

## ► 研报 · 油脂

## 双节备货提振油脂，连棕相对偏弱

倍特期货 · 研究发展中心

2019 年 7 月 31 日

豆油外盘市场逻辑集中在美豆种植面积、产地天气以及中美贸易谈判后能否给美豆库存降压；国内豆油供需两旺，大豆进口量庞大，开机率或走高，下游双节备货逐步开启，豆油商业库存需看二者博弈。棕榈油产地8月后步入累库存阶段，产销地库存转移持续；国内棕榈油库存走低，但仍处历史高位，后期到港量预计庞大，虽有双节备货提振，但料库存趋增。菜油政策市主导不改，上游进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑，下游补库需求显现，但成交量远远落后于往年。

## 相关报告：

《连棕偏弱，关注天气、谈判等因素》

## 分析师：刘思兰

从业资格证号：F3035179

投资咨询证号：Z0014600

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

## 要点：

- ◆ 美豆旧作库存受中美关税影响较大，新作还看天气
- ◆ 国内原料供应充足，豆油双节备货逐步开启
- ◆ 马来油棕树或单产跳增，高库存仍是盘面重要压力源
- ◆ 国内棕油低位成交放量，后期库存或因高进口量趋增
- ◆ 菜油短期政策市主导，关注中加关系

观点和操作策略：豆油双节备货或在价格低位情况下提振效应更大，注意大豆进口量庞大、开机率偏高等利空因素，而美豆产区天气、种植面积以及出口量可能带来波段性行情；棕榈油虽有节日备货提振，但产地库存或限制上方空间，关注 MPOB 月度报告及生柴能否带来利好冲击；菜油短期政策市主导，关注中加关系及菜籽相关进口消息。综上，油脂或震荡偏强，其中，豆油强于棕榈油。y2001 支撑 5550，压力 5900；P2001 支撑 4300，压力 4650；OI001 支撑 6800，压力 7200。

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

7 月份，油脂走势有分化，豆、菜油盘整后反弹，连棕延续上月下跌后触底反弹。截止 7 月 29 日收盘，y1909 收涨 3.38%至 5574；P1909 收涨 1.68%至 4358；OI909 收高 1.14%至 6989。本月，前期美豆产区天气炒作及马棕需求疲弱去库存不畅主导，中下旬后，中美两国元首大阪会晤交换意见落实，380—600 万吨美豆输话或受到关税豁免待遇，且油脂小包装备货逐步开启，油脂反弹，但菜油受价差牵制力度相对偏弱。

图 1：油脂指数走势



（数据来源：文华财经）

## 二、油脂基本面

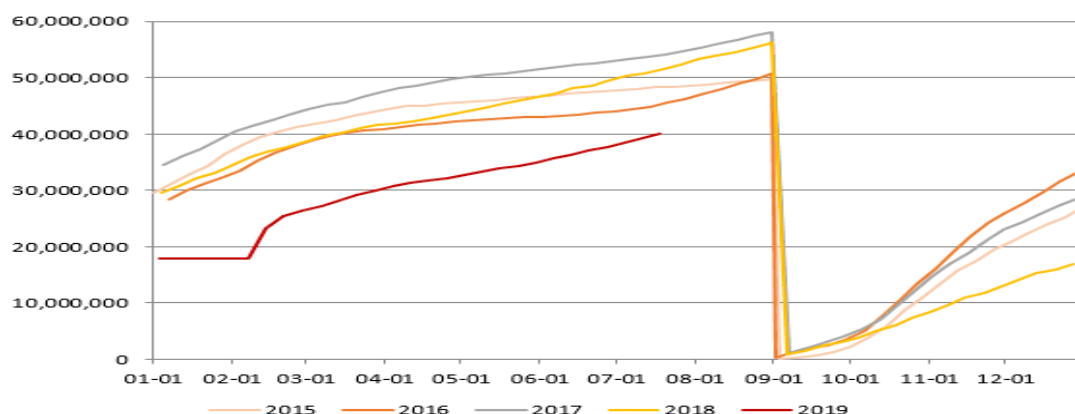
### （一） 天气市、政策市主导美豆逻辑，国内豆油看双节备货提振

#### 1、美豆旧作库存受中美关税影响较大，新作还看天气

南美大豆增产、美国大豆周度累计出口偏低、美豆旧作库存高位，是 CBOT 美豆承压的三座大山。南美大豆已成定局且在消耗中，而美豆旧作去库存及新作产量仍存在炒作空间，关注产区天气、种植面积及中美关税等因素。

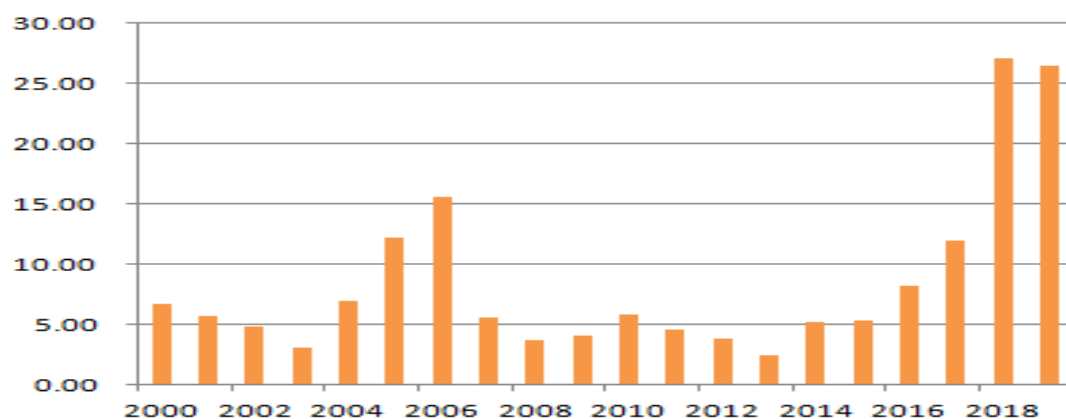
因中南美大豆丰产及中美贸易摩擦加征进口关税，美豆本市场年度出口销售进度大幅落后于往年，而旧作库存积压也使结转库存高企。根据 USDA 7 月供需报告，2018/19 年度美豆年末库存预估值为 10.50 亿蒲式耳，高于预期的 10.38 亿蒲式耳，略低于上月的 10.70 亿蒲式耳；2019/20 年度大豆年末库存预期值为 11.3 亿蒲式耳，略高于上月的 11.28 亿蒲式耳，也高于分析师预估的 11.2 亿蒲式耳。

**图 2：美豆周度出口累计值（万吨）**



（数据来源：wind）

**图 3：美豆期末库存（百万吨）**



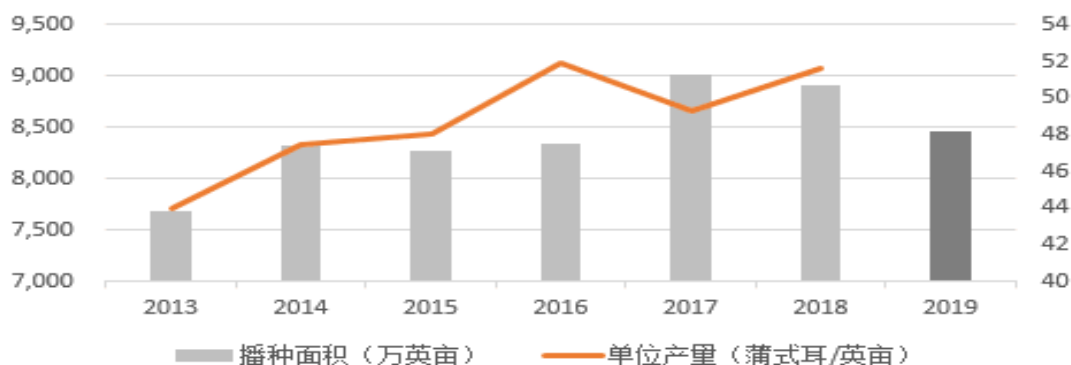
（数据来源：wind）

中美贸易摩擦方面，中美两国正落实大阪会晤峰会期间达成的重要共识，美方宣布对 110 项中国输美工业品豁免加征关税，并表示愿意推动美国企业为相关中国企业继续供货；中国方面已有中国企业根据国内市场需求，向美国出口商就采购农产品询价，并根据国务院关税税则委员会相关规

定，申请排除对拟采购的部分自美国进口农产品加征的关税。另有传言，中国油厂关税豁免可购买的美豆额度在 380—600 万吨之间。建议持续关注关税豁免新紧张，若关税豁免落实，价格方面美豆相比南美大豆更具有竞争力，利好美豆去库存，美豆价格重心讲上移，不过国内由于原料供应压力油粕价格或短期承压，而油粕比则因压榨结构、非洲猪瘟等因素获支撑。

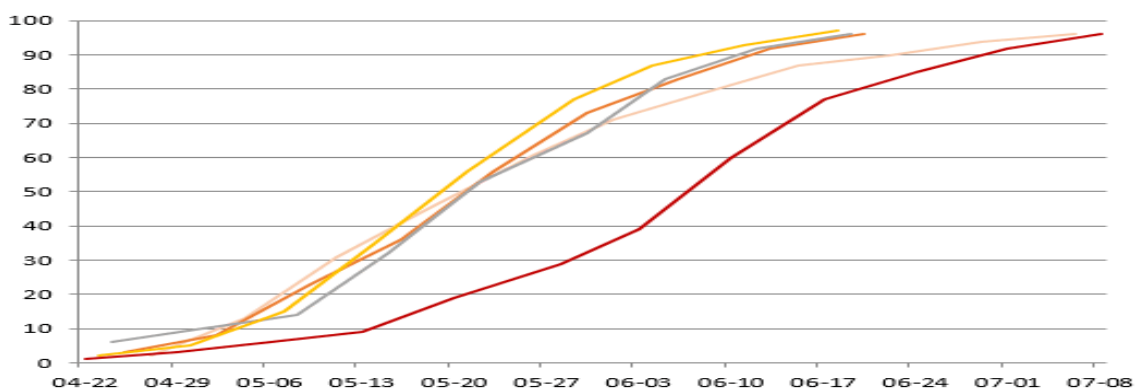
不过由于美豆新作种植期间天气不佳，主产区存在不同程度的晚播，使得新作种植面积和 8 月产区天气备受关注。6 月 29 日 USDA 种植面积报告大幅调低美豆种植面积至 8004 万英亩，作为对比，市场预期 8666.2 英亩，3 月意向 8461.7 英亩，去年终值 8912.9 万英亩。不过此次报告数据或在 8 月报告中作较大幅度调整，主要基于以下两方面原因，一是，6、7 月份产区天气变化较为反复，统计窗口期限制可能造成与实际种植面积不符；二是，根据最新的种植进度统计，美豆面积理论上应高于 6 月数据。

**图 4：美豆历年种植情况**



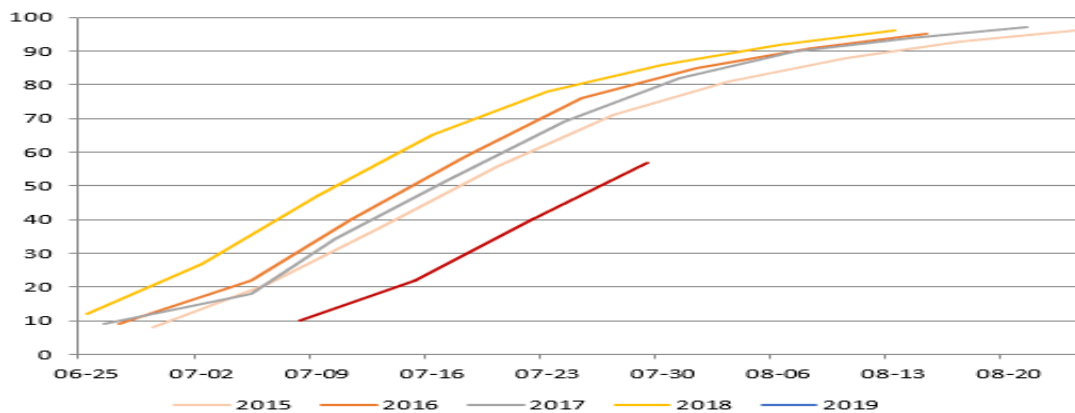
（数据来源：wind）

**图 5：美豆近年种植进度（%）**



（数据来源：wind）

图 6: 美豆近年出苗率 (%)



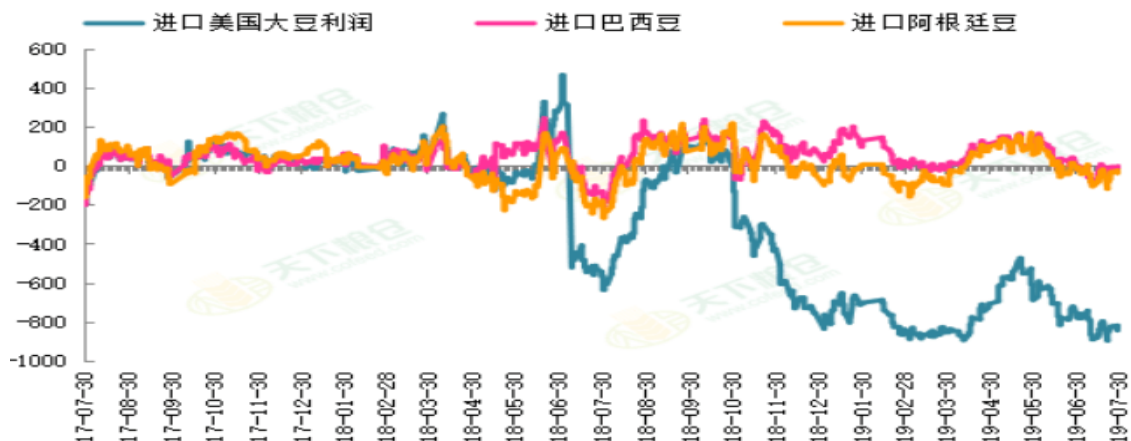
(数据来源: wind)

## 2、国内原料供应充足，豆油双节备货逐步开启

若关税政策落实，国内油厂大豆到港量将维持高位、开机率偏高，纵有备货旺季做支撑，但豆棕价差高位下，豆油商业库存还需看供需博弈。

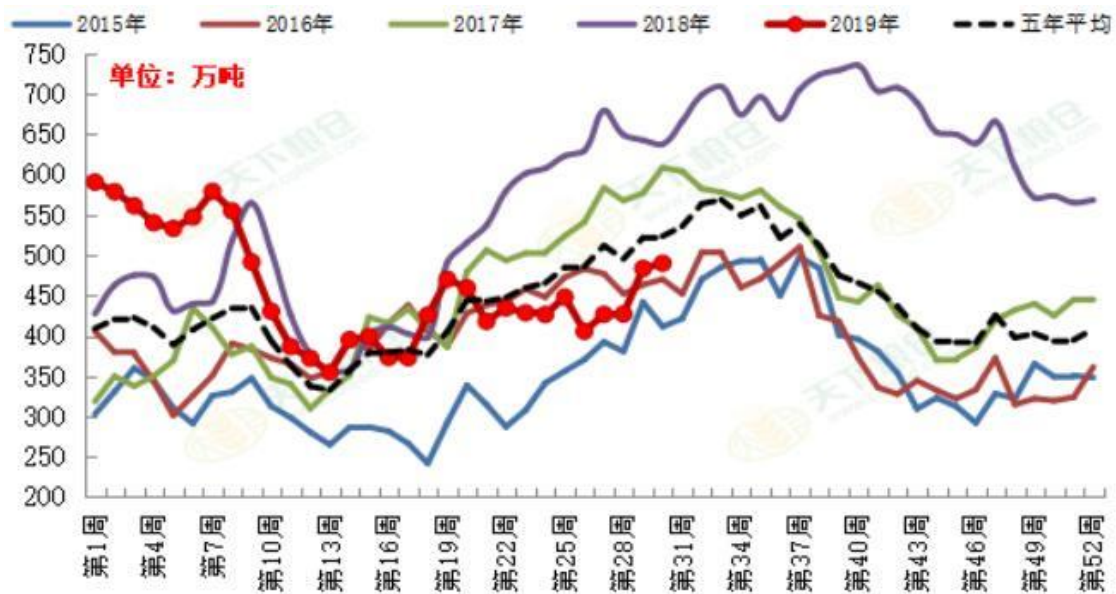
7月进口大豆进口量高于压榨量，沿海库存走高，截止7月26日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为490.04万吨，较上月同期的452.95万吨增加8.19%，较去年同期的637.72万吨减少23.15%。近期，进口美豆配额排除25%关税传言四起、中美贸易新一轮谈判也正在进行中，若美豆进口关税取消得以落实，那国内油厂进口成本将进一步走低，美豆压榨利润刺激叠加豆系备货旺季的影响，后期大豆到港量将增加。根据cofeed预估，2019年7月份大豆预报到港941.6万吨，8—9月预估值为910万吨、920万吨。综上，豆油原料供应充足不改。

图 7: 进口大豆盘面压榨毛利 (元/吨)



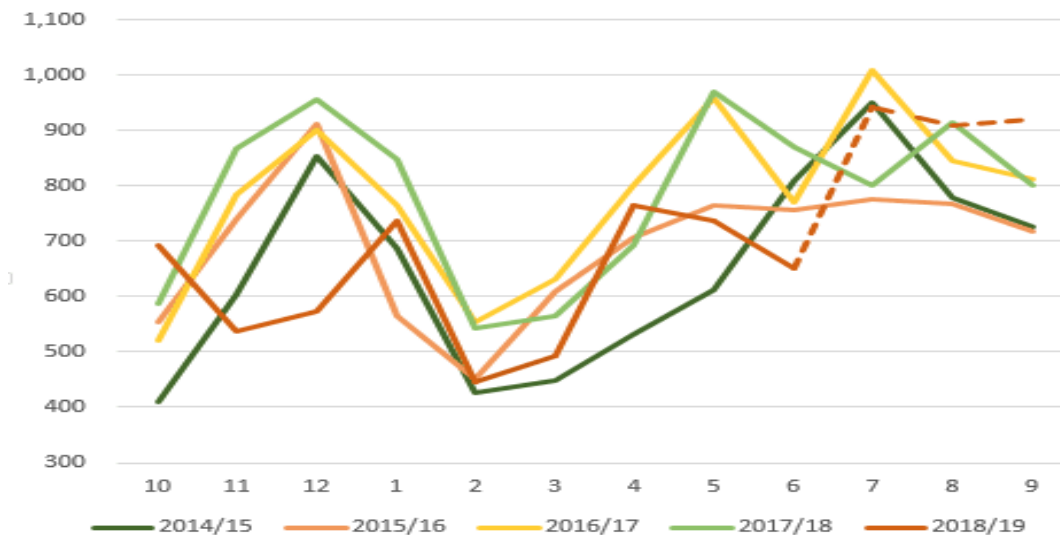
(数据来源: Cofeed)

图 8：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

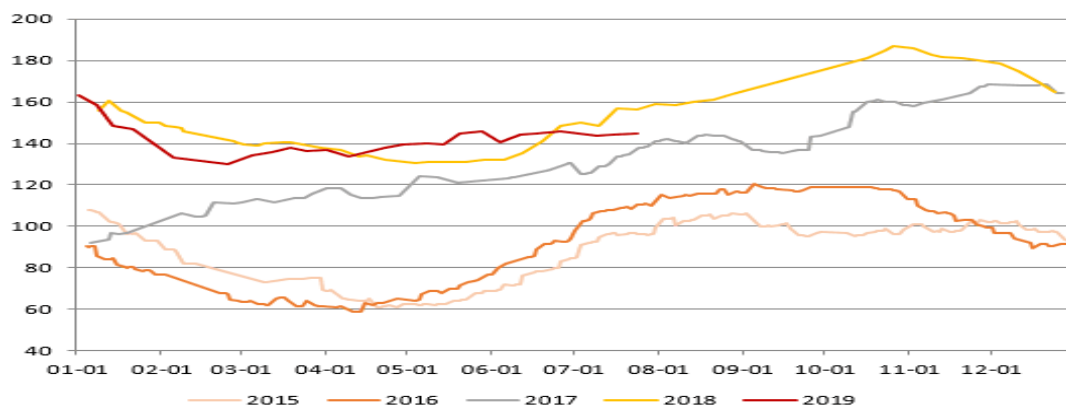
图 9：中国进口大豆历史情况及预期



（数据来源：wind）

豆油商业库存方面，因压榨量偏低，叠加下游有备货需求开启，豆油商业库存止升。截止 7 月 24 日，国内豆油商业库存总量 144.88 万吨，较上月的 145.68 万吨减少 0.8 万吨，较去年同期的 156.40 万吨减少 7%，作为对比五年同期均值 125.28 万吨。后期，大豆进口量庞大，油厂开机率偏高，下游有双节备货提振，豆油商业库存还需看二者博弈。

**图 10：豆油商业库存（万吨）**



（数据来源：Cofeed）

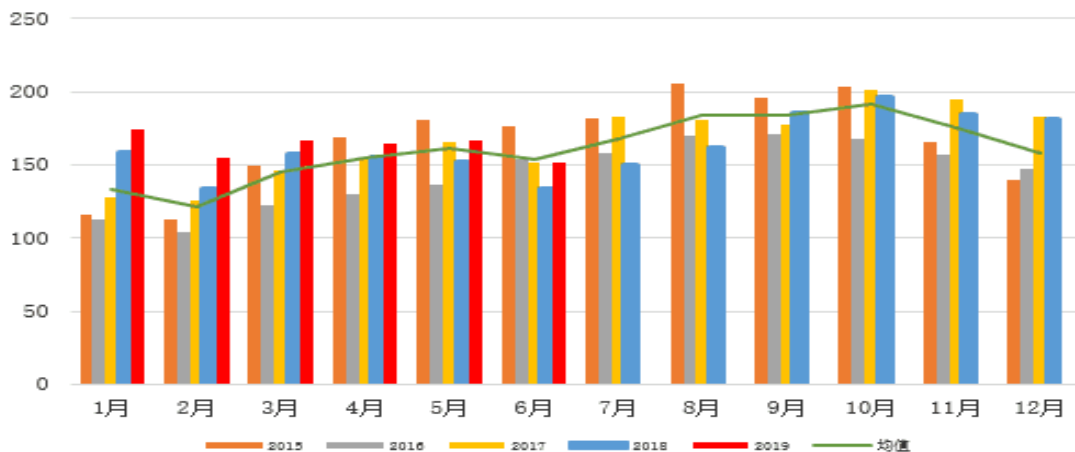
## （二） 马来油棕树单产或走高，国内棕油低位成交放量

### 1、马来油棕树或单产跳增，高库存仍是盘面重要压力源

马来西亚棕榈油 6 月库存低至 242 万吨，处于近 5 个月最低位，但仍处历史同期高位。8 月后，马来西亚油棕树大概率单产跳增、步入累库存阶段，关注 8 月 13 日 MPOB 月度供需报告与市场预估之间的差异。

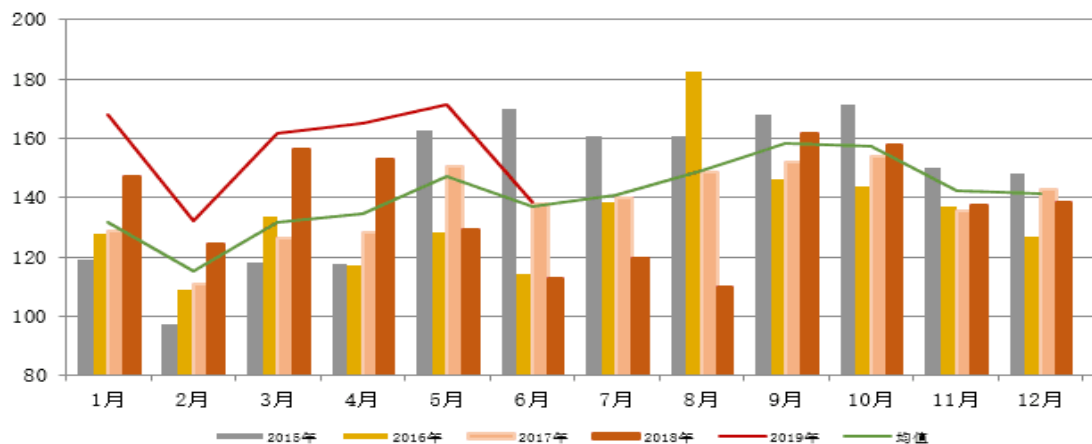
MPOB 调低 6 月马来西亚棕榈油产量和出口，最终导致库存降幅略低于预期，报告对市场影响中性偏空。根据 MPOB 数据，马来西亚棕榈油 6 月产量环比减少 9.2% 至 152 万吨，略高于预期 154 万吨；出口同比减少 19.4% 至 138 万吨，略低于预期 139 万吨；库存环比下降 0.97% 至 242 万吨，略高于预期 235 万吨。

**图 11：马来西亚棕榈油产量（万吨）**



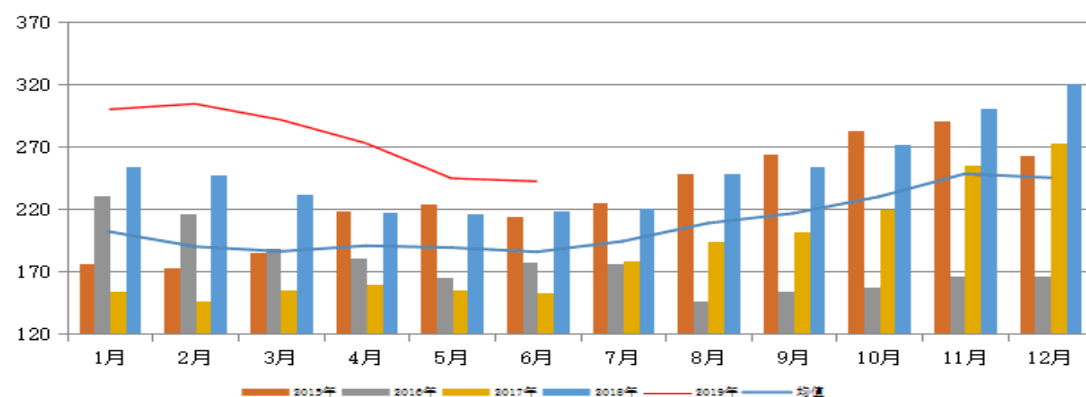
（数据来源：wind）

**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）

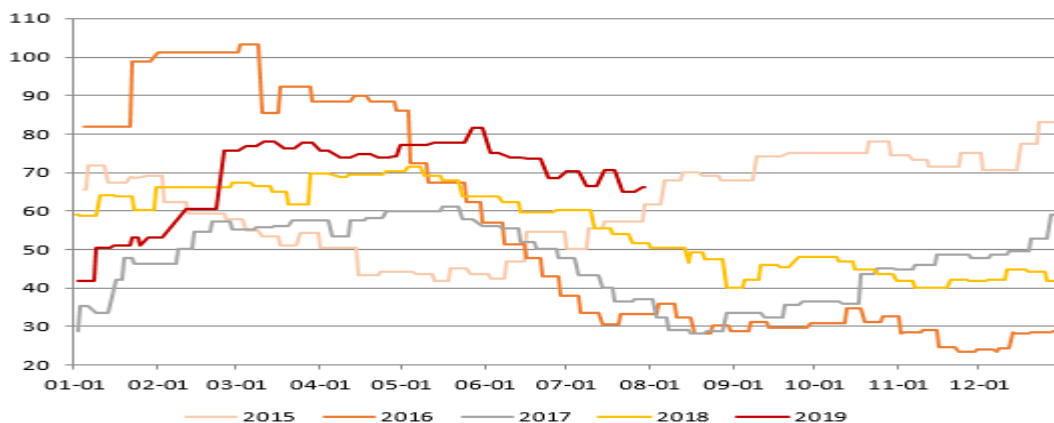
按照生长周期，马来西亚油棕树 7—10 月后处增产高峰期，单产大概率跳增至全年偏高位置，目前马棕单产高于近三年均值，但相比厄尔尼诺前的 2015 年仍处偏低状态；出口方面，天气回暖，产销区间进口有进口利润给出，8 月后出口趋增；库存方面，按照近三年的历史数据，大概率进入累库存阶段。具体数据方面，西马南方棕油协会（SPPOMA）数据，7 月 1—20 日马来西亚棕榈油产量比 6 月同期增加 31.73%，单产增 30.31%，出油率增 0.27%；船运调查机构 ITS 数据，2019 年 7 月 1—20 日棕榈油出口量为 92.49 万吨，同比增加 4%，而 7 月 1—25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 115.72 万吨，同比增 0.7%。此外，业内人士预计，今年剩余时间内，马来西亚库存将维持在 270—340 万吨区间内徘徊。8 月 13 日，MPOB 7 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、国内棕油低位成交放量，后期库存或因高进口量而趋增

棕榈油产地库存向消费地转移持续，后期国内进口量或仍处历史高位。不过，随着天气升温、双节备货的到来以及豆棕油高价差提振，棕榈油需求量也随之走高。到目前为止，棕油库存虽走低，但仍处历史高位，后期库存或因偏高进口量而趋增。

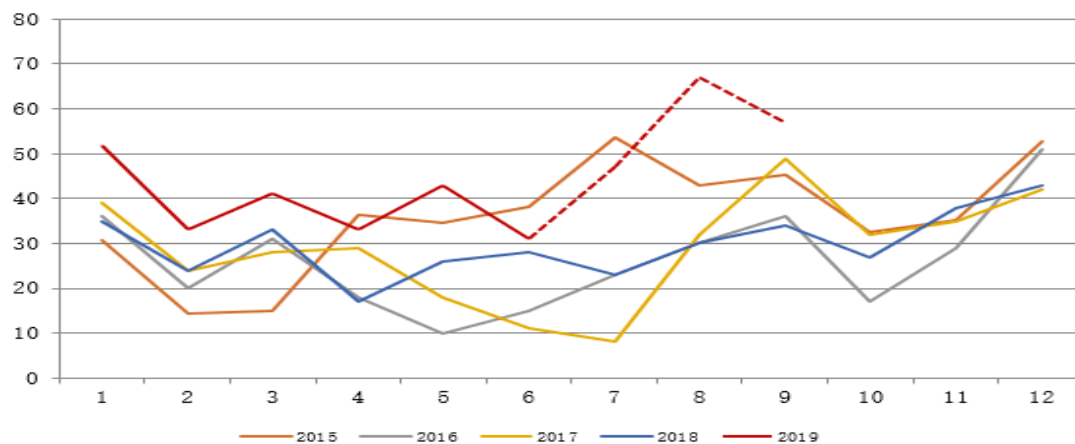
截止 7 月 30 日，全国棕榈油港口库存总量 66.30 万吨，较上月同期的 68.6 万吨减少 2.3 万吨，较去年同期的 51.50 万吨增加 29%。根据海关数据，棕榈油 6 月进口量达 31 万吨，环比减少 28%，同比增加 11%，作为对比，近五年 5 月进口均值为 24.47 万吨。根据 cofeed 数据，2019 年 7 月棕榈油进口量预计 47—52 万吨，8 月进口量预计 67—70 万吨。

**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）

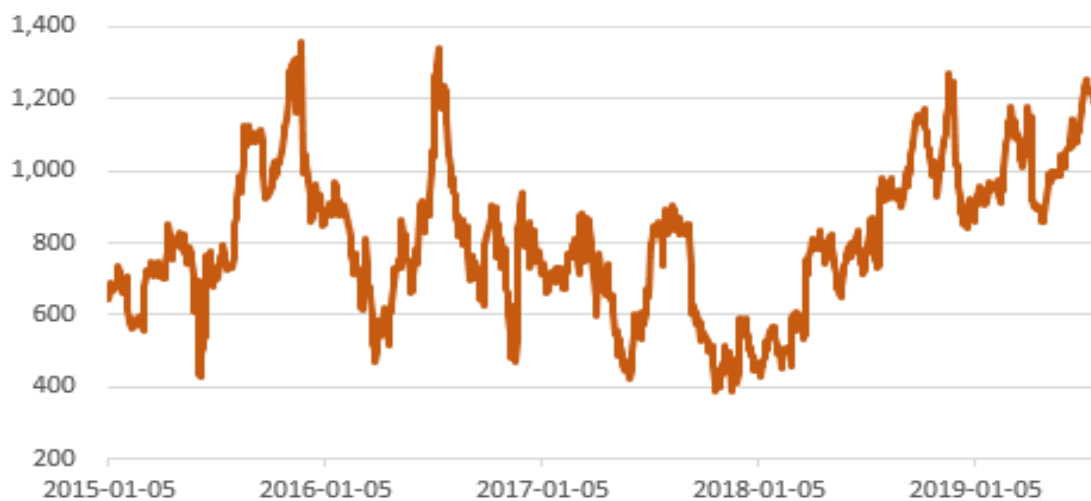
随着天气回暖，棕榈油低位成交放量，截止 7 月 27 日当月，棕榈油总成交量 15.65 万吨，较上月同期的 13.85 增加 13%。而豆棕价差目前处在 2015 年以来历史高位，7 月价差自高位回落震荡整理，截止 7 月 30 日，连盘豆棕价差收至 1212 元/吨，较 6 月高位 1128 元/吨下跌 16 元/吨。

图 16: 棕榈油成交量



（数据来源：天下粮仓）

图 17: 豆棕油价差（元/吨）



（数据来源：wind）

图 18: 豆棕油价差 (元/吨)



(数据来源: wind)

### (三) 菜油政策市主导不改, 关注中加关系

菜籽油仍处政策市, 中加关系尚未改善, 严格检验检疫流程已从菜系蔓延致加拿大进口猪肉及大豆领域, 中国进口加拿大菜籽、菜油渠道仍受阻, 国内菜油供应偏紧事实不改。近期, 两国开始落实大阪会晤共识并启动新一轮谈判, 使得市场对中加关系亦有缓和预期, 密切关注中美谈判及国内菜籽进口政策。

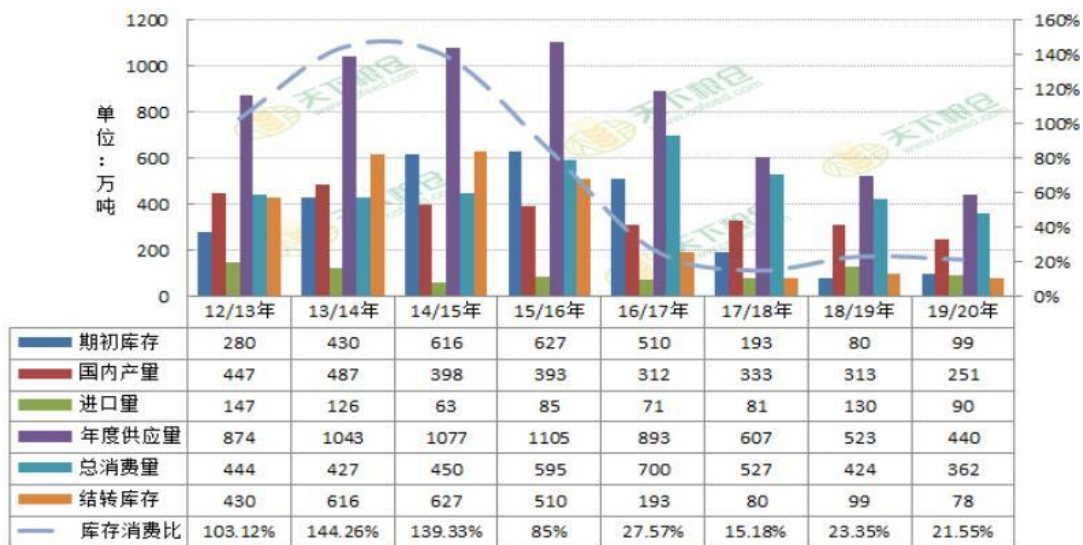
菜籽供应方面, 中加关系紧张, 导致国内菜籽进口受限, 而其他国家很难满足我国 400 多万吨的需求量。目前, 加拿大、澳大利亚、欧盟及乌克兰是全球菜籽主产区, 其中加拿大是全球最大的菜籽、菜油、菜粕出口国, 出口量分别占全球贸易量 70%、65%、70%。而我国 2018 年进口菜籽量达 472 万吨, 其中加拿大占比 94%; 进口菜油 130 万吨, 其中加拿大占比 89%。而因菜籽出口不畅, 加拿大统计局根据实地调研预计今年春季油菜籽种植面积或较 2018 年的 2280 万英亩回落 8.2%。

图 19: 近几年中国油菜籽供需平衡表



(数据来源: Cofeed)

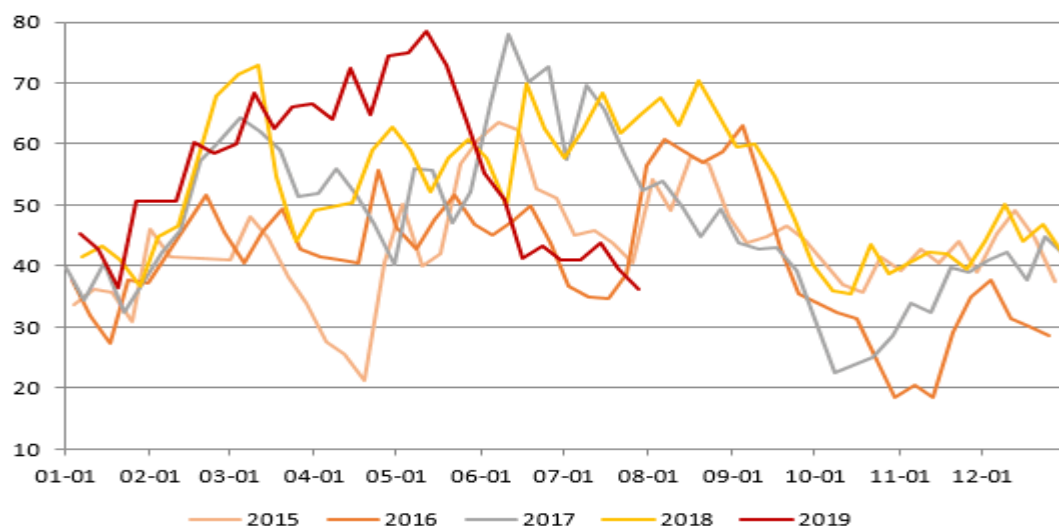
**图 20：近几年中国菜籽油供需平衡表**



（数据来源：Cofeed）

截止 6 月 23 日，国内油厂菜籽库存量下降至 36.2 万吨，较上月同期的 40.95 万吨减少 11.6%，较去年同期的 64.9 万吨减少 44%。根据 Cofeed，中加关系进展导致菜籽进口受阻，7 月又一船菜籽及 1 万吨澳籽到港，8 月又一条菜籽船到港，预计需要中加进展关系缓解后，买家才会买入新船，其中营口益海等外资工厂开始收购国产菜籽加工。

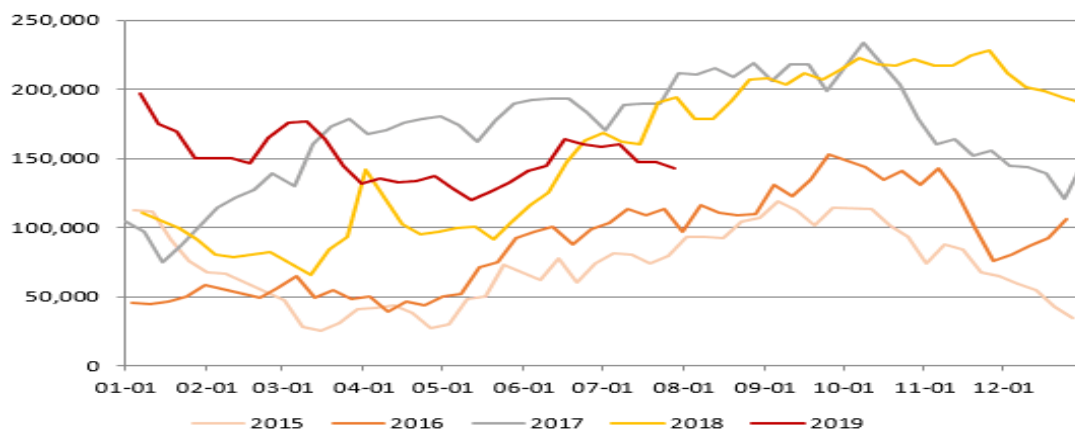
**图 21：近年国内菜籽库存（万吨）**



（数据来源：wind）

菜油油厂库存下降至 14.32 万吨，但较上月同期的 15.87 万吨下降 10%，较去年同期的 19.42 万吨减少 26%，五年同期均值 14.90 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。

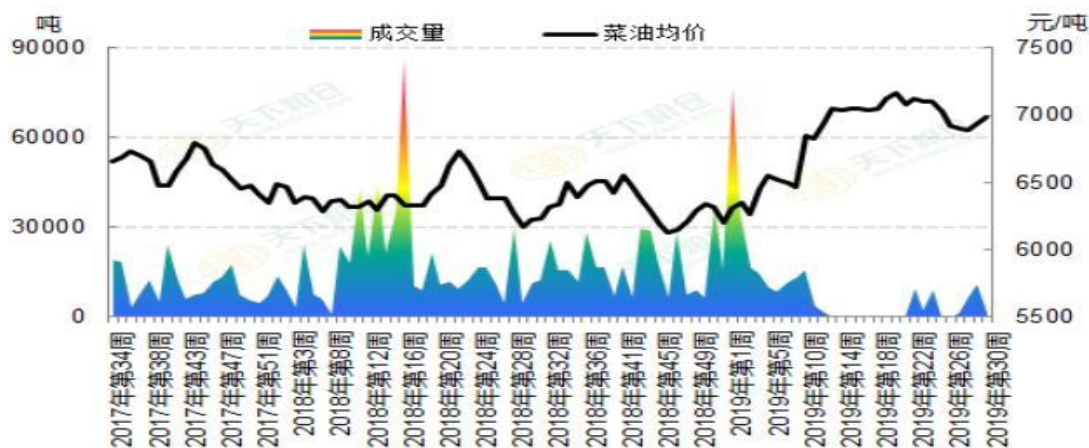
**图 22：菜油油厂库存（吨）**



（数据来源：wind）

下游采购方面，买家补库需求显现，菜油成交量有所增加，但仍远远落后于往年同期。截止 7 月 26 日，菜油油厂成交量在 2.07 万吨，环比上月增加 69.7%，同比上年同期减少 63.1%。近期，菜豆油价差处于 [1380,1550] 区间高位震荡整理，截止 7 月 30 日，菜豆油期货价差行至 1392 元/吨，作为对比，去年同期为 713 元/吨。

**图 23：菜油价格成交量与价格统计**



（数据来源：wind）

图 24：菜豆油价差（元/吨）



（数据来源：wind）

### 三、结论与策略

总结概述：豆油外盘市场逻辑集中在美豆种植面积、产地天气以及中美贸易谈判后能否给美豆库存降压；国内豆油供需两旺，大豆进口量庞大，开机率或走高，下游双节备货逐步开启，豆油商业库需看二者博弈。棕榈油产地 8 月后步入累库存阶段，产销地库存转移持续；国内棕榈油库存走低，但仍处历史高位，后期到港量预计庞大，虽有双节备货提振，但料库存趋增。菜油政策市主导不改，上游进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑，下游补库需求显现，但成交量远远落后于往年。

观点及策略建议：豆油双节备货或在价格低位情况下提振效应更大，注意大豆进口量庞大、开机率偏高等利空因素，而美豆产区天气、种植面积以及出口量可能带来波段性行情；棕榈油虽有节日备货提振，但产地库存或限制上方空间，关注 MPOB 月度报告及生柴能否带来利好冲击；菜油短期政策市主导，消息面对市场扰动性极强，关注中加关系及菜籽相关进口消息，若后期缓解，菜油政策风险升水仍将持续挤出、菜豆油价差亦会回归。综上，油脂或震荡偏强，其中，豆油强于棕榈油。

y2001 支撑 5550，压力 5900；P2001 支撑 4300，压力 4650；OI001 支撑 6800，压力 7200。

## ❖ 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               |