



**供给端忧虑难以形成长期驱动，
油脂反弹幅度或受限**

长安期货有限公司

投资咨询部

2020 年 3 月 28 日

供给端忧虑难以形成长期驱动，油脂反弹幅度或受限

观点：

3 月大豆到港不足，偏紧状态预计延续至 4 月，叠加下游餐饮业逐步回暖，豆油基本面在短期内偏强，但我国进口大豆仍然充足，南美港口运营正常，排船情况未出现较大问题的情况下，5 月后或面临大量大豆到港，因此豆油期价的反弹幅度受限。马来西亚棕榈油在疫情蔓延之下需求存下跌预期，且出口持续表现不佳，产地限制措施引发的供应忧虑难以弥补需求的疲弱，整体基本面维持弱势。不过在前期期价大幅下跌至低位后，供应或物流的阻碍所造成的情绪性利多极易给其走势带来较大波动性风险，未来棕榈油的走势仍将在产地消息与基本面之间博弈，短期以震荡调整对待。菜油供给偏紧，库存低位，基本面在三大油脂中仍然较强，但在生柴需求受打压的预期下，未来供给格局存疑，目前来看较难走出独立行情，或跟随相关油脂震荡反弹为主。

研发&投资咨询

胡心阁

从业资格号：F3064864

投资咨询号：TN032393

☎:15229059188

✉:huxinge@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、行情走势回顾

图 1：豆油主力合约走势（日线）



资料来源：文华财经，长安期货

图 2：棕榈油主力合约走势（日线）



资料来源：文华财经，长安期货

图 3：菜油主力合约走势（日线）



资料来源：文华财经，长安期货

3 月前半月，油脂在外围宏观风险不断释放的情形下再度下挫。国际原油期货大跌，因沙特和俄罗斯在减产协议上的分歧，令沙特一怒之下开始大打价格战，此外新冠病毒疫情全球蔓延趋势日盛，市场担忧疫情蔓延将重创全球经济，全球金融市场跌跌不休，美股在两周内熔断四次。受宏观因素影响本身基本面较弱的油脂跟随大跌，两度触发跌停，表现出了短暂性的脱离基本面，跟随宏观局势而动的特点。而 3 月中下旬以来，油脂受产地管制措施以及进出口贸易物流的影响，引发供给端担忧，前期利空已大幅兑现的油脂打开企稳反弹的局面，收回本月部分跌幅。截至 3 月 27 日，豆油主力合约收于 5510，月跌幅 3.16%；菜油主力合约收于 6849，月跌幅 6.37；棕榈油主力合约收于 4846，月跌幅 2.06%。

二、宏观影响因素分析

（一）海外疫情蔓延，油脂供需两端均承压

截至目前,国内包括武汉在内的疫情已基本处于结束状态,而海外的疫情数据不断爬升,美国一天新增病例超过 1.2 万,进入大规模爆发阶段,巴西、马来西亚、印尼国家均有新冠疫情确诊病例报道,虽然程度没有特别严重,但国家内部出台相应的管控措施,对运输物流也形成了一定影响,这一点会对供给端形成比较大的压力。本月巴西港口的停运炒作,以及马来西亚部分棕榈油种植园的暂停营业均对本月油脂期价的企稳反弹起到了助推作用。虽然目前巴西港口的炒作被证伪,但疫情仍处在发展阶段,市场对未来的形势变化仍然存在较大的忧虑。

对于需求端,全球疫情的蔓延将带来全球植物油需求的下滑,目前已有多国出台行动限制措施,采取居家隔离的方式应对疫情,这使得餐饮业受到了非常大的冲击。做一个简单的推算,如果在我国疫情严重时期餐饮业停业带来的油脂减量为 50-60 万吨水平,2018/19 年度的数据显示中国食用植物油占全球的比重为 24%,那么疫情所带来的消费减量在 200 万吨左右的水平。虽然具体的数据我们难以准确估量,但至少我们可以判断需求相较于供应端的影响或更为显著,也更为长期。

（二）原油价格弱势，生物柴油需求预期减弱

本月原油价格一再下挫,整个大宗商品市场都受到了牵动,其中能化板块受影响最大,其次便是油脂板块。探究其原因一方面在于,原油是大宗商品的晴雨表,原油价格与多数农产品的期货价格存在较强的相关性,其中与豆类油脂以及美盘豆类相关性最强,达到 0.7。另一方面,原油与植物油脂之间存在生柴替代的关系,在原油价格大跌的情况下,石化柴油

相较生物柴油性价比上升、比价竞争优势增强，从而令生柴消费需求预期下降。全球 23% 的植物油用于生物柴油的生产。在全球生物柴油生产分布上，主要以欧盟、美国、印度尼西亚为首，这三个国家占比达 65%，而三个国家分别用菜籽油、豆油、棕榈油加工生产生柴。而目前的低油价为生柴政策的后续执行带来了较大挑战，如果政策被迫暂停或调整，或将对油脂的消费量产生利空影响。

菜油是欧盟生柴的第一大原料，在原油大幅下挫的背景下，如果欧盟生物柴油需求下降 20%，欧盟菜油需求将下降 130 万吨。剔除掉中国库存，目前全球菜油库存预估为 120 万吨，主要集中在欧盟，那么菜油工业需求下降的情况下，全球菜油将进入过剩阶段。

三、基本面情况分析

（一）美豆榨利表现良好，阶段性出口或有回升

3 月上半月，美豆期价在宏观市场动荡的波及之下连续下挫，同时美豆出口数据不及预期施压期价。自上周以来，鉴于美豆期价跌至低位，进口榨利良好，叠加 3 月国内大豆到港量不足，南美方面受疫情影响装运速度偏慢，我国加大了自美进口，3 月 12 日止当周，美国 2019/20 年度大豆出口销售净增 63.16 万吨，市场预估为 40-80 万吨，符合市场预期，出口转好的预期为美豆 3 月下半月的反弹趋势提供了动力。最新一周的出口数据显示，美国大豆出口销售净增 90.48 万吨，高于市场预估，环比增加 29%，已经连续第二周增加，当周对华出口销售为 19.93 万吨，为近 2 个月以来最高水平。

后期来看我国仍面临着大量的大豆到港预期，但就目前的装运情况原料偏紧的格局或将持续到 4 月中下旬，短期内豆油的库存可能会呈现略下滑的态势，给予豆油期价一定支撑。

图 4：进口大豆港口库存

单位：吨



资料来源：wind，长安期货

（二）出口仍然疲弱，马棕基本面弱势未改

马来西亚船运调查机构 AmSpec Agri 称，2020 年 3 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 86.6 万吨，比 2 月同期减少 11.7%，出口数据仍然未能出现改观。3 月 MPOB 公布的棕榈油月度供需报告显示，马棕库存继续降至 168 万吨，为 17 年中以来的最低库存。但在疫情拐点未现之前，需求弱势格局难改，近期出口表现持续不佳，虽然疫情蔓延使得马来西亚最大棕榈油生产州暂停了三个地区的业务，且马来政府决定将行动管制令延长至 4 月 14 日，但消息面的利多引发的供给忧虑难以抵消需求端弱势格局的冲击，如果出口得不到改善，后期库存或从低位有所回转，马盘走势承压，传导至国内连棕的反弹幅度或受限。

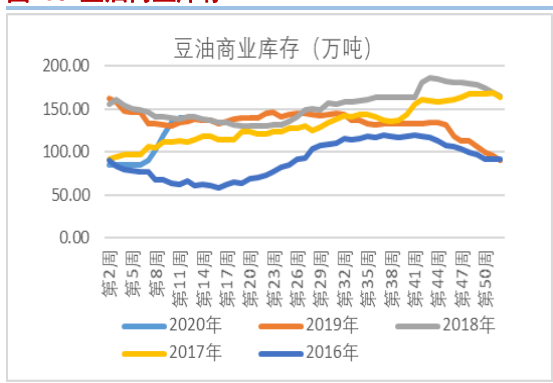
（三）豆棕油需求有所回暖，但库存降幅或有限

3 月中旬开始，随着国内疫情的进一步控制，下游餐饮业逐步复工，需求有所回暖，提货量也出现好转，目前已经达到去年同期水平。我们认为疫情所导致的需求下降主要体现在一季度，进入二季度，需求将继续略有回升。但我们仍然把需求端的复苏定义为回补式的，出现报复性反弹的可能性并不大。从国内目前的餐饮业恢复现状就可看出，虽然开复工比例已经达到八九成，但入座率并不高，人们对于疫情仍保持着充分的警惕，外出就餐的需求相较于往年正常情况下仍然是偏弱的，而这种状况可能会因为国外疫情的蔓延持续更长的时

间。因此至少在 4 月份，需求端的复苏可能依然是缓慢略有好转的状态。

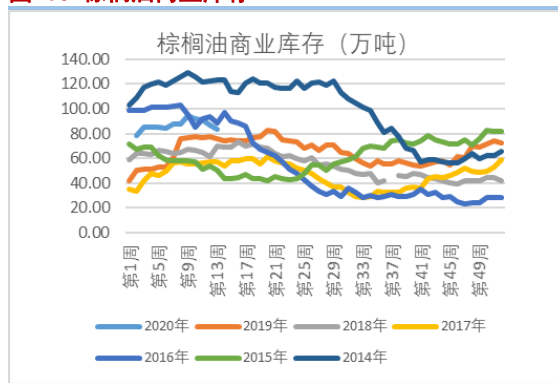
提货量的好转，叠加原料进口到港量偏低，使豆棕油的库存从高位有所回落。截至 3 月 13 日，国内豆油商业库存总量 139.21 万吨，周降幅为 0.5%，较上个月同期 98.5 万吨增加 41.33%，较去年同期的 131.03 万吨增加了 6.24%，五年同期均值 118.44 万吨。据天下粮仓统计数据显示，截止上周四，全国港口食用棕榈油库存总量 82.95 万吨，较上月同期的 94.82 万吨下降了 12.55%，较去年同期的 74.95 万吨增加了 10.6%，五年均值为 75.63 万吨。大豆到港量偏紧的状态预计延续到 4 月，因此未来一个月，库存预计仍会小幅下降，但随着后期开机率的提升，库存或将再度止降回升。

图 5：豆油商业库存



资料来源：wind，长安期货

图 6：棕榈油商业库存



资料来源：wind，长安期货

（四）菜油短期基本面偏紧格局未改，中长期或存疑

本年度受中加关系影响加拿大菜籽进口继续下降，而澳大利亚等其他国家的菜籽无法弥补供应，我国菜油原料进口端在中加关系未见恢复的情况下或继续维持偏紧格局。但我国菜油供给端除了菜籽进口这一部分外，我们还需要考虑直接进口菜油的情况，原本整体可供出口的菜油较为有限，但全球疫情的爆发，以及原油对生柴政策的冲击，使我们对欧盟的菜油需求出现了新的判断：如果欧盟生柴产量下降，菜油的需求将会骤降，届时欧盟可以提供更多的菜油以供出口，那么是否会缓解我国菜油进口端的偏紧格局呢，我们认为存在这样的

条件和预期的。

需求端来看，3月前几周受全球疫情影响买家观望态度比较浓厚，下游成交量偏低，使得库存出现一定上调，而本周部分买家逢低补库，尤其远月基差放量成交，菜油成交量出现回暖，3月27日当周，菜油成交达19000吨，上周菜油成交仅2000吨。成交量的回暖叠加菜籽油厂开机率回落，使得本周库存下降。截止3月27日当周，两广及福建地区菜油库存下降至39200吨，较上周45000吨减少5800吨，降幅12.89%，较去年同期的83000吨下降52.77%，处于近五年低位水平。短期来看，菜油的库存低位仍是主要的利多支撑，中长期需要关注欧盟生柴的产量变化情况。

（五）基差分析

3月中旬豆油提货量回暖，叠加大豆到港偏少状况或延续至4月，预计豆油库存将在4月仍有小幅下调，而后随着开机率的提升库存将再度回升。因此不建议过分追涨远期基差，y59涨幅有限，毕竟库存和需求受疫情的影响是实质性的、不可逆的。对于豆油单边根据目前的情况我们依然认为只会呈现出短期反弹行情，长期的趋势性反转并未形成。

近期随国内疫情已得到良好控制，终端食品厂开始集中补库，导致港口库存见顶回落。随着需求的好转，各港口基差出现阶段性企稳反弹迹象。但未来仍不宜过分乐观，一方面棕榈油库存仍处高位，此轮补库过后需求的持续性存疑，另一方面国际棕榈油需求受疫情受到较大遏制，出口受限，产地基本面仍然疲弱。

今年春节过后，基本面的偏强格局，以及相较于其他油脂的抗跌，菜油基差基本处于持续升水的高位。3月前几周菜油供需双弱，多数情况有价无市，下游成交不佳，基差有小幅缩窄迹象，自本周开始下游部分买家逢低补库，成交出现回暖，带动基差上行。未来短期内在需求端提货量未有持续性大幅增加的情况下，原本处于高位的菜油基差持续上行的动能不

足，或维持高位震荡。而以上预期建立在全球毛菜油进口增量有限的情况下，若欧盟菜油受生柴产量降低转至出口，国内进口菜油或有增加预期，那么届时菜油偏紧供给格局或有改善，港口库存也将企稳回升，升水的菜油基差将松动走弱，后期持续关注欧盟生柴产量情况。

四、总结

综合来看，3月大豆到港不足，偏紧状态预计延续至4月，叠加下游餐饮业逐步回暖，豆油基本面在短期内偏强，但我国进口大豆仍然充足，南美港口运营正常，排船情况未出现较大问题的情况下，5月后或面临大量大豆到港，因此豆油期价的反弹幅度受限。马来西亚棕榈油在疫情蔓延之下需求存下跌预期，且出口持续表现不佳，产地限制措施引发的供应忧虑难以弥补需求的疲弱，整体基本面维持弱势。不过在前期期价大幅下跌至低位后，供应或物流的阻碍所造成的情绪性利多极易给其走势带来较大波动性风险，未来棕榈油的走势仍将在产地消息与基本面之间博弈，短期以震荡调整对待。菜油供给偏紧，库存低位，基本面在三大油脂中仍然较强，但在生柴需求受打压的预期下，未来供给格局存疑，目前来看较难走出独立行情，或跟随相关油脂震荡反弹为主。

免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。

长安期货各分支机构

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B
座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦
七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座
1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦
七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫
景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

韩城营业部

地 址：韩城市新城区太史大街中段泰山新
天地 1 号楼 5 楼
电 话：0913-5215668
传 真：0913-5215668

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江
路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦
七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦
七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期
货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180
号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金
贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦
七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165