

农产品产业链跟踪报告 2019 年 10 月第 4 周

看涨氛围浓郁，油脂回调买入

交易逻辑及策略

豆油：虽油厂获得一定免加征关税采购美豆的额度，但美豆近月榨利不佳，国内买船进度缓慢，四季度大豆供应预期仍偏紧。在豆油产出同比偏低的情况下，今年春节较往年提前，预计元旦、春节的双节集中备货将早于往年于11月中下旬开始启动，12月底的豆油库存或降至100-110万吨。在对四季度大豆供应偏紧及棕榈油强劲走势之下，市场备货信心十分充足，豆油成交连续第八日放量，反映市场看涨情绪浓郁，以回调做多为主。

棕榈油：随着11月后产地棕榈油进入季节性减产周期，在前期干旱及施肥不足的情况下，棕榈油产量或录得较大幅度的下滑，令供应持续收紧。配合明年起印尼B30计划引发的需求增量，预计产地库存将获得明显的去化。在此背景下，未来几个月棕榈油大方向继续看好，建议以回调做多为主，P2001背靠5000，P2005背靠5350。

菜油：因缺乏新鲜题材，近期沿海库存又因到港较高出现明显回升，菜油走势相对偏弱。但在豆油及棕榈油的带动下，重心亦呈现上移趋势，菜豆价差、菜棕价差走缩较多，令需求有所改善。随着时间的推移，待菜油沿海库存逐渐消化，资金在推涨豆油、棕榈油至高位后，兴趣或再度转向菜油，菜油01多单亦可逢低布局。

重点关注：棕榈油产情、棕榈油出口、菜油库存、豆油库存

农产品产业链跟踪报告

作者姓名：石丽红

电话：023-81157334

期货投资咨询从业证书号：Z0014570

发布日期：2019 年 10 月 27 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

农产品研究团队

田亚雄 首席研究员

联系电话：023-88367400

投资咨询资格编号：Z0012209

牟启翠 豆类研究员

联系电话：023-81157334

投资咨询资格编号：Z0001640

石丽红 油脂研究员

联系电话：023-81157334

投资咨询资格编号：Z0014570

魏鑫 生鲜研究员

联系电话：023-81157271

邵航 商品期权研究员

联系电话：023-88060455

蒋欣然 玉米研究员

联系电话：023-81157271

吴新扬 软商品研究员

联系电话：023-88369577

虽近期利好利空交错出现，但本周油脂整体仍在曲折中不断取得突破。经此前印度暂停采购马棕及MOPA阶段性产量预估偏高形成的短暂打压后，马盘在良好出口数据下再创新高。与此同时，对印尼B30计划及后期减产的预期不断发酵，叠加近期国内豆油成交连续放量，市场做多油脂的情绪十分浓郁。在马盘连创新高的带动下，连棕一路高歌猛进，周五甚至一度触及涨停，豆油及菜油走势亦获明显提振。

一、核心关注点

（一）印度暂停马棕采购利空有限

印度炼油协会在一份文件中呼吁成员暂停马来西亚棕榈油进口，令周初马盘一度收跌。然而，印度进口商已在更早一周就因担心印度可能上调马棕进口关税而转向了印尼采购，进一步利空有限。

随着印度国内人口及人均植物油消费的增长，植物油进口需求也在增加。印度炼油协会执行董事BV Mehta即表示，未来几年印度的植物油进口需求或以每年100万多吨的速度增长。作为最具性价比的植物油，棕榈油亦将从中受益。在此背景下，印度是否暂停从马来西亚采购，或下调印尼棕榈油关税，只不过是马来抑或印尼采购的问题，主要影响马来印尼价差，对产地棕榈油整体需求影响不大。

另一方面，在印度9月份上调马棕油进口关税、减少从马来采购的情况下，马棕本月的出口数据高于市场预期，对市场情绪形成提振。船运调查机构数据显示，马棕10月1-25日出口环比增9.0-13.4%。按此出口幅度推算，预计10月马棕全月出口将达155万吨以上，若能实现将有效缓解本月产地库存的累积。

图表 1：马来西亚棕榈油平衡表预估（万吨）

马棕月度	期初库存	产量	进口	总供给	出口	国内消费	总消费	期末库存
2018-10	253	196	12	461	158	31	189	272
2018-11	272	185	13	470	138	32	170	301
2018-12	301	181	11	492	138	33	171	322
2019-01	322	174	8	503	168	35	203	301
2019-02	301	154	9	464	132	26	158	306
2019-03	306	167	13	486	162	32	194	292
2019-04	292	165	6	463	165	25	190	273
2019-05	273	167	6	446	171	30	202	244
2019-06	244	151	10	406	140	25	165	241
2019-07	241	174	4	419	149	33	181	238
2019-08	238	182	5	425	174	27	201	224
2019-09	224	184	7	415	141	30	171	245
2019-10F	245	193	5	443	155	30	185	258
2019-11F	258	167	5	430	138	30	168	262
2019-12F	262	150	5	417	138	30	168	249

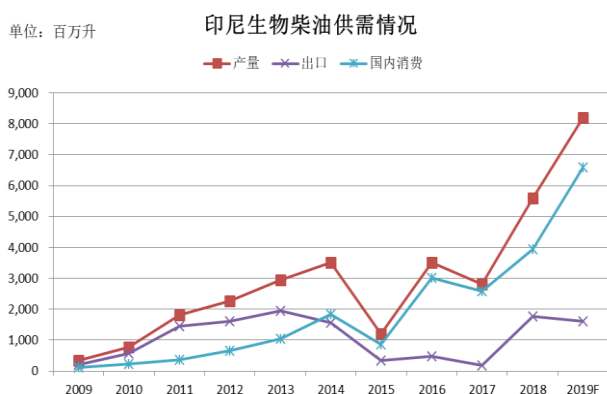
数据来源：MPOB，中信建投期货

（二）B30 计划带来额外需求增量

除了食用端，棕榈油的工业消费用量增长也不容忽视。2018年9月，在经济下行及货币贬值的压力下，印尼将B20计划从公共运输行业向全国非公共运输行业推广，取得了良好效果。印尼对石化柴油的进口需求大幅减少，经常账户赤字得到较好改善；棕榈油消费额外增长200多万吨，价格也在库存压力缓解下出现反弹。

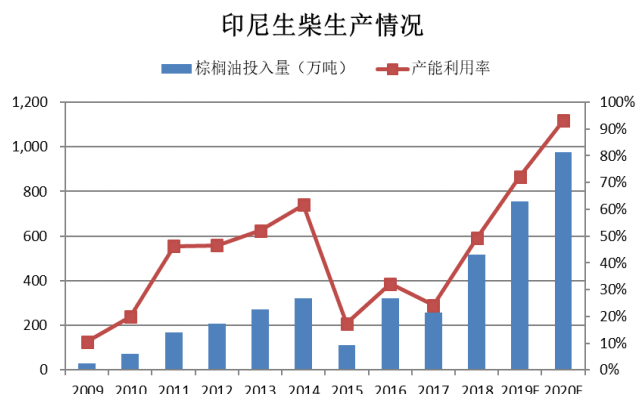
在此背景下，印尼对B30计划跃跃欲试。印尼能源部上周五称，印尼将2020年生物燃料项目的生物柴油配额定在95.9亿升，较2019年的66.3亿升增加45%。若B30计划能够顺利实施，预计将带来200多万吨的棕榈油额外消费，将极大促进产地棕榈油库存的消化，对棕榈油价格形成较好促进。

图表 2：印尼生物柴油供需情况（百万升）



数据来源：MEMR，中信建投期货

图表 3：印尼生物柴油生产情况（万吨）



数据来源：MEMR，中信建投期货

为确保生柴商及零售商完成其义务的配额生产及分配，根据MEMR2018年第41号令，未如期供货的企业将会被处以6000印尼盾/升（约折480美元/吨）的罚款。在此背景下，几大印尼生柴生产商近期集中进行1-3月的原料备货，极大提振了产地报价及BMD马棕油走势。

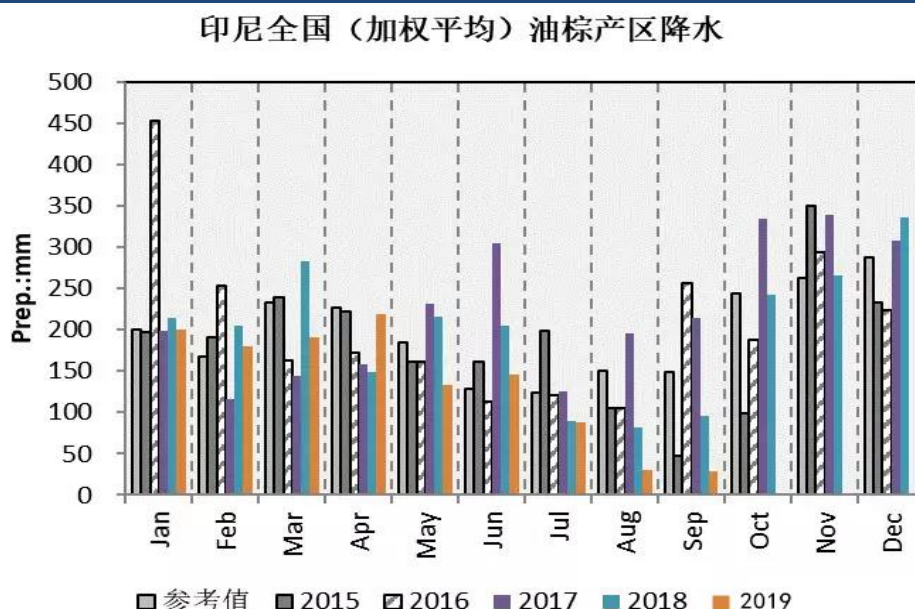
（三）棕榈油减产只欠时间

当然，农产品的需求对行情多数时候只能托底，下游对价格是极度敏感的，因此真正的利空一定需求获得供应端的支持。前期施肥不足及持续干旱，令市场对未来几个月棕榈油的减产及价格上行存在较强期待。虽MPOA对马棕10月前20日的阶段性产量预估好于预期，但施肥不足与严重干旱真实存在，对产量的不利影响只差一个爆发的时间节点，而近期印尼棕榈调研团发回的对干旱的描述、当前果串发育不良等偏悲观信息则再度挑拨投资者的神经。

今年年初以来至7月，棕榈油价格在良好产情下一路下跌，种植利润受到严重侵蚀，一些农户甚至放弃了对种植园的管理。肥料约占棕榈种植成本的40%，利润不佳时常常成为被优先舍弃的支出，虽对即时的产出无太多影响，但将影响几个月后20%的产量。此外，印尼自今年五月以来就极少下雨，降雨量甚至低于2015-2016年

严重厄尔尼诺期间的低水平。一方面，干旱会让雌花流产，影响半年以后的果串数量；另一方面，干旱导致植物叶片上气孔关闭，蒸腾作用减弱，影响植株对肥料的吸收。持续的干旱亦可能助长减产幅度。

图表 4：印尼全国（加权平均）油棕产区降水（mm）



数据来源：路透

（四）豆油去库存进程预计加快

根据天下粮仓最新到港预估，10月份国内各港口进口大豆预报到港为750.71万吨，11月到港预估在800万吨（含国储豆），12月到港预估在810万吨。因国内对免加征关税采购美豆配额或仅有200-300万吨，且近月美豆报价偏高，油厂采购积极性不足，令四季度大豆供应总体偏紧。按当前到港预估测算，四季度大豆到港在2360.71万吨，若去除进储备的200-300万吨大豆，月均可压榨量仅在700万吨左右，折月均豆油产出在135万吨左右。然而，在四季度的需求旺季，豆油的月均消费能达到145-150万吨以上，若再考虑到菜豆价差较高豆油对菜油的替代，豆油需求将更高，12月底的豆油库存或降至100-110万吨。

在对四季度大豆供应偏紧及棕榈油强劲走势之下，市场备货信心十分充足，豆油成交连续第八日放量，亦从侧面反映市场去四季度豆油去库存的信心。今年春节在1月25日较往年提前，预计元旦、春节的双节集中备货将早于往年在11月中下旬开始启动，有利于豆油去库存的加快。

二、交易逻辑及策略

豆油：虽油厂获得一定免加征关税采购美豆的额度，但美豆近月榨利不佳，国内买船进度缓慢，四季度大

豆供应预期仍偏紧。在豆油产出同比偏低的情况下，今年春节较往年提前，预计元旦、春节的双节集中备货将早于往年在11月中下旬开始启动，12月底的豆油库存或降至100-110万吨。在对四季度大豆供应偏紧及棕榈油强劲走势之下，市场备货信心十分充足，豆油成交连续第八日放量，反映市场看涨情绪浓郁，以回调做多为主。

棕榈油：随着11月后产地棕榈油进入季节性减产周期，在前期干旱及施肥不足的情况下，棕榈油产量或录得较大幅度的下滑，令供应持续收紧。配合明年起印尼B30计划引发的需求增量，预计产地库存将获得明显的去化。在此背景下，未来几个月棕榈油大方向继续看好，建议以回调做多为主，P2001背靠5000，P2005背靠5350。

菜油：因缺乏新鲜题材，近期沿海库存又因到港较高出现明显回升，菜油走势相对偏弱。但在豆油及棕榈油的带动下，重心亦呈现上移趋势，菜豆价差、菜棕价差走缩较多，令需求有所改善。随着时间的推移，待菜油沿海库存逐渐消化，资金在推涨豆油、棕榈油至高位后，兴趣或再度转向菜油，菜油01多单亦可逢低布局。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室
电话：0791-82082701

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼B座1203

电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路130号万达广场6号楼1903-1905室

电话：0551-62876855

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融服务中心1809-1810

电话：0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号中电信息大厦9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号乔大厦A座向东20米

电话：010-85951101

济南分公司

地址：济南市冻源大街150号中信广场A座1016、1018、1020

电话：0531-85180636

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901、2904、2905、2906室

电话：0411-84806305

河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道69号未来大厦2205、2211、1910室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1802、1803

电话：028-62818708

深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙NEO大厦A栋11楼I单元

电话：0755-33378736

杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场3号楼702室

电话：0571-28056982

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899号1幢1601室

电话：021-33973869

武汉营业部

地址：武汉市汉江区香港路193号中华城A写字楼（阳光城·央座）1306/07室

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路2号黄埔大厦11层D1座、D2座

电话：025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰广场B座1406

电话：020-22922100

上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1777号3楼F1室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com