

## 高产高库存下油脂弱势难改

### 一、行情回顾

2017 年度油脂整体呈现稳步下跌态势，其中豆油全年跌幅 22.78%，棕榈油全年跌幅 20.10%。总体走势可分为三个阶段，第一阶段为 1 至 5 月份，受油脂库存急剧攀升叠加南美大豆种植条件良好双重作用，油脂价格急速下跌，几乎收回 2016 年度全部涨幅。第二阶段为 6 至 8 月份，受美国局部地区干旱炒作及前期空头获利平仓影响，油脂价格超跌反弹，反弹高度近 50%。第三阶段为 9 至 12 月份，油脂商业库存持续攀升，美豆收割完毕天气炒作离场，价格重新跌回反弹前期低点。

图 1：DCE 豆油指数走势跟踪



数据来源：文华财经 东方期货研究院

图 2：DCE 棕榈油指数走势跟踪



数据来源：文华财经 东方期货研究院

东方期货研究院 研究员 陈庆

电话：021-80232057 邮箱：chenq@sheast.cn

## 二、全球油脂供需情况分析

### 2.1 豆油

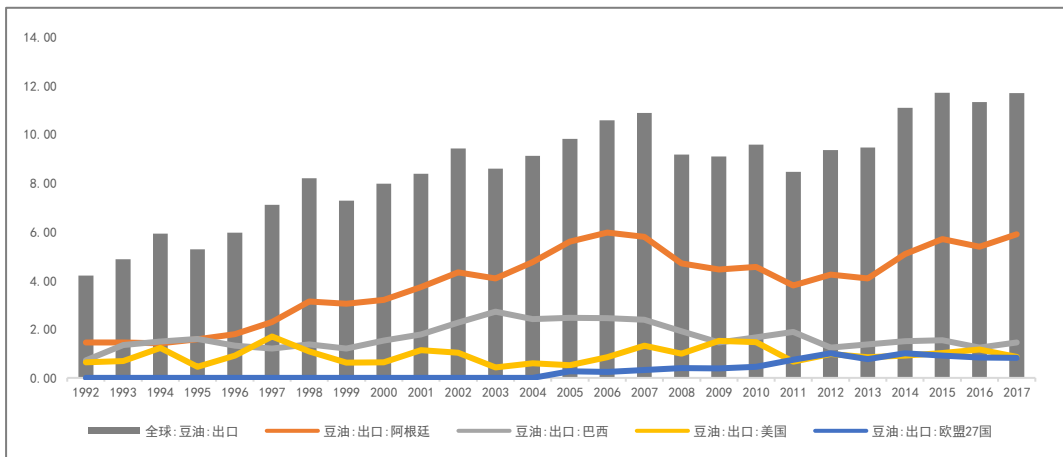
#### 2.1.1 全球豆类基本面综述

2017/18 年度全球大豆供给依然充裕，北美丰产，产量再创新高，南美新季产量下调，但幅度有限。全球两大产区销售市场份额争夺激烈，蛋白含量较高的南美大豆未能如期完成出口进度，后期将挤占北美销售市场。因此豆油的上游供给非常充裕。具体情况请参考豆粕年报内容。

#### 2.1.2 全球豆油贸易量稳步增长

根据 USDA 最新预估数据显示，2017/18 年度全球豆油贸易量为 1170 万吨，其中阿根廷占比为 50.43%，巴西占比为 12.39%，美国占比为 7.35%，欧盟占比为 7.01%。全球总体贸易量较上一年度增加 37 万吨。

图 3：全球大豆贸易情况跟踪



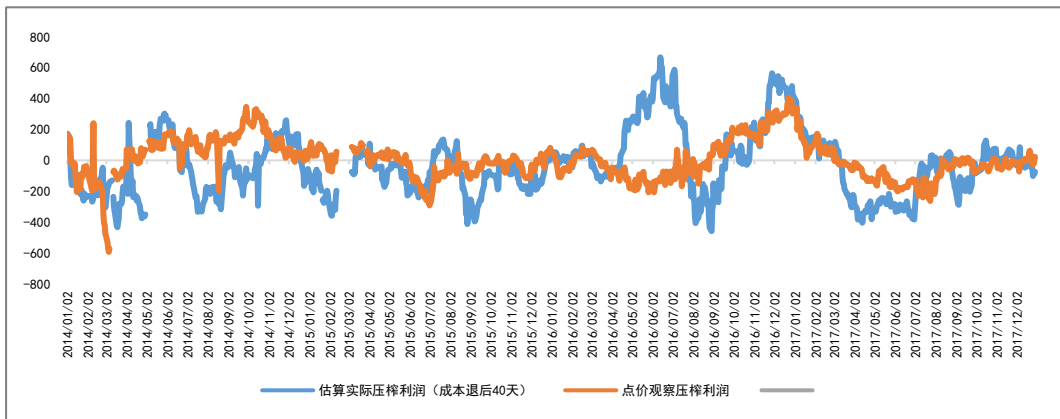
数据来源：文华财经 东方期货研究院

#### 2.1.3 豆油去库存道路艰辛

##### 2.1.3.1 油厂榨利平稳，开工率持续高位

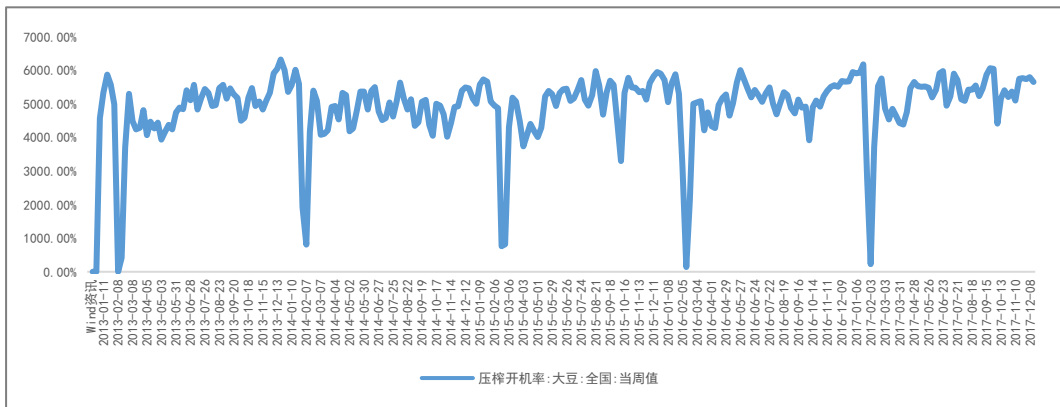
从目前观测到的油厂压榨利润来看，自 2017 年 8 月份，油厂榨利持续围绕零轴上下 100 点范围内波动，利润平稳。截至 12 月 22 日当周，油厂压榨开工率自 10 月份低位持续攀升，连续 4 周维持在 57% 以上高位，后期在进口大豆充裕、榨利可观的背景下，油厂高位开工或将延续。

图 4：油厂压榨利润跟踪



数据来源：东方期货研究院

图 5：国内油厂开工率跟踪

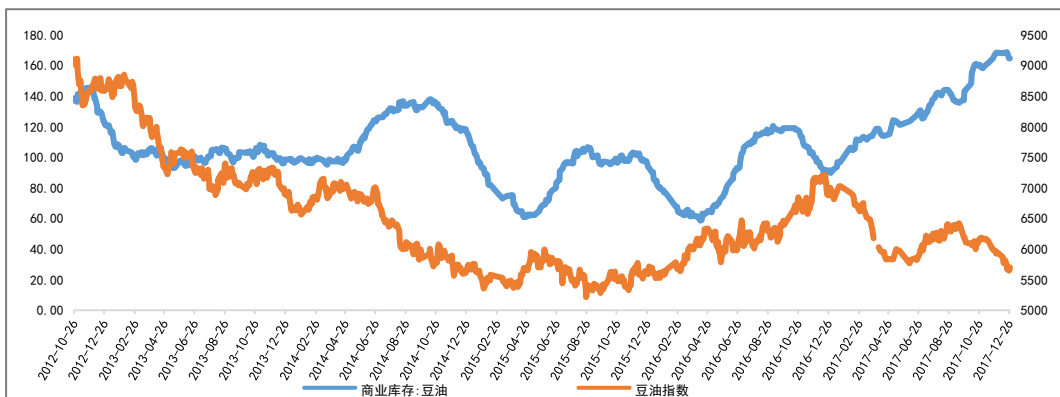


数据来源：东方期货研究院

### 2.1.3.2 豆油商业库存创历史新高

截至 2017 年 12 月 27 日当周，豆油商业库存为 164.37 万吨，创下统计年份以来的历史新高。短期内节日备货有利于豆油库存的部分消化，但伴随油厂的高开工率的持续，豆油库存仍将被动上涨。

图 6：国内豆油商业库存情况跟踪

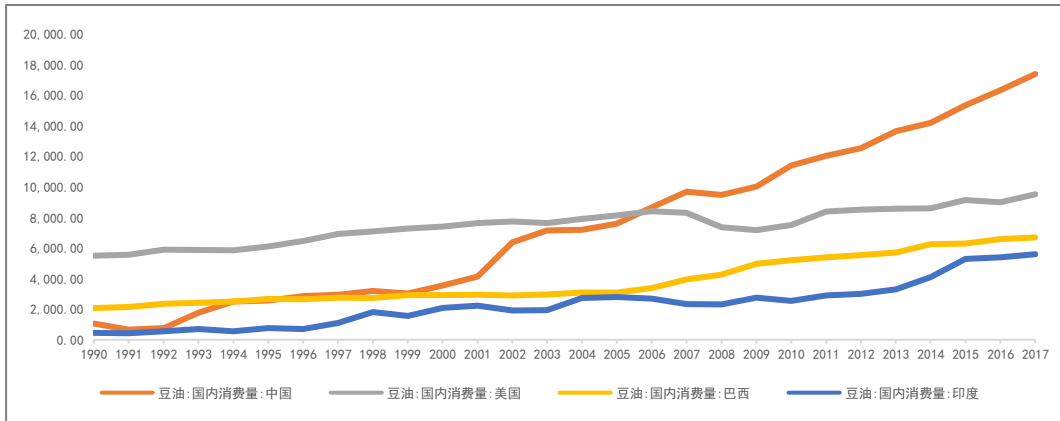


数据来源：东方期货研究院

### 2.1.4 中国豆油消费一枝独秀

根据 USDA 最新预估数据显示，全球豆油消费量共计 5601 万吨，其中中国消费量为 1740 万吨，美国消费量为 952.5 万吨，巴西消费量为 670 万吨，印度消费量为 560 万吨。近年来，中国油脂消费持续保持 6% 以上增速，但其他主要消费国无明显增长，基本保持平衡。

图 7：豆油主要消费国消费情况跟踪



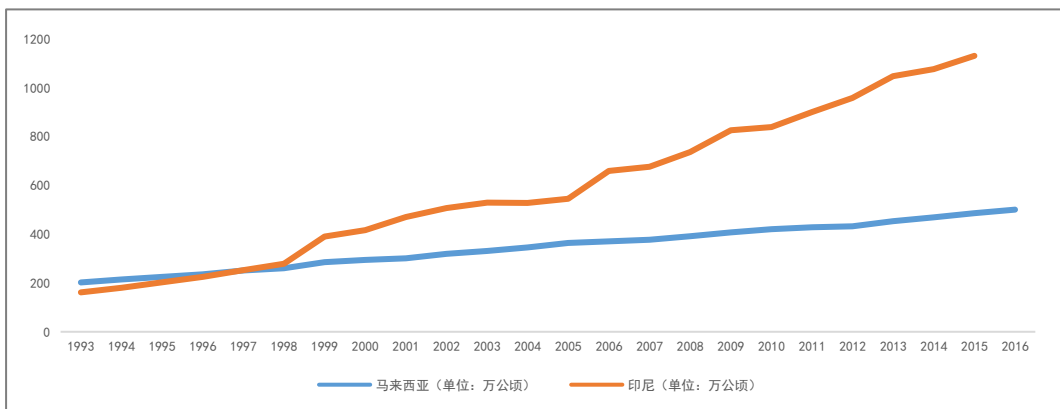
数据来源：WIND 东方期货研究院

## 2.2 棕榈油

### 2.2.1 种植面积持续攀升，产量再创新高

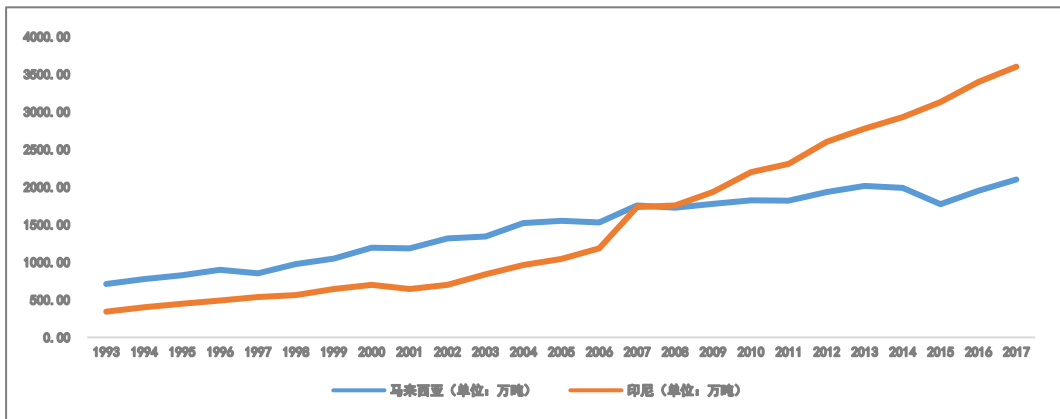
由于棕榈树生命周期较长的特点，经过 3-4 年生长期后即可有长达 25 年左右的收获期，且边际成本相对较低。从历年的棕榈油种植面积来看，两大主产区马来西亚和印尼均呈现稳步增长态势，截至 2016 年，马来西亚棕榈油种植面积为 500.14 万公顷，产量为 2100 万吨。印尼种植面积为 1130.04 万公顷，产量为 3600 万吨，由于印尼目前自耕农占到棕榈油产量的 40% 以上，他们的生产力目前只有种植园企业的一半甚至三分之一。通过改善自耕农的生产力水平，预计未来棕榈油产量仍有较大上升空间。

图 8：棕榈油主产区种植面积跟踪



数据来源：东方期货研究院

图 9：棕榈油主产区产量跟踪

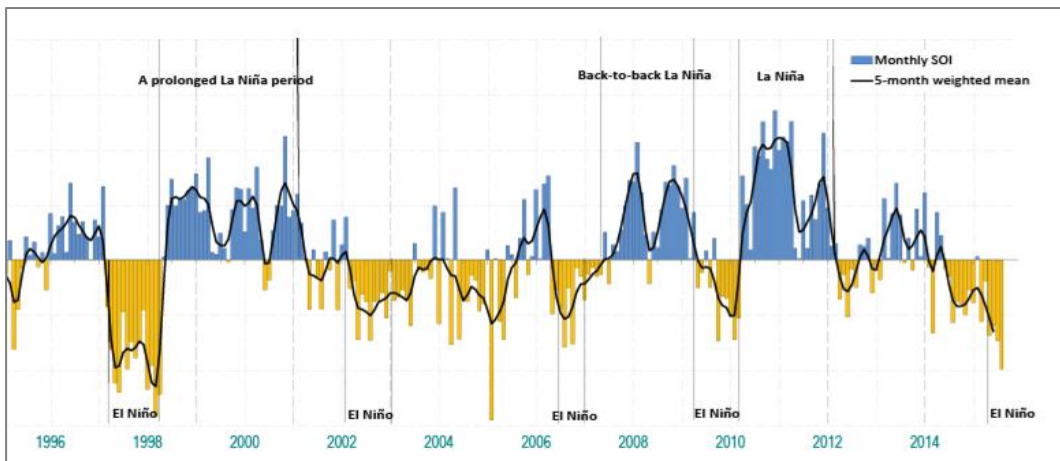


数据来源：东方期货研究院

### 2.2.2 拉尼娜气候将助推新年度产量

根据目前 NOAA 气象监测模型来看，拉尼娜现象在热带太平洋持续，热带太平洋中部和东部地区最新的海洋表面温度平均值为 0.8 摄氏度，目前南方涛动指数 (SOI) 和拉尼娜现象已经持续几周时间，后期或将持续至 2018 年秋季。拉尼娜现象将导致棕榈油主产区马来西亚和印度尼西亚降雨充裕，利于棕榈油产果。

图 10：SOI 跟踪

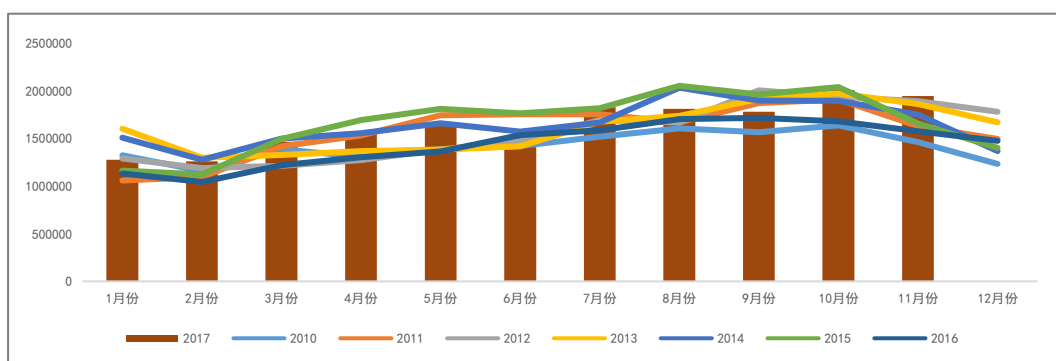


数据来源：NOAA 东方期货研究院

### 2.2.3 季节性减产周期来临

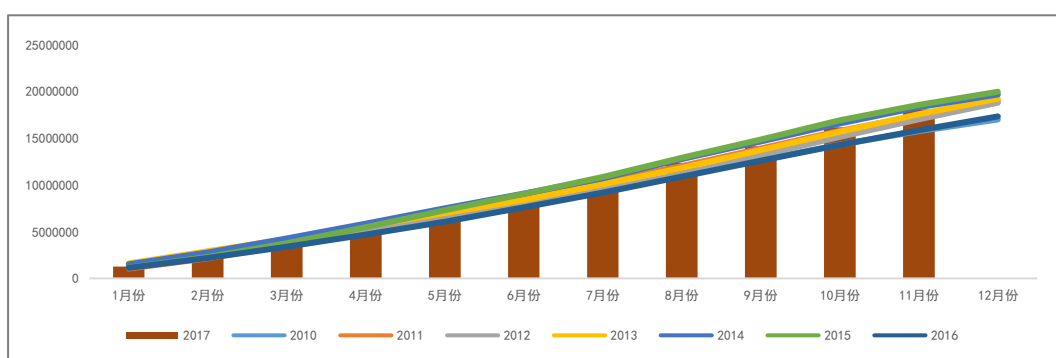
棕榈油产量的季节性气候明年，3 月份至 10 月份为增产周期，11 月份至 2 月份为减产周期，2 月份为全年产量最低谷。从目前马来西亚方面的月度产量数据来看，11 月份产量为 194 万吨，较 10 月份减产 3.29%，预计后期将继续下滑。

图 11：马来西亚棕榈油月度产量跟踪



数据来源：东方期货研究院

图 12：马来西亚棕榈油历年月度产量跟踪

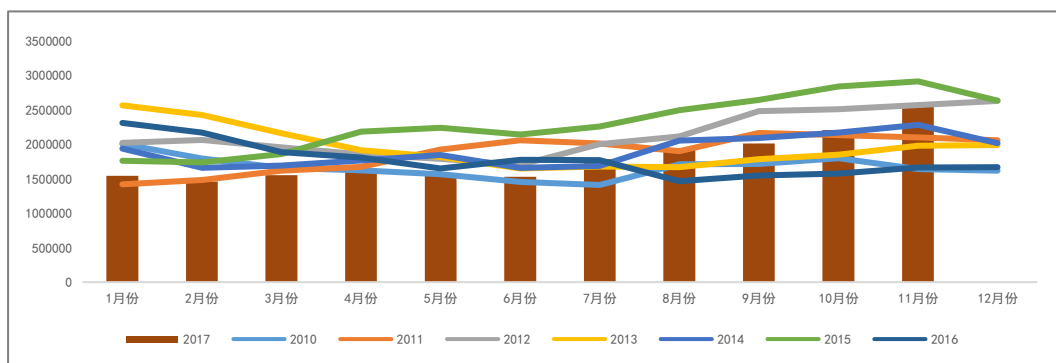


数据来源：东方期货研究院

### 2.3 棕榈油高位库存有望下滑

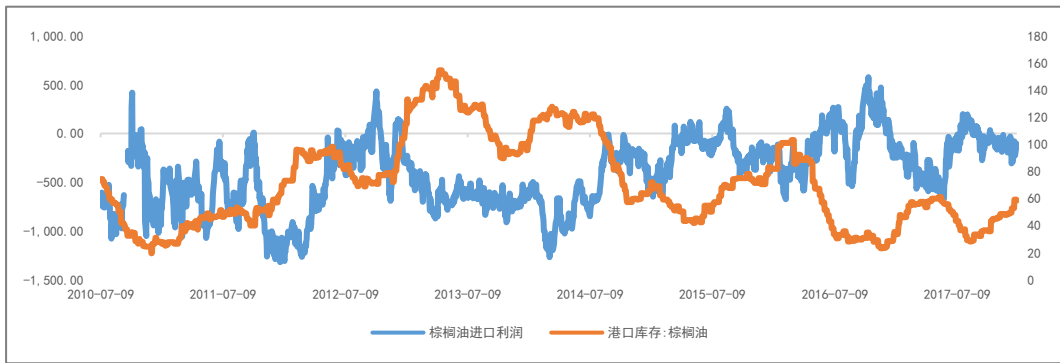
马来西亚和印尼全面进入季节性减产周期，预计后期产区高位库存有望出现一定幅度的下滑。同时国内方面，由于2017年度全球棕榈油价格持续下滑，导致进口利润不断走低。国内消费拉动不足使得棕榈油库存持续攀升。从目前的港口监测数据来看，马来西亚棕榈油进口利润为-105元/吨。后期若棕榈油价格迎来阶段性反弹，国内棕榈油进口利润回暖，春节备货进度加快，油厂提货或将导致国内港口库存难以继续大幅上涨。

图 13：马来西亚棕榈油库存情况跟踪



数据来源：东方期货研究院

图 14：棕榈油港口库存和进口利润情况跟踪

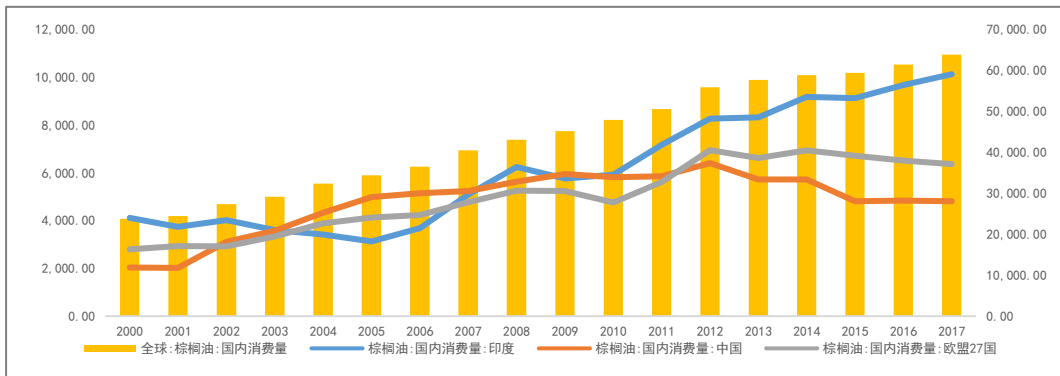


数据来源：东方期货研究院

## 2.4 印度将成为需求推动亮点

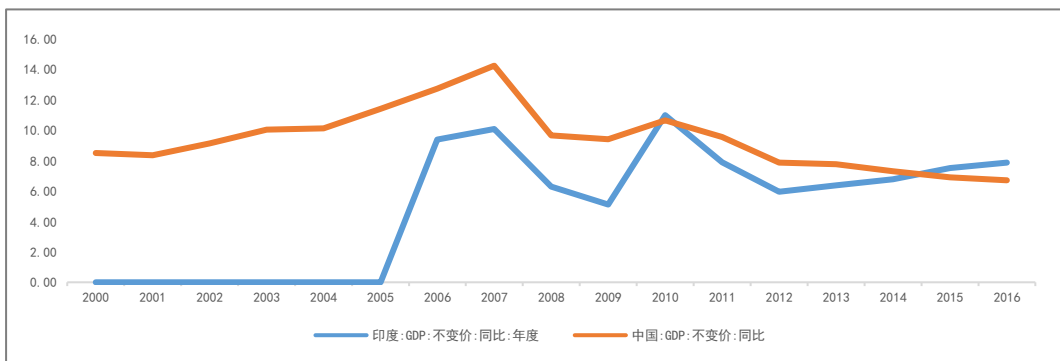
从全球棕榈油消费情况来看，总量持续保持稳定上升态势。其中中国和欧盟的消费量近年来出现小幅下滑，而作为最大的棕榈油进口国印度，其国内消费量近年来维持 5% 的增速上行。在印度，棕榈油消费占据总体油脂消费量比例约为 45%，结合印度近年来 GDP 增长速度及国内油脂总体消费情况来看，后期印度棕榈油消费上涨仍存在较大空间，增长速度有望持续。

图 15：主要经济体棕榈油消费情况跟踪



数据来源：东方期货研究院

图 16：中国、印度 GDP 数据跟踪



数据来源：东方期货研究院

## 三、行情展望

### 3.1 豆油

综合上述基本面分析，上游大豆全球供给宽裕，国内压榨利润平稳，油厂持续维持高位开工，豆油库存高企，且短期内难以大幅消化。若拉尼娜气候未能给市场提供有效的多头炒作题材，豆油整体仍将维持弱势。短期内由于春节假期临近，节日备货或将促使期价出现阶段性超跌反弹行情，反弹高度预计为 6120 附近，中长线仍保持空头思路。

图 17：DCE 豆油期货价格走势



数据来源：文华财经 东方期货研究院

### 3.2 棕榈油

综合上述基本面分析，供给方面：棕榈油种植面积持续攀升，拉尼娜气候也将助推马来西亚和印尼棕榈油产量再创新高，加之印尼自耕农平均产量的提高，全球棕榈油产量仍有较大增长空间。需求方面，印度消费有望成为需求新的增长点，但其他经济体的消费量基本稳定。因此从总体来看，棕榈油长期仍将维持弱势格局。短期由于产区进入季节性减产周期，库存将有所消化，加之目前正处国内春节备货窗口，现货需求有望部分回暖。因此短期内期价将迎来阶段性的超跌反弹行情，反弹高度预计为 6100 附近，建议中长线仍保持偏空思路。

图 18：DCE 棕榈油期货价格走势



数据来源：东方期货研究院



## 免责声明

除另有说明，本报告的著作权属上海东方期货经纪有限责任公司，未经本公司书面同意不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为上海东方期货经纪有限责任公司的商标、服务标记及标记。上海东方期货经纪有限责任公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致上海东方期货经纪有限责任公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且上海东方期货经纪有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。上海东方期货经纪有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。上海东方期货经纪有限责任公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表上海东方期货经纪有限责任公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

上海东方期货经纪有限责任公司

地址：上海市浦东新区松林路 300 号 1603 室

邮编：200122

电话：4000-111-955

传真：021-80232002

网址：<http://www.sheast.cn>