

►研报·油脂

油脂分化，豆、棕油基本面轻微转弱

倍特期货 · 研究发展中心

2019年9月26日

外盘，豆系围绕美豆去库存、新作产量展开，中美贸易好转或导致 USDA 调低后市库存，天气炒作存在不确定性；马棕油8月产量增加、后市出口弱化预期削弱多头热情，不过原油事件或仍可为棕油带来炒作素材，且产地一季度较少降雨有损棕油产量仍值得期待。国内，油脂基本面分化，菜油趋强，政策市主导，菜系库存创历史同期新低；棕油趋弱，高进口、需求弱化，大概率进入累库存阶段；豆油偏中性，中美贸易好转削弱缺豆逻辑，豆油库存取决于豆粕需求。

相关报告：

《豆、棕油中线看涨，短期有调整》

分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

投资咨询证号：Z0014600

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 贸易摩擦缓或削弱国内大豆供应趋紧逻辑，关注美豆产区天气
- ◆ 国内豆油库存或转升，粕类需求是重要决定因素
- ◆ 干旱或损及棕油主产国产量，出口有转弱预期
- ◆ 棕油需求趋弱，国内库存或转增
- ◆ 菜油供应趋紧，关注孟晚舟引渡审理案件

观点和操作策略：综上，豆、棕油基本面轻微转弱，但地缘政治因素扰动性极强；菜油政策市主导偏强，但上行空间受油脂价差牵制。建议 y2001、P2001 若中美贸易、美豆天气、马棕油产量、原油方面无利好消息，暂按逢高沽空思路对待，压力位 6200、4900；OI001 关注菜豆油价差做空机会。

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

9 月份，油脂在地缘政治事件及基本面共同主导下窄幅震荡调整，近期下破前震荡区间下沿，一方面，中美贸易局势反复使豆系内外盘分化、沙特油田事件导致生柴炒作热情阶段性高涨；另一方面，油脂基本面趋弱，豆油原料供应充足、下游备货弱化，棕油产地出口弱化、国内库存偏高，菜油政策市主导持续。截止 9 月 25 日收盘，y1909 收跌 0.69%至 6014；P1909 收跌 1.13%至 4720；OI909 收高 2.96%至 7235。

图 1：油脂指数走势



（数据来源：文华财经）

二、油脂影响因素分析

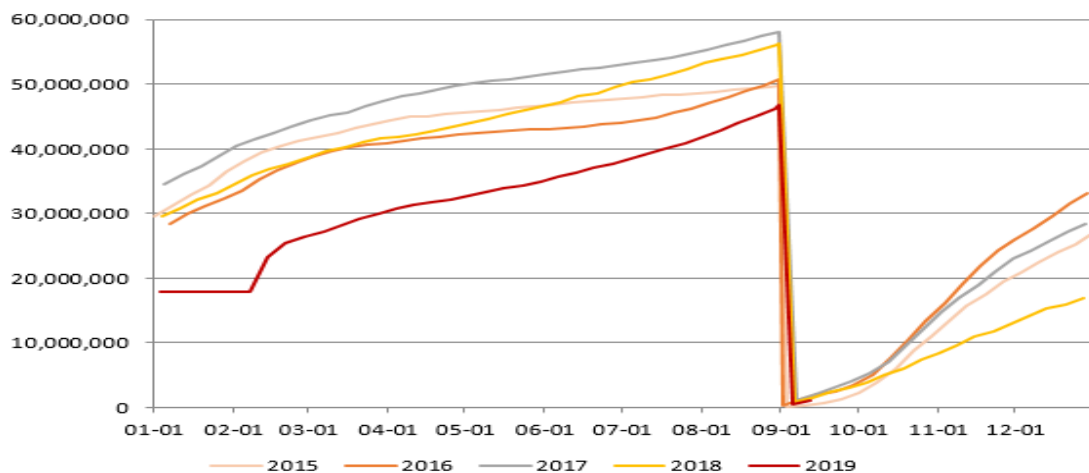
（一） 天气、政策对大豆进口成本影响较大，豆油去库存看豆粕需求

1、贸易摩擦缓或削弱国内大豆供应趋紧逻辑，关注美豆产区天气

中美贸易局势反复，近期双方互释善意，市场等待 10 月份第十三次中美贸易贸易磋商结果指引。目前，巴西可供应出口大豆或仅可维持到年底，中方企业开始就采购美豆进行询价，国内大豆供应趋紧逻辑遭到削弱。此外，晚播大豆对天气反应更为敏感，美豆新作生长进度及质量弱于往年，Pro Farmer 单产数据亦偏弱，密切关注美豆产区天气。

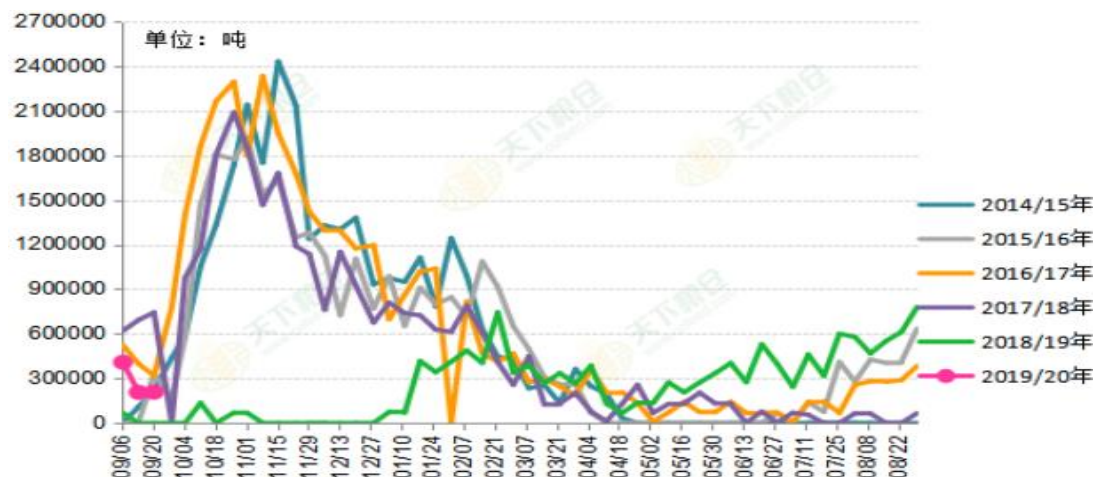
9月11日后，中美互释善意，中方公布第一批对美加征关税商品第一次排除清单，美方宣布将把2500亿美元中国输美商品上调的关税时间从10月1日推迟到10月15日。目前，中方企业已开始就采购美国农产品进行询价，大豆、猪肉都在询价范围内。9月23日，有知情人士称，中国购买了10船10—12月船期美豆，总计约60万吨。反应到盘面上来看，美豆去库存预期加强、国内大豆供应趋紧逻辑遭到削弱、巴西大豆升贴水挤出，短期利好CBOT豆系、利空国内豆系，但中长期因定价中枢的关系，国内外盘面趋同。而目前，巴西仍是国内油厂大豆主要进口源，根据USDA 8月预估数据，2018/19市场年度大豆期末库存2840万吨，若取本市场年度出口均值做后期出口量估算值，巴西供应仅可维持到年底左右，目前巴西升贴水随中美贸易关系上下波动。

图2：美豆周度出口累计值（吨）



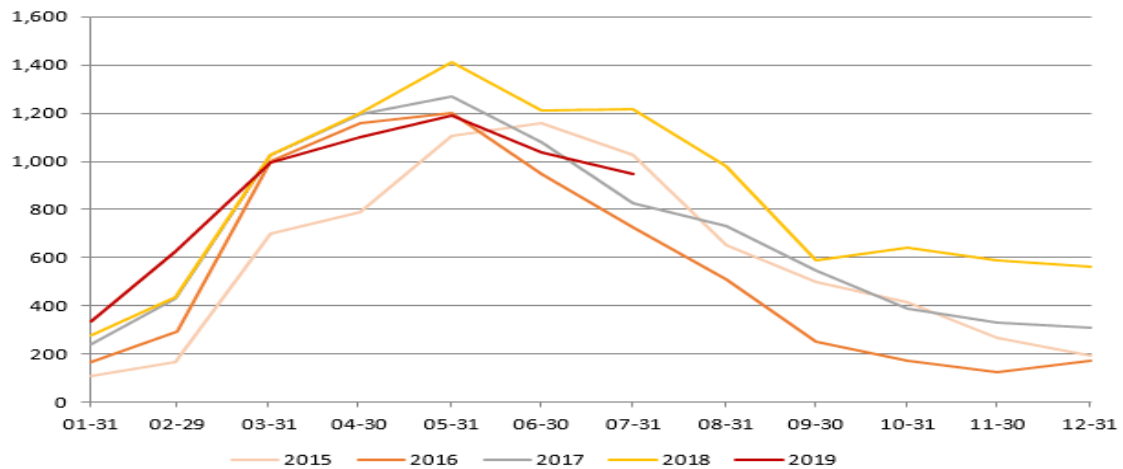
（数据来源：wind）

图3：美豆对中国周度装运量（吨）



（数据来源：天下粮仓）

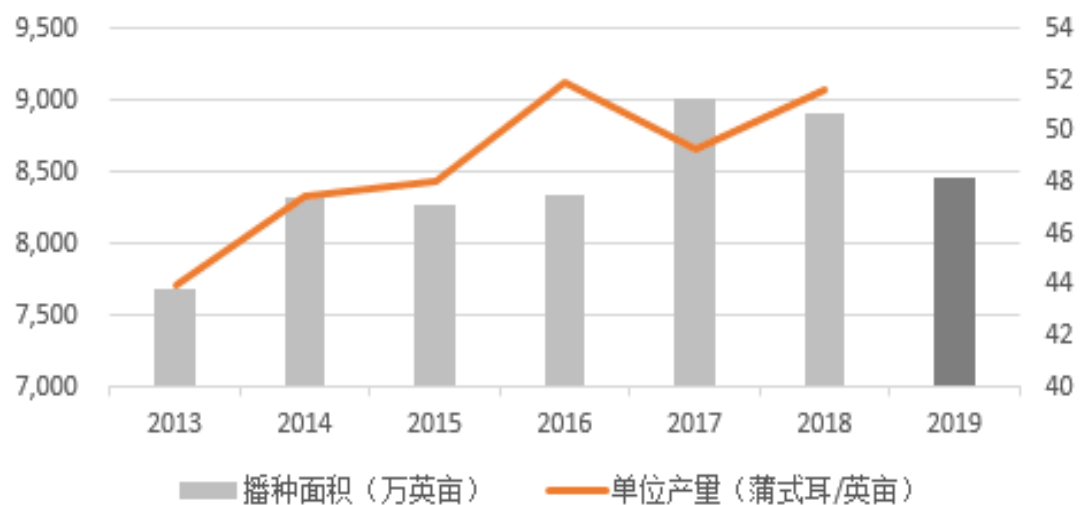
图 4：巴西大豆月度出口（万吨）



（数据来源：wind）

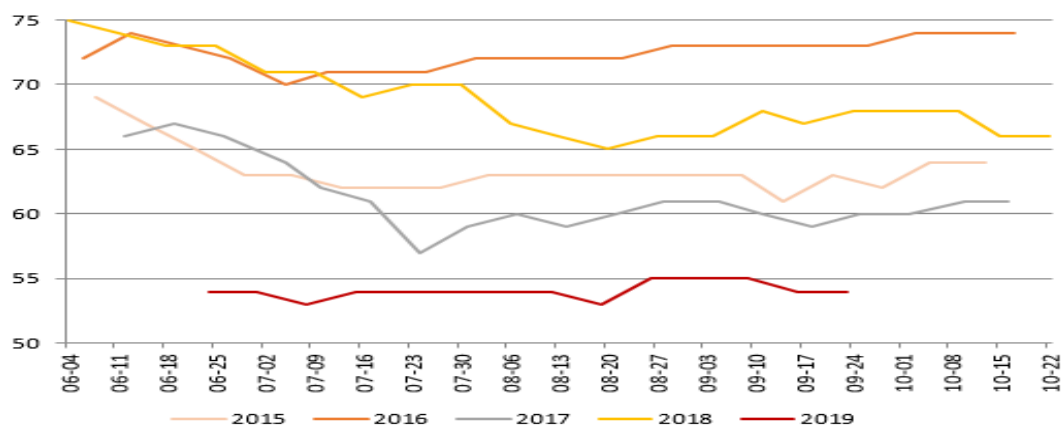
美豆新作种植、生长情况是市场目前的重要关注点。因种植期间天气不佳，美豆主产区存在不同程度的晚播和弃播，市场预期美豆种植面积走低、作物生长进度及质量均弱于往年，而且美豆更易受遭受早霜的风险。USDA 9 月月度供需报告预估，美豆新作种植面积 7670 万英亩，低于上年 8810 万英亩。USDA 9 月 24 日作物生长报告数据显示，美豆优良率为 54%（上周 54%，上年 68%），落叶率为 34%（上周 15%，上年 68%）。而 Pro Farmer 田间作物巡查预估新作单产 46.1 蒲/英亩（上年 51.6）也验证了上述观点。

图 5：美豆历年种植情况



（数据来源：wind）

图 6：美豆优良率（%）



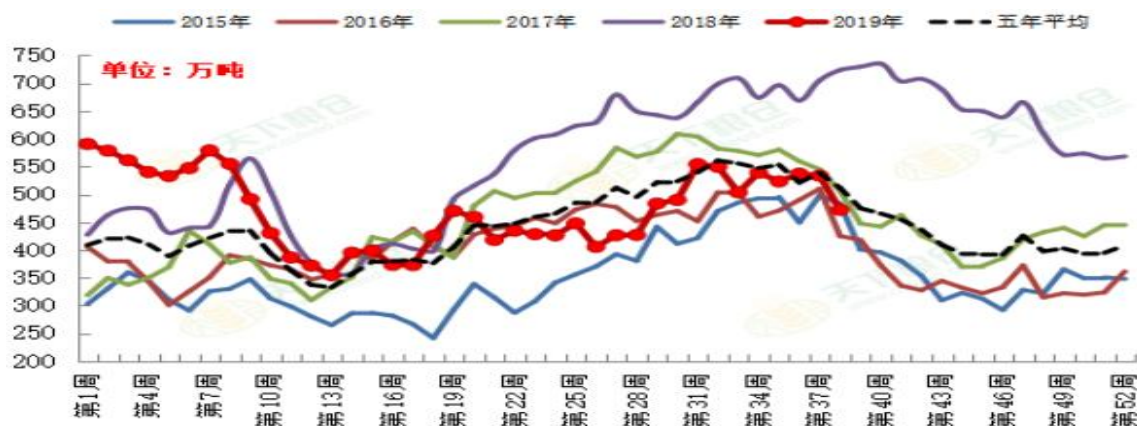
（数据来源：wind）

2、国内豆油库存或转升，粕类需求是重要决定因素

国内豆油前期去库存良好，但近期库存出现止跌转升拐点。后市从中长期看，因生猪存栏连续下降、能繁母猪存栏不足、仔猪价格偏高，市场预期中长期豆粕需求量将维持低位，市场对豆油去库存预期氛围浓郁。但近期原料大豆供应充足、需求走弱、油厂榨利走高、豆粕库存缓解，豆油库存或有走高风险。

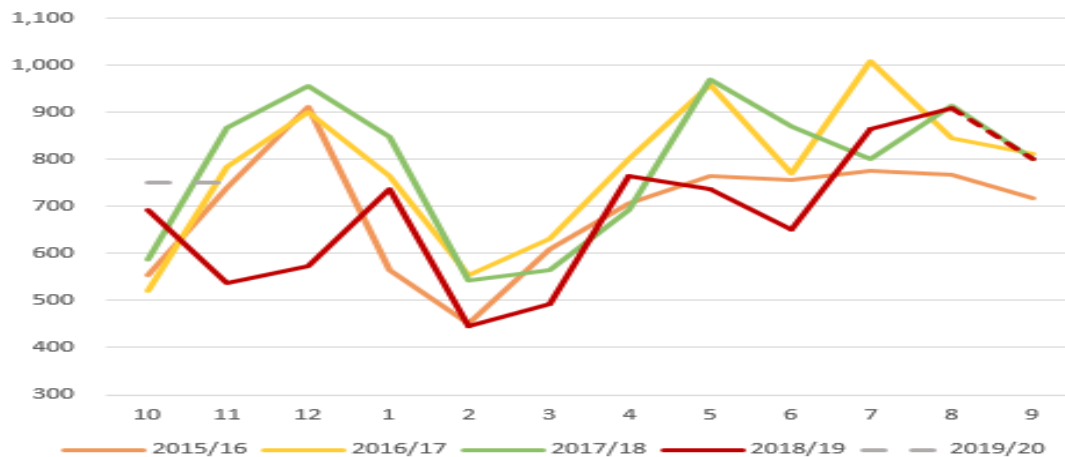
目前，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为 472.18 万吨，环比减少 11.53%，同比减少 34.75%。后期，压榨利润打开叠加中美贸易局势存在诸多不确定性，大豆到港量庞大，豆油原料供应充足。根据 cofeed 预估，9—10 月预估值为 80.2.2 万吨、750 万吨。

图 7：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

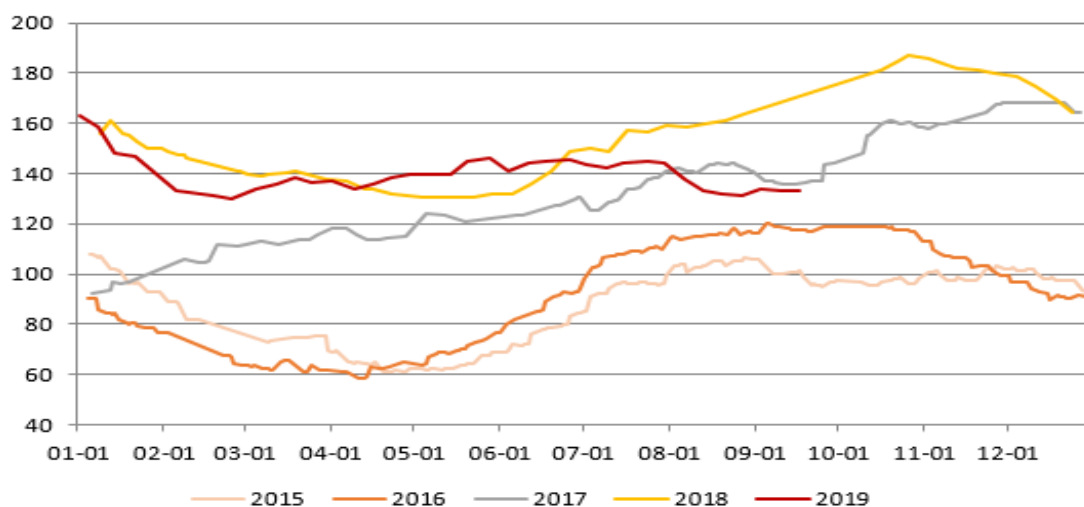
图 8：中国进口大豆历史情况及预期



（数据来源：wind）

8、9 月，因双节备货及油厂开机率相对偏低提振，国内豆油库存下降至 133 万吨，但 9 月后期，备货需求趋弱，油脂出现止跌转升拐点。油脂去库存的逻辑将转向供应端，即粕类的需求大小所导致的油厂开机率的高低。从中长期来看，非洲猪瘟导致生猪存栏持续下降，猪肉价格连续走高，市场虽有补栏意愿，但当前能繁母猪存栏不足且仔猪价格过高，生猪存栏底部运行周期期拉长，豆粕制饲料需求亦低位运行。具体数据方面，截至 2019 年 7 月，生猪存栏 2.1932 亿头，环比下跌 9.4%，同比下跌 32.2%；而能繁母猪存栏 2165 万头，环比下跌 8.9%，同比下跌 31.9%。不过近期，豆粕胀库有缓解、大豆压榨利润仍为正且近期油粕价格上涨导致榨利扩大，油厂开机率会有回升。

图 9：豆油商业库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

图 10：生猪存栏

月份	生猪存栏（万头）	生猪存栏环比增减（%）	生猪存栏同比增减（%）	能繁母猪存栏（万头）	能繁母猪存栏环比增减（%）	能繁母猪存栏同比增减（%）
2018年1月	33743	-1.2	-3.2	3414	-0.3	-4.9
2018年2月	33439	-0.9	-0.8	3414	0	-0.8
2018年3月	33907	1.4	-0.3	3417	0.1	-0.8
2018年4月	33636	-0.8	-1.5	3369	-1.4	-2.1
2018年5月	32997	-1.9	-2	3285	-2.5	-3.9
2018年6月	32601	-1.2	-1.8	3242	-1.3	-2.9
2018年7月	32340	-0.8	-2	3180	-1.9	-4
2018年8月	32243	-0.3	-2.4	3145	-1.1	-4.8
2018年9月	32501	0.8	-1.8	3136	-0.3	-4.8
2018年10月	32534	0.1	-1.8	3098	-1.2	-5.9
2018年11月	32306	-0.7	-2.9	3058	-1.3	-6.9
2018年12月	31111	-3.7	-4.8	2988	-2.3	-8.3
2019年1月	29338	-5.7	-12.62	2882	-3.56	-14.75
2019年2月	27754	-5.4	-16.6	2738	-5	-19.1
2019年3月	27421	-1.2	-18.8	2675	-2.3	-21
2019年4月	26626	-2.9	-20.8	2608	-2.5	-22.3
2019年5月	25508	-4.2	-22.9	2501	-4.1	-23.9
2019年6月	24207	-5.1	-25.8	2376	-5	-26.7
2019年7月	21932	-9.4	-32.2	2165	-8.9	-31.9

（数据来源：Cofeed）

图 11：进口大豆盘面压榨毛利（元/吨）



（数据来源：Cofeed）

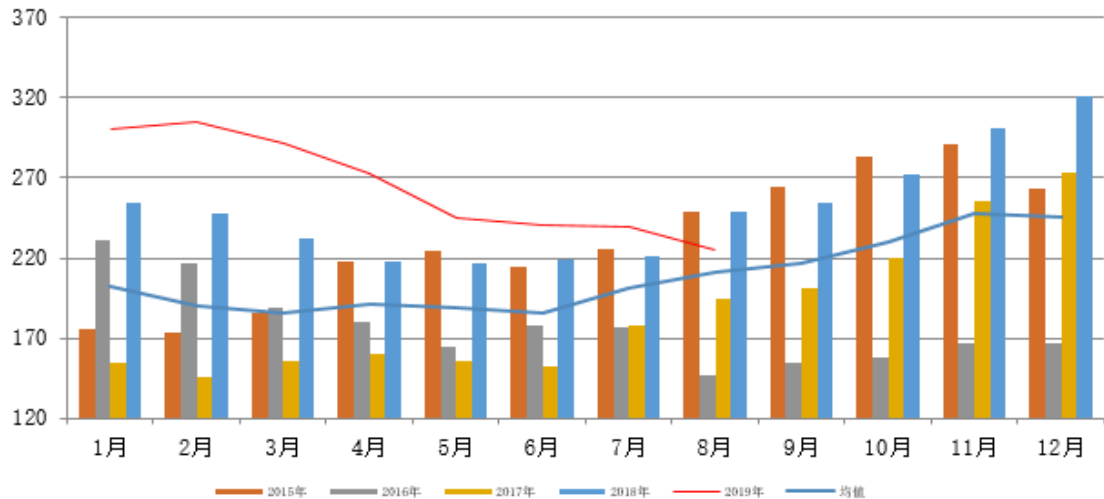
（二） 干旱或损及棕油主产国产量，国内基本面转弱

1、干旱或损及棕油主产国产量，出口有转弱预期

棕榈油主要供应国马来西亚和印度尼西亚均实现了不同程度的去库存，而年初降水的严重不足，也引发了四季度棕油产量受损的预期。但后期秋冬季节性消费走低以及印度提高马棕油进口关税对盘面有利空。

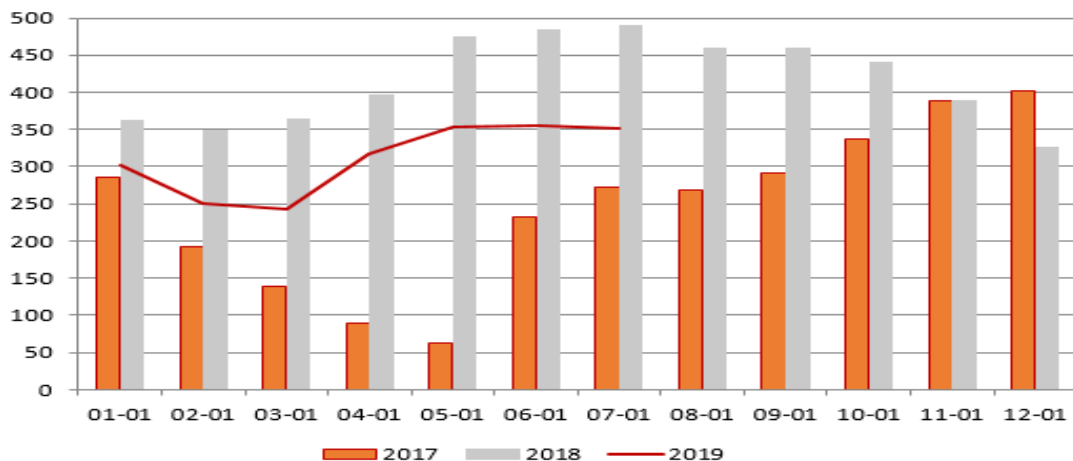
库存方面，印尼以国内为需求为主要推手实现了较好的去库存，马来库存虽处历史高位，但是2月份至今仍处去库存通道。MPOB、Gapki 数据显示，马来棕榈油 8 月库存环比下降 5.8%至 225.18 万吨，印尼 6 月库存同比下降 28%至 351.5 万吨。

图 12：马来西亚棕榈油库存（万吨）



（数据来源：wind）

图 13：印尼棕榈油库存（万吨）

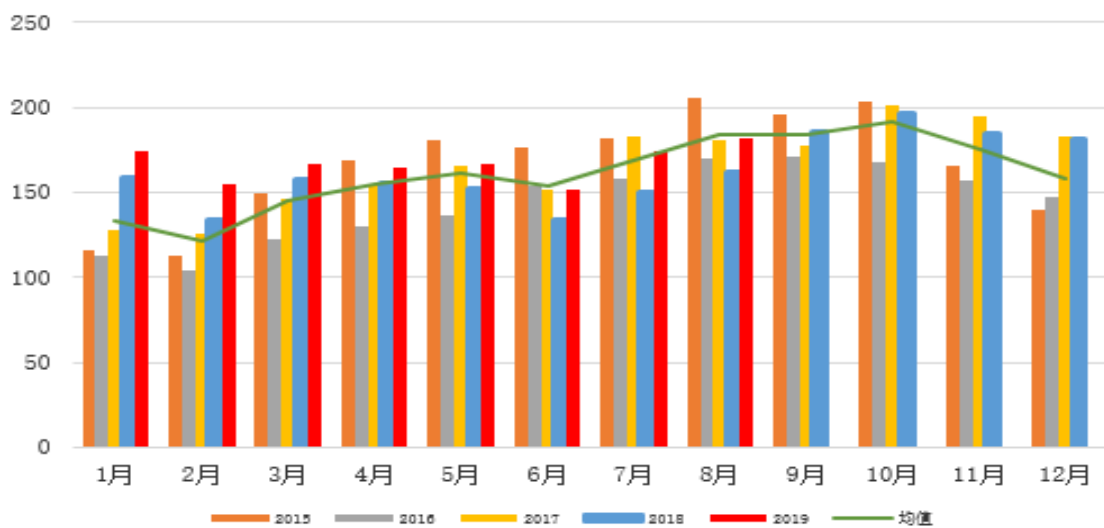


（数据来源：wind）

产量方面，马来西亚 2018 年 12 月降雨量偏低、2019 年一季度降水严重不足，按照降雨对油棕树生长 9—10 个月滞后期算，马来西亚棕榈油今年四季度产量可能受损。不过，MPOB 供需报告

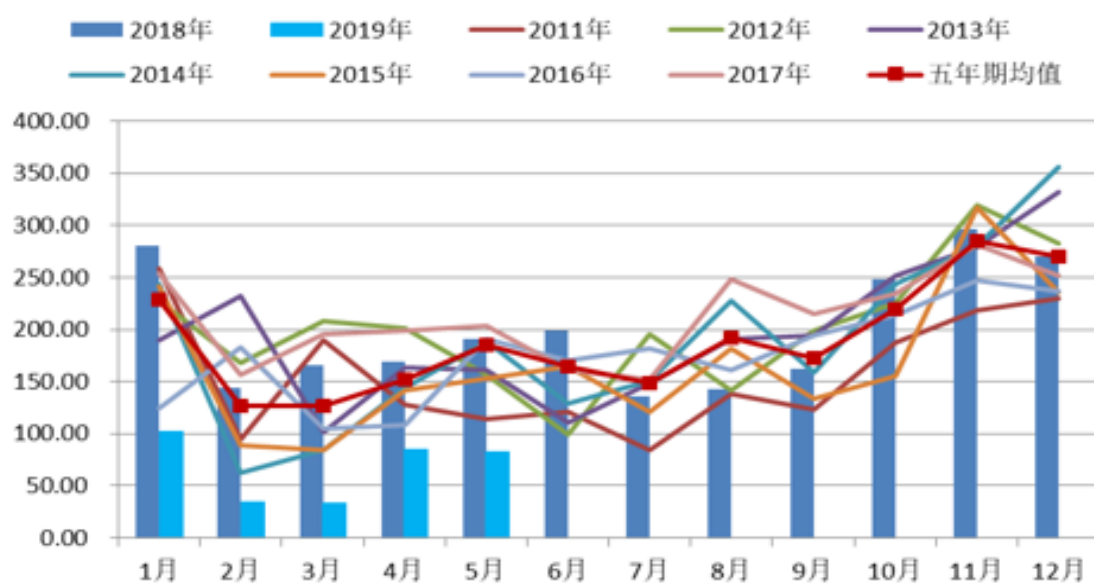
数据中马来 8 月产量环比增长 4.7%至 182 万吨，略高于市场预期，但 SPPOMA 数据中马棕油 9 月 1—20 日产量环比下降 1.79%。印尼 2018 年三季度降水不足、2019 年一季度干旱程度较大，按照油棕树生长规律，产地棕油今年三、四季度产量或恶化。不过根据印尼棕榈油协会（Gapki），印尼 7 月棕油产量共计 431.7 万吨，环比上月增加 8%，同比去年略增加 3.3 万吨。

图 14: 马来西亚棕榈油产量（万吨）



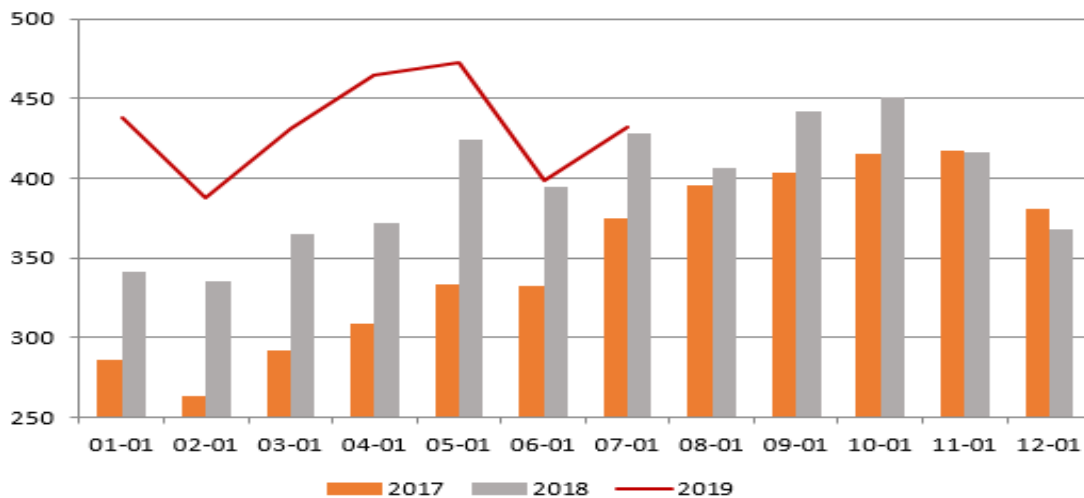
（数据来源：wind）

图 15: 马来西亚降雨量（mm）



（数据来源：彭博、中信建投）

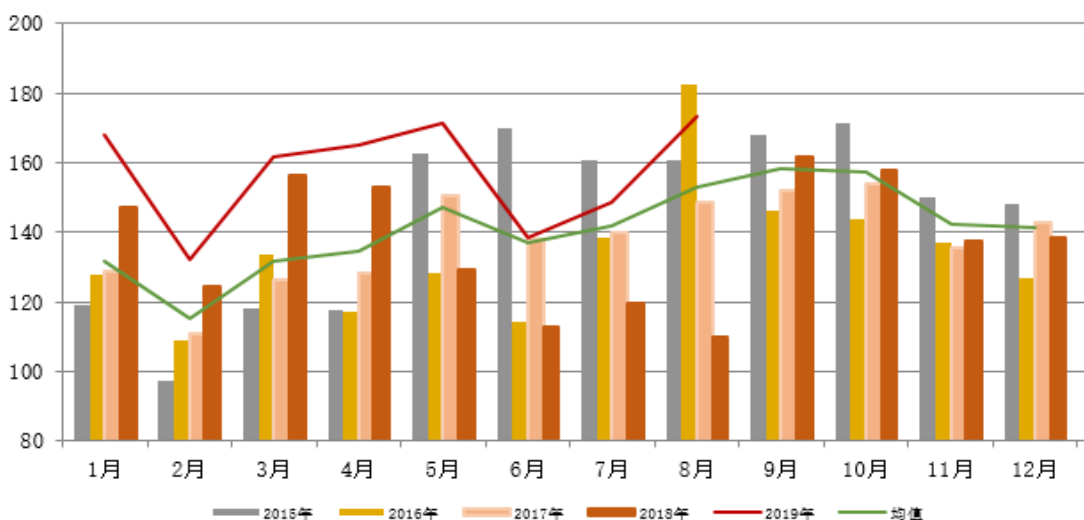
图 16：印尼棕榈油产量（万吨）



（数据来源：wind）

需求方面，8 月受中国双节备货、豆棕油高价差替代及印度补库需求影响，马来出口反弹较大，但 9 月预计有回落。船运调查机构 SGS 数据显示，9 月 1—20 日期间，马来西亚棕榈油出口量为 94.52 万吨，环比减少 3.9%。印尼 30%混合制生物柴油通过一系列低温测试，政府提出了 2020 年提高棕榈油生柴掺混量，执行 B30 计划，印尼棕油需求或因此增加 300 万吨。但是后期备货、补库结束，棕油消费淡季临近，产地棕油高出口或难以为继。此外，印度政府将马来西亚植物油进口税上调 5%，也对马来出口有抑制作用。

图 17：马来西亚棕榈油出口（万吨）



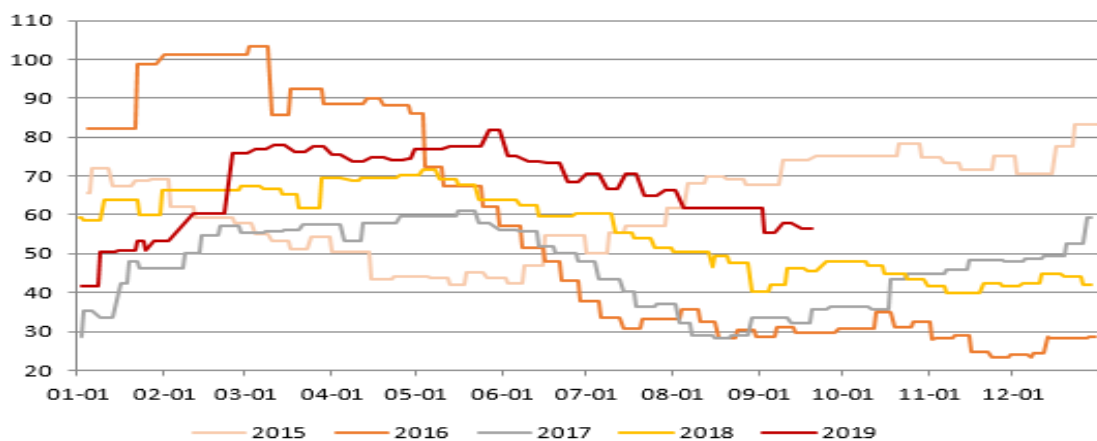
（数据来源：wind）

2、棕油需求趋弱，国内库存或转增

棕榈油产地库存向消费地转移持续，棕油部分 8 月到港船推迟至 9 月，国内棕油供给端增加。9 月中下旬后，双节备货接近尾声、18 度棕榈油随气温走低消费弱化，棕油出货量将受牵连，国内库存或转增。

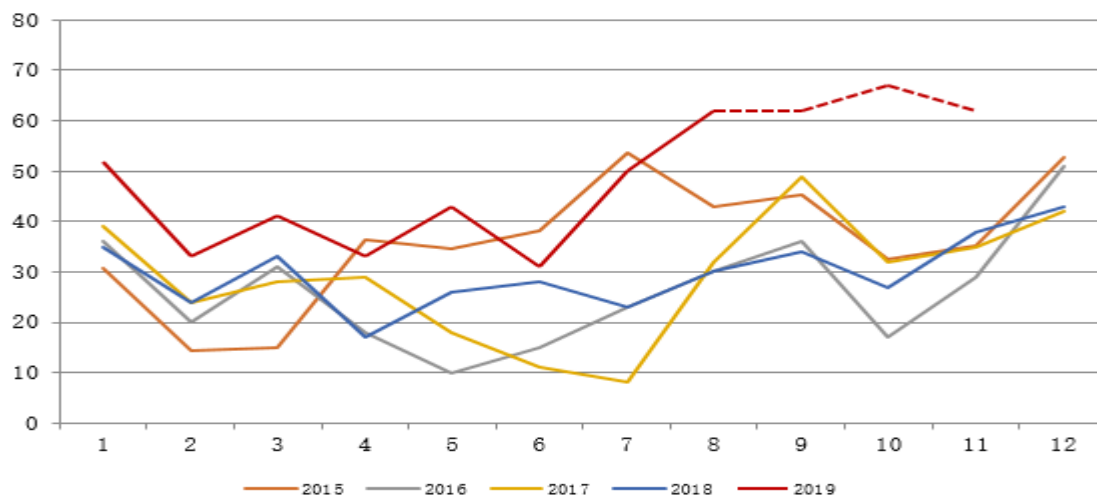
数据方面，截止 9 月 23 日，全国棕榈油港口库存总量 56.5 万吨，环比减少 8.6%，同比增加 24.4%。2019 年 9 月棕榈油进口量预计 62 万吨，10、11 月进口量共计 129 万吨。截止 9 月 23 日，棕榈油总成交量 3.75 万吨，环比减少 79.4%，同比增加 97.89%。

图 18：我国棕榈油港口库存（万吨）



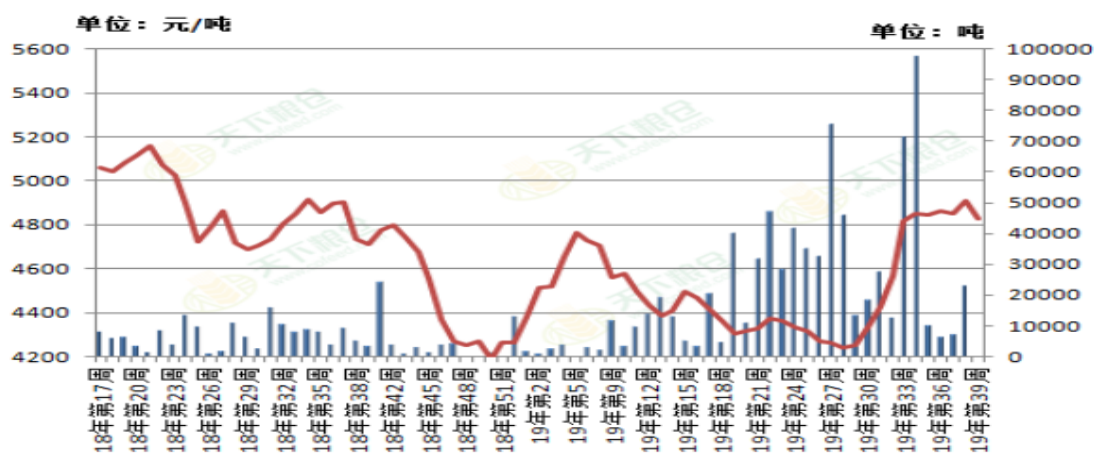
（数据来源：wind）

图 19：我国棕榈油进口量（万吨）



（数据来源：wind）

图 20：棕榈油成交量



（数据来源：天下粮仓）

（三） 菜油供应趋紧，关注孟晚舟引渡审理案件

菜油原料供应趋增、压榨量下滑，菜油库存低位，下游油脂备货有补库需求，菜油供需趋紧。近期，加拿大将再度审理孟晚舟引渡案件，若案件走向使中加关系恶化，那么菜籽进口渠道受阻或将成为菜油上涨的重要推手。在油脂间价差牵制作用下，菜油对豆、棕油走势有提振。

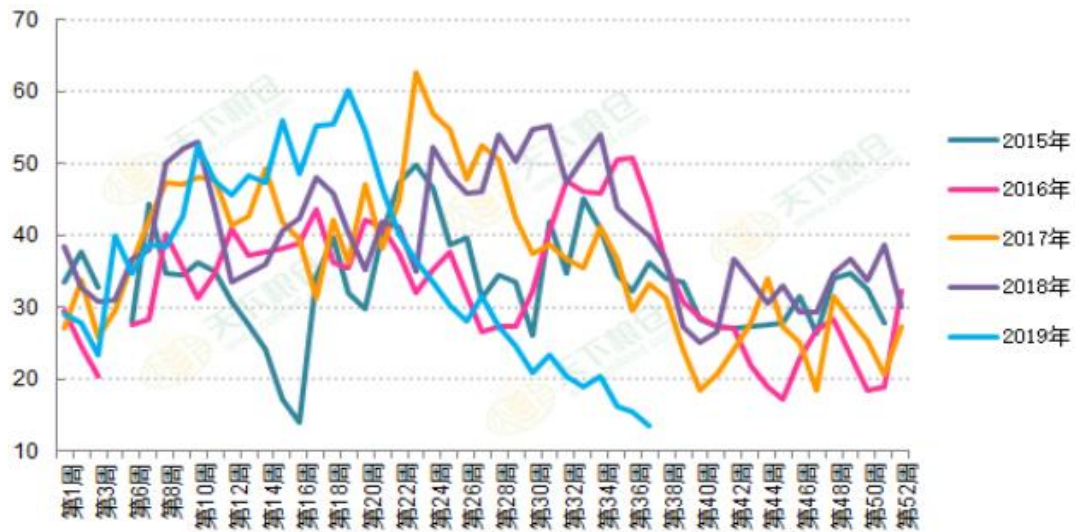
菜籽供应方面，中加关系紧张，导致国内菜籽进口受限，而其他国家很难满足我国 400 多万吨的需求量。截止目前，两广及福建地区菜籽库存下降至 16.5 万吨，较上月同期的 28.9 万吨减少 42.9%，较去年同期的 36.5 万吨减少 63.01%。后期到港报船方面，因中加关系紧张，菜籽进口受阻，据 Cofeed，9 月有 1 条加菜籽和 3 万吨澳籽到港，10 月又 2 条加籽船和 4 万吨澳籽到港，预计需中加紧张关系缓解后，买家才会大量买入新的加籽船。

图 21：近几年中国油菜籽供需平衡表



（数据来源：Cofeed）

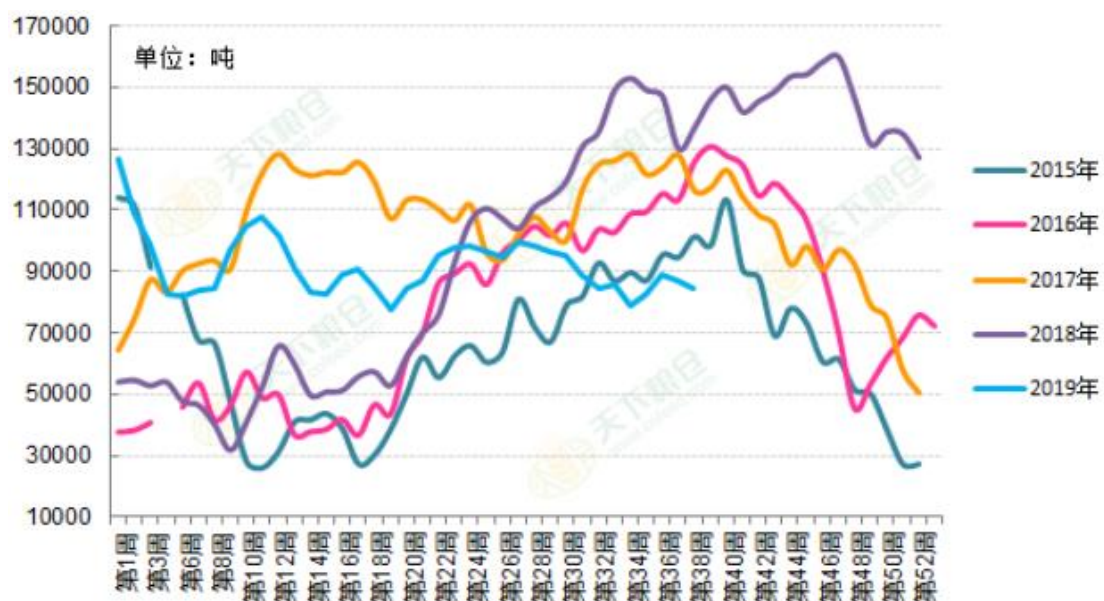
图 22：两广及福建油厂菜籽库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

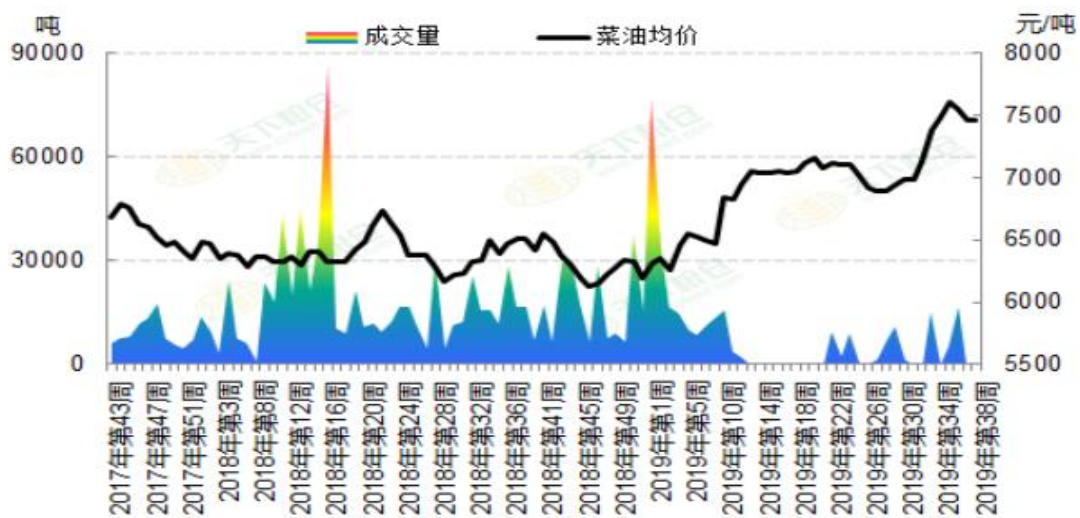
菜油方面，截止 9 月 20 日，两广及福建地区菜油油厂库存下降至 8.42 万吨，环比下降 6.58%，同比减少 35.12%。此外，因备货季结束，菜油现货价大幅上涨、豆菜油价差扩大，菜油成交量偏低。截止 9 月 20 日，本月菜油成交量 1.68 万吨，年初迄今 28.28 万吨，较去年同期降达 56.44%。而菜籽压榨开机率 7.37%，其中国产菜籽开机率在 1.46%，沿海地区进口菜籽加工厂开机率 15.98%。

图 23：两广及福建油厂菜油库存（吨）



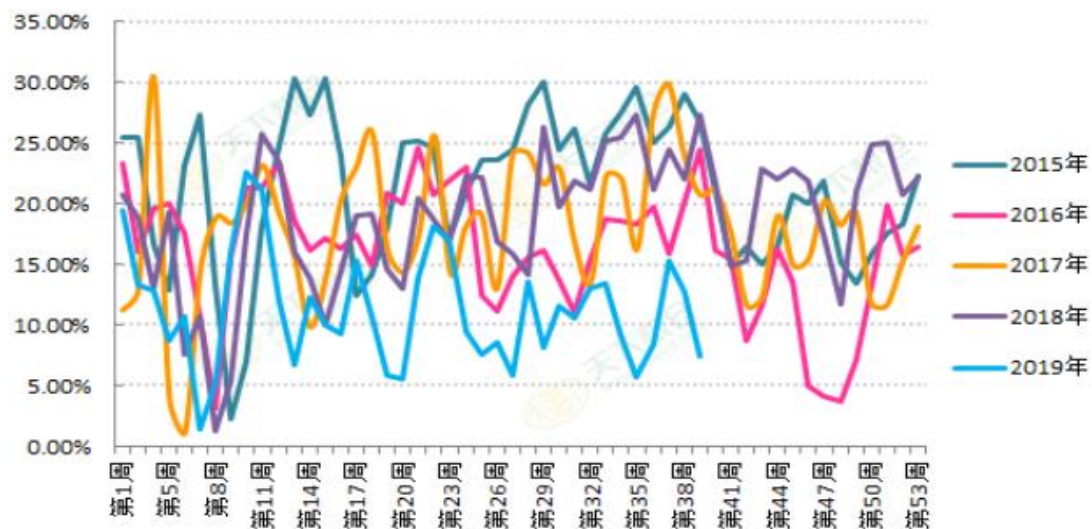
（数据来源：Cofeed）

图 24：菜油价格成交量与价格统计



（数据来源：Cofeed）

图 25：菜油开机率（%）



（数据来源：Cofeed）

三、观点及交易逻辑

外盘，豆系围绕美豆去库存、新作产量展开，中美贸易好转或导致 USDA 调低后市库存，天气炒作存在不确定性；马棕油 8 月产量增加、后市出口弱化预期削弱多头热情，不过原油事件或仍可为

棕油带来炒作素材，且产地一季度较少降雨有损棕油产量仍值得期待。国内，油脂基本面分化，菜油趋强，政策市主导，菜系库存创历史同期新低；棕油趋弱，高进口、需求弱化，大概率进入累库存阶段；豆油偏中性，中美贸易好转削弱缺豆逻辑，豆油库存取决于豆粕需求。

综上，豆、棕油基本面轻微转弱，但地缘政治因素扰动性极强；菜油政策市主导偏强，但上行空间受油脂价差牵制。建议 y2001、P2001 若中美贸易、美豆天气、马棕油产量、原油方面无利好消息，暂按逢高沽空思路对待，压力位 6200、4900；OI001 关注菜豆油价差做空机会。

❖ 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