

徐菁

农产品研究员

期货执业证书编号：F3051551

邮箱：xujing@dxqh.net

电话：021-65458072

豆粕反替代效应显现， 油脂分化明显

一、核心观点及行情回顾

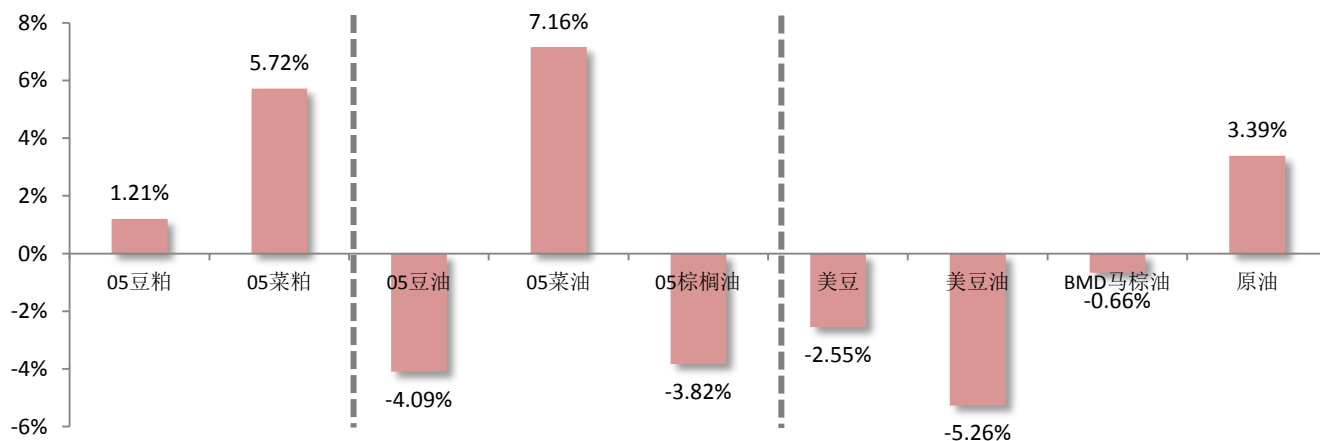
豆类：本月外盘依然没有太大起色，三月 USDA 供需报告中并未上调美豆出口预估数据，导致期末库存下降不及预期，同时中美争端反复未决，CBOT 大豆逐渐走弱，呈现震荡行情。巴西咨询机构 Safras 的数据显示，截至 3 月 15 日巴西大豆收割完成 61.8%，去年同期 55.1%。其中里奥格兰德收割进度加快，已完成 16%，去年同期 4.6%。

国内开机率持续下滑，同时短期内到港量降幅明显，另外豆菜粕价差处于历史低位提振豆粕的饲料需求，成交和提货情况均有所转好，为豆粕价格提供支撑。豆油库存仍然处于较高水平，在短期内需求并无太大起色的情况下，价格难言反弹。

棕榈类：本月 MPOB 报告中马来棕榈油出口疲弱，二月库存不降反升 1.48%，报告整体偏空，BMD 棕榈油接连下挫。国内棕榈油进口利润好转，最近数月不断扩大对棕榈油的进口，导致棕榈油累库，棕榈油仍偏弱运行。

菜籽类：本月由于孟晚舟事件导致中加关系紧张，中国加强加拿大进口菜籽检疫的消息不断发酵，菜系整体偏强运行，菜油强势上涨，随后大幅回落，目前炒作又有回归态势。短期内国内菜籽供应不缺，但是出于对后期政策的担忧，四月以后进口量明显减少。基本上菜系在三大油脂油料中最为强势，但是需要注意的是，豆菜粕价差处于历史低位导致菜粕失去替代价值，而油脂之间可替代性较强，叠加油脂消费淡季，一旦市场回归理性将有大幅下挫的风险，建议观望或逢高布空。

图 1：各品种近 30 日跌幅



来源：wind，东兴期货投资咨询部

二、豆类

目前影响美豆价格行情的关键因素还是中美经贸磋商的进展，从公开的新闻可以看出，虽然双方仍然在保持沟通，但是中美两国是否能够达成贸易协议，以及什么时候能够达成贸易协议都难以预料，中国承诺购买美豆的消息远不如取消关税能够提振市场，因而美豆在各种扑朔迷离的消息中逐渐走弱。USDA 三月的供需报告意外的并未将出口预估上调，即使国内压榨有所增加，但总体来看期末库存仅小幅下调，这也表现了对于美豆未来出口情况的谨慎态度。

图 2：2018/19 年度美豆供需平衡表（单位：万吨）

	2 月预估	3 月预估	调整幅度
产量	12367	12367	0
出口	5103	5103	0
压榨	5689	5716	27
期末库存	2477	2449	-28

库销比

22.24%

21.94%

-0.30%

来源：USDA，东兴期货投资咨询部

根据美豆出口销售报告,截止至3月7日当周,美豆累计出口销售 4118.21 万吨,同比下降 16.4%,前一周是下降 18.2%;累计出口销售中国 1107.56 万吨,同比下降 61.2%,前一周是下降 66.8%,当周对中国出口净销售 170.76 万吨,基本符合预期。

图 3: 美豆累计出口销售 (单位: 万吨)

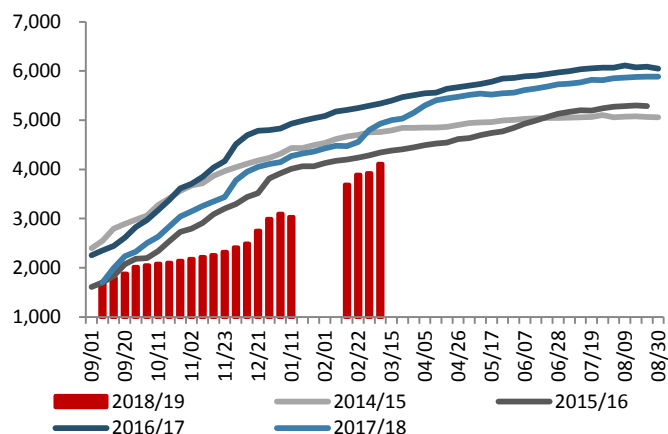
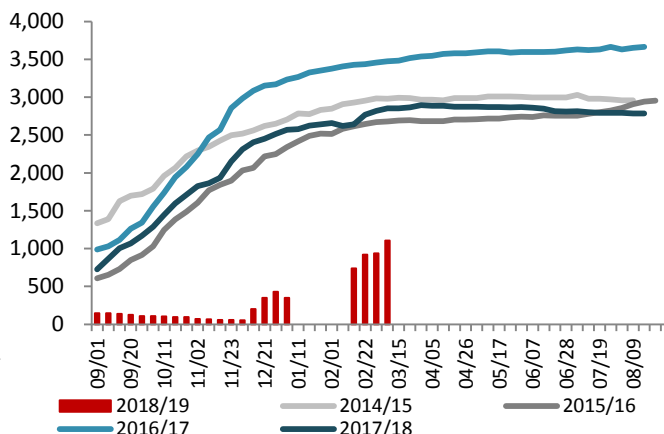


图 4: 美豆累计出口销售中国 (单位: 万吨)



来源：USDA，东兴期货投资咨询部

目前巴西的大豆收割进展顺利,截止至3月14日当周,巴西大豆收获进度达到 63%,快于去年同期的 58%。巴西咨询机构 SAFRAS & Mercado 的分析师认为,巴西自 2 月初以来的气候改善阻止了进一步损产,不应该再继续削减巴西作物产量预估,巴西作物的规模应该在 1.15 到 1.16 亿吨之间。SAFRAS & Mercado 预计 2019 年巴西大豆总产量同比下降 10%至 1.1585 亿吨,出口量将达到 7000 万吨,较去年下降 17%,压榨量为 4250 万吨,较去年小幅增加 1%,期末库存预计将下降 19%。

图 5: 巴西大豆月度出口 (单位: 万吨)

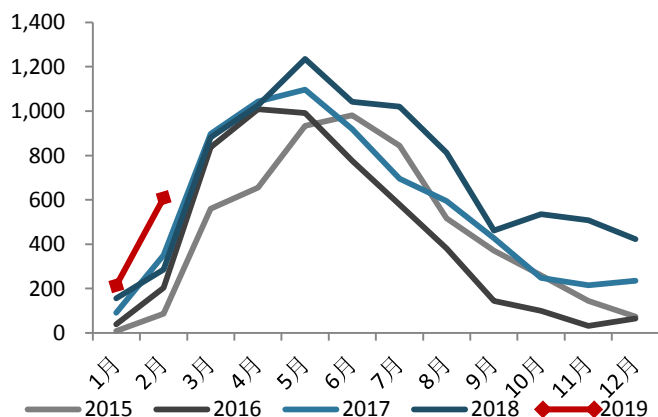
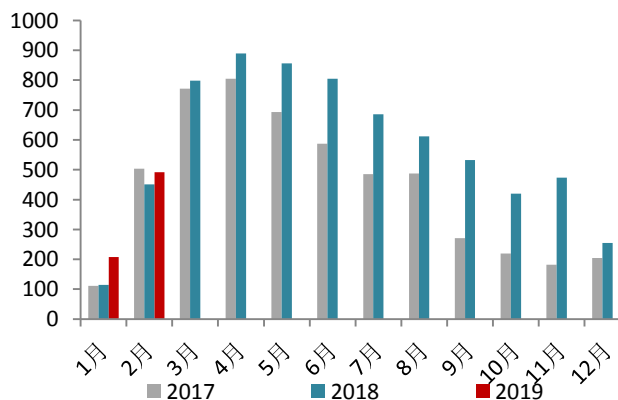


图 6: 巴西大豆对华装船 (单位: 万吨)

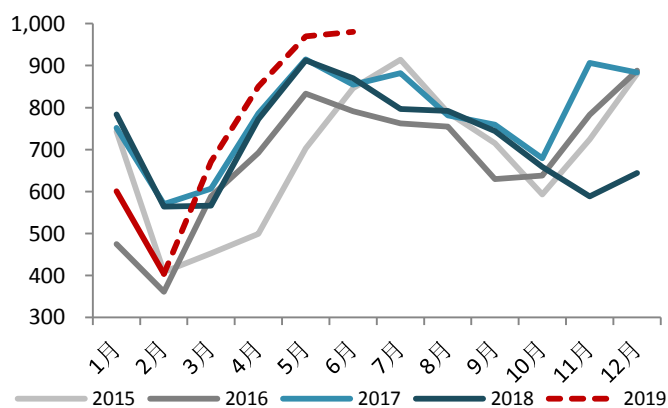


来源：ABOIVE，东兴期货投资咨询部

请务必阅读免责声明

巴西大豆集中到港前的供应空档，我国一季度大豆到港降幅明显，大豆去库节奏快于以往，目前库存已经降至 455.60 万吨的低位，较去年同期下降 20.5%。短期内，由于豆粕价差已经达到了 300 元/吨左右的史低水平，有助于提振豆粕的饲料需求，下游提货和成交均转好，豆粕价格得以支撑。但是长期看，根据天下粮仓的到港预估数据，四月后我国将有大量大豆到港。另外需要注意的是，从 4 月 1 日起，中国的商品增值税从 13% 将至 10%，对于农产品进口的关税则是从 10% 降至 9%，关税下调对于国内压榨商的大豆进口有利。并且非洲猪瘟疫情对存栏打压依然不容乐观，市场预计生猪产能将下降 10%-30%，未来豆粕的需求还与疫情的控制程度密切相关。

图 7：国内大豆实际到港及到港预估（单位：万吨）



来源：Cofeed，东兴期货投资咨询部

图 8：国内大豆库存（单位：万吨）

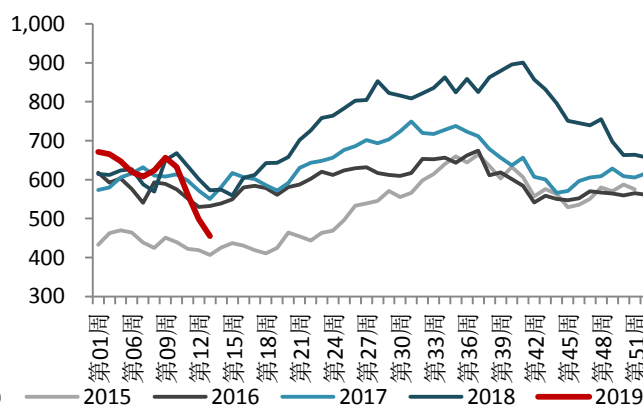
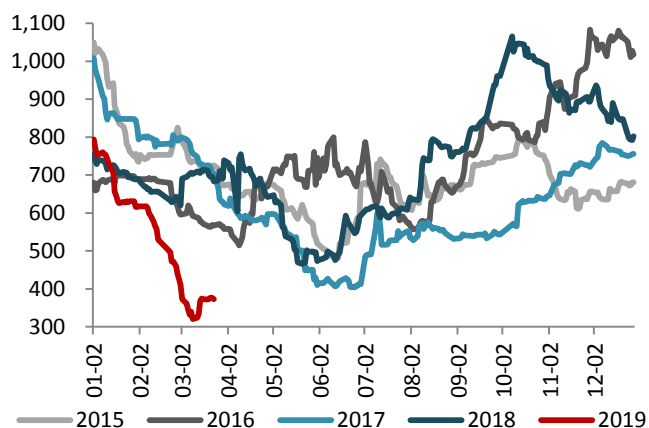
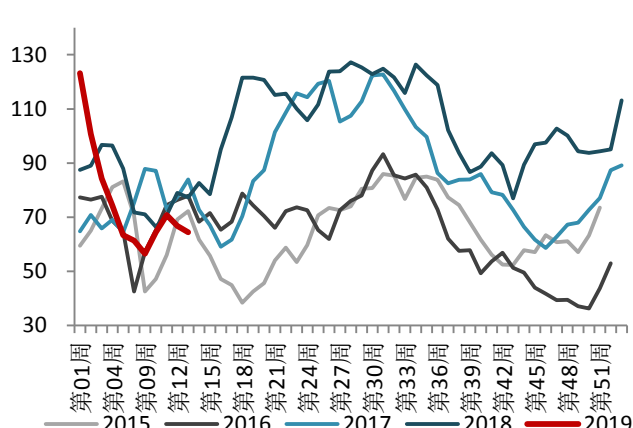


图 9：豆菜粕现货价差（单位：元/吨）



来源：UADA，东兴期货投资咨询部

图 10：豆粕库存（单位：万吨）



豆油方面，受开机率恢复、下游需求疲弱的影响，国内正处于累库阶段，短期内压制豆油行情。但是需要注意的是，若未来猪瘟疫情继续发酵，油厂因豆粕胀库而主动降低压榨量则豆油产量可能随之降低，提振豆油价格。

图 11: 豆油库存 (单位: 万吨)

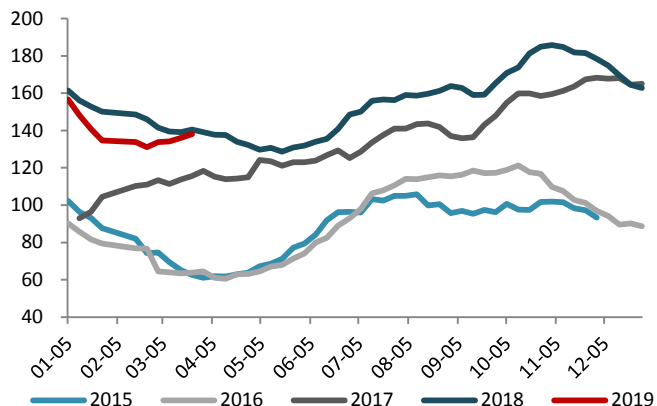
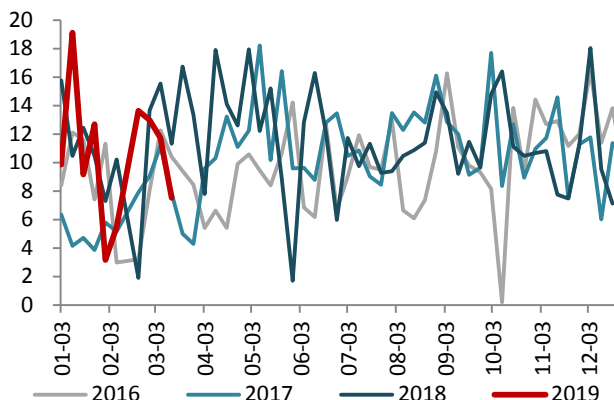


图 12: 豆油成交量 (单位: 万吨)



来源: Cofeed, 东兴期货投资咨询部

三、棕榈类

马来西亚棕榈油总署 (MPOB) 发布的月度报告显示, 马来西亚二月棕榈油产量 154.45 万吨, 环比下降 11.11%, 但同比增长了 15.02%, 降幅不及预期; 出口环比下降达 21.18%, 同比仅增长 6.25%, 这导致期末库存不减反增 1.48%, 报告整体偏空。

从最近数月的情况来看, 印尼棕榈油去库情况好于马来, 由于马来以出口精炼棕榈油为主, 而印尼以出口毛棕榈为主, 目前马来 24 吨棕榈油与印尼毛棕榈价差处于历史高位, 导致印尼棕榈油更具有价格优势, 因而出口情况好于马来。长期来看, 产地棕榈油去库存仍需生柴发力, 这还需要看马来和印尼的生产政策执行力度如何。油世界认为今年棕榈油的生柴消费将有显著提升, 全球棕榈油产量存在缺口, 预计 2019 年 1-9 月棕榈油消费将比产出高出 100-130 万吨, 这也是市场看好棕榈油长期走势的主要原因。

图 13: 马来西亚棕榈油月度产量

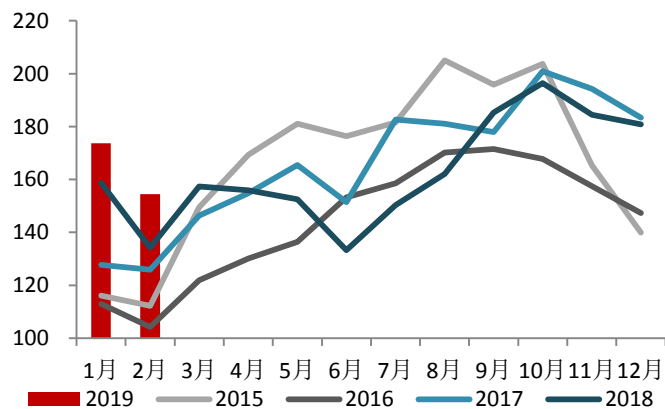
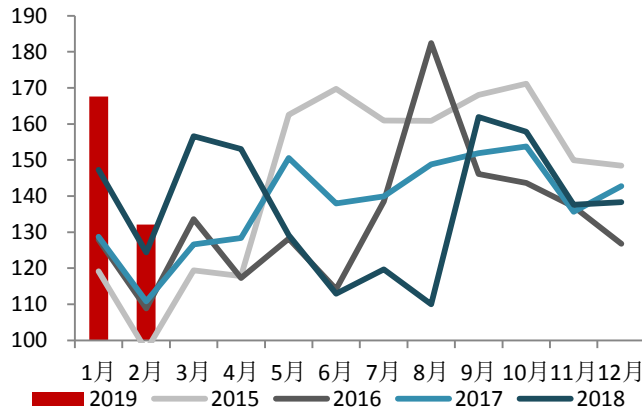


图 14: 马来西亚棕榈油月度出口



来源：MOPA，东兴期货投资咨询部

图 15：马来西亚棕榈油期末库存（单位：万吨）

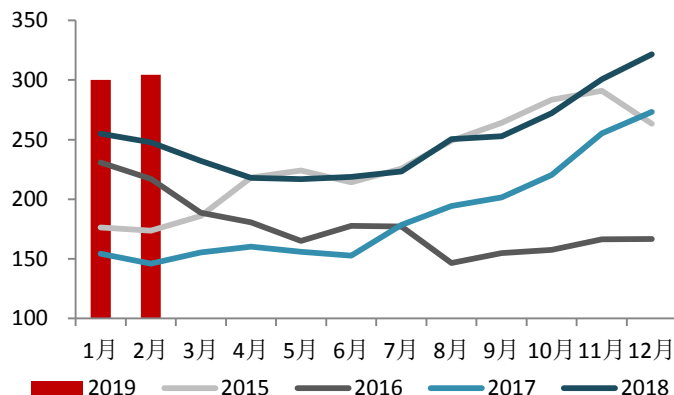
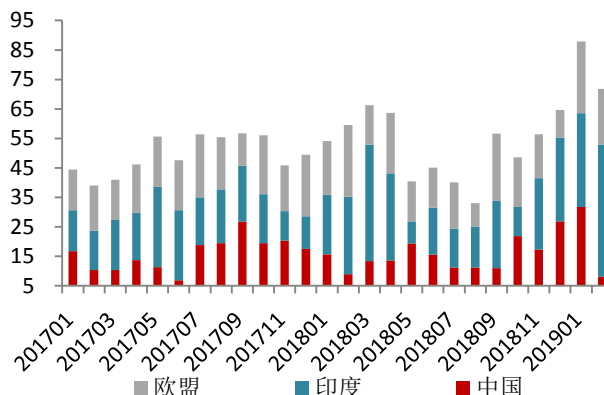


图 16：马来西亚棕榈油对主要需求国出口（单位：万吨）



来源：MOPA，东兴期货投资咨询部

随着产地棕榈油价格走低，目前中国进口棕榈油仍有利润，最近数月进口了大量棕榈油，以填补未来油脂可能存在的空缺，导致国内棕榈油库存目前处于高位，叠加短期产地棕榈油去库没有好转迹象，国内棕榈油价格也难有起色。但是未来若豆油产量降低、同时中加关系没有好转导致菜籽油供给减少，国内对棕榈油的依赖将较以往增强。

图 17：国内棕榈油库存（食用）（单位：万吨）

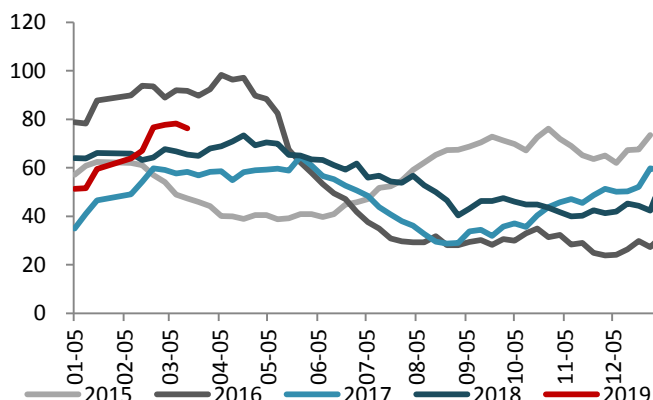
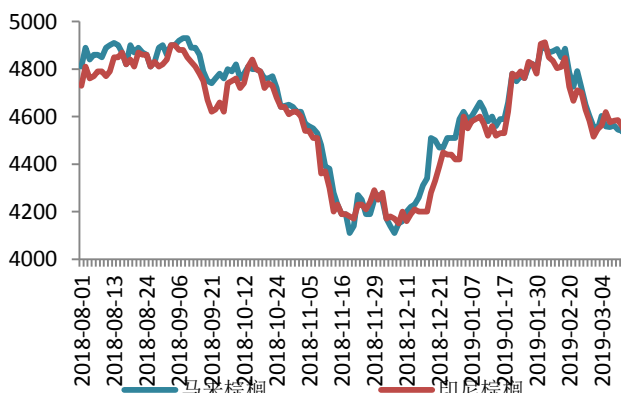


图 18：棕榈油进口成本（元/吨）



来源：Cofeed，东兴期货投资咨询部

四、菜籽类

受孟晚舟事件的影响，中加关系呈现紧张局势，受进口政策担忧影响，菜系整体偏强运行。3月7日海关总署正式发布公告，称为防止有害生物传入，各海关暂停受理加拿大 Richardson International Limited 及相关企业3月1日后起运的油菜籽报关，加强对加拿大油菜籽的建议。消息一出，菜油跳涨，而后几天逐渐回归基本面，价格跳水。

中加关系之所以对菜系品种有如此大的影响，有国内和国际两个层面的原因。首先，由于国产菜籽种植成本较高，近年来我国菜籽产量明显减少，转而更加依赖进口菜籽；而国产菜籽的减少导致菜籽整体供应减少，通过菜籽压榨产生的菜籽油、菜籽粕产量也随之减少，因而更加依赖进口菜油菜粕。其次，从国际菜籽供需层面来看，欧盟由于生柴消费日益强劲，即是菜籽的生产国，也是菜籽的消费国；印度人口众多，菜籽基本都用来满足国内需求，很少对外出口，而其他国家体量又过小，因此，只有加拿大能够为中国提供如此大的菜籽出口量，想从其他国家补充几乎不可能。

图 19：菜籽库存（单位：万吨）

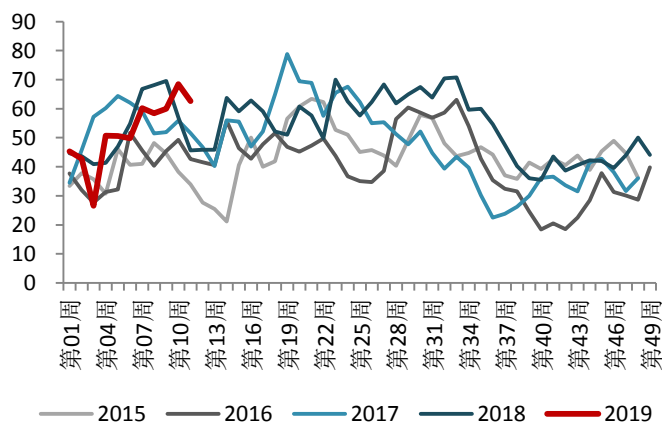
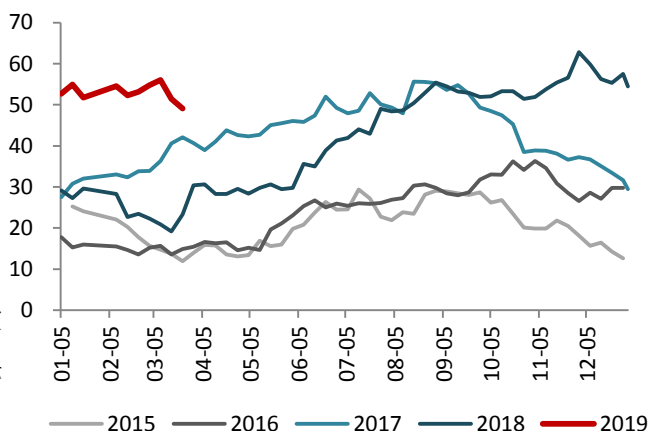


图 20：菜油库存（单位：万吨）



来源：UADA，东兴期货投资咨询部

图 21：菜粕库存（单位：万吨）

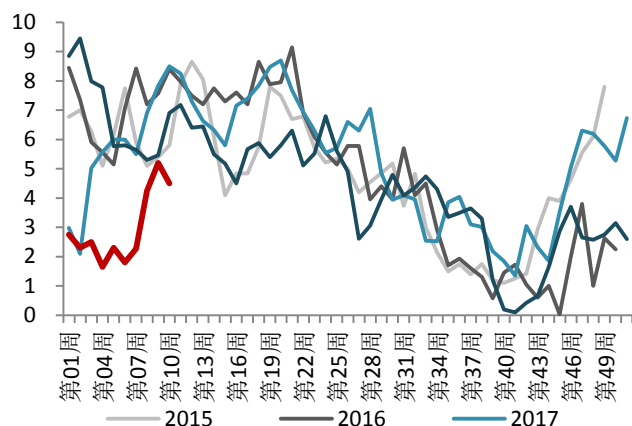
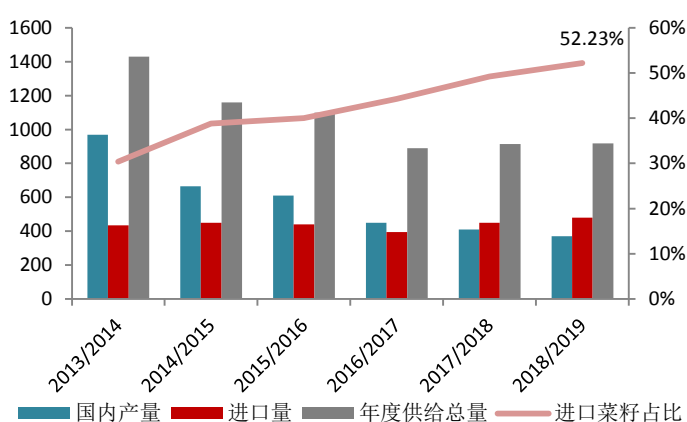


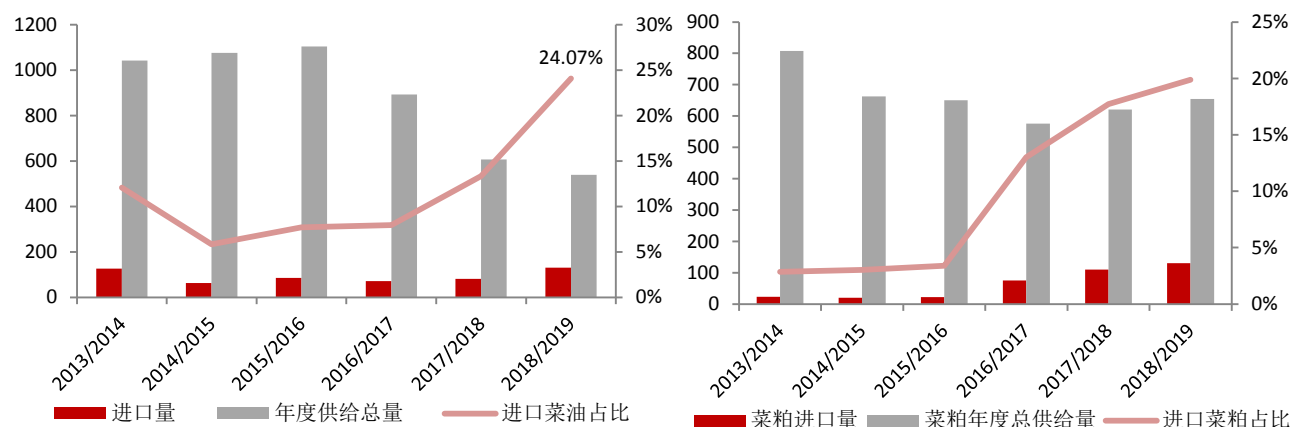
图 22：国内进口菜籽占菜籽总供给量比重



来源：UADA，东兴期货投资咨询部

图 23：进口菜油占菜油总供给比重

图 24：进口菜粕占菜粕总供给比重



来源：UADA，东兴期货投资咨询部

不过，由于目前豆菜粕价差极低，菜粕在饲料中的使用已经不具备替代优势，另外生猪饲料需求下滑，而水产消费旺季还未到来，在菜籽短期供给充足的情况下，菜粕上涨仍有压力，但若中加关系继续恶化，远期供应不足，叠加夏季水产需求旺季，菜粕或将震荡上行。

而菜籽油方面，油脂内外环境仍然偏空，若市场回归理性，菜籽油将有大幅下跌的风险，应当理性地看待菜籽油的政策面炒作，建议观望或逢高布空。

需要注意的是，油脂间的替代性非常强，目前菜籽油供给占国内油脂总供给约 16%，以 2018 年的数据为例，2018 年压榨进口菜籽 490 万吨，按出油率 40% 计算则产出菜油 196 万吨，加上直接进口的菜籽油 130 万吨，则进口菜籽油总量约 326 万吨，326 万吨的菜籽油如果用豆油替代，则中国还需进口 1630 万吨左右的大豆，而从目前的情况来看，直接扩大棕榈油的进口进行替代可能性更大。

五、投资策略

	近期主要影响因素	趋势策略	跨期&跨品种策略	风险提示
豆粕	短期内对菜粕反替代需求增加，有利于支撑价格，但四月后大豆到港量巨大，生猪饲料消费仍然疲弱，利空豆粕。	偏空	无	中美关系恶化，生猪存栏回暖，利多豆粕
豆油	近期仍在累库阶段，油脂需求平淡，供给压力较大	偏空	无	
菜粕	短期内菜籽供应不缺，豆菜粕价差极低导致菜粕失去替代价值，水产旺季未到来前预计走势仍然维持震荡行情。若后期中加关系继续恶化，	偏空	无	

	叠加水产需求旺季，菜粕届时可能偏强运行			中加关系若有所缓和，则利空菜系
菜油	基本上菜系供给短期宽松长期偏紧，中加关系缓和前仍有炒作可能，但油脂内外环境仍然偏空，且油脂间替代性较强，若市场回归理性，菜籽油将有大幅下跌的风险，应当理性地看待菜籽油的政策面炒作，建议观望或逢高布空。	观望	无	
棕榈油	棕榈油进口仍有利润，增加进口导致国内累库；产地棕榈油去库仍需证伪。	偏空	9-5 套利可逐步止盈或切换至远期合约	

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。