

►研报·油脂

消息面反复，油脂震荡思路对待

倍特期货 · 研究发展中心

2020年4月2日

外盘，疫情、原油价格战主导，巴西、阿根廷主要港口运作情况对美豆出口预期冲击性较大，马来西亚棕油主产州沙巴州关闭种植园事件引发产量减少预期，但疫情同时也抑制主销国需求，持续关注疫情、原油事件发酵。国内，油脂基本面分化，豆、棕油偏强，国内大豆到港量偏低、油厂缺豆开机率较低，豆、棕油因餐饮、学校消费逐步恢复成交放量；菜油有弱化迹象，主要是因为中国对加菜籽进口范围限定在1%范围以内，但因主要两大出口企业尚未放开权限，预计对国内菜籽供应松绑影响有限。

相关报告：

《油脂分化，豆、棕油基本面偏弱》

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：

- ◆ 主产区大豆整体供应充足，关注疫情影响下美豆出口情况
- ◆ 国内豆油基本面偏强，关注后期大豆到港量
- ◆ 马棕3月库存或趋增，4月产量、出口博弈加剧
- ◆ 国内棕油成交放量，库存转跌但绝对值仍较高
- ◆ 菜油供需两弱，政策市主导不改

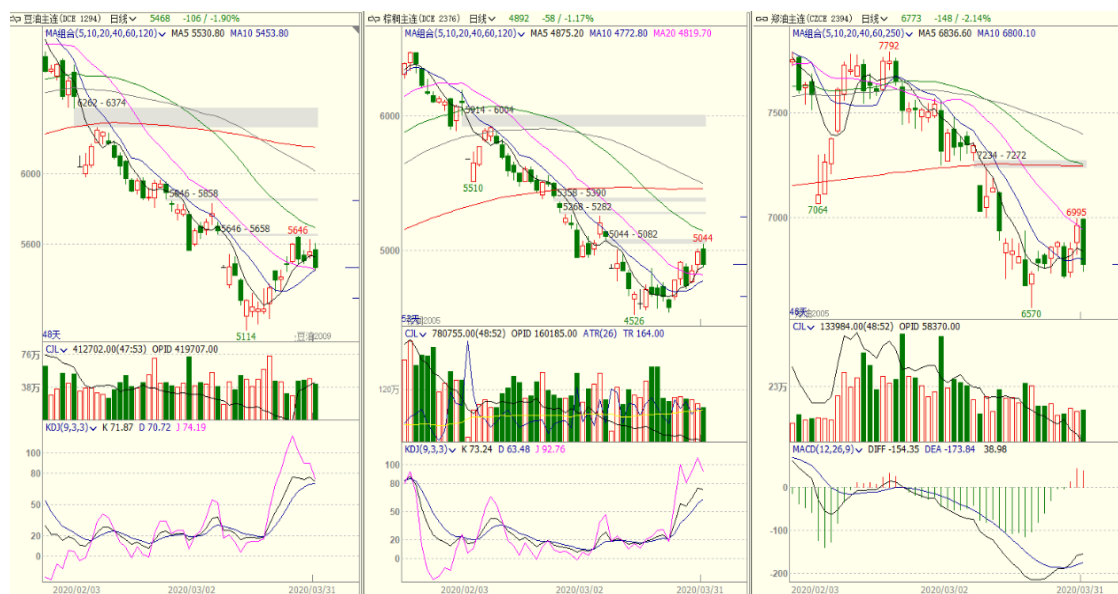
观点和操作策略：疫情、原油对盘面影响仍在持续，豆、棕油国内基本面有好转，但消息面反复性较大；菜油仍是政策市主导，油脂间价差牵制亦较为明显。建议 y2009、P2009 震荡思路对待，支撑位 5200、4300，压力位 6000、5200；OI009 关注菜棕油、菜豆油价差做空机会。

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

3 月份，油脂整体先抑后扬、盘面反复性较大，但中下旬后油脂品种间分化明显，豆、棕油在利好消息冲击下反弹力度较大，菜油陷入横盘震荡状态，在此基础上价差亦有收缩。前期，美股熔断、南美大豆丰产、美豆及棕油产地出口不佳、原油大跌，油脂下挫；后期，疫情持续扩散，油籽油料主要产出国出口受限消息反复，棕榈油产量或因马来封锁而减产消息频出，国内大豆到港量偏低，豆、棕油因餐饮逐步恢复成交有所放量，油脂有所反弹。截止 3 月 31 日收盘，y2005 收跌 3.16% 至 5390；P2005 收跌 1.13% 至 4892；OI005 收跌 7.41% 至 6773。

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) 大豆供应区域性分化，国内豆油基本面偏强

1、主产区大豆整体供应充足，关注疫情影响下大豆出口情况

全球大豆整体供应充足，美豆种植意向数据虽低于预期，但仍高于去年数值。后期，市场关注点仍是疫情对出口的实际影响，巴西、阿根廷港口运作情况及美豆的出口情况对盘面影响较大。

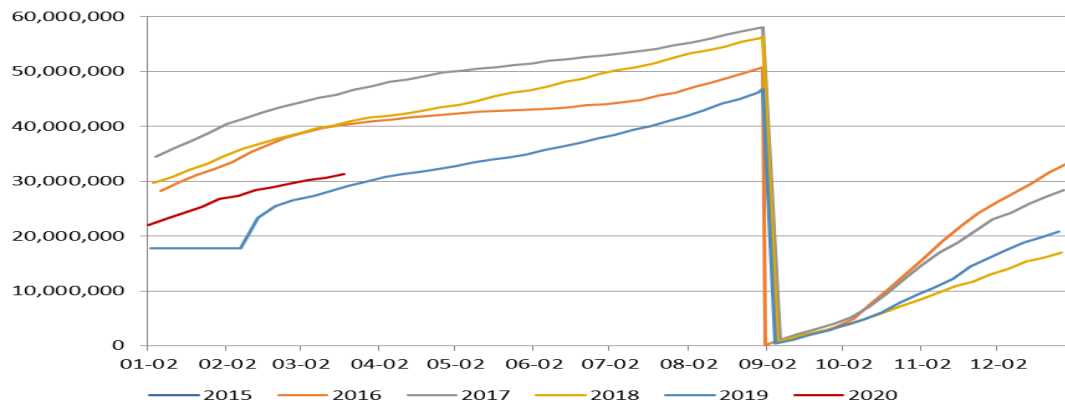
美豆方面，去库存较去年中美贸易战时期有好转，但出口受疫情牵制亦较为明显、美国境内高压榨量持续。整体来看，根据 USDA 3 月数据，美豆产量 35.85 亿蒲，出口 18.25 亿蒲，压榨 21.05 亿蒲，期末库存 4.25 亿蒲。此次报告维持上月预估数据不变，但期末库存略低于市场预期。具体到近期来看，截至 3 月 26 日当周，美豆出口检验量为 41.396 万吨，环比上周减少 29.5%，同比去年减少 41.86%。对中国装船出口方面，因南美利润更高，装船率维持低位。但美豆压榨量仍有利于美豆去库存，根据 NOPA 数据，2 月份美豆压榨量为 1.66 亿蒲式耳，低于上月的 1.77 亿蒲式耳，但高于去年同期的 1.55 亿蒲式耳。美国此去消费结构反应到库存上面来看，就是去库存进度较去年有好转，但不敌平常年份。USDA 季度库存报告数据显示，截止 3 月 1 日当季，大豆库存 22.53 亿蒲，此前市场预估为 22.37 亿蒲，去年同期为 27.27 亿蒲。此外，USDA 种植意向报告显示，美国 2020 年大豆种植意向面积 8351 万英亩，低于此前市场预期的 8470 万英亩，但高于去年的 7610 万英亩。

图 2: USDA 3 月供需报告

项目	2018/2019		2019/2020	
	2月	3月10日	2月	3月10日
大豆				
播种面积(百万英亩)	89.2	89.2	76.1	76.1
收获面积(百万英亩)	87.6	87.6	75	75
平均单产(蒲式耳/英亩)	50.6	50.6	47.4	47.4
大豆	百万蒲式耳			
期初库存	438	438	909	909
产量	4,428	4,428	3,558	3,558
进口量	14	14	15	15
总供应量	4,880	4,880	4,482	4,482
压榨量	2,092	2,092	2,105	2,105
出口量	1,748	1,748	1,825	1,825
种子用量	88	88	96	99
调整值	43	43	32	29
总使用量	3,971	3,971	4,058	4,058
期末库存	909	909	425	425
农场平均价格(美元/蒲)	8.48	8.48	8.75	8.7

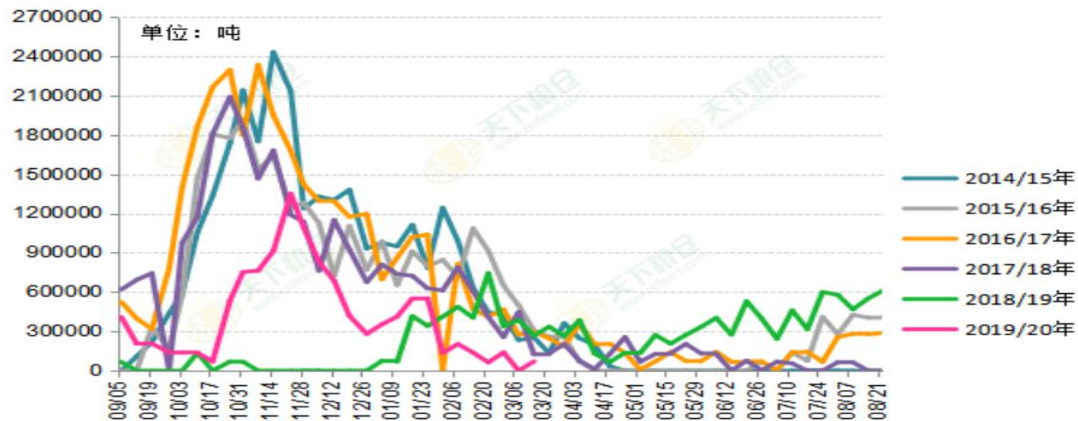
(数据来源: Cofeed)

图 3：美豆周度出口累计值（吨）



（数据来源：wind）

图 4：美豆对中国周度装运量（吨）



（数据来源：天下粮仓）

图 5：USDA 作物种植面积与市场预期比较（百万英亩）

项目	2020/3/31	平均预测	预测区间	USDA2019
玉米	96.99	94.253	92.5-96.4	89.7
大豆	83.51	84.699	82.7-87.0	76.1
全麦	44.655	44.859	42.3-46.0	45.158
冬麦	30.775	30.847	30.1-31.7	31.159
春麦	12.59	12.615	12.0-13.4	12.66
杜伦麦	1.29	1.505	1.1-2.4	1.339

（数据来源：天下粮仓）

南美方面，根据 USDA 预估，巴西 2019/20 年度大豆产量达 1.26 亿吨，比上一年度增加 900 万吨；阿根廷新作产量预估 5400 万吨，比上一年度减少 100 万吨。而分析公司 IEG Vantage 对南美大豆的预测数据则高于 USDA，巴西新作大豆产量为 1.28 亿吨，阿根廷为 5500 万吨。巴西农业咨询机构 AgRural 称，截至 3 月 19 日，巴西 2019/20 年度大豆收获完成计划面积 3640 万公顷的 66%，落后于去年同期的 68%。其中，巴西头号产区马托格罗索州的大豆收割工作已经完成，而其他主产区的大豆收工作也接近尾声。

图 6: USDA 2 月供需报告

地区	时间	期初库存	产量	进口量	国内压榨	使用总计	出口量	期末库存
2019/20年度(预测值)								
世界	2月	111.22	339.4	150.8	304.33	351.06	151.5	98.86
	3月	111.88	341.76	150.75	303.45	350.07	151.88	102.44
减去中国的 世界	2月	91.77	321.3	62.8	218.33	247.36	151.38	77.13
	3月	92.42	323.66	62.75	217.45	246.37	151.75	80.71
美国	2月	24.74	96.84	0.41	57.29	60.77	49.67	11.55
	3月	24.74	96.84	0.41	57.29	60.76	49.67	11.56
其他国家	2月	86.48	242.56	150.39	247.04	290.3	101.84	87.31
	3月	87.14	244.92	150.34	246.16	289.31	102.21	90.88
主要出口国	2月	59.81	190.1	4.06	92.33	102.16	93.23	58.58
	3月	59.88	192.1	4.06	91.33	101.16	93.23	61.65
阿根廷	2月	28.89	53	3.9	44.6	51.7	8.2	25.89
	3月	28.89	54	3.9	43.6	50.7	8.2	27.89
巴西	2月	30.42	125	0.15	43.75	46.4	77	32.17
	3月	30.48	126	0.15	43.75	46.4	77	33.23
巴拉圭	2月	0.5	9.9	0.01	3.9	3.98	5.9	0.53
	3月	0.5	9.9	0.01	3.9	3.98	5.9	0.53
主要进口国	2月	22.06	21.83	121.84	114.59	140.74	0.42	24.57
	3月	22.56	21.83	121.84	114.59	140.74	0.42	25.07
中国	2月	19.46	18.1	88	86	103.7	0.13	21.73
	3月	19.46	18.1	88	86	103.7	0.13	21.73
欧盟27国	2月	1.23	2.6	15.2	15.9	17.61	0.25	1.17
	3月	1.73	2.6	15.2	15.9	17.61	0.25	1.67
南非	2月	0.97	0.64	9.29	4.06	9.61	0.04	1.25
	3月	0.97	0.64	9.29	4.06	9.61	0.04	1.25
墨西哥	2月	0.22	0.24	6	6.2	6.25	0	0.2
	3月	0.22	0.24	6	6.2	6.25	0	0.2

(数据来源: Cofeed)

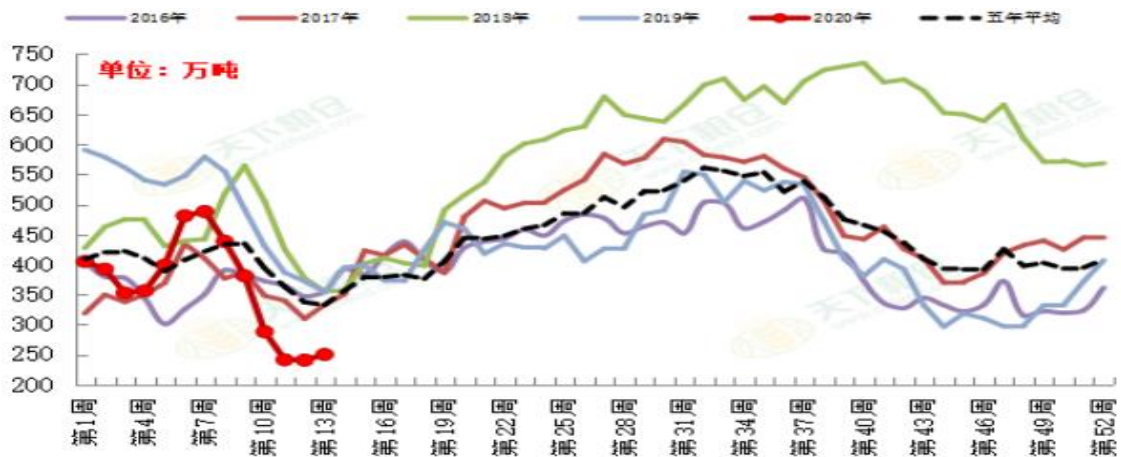
2、国内豆油基本面偏强，关注后期大豆到港量

3 月，国内豆油库存在弱产出、高需求的作用下止升转跌。后期，油厂大豆缺豆情况或因到港量改善有缓解，但巴西、阿根廷疫情有较大不确定性；需求方面，若国内疫情控制有效持续，那么成交量将进一步回暖。

目前，受 3 月大豆到港量偏低影响，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量已降至历史最低位 250.33 万吨，同比去年减少 29.42%。后期，受疫情期间检疫时间拉长影响，4 月大豆到港量仍

可能偏低，根据 cofeed 预估，4 月后大豆到港预估 688.1 万吨以上，5—7 月初步预估 890 万吨、900 万吨、900 万吨。

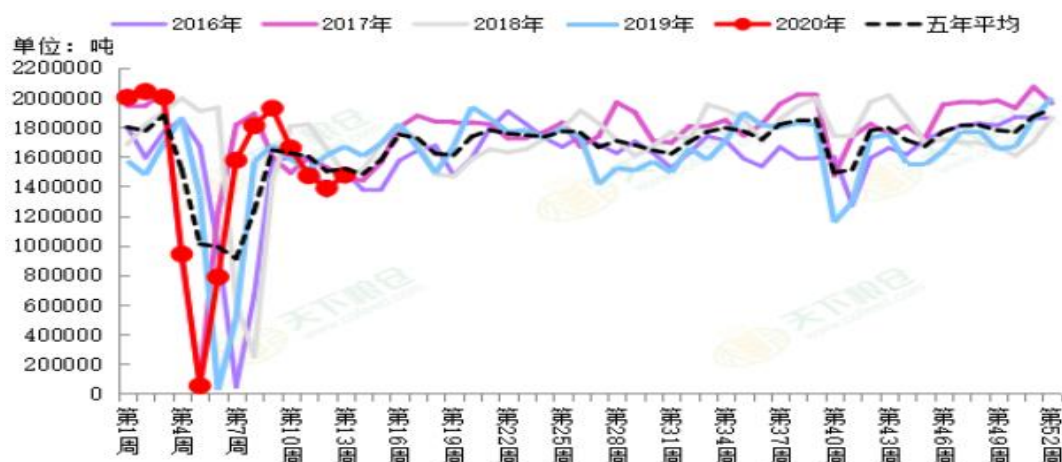
图 7：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

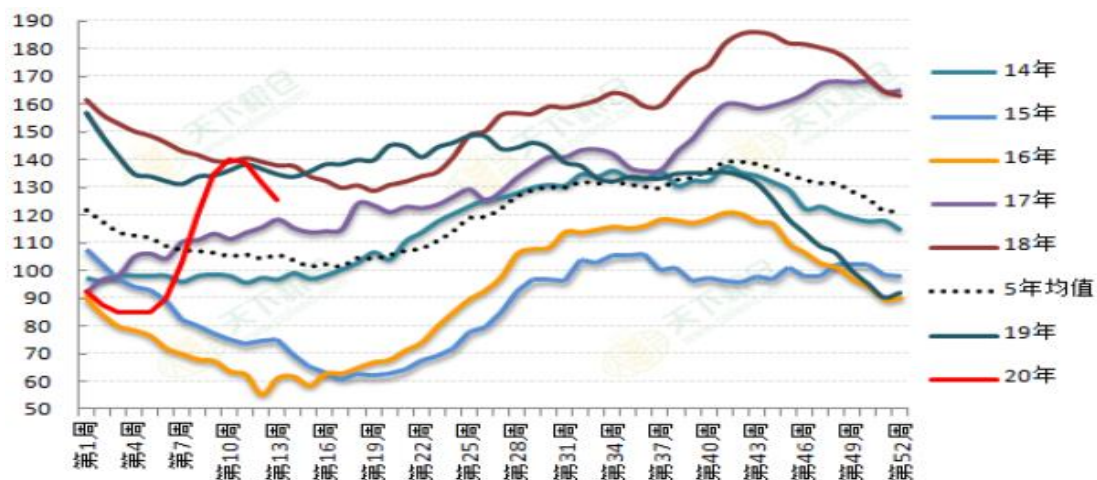
3 月，部分油厂因缺豆降低开机率，豆油产出减少，但餐饮逐步恢复，豆油成交回暖，豆油库存止升转跌。后期，若国内疫情控制不生变数，商业餐饮或将进一步开放，学校陆续开学，需求将进一步回暖。总体来说，国内豆油短期基本面仍偏强，但是巴西、阿根廷疫情封锁、停工事件对大豆进口成本及到港天数影响很大，关注此类情况。

图 8：进口大豆压榨量（吨）



（数据来源：Cofeed）

图 9：豆油商业库存（万吨）



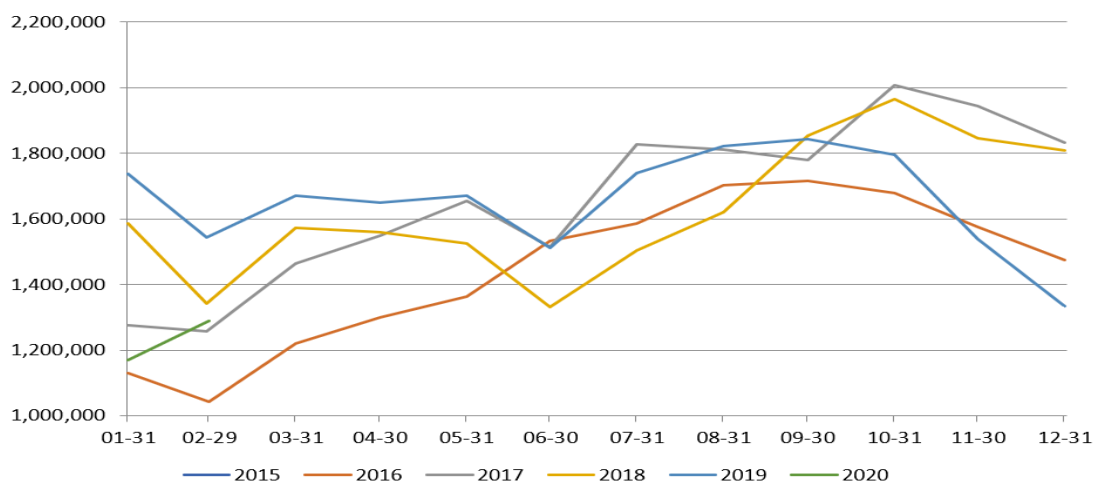
（数据来源：Cofeed）

（二） 马棕供需受疫情影响较大，国内基本面好转

1、马棕 3 月库存或趋增，4 月产量、出口博弈加剧

马来西亚棕榈油 3 月因疫情及前期降雨影响产量偏弱，但出口降幅高于产量，其库存环比趋增的概率较大。4 月，疫情、原油事件仍是棕油供需端主要主导逻辑。

图 10：马来西亚棕榈油产量（吨）



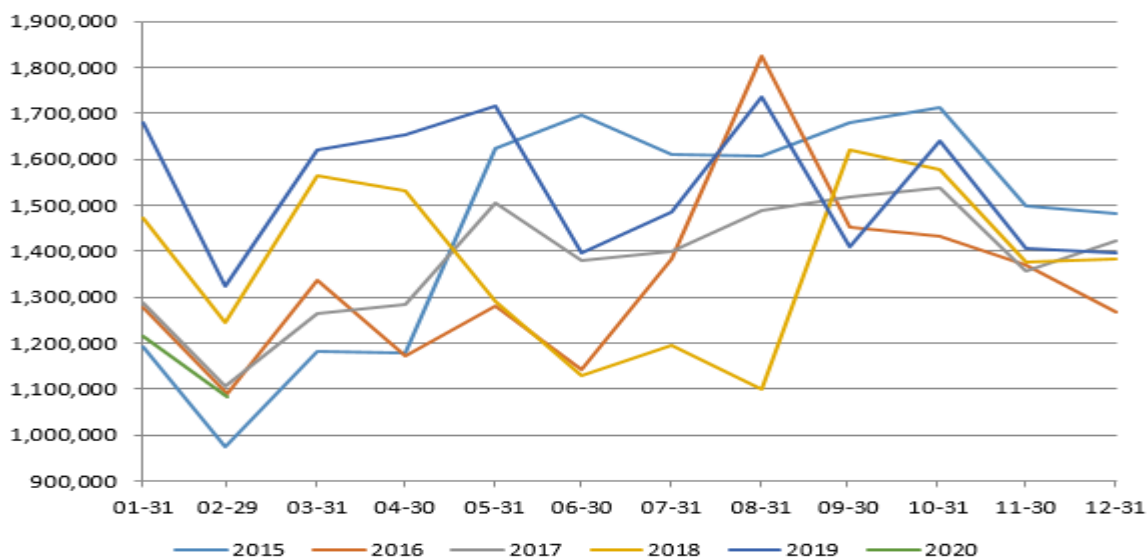
（数据来源：wind）

产量方面，马来西亚棕榈油 2 月逆季节性规律提前步入增产周期。MPOB 2 月供需报告数据中马来 1 月产量环比下降 12.6% 至 117 万吨，低于市场预期。根据 SPPOMA 预估，马来西亚棕榈

油 3 月 1—25 日产量比 2 月同期下降 5.01%，单产下降 0.087%。3 月前期产量主要受两方面因素影响，一是，2019 年的降雨量处于历史偏低位置，按照 9 个月的生产滞后影响，利空 3 月产量；二是，3 月 18 日至 4 月 15 日，马来西亚因疫情严重化开始实施封锁，油棕树种植园和棕榈油精炼厂虽未被禁封，但是实际产量仍受些许影响，此外，沙巴州部分因工作人员感染关闭部分种植园的事实也令市场担忧其他主产州的棕榈油生产的持续性。4 月 10 日，MPOB 报告将出炉，届时关注报告值与实际数据值之间的差异。

需求方面，马来西亚 2 月出口量下滑至五年历史同期最低至 108 万吨，环比上月降低 10.81%。船运调查机构 ITS 预估显示，马来西亚 3 月 1—25 日棕榈油出口量为 83.88 万吨，环比下降 13.6%。而 Amspec 对于出口预估与 ITS 相近为 86.63 万吨。3 月前期出口弱势，主要受两方面因素影响，一是疫情导致中国、印度需求弱化，因封锁影响，主消国餐饮、食品加工受影响较大；二是，沙特原油战导致棕榈油需求受到冲击。4 月份，疫情仍是需求主要牵制点，从主要相关国封锁时间来看，马来封锁至 4 月 14 日，印度至 4 月 15 日，此期间，预计棕油需求偏弱，关注原油事件。

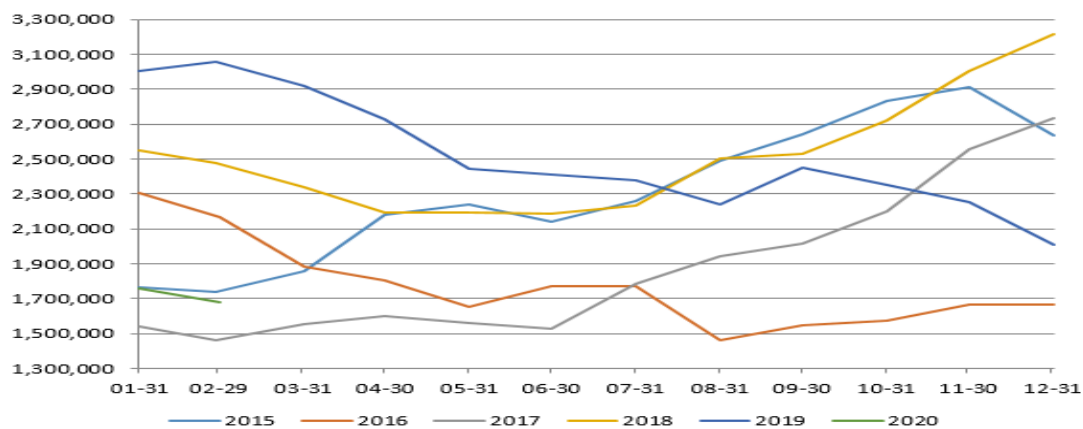
图 11：马来西亚棕榈油出口（吨）



（数据来源：wind）

库存方面，马来棕榈油 2 月库存环比下降 4.2%至 168 万吨，为近两年来最低点。根据当前预估数据，考虑到棕油产量降幅低于出口降幅，3 月马来棕榈油库存大概率走高。4 月，棕油行情或因产量、出口博弈而震荡加剧。建议关注 3 月 10 日 MPOB 报告，以及 3 月份 SPPOMA、ITS、SGS 等机构对马棕油产量、出口数据的预估。

图 12：马来西亚棕榈油库存（吨）



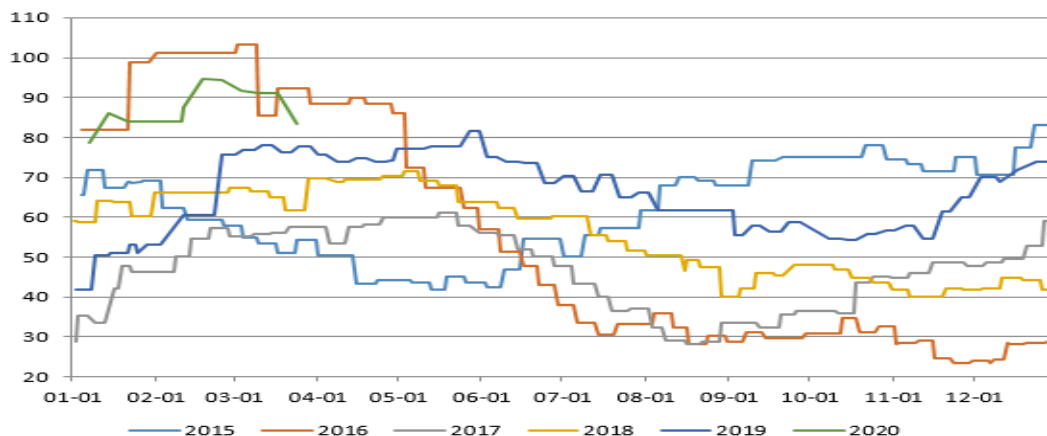
（数据来源：wind）

2、国内棕油成交放量，库存转跌但绝对值仍较高

我国棕榈油进口预估持稳我，但国内消费受气温回暖，豆、棕油价差走阔、大豆进口紧张，国内棕榈油成交放量，棕油库存转跌，但绝对值仍处于近三年历史高位。

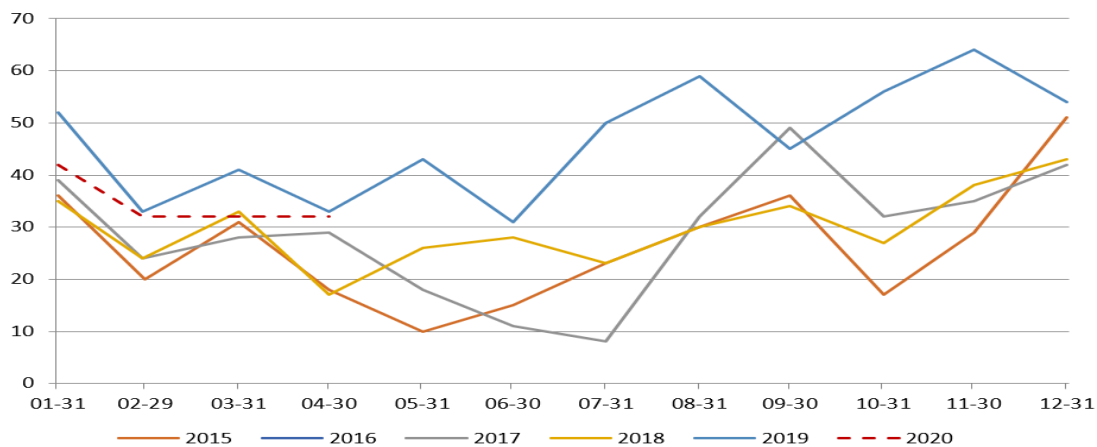
数据方面，截止 3 月 24 日，全国棕榈油港口库存总量 83.5 万吨，环比降低 11%，同比增加 7%。进口方面，中国 1—2 月份共进口棕榈油 87.22 万吨，同比去年降低 24.2%，从进口国别来看，我国从印尼进口量降幅较大，达到 39.4%；马来相对较小为 3.8%。根据天下粮仓的预估，3 月进口量预计 32 万吨，4 月预估 37 万吨，5 月 37 万吨。成交量方面，截至 3 月 30 日，棕榈油月度总成交量 20.12 万吨，环比上月增加 720.7%，同比去年增加 324.3%。

图 12：我国棕榈油港口库存（万吨）



（数据来源：wind）

图 13：我国棕榈油进口量（万吨）



（数据来源：wind）

图 14：棕榈油成交量



（数据来源：天下粮仓）

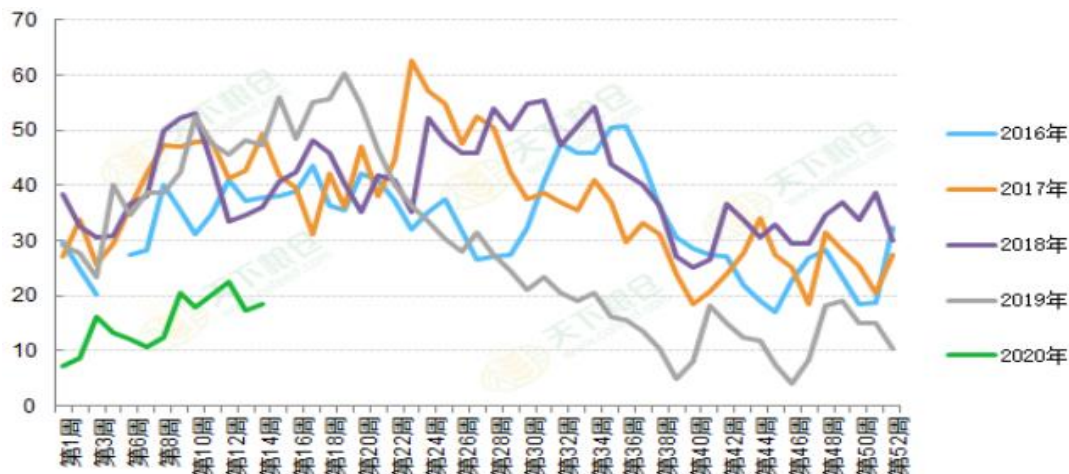
（三）菜油供需两弱，政策市主导不改

菜油原料供应偏紧、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。此阶段，菜油仍是政策市主导，中加关系、油脂间价差牵制是近期菜油主要逻辑。

菜籽供应方面，加拿大农业部长称中国将继续允许加菜籽进口，条件是秸秆或谷物等杂质含量低于 1%，而 Richardon 和 Veterra 不在授权范围内。此政策对国内菜籽进口有一定的解绑，但实际效用有限。因为能立即操作 1%标准的菜籽出口、港口仓容都有限。目前，菜籽供应量处历史低位。截止目前，两广及福建地区菜籽库存增加至 24.7 万吨，环比增加 6.01%，同比减少 62.94%。后期

到港报船方面，因中加关系紧张，菜籽进口受阻，据 Cofeed，3 月有两船共 6 万吨澳籽到和两船共 12 万吨加籽到，4 月有一船 6 万吨澳籽到和两船共 12 万吨加籽到。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。

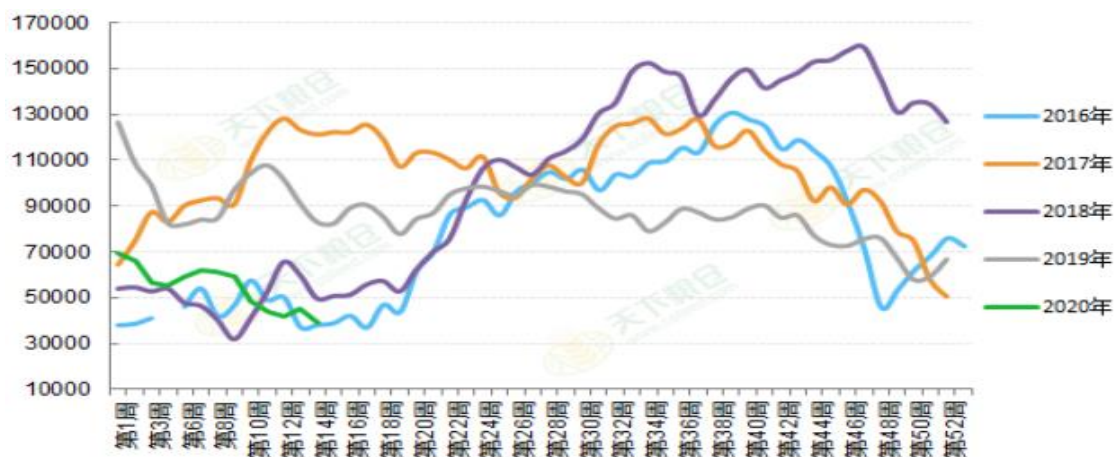
图 16：两广及福建油厂菜籽库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

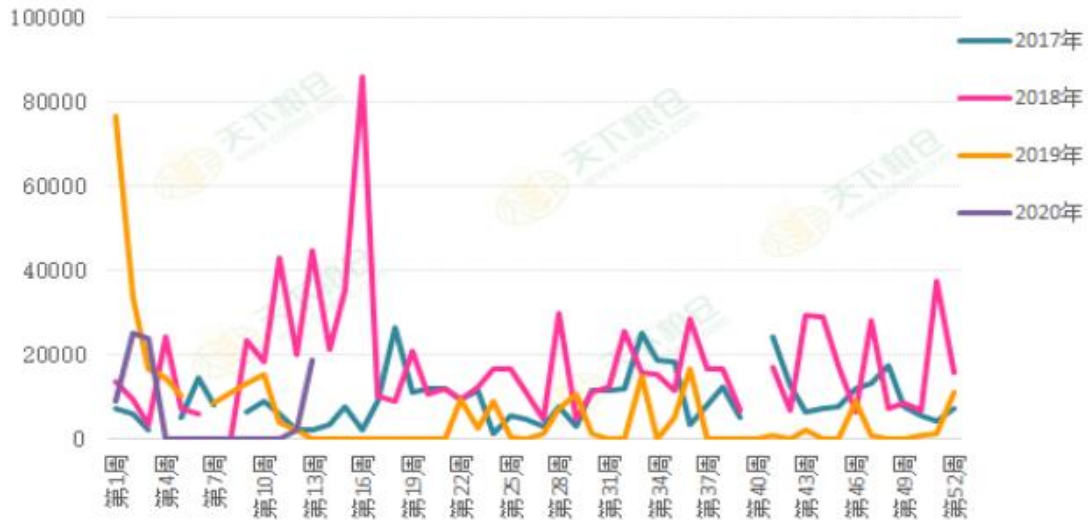
菜油方面，截止 3 月 27 日，两广及福建地区菜油油厂库存下降至 3.92 万吨，环比下降 12.89%，同比减少 52.77%。成交方面，因餐饮恢复、学校陆续开学，菜油上周成交放量，周成交累计 1.9 万吨，环比增加 850%。但整体而言，菜油元旦至今成交量较去年同期下降 64.53%。而因缺少菜籽，菜籽压榨开机率降至 8.78%，其中国产菜籽开机率在 0%，沿海地区进口菜籽加工厂开机率 21.31%。

图 17：两广及福建油厂菜油库存（吨）



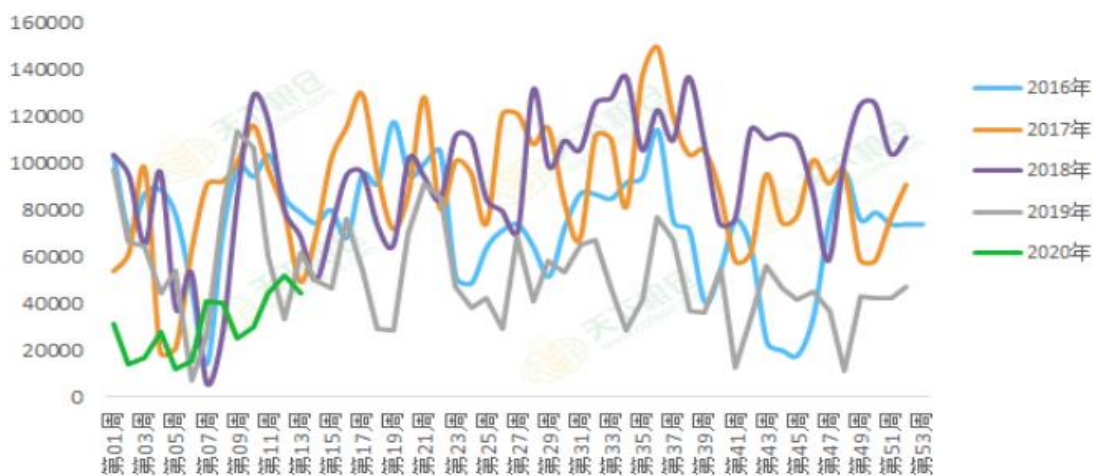
（数据来源：Cofeed）

图 18：菜油价格成交量与价格统计



（数据来源：Cofeed）

图 19：菜油开机率（%）



（数据来源：Cofeed）

三、观点及交易逻辑

外盘，疫情、原油价格战主导，巴西、阿根廷主要港口运作情况对美豆出口预期冲击性较大，马来西亚棕油主产州沙巴州关闭种植园事件引发产量减少预期，但疫情同时也抑制主销国需求，持续关注疫情、原油事件发酵。国内，油脂基本面分化，豆、棕油偏强，国内大豆到港量偏低、油厂

缺豆开机率较低，豆、棕油因餐饮、学校消费逐步恢复成交放量；菜油有弱化迹象，主要是因为中国对加菜籽进口范围限定在 1% 范围以内，但因主要两大出口企业尚未放开权限，预计对国内菜籽供应松绑影响有限。

综上，疫情、原油对盘面影响仍在持续，豆、棕油国内基本面有好转，但消息面反复性较大；菜油仍是政策市主导，油脂间价差牵制亦较为明显。建议 y2009、P2009 震荡思路对待，支撑位 5200、4300，压力位 6000、5200；OI009 关注菜棕油、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