

国信期货油脂油料半年报

油脂油料

油脂仍有上涨空间 蛋白粕未来需看生猪恢复

2020年6月28日

● 主要结论

- 对于2020下半年，美豆走势的关键在于种植面积、单产、出口三方面。一般而言，下半年都会有天气升水的预期。这对美豆或有提振作用。不过旧作出口压力依旧存在，旧作库存压力与新作库存缓和或导致市场走出近弱远强格局。国内市场供给方面，8月之前，油厂开工会一直保持高位，单周200万吨或许是大概率事件，豆粕供给在8月之前应该处于异常充足，压力逐步体现的局面。对于豆粕需求，在2020下半年最大的增量需看生猪养殖。初步测算9月份华北地区陆续会有商品猪相继出栏，年底两广地区的商品猪相继出栏。可见下半年，国内豆粕消费会有明显增加。从目前国内豆粕供需来看，三季度国内豆粕供给量或超过上年同期水平，但是需求可能与上年持平或略低。四季度由于10月份以后大豆供给尚存在变数，豆粕供给可能下降，豆粕库存可能从高位回落。豆粕市场或将获得提振而走高。因此国内豆粕现货市场压力最大或体现在三季度。豆粕基差和现货仍有进一步下跌的空间，但是空间有限，时间或将出现在7月份，豆粕期货或已经接近底部，市场等待外部市场提振而上行。市场的期现走强或许在四季度全面体现。
- 2020年下半年，国际油脂市场需关注印度进口量的恢复情况、马棕油库存的增减变化、印尼是否出现产量下滑。马棕油涨势仍未完结，处于最后一轮上涨的中间位置。市场可能要等到6月份增产的情况与消费增长的情况进行实际检验。国内方面，市场预期豆油库存或在7月达到高点后，开始回落。由于当前价格不能吸引临储入场采购，因此豆油在三大油脂中或处于弱势中。一旦价格回落，临储会入场，因此豆油下方有临储托底，上方有进口成本压制。区间震荡成为主趋势。棕榈油进口倒挂，进口采购相对较少。这让未来棕榈油供给担忧情绪加重。偏低的库存加上较少的进口，以及需求旺季的到来，国内棕榈油供需偏紧的局面或将呈现。目前马棕油、印尼棕榈油贸易商对外报价惜售明显。这让国内棕榈油市场的未来供给前景堪忧。目前我国菜油库存偏低，后期菜油、菜籽的进口依旧因进口国的因素相对迟缓。这让国内菜油的供给紧张格局常态化。国内油脂三季度依旧存在上涨机会，需求能否拉动成为关键。油脂底部已经确立，上方仍有一定空间，三季度以调整做多为主。从油脂整体供求关系来看，油脂的供需要远好于豆粕市场，因此豆类油粕比依旧在三季度仍有进一步扩大的可能。从油脂间供求结构来看，棕榈油的供给紧张程度要远高于豆油，因此豆棕价差仍有缩小的空间。
- 风险提示：全球出现二次疫情爆发

分析师：曹彦辉

从业资格号：F0247183

电话：021-55007766

邮箱：15037@guosen.com.cn

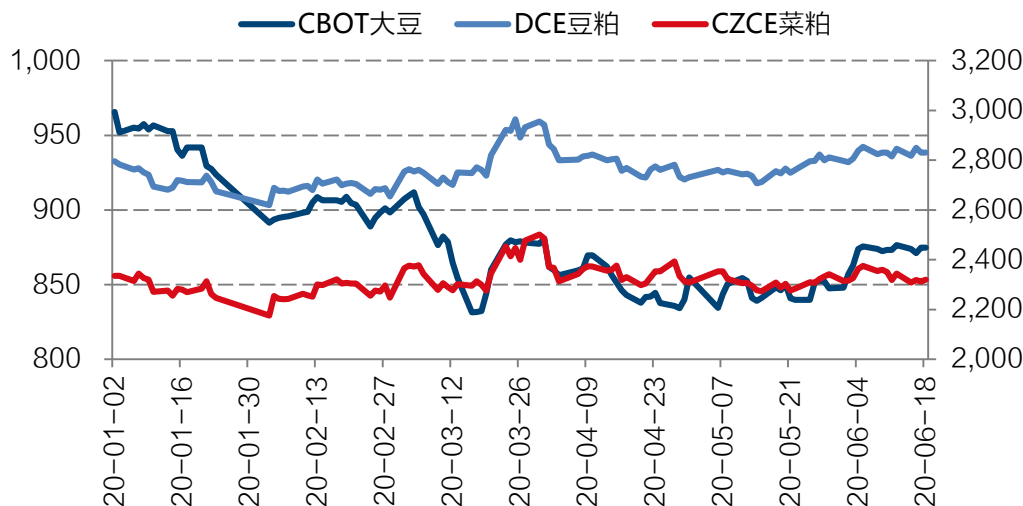
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、2020年上半年油脂油料市场行情回顾

1.1 蛋白粕市场行情回顾

图：DCE豆粕、CZCE菜粕走势比较



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2020年上半年国内蛋白粕走势，美豆走势以及全球疫情成为影响的主要因素。整体来看，上半年蛋白粕期价波动大体分为：

1、1月2日-2月3日国内蛋白粕震荡下行。1月初中东局势紧张、中美协议签署，美豆开始下挫。连粕由于油厂高开工，需求增加不及预期而震荡下挫。1月下旬中国疫情爆发，大豆需求预期下降拖累美豆。春节后第一交易日，受到中国疫情以及美豆节日期价大幅下挫的影响，连粕节后跌停开盘，随后价格从低位略有反弹。

2、2月4日-3月30日国内蛋白粕震荡走高。在此期间美豆走势与连粕走势略显背离。2月CBOT大豆跌势暂缓小幅反弹。3月全球疫情扩散，金融市场遭遇重创，国际原油以及美国股市的暴跌拖累市场，美豆再度步入跌势，期价直逼前低800美分。相比之下，国内豆粕略显坚挺。豆粕库存偏低，进口大豆到港量低于预期，导致国内油厂开工率下降，下游节前备货不足，补货意愿较强。因物流因素豆粕供给不均衡。豆粕基差强劲。随着南美等国疫情增加，市场担忧2季度南美大豆能否如期到港，豆粕市场焦点从需求担忧转向供给担忧，期价强势走高。

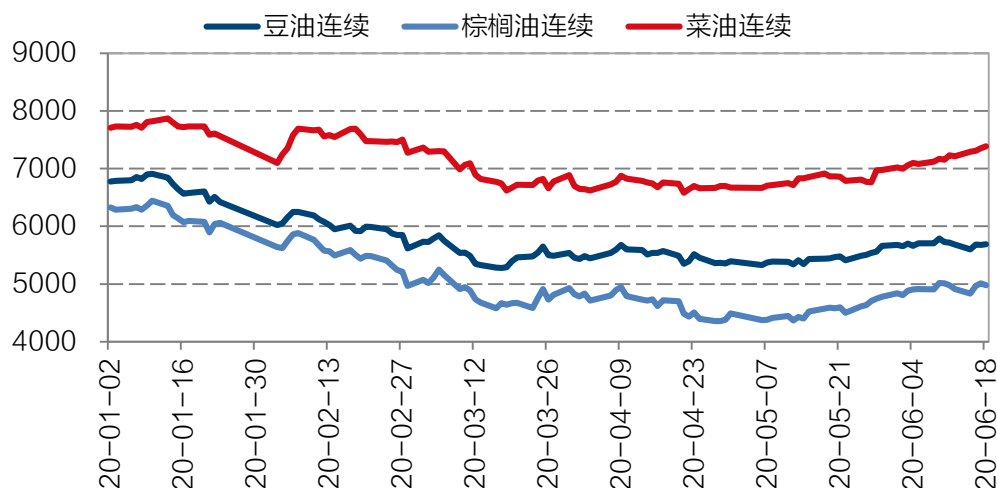
3、3月31-4月21日国内蛋白粕震荡回落。4月CBOT大豆期货大幅下挫，期价跌破前期低点后维持低位窄幅波动。全球疫情逐步扩散以及国际原油价格暴跌是主要推动力。国内蛋白粕同步回落，尽管国内油厂豆粕库存持续下降并降至历史低位，市场预期4月中下旬开始大量进口大豆集中到港，油厂开工预期回升豆粕供给增加，需求增幅弱于供给增加。豆粕期货呈现震荡偏弱格局。菜粕走势跟随豆粕而动。

4、4月21-至今国内蛋白粕低位震荡小幅反弹。5月CBOT大豆期货延续底部震荡的走势，人们对新型冠状病毒疫情破坏需求的担忧逐步缓解，随着新季美豆播种进度加快，丰产预期打压的利空因素与中国采购增加的预期的利多因素共振，美豆期价区间震荡，美豆重心从850抬升至870一线。国内蛋白粕市场走势趋同。5月初市场逐步消化进口大豆集中到港，供给压力打压豆粕震荡下挫并创近期新低。此后空头回补，豆粕减仓上行。随着巴西未来可供大豆减少，美豆采购增加，进口成本提振，天气升水预期等多因素提振，

连粕期现背离，期货坚挺运行。现货震荡走低，基差下滑。与之相比，菜粕走势弱于豆粕，因南方水产遭遇暴雨，水产养殖受阻。

1.2 油脂行情回顾

图：三大油脂国内期货指数走势



数据来源：文华财经 国信期货

纵观2020年上半年国内油脂因疫情影响，需求大幅下降导致行情波动较大。整体来看，上半年油脂期价波动大体分为：

1、1月2日-1月13日国内油脂震荡走高。元旦后，马棕油因机构预测减产幅度超预期、印尼开启B40的测试，MPOB报告库存降幅超预期，市场信心大振，马棕油不断刷新高点。国内油脂跟盘上行。

2、1月14-3月19日国内油脂高位回落。1月中旬以后，机构预估马棕油1月产量降幅缩窄、因印度全面限制马精炼油进口导致出口数据不及预期。马棕油开启下跌之路。相比之下，美豆油跌势早于马棕油，随着中东局势的紧张及美豆油国内库存高企，美豆油率先下跌。国内方面，连豆油因国储预期抛售的消息而率先下挫。由于国内进口棕榈油利润倒挂幅度较大，连盘棕榈油调整幅度弱于外盘。相对而言，菜油因供给不足而相对偏强。受到新型冠状病毒肺炎疫情的影响，国内餐饮受到极大冲击，尽管小包装油略有增长，但整体油脂消费下降预期明显。2月中旬以后豆油、棕榈油跌破节后创下的低点，并再创新低。菜油受到拖累而补跌。3月国内油脂连棕榈油领跌油脂。

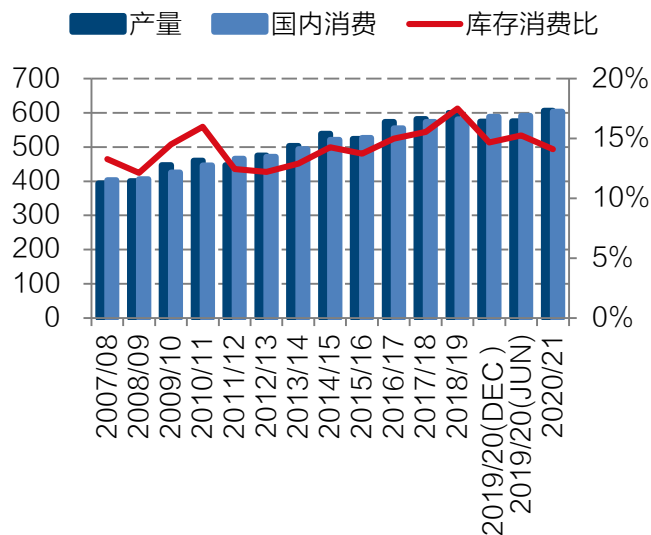
3、3月20日-4月27日国内油脂低位震荡。国际油脂延续弱势。因新冠肺炎疫情导致的全球封锁加剧，需求担忧盖过马来西亚供应中断影响。国际原油价格暴跌，马来、印尼生柴生产遭遇重创。市场对于4月马棕油产量预估预期增加，棕榈油供给压力陡增，马棕油震荡下挫寻求支撑。国内油脂跌幅弱于外盘，尽管国内油脂库存持续下滑，国内豆油成交放量，需求表现旺盛。豆油收储传言不断。国内棕榈油则因进口倒挂，进口量相对有限，库存持续下降，但马棕油的重挫拖累连棕榈油表现疲软。油脂跌破前期低点后纷纷止跌，期价低位震荡加剧。

4、4月28-至今国内油脂震荡中逐步上行。随着国际原油价格止跌企稳，马棕油触底反弹。因为市场预期5月份棕榈油产量可能下滑以及马来西亚将6月毛棕榈油出口关税调降至零。随后印尼出台生物柴油扶持政策以及马棕油出口数据乐观，马棕油震荡上行。国内油脂走势也震荡走高。菜油因中澳、中加关系导致供给担忧加剧，菜油持续上涨。进口倒挂导致采购较少，国内棕榈油库存持续下降。豆油因油厂开工增加累库开启，但由于需求增加导致累库进程缓慢。整体国内油脂在国内供给略紧，外盘走强提振下走高。

二、全球油籽、油脂市场供需分析

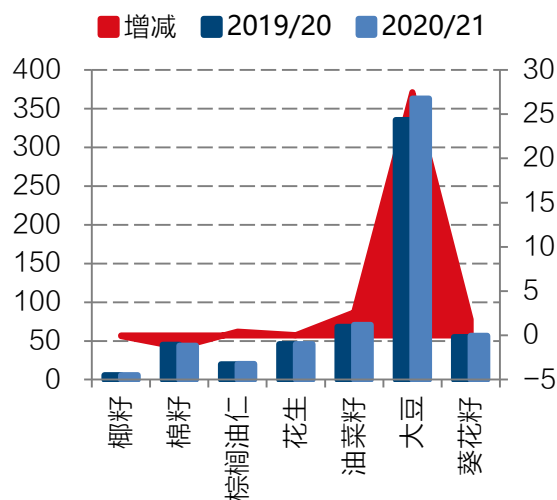
2.1 全球油籽库存实现两连降 供给压力大大缓解

图：全球油籽产消库对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA 国信期货

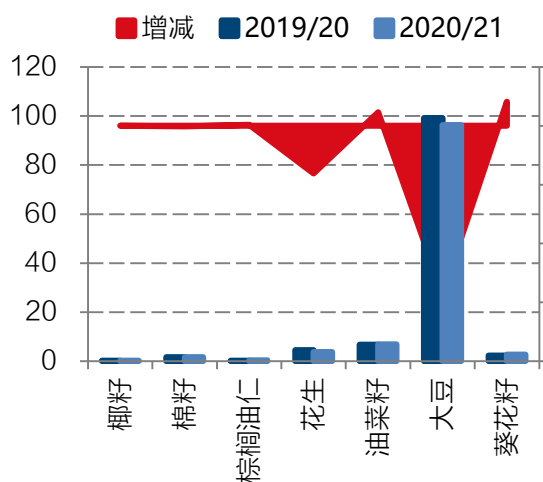
图：全球油籽分品种产量及增幅（单位：百万吨）



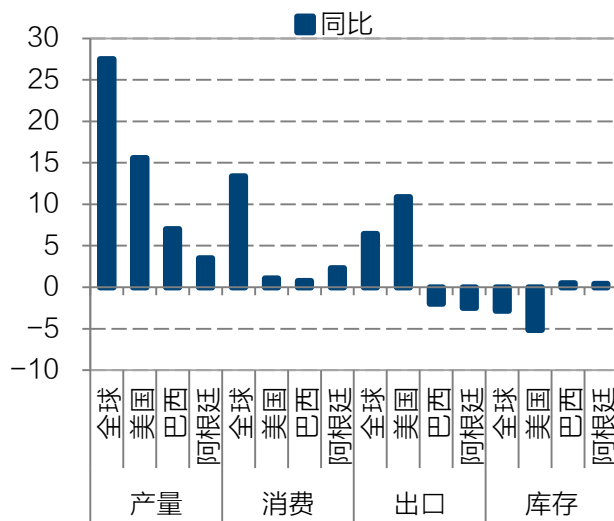
数据来源：USDA 国信期货

对于2020年下半年，全球油籽市场将受到2019/20年度以及2020/21年度两个作物年度的影响。与植物油相比，全球油籽市场受到疫情的冲击相对较小。2019/20年度USDA在疫情前后，将食用消费微幅下调，产量的增加更多来自于南美大豆的丰产所致，贸易的增加更多来自于中国采购的增加，库存较疫情前预估有所上调。从2019/20年度来看，当年产不足需，库存较上年有明显的下降。全球油籽市场已经从历史最高的库存峰值开始回落。对于即将到来的2020/21年度，全球油籽产量出现明显的增加，消费增加更为明显，库存继续下降，实现两连降。全球油籽库存消费比从2019/20年度的15.25%降至2020/21年度的14.12%。

图：全球油籽分品种库存及增减（单位：百万吨）



图：全球大豆2020/21年度供求同比增减（单位：百万吨）



数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

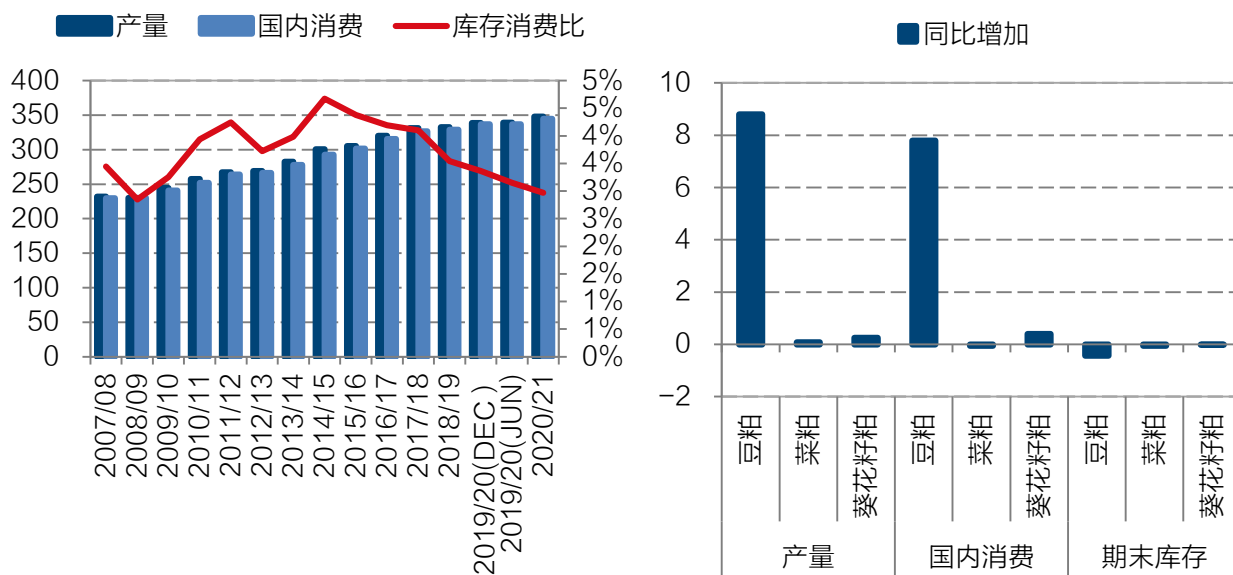
目前全球油籽市场中,大豆产消占60%,菜籽占12%,葵花籽占9%,可见这三类油籽是全球油籽市场具有举足轻重的地位。2020/21年度,USDA预估油籽除椰籽和棉籽有少量减产外,其他均有不同程度产量增加,其中大豆产量增加最大,同比增加2750万吨,油菜籽产量增加259万吨,葵花籽产量增加180万吨。由于需求的回升,全球油籽库存在2020/21年度继续下滑,主要体现在大豆和花生上,其他油籽库存变化不大。就全球大豆市场而言,2020/21年度全球大豆库存的下降主要体现在美豆市场上,市场预期美豆在新作物年度出口会有明显回升,产量增加不及出口+压榨的增长,库存降幅明显。总的来看,全球油籽市场供需格局正在从大供给的压力下逐步走向缓和,市场整体压力较峰值时期大大缓和。库存能否实现预估,关键在于消费能否持续有效的增加。

2.2 全球蛋白粕产不足需 去库存仍在进行中

由于饲料传导相对滞后,因此疫情对于全球蛋白粕的影响要弱于全球油籽市场。USDA对于2019/20年度疫情前后调整幅度有限。就2019/20年度而言,全球蛋白粕当年产不足需,连续第三年去库存,库消比继续下降。对于2020/21年度,全球蛋白粕产消同增,库存降至1000万吨以下。其中蛋白粕产量的增加更多来自于豆粕的贡献,同比增加880万吨,此葵花籽粕产量同比增加25万吨,菜粕仅增加8万吨。从消费来看,豆粕和葵花粕的消费均有增加,但菜粕的消费有所下降。相对而言,2020/21年度豆粕、菜粕、葵花籽粕库存均有不同程度的下降。

图:全球蛋白粕产消走势(单位:百万吨)

图:全球蛋白粕2020/21年度供求同比增减(单位:百万吨)



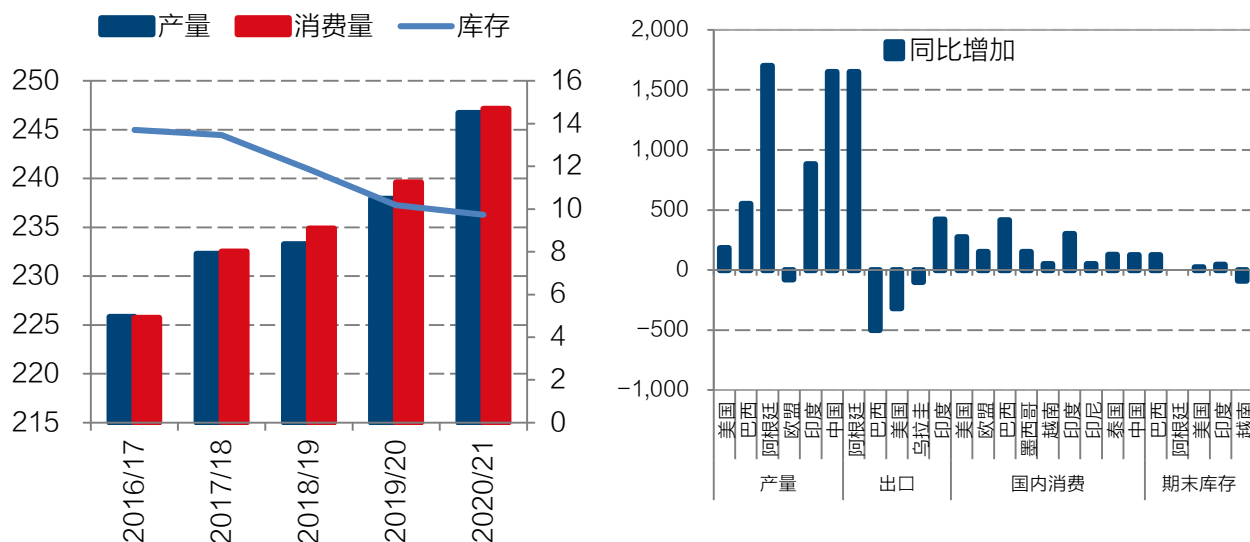
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: USDA 国信期货

分国别来看,2020/21年度,产量的增加集中在阿根廷、中国、印度。出口方面,阿根廷、印度增长抵消了巴西、美国的下降。国内消费方面,豆粕主要消费国的消费量均有不同程度的增加,相对于产量的增加,消费的增加相对分散。主产国、主消国的库存变化相对不大。

图:全球豆粕产消走势(单位:百万吨)

图:全球豆粕国别供求增减幅度(单位:百万吨)



数据来源: USDA 国信期货

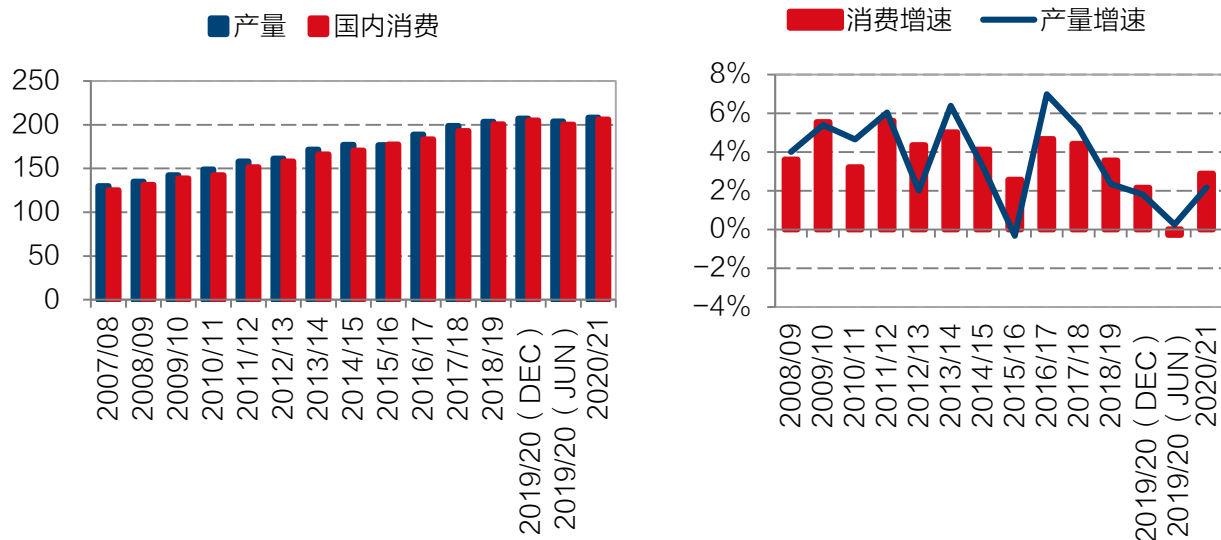
数据来源: USDA 国信期货

总的来看,全球蛋白粕市场集中在豆粕市场的变化,全球豆粕在2020/21年度产消大幅增加,库存略有下降,全球蛋白粕市场延续去库存趋势中。相对于油籽、油脂而言,蛋白粕的供需相对偏紧。

2.3 全球植物油消费最差已过 等待复苏

图: 全球植物油产消走势 (单位: 百万吨)

图: 全球植物油产消增幅走势 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA 国信期货

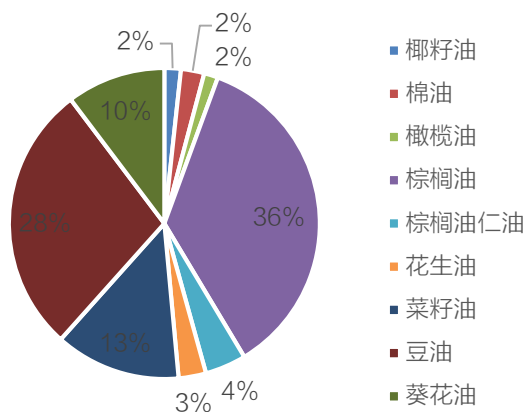
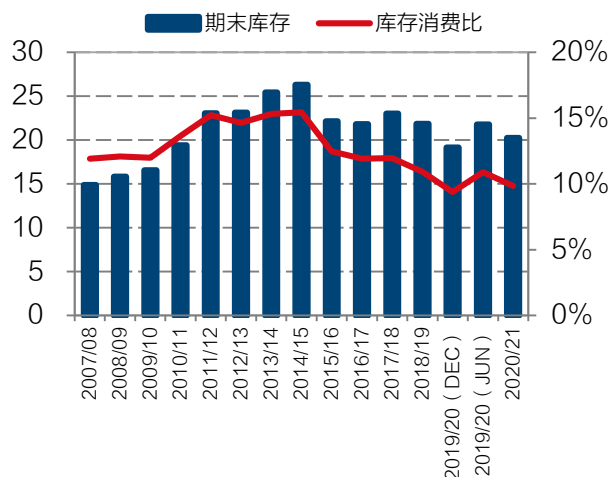
数据来源: USDA 国信期货

受到全球疫情的影响,USDA不断调整2019/20年全球植物油产消数据,6月份报告数据显示,2019/20年度全球植物油产量与2018/19年度略增、消费量微降,库存稳中略降。这与疫情前数据相比,下降幅度较大。疫情前,USDA在2019年12月预计2019/20年度,全球植物油产量增幅1.8%,消费增幅2.15%,库存下降267万吨。可见,新冠疫情对于全球植物油2019/20年度影响沉重,消费呈现负增长。随着全球各个国家逐步放开管制,疫情的影响边际效益递减,USDA在6月报告中,对于2020/21年度全球植物油预期乐观较为明

显。USDA预计20/21年年度，全球植物油总产量达到2.08亿吨，较上年同期增加443万吨，创近五年来最大增长幅度。全球油脂总消费量2020/21年度达到2.05亿吨，较上年同期增加562万吨，油脂新年度期末减少152万吨至2029万吨。由于消费增速明显，使得全球植物油库存消费比从去年的10.89%下降至9.85%。

图：全球植物油库存及库消比走势（单位：百万吨）

图：全球植物油产量占比（单位：%）



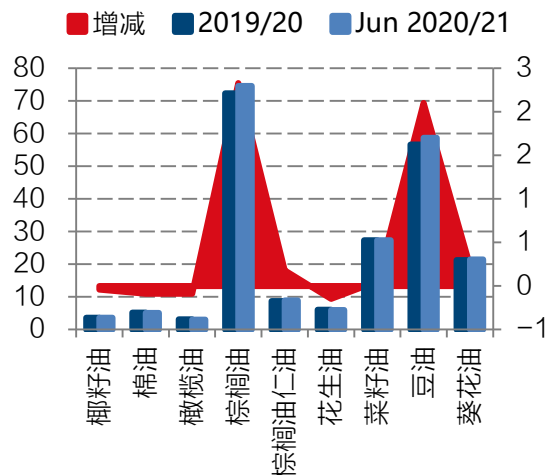
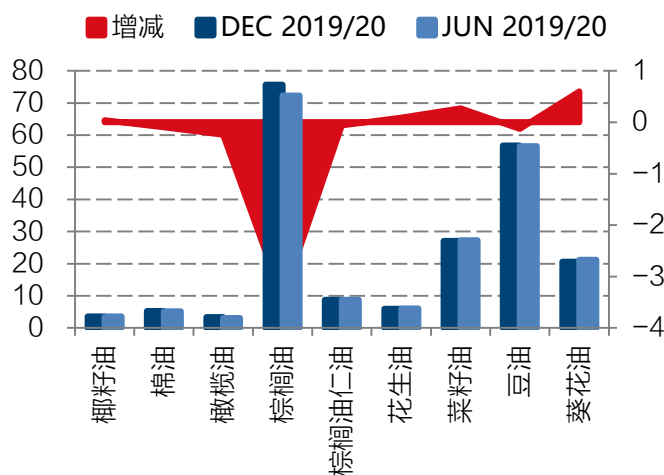
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从分品种产量来看，棕榈油占据三分之一，豆油占比在28%。菜油占比13%。剩余份额被其他油脂所占。从疫情前后2019/20年度产量调整来看，调整最大的是棕榈油的产量，USDA对于2019/20年度全球棕榈油疫情前后产量下调342万吨，一方面有上年降雨不足导致的产量下滑，另一方面由于因疫情因素导致种植园开工不足而造成的下降。对于2020/21年度全球植物油产量的大幅回升，贡献最大的是棕榈油和豆油市场。其中棕榈油增加233万吨，豆油增加210万吨，而菜籽油仅仅增加5万吨，葵花籽油增加23万吨。其他小类油脂均有不同程度的下降。

图：全球植物油间疫情前后产量变化（单位：百万吨）

图：全球植物油间产量年度变化（单位：百万吨）



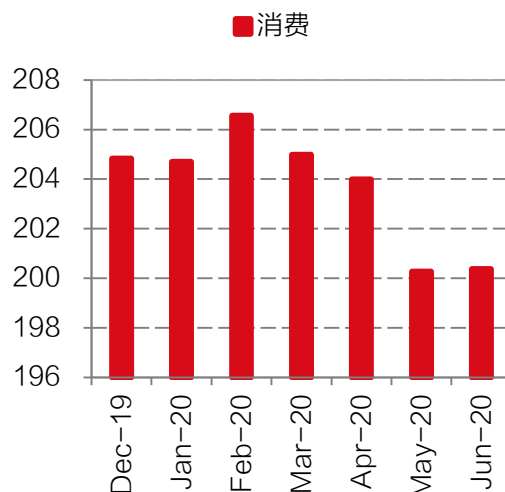
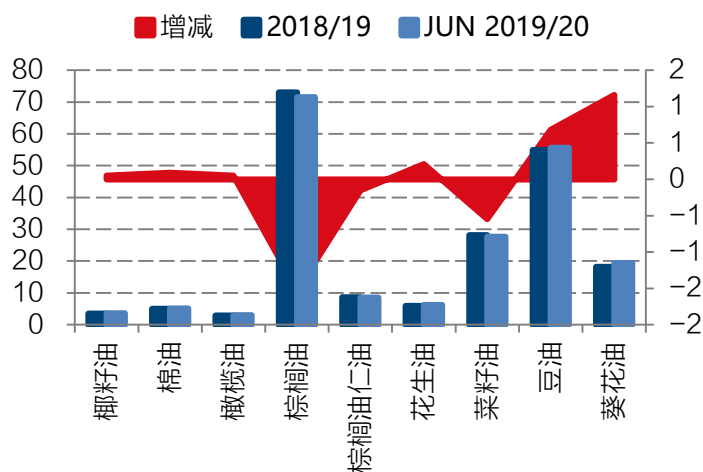
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

从消费来看，全球油脂消费受到疫情影响较为突出，与2018/19年相比，USDA6月报告数据显示2019/20年度，棕榈油消费较上年下降153万吨，菜籽油下降55万吨。豆油因出口和替代因素增加68万吨。从USDA报告的调整来看，USDA对于全球植物油消费量在2月份增加至2.06亿吨后，随着全球疫情的爆发开始逐月下降，尤其是5月份降幅最为突出。6月份随着各国餐饮的逐步恢复，全球植物油2019/20年度消费量出现上调。可见全球植物油消费最差的时期已经过去。

图：全球植物油2019/20年度消费变化（单位：百万吨）

图：全球植物油消费USDA调整变化（单位：百万吨）



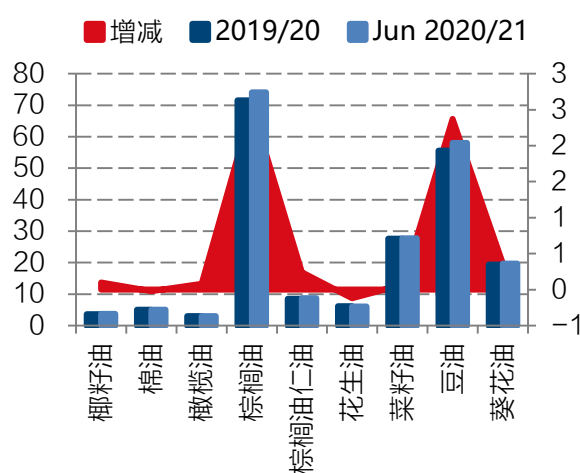
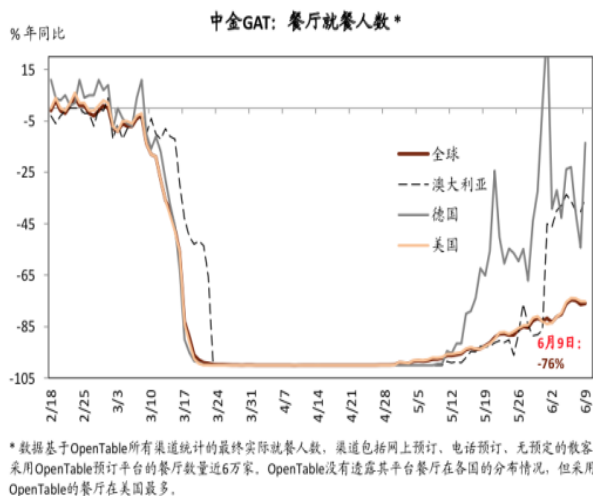
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：U国信期货

对于2020/21年度，USDA大幅增加棕榈油、豆油的消费量。全球植物油中除了棉油和花生油消费微幅下降外，其他油脂均有增加，其中棕榈油增加253万吨，豆油增加237万吨，菜油增加7万吨。从消费增速来看，2016/17-2018/19三年间，全球植物油消费平均增速在4.25%，而2020/21年度，消费增速仅为2.88%。可见疫情对于全球植物油的影响仍在修复中，远没有恢复到疫情前水平。

图：全球餐厅就餐人数

图：全球植物油2020/21年度消费变化（单位：百万吨）

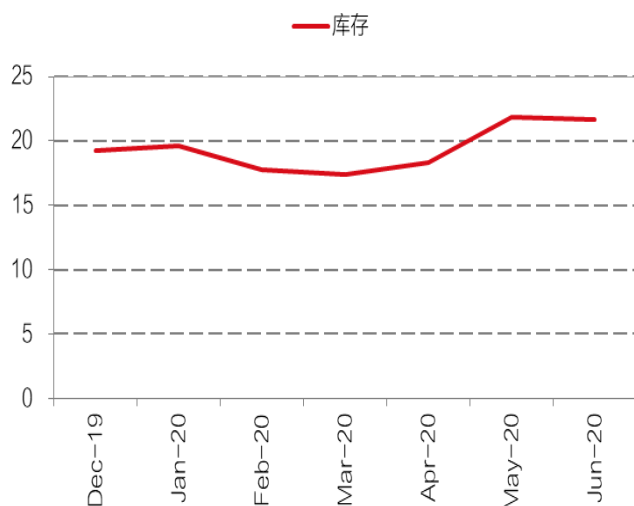


数据来源：中金宏观 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

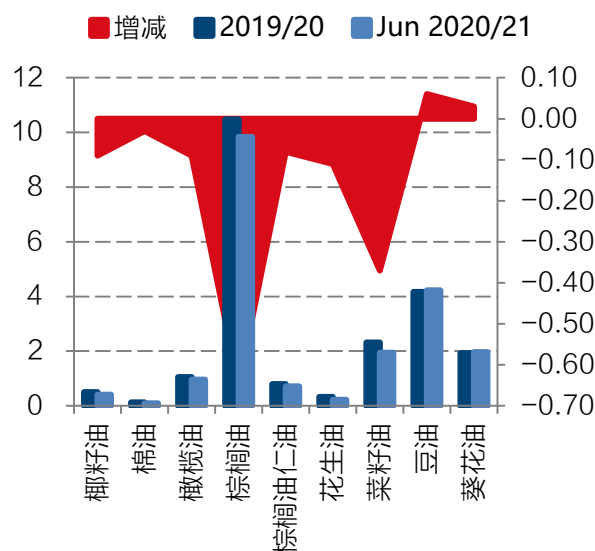
从库存总量来看，随着消费的逐步回暖，USDA对于2019/20年度全球植物油的库存从高位开始略有下降。2019/20年度全球植物油库存存在2168万吨，其中棕榈油库存为1048万吨，占比高达48%。可见棕榈油在全球植物油市场地位。全球油脂看棕榈油是关键。对于2020/21年度，随着消费的增加，全球植物油库存继续下降，其中棕榈油库存下降最大达65万吨，菜油下降37万吨。其他油脂库存增减幅度在10万吨以内。可见在全球植物油中，菜油供给相对偏紧，而棕榈油供给压力要远高于其他油脂。

图：全球植物油库存USDA调整变化（单位：百万吨）



数据来源：USDA国信期货

图：全球植物油2020/21年度库存变化（单位：百万吨）



数据来源：USDA国信期货

2019/20年度全球植物油消费量负增长，产量与库存略有增加。整体供求数量与2018/19年度相当。由于新冠疫情影响，2019/20年度，全球植物油消费量降幅最大时期已经过去，USDA在6月份开始逐步上调2019/20年度消费量。相应的库存也开始从高点有所回落。2020/21年度，全球植物油产消恢复同增，库存下降趋势中。不过相比以往平均3%的消费增速来看，2020/21年度仅为2.88%。说明全球植物油消费恢复仍在缓慢修复中。从品种结构来看，全球棕榈油库存占接近植物油库存总量的半壁江山，其供求结构是直接影响未来全球植物油市场的关键所在。豆油次之。相对而言全球菜油供求相对偏紧。

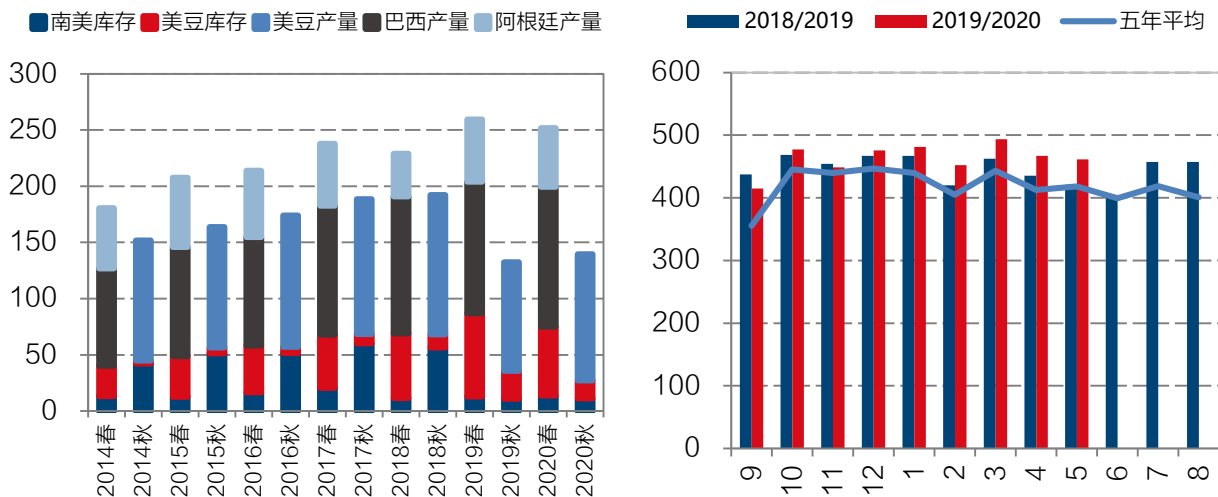
三、2020年下半年油脂油料热点分析

3.1、旧作出口与新季产量为美豆未来关键所在

随着巴西大豆出口接近尾声，市场的焦点将集中到美豆市场上。2020年下半年，美豆市场面临陈豆2019/20年度库存的压力，也将面临2020/21年度丰产的预期。从最新的公布的供需报告来看，2019/20年度美豆库存1592万吨，叠加上南美库存1133万吨，美豆新季产量1.12亿吨。那么2020年秋季大豆主产国供给量达到1.39亿吨，比上年同期增加717万吨。可见2020年秋季全球大豆供给压力相对要高于上年同期。供给压力如何缓解，需要关注美豆旧作物需求以及新季大豆产量的变化。

图：G3国大豆供给走势对比（单位：百万吨）

图：美豆2019/20年度压榨量月度对比（单位：万吨）



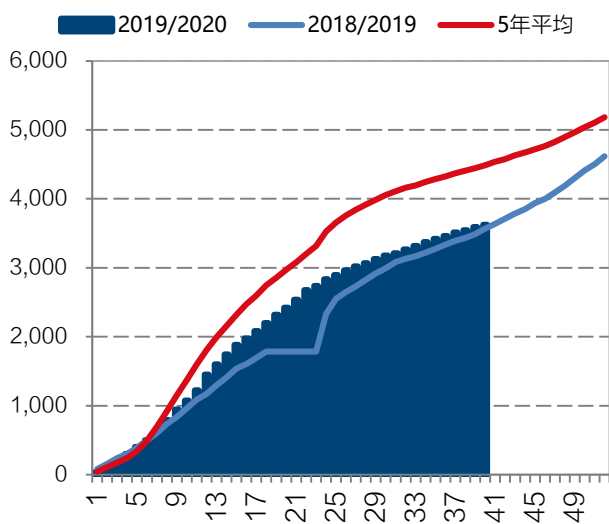
数据来源: USDA 国信期货

数据来源: NAPA 国信期货

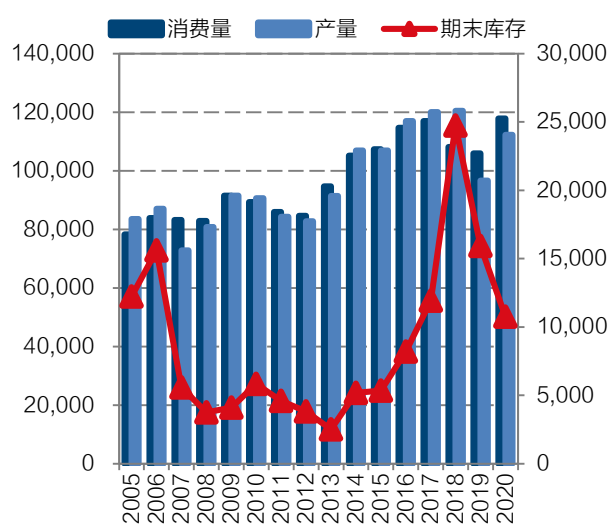
对于2019/20年度供给压力缓解主要来自于两方面,一方面美豆国内压榨,另一方面是美豆出口需求。首先看美国国内压榨,USDA预估2019/20年度美豆压榨量在5824万吨。按照NOPA5月公布的数据来算,95%的企业2019年9月至2020年5月,美豆累计压榨量达到4171万吨,剩余的三个月95%企业月均压榨量要在453万吨方可达成USDA预估水平。尽管2020年美豆压榨利润较上年同期有所回落,但是由于美豆油出口,美豆粕国内需求较好,导致美豆压榨持续保持旺盛局面,本年度美豆月均压榨量在463万吨,因此美豆压榨未来仍有调增的可能,但是空间有限。

图: 美豆出口完成度 (单位: 万吨)

图: 美豆供需对比 (单位: 千吨)



数据来源: USDA 国信期货



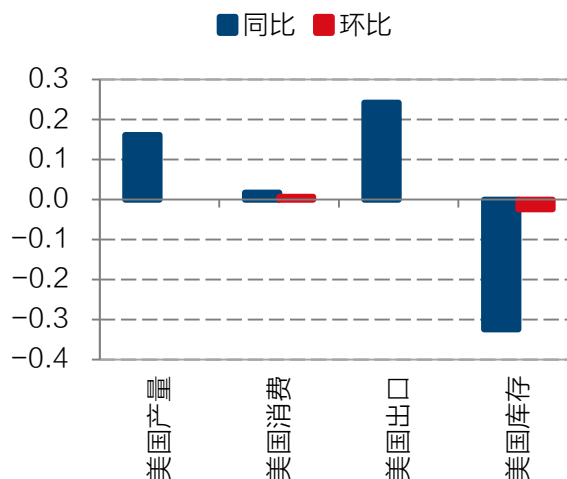
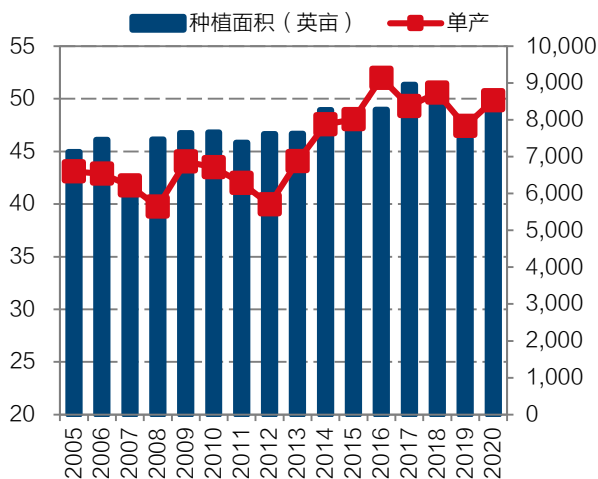
数据来源: USDA 国信期货

从出口来看,截止到6月初,2019/20年度美豆累计出口3621.85万吨,较上年同期3567万吨增加54万吨。按照USDA预估的2019/20年度美豆出口4490万吨,那么剩余的12周,每周出口要达到73万吨,才可以完成。从近期美豆出口装船的进度来看,单周出口装船量均值在40万吨左右。可见出口完成度有一定的难度。由于巴西雷亚尔升值,美豆价格优势有所体现,中国自5月份以来不断增加采购,由于中国8月份

以前船期大多是已经采购完毕。因此采购大多是2020/21年度美豆。可见2019/20年度美豆出口完成存在一定的难度。尽管美豆库存从历史峰值回落，但是绝对量依然处于历史次高水平。对于美国陈豆库存如何能够缓解压力，出口成为关键所在。9月之前，美豆旧作出口能否增长成为焦点。

图：美国种植面积及单产（单位：千公顷、蒲/英亩）

图：美豆2020/21年度供求同比环比情况（单位：百万吨）



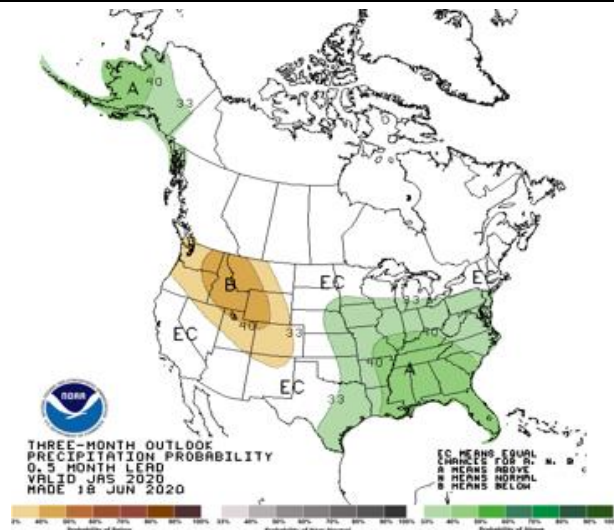
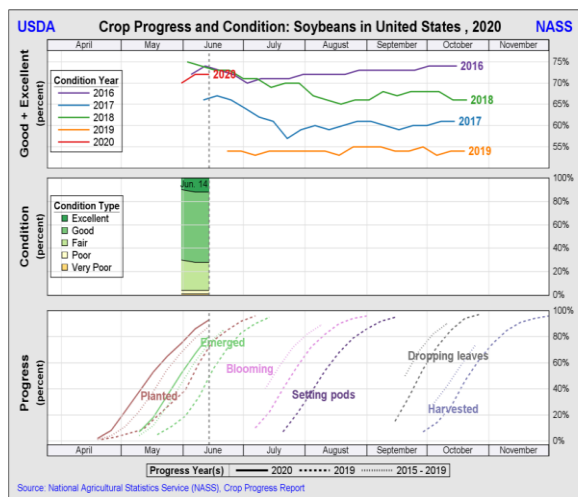
数据来源：USDA 国信期货

数据来源：USDA 国信期货

2019年美国大豆种植效益高于玉米，使得美豆新季种植面积预期高于前一年水平。USDA预估2020/21年度美豆种植面积达到8350万英亩，单产预计在49.8蒲式耳/英亩，产量预估在41.25亿蒲。从USDA6月报告来看，美豆新的作物年度产消同增，尤其是出口的增幅较为明显，库存同比、环比均有下滑。可见对于下一个作物年度，USDA相对乐观预期。

图：美国大豆种植进度及情况

图：美豆未来 90 天天气预报



数据来源：USDA 国信期货

数据来源：NOAA 国信期货

从目前美豆的生长情况来看，2020年播种进度较往年提前明显。进入7月以后，美豆逐步进入生长关键期。从未来90天天气预报来看，美豆主产区降雨量超往年同期。这对美豆生长相对利好。可见美豆现阶段来看，大概率是丰产的。因此其单产有进一步提高的可能。

表：美豆供需平衡表猜想

项目	2019/20 Est.	2020/21Proj. (百万公顷、百万蒲式耳)			
		USDA6月	预测1	预测2	预测3
种植面积	76.1	83.5	84.5	83.5	83
收获面积	75	82.8	83.655	82.8	82.17
单产	47.4	49.8	50.6	50.6	49.8
期初库存	909	585	585	585	585
产量	3552	4125	4233	4190	4092
进口	15	15	15	15	15
总供给	4476	4725	4833	4790	4692
压榨	2140	2145	2150	2145	2145
出口	1650	2050	2050	2050	2050
种用	97	100	100	100	100
残差	4	35	35	35	35
总需求	3891	4330	4335	4330	4330
期末库存	585	395	498	460	362
与USDA预估比较 (百万蒲式耳)			103	65	-33
与USDA预估比较 (万吨)			280	176	-90

数据来源：USDA国信期货

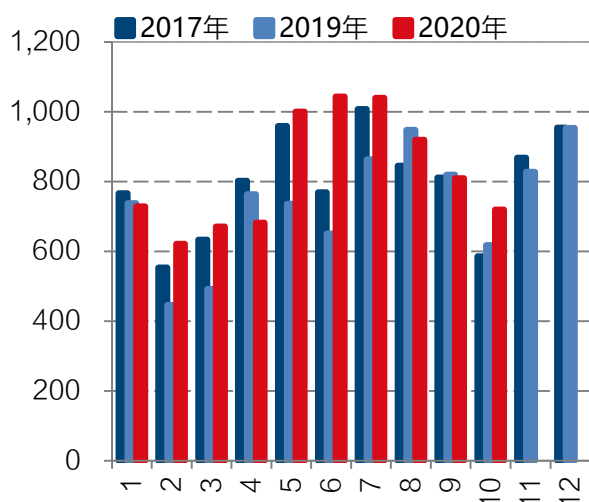
对于2020下半年，美豆走势的关键在于美豆单产的情况以及美豆出口的情况。对于美豆未来供求有几种假设。由于种植进度的提前以及3月以后美豆价格的走高，市场普遍预期美豆种植面积较3月调查增加是大概率事件，调增的幅度在50-100万英亩左右。USDA6月预估2020/21年度美豆出口恢复到贸易战之前水平。由于目前中美贸易战仍未结束，短期结束的可能性也不大。漫长的打打停停或是未来的主要节奏。那么美豆出口能否恢复到贸易战之前的水平其实是存在诸多不确定因素。姑且暂时认为美豆可以恢复到贸易战之前水平。由于美豆压榨相对乐观，有预期消费上调的概率。

假设1，美豆种植面积提高至8450万英亩，单产提高50.6蒲式耳/英亩（2018/19年度水平），产量大幅增加42.33亿蒲，低于2018/19年度水平，由于产量的增加，压榨需求略有上调，出口维持USDA6月预估水平，那么美豆新作库存达到4.98亿蒲，高于6月预估，但低于上年水平。假设2，种植面积不变，单产调增至2018/19年度同期水平，其他消费不变，期末库存存在460亿蒲。同样高于6月预估，但低于上年同期。假设3，种植面积不及预期，出现下降，但是单产及其他不变的话，那么美豆新季库存降至3.62亿蒲，低于6月预估水平。因为对于接下来美豆的关键在于，种植面积、单产、出口三方面。一般而言，下半年都会有天气升水的炒作。这对美豆或有提振作用。

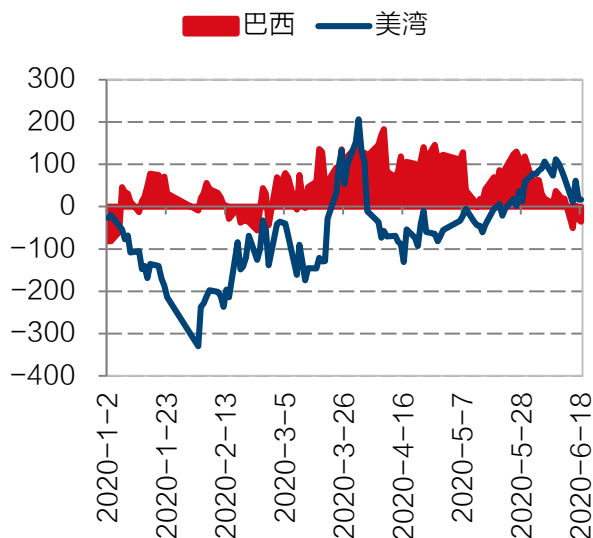
3.2 国内豆粕供给充裕 期待成本与需求共振

图：2020年进口大豆数量

图：盘面压榨利润测算



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

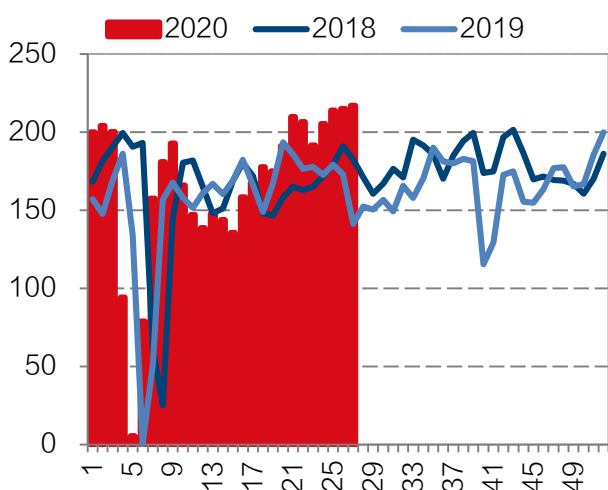


数据来源：WIND 国信期货

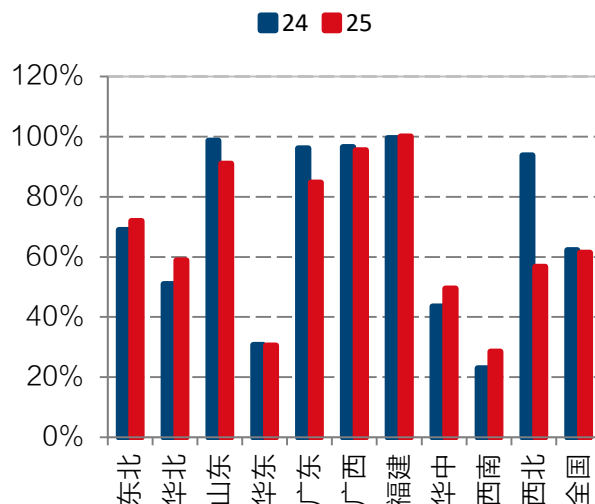
据Cofeed调查统计，6月份国内各港口进口大豆预报1044万吨，7月份预估1040吨，8月初步预估920万吨，9月初步预估810万吨，10月初步预估720万吨。如此计算，截止到2020年10月我国2020年累计进口8237万吨，较上年同期7077万吨增加1160万吨。可见在10月之前国内进口大豆供给是非常充裕的。从目前盘面压榨利润来看，由于巴西7月以后可供出口大豆减少，升贴水走高以及巴西货币雷亚尔升值，导致巴西大豆进口成本高于美豆进口成本，6月中旬开始巴西大豆进口压榨已经出现明显的亏损，而美豆压榨仍有薄利，可见在有薄利的情况下，油厂仍会陆续进口，一旦美国也出现亏损，进口步伐或放缓。后期进口量能有多少依旧需要关注盘面的榨利。从目前来看10月之前国内大豆供给充裕。

图：油厂大豆压榨量（单位：万吨）

图：国内大豆、菜籽周度库容占有率



数据来源：天下粮仓 国信期货



数据来源：天下粮仓 国信期货

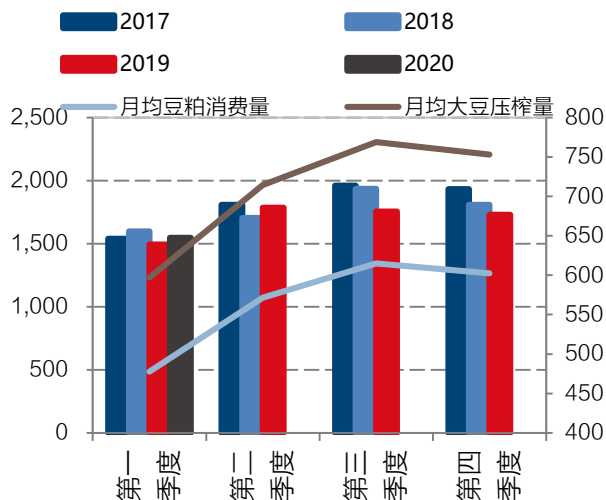
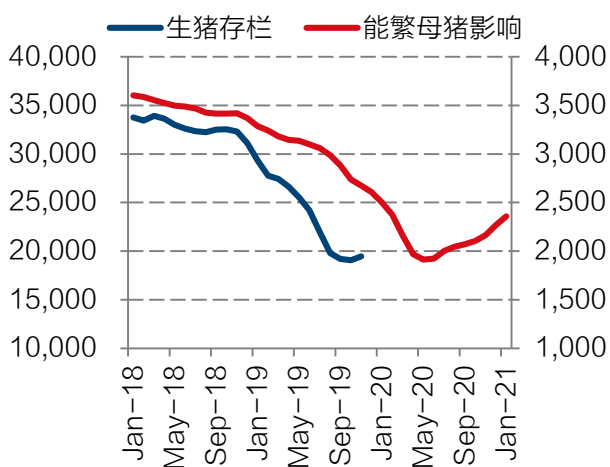
6月份中旬开始，国内油厂大豆单周压榨量在200万吨以上，25周油厂单周压榨量在213万吨，创下历史最高单周压榨量，市场预估随后的两周周度压榨量会继续攀升。从目前国内大豆、菜籽库容占有率来看，

目前广西、福建库容基本已经占满，而山东、广东地区也接近100%。6-7月份单月千万吨的进口量，这让8月之前，油厂开工会一直保持高位运行，单周200万吨或许是大概率事件，豆粕供给在8月之前应该处于异常充足，压力逐步体现的局面。

从消费来看，进入5月份以来，南方多地出现暴雨，导致国内水产养殖受阻，水产饲料未来增长有限。2020年第二季度，国内禽类养殖出现严重亏损，后期补栏积极性受挫，因此禽料在2020年下半年应该是稳中有降的趋势。那么对于豆粕需求，在2020年下半年最大的增量需看生猪养殖。疫情以来，国家出台各项政策扶持生猪养殖，但是国内生猪存栏增长不及预期。农业农村部畜牧兽医局局长称，据全国400个定点监测县数据5月份能繁母猪存栏环比增长3.9%，连续8个月增长，增幅23.3%；种猪和仔猪产销两旺，主产省仔猪价格有较大降幅；全国生猪存栏环比增长3.9%，连续4个月增长。

图：能繁母猪存栏及环比（单位：万头）

图：豆粕消费量走势对比



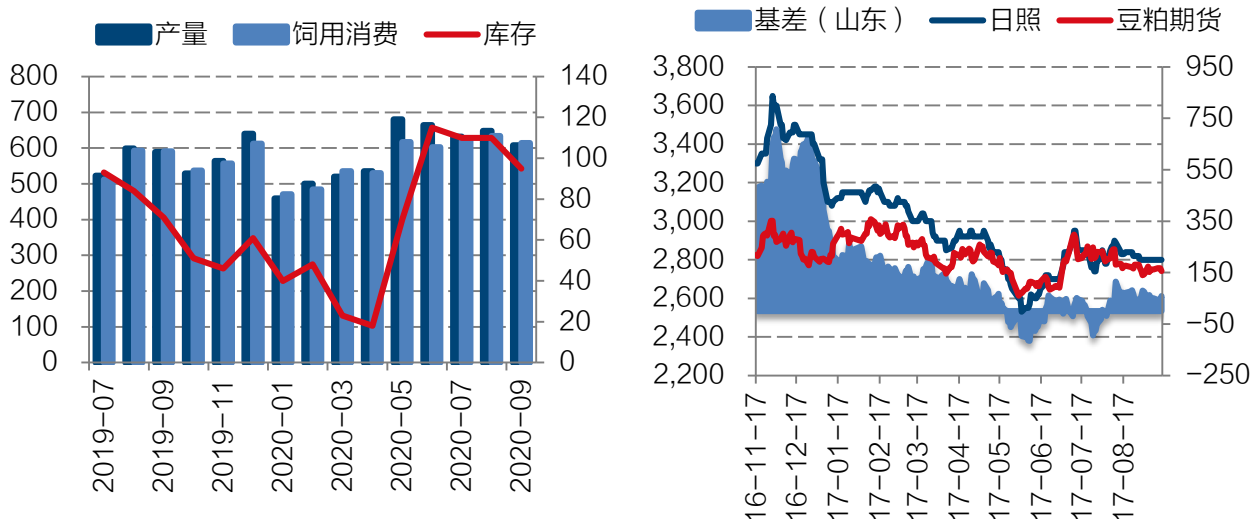
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

按照来自于生猪产区的调研来看，由于年初国内能繁母猪相对短缺，三元母猪留种占比较高，由于三元母猪怀孕次数和每胎成活率相对偏低，因此仔猪供给在第一季度相对不高，二季度数量有所增加。按照2019年东北地区率先三元母猪转能繁，繁殖—仔猪-商品猪的时间来计算，长成110公斤商品猪的时间在2020年6月份前后，换句话说，进入下半年，初步测算9月份华北地区陆续会有商品猪相继出栏，年底两广地区的商品猪相继出栏。可见下半年，国内豆粕消费会有明显增加。与2019年同期相比，能繁母猪同比会有明显增加。但生猪存栏尚有差距，如果要同比恢复或在2021年初。2019年三四季度豆粕消费量月均在585万吨、576万吨，折算当周大豆压榨需要量在187万吨、184万吨。从目前国内豆粕供需来看，三季度国内豆粕供给量或超过上年同期水平，但是需求可能与上年持平或略低。因此国内豆粕现货市场压力最大或体现在三季度。四季度由于10月份以后大豆供给尚存在变数，豆粕供给可能下降，豆粕库存可能从高位回落，豆粕市场或将获得提振而走高。

图：豆粕未来供需变化

图：豆粕基差变化 (2017)



数据来源: 天下粮仓 国信期货

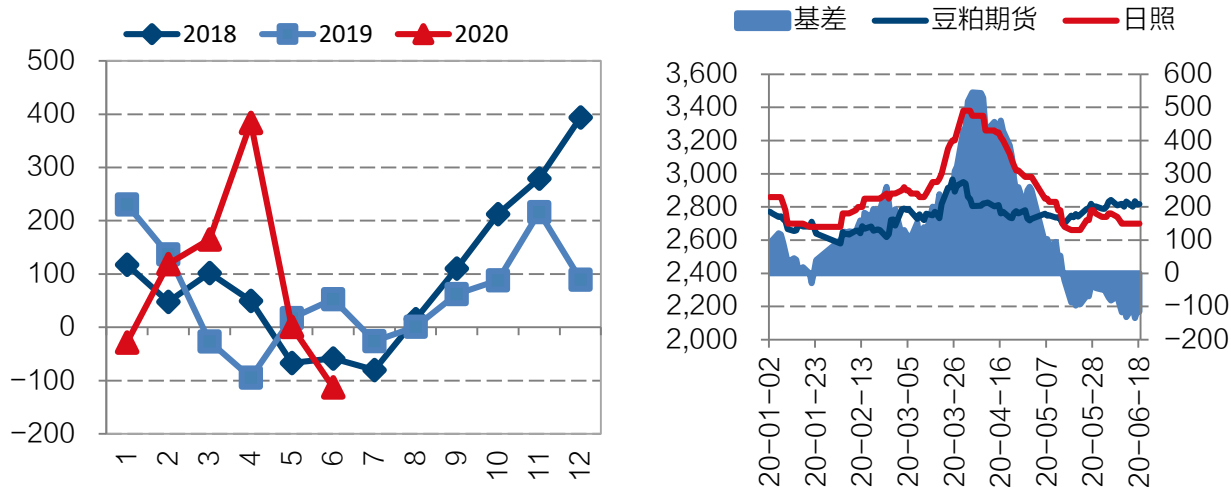
数据来源: WIND 国信期货

历史总是相似的,2017年二季度中国采购单月进口量首度超过1000万吨,当时国内单周压榨量超高200万吨,豆粕供给激增,基差大幅回落,当时市场情形与2020年颇为类似。2017年国内豆粕期货在5月底见底,而现货价格在6月中旬见底。基差最大达到-115元/吨。期货市场率先止跌回升。当时豆粕库存从87万吨增加至最高120万吨,期货价格见底时,豆粕库存达到115万吨。当时期货价格的走高更多来美豆天气升水带来的提振。

如此测算的话,目前国内豆粕库存刚刚从回升到90万吨水平,油厂库存压力尚未完全体现,现货尚未见底,期货或已经接近底部区间。按照季节性来看,国内基差一般在7月份见底,基差均值在-100元~-150元/吨上下。国内广东地区基差已经从-180回升到-150元/吨,但是华北、山东地区尚在-100元/吨以内,可见,基差压力后期可能在北方有所体现。总的来看,国内豆粕基差和现货仍有进一步下跌的空间,但是空间有限,时间或将出现在7月份,豆粕期货或已经接近底部,市场等待外部市场提振而上行。

图: 基差结构

图: 豆粕期现货走势对比 (2020)

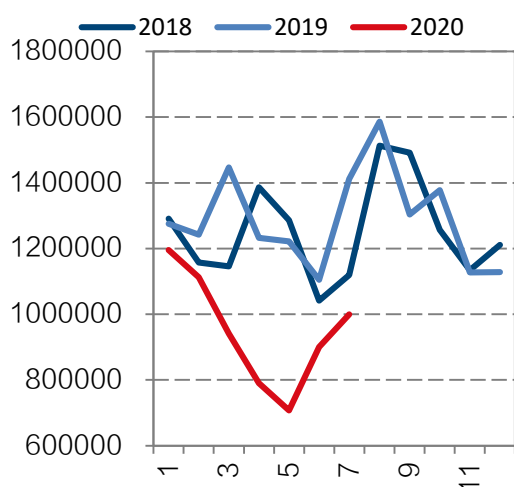


数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

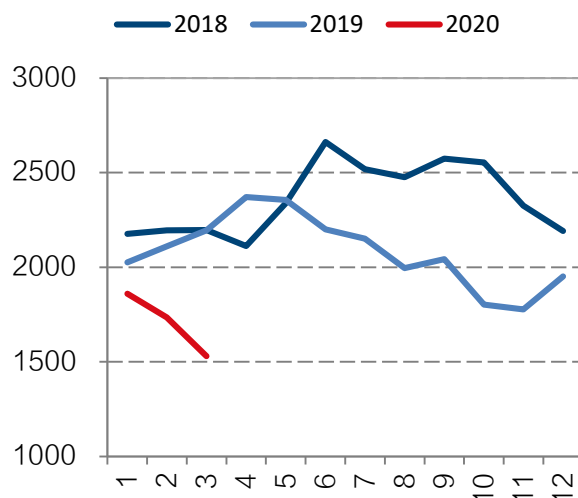
3.3 印度植物油进口何时修复

图：印度植物油进口量（单位：吨）



数据来源：SEA 国信期货

图：印度植物油库存（单位：千吨）

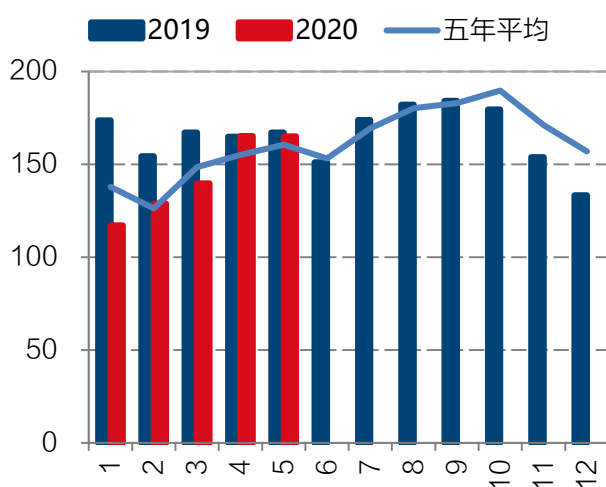


数据来源：SEA 国信期货

印度溶剂萃取商协会（SEA）最新数据表示，因为控制新冠肺炎疫情蔓延而采取的封锁措施打压来自酒店及餐厅的需求。2019年11月-2020年5月印度食用油进口量减少18%。今年5月印度食用油进口量同比下降约40%至707,478吨。从印度官方机构数据显示，印度目前植物油库存在150万吨，为历史同期最低水平。印度总理莫迪将3月25日开始实施的封锁措施延长到6月30日，但允许一些餐馆、商场和宗教建筑从6月8日起重新开放，尽管全国新增病例数量创下新高。SEA执行董事B. V. Mehta表示，过去3个月印度食用油进口大幅下降，导致库存下降，这将促使炼油商从6月份开始提高进口。他说，6月份的进口量可能超过90万吨，7月份可能超过100万吨。如果印度开始增加植物油进口，那将对全球植物油的消费有较大的刺激。

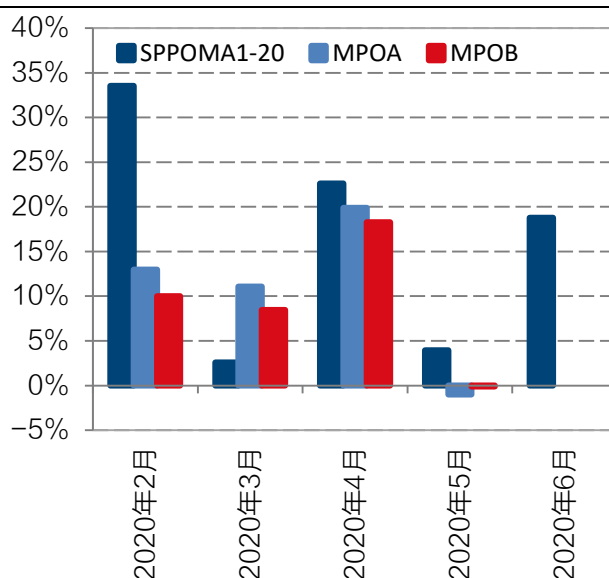
3.4 马来西亚棕榈油供需同增 库存变化为关键

图：马来西亚棕榈油季节性产量（单位：万吨）



数据来源：MPOB 国信期货

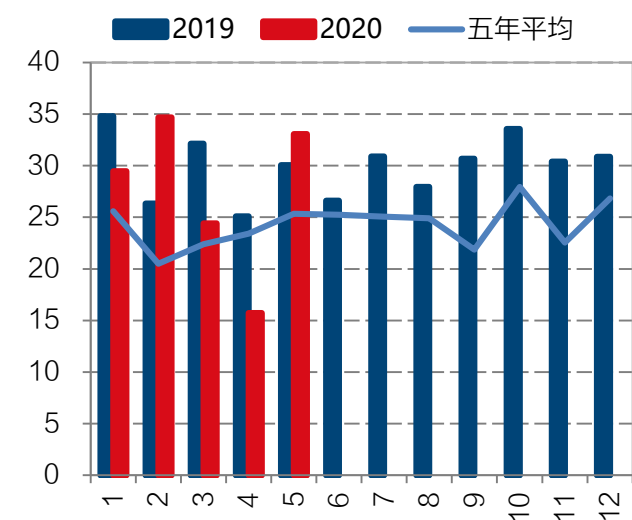
图：机构预测马棕油产量增减（单位：%）



数据来源：WIND 国信期货

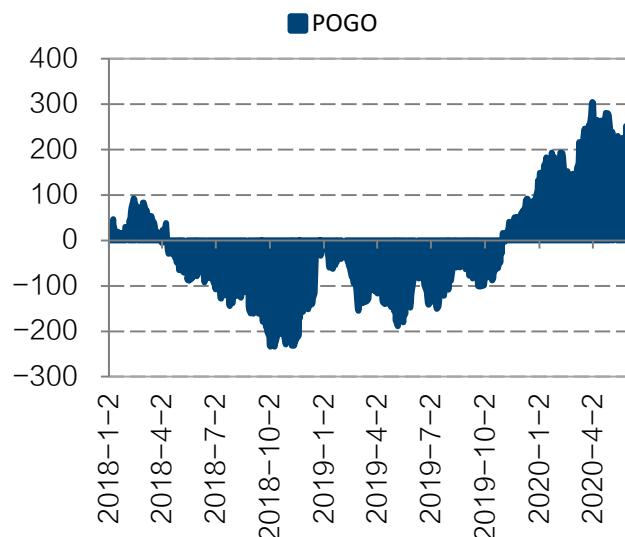
受到斋月的影响，马棕油产量在5月份出现下降。6月份随着生产生活的陆续展开，马棕油产量或将进入增产周期中。从目前机构预测来看，西马南方棕油协会(SPPOMA)发布的数据显示，6月1日-20日马来西亚棕榈油产量比5月同期18.78%，单产增18.78%，出油率增0.01%。可见进入6月份直至9月份，马棕油进入增产周期中，关键在于增产的幅度有多大。

图：马来西亚国内消费



数据来源：MPOB 国信期货

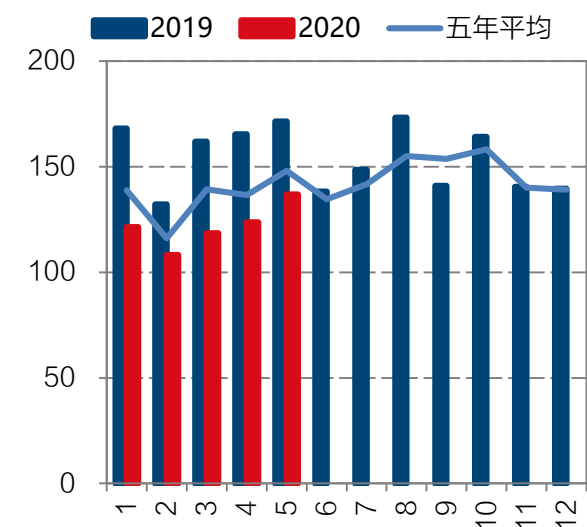
图：马来西亚POGO价差



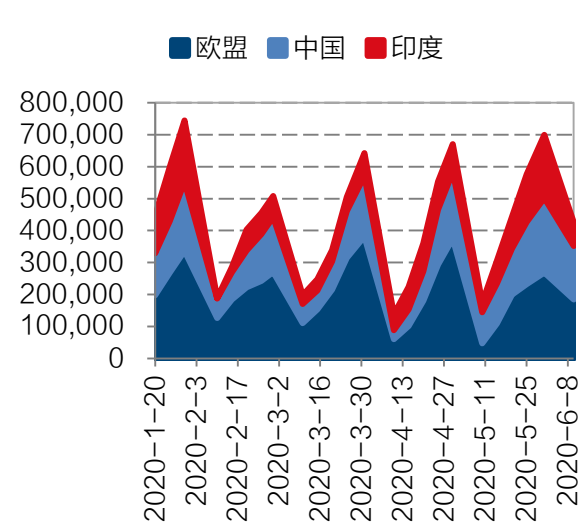
数据来源：WIND 国信期货

马棕油消费分为两部分，一部分国内消费，包括食用和工业，另一部分是出口。5月份马棕油国内消费从4月份的低谷中回升，如果将4-5月份进行平均，那么马棕油4、5月月均消费在24.4万吨，基本上符合疫情影响下的消费水平。对于后期马棕油国内消费可能维持在25-30万吨之间的水平，变化不大。由于目前国际原油价格仍处于偏低水平，因此生产生柴依旧处于较大的亏损中。马来政府公布或将推出B20的政策，可见如果政府不提供大量补贴进行生产的话，马棕油生柴消费增长有限，并有下降的趋势。

图：马来西亚出口数据



图：ITS出口数据走势



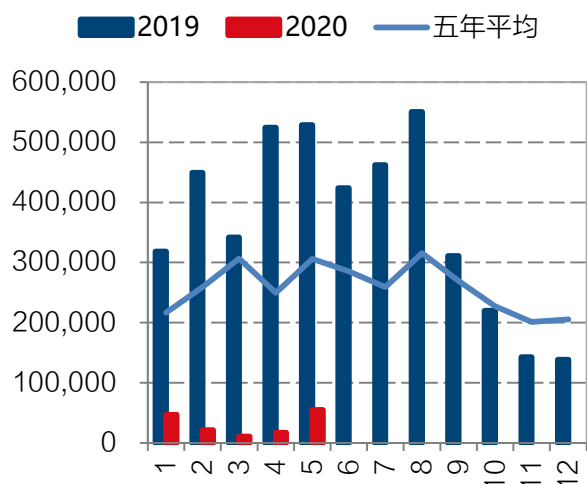
数据来源: MPOB 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

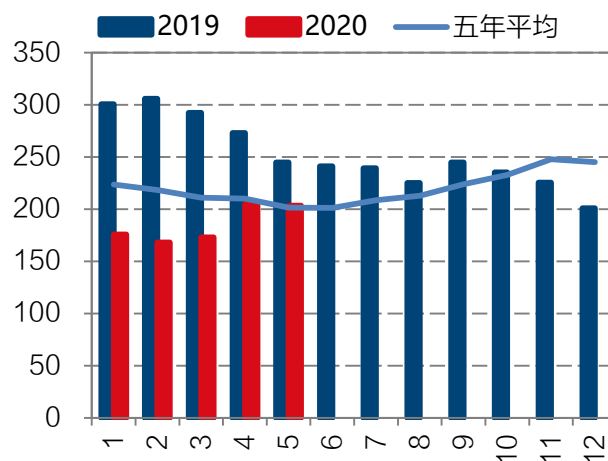
因此对于马棕油而言,最大的消费增量就来自于出口,5月份马棕油出口出现大幅回升。6月马来政府取消下半年的出口关税,这使得马来西亚棕榈油的出口优势比印尼更为明显。从最新的出口数据来看,ITS等三家机构预测6-20日马棕油出口环比增加幅度在57-67%不等。可见马棕油出口势头迅猛,其中中国和巴基斯坦采购增幅明显。后期随着马来与印度关系的缓和,印度采购增加,这将对马来西亚出口形成非常的利好支撑。

图: 马来西亚出口印度数据

图: 马来西亚库存走势



数据来源: MPOB 国信期货

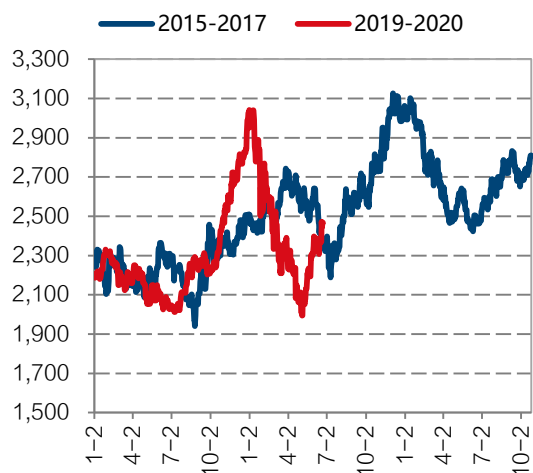


数据来源: MPOB 国信期货

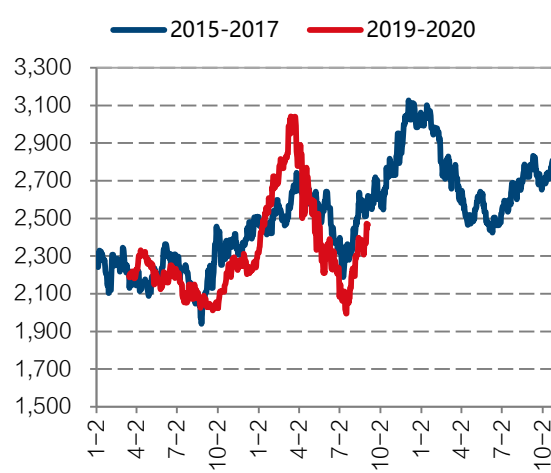
总的来看,进入6月份,马来西亚市场进入供需同增的局面,供给与需求增幅对比将成为制约价格的关键。5月马棕油库存降至203万吨。从库存对价格的影响来看,一般200万吨以下的库存对价格有明显的支撑作用,200万吨以上库存存在一定的压力。可见6月份产消增幅对比成为市场的关键。在增幅没有分出多寡前,马来棕榈油走势或进入震荡盘局中。

图: 天气引发旱情作物年度走势对比

图: 时间调整后的旱情走势对比



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

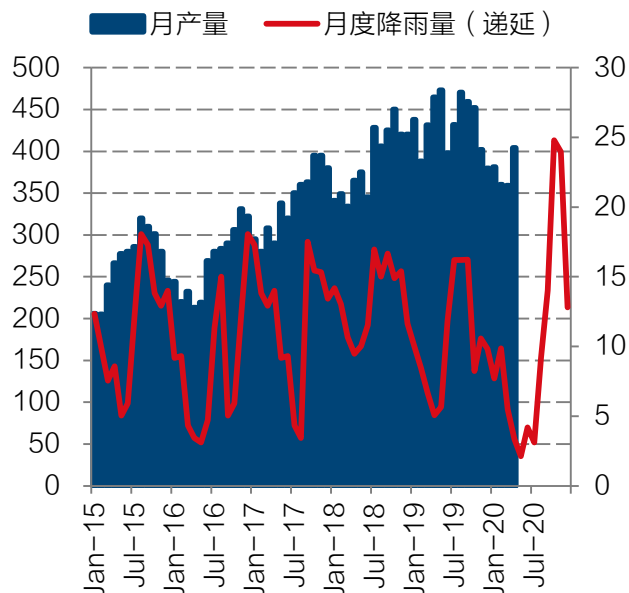
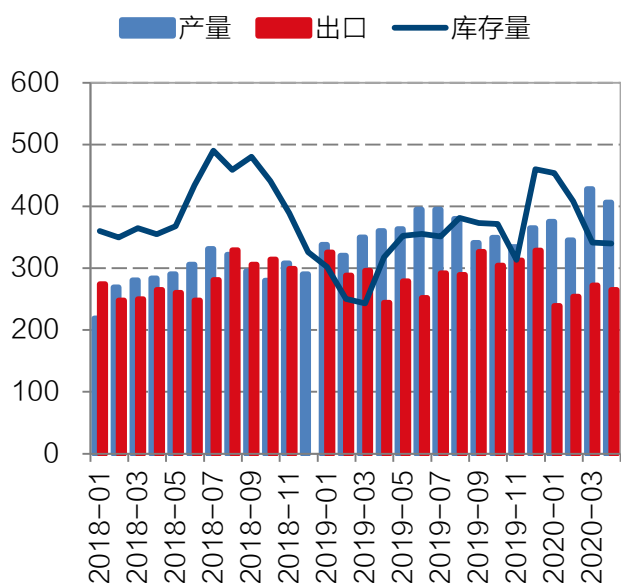
历史都会重演，市场都将当前的行情与2015-2017年上一次旱情对棕榈油价格的走势进行对比。此次由于疫情等多种因素的扰动，行情的上涨与下跌与上一次的时间有提前50天的时间差。按照时间重新调整来看，目前的价格与上一轮最后一次上涨的中间节点相吻合。也就是说，马棕油涨势仍未完结，处于最后一轮上涨的中间位置。目前可能要进入20天左右的调整期在进行上涨。这与基本面也相对吻合。市场可能要等到6月份增产的情况与消费增长的情况进行实际检验。可见马棕油仍有上涨空间，但需耐心等待。

3.5 印尼减产周期仍有发酵可能

由于印尼棕榈油产销数据公布相对延后，这使得市场对于印尼供需情况了解相对滞后。从最新公布的数据来看，印尼4月棕榈油库存在340万吨左右，产量在3月份出现回落。由于2019年印尼降雨量与2015年降雨量大体一致。而产量的下降幅度要远低于上次同期水平，按照降雨量对产量的影响来看，印尼产量的下降或在6、7月份有明显的体现。如果历史真的重演，那么印尼的产量面临较大的下降，这使得印尼库存会下降至300以下的水平。如果事实如此的话，这将对全球棕榈市场有加速去库存的效果。

图：印尼供需情况（单位：）

图： 印尼降雨量对产量的影响



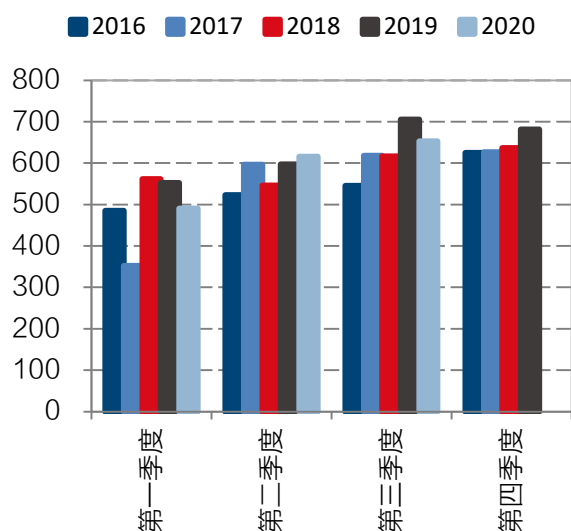
数据来源：WIND 国信期货

数据来源：Bloomberg 国信期货

3.6 国内油脂库存偏低差异化或凸显

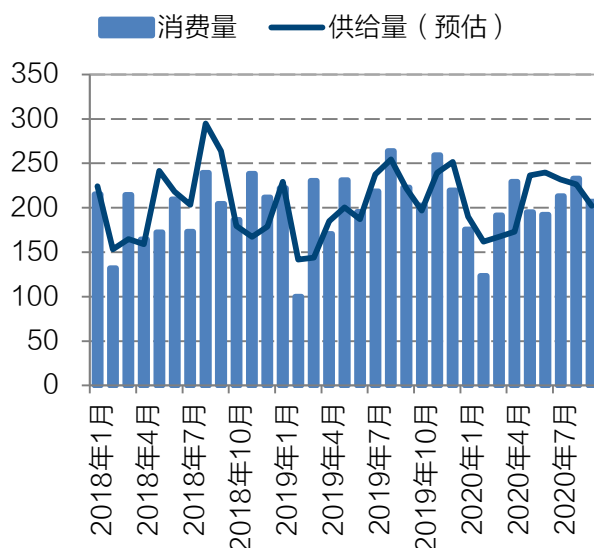
受到疫情的影响，2020年第一季度国内油脂消费大幅回落，二季度随着补库以及餐饮业的复工复产，油脂消费回升明显。一般而言，油脂消费的相对平稳，旺季大部分在三、四季度。十一中秋双节、春节元旦的消费给予较大的提振。三季度月均油脂消费在210万吨上下，四季度月均消费在220万吨上下。按照国内油脂、油料进口以及国内油脂消费年平均来测算，国内油脂在6-8月份实现累库，9月份以后可能进入消化库存的局面。目前国内三大植物油库存仅为160万吨左右，历史五年最低水平。三大油脂中，豆油库存为103万吨，棕榈油库存39万吨，菜油库存23万吨。可见豆油库存压力要高于其他油脂。

图：我国油脂季度消费量走势（单位：万吨）



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

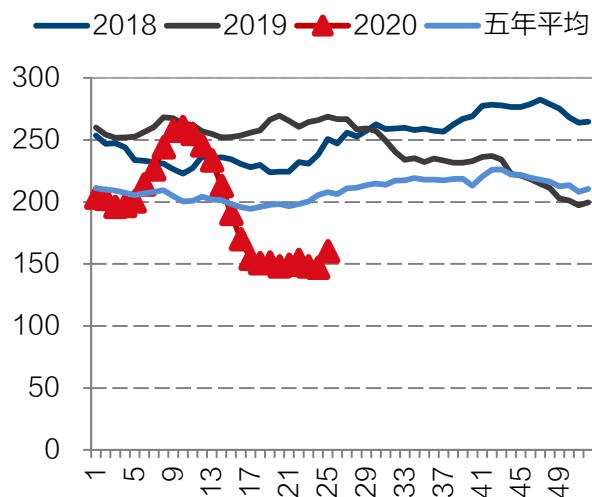
图：我国油脂未来供求预估



数据来源：国家粮油信息中心 国信期货

目前国内豆油进口倒挂依然严重，南美豆油倒挂幅度在200元左右，远期在100元吨左右。盘面进口利润倒挂在400元/吨上下。短期进口豆油可能性不大，进口豆油成本依然是国内豆油的价格的上限。一旦现货超过进口成本，进口冲击会较为明显。豆油的累库更多来自于进口大豆压榨。

图：我国三大油脂库存走势（万吨）



数据来源：天下粮仓 国信期货

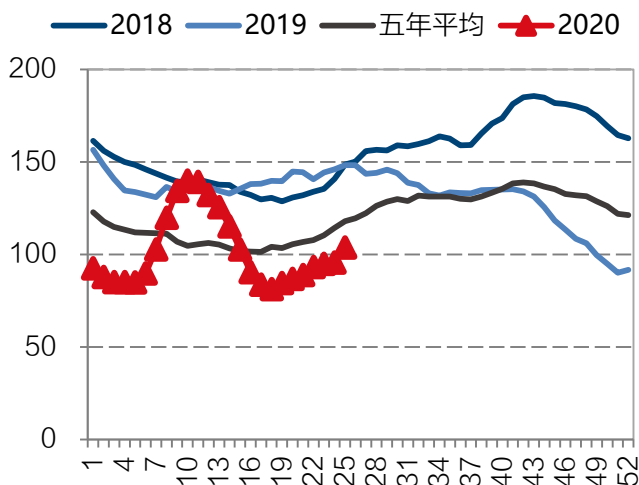
图：豆油进口利润窗口



数据来源：天下粮仓 国信期货

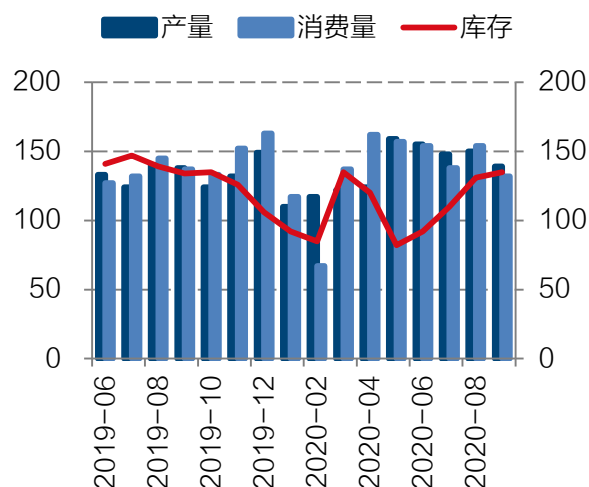
9月之前的油厂高开工将会给予豆油很大的供给。由于豆棕、豆菜价差相对有利于豆油的消费，因此豆油的消费量或同比有所增加，但与庞大的供给相比，豆油的累库或将继续。由于目前豆油库存相对不高，市场预期豆油库存或在7月达到高点后，开始回落。由于当前价格不能吸引临储入场采购，因此豆油在三大油脂中或处于弱势中。一旦价格回落，临储会入场，因此豆油下方有临储托底，上方有进口成本压制。区间震荡成为主趋势。

图：我国豆油库存走势（万吨）



数据来源：天下粮仓 国信期货

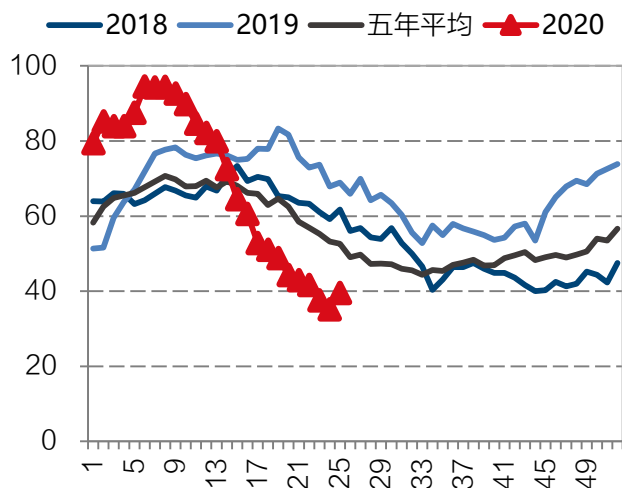
图：豆油供需平衡



数据来源：天下粮仓 国信期货

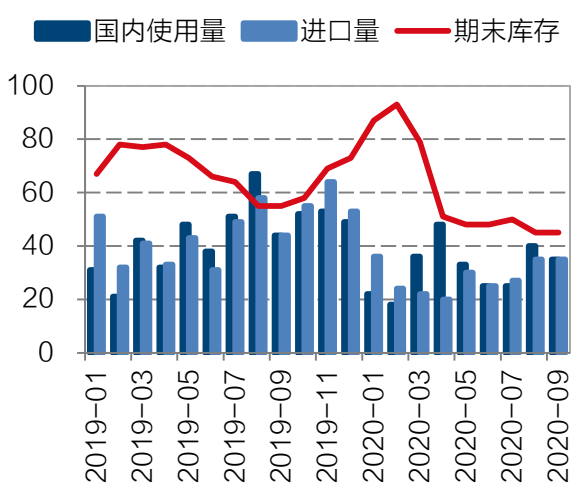
目前国内棕榈油库存处于历史同期最低水平。按照季节性而言，棕榈油去库存或将加速。一般棕榈油库存或在8月初左右达到年内低点。自5月下旬以来，国内外棕榈油进口倒挂越发严重，价差逐步扩大，贸易商无利可图，即便是加上基差水平也处于亏损局面，因此6月份，棕榈油买盘相对较少。这让未来棕榈油供给担忧情绪加重。偏低的库存加上较少的进口，以及需求旺季的到来，国内棕榈油供需偏紧的局面或将呈现。目前马棕油、印尼棕榈油贸易商对外报价惜售明显。这让国内棕榈油市场的未来供给前景堪忧。

图：我国棕榈库存走势（万吨）



数据来源：天下粮仓 国信期货

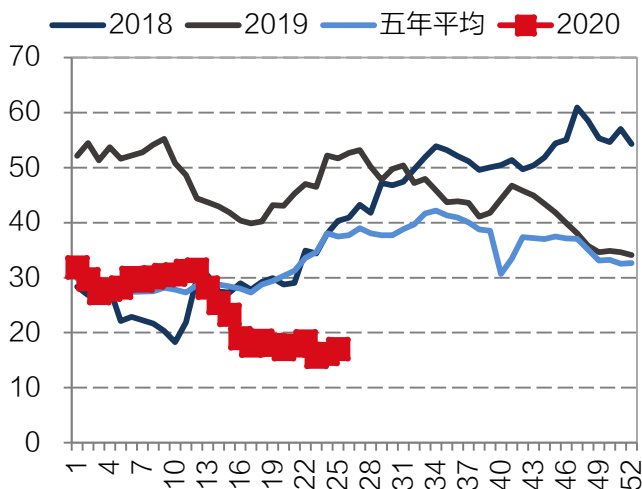
图：棕榈油供需平衡



数据来源：天下粮仓 国信期货

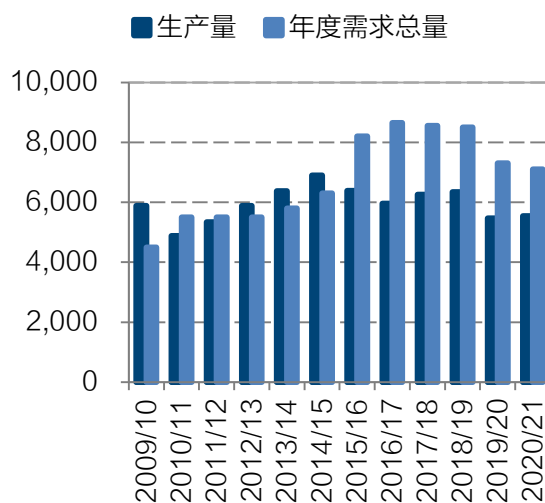
就我国菜油供需来看，当年产不足需，需要进口菜油来补充才会菜油的供给。自2018年以来，由于中加关系，2020年中澳关系发生变化，我国菜油进口大幅缩减。尽管进口菜油利润较大，但是进口量依旧较少。目前我国两广+华东地区菜油库存仅为17万吨上下的水平，后期菜油、菜籽的进口依旧因进口国的因素相对迟缓。这让国内菜油的供给紧张格局常态化。

图：我国菜油库存走势（万吨）



数据来源：天下粮仓 国信期货

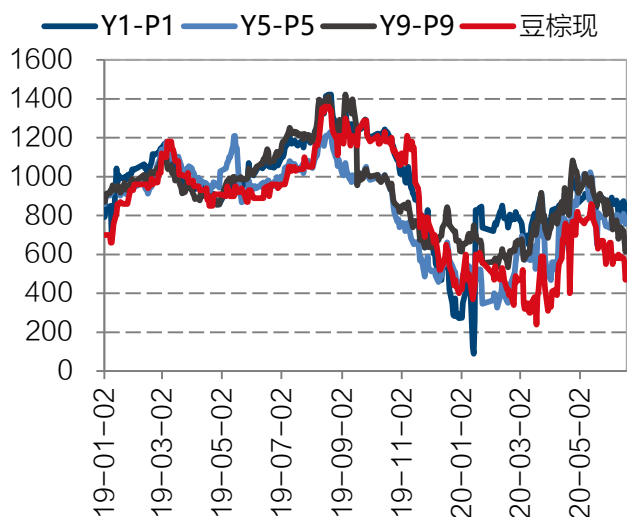
图：菜油供需平衡



数据来源：国粮中心 国信期货

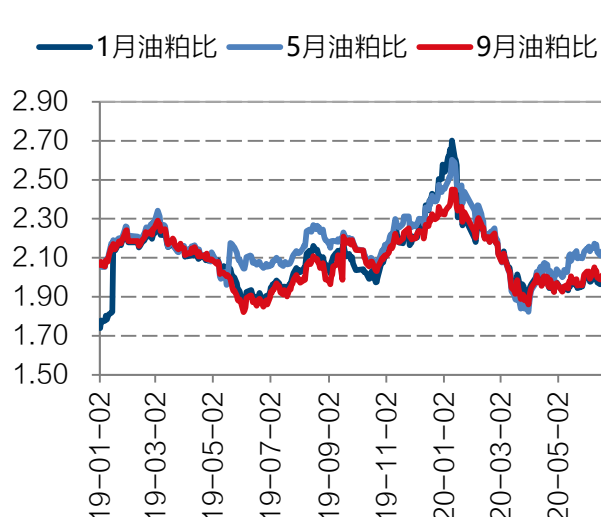
总的来看，国内油脂供需分化明显，豆油进入累库期，豆棕价差有利于豆油消费，一旦价格过低，国储入场拉动价格，豆油上限为进口豆油价格。国内棕榈油库存偏低，进口倒挂明显，短期算上基差依然亏损，未来几个月，国内棕榈油库存处于稳中有降的局面。国内菜油依旧供给偏紧，政策不明朗依旧提振价格。国内油脂三季度依旧存在上涨机会，需求能否拉动成为关键。油脂底部已经确立，上方仍有一定空间，三季度以调整做多为主。从油脂整体供求关系来看，油脂的供需要远好于豆粕市场，因此豆类油粕比依旧在三季度仍有进一步扩大的可能。从油脂间供求结构来看，棕榈油的供给紧张程度要远高于豆油，因此豆棕价差仍有缩小的空间。

图：豆棕油间价差



数据来源：WIND 国信期货

图：豆油与豆粕比价走势对比



数据来源：WIND 国信期货

四、2020年下半年油脂油料市场展望

全球油籽市场供需格局正在从大供给的压力下逐步走向缓和，市场整体压力较峰值时期大大缓和。库存能否实现预估，关键在于消费能否持续有效的增加。全球蛋白粕市场集中在豆粕市场的变化，全球豆粕在2020/21年度产消大幅增加，库存略有下降，全球蛋白粕市场延续去库存趋势中。随着巴西大豆出口接近尾声，市场的焦点将集中到美豆市场上。对于2020年下半年，美豆走势的关键在于种植面积、单产、出口三方面。一般而言，下半年都会有天气升水的预期。这对美豆或有提振作用。不过旧作出口压力依旧存在，旧作库存压力与新作库存缓和或导致市场走出近弱远强格局。国内市场供给方面，8月之前，油厂开工会一直保持高位，单周200万吨或许是大概率事件，豆粕供给在8月之前应该处于异常充足，压力逐步体现的局面。对于豆粕需求，在2020年下半年最大的增量需看生猪养殖。初步测算9月份华北地区陆续会有商品猪相继出栏，年底两广地区的商品猪相继出栏。可见下半年，国内豆粕消费会有明显增加。从目前国内豆粕供需来看，三季度国内豆粕供给量或超过上年同期水平，但是需求可能与上年持平或略低。四季度由于10月份以后大豆供给尚存在变数，豆粕供给可能下降，豆粕库存可能从高位回落。豆粕市场或将获得提振而走高。因此国内豆粕现货市场压力最大或体现在三季度。豆粕基差和现货仍有进一步下跌的空间，但是空间有限，时间或将出现在7月份，豆粕期货或已经接近底部，市场等待外部市场提振而上行。市场的期现走强或许在四季度全面体现。

2019/20年度全球植物油消费量负增长，产量与库存略有增加。整体供求数量与2018/19年度相当。由于新冠疫情影响，2019/20年度，全球植物油消费量降幅最大时期已经过去，USDA在6月份开始逐步上调2019/20年度消费量。相应的库存也开始从高点有所回落。2020/21年度，全球植物油产消恢复同增，库存下降趋势中。不过相比以往平均3%的消费增速来看，2020/21年度仅为2.88%。说明全球植物油消费恢复仍在缓慢修复中。从品种结构来看，全球棕榈油库存占接近植物油库存总量的半壁江山，其供求结构是直接影响未来全球植物油市场的关键所在。豆油次之。相对而言全球菜油供求相对偏紧。2020年下半年，国际油脂市场需关注印度进口量的恢复情况、马棕油库存的增减变化、印尼是否出现产量下滑。总的来看，马棕油涨势仍未完结，处于最后一轮上涨的中间位置。6月底7月初市场可能要进入20天左右的调整期，然后再进行上涨。这与基本面也相对吻合。市场可能要等到6月份增产的情况与消费增长的情况进行实际检验。国内方面，市场预期豆油库存或在7月达到高点后，开始回落。由于当前价格不能吸引临储入场采购，因此豆油在三大油脂中或处于弱势中。一旦价格回落，临储会入场，因此豆油下方有临储托底，上方有进口成本压制。区间震荡成为主趋势。棕榈油进口倒挂，进口采购相对较少。这让未来棕榈油供给担忧情绪加重。偏低的库存加上较少的进口，以及需求旺季的到来，国内棕榈油供需偏紧的局面或将呈现。目前马棕油、印尼棕榈油贸易商对外报价惜售明显。这让国内棕榈油市场的未来供给前景堪忧。目前我国菜油库存偏低，后期菜油、菜籽的进口依旧因进口国的因素相对迟缓。这让国内菜油的供给紧张格局常态化。国内油脂三季度依旧存在上涨机会，需求能否拉动成为关键。油脂底部已经确立，上方仍有一定空间，三季度以调整做多为主。从油脂整体供求关系来看，油脂的供需要远好于豆粕市场，因此豆类油粕比依旧在三季度仍有进一步扩大的可能。从油脂间供求结构来看，棕榈油的供给紧张程度要远高于豆油，因此豆棕价差仍有缩小的空间。

风险提示：全球出现二次疫情爆发



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。