

油脂 11 月报告

一、行情回顾

“金九银十”在充满希望中走来，在极度失望中落幕。纵观整体油脂市场的基本走势，可以看出市场从 9 月份开始就出现了快速下挫的态势，棕油价格从当时的接近 5000 点回落至最低点 4462，两个月时间价格跌幅接近 600 点。对于 11 月份的市场走势，笔者认为随着利空的不断释放，后期市场价格会在 4500 附近展开筑底行情，涨跌幅度较为温和。

二、基本面分析

(一)、政策追踪

10 月 22 日，财政部税务总局发文取消了豆粕出口退税政策；10 月 26 日，中国饲料工业协会批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》、《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准，旨在降低豆粕等蛋白饲料原料用量。一周之内，连发两项政策，可见国家在豆粕供应问题上的重视。两项标准的出台将有效减少豆粕等蛋白饲料原料用量。据测算，猪配合饲料平均蛋白水平下调 1.5 个百分点，有望将生产 1 公斤猪肉的蛋白质消耗从 0.45 公斤降至 0.39 公斤，降幅达 13%；蛋鸡、肉鸡配合饲料蛋白水平也将降低约 1 个百分点。新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨，对于保障我国饲料和养殖业蛋白原料供给和提高利用效率，将发挥积极作用，有利于提升我国饲料工业水平，促进高质量发展。

另外，10 月 22 日，海关总署也发布公告称，允许符合《进口印度菜籽粕检验检疫要求》的菜籽粕进口。印度是世界上油菜籽生产大国和菜籽粕出口国，允许进口印度菜籽粕，将对国内蛋白原料市场带来利空影响。

据市场消息，印度已与马来西亚达成协议，从 2019 年 1 月起，印度将下调棕榈油进口关税，以期刺激从马来西亚的进口。其中，毛棕油进口关税从 44% 降至 40%，24 度精制棕榈油进口关税从 54% 降至 44%。此次关税下调或为两国之间协议，不涉及从印尼或其他国家进口的棕榈油。此前，马来西亚原政府官员已表明为了刺激马来西亚棕榈油出口，政府可能采取关税措施。马来西亚棕榈油出口关税从 9 月起，连续三个月因为官方指导价格未到关税起征点而保持在零水平。

马来西亚原产业部长：中美贸易战令让马来西亚棕榈油受益。马来西亚媒体报道：马来西亚联邦原产业部长郭素沁表示，中美之间的贸易冲突，已让马国从销售棕油给中国中受益。她说，这场冲突已经导致中国对棕油作为替代品的需求增加。她是昨天以书面答复国会议员，就有关中美贸易战会不会让马国从销售棕油给中国中受益之提问，作出如是表示。她说，根据数据统计显示，2018 年 1 月至 8 月，马来西亚向中国输出棕油的产品，已经由 2017 年同的 165 万吨，增加至 181 万吨，增长 9.3%。同时，马国出口到中国的油棕仁渣，以替代美国豆粕，作为中国畜牧业用途，也从 2017 年同期的 8 万 1039 吨，增长 57% 至今年同期的 12 万 7195 吨。

国内经济继续承压。在中美贸易摩擦延续、国内坚定去杠杆及房地产市场持续调控的影响下，国内经济呈现继续承压的态势。统计局数据显示，2018 年第三季度国内 GDP 达到 23.19 万亿元，同比增长 6.5%，增速较去年同期低 0.3 个百分点，较第二季度低 0.2 个百分点，增速延续回落的态势；2018 年前三季度 GDP 同比增长 6.7%，增速较去年同期低 0.2 个百分点，较上半年低 0.1 个百分点，同样延续持续回落的态势。

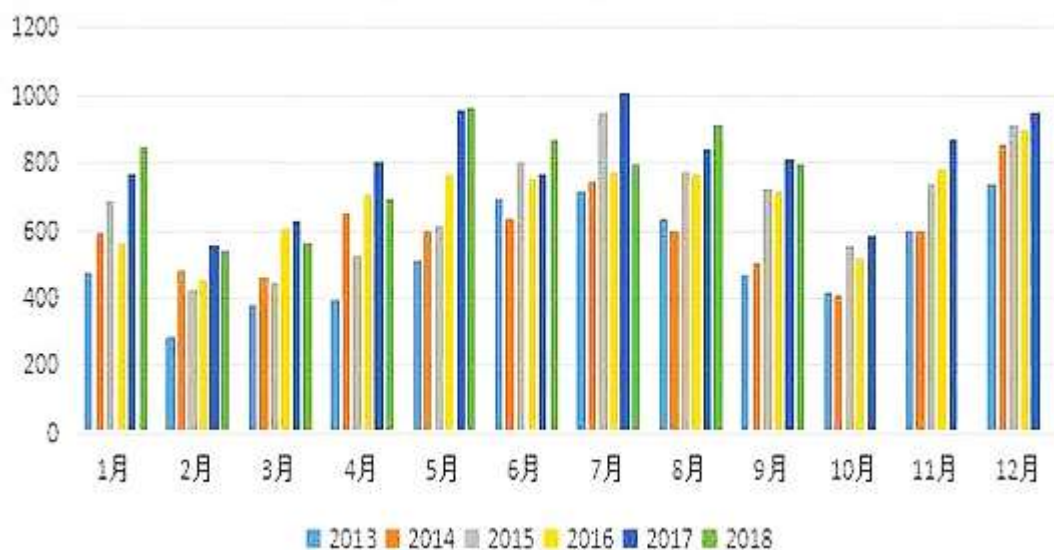
驱动力不足是经济增速下行的主要原因,投资和消费增速双双低于去年水平,外贸增速在前期大幅走高后也呈现持续落的态势。

(二)、供需分析

1、大豆库存偏高

市场供应紧张时间窗口将后移。在中美贸易争端不断升级的情况下,市场对未来大豆供应紧缺达成共识,从可能出现的时间窗口来看,也从当初预期的今年四季度推迟到明年1、2月份,也就是说短期内市场供应仍呈现较为宽松的态势。

图 1: 进口大豆走势图



来源: 民生期货

大豆、豆粕库存处于偏高水平。由于中美贸易问题,在加征美豆关税后国内厂商开始加大南美大豆订单,海关数据显示1-8月我国累计进口大豆6203万吨,同比减2.1%,进口主要来自巴西,占进口总量近七成。目前油厂大豆库存量小幅下滑,但整体仍处于历史较高水平,而下滑趋势最为明显的则是豆粕库存,特

别是在 9 月中下旬国内豆粕市场开启上涨模式之后,豆粕成交量及提货速度提升导致豆粕库存大幅减少。截至 10 月 19 日当周,国内进口大豆库存环比增加 4.55% 至 707.84 万吨,豆粕库存环比减少 12.29%至 77.02 万吨,但目前的整体库存水平仍处在历史高位。

南美大豆出口强劲,新作或提前收获。按照惯例,四季度开始我国进口巴西大豆的数量将大幅下滑,但今年有所不同,中美贸易战导致中国对巴西大豆的需求旺盛。根据巴西大豆装船情况看出,进入 10 月以后巴西大豆仍处在装船出口状态,而且数量同比前几年大幅提升,巴西植物油行业协会称,本年度巴西大豆期末库存预计降至 150 万吨,这将是自 1999 年有纪录以来的最低水平。截至 9 月份,巴西已经出口 6920 万吨大豆,同比增加 13%; 9 月份大豆出口量为 460 万吨,基本 91%的出口大豆装运到了中国,可见本年度巴西大豆结束供应的时间将后移。此外,巴西大豆新作种植进度同比大幅加快,目前种植进度为 34%,去年同期为 20%,5 年均值 18%。据了解,截至目前巴西已经预售了 27.3%的新豆,上年同期为 14.1%; 有机构预测明年一月巴西大豆出口量将突破 300 万吨,因此延缓冬季国内大豆及豆粕供应缺口的程度和出现的时间。

进口大豆到岸成本价

品种	交货月	CBOT 价格	升贴水 FOB	升贴水 CNF	FOB 价格 美元/吨	运费 美元/吨	CNF 中国 美元/吨	完税价 元/吨	涨跌
美湾大豆	10月	839	1	140X	309	51	360	3609	-45
	11月	839	6	145X	310	51	361	3634	-42
	12月	852.25	8	147F	316	51	367	3695	-27
美西大豆	10月	839	49	120X	326	26	352	3537	-16
	11月	839	44	115X	324	26	350	3526	-5
巴西大豆	10月	839	250	351X	400	37	437	3532	-49
	11月	839	250	351X	400	37	437	3538	-50
	12月	839	250	351X	400	37	437	3544	-60
	2019年2月	865.5	130	231H	366	37	403	3290	-31
	2019年3月	865.5	105	206H	357	37	394	3217	-16
	2019年4/5月	879.25	77	178X	351	37	388	3176	-10
2019年6月	891.25	79	180N	356	37	393	3217	-9	

近期国内豆油现货行情震荡下跌格局明显，各地区豆油价格较中旬再度下调70-100元/吨，成交量也逐渐下降，市场采购谨慎观望。10月23日，全球股市遭抛售而暴跌，对全球大宗商品市场造成冲击，美原油库存预期调高令期价走弱。马来西亚棕榈油今年陷入产量增加、库存高企、出口下滑的尴尬境地，尤其10月23-25日期间马棕期货连续跳空低开。

当前国内油脂市场的核心矛盾在于外围豆类油脂市场暂无强势利多题材的炒作，中美贸易关系具有不确定性，国内豆油库存增长至历史新高，超出市场预期，也令去库力度和时间在不断后移。国内豆油库存已经逼近185万吨高位，供需失衡的基本面令现货市场追随期价跌势而走低。

图 2：国内豆油商业库存



来源：民生期货

就目前消息来看，短期中美贸易战和解概率渺茫，今年年底前可能中美贸易关系最好的结果就是美国不再对中国加征新的关税，11-12月市场初步预计我国每月将到港600-650万吨进口大豆，虽然未来进口大豆减少，但国内豆油库存

过高，随着气温的逐渐下降，终端市场消费能力逐渐增强，国内油脂降库存的时间点或在 12 月开始逐渐体现。预计巴西提前播种的新季大豆最早会在 1 月中下旬开始上市，也就是说在巴西新豆再度进入中国市场前，12 月中旬至 1 月可能会是国内供需基本面在去库存过后相对平衡的时期。

2、棕油出口疲软

船运调查机构 SGS 发布数据显示，马来西亚 10 月前 25 天累计出口棕榈油 108.5 万吨，环比下降 20.2%。从主要目的地的情况看，2018 年 10 月 1 至 25 日期间，马来西亚对欧盟出口 20.9 万吨棕榈油；对中国出口 19.7 万吨；对印度出口 7.5 万吨；对美国出口 7.6 万吨；对巴基斯坦出口 2.85 万吨。

船运调查公司 AmSpec Agri 马来西亚公司称，今年 10 月 1-31 日期间，马来西亚棕榈油出口量为 1,393,850 吨，比 9 月份的 1,600,441 吨减少 12.9%。船运调查机构 ITS 发布的数据显示，2018 年 10 月 1 日-31 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,398,418 吨，比 9 月份的 1,628,070 吨减少 22.1%。

图 3：马来棕油走势图



来源：民生期货

马来西亚棕榈油局 (MPOB) 数据显示, 2018 年 9 月底的马来西亚棕榈油库存升至 8 个月来最高水平, 超过市场预期, 因为产量增长幅度超过了出口增幅。MPOB 数据显示, 9 月底马来西亚棕榈油库存为 254 万吨, 环比增加 1.5%。9 月份马来西亚棕榈油出口量为 162 万吨, 环比增长 47.2%; 9 月份马来西亚棕榈油产量为 185 万吨, 环比增加 14.4%。

行业分析师 Dorab Mistry 预计马来西亚今年棕榈油库存峰值将达到 300 到 330 万吨。印尼棕榈油库存目前接近 500 万吨, 而且还会持续增长。他表示, 棕榈油价格需要跌到 2100 令吉以下才能保持竞争力。

德国汉堡的《油世界》总编辑托马斯·梅尔科则认为当前的棕榈油价格被低估, 因为能源以及食品行业的需求开始加速增长。棕榈油价格相对化石燃料价格来说非常有吸引力。与此同时, 棕榈油产量增长正在放慢。他预计棕榈油价格将会出现温和反弹。全球棕榈油库存预计在 11 月或 12 月份见顶。2019 年 1 月到 9 月份全球棕榈油可能出现产量缺口。梅尔科预计 2019 年上半年毛棕榈油价格将会在 2200 到 2600 令吉/吨的区间内波动。他补充说, 棕榈油价格从目前水平下跌的空间有限, 预计将会在 2100 令吉见底。

四季度马来趋于累库。MPOA 显示 10 月 1-20 日毛棕油产量较 9 月同期环比增长约 4%, 而出口需求持续较弱。8-10 月印度棕榈油进口较二季度增量明显, 但马来印尼价差较大, 抑制了马来产地的出口。预计四季度马来大概率继续累库至 280 万吨以上。国际油脂价格在棕榈油的利空驱动下, 仍要不断下探磨底。

10 月底国内低度棕榈油商业库存下降 3 万吨至 43 万吨, 库存整体偏中性。与库存相反, 现货基差明显走强, 华南地区 24 度棕榈油现货基差由 9 月末的

1901-80 上涨至 1901 平水，而与之相比华东及华北地区涨幅有限，天气逐渐转凉抑制北方低度棕榈油的掺混需求，华东地区基差由 9 月末的 1901-20 上涨至平水，华北地区维持 1901 平水至+20。

按照四季度月均到港量接近 40 万吨水平估算，至 11-12 月份国内棕榈油库存趋于积累至 50 万吨，未来气温转凉将导致分提开工率的下降。在库存偏累计的预期下，预计现货基差尤其华北及华东大概率下跌。

图 4：棕油主力合约走势图



来源：民生期货

三、技术面分析

从棕榈油 1901 合约走势图来看，多条均线仍显示空头排列，MACD 处于空头区域。但是，成交量在价格创出新低后，明显放大，多空胶着，随着利空持续释放，做多力量参与度不断提升。

四、后市展望

国内油脂连续下跌充分释放了部分利空，但目前时点供需面依然偏空，下跌的风险并未完全释放，从技术上来看，反弹的动力来自于这个位置产业和投机做

空的力量不大，因此抄底的资金有积极进场的欲望，存在反弹的需求。同时 12 月以后大豆紧张局面在盘面上会有反应，豆油的供应也有收缩的预期。四季度棕榈油产地仍在累库，11 和 12 月的月度库存一旦超预期都有可能使得价格雪上加霜，并且即便是 12 月马来棕油减产降库存，若并未达到市场预期也可能对价格形成拖累。

总而言之，油脂市场多空交织，后期中美的贸易纠纷或许会出现反复，国内油脂的供给压力还没有完全释放，目前仍不建议布局长线多单，建议单边可轻仓博反弹，或以套利为主。

免责声明

本报告由民生期货有限公司投资咨询部负责撰写，有鉴于情报或情报信息科学的属性，不能将本报告视为等同于媒体的新闻传播，其作用仅在于提供参考。根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证所述信息的准确性和完整性。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购期货或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。民生期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果民生期货有限公司不承担任何责任。