

## ► 研报 · 油脂

# 油脂维持底部震荡，关注备货开启后能否回暖

倍特期货 · 研究发展中心

2018年10月31日

外围，美豆丰产格局已定、年末库存受中美贸易影响较大，马棕季节性增产周期出口疲弱，原油大跌致生柴炒作受阻。国内，机构预期大豆11月进口量较往年明显减少，但当前港口库存偏高、中国饲料工业协会调整蛋白掺混比例减缓大豆供应趋紧焦虑；豆油库存处历史新高、菜油趋增、棕油略降，11月下旬元旦春节备货开启后库存压制或略有改善。

### 相关报告：

《油脂短期大概率维持底部震荡，关注11月后菜油能否有所突破》

### 分析师：李闯

投资咨询号：Z 0012732

联系电话：028-86269250

QQ：461095809

### 助理分析师：刘思兰

从业资格号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

### 要点：

- ◆ 美豆丰产格局已定，国内后期供应或区域性转紧
- ◆ 豆油库存处历史新高，元旦春节备货之际或有所改善
- ◆ 马棕季节性增产周期，生柴暂无炒作点
- ◆ 菜籽供应偏紧、临储菜油紧俏，菜油基本面相对偏好
- ◆ 油粕比低位，油脂价差处区间上沿

观点和操作策略：在没有大的影响因素出现情况下，油脂主力短期大概率维持底部震荡，y 1901压力5950，支撑5580；P 1901压力4900，支撑4500；O I 901压力6800，支撑6400。中美贸易摩擦、马棕油出口、汇率、原油价格、关税等因素可能带来扰动。关注元旦春节备货开启后，油脂能否在利空牵制弱化的条件下回暖。

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，油脂指数在一波短暂反弹后开始震荡下行，近日已突破箱体下沿，有探前底之势。上旬，美农供需报告意外中性偏多、中美贸易摩擦加剧，叠加油脂低位需求较好，油脂反弹；中下旬，国际原油大跌致生柴炒作受阻、马棕出口转弱、豆油库存创历史新高，油脂震荡下行。

图1：油脂指数走势



(数据来源：文华财经)

# 二、油脂基本面

## (一) 豆油

美豆方面，根据美国农业部（USDA）10月供需报告，美豆新播种面积 8910 万英亩（上月 8960，上年 9010），美豆单产 53.1 蒲式耳/英亩（预期 53.3，上月，52.8，上年 49.3），产量 46.90 亿蒲（预期 47.33，上月 46.93，上年 44.11），出口 20.60 亿蒲式耳（上月 20.60，上年 21.29），压榨 20.70 亿蒲式耳（上月 20.70，上年 20.55），期末 8.85 亿蒲式（预期 8.98，上月 8.45，上年 4.83）。

美豆产量及库存较上月预测值有所上调，但稍低于市场预期，本次报告对大豆市场略偏多。但美豆丰产格局已定，叠加中美贸易战美豆销售受阻，美豆盘面上行空间收到抑制。目前，美豆已进入收割季，收割速度受天气影响较往年均值偏低。根据 USDA 10 月 29 日每周作物报告，截止 10 月 28 日当周，美豆收割率为 72%，去年同期为 81%，五年均值为 81%。

**表 1：美国农业部（USDA）10 月豆系供需平衡表**

U.S. Soybeans and Products Supply and Use (Domestic Measure) 1/				
SOYBEANS	2016/17	2017/18 Est.	2018/19 Proj. Sep	2018/19 Proj. Oct
			<i>Million Acres</i>	
Area Planted	83.4	90.1	89.6	89.1
Area Harvested	82.7	89.5	88.9	88.3
			<i>Bushels</i>	
Yield per Harvested Acre	52.0	49.3	52.8	53.1
			<i>Million Bushels</i>	
Beginning Stocks	197	302	395	438
Production	4,296	4,411	4,693	4,690
Imports	22	22	25	25
Supply, Total	4,515	4,734	5,113	5,153
Crushings	1,901	2,055	2,070	2,070
Exports	2,166	2,129	2,060	2,060
Seed	105	104	103	103
Residual	41	8	34	34
Use, Total	4,214	4,296	4,268	4,268
Ending Stocks	302	438	845	885
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	9.47	9.33	7.35 - 9.85	7.35 - 9.85
<b>SOYBEAN OIL</b>				
			<i>Million Pounds</i>	
Beginning Stocks	1,687	1,711	2,156	2,206
Production 4/	22,123	23,795	23,910	23,910
Imports	319	350	300	300
Supply, Total	24,129	25,856	26,366	26,416
Domestic Disappearance	19,862	21,200	22,000	22,100
Biodiesel 3/	6,200	7,100	7,800	7,800
Food, Feed & other Industrial	13,662	14,100	14,200	14,300
Exports	2,556	2,450	2,200	2,200
Use, Total	22,418	23,650	24,200	24,300
Ending stocks	1,711	2,206	2,166	2,116
Avg. Price (¢/lb) 2/	32.48	30.04	28.00 - 32.00	28.00 - 32.00
<b>SOYBEAN MEAL</b>				
			<i>Thousand Short Tons</i>	
Beginning Stocks	264	401	400	400
Production 4/	44,787	49,199	48,950	48,950
Imports	350	500	350	350
Supply, Total	45,400	50,100	49,700	49,700
Domestic Disappearance	33,420	34,800	34,800	35,800
Exports	11,580	14,900	13,500	13,500
Use, Total	45,000	49,700	49,300	49,300
Ending Stocks	401	400	400	400
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	316.88	345.02	290.00 - 330.00	290.00 - 330.00

Note: Totals may not add due to rounding. Reliability calculations at end of report. 1/ Marketing year beginning September 1 for soybeans; October 1 for soybean oil and soybean meal. 2/ Prices: soybeans, marketing year weighted average price received by farmers; oil, simple average of crude soybean oil, Decatur; meal, simple average of 48 percent protein, Decatur. 3/ Reflects only biodiesel made from methyl ester as reported by the U.S. Energy Information Administration. 4/ Based on an October year crush of 2,080 million bushels for 2017/18 and 2,070 million bushels for 2018/19.

（数据来源：USDA）

美豆丰产且已陆续收割上市，但碍于中美贸易摩擦持续，美豆出口受到削弱；中国另一主要进口国巴西 10 月份大豆期初库存已不足 1900 万吨，可供对华出口量不足 1000 万吨，若假设进口量不变，我国大豆供应则面临区域性紧张窘境。而 10 月 26 日，中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》、《蛋白、肉鸡配合饲料》两项团体标准，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨。但因标准无强制性，豆粕使用量更多地是以市场价格为参照调整，因此中美贸易战仍是市场重要扰动因素。目前，中美贸易摩擦持续，对盘面影响边际效应递减，全球大豆贸易格局生变，豆系受政治影响升水的逻辑不变，后期关注实际缺口及 11 月底中美贸易重启事宜。

根据 Cofeed 最新调查, 2018 年 10 月份国内各港口进口大豆预报到港 102 船 639.9 万吨, 11 月预期 610 万吨, 12 月预计 600 万吨, 1 月份或为 500 万吨。作为对比, 去年 10 月至来年 1 月的到港量分别为 678.9 万吨、868.42 万吨、955 万吨、848 万吨。也就是说, 10 月—1 月大豆到港量 2339.9 万吨, 较往年同期减少 1009 万吨。

**图 2: 中国月度进口量 (万吨)**



(数据来源: 中国海关)

截止 10 月 29 日, 我国大豆港口库存 698.06 万吨, 较上月同期增加 7.96 万吨, 较去年同期增加 18.99 万吨, 处近 5 年历史库存区间上沿。11 月, 大豆港口库存量变动方向取决于到港量与豆粕需求量的变化方向, 预计高位状态难有大改。

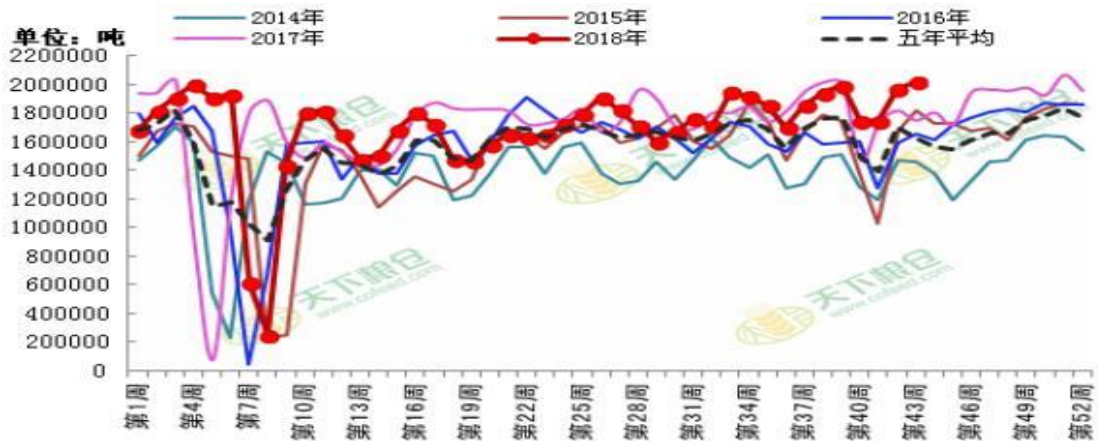
**图 3: 进口大豆港口库存 (万吨)**



(数据来源: wind)

10 月份，因国庆节假日休假，油厂大豆压榨量较 9 月份大幅下滑 224.44 万吨至 573.25 万吨，但较去年同期的 530.87 万吨增加 42.38 万吨。

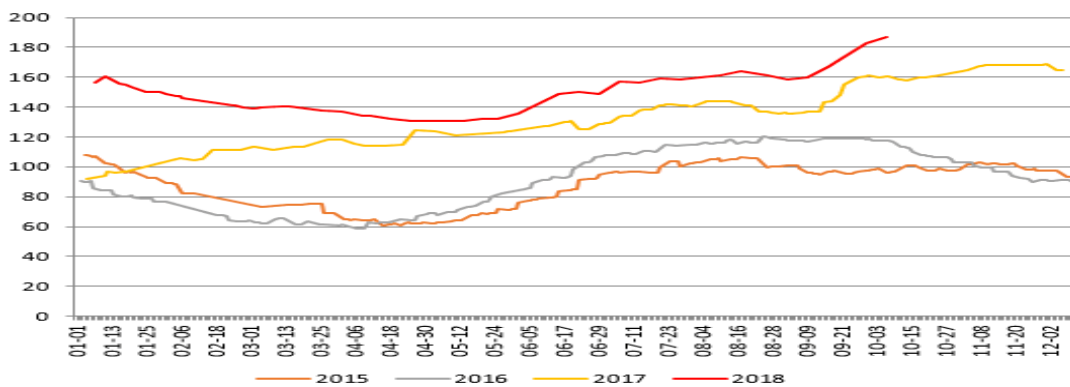
**图 4：近几年全国大豆压榨量周度趋势图**



（数据：天下粮仓）

豆油库存方面，因上年度结转库存偏高，本年度豆油商业库存较往年同期处于极值状态。豆油库存方面，因上年度结转库存偏高，本年度豆油商业库存较往年同期处于极值状态。截止 10 月 26 日，豆油国内商业库存总量达到 186.89 万吨，较上月同期的 166.47 万吨增加 20.42 万吨，较去年同期的 160.17 万吨增 16.68%。短期来看，由于近期油脂价格下挫，贸易商接货并不积极，市场成交清淡，豆油商业库存或难以止升，而等需求再次放量致库存出现拐点预计在元旦、春节备货开启之时。

**图 5：豆油商业库存（万吨）**



（数据来源：wind）



## （二）棕榈油

马棕油局（MPOB）9月供需报告显示，马来西亚棕榈油产量较前月增加14.38%至185万吨，出口环比增加47.18%至162万吨，库存环比增加1.45%至254万吨。作为比较，此前市场预计9月产量将达到186.15万吨，出口164.95万吨，月末库存247.1万吨。产量、出口稍低于预期，库存增长高于预期，报告数据中性偏空，内外盘短期冲击明显。

图6: MPOB 9月月度数据

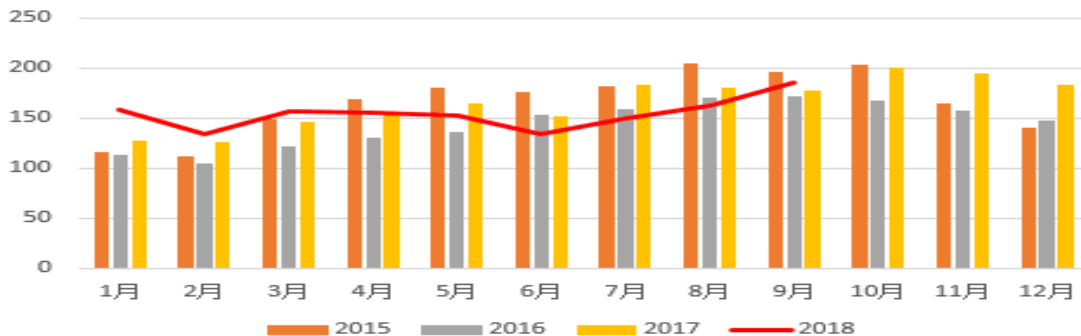
Monthly Malaysian Palm Oil Industry Performance September 2018 <small>NEW</small>			
	Tonnes		%
CPO Production	1,853,401	▲	14.38
CPO Stock	1,416,394	▲	10.79
PPO Stock	1,124,758	▼	(8.29)
PO Stock	2,541,152	▲	1.45
PKO Stock	302,236	▲	15.36
PO Export	1,618,702	▲	47.18
PO Import	61,599	▼	(23.18)
	(Average RM/Tonne)		%
FFB Price	23.11	▼	(0.47)

For more details, click on Monthly Release

（数据来源：MPOB）

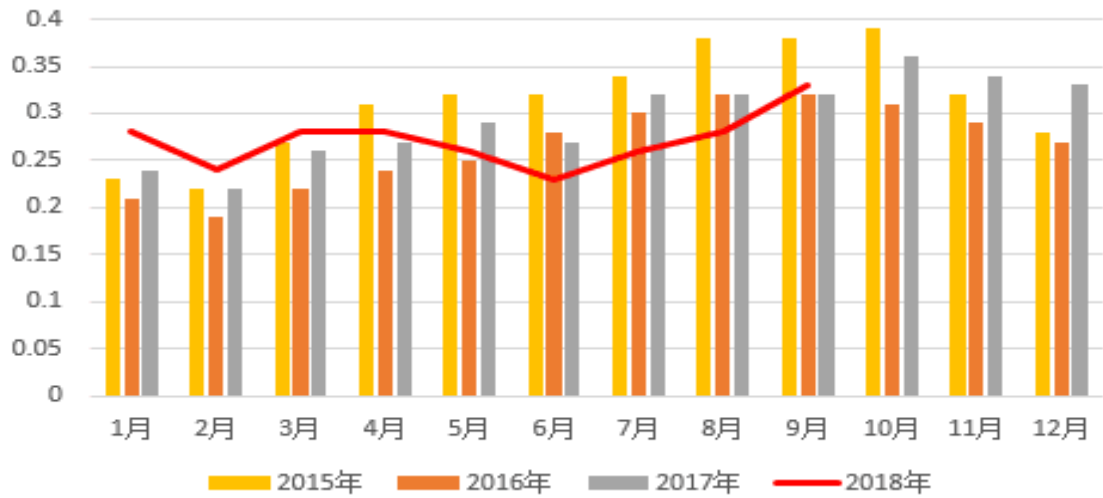
马棕油产量方面，2018年原本为国际棕榈油的增产年份，1—4月马来西亚棕榈油复产情况良好，月均单产0.27吨/公顷，高于去年的0.25吨/公顷，产量恢复亦明显，属近四年产量同期极值。5月后，马棕单产走低，7月至今单产虽止跌转升，但仍逊于往年同期平均值。按照季节性规律，10月仍大概率属增产周期，11月后单产一般会迅速下滑，关注本月MPOB月度报告中产量增幅数据与市场预期差异。

图7: 马来西亚棕榈油产量（万吨）



（数据来源：wind）

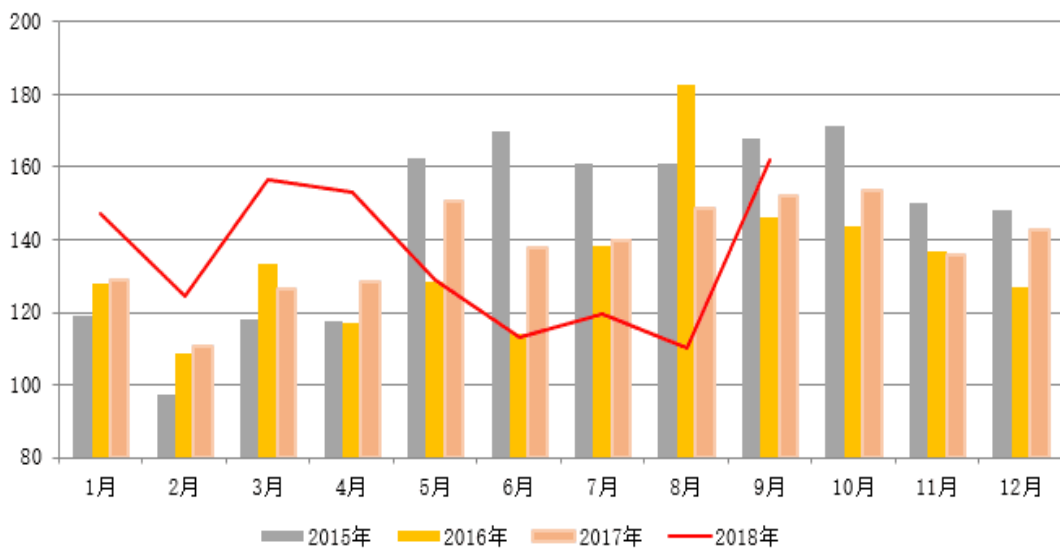
**图 8：马来西亚棕榈油单产（吨/公顷）**



（数据来源：wind）

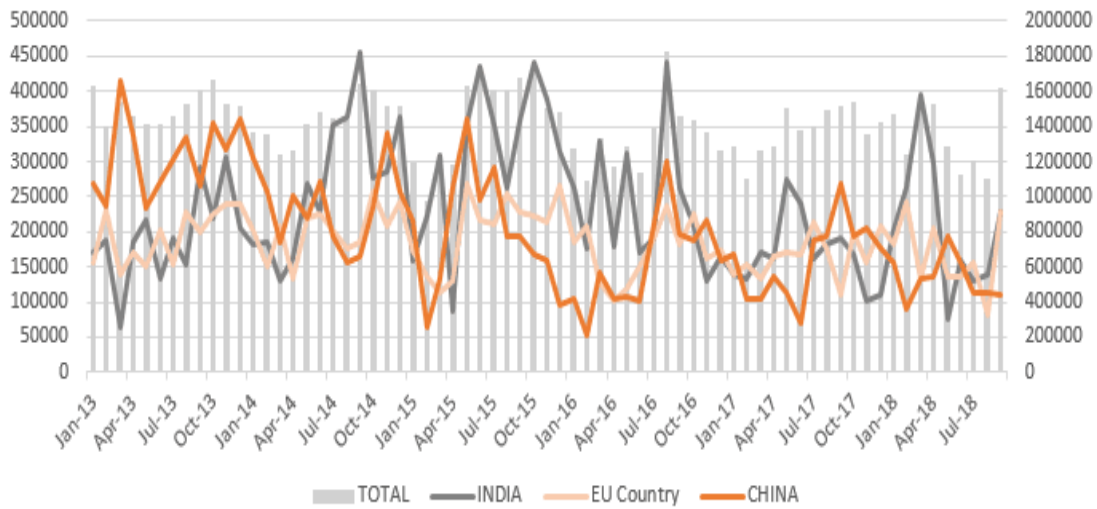
马棕油出口方面，纵然出口关税仍低至零，但 10 月出口量较 9 月仍有所回落。根据出口检验公司 AmSpec Agri Malaysia 10 月 25 日消息，马来西亚 10 月 1—25 日期间棕榈油出口量为 109.7 万吨，较 9 月同期的 132.67 万吨下滑 17.4%。而船运调查机构 ITS 10 月 25 日公布的数据显示，马来西亚 10 月 1—25 日棕榈油出口量为 106.87 万吨，较 9 月 1—25 日出口的 137.09 万吨减少 22.1%。

**图 9：马来西亚棕榈油出口量（万吨）**



（数据来源：wind）

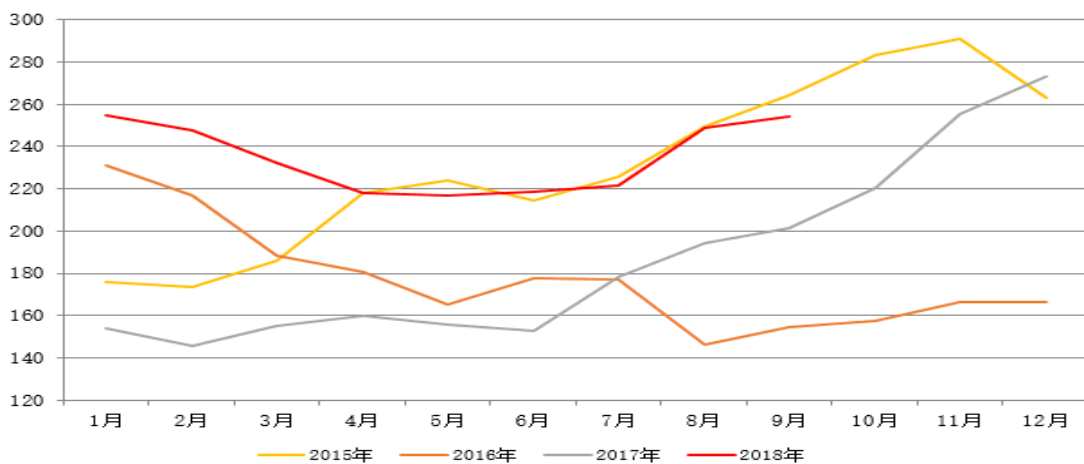
**图 10: 马来西亚棕榈油分国别出口量 (吨)**



(数据来源: MPOB)

库存方面, 2018 马来西亚棕榈油库存基本处于历史同期偏高水平。10 月份, 因马棕出口较上月回落较多, 库存仍将大概率走高。按照历史规律, 11 月后, 马棕或因单产走低, 库存增幅相对放缓。

**图 11: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)**

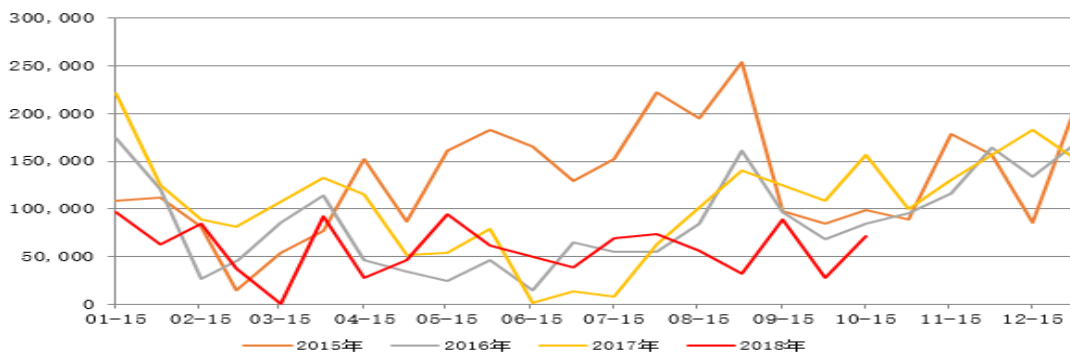


(数据来源: MPOB)

根据 Cofeed 数据, 国内 10 月进口量预计 45—48 万吨, 11 月进口量预计 47—49 万吨, 12 月进口量预计 54 万吨。随着后期进口利润的改善, 后期进口或仍有调整。



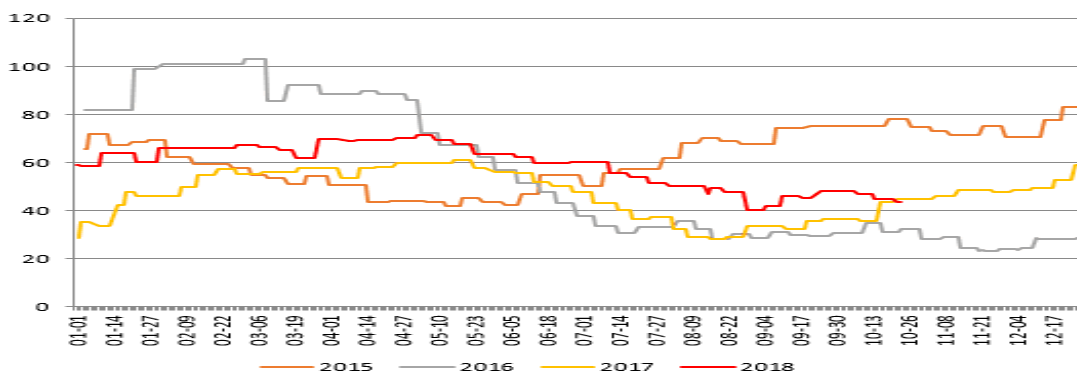
**图 12: 棕榈油进口到港数量 (吨)**



(数据来源: 商务部)

截止 10 月 26 日, 国内棕榈油港口库存总量达到 43.5 万吨, 较上月同期减少 4.5 万吨, 较去年同期的 45 万吨减少 3.3%。进入 9 月后期, 天气转冷, 棕榈油进入季节性消费淡季, 叠加部分棕榈油船期推迟, 预计后期棕榈油库存趋增。

**图 13: 国内棕榈油港口库存 (万吨)**



(数据来源: wind)

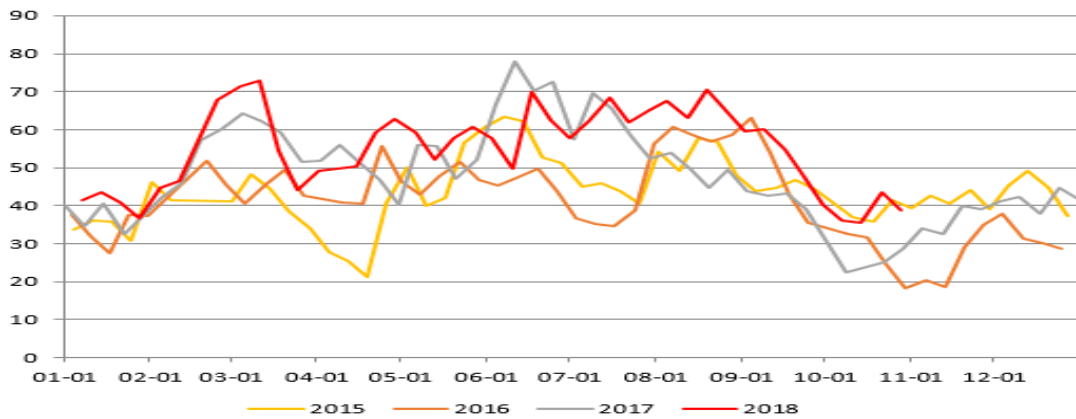
### (三) 菜油

今年国产非转基因菜籽减产仍是主基调, 产量约 400—500 万吨左右, 以冬菜籽为主, 折油不到 160 万吨, 而国家临储库存量不足 20 万吨。面对 460 万吨左右的需求, 菜系对外依赖性提高。目前, 加拿大是我国转基因菜籽主要进口国, 对盘面菜油的影响亦较大。加拿大农业暨农业部发布的 10 月供需报告显示, 2018/19 年度加拿大油菜籽期末库存预计为 250 万吨, 高达 9 月份预测值 125 万吨的两倍, 略高于 2017/18 年度的 239.1 万吨。

截止 10 月 29 日, 国内沿海菜籽库存下降至 38.7 万吨, 较上周 43.5 万吨减少 4.8 万吨, 降幅

811.03%，但较去年同期的 29.95 万吨增加 29.2%。其中，两广及附件地区菜籽库存下降至 33.8 万吨，较上周 36.6 万吨，降幅 7.65%，较去年同期 27.8 万吨降幅 21.6%。但是，随着菜籽需求旺季接近尾声，后期菜籽进口量或季节性减少，国内菜籽库存逐步下降，市场预计 10 月和 11 月进口菜籽到港量分别为 48.3 万吨和 63 万吨，原料供应充足。

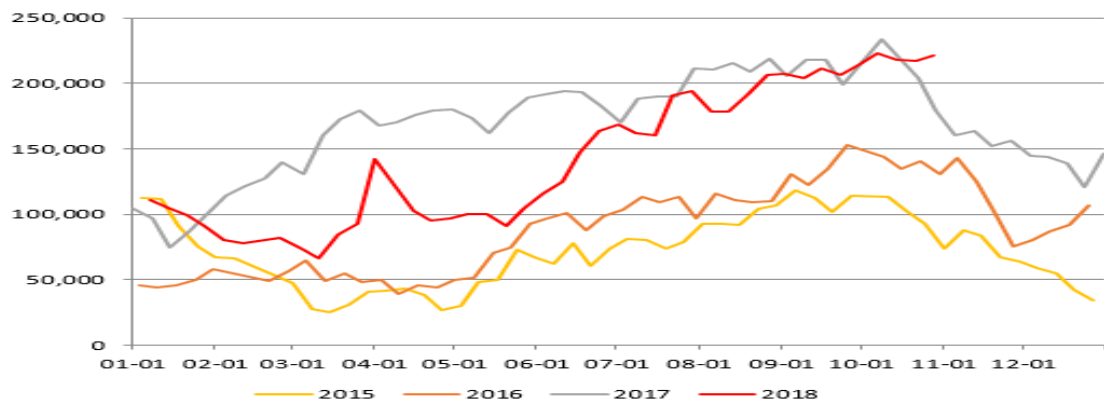
**图 14: 国内菜籽库存年度变化对比图**



(数据来源: wind)

菜油库存呈现被动增长趋势，一方面，菜油进口利润持续开启，1—8 月份我国累计进口菜籽油 83 万吨，较去年同期的 58 万吨增加 25 万吨，增幅为 43.1%；另一方面，菜粕价格偏高、油厂榨利良好。10 月 28 日，我国菜油油厂库存 22.14 万吨，较上月同期增加 0.66 万吨，较去年同期增加 4.24 万吨。

**图 15: 菜油油厂库存 (吨)**



(数据来源: wind)

### 三、比价分析

近年，连盘油粕比震荡区间下移且间距呈缩窄态势，往年运行区间通常在 $[2.4, 3.2]$ ，2013年后，因居民对蛋白的需求量超过能量需求，油厂18:79.5比例压榨模式下，油粕供需分化，比价大概率落在 $[1.9, 2.3]$ 。但在今年中美贸易摩擦的背景下，油厂定价策略更倾向于挺粕，油粕比价再度下移。10月30日，连盘油粕低至1.71，接近区间下沿。

**图 16: 连盘油粕比**



(数据来源: wind)

10月30日，豆棕价差1014元/吨，处于价差区间上沿，棕油挤占豆油市场；菜豆价差902元/吨，处于区间高位，豆油对菜油市场存在挤出效应。豆棕油价差高位系贸易摩擦因素驱动豆油成本高企、马棕出口弱化产地库存累积所致；菜油油价差偏高主要因豆、菜油库存差异引起。

**图 17: 油脂价差**



(数据来源: wind)

## 四、结论与策略

总结概述：外围，美豆丰产格局已定、年末库存受中美贸易影响较大，马棕季节性增产周期出口疲弱，原油大跌致生柴炒作受阻。国内，机构预期大豆 11 月进口量较往年明显减少，但当前港口库存偏高、中国饲料工业协会调整蛋白掺混比例减缓大豆供应趋紧焦虑；豆油库存处历史新高、菜油趋增、棕油略降，11 月下旬元旦春节备货开启后库存压制或略有改善；油粕比承压、油脂价差处区间高位，价格牵制明显。关注 11 月底中美贸易谈判重启，USDA、MPOB 月度供需报告。

观点及策略：在没有大的影响因素出现情况下，油脂主力短期大概率维持底部震荡，y1901 压力 5950，支撑 5580；P1901 压力 4900，支撑 4500；O1901 压力 6800，支撑 6400。中美贸易摩擦、马棕油出口、汇率、原油价格、关税等因素可能带来扰动。关注元旦春节备货开启后，油脂能否在利空牵制弱化的条件下回暖。

## ❏ 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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为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：	<a href="http://www.btqh.com">www.btqh.com</a>