

2024年6月3日

## 蛋白粕估值修复后市场或再切换至粕强油弱格局

——6月油脂油料策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

李宜璟

从业资格证号：F03129651

邮箱：liyj@qh168.com.cn

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

## 投资要点：

- 关注6月 USDA月度供需报告指引，预计新作作物调整度不会太大，油料油脂维持丰产，指向持续偏空。具体看，其中全球大豆增产压力最大，菜系关注欧洲及乌克兰减产调整幅度，不排除出现来趋向利多的调整。今年美豆产区即便在6-7月风调雨顺，但8-10月天气周期切换成拉尼娜的概率客观存在，且今年高温天气及港口龙卷风等极端天气出现并导致后期运输风险发生概率也比较高，因此，在新季大豆上市之前天气风险溢价或成为美豆及国内豆粕的重要支撑。
- 6月豆粕 09 合约或维持 3450 一线震荡为主，豆菜粕价差偏看收缩。6月底，USDA将公布一份面积调查报告，且7月天气市场也进入新的交易阶段，若维持目前的天气形势，油料蛋白价格或将进一步下降。油脂尤其是豆菜油前期快速拉涨之后，基差收缩较多，下游不买跌心理叠加需求淡季，基差仍有继续走跌风险。目前近月油厂榨利尚可，后期从保成本而言，明显保粕压力相对较小，预期油粕比拉涨之后存在回调风险。
- 6月棕榈油库存结构好，但后期买船较多、预期压力较大，相比豆菜油现货压力，棕榈油基于预期的压力后期出现偏差的概率较大，且后期国内买船成本相对马棕出口报价偏高，国内上游议价能力偏强。6月面对油脂现货压力较大，且淡季消费支撑不足+外围市场驱动有限的情况下，棕榈油相比豆菜油价格会有相对较强表现。

## ➤ 风险因素：

- 1、油料产区天气风险，出现意外或会抬升国内蛋白成本
- 2、外围市场多头资金外溢到估值相对低的油脂板块

结论：豆粕M09@3400以下择机布局多单；空M09多RM09；空油粕比09；菜棕09合约价差趋向收缩。

## 正文目录

1. 近期油脂油料板块市场核心逻辑梳理.....	4
2. 未来天气形势依然是油脂油料板块交易的核心.....	4
3. 国内外基本面的压力依然不可忽视 .....	6
4. 结论.....	11

## 图表目录

图 1 Official NOAA CPC ENSO Probabilities .....	4
图 2 NOAA' s 2024 Hurricane Season Outlooks.....	4
图 3 Monthly Temperature Outlook.....	5
图 4 Monthly Precipitation Outlook) .....	5
图 5 美国大豆作物种植进度 .....	5
图 6 美国大豆作物出芽率 .....	5
图 7 过去 1 个月加拿大菜籽产区降雨情况.....	6
图 8 加拿大菜籽产区土壤湿度情况 .....	6
图 9 加拿大/欧盟菜籽主产区天气历史数据 .....	6
图 10 欧洲未来 14 天降雨情况.....	6
图 11 USDA 全球大豆供需平衡表 .....	7
图 12 USDA 全球菜籽供需平衡表 .....	8
图 13 全国主要油厂豆粕库存 (万吨) .....	8
图 14 全国主要油厂豆粕库存 (万吨) .....	8
图 15 中国菜籽进口量 (万吨) .....	9
图 16 中国菜粕进口量 .....	9
图 17 沿海主要油厂菜籽库存.....	9
图 18 沿海主要油厂菜粕库存.....	9
图 19 全国主要地区豆油商业库存 .....	9
图 20 华东地区菜油商业库存.....	9
图 21 全国主要地区棕榈油商业库存 .....	10
图 22 马来西亚近月棕榈油套盘利润.....	10
图 23 马来西亚棕榈油产量 .....	10
图 24 马来西亚棕榈油出口量.....	10
图 25 马来西亚棕榈油国内消费 .....	10
图 26 马来西亚棕榈油库存 .....	10

## 1. 近期油脂油料板块市场核心逻辑梳理

5月，美豆正是进入天气市场，随着CBOT市场大豆盘中净空持仓逐步缩减，CBOT大豆大幅上涨。回顾5月天气，美豆主产区雨量充沛，对播种进度稍有延缓，但受干旱影响风险大大降低。截至5月28日当周，据USDA调显示，近约3%的美国大豆产区受干旱影响，且没有严重干旱地块。至月末，CBOT大豆11月合约价格回测1180美分/蒲获得短暂支撑。国内方面，国内豆粕受成本价格驱动，进入5月后DEC豆粕也跳开高走，5月下旬随着油厂大豆和豆粕库存激增，现货端压力不断放大，同时随着国内进口成本下降，DEC豆粕主力合约开始减仓下行。

菜系方面，今年加拿大菜籽播种进度慢，后期降雨大幅改善了干旱环境，目前土壤墒情好，余量充沛，产量前景可观。5月，欧洲菜籽产区天气喜忧参半，但黑海地区出现了几波霜冻天气，市场预期乌克兰菜籽产量或再下调。国内方面，进口菜籽到港供应充足，直接进口菜粕也比较多，同时水产饲料季节性需求支撑不足，因此菜粕相比豆粕价格持续偏弱，5月豆粕09价差上涨了14%至历史同期高位。

油脂方面，5月节后马来西亚棕榈油增产形势较好，出口持续疲软的状态，近期受中印买船增加影响，也有所改善。自5月下旬开始，马棕价格出现大幅反弹，但受国际油脂市场疲软拖累也是很明显的。国内方面，棕榈油库存偏低+进口利润倒挂+买船增多，下游有远月采购需求，近月有成本支撑；豆菜油供需过剩、现货基差偏弱，棕榈油也是受拖累。回顾5月行情，豆棕和菜棕价差均出现修复性上涨，其中不仅棕榈油09合约价格涨幅7.9%，同时豆油09合约涨幅6.7%、菜油09合约涨幅5.98%，主要受油料端天气风险溢驱动豆菜油价格重心上移，此外，近期整体商品处于多头盈利周期，市场看多情绪较为普遍，低估值油脂修复行情下资金活跃度较高，助推油脂触底反弹。

## 2. 未来天气形势依然是油脂油料板块交易的核心

根据NOAA最新预估数据显示，今年6-7月Niño-3.4指数大体维持中性，8-10月发生拉尼娜的概率在77%，另外美湾飓风季节发生的概率在85%，大体与2020年8-10月天气相似。2020年7月指数中性，8月转为了拉尼娜气候，夏末发生了高温和干旱，叠加飓风影响，导致美豆减产。基于目前的天气前景预期，即便6-7月美豆产区风调雨顺，后面出现的意外还是挺高的，这可能会影响目前对豆粕的定价。

图1 Official NOAA CPC ENSO Probabilities

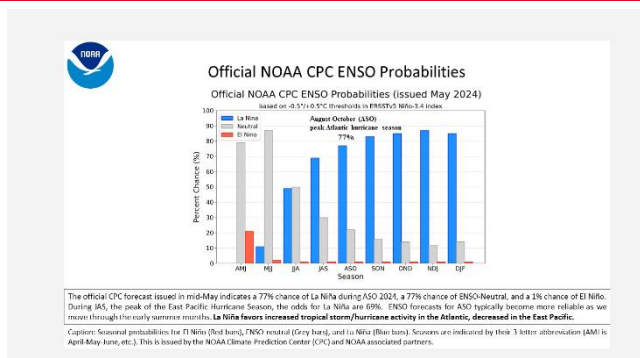
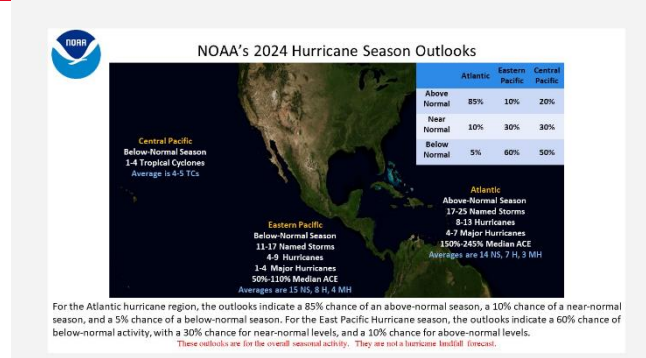


图2 NOAA's 2024 Hurricane Season Outlooks

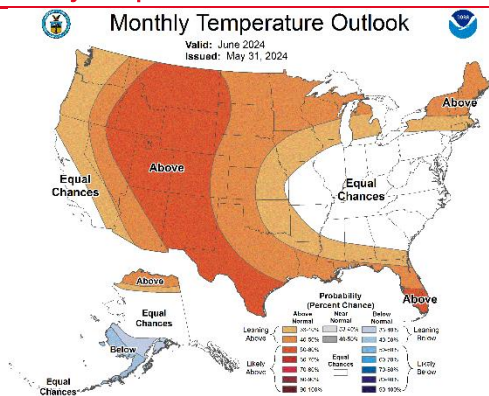


资料来源：NOAA

资料来源：NOAA

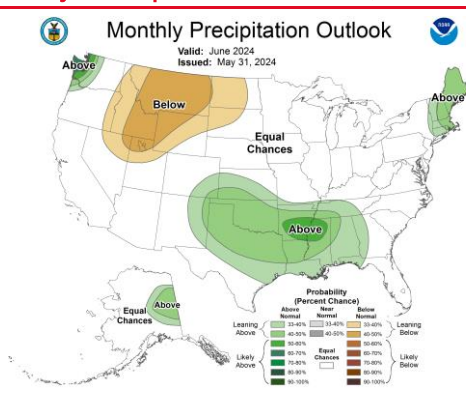
截至 5 月 28 日当周，约 3% 的美国大豆产区受干旱影响，此前一周为 7%，去年同期 28%。其中受严重旱困扰的地块仅有 1%，且集中在堪萨斯非主要作物种植区。展望 6 月美豆产区天气，中西部地区约有 40% 的概率高于正常温度，南部及大平原南部约有 50% 的概率高于正常降雨量，其余产区降雨或将收获正常的降雨量。总体看，6 月美豆产区天气风险较小，生长环境优越，局部产区雨量充沛有可能导致土壤过湿，影响出苗，此类情况值得特别关注。

图3 Monthly Temperature Outlook



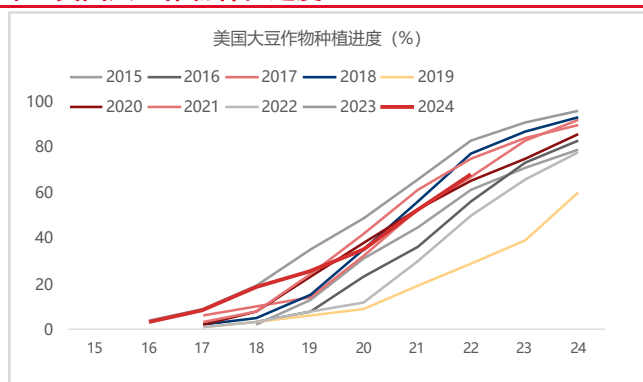
资料来源：NOAA

图4 Monthly Precipitation Outlook



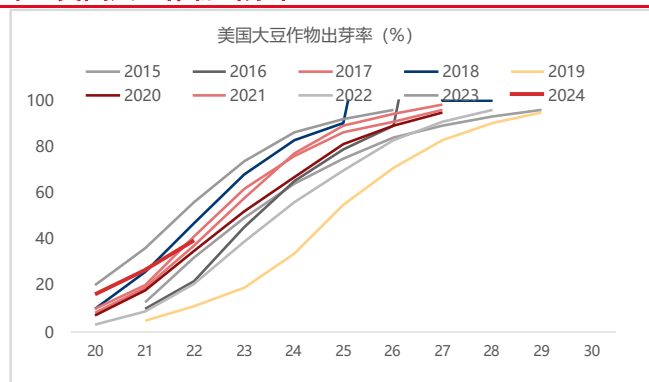
资料来源：NOAA

图5 美国大豆作物种植进度



资料来源：USDA 东海期货整理

图6 美国大豆作物出芽率

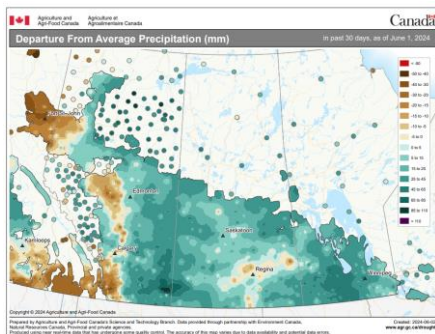


资料来源：USDA 东海期货整理

加拿大菜籽产区 5 月降雨量普遍比历史平均水平高 20-50mm，大大缓解了对此前干旱天气的担忧。从加拿大农业部公布的当前农业气候数据来看，截至 5 月底全国菜籽产区土壤湿度距正常水平大体相当，干旱土壤面积很小。从 World Ag 数据看，加拿大及欧洲菜籽产区在过去的 60 天的时间里，降雨普遍比正常多，同时气温也普遍比正常偏高。今年 4 月中下旬德国、法国、波兰气温骤降，出现霜冻天气，但对欧盟菜籽的减损量预计不会不太多，油世界此前预期因此减产幅度在 50 万吨。此外，乌克兰今年 5 月上旬也经历了几波霜冻天气，市场机构预期乌克兰菜籽产量或下降至 410 万吨以下（同比降幅超 60 万）。从欧洲气象模型看，近期欧洲气温相对稳定，到 6 月中旬气温较正常略偏低，6 月欧洲大的部分产区降雨充沛，利于菜籽生长。

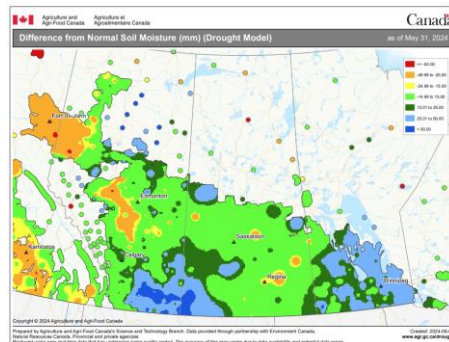


图7 过去 1 个月加拿大菜籽产区降雨情况



资料来源: Government of Canada

图8 加拿大菜籽产区土壤湿度情况



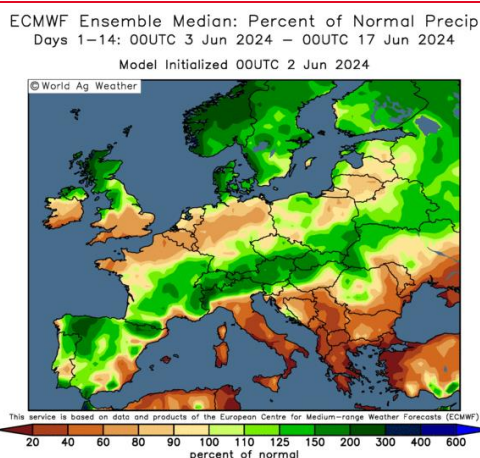
资料来源: Government of Canada

图9 加拿大/欧盟菜籽主产区天气历史数据

Production-Weighted Area-Averages through 01 Jun 2024				
	Precipitation Anomaly (in.)		Temperature Anomaly (°F)	
	60-day	180-day	60-day	180-day
Canada	+0.5	-0.1	+1.3	+3.1
Alberta	+0.5	-0.0	+0.1	+1.1
Saskatchewan	+0.1	-0.6	+1.9	+3.8
Manitoba	+1.7	+1.1	+1.9	+4.9
Europe				
France	+1.2	+3.2	+3.2	+4.6
Germany	+2.0	+4.9	+3.5	+4.9
UK	+1.9	+7.0	+4.0	+4.2
Poland	-0.6	+1.9	+4.6	+5.9
Czech Republic	+0.7	+2.7	+3.6	+5.9

资料来源: World Ag

图10 欧洲未来 14 天降雨情况



资料来源: World Ag

除此之外，今年全球前 4 个月气温已是 175 年来最高，2024 年有望成为有史以来最炎热的一年。随着北半球步入夏季，大宗商品市场可能会面对前所未有的冲击，加剧了能源、食品等大宗商品价格的波动，并持续推高通胀压力。比如，干旱可能再次导致巴拿马运河水位下降，货轮吃水深度受限、运力下降等情况损害了南北半球间的农产品贸易。如果今年夏末切换至拉尼娜气候，会加强地区气候特征，使得干旱地区更干旱，也会直接影响到南美新季度大豆的种植，从而使市场降低 2024/25 年度大豆供应预期，国内油粕市场因此也很容易引发风险溢价，出现快速的强弱切换。

### 3. 国内外基本面的压力依然不可忽视

目前北半球油料产区天气条件较好，预期丰产始终是资金锚定油粕价值的核心要素。6 月 USDA 对新作供需调整服务预计不会太大，菜籽方面或上调加拿大菜籽产量 40 万吨至 2000 万吨左右，基本抵消欧盟菜籽产量的下调。今年 USDA 预估的乌克兰和欧盟菜籽减产主要是种植面积的下滑，预计 2024/25 作物年乌克兰菜籽产量仅 370 万，同比下滑 70 万吨，同乌克兰市场主流预期偏低，此次 USDA 报告可能不会下调乌菜籽产量。大豆方面，南美基本定产，美豆生产前景良好，预计供应端不会调整；需求端，美豆出口速度比预期要好，出口项

下调空间不多，此前 USDA 预估的压榨目标偏保守，但在 6 月调整的可能性不大。综合看，菜籽调整方向或中性偏多，市场对多头预期调整也比较充分，对行情影响偏小；大豆供需不变，丰产指向或持续偏空。

图11 USDA 全球大豆供需平衡表

全球大豆供需平衡表							
world soy					USDA6月 旧作	USDA6月 新作	年度 调整
(1000 MT)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	
期初库存	115,240	95100	98640	93090	100530	111780	11,250
产量	339970	368600	360450	378200	396950	422260	25,310
US Prod	96670	114750	121500	116220	113340	121110	7,770
Arg Prod	48800	46200	43900	25000	50000	51000	1,000
Bra Prod	128500	139500	130500	162000	154000	169000	15,000
进口	165120	165490	154470	167870	170300	176400	6,100
CN	98530	99740	90300	104500	105000	109000	4,000
总供给	620280	629810	613590	634940	665610	706640	41,030
压榨量	312310	315820	316510	315030	329970	345870	15,900
US Crush	58910	58260	59980	60200	62600	66000	3,400
Arg Crush	38770	40160	38830	30320	35500	40000	4,500
Bra Crush	46740	46500	50710	53100	54000	54000	
CN Crush	91500	93000	90000	96000	99000	103000	4,000
EU Crush	15600	15800	15400	14300	14900	15200	300
国内总需求	358320	363970	366030	365760	383530	401740	18,210
China	109200	112740	110300	117500	121700	126800	5,100
United States	61850	60910	62890	62960	65690	68990	3,300
Argentina	45920	47410	46040	36570	42750	47600	4,850
Brazil	49840	49710	53960	56900	57850	58100	250
出口	165170	164860	154430	172090	172470	180200	7,730
US Exp	45700	61670	58570	54210	46270	49670	3,400
Arg Exp	10000	5200	2860	4190	4600	5500	900
Bra Exp	92140	81650	79060	95510	102000	105000	3,000
总需求	523490	528830	520460	537850	556000	581940	25,940
期末库存	96840	100350	93090	101310	111780	128500	16,720
US Stock	14280	6990	7470	7190	9260	12110	2,850
Arg Stock	26650	25060	23900	17210	26150	29550	3,400
Bra Stock	20420	29580	27600	37350	31420	37470	6,050
CN Stock	26790	31150	25150	32340	36380	39180	2,800
全球大豆库需比	27.0%	27.6%	25.4%	27.7%	29.1%	32.0%	
美豆农场价格	8.57	10.80		14.20	12.55	11.20	

资料来源：USDA 东海期货整理

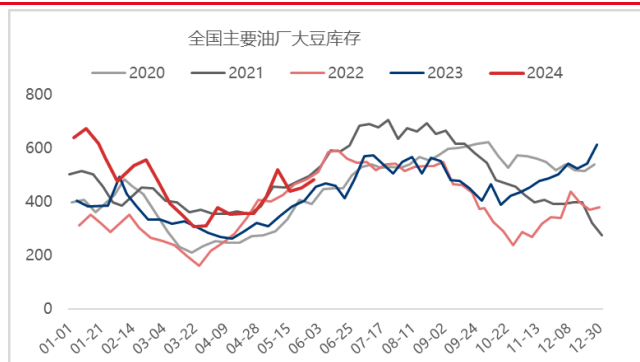
图12 USDA 全球菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表								
world rapeseed					USDA5月 旧作	USDA5月 新作	USDA6月 新作	年度 新作 调整
(千吨、千公顷)	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025	2024/2025	年度 调整
收获面积	34707	34,916	38455	41947	42497	42582	42582	85
EU	5,081	5,324	5,362	5,924	6,220	5,850	5,850	-370
UA	1,338	1,190	1,035	1,230	1,500	1,350	1,350	-150
期初库存	9802	7566	6033	4397	8281	8165	8165	-116
产量	69635	73892	75831	88852	88393	88340	88340	-53
EU	15252	16732	17353	19613	20000	19000	18600	-400
CA	19912	19485	14248	18695	18800	19600	20000	400
UA	3465	2750	3015	3500	4400	3700	3700	-700
进口量	15711	16662	13923	20044	16366	17270	17270	904
EU	6082	5797	5573	6841	5500	6600	6600	1,100
CH	2558	2795	1657	5335	3400	3200	3200	-200
总供给	95148	98120	95787	113293	113040	113775	113775	735
出口量	15982	18106	15345	19558	16672	17635	17635	963
CA	10041	10589	5246	7951	6550	6900	6900	350
AU	1663	3746	5905	6055	4600	5400	5400	800
UA	2996	2396	2703	3421	3425	3320	3320	-105
压榨	68490	71194	72062	81103	83824	83778	83778	-46
国内消费总量	71600	73717	76045	85454	88203	88309	88309	106
CA	11004	10702	9555	10717	12000	12900	12900	900
期末库存	7566	6297	4397	8281	8165	7831	7831	-334
EU	1187	718	767	1822	1722	1672	1672	-50
CA	3457	1776	1328	1506	2056	1956	1956	-100
CH	1203	1522	868	2609	2084	2059	2059	-25
全球压榨同比	0.7%	3.9%	1.2%	12.5%	3.4%	-0.1%	-0.1%	
收获面积同比	-3.2%	0.6%	10.1%	9.1%	1.3%	0.2%	0.2%	
全球产量同比	-4.5%	6.1%	2.6%	17.2%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	
全球库存比	10.6%	8.5%	5.8%	9.7%	9.3%	8.9%	8.9%	

资料来源：USDA 东海期货整理

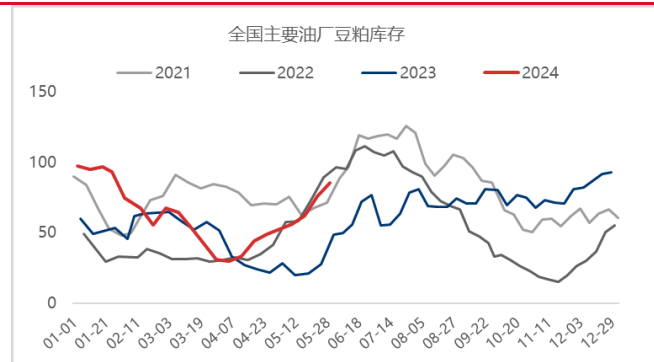
国内方面，油厂大豆和豆粕库存压力增大，市场对后期进口大豆季节性供应高峰定价充分。从近期国储抛售及成交情况看，短期轮出压力不减，后期不排除再降价抛售，然而，后期到港大豆轮入储备可能会增多。目前属于供应压力前置，后期供需压力有可能比市场预期的要小。

图13 全国主要油厂豆粕库存（万吨）



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图14 全国主要油厂豆粕库存（万吨）

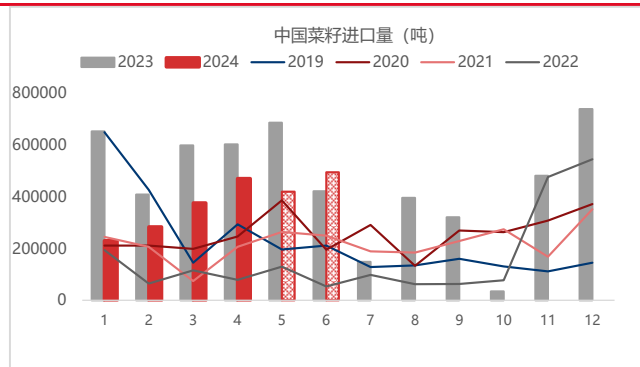


资料来源：我的农产品网 东海期货整理

菜系方面，国内进口菜籽到港充足，前期进口利润窗口期，国内买船较多，下游对未来供应预期充足，采购积极性一般。今年菜粕直接进口货源也较多，菜粕整体供应在需求旺季的压力也是客观存在的，豆菜粕价差持续处于季节性高位的情况，存在即合理。目前菜粕的库存结构相对豆粕稍好一些，供应上6月沿海油厂计划检修增多，需求上随着气温回升，菜粕季节性需求增量还是会有，6月菜粕较5月基本面环境会有所改善。

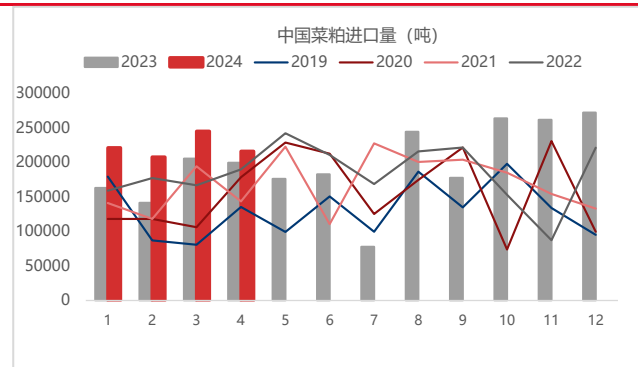


图15 中国菜籽进口量（万吨）



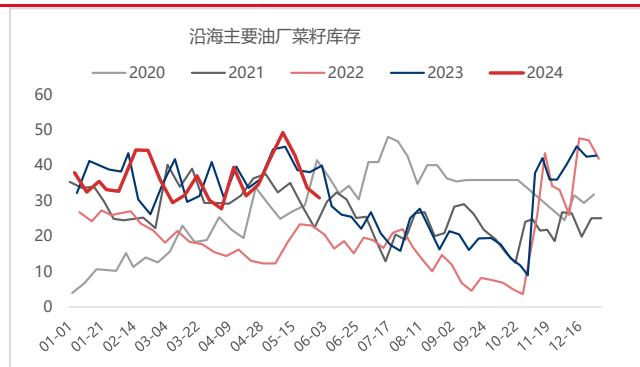
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图16 中国菜粕进口量



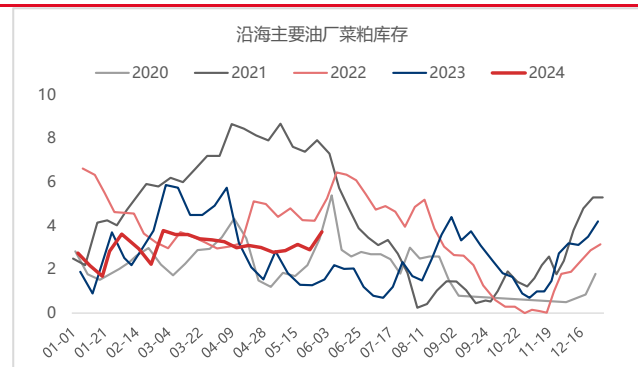
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图17 沿海主要油厂菜籽库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

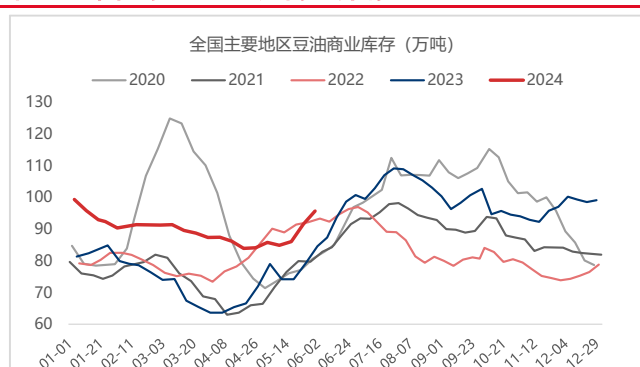
图18 沿海主要油厂菜粕库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

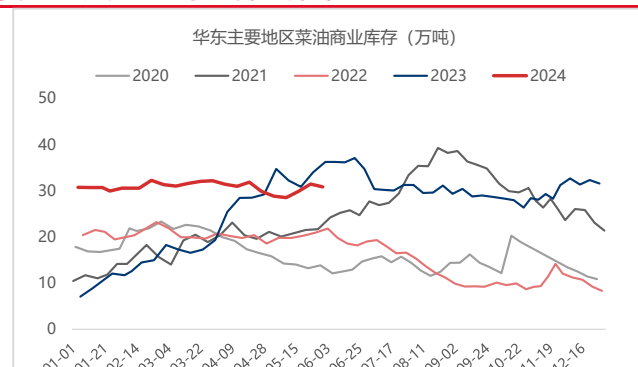
油脂方面，6月豆菜油供应充足，在需求淡季增库压力很大。棕榈油库存低位，但后期买船较多，未来供应预期充足，基差同豆菜基差一样疲软。展望6月，棕榈油最大的压力主要来自产区成本价格下跌。

图19 全国主要地区豆油商业库存



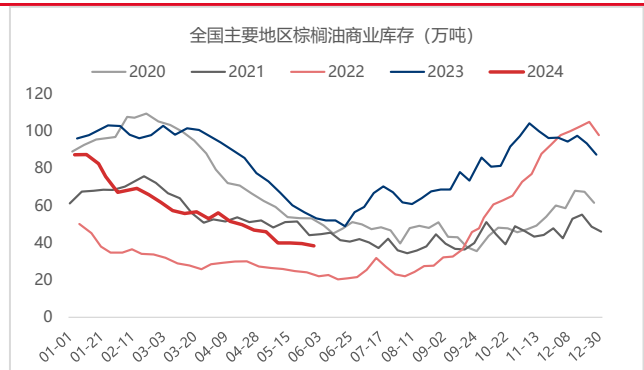
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图20 华东地区菜油商业库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图21 全国主要地区棕榈油商业库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

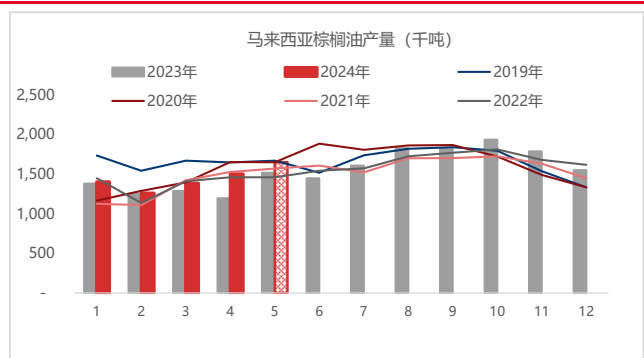
图22 马来西亚近月棕榈油套盘利润



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

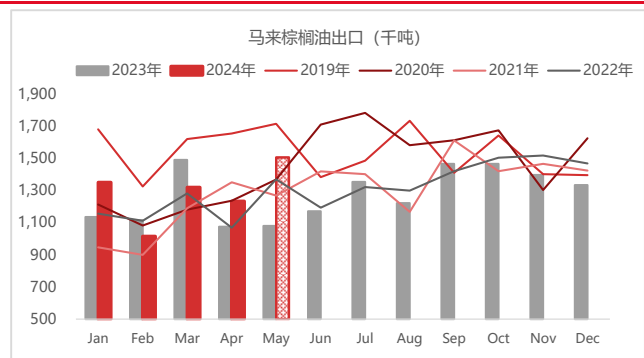
马棕方面，按照目前 22% 相对较高的出口增量看，马棕 5 月出口也就 150 万吨左右（4 月出口较少、环比测算基数小）；产量方面，西马没问题，预计 20% 以上的增加，沙巴和沙捞越不行、降雨偏多，马总产量综合预期增长 10% 合理。按如此推算，5 月马棕产需还是有结余的，库存预计增到 185 万左右，6 月 MPOB 报告影响或利空。印尼方面，仅从印尼贸易部公布的 6 月毛棕出口参考价就能看出，价格定为 778.82 美元，低于 5 月的 877.28 美元，下降了很多，产量方面也不太可能有利多。

图23 马来西亚棕榈油产量



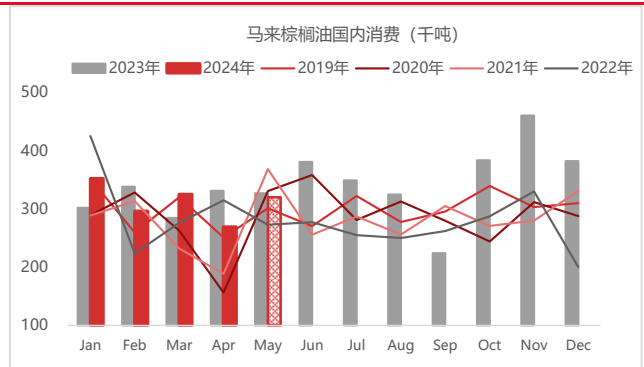
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图24 马来西亚棕榈油出口量



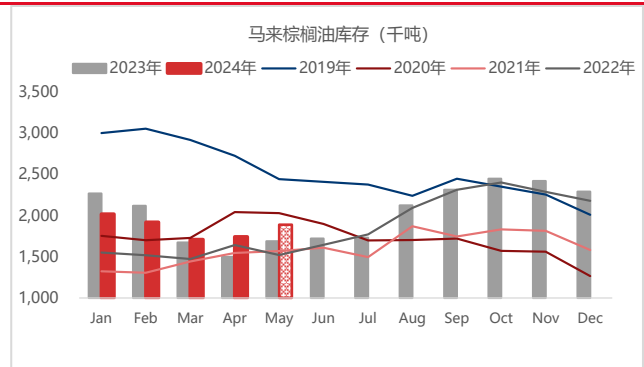
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图25 马来西亚棕榈油国内消费



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图26 马来西亚棕榈油库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

## 4. 结论

关注 6 月 USDA 月度供需报告指引, 预计新作作物调整度不会太大, 油料油脂维持丰产, 指向持续偏空。具体看, 其中全球大豆增产压力最大, 菜系关注欧洲及乌克兰减产调整幅度, 不排除出现趋向利多的调整。今年美豆产区即便 6-7 月风调雨顺, 但 8-10 月天气周期切换成拉尼娜的概率客观存在, 且今年高温天气及港口龙卷风等极端天气出现并导致后期运输风险发生概率也比较高, 因此, 在新季大豆上市之前天气风险溢价或成为美豆及国内豆粕的重要支撑。

6 月豆粕 09 合约或维持 3450 一线震荡为主, 豆菜粕价差偏看收缩。6 月底, USDA 将公布一份面积调查报告, 且 7 月天气市场也进入新的交易阶段, 若维持目前的天气形势, 油料蛋白价格或将进一步下降。油脂尤其是豆菜油前期快速拉涨之后, 基差收缩较多, 下游不买跌心理叠加需求淡季, 基差仍有继续走跌风险。目前近月油厂榨利尚可, 后期从保成本而言, 明显保粕压力相对较小, 预期油粕比拉涨之后存在回调风险。

6 月棕榈油库存结构好, 但后期买船较多、预期压力较大, 相比豆菜油现货压力, 棕榈油基于预期的压力后期出现偏差的概率较大, 且后期国内买船成本相对马棕出口报价偏高, 国内上游议价能力偏强。6 月面对油脂现货压力较大, 且淡季消费支撑不足+外围市场驱动有限的情况下, 棕榈油相比豆菜油价格会有相对较强表现。

## 重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn