



津投期货



订阅号



APP

供给需求多方面作用，油脂仍有上涨空间

2020年7月14日 第16期



豆油期货走势图



棕榈期货走势图

津投期货投资咨询部

研究员：马明

执业证书编号：

F3005416

投资分析编号：

TZ012266

电话：022-58778329

邮箱：

maming@jtqh.com

报告摘要：

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。

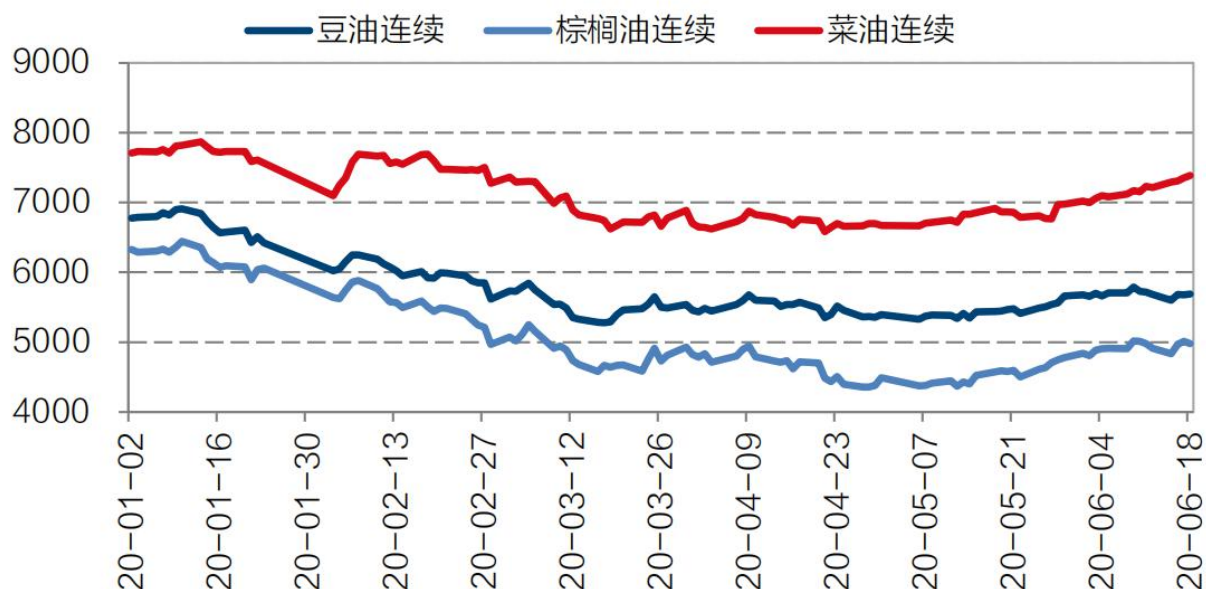
风险提示：

- 1、国内、海外疫情的最新变化；
- 2、中美贸易等政策性黑天鹅事件；
- 3、原油价格的大幅波动；

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

一、油脂行情回顾

图：三大油脂国内期货指数走势



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

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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

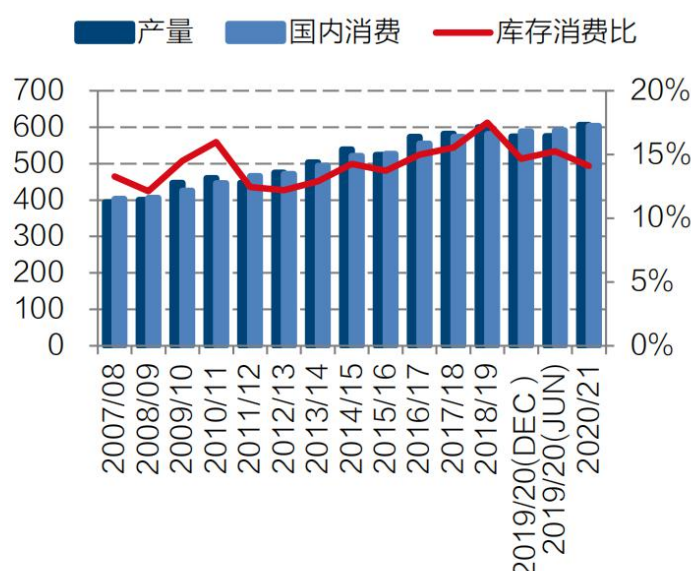
***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。

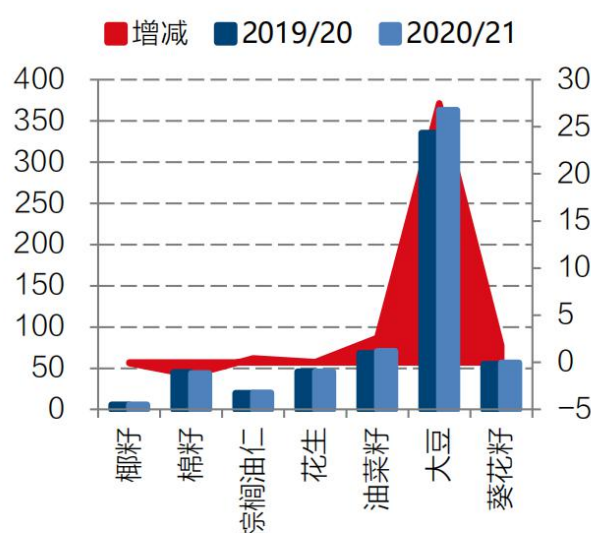
二、全球油籽、油脂市场供需分析

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）



图：全球油籽分品种产量及增幅（单位：百万吨）

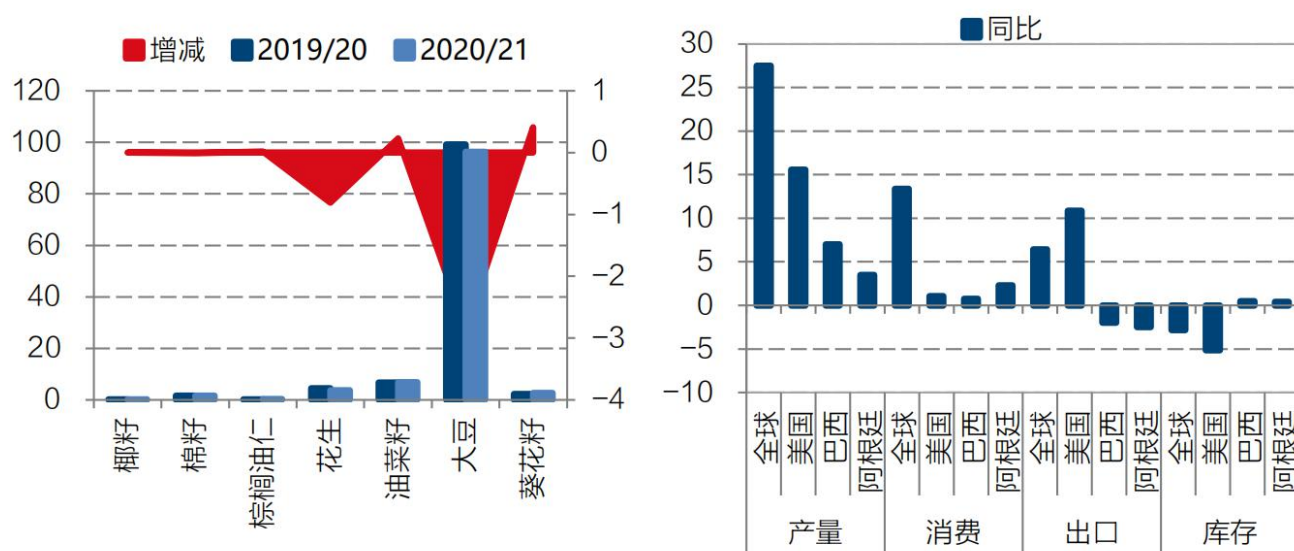


*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）



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

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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

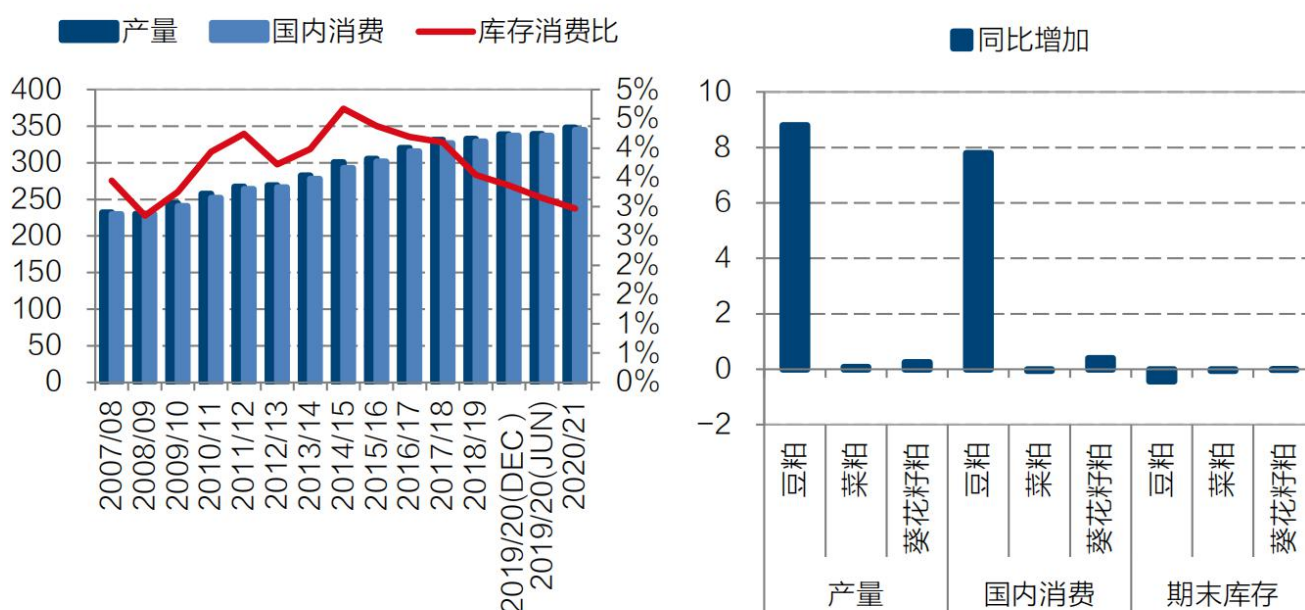
由于饲料传导相对滞后，因此疫情对于全球蛋白粕的影响要弱于全球油籽市场。USDA 对于 2019/20 年度疫情前后调整幅度有限。就 2019/20 年度而言，全球蛋白粕当年产不足需，连续第三年去库存，库消比继续下降。对于 2020/21 年度，全球蛋白粕产消同增，库存降至 1000 万吨以下。其中蛋白粕产量的增加更多来自于豆粕的贡献，同比增加 880 万吨，此葵花籽粕产量同比增加 25 万吨，菜粕仅增加 8 万吨。从消费来看，豆粕和葵花粕的消费均有增加，但菜粕的消费

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。

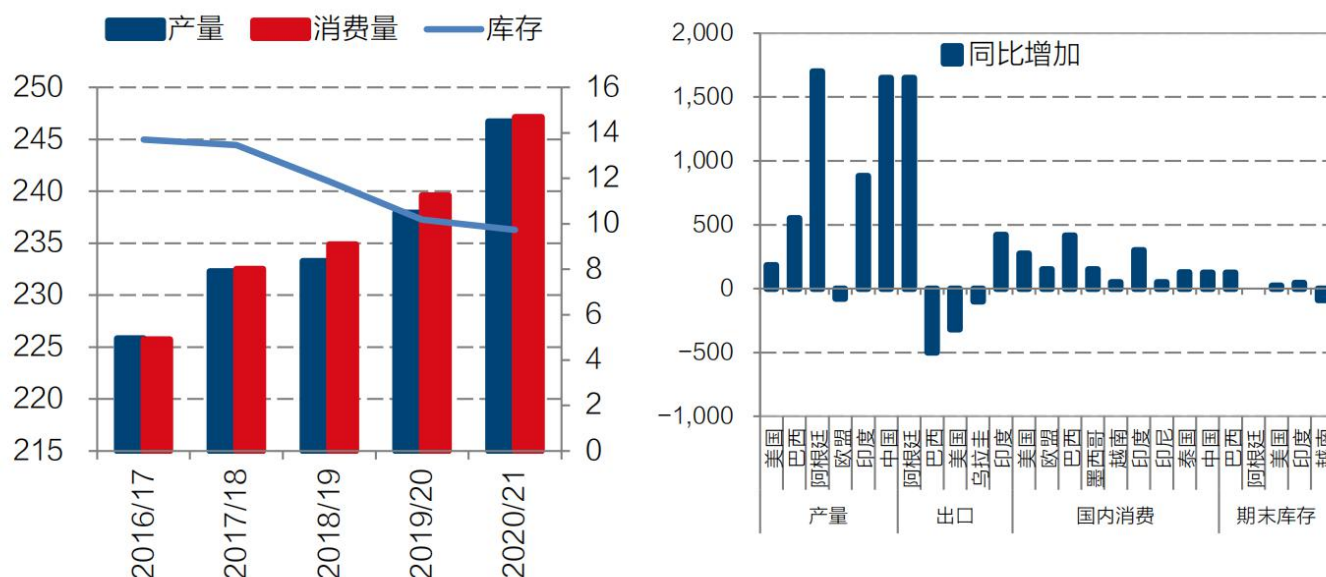
图：全球蛋白粕产消走势（单位：百万吨）

图：全球蛋白粕2020/21年度供求同比增减（单位：百万吨）



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。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

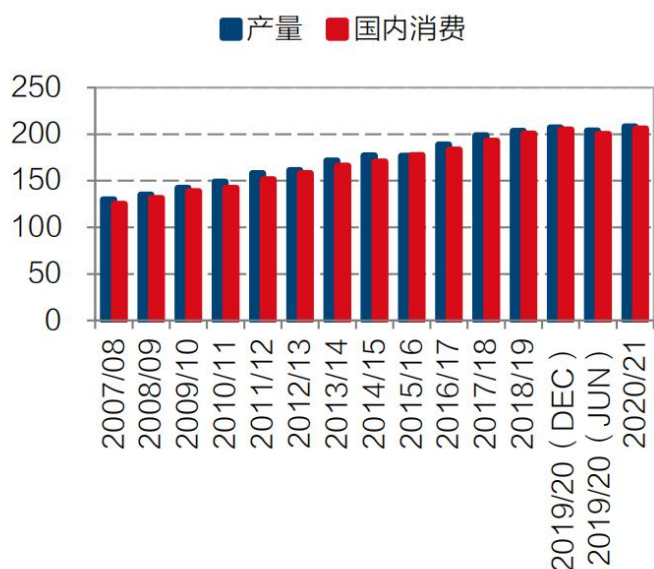


总的来看，全球蛋白粕市场集中在豆粕市场的变化，全球豆粕在 2020/21 年度产消大幅增加，库存略有下降，全球蛋白粕市场延续去库存趋势中。相对于油籽、油脂而言，蛋白粕的供需相对偏紧。

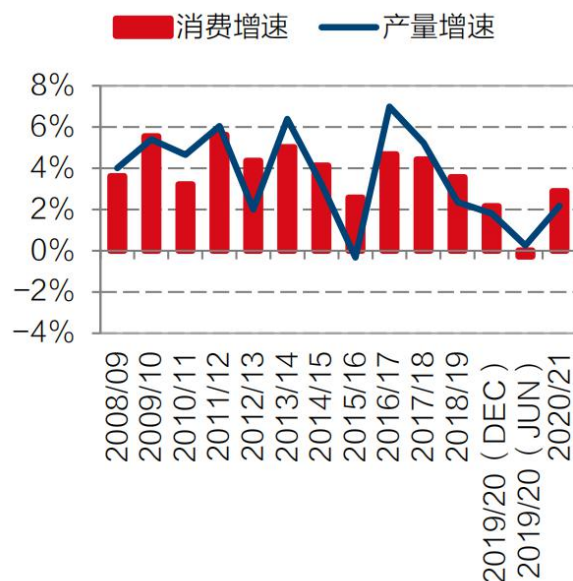
2.3 全球植物油消费最差已过 等待复苏

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）



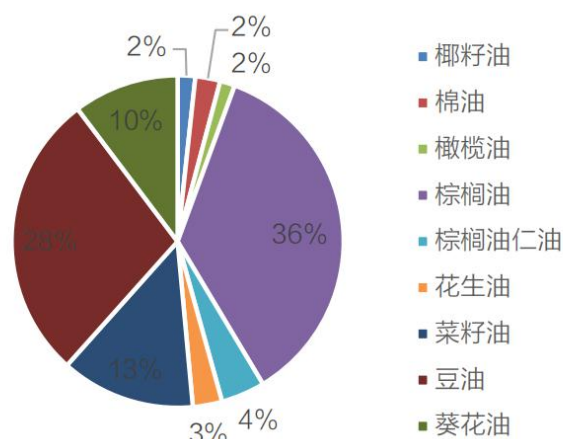
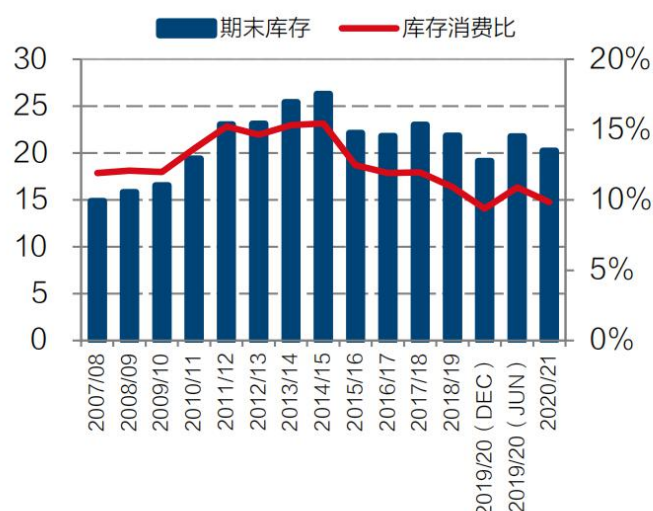
受到全球疫情的影响，USDA 不断调整 2019/20 年全球植物油产消数据，6 月份报告数据显示，2019/20 年度全球植物油产量与 2018/19 年度略增、消费量微降，库存稳中略降。这与疫情前数据相比，下降幅度较大。疫情前，USDA 在 2019 年 12 月预计 2019/20 年度，全球植物油产量增幅 1.8%，消费增幅 2.15%，库存下降 267 万吨。可见，新冠疫情对于全球植物油 2019/20 年度影响沉重，消费呈现负增长。随着全球各个国家逐步放开管制，疫情的影响边际效益递减，USDA 在 6 月报告中，对于 2020/21 年度全球植物油预期乐观较为明显。USDA 预计 20/21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

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

万吨。由于消费增速明显，使得全球植物油库存消费比从上年的 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：%）

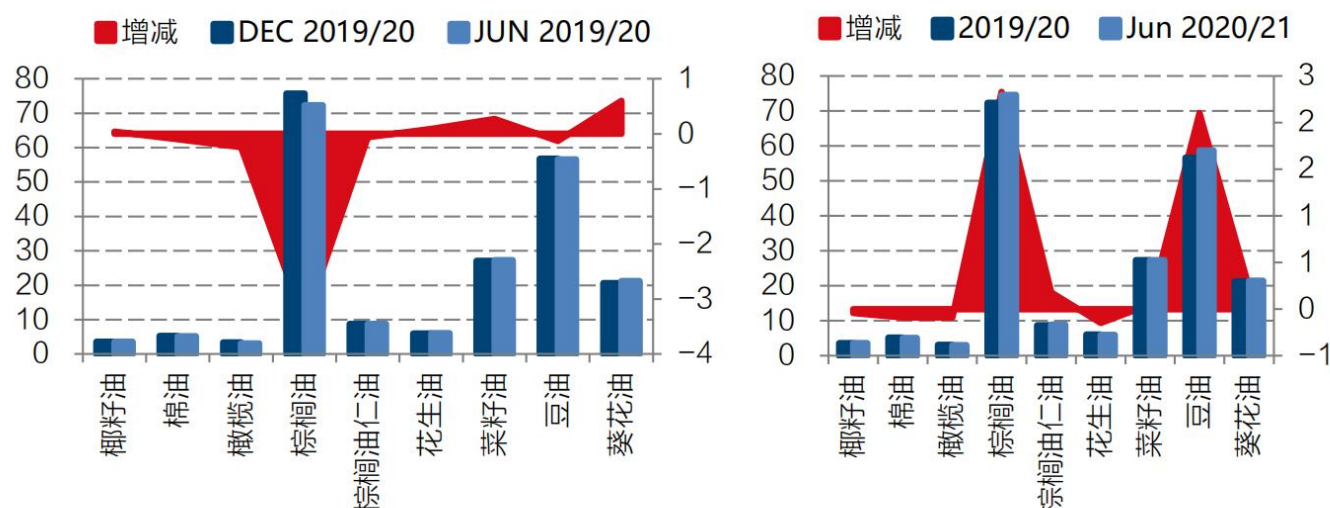


从分品种产量来看，棕榈油占据三分之一，豆油占比在 28%。菜油占比 13%。剩余份额被其他油脂所占用。从疫情前后 2019/20 年度产量调整来看，调整最大的是棕榈油的产量，USDA 对于 2019/20 年度全球棕榈油疫情前后产量下调 342 万吨，一方面有上年降雨不足导致的产量下滑，另一方面由于因疫情因素导致种植园开工不足而造成的下降。对于 2020/21 年度全球植物油产量的大幅回升，贡献最大的是棕榈油和豆油市场。其中棕榈油增加 233 万吨，豆油增加 210 万吨，而菜籽油仅仅增加 5 万吨，葵花籽油增加 23 万吨。其他小类油脂均有不同程度的下降。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）

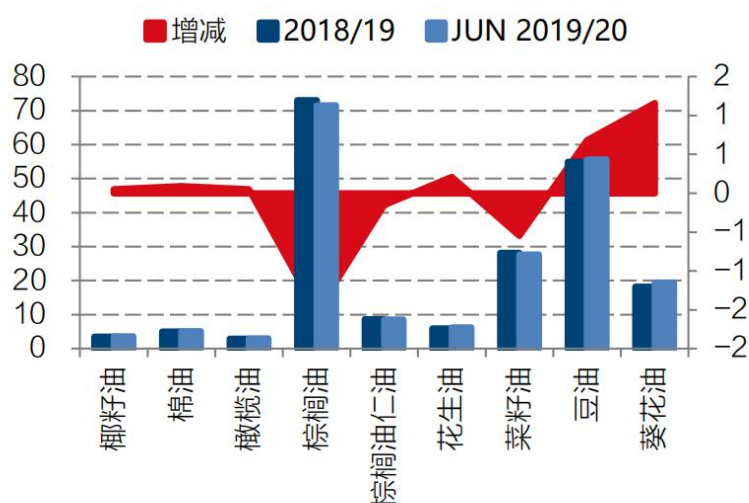


从消费来看，全球油脂消费受到疫情影响较为突出，与 2018/19 年相比，USDA6 月报告数据显示 2019/20 年度，棕榈油消费较上年下降 153 万吨，菜籽油下降 55 万吨。豆油因出口和替代因素增加 68 万吨。从 USDA 报告的调整来看，USDA 对于全球植物油消费量在 2 月份增加至 2.06 亿吨后，随着全球疫情的爆发开始逐月下降，尤其是 5 月份降幅最为突出。6 月份随着各国餐饮的逐步恢复，全球植物油 2019/20 年度消费量出现上调。可见全球植物油消费最差的时期已经过去。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）

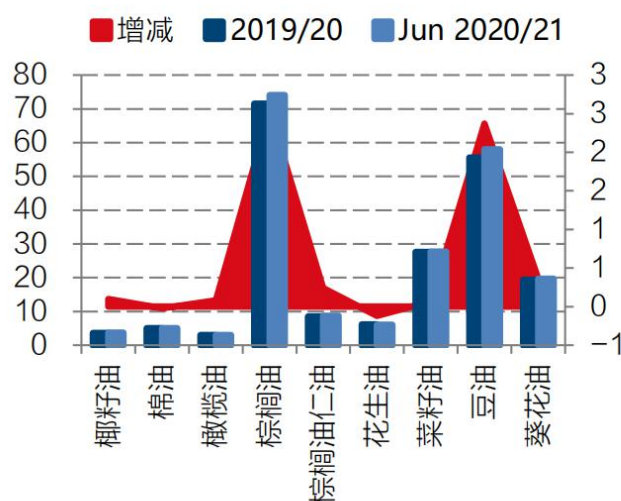
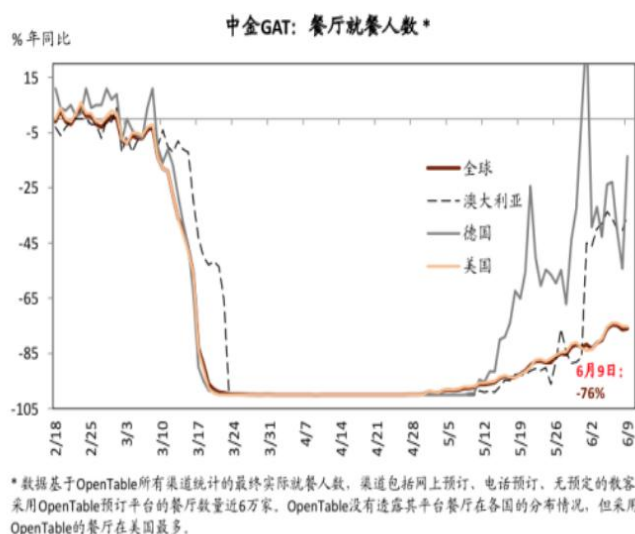


对于 2020/21 年度，USDA 大幅增加棕榈油、豆油的消费量。全球植物油中除了棉油和花生油消费微幅下降外，其他油脂均有增加，其中棕榈油增加 253 万吨，豆油增加 237 万吨，菜油增加 7 万吨。从消费增速来看，2016/17-2018/19 三年间，全球植物油消费平均增速在 4.25%，而 2020/21 年度，消费增速仅为 2.88%。可见疫情对于全球植物油的影响仍在修复中，远没有恢复到疫情前水平。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图：全球餐厅就餐人数

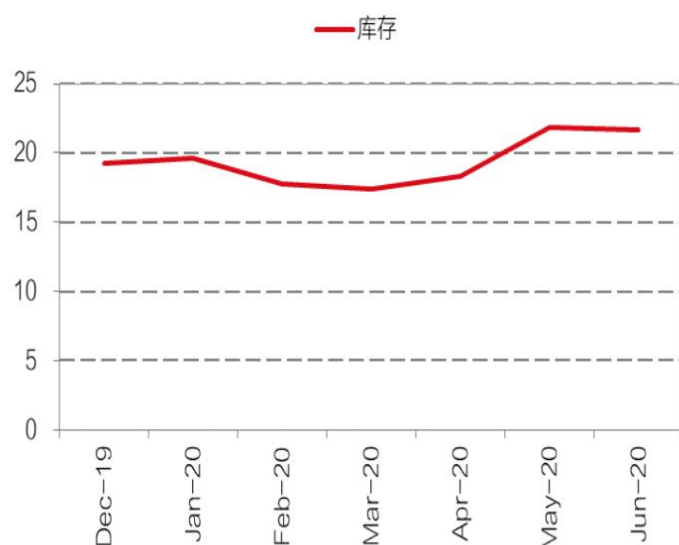
图：全球植物油2020/21年度消费变化（单位：百万吨）



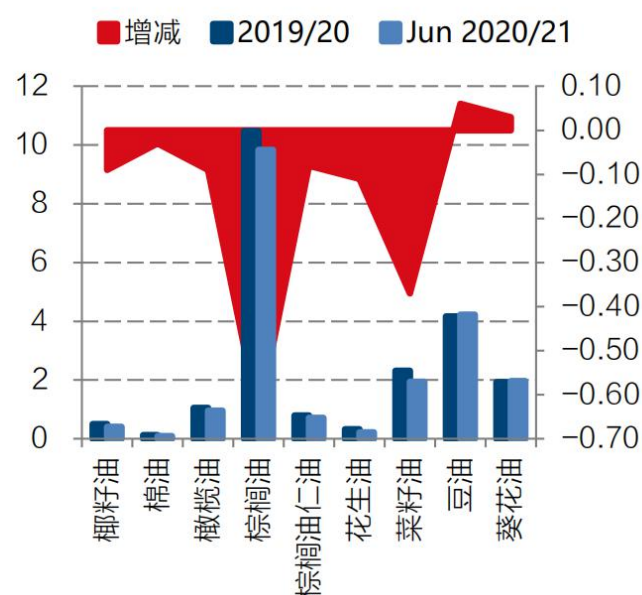
从库存总量来看，随着消费的逐步回暖，USDA 对于 2019/20 年度全球植物油的库存从高位开始略有下降。2019/20 年度全球植物油库存在 2168 万吨，其中棕榈油库存为 1048 万吨，占比高达 48%。可见棕榈油在全球植物油市场地位。全球油脂看棕榈油是关键。对于 2020/21 年度，随着消费的增加，全球植物油库存继续下降，其中棕榈油库存下降最大达 65 万吨，菜油下降 37 万吨。其他油脂库存增减幅度在 10 万吨以内。可见在全球植物油中，菜油供给相对偏紧，而棕榈油供给压力要远高于其他油脂。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图：全球植物油库存USDA调整变化（单位：百万吨）



图：全球植物油2020/21年度库存变化（单位：百万吨）



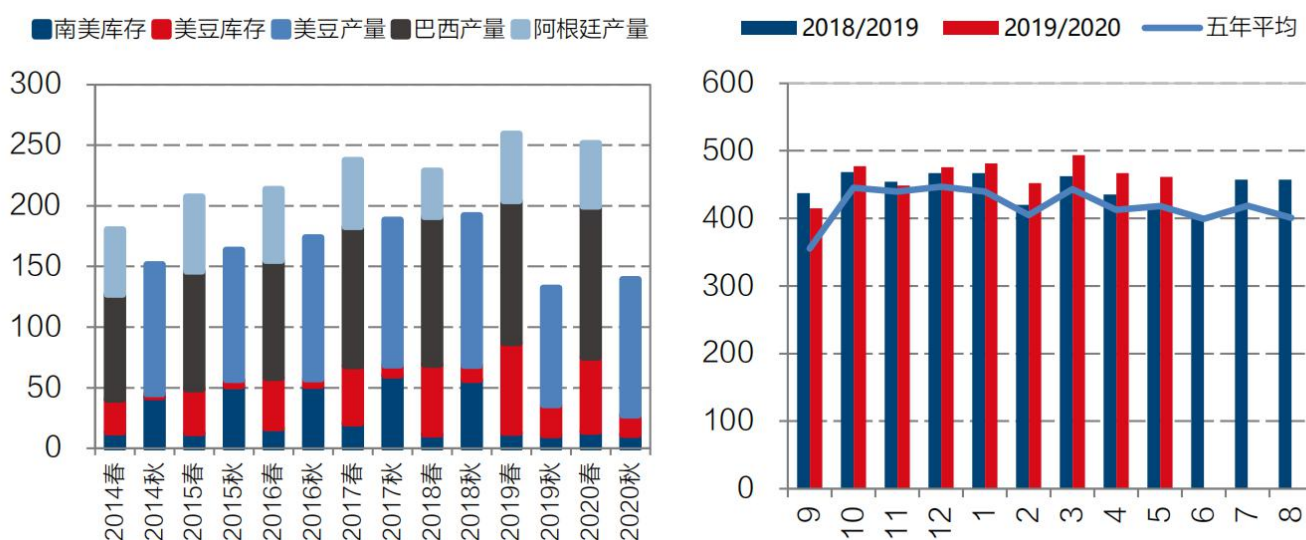
2019/20 年度全球植物油消费量负增长，产量与库存略有增加。整体供求数量与 2018/19 年度相当。由于新冠疫情影响，2019/20 年度，全球植物油消费量降幅最大时期已经过去，USDA 在 6 月份开始逐步上调 2019/20 年度消费量。相应的库存也开始从高点有所回落。2020/21 年度，全球植物油产消恢复同增，库存下降趋势中。不过相比以往平均 3% 的消费增速来看，2020/21 年度仅为 2.88%。说明全球植物油消费恢复仍在缓慢修复中。从品种结构来看，全球棕榈油库存占接近植物油库存总量的半壁江山，其供求结构是直接影响未来全球植物油市场的关键所在。豆油次之。相对而言全球菜油供求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

三、2020 年下半年油脂油料热点分析

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。



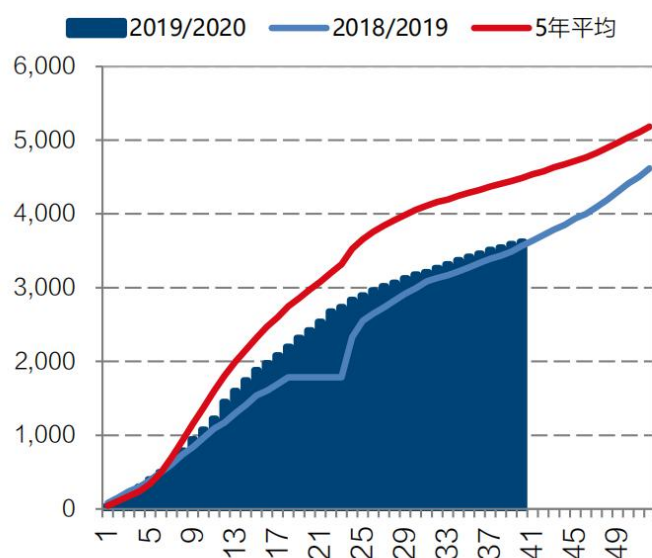
对于 2019/20 年度供给压力缓解主要来自于两方面，一方面美豆国内压榨，

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）



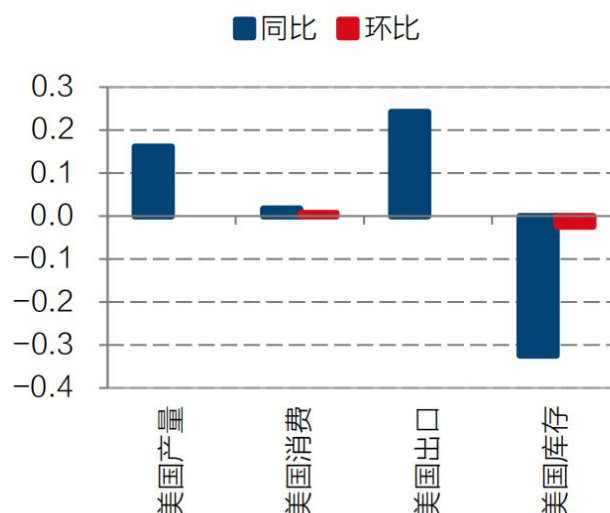
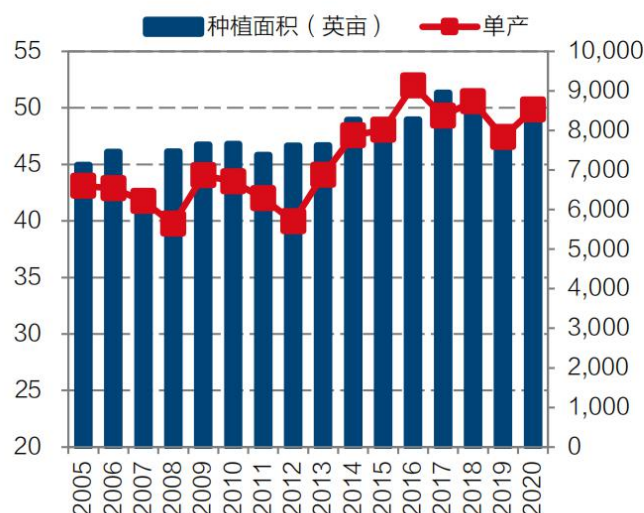
从出口来看，截止到6月初，2019/20 年度美豆累计出口 3621.85 万吨，较上年同期 3567 万吨增加 54 万吨。按照 USDA 预估的 2019/20 年度美豆出口

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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）



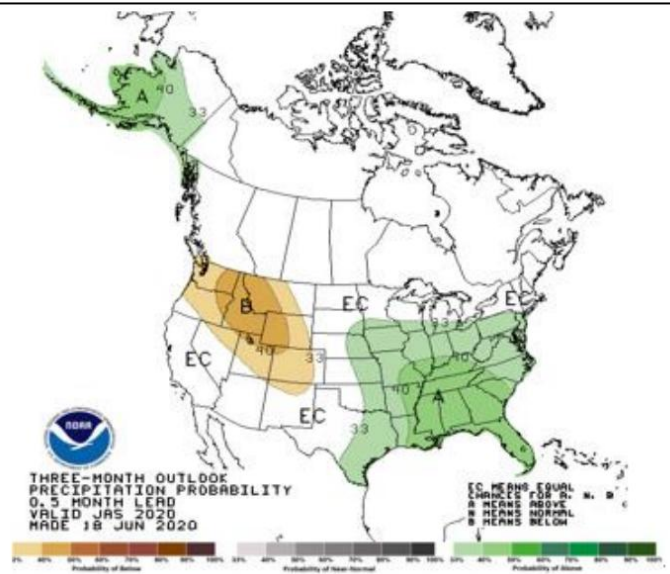
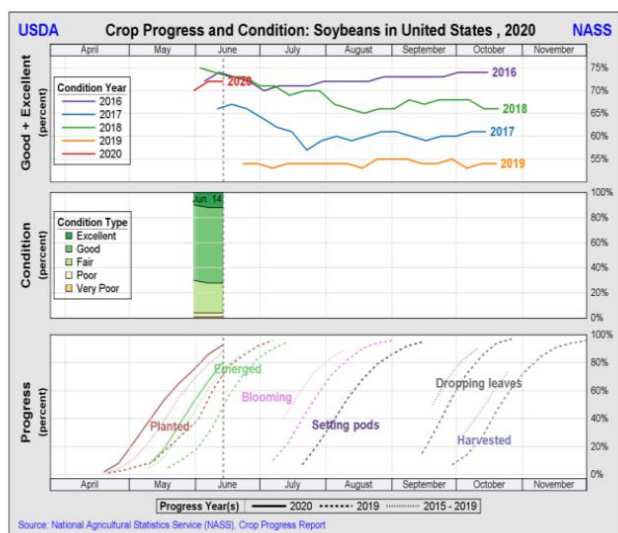
2019 年美国大豆种植效益高于玉米，使得美豆新季种植面积预期高于前一年水平。USDA 预估 2020/21 年度美豆种植面积达到 8350 万英亩，单产预计

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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



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。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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

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。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

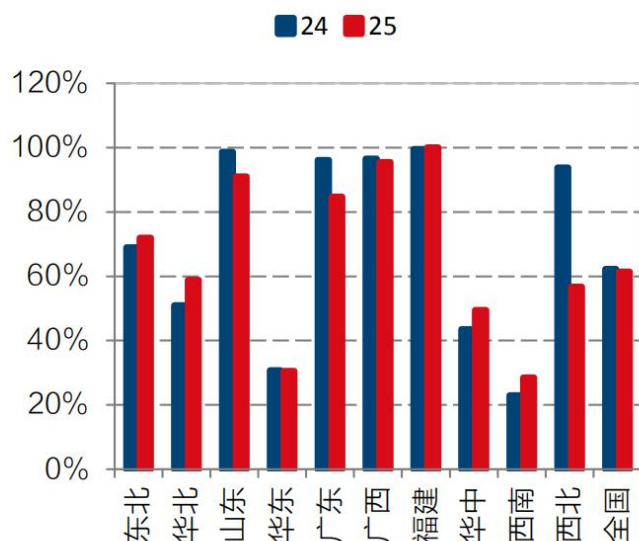
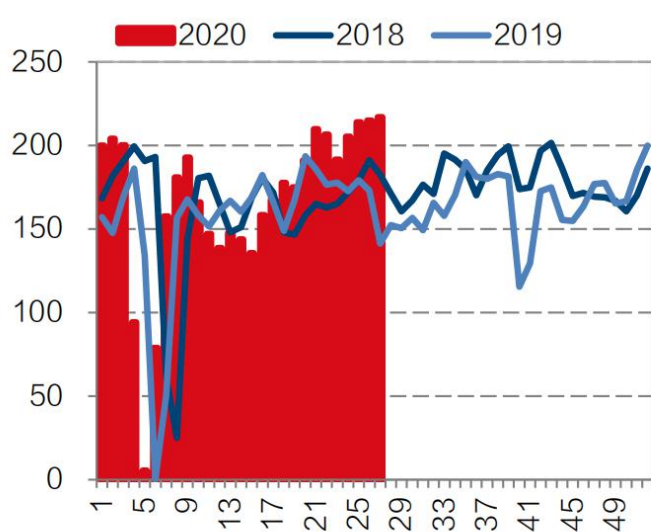
假设 1,美豆种植面积提高至 8450 万英亩，单产提高 50.6 蒲式耳/英亩（2018/19 年度水平），产量大幅增加 42.33 亿蒲，低于 2018/19 年度水平，由于产量的增加，压榨需求略有上调，出口维持 USDA6 月预估水平，那么美豆新作库存达到 4.98 亿蒲，高于 6 月预估，但低于上年水平。假设 2，种植面积不变，单产调增至 2018/19 年度同期水平，其他消费不变，期末库存在 460 亿蒲。同样高于 6 月预估，但低于上年同期。假设 3，种植面积不及预期，出现下降，但是单产及其他不变的话，那么美豆新季库存降至 3.62 亿蒲，低于 6 月预估水平。因为对于接下来美豆的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

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图：油厂大豆压榨量（单位：万吨）

图：国内大豆、菜籽周度库存占有率



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 万吨，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。

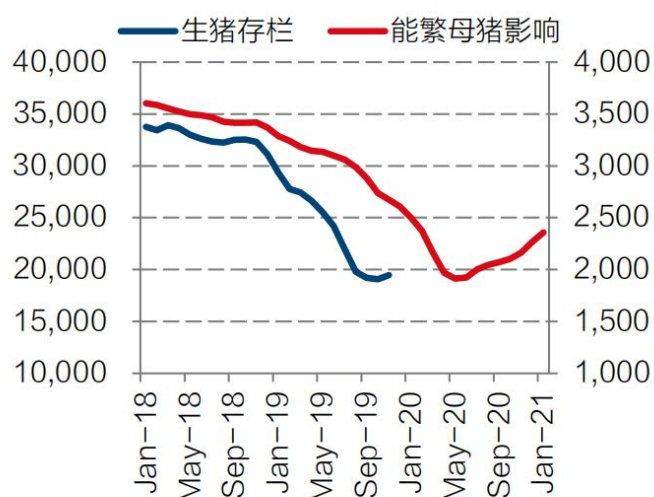
***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。

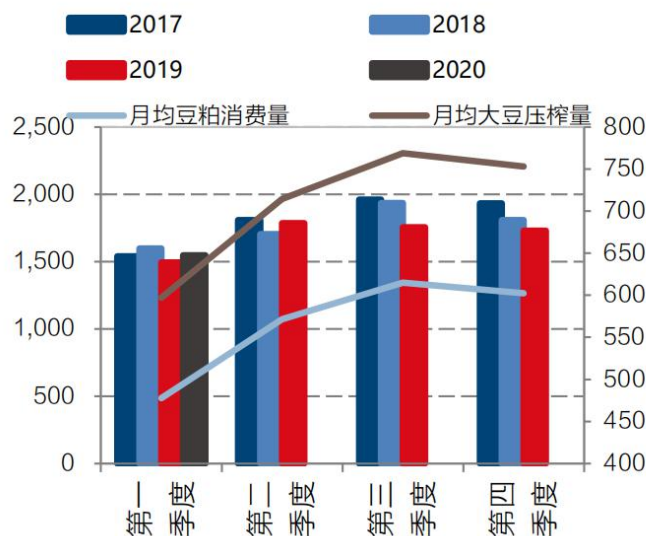
从消费来看，进入 5 月份以来，南方多地出现暴雨，导致国内水产养殖受阻，水产饲料未来增长有限。2020 年第二季度，国内禽类养殖出现严重亏损，后期补栏积极性受挫，因此禽料在 2020 年下半年应该是稳中有降的趋势。那么对于豆粕需求，在 2020 年下半年最大的增量需看生猪养殖。疫情以来，国家出台各项政策扶持生猪养殖，但是国内生猪存栏增长不及预期。农业农村部畜牧兽医局局长称，据全国 400 个定点监测县数据 5 月份能繁母猪存栏环比增长 3.9%，连续 8 个月增长，增幅 23.3%；种猪和仔猪产销两旺，主产省仔猪价格有较大降幅；全国生猪存栏环比增长 3.9%，连续 4 个月增长。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图：能繁母猪存栏及环比（单位：万头）



图：豆粕消费量走势对比



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

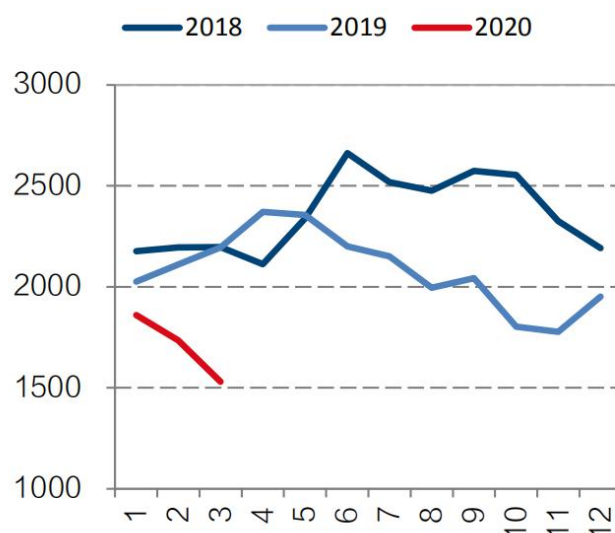
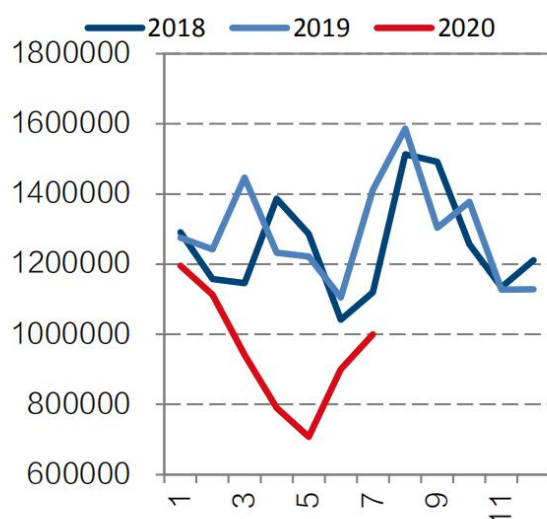
*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。

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）

图：印度植物油库存（单位：千吨）



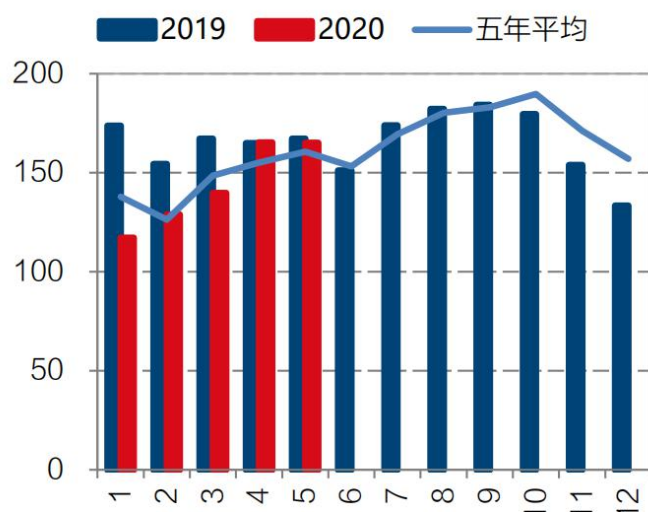
印度溶剂萃取商协会(SEA)最新数据表示，因为控制新冠肺炎疫情蔓延而采取的封锁措施打压来自酒店及餐厅的需求。2019 年 11 月-2020 年 5 月印度食用油进口量减少 18%。今年 5 月印度食用油进口量同比下降约 40%至 707,478 吨。从印度官方机构数据显示，印度目前植物油库存在 150 万吨，为历史同期最低水平。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

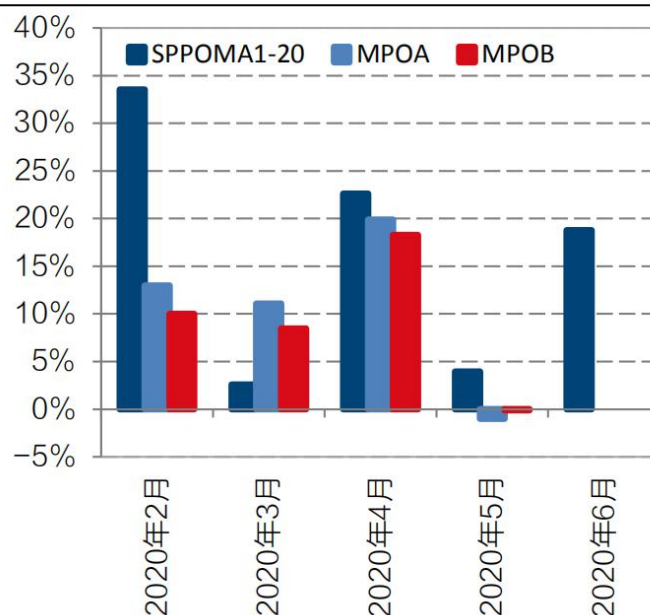
印度总理莫迪将 3 月 25 日开始实施的封锁措施延长到 6 月 30 日，但允许一些餐馆、商场和宗教建筑从 6 月 8 日起重新开放，尽管全国新增病例数量创下新高。SEA 执行董事 B.V.Mehta 表示，过去 3 个月印度食用油进口大幅下降，导致库存下降，这将促使炼油商从 6 月份开始提高进口。他说，6 月份的进口量可能超过 90 万吨，7 月份可能超过 100 万吨。如果印度开始增加植物油进口，那将对全球植物油的消费有较大的刺激。

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）



图：机构预测马棕油产量增减（单位：%）



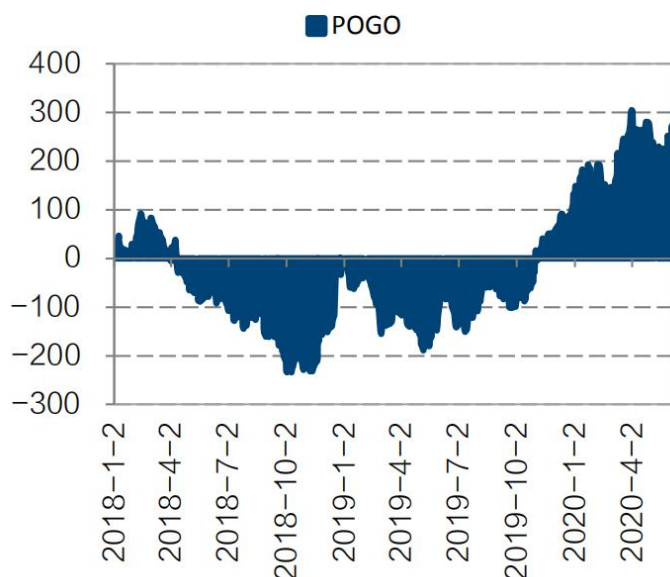
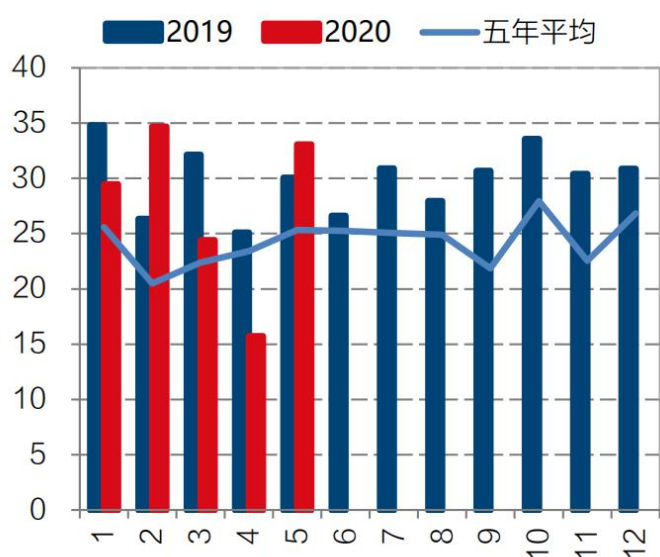
受到斋月的影响，马棕油产量在 5 月份出现下降。6 月份随着生产生活的陆续展开，马棕油产量或将进入增产周期中。从目前机构预测来看，西马南方棕油

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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

图：马来西亚POGO价差



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

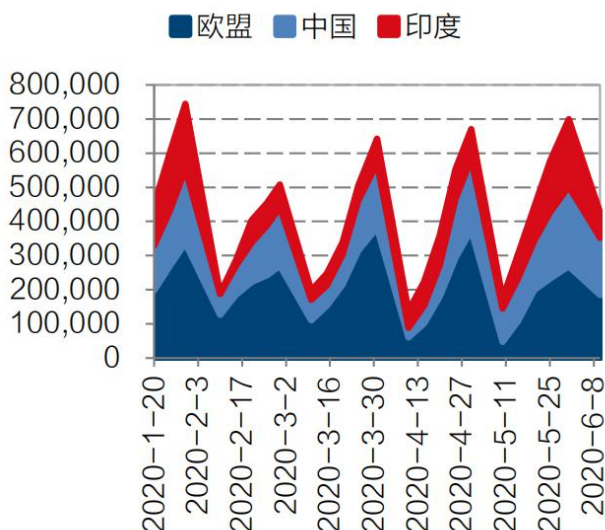
***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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

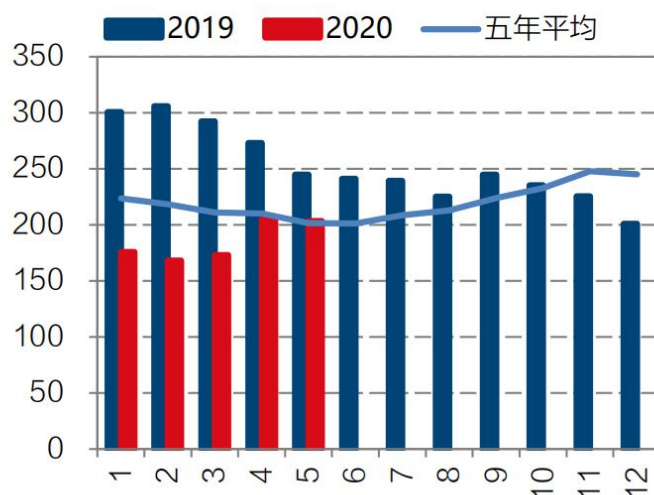


因此对于马棕油而言，最大的消费增量就来自于出口，5月份马棕油出口出现大幅回升。6月马来政府取消下半年的出口关税，这使得马来西亚棕榈油的出口优势比印尼更为明显。从最新的出口数据来看，ITS等三家机构预测6-20日马棕油出口环比增加幅度在57-67%不等。可见马棕油出口势头迅猛，其中中国和巴基斯坦采购增幅明显。后期随着马来与印度关系的缓和，印度采购增加，这将对马来西亚出口形成非常的利好支撑。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

图：马来西亚出口印度数据

图：马来西亚库存走势

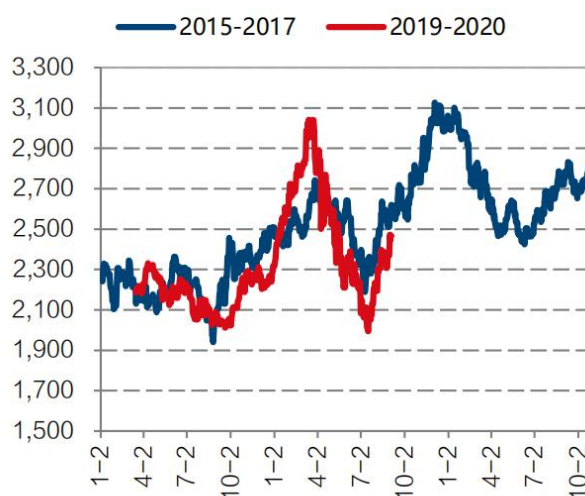
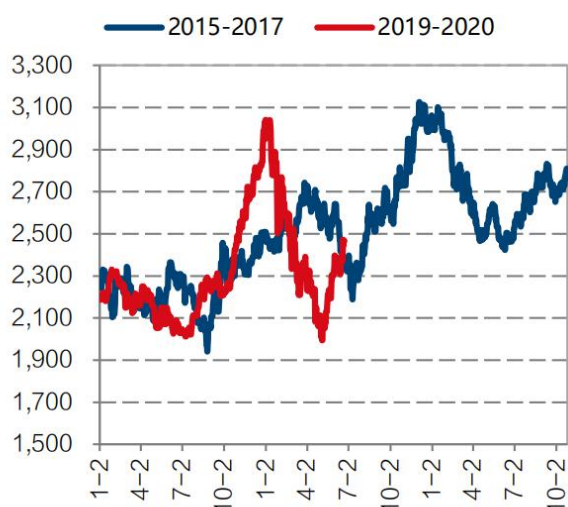


总的来看，进入 6 月份，马来西亚市场进入供需同增的局面，供给与需求增幅对比将成为制约价格的关键。5 月马棕油库存降至 203 万吨。从库存对价格的影响来看，一般 200 万吨以下的库存对价格有明显的支撑作用，200 万吨以上库存存在一定的压力。可见 6 月份产消增幅对比成为市场的关键。在增幅没有分出多寡前，马来棕榈油走势或进入震荡盘局中。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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



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。

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

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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 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。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。区间震荡成为主流趋势。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。

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

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。

五、技术分析及操作建议

***特别声明：**本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。



豆油从技术上看，目前价格处于底部横盘的上沿，在成交量和持仓量均为有明显增量的情况下，5830 附近存在较强的压力位，价格可能会有所反复。中线投资者可以将 5830 作为多空分水岭，在价格做出有效突破后可以跟随趋势操作。



*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

相比于豆油，棕榈油表现的更为强势，价格已经突破底部震荡箱体，站稳斐波那契数列支撑位 4980-5000，在蓄势完成之后，价格上冲的概率将更大，若价格突破 5200，从技术图形上看，上涨走势确立，投资者可以加以关注。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。

重要免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，津投期货研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经津投期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传的行为均可能承担法律责任。

*特别声明：本报告基于公开信息编制而成，报告对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文中的操作建议为研究人员利用相关公开信息的分析得出，仅供投资者参考，据此入市风险自负。