

►研报·油脂

可炒作素材较多，油脂或偏强震荡

倍特期货·研究发展中心

2019年10月30日

外盘，美豆优良率历史低位，中西部产区收割期天气欠佳，市场预期 USDA 11月报告产量继续调低，而中美贸易谈判取得实质性进展也使市场对美豆出口预期加强；马棕油增产季产量增幅或偏低、生物柴油炒作或再起对棕油有支撑，但印度提高进口关税、企业联合抵制进口对马棕出口抑制不可忽略。国内，油脂基本面分化，菜油供需趋紧，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，豆油成交量虽放大，但库存或仍因豆粕需求向好而转弱，关注11月总下旬备货需求。

相关报告：

《油脂分化，豆、棕油基本面
轻微转弱》

分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

投资咨询号：Z0014600

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

要点：

- ◆ 免加征关税配额削弱国内大豆供应趋紧逻辑，关注 USDA 美豆产量预估
- ◆ 国内豆油现货成交持坚，粕类需求是重要决定因素
- ◆ 干旱或损及棕油主产国产量，消费受多种因素影响
- ◆ 棕油需求趋弱，国内库存或转增
- ◆ 菜油供应趋紧不改，关注中加关系

观点和操作策略：豆、棕油受外围因素主导偏强，后市关注双节备货、棕油产量缩减、美豆产量等消息；菜油政策市主导，盘面持坚，但上行乏力，上方空间受进口成本及油脂间价差牵制。建议 y2001、P2001 逢低偏多思路为主，支撑位 6000、5000；OI001 做空菜豆油价差。

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

10 月份，油脂偏强震荡，其中豆、棕油强于菜油。一方面，美豆去库存、产量回调预期有支撑，而国内豆油节后成交量放大亦有利好；另一方面，印尼 B30 利多发酵、马棕油出口好转石锤、干旱致棕油产量增幅放缓预期重回市场。截止 10 月 30 日收盘，y2001 收涨 6.68%至 6256；P2001 收涨 11.92%至 5220；OI001 收高 3.98%至 7400。

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

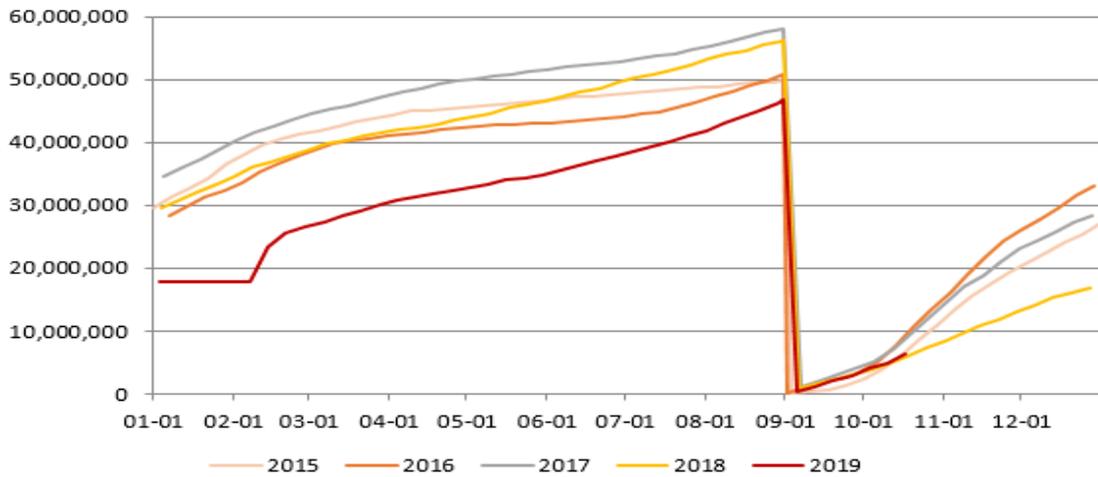
(一) 天气、政策对大豆进口成本影响较大，豆油供应看豆粕需求

1、免加征关税配额削弱国内大豆供应趋紧逻辑，关注 USDA 美豆产量预估

中美贸易谈判取得实质性进展，中方政府发放美豆免征关税配额消息流出，年底国内大豆供应趋紧、美豆新作上市挤压逻辑遭到削弱，市场预估后期月度大豆到港量高于 800 万吨。此外，美豆进入收割期，中西部部分产区降雪导致前期收割遇阻，市场预期 USD 仍将调低美豆产量，关注 11 月美农月度供需报告。

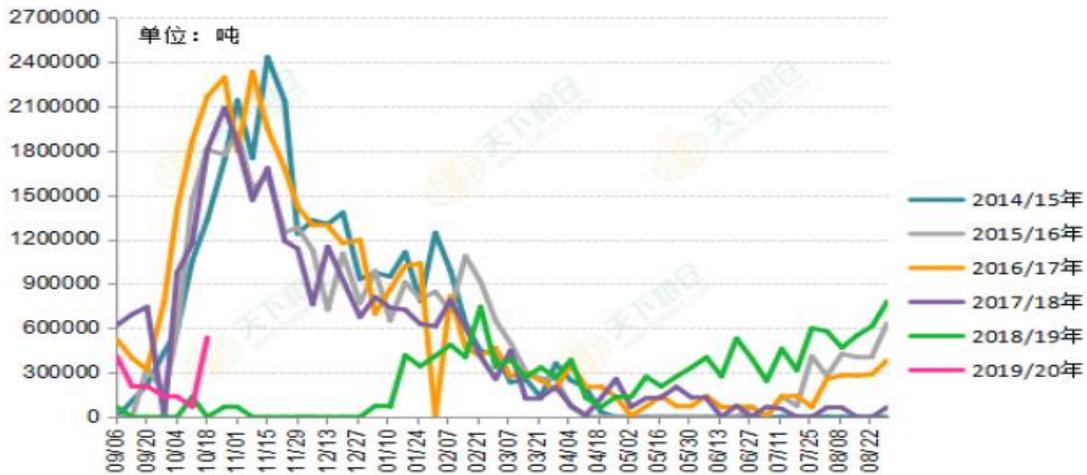
10月25日，刘鹤副总理与美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦通话，双方确认文本的技术性磋商基本完后，双方确认就美方进口中国资产熟制禽肉、鲑鱼产品监管体系等效以及中方接触美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识，美国政府计划在11月16—17日于智利举行的APEC会议前敲定第一阶段协议。涉及到大豆方面，有消息人士称，中国政府允许大豆压榨商再进口1000万吨美豆，无需缴纳报复性关税，不过也有消息称此次配额仅为250万吨。反应到盘面上来，美豆去库存预期加强、国内大豆供应趋紧逻辑遭到削弱、巴西大豆升贴水挤出，短期利好CBOT豆系、利空国内豆系，但中长期因定价中枢的关系，国内外盘面趋同。

图 2：美豆周度出口累计值（吨）



（数据来源：wind）

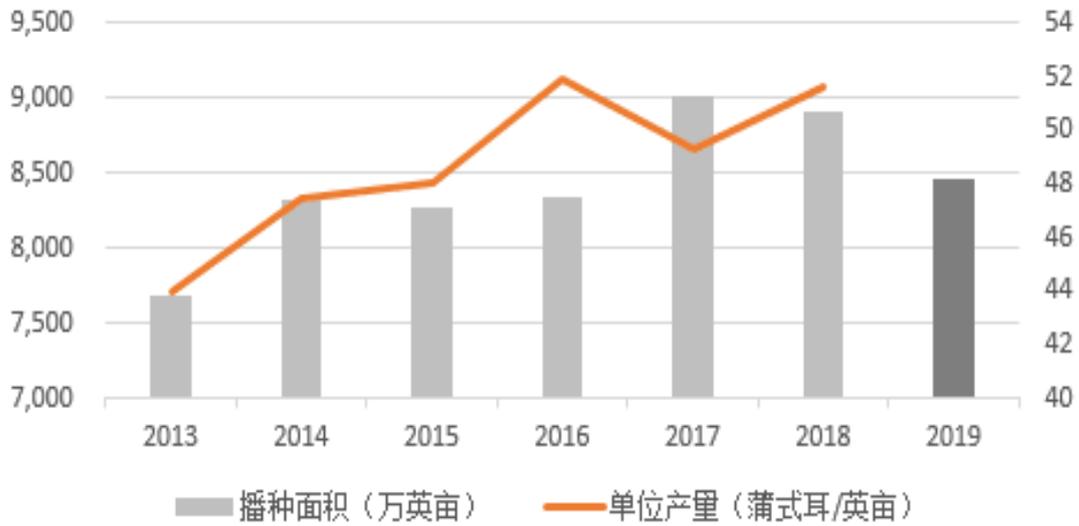
图 3：美豆对中国周度装运量（吨）



（数据来源：天下粮仓）

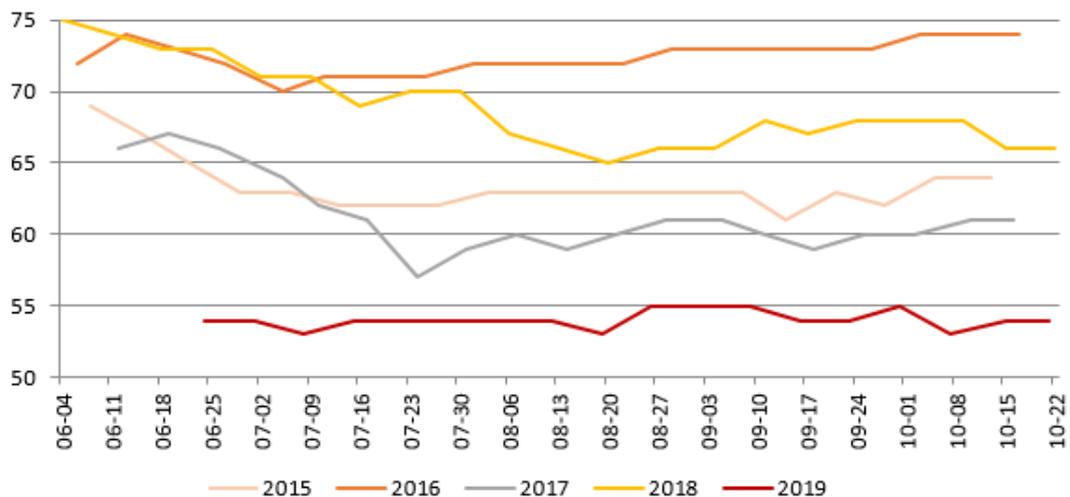
今年美豆主产区存在不同程度的晚播和弃播，美豆新作在种植面积、单产及作物生长优良率等方面都低于去年。目前，美豆已进入收割期，中西部产区因降雪导致收割进度受阻，市场预期 11 月 USDA 月度供需报告中美豆新作产量仍将面临下调。USDA 10 月月度供需报告预估，美豆新作种植面积 7650 万英亩（上月 7670、上年 8920），单产 46.9 蒲式耳（预估 47.3、上月 47.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预估 35.83、上月 36.33、上年 44.28）。

图 4：美豆历年种植情况



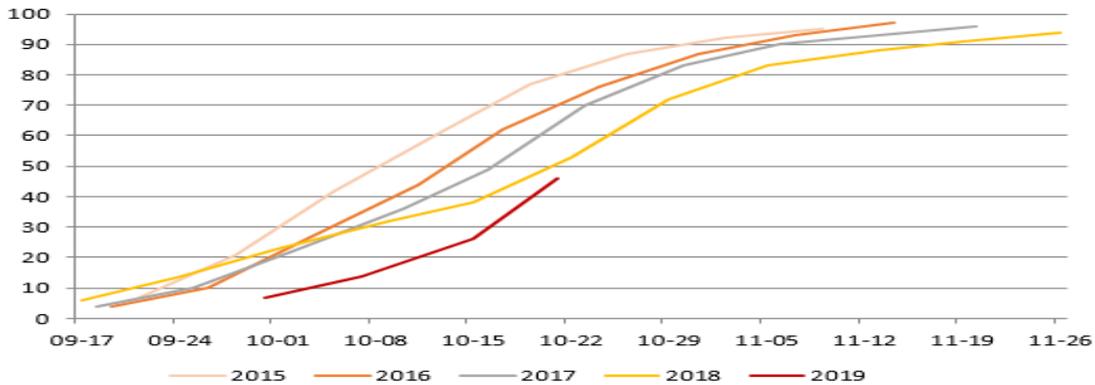
（数据来源：wind）

图 5：美豆优良率 (%)



（数据来源：wind）

图 6：美豆收割率（%）



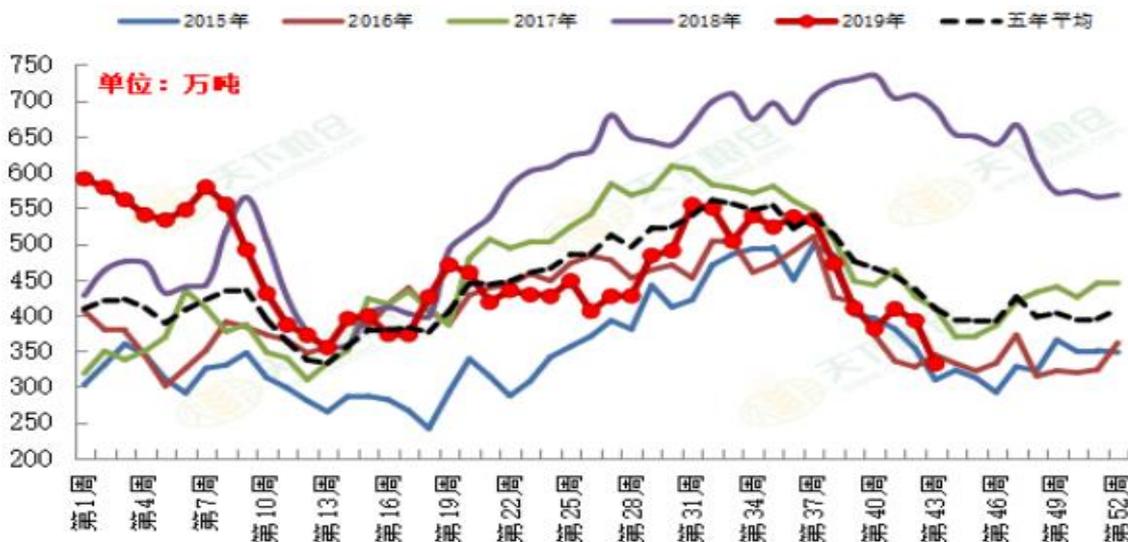
（数据来源：wind）

2、国内豆油现货成交持坚，粕类需求是重要决定因素

节后，部分买家存补库需求、且追涨心理支撑，现货成交放量，豆油去库存持续，而 11 月下旬元旦、春节备货亦利好去库存。但后期原料大豆供应充足、油厂榨利走高、豆粕需求走升等潜在利空因素不可忽略。

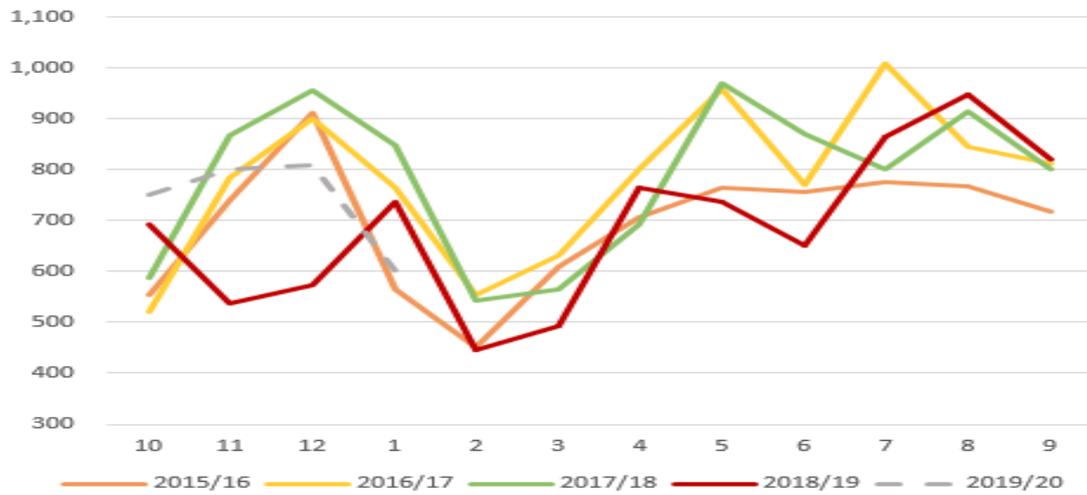
目前，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为 331.9 万吨，环比减少 15.44%，同比减少 51.82%。后期，压榨利润打开叠加中美关系好转且有免征关税配额的影响，预计大豆到港量庞大，豆油原料供应趋紧逻辑趋弱。根据 cofeed 预估，10 月后大豆到港预估均超过 800 万吨以上。

图 7：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

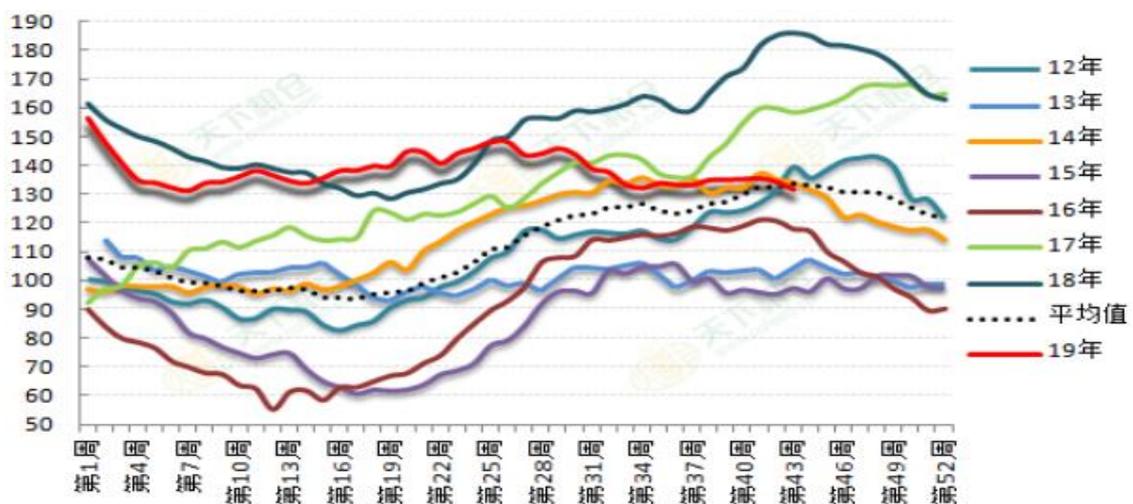
图 8：中国进口大豆历史情况及预期



(数据来源: wind)

国庆节后，部分买家存补库需求，中下游追涨情绪较高，现货价格表现强于期货盘面，走货速度较快，国内豆油库存下降至 131.45 万吨，11 月中下旬后，元旦、春节备货即将开启，亦利好于价格。但总体来说，油脂去库存的逻辑主要集中在供应端，即粕类的需求大小所导致的油厂开机率的高低。目前，禽类养殖利润可观，非洲猪瘟导致生猪供应大幅缩窄，猪价上升，养猪行业呈暴利，东北规模企业复养扩大，9 月猪饲料环比增加 10.4%，大豆压榨量也显著恢复，预计随着春节临近，油厂开机率亦难以下降。

图 9：豆油商业库存（万吨）



(数据来源: Cofeed)

图 10: 进口大豆盘面压榨毛利 (元/吨)



(数据来源: Cofeed)

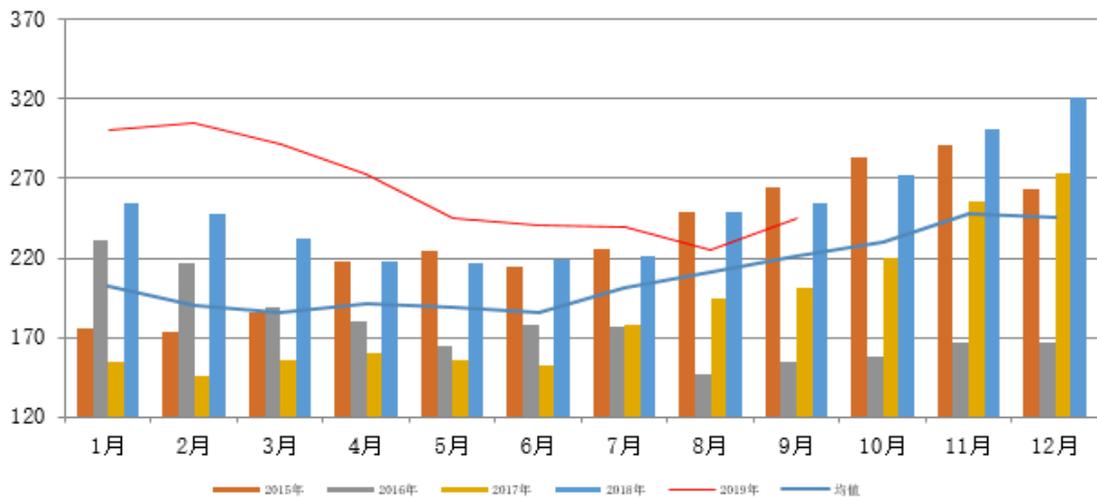
(二) 棕油主产国可炒作素材较多, 国内基本面转弱

1、干旱或损及棕油主产国产量, 消费受多种因素影响

棕榈油主要供应国马来西亚和印度尼西亚棕榈油库存步入增库存周期, 但年初降水严重不足及印尼生物柴油 B30 严控措施为去库存带来利好, 此外, 关注印度棕榈油进口政策。

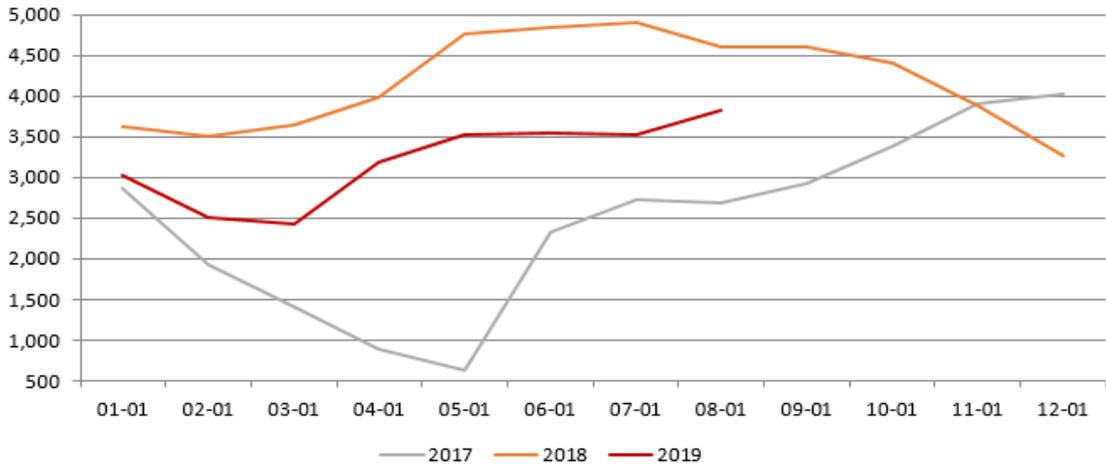
库存方面, 马来、印尼步入增库存周期, 库存出现止跌转升拐点, 但较去年同期均已实现不同程度的去库存。MPOB、Gapki 数据显示, 马来棕榈油 8 月库存环比下降 5.8% 至 225.18 万吨, 印尼 8 月库存环比增加 9% 至 381.4 万吨, 同比下降 17%。

图 11: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



(数据来源: wind)

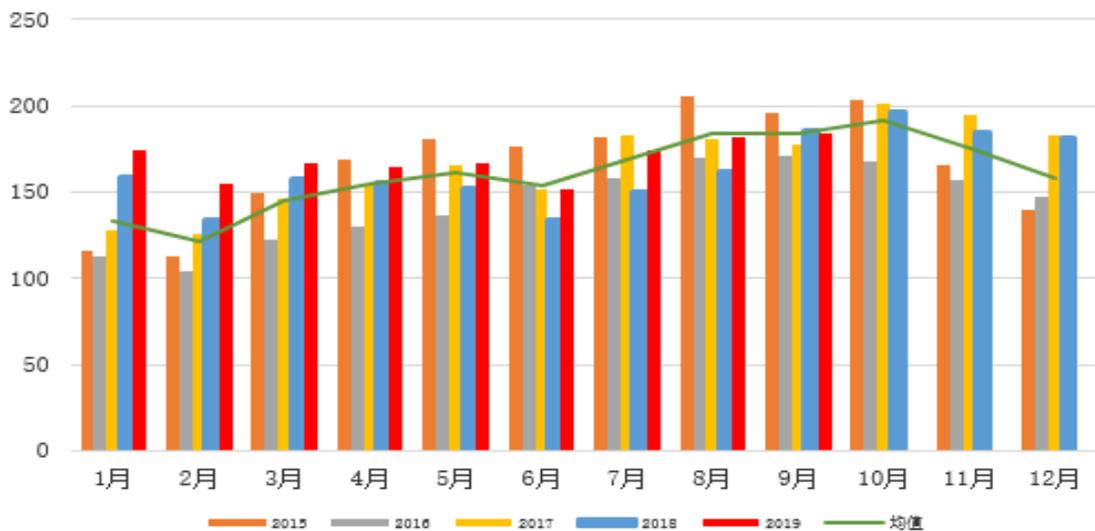
图 12: 印尼棕榈油库存 (万吨)



(数据来源: wind)

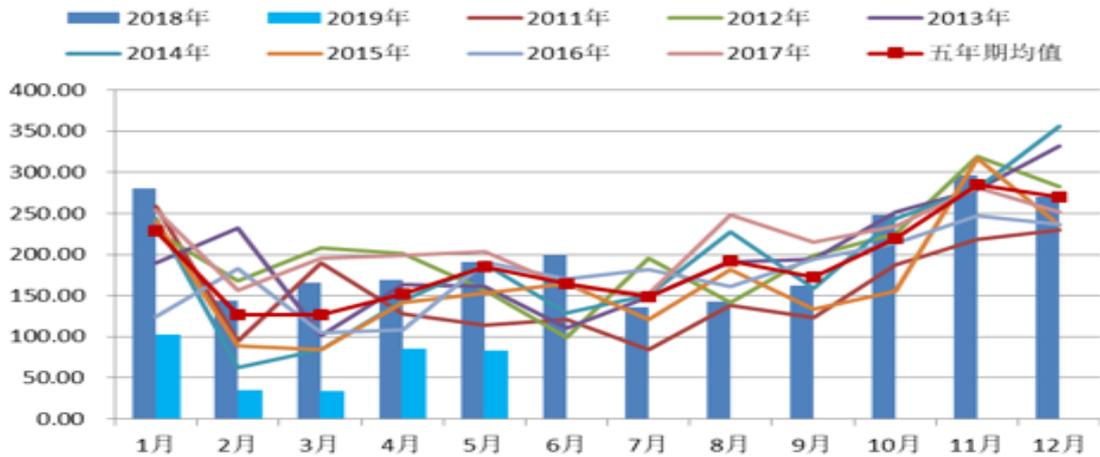
产量方面, 马来西亚 2018 年 12 月降雨量偏低、2019 年一季度降水严重不足, 按照降雨对油棕树生长 9—10 个月滞后期算, 马来西亚棕榈油今年四季度产量可能受损。MPOB 9 月供需报告数据中马来当月产量环比增长 1.14% 至 184.24 万吨, 低于市场预期, 而 SPPOMA 数据中马棕油 10 月 1—15 日产量环比增加 0.75%, 似乎已初步显现后市干旱的迹象。印尼 2019 年一季度干旱程度较大, 按照油棕树生长规律, 产地棕油今年四季度产量或恶化, 不过截止目前并无实际减产迹象。根据印尼棕榈油协会(Gapki), 印尼其 8 月棕油产量共计 470.2 万吨, 环比增加 9%, 同比增加 16%。

图 13: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



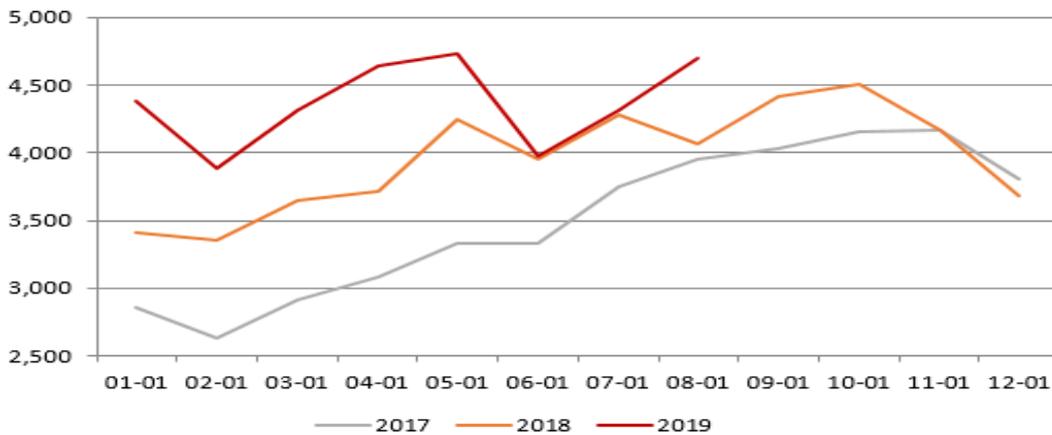
(数据来源: wind)

图 14: 马来西亚降雨量 (mm)



(数据来源: 彭博、中信建投)

图 15: 印尼棕榈油产量 (万吨)

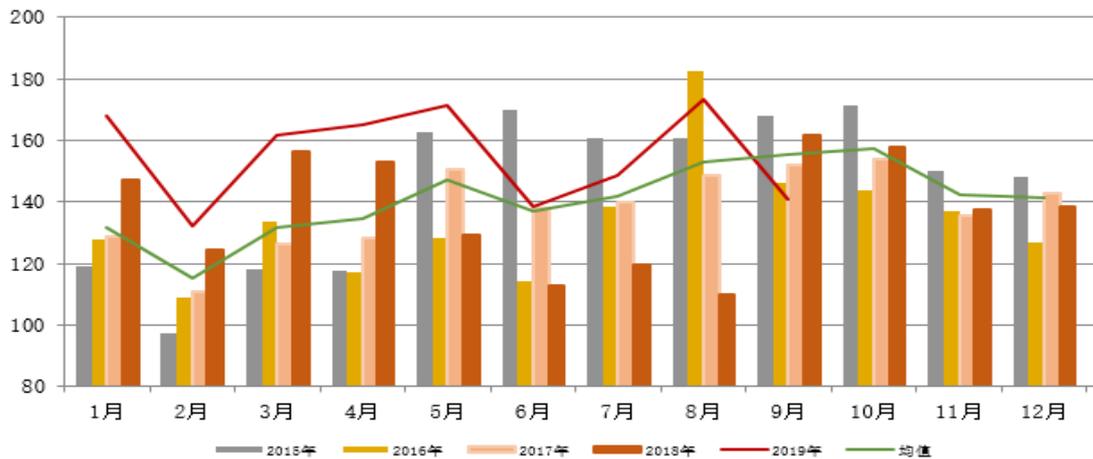


(数据来源: wind)

需求方面, 棕榈油主产地出口逐步转向季节性转弱, 但印尼严抓 B30 政策对国内消费有提振, 而印度关税政策、欧盟生柴政策对马棕油去库存可能带来不确定性。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 200—300 万吨。传言政府为保证 B30 计划顺利实施, 对 PME 生柴供应商提出严格的供货要求, 罚金每吨高达 180\$, 几大印尼的生柴产商开始对 1—3 月原料进行备货。此外, 印度因马来西亚总理对“克什米尔”地区的言论不满, 棕油相关协会机构发起对马来西亚棕榈油的抵制, 而此前印度政府将马来西亚植物油进口关税上调了 5%, 印度进口贸易政策对马来西亚棕榈油出口抑制明

显。但是本月由于欧盟进口量较高，10月1—25日期间，马来西亚棕榈油出口量为120.27万吨，环比增加9%。

图 16: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)



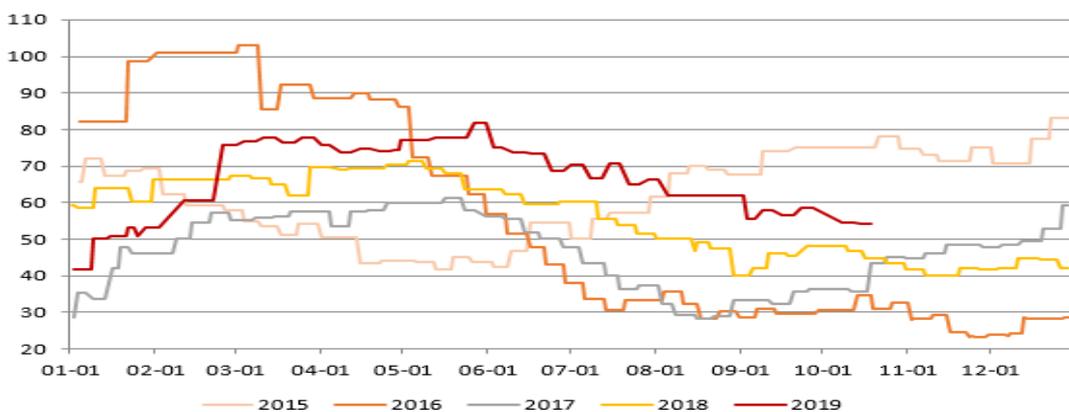
(数据来源: wind)

2、棕油需求趋弱，国内库存或转增

因棕榈油进口窗口持续打开，棕油8月后到港量庞大，国内棕油供给端增加。11月后，18度棕榈油随气温走低消费弱化，棕油出货量将受到抑制，国内库存或转增。

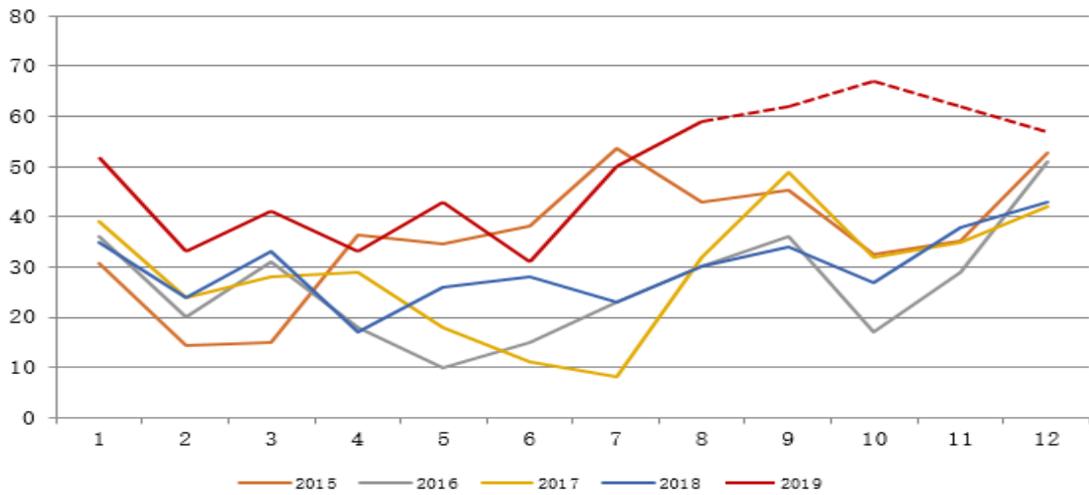
数据方面，截止9月23日，全国棕榈油港口库存总量54.2万吨，环比减少8%，同比增加21%。2019年10月棕榈油进口量预计67万吨，11—12月进口量共计119万吨。截止9月23日，棕榈油周成交量2.75万吨，环比增加127.27%。

图 17: 我国棕榈油港口库存 (万吨)



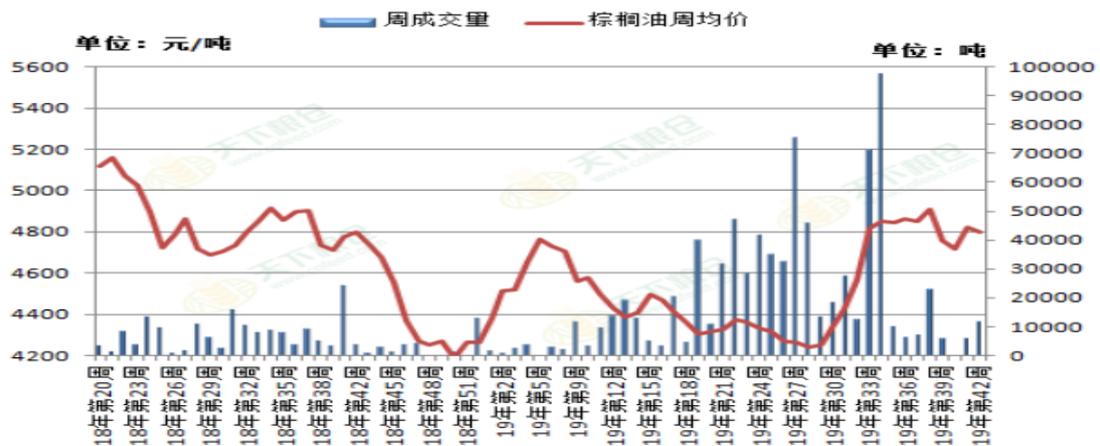
(数据来源: wind)

图 18: 我国棕榈油进口量 (万吨)



(数据来源: wind)

图 19: 棕榈油成交量



(数据来源: 天下粮仓)

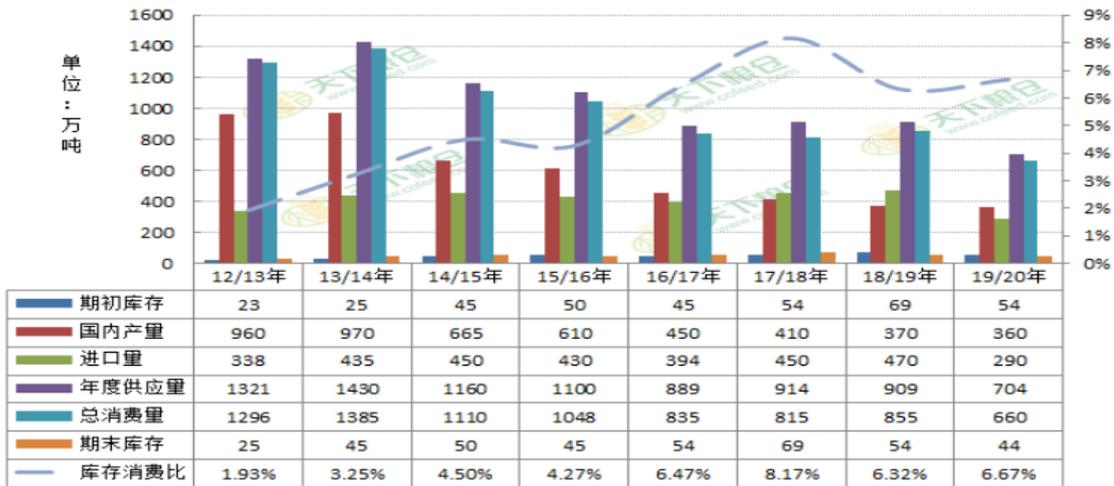
(三) 菜油供应趋紧不改, 关注中加关系

菜籽部分船期到港, 沿海油厂开工率有所回升, 但菜籽、菜油供应偏紧格局不改。后期关注中加关系, 若无实质性改善, 那么菜籽进口渠道受阻将成为菜油继续上涨的重要推手, 短期因菜油缺乏新的消息指引, 菜豆油价差处修复状态。

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 15 万吨, 较上周同期的 18.3 万吨减少 20.15%,

较去年同期的 33.8 万吨减少 55.62%。后期到港报船方面，因中加关系紧张，菜籽进口受阻，据 Cofeed，10 月有两条加籽船和 4.2 万吨澳籽，11 月有 9 万吨菜籽到港。

图 20：近几年中国油菜籽供需平衡表



（数据来源：Cofeed）

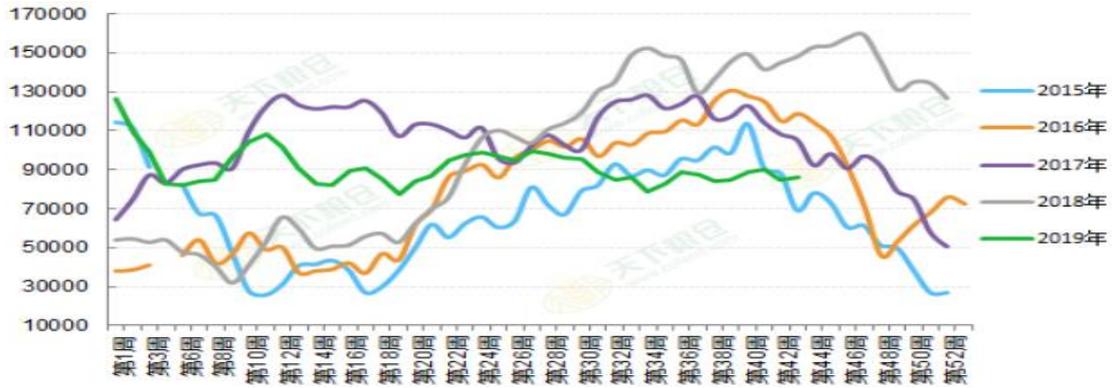
图 21：两广及福建油厂菜籽库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

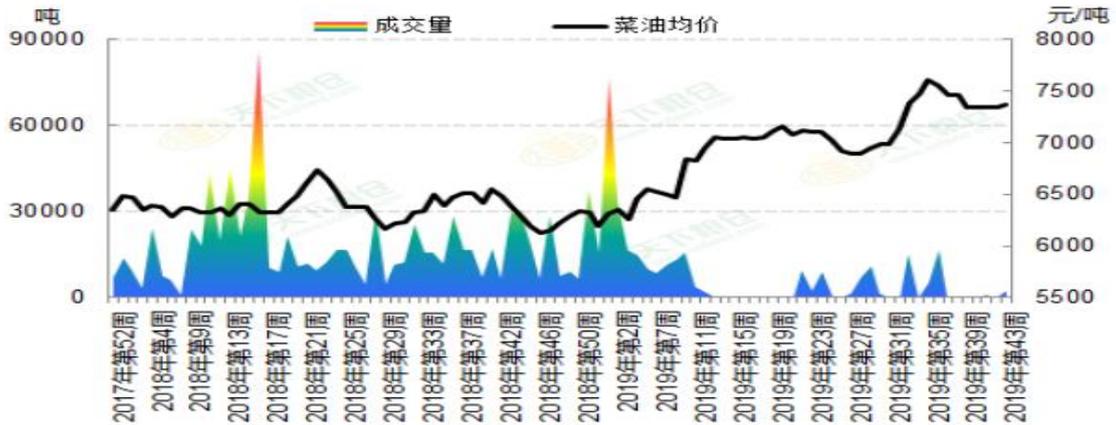
菜油方面，截止 10 月 25 日，两广及福建地区菜油油厂库存下降至 8.59 万吨，环比增加 1.18%，同比减少 42.12%。此外，因节后季节性销售淡季及菜豆油高价差影响，菜油成交量偏低。截止 10 月 25 日，本月菜油成交量 3100 吨，年初迄今 28.59 万吨，较去年同期降达 60.29%。而菜籽压榨开机率 11.25%，其中国产菜籽开机率在 1.25%，沿海地区进口菜籽加工厂开机率 25.67%。

图 22: 两广及福建油厂菜油库存 (吨)



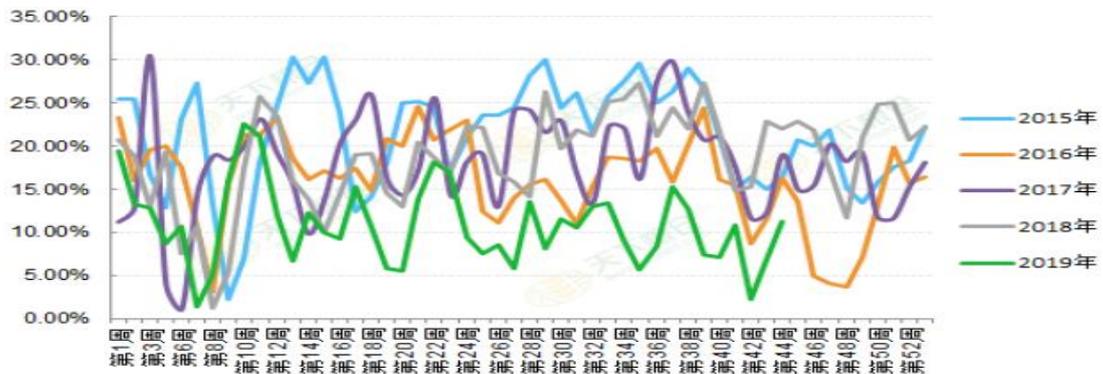
(数据来源: Cofeed)

图 23: 菜油价格成交量与价格统计



(数据来源: Cofeed)

图 24: 菜油开机率 (%)



(数据来源: Cofeed)

三、观点及交易逻辑

外盘，美豆优良率历史低位，中西部产区收割期天气欠佳，市场预期 USDA 11 月报告产量继续调低，而中美贸易谈判取得实质性进展也使市场对美豆出口预期加强；马棕油增产季产量增幅或偏低、生物柴油炒作或再起对棕油有支撑，但印度提高进口关税、企业联合抵制进口对马棕出口抑制不可忽略。国内，油脂基本面分化，菜油供需趋紧，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，豆油成交量虽放大，但库存或仍因豆粕需求向好而转弱，关注 11 月总下旬备货需求。

综上，豆、棕油受外围因素主导偏强，后市关注双节备货、棕油产量缩减、美豆产量等消息；菜油政策市主导，盘面持坚，但上行乏力，上方空间受进口成本及油脂间价差牵制。建议 y2001、P2001 逢低偏多思路为主，支撑位 6000、5000；OI001 做空菜豆油价差。

❏ 免责声明

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