

## ► 研报 · 油脂

# 基本面偏弱，油脂弱势运行

倍特期货 · 研究发展中心

2019年4月26日

豆油基本面偏弱，外盘，南美大豆丰产、巴西大豆陆续上市挤占美豆出口份额；国内，南美大豆压榨利润良好、油厂开机率趋增，国内豆油商业库存不容乐观，关注中美贸易谈判。棕榈油产地供应压力仍在、产销地库存转移持续，需求主导盘面边际效应递减，市场关注点转向马棕油产量增幅缩窄与否。菜油短期政策市主导，菜籽进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑；国内菜油价格高企、菜豆油价差偏高限制菜油消费，叠加菜粕需求弱化，菜系或陷供需两弱局面。

### 相关报告：

《可炒作素材较多，关注菜豆油套利》

### 分析师：刘明亮

从业资格证号：F0237205

投资咨询证号：Z0000672

联系电话：13880805515

QQ：236594269

### 助理分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

### 要点：

- ◆ 南美大豆丰产预期加重，美豆出口份额受挤压
- ◆ 国内豆油基本面偏弱，豆粕需求是油粕比走势关键
- ◆ 马棕油供应压力犹在，产地增幅引关注
- ◆ 国内棕油进口量处历史高位，需求较往年同期偏弱
- ◆ 菜油短期政策市主导，关注5月引渡听证会

观点和操作策略：豆、棕油基本面偏弱，供应压力不减，需求旺季尚未到来，偏空交易为主，关注中美贸易谈判及棕榈油主产地增幅情况；菜油短期政策市主导，关注5月8日引渡听证会及菜籽进口相关消息对盘面冲击，若后期缓解，菜油政策风险升水将持续挤出、菜豆油价差亦会回归。y1909支撑5100，压力5600；P1909支撑4250，压力4650；O1909支撑6550，压力6950。

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

4 月份，油脂小幅反弹后破位下跌，品种间强弱略有分化，截止 4 月 26 日收盘，y1909 收跌 3.18%至 5360；P1909 收跌 1.96%至 4504；OI909 收跌 1.69%至 6809。本月上旬，马棕油斋月节备货提振出口、中美贸易谈判及菜籽供应炒作等因素主导，油脂小幅反弹；中下旬后，MPOB 报告库存降幅不及预期意外利空棕榈油，叠加棕榈油出口增幅缩窄、美豆出口跌至近一年最低值，油脂转跌，而近期进口菜油卸货放松传言流出，油脂破位下跌。

图 1：油脂指数走势



(数据来源：文华财经)

# 二、油脂基本面

## (一) 南美大豆上市挤占美豆份额，国内油厂开机率偏高

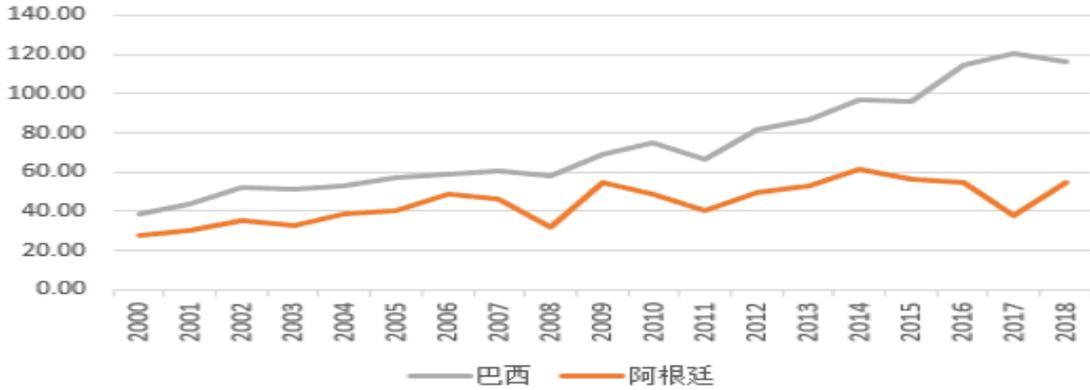
### 1、南美大豆丰产预期加重，美豆出口份额受挤压

南美大豆或较去年增产 1000 余万吨，巴西大豆陆续上市挤压美豆市场，美豆出口偏弱、库存高位对盘面有压制，关注美豆去库存进展、美豆种植面积及中美贸易谈判等因素。

南美大豆收割较为顺利，产量或较去年增加 1000 多万吨。阿根廷大豆收获进度达到 34.1%，布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测阿根廷 2018/19 年度大豆产量为 5500 万吨不变，较上年的 3510 万吨提高 57%；巴西 2018/19 年度大豆收割工作已完成 92%，但南里奥格兰德州的降雨阻碍田间作业，巴西农业部下属的国家商品公司（CONAB）在 4 月份的报告中将 2018/19 年度巴西大豆产量预测

数据上调 30 万吨至 1.138 亿吨,但较上一年度创纪录的 1.193 亿吨减少 4.6%。而美国农业部(USDA)则预估阿根廷大豆产量 5500 万吨(上月 5500 万吨,预期 5550 万吨,去年 3780 万吨),巴西大豆产量 1.17 亿吨(上月 1.165 亿吨,预期 1.161 亿吨,去年 1.21 亿吨)。

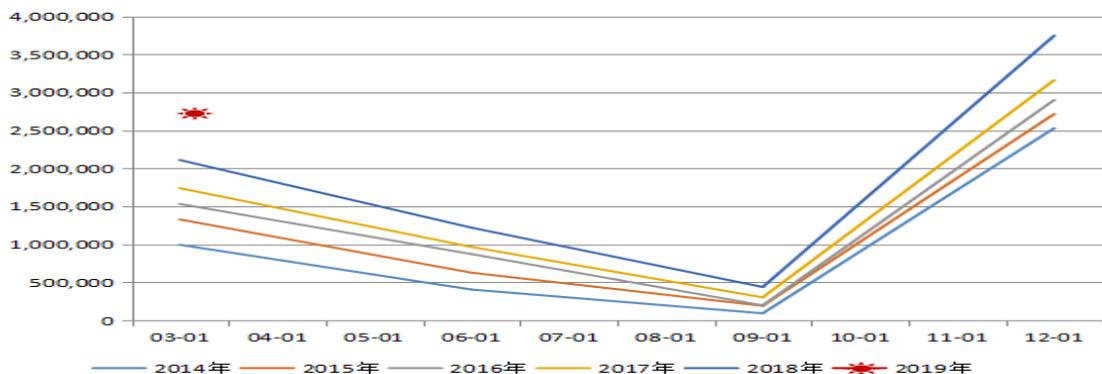
**图 2: 南美大豆产量(万吨)**



(数据来源: wind)

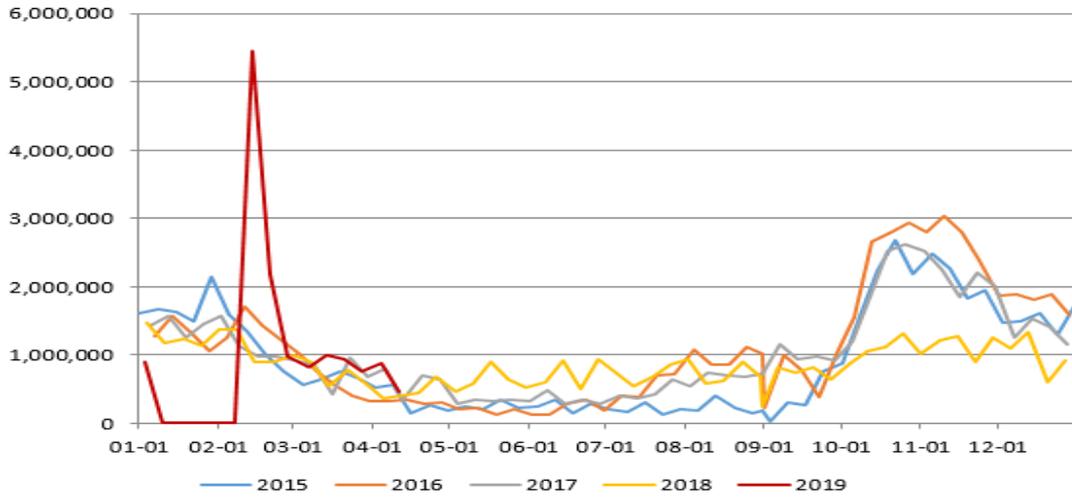
美豆库存及出口方面, USDA 在 3 月 30 日的美豆季度库存报告数据显示,美豆库存达 2715.55 百万蒲式耳,处近五年同期历史极值,较 2018 年库存量增加 30%。此外,USDA3 月的供需报告中将 2018/19 年度美豆期末库存调降 0.05 亿蒲式耳至 8.95 亿蒲式耳,但较去年 4.38 亿高出两倍。出口方面,南美大豆陆续上市,美豆出口市场受挤占明显,4 月 23 日美豆出口检验周报显示,美豆出口减压量下滑至 38.23 万吨,较上周回落 26%,创下去年截止 4 月 5 日以来的最低值。后期,美豆去库存进程主要依赖于中美贸易谈判。

**图 3: 美豆季度库存(千万蒲式耳)**



(数据来源: wind)

图 4: 美豆周度出口 (吨)



(数据来源: wind)

中美贸易谈判方面尚存在一定的不确定性, 中方曾在谈判中承诺加大农产品进口, 但 25% 的惩罚性关税并未取消。中国和美国的高级谈判工作定于 4 月 30 日在北京恢复, 5 月 8 日还将继续, 近期美国官员反复声明谈判进展良好, 但少有细节透露。

3 月 30 日 USDA 公布的种植意向报告中提到美豆种植面积或为 8461.7 万英亩, 低于 2 月展望论坛的 8500 万英亩, 低于市场平均预期的 8619.1 万英亩, 亦低于去年实际种植面积 8919.6 万英亩。而美国农业部在每周作物报告中称, 截止 4 月 21 日当周美国大豆种植率为 1%, 逊于预期的 2%, 去年同期为 2%, 五年均值亦为 2%。

图 5: 美豆历年种植情况



(数据来源: wind)

## 2、国内豆油供应压力不减，豆粕需求是油粕比走势关键

南美大豆压榨利润良好、大豆进口量庞大、油厂开机率趋增，国内豆油供应压力犹在。需求旺季尚未到来前，豆油商业库存或趋增，而油粕比走势还需关注豆粕需求。

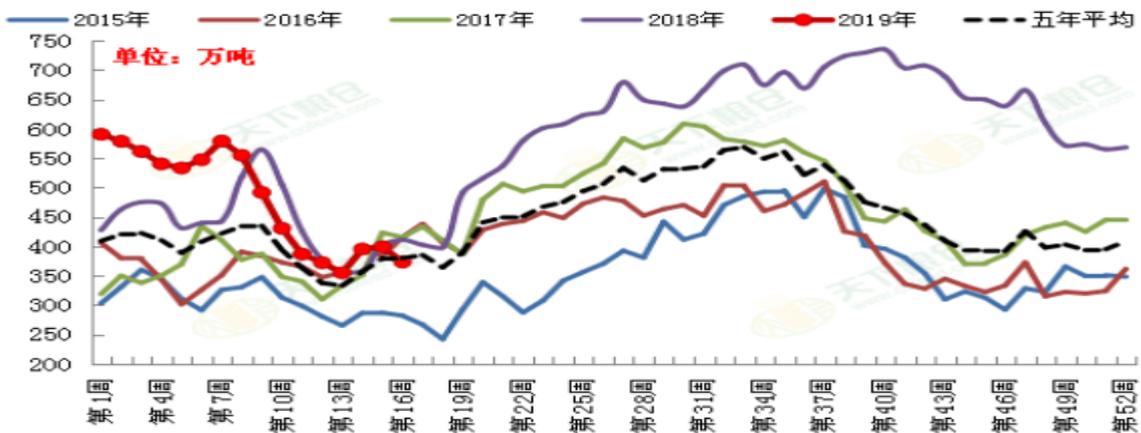
4月大豆库存受进口量、压榨量同增而呈现先升后降态势，截止4月12日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为373.25万吨，较去年同期的410.72万吨减少9.12%。近期，美豆维持偏弱运行，南美大豆持续给出进口利润，豆粕因价格低位成交放量，预计后期大豆进口量庞大。根据cofeed预估，2019年4月份大豆预报到港832.3万吨，5—7月预估值为780万吨、870万吨、910万吨。综上，豆油原料供应充足不改。

图6：进口大豆压榨利润（元/吨）



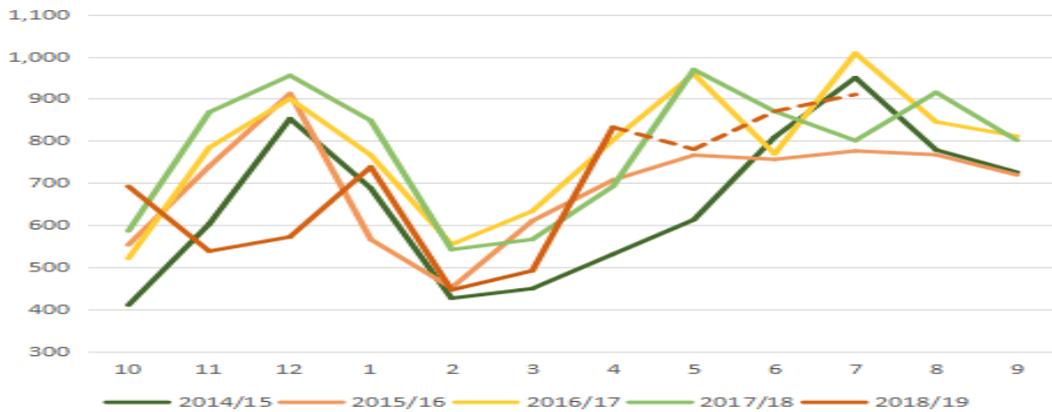
（数据来源：Cofeed）

图7：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

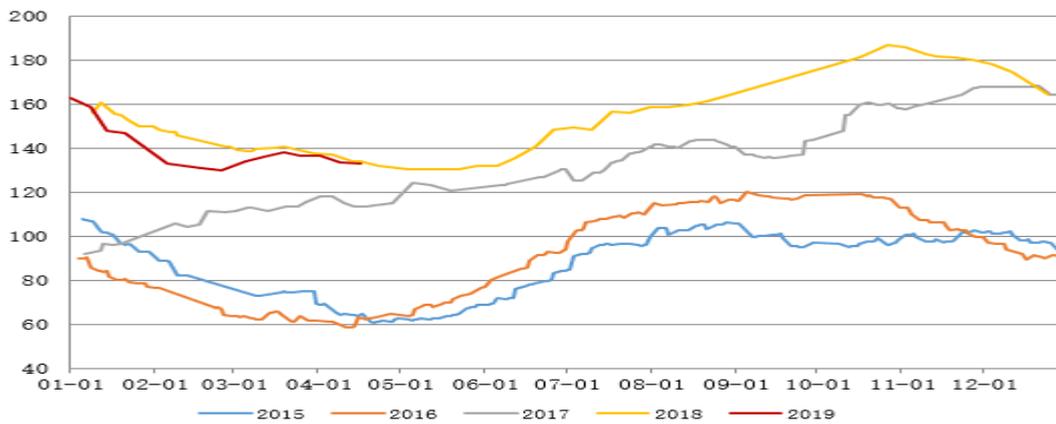
**图 8：中国进口大豆历史情况及预期**



(数据来源: wind)

豆油商业库存方面，油厂 4 月后期大豆压榨量增加、下游需求不及预期，豆油库存近期止跌转升。截止 4 月 19 日，国内豆油商业库存总量 138.16 万吨，较上月的 138.66 万吨降 0.503 万吨，较去年同期的 133.75 万吨增加 3.29%，作为对比五年同期均值 101.51 万吨。后期，大豆进口量庞大，油厂开机率趋增，油脂消费未转强情况下，豆油商业库存或趋增。

**图 9：豆油商业库存（万吨）**



(数据来源: Cofeed)

4 月，豆系多空交织，油粕比处 [2.09,2.15] 区间窄幅震荡，截止 4 月 22 日收盘，油粕比值达 2.11，作为对比，油粕比五年同期均值为 2.07。后期油粕比走势主要取决于豆粕需求能否持续，一方面，大豆到港量集中增加，而下游非洲猪瘟未得到有效控制，生猪存栏仍处下降周期；另一方面，豆粕与杂粕价差粕类价差缩小后，豆粕在饲料配方中的替代达到极限。

图 10: 油粕比值



(数据来源: wind)

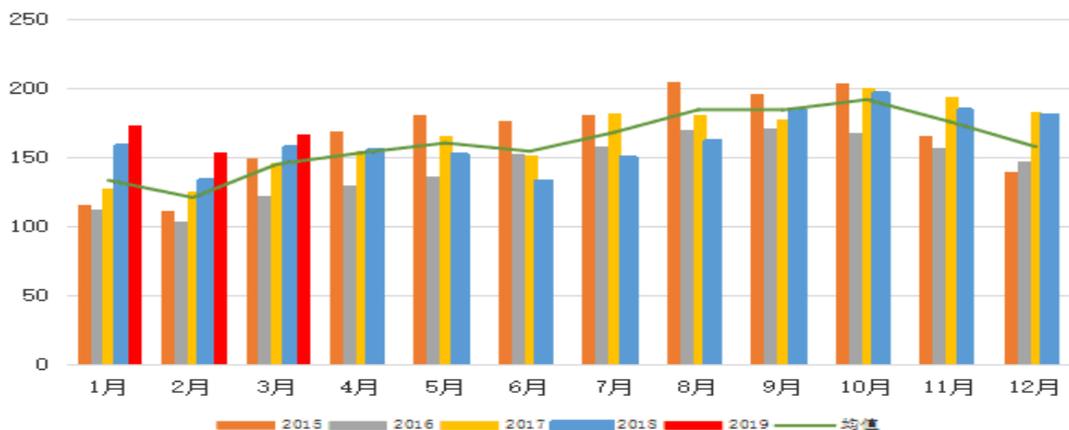
## (二) 马棕油供应压力犹在, 产地增幅是关键

### 1、马棕库存高位, 后市增产幅度收窄与否引市场关注

马来西亚棕榈油 3 月出口增幅超产量增加值, 使得月末库存量止升转跌, 但实际值仍略高于市场预期, 且仍处历史同期极值。4 月, 斋月节备货需求不及市场预期, 出口改善主导去库存预期弱化, 但同时厄尔尼诺炒作有抬头迹象, 马棕油 5 月市场逻辑主线更侧重于马棕增产幅度。此外, 关注 MPOB 4 月 10 日月度供需报告。

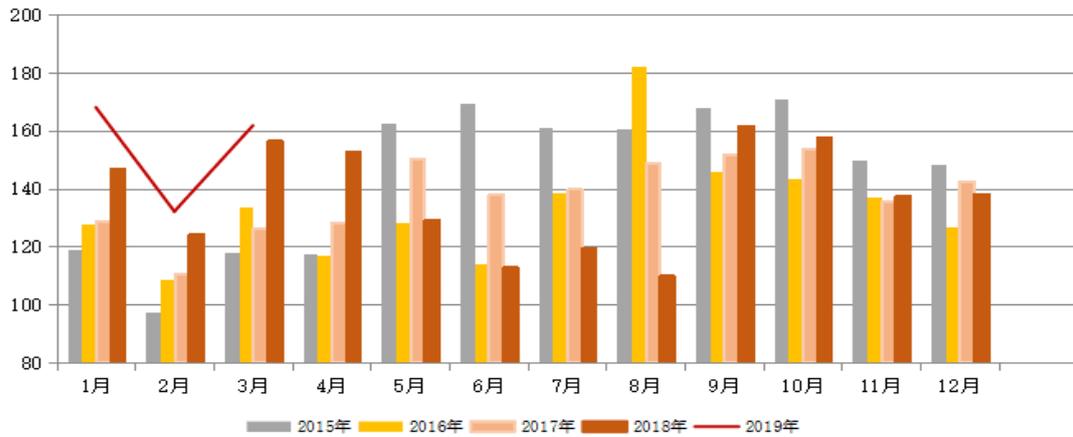
根据 MPOB 3 月供需报告, 马来西亚 3 月棕榈油产量环比增加 8.3% 至 167 万吨, 出口增加 22.4% 至 162 万吨, 3 月末库存环比下降 4.6% 至 292 万吨, 为自去年 10 月以来库存首次下降至 300 万吨以下。

图 11: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



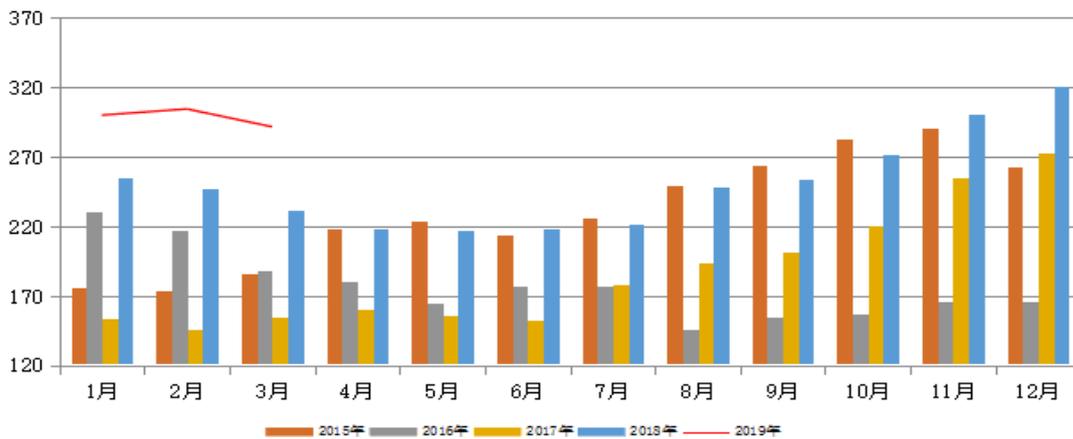
(数据来源: wind)

**图 12: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)**



(数据来源: wind)

**图 13: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)**



(数据来源: wind)

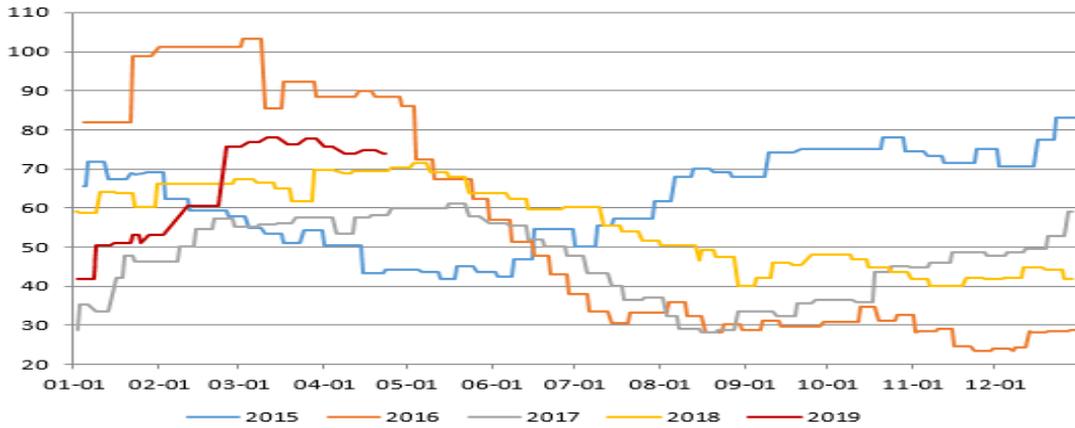
按照季节性规律,马来西亚油棕树 4、5 月份处季节性增产周期,不过近期数据存产量增幅缩窄迹象;4 月出口虽有斋月备货提振,但实际出口数据弱于预期,预计 5 月后出口亦难放量。产量方面,根据 SPPOMA 数据,4 月 1—20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 0.94%,较本月前期涨幅缩窄。出口方面,4 月印度斋月备货有提振效应,根据航运机构 SGS 数据,马棕油 4 月 1—20 日期间出口量达 93.97 万吨,环比增加 1.5%。目前,斋月备货已接近尾声,出口提振效应逐渐弱化,5 月后出口动力主要来源于天气回暖对棕榈油需求的增加,主销区进口利润是关键决定因素。此外,马来西亚今年 5 月份的毛棕榈油出口关税将继续维持零水平。5 月 10 日, MPOB4 月月度供需报告将出炉,届时关注报告与市场预期之间的差额。

## 2、国内进口量或处历史高位，需求较往年同期偏弱

棕榈油产地库存高压导致进口利润窗口打开持续期高于往年，国内进口量处近年历史极值，4 月后，随着天气回暖及油脂间高价差替代，棕榈油库存止升，但历史偏高状态不改。5 月进口量或维持高位，需求能否放量是国内棕榈油库存的重要看点。

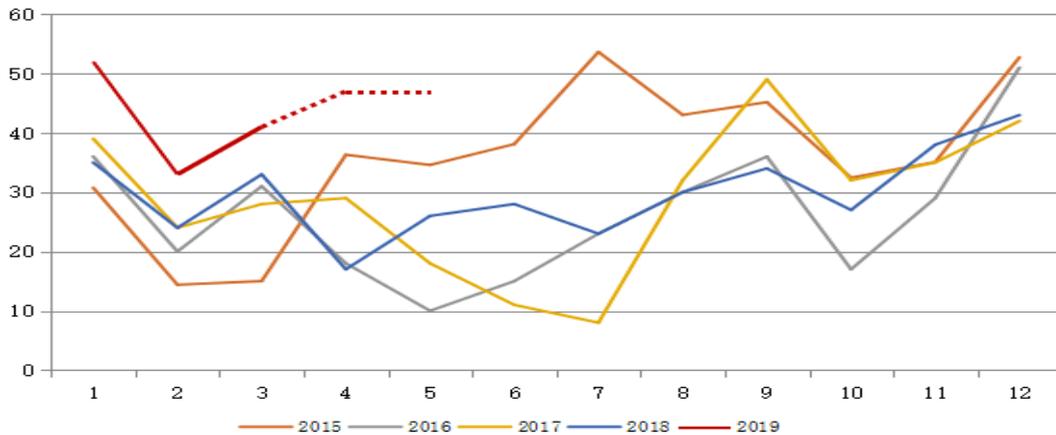
截止 3 月 22 日，全国棕榈油港口库存总量 75.19 万吨，较上月同期的 76.11 万吨降低 0.92 万吨，较去年同期的 69.3 万吨增加 8.5%。根据海关数据，棕榈油 2 月进口量达 41 万吨，环比、同比皆增加 24%，作为对比，近五年 3 月进口均值为 28.51 万吨。根据 cofeed 数据，2019 年 4 月棕榈油进口量预计 47—52 万吨，5 月进口量预计 47 万吨。

**图 14: 我国棕榈油港口库存 (万吨)**



(数据来源: wind)

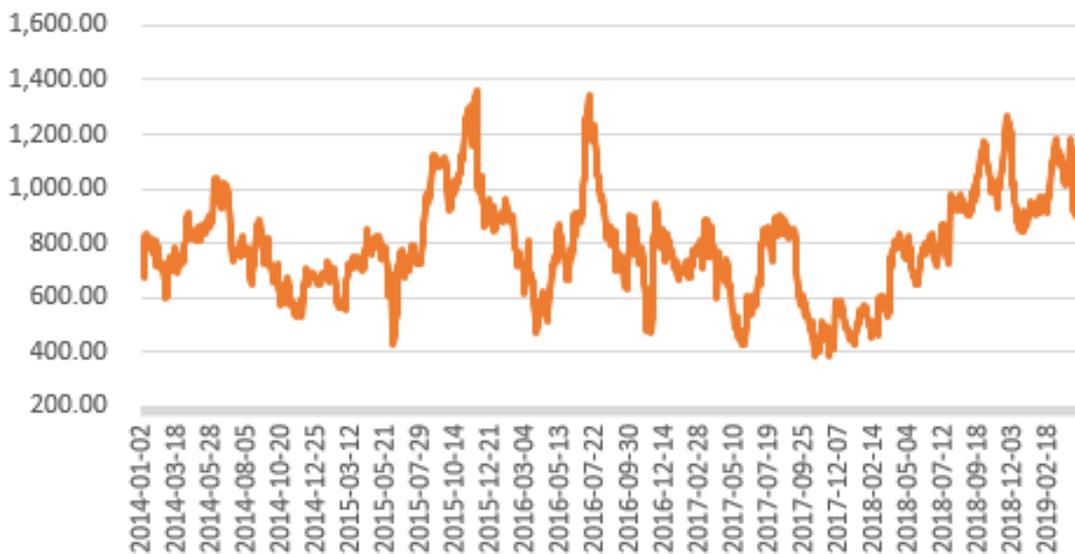
**图 15: 我国棕榈油进口量 (万吨)**



(数据来源: wind)

随着天气回暖，棕榈油需求有所好转，但成交量数据相比同期疲弱。4月1-23日，棕榈油成交量成交总量2.55万吨，比去年同期5.59万吨减少54.4%。此外，4月豆棕价差较3月不断收窄，棕榈油替代效应逐渐弱化。截止4月24日，连盘豆棕价差收至884元/吨，较3月高点1180元/吨减少25.1%。

**图 16: 豆棕油价差 (元/吨)**



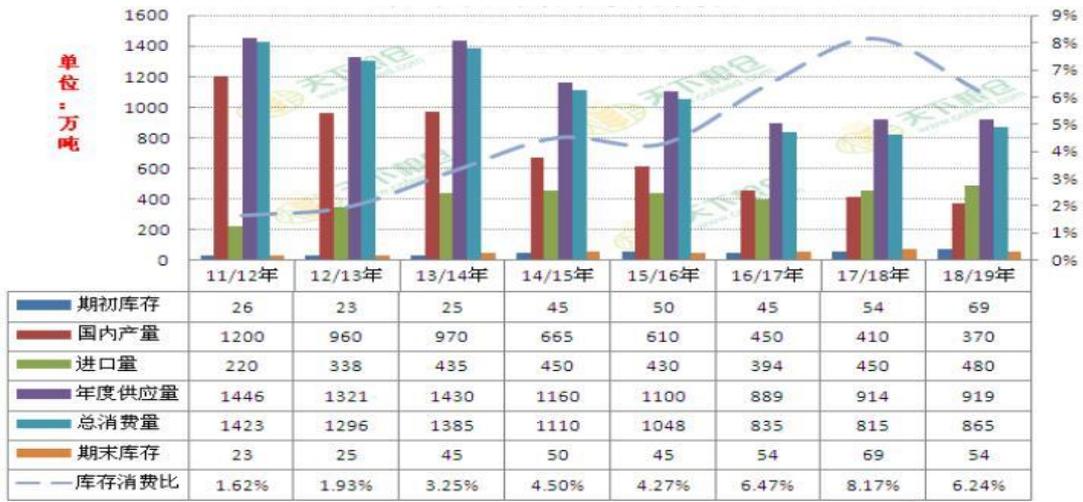
(数据来源: wind)

### (三) 菜油短期政策市主导，关注5月引渡听证会

3月份，我国撤销对加拿大出口商 Richardson International、Viterra Inc.的注册登记并暂停其油菜籽进口；加拿大油菜籽理事会表示，中国进口商已停止购买加拿大油菜籽，且预计近期内不会恢复购买。菜油因原料供应紧俏预期获资金拉升，其间菜籽、菜油进口及孟晚舟事件等相关事件备受市场关注，盘面反复性较大。4月23日夜间流出“进口菜油到船可直接取样，10.5天处结果合格后可卸货”的传言，市场对进口政策放松预期加重，菜油政策风险升水被挤出，盘面破位下挫。但菜籽5月船期大部分取消，菜油原料供应仍无实质性改善，关注5月8日引渡听证会。

加菜籽进口政策对市场冲击如此大的主要原因在于，我国菜籽供应对外依赖度较高，近三年油菜籽供应中国产、进口比值约 54:47，而加拿大是我国菜籽和菜油的主要进口国。根据国家粮油信息网，我国2018年进口菜籽量达472万吨，其中加拿大占比94%；进口菜油130万吨，其中加拿大占比89%。而因菜籽出口不畅，加拿大统计局预计农户今年春季油菜籽种植面积需求减少7%。

**图 17: 近几年中国油菜籽供需平衡表**



(数据来源: Cofeed)

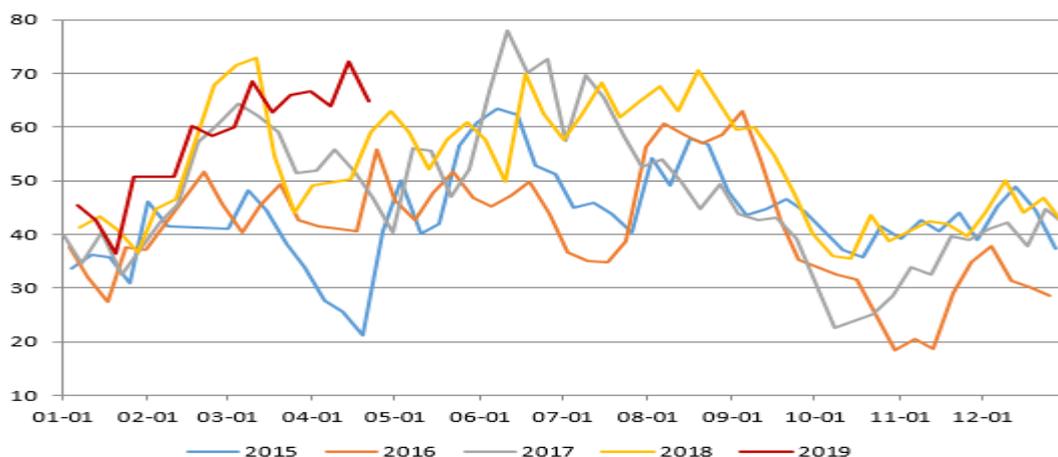
**图 18: 近几年中国菜籽油供需平衡表**



(数据来源: Cofeed)

截止 4 月 19 日,国内油厂菜籽库存量下降至 64.9 万吨,较上月同期的 72.3 万吨减少 10.24%,较去年同期的 59.1 万吨增加 9.81%。根据 Cofeed, 中加关系紧张导致菜籽进口受阻, 4 月菜籽到港量在 18 万吨, 5 月份大部分船期取消, 仅 1 万吨澳籽(集装箱), 目前港口还有几船因商检滞留待卸货的菜籽船。 预计需要中加关系缓解后, 买家才会买入新船。

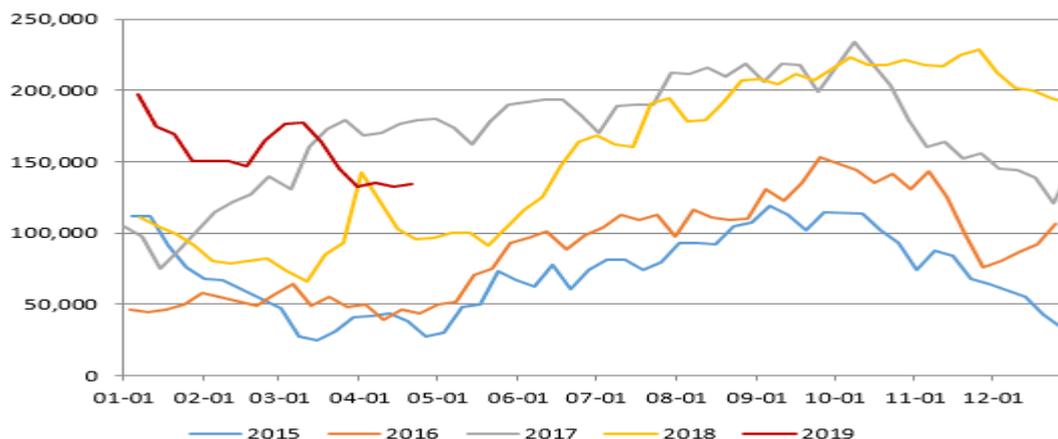
**图 19: 近年国内菜籽库存年度变化对 (万吨)**



(数据来源: wind)

菜油油厂库存方面, 近期菜籽压榨量大幅下降导致菜油库存转跌至 13.39 万吨, 但仍处历史高位, 作为对比, 较上月同期的 14.5 万吨减少 7.7%, 较去年同期的 9.55 万吨增加 40.2%, 五年同期均值 8.63 万吨。临储菜油方面, 目前大约有 20 万吨左右, 存放在甘肃、青海, 对盘面的隐形压力已经很小。

**图 20: 菜油油厂库存 (吨)**



(数据来源: wind)

下游采购方面, 近一个月, 菜油价格大幅拉升、油脂间价差扩大至高位, 菜油有价无市, 成交惨淡。油脂价差方面, 菜油对豆油替代效应明显, 截止 4 月 24 日, 菜豆油期货价差 1408 元/吨, 较近期极值 1568 元/吨回落 10.2%, 较去年同期增加 94.4%, 作为对比近五年均值 365 元/吨。

图 21: 菜油价格成交量与价格统计



(数据来源: wind)

图 22: 菜豆油价差 (元/吨)



(数据来源: wind)

### 三、结论与策略

总结概述: 豆油基本面偏弱, 一方面, 南美大豆丰产、巴西大豆陆续上市挤占美豆出口份额; 另一方面, 南美大豆压榨利润良好、油厂开机率趋增, 国内豆油商业库存不容乐观, 关注中美贸易谈判。棕榈油产地供应压力仍在、产销地库存转移持续, 斋月备货临近尾声, 需求主导盘面边际效应递减, 市场关注点转向去年二季度末偏低降雨量能否导致 5、6 月份马棕油产量增幅缩窄。菜油短

期政策市主导，菜籽进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑；国内菜油价格高企、菜豆油价差偏高限制菜油消费，叠加菜粕需求弱化，菜系或陷供需两弱局面。

观点及策略：豆、棕油基本面偏弱，供应压力不减，需求旺季尚未到来，偏空交易为主，关注中美贸易谈判及棕榈油主产地增幅情况；菜油短期政策市主导，关注 5 月 8 日引渡听证会及菜籽进口相关消息对盘面冲击，若后期缓解，菜油政策风险升水将持续挤出、菜豆油价差亦会回归。y1909 支撑 5100，压力 5600；P1909 支撑 4250，压力 4650；OI909 支撑 6550，压力 6950。

## ❏ 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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，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