

【申银万国期货】供应压力不减，油脂低位徘徊

——9 月份油脂期货投资策略报告

2018 年 9 月 3 日

摘要：

- 油脂总体库存仍然偏高，未来三个月，豆油、棕榈油和菜油的供应仍将保持充足，这决定油脂价格仍将保持低位震荡走势。
- 油脂进入消费旺季，三大油脂库存的下降速度将决定近期油脂价格反弹的强弱程度。
- 油脂中期趋势的改变仍然缺乏需求端的支持，关注生物能源、食用油升级等概念。
- 油脂之间的价差套利仍将是下半年油脂操作的核心策略。9 月份关注豆油和棕榈油价差缩小的机会。

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
原油价格维持高位	趋稳	★★
油脂绝对价格低	趋稳	★
大豆进口量的减少	趋强	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
国内油脂总库存高	趋稳	★★
大豆、菜籽、棕榈油进口稳定	趋稳	★
食用油需求增速放缓	趋稳	★
综评：维持区间震荡		

注：“★★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

分析师

傅博 农产品分析师
 执业编号：F3041095
 电话：021-5058 8952
 邮箱：fubo@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 10 楼
 邮编：200122
 电话：021 5058 8811
 传真：021 5058 8822
 网址：www.sywgqh.com.cn

目录

1、9月份操作策略	3
1) 波段操作	3
2) 跨品种对冲操作	3
3) 套期保值操作建议	3
2、行情分析	4
1) 关键数据表	4
2) 产业链分析	5
3) 行情图解	6
4) 热点问题	12
3、交易逻辑	13
1) 波段交易逻辑	13
2) 跨品种对冲交易逻辑	13
4、风险提示	13

1、9 月份操作策略

1) 波段操作

9 月份，建议逢低做多棕榈油 1901，具体操作见下表。总仓位控制在 10%以内。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过 2 次；盈利超过 100 点之后止损改为开仓价。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
P1901 波段操作	4800-4830	4750	5100-5200	10%

2) 跨品种对冲操作

9 月份，建议做买棕榈油 1901 空豆油 1901 的套利，具体操作如下表。总仓位控制在 10%以内。策略止损后，如果满足开仓条件，可重新进入。总止损次数不超过 2 次；盈利超过 50 点后止损改为开仓价。

操作类型	开仓区间	止损位	退出区间	仓位建议
买 P1809 抛 Y1809	950-1000	1050	750-800	10%

3) 套期保值操作建议

油脂仍然供应过剩，且现货贴水期货，大豆的进口利润近期又回到较好的水平，所以建议在盘面上做卖出豆油的套期保值。

2、行情分析

1) 关键数据表

上游		CBOT 豆油	BMD 棕榈油	马来西亚棕榈油库存	马来西亚棕榈油产量
	8月	-1.40%	1.73%	2214565 吨 (7月)	1503220 吨 (7月)
	7月	-1.14%	-4.80%	2188660 吨 (6月)	1332705 吨 (6月)
中游		豆油现货(山东)	棕榈油现货(广东)	菜油现货(福建)	24度棕榈油进口量
	8月	5494.78 元/吨	4800.00 元/吨	6318.26 元/吨	23 万吨 (7月)
	7月	5326.36 元/吨	4720.90 元/吨	6227.27 元/吨	28 万吨 (6月)
		豆油库存	棕榈油库存	菜油库存	菜油进口量
	8月	163.88 万吨	40.34 万吨	53.89 万吨	17 万吨 (7月)
	7月	159.05 万吨	56.77 万吨	46.82 万吨	11 万吨 (6月)
下游		零售价:豆油	零售价:花生油	零售价:菜籽油	零售价:调和油
	8月	11.47	26.53	14.49	13.87
	7月	11.5	26.4	14.52	13.86
期货		豆油 1901 涨跌	豆油持仓变化	现货-期货近月价差	豆棕 01 价差
	8月	-0.89%	-18608 万手	-172	900
	7月	1.11%	-41092 万手	-306	978
		棕榈油 1901 涨跌	棕榈油持仓变化	现货-期货近月价差	豆菜 01 价差
	8月	0.54%	-11.9 万手	206	-844
	7月	-2.02%	-37386 手	-16	-682
		菜油 901 合约涨跌	菜油持仓变化	现货-期货近月价差	菜棕 01 价差
	8月	1.69%	-45494 手	2	1744
7月	-2.39%	+23472 手	-109	1660	

备注: *数据截至 8 月 31 日; 资料来源: Wind, 申万期货研究所

**其中的价格数据为月均值, 期货价格为月收盘价。

2) 产业链分析

上游，进口稳定，国内库存高企。9-11 月份预计有 2250 万吨的进口大豆到港，和去年同期的 2265 万吨基本持平，但是进口量将逐月减少，12 月以后的进口量存在一定程度的不确定性。美国大豆确认丰产，CBOT 豆油价格将承压；巴西雷亚尔和阿根廷比索贬值，将推动其豆油报价走弱，国内时隔 3 年进口阿根廷豆油，之后如果进口利润进一步打开，将增加豆油的进口。由于马来西亚 9 月棕榈油出口关税将降为 0，国内有部分 8 月船期的进口推迟到 9 月，这样，9 月预估将有 33-35 万吨的 24 度棕榈油到港，10 月、11 月由于进口利润较好，预估也将超过有 30 万吨/月的进口量。根据天下粮仓数据，9 月国内将进口 51 万吨菜籽，10 月之后加拿大菜籽将陆续上市，根据目前的盘面压榨利润，以及水产品的价格，预计菜籽的进口仍将保持稳定，如果考虑到中美贸易摩擦的因素，10 月以后的菜籽进口量很可能将高于往年。所以，总的来看，未来三个月国内的油籽和油脂的进口稳定。截至 8 月底，国内豆油库存 163 万吨左右，菜油库存 53 万吨左右，24 度棕榈油 40 万吨左右，三大油脂总库存仍然维持在 256 万吨的高位水平。

下游，油脂消费逐步进入旺季，但是没有新增需求。8 月份中下旬开始，随着学校的开学，工地开工增加，以及双节的临近，油脂消费逐步进入旺季。但是随着人民生活水平的提高，国内对食用油的消费结构在发生改变，人们更倾向于高营养、高健康的油品，以及少油的饮食习惯，使得油脂的消费增速缓慢。**油脂的消费没有新的增长点。**所以短期内，还很难见到油脂进入去库存的周期。

3) 行情图解

美豆油过去2个月近期低位震荡，趋势仍然向下，如果跌破28美分，将再次试探26-27美分的2015年的低点。

图1：美豆油指数（周线）



资料来源：文华财经，申万期货研究所

马盘棕榈油仍然是下跌的趋势，短期支撑在2200附近，2009年以来的低点在2000-2100。

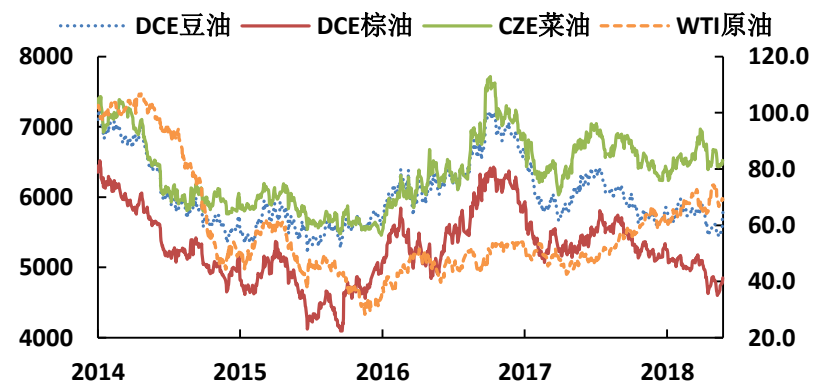
图2：马来西亚棕榈油指数（周线）



资料来源：文华财经，申万期货研究所

近3个月，原油价格维持高位震荡，对油脂的支撑减弱。

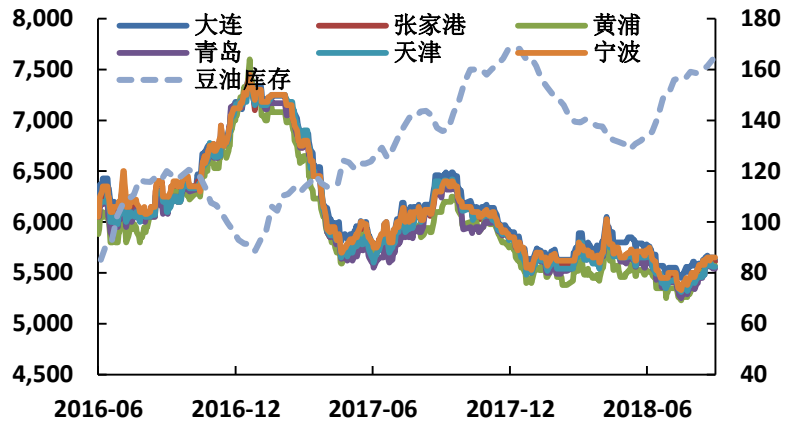
图3：原油、豆油、棕榈油、菜油走势图



资料来源：Wind，申万期货研究所

5月中旬以来，豆油库存持续上升，豆油价格维持弱势。7月底以来，豆油价格有所反弹。

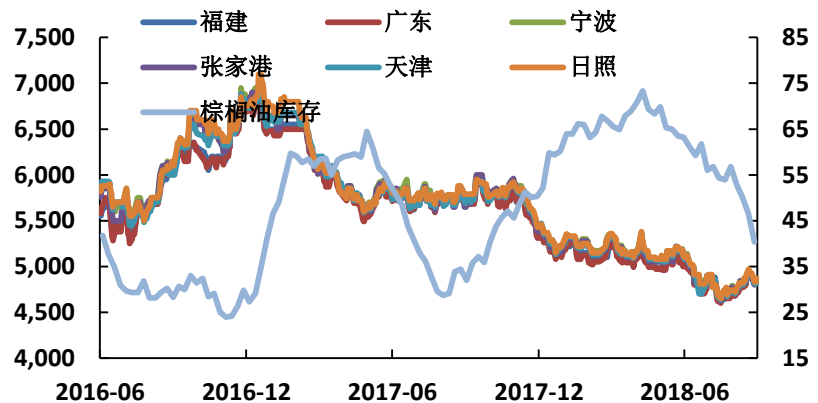
图 4：豆油库存和现货价格（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，天下粮仓，申万期货研究所

4月中旬以来，随着棕榈油消费进入旺季，棕榈油库存持续下降，但是棕榈油价格7月之后才有所反弹，趋势看仍然偏弱。

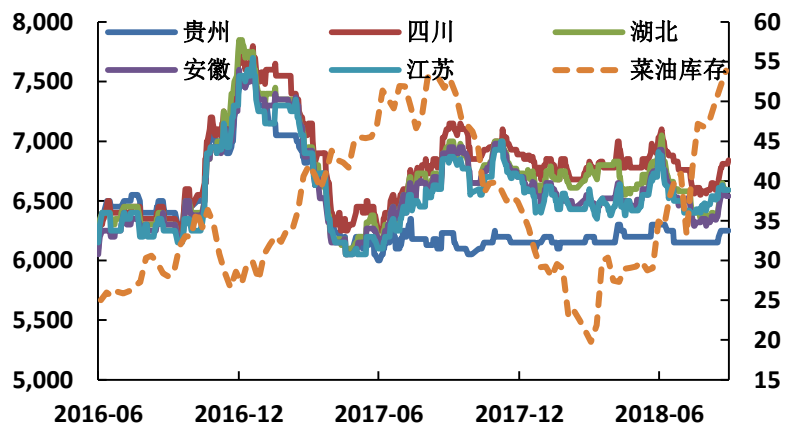
图 5：棕榈油库存和现货价格（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，天下粮仓，申万期货研究所

4月中旬以来，菜籽油库存持续上升。进口利润好推动菜籽油和菜籽进口增加，国储再次启动菜籽油拍卖等因素共同作用。菜籽油现货价格6月以来下跌，8月中下旬才略有反弹。

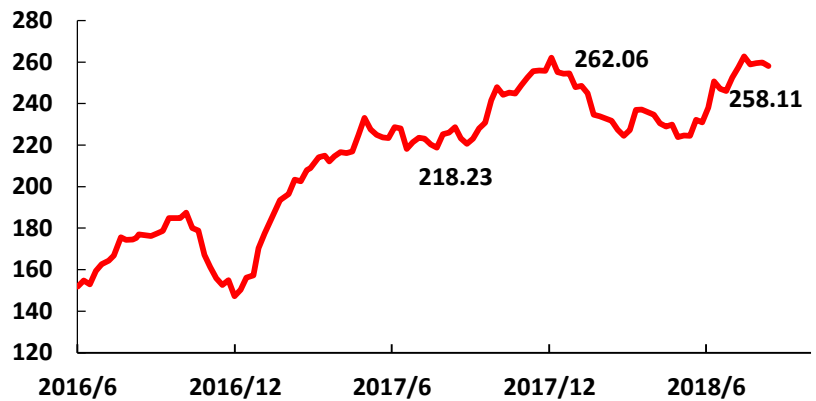
图 6：菜油库存和现货价格（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，天下粮仓，申万期货研究所

8 月份，三大油脂总库存维持在 255-260 之间，接近去年 12 月的记录水平。

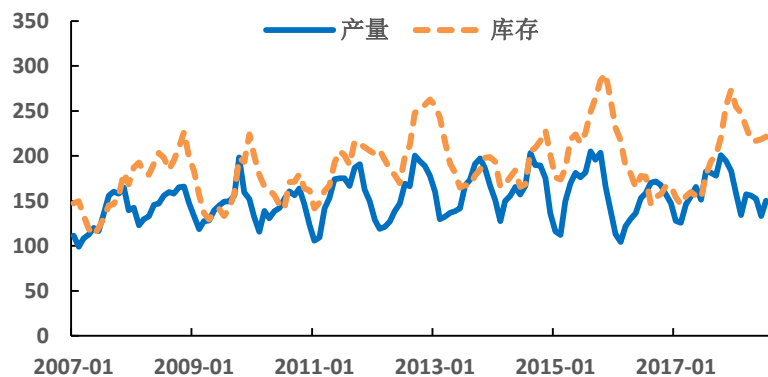
图 7：三大油脂库存总量（万吨）



资料来源：天下粮仓，申万期货研究所

6、7 月马来西亚棕榈油库存重新开始上涨，关注 8、9 月份增产周期下的库存变化。今年上半年马来西亚的棕榈油产量不及预期，是导致库存持续回落的主要原因之一。

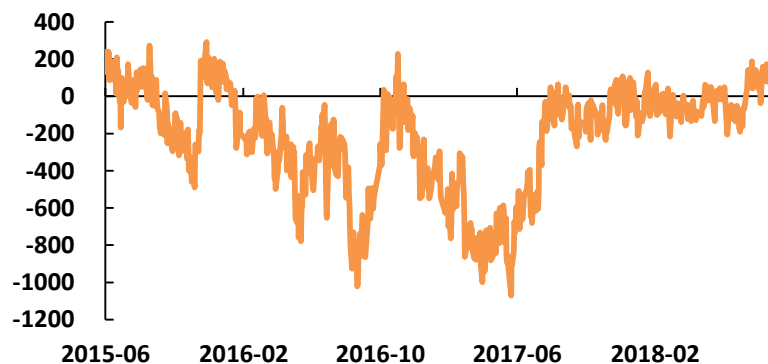
图 8：马来西亚棕榈油月末库存和月度产量（吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

棕榈油进口利润自 2017 年 7 月以来一直保持在较好的水平。8 月份以来，棕榈油的进口利润进一步向好，推动国内 10、11 月份棕榈油进口的增加。

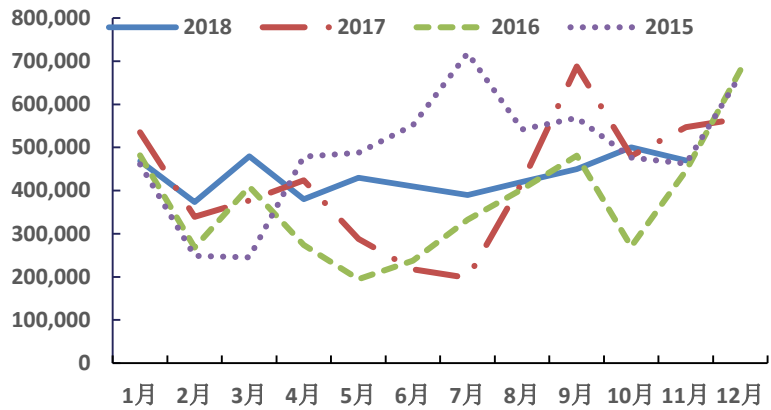
图 9：棕榈油进口利润（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

由于马来西亚9月份棕榈油出口关税下调到0，国内部分8月份船期的棕榈油进口推迟到9月份发货。而8月以来棕榈油进口利润更好，也推动国内增加10、11月份的棕榈油进口。

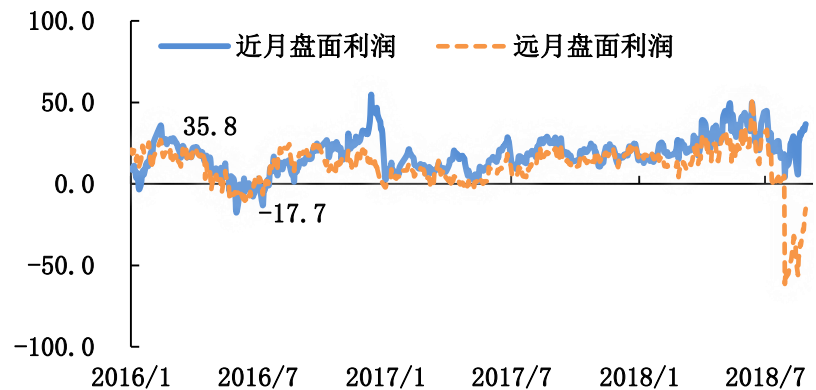
图 10: 棕榈油进口量 (吨)



资料来源: 海关总署, 申万期货研究所

8月份以来, 进口大豆盘面压榨利润好转, 近月船期的盘面榨利目前又回到30美元/吨以上。12月以后需要考虑美国大豆, 按照28%进口关税计算的美国大豆, 8月初的盘面榨利在-55美元/吨, 月底榨利已经回到-15美元/吨。

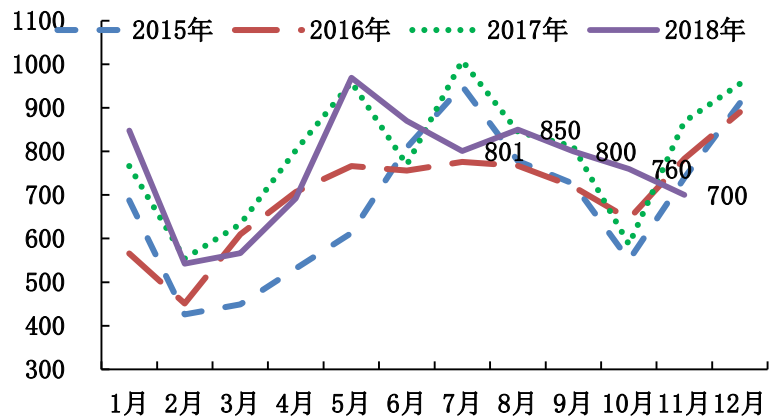
图 11: 进口大豆盘面压榨毛利 (美元/吨)



资料来源: 申万期货研究所

根据国内采购情况推算, 中国9-11月进口大豆到港量预估2260万吨左右, 去年同期为2265万吨, 未来3个月供应仍然充足。

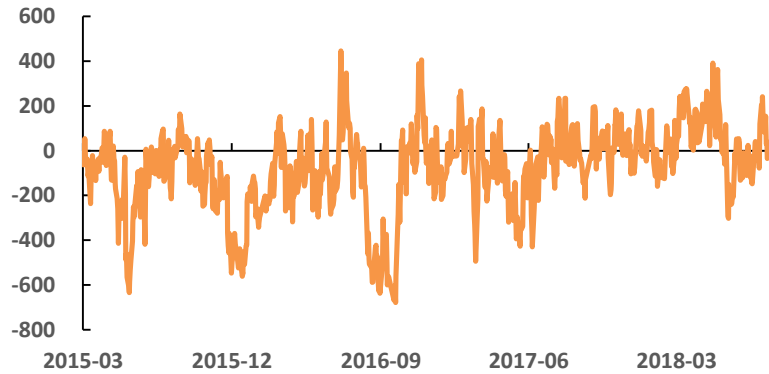
图 12: 进口大豆到港量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 申万期货研究所

8 月份，菜油进口利润再次好转，未来 3 个月菜油的进口预计维持稳定。

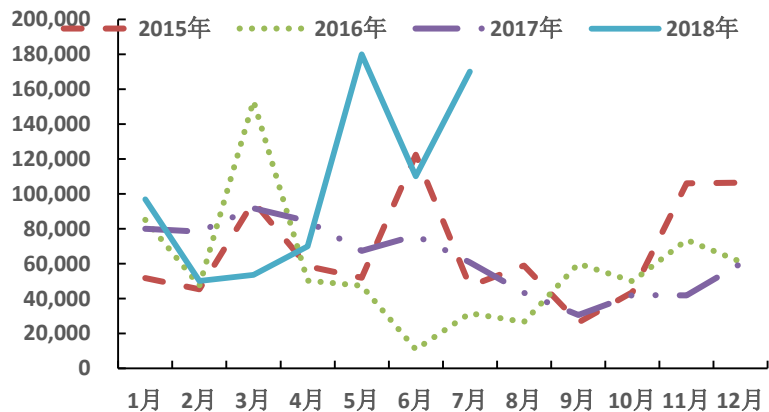
图 13: 菜油进口利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

根据海关数据, 5-7 月份菜籽油进口量创近些年的新高, 随着国储菜油拍卖接近结束, 后期菜油进口量将增加。

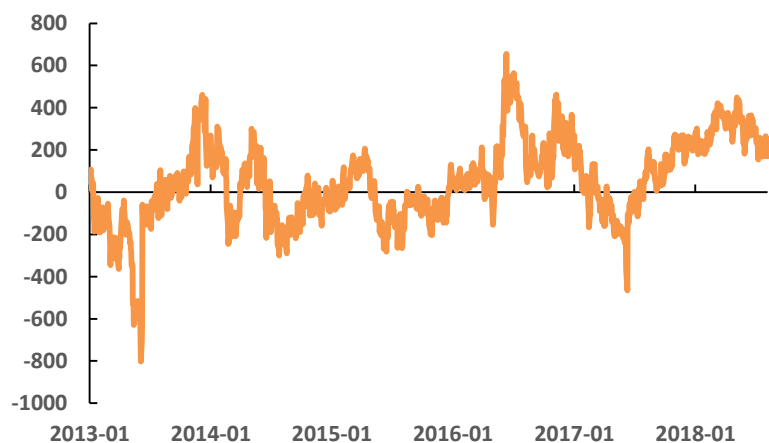
图 14: 菜油进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 申万期货研究所

8 月以来, 菜籽的盘面压榨利润下降, 不过目前仍然有 170 元/吨左右的盘面压榨利润, 10 月之后加拿大新菜籽将上市, 届时如果进口利润仍然比较好的话, 菜籽的进口预期将增加。

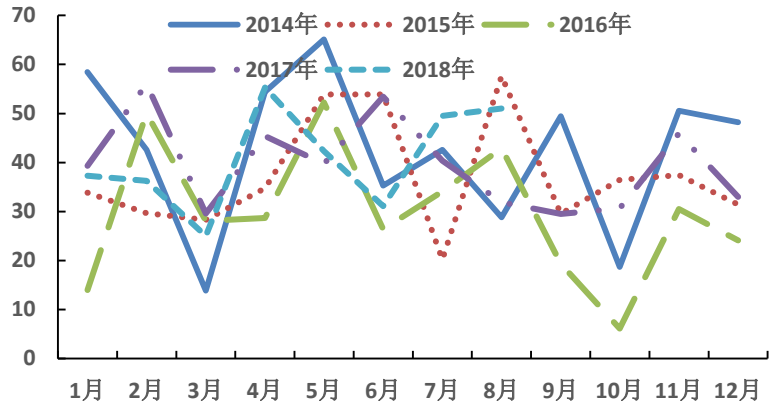
图 15: 菜籽压榨利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

今年的菜籽进口量基本和去年持平，8月份预估进口菜籽49.5万吨，10月份预估进口菜籽51万吨。

图 16: 菜籽进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 申万期货研究所

根据农业农村部8月农产品供需报告显示, 2017/18年度我国的食用油供需缺口38万吨, 预计2018/19年度缺口将扩大到49万吨。主要原因是豆油产量增速预期下降。

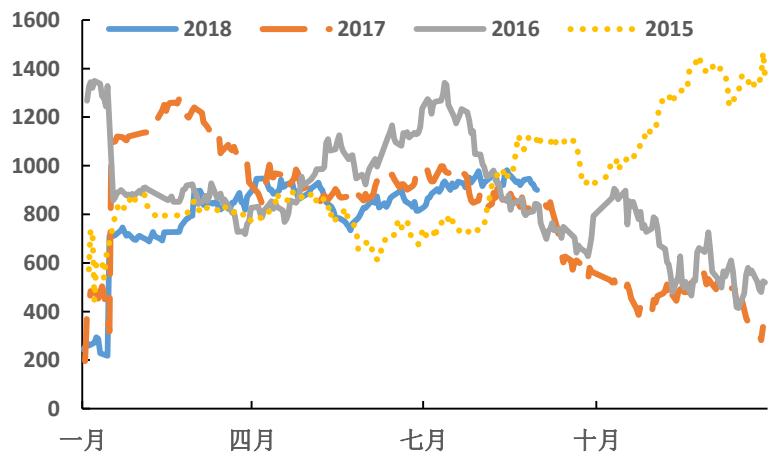
图 17: 中国食用油供需平衡表 (万吨)

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 (7月预测)	2018/19 (8月预测)
生产	2531	2730	2758	2767	2765
豆油	1474	1627	1611	1633	1633
菜籽油	560	574	581	593	593
花生油	300	318	326	306	306
进口	581	578	577	582	582
棕榈油	339	334	355	355	355
菜籽油	77	80	80	80	80
豆油	59	71	40	40	40
国内消费	3164	3257	3356	3379	3379
城镇消费	2125	2408	2539	2585	2585
农村消费	1039	849	817	794	794
出口	13	17	17	17	17
结余变化	-65	34	-38	-47	-49

资料来源: 农业农村部, 申万期货研究所

目前豆油01和棕榈油01的价差处于过去3年同期的高位, 也处于今年以来的高位。

图 18: 豆油 01 和棕榈油 01 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

4) 热点问题

➤ 油脂何时能转市

油脂的转市从基本面来说，需要供应端出现问题，或者需求端出现新的增长。具体来说，供应端主要关注大豆、菜籽和棕榈油，今年巴西和美国大豆丰产，全球大豆供应在未来 1 年内都是充足的；马来西亚的棕榈油今年产量可能不及预期，但是也基本和去年持平，印尼的棕榈油产量要比去年高 200-400 万吨，整个产地的棕榈油仍然处于增产周期；菜籽今年全球的产量减少大约 200-300 万吨，但是今年其他小油籽的增产基本能够弥补这一块，所以从全球油籽总产量来说，供应还是非常充足。需求端，现在的油脂需求还主要是食用需求，全球的需求增速略低于供应增速持平，也就是说全球的油脂小幅供大于求，而我国的油脂的需求增速在过去 3 年远低于供应增速，所以导致库存的累积。按照农业农村部 8 月的供需报告，我国 2019 年的食用油供需缺口在 49 万吨，对应目前三大油脂 258 万吨的库存，如果供应正常，油脂的转市至少 2 年内是看不到的。目前油脂转市的契机主要关注今年 12 月以后的大豆进口，中美贸易摩擦背景下，我国将降低豆粕的需求增速，从而很可能减少大豆的进口，这种情况下，国内油脂很可能在明年年初进入去库存的周期。

➤ 三大油脂谁的基本面最好

目前来看，油脂中基本面相对最好的是菜籽油。过去 3 年半国家抛售了 580 多万吨的菜油储备，即平均每年 165 万吨左右，明年我们需要进口相应量的菜籽和菜油来弥补这 165 万吨的缺口，或者菜油和豆油的价差需要拉大到足够引发替代。

不过，上文提到过，油脂的转市还是要看豆油和棕榈油的表现，尤其是未来半年，大豆进口量减少的可能性较大，豆油可能成为未来半年的领头羊，即油脂去库存最可能由豆油带动。

棕榈油主要还是看产地（马来西亚和印尼）的情况，主要关注需求，印度、中国等国家的进口需求，以及高价原油背景下的生物柴油的需求。

3、交易逻辑

1) 波段交易逻辑

国内棕榈油库存持续下降，产地棕榈油需求较好，10月之前棕榈油对豆油的替代效应还将存在，消费需求仍会较好，而10月之后棕榈油又可能在豆油的带领下保持相对坚挺，所以建议在9月份，逢低轻仓做多棕榈油。

2) 跨品种对冲交易逻辑

豆油和棕榈油价差处于年内高点，同时也是2016年以来的同期高位。豆油库存维持高位，棕榈油库存持续下降，9月份这一趋势还难以逆转。所以建议，等待豆油01和棕榈油01价差在950左右，做买棕榈油抛豆油的套利。

4、风险提示

针对9月份的交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1) 宏观系统性风险

全球开始收紧货币政策，新兴经济体国家纷纷出现危机，要防范出现系统性风险。主要是对商品需求的冲击。

2) 中美贸易关系的不确定性

如果下半年中美贸易关系缓和甚至贸易摩擦解除，则大豆的进口量将不会减少，油脂供应过剩的局面短期难以改变。

3) 国内政策对油脂库存的影响

政策，无论是出口的政策，还是生物能源的政策，亦或是收储，放储，轮储的政策，都将对油脂的行情判断产生较大的影响。

4) 油脂的天然套保属性

库存压力、期货升水现货、良好的进口利润，将对油脂形成盘面抛压，特别是在临近交割月之际。

分析师介绍

傅博（执业编号：F3041095），申银万国农产品分析师，经济学学士，曾就职于大型油脂加工企业，拥有十多年国内和 CBOT 农产品期现研究及交易经验，熟悉大豆压榨产业链。主要研究方向：豆类、油脂的基本面研究及各种投资策略。重视数据分析和研究，善于从基本面入手，结合技术分析对期货价格走势做出判断并发现投资机会。

法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。