

## ► 研报 · 油脂

# 基本面存差异，油脂强弱或有分化

倍特期货 · 研究发展中心

2019年5月31日

豆油短期受美豆新作种植进度影响较大，但旧作库存高企及国内豆油疲弱基本面或令其上行空间受限。棕榈油产地供应压力仍在、产销地库存转移持续，需求主导盘面边际效应递减，市场关注点转向去年二季度末偏低降雨量能否导致5、6月份马棕油产量增幅缩窄及东南亚天气是否生变。菜油短期政策市主导，菜籽进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑；国内菜油价格高企、菜豆油价差偏高限制菜油消费，叠加菜粕需求弱化，菜系或陷供需两弱局面。

### 相关报告：

《基本面偏弱，油脂弱勢震蕩》

### 分析师：刘明亮

从业资格证号：F0237205

投资咨询号：Z0000672

联系电话：13880805515

QQ：236594269

### 助理分析师：刘思兰

从业资格证号：F3035179

联系电话：028-86269395

QQ：1091949942

### 要点：

- ◆ 南美大豆丰产格局不改，美豆天气市主导市场逻辑
- ◆ 原料供应充足，国内豆油库存趋增
- ◆ 马棕油库存高位，后市增产幅度收窄与否引市场关注
- ◆ 国内棕油进口量处历史高位，需求能否持续放量是关键
- ◆ 菜油短期政策市主导，关注中加关系

观点和操作策略：豆油短线有美豆天气市提振，但美豆旧作库存高企及国内豆油疲弱基本面令其上行空间受限，震荡思路对待；棕榈油基本面偏弱不改，产地增产幅度是重要看点，更侧重于空头配置；菜油短期政策市主导，消息面对市场扰动性极强，关注中加关系及菜籽相关进口消息，若后期缓解，菜油政策风险升水将持续挤出、菜豆油价差亦会回归。y1909支撑5260，压力5650；P1909支撑4300，压力4600；OI909支撑6850，压力7260。

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

5 月份，油脂品种间强弱有分化，豆、棕油处底部震荡，菜油震荡偏强，近期受美产区天气主导油脂强势反弹。截止 5 月 30 日收盘,y1909 收高 1.9%至 5476; P1909 收跌 0.76%至 4462; OI909 收跌 3.16%至 7020。本月受南美大豆丰产、马来西亚棕榈油库存历史高位、中国积极购入大豆原料、国内油脂库存趋高等偏空基本面压制，豆、棕油处底部震荡，期间中美贸易摩擦升级虽有提振，但市场基于强弱基本面更倾向于做空油粕比，而菜油则因中加关系紧张、菜籽原料供应无实质性解决表现相对偏强。5 月 29 日，美国作物生长报告中大豆、玉米极低种植率及降雨持续预测引发美豆跳空拉升，油脂联动强势反弹，但受基本面牵制，反弹并未持续。

图 1：油脂指数走势



(数据来源：文华财经)

# 二、油脂基本面

## (一) 美豆天气市场主导，国内豆油库存趋增

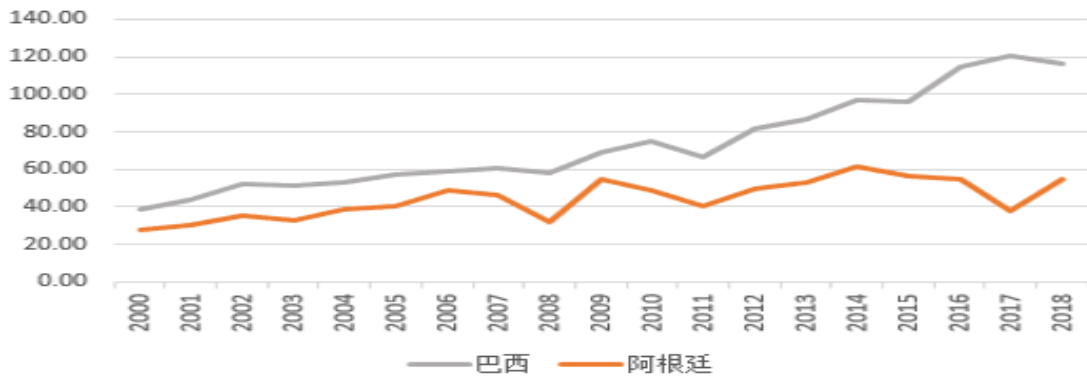
### 1、南美大豆丰产格局不改，美豆天气市主导市场逻辑

南美大豆收割接近尾声，产量或较去年增加 1000 余万吨，南美大豆挤占北美旧作出售、美豆出口偏弱库存高压持续，目前市场交易逻辑逐步转向美豆新作种植进度及中美贸易谈判因素。

南美大豆收割接近尾声，巴西大豆收割已完成，阿根廷大豆收获进度达到 85%，产量或较去年增加 1000 多万吨。巴西大豆方面，巴西农业部下属的国家商品公司（CONAB）在 4 月份的报告中

将 2018/19 年度巴西大豆产量预测数据上调 30 万吨至 1.138 亿吨，但较上一年度创纪录的 1.193 亿吨减少 4.6%。阿根廷大豆方面，布宜诺斯艾利斯谷物交易所预测阿根廷 2018/19 年度大豆产量为 5600 万吨不变，较上年的 3510 万吨提高 59.5%。

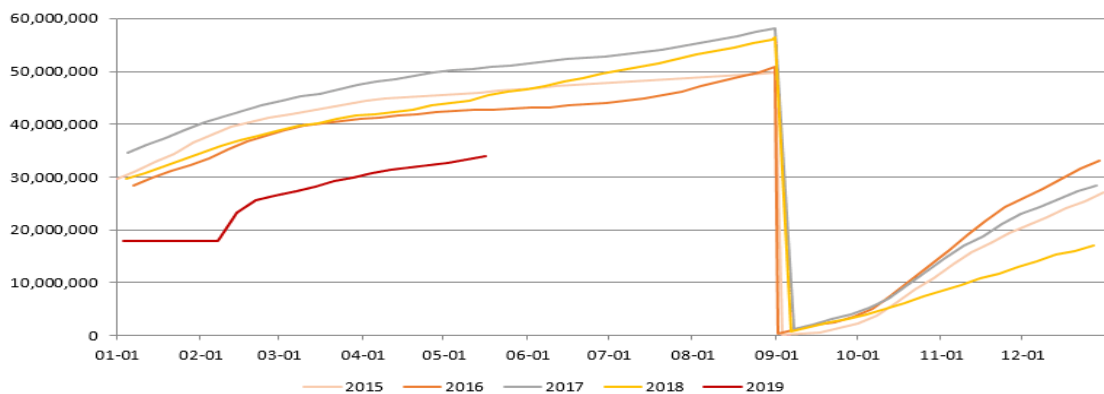
**图 2：南美大豆产量（万吨）**



（数据来源：wind）

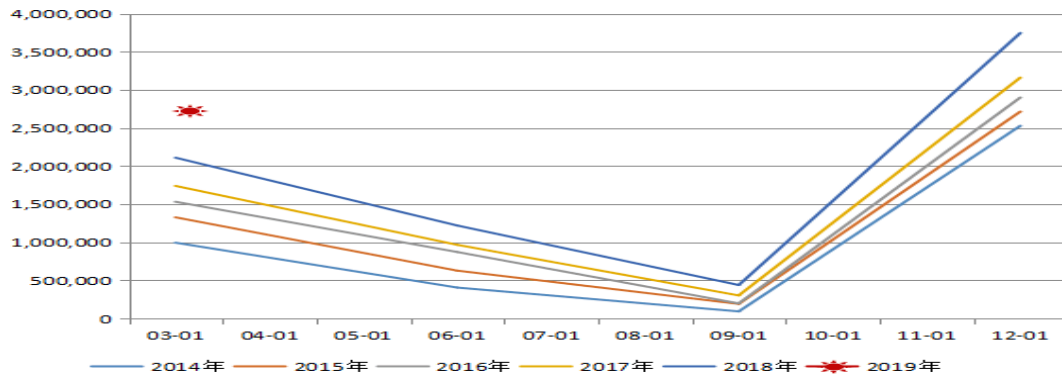
因中美贸易摩擦及南美大豆上市影响，美豆出口表现偏弱、旧作库存处高位，后期旧作去库存主要依赖于中美贸易谈判，新作库存因美豆推迟播种存较大不确定性，关注 USDA 6 月供需报告。USDA 季度库存报告数据显示，美豆库存达 2715.55 百万蒲式耳，处近五年同期历史极值，较 2018 年库存量增加 30%。而 USDA 5 月供需报告中则将美国 2018/19 年度大豆年末库存预估为 9.95 亿蒲式耳，创下记录高位，高于 4 月预估的 8.95 亿蒲式耳。2019/20 年度大豆年末库存预估为 9.7 亿蒲式耳，高于分析师预估的 9.10 亿蒲式耳。

**图 3：美豆周度出口累计值（吨）**



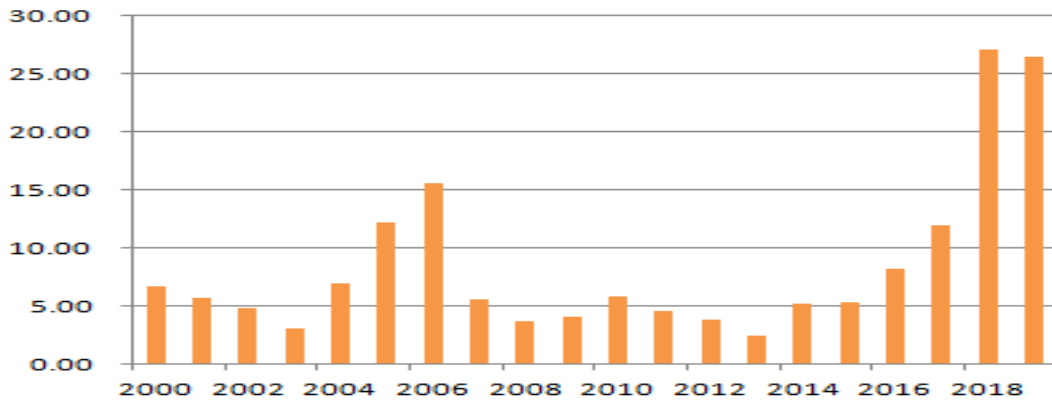
（数据来源：wind）

**图 4：美豆季度库存（千万蒲式耳）**



（数据来源：wind）

**图 5：美豆期末库存（百万吨）**



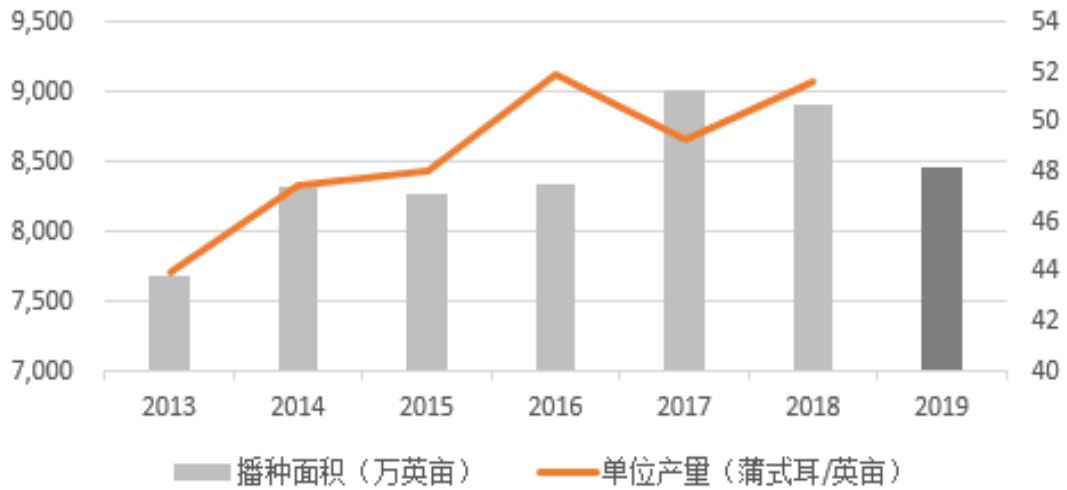
（数据来源：wind）

中美贸易谈判方面，中美第十一轮谈判暂无利好消息，贸易摩擦升级。5月10日，美方对2000亿美元中国输美商品加征关税从10%上调至25%作为回应，中方决定自2019年6月1日起，对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。持续关注中美贸易谈判消息。

美豆种植方面，受贸易摩擦美豆销售不畅、大豆玉米比值、种植期天气不佳等因素影响，多数机构预期大豆种植面积会低于去年，目前市场焦点放在农户在玉米播种延期、降雨持续的预期下，是选择弃种还是改种大豆。USDA 5月供需平衡表中将大豆播种面积调低至8460万英亩，相比4月预估的8920万英亩减少460万英亩，而去年实际种植面积为8919.6万英亩。种植进程方面，截止5月26日，美国18个主产州的大豆播种进度达到29%，上周19%，去年同期74%，过去五年同期的平均播种进度为66%；玉米播种进度为58%，上周49%，去年同期为90%，五年同期均值为90%。也就是说，美豆、美玉米种植受降雨天气影响大幅低于往年同期水平。若天气持续不佳，农户可能面临继续种植但单产可能会降低、转种其他作物、申请弃种三个选择，而此选择与保险赔

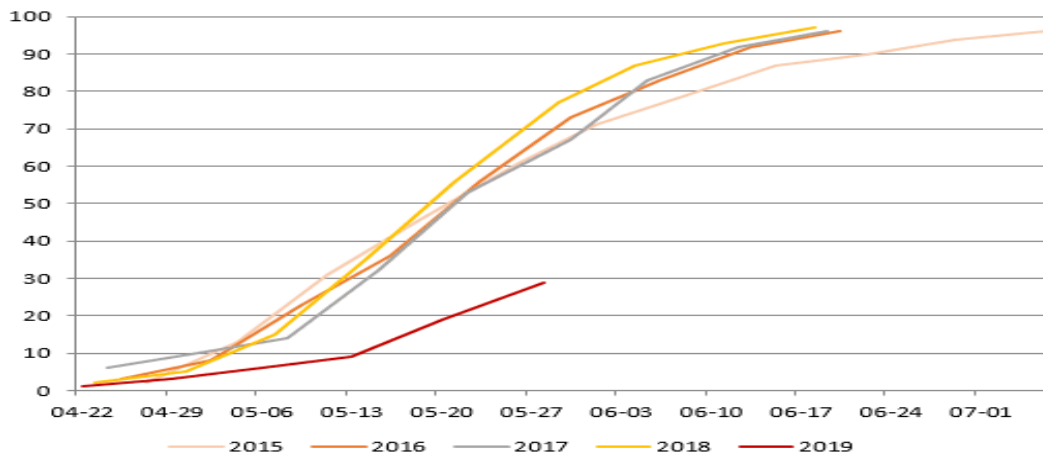
付及成本利润有关。目前，美豆、玉米的最终弃耕和转种规模仍然存在不确定性，关注 6 月 11 日的 USDA 供需报告中对新作面积和产量的调整。

**图 6：美豆历年种植情况**



(数据来源: wind)

**图 7：美豆近年种植进度 (%)**



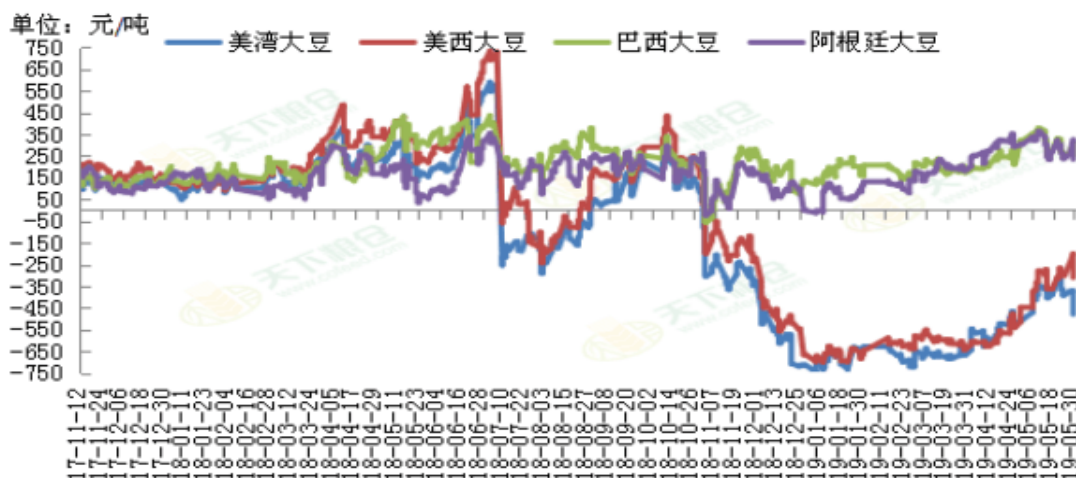
(数据来源: wind)

## 2、原料供应充足，国内豆油库存趋增

南美大豆压榨利润良好、大豆进口量庞大、油厂开机率偏高，需求旺季尚未到来前，豆油商业库存或趋增，国内豆油基本面偏弱。

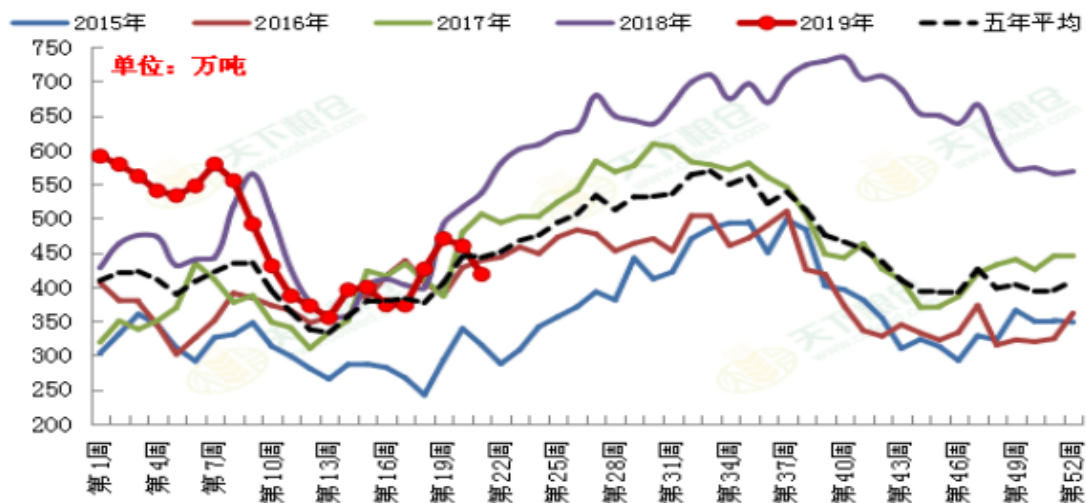
5月进口大豆库存因压榨量偏高而转跌，截止5月24日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量为417.96万吨，较上月同期的373.25万吨增加11.98%，较去年同期的537.09万吨减少22.18%。而南美大豆集中上市，持续给出进口利润，亦使大豆进口量处历史高位。根据cofeed预估，2019年5月份大豆预报到港723.8万吨，6—9月预估值为820万吨、930万吨、920万吨。综上，豆油原料供应充足不改。

图8：进口大豆压榨利润（元/吨）



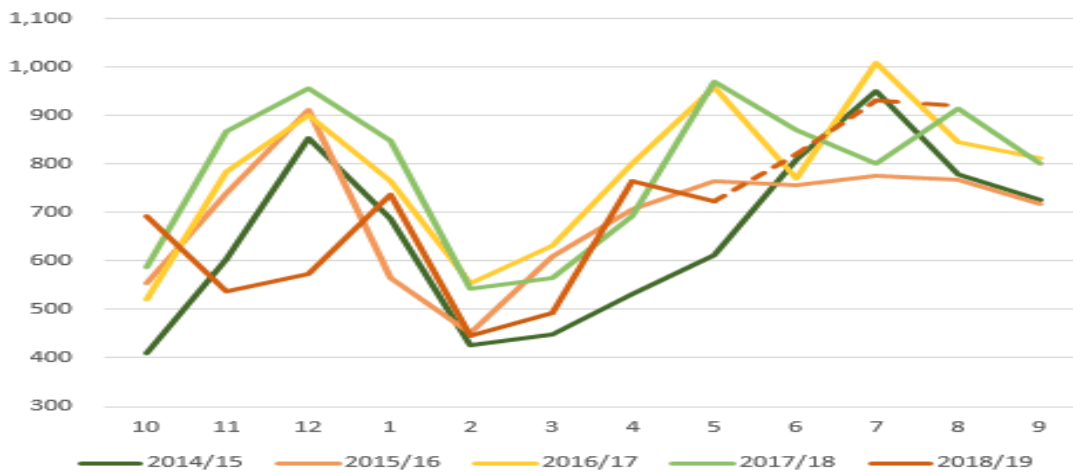
（数据来源：Cofeed）

图9：国内沿海大豆结转库存（万吨）



（数据来源：Cofeed）

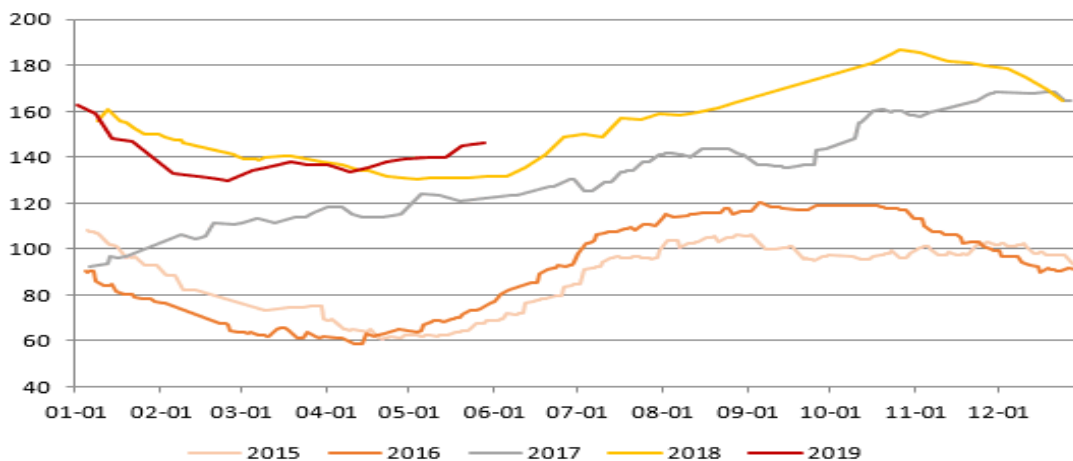
**图 10：中国进口大豆历史情况及预期**



（数据来源：wind）

豆油商业库存方面，因需求不及压榨产出，豆油库存重心不断抬高。截止 5 月 30 日，国内豆油商业库存总量 146 万吨，较上月的 139.35 万吨升 6.65 万吨，较去年同期的 132 万吨增加 11%，作为对比五年同期均值 98.76 万吨。后期，大豆进口量庞大，油厂开机率偏高，油脂消费未转强情况下，豆油商业库存或趋增。

**图 11：豆油商业库存（万吨）**



（数据来源：Cofeed）

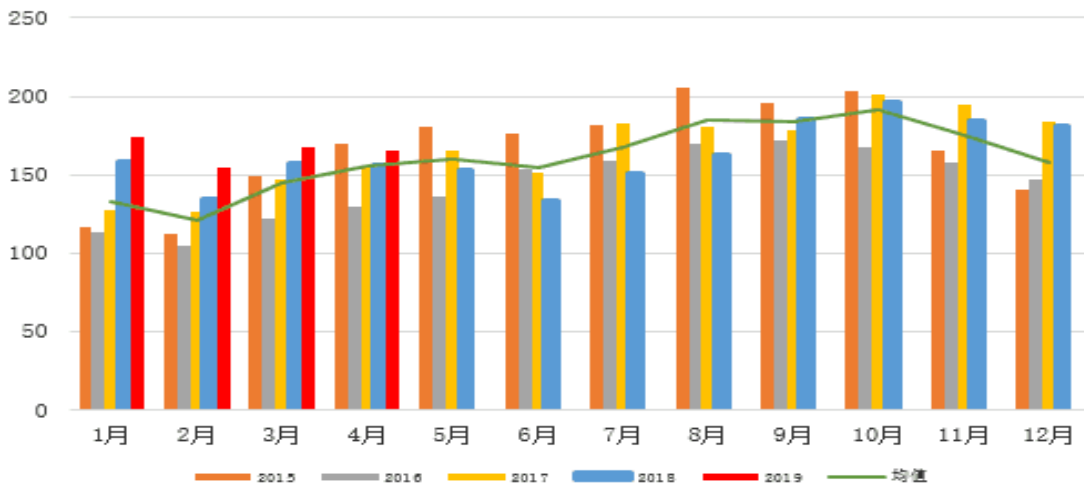
## （二） 马棕油供应压力犹在，产地增幅是关键

### 1、马棕油库存高位，后市增产幅度收窄与否引市场关注

马来西亚棕榈油局（MPOB）在 4 月供需报告中调低产量、调增出口，最终使马棕油库存走低且略低于预期，报告中性偏多。但报告数据揭晓之时，受中美贸易摩擦扰动及市场对后市看空情绪影响盘面反应平平。6 月，马棕油出口持平或偏弱、国内棕榈油库存趋增预期不改，市场交易主线更侧重于马棕增产幅度。

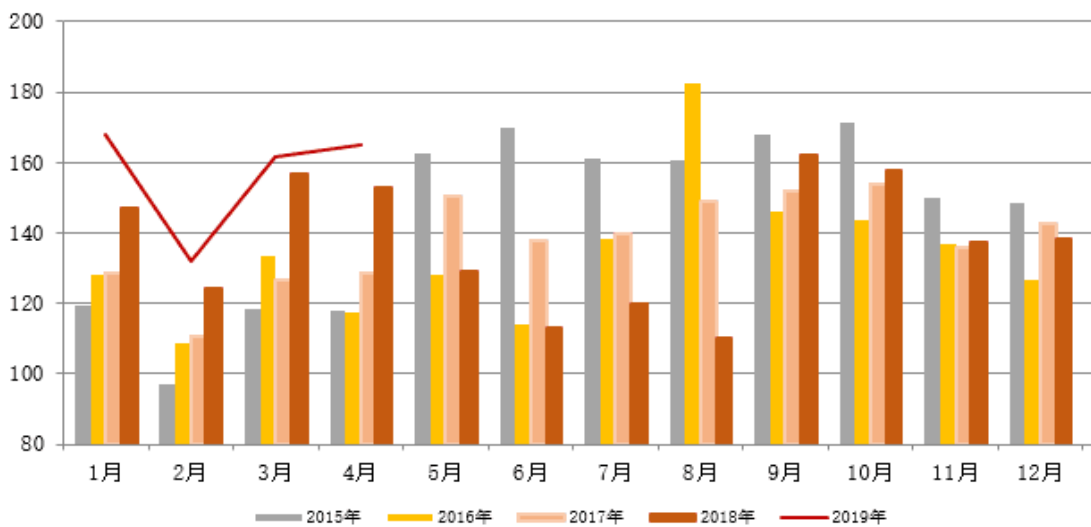
根据 MPOB 4 月供需报告，马来西亚 4 月棕榈油产量环比下降 1.4%至 165 万吨，是 2015 年以来历史同期的最高水平；出口环比增加 2%至 165 万吨，这主要受斋月备货提振所致；4 月末库存环比下降 6.6%至 273 万吨，为六个月低点，但仍处于历史同期极值。

**图 12: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)**



(数据来源: wind)

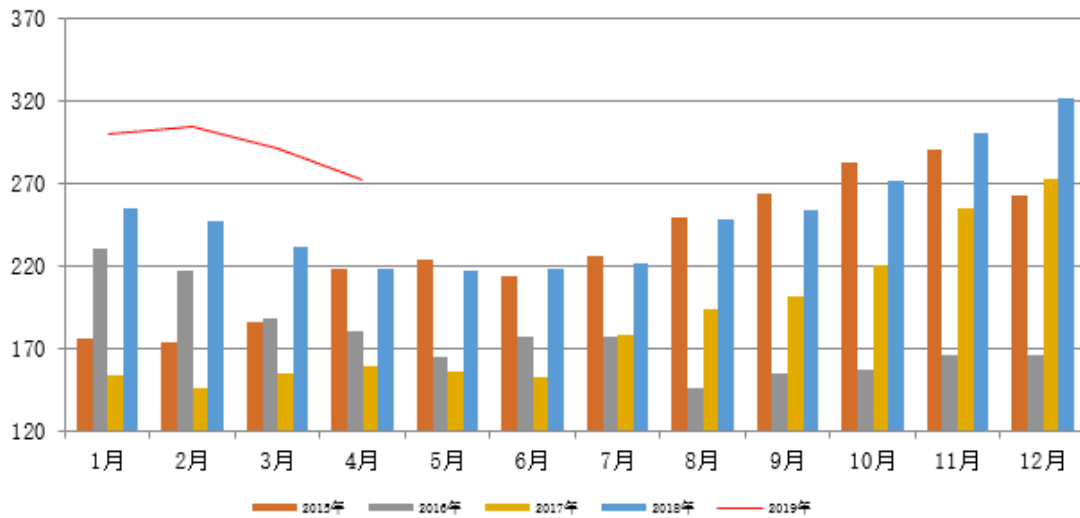
**图 13: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)**



(数据来源: wind)



图 14: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



(数据来源: wind)

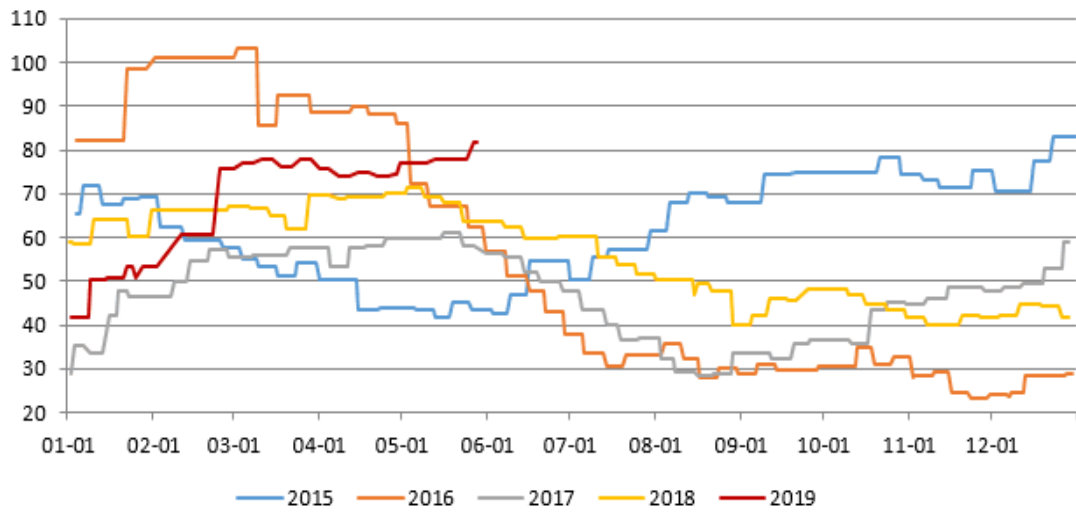
按照季节性规律, 马来西亚油棕树自 3 月始步入季节性增产周期, 不过一般增产高峰期是在 7—9 月, 5、6 月产量环比增速仍有不确定性, 关注厄尔尼诺炒作; 出口方面, 天气回暖, 产销区间进口有进口利润给出, 马棕 5 月出口数据或较 4 月小幅增长, 但出口未大幅放量季, 综上, 预计马棕高库存压制不变。具体数据方面, SPPOMA 数据, 5 月 1—25 日马来西亚棕榈油产量环比下降 4.72%, 单产降 6.46%, 出油率增 0.33%; ITS 数据, 马来西亚 5 月 1—25 日棕榈油出口增长 15.6% 至 139.74 万吨; 业内人士预计, 今年剩余时间内, 马来西亚库存将维持在 270—340 万吨区间内徘徊。6 月 12 日, MPOB 5 月月度供需报告将出炉, 届时关注报告与市场预期之间的差额。

## 2、国内棕油进口量或处历史高位, 需求能否持续放量是关键

棕榈油产地库存高压导致进口利润窗口打开持续期高于往年, 国内进口量处历史偏高状态。5 月, 棕榈油库存震荡小幅走升, 且处历史极值。后期, 进口量仍维持高位, 需求能否持续放量是国内棕榈油库存的重要看点。

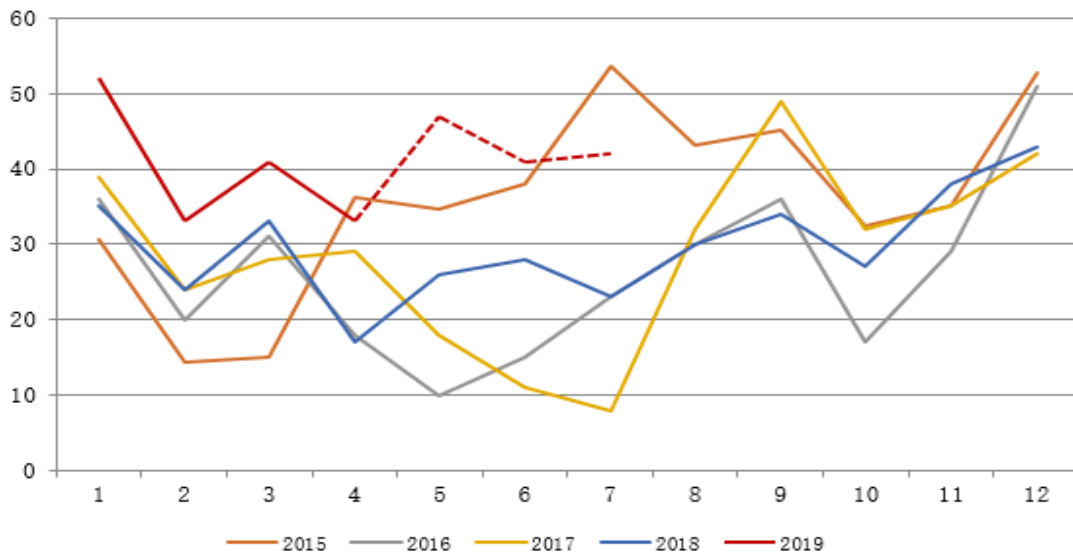
截止 5 月 24 日, 全国棕榈油港口库存总量 80.83 万吨, 较上月同期的 75.81 万吨增加 5.02 万吨, 较去年同期的 63.5 万吨增加 27.3%。根据海关数据, 棕榈油 3 月进口量达 33 万吨, 环比减少 20%, 同比增加 94%, 作为对比, 近五年 3 月进口均值为 21.33 万吨。根据 cofeed 数据, 2019 年 5 月棕榈油进口量预计 47—55 万吨, 6 月进口量预计 41 万吨, 7 月进口量预计 42 万吨。

**图 15: 我国棕榈油港口库存 (万吨)**



(数据来源: wind)

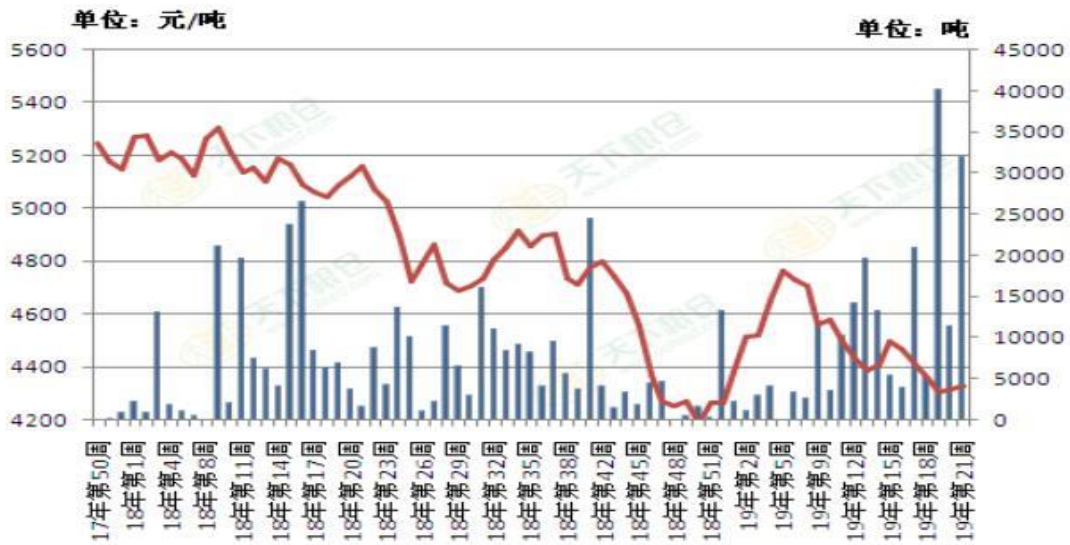
**图 16: 我国棕榈油进口量 (万吨)**



(数据来源: wind)

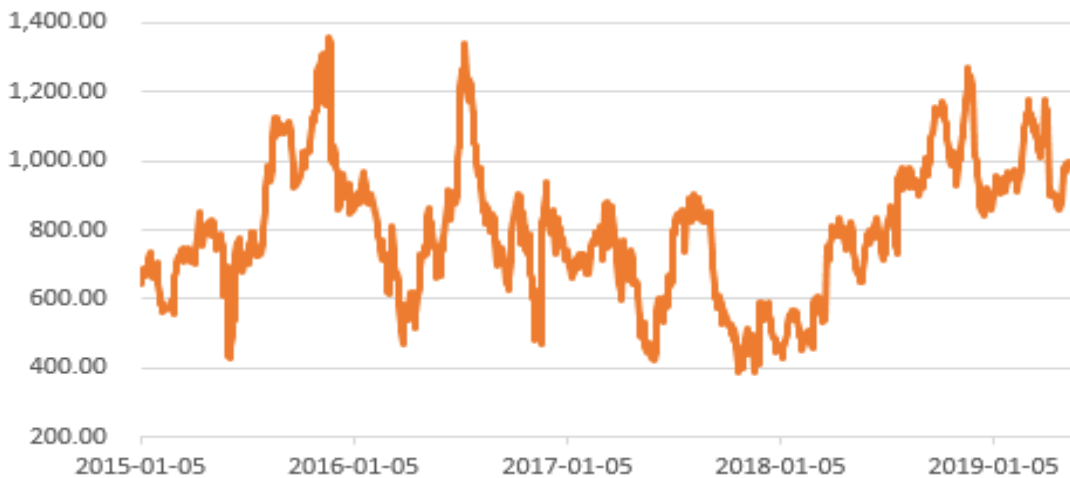
随着天气回暖, 棕榈油低位成交放量, 截止 5 月 24 日当周, 棕榈油总成交量 31900 吨, 较前一周增加 182.3%。而豆棕油价差方面, 5 月价差整体呈现震荡反弹状态, 截止 5 月 28 日, 连盘豆棕油价差收至 998 元/吨, 较 4 月低点 856 元/吨涨 142 元/吨。

图 17: 棕榈油成交量



(数据来源: 天下粮仓)

图 18: 豆棕油价差 (元/吨)



(数据来源: wind)

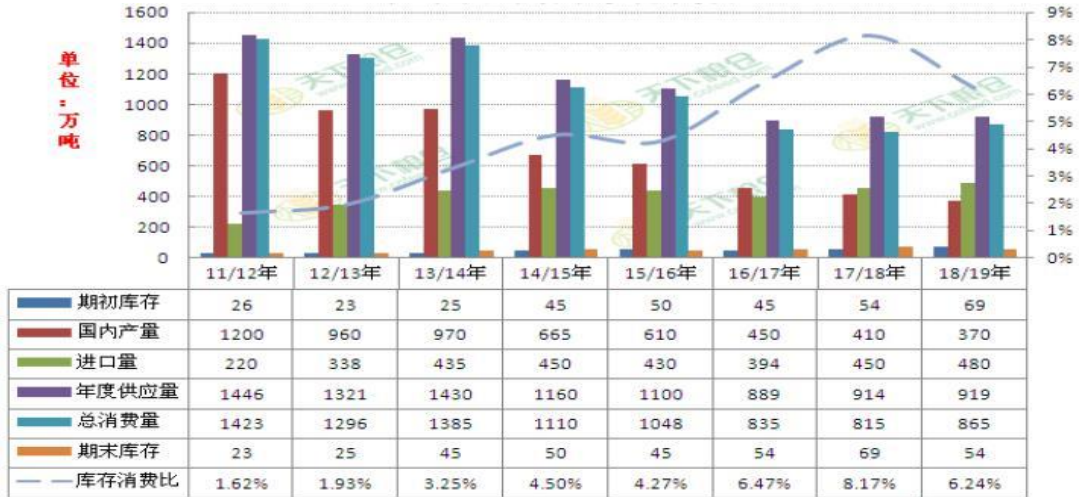
### (三) 菜油短期政策市主导, 关注中加关系

菜籽油仍处政策市, 中加关系尚未改善, 严格检验检疫流程已从菜系蔓延致加拿大进口猪肉及大豆领域, 中国进口加拿大菜籽、菜油渠道仍受阻。近期, 进口其他国家菜油的传言对盘面有扰动, 但鉴于全球菜系供应结构限制, 国内菜油供应偏紧不改, 关注中加关系。

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。目前, 加拿大、澳大利亚、欧盟及乌克兰是全球菜籽主产区, 其中加拿大是全球最大的

菜籽、菜油、菜粕出口国，出口量分别占全球贸易量 70%、65%、70%。而我国 2018 年进口菜籽量达 472 万吨，其中加拿大占比 94%；进口菜油 130 万吨，其中加拿大占比 89%。而因菜籽出口不畅，加拿大统计局预计农户今年春季油菜籽种植面积需求减少 7%。

图 19: 近几年中国油菜籽供需平衡表



(数据来源: Cofeed)

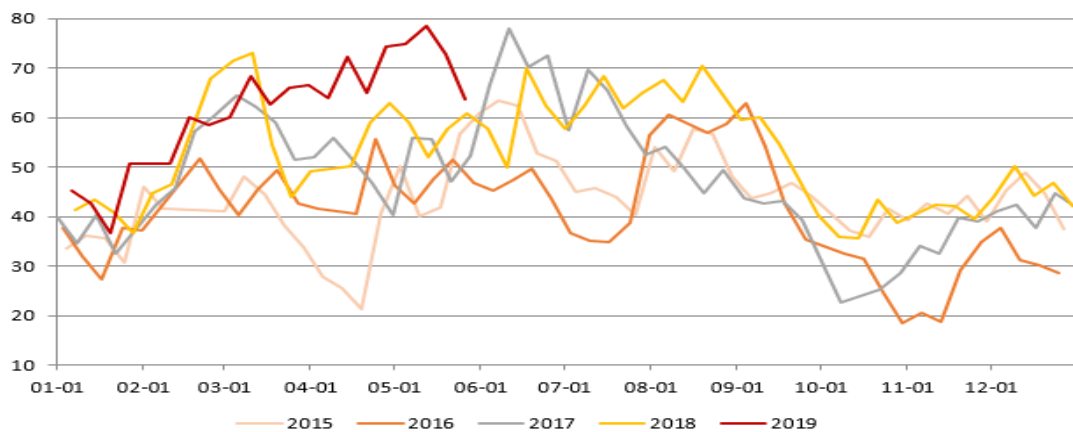
图 20: 近几年中国菜籽油供需平衡表



(数据来源: Cofeed)

截止 4 月 19 日，国内油厂菜籽库存量下降至 63.8 万吨，较上月同期的 74.4 万吨减少 14%，较去年同期的 60.8 万吨增加 5%。根据 Cofeed，中加关系紧张导致菜籽进口受阻，5 月份大部分船期取消，仅沈恒、银翔各一船菜籽，及 1 万吨澳籽到港（集装箱），6 月、7 月也各还有一条菜籽船到，但还不确定最终是否将取消。预计需要中加关系缓解后，买家才会买入新船。

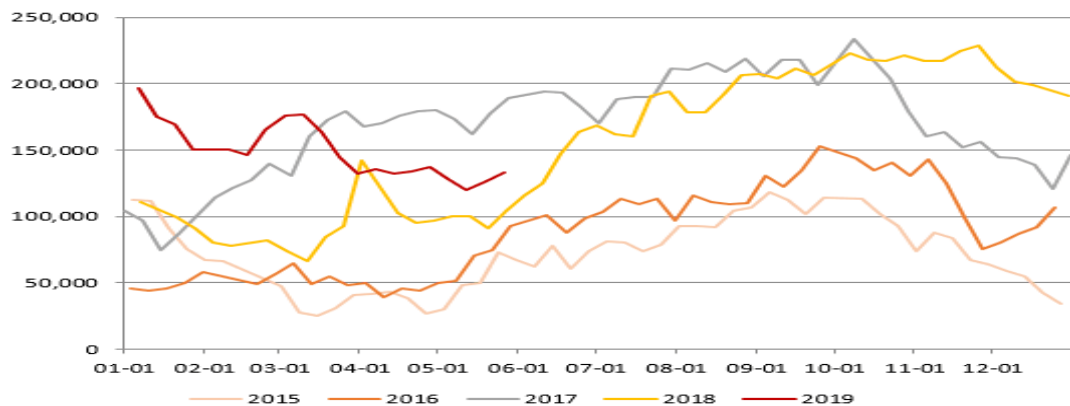
**图 21：近年国内菜籽库存年度变化对（万吨）**



（数据来源：wind）

菜油油厂库存方面，其库存处历史偏高位置 13.29 万吨，但较上月同期的 13.75 万吨减少 3%，较去年同期的 10.4 万吨减少 28%，五年同期均值 11.34 万吨。临储菜油方面，目前大约有 20 万吨左右，存放在甘肃、青海，对盘面的隐形压力已经很小。

**图 22：菜油油厂库存（吨）**



（数据来源：wind）

下游采购方面，菜油价格大幅拉升、油脂间价差扩大至历史高位，菜油有价无市，近两个月基本无成交。油脂价差方面，菜豆油价差处历史高位，豆油对菜油替代效应明显。截止 5 月 29 日，菜豆油期货价差升至 1593 元/吨，环比上月增加 9%，同比去年增加 46%，作为对比近五年均值 445 元/吨。

**图 23：菜油价格成交量与价格统计**



(数据来源: wind)

**图 24：菜豆油价差 (元/吨)**



(数据来源: wind)

### 三、结论与策略

总结概述：豆油短线有美豆天气市提振，但美豆旧作及国内豆油疲弱基本面对盘面有打压，一方面，美豆新作遭遇多雨天气、种植进程大幅低于往年，但处晚播期的玉米转播大豆或弃种存不确

定性；另一方面，南美大豆丰产、集中上市，叠加中美贸易摩擦升级，美豆旧作去库存受阻，而国内大豆原料供应充足、油厂开机率偏高、豆油库存处历史高位且趋增，关注美豆新作种植进度及中美贸易谈判进程。棕榈油产地供应压力仍在、产销地库存转移持续，需求主导盘面边际效应递减，市场关注点转向去年二季度末偏低降雨量能否导致 5、6 月份马棕油产量增幅缩窄及东南亚天气是否生变。菜油短期政策市主导，菜籽进口政策放松与否是菜油市场的主要交易逻辑；国内菜油价格高企、菜豆油价差偏高限制菜油消费，叠加菜粕需求弱化，菜系或陷供需两弱局面。

观点及策略建议：豆油短线有美豆天气市提振，但美豆旧作库存高企及国内豆油疲弱基本面令其上行空间受限，震荡思路对待；棕榈油基本面偏弱不改，产地增产幅度是重要看点，更侧重于空头配置；菜油短期政策市主导，消息面对市场扰动性极强，关注中加关系及菜籽相关进口消息，若后期缓解，菜油政策风险升水将持续挤出、菜豆油价差亦会回归。y1909 支撑 5260，压力 5650；P1909 支撑 4300，压力 4600；O1909 支撑 6850，压力 7260。

## ❖ 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