

朽木难雕

摘要

- 三季度马来棕榈油出口创下八年以来低值，国内棕榈油库存维持低位，却无法支撑价格转好，成为油脂最弱一环。四季度印尼和马来的库存维持继续攀升的趋势，印度出口难恢复和生柴需求难有亮点，预计棕榈油价格积弱难返。
- 国内库存的持续攀升使得本就处于消费淡季的豆油价格节节败退，注册仓单创上市以来的新高仍是价格的硬伤。国际贸易形势多变引发的原料担忧支撑四季度豆油价格，因此去库存更显得重要，预计豆油价格温和上涨为大概率。
- 菜籽油三季度重头戏为拍卖，临储拍卖的成交量价表现不佳，但中期来看，临储拍卖的去库存化对价格的影响依然偏多。进口菜籽压榨利润促使贸易商进口买兴不减，供给的充裕补充了国内菜籽需求缺口，预计四季度菜籽油走势弱于豆油。



智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

何琳

0451-58896619

sunminglei@nawaa.com

投资分析号 Z0010351

助理分析师

刘冰欣

0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

第 1 章	棕榈油四季度前路艰辛	4
1.1.	生柴消费难有发力空间	4
1.2.	马来库存压力仍难消解	6
1.3.	印尼产量增加及印度需求减少抑制价格	7
1.4.	中性厄尔尼诺或导致主产国减产	8
1.5.	四季度国内库存大概率反弹	9
1.6.	行情展望与操作策略	11
第 2 章	原料缺口将支撑豆油偏强	11
2.1.	USDA 报告利空影响持续	12
2.2.	旺季到来将拉动豆油去库存	13
2.3.	油脂库存处于同期较高水平	15
2.4.	豆棕油价差继续上行	16
2.5.	行情展望与操作策略	16
第 3 章	菜籽油库存压力依旧	17
3.1.	拍卖暂停将助力去库存	17
3.2.	菜籽进口有增无减	18
3.3.	行情展望与操作策略	19
	南华期货分支机构	20
	免责声明	22

图表目录

图 1.1.1: 全球生柴主产国产量增幅对比 (单位: 百万吨)	4
图 1.1.2: 2018 生柴中植物油使用量预估 (单位: 百万吨)	4
图 1.2.1 : 马来西亚棕榈油月度产量数据 (单位: 吨)	6
图 1.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口数据 (单位: 吨)	6
图 1.2.3: 马来西亚棕榈油月度库存数据 (单位: 吨)	6
图 1.2.4: 马来西亚棕榈油月度出口关税变化 (单位: %)	7
图 1.3.1: 印度油脂消费量 (单位: 万吨)	7
图 1.4.1: 太平洋海温异常指数 (单位: °C)	9
图 1.4.2: 历史上的太平洋海温异常指数.....	9
图 1.5.1: 我国棕榈油月度进口量 (单位: 万吨)	10
图 1.5.2: 棕榈油商业库存 (单位: 万吨)	10
图 1.5.3: 广州棕榈油内外价差分年度 (单位: 元/吨)	11
图 2.1.1: USDA 9 月美国豆油供需报告 (单位: 百万磅)	12
图 2.1.2: NOPA 美豆月度压榨量 (单位: 千蒲式耳)	12
图 2.1.3: NOPA 豆油月度库存量 (单位: 千蒲式耳)	13
图 2.2.1: 豆油商业库存 (单位: 吨)	14
图 2.2.2: 我国大豆月度进口量 (单位: 万吨)	14
图 2.2.3: 豆油拍卖统计 (单位: 左元/吨, 右%)	15
图 2.3.1: 三大油脂库存总和 (单位: 吨)	15
图 2.4.1: 豆棕 1 月价差 (单位: 元/吨)	16
图 3.1.1: 菜籽油 2018 拍卖成交量价 (单位: 左元/吨, 右%)	17
图 3.2.1: 菜籽油月度进口 (单位: 万吨)	18
图 3.2.2: 广东进口菜籽压榨利润 (单位: 元/吨)	18
附图: 三季度国内外油脂油料期价涨跌一览 (单位: 元/吨)	19

第1章 棕榈油四季度前路艰辛

三季度棕榈油价格筑底后反弹，随后又回到原点。7月初因马来出口数据不佳，马棕持续回落，国内从最高的 4940 跟盘下跌至中旬的 4614，下跌了 6.6%，之后 MPOB 报告虽利空，但中旬后的出口降幅略有减缓，加上原油的止跌企稳，基本面的峰回路转助力连棕油开始缓步上行，价格一路行至 8 月下旬的 5000 大关，上涨了接近 8%，收复了之前的跌势。随后因国内油脂整体库存居高不下，拖累棕油价格，因此价格再度回到 4850~5000 的震荡区间，直到 9 月 MPOB 数据显示 8 月产量和库存均剧增的消息给了市场致命一击，价格从九月上旬最高的 4990 一直下滑至 9 月末的 4666 附近，下滑了 6.5%，基本回到了上涨的起点。

1.1. 生柴消费难有发力空间

三季度原油市场高位回落随后横盘震荡，整体表现并未有太多亮点，因此食用油在生柴中的掺混量增幅有限。市场消息称，美国于 2018 年 8 月 7 日起重启对伊朗非能源领域制裁，并且将于 11 月 5 日恢复制裁伊朗的能源和石油。欧盟多数公司目前已经暂停与伊朗的贸易来往，因担心美国制裁力度将会加大。此前有市场分析认为，美伊矛盾很有可能再度推升油价至百元以上，尽管观点激进，但美伊双方的进展关系对油市的推升效果的确不容小觑。目前原油价格再度升至 72 元/桶附近，基金同期维持较高水平，在此背景下，预计原油价格后期仍以坚挺走势为主。

图 1.1.1：全球生柴主产国产量增幅对比（单位：百万吨）

生物柴油产量 1-12 月（百万吨）										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(预估)	各国占比
欧盟	9.64	9.13	9.66	10.71	12.29	12.41	12.61	12.77	14.04	36%
美国	1.16	3.28	3.5	4.77	4.8	4.72	6.21	6.35	6.98	18%
阿根廷	1.82	2.43	2.46	2	2.58	1.81	2.66	2.74	3.01	8%
巴西	2.1	2.35	2.39	2.56	3	3.46	3.33	3.75	4.12	11%
印尼	0.68	1.28	1.91	2.6	2.82	1.22	3.18	2.95	3.24	8%
马来			0.25	0.47	0.6	0.67	0.51	0.7	0.77	2%
总共	18.37	22.07	24.51	28.01	31.48	29.7	34.11	35.2	38.70	
变动		3.7	2.44	3.5	3.47	-1.78	4.41	1.09	3.5	

资料来源：EIA 南华研究

图 1.1.2：2018 生柴中植物油使用量预估（单位：百万吨）

2018 年生柴中植物油用量预估

单位：百万吨	2018	2017	2016	2015	2014	2013	增量
Soya Oil	9.47*	9.19	7.65	8.06	7.07		
EU-28	0.55*	0.67	0.44	0.49	0.29		
USA	3.12*	2.82*	2.77	2.23	2.21	2.42	0.3
Argentina	3.2*	2.74*	2.66	1.81	2.58	2	0.46
Brazil	3.50*	2.80*	2.57	2.67	2.24	1.88	0.7
Palm Oil	10.96*	10.7	8.66	10.22	9.12		
Colombia	0.53*	0.51	0.51	0.52	0.5		
Malaysia	0.90*	0.70*	0.5	0.67	0.6	0.47	0.2
Indonesia	3.35*	2.95*	3.18	1.22	2.92	2.6	0.4
Singapore	0.42*	0.4	0.42	0.39	0.41		
Thailand	1.30*	1.16	1.14	1.04	0.94		
EU-28	3.57*	3.50*	3.43	3.36	3.29	2.77	0.07
USA	0.63*	0.62	0.35	0.44	0.39		
Rapeseed Oil	7.11*	6.98	7.01	7.14	6.25		
EU-28	6.31*	6.13*	6.03	6.31	6.25	5.66	0.18
USA	0.56*	0.51	0.34	0.47	0.29		
Grand Total	37.51	35.20*	34.11	29.7	31.49	28.01	2.31

资料来源：EIA 南华研究

全球生柴产量自 2012 年以来稳步增加，生柴主产国主要包括美国、欧盟、巴西、阿根廷、马来西亚及印度尼西亚。2017 年，欧盟产量同比小幅增加，仍是生物柴油的第一生产国，美国紧随其后，在全球产量中上述两国占比分别为 36%和 18%。南美国家巴西和阿根廷生物柴油的产量 2017 年也均达到了 200 万吨以上。

2018 年各国生柴政策一览：

美国：19/20 年强制添加标准，11 月 30 日前公布

巴西：实际执行 B8，政府要求自 18 年 1 月，执行 B10

阿根廷：执行 B10，生柴出口征收关税 8%，与豆油相关（24%），出口至欧盟的市场打开，出口至美国市场关闭

马来：执行 B7，三个条件满足，马来政府可能推行 B10

①原油价格高于 80 美元/桶

②CPO 价格低于 520 美元/吨

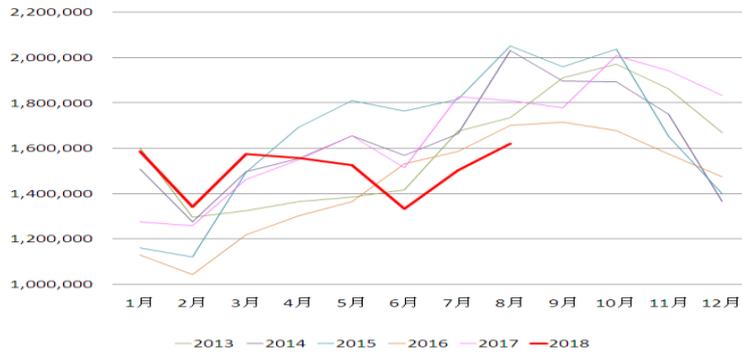
③汽车制造商承诺对使用 B10 燃料汽车作担保

印尼：2018 年 5 月起向公共服务项目以外的经营者提供生物柴油补贴，实际掺混比例 B8-B10

根据前文对各国生柴政策梳理后，笔者认为 2018/19 年生柴需求增长全年仅为 220 万吨，生柴需求增长后对各植物油需求增量的预估值，豆油增量最大，增 100 万吨。近期柴油与食用油的价差继续走扩，POGO 与 BOGO 价差刷新新低。用植物油生产生物柴油成本仅在数十美元/吨，用棕榈油或豆油生产生物柴油具有较高的性价比，有利于提振植物油的生物柴油需求。棕榈油是三大油品中最便宜的油脂，但由于欧盟的贸易保护，棕榈油生柴消费增量不及豆油，预计 50~60 万吨，这样的增幅对于全球棕榈油去库存实为杯水车薪。

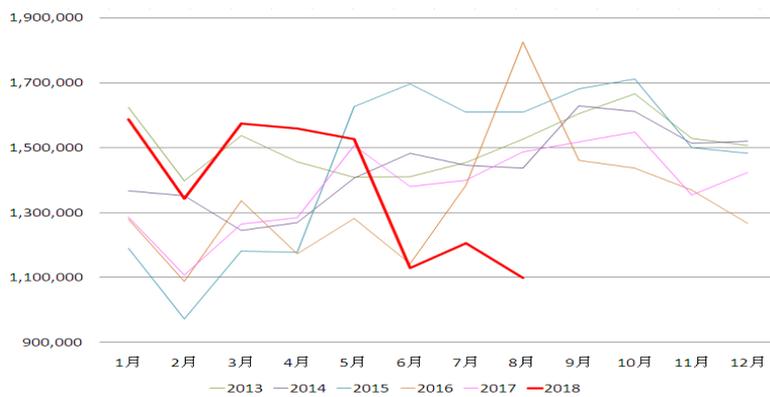
1.2. 马来库存压力仍难消解

图 1.2.1：马来西亚棕榈油月度产量数据（单位：吨）



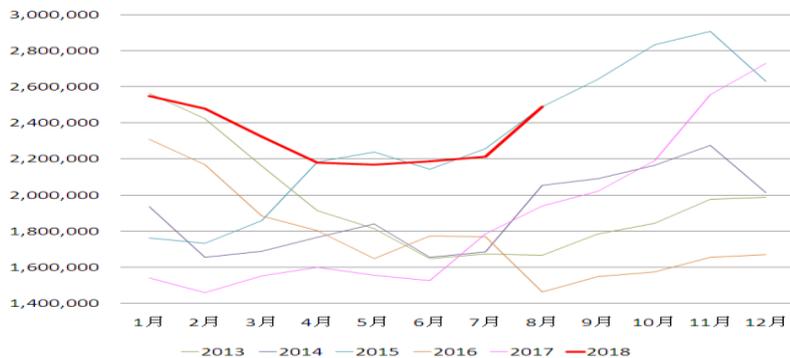
资料来源：WIND&南华研究

图 1.2.2：马来西亚棕榈油月度出口数据（单位：吨）



资料来源：WIND&南华研究

图 1.2.3：马来西亚棕榈油月度库存数据（单位：吨）



资料来源：WIND&南华研究

图 1.2.4：马来西亚棕榈油月度出口关税变化（单位：%）



资料来源：WIND&南华研究

马来西亚 8 月毛棕油产量为 162 万吨（7 月 150.32, 2017 年 8 月为 181.06），低于此前市场预期；8 月出口为 110 万吨（7 月 120.58, 2017 年 8 月为 148.82），低于市场预期；库存为 249 万吨（7 月 221.46, 2017 年 8 月为 194.17）高于此前市场预期。MPOB 公布的马棕油产量增幅虽说低于预期，但库存明显增加，大超此前市场预期，本次报告对棕榈油市场影响相对偏空。

船运调查机构 SGS 9 月 25 日公布的数据显示，马来西亚 9 月 1-25 日棕榈油出口量为 1,359,870 吨，较 8 月 1-25 日出口的 786,947 吨增加 72.8%；ITS 周二表示，马来西亚 9 月 1-25 日棕榈油出口为 1,370,897 吨，较 8 月同期的 835,134 吨大幅增加 64.2%。

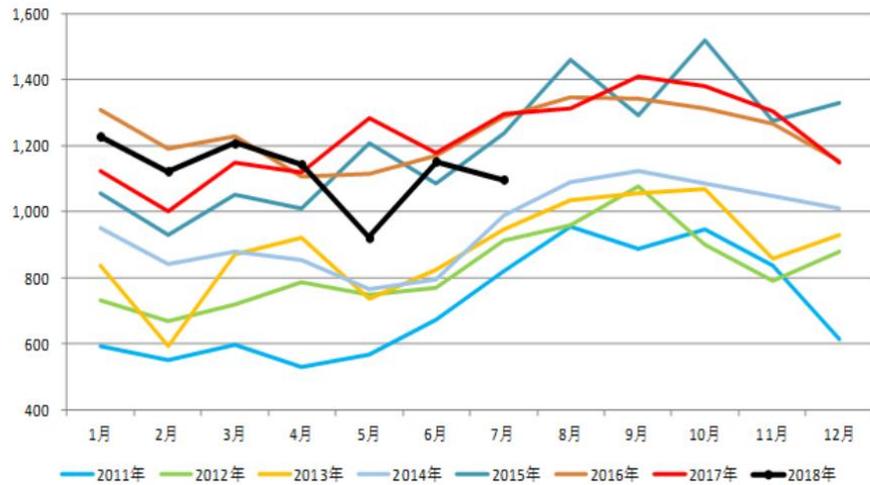
由于 8 月马来库存创下近六年同期库存的最高值，即便是数据显示 9 月因零关税出口大增，但马棕榈油期价并未上涨，体现出口的增加并不足以抵消后期产量和库存继续攀升预期。一般来说，12 月开始马棕才能进入减产期，在此之前若库存持续增加对价格的压力可想而知。

对于马来的出口关税，本质上是用来调节出口的，但今年明显失去了以往的意义。出口减少加上产量增加，马来库存持续攀升，尽管马来政府将出口税从 8 月的 4.5 调降至 9 月的零关税，并且出口也有了激增，却仍难抵消马来棕油库存的增加态势。因此四季度马棕油维持零关税，用低价换需求的概率较大，库存压力随着需求淡季的到来将愈发的严重。

1.3. 印尼产量增加及印度需求减少抑制价格

受助于良好的天气条件，印尼 8 月棕榈油产量料环比上升，并创至少四年最高水平；8 月出口或小幅下滑。印尼为全球头号棕榈油出产国。印尼棕榈油协会 (GAPKI) 副主席 Togar Sitanggang 在吉隆坡召开的一次行业会议称，2018 年印尼毛棕榈油产量可能增加 400~600 万吨，达到 4000~4200 万吨，因私营种植园重播的油棕榈树单产提高，产量增幅也将造成年底库存增加。

图 1.3.1：印度油脂消费量（单位：万吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

据悉，2017 年 11 月到 2018 年 7 月期间，印度植物油进口总量为 1076 万吨，比去年同期 1139 万吨减少 5.5%。2017/18 年度印度食用油进口量预计为 2300 万吨。印度因进口关税的大幅增加，三季度对棕榈油需求锐减，造成全球棕油价格下滑，而进入四季度的需求旺季，印度预计需求增速有所恢复，但预计增幅不会很大，除非政策出现转机。

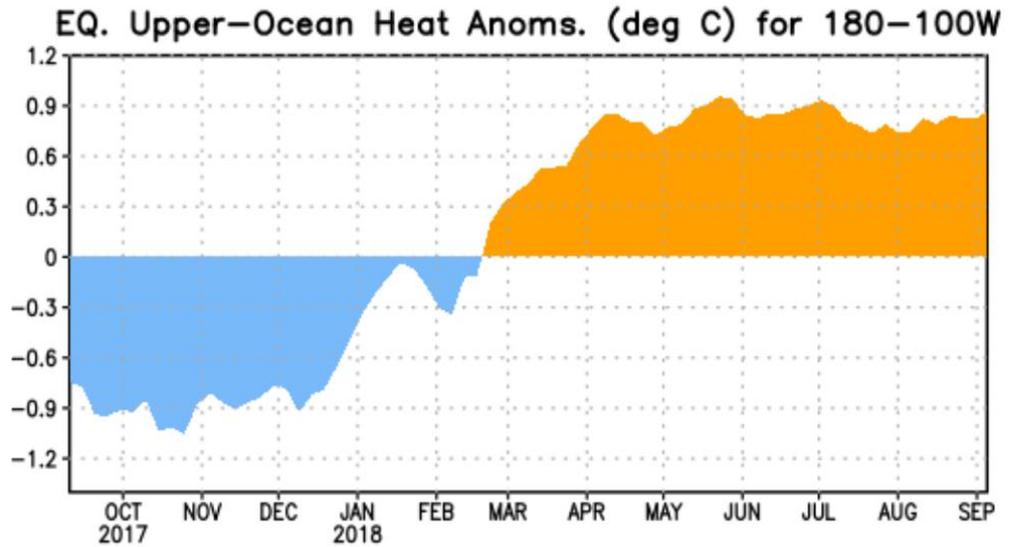
1.4. 中性厄尔尼诺或导致主产国减产

从 2018 年 2 月中下旬开始，NOAA 统计的太平洋海温异常指数已然由负转正，三月下旬指数已经反弹至 0.5℃ 之上，并一直持续至 9 月初已达 5 个月之久，期间在 5 月末和 8 月初从最高曾达到 1℃。

历史数据来看上只要太平洋海温异常指数达到 0.5℃ 且持续五个月以上就意味着厄尔尼诺天气形成，形成后的六个月的会对全球气候产生影响。一般来说，厄尔尼诺天气会给美洲带去高温以及丰沛降雨天气，有利于大豆等农作物的生长，但强厄尔尼诺会带去涝灾，比较典型的的就是 2016 年和 1998 年的两次大洪水，两次厄尔尼诺之所以成为强厄尔尼诺，因太平洋海温异常温度持续时间长，且最高都曾到过 2℃ 之上。回顾 2016 年的洪水导致阿根廷减产，推升美豆期价从 3 月的 863 上涨了 37.4% 至 6 月的 1186，同时造就了当年棕榈油全年的牛市行情，指数从年初的 4780 附近一路高歌猛进至年末的 6300 附近，最高曾达到 6540，全年涨幅逾 30%。

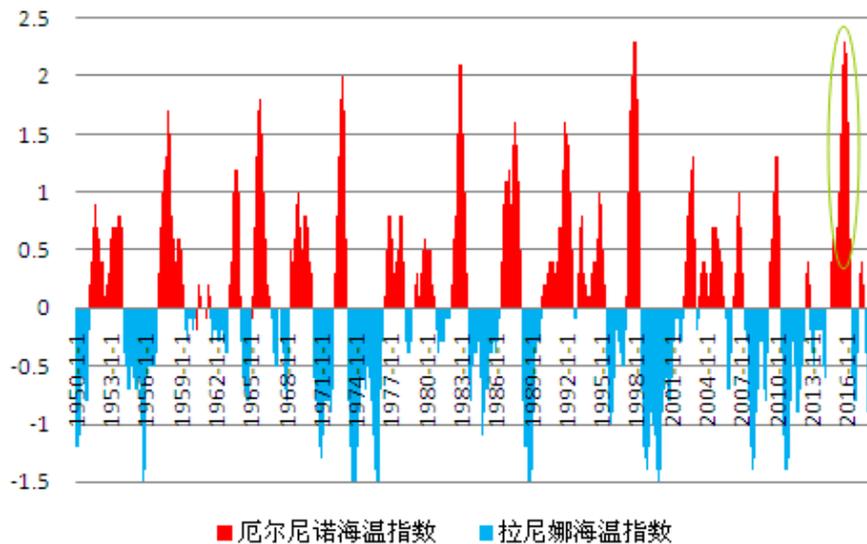
此时的太平洋海温异常指数意味着当年厄尔尼诺已然形成，本人预计 2019 年 2 月厄尔尼诺对全球的影响将逐步显现，尽管本次的厄尔尼诺很难无法达到 2016 年的强度，也未必会给全球油料带去大幅减产影响。但对目前全球库存压力如此庞大的棕榈油而言，中性的厄尔尼诺也却会造成马来和印尼等油棕果主产区的干旱减产，其强度和影响需后期继续关注太平洋海温异常指数，四季度若市场进行天气炒作，对棕榈油价格带来利多影响。

图 1.4.1：太平洋海温异常指数（单位：℃）



资料来源：WIND&南华研究

图 1.4.2：历史上的太平洋海温异常指数

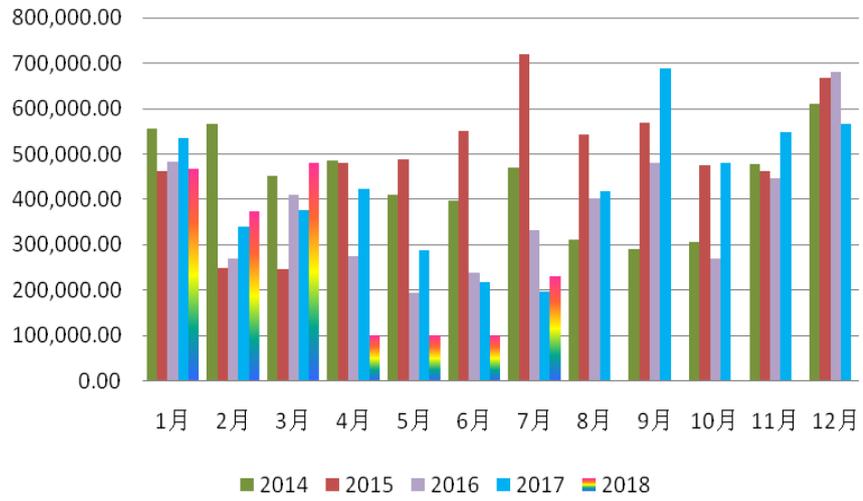


资料来源：WIND&南华研究

1.5. 四季度国内库存大概率反弹

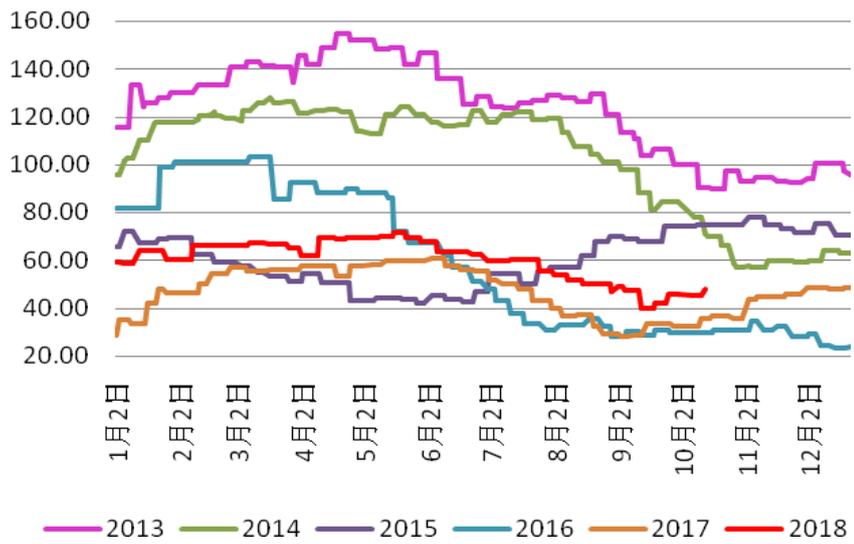
截止 9 月末全国港口食用棕榈油库存总量 48 万，较二季度末的 60.2 万吨降 12.2 万吨，降幅 20.26%，较去年同期的 35.7 万吨增加 12.3 万吨，增幅 34.45%。三季度国内棕榈油库存维持在年内低位，主要因消费淡季叠加价格低迷，进口量也并未大幅增加。

图 1.5.1：我国棕榈油月度进口量（单位：万吨）



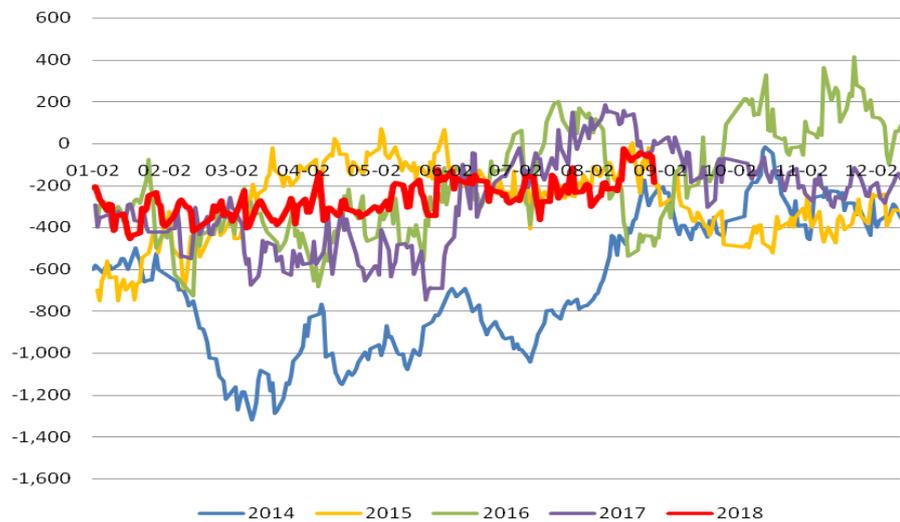
资料来源：WIND&南华研究

图 1.5.2：棕榈油商业库存（单位：万吨）



资料来源：WIND&南华研究

图 1.5.3：广州棕榈油内外价差分年度（单位：元/吨）



资料来源：WIND&南华研究

截止九月末，马来西亚进口到港成本价为 4831 元/吨，而国内目前广东广州现货为 4700 元/吨，目前来看马来与国内倒挂 132 元/吨，较二季度末扩大 151.4 元/吨。由于 2016 年以来棕榈油融资贸易量得到遏制，近几年内外价差波动区间已经在逐渐缩窄，2018 年三季度以来价差大部分在-200~-250 元/吨之间徘徊，去年同期有短暂的内外顺价，支撑当时价格走高，而今年马来棕榈油增产的压力持续增加，加上内外倒挂持续，因此三季度市场的买兴抑制不高，国内维持低库存。

从近四年来看，除了 2016 年因减产提振，四季度出现了大幅顺价的情况，其余几年基本维持-400~-200 元/吨的价差。因此预计本年度四季度的内外倒挂有望呈现缩窄或短期的顺价趋势，因马棕油三季度的出口创下近六年以来的最差水平，四季度只有出口维持零关税才能最大程度的去库存，进口的顺价对国内的价格也存在一定的支撑。目前贸易商利润空间增加有望增加进口，预计未来库存将出现反弹。

1.6. 行情展望与操作策略

三季度马来棕榈油出口创下八年以来低值，国内棕榈油库存维持低位，却无法支撑价格转好，成为油脂最弱一环。四季度印尼和马来的库存维持继续攀升的趋势，印度出口难恢复和生柴需求难有亮点，预计棕榈油价格积弱难返，震荡区间为 4600~4900。

第2章 原料缺口将支撑豆油偏强

尽管 7 月 USDA 报告中将豆油库存调增利空价格，但市场之前的下跌已经提前反应了利空，且随后的 NOPA 报告显示豆油当月库存下降，因此在美豆油的带动下，连盘 7 月中旬后开启了一波反弹走势，从最低 5500 一直反弹至 8 月下旬的 5920，上涨逾 400 点，期间有国际贸易形势变化引发后期豆源的担忧情绪发酵，且有粕弱

油强的趋势,8月下旬由于库存的不断回升,期价开始回吐前期升水回到 5730 附近,而后九月初止跌反弹至 5940 后又出现反复,始终在围绕 5900 大关震荡。

2.1. USDA 报告利空影响持续

图 2.1.1: USDA 9 月美国豆油供需报告 (单位: 百万磅)

美国豆油USDA供需平衡	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2018/19	2018/19	2018/19	变化
百万磅						6月预计	7月预计	8月预计	9月预计	
期初库存	1655	1165	1855	1687	1711	2176	2316	2171	2156	-15
产量	20130	21399	21950	22123	23150	23100	23620	23795	23910	115
进口量	165	264	287	319	315	300	300	300	300	0
供应总量	21950	22828	24092	24129	25176	25576	26236	26266	26366	100
国内消费量	18908	18959	20162	19862	20600	21300	21800	22000	22000	0
生物柴油用量	5010	5039	5670	6200	6800	7300	7800	7800	7800	0
其他用量	13898	13920	14492	13661	13800	14000	14000	14200	14200	0
出口量	1877	2014	2243	2556	2400	2100	2200	2200	2200	0
消费总量	20785	20973	22405	22418	23000	23400	24000	24200	24200	0
期末库存	1165	1855	1687	1711	2176	2176	2236	2066	2166	100
农场平均价格/(\$/bu)	38.23	31.6	32.48	32.48	30.5	29.5-33.5	28-32	28-32	28-32	
库存消费比	5.61%	8.64%	7.53%	7.63%	9.46%	9.30%	9.32%	8.54%	8.95%	

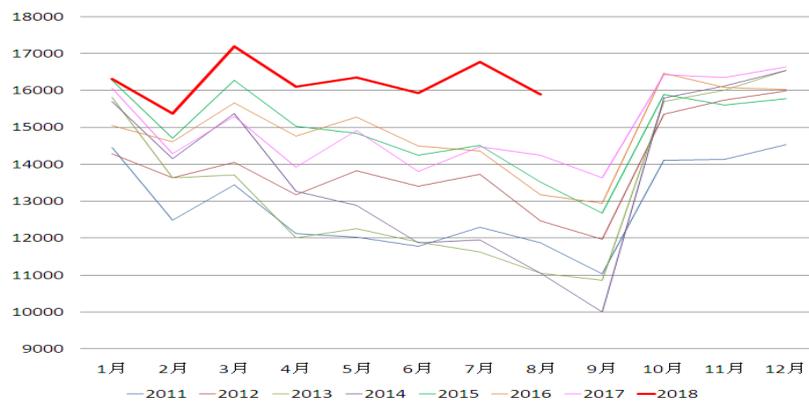
注: 绿色下调, 红色上调

资料来源: USDA&南华研究

9 月 USDA 数据显示,美新豆播种面积 8960 万英亩未变(上月 8960, 上年 9010), 单产 52.8 蒲式耳(预期 52.2, 上月 51.6, 上年 49.1), 产量 46.93 亿蒲式耳(预期 46.49, 上月 45.86, 上年 43.92)。本次报告美国豆油期初库存调减了 0.15 亿磅至 21.56 亿磅, 但产量较上月调增了 1.15 亿磅至 263.66 亿磅, 消费总量维持 242 亿磅不变, 因此期末库存上调了 1 亿磅至 21.66 亿磅, 虽低于 17/18 年的 21.76 亿磅, 但整体数据偏空。上月库存调低美豆油未能上涨, 仍是跟随美豆的利空, 本月报告偏空预计更是打压价格。未来四季度若国际贸易争端维持, 美豆出口不济而豆油库存大概率继续反弹。

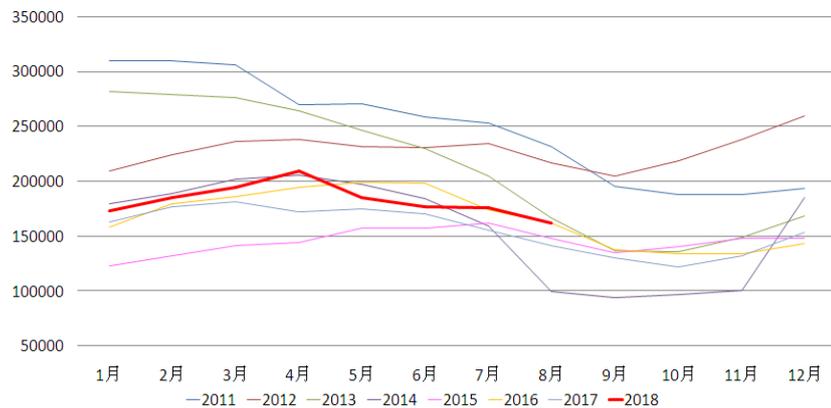
美国农业部(USDA)将于北京时间 9 月 29 日零点公布美国季度谷物库存报告。分析师平均预估, 截至 9 月 1 日当季, 美豆库存预估为 4.01 亿蒲, 6 月 1 日当季库存为 12.22 亿蒲, 去年 9 月 1 日当季为 3.02 亿蒲。目前来看本次库存下调的概率较大, 若后市美豆价格出现反弹, 美豆油或跟随震荡偏强。

图 2.1.2: NOPA 美豆月度压榨量 (单位: 千蒲式耳)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

图 2.1.3: NOPA 豆油月度库存量 (单位: 千蒲式耳)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

9月17日美国油籽加工商协会(NOPA)发布月度数据显示:美国8月大豆加工商压榨大豆数量为1.58885亿蒲式耳,低于预期,但创同期纪录高位。8月压榨量要低于7月的1.67733亿蒲式耳,受访的八位分析师此前预期,8月大豆压榨量为1.63870亿蒲式耳。8月的压榨量为同期最高水平,超越了2017年同期创下的1.42424亿蒲式耳前高。截至8月31日,豆油库存降至16.23亿磅,上个月为17.64亿磅,分析师此前平均预期,豆油库存将降至17.62亿磅。

适逢新季大豆上市前,陈豆压榨量呈现下降趋势属正常,且整个三季度美国大豆压榨量维持近八年来的高位,但豆油库存尽管呈现下降趋势,但与往年相较仍处于中档水平,且高于去年同期的14.17亿磅,因此报告的利多作用预计对价格影响甚微。

2.2. 旺季到来将拉动豆油去库存

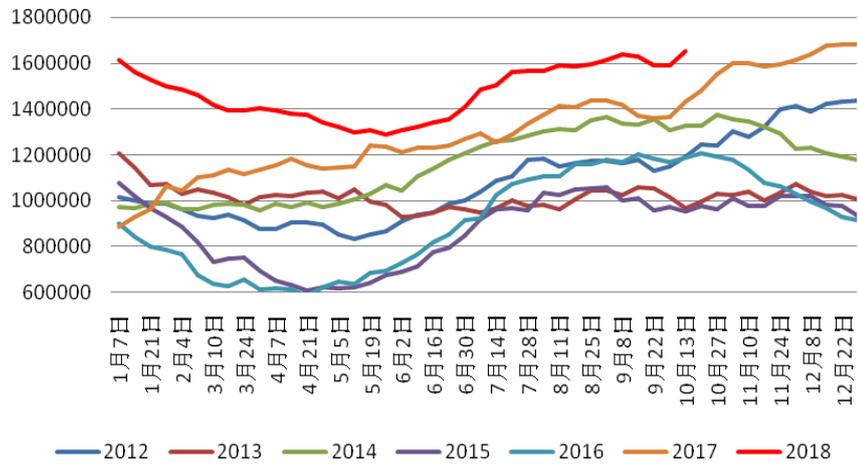
截止9月21日,国内豆油商业库存总量165.39万吨,较二季度末的150.17万吨增15.22万吨,增幅为10.14%,较去年同期的137万吨增22.39万吨增幅增20.72%,增幅为16%。整个三季度豆油库存整体的走势是缓步上移的,除了需求淡季的主要因素外,拍卖增加了整个市场的供给是不争的事实。九月初库存在双节备货拉动下有所下降,但不久后库存再度回升,可看出整体而言下游对后市的豆油价格依然不看涨,备货动作依然相对谨慎。

海关总署9月8日公布,中国1-8月大豆进口量同比减少2.1%,至6,200万吨。中国8月大豆进口量为915万吨,较7月的800万吨增加14.4%。据天下粮仓测算,2018年9月份国内各港口进口大豆预报到港120船762万吨,较8月份的实际到港792.3万吨下降3.82%,较去年同期实际到港的759.05万吨增0.38%。往年9月份大豆实际到港情况:2016年9月629.5万吨,2017年9月759.05万吨,5年平均为596万吨,随着到港峰值过后,大豆到港量的压力会逐渐缓解。

对比国内后续大豆到港量:9月到港预估为762万吨(去年811,五年均值646),10月份到港700万吨(去年586,五年均值498),11月大豆到港590万吨(去年

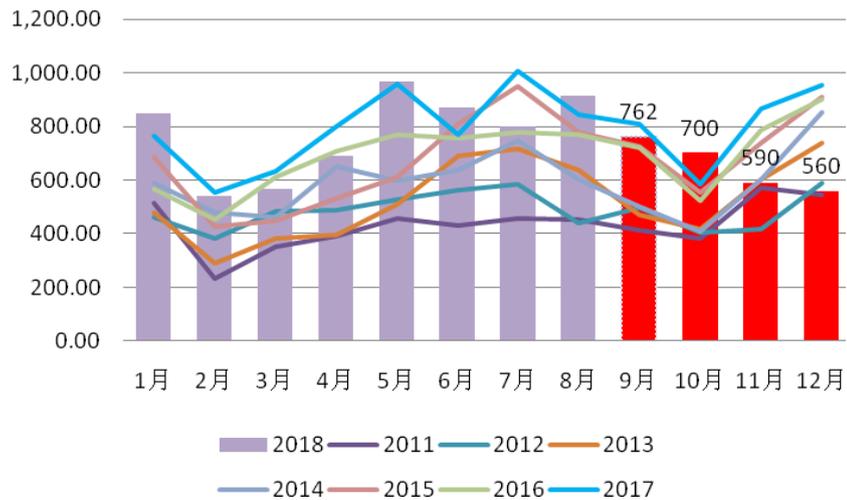
868，五年均值 719），12 月份大豆到港 560 万吨（去年 955，五年均值 872），1 月份采购量还较少，目前到港预估仅 280 万吨（去年 848，五年均值 692）。目前来看国内现货供应 9-11 月无太大问题，12 月缺货的确定性稍微大一些，再往后看的话 1-2 月可能会更紧张。

图 2.2.1：豆油商业库存（单位：吨）



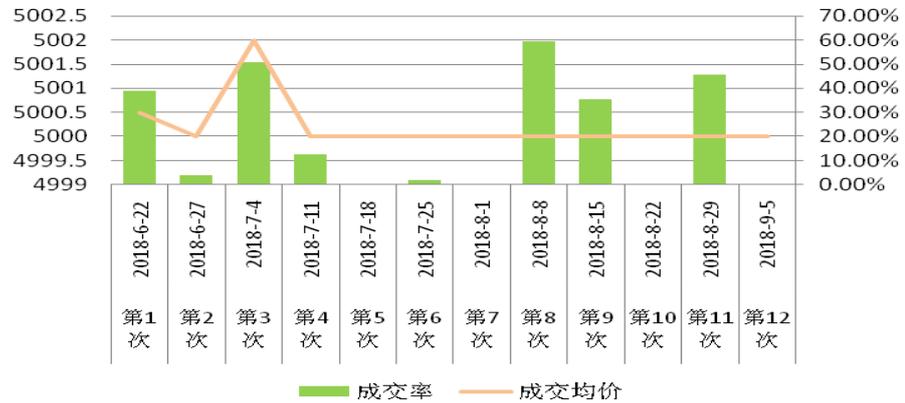
资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.2：我国大豆月度进口量（单位：万吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.3：豆油拍卖统计（单位：左元/吨，右%）

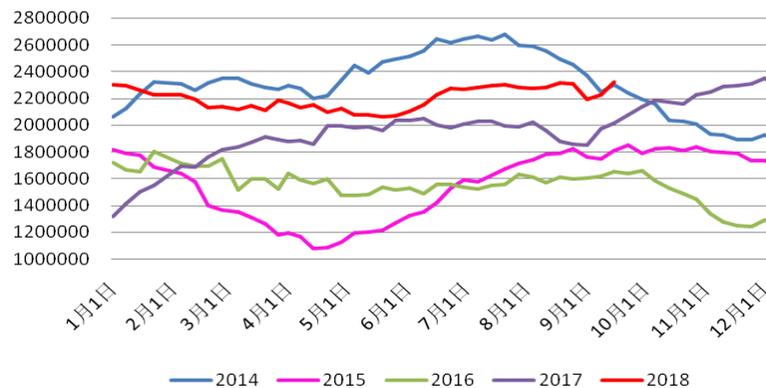


资料来源：WIND 资讯&南华研究

自 2018 年 6 月 22 日进口豆油临储拍卖以来至今日共 12 次，计划总拍卖 56.67 万吨，实际成交 12.93 万吨，成交均价为 5000.2 元/吨，成交比例为 20.76%，其中四度流拍，整体成交一般。

2.3. 油脂库存处于同期较高水平

图 2.3.1：三大油脂库存总和（单位：吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

海关总署数据显示，8 月份我国进口食用植物油 60 万吨（不含棕榈油硬脂），1-8 月份累计进口食用植物油 388 万吨，较去年同期的 356 万吨增加 32 万吨，增幅为 8.9%，主要原因是油脂进口有利可图刺激进口量增加。

其中，8 月份我国进口棕榈油（不含硬脂）30 万吨，1-8 月份累计进口棕榈油 216 万吨，较去年同期的 188 万吨增加 28 万吨，增幅为 14.9%；8 月份我国进口豆油 8 万吨，1-8 月份累计进口豆油 29 万吨，较去年同期的 51 万吨减少 22 万吨，减幅为 43.1%；8 月份我国进口菜籽油 11 万吨，1-8 月份累计进口菜籽油 83 万吨，较去年同期的 58 万吨增加 25 万吨，增幅为 43.1%。从数据上看，我国大豆同比进口

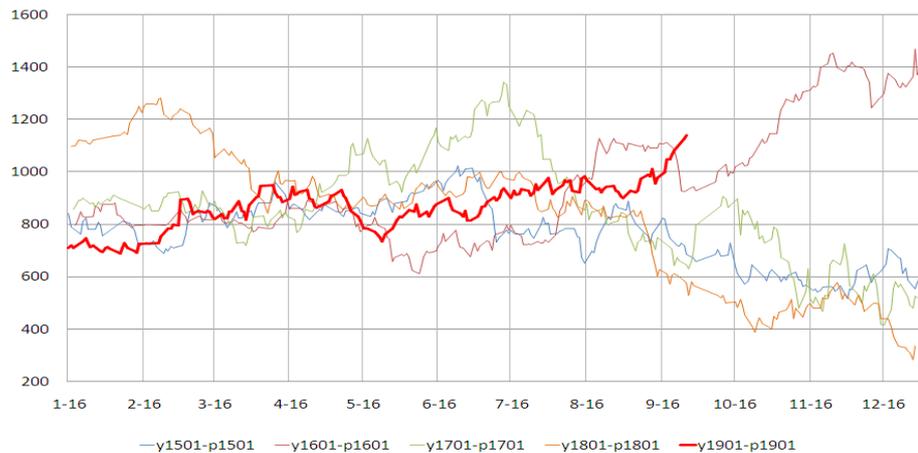
减少，而食用油进口增加，其中豆油进口缩减幅度较大，菜籽油和棕榈油进口增加，但由于豆油库存基数较大，尽管进口减少，但被菜籽油和棕榈油填补。

目前我国国内三大油脂商业库存总和为 232.17 万吨，环比二季度末的 226.92 万吨增加 2.31%，同比去年同期的 201.78 万吨增加 15%，库存居高不下，即便对于即将到来的需求旺季也是不小的压力。

从买货的时间节点来看，若 11 月国内不再大量采购美国大豆，油厂 12 月后将面临无豆可榨的局面，无论是美国大豆进口至南美压榨成油粕进口至中国，还是加拿大菜籽来补给国内油料的缺口，或靠俄罗斯印度等国进口补给，抑或内饲料企业调整饲料配方，加大杂粕的使用，对于豆粕而言，也只能补给一部分的需求缺口。但对于豆油而言，替代的油品种类较多，且国内油脂整体库存目前仍处于过剩的状态，后期豆源的不确定性在目前体现的依然不甚明显。

2.4. 豆棕油价差继续上行

图 2.4.1：豆棕 1 月价差（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

近 5 年来豆棕期价价差震荡区间由宽变窄，主要原因仍是全球需求增速放缓，油脂价格跌跌不休导致，且近五年来呈现明显的季节性，上半年大概率震荡向上，下半年缓步向下。从 1 月合约近四年价差来看，价差震荡的大概率区间在 600~1200 之间，四季度的振幅较大，三年跌一年涨。但是今年情况较为特殊，因国际贸易形势影响，豆油强于棕榈油的概率较大，目前价差在 1100~1150 区间，预计后市价差将继续扩大，可逢回调至 950~1000 进场继续买豆油空棕油操作。

2.5. 行情展望与操作策略

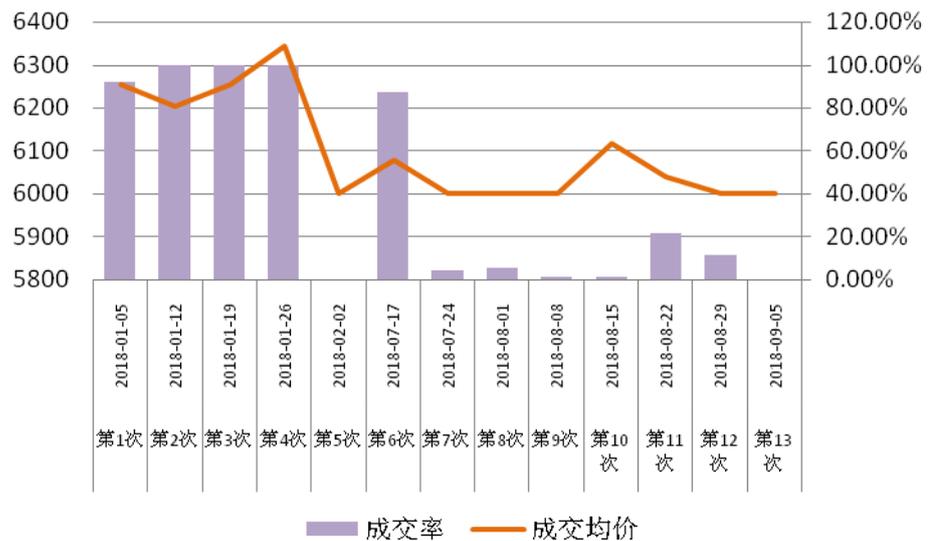
国内库存的持续攀升使得本就处于消费淡季的豆油价格节节败退，注册仓单创上市以来的新高仍是价格的硬伤。国际贸易形势多变引发的原料担忧支撑四季度豆油价格，因此去库存更显得重要，预计豆油价格温和上涨为大概率，目标位在 6000~6100。

第3章 菜籽油库存压力依旧

由于六月新季菜籽的收割上市，菜籽油价格开始大幅回落，整个三季度的价格主要围绕在拍卖之上。整个三季度菜籽油价格并未走出独立走势，依然跟随豆棕的基本面波动，且三季度的临储拍卖整体量价成交一般，并未对价格有太多的助益，9月初的停拍对价格起到了止跌的作用，但9月18日期价上攻6800失败后，跟随豆油回落至6600。

3.1. 拍卖暂停将助力去库存

图 3.1.1: 菜籽油 2018 拍卖成交量价 (单位: 左元/吨, 右%)



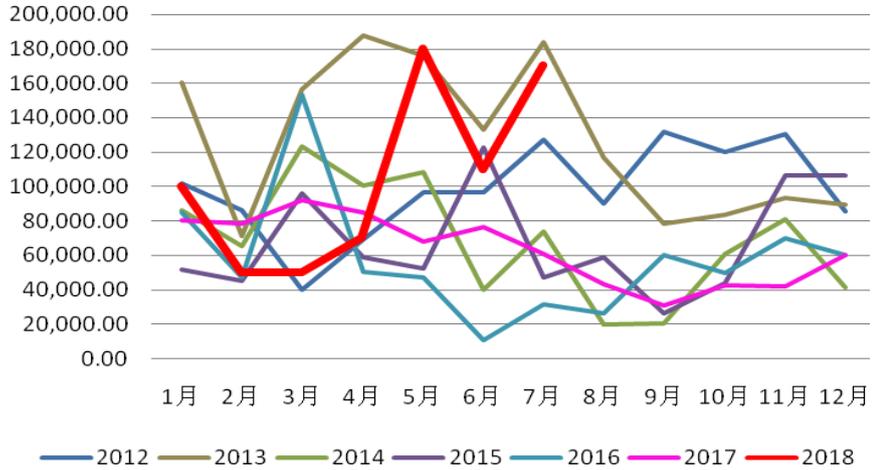
资料来源: WIND 资讯&南华研究

我国菜籽主产区为四川，两湖和安徽江苏等江淮地区，由于国产菜籽主要用作小榨，因此交割的菜籽油基本是进口菜籽压榨以及国内拍卖的陈菜油。

三季度菜籽油临储拍卖成交量价一般，自7月17日国家临储菜籽油复拍以来，8次计划拍卖45.75万吨，实际成交总量7.73万吨，成交率均值为16.4%，成交均价为6029元/吨，除了第一次成交5.5万吨外，之后的成交率均较低，与今年年初动辄90~100%的成交率相比少得可怜，且与年初6211元/吨的成交价格相比也是相行见拙，且最后一次以流拍告终。复拍的高开低走，主要因三季度适逢油脂消费淡季，国内三大油脂整体供过于求，且豆油和菜籽油的拍卖还在不断增加市场供给，抑制了市场的买兴。但从中期来看，国储库中本就为数不多的菜籽油库存此时预计愈发减少，预计国储库菜籽油存量在20万吨左右，四季度为油脂的传统消费旺季，今年经历了两轮临储拍卖，预计四季度三度复拍的概率不大，届时国储菜油的刚需将支撑价格震荡偏强。但不可忽视的是，国内菜籽油的缺口有望通过增加进口菜籽来弥补，且目前压榨利润甚好，因此预计菜籽油四季度价格温和上涨。

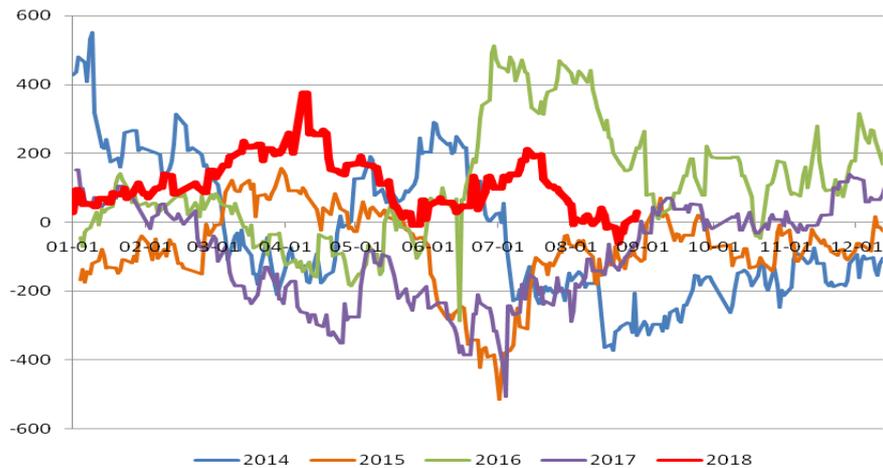
3.2. 菜籽进口有增无减

图 3.2.1: 菜籽油月度进口 (单位: 万吨)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

图 3.2.2: 广东进口菜籽压榨利润 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

据中国海关总署发布的数据显示,2018 年 1~7 月份我国油菜籽进口量为 73 万吨,同比去年的 53.88 万吨增加 35.48%。从月度进口数据可以看出,随着我国油菜籽播种面积的逐年减少,对以加拿大为主要进口国的依赖度也在增加,且在 6 月新赛季菜籽上市之后,国内进口量依然没有放缓的态势。

今年我国菜籽和菜油的进口量均激增,主要因国际贸易争端的持续发酵,菜系的进口增加主要是为了弥补豆系后期的需求缺口。相较于过去几年大涨大跌的压榨利润,目前虽不是历史高点,但今年进口菜籽的压榨利润较为稳定,最高点出现在

4 月的接近 400 元/吨，最低点也未出现过亏损。目前的压榨利润为为 50~100 元/吨，是近五年来除了 2016 年之外最好的一年（因 2016 年全球油籽减产导致），且从历史的压榨利润来看有望继续向好，因此四季度预计我国进口菜籽和菜油有增无减，且目前菜籽油的注册仓单量持续增加，一定程度上也会制约价格的大幅上行空间。

3.3. 行情展望与操作策略

菜籽油三季度重头戏为拍卖，临储拍卖的成交量价表现不佳，但中期来看，临储拍卖的去库存化对价格的影响依然偏多。进口菜籽压榨利润促使贸易商进口买兴不减，供给的充裕补充了国内菜籽需求缺口，预计四季度菜籽油走势弱于豆油，预计四季度震荡区间为 6600~7000。

附图：

三季度国内外油脂油料期价涨跌一览（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话: 021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号 (南通总部大厦) 六层 603、604 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话: 0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

大连营业部

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、811 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区泺源园大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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及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达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所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和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他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南华期货公司的立场，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南华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。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net