

► 研报 · 油脂

油脂短期大概率维持底部震荡，关注11月后菜油能否有所突破

倍特期货 · 研究发展中心

2018年9月21日

短期，外围，美豆面临丰产、中美贸易摩擦双重压力，马棕增产预期氛围凝重；国内原料端供应充裕，油脂双节备货接近尾声，豆、菜油库存偏高，棕油原延迟船期或近期到港，油脂库存或面临止跌转升。中长期，11—1月国内大豆采购源存疑，市场普遍存供应有缺口预期；油脂需求开启，叠加马棕季节性减产，油脂利空牵制弱化。

相关报告：

《菜油短期或底部震荡，中长期存上涨内在动力》

分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 本年度大豆供应充裕，11—1月采购源存疑
- ◆ 双节备货接近尾声，豆油库存或面临止跌转升
- ◆ 马棕增产季单产引关注，内外围棕油库存或走高
- ◆ 菜籽供应偏紧、临储菜油紧俏，菜油基本面相对偏好
- ◆ 油粕比低位，油脂价差处区间上沿

观点和操作策略：在没有大的影响因素出现的情况下，油脂主力大概率维持底部震荡，y 1901压力5950，支撑5600；P 1901压力5000，支撑4600；O I 901压力6800，支撑6400。中美贸易摩擦、马棕油单产、汇率、原油价格、关税等因素可能带来扰动。关注11月后基本面相对偏强的菜油能否在油脂利空牵制弱化的情况下出现一波上涨行情。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、行情回顾

8月至9月中旬，油脂指数在经历了一波短暂反弹后，陷入了横盘震荡市，近日在马盘指引下震荡下行。前期，中美贸易摩擦无实质性缓和，11月后大豆供应存在缺口的预期提振豆系，猪瘟蔓延、调低饲料配方比例等对豆粕有压制，而油脂双节备货利好去库存，油粕基本面差异显现，油粕跷跷板效应下油脂反弹；后期，美豆单产存调高预期、马棕增产季弱出口，国内油厂开机率走高，油脂市场成交转淡，豆、菜油库存处历史高位，棕油库存趋增，油脂震荡偏弱。

图 1：油脂指数走势



(数据来源：文华财经)

二、油脂基本面

(一) 豆油

国内油厂大豆主要源自南美和美国，按照去年的贸易量，南美进口量占比 60%，美国占比 34%。根据《油世界》数据，目前南美大豆库存比上年同期减少 900 万吨，由此推测，9 月至 12 月期间南美对中国的大豆出口量最高也只能达到 1030 万吨。美豆方面，根据美国农业部 (USDA) 9 月供需报告，美豆单产 52.8 蒲式耳/英亩，去年 49.1 蒲式耳/英亩；产量 46.93 亿蒲式耳，去年 43.92 亿蒲

式耳；期末库存 8.45 亿蒲式耳，去年 3.95 亿蒲式耳，美豆丰产基调已定。此次供需报告因调高新作单产而致新作期末库存高于预期，数据偏空，盘面经过短暂下挫后，贸易战主题重新主导市场情绪。

表 1: 美国农业部 (USDA) 9 月豆系供需平衡表

SOYBEANS	2016/17	2017/18 Est.	2018/19 Proj. Aug	2018/19 Proj. Sep
			<i>Million Acres</i>	
Area Planted	83.4	90.1	89.6	89.6
Area Harvested	82.7	89.5	88.9	88.9
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	52.0	49.1	51.6	52.8
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	197	302	430	395
Production	4,296	4,392	4,586	4,693
Imports	22	22	25	25
Supply, Total	4,515	4,715	5,040	5,113
Crushings	1,901	2,055	2,060	2,070
Exports	2,166	2,130	2,060	2,060
Seed	105	104	103	103
Residual	41	32	33	34
Use, Total	4,214	4,321	4,256	4,268
Ending Stocks	302	395	785	845
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	9.47	9.35	7.65 - 10.15	7.35 - 9.85
			<i>Million Pounds</i>	
Beginning Stocks	1,687	1,711	2,171	2,156
Production 4/	22,123	23,645	23,795	23,910
Imports	319	350	300	300
Supply, Total	24,129	25,706	26,266	26,366
Domestic Disappearance	19,862	21,100	22,000	22,000
Biodiesel 3/	6,200	7,000	7,800	7,800
Food, Feed & other Industrial	13,662	14,100	14,200	14,200
Exports	2,556	2,450	2,200	2,200
Use, Total	22,418	23,550	24,200	24,200
Ending stocks	1,711	2,156	2,066	2,166
Avg. Price (c/lb) 2/	32.48	30.00	28.00 - 32.00	28.00 - 32.00
			<i>Thousand Short Tons</i>	
Beginning Stocks	264	401	400	400
Production 4/	44,787	48,899	48,700	48,950
Imports	350	500	350	350
Supply, Total	45,400	49,800	49,450	49,700
Domestic Disappearance	33,420	35,000	35,700	35,800
Exports	11,580	14,400	13,350	13,500
Use, Total	45,000	49,400	49,050	49,300
Ending Stocks	401	400	400	400
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	316.88	345.00	295.00 - 335.00	290.00 - 330.00

Note: Totals may not add due to rounding. Reliability calculations at end of report. 1/ Marketing year beginning September 1 for soybeans; October 1 for soybean oil and soybean meal. 2/ Prices: soybeans, marketing year weighted average price received by farmers; oil, simple average of crude soybean oil, Decatur; meal, simple average of 48 percent protein, Decatur. 3/ Reflects only biodiesel made from methyl ester as reported by the U.S. Energy Information Administration. 4/ Based on an October year crush of 2,065 million bushels for 2017/18 and 2,070 million bushels for 2018/19.

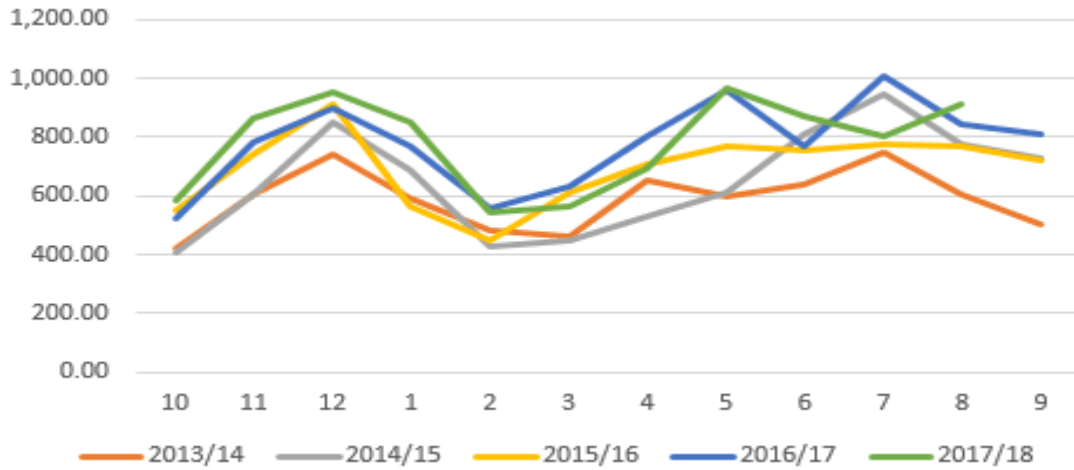
(数据来源: USDA)

9 月美豆陆续进入收获上市季，但碍于中美贸易摩擦，美豆出口端受到严重削弱，而我国大豆供应则面临区域性紧张窘境，内外盘分化持续。9 月 17 日晚，特朗普宣布，对产自中国的 2000 亿产品加征 10% 的关税，9 月 24 日生效，税率实行至年底，2019 年 1 月 1 日起税率将调高至 25%。作为回应，9 月 18 日晚，国务院关税税则委员会宣布对美国原产的约 600 亿美元进口商品加征 5% 或 10% 的关税。中美贸易摩擦持续，对盘面影响边际效应递减，全球大豆贸易格局生变，豆系受政治影响升水的逻辑不变，后期关注实际缺口。

2017 年 10 月至今年 8 月，我国进口大豆累计 8611.5 万吨，较上年度同期的 8541 万吨增加 70.5 万吨。其中，10 月至今年 3 月我国大豆进口量放量，达到 4365 万吨，较上年度同期的 4156 万吨增加 209 万吨；3 月后，受中美贸易战及下游需求不畅等因素进口量下滑。若不考虑饲料需求增速及比例调整，9 月大豆进口量需要达到 688 万吨，较去年同期的 811 万吨减少 122.5 万吨。据 Cofeed 最新调查，2018 年 9 月份国内各港口进口大豆预报到港 120 船 762 万吨。也就是说，截止 9 月，本市

场年度大豆供应量并不短缺。

图 2：中国月度进口量（万吨）



（数据来源：中国海关）

9 月后，我国大豆供应面临较大不确定性，11—1 月大豆供应仍不足。根据 Cofeed 最新调查，10 月份初步预期 700 万吨，11 月大豆到港最新预估 590 万吨（因不少 11 月到港船期可能推迟至 12 月份），12 月初步预估 560 万吨。1 月份采购量还比较少，目前预估到港仅 260 万吨。

截止 9 月 18 日，我国大豆港口库存 684.5 万吨，较上月同期减少 13.6 万吨，较去年同期增加 19.5 万吨，处近 5 年历史库存区间上沿。预计 11 月前，港口高库存的局面难有改善。

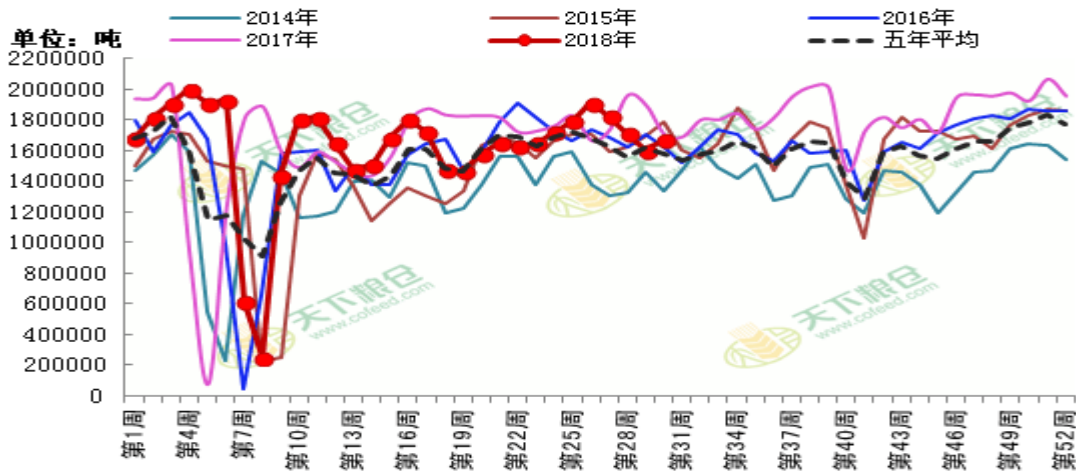
图 3：进口大豆港口库存（万吨）



（数据来源：wind）

2018年1月至8月,全国大豆压榨量总计为5753.8万吨,较2017年的5686.45万吨增加67.35万吨,增幅1.18%。8月份大豆压榨825.3652万吨,(折油156.82万吨),较7月份的压榨量755.425万吨增加9.25%,较去年同期的785.47万吨增加5.07%。

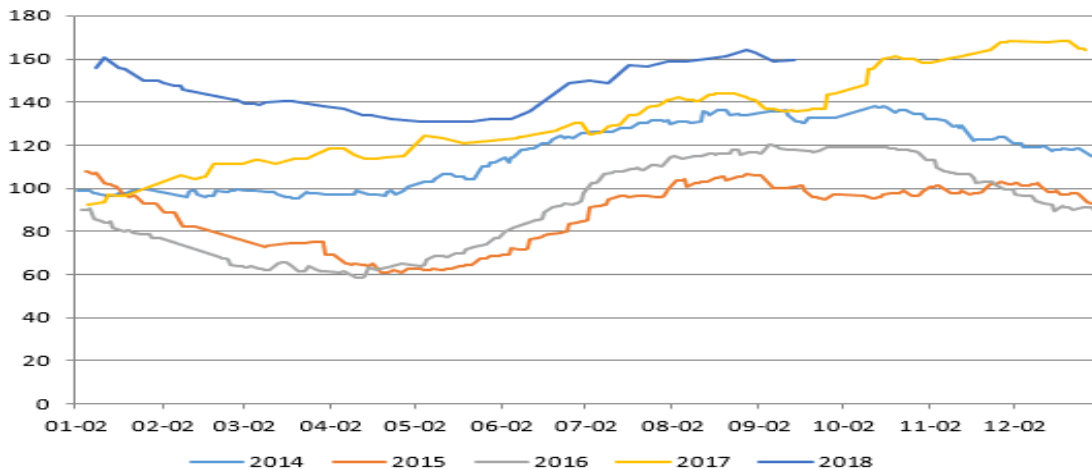
图4: 近几年全国大豆压榨量周度趋势图



(数据: 天下粮仓)

豆油库存方面,因上年度结转库存偏高,本年度豆油商业库存较往年同期处于极值状态。9月14日,豆油国内商业库存总量达159.22万吨,较上周同期的159.09万吨增0.13万吨,较去年同期的135.5万吨增17.51%,作为对比,五年同期均值128.832万吨。短期来看,因双节备货即将结束,油脂市场成交清淡,豆油商业库存或将止跌转升,而需求再次放量致库存出现拐点预计在11月后。

图5: 豆油商业库存(万吨)



(数据来源: wind)

（二）棕榈油

马棕油局（MPOB）8月供需报告显示，马来西亚棕榈油产量较前月增加7.9%至162万吨，出口下滑8.1%至110万吨，库存较前月增加12.4%至249万吨。作为比较，此前市场预期8月产量将达到165万吨，出口123万吨，月末库存241万吨。产量稍低于预期，出口稍高于预期，最终8月库存稍高于预期，报告数据偏空，内外盘短期冲击明显。

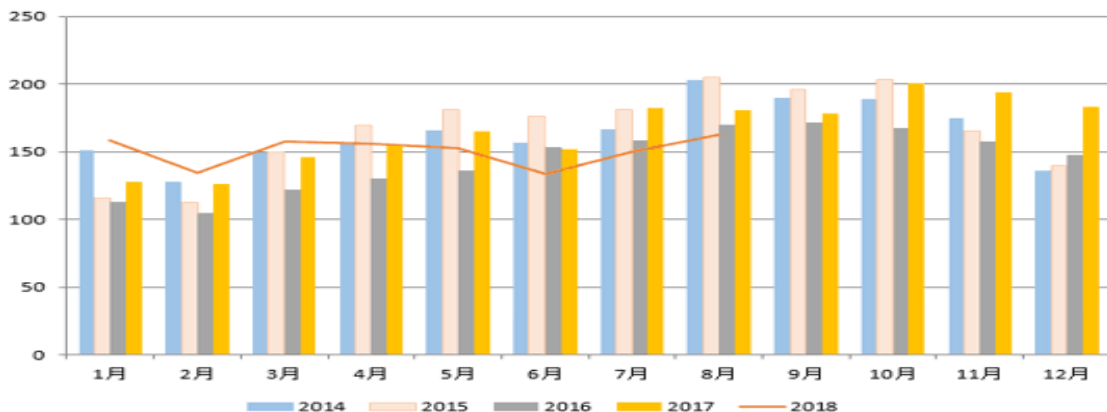
图6：MPOB 8月月度数据



（数据来源：MPOB）

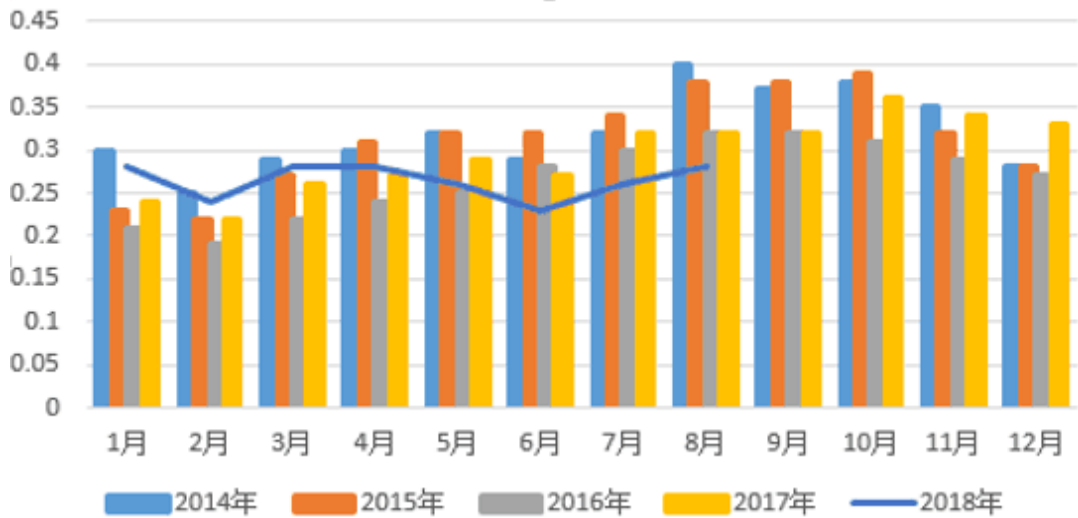
马棕油产量方面，2018年原本为国际棕榈油的增产年份，1—4月马来西亚棕榈油复产情况良好，月均单产0.27吨/公顷，高于去年的0.25吨/公顷，产量恢复亦明显，属近四年产量同期极值。5月后，马棕单产走低，7月至今单产虽止跌转升，但仍逊于往年同期水平。按照季节性规律，9、10月仍属增产周期，11月后单产一般会迅速下滑，关注MPOB月度报告中产量增幅数据与市场预期差异。

图7：马来西亚棕榈油产量（万吨）



（数据来源：wind）

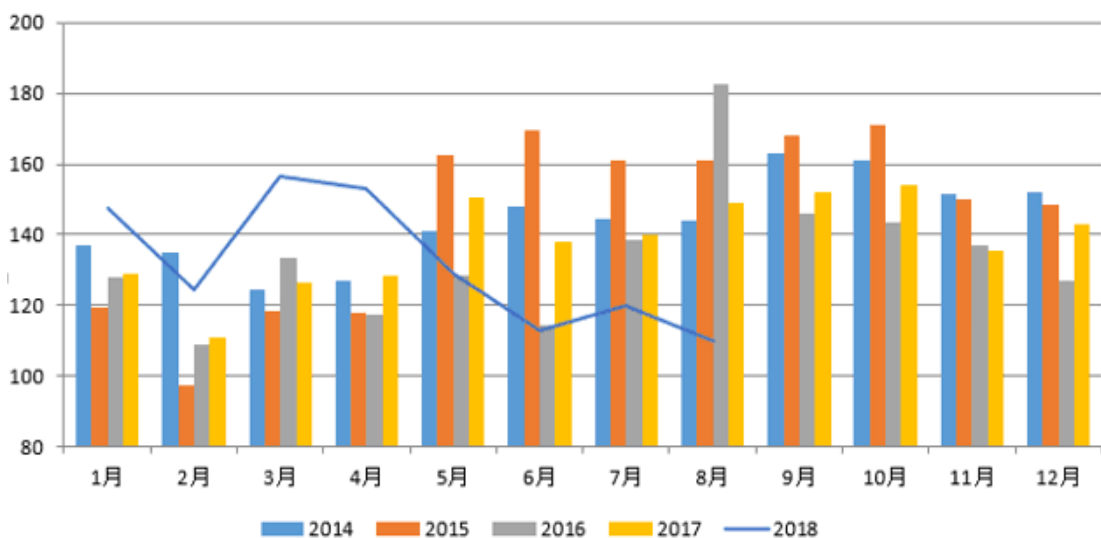
图 8：马来西亚棕榈油单产（吨/公顷）



（数据来源：wind）

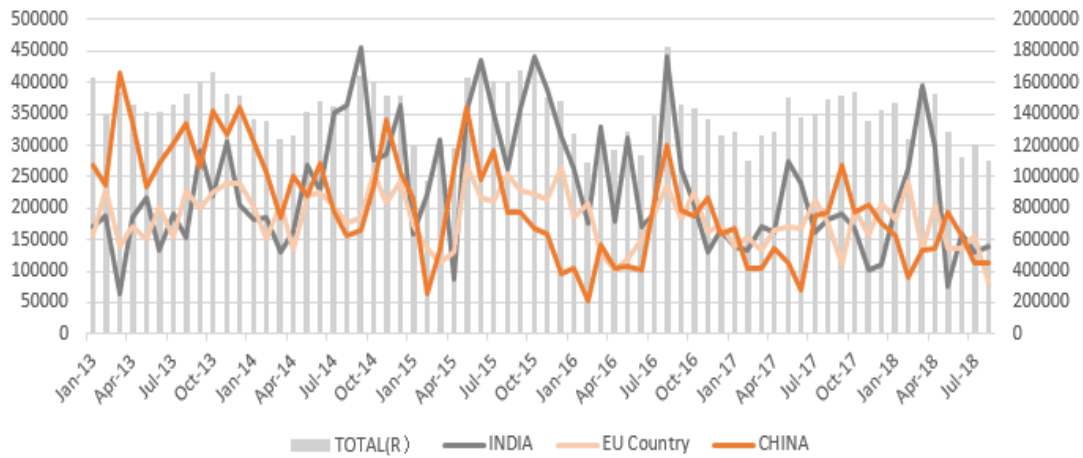
马棕油出口方面，因关税因素影响，5—8月马棕出口低迷，共计471.72万吨，较去年减少18.3%，较前5年均值减少20.5%。9月，马来西亚棕油关税降至零，作为对比8月出口关税为4.5%，马棕出口因此有所改善。船运调查机构SGS 9月16日数据，马来西亚9月1—15日棕榈油出口量为77.7万吨，较上月同期的40.39万吨大增92.4%。

图 9：马来西亚棕榈油出口量（万吨）



（数据来源：wind）

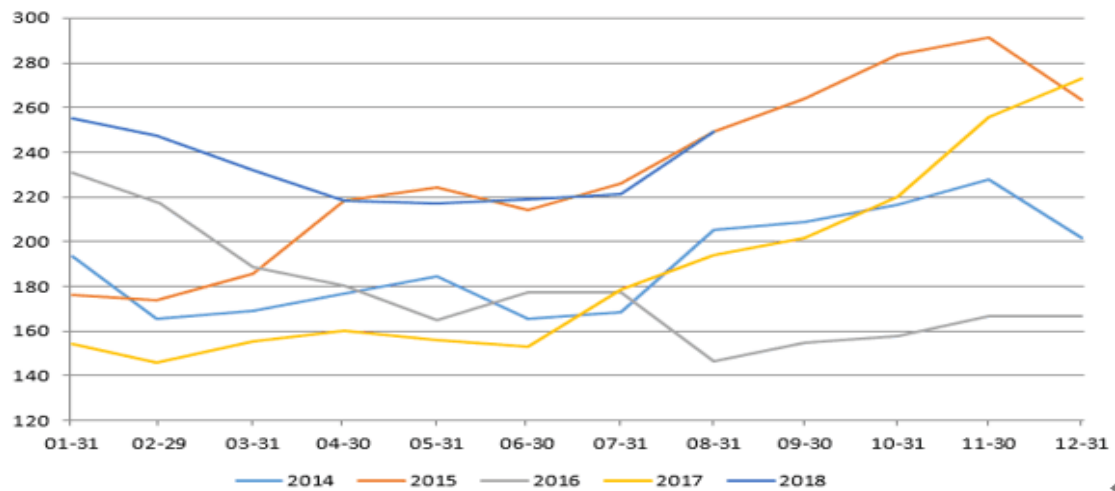
图 10: 马来西亚棕榈油分国别出口量 (吨)



(数据来源: MPOB)

库存方面, 2018 年库存基本处于历史同期偏高水平。9、10 月份, 库存仍大概率走高, 但因单产偏低, 出口有所改善, 增幅或相对放缓。

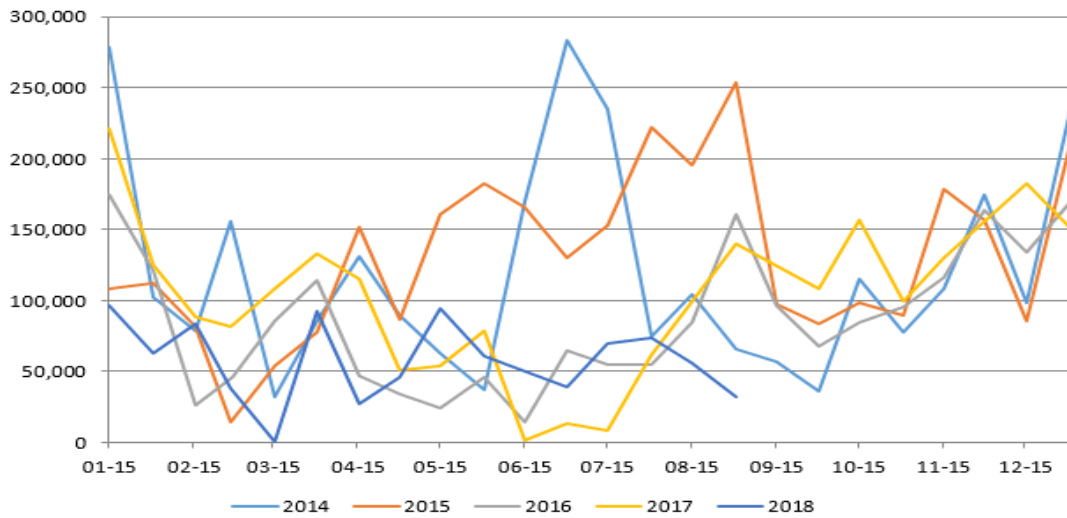
图 11: 马来西亚棕榈油库存



(数据来源: MPOB)

根据 Cofeed 数据, 8 月, 我国预计进口棕榈油 37—40 万吨 (24 度 25—27 万吨, 工棕 12—13 万吨); 9 月进口量预估至 52—53 万吨 (24 度 40 万吨, 工棕 12—13 万吨); 10 月进口量预计 47—48 万吨 (24 度 34—35 万吨, 工棕 13 万吨); 11 月进口量预计 47—49 万吨 (24 度 35—36 万吨, 工棕 12—13 万吨)。随着后期进口利润的改善, 后期进口或仍有调整。

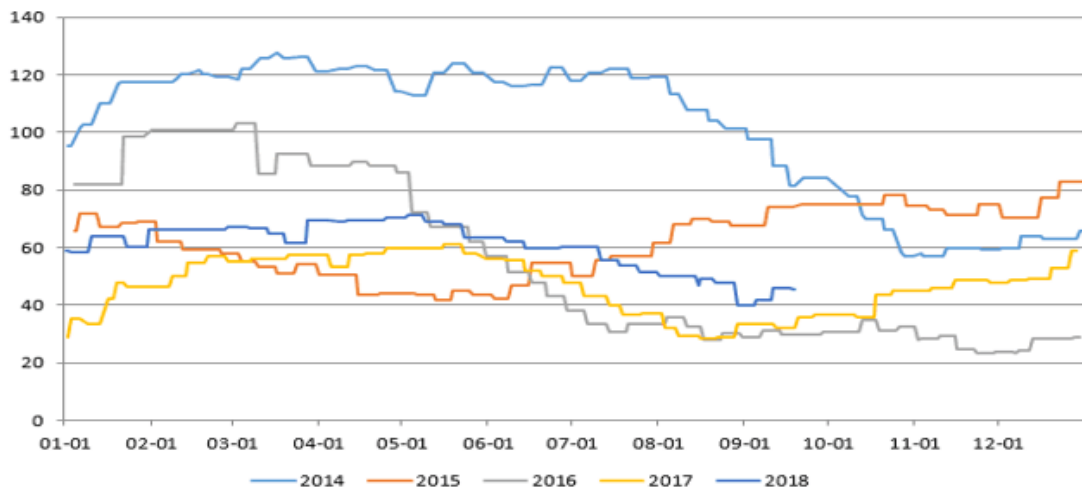
图 12: 棕榈油进口到港数量 (吨)



(数据来源: 商务部)

截止 9 月 19 日, 国内棕榈油港口库存总量达到 45.4 万吨, 较上月同期减少 3.9 万吨, 较去年同期的 32.2 万吨增加 41%。进入 9 月后期, 天气转冷, 棕榈油进入季节性消费淡季, 叠加 8 月部分棕榈油船期推迟到 9 月份, 预计后期棕榈油库存趋增。

图 13: 国内棕榈油港口库存 (万吨)



(数据来源: wind)

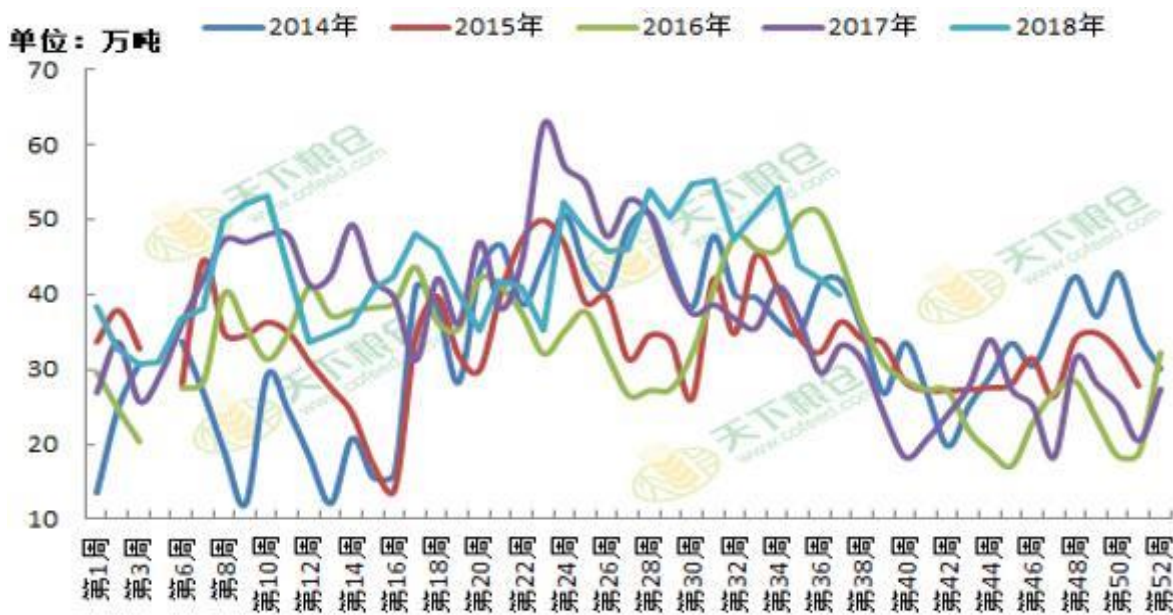
(三) 菜油

今年国产非转基因菜籽减产仍是主基调, 产量约 400—500 万吨左右, 以冬菜籽为主, 折油不到 160

万吨，而国家临储库存量不足 20 万吨。面对 460 万吨左右的需求，菜系对外依赖性提高。目前，加拿大是我国转基因菜籽主要进口国，对盘面菜油的影响亦较大。但 2018/19 年加菜籽受大部分产区高温干旱影响，菜籽产量堪忧。加拿大统计局 (Stascan) 最新一期主要田间作物产量预测报告显示，加菜籽平均单产预计每英亩 37.5 蒲式耳，较去年同期减少 8.5%；收获面积 2250 万英亩，同比降低 1.7%；产量或达 1920 万吨，较 2017 年 2130 万吨减少 9.86%。而 USDA 9 月供需报告预计加拿大新赛季菜籽产量为 2110 万吨，较上年度估计值 2130 万吨减少 20 万吨。

截止 9 月 14 日，国内沿海菜籽库存下降至 54.7 万吨，较上周 60 万吨减少 5.3 万吨，降幅 8.8%，但较去年同期的 43.45 万吨增加 25.9%。其中，两广及附件地区菜籽库存下降至 40 万吨，较上周 42 万吨，降幅 4.76%，较去年同期 33.3 万吨降幅 20.12%。但是，随着菜籽需求旺季接近尾声，后期菜籽进口量或季节性减少，国内菜籽库存降逐步下降，市场预计 9 月和 10 月进口菜籽到港量分别为 45.7 万吨和 48 万吨。

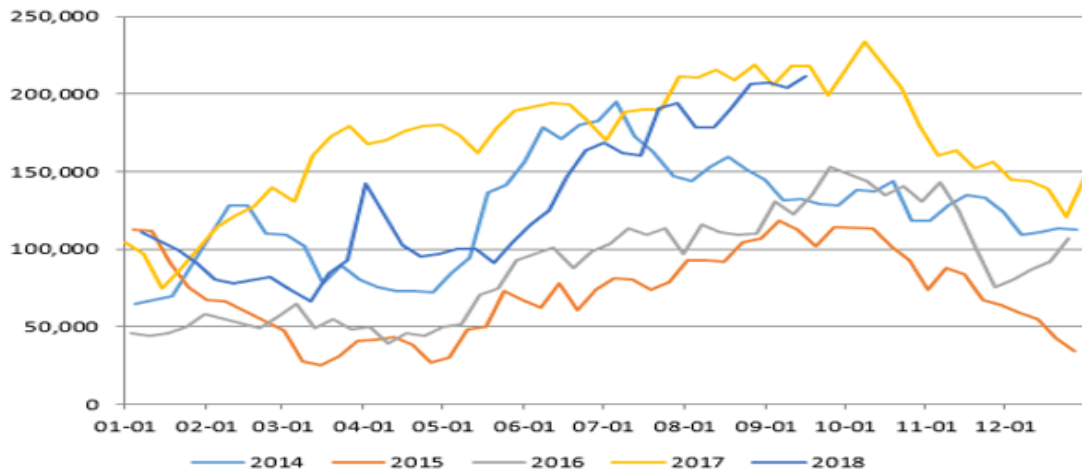
图 14：两广及福建油厂菜籽库存年度变化对比图



(数据来源: Cofeed)

菜油库存呈现被动增长趋势，一方面，菜油进口利润持续开启，1—7 月份我国累计进口菜籽油 73 万吨，较去年同期的 54 万吨增加 19 万吨，增幅为 35.2%；另一方面，菜粕需求旺盛、油厂榨利良好。9 月 19 日，我国菜油油厂库存 21.18 万吨，较上月同期增加 3.31 万吨，较去年同期减少 0.62 万吨。

图 15: 菜油油厂库存 (吨)



(数据来源: wind)

三、比价分析

近年, 连盘油粕比震荡区间下移且间距呈缩窄态势, 往年运行区间通常在 $[2.4, 3.2]$, 2013 年后, 因居民对蛋白的需求量超过能量需求, 油厂 18:79.5 比例压榨模式下, 油粕供需分化, 比价大概率落在 $[1.9, 2.3]$ 。但在今年中美贸易摩擦的背景下, 油厂定价策略更倾向于挺粕, 油粕比价再度下移。9 月 19 日, 连盘油粕比达 1.81, 前低 1.7 附近有较强支撑 1.98。

图 16: 连盘油粕比



(数据来源: wind)

9月19日，豆棕价差1046元/吨，处于价差区间上沿，棕油挤占豆油市场；菜豆价差863元/吨，处于区间高位，豆油对菜油市场存在挤出效应。豆棕油价差高位系贸易摩擦因素驱动豆油成本高企、马棕出口弱化产地库存累积所致；菜油油价差偏高主要因豆、菜油库存差异引起。10月份后，若马棕库存大幅走高，豆棕差价或继续走扩，但后期，随着马棕季节性减产周期的到来，豆棕价差或迎来拐点；菜豆油价差能否延续决定性在于四季度豆油成交放量能否启动。

图 17：油脂价差



(数据来源：wind)

四、结论与策略

总结概述：短期，外围，美豆面临丰产、中美贸易摩擦双重压力，马棕增产预期氛围凝重；国内，原料端供应充裕，油脂双节备货接近尾声，豆、菜油库存偏高，棕油原延迟船期或近期到港，油脂库存或面临止跌转升，此外，油粕比承压、油脂价差处区间高位，价格牵制明显。中长期，11—1月国内大豆采购源存疑，市场普遍存供应有缺口预期；油脂需求开启，叠加马棕季节性减产，油脂利空牵制弱化。

观点及策略：在没有大的影响因素出现情况下，油脂主力短期大概率维持底部震荡，y1901 压力 5950，支撑 5600；P1901 压力 5000，支撑 4600；OI901 压力 6800，支撑 6400。中美贸易摩擦、马棕油单产、汇率、原油价格、关税等因素可能带来扰动。此外，关注 11 月后基本面相对偏强的菜油能否在油脂利空牵制弱化的情况下出现一波上涨行情。

❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com