

2017年9月

大有期货研究所
农产品研究组

油脂消费预期向好 油强粕弱格局延续

刘彤

从业资格证号: F0201793

Tel:0731-84409130

E-mail:liutong@dayouf.com

李文婷

从业资格证号: F3023121

Tel:0731-84409083

E-mail:liwenting@dayouf.com

袁亮

从业资格证号: F0286664

投资咨询证号: Z0010875

Tel:0731-84409090

E-mail:yuanliang@dayouf.com

彭瑶

从业资格证号: F3034639

Tel:0731-84409083

E-mail:pengyao@dayouf.com



全国客服热线
4006-365-058
您身边的财富管理专家

1、摘要：

USDA8月供需报告中意外调高单产，对美豆和国内豆粕期价形成一定的压制。Pro Farmer的作物巡查结果虽显示，大豆荚数不及预期，但8月美豆种植天气良好，后期单产或将进一步提高。近期美豆出口强劲对期价形成一定支撑。国内油厂受到环保及胀库的影响，开机率一般，豆粕库存有所下降，但仍处于较高水平。下游生猪存栏量同比再度下滑，饲料需求短期难以恢复。整体来看，豆粕基本面偏空，但下方具有一定的支撑，价格较为坚挺，预计后期走势将以震荡整理为主。

相对而言，豆油走势将强于豆粕。美生物柴油政策对油脂市场形成提振，美豆油平衡表或将收紧。8月底将迎来中秋国庆备货的高峰期，终端小包装油消费需求转好，对豆油期价形成一定的支撑。

结合基本面分析来看，油强粕弱格局仍将延续，做多油粕比空间仍存。从油粕比的走势来看，豆油粕价差自6月上旬开始走强，上方关注3800一线压力。

2、策略推荐：

单边策略：以40日均线为支撑，逢低买入菜油/豆油主力合约，回调期做好仓位控制。

套利策略：买豆油1801，卖豆粕1801，建议配比为1:1。从价差来看，入场区间为3600-3650，目标区间为3800-3850，止损区间为3500-3550。

3、后市关注点：美豆种植进度及天气、美豆出口数据、国内下游饲料养殖需求情况、马来棕油产量及库存。

一、行情回顾

美豆种植天气情况良好，风险因素尚不明确，市场缺乏进一步指引，单产提高和出口强劲影响叠加，多空因素交织，粕类市场维持窄幅震荡态势。美生物柴油进口征收反补贴税，受此消息提振，油脂市场维持偏强走势。中秋、国庆“双节”临近，下游备货提前启动，油脂消费预计向好，预计后期油强粕弱格局仍将延续，油粕比将温和走强。

8月 USDA 月度供需报告意外调高单产，且年末库存和产量预估均高于分析师预估区间的高点，受此影响，美豆连同国内豆粕市场由此一蹶不振，上方压制较为明显。Pro Farmer 的田间作物巡查结果显示，大豆豆荚数不及预期，但目前大豆正处于盛花期，大豆豆荚数仍有增加的可能。若 8 月底 9 月初，美国中西部降雨情况良好，则美豆单产或将进一步提高。在美国大豆主产区天气良好的情况下，天气炒作逐渐降温，美豆出口数据对期价的影响力逐渐提高，后期建议对美豆种植天气、美豆出口数据、国内下游饲料养殖需求、马来棕油产量及库存等因素保持关注。

表 1：油脂油料主力合约重要指标监测表（月度数据）

名称	收盘价 ^① (元/吨)	涨跌幅	成交量 (手)	持仓量 (手)	投机度	趋势度	沉淀资金 (亿元)	资金流向 (百万元)
CBOT 大豆	945	-6.2%	2,497,693	383,463	6.5	-0.7	-	-
豆一	3,873	1.6%	3,793,610	213,908	17.7	0.3	5.8	204.4
豆粕	2,697	-5.2%	23,607,710	1,887,826	12.5	-0.8	35.6	706.7
菜粕	2,151	-7.8%	10,205,796	888,986	11.5	-0.8	11.5	601.4
豆油	6,296	-0.3%	10,195,196	739,746	13.8	0.0	32.6	612.6
菜油	6,958	2.6%	4,991,404	378,786	13.2	0.4	18.4	720.7
棕榈油	5,470	0.1%	13,554,276	648,126	20.9	0.1	24.8	-35.0

数据来源：大有期货研究所，Wind

① CBOT 大豆收盘价单位为美分/蒲

二、油粕供需基本面分析

1、USDA8 月月度供需报告：影响偏空

美国农业部 8 月供需报告通常对市场的影响较大，因在该份报告中所作出的美豆单产及产量预估将主要基于田间作物的实地度量，而非计算机模型。在 8 月月度供需报告中，美国农业部意外上调美豆单产至 49.4 蒲式耳/亩，远高于市场此前的预期（此前，分析师普遍预计美豆单产多处于 46.5-47.7 蒲式耳/亩，部分咨询机构甚至给出 45 蒲式耳/亩的预估值）。且年末库存和产量预估均高于分析师预估区间的高点，令原本预期报告影响偏多的市场颇感意外，美豆连同国内豆粕市场由此一蹶不振，上方压制较为明显。从目前美国的天气情况来看，风险因素尚不明确，飓风对大豆主产区的影响较小，预计后期单产难以下调。

表 2：USDA8 月月度供需平衡表（美国大豆部分）

				Aug 2017
U.S. Soybeans and Products Supply and Use (Domestic Measure) 1/ 美国大豆供需平衡表				
SOYBEANS (大豆)	2015/16	2016/17 Est.	2017/18 Proj. Jul	2017/18 Proj. Aug
Area Planted (播种面积)	82.7	83.4	89.5 *	89.5 *
Area Harvested (收获面积)	81.7	82.7	88.7 *	88.7 *
Yield per Harvested Acre (平均单产: 蒲/英亩)	48	52.1	48.0 *	49.4 *
Beginning Stocks (期初库存)	191	197	410	370
Production (产量)	3926	4307	4260	4381
Imports (进口量)	24	25	25	25
Supply, Total (总供应量)	4140	4528	4695	4777
Crushings (压榨量)	1886	1925	1950	1940
Exports (出口量)	1936	2050	2150	2225
Seed (种子用量)	97	104	101	101
Residual (调整值)	25	14	34	35
Use, Total (总使用量)	3944	4093	4235	4301
Ending Stocks (期末库存)	197	435	460	475

资料来源：大有期货研究所、美国农业部

2、Pro Farmer 作物巡查：大豆豆荚数不及预期

8 月底，一年一度的 Pro Farmer 美国中西部作物接近尾声。目前的巡查结果显示，除印第安纳州大豆结荚数略高于三年均值外，其他大豆主产区如衣阿华、伊利诺伊州、内布拉斯加、俄亥俄及南达科塔的大豆结荚数均低于三年均值。结果公布后，在短期内对美豆及国内豆粕期价提供了一定的支撑。

但从历史规律来看，Pro Farmer 的田间作物巡查一般有低估单产的现象，如 2016 年，田间巡查的大豆单产为 49.3 蒲式耳/亩，但最终美豆的单产却高达 52.1 蒲式耳/亩。同时，目前大豆正处于盛花期，大豆豆荚数仍有增加的可能。因而，Pro Farmer 单产预估的参考价值仍有待验证，若 8 月底 9 月初，美国中西部降雨情况良好，则美豆单产或将进一步提高。

表 3：2017 年 Pro Farmer 作物巡查结果

州度	产量占比	今年结荚数 (个)	去年结荚数 (个)	同比 (%)	三年均值 (个)	与均值比较 (%)	USDA8 月单产预估 (蒲/亩)
衣阿华	13.3%	1092.8	1290.5	-15.3%	1238.4	-11.9%	56
伊利诺伊	13.8%	1230.8	1318.1	-6.6%	1269.3	-3.0%	58
印第安纳	7.5%	1168.8	1178.4	-0.8%	1164.1	0.4%	55
内布拉斯加	7.3%	1131.0	1223.1	-7.5%	1182.1	-4.3%	58
俄亥俄	6.1%	1107.0	1055.1	4.92%	1174.2	-5.7%	53
南达科塔	5.9%	899.6	970.6	-7.3%	1027.8	-12.5%	41

数据来源：大有期货研究所，汇易

3、美豆出口：美豆买船增加 数据强劲支撑期价

今年 8 月，美豆天气总体情况良好，风险因素尚不明确，在此情况下，美豆出口数据对期价的影响逐渐显现。据美国农业部发布的最新数据显示，截至 8 月 24 日当周，美豆出口检测量为 71.6 万吨，较前一周继续增加 4.77 万吨，出口势头仍较为强劲。

8月15日，中国采购商代表团再次与美方签订大豆进口订单380万吨，支撑美豆再度反弹。据天下粮仓消息称，近期中国贸易商再度购买数十船进口大豆，由于巴西大豆贴水偏高、阿根廷大豆贴水较少，市场仍更倾向于购买美国大豆。后期，在美豆天气影响逐渐减弱、巴西大豆销售不畅的情况下，美豆出口数据将逐渐成为影响期价的主要因素。

图1：巴西大豆季节性出口量（装船数量）

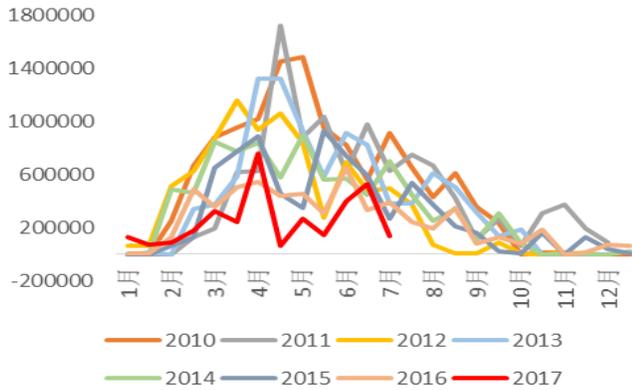
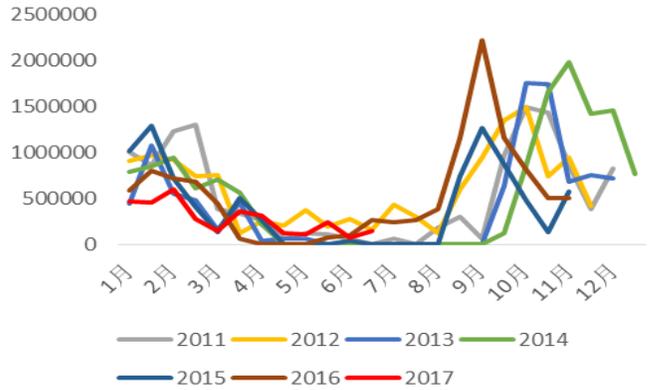


图2：美国大豆季节性出口量（装船数量）



数据来源：大有期货研究所、Wind

数据来源：大有期货研究所、Wind

4、国内大豆压榨：大豆到港压力较大 供大于求格局延续

据海关数据显示，2017年7月中国进口大豆1008万吨，较前月回升31%，较去年同期增加29.5%，高于市场预期。由于7月1号起，增值税从13%降至11%，部分大豆推迟到7月集中卸货，后期大豆供应压力仍较大。

图3：大豆进口数量

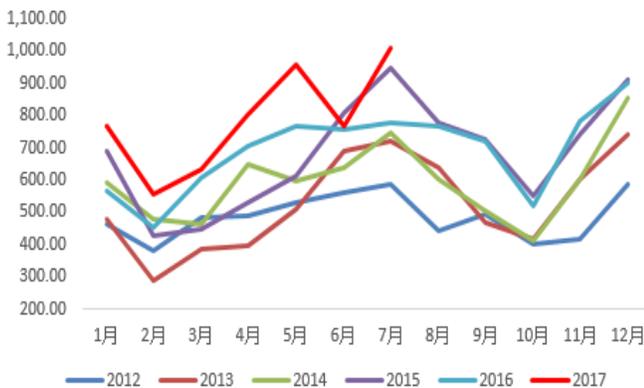
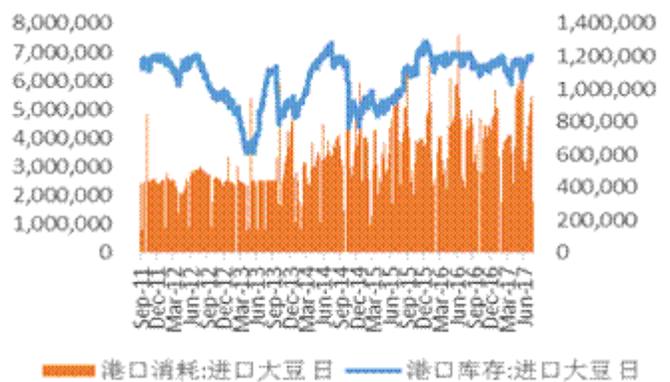


图4：港口大豆消耗和库存情况



数据来源：大有期货研究所、海关总署

数据来源：大有期货研究所、Wind

近期而言，油厂榨利有所恢复。但受到环保和胀库的影响，油厂开机率一般，豆粕库存有所下降。油厂挺价意愿较强，豆粕现货价格坚挺，近月基差走强，远月基差小幅走弱。库存方面，截至 8 月 25 日，港口豆粕库存为 118.69 万吨，较前期有所下降，但仍处于相对高位。

图 5：油厂压榨开机率

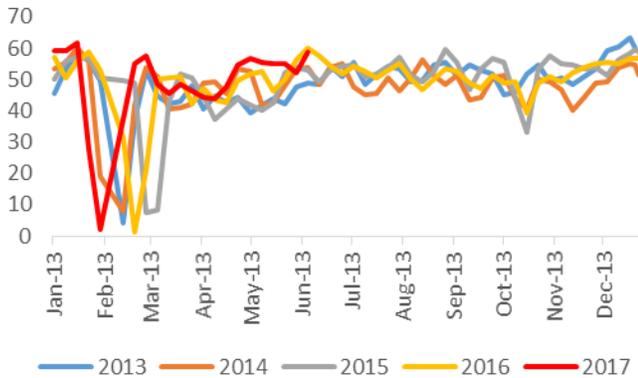
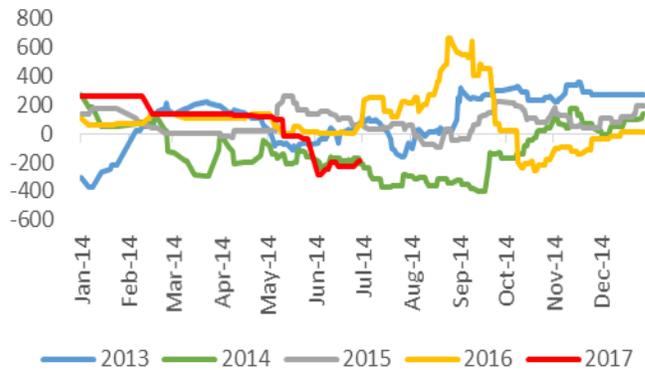


图 6：国内油厂压榨利润



数据来源：大有期货研究所、Wind

数据来源：大有期货研究所、Wind

5、下游生猪养殖：生猪存栏仍处低位 下游饲料需求短期难恢复

根据农业部监测的数据显示，7 月生猪存栏环比继续走低，生猪行业补栏需求遭遇阻力。据农业部最新发布的数据显示，生猪存栏环比继续下降 0.7%，同比下降 4.8%，能繁母猪存栏环比下降 0.9%，同比下降 4.2%，降幅再次扩大。

图 7：能繁母猪存栏量和生猪存栏量变化

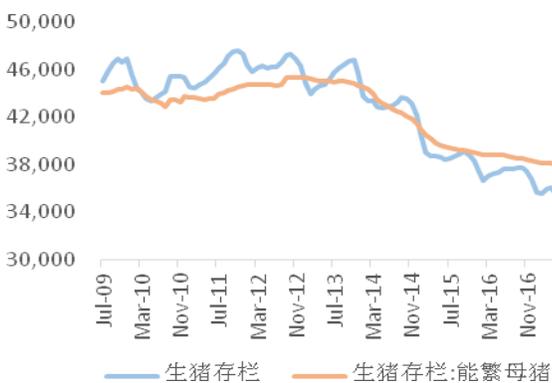


图 8：养殖利润变化



数据来源：大有期货研究所、Wind

数据来源：大有期货研究所、Wind

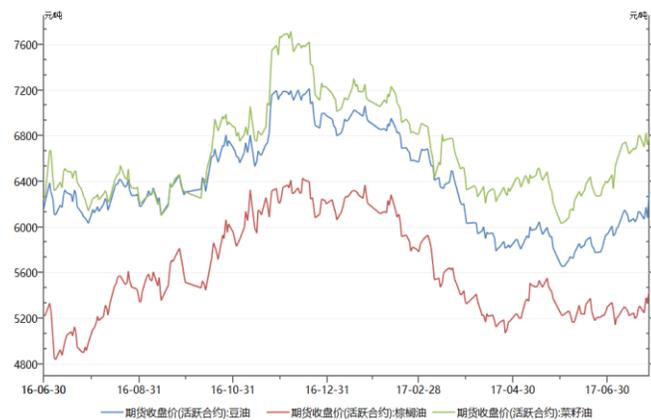
与此同时，禁养限养政策影响还在继续。8月7日到15日，第四批中央环境保护督察全面启动，对吉林、浙江、山东等八省区开展督察进驻工作，其中山东各市（县、区）8月以来已全面开展畜禽环保整治行动，环保清拆力度较以往大幅加强，部分能繁母猪产能被动出清，短期国内能繁存栏量仍有下行压力，生猪存栏仍难以快速回升。在当前饲料需求恢复阻力重重的情况下，豆粕供应宽松局面还将持续一段时间。

三、油脂供需基本面分析

1、油脂期现价格反弹延续

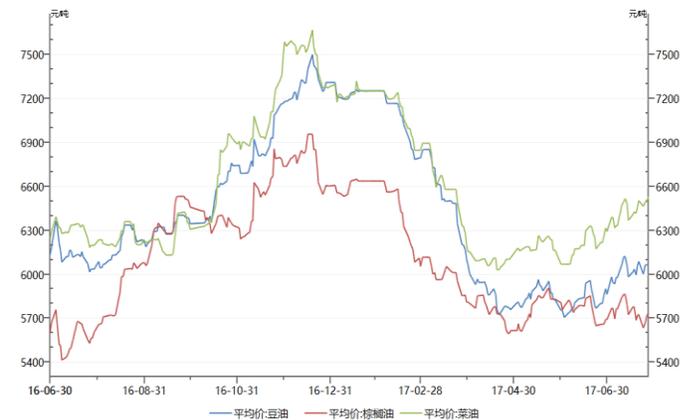
本月油脂市场呈现继续反弹走势，三大油脂在7月份收涨的基础上延续涨势，现货方面豆油领涨，其次是棕油，菜油。期货价格菜油领先，豆油、棕油跟随。USDA7月供需报告出台后，粕类走弱而油脂走强。从目前市场来看，中期油脂反弹走势仍将延续。

图9：三大植物油期货价格走势



数据来源：大有期货研究所、Wind

图10：三大植物油现货价格走势



数据来源：大有期货研究所、Wind

2、美生物柴油政策提振，油脂期价再获支撑

北京时间8月23日，美国商务部宣布将初步裁定对进口自阿根廷与印尼的生物柴油分别征收50.29%-64.17%和41.06%-68.28%的反补贴关税，以减轻上述两国对美国国内生物柴油产业造成的巨大冲击。

自 2016 年开始，阿根廷成为美国生物柴油进口的最主要来源国。2016 年，美国生物柴油进口量达到 305 万吨，其中，从阿根廷进口的生物柴油达到 148 万吨，占比 48.5%。美国对阿根廷生物柴油进口实施惩罚性关税后，必将带动其国内豆油消费。受此消息提振，美豆油因国内需求增加而走强，同时带动国内三大油脂期价上行。

3、国内油脂基本面：供应平稳，消费向好

据汇易网的统计测算数据显示，国内三大油脂 7 月总供应量变化为：豆油(0) + 棕油(0) + 菜籽油(0) = 0 (万吨)。三大油脂供应量与上月相比没有明显变化，库存数据几无变化，油脂市场进入平稳环境。

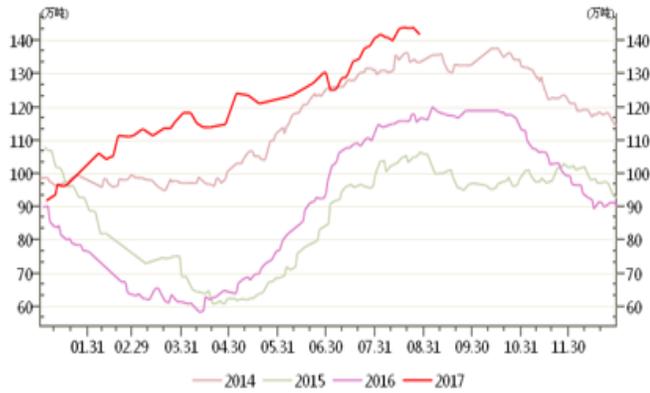
表 4：三大油脂国内供需变化

	豆油			菜油			棕榈油		
	8 月	7 月	增减	8 月	7 月	增减	8 月	7 月	增减
总供给	2185	2185	0	919.7	919.7	0	630.9	630.9	0
年末库存	634	634	0	409.7	409.7	0	80.9	80.9	0
进口量	11	11	0	100	100	0	580	580	0
库存消费比	40.9%	40.9%	0	80.33%	80.33%	0	14.72%	14.72%	0

数据来源：大有期货研究所，汇易

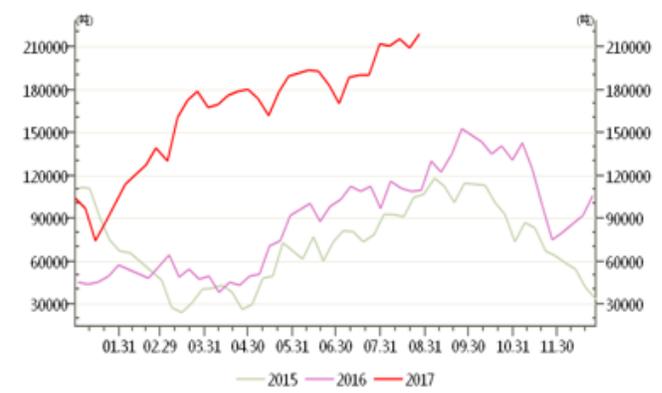
国内豆油库存增长速率趋缓、棕油库存季节性下降维持、菜油库存偏高延续，豆、棕油期、现货价格有所扩散。进入 2017 年下半年以来，随着天量进口大豆的集中到港，国内压榨油厂开工产能阶段性曾峰，我国沿海、沿江口岸的商业豆油库存重新提升至 120 万吨左右，但仍未能恢复至 2016 年中秋、国庆“两节”之前的水平。马来西亚棕榈油库存开始恢复，后续月度产量开始回升，目前较为正常的气候影响下，产量与库存稳步回升。

图 11：中国豆油商业库存



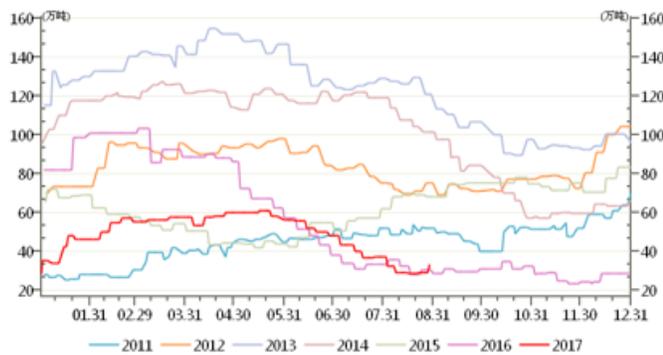
数据来源：大有期货研究所、Wind

图 12：沿海油厂菜油库存量



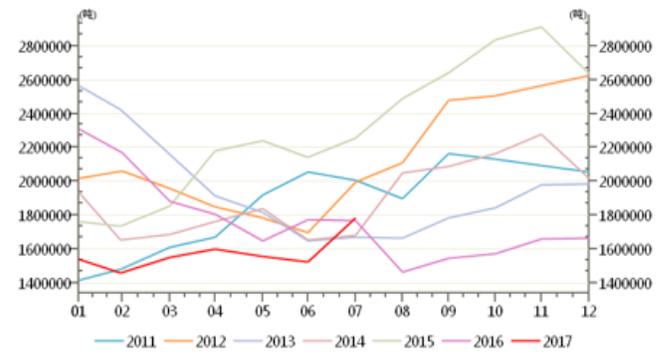
数据来源：大有期货研究所、Wind

图 13：中国棕榈油港口库存



数据来源：大有期货研究所、Wind

图 14：马来西亚棕榈油月度库存量



数据来源：大有期货研究所、Wind

进口利润全面亏损幅度有所缓解，远期菜油现货有正利，总体呈现出现货市场的偏弱格局。料、油转换之间的变化，油脂暂时强于粕类。油脂进口亏损缓解，或将开启部分油脂进口的增长步伐，我们拭目以待。

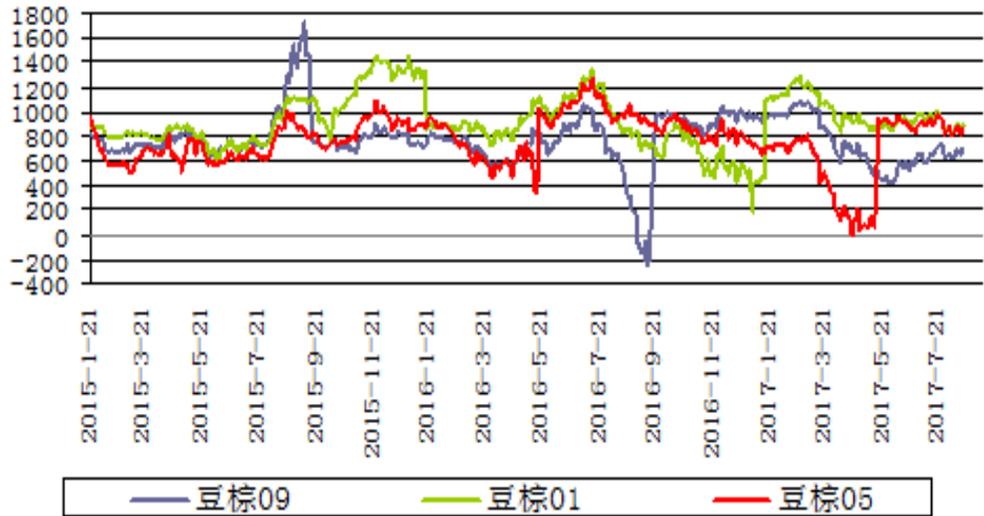
4、品种间价差监测：菜油最强，豆油、棕油次之

豆油对棕油 1 月价差呈现收敛走势，带动远期价差走势变化趋同；豆、菜油 1 月合约之间价差变化呈现菜油渐强，价差逐步回归正常，目前处于稳定正常区间；棕、菜油 1 月合约之间价差处于中、短期区间上沿，菜油趋强而价差扩散。目前强弱排序依次为菜、棕、豆油。

棕榈油产地供应压力加大、库存逐渐累积以及国内棕榈油港口库存见底回升均对期价有所拖累。供应端目前棕榈油处于季节性增产周期，预计产量将持续增

加。国内方港口库存仍处于历史同期偏低水平，9月到港量将逐渐增加，后期棕榈油库存将逐渐累积，近几日已经见底小幅回升。总体来说，棕榈油自身基本面弱于菜油和豆油，从中长期来看，可作为油脂套利的空头配置。

图 15：豆棕月间价差



数据来源：大有期货研究所、Wind

图 16：豆菜月间价差



数据来源：大有期货研究所、Wind

图 17：棕菜油月间价差



数据来源：大有期货研究所、Wind

四、后市行情展望及策略推荐

1、粕类：多空因素交织，粕类窄幅震荡为主

USDA8月供需报告中意外调高单产，对美豆和国内豆粕期价形成一定的压制。Pro Farmer的作物巡查结果虽显示，大豆荚数不及预期，但8月美豆种植天气良好，后期单产或将进一步提高。近期美豆出口强劲对期价形成一定支撑。国内油厂受到环保及胀库的影响，开机率一般，豆粕库存有所下降，但仍处于较高水平。下游生猪存栏量同比再度下滑，饲料需求短期难以恢复。整体来看，豆粕基本面偏空，但下方具有一定的支撑，价格较为坚挺，预计后期走势将以震荡整理为主。

2、油脂：以阶段性行情为主，油脂将以震荡反弹格局运行

油脂方面，三大油脂震荡反弹走势维持，基本面强弱以及可以影响的因素有所分化。马来西亚天气良好，棕榈油目前处于季节性增产周期，预计后期产量将持续增加，国内港口库存将逐步建立。与之相比，美豆油存在美国生物柴油政策的支撑，市场期待利多出现。加拿大菜籽减产将有效支撑菜油期价。总体来看，棕油市场自身动能偏弱，菜籽油进入去库存阶段，叠加加拿大菜籽减产消息，在内外支撑渐强的态势中相对坚挺，豆油反弹强度居中。预计国内油脂市场短期有延续震荡反弹行情出现，但属于阶段性行情，后期关注下游需求情况。

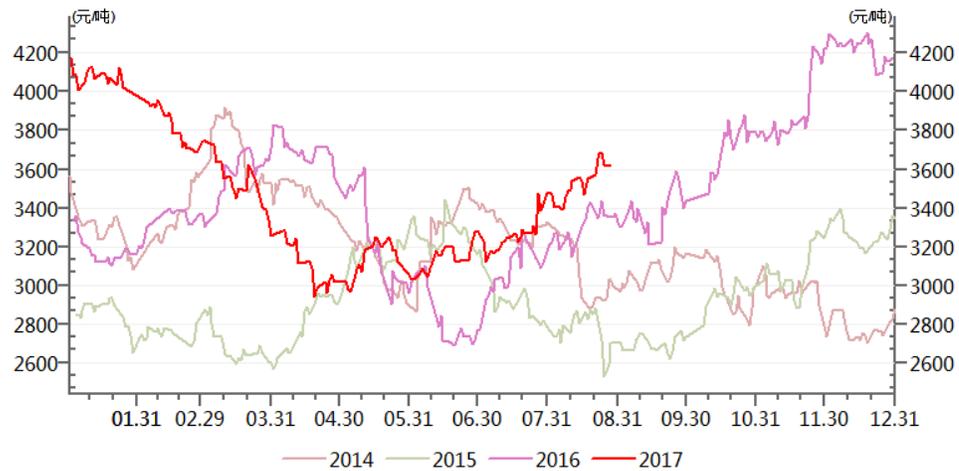
3、油粕比走势分析

USDA8月供需报告中意外调高单产，对美豆和国内豆粕期价形成一定的压制。Pro Farmer的作物巡查结果虽显示，大豆荚数不及预期，但8月美豆种植天气良好，后期单产或将进一步提高。近期美豆出口强劲对期价形成一定支撑。国内油厂受到环保及胀库的影响，开机率一般，豆粕库存有所下降，但仍处于较高水平。下游生猪存栏量同比再度下滑，饲料需求短期难以恢复。整体来看，豆粕基本面偏空，但下方具有一定的支撑，价格较为坚挺，预计后期走势将以震荡整理为主。

相对而言，豆油走势将强于豆粕。美生物柴油政策对油脂市场形成提振，美豆油平衡表或将收紧。8月底将迎来中秋国庆备货的高峰期，终端小包装油消费需求转好，对豆油期价形成一定的支撑。

结合基本面分析来看，油强粕弱格局仍将延续，做多油粕比空间仍存。从油粕比的走势来看，豆油粕价差自6月上旬开始走强，上行关注3800一线压力。

图 18：豆油与豆粕价差走势



数据来源：大有期货研究所、Wind

4、结论及策略推荐

单边策略：以40日均线为支撑，逢低买入菜油/豆油主力合约，回调期做好仓位控制。

套利策略：买豆油1801，卖豆粕1801，建议配比为1:1。从价差来看，入场区间为3600-3650，目标区间为3800-3850，止损区间为3500-3550。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：<http://www.dayouf.com>