

油脂供应趋紧加上需求旺季，尝试逢低做多

一、核心要点 及交易策略

- 1、四季度油脂供应或将紧张，美豆油消费增加供给趋向紧张，预计马棕榈油库存增幅有限。
- 2、国内棕榈油历史罕见低位库存暂时难以缓解，国内豆油库存或将逐步下滑。
- 3、国内油脂消费旺季逐步来临。
- 4、美豆单产超预期但出口需求强劲
- 5、天气炒作或将卷土重来。
- 6、发生拉尼娜概率仍然较大，南美播种季存利多。
- 7、资金面偏暖，商品市场获益。

8、风险点：原油大幅下跌至 35 美金以下抑制生产生物性柴油消费；美豆后期天气恢复正常，大豆顺利收割，将会再次对美盘形成打压；美豆产量继续大幅调高，出口不及预期；若棕榈油产量大幅提升、出口疲弱，推动库存走高；后市国储菜油再次大量抛储，将导致国内油脂价格走低。

9、交易策略：

交易对象：P1701 合约或 Y1701 合约

交易方向：多

操作 计划		开仓区间	止损	止盈
	P1701	5600-5800	5500-5590	6100-6500
	Y1701			

二、美豆利空出尽，关注收割天气炒作，未来仍存上升空间

1、美豆单产超预期但出口需求强劲

美国农业部（USDA）9 月 12 日公布 9 月份供需报告显示，美国陈豆库存 1.95 亿蒲，高于 8 月的 2.55 亿蒲，但要低于市场平均预期的 2.32 亿蒲；美国新豆收获面积 8300 万英亩，与 8 月的数据持平，高于去年同期的 8180 万英亩；单产 50.6 蒲式耳/英亩，远高于 8 月预估的 48.9 蒲式耳/英亩，且超出市场平均预期的 49.2 蒲式耳/英亩，此次单产有较大概率是本年度最大预测值，未来继续上调单产的可能性相对较小；

产量 42.01 亿蒲式耳，高于上月报告的 40.6 亿蒲式耳，也高于市场预期 40.89 亿蒲式耳；新豆期末库存 3.65 亿蒲式耳，超出预期的 3.33 亿蒲式耳。整体来看，USDA 继续上调陈豆出口量和库存且库存低于市场预期，代表着美国出口需求强劲；同时，在新季大豆单产及产量大幅上调的情况下，新季大豆期末库存上调幅度较小，这表示美国出口需求强劲仍将继续延续。市场已基本消化美国新季大豆丰产这一利空消息，未来继续下行的可能性较小，且未来天气仍未确定，美豆能否顺利收割并上市仍待确定，美豆仍存在向上空间。

2、天气炒作或将卷土重来

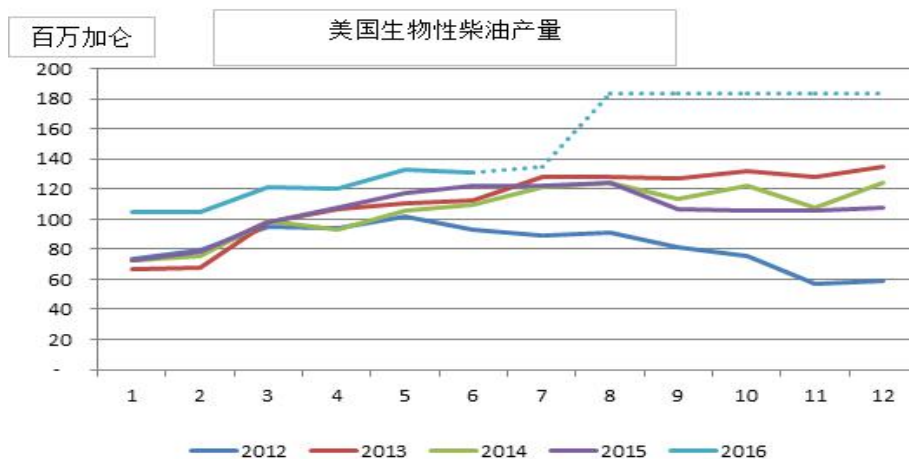
目前美豆市场开始转向天气，据天气预报显示，美国中西部部分地区迎来降雨，虽然目前影响不大，但目前的情况已经暂时盖过了丰产利空。美豆正值收割期间，当前大豆收割率为 4%，去年同期为 6%，五年均值为 5%，天气变化引发投资者担忧，上半年的降雨已经导致南美大幅减产，令美豆一度狂涨，现如今正值北美大豆收割关键期，不禁让市场猜测会不会重新上演此前南美“天气市”的一幕。由于南美大豆已经减产，市场需求提前至 7 月份就已经转向美豆市场，明年 2 月份之前都只有依赖美豆来满足全球大豆需求，这也是美豆出现任何风吹草动都会放大这种利好，这也导致多头容易借天气发挥。

三、四季度油脂供应或将紧张

1、美豆油消费增加，供给或将趋向紧张

每年美豆油消耗中生物性柴油消耗量的约占 25%，其余用作食用油以及食品加工，其中美豆油食用方面的消耗近几年保持在约 2% 的增长，豆油消费主要的增长动力来源与生物性柴油的制作。2015 年底美国制定了 2016 年生柴消耗量 19 亿加仑的指标。根据历史实际消耗量与指标的对比，今年的消耗量预估会达到 15 亿加仑。今年七月份后美豆油消费量已经开始大增，对应豆油库存开始减少，虽然生物柴油的消耗量高于前几年，但离全年 15 亿加仑消费还相差甚远，所以下半年美国只有使用更多的豆油加大生柴消耗量才能完成指标。因此，预计四季度美国为了完成生柴的指标，对豆油需求持续增长，这将导致库存持续减少，美国豆油需求大幅增加或将带动全球豆油贸易供给趋向紧张。

图 1 美国生物性柴油产量



资料来源: NOPA

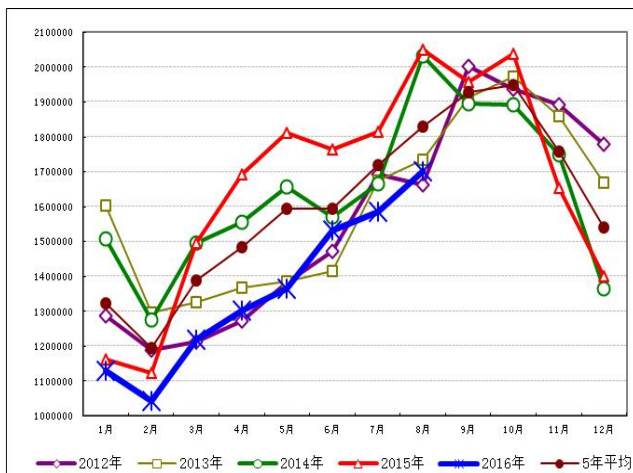
2、预估马棕榈油产量及库存增幅有限

根据马来西亚 MPOB 统计数据显示,马来西亚 8 月份毛棕榈油产量为 1,701,905 吨,较上月 1,585,882 吨 7.3%,较去年同期 2,051,000 降 17%。此前市场预计 8 月份的棕榈油产量达到 174 万吨,比 7 月份提高 9.7%,9、10 月是棕榈油产量高峰期,产量仍将增加,不过去年厄尔尼诺对产量的影响还未结束,产量增幅有限。8 月份马来西亚棕榈油出口量为 1,812,394 吨,较上月 1,384,220 吨增加 30.9%,较去年同期 1,608,303 增 12.7%,此前市场预计出口为 168 万吨,比 7 月份的 138 万吨提高 21%,其中欧盟,中国,印度三大主要进口国进口需求同时增长,印度 8 月份进口量环比增长 110%。8 月底马来西亚棕榈油库存为 1,464,491 吨,较上月 1,770,650 吨降 17.3%,较去年同期 2,491,996 吨降 41.2%,为 09 年以来的历史同期最低,可见产地供应压力很小,甚至货源比较紧俏,而此前市场预计 8 月底棕榈油库存下滑至 160 万吨。整体来看,因出口猛增,且产量增长不及预期令棕榈油库存缩减,8 月马来西亚棕榈油库存降至 2011 年 1 月以来最低水平,利多油脂市场。

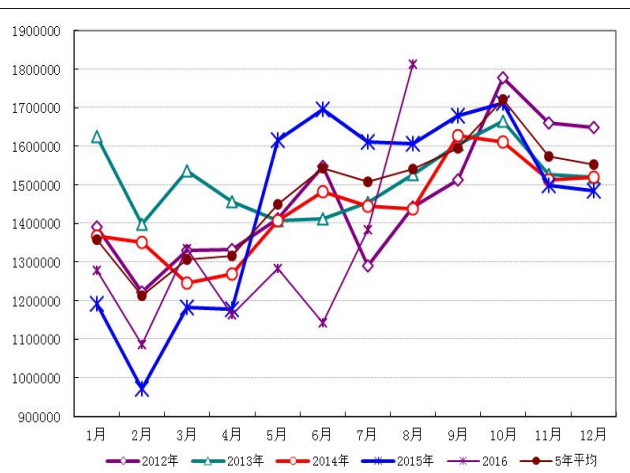
进入 9 月份后,市场更加关注的是产量的恢复情况以及库存变化。西马南方棕油协会 9 月 1 日-15 日产量报告显示,产量环比仅增加 4.31%,因为厄尔尼诺天气干旱造成 2016 年棕榈油产量下滑还没有结束,市场预估 2016 年马来西亚棕榈油产量从去年的 1996 万吨减少到 1900 万吨,因此 9、10 月份产量增幅比较有限。船运调查机构 ITS 及 SGS 称,马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口较前月同期下降 11-12.2%。虽然 9 月出口下降,低于 8 月份,但预计 9、10 月底库存增幅不会太大,仍处低位,全球棕榈油供应仍然偏紧,且马币持续走弱,马盘棕榈油价格演绎暴走状态。

图 2 马棕油月度产量

图 3 马棕油月度出口量

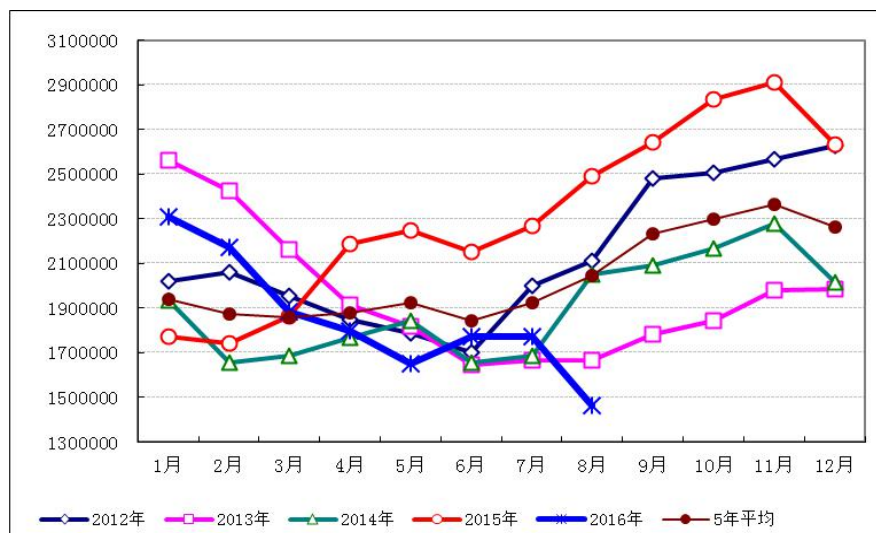


数据来源: MPOB



数据来源: MPOB

图4 马棕油月度库存

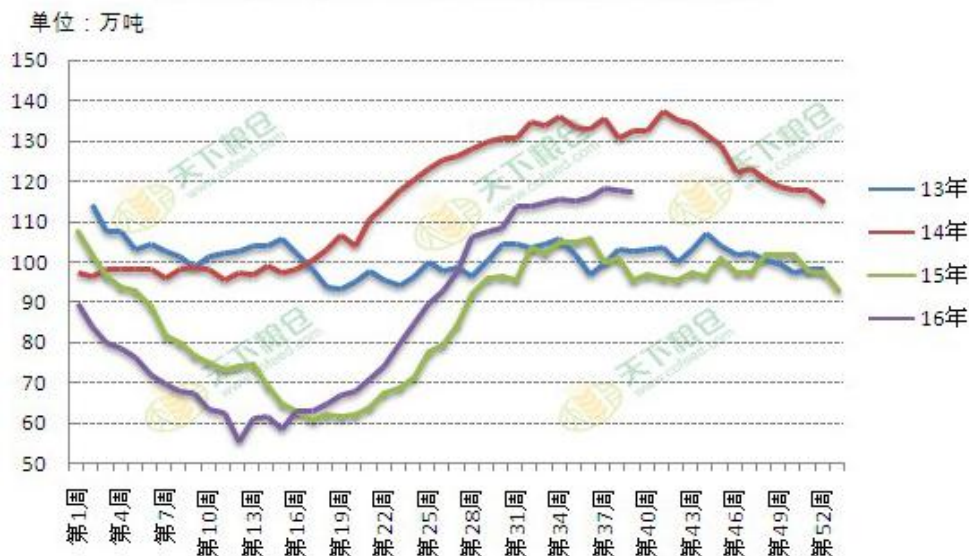


数据来源: MPOB

3、豆油库存或将逐步下滑

因9-10月份大豆到港量偏小,9月份到580万吨,10月份大豆到港量最新预期在550万吨,均低于正常每月650-700万吨的水平。而国储豆拍卖市场成交率非常低,流入压榨领域的数量更是大幅低于预期,原料供应并不充裕,加上9月G20峰会、检修、节假日等影响,9-10月大豆压榨量保持较低水平,9月份大豆压榨总量预期在680万吨,低于8月份的713.7万吨,也低于去年9月的692.18万吨,10月630万吨左右。经历中秋节前的集中一波备货之后,豆油库存也开始止升转降,目前国内豆油商业库存总量117万吨,较9月上旬的小高点120万吨降3万吨,降幅为2.5%。虽然目前的豆油库存仍处于高位,但从往年规律看,由于第四季度节日较多,预计第四季度至明年第一季度豆油库存或将逐步下滑。

图5 豆油商业库存年度变化对比图

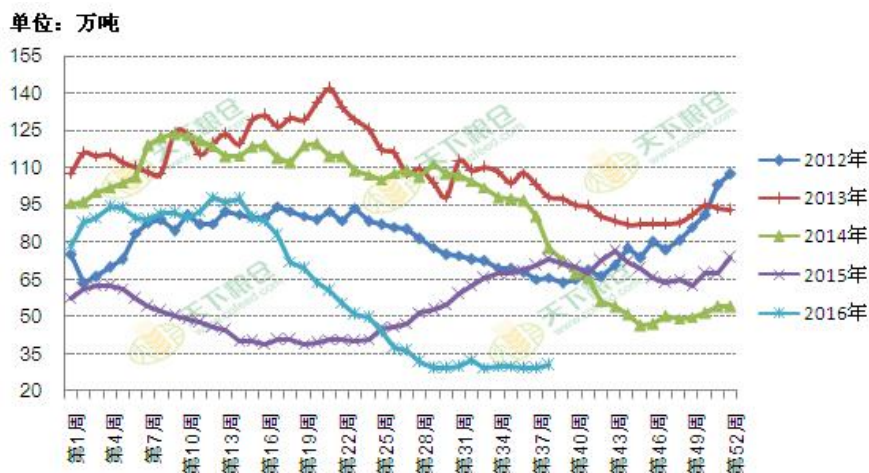


来源：天下粮仓

4、国内棕榈油历史罕见低位库存暂时难以缓解

目前全国港口棕榈油库存量 29 万吨，较上月同期的 31.05 万吨降 2.05 万吨，降幅 6.6%，较上半年高位 98.3 大降 69.3 万吨，降幅高达 70.5%，且远低于 5 年平均库存 68.76 万吨。往年库存情况为：2015 年同期 72.85 万，2014 年同期 77.65 万，2013 年同期 102.85 万，2012 年同期 65.4 万。库存仍处低位，且货权集中，货源极为紧张的局面缓解时间比预期的要迟，据市场调查了解，货源紧张局面可能持续到 12 月份，市场供应缺口暂时难以弥补。当前棕榈油的库存水平已经处于历史罕见的低位区。而国内棕油进口利润尚处于倒挂中，9 月 20 日马来 24 度棕榈油 10 月船期 FOB 报价为 752.5 美元/吨约 6470 元/吨，较棕油现货价格倒挂 270 元/吨，较 1701 合约倒挂近 800 元/吨；12 月船期 FOB 报价 710 美元/吨约 6130 元/吨，较 1 月合约高出 450 元/吨，因此，在倒挂格局下，国内棕榈油低库存的局面暂时难以缓解。

图 6 棕榈油港口库存年度变化对比图



来源：天下粮仓

四、国内油脂消费旺季逐步来临

9月，市场已经进入中秋和国庆双节的备货期，食用油终端消费也渐入旺季。四季度市场对油脂的需求也呈季节性增长，主要是因为10月份以后，新豆上市的供应压力逐步消化，需求支撑逐步替代产量成为市场只要关注的变量。过去10多年来，以中国为代表的新兴市场对于油脂的需求持续显著增长。因此，在马棕油融资性进口下降的基础上，11月下旬至12月将迎来“元旦、春节”油脂小包装备货，豆油、菜油需求因素有将为市场的主要利多支撑。时至年底，食品工业对油脂的消费也大幅提升，以油脂下游消费大户方便面生产企业来看，每到农历新年之前，方便面的用量会大幅提升。因此逐渐到来的油脂消费旺季将为整个油脂市场提供利多支撑。

五、四季度豆棕价差继续扩大还是有可能的

豆棕历史价差规律显示，常态下豆棕价差年初在500-700元/吨低位，经过曲折震荡攀升后11月左右达到高位之后就开始不断收窄，正常价均值在1100-1200元/吨。2016年，豆棕价差从7月份就开始收窄加速，直到目前现货市场出现罕见倒挂状态。目前棕榈油现货价格却要比一级豆油高出40元/吨，连盘豆棕价差也仅在642元/吨，这种奇特的现象可谓是历史罕见。2017年，厄尔尼诺向拉尼娜转换预示有利于棕榈油生产而不利大豆的生产，只要不出现严重的洪涝灾害，拉尼娜对棕榈油单产的影响可能是促进增产，而南美各国将出现来干旱，大豆单产极易受到干旱的影响而降低。同时，进入四季度后，随着豆油需求上升，棕油需求下降，以及三季度棕油的产量高峰，豆棕价差继续扩大还是有可能的。

图7 豆棕价差走势



价差=豆油-棕油

来源：天下粮仓

六、发生拉尼娜概率仍然较大，南美播种季存利多

南美播种季即将开始，阿根廷农户将于 10 月份开始种植大豆，今年阿根廷大豆播种面积可能减少高达 4%，因为阿根廷政府取消玉米出口关税后大豆出口仍面临 30% 的出口关税，农户愿意种植更多的玉米。2016/17 年度巴西大豆播种面积可能增长 2% 达到创纪录的 3390 万公顷，这将是十年来的最低增幅。今年晚些时候可能出现拉尼娜现象，这种天气通常使得南美大豆产区天气更加干燥，天气的不确定性可能令农户减少种植面积。南美两个大豆主产国目前均处于供求偏紧的状态，且未来天气预期偏差，一旦拉尼娜现象卷土重来，大豆价格不排除重演 2016 年上半年走势的可能。NOAA 发布最新报告显示，拉尼娜在 11 月到次年 2 月期间发生的概率超过 50%。

七、节后资金面偏暖，商品市场获益

据中国人民银行 9 月 20 日公告，央行以利率招标的方式在公开市场开展了 2200 亿元逆回购操作，包括 1500 亿元 7 天期品种和 700 亿元 28 天期品种，利率分别持平于 2.25% 和 2.55%。这是公开市场连续第三日将逆回购总量保持在 2000 亿元以上，显示出央行持续注入大额流动性，以保障国庆节前流动性充裕的态度，延续单日资金净投放格局，今日单日资金净投放 1400 亿元。同时，该日央行、财政部还将通过国库定存招标投放 600 亿元 3 月期资金。节后资金面偏暖，商品市场从中获益。

八、小结与展望

收割期降雨过多影响收割进度及出口良好，提振美豆继续反弹走高，去年厄尔尼诺对马棕油产量的影响还未彻底结束，预计马棕油 9、10 月产量增幅有限，尽管目前出口走低，但 9、10 月份库存不会大幅增加。国内棕油库存紧张暂难缓解，近两月大豆到港量小导致 9 月油厂开机率下降，随着四季度油脂传统的消费旺季的到来，豆油库存或将持续下滑，这均为油脂市场提供底部支撑，同时进入四季度后豆棕价差继续扩大还是有可能的。

九、风险点

- 1、原油大幅下跌至 35 美金以下并保持在此价格，则会造成生产欧盟以及东南亚生产生物性柴油的损失增大，不利于棕榈油的消费。可能会进一步影响豆油的消费，从而带动油脂板块整体走弱。
- 2、美豆后期天气恢复正常，大豆顺利收割，将会再次对美盘形成打压。
- 3、美豆产量继续大幅调高，出口不及预期。
- 4、若棕榈油产量大幅提升、出口疲弱，推动库存走高。
- 5、后市国储菜油再次大量抛储，将导致国内油脂价格走低。

免责声明:

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。