

►研报·油脂

基本面分化，油脂震荡思路对待

倍特期货·研究发展中心

2020年4月29日

外盘相对偏空，疫情、原油、美豆新作种植主导，疫情引发市场对美豆、马来棕油去库存担忧，原油弱势价格亦致部分生物柴油政策停摆，市场亦对美豆新作面积持调高预期，关注上述因素变化。国内，油脂基本面分化，豆油基本面或弱化，5—7月份大豆到港或逼近1000万吨，油厂开机率或恢复高位，豆油去库存料难以为继，关注后期大豆实际到港量；棕榈油相对偏强，棕油进口利润不佳导致进口偏低，需求旺盛结构下，棕油去库存或维持；菜油仍属政策市主导、供需偏紧，菜籽到港有限、菜油库存极低，关注加菜籽进口政策变化。

相关报告：

《消息面反复，油脂震荡思路对待》

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：

- ◆ 疫情影响美豆去库存，市场关注点逐步转向新作种植
- ◆ 国内豆油基本面或弱化，关注后期大豆到港量
- ◆ 增产周期、疫情弱化需求，马棕油去库存堪忧
- ◆ 弱进口、高需求致国内棕油库存走低，关注后期进口利润
- ◆ 菜油库存极低，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，且近期消息面反复性较大，整体而言外围基本面相对国内油脂偏弱。郑油基本面偏强，豆油弱化，连棕受外围牵制疲弱。建议 y2009、P2009 震荡思路对待，支撑位 5100、4000，压力位 5700、4700；OI009 关注菜棕油、菜豆油价差做多机会。**

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

4月份，油脂偏弱，但品种间分化明显，豆、菜油先后抑，前低附近仍有支撑；连棕大幅下挫，跌至前低 4478 下方。品种间分化主要来源于基本面差异，一方面，马棕油产地库存重建预期在增产周期，餐饮、生物柴油需求弱化下愈演愈烈，另一方面，国内豆、菜油去库存可观，部分油厂出现提货排队现象，而两广及福建菜油库存已低至历史极低位。截止 4 月 28 日收盘，y2009 收跌 2.9% 至 5352；P2009 收跌 10%至 4324；OI009 收跌 2%至 6655。

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) 疫情影响美豆去库存，国内豆油基本面弱化

1、疫情影响美豆去库存，市场关注点逐步转向美豆新作种植

USDA 调低南美大豆产量，但全球大豆整体供应充足逻辑不改。美豆方面，受疫情影响，美豆旧作去库存预期悲观，市场关注点逐步转向美豆新作种植。

美豆旧作去库存方面，出口、压榨量均因疫情受到不利影响，出口虽较去年贸易战时期有好转，但整体仍偏弱；压榨量 3 月虽处历史高位，但 4 月受需求影响或转弱。市场对美豆旧作库存预期悲观。根据 USDA 4 月报告，美豆出口 17.75 亿蒲，压榨 21.25 亿蒲，期末库存 4.80 亿蒲。出口方面，截止 4 月 16 日，美豆出口年初至今累计 3317.5 万吨，同比去年增加 5%，比同期前年下降 20%。美豆国内压榨方面，根据 NOPA 数据，3 月份美豆压榨量为 1.81 亿蒲式耳，高于上月的 1.66 亿蒲式耳，但高于去年同期的 1.70 亿蒲式耳，但 4 月美豆国内压榨量或因生猪豆粕消费不振而受挫，市场预期偏空。

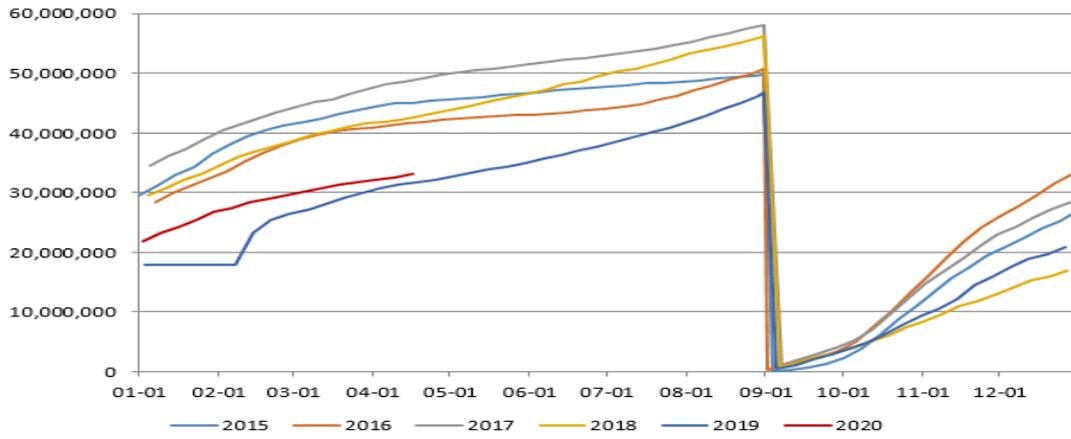
美豆新作目前已经进入了播种期，截止 4 月 26 日当周，美豆种植率为 8%，此前市场预期为 8%，去年同期为 2%，五年均值为 4%。目前，3 月底，美豆种植意向报告将 2020 年美豆种植意向面积定为 8351 万英亩，低于此前市场预期的 8470 万英亩，但高于去年的 7610 万英亩。市场预期，USDA 将调高 5 月供需报告中美豆种植面积。美国普渡大学经济学家表示，如果天气和单产保持正常，美豆面积或将增至 8450 万英亩，棕产量将达到 41 亿蒲，预计创下历史第四高。

图 2: USDA 3 月供需报告

项目	2018/2019		2019/2020	
	3月	4月9日	3月	4月9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	2,125
出口量	1,748	1,748	1,825	1,775
种子用量	88	88	99	97
调整值	43	43	29	5
总使用量	3,971	3,971	4,058	4,002
期末库存	909	909	425	480
农场平均价格(美元/蒲)	8.48	8.48	8.7	8.65

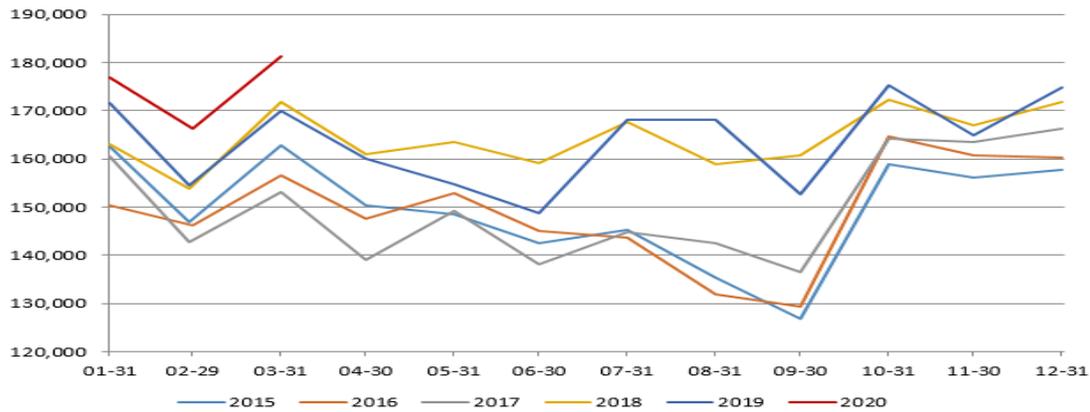
(数据来源: Cofeed)

图 3: 美豆周度出口累计值 (吨)



(数据来源: wind)

图 4: 美豆国内压榨量 (千蒲式耳)



(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，USDA 4 月供需报告调低阿根廷、巴西 2019/20 年度大豆产量，巴西 2019/20 年度大豆产量达 1.245 亿吨（上月 1.26 亿吨）；阿根廷新作产量预估 5200 万吨（上月 5400 万吨）。

图 6: USDA 2 月供需报告

2019/20巴西产量(百万吨)	USDA	平均预测	预测区间	USDA3月
	4月9日			
玉米	101	100.3	99.0-101.1	101
大豆	124.5	124.2	123.0-126.0	126
2019/20阿根廷产量(百万吨)	USDA	平均预测	预测区间	USDA3月
	4月9日			
玉米	50	49.7	49.0-51.7	50
大豆	52	52.7	51.0-54.0	54

（数据来源：Cofeed）

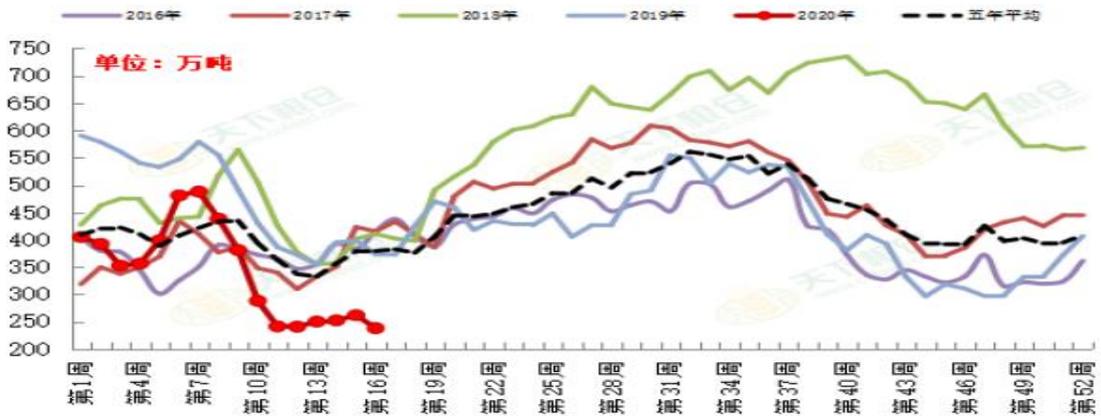
2、国内豆油基本面或弱化，关注后期大豆到港量

4 月，国内豆油库在弱产出、高需求的作用下持续去库存。5—7 月，大豆到港量或逼近 1000 万吨高位、油厂开机率在豆粕库存偏低驱动下将逐步升至高位，若豆油需求持稳，那么豆油库存或止跌转升。

因 4 月大豆到港量低于预期、油厂开机率回升，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 238.19 万吨，同比去年减少 36.18%。后期，大豆到港量庞大，或逼近 1000 万吨，国内沿海大豆库存大概率回升。根据 cofeed 预估，4 月后大豆到港预估 682 万吨以上，5—7 月初步预估 980 万吨、980 万吨、960 万吨。

4 月，油厂开机率低于往年同期、豆油现货成交放量，豆油库存延续跌势。4 月，因前期滞后大豆逐步到港，油厂开机率回升，4 月全国大豆压榨总量预估 672 万吨，高于 3 月实际压榨量 657.83 万吨，但低于去年同期的 714.29 万吨。截至目前，豆油库存回调至历史低位 90.45 万吨，同比降低 33.98%。后期，若国内疫情控制不生变数，商业餐饮、学校将进一步开放，需求或将于恢复至一定程度后持稳。总体来说，国内豆油基本面后期或因大豆高到港量、油厂高开机率而弱化。

图 7：国内沿海大豆结转库存（万吨）



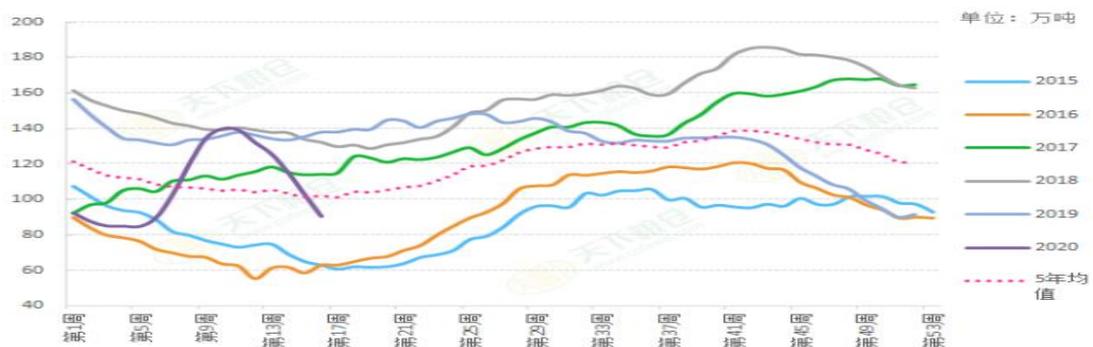
（数据来源：Cofeed）

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）



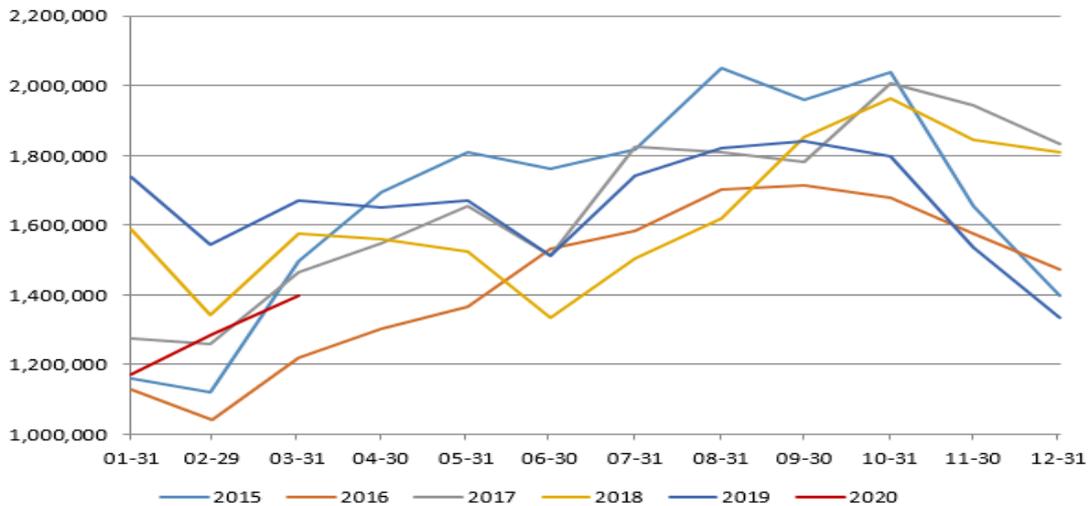
（数据来源：Cofeed）

（二）马棕油基本面受疫情影响偏弱，国内基本面好转

1、增产周期、疫情弱化需求，马棕油去库存堪忧

4月，疫情对马来西亚棕榈油需求利空影响大于供应，原油大跌影响，马棕油去库存堪忧。5月，增产周期需求能否改善仍是棕油主要逻辑，关注印度疫情及原油事件。

图 10：马来西亚棕榈油产量（吨）

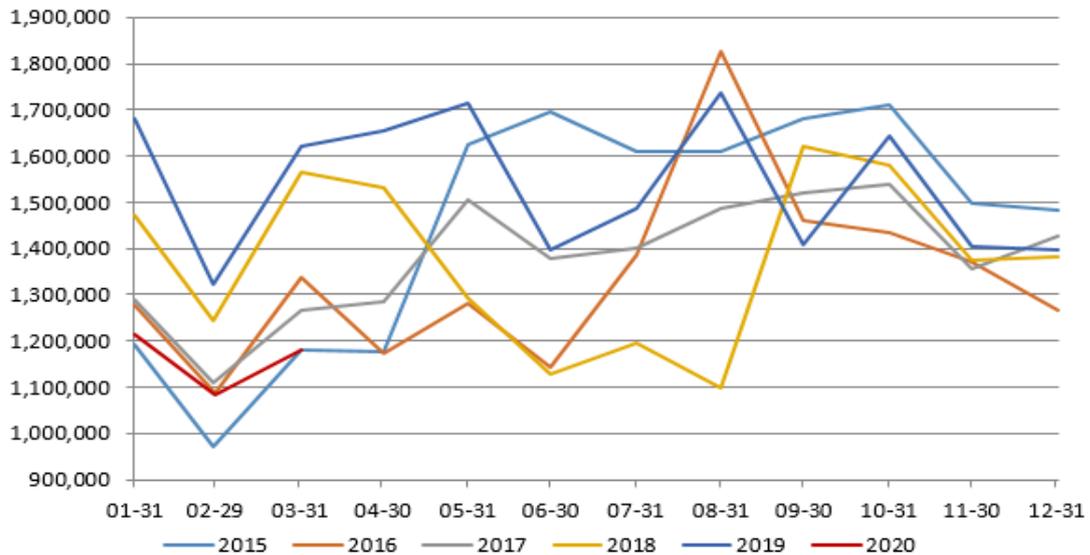


（数据来源：wind）

产量方面，马来西亚棕榈油已步入增产周期，前期因疫情关停沙巴州部分种植园事件实际证明对马棕油减产有限。MPOB 3月供需报告数据中马来3月产量环比增加 8.44%至 139.7 万吨，高于市场预期。而根据 MPOA 数据，马来西亚棕榈油 4月 1—20 日产量比 3月同期增加 25.9%，其中马来半岛增 36.51%，沙巴增 2.26%，沙撈越增 15.15%，马来东部增 5.08%，疫情致马棕油减产预期落空。

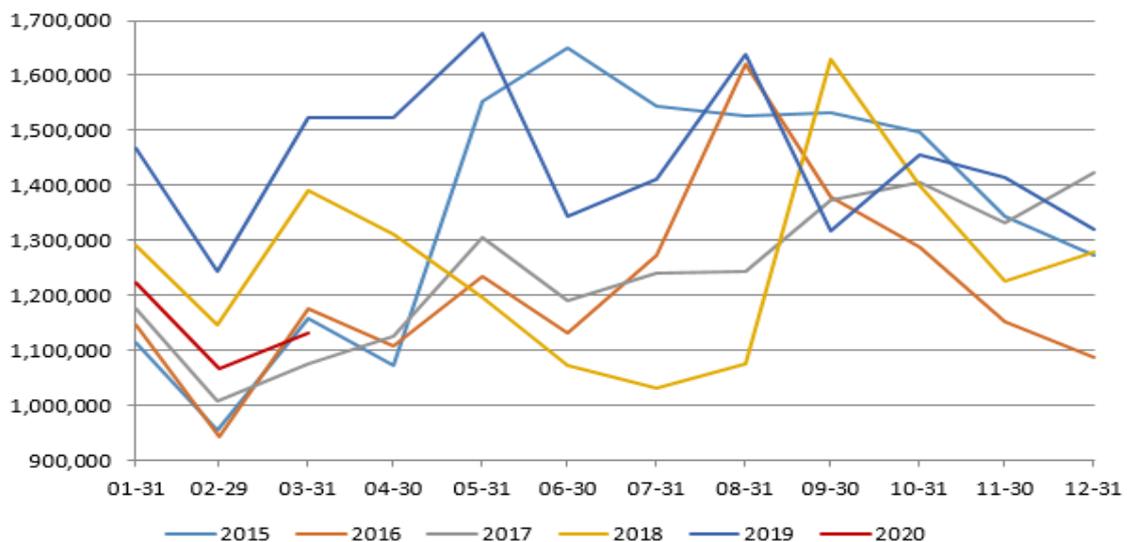
需求方面主要体现在两方面，一是疫情抑制餐饮消费，导致马棕油出口旺季不旺，二是受疫情及原油共同牵制，棕榈油制生物柴油消费前景堪忧。出口方面，马来西亚 3月出口量下滑至五年历史同期最低至 118.1 万吨，环比上月增加 9.15%。而根据船运调查机构 ITS 数据，马来西亚 4月 1—25 日棕榈油出口量为 96.5 万吨，环比增加 15.1%，但处历史同期低位。马棕油出口偏弱主要是因为疫情导致需求弱化，尤其是印度，现阶段本处印度斋月节备货时期，但印度封锁时间延长至 5月 3 日，且就新增确诊人数来看，印度疫情尚未得到有效控制。生物柴油方面，马来西亚宣布推迟推广 B20 计划，印尼实际生物柴油掺混量未达到预期目标。

图 11: MPOB 统计马来西亚棕榈油出口 (吨)



(数据来源: wind)

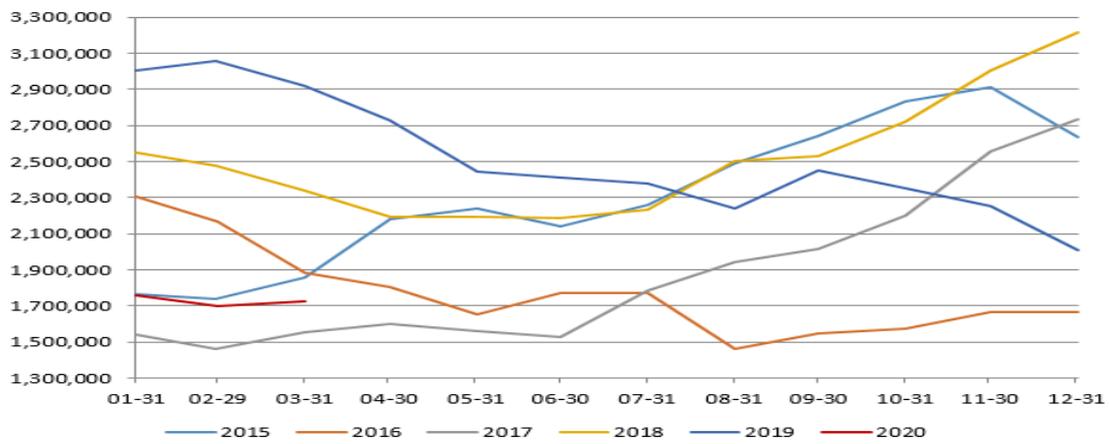
图 12: ITS 统计马来西亚棕榈油出口 (吨)



(数据来源: wind)

库存方面, 马来棕榈油 3 月库存环比增加 1.67% 至 172.8 万吨, 超出此前市场预期。根据当前预估数据, 考虑到棕油产量增幅高于出口增幅, 4 月马来棕榈油库存大概率走高。5 月, 若疫情延续, 马棕油库存仍可能面临重建。建议关注 5 月 10 日 MPOB 报告, 以及 SPPOMA、ITS、SGS 等机构对马棕油产量、出口数据的预估。

图 13：马来西亚棕榈油库存（吨）



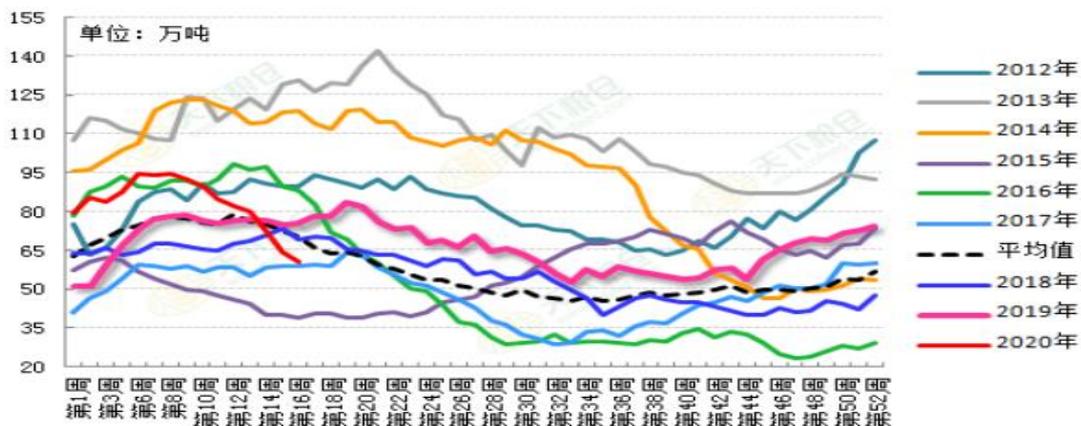
（数据来源：wind）

2、弱进口、高需求致国内棕油库存走低，关注后期进口利润

棕油进口利润不佳，3月进口量极低，4、5月进口量或有所反弹，但整体相对偏低。而气温升高、豆棕油价差较高，棕油需求较好，国内棕榈油港口库存已降至历史低位。后期，若进口利润无改善，国内棕油去库存或维持。

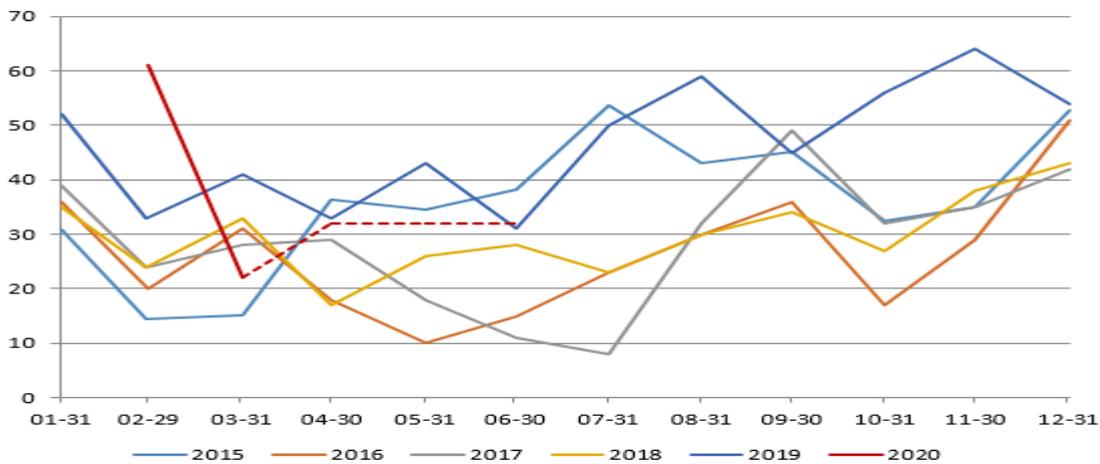
数据方面，截止4月17日，全国棕榈油港口库存总量60.59万吨，环比降低26.2%，同比减少19.4%。进口方面，中国1—3月份累计进口棕榈油84万吨，同比去年降低33%，处于近五年的极低值。根据天下粮仓的预估，4月进口量预计32万吨，5月预估32万吨，6月32万吨。成交量方面，截至4月23日，棕榈油月度总成交量10.76万吨，环比上月减少32%，同比去年增加322%。

图 14：我国棕榈油港口库存（万吨）



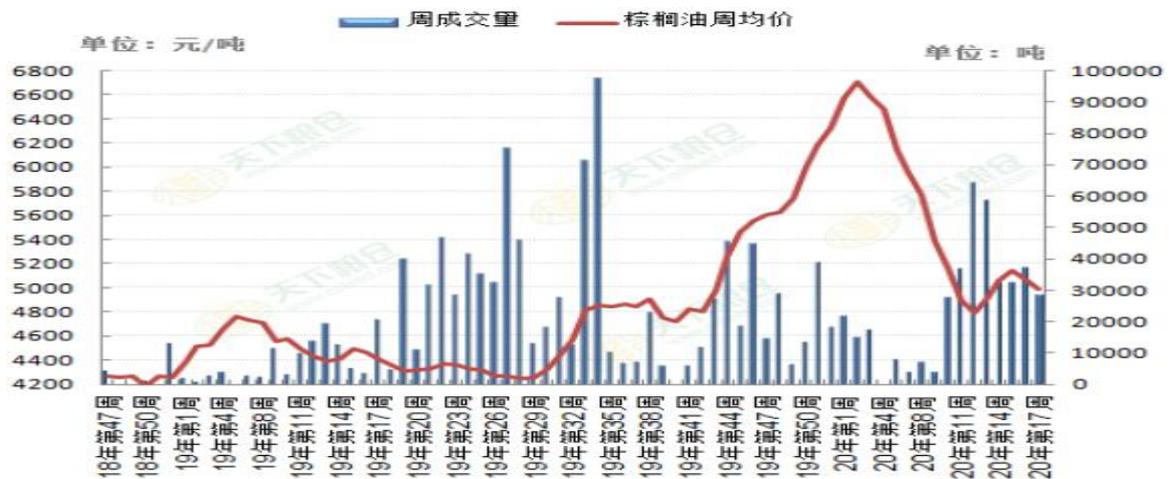
（数据来源：wind）

图 15：我国棕榈油进口量（万吨）



（数据来源：wind）

图 16：棕榈油成交量



（数据来源：天下粮仓）

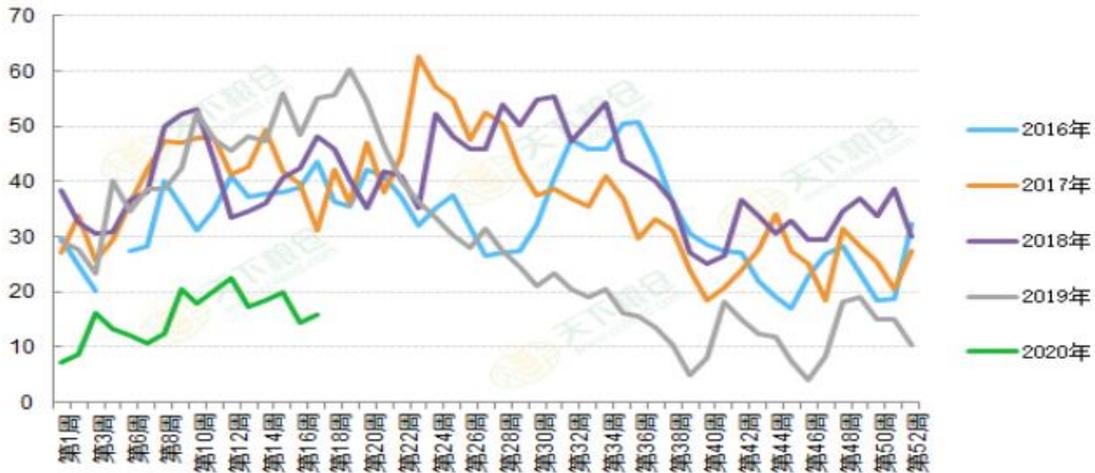
（三）菜油库存极低，政策市主导不改

菜油原料供应偏紧、压榨量下滑，菜油库存极低，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 Richardson 和 Vettera 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 25.3 万吨，环比增加 33.16%，同比减少 66.01%。后

期到港报船方面，据 Cofeed，4 月 37.3 万吨加籽到，5 月有 18 万吨加籽和 6 万吨澳籽到。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 17：两广及福建油厂菜籽库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

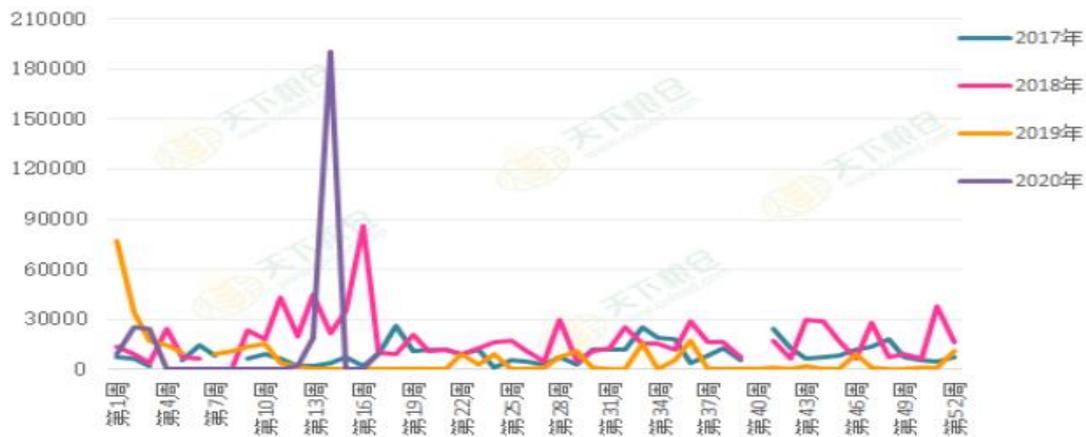
菜油方面，截止 4 月 24 日，两广及福建地区菜油油厂库存下降至 1.01 万吨，环比下降 22.31%，同比减少 88.84%。成交方面，因餐饮恢复、学校陆续开学，菜油上周成交放量，周成交累计 1 万吨，但整体而言，菜油元旦至今成交量较去年同期下降 50.22%。而因缺少菜籽，菜籽压榨开机率偏低 12.77%，其中国产菜籽开机率在 0%，沿海地区进口菜籽加工厂开机率 29.06%。

图 18：两广及福建油厂菜油库存（吨）



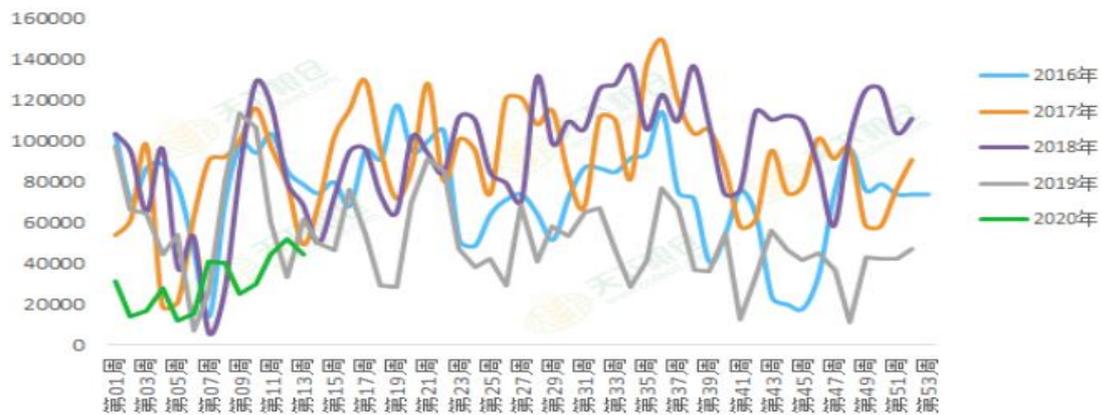
（数据来源：Cofeed）

图 19: 菜油价格成交量与价格统计



(数据来源: Cofeed)

图 20: 菜油开机率 (%)



(数据来源: Cofeed)

三、观点及交易逻辑

外盘相对偏空，疫情、原油、美豆新作种植主导，疫情引发市场对美豆、马来棕油去库存担忧，原油弱势价格亦致部分生物柴油政策停摆，市场亦对美豆新作面积持调高预期，关注上述因素变化。国内，油脂基本面分化，豆油基本面或弱化，5—7 月份大豆到港或逼近 1000 万吨，油厂开机率或恢复高位，豆油去库存料难以为继，关注后期大豆实际到港量；棕榈油相对偏强，棕油进口利润不佳导致进口偏低，需求旺盛结构下，棕油去库存或维持；菜油仍属政策市主导、供需偏紧，菜籽到

港有限、菜油库存极低，关注加菜籽进口政策变化。

综上，疫情、原油对盘面影响仍在持续，且近期消息面反复性较大，整体而言外围基本面相对国内油脂偏弱。郑油基本面偏强，但油脂价差牵制下难以一枝独秀；豆油弱化，连棕受外围牵制疲弱，但盘面已下行至低位，成本端有支撑。建议 y2009、P2009 震荡思路对待，支撑位 5100、4000，压力位 5700、4700；OI009 关注菜棕油、菜豆油价差做多机会。

❏ 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