

油脂季报

基本面弱势依旧 油脂价格难反弹

中粮期货研究院 油脂油料

2019-6-28

【观点】

三季度产地棕榈油库存上升的可能性较大，去库存压力继续增大。整体油脂行情缺乏利多因素的支持，预计仍以底部震荡为主。

【分析师】

执笔：贾博鑫
jiaboxin@cofco.com
从业资格号：F3026375
投资咨询号：Z0014411

执笔：白杰
baijie1@cofco.com
从业资格号：F3045473
投资咨询号：Z0013876

阳林钦 yanglinqin@cofco.com
从业资格号：F0311519
投资咨询号：Z0011819

【综述】：

国际方面，马来西亚棕榈油库存在二季度连续下降，但是按照季节性规律，后期继续去库存的可能性较小，因此三季度基本面情况不容乐观。总的来看，在没有天气问题的情况下，棕榈油未来仍缺乏反弹的支撑，预计仍以底部震荡的走势为主，价格存在进一步下探的可能。我们认为在目前的形势下，油脂缺乏机会，建议观望。

国内方面，二季度油脂市场表现弱势，分油种来看，棕油最弱，菜油波动最大，豆油震荡走弱。从后期来看，豆油和棕榈油都面临库存上升的压力，菜油方面受贸易摩擦影响大，中加贸易关系的变动使得盘面风声鹤唳，波动加剧。总的来说，在国内外基本面都偏宽松的情况下，国内油脂很难出现反弹行情，预计将持续底部震荡。

【核心因素】：产地棕榈油库存有望上升 国内油脂库存压力大

【预期偏差】：天气问题导致棕榈油产量大减 原油价格大幅下跌 贸易战

第一部分 国际油脂供需分析

产地棕榈油：基本面缺乏支撑，价格底部震荡

19 年二季度 BMD 棕榈油呈现震荡下跌的趋势，4 月份价格重心下移，5 月初经历了大幅下跌，随后开始了弱势震荡的格局，虽然偶有反弹但是很快又重归跌势，最终在 6 月最后一周连续下跌，跌破了 15 年以来的最低点。

从供应端来看，今年东南亚可能会出现厄尔尼诺天气，市场期待少雨天气能使产量收缩，从而给价格带来上涨的驱动。但是随着时间的推移，天气问题并没有出现，产量比较符合往年的季节性规律，并没有出现额外的大幅减产。在二季度减产幅度还算理想的情况下，盘面并没有给出上涨的反应，这也证明了大家对后期供应端出现季节性即将增长的预期。从后期来看，供应端给价格的支撑有限，缺乏亮点。从需求端来看，二季度马来西亚棕榈油出口表现良好，延续了一季度的良好态势。4 月和 5 月两个月份同比上升 19.5%，斋月备货为需求提供了很大的助力。分国别来看，印度 4 月和 5 月的买货量均在 52 万吨以上，为历史上最高的水平；欧盟和中国买货量表现相对稳定；伊朗和美国在 5 月份的买货量均达到了 12 万吨以上。从后期来看，主要需求国今年买货量激增，但需求国国内库存也随之上升，也面临去库存的压力，因此后期需求端能否继续走强存在不确定性。从库存来看，自 3 月份以来，马来西亚棕榈油库存连续三个月下降，于 5 月份降至 245 万吨。但对比往年，还是处于比较高的水平。按照季节性规律，每年的 5-6 月份通常是库存最低的月份，随后将开始上升。如果今年没有出现意外的天气问题，我们认为三季度棕榈油库存将会上升，盘面走势也能看出来市场对后期预期较为悲观，预计棕油价格维持底部震荡的走势。

国际豆油：本季度价格先抑后扬，未来走势将获支撑

本季度 CBOT 价格先抑后扬，截至 6 月 28 日，CBOT 豆油主力合约收 28.40 美分/磅，环比基本持平；季度内 CBOT 主连最高值 29.40 美分/磅，最低值 26.21 美分/磅。

二季度 CBOT 豆油可大致分为三个阶段：①4 月初~4 月底，本阶段 CBOT 豆油呈现震荡格局，此阶段市场缺乏炒作题材。②4 月底~5 月中旬，该阶段 CBOT 豆油连续大幅下跌，主要因美豆价格大幅下跌，在该阶段美豆价格因中美贸易关系再度紧张而持续下跌，美豆油受成本拖累出现下跌。③5 月中旬~6 月底，此阶段 CBOT 豆油连续上涨，主要因美豆大幅上涨，今年春播作物播种期间美国中西部地区遭受了严重的涝害，过度的降水严重阻碍了美国大豆和玉米的播种进度，美豆市场前期空单大幅平仓，由此推动了美豆价格的大幅上涨，美豆油受美豆提振出现上涨。除成本上涨带来的提振外，美豆油自身供需的改善也对美豆油价格提供了支撑。在成本和供需变化带来的直接影响较大的情况下，本季度原油价格对美豆油的间接影响有限。

展望后市，在未来 2~3 月内，我们认为美豆油价格会得到较有利的支撑，需要重点关注两个方面：美豆价格和美豆油自身供需。①三季度，市场炒作焦点从种植面积转向作物生长状况和单产上面，除非天气一直顺风顺水，否则美豆价格在这个阶段大概率易涨难跌，从而对美豆油价格形成提振；但是需要注意的是，在时间进入 8 月底之后，市场可能开始体现收割压力，美豆可能会在成本端拖累美豆油价格；②美豆油自身供需，通常情况下，美豆油库存在三季度会逐步下降，主要因美国大豆压榨在未来几个月可能开始下降，前面我们认为美国大豆压榨量不会出现明显下降，主要考虑到两个方面，一是目前美国大豆库存庞大，二是美国大豆压榨利润在前期一直保持良好，但是月底中美贸易谈判的缓和可能给美国大豆出口带来契机，同时近期美豆价格的大幅攀升也压缩了大豆压榨利润，如果

阶段性谈判缓和使得美国大豆出口受益，再叠加天气炒作，美豆将继续保持易涨难跌的态势，美国国内大豆压榨很难再维持前期良好的压榨利润，作为传统的大豆出口大国，贸易商更倾向于直接出口大豆，因而美豆压榨量在未来几个月将进入下降的窗口期。风险点有两个，一是中美贸易谈判的反复，二是美国大豆生长期的天气。

产地菜油：加菜籽新年度库存维持历史高位，继续关注中加菜系贸易进展

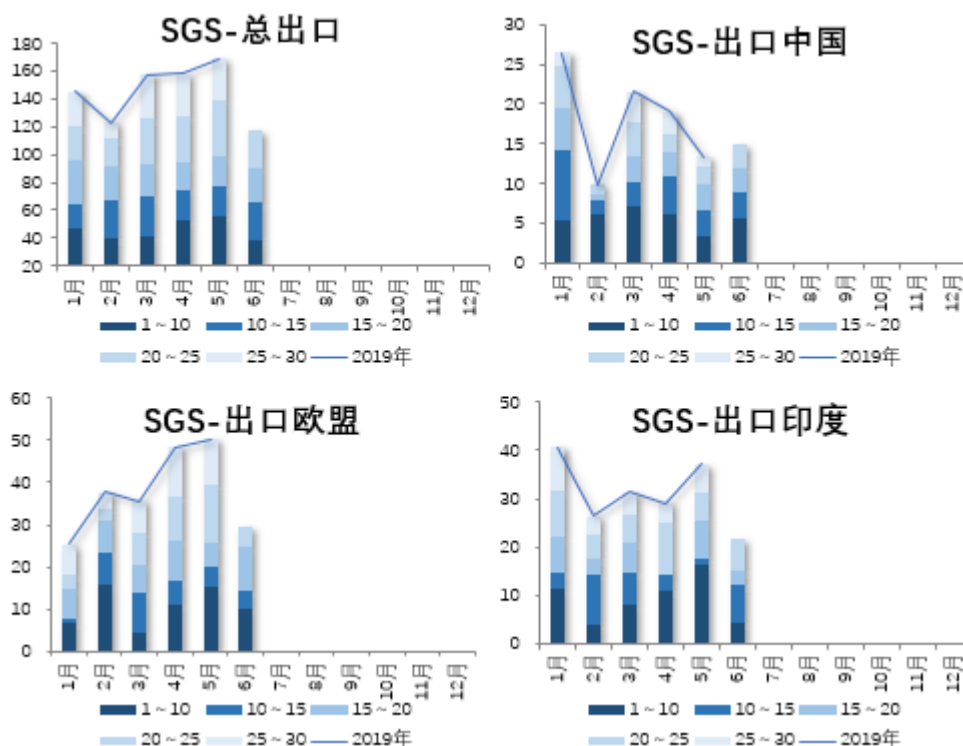
加拿大最新菜籽供需报告显示，19/20 年度，加拿大的油菜籽播种面积预计 860 万公顷，同比下降 60 万公顷，产量预估 1890 万吨，同比下降约 144 万吨，但由于加拿大 18/19 年度菜籽期末库存维持在 390 万吨的历史高位，19/20 年度期末库存预计将达到 430 万吨，19/20 年度加拿大菜籽出口较 5 月份有所上调，主要是考虑到当前加菜籽出口节奏和美国新作播种面积下降可能带来的提振，但是中加菜系贸易关系仍将是左右加菜籽出口的关键所在，尽管月底的中美谈判紧张情绪缓和，但是对与加拿大方面的菜系贸易关系尚未释放有利信号，至少从目前来看，加拿大菜系出口仍存在很大的不确定性，如果未来一段时间不能恢复中加菜系贸易往来，加拿大菜籽库存和价格将继续承压。

生物柴油：POGO 价差走弱，东南亚生柴使用可能加速

利润方面，二季度美国 BME 生产利润日均值 0.004 美元/加仑，较上季度的 0.01 美元/加仑出现小幅恶化；POGO 价差自二季度以来逐渐下降，价差从 4 月初的-24 下降至目前的-134 左右，PME 的生产利润逐渐改善。BME 变化不大，PME 方面，棕榈油和柴油价格均呈现下跌行情，但柴油下跌幅度更大。

政策方面，东南亚地区，印尼现在已经开始向 B30 迈进，也已经开始测试在重型机器中使用 B100。马来西亚方面，政府准备明年在公共交通和工商业领域落实 B20 生柴计划。另外马来将于 7 月 1 日开始在工业中使用 B7 的生物柴油。

图 1.1: SGS 出口数据



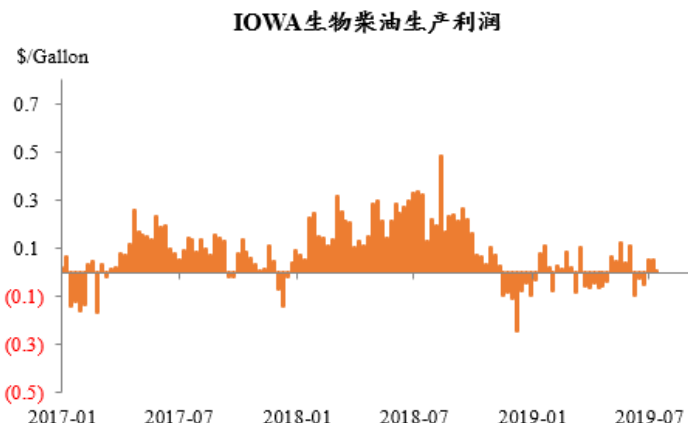
数据源：SGS，中粮期货研究院

图 1.2: POGO 价差



数据源：路透，USDA，中粮期货研究院

图 1.3: 爱荷华州生物柴油生产利润



第二部分 国内油脂供需分析

国内油脂：供需宽松延续，价格震荡走弱

二季度国内油脂板块整体表现偏弱，其中棕榈油表现最弱，菜油波动较大，豆油震荡走弱。棕榈油表现最弱，主要是因为产地棕榈油供需未见好转，高库存持续压制产地棕榈油价格，尤其是4月份以来，棕榈油到港价格大幅走低，国内棕榈油价格不断走弱。菜油在二季度是三大油中波动较大的品种，在中加菜系贸易尚未实质性恢复之前，国内菜系供应的趋紧是市场的共识，但是依赖于政策的供需趋紧很容易被政策推翻，政策方面的风吹草动带给了菜油较大的波动。豆油表现为震荡走弱，二季度国内豆油库存环比小幅增加，价格变动影响主要来自于进口大豆成本变动和菜棕油题材炒作的影响。

未来 2~3 个月国内油脂走势不确定性主要来自两个方面，①国内蛋白需求形势，目前悲观预期已经部分修复，较前期出现改善，但是需求仍需进一步验证；②中加菜系贸易关系，菜系贸易恢复正常与否对菜油的远月供应有重要影响。

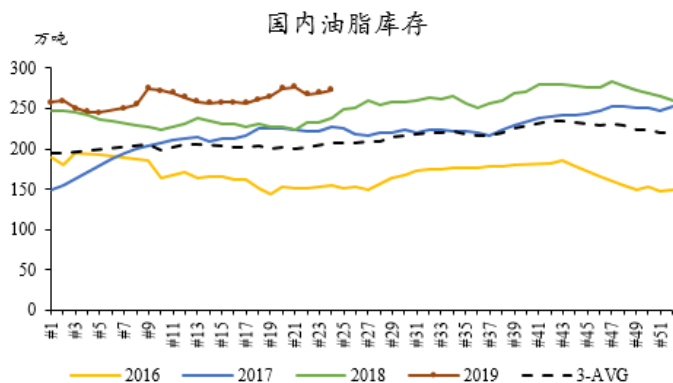
展望后市，我们对油脂价格的长期走势保持谨慎乐观态度，短期看受制于国内高企的油脂库存和产地棕榈油走势偏弱的影响，三季度油脂价格仍难看到单边上涨行情，菜油价格在政策影响下波动仍会比较大，菜棕和菜豆价差能否走缩需要看中加菜籽贸易能否恢复正常。

期货及价差：截至6月28日，棕榈油09月合约收于4286，季度收跌6.7%；豆油09月合约收于5392，季度收跌2.6%；菜油09月合约收于6910，季度收跌0.23%。价差数据，截至6月28日，棕榈油9-1价差-194，3月28日-60；豆油9-1价差-124，3月28日-78；菜油9-1价差9，3月28日21；跨品种价差，豆棕油9月1106，3月28日964；菜豆9月1518，3月28日1345；菜棕9月2624，3月28日2309。

现货市场：6月28日，华南24度棕榈油价格4250元/吨，季度下跌100元/吨；华东一级豆油现货价格5300元/吨，季度下跌130元/吨；华东四级菜油现货价格7120元/吨，季度下跌80元/吨。

截至6月21日，棕榈油港口库存70万吨，三月底76万吨，三年均值50万吨；豆油商业库存148万吨，三月底134万吨，三年均值121万吨；菜油沿海库存17万吨，三月底13万吨，三年均值7.4万吨；华东地区菜油库存42万吨，三月底35万吨，三年均值27万吨。

图 2.1 国内油脂库存



数据源：天下粮仓，中粮期货研究院

图 2.2 国内棕榈油库存

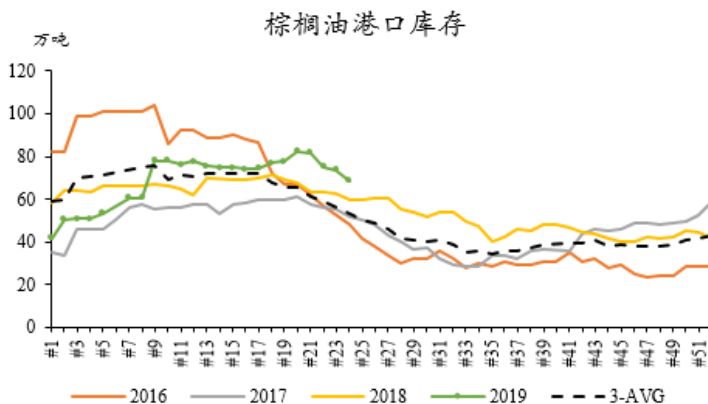
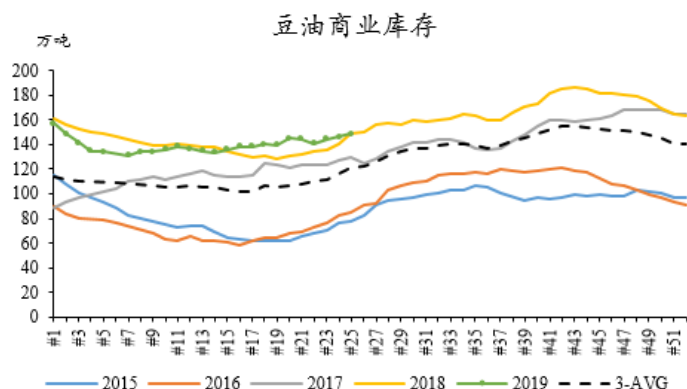
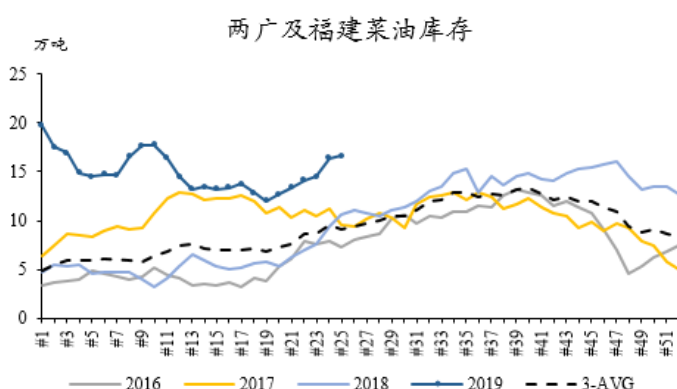


图 2.3 国内豆油库存



数据源：天下粮仓，中粮期货研究院

图 2.4 国内菜油库存（两广+福建）



第三部分 结论

国际方面，马来西亚棕榈油库存在二季度连续下降，但是按照季节性规律，后期继续去库存的可能性较小，因此三季度基本面情况不容乐观。总的来看，在没有天气问题的情况下，棕榈油未来仍缺乏反弹的支撑，预计仍以底部震荡的走势为主，价格存在进一步下探的可能。我们认为在目前的形势下，油脂缺乏机会，建议观望。国内方面，短期受制于国内高企的油脂库存和产地棕榈油走势偏弱的影响，三季度油脂价格仍难看到单边上涨行情，菜油价格在政策影响下波动仍会比较大，菜棕和菜豆价差能否走缩需要看中加菜籽贸易能否恢复正常。



更多资讯，请关注中粮期货研究中心公众号

【风险揭示与免责声明】

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州三家期货交易所全权会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据其个人认可的公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议。相关人士不得依赖本报告取代其独立判断。**任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。**本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. **本公司及分析师对这些信息的真实性、准确性和完整性不做保证。**本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制、歪曲、修改本报告之内容。