

# 油脂供给压力较大，粕谨防冲高回落

## 一、国外市场供需

### 1、美 USDA 11 月报告丰产的利空影响逐渐兑现与释放

尽管 11 月的 USDA 供需报告尚未兑现对美豆的利多预期，但就数据本身来看，同 10 月报告相比，基本保持中性。截至 11 月 20 日，美豆收割完成 96%，丰产的利空影响逐渐兑现与释放。收割接近尾声，12 月以后的 USDA 报告一般仅对美豆新作的产量数据做微幅调整，再依靠“丰产”因素，就很难打压美豆价格了。后市，无论是豆粕还是豆油市场焦点将转向南美天气变化、美豆出口进度以及国内消费情况。

### 2、美豆新作预售预计将提速

2017/2018 年度迄今，美国对华大豆销售总量（已装船和尚未装船）为 1823.9 万吨，较去年同期的 2249.3 万吨减少 18.9%。目前的对华销售量占年预售总量的 29.78%，而 2016/2017 年度该比例为 36.73%。造成美豆新作销售进度缓慢的原因有两个：其一，美豆价格较为低迷，农户惜售情绪升温；其二，美豆最大的出口国——我国的压榨利润不尽如人意，美国进口大豆的压榨利润为-20 元/吨，南美进口大豆的压榨利润为-15 元/吨，均处于盈亏平衡点下方。待我国的压榨利润修复，美豆新作预售速率也将提高。另外，美国业内人士称，在美国总统特朗普访华期间，我国承诺在 2017/2018 年度增加美豆进口量 1200 万吨。中期来看，2017/2018 年度美豆总出口量调增至 6124 万吨的可能性较大。

### 3、持续关注南美播种进度，后期天气成为焦点

南美大豆播种进度成为市场关注焦点，9 月份巴西因干燥延缓了大豆播种时间，随着 10 月初有效降雨，农户开始播种新季大豆，11 月份几个主产州降雨正常，马托格罗索、南马州播种进度快。据巴西农业咨询机构 AgRural 称：截至 11 月 24 日，巴西大豆播种完成 84%，较一周前提高 11%，比去年风调雨顺的情况下更高，去年同期 83%，五年均值 79%，后期持续关注大豆播种进度。阿根廷方面，和巴西干旱相反，10 月份持续降水导致洪涝，11 月份降雨明显减少，科尔多瓦、圣塔菲和布宜诺斯艾利斯未来一周有零星小雨，并

不会耽误大豆播种进度。目前阿根廷大豆播种进度提高至 34%，上周 23.4%，播种正常。

根据天气模型预测，今年 12 月至明年 2 月南美发生拉尼娜的概率为 70%，而此时间段南美大豆正处于关键生长期。研究表明，巴西大豆的单产与拉尼娜并无必然关系。不过，可以确定的是，阿根廷大豆在拉尼娜发生年份几乎都会减产。

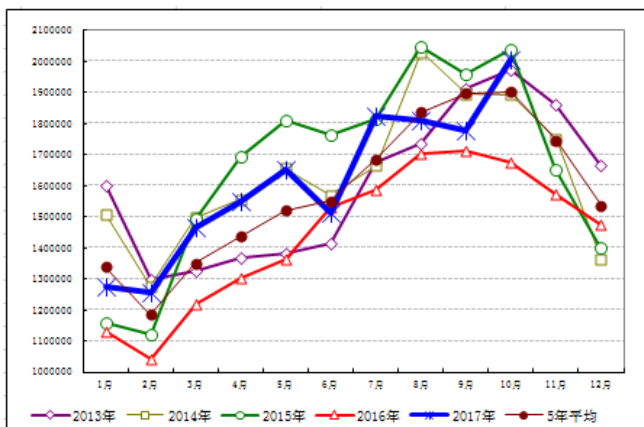
#### 4、马棕油季节性减产季不减反增，出口面临较大压力

大部分情况下，马来西亚棕榈油产量通常会在 11 月至次年 3 月开始进入显著的季节性减产周期。但是有调查显示，在 10 月产量跳增超预期的基础上，11 月产量可能小幅增加，或仅有小幅下滑。而同期出口调查显示，11 月出口环比上月下滑超 8%，如果照此趋势估算，11 月马来西亚棕油库存可能出现较大的积累，甚至可能近 250 万吨，供应节奏的变化压力增加。

棕榈油需求方面。受全球最大棕榈油进口国印度进口规模萎缩影响，印尼、马来西亚、巴西等主要棕榈油出口国将持续面临较大的出口压力。同时，在环保压力下，法德等国近期均表示将削减可再生能源中棕榈油的使用比例，欧洲议会决定对棕榈油进口实施限制。这一决定引发了印尼和马来西亚的强烈不满。

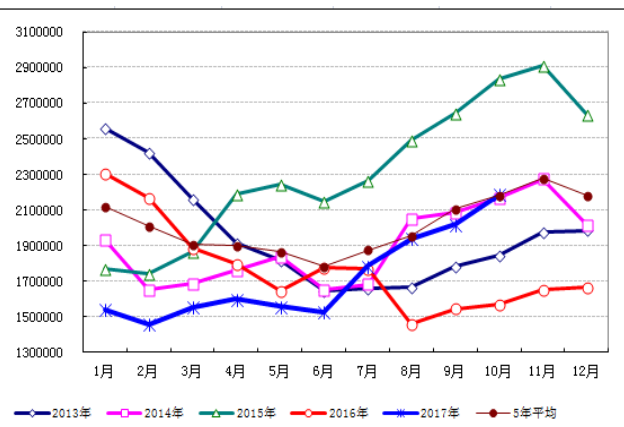
为推动能源消费结构转型尤其是鼓励本国菜籽油和大豆油消费，全球最大棕榈油进口国印度不久前将棕榈油原油和精炼油进口税率提高了 15%，分别达到 30% 和 40%，这直接导致近日来印度进口棕榈油规模萎缩 4%，马来西亚棕榈油市场基准价因而应声下跌 3%。国际市场预计，2017 年年底，仅印度的棕榈油进口规模就将较 10 月份萎缩 20%，印尼、马来西亚、巴西等主要棕榈油出口国将持续面临较大的出口压力。为此印尼和马来西亚不约而同开始寻找新的棕油出口市场，主要目标锁定了中国、俄罗斯、巴基斯坦、缅甸、尼日利亚等。马来西亚则更加重视挖掘缅甸、菲律宾等东盟内部市场，同时积极开拓西非市场。

图 1 马棕油月度产量



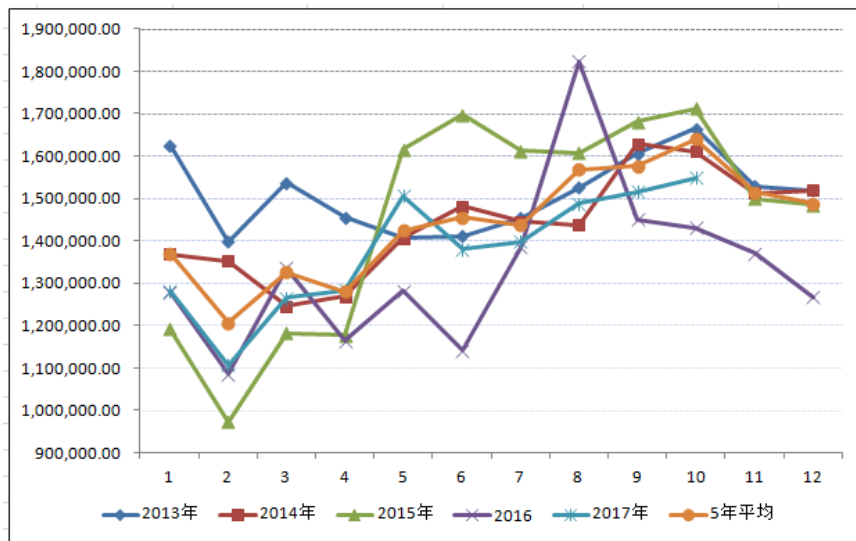
数据来源：MPOB

图 2 马棕油月度库存



数据来源：MPOB

图 3 马棕油月度出口



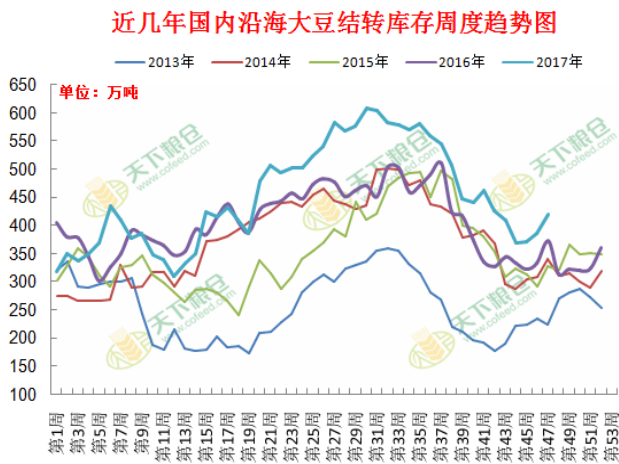
数据来源：MPOB

## 二、国内供给压力较大，期待节前备货需求

### 1、到港大豆居高不下

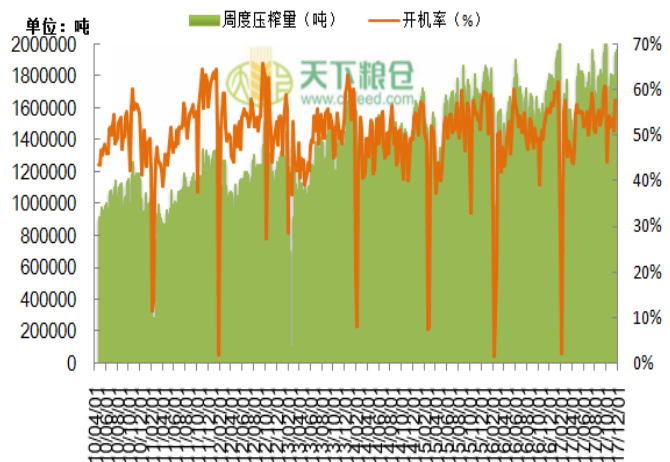
海关数据显示，10月，我国大豆进口量为586万吨，今年前10个月我国累计进口大豆7733万吨，同比增加16%。未来3个月，美豆到港量将激增，供给压力使得豆油价格难有喘息之机。根据USDA11月供需报告，美国2017/2018年度大豆产量预估为44.25亿蒲式耳，而2016/2017年度大豆产量预估为42.96亿蒲式耳，即今年预估将增产3%左右。从美豆收割进度来看，截至11月20日已经完成96%，基本与5年收割进度97%相持平。同时，本作物年度截至11月16日当周，美国大豆出口检验量累计为1919万吨，比上一年度同期2194万吨反而减少了14%；其中本作物年度对中国出口1327万吨，同比减少20%。从出口进度分析，截至2017/2018作物年度的第11周，目前美豆对中国的出口进度预计约完成30%，低于平均进度。而根据过去5年均值经验，到第27周末美豆出口将完成约90%。原本的进口旺季，叠加前期延误到港或卸船的美豆，将使得11月末到1月末的美豆到港量再创新高。预计12月到港量在930万—950万吨，1月到港量在800万—830万吨，这无疑将对豆油期货价格特别是1801合约形成极度重压。

图 4 国内沿海大豆结转库存



数据来源：天下粮仓

图 5 全国大豆压榨量周度图



数据来源：天下粮仓

## 2、豆油库存压力持续

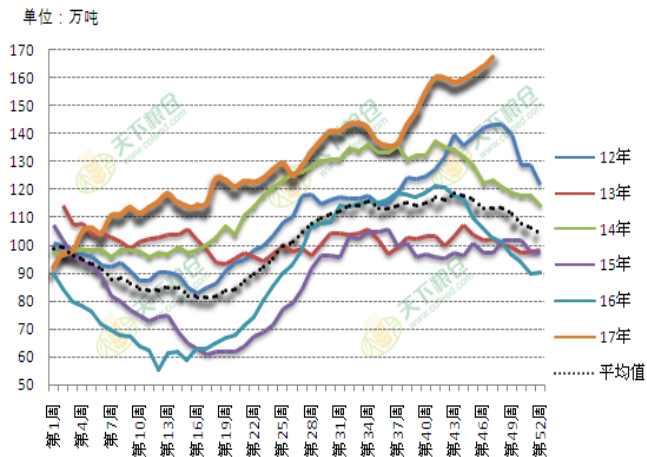
11 月开始，国内进入美豆到港的高峰期，前期，农业部严控 GMO（转基因）证书发放，但对 11 月大豆到港实际影响不是很大，对 12 月国内大豆的到港影响还需观察。不过，即便对 12 月大豆到港存在影响，对粕类影响预计更大。由于国内豆油库存压力一直较大，预计对国内豆油盘面实际影响有限。据天下粮仓网统计，11 月，国内各港口进口大豆预报 873 万吨，12 月最新预期 930 万吨，2018 年 1 月预期 820 万吨。虽然一些油厂大豆到港后卸货有延迟，但目前是油厂集中执行合同期，加上实际压榨利润较好，11 月国内主要油厂开机率季节性回升。截止 11 月 30 日，国内豆油商业库存总量 168.37 万吨，较上个月同期的 158.4 万吨增 9.97 万吨增幅为 6.29%，较去年同期的 99.43 万吨增 68.94 万吨增 69.34%。进入 12 月，进口大豆数量更高，加上执行前期豆粕合同的需求，国内油厂开机率料将继续攀升，国内豆油的供给量也将持续增加。

## 3、12 月棕榈油库存居高难降

去年 11—12 月，国内棕榈油表观消费量分别估算为 35 万吨、45 万吨。今年 10—11 月国内豆油棕榈油现货价差运行区间相似，12 月预计难有大幅变化。若参考去年同期表观消费量，今年 11 月国内 24 度棕榈油实际进口可能大于月需求。进入 12 月，由于国内食品刚需领域春节前备货及生产，实际进口可能持平略少于月需求。事实上，11 月国内食用棕榈油港口库存确实仍呈增长趋势。截至 11 月 27 日，国内食用棕榈油港口库存 50.1 万吨，较 10 月同期的 45.2 万吨增加 4.9 万吨，增幅为 10.9%；较去年同期 23.6 万吨增加 26.5 万吨，增幅为 112%。参考月消费量，当前棕榈油港口库存约够国内一个半月的消费量，港口商业库存比较充足。预估 12 月下旬国内棕榈油港口库存可能略降，但大概率仍在 45 万吨左右的偏高水平。基差方面，随着进口增加，国内库存回升，贸易需求季节性减弱，加上国内豆棕价差持续偏低，9 月至今国内棕榈

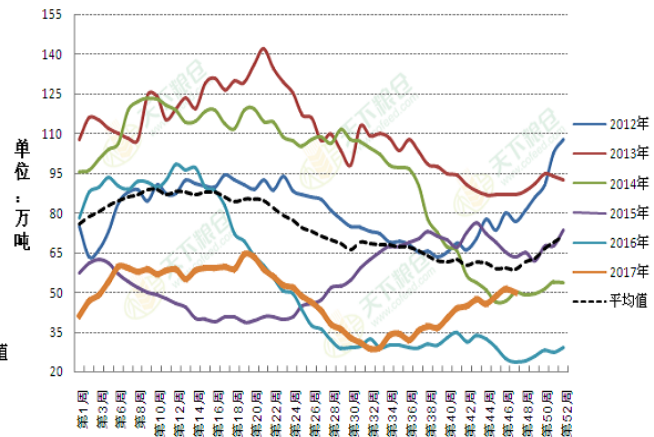
油基差表现非常弱。进入 11 月，P1805 基差一直在 0 到-100 元/吨徘徊。由于 12 月国内进口量仍大，在国内库存充裕背景下，预计 12 月 P1805 负基差局面仍会存在。

图 6 国内豆油商业库存



数据来源：天下粮仓

图 7 国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓

#### 4、年底油脂需求将转旺

由于市场预期的备货提振迟迟未能大规模启动，油脂类在传统消费旺季接连创出新低，但是对于油脂类商品而言，各大节日前的消费通常都会迎来转机。年底就是国内油脂类消费的一大旺季。厂商为应对元旦和春节的消费往往会提前备货，从而拉动商品价格上涨。油脂是日常消费品，也是食品工业的主要原料之一，因此，在 12 月至来年 1 月，春节备货行情还是可以期待的。

#### 5、小结与交易策略

“拉尼娜”现象可能于 12 月份开始，天气炒作还在持续。市场预计 11 月马来产量可能不降反增，出口数据疲软，与此同时，全球最大的棕油进口国印度提高进口关税，对产地出口有所抑制，产地库存持续回升。国内 11-1 月大豆到港或超 2600 万吨，油厂榨利良好，开机率超高，豆油库存再创历史新高，但终端消耗量暂不大，供大于求格局明显，棕油库存也在逐步增加，整体形势短期并不允许油脂货出现大幅反弹。不过，市场或将因进入节前备货周期而令油脂需求得到改善，因明年 2 月中旬期间过年，市场对 12 月下半月至 1 月的豆油行情还是有所期待。

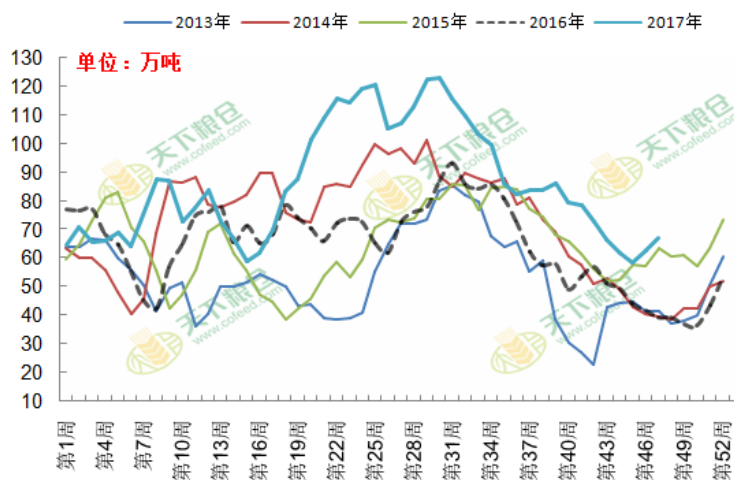
### 三、南美天气决定豆粕 12 月价格走势价

#### 1、豆粕供应紧张局面会逐渐缓解



“环保”问题及有一些油厂大豆到港后卸货延迟，在 11 月上半月区域性供应紧张问题尚未缓解，加上上半月因对“转基因证书”问题担忧，提货积极性较高，11 月上半月令豆粕库存延续上月下降态势。不过，随着环保问题暂缓，及大豆陆续到港，油厂大多恢复开机，以及豆粕提货速度放缓，令油厂豆粕库存在下半月止降回升，截止 11 月 26 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 67.25 万吨，较 11 月 12 日的 58.616 万吨增加 8.634 万吨，增长 14.73%，也略微高于上月的 66.41 万吨。后期随着豆粕供应紧张局面逐渐缓解，豆粕库存还会继续回升。

图 8 近几年国内沿海豆粕结转库存变化图



数据来源：天下粮仓

## 2、转基因证书下发后豆粕还需仰仗“拉尼娜”

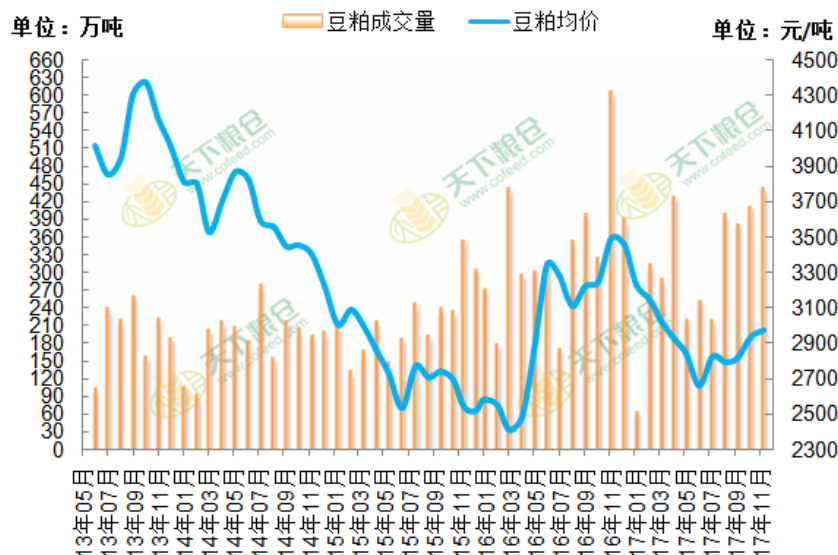
因“转基因证书”手续问题已解决，11 月 28 日晚湛江渤海大豆将开始卸船，但目前仍处于停机中，预计将于 11 月 29 号或 30 号开机。此前一直滞留港口的南通来宝大豆船也已于 11 月 28 日卸船，并已于 11 月 28 日恢复开机，日加工大豆 2500 吨。此消息的解决，或令豆粕市场担忧情绪缓解，且实际事实证明，目前国内大多油厂开机正常，并未受到转基因证书事件影响，豆粕库存量也在持续增加。在国内的“证书”问题解决以后，国内炒作就告一段落，豆粕想再发力，也只能依靠“拉尼娜”，即阿根廷的干旱预期。“拉尼娜”在目前对于美豆已经没有影响，巴西大豆的单产与拉尼娜并无必然关系。唯一比较确定的是阿根廷大豆在拉尼娜发生年份减产基本没有例外，阿根廷的变量需要继续关注，阿根廷目前播种还未过半，在十一月份将全面展开，而拉尼娜影响将在此间发酵。

## 3、临近年底生猪养殖迎来传统旺季

需求端方面，临近年底，生猪养殖迎来传统旺季，生猪育肥期内的饲料消费量有望趋增，尽管当前豆粕市场利好因素叠加推动行情向好运行，但大豆压榨利润改善，油厂开机率提升，不利于豆粕行情持续性

向好。在美豆震荡趋弱的走势影响下，进口大豆成本也随之下降，盘面榨利丰厚，油厂大豆压榨量将进一步提升，令油厂豆粕现货逐步增加，进而抑制价格进一步上涨。

图 9 国内豆粕月均价及月度成交量



数据来源：天下粮仓

#### 4、小结与交易策略

中国大豆进口审批趋严，叠加豆粕需求旺季，豆粕供应紧张局面缓解时间将有所推迟，后期主要关注的焦点依然是南美天气状况和美豆大豆出口上，产生拉尼娜的概率增加使得 12 月份南美天气炒作可能性增加，短期看好豆粕。不过，随着供应趋于宽松，豆粕库存逐步增加，一旦供应紧张局面得到解决、南美天气炒作不起来，谨防冲高回落。

#### 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。