产量预估下调至1.1457亿吨，该水平低于10月预估的1.147亿吨，但仍创纪录高位。

市场之所以存在这样的预期主要是基于以下两方面的逻辑。一方面，拉尼娜大概率发生，利空南美大豆单产。11月澳大利亚气象局将拉尼娜发生概率从50%调升至70%，美国气候预测中心也将冬季拉尼娜出现的概率上调至65~75%。而拉尼娜会造成产区干旱少雨，不利于大豆作物生长。另一方面，受农业政策引导，阿根廷大豆种植面积持续下调，布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计2017/18年度大豆播种面积为1810万公顷，较上年下调9.95%。而巴西方面，若去除天气影响因素，巴西在大豆种植上是非常具有增长潜力的。此前运输、仓储等基础设施是制约巴西大豆行业发展的主要因素，而近年巴西政府致力于基建事业，在种植技术发达、可扩展耕地辽阔的利好因素下，巴西大豆业仍值得被看好。

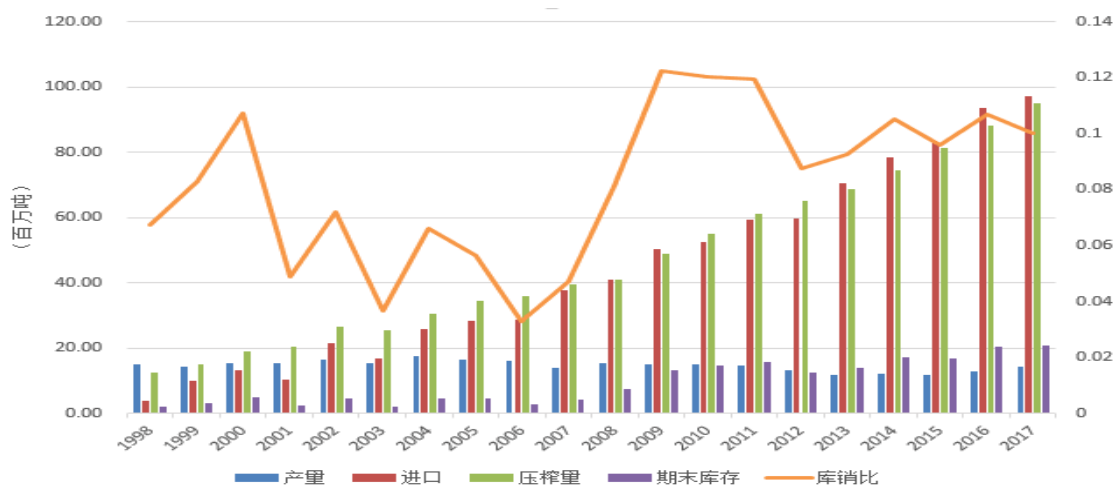
图 4: 南美大豆供需图



(数据来源: wind)

国内方面,受 2016 年以来政府“重大豆,轻玉米”农业结构调整影响,国产大豆种植面积和产量均有所提高,但持续性、稳定性仍堪忧,且国产大豆大多用于直接食用方面,压榨企业需依赖进口。目前,我国大豆进口依存度高达 90%,2016/17 年度大豆进口量突破 9300 万吨。若豆粕消费增长率能保持 10%的增长率,则 2018 年我国大豆进口量或可达到 1 亿吨。此外,豆类加工业新建项目仍在进行,2017~2019 年在建项目约 11 项,届时预计新增产能 5.8 万吨/天。

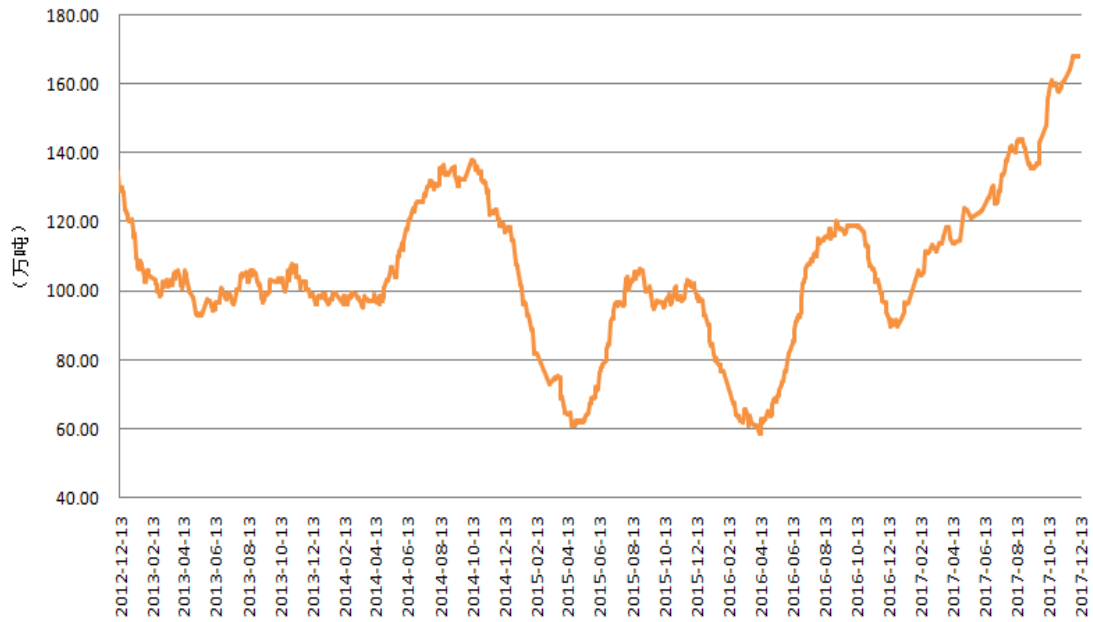
图 5: 中国大豆供需图



(数据来源: wind)

目前，我国豆油库存处于历史高位，截 12 月 13 日，豆油商业库存达 167.95 万吨，比去年同期 92.94 万吨增加 80.7%，高于五年均值 104.4 万吨。但随着元旦、春节备货的到来，豆油或迎来去库存通道。

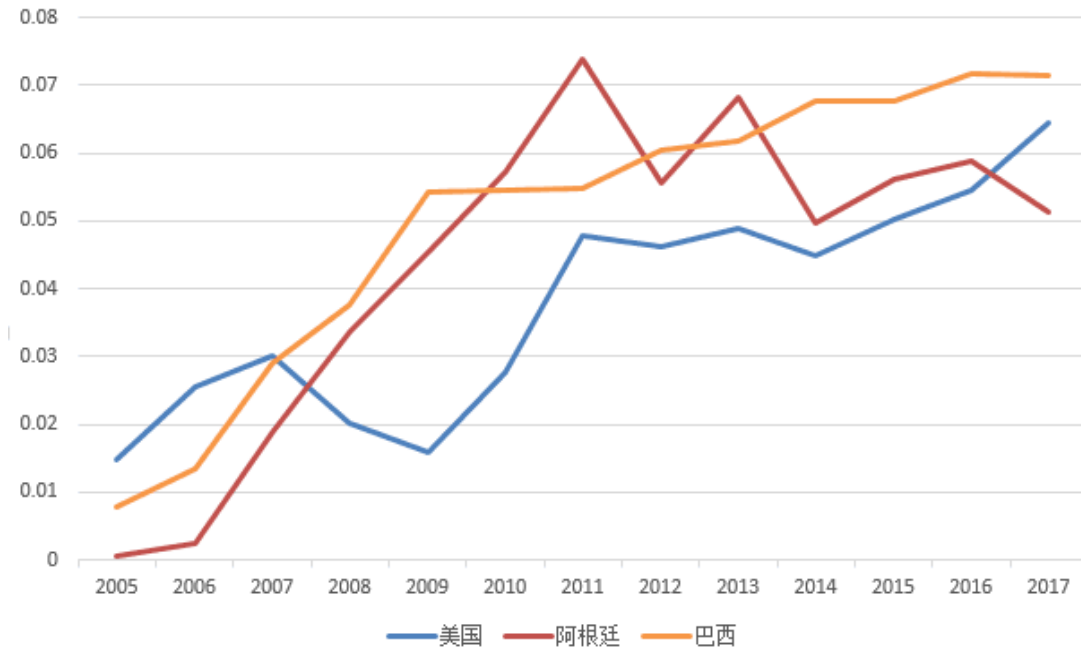
图 6：中国豆油库存



(数据来源: wind)

从下游消费端来看，国内外豆油需求量均呈上升趋势。随着经济的发展和居民收入水平的提高，豆油刚性食用需求呈小幅增长，而生物柴油方面，利润较为稳定，未来大豆或将更多用于生产生物柴油。美国能源信息署（EIA）12 月 1 日表示，2018 年将要求燃料公司在全国燃料供应总掺混 192.9 亿加仑可再生燃料，略高于 2017 年要求的 192.8 亿加仑。阿根廷政府 12 月 13 日公布，从 2018 年起将对生物柴油出口征收 8% 的税，阿根廷对豆油的出口关税将从 27% 降至 26.5%。巴西全国能源委员会（CNPE）决定 2018 年 3 月份时，柴油强制掺混率由 8% 提高到 10%；巴西植物行业协会（ABIOVE）称，2018 年巴西生物柴油产量预计增加 31%。

图 7：豆油工业用量占比



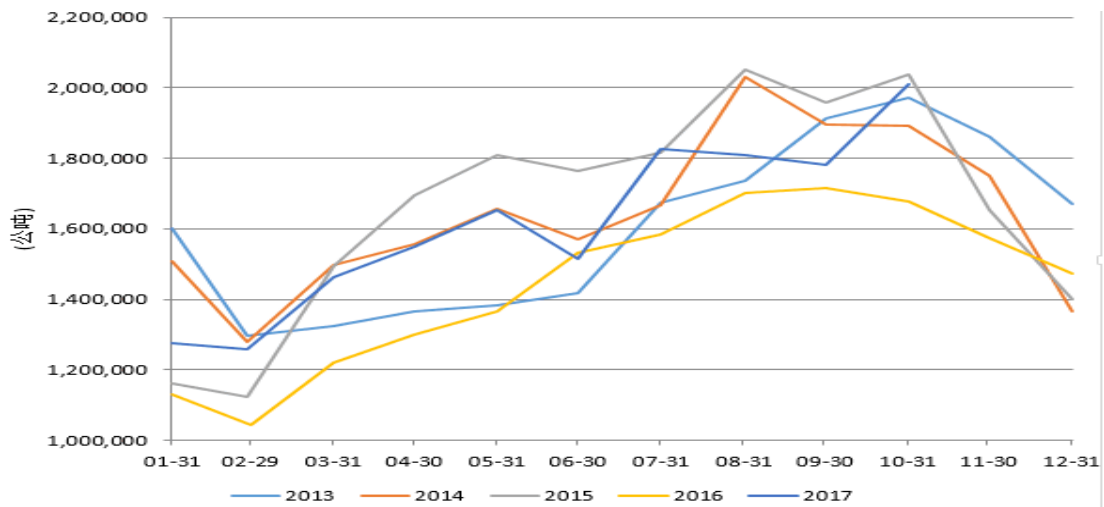
(数据来源: wind)

总的来说，上游美豆种植面积或增加，天气为南、北美大豆单产带来较多不确定性因素；中游受国内豆粕年均 10%以上增速需求影响，新建项目仍在积极进行，国内机构预测 2018/19 年度中国大豆进口量可达 1 亿吨；下游豆油需求量仍在增加，生物柴油是新增长极。综上，我们认为 2018/19 年度国内豆油整体供应或相对充足，上半年预计受南美天气市影响供应偏紧，下半年取决于美豆实际种植面积和单产。

（二）棕榈油基本面分析

供应方面，厄尔尼诺影响渐退，棕榈油产量进入上行通道。2017 年棕榈油产量有所恢复，马来西亚和印度尼西亚 1~10 月产量比去年同期增长 18%，但产量的恢复主要来自于印度尼西亚而非马来西亚。马来西亚由于树龄老化，单产较低，其产量低于厄尔尼诺发生之前的 2015 年。随着厄尔尼诺影响的消退，2018 年棕榈油的产量将有所提高，一方面马来西亚棕榈油产量将反弹，东部单产可能会有所提高，而印度尼西亚的种植面积或将有所扩大。棕榈油分析 (POA) 预计 2018 年印度尼西亚棕榈油产量为 3700 万吨(上年 3550 万吨)、马来西亚棕榈油产量为 2000 万吨(上年 1940 万吨)，而全球棕榈油产量将为 6600 万吨(上年 6290 万吨)。马来西亚政府表示，2018 年马来棕榈油产量可能增加 2.5%。此外，同豆油一样，拉尼娜将成为明年棕榈油产量的重要扰动因素，适度降雨有利于棕榈树生长，而倘若降雨量过大，则不利于植物生长并可能会阻碍棕榈油果果串收割和运输进程。

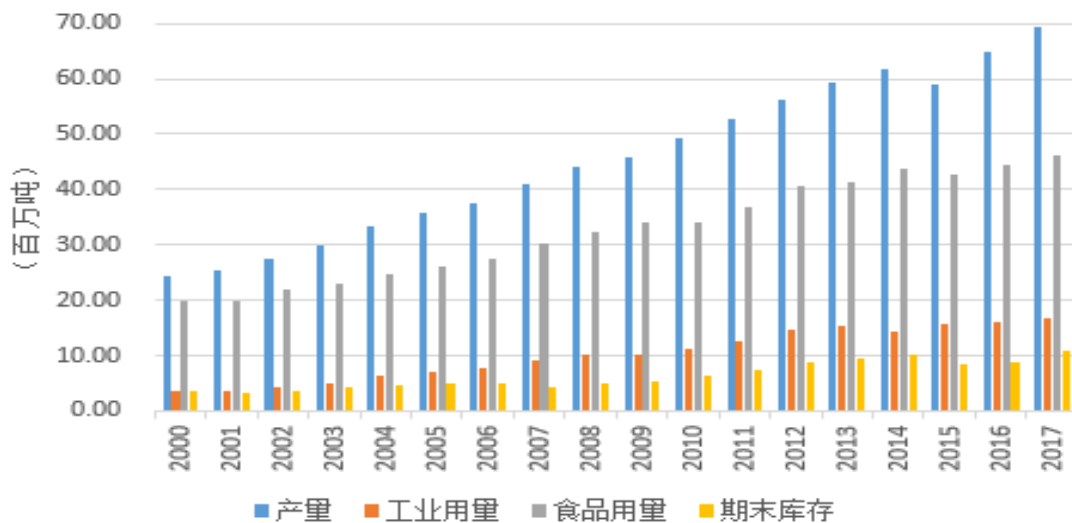
图 8: 马来西亚棕榈油产量



(数据来源: wind)

需求方面, 亮点体现在印度、中国的食用油需求和印度尼西亚的生物柴油需求两个方面。印度人口众多但产量不足, 食用油进口依存度高达 67%, 而中国存在 20~40 万吨的补库需求。不过印度政府在 11 月中旬宣布将其毛棕榈油关税自目前的 15% 上调至 30%, 此举大挫马来西亚棕榈油出口。截止 11 月末, 马来西亚棕榈油出口环比减少 11.9% 至 135 万吨, 库存环比增加 16% 至 256 万吨。预计明年印度迫于棕榈油刚需会调低关税。生物柴油需求方面, 若未来印度尼西亚将生物柴油法定用量提升至 B30 或棕榈油价格优于柴油, 那么毛棕榈油价格会获得一定支撑。

图 9: 全球棕榈油消费结构



(数据来源: wind)

国内方面，今年棕榈油港口库存处于历史低位，四季度后期受马来西亚棕榈油价格下跌进口利润提高影响，国内库存重建步伐加快。POA 预计 2018 年全球棕榈油的消费为 6310 万吨（去年 5910 万吨），其中中国消费为 550 万吨（去年 500 万吨）。

图 10：国内棕榈油港口库存



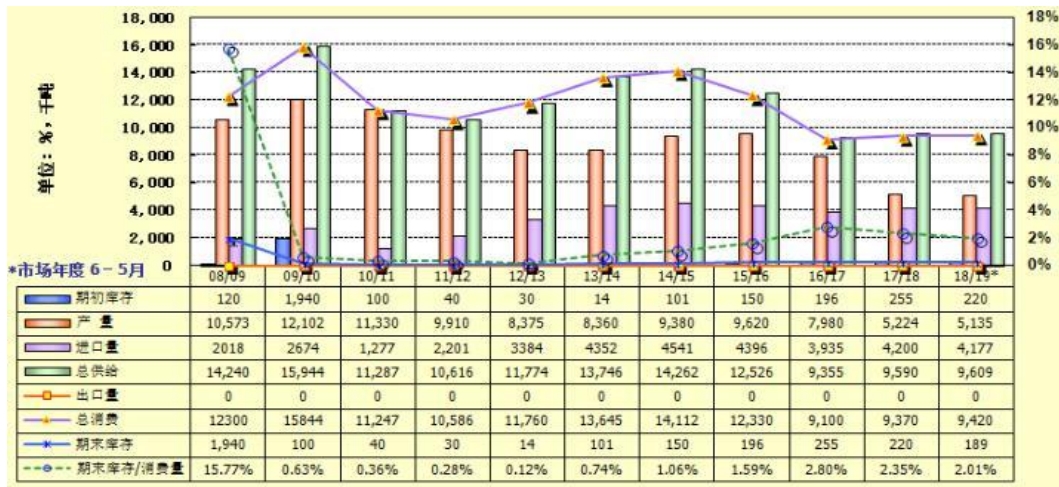
（数据来源：wind）

总的来说，2017 年棕榈油全球范围内增产，但马来西亚产能恢复较缓慢。2018 年，受马来西亚东部单产提高预期和印度尼西亚种植面积增加影响，预计棕榈油全球供应量较今年会有所增加。近期，马来西亚棕榈油由于增产周期推迟，印度调高关税致出口减幅较大，导致产地库存较高，价格受到压制。我国库存重建加快，预计明年期初库存会有所升高，但仍处于历史低位。我国补库需求和印度日益增长的刚性需求作为棕榈油食用需求端仍被看好。而生物柴油需求用量则取决于印度尼西亚将生物柴油法定用量及原油价格。综上，我们认为 2018 年一季度供需紧平衡，进入增产周期后将逐步宽松。风险因素在于拉尼娜强度、印度尼西亚生物柴油政策、印度棕榈油进口关税。

（三）菜油基本面分析

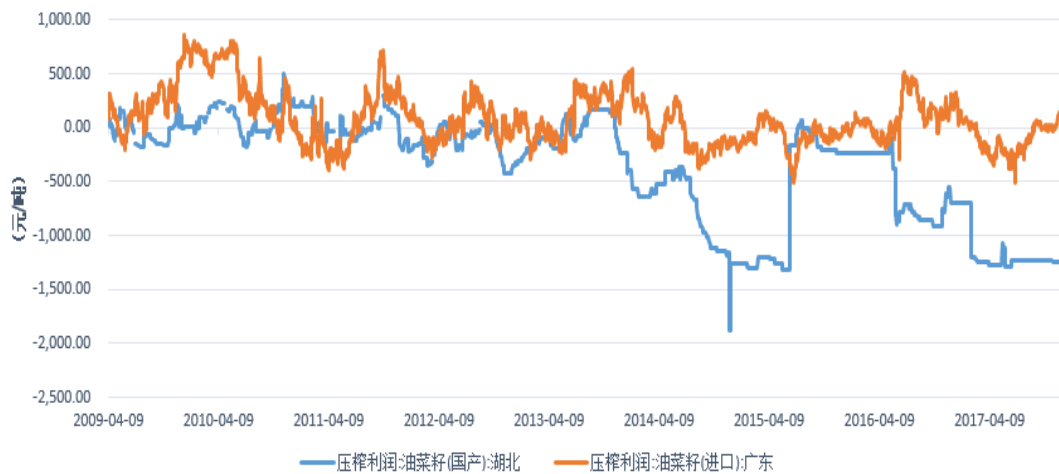
2017 年我国油菜籽产量较去年下滑 20.69%，菜籽进口依赖度继续攀升。2016 年菜籽进口量占国内油菜籽总量的 44%，2017 年占比上升至 55%。与此同时，2017 年江苏与广东新建油厂顺利投产，我国油菜籽产能增加了 164 万吨。在加拿大菜籽种植面积及产量连年走高，进口油菜籽压榨利润持续走低的情况下，料 2018 年国内菜油市场仍将以进口为重心。

图 11: 中国油菜籽供需平衡图



(数据来源: 汇易网)

图 12: 油菜籽理论压榨利润

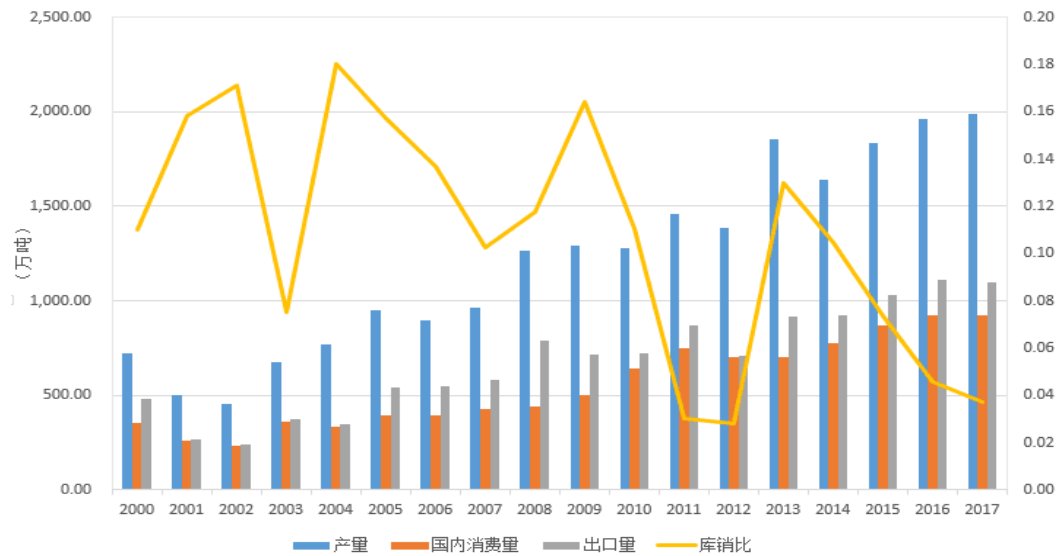


(数据来源: wind)

加拿大是我国油菜籽和菜油的主要进口国, 该国供需情况对国内菜油行情有着重要的影响。加拿大油菜籽在今年 7~8 月份遭遇了较为严重的高温干燥天气, 导致当时多数机构纷纷下调加菜籽单产。但得益于创纪录的播种面积和种植技术的飞速发展, 加菜籽产量实际情况并没有想象地那么糟糕。加拿大统计局 12 月 6 日报告显示, 2017 年加拿大菜籽产量预计为 2130 万吨, 创下历史新高, 较 2016 年同期预估增加 290 万吨; 收获面积预计达到了创纪录的 2280 万英亩, 比上年增长 13.8%。此外, 根据今年 9 月份加拿大统计局对油菜籽的供需图预估, 加菜籽 2017/18 年度的库销比为 0.04, 若按照库存、消费量同时增加 140 万吨的量计算得最大库销比, 料不会超过 0.082, 高于去年同期库

销比值。

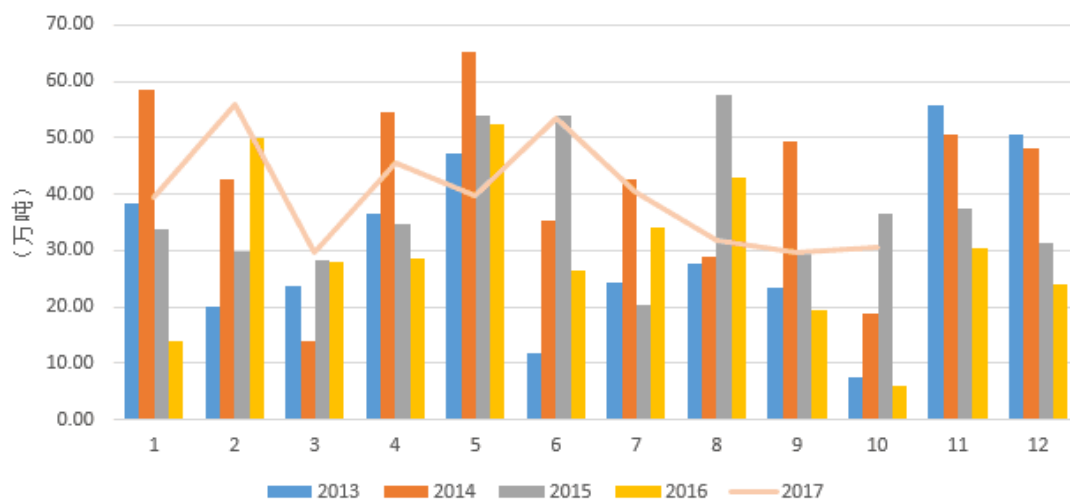
图 13: 加拿大油菜籽供需图



(数据来源: wind)

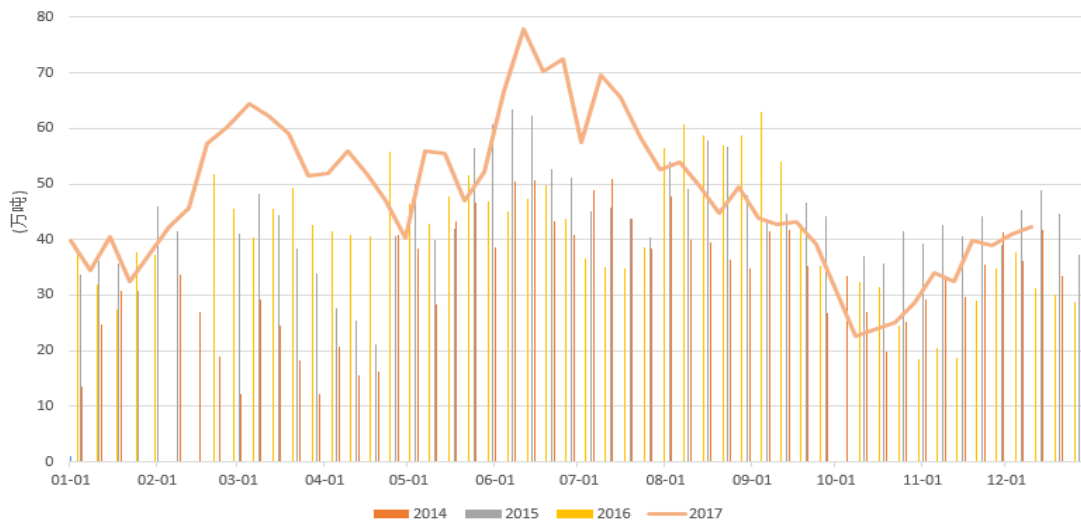
我国 2017 年 1~10 月油菜籽进口总量为 395.87 万吨，比去年同期的 301.86 万吨增加 31%。12 月初国内油厂油菜籽库存量为 41 万吨，比去年同期 31.3 万吨增加 12%，预计明年六月新菜籽上市前库存供应充足。

图 14: 国内油菜籽月度进口量



(数据来源: wind)

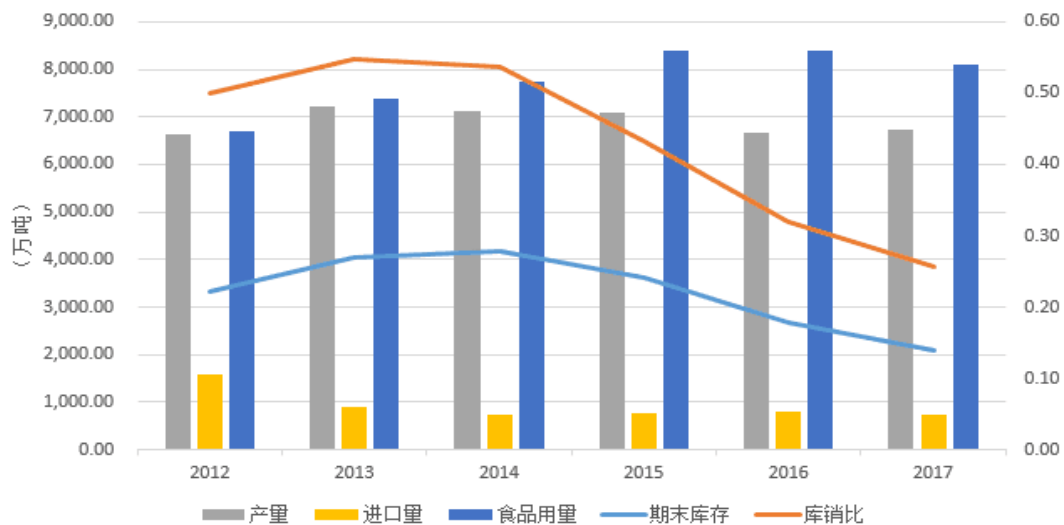
图 15: 国内油厂油菜籽库存量



(数据来源: wind)

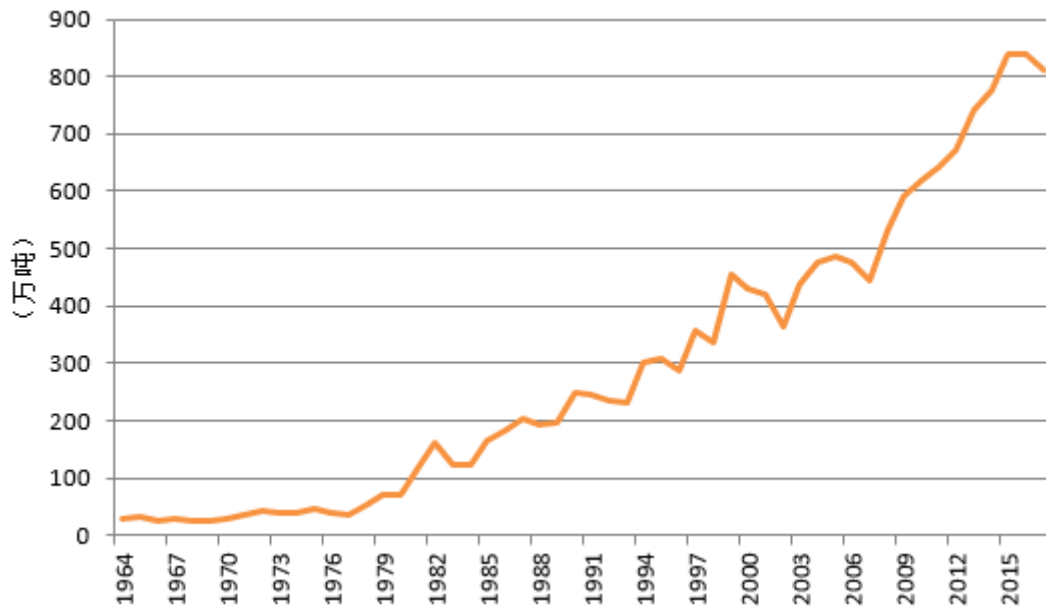
近年国内菜油产量、需求量总体呈放大趋势，而 2017 年豆菜油价差较高，压制菜油，消费量有所回落。但从库销比 0.26 的角度来看，今年菜油较往年供需偏紧，此值低于去年的 0.32，低于五年均值 0.43。截止 2017 年 10 月 13 日，我国油菜籽产量达 674.5 万吨，同去年 666.9 万吨增加 1.14%；进口量 75 万吨，同比去年 80.2 万吨减少 6.48%；国内消费量 810 万吨，同比去年 840 万吨减少 3.57%；期末库存 207.3 万吨，同比去年减少 16.56%。

图 16: 国内菜油供给结构



(数据来源: wind)

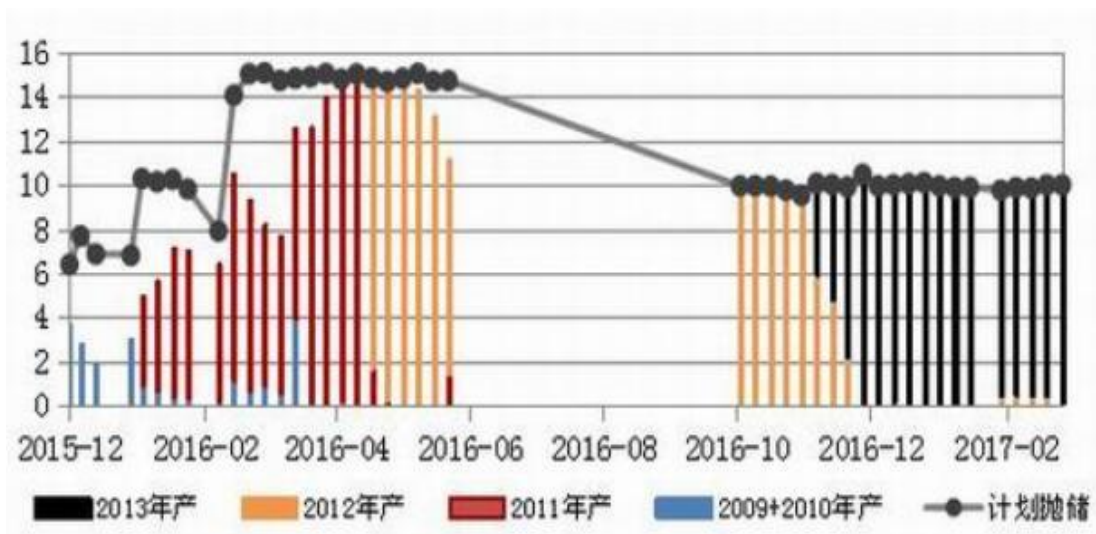
图 17: 中国菜油需求



(数据来源: wind)

传言, 近期国家已将 100 万吨临储菜油定向销售给中储粮, 此外还将拍卖 2013 年临储菜油和少量临储豆油, 拍卖总量在 60 万吨左右。若此消息为真, 则明年菜油供应压力将减轻。原因有二, 一是, 国内菜籽连年减产的背景下, 国产非转基因菜油资源稀缺, 市场接受度高; 二是, 目前菜油市场货源紧缺, 中储粮大概率灌装成小包装流向市场, 元旦、春节备货在即, 易于消化。

图 18: 菜油抛储进度表



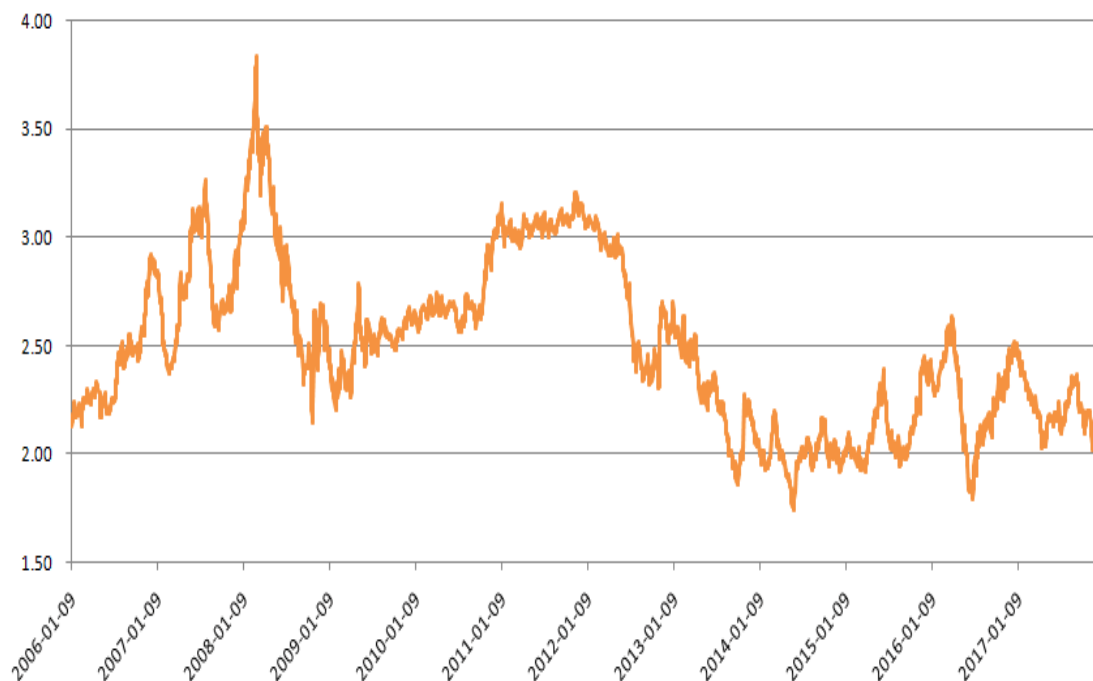
(数据来源: 中国饲料行业信息网)

总的来说，近年国内菜油消费呈增长趋势，但国内菜籽收获量却连年下降，导致油厂对进口菜籽依存度越来越高。2017 年菜油整体供需偏紧，年底国储菜油抛售会使得局面有所缓解。由于元旦、春节备货将至、非转基因菜油市场接受度高，年底菜油结转量对明年影响不大。此外，加拿大菜籽丰产，库销比提高会对原料端菜籽价格有一定压制，国产菜籽产量可能会遭到更为严重的压缩，进口菜籽需求端也会进一步打开。综上，我们认为菜油明年上半年供需松平衡，下半年趋紧。此外，欧盟降低或取消生物柴油反倾销税、天气以及贸易战等扰动因素对供需面的影响值得关注。

（四）油脂比价分析

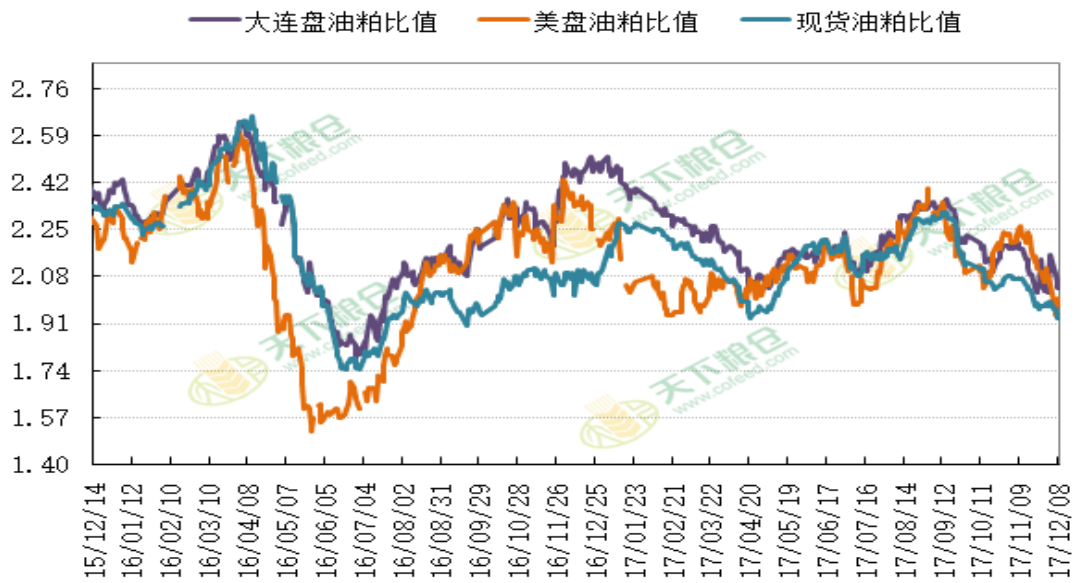
近年，大连盘面油粕比震荡区间下移且间距呈缩窄态势，往年运行区间通常在 $[2.4, 3.2]$ ，2013 年后大概率落在 $[1.9, 2.3]$ 。此现象的主要原因在于，居民对蛋白的需求量超过能量需求，粕类需求大增，大豆进口量连年走高，油厂在 18:79.5 比例压榨下模式下，豆油需求增速不及产量，油脂库存高企，对比下豆粕供需却相对偏紧。不过这并不是中国仅有的现象，美盘也有相似趋势。2017 年 12 月 13 日，大连盘油粕比低至 2.07，料明年在生猪产能重新布局的刺激下，粕类需求依旧旺盛，油粕比低位难有大改。

图 19：连盘油粕比



（数据来源：wind）

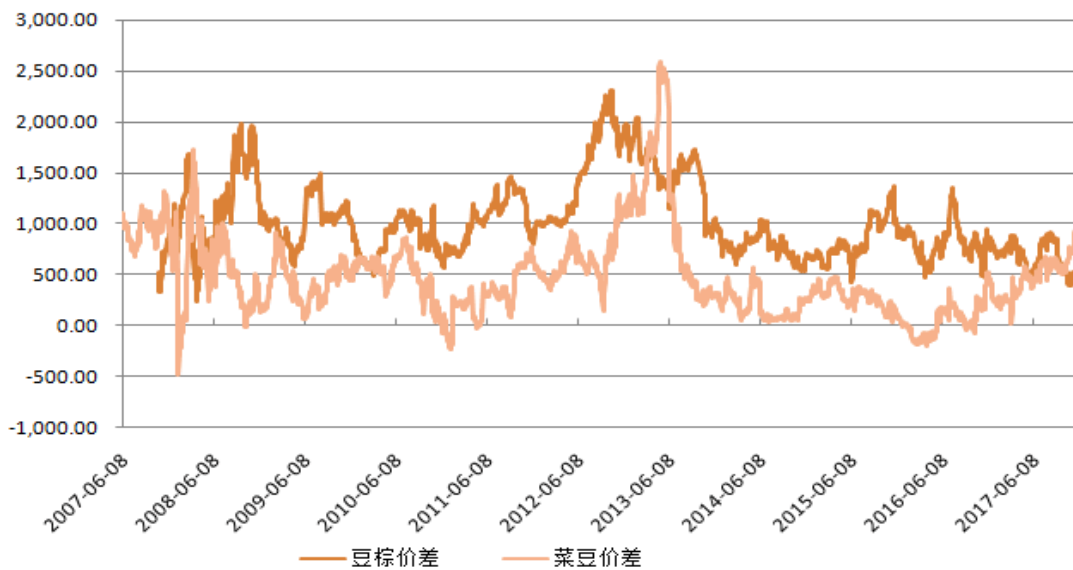
图 20: 国内外油粕比



(数据来源: 天下粮仓)

2017 年 12 月 13 日, 豆棕价差 588 元/吨, 处于区间低位, 豆油挤占棕榈油市场; 菜豆价差 786 元/吨, 处于区间高位, 豆油对菜油市场存在挤出效应。因为豆油库存处于历史高位, 而菜油供需偏紧, 较抗跌; 棕榈油增产, 需求弹性或变大, 所以油脂内部价差或在明年走扩。

图 21: 油脂价差



(数据来源: wind)

三、技术分析

豆油指数明年下沿支持参考 5600 一线，此线是 2008 年支撑位、2015 年市场价格波动的价格中轴，同时也是上一轮熊市终结位，是投机资金重点关注的中期循环价位点。反弹的中期形态压力位对应应在 7500 一线。

图 22：豆油指数日线图



(数据来源：文华财经)

与豆油指数类似，棕榈油指数明年摸底价位参考 5000，反弹的中期形态压力位对应应在 6500 一线。菜油指数底部参考 6000，压力 7800。

图 23：棕榈油指数日线图



(数据来源: 文华财经)

图 24: 菜油指数日线图



(数据来源: 文华财经)

四、2018 年走势展望与操作策略

1. 原料供应端方面, 受拉尼娜预期影响, 2018 年大豆全球范围内存单产调减预期, 而美豆种植面积或增加; 加菜籽 2017 年丰产, 或进一步压制中国明年菜籽种植; 棕榈油逐渐摆脱厄尔尼诺阴影, 马来、印尼明年或均增产。油脂原料端供给分化, 内部替代效应影响下的价格小节奏变化将更趋于复杂化。

2. 库存结余方面, 2017 年度油脂市场除豆油库存高位外, 菜油和棕榈油均处于历史低位。在国内油脂消费增长的情况下, 明年菜油、棕榈油均存在补库需求。而豆油因国内旺盛的豆粕需求, 预计后期压榨量还将持续走高, 库存仍会限制盘面上涨空间。但考虑到油粕比值低位状态, 豆油或会在与粕类季节性需求交错期挺价。

3. 产能方面, 压榨企业预计在 2018 年均会有不同程度的扩张。豆类加工业 2017~2019 年在建项目约 11 项, 届时预计新增产能 5.8 万吨/天; 菜油方面, 2017 年江苏与广东新建油厂顺利投产, 在菜油库销比持续走低的情况, 预计明年仍会有新项目上线。

4. 下游需求方面, 国内食用性消费均呈小幅增长态势, 生物柴油虽较油脂庞大供应量占比较小, 但对阶段性市场价格影响却大, 应该密切关注。

5. 价格方面，料油脂 2018 年长线宽幅震荡，豆油指数[5600, 7500]，棕榈油指数[5000, 6500]，菜油指数[6000, 7800]。逻辑在于，油脂在技术点位上已回落至历史中期低点中轴附近，金融属性放大，料投机资金涌入抄底概率较大；油脂整体供应相对充足，实物供需牵制下，油脂涨势会遭天花板。具体到季节方面，我们认为一季度，油脂在拉美拉尼娜炒作、春节备货等需求下偏强；二、三季度随美豆种植预期、北美天气炒作呈震荡走势；四季度在棕榈油库存走高引导下回落。价差方面，料菜豆油价差走扩，因菜油基本面偏强，抗跌性好；豆棕油价差扩大，因马来西亚棕榈油增产，需求弹性较去年相比变大。

6. 油脂市场 2018 年扰动因素：拉尼娜强度，马来西亚棕榈油复产，马来西亚大选，生物柴油法定用量，油脂进出口关税、反倾销及相关贸易争端，原油价格，汇率（美元、人民币、雷亚尔、阿根廷比索、加元、林吉特）等。

综上所述，2018 年油脂或呈宽幅震荡态势，长线宜采取高抛低吸策略，豆油、棕榈油、菜油指数震荡区间依次参考[5600, 7500]， [5000, 6500]， [6000, 7800]。季节方面，一季度偏强，偏多思路；二、三季度震荡，高抛低吸；四季度偏空操作。此外，油脂价差方面倾向于走扩，油粕比上涨受限。

❖ 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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，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