

## 豆棕价差继续走扩 单边维持逢低买入

### 报告摘要:

回顾三季度油脂行情，整体依然维持低位震荡，虽说中美两国贸易关系没有出现实质缓和，中国对美豆加征关税仍然有效，待巴西出口衰竭后四季度国内大豆原料供给趋紧也较为确定。但整体中秋备货前现货库存压力始终较大，上涨幅度受到限制。菜油8月中下旬开始表现较好，现货端下游需求的好转叠加套盘利润不佳，行情有所表现，菜油少了定向销售和拍卖之后，库存会出现很大的下降，进口利润由于现货压力较大持续亏损，给出较好的进场时机，相比较而言较弱势的依然是棕榈油，产地库存高企，国内需求不佳，行情跌至近年来低点。

目前最大的利空仍来自于马盘，马来西亚8月棕榈油库存大幅增加，受9月毛棕榈油出口零关税影响，马来相当部分出口需求转向9月，8月出口数据大幅下滑，导致8月库存大幅高于市场预期。9月零关税前，8月马来国内较低毛棕榈油价格导致精炼利润高，精炼量增加导致毛棕榈油库存增加不多，但精炼棕榈油库存大幅增加，而精炼棕榈油库存提高将抑制棕榈油FOB价格的上涨空间、9月起马来毛棕榈油出口零关税，体现在1-10日毛棕榈油出口大幅增加，马来国内毛棕榈价格上涨，导致精炼利润下滑，成本上升不利精炼棕榈油销售，去库存压力抑制FOB价格上涨空间。目前9月看，出口有相当幅度提高，但产量恢复也较良好，另外产地印尼库存形势更为严峻，总体后期难有显著改善。

根据天下粮仓统计显示远期进口大豆到港量仍然不足。9月大豆到港量762万吨，10月700万吨，11月590万吨，12月560万吨，1月仅280万吨。四季度美国是主要大豆出口国，因中美贸易战，中国远期大豆采购谨慎，按照我国每月750万吨左右的压榨量计算，10月起国内大豆库存就可能自高位不断回落。豆油现货报价9月中旬开始走弱，但基差稍显坚挺，预计国内豆油将逐渐进入去库存阶段，继续关注中美贸易谈判进展，继续关注下游需求及去库存情况。棕榈国内库存暂时不大，但国内四季度棕榈油买船量已可以满足需求，预计后市供应将较宽松。菜油现货方面，双节备货结束，市场成交短期一般，整体数量明显少于上周同期，现货需求不如预期。虽然当下基差整体平稳，但是在9月下旬及10月上旬中，需求因双节提前透支，基差短期将有走弱。在中长期上，因四季度需求和加拿大油菜籽减产，依旧看好远月基差。整体依旧短期留意风险，中期关注逢低买入机会。

### 策略:

四季度油脂消费旺季，逢低买入仍是主旋律，贸易战不缓解利好豆油去库存，整体压力仍在棕油，主产国产量恢复，库存压力难以缓解，国内后期到港偏多，价差上还有空间，豆棕油价差及菜棕油价差维持逢低买入机会。

风险：贸易战影响 棕油产量

华泰期货研究所农产品组

陈玮

农产品组组长

☎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

### 相关研究:

供给旺盛需求平淡 油脂大涨尚需时日	2017-12-22
美豆大涨提振油脂	2018-2-23
油脂震荡 把握节奏	2018-1-29

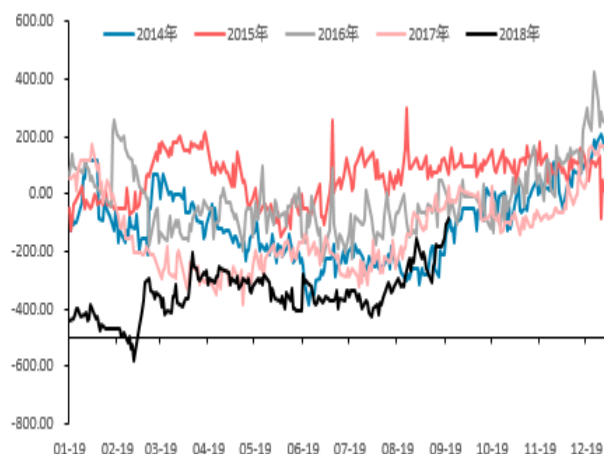
## 行情回顾：

回顾三季度油脂行情，整体依然维持低位震荡，虽说中美两国贸易关系没有出现实质缓和，中国对美豆加征关税仍然有效，待巴西出口衰竭后四季度国内大豆原料供给趋紧也较为确定。但整体中秋备货前现货库存压力始终较大，现货价格难有起色，另外USDA上调新作单产至51.6蒲/英亩后，Pro Farmer田间巡查随即给出53单产预估，9月供需报告则是将单产上调至52.8，值此时间美豆关键生长期已过，新作丰产基本确定，另外贸易战没有缓解迹象，利空美豆出口前景，施压美豆价格。美豆油受累美豆走势，持续下跌。阿根廷豆油进口成本下跌，现货和进口成本压制豆油盘面。国内菜油8月中下旬开始表现较好，现货端下游需求的好转叠加套盘利润不佳，行情有所表现，菜油少了定向销售和拍卖之后，库存会出现很大的下降，进口利润由于现货压力较大持续亏损，给出较好的进场时机，相比较而言较弱势的依然是棕榈油，产地库存高企，国内需求不佳，行情跌至近年来低点。

## 价格价差：

图 1：豆油基差

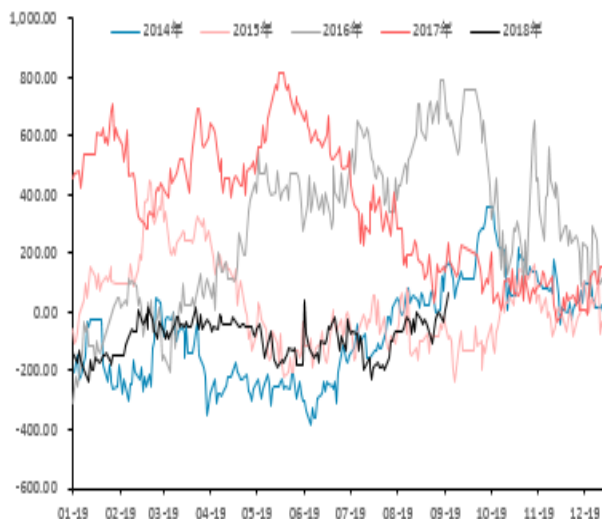
单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

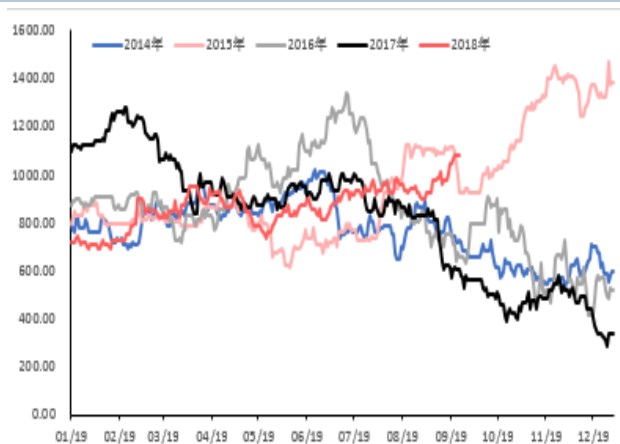
图 2：黄埔棕油基差

单位：元/吨



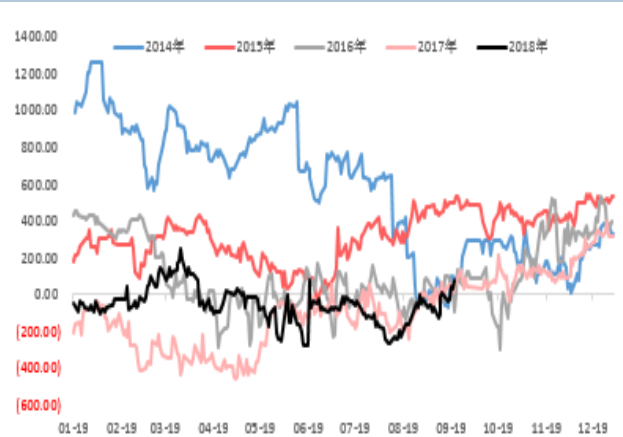
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 豆棕价差 1 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 1 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 菜豆 1 月价差 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 国外油脂供需:

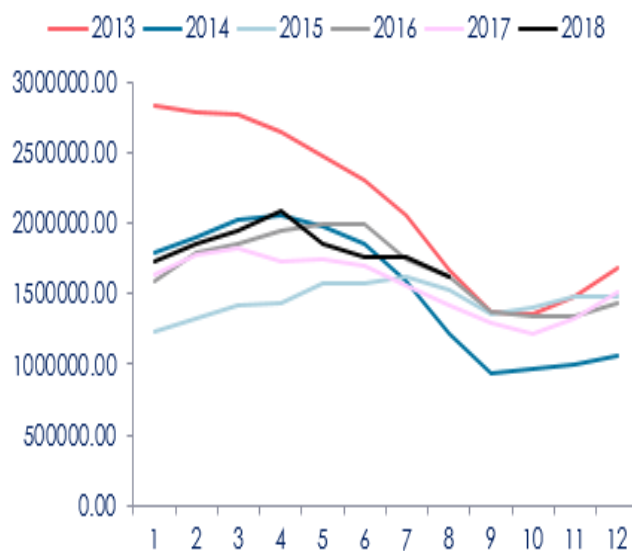
#### NOPA 压榨数据

受益于 17/18 年度阿根廷拉尼娜减产, 在南美新作上市前美国国内压榨需求还将继续保持强劲。美豆现货压榨利润保持历史高位, 9 月 20 日 EMS 公布的压榨报告显示压榨利润 2.79 美元, 一周前 2.97, 去年同期仅 1.62。NOPA 公布的压榨月报显示 8 月美

国大豆压榨量 1.58885 亿蒲，压榨一改以往的季节性规律，不减反增，环比降 5.28%，但同比增长 8%，并且连续 10 个月创下历史同期最高纪录。2017/18 年度累计压榨量 19.2971 亿蒲，较去年同期累计值增加 8.1%。近期生柴消费较好，体现在了美豆油库存数据上，8 月底美豆油库存为 16.23 亿磅，低于市场预期的 17.3 亿磅，总体消费情况较好。美豆油弱势更大的原因在于美豆的疲软。从已知的数据来看，根据油世界和 cia 的数据看，今年生柴产量相比去年有较大提高，EPA 宣布美国环境保护（EPA）基于可再生燃料标准法案（RFS），建议将 2019 年生物燃料强制掺混目标定在 198.8 亿加仑，比 2018 年的 192.9 亿加仑高出 3%。根据 EPA 的建议，2019 年的强制掺混目标包括 150 亿加仑传统生物燃料，与 2018 年持平，其中绝大部分为基于玉米的乙醇，还包括 48.8 亿加仑先进生物燃料，高于 2018 年的 42.9 亿加仑。EPA 将 2019 年生柴的强制掺混目标定在 24.3 亿加仑，高于 2018 年的 21 亿加仑。

图 7：美豆油库存

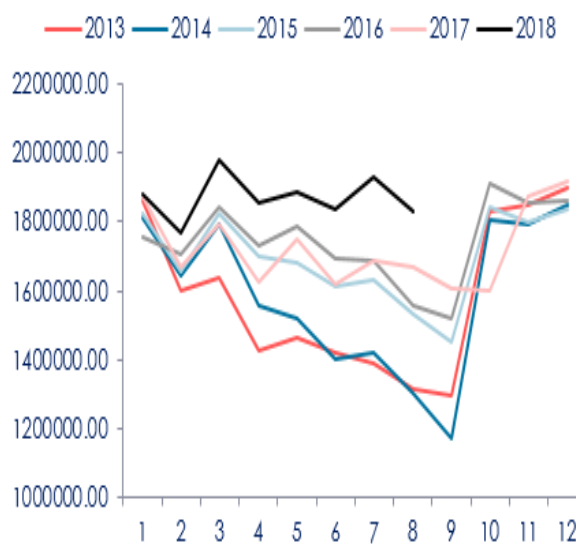
单位：千磅



数据来源：路透 华泰期货研究院

图 8：美豆油产量

单位：千磅



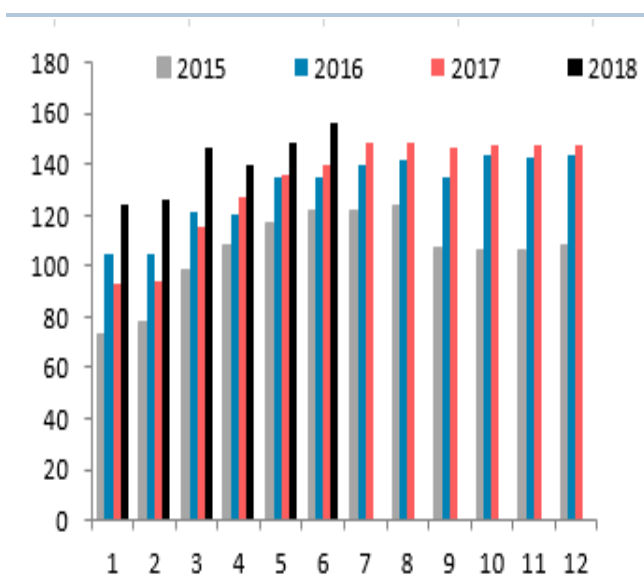
数据来源：路透 华泰期货研究院

图 9：美国近几年生柴产量

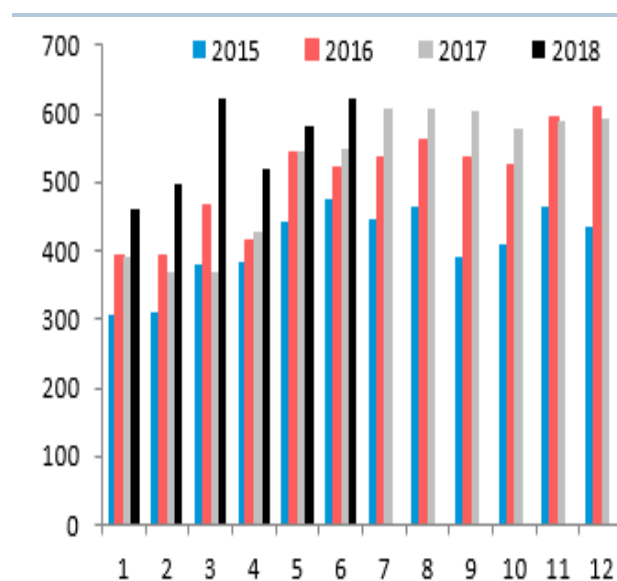
单位：百万加仑

图 10：美豆油制生柴使用量

单位：百万磅



数据来源: EIA 华泰期货研究院



数据来源: EIA 华泰期货研究院

## USDA 报告

单看美豆油消费和库存压力，其实生柴消费尚可，库存压力当下也并不太大，但价格却一路下跌，主要的原因还是在于美豆的弱势。虽然8月因少雨导致密苏里和堪萨斯州面临严重干旱，密西西比河下游各州也一度面临干旱，不过天气总体未造成大的影响，截至9月20日美国干旱面积占比持续下降至50.33%，大豆产区土壤墒情均较为良好。市场机构普遍看好今年单产，在8月10日月度供需报告中USDA大幅调高单产预估至51.6蒲式耳/英亩后，8月第三周的Pro Farmer田间巡查预估单产53蒲式耳/英亩，9月12日供需报告USDA调整单产为纪录最高的52.8蒲/英亩。目前美豆收割已经完成6%，今年播种期较早，后期遇到早霜的概率相对较小，应该说美豆丰产的格局已经确定，庞大的产量明显施压价格。中美贸易战仍充满变数，9月17日美国宣布对2000亿美元中国商品加征10%关税，9月24日生效，2019年1月1日起将税率由10%提高至25%。在供给庞大和需求萎缩影响下，9月供需报告中USDA将18/19年度美国平衡表期末库存上调至8.45亿蒲，库消比则上调至19.8%。美豆油最新平衡表方面，主要上调了新作压榨，产量小幅增加，最终美豆油期末库存小幅上调，全球豆油调降新作食用和工业消费，期末库存调增20万吨，总体报告还是比较偏空。

图 11: 全球豆油平衡表

图 12: 美国豆油平衡表



Oil, Soyb	2016/2017			2017/2018		
	8月	9月	变动	8月	9月	变动
world						
压榨	294361	293691	-670	308668	308201	-467
期初库存	3553	3596	43	3398	3394	-4
产量	54878	54781	-97	57580	57512	-68
进口	9855	9658	-197	10665	10585	-80
总供给	68286	68035	-251	71643	71491	-152
出口	10015	10077	62	11086	11136	50
工业消费	10609	10644	35	11111	11101	-10
食用消费	44149	43805	-344	45911	45520	-391
国内消费	54873	54564	-309	57147	56746	-401
总需求	64888	64641	-247	68233	67882	-351
期末库存	3398	3394	-4	3410	3609	199
S/D	6.19%	6.22%	0.03%	5.97%	6.36%	0.39%

数据来源: USDA 华泰期货研究院

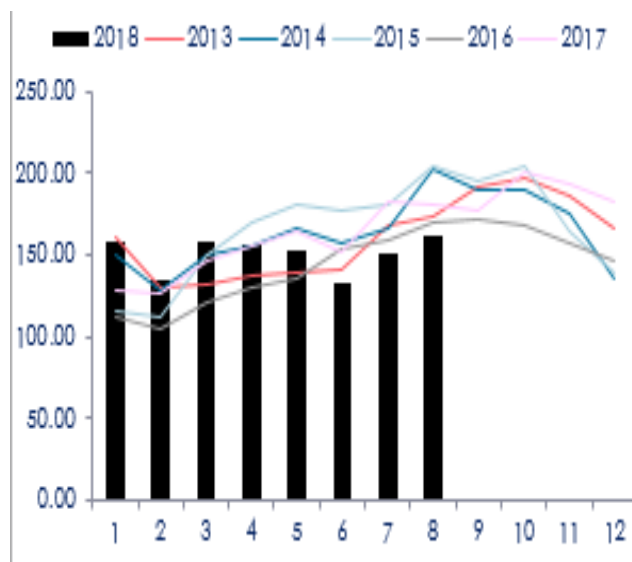
	2017/2018			2018/2019		
United States	8月	9月	变动	8月	9月	变动
压榨	55520	55928	408	56064	56336	272
期初库存	776	776	0	985	978	-7
产量	10657	10725	68	10793	10845	52
进口	143	159	16	136	136	0
总供给	11576	11660	84	11914	11959	45
出口	1111	1111	0	998	998	0
工业消费	3130	3175	45	3538	3538	0
食用消费	6350	6396	46	6441	6441	0
国内消费	9480	9571	91	9979	9979	0
总需求	10591	10682	91	10977	10977	0
期末库存	985	978	-7	937	982	45
S/D	9.30%	9.16%	-0.14%	8.54%	8.95%	0.41%

数据来源: USDA 华泰期货研究院

### 马来棕榈油供需

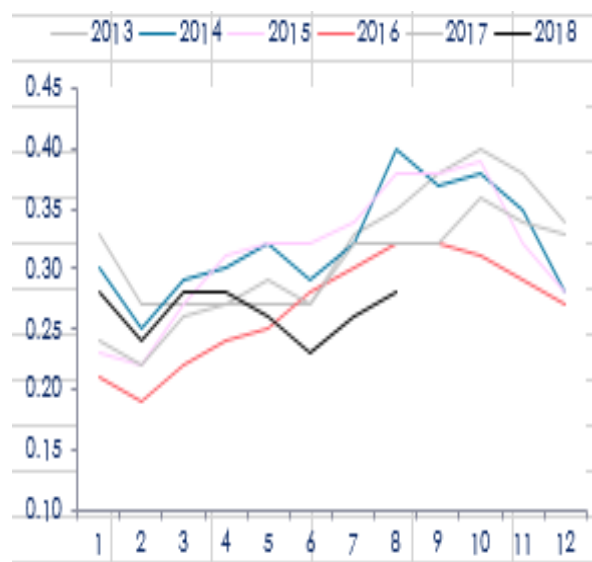
目前最大的利空仍来自于马盘, 马来西亚8月棕榈油库存大幅增加, 受9月毛棕榈油出口零关税影响, 马来相当部分出口需求转向9月, 8月出口数据大幅下滑, 导致8月库存大幅高于市场预期。9月零关税前, 8月马来国内较低毛棕榈油价格导致精炼利润高, 精炼量增加导致毛棕榈油库存增加不多, 但精炼棕榈油库存大幅增加, 而精炼棕榈油库存提高将抑制棕榈油 FOB 价格的上涨空间、9月起马来毛棕榈油出口零关税, 体现在 1-20 日毛棕榈油出口大幅增加, 马来国内毛棕榈价格上涨, 导致精炼利润下滑, 成本上升不利精炼棕榈油销售, 去库存压力抑制 FOB 价格上涨空间。目前9月虽出口有相当幅度提高, 但马盘和国内盘面反应均不明显, 甚至近期出现加速下跌, 主要原因是产量恢复也较良好, sppoma 数据预估9月前20日马来产量环比8月大增15%, 增产趋势在9月继续延续。另外产地印尼形势更为严峻, 8月产量接近4000万吨, 库存压力显著, 生柴消费和尚可, 但在庞大库存面前, 似乎显得杯水车薪, 并不是市场关注焦点, 后期除非出现极端厄尔尼诺天气, 否则按照目前的情形, 压力还将持续。

图 13: 马来产量 单位: 万吨



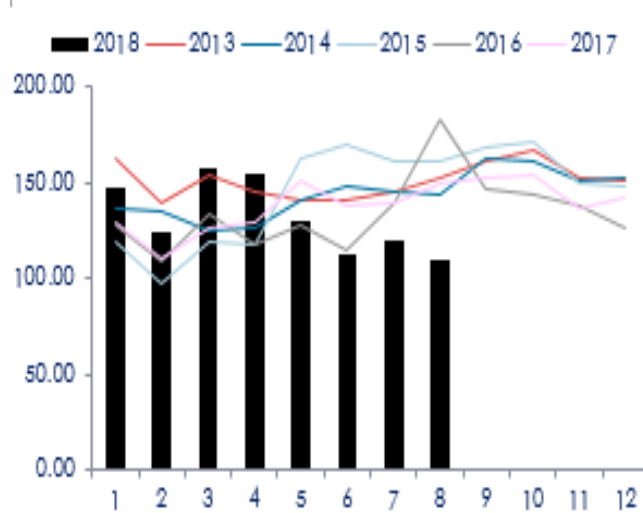
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 14: 马来单产 单位: 吨/公顷



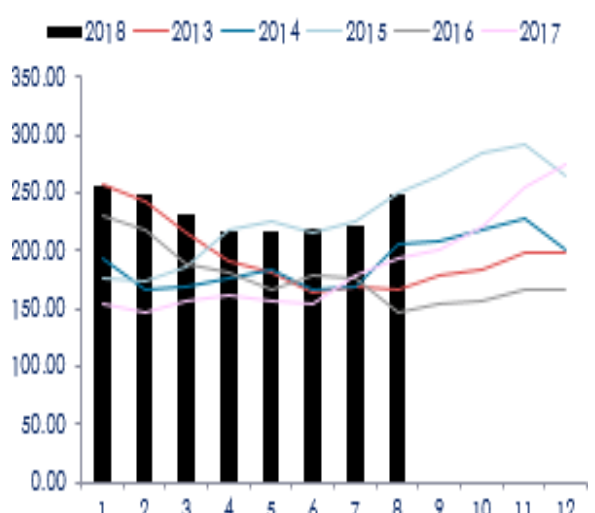
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 15: 马来出口 单位: 万吨



数据来源: MPOB 华泰期货研究院

图 16: 马来库存 单位: 万吨



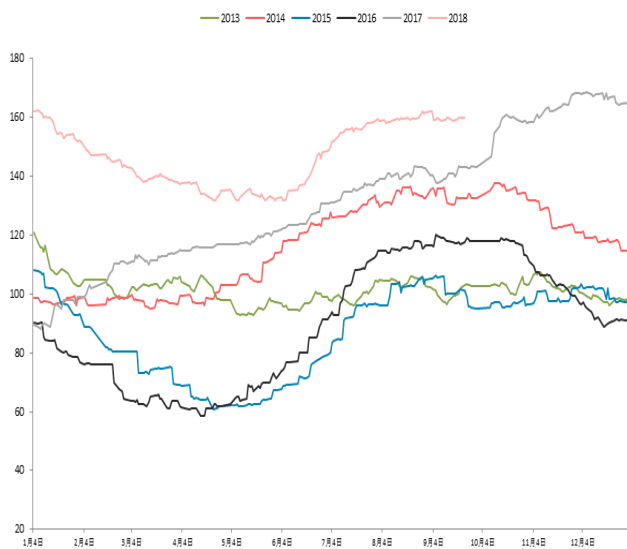
数据来源: MPOB 华泰期货研究院

### 国内油脂供需

根据天下粮仓统计显示远期进口大豆到港量仍然不足。9月大豆到港量762万吨，10月700万吨，11月590万吨，12月560万吨，1月仅280万吨。四季度美国是主要大豆出口国，因中美贸易战，中国远期大豆采购谨慎，按照我国每月750万吨左右的压榨量计算，10月起国内大豆库存就可能自高位不断回落。中国远期大豆采购谨慎，按照我国每月750万吨左右的压榨量计算，10月起国内大豆库存就可能自高位不断回落。豆油现货报价9月中旬开始走弱，但基差稍显坚挺，预计国内豆油将逐渐进入去库存阶段，另外需要注意的是阿根廷豆油进口利润近期时有打开，国内陆续买了十几万吨，贸易战背景下整体内强外弱的格局使得近期进口利润持续向好，后期继续关注中美贸易谈判进展和阿根廷进口利润情况，同时关注下游需求及去库存情况。棕油国内库存暂时不大，但国内四季度棕榈油买船量已可以满足需求，预计后市供应将较宽松。菜油现货方面，双节备货结束，市场成交短期一般，整体数量明显少于上周同期，现货需求不如预期。虽然当下基差整体平稳，但是在9月下旬及10月上旬中，需求因双节提前透支，基差短期将有走弱。在中长期上，因四季度需求和加拿大油菜籽减产，依旧看好远月基差。整体依旧短期留意风险，中期关注逢低买入机会。

图 17：豆油库存

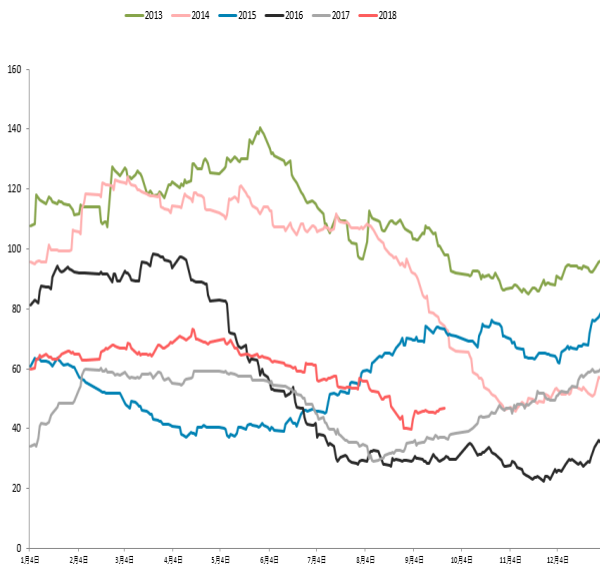
单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 18：棕油库存

单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 19：棕油平衡表

图 20：豆油平衡表



单位: 万吨		期初库存	进口	总供给	国内消费	榨油期末库存
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
2017/18年	8月	33	31	64	28	36
	9月	36	49	85	49	36
	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	30	99	28	71
	4月	71	28	99	33	66
	5月	66	30	96	30	66

数据来源: 华泰期货研究院

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
2017/18年	8月	141	141	7	289	148	1	148	141
	9月	141	148	3	292	143	1	144	148
	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	149	3	317	167	1	168	149
	2月	149	77	1	227	85	1	86	141
	3月	141	132	4	277	138	1	139	138
	4月	138	133	2	273	142	1	143	130
	5月	130	132	5	267	127	1	128	139

数据来源: 华泰期货研究院

图 21: 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	抛储出库	总供给	国内消费	菜油期末库存
2017/18年	3月	39	5	9	16	12	81	40	41
	4月	41	6	9	18	11	85	41	44
	5月	44	5	7	18	11	85	38	47
	6月	47	8	8	20	11	94	44	50
	7月	50	9	6	17	11	93	44	49
	8月	49	10	4	15	11	89	40	49
	9月	49	10	3	20	12	94	49	45
	10月	45	10	4	12	15	86	45	41
	11月	41	10	4	15	14	84	42	42
	12月	42	10	6	12	13	83	50	33
2018/19年	1月	33	7	10	14	12	76	52	24
	2月	24	5	5	4	15	53	30	23
	3月	23	5	5	18	15	66	36	30
	4月	30	5	6	13	15	69	40	29
	5月	29	5	8	18	15	75	42	33
	6月	33	6	10	19	15	83	42	41
	7月	41	8	11	19	12	91	40	51
	8月	51	9	11	21	12	104	45	59
	9月	59	10	11	20	0	100	45	55
	10月	55	8	10	20	0	93	45	48

数据来源: 华泰期货研究院

**策略：**

四季度油脂消費旺季，逢低買入仍是主旋律，貿易戰不緩解利好豆油去庫存，整體壓力仍在棕油，主產國產量恢復，庫存壓力難以緩解，國內後期到港偏多，價差上還有空間，豆棕油價差及菜棕油價差維持逢調整買入策略。

風險：貿易戰影響 棕油產量

## ● 免責聲明

此報告並非針對或意圖送發給或為任何就送發、發布、可得到或使用此報告而使华泰期貨有限公司違反當地的法律或法規或可致使华泰期貨有限公司受制於的法律或法規的任何地區、國家或其它管轄區域的公民或居民。除非另有顯示，否則所有此報告中的材料的版權均屬华泰期貨有限公司。未經华泰期貨有限公司事先書面授權下，不得更改或以任何方式發送、復印此報告的材料、內容或其復印本予任何其它人。所有於此報告中使用的商標、服務標記及標記均為华泰期貨有限公司的商標、服務標記及標記。

此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用。此報告的內容並不構成對任何人的投資建議，而华泰期貨有限公司不會因接收人收到此報告而視他們為其客戶。

此報告所載資料的來源及觀點的出處皆被华泰期貨有限公司認為可靠，但华泰期貨有限公司不能擔保其準確性或完整性，而华泰期貨有限公司不對因使用此報告的材料而引致的損失而負任何責任。並不能依靠此報告以取代行使獨立判斷。华泰期貨有限公司可發出其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。本報告及該等報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法。為免生疑，本報告所載的觀點並不代表华泰期貨有限公司，或任何其附屬或聯營公司的立場。

此報告中所指的投資及服務可能不適合閣下，我們建議閣下如有任何疑問應諮詢獨立投資顧問。此報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何投資或策略適合或切合閣下個別情況。此報告並不構成給予閣下私人諮詢建議。

华泰期貨有限公司2018版權所有。保留一切權利。

## ● 公司總部

地址：廣州市越秀區東風東路761號麗豐大廈20層

電話：400-6280-888

網址：www.htgwf.com