2019年大商所研发团队评比
国元期货2队

国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

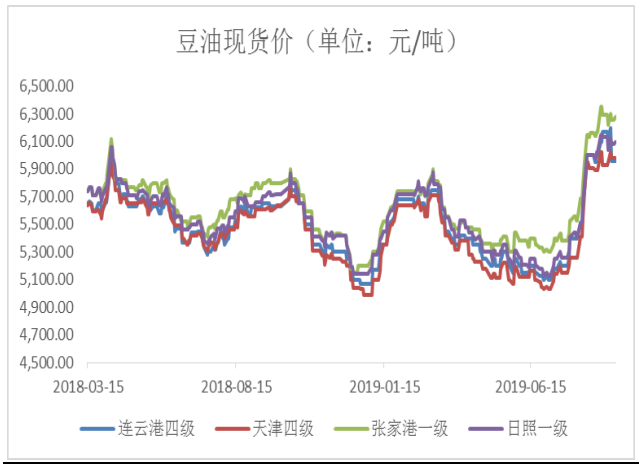
豆油可尝试做空1-5价差套利

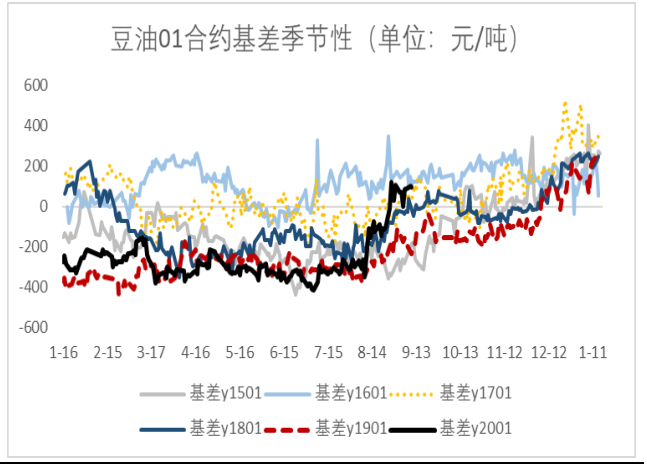
摘要： 1月份处于消费旺季，且四季度全球大豆供应以美豆为主，且加征关税后美豆进口成本有大幅提升，南美豆可用于出口的量较为有限，大豆原料供应将阶段性趋紧，另外国内豆粕饲用需求较弱，使得市场预期将影响油厂开工率进而减少豆油的产出量，5月份全球大豆供应将转为以南美豆为主，进口端将有所宽松，且5月份油脂需求将开始转弱。基于此，前期豆油1-5价差持续走升。但是，下半年豆油去库存的预期已经在盘面有所反映，美豆旧作库存仍高，且又将面临收获压力，出口偏弱，预期期价弱势将延续，并且中国之外的买家增加对美豆的进口，本国用于出口的大豆将较往年增加，因此四季度的大豆原料短缺程度可能不及预期。当前国内油脂节前备货暂告一段落，油厂大豆压榨量处于高位，进口豆油、棕榈油利润持续走高，将抑制豆油去库存速度。当前豆油仓单持续攀升，3月底豆油仓单必须注销，也将利于豆油1-5价差的回落。

一、 国内豆油现货价格和基差持续走强

受中美贸易摩擦加剧和旺季消费提振，进入7月份以来国内豆油价差开始低位反弹走高，截至9月10日，连云港地区四级豆油价格较7月1日上涨840元/吨至5960元/吨，张家港一级豆油价格上涨960元/吨至6280元/吨。期价涨幅不及现货，豆油基差持续震荡加速修复。

图表 1：豆油现货价格和基差走势





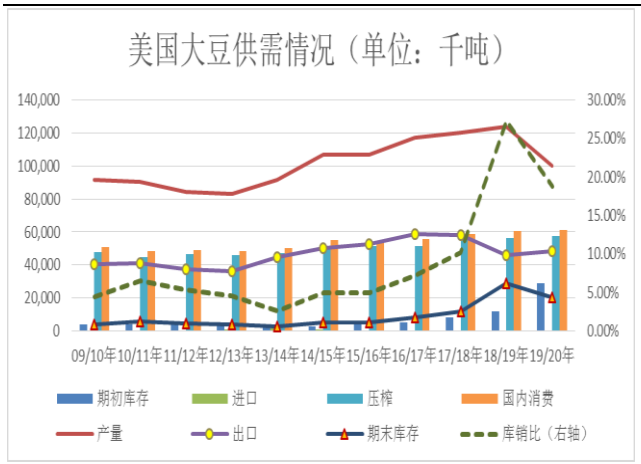
数据来源：Wind 资讯，国元期货

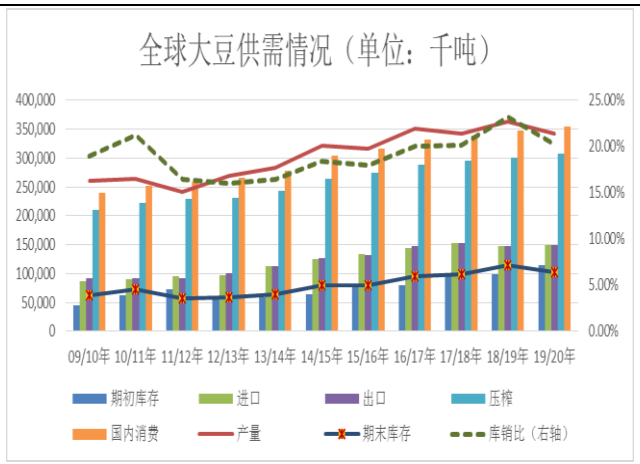
二、 美豆新作预计减产，但库存压力仍大

USDA8月供需报告将新季美豆种植面积由上月报告估计的8000万英亩下调至7670万英亩，低于2018/19年度的8920万英亩，单产估计维持在48.5蒲式耳/英亩，低于上一年度的51.6蒲/英亩，产量估计下调1.65亿蒲式耳至36.8亿蒲，低于上一年度的45.44亿蒲，出口估计较上月下调1亿蒲式耳，期末库存估计从上月的7.95亿蒲下调至7.55亿蒲。

2019/20年度全球大豆产量估计下调至3.418亿吨，低于上年度的3.628亿蒲，期末库存估计由上月估计的1.045亿吨下调至1.017亿吨。巴西大豆的产量估计维持不变，出口较上月估计上调50万吨，期末库存估计下调10万吨。阿根廷大豆期初库存估计较上月上调100万吨，产量、出口等估计维持不变，相应的期末库存估计上调100万吨。

图表 2：全球大豆和美豆供需情况

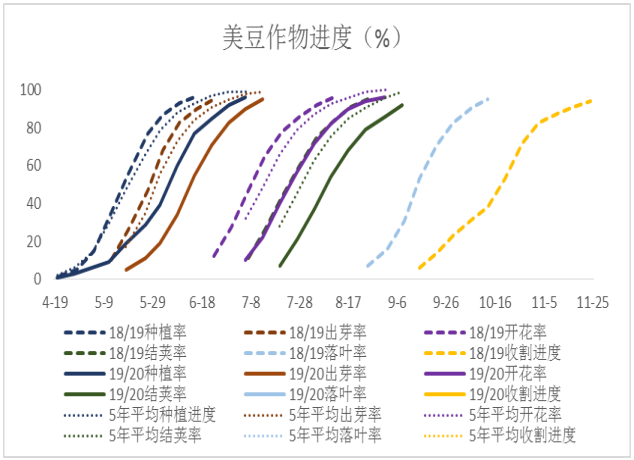


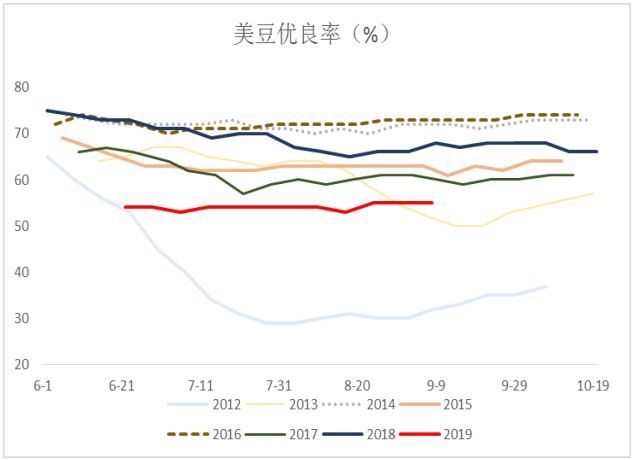


数据来源：Wind 资讯，国元期货

美豆作物进度慢于去年同期和五年均值，生长优良率持平于前一周但差于去年同期。据USDA周度作物生长报告显示，截至9月8日的一周，美豆结荚率为92%，去年同期为100%，5年均值为99%。截至9月8日的一周，美豆生长优良率为55%，前一周为55%，去年同期为68%。

图表 3：美豆作物进度及优良率

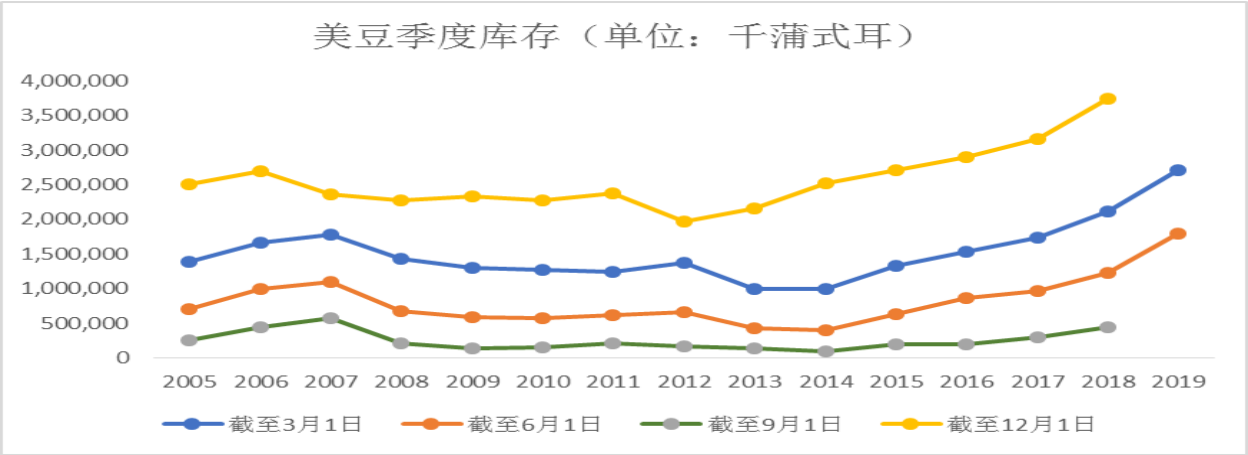




数据来源：wind、 国元期货

美豆旧作库存仍高，年度累计出口同比下降。今年6月谷物季度库存报告显示截至2019年6月1日，美豆季度库存为17.89亿蒲式耳，高于上年同期46.54%。

图表 4：美豆季度库存

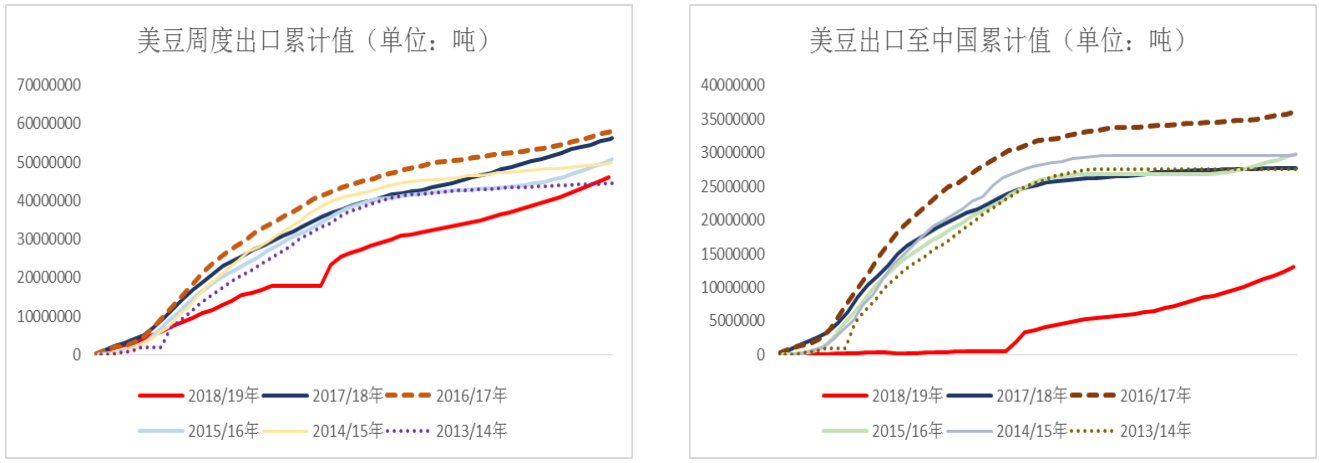


数据来源：wind、 国元期货

截至2019年8月29日，2018/19年度美豆累计销售4878.3万吨，同比减少17%。2018/19年度美豆对中国累计销售1417.9万吨，同比减少49%。

从美豆的周度出口销售数据来看，虽然主要大豆买家中国大幅减少采购美豆，但主要因为受中美贸易摩擦和高库存影响美豆性价比颇高，加上南美大豆库存逐渐消耗，中国以外的买家增加对美豆的采购。中国自今年2月开始增加对美豆的采购。

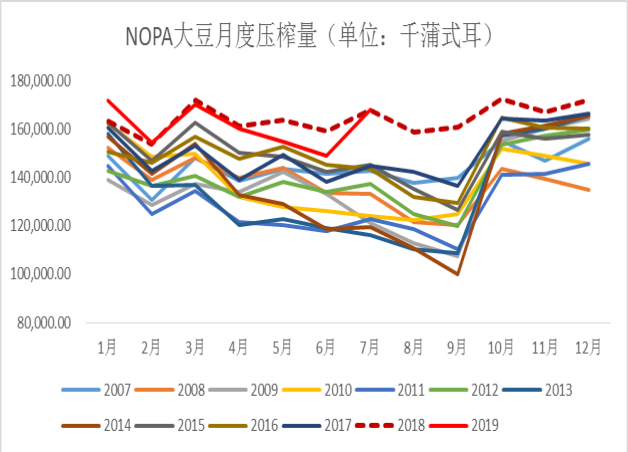
图表 5：美豆出口情况

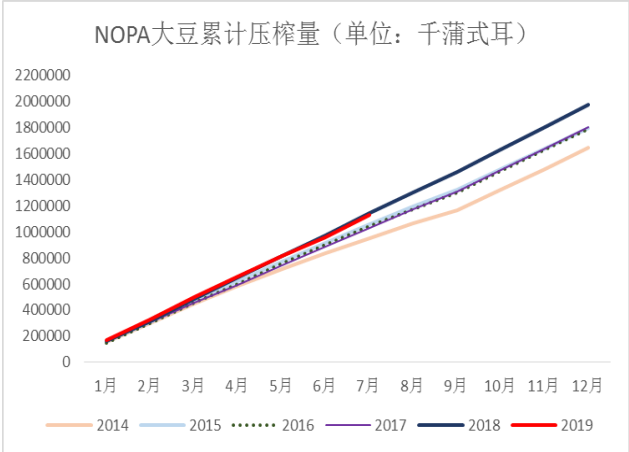


数据来源：wind、 国元期货

美国油籽加工商协会最新压榨报告显示，7月美国大豆压榨量创下历史新高。7月份美国大豆压榨量为1.68093亿蒲式耳，同比增加0.21%。

图表 6：美豆压榨情况



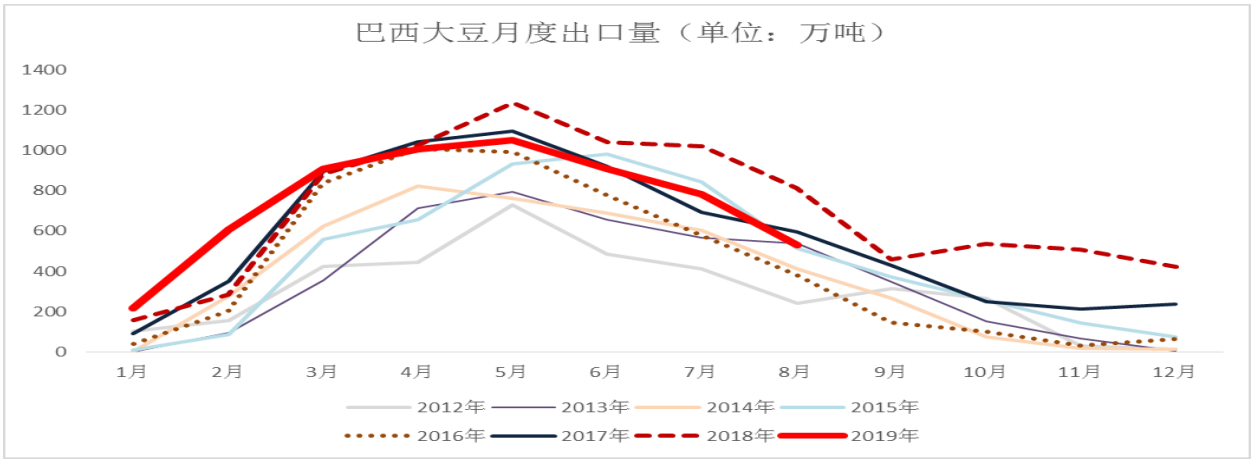


数据来源：wind、 国元期货

三、 巴西大豆供应日趋减少

2018/19年度巴西大豆产量同比小幅下降500万吨至1.17亿吨。巴西国内需求较为稳定，USDA最新估计2018/19年度巴西大豆出口量为7685万吨。巴西大豆3月份开始收获，一年中3月-8月出口量较高，之后随着库存的消耗出口较少。巴西8月大豆出口量约532万吨，环比减少31.97%。同比减少34.48%。

图表 7：巴西大豆月度出口量



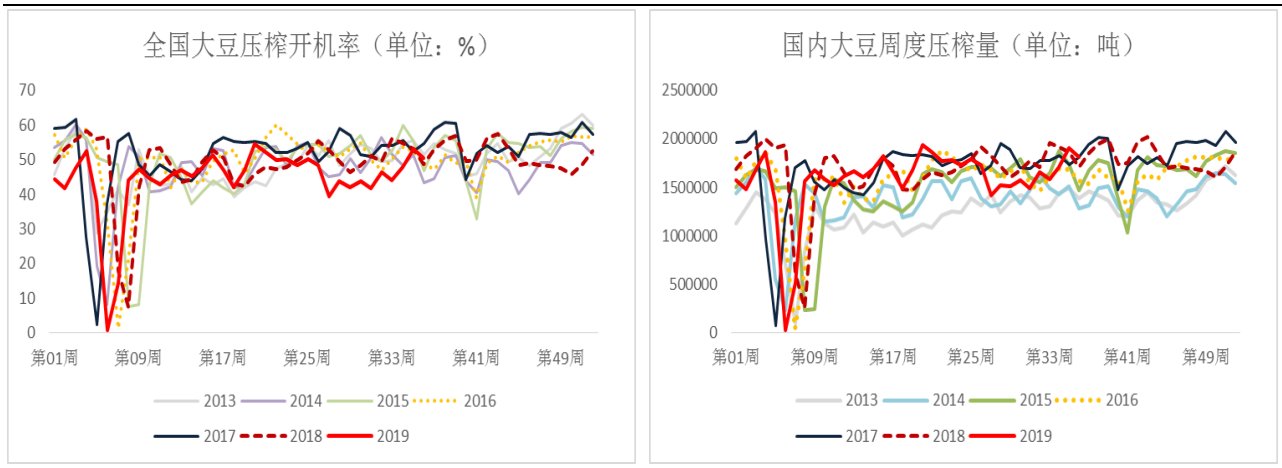
数据来源：wind、 国元期货

四、 国内大豆、油脂库存同比下降，但仍处相对高位

据天下粮仓，截至9月6日当周，因国内部分油厂出现豆粕胀库和缺豆的情况，国内油厂开机率环比下降至50.5%，降幅2.69个百分点。当周大豆压榨量约181.3万吨，较上周下降4.59%。未来两周预计压榨量将持续小幅回升，总体上处于较高水平。

截至9月6日，2018/19年度全国大豆累计压榨7925.36万吨，同比下降5.13%。

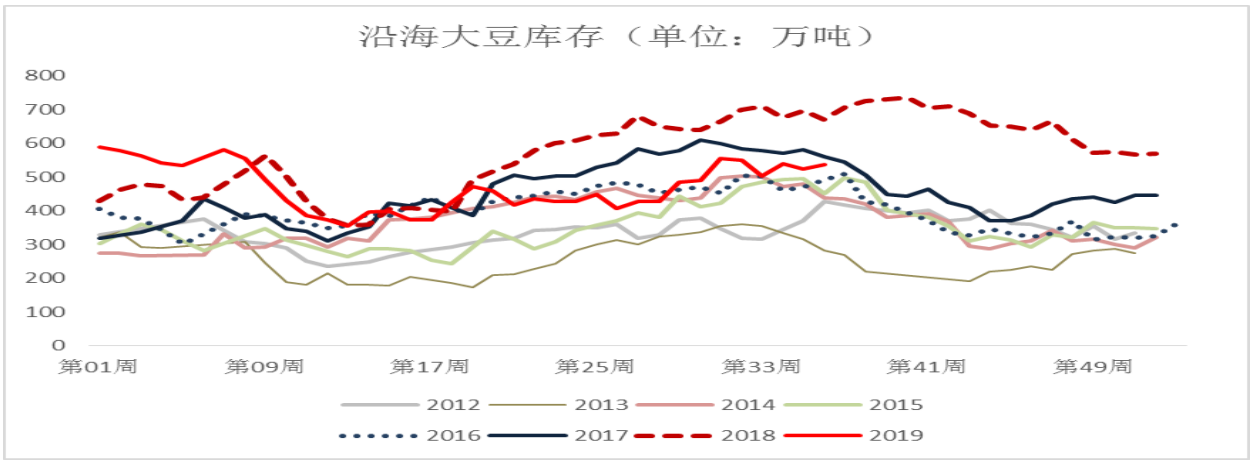
图表 8：国内油厂开机率与大豆压榨量



数据来源：天下粮仓、 国元期货

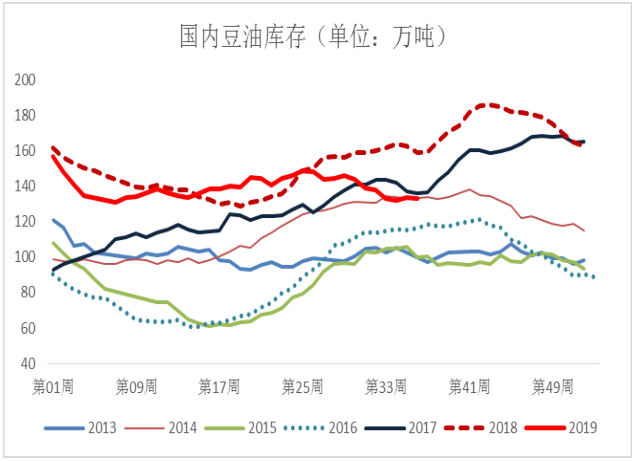
截至9月6日当周，国内沿海大豆库存为537.2万吨，环比增加13.88万吨。主要油厂豆油库存环比略有下降，未执行合同量略有增加。油脂总库存环比略增，同比下降8.79%。国内大豆、油脂库存同比下降，但仍处于历史相对高位。

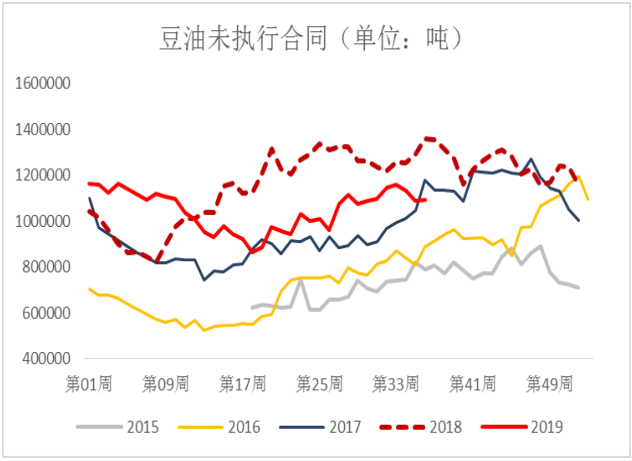
图表 9：沿海大豆库存



数据来源：wind、 国元期货

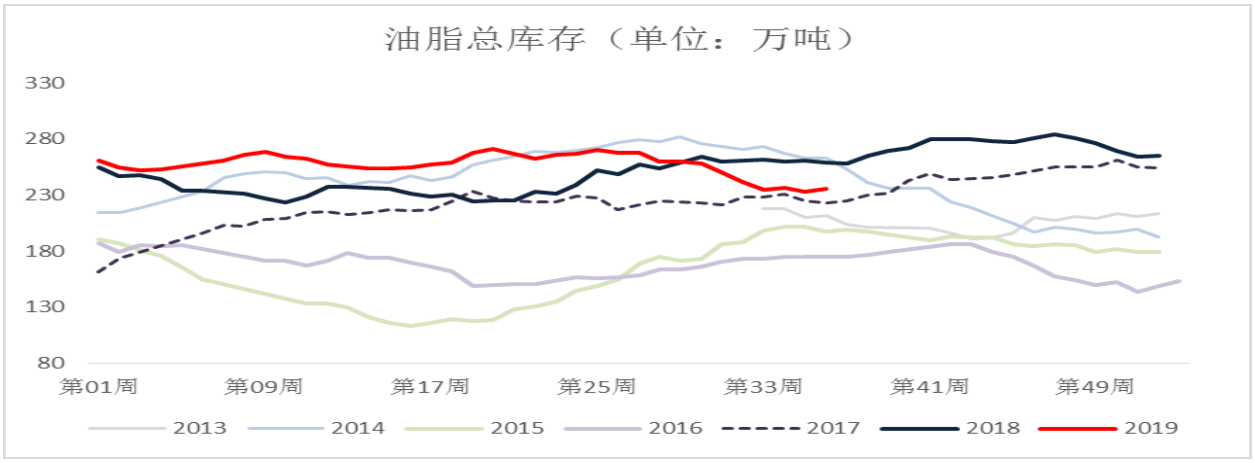
图表 10：国内豆油库存和未执行合同量





数据来源：天下粮仓、 国元期货

图表 11：国内油脂库存

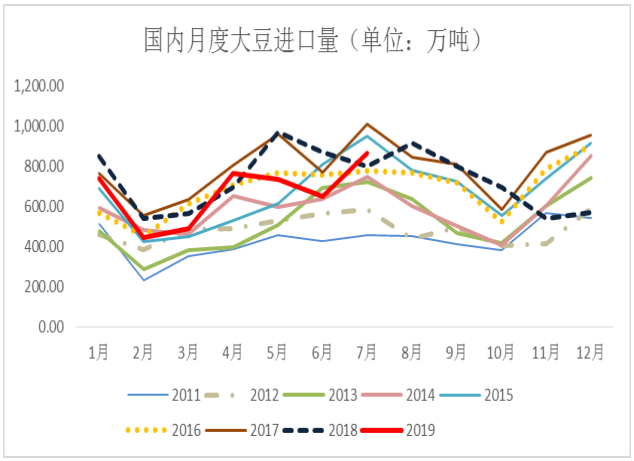


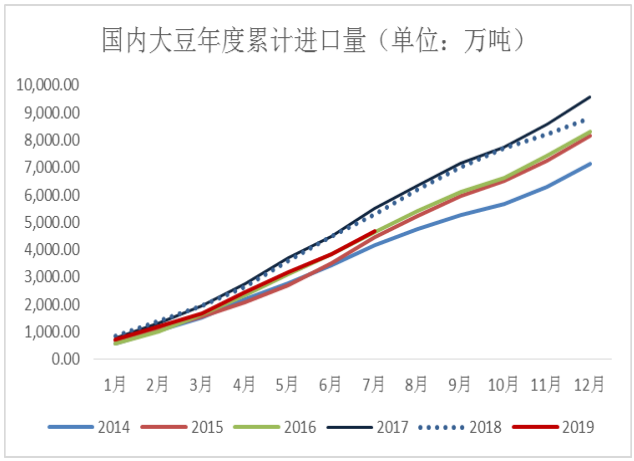
数据来源：wind、 国元期货

五、 国内大豆累计进口同比偏低，后续到港量预估逐月下降

据海关总署，截至7月，今年1-7月份我国大豆累计进口4691万吨，同比下降11.29%。

图表 12：国内大豆进口情况

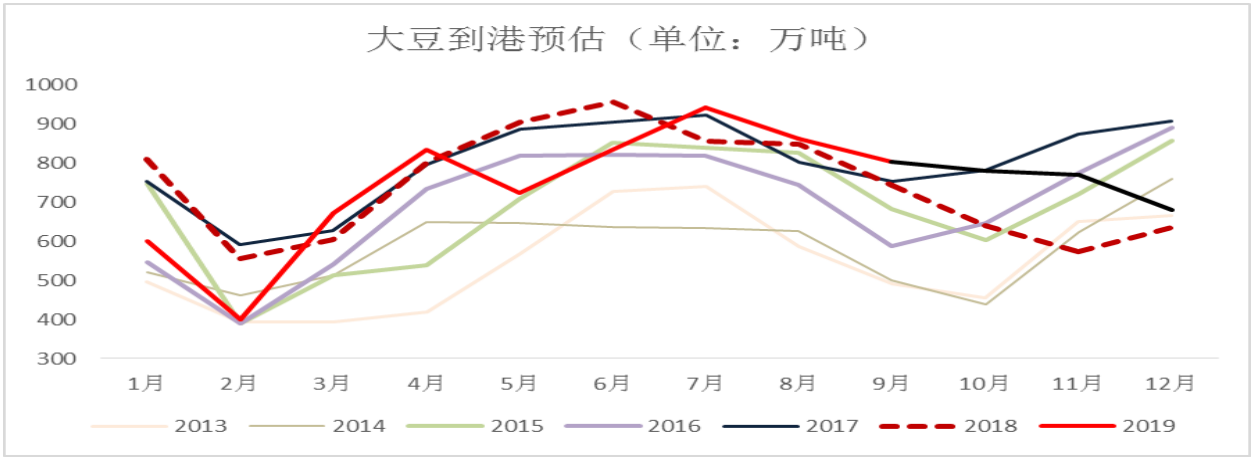




数据来源：天下粮仓、 国元期货

2019年1-8月大豆估计到港5863.9万吨，同比下降7.4%。据天下粮仓，9月国内各港口进口大豆预报到港802.2万吨，10月为780万吨，11月770万吨，12月680万吨。大豆到港预估逐月递减，侧面印证国内第四季度和来年一季度大豆供应收紧预期。

图表 13：大豆到港预估



数据来源：wind、 国元期货

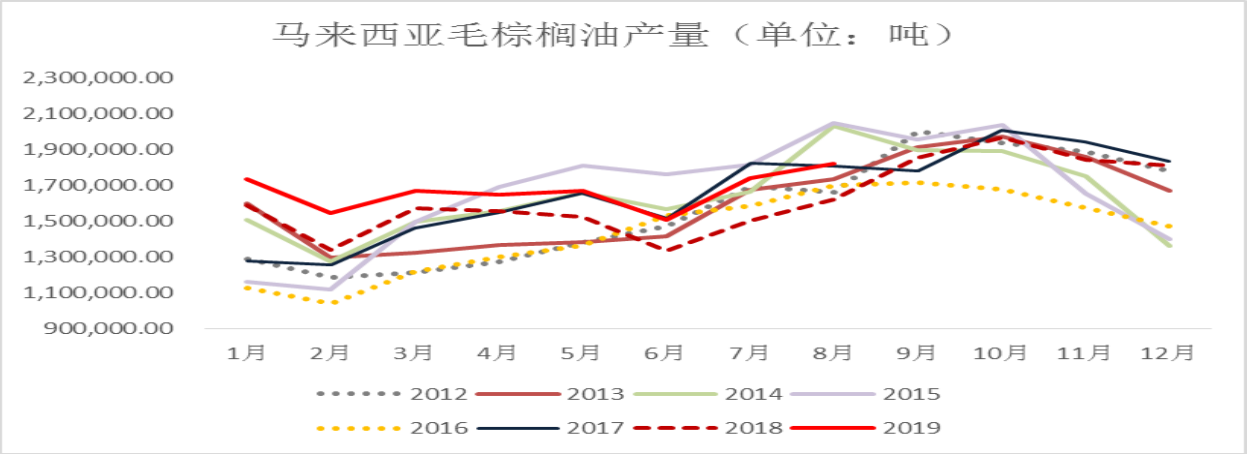
六、 国外棕榈油情况分析

（一）马来西亚棕榈油情况分析

马棕榈油局8月月度供需报告显示，8月马来西亚毛棕榈油产量环比增加4.64%，同比增加12.4%;8月棕榈油出口量为173.28万吨，环比增加16.37%，同比增加57.55%;8月底棕榈油库存为225.18万吨，环比下降5.31%，同比下降10.1%。

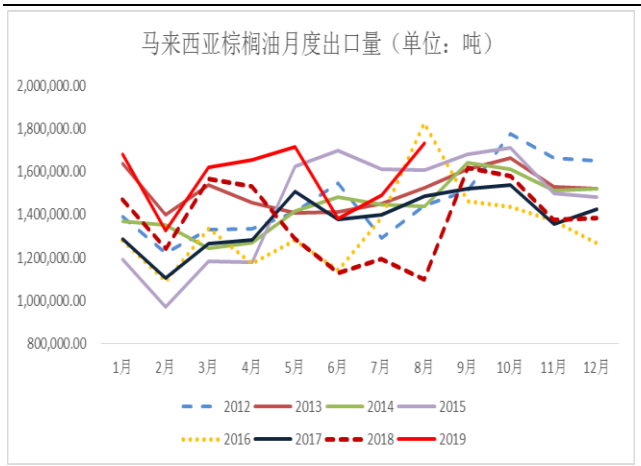
马来西亚棕榈油处于增产周期，产量同比偏高，但由于出口表现强劲，产量的增加小于出口量的增加，库存处于持续下降趋势，对棕榈油价格有一定支撑作用。但ITS数据显示,9月1-10日马来西亚棕榈油出口量为42.8万吨,同比上月下降14.9%，AmSpec报告显示，9月1-10日马来西亚棕榈油出口量为39.31万吨，同比上月下降23.2%。对棕榈油价格有一定打压作用。SPPOMA最新预计9月1-10日马来西亚棕榈油产量同比上月下降19.25%，又对棕榈油价格形成支撑。

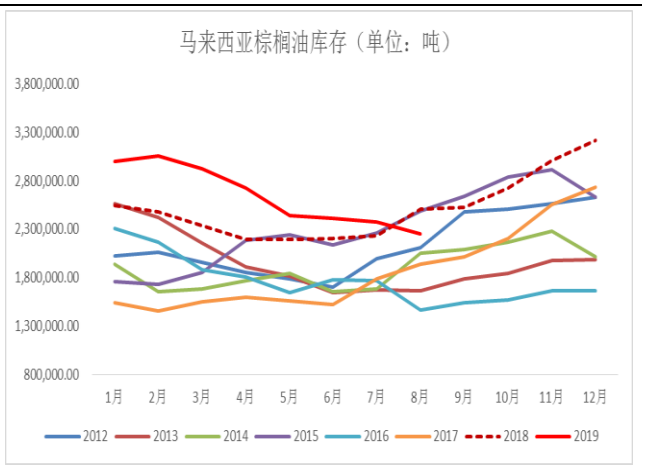
图表 14：马来西亚毛棕榈油产量



数据来源：wind、 国元期货

图表 15：马来西亚棕榈油出口、库存情况



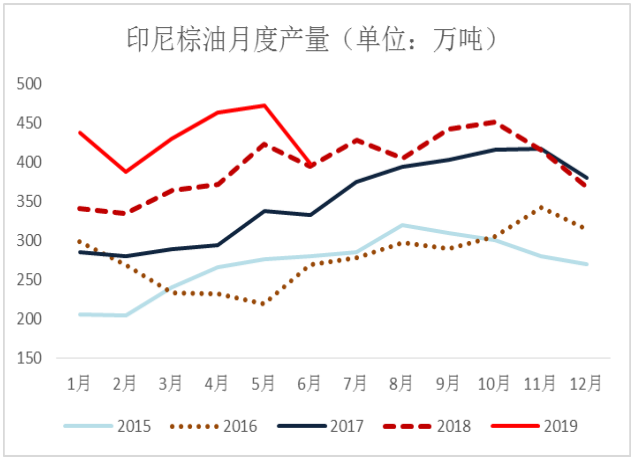


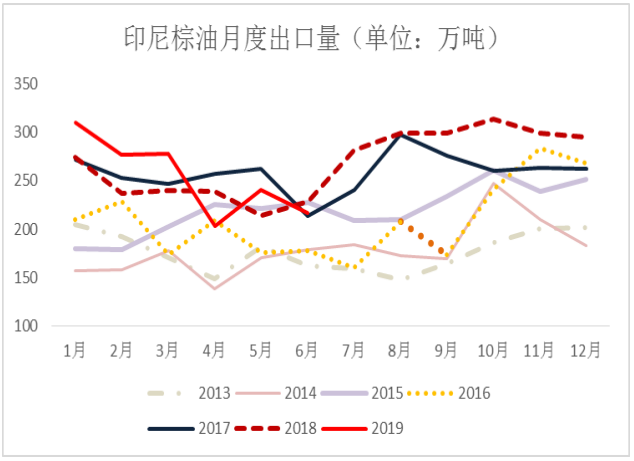
数据来源：天下粮仓、 国元期货

（二）印尼棕榈油情况分析

印尼棕榈油同样处于增产周期，但印尼自去年开始严格执行B20生物柴油政策，国内棕榈油消费大幅增加。印尼2018年棕榈油消费量为1349万吨，较2017年增加22.02%,2019年1-6月累计消费量为879万吨，同比高出41.8%。

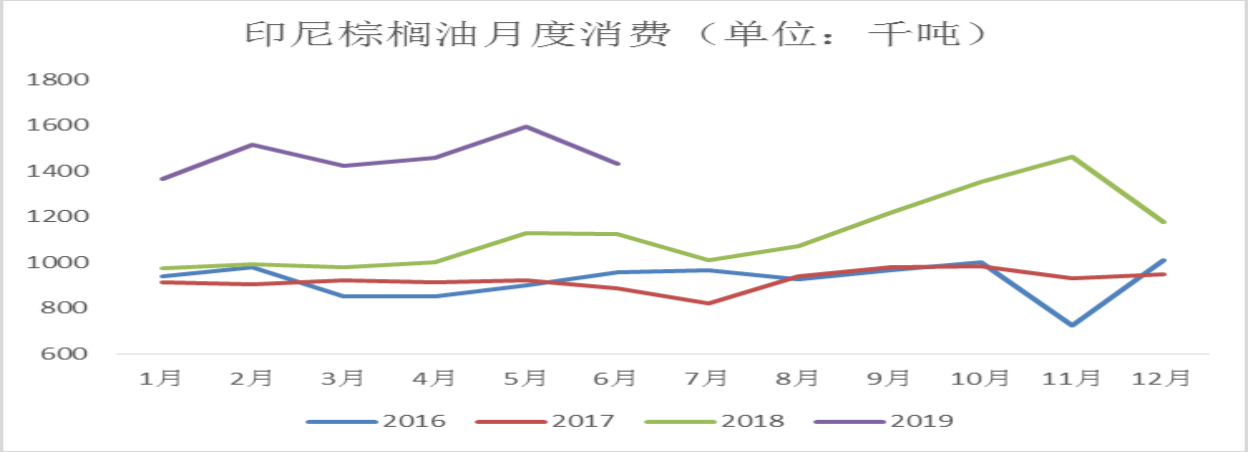
图表 16：印尼棕榈油产量、出口量





数据来源：天下粮仓、 国元期货

图表 17：印尼棕榈油消费量

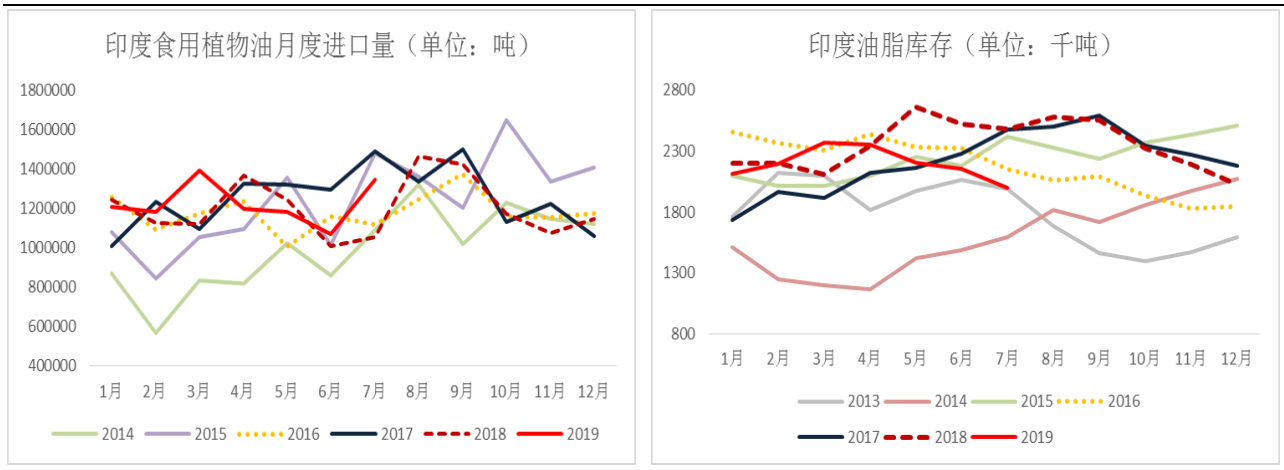


数据来源：wind、 国元期货

（三）印度油脂情况分析

当前印度食用油库存同比偏低，今年印度油料作物种植面积低于去年同期和5年均值，且种植初期遭遇干旱，影响油料产出。截至7月底，印度油脂库存为199.5万吨，同比减少19.4%，仅够维持32天的用量，后续月份印度植物油进口预计偏强。

图表 18：印度油脂情况

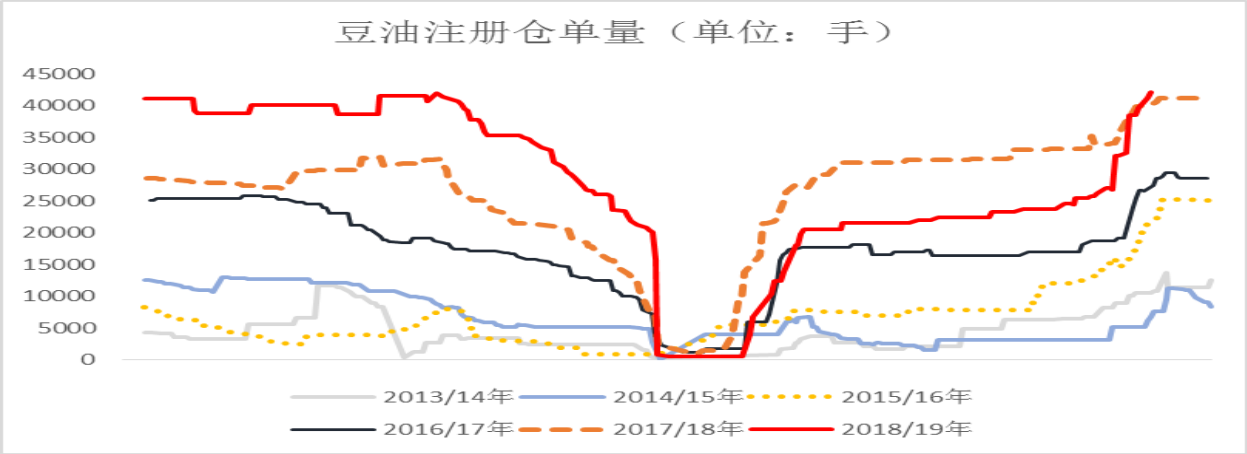


数据来源：wind、 国元期货

七、 豆油仓单情况分析

近期大商所豆油仓单持续攀高，截至9月10日，仓单数量为42152手，高于去年同期的40048手。大商所规定豆油标准仓单在每年的3月份最后1个交易日之前应当进行标准仓单注销。

图表 19：豆油注册仓单量



数据来源：wind、 国元期货

八、 操作策略与风险控制

1月份处于消费旺季，且四季度全球大豆供应以美豆为主，且加征关税后美豆进口成本有大幅提升，南美豆可用于出口的量较为有限，大豆原料供应将阶段性趋紧，

另外国内豆粕饲用需求较弱，使得市场预期将影响油厂开工率进而减少豆油的产出量，5月份全球大豆供应将转为以南美豆为主，进口端将有所宽松，且5月份油脂需求将开始转弱。基于此，前期豆油1-5价差持续走升。但是，下半年豆油去库存的预期已经在盘面有所反映，美豆旧作库存仍高，且又将面临收获压力，出口偏弱，预期期价弱势将延续，并且中国之外的买家增加对美豆的进口，本国用于出口的大豆将较往年增加，因此四季度的大豆原料短缺程度可能不及预期。当前国内油脂节前备货暂告一段落，油厂大豆压榨量处于高位，进口豆油、棕榈油利润持续走高，将抑制豆油去库存速度。当前豆油仓单持续攀升，3月底豆油仓单必须注销，也将利于豆油1-5价差的回落。

建议Y2001合约在6000元至6200元之间布局空单，并适当浮赢加仓，逐步建立最多150手多单，止损价位不超过6350元。建议Y2005合约在5800元至6100元之间布局多单，并适当浮赢加仓，逐步建立最多150手多单，止损价位不超过5650元。仓位控制保证风险率不超过30%。盘中会根据事件驱动和技术分析择时择量进行操作。

若发生通胀预期、国家政策等超预期变化，中美贸易关系紧张，国内、美国大豆超预期减产、生猪复养远不及预期等不利因素时须视情况止损。

策略日期	2019.9.11	2019.9.11
投资标的	Y2001	Y2005
操作方向	卖出	买入
开仓手数	0-150 手	0-150 手
入场区间	6000-6200	5800-6100
目标区间	5800-6100	6100-6500
止损点位	6200-6350	5650-5800

操作期限	3 个月	3 个月

风险提示:
本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。国元期货研究咨询部力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。国元期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归国元期货所有。