

极端行情下油脂油料市场供需格局分析

内容摘要:

国内豆粕紧平衡格局：供应方面，由于前期巴西港口装运偏慢，导致3月国内大豆到港预估只有400万吨左右，港口大豆商业库存降至历史低位，不少油厂缺豆停机，全国整体油厂开机负荷回落。根据当前油厂开机率估算，3月国内油厂大豆压榨周均150万吨左右，折算豆粕周度产出供应约118万吨，处于偏低水平。考虑到3月豆粕周度表观消费维持在120-130万吨左右，所以3月豆粕库存将维持去化状态，库存有望从月内高点50万吨回落至月末的35万吨。需求方面，进入3月以来豆粕现货日均成交量约30万吨，成交明显放量，以远月基差为主，现货基差也同步出现上涨，全国价格洼地华南地区的现货基差已经从之前的M05-20上涨至M05+50以上，北方市场基差更是维持在M05+150以上。春节过后，由于疫情影响，当时市场预期节后会有一波集中出栏，且蛋禽和肉禽的价格走弱使得市场对后期补栏不看好，认为3-5月现货市场需求会走弱。但从目前豆粕的出库、成交量和基差走势看，之前市场对饲料需求走弱的预期基本被证伪。

策略：油脂区间震荡短线有望反弹 豆粕酝酿大机会

宏观风险下全球金融市场跌跌不休，目前位置需求端的收缩对价格边际影响变小，后期疫情若进一步发酵，产地限制生产仍有可能。另外前期看多油脂的最主要的原因就是基于19年整体降水偏少判断今年产量可能会出问题，目前虽已进入到传统增产周期，但阶段性月产量还是有很大变数，可以预见阶段性产量若现利多将还会刺激市场情绪。总言之，目前价位已经体现了较大的利空，后期若系统性风险继续蔓延，盘面或仍会下探，但应该说下跌幅度也不会大了，国内疫情好转需求正有起色情况下逢低做多博取反弹相对来讲会有比较好的盈亏比。

而美豆价格跌至低位，叠加后期美国产区降雨多，可能导致新作美豆种植面积明显低于市场预估。一旦新作美豆面积基数小，就为后期市场炒作单产留足了充分的空间和安全边际。另外，南美的丰产预期已经被市场充分交易，后期如果下修南美产量，将给市场价格增添边际上涨的动力。国内从政府到企业对后期恢复养殖生产动力足，在全球经济相对悲观的预期下，国内饲料需求可能成为商品市场中难得的增长点。后期可以尝试在盘面价格贴近油厂保本成本附近做多豆粕，则具备较好的盈亏比。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

联系人

邓绍瑞

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

相关研究：

新作美豆定调，豆粕静候拐点

2020-02-26

油脂驱动切换，价格向需求“低头”

2020-02-12

剧情反转，豆粕比拐点出现

2020-02-05

豆粕市场分析

国际大豆市场筑底

南美方面，3月USDA月度供需报告将2019/20年度巴西大豆产量上调100万吨至1.26亿吨，阿根廷大豆产量上调100万吨至5400万吨。USDA此次的产量调整主要是基于2月份南美产区大豆的生长情况作出的评估，也基本跟之前各大商业机构预估趋势保持一致。但值得注意的是，阿根廷大豆的关键生长期是每年的2-3月份，今年阿根廷大豆主产区在2月份的最后一次有效降雨是2月18日，之后一直到3月9日始终没有降雨出现，中间接近20天的时间维持干旱状态。而这20天干旱对产量可能造成的损失并没有反映在3月USDA的报告中。包括近期各个商业机构也开始逐步下调之前的产量预估，目前综合各机构的预估数据来看，巴西和阿根廷的大豆产量各自存在200万吨左右的下调空间。站在当前时点来看，市场对2019/20年度南美大豆丰产的预期交易的已经比较充分，产量预估的上沿已经体现在CBOT盘面和南美大豆贴水上。如果后期USDA下修南美产量预估，从边际效应来看对CBOT盘面和南美大豆贴水反而是个利多支撑。

美国方面，市场最大的关注点还是集中在美豆新作种植面积上。新冠疫情全球爆发叠加原油价格暴跌，使得全球金融市场价格出现连续下跌，同样农产品价格也受到了影响。11月美豆价格跌至840美分，12月美玉米跌至360美分。如此低的价格可能导致美国农民播种意愿下降，大豆和玉米的总播种面积或不及之前市场预估。另外，还需关注的是自3月以来美国大豆玉米产区的东部和南部始终有大雨覆盖，而且目前看降雨有可能延续到4月。去年正是因为播种期间大雨干扰，导致最终美国大豆和玉米面积大幅下滑。所以对于4月开始播种的大豆和玉米，天气条件也是需要重点关注的因素。

国内豆粕紧平衡

供应方面，由于前期巴西港口装运偏慢，导致3月国内大豆到港预估只有400万吨左右，港口大豆商业库存降至历史低位，不少油厂缺豆停机，全国整体油厂开机负荷回落。根据当前油厂开机率估算，3月国内油厂大豆压榨周均150万吨左右，折算豆粕周度产出供应约118万吨，处于偏低水平。考虑到3月豆粕周度表观消费维持在120-130万吨左右，所以3月豆粕库存将维持去化状态，库存有望从月内高点50万吨回落至月末的35万吨。

需求方面，进入3月以来豆粕现货日均成交量约30万吨，成交明显放量，以远月基差为主，现货基差也同步出现上涨，全国价格洼地华南地区的现货基差已经从之前的M05-20上涨至M05+50以上，北方市场基差更是维持在M05+150以上。春节过后，由于疫情影响，当时市场预期节后会有一波集中出栏，且蛋禽和肉禽的价格走弱使得市场对后期补栏不看好，认为3-5月现货市场需求会走弱。但从目前豆粕的出库、成交量和基差走势看，之前市场对饲料需求走弱的预期基本被证伪。

成本利润方面，国外金融市场的大幅下跌带动美豆价格跌至 820-840 美分区域，国内油脂价格受需求影响大幅下跌，豆粕价格则相对坚挺，所以盘面压榨利润一直维持良好状态。今年整体来看，在南北美大豆供应相对充足，国内饲料需求稳步回升的趋势下，预计全年油厂压榨利润将维持比较好的水平。

油脂市场分析

外盘油脂震荡筑底 向下空间可能有限

在全球油脂中，棕榈油是产量和贸易量最大的油脂品种，所以棕榈油价格变化向来是引领全球油脂价格的风向标，对国际产地棕榈油供需结构分析是判断油脂价格方向的关键一步。去年四季度开启的这波棕榈强势上涨，虽然基本面上方方面面的刺激消息很多，但核心的行情驱动逻辑还是在于供应端，尤其是 19 年 5-10 月的大干旱，再叠加本身季节性的产量下滑，导致从四季度开始东南亚产地产量出现快速下降，推动油脂价格大幅上涨。

随后在国内疫情的影响下，我们重点分析了行情驱动逻辑已经发生切换，主导油脂价格的主要矛盾将从产量下降过渡到需求恶化。一方面，从季节性上来讲，马来西亚棕榈油产量在 2 月触底，3 月开始逐步回升，月度结转库存基本一季度触底，之后库存重回累库趋势。因此，一季度的供需结构基本对应产地最紧张的状态，而这种紧张的供需状态已经通过前期市场价格的大幅上涨充分体现。在价格仍处高位的情况下，供应端的变化对价格影响的边际效应越来越小。另外需求在 pogo 价差不断走高背景下，商业掺混利润极低，生柴需求价差下未来全球生物柴油表现并不乐观，即使是考虑到拥有政府补贴的强制掺混部分，在该价差下，政府补贴基金能否长期持续维持生柴的生产需求也是需要打个问号。

在随后的行情发展中，整体下跌趋势演绎的比较顺利，但幅度略超出预期，主要系统性风险冲击力度较大，疫情全球蔓延，沙特俄罗斯原油价格战，美股连续熔断造成全球金融市场跌跌不休，但需要注意的是高价格下对供应端对价格的边际影响变小，但短短两个月的跌势已经让油脂基本抹去了全部涨幅，目前位置需求端的收缩对价格边际影响同样在变小，生柴商业需求不好不会因原油连续下跌而变化，至于 B30 政策，起码目前看执行还没问题，其实这两天原油的大跌植物油反应已较为平淡，反而是疫情进一步发酵各国对防疫的态度值得探究，供应端的故事在本周再生波澜，马来西亚总理穆希丁 16 日晚间宣布，从 3 月 18 日起全国实行行动管制令，直到 3 月 31 日为止，期间禁止一切社交活动、关闭所有学校与宗教场所、限制国民出国及外国人员入境，以严格落实防止新冠肺炎疫情扩散。政府专门向种植园发函，要求在规定期限内停止生产活动，包括暂停鲜果串收获，

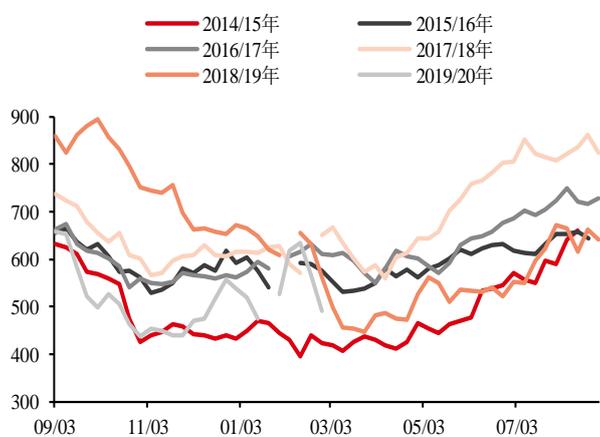
随后种植园代表发声呼吁政府不要干预油棕种植业的生产活动，马来国家安全委员会宣布对棕油产业不加限制，可正常开工，事件算告一段落。但斋月临近，后期疫情若进一步发

酵，限制生产仍有可能。另外前期看多油脂的最主要的原因就是基于19年整体降水偏少判断今年产量可能会出问题，目前虽已进入到传统增产周期，但阶段性月产量还是有很大变数，可以预见阶段性产量若利多将还会刺激市场情绪。总言之，目前价位已经体现了较大的需求端利空，后期若系统性风险继续蔓延，盘面还将下探，但应该说下跌幅度也不会很大了，逢低做多博取反弹相对来讲会有比较好的盈亏比。

国内油脂消费逐步恢复

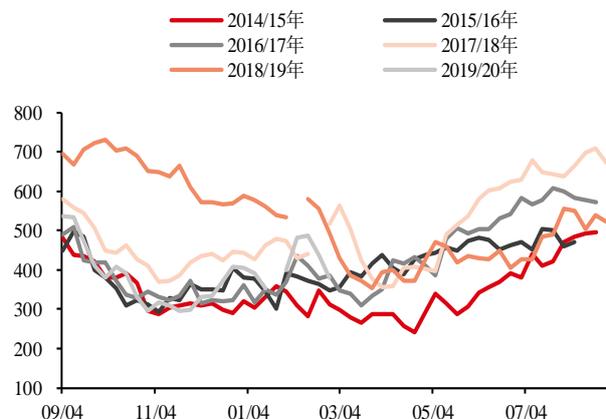
当下我国内疫情基本得到控制，但全国范围内的油脂餐饮需求全面恢复仍需要一定时间，一方面是因为境外输入的风险还比较大，北京上海等地还不能放松管控，另一方面，学校仍未全开学，尤以人口流动最多的大学最迟，整体餐饮行业恢复进度也较慢，预计终端消费还会受到一定影响。从豆油现阶段的成交情况看，随着三月中旬开始每天的零新增病例，下游心态转好，成交量逐步恢复至正常水平，本周的日均成交达到相对高位的3万吨水平，棕油低位成交也较好，港口日出库量上万吨，基差已经比月初的最低点-72有60多的提升。从豆油的提货变化来看，最新的日提货量已经追平去年同期水平。经过很长时间的消化之后需要补充物理库存。后期来看豆油的成交还将会随着管控进一步的放开有提升，目前库存水平上豆油处于同期高位，近期随着成交提货好转增库放缓，但随着后期到港的增多，粕类需求的好转，压榨提升以后在下游补库结束之后库存会重回上升通道，中期看油脂压力还是存在的。

图 1: 进口大豆库存 单位: 万吨



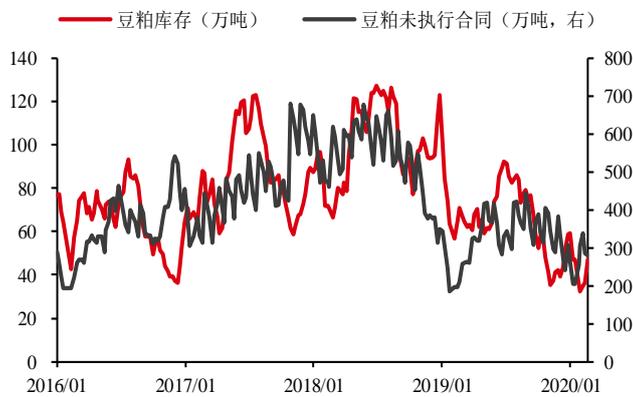
数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

图 2: 油厂大豆库存 单位: 万吨



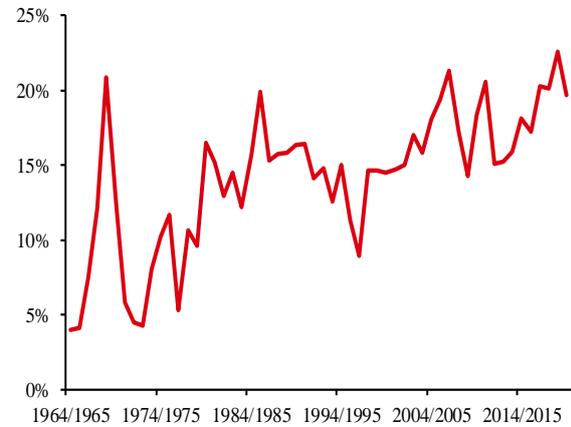
数据来源: 天下粮仓 华泰期货研究院

图 3：油厂豆粕库存与未执行合同 单位：万吨



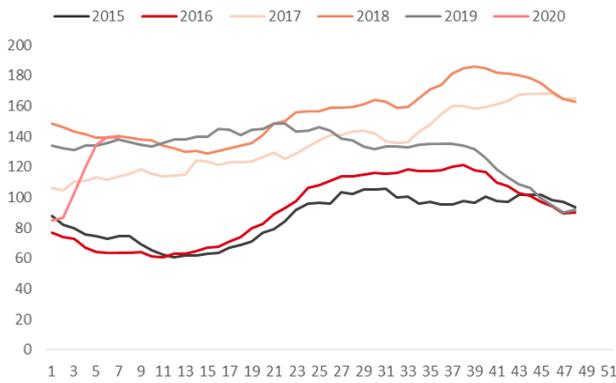
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 4：全球大豆库销比



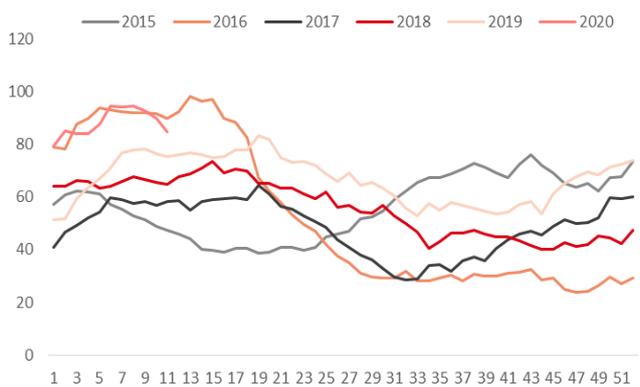
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 5：豆油库存 单位：万吨



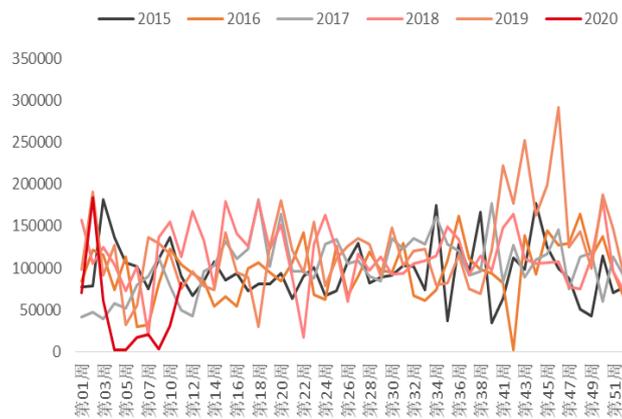
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 6：棕油库存 单位：万吨



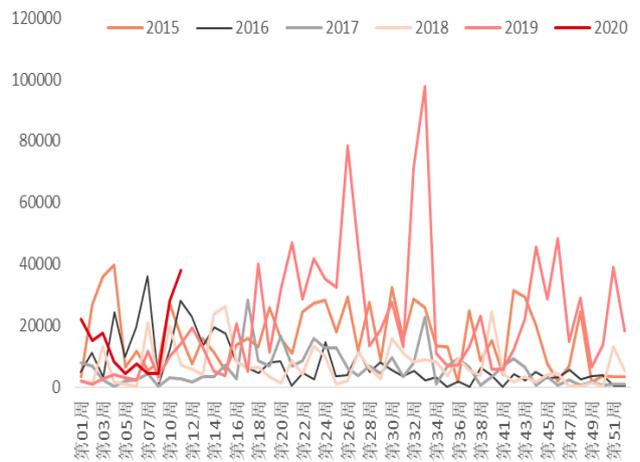
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 7：豆油周度成交 单位：万吨



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 8：棕油周度成交 单位：万吨



数据来源：USDA 华泰期货研究院

后期市场展望

油脂区间震荡短线有望反弹 豆粕酝酿大机会

宏观风险下全球金融市场跌跌不休，需要注意的是高价格下对供应端对价格的边际影响变小，但短短两个月的跌势已经让油脂基本抹去了全部涨幅，目前位置需求端的收缩对价格边际影响同样在变小，后期疫情若进一步发酵，限制生产仍有可能。另外前期看多油脂的最主要的原因就是基于19年整体降水偏少判断今年产量可能会出问题，目前虽已进入到传统增产周期，但阶段性月产量还是有很大变数，可以预见阶段性产量若利多将还会刺激市场情绪。总言之，目前价位已经体现了较大的利空，后期若系统性风险继续蔓延，盘面或仍会下探，但应该说下跌幅度也不会大了，国内疫情好转需求正有起色情况下逢低做多博取反弹相对来讲会有比较好的盈亏比。

而美豆价格跌至低位，叠加后期美国产区降雨多，可能导致新作美豆种植面积明显低于市场预估。一旦新作美豆面积基数小，就为后期市场炒作单产留足了充分的空间和安全边际。另外，南美的丰产预期已经被市场充分交易，后期如果下修南美产量，将给市场价格增添边际上涨的动力。国内从政府到企业对后期恢复养殖生产动力足，在全球经济相对悲观的预期下，国内饲料需求可能成为商品市场中难得的增长点。后期可以尝试在盘面价格贴近油厂保本成本附近做多，具备较好的盈亏比。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com