

菜油：潜龙勿用

摘要

- 一季度的棕榈油价格先扬后抑，季节性的减产利多却因出口不佳大打折扣，库存的持续反弹导致价格逐级回落。国内连盘跌幅尽管较马盘略逊，但二季度马来出口难言乐观，且国内库存也缓幅攀升使得供大于求的矛盾再度升级，预计二季度压力较难释放，价格大概率继续寻底。
- 二季度豆油价格大概率依然受基本面影响，因中美贸易磋商难以达成完全一致。随着南美新豆即将大量收割上市，短期的罢工停运等消息或短期支撑美豆，间接利好豆油，但全球大豆供给充裕的基本面不改，国内豆油难以独善其身，大涨的可能性并不大，或有机会跟随菜籽油被动上涨。
- 菜油国储库存的寥寥，叠加中加贸易关系不佳的爆炒，使得菜籽油一跃成为了耀眼的“明星”。二季度菜籽供给有望出现紧平衡，国内的缺口若因中加关系不能得以及时弥补，将持续受到市场的高度关注，因此预计未来菜籽油或成为油脂板块最受资金热捧的一环。

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

何琳

0451-58896619

sunminglei@nawaa.com

投资分析号 Z0010351

助理分析师

刘冰欣

0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

第 1 章	棕榈油开局不顺	4
1.1.	马棕连放“大招”收效甚微	4
1.2.	印尼积极寻找需求突破	6
1.3.	中性厄尔尼诺难以掀起行情	7
1.4.	二季度国内或延续高库存	7
1.5.	行情展望与操作策略	9
第 2 章	二季度豆油涨跌看“价差”	9
2.1.	美国豆油消费增长难有亮点	9
2.2.	豆油二季度被动累库或放缓	10
2.3.	中美贸易磋商对国内价格刺激有限	12
2.4.	油粕比二季度上行仍有空间	14
2.5.	行情展望与操作策略	14
第 3 章	菜籽油久横“思变”	14
3.1.	我国菜籽进口依赖度逐年增加	15
3.2.	中加贸易不确定性或增加市场波动	17
3.3.	新季菜籽上市前价格预计偏强	18
3.4.	行情展望与操作策略	19
	南华期货分支机构	20
	免责声明	23

图表目录

图 1.1.2 : 马来西亚棕榈油月度产量数据 (单位: 吨)	4
图 1.1.3: 马来西亚棕榈油月度出口数据 (单位: 吨)	4
图 1.1.4: 马来西亚棕榈油月度库存数据 (单位: 吨)	5
图 1.1.1: 马来西亚棕榈油月度出口关税变化 (单位: %)	5
图 1.2.1: 印尼棕榈油月度出口 (单位: 千吨)	6
图 1.2.2: 印尼棕榈油月度库存 (单位: 千吨)	6
图 1.3.1: 太平洋海温异常指数 (单位: °C)	7
图 1.4.1: 我国棕榈油月度进口量 (单位: 吨)	8
图 1.4.2: 棕榈油商业库存 (单位: 万吨)	8
图 1.4.3: 广州棕榈油内外价差分年度 (单位: 元/吨)	8
图 2.1.1: USDA 3 月美国豆油供需报告 (单位: 百万磅)	9
图 2.1.2: NOPA 美豆月度压榨量 (单位: 万蒲式耳)	10
图 2.1.3: NOPA 豆油月度库存量 (单位: 万磅)	10
图 2.2.1: 我国大豆月度进口量 (单位: 万吨)	11
图 2.2.2: 豆油商业库存 (单位: 吨)	11
图 2.2.3: 豆油进口量分月度 (单位: 万吨)	11
图 2.2.4: 豆棕菜到港 CNF 对比 (单位: 美元/吨)	11
图 2.2.5: 国内菜棕现货价差 (单位: 元/吨)	12
图 2.3.1: 中美磋商进程表	13
图 2.4.1: 9 月油粕比近五年	14
图 3.1.1: 2018 全球菜籽产量占比 (单位: %)	15
图 3.1.2: 我国进口菜籽分国别及加菜籽占比 (单位: 左万吨, 右%)	15
图 3.1.3: 我国菜籽油 2018 进口分国别 (单位: %)	15
图 3.1.4: 我国油菜籽分月进口量 (单位: 万吨)	16
图 3.1.5: 我国菜籽油分月进口量 (单位: 万吨)	16
图 3.2.1: 中加关系及贸易进展情况	17
图 3.3.1: 全国二月降水量分布以及二月日照情况一览	18
图 3.3.2: 广东进口菜籽压榨利润 (单位: 元/吨)	18
图 4.1.1: 一季度国内外油脂油料期价涨跌一览 (单位: %)	19

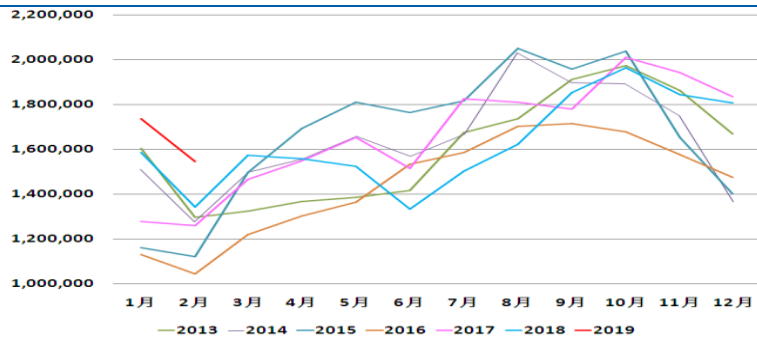
第1章 棕榈油开局不顺

2019 年一季度内盘棕榈油走势可以概括为“从 4500 来，回 4500 去”。一月初在马来传统减产期以及国内节前备货的利多驱动下，棕榈油期价从最低的 4494 一路攀升至 1 月末的 4865 一线，一个月上涨了 371 点，涨幅达 8.26%。二月初开始随着备货结束炒作，叠加马来的出口数据持续不佳，传统的减产期库存却在不断攀升，价格震荡了一周后价格一路再度回落至三月末。

1.1. 马棕连放“大招”收效甚微

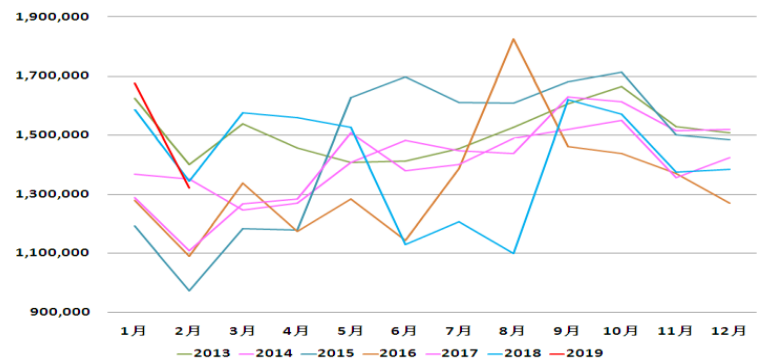
马来西亚棕榈油局(MPOB)2019 年 3 月公布, 2 月末该国棕榈油库存环比增加 1.3% 至 305 万吨(上月 300 万吨, 市场预期 295 万吨); 2 月棕榈油产量环比下滑 11.1% 至 154 万吨(上月 173 万吨, 市场预期 160 万吨); 出口下降 21.4% 至 132 万吨(上月 168 万吨; 市场预期 144 万吨)。由于 2 月库存的不降反升, 加上 3 月上旬产量的激增和出口的不济, 都是压垮价格的致命稻草。

图 1.1.2 : 马来西亚棕榈油月度产量数据(单位: 吨)



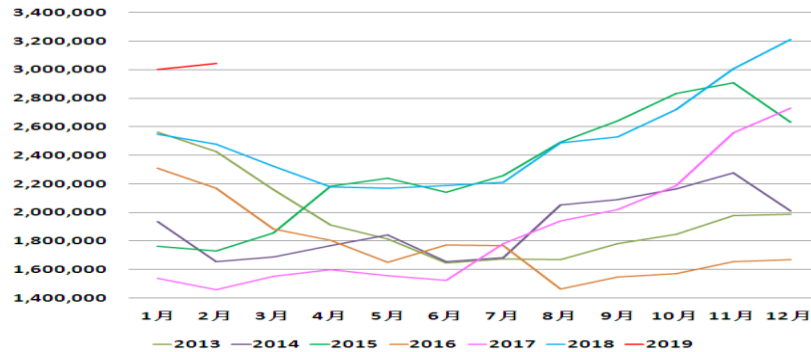
资料来源: WIND&南华研究

图 1.1.3: 马来西亚棕榈油月度出口数据(单位: 吨)



资料来源: WIND&南华研究

图 1.1.4：马来西亚棕榈油月度库存数据（单位：吨）

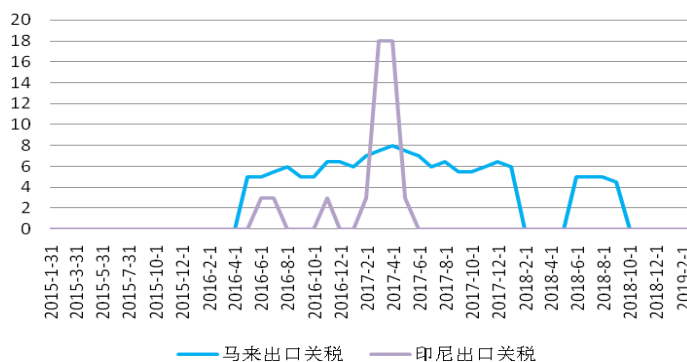


资料来源：WIND&南华研究

为化解马来西亚国内棕榈油库存高企难题，马来近半年来出台了诸多刺激内需和拉动出口的政策。第一是出口政策，自 2018 年 9 月开始，至今年 3 月，马来西亚的毛棕榈油出口税一直维持在零水平；第二是内需方面，2019 年 1 月 17 日马来西亚政府称，政府计划到 2020 年将用于生物柴油项目的棕榈油消费量较目前翻一番，打算在明年之前将生物柴油中的棕榈油掺混比例提高至 20%，高于当下 B10 项目中要求的 10%，此项政策尽管依然只是计划，还未落地，但去年 12 月末的 B10 的确是开始强制推行了。第三，寻找需求的“突破口”，马来政府与全球最大的食用油进口国——印度达成了协议，2019 年 1 月 2 日印度宣布，将毛棕榈油进口税从 44% 下调至 40%，精炼油进口税从 54% 下调至 50%；马来西亚精炼棕榈油出口税将从之前的 54% 下调至 45%。

马来政策密集出台，对出口有一定的刺激作用，但不得不说收效甚微。首先零关税的政策已经持续了 7 个月之久，出口利好的边际效应已经被挖掘殆尽，价格涨涨跌跌后，目前马棕油的价格再度回到近四年的低位，未来即便继续延续零关税政策，出口也不会有太多潜力可挖了。第二是马来国内 B10 的执行，充其量也就能为国内一年增加 100~120 万吨的需求量，跟棕榈油的庞大产量相比只是杯水车薪。第三棕榈油冬季是棕榈油消费淡季，却也是传统减产期。若是冬季由于熔点低的原因限制了棕榈油对其他食用油的需求替代，但 3 月以来马来的出口数据也并不惊艳，从侧面反映出由于食用油整体价格仍位于底部区域，棕榈油的价格优势也并未凸显，且随着棕榈油增产期的到来，若二季度若无大的供给炒作出现，马来库存大概率继续反弹，对价格的压力预计只增不减。

图 1.1.1：马来西亚棕榈油月度出口关税变化（单位：%）



资料来源：WIND&南华研究

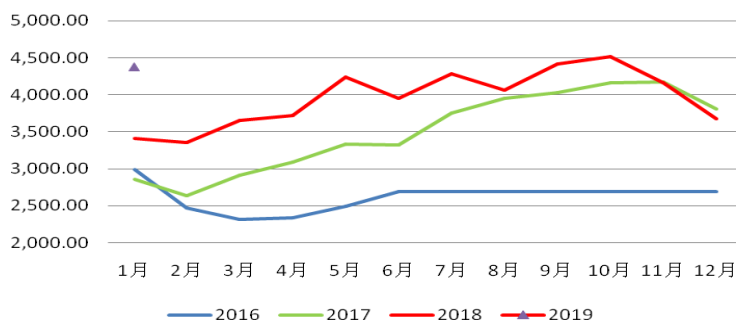
3月13日欧盟委员会作出决定，由于棕榈油种植导致森林过度砍伐，所以欧盟将逐步废除在运输燃料中使用棕榈油。在2023年之前，危害更大的生物燃料用量将会封顶在2019年水平，到2030年时将会降低到零水平。但此前马来西亚已经公布，计划今年暂停全部的油棕榈种植园扩张项目，希望消除棕榈油是森林砍伐的驱动者的坏名声。因此3月16日马来西亚官员表示，如果欧盟执意在运输燃料中逐步废除使用棕榈油，马来西亚将在世界贸易组织就此提出挑战。

无论是停止棕榈果的面积扩张还是挑战欧盟将棕榈油掺兑量至零的政策，都说明马来政府的确在积极的寻找需求的突破口。这样的抗争在短期内可能不会对马来的出口有太多的刺激，因棕榈油大方向的供给压力犹存，但突发性的政策利好若出现，二季度棕榈油阶段性做多的机会尚存。

1.2. 印尼积极寻找需求突破

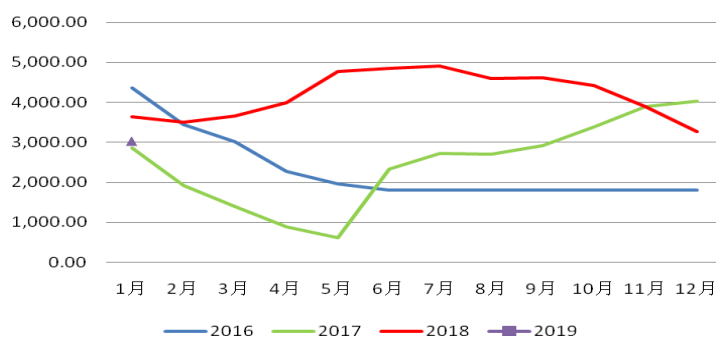
2017/18年度，印尼棕榈油出口前三名分别为印度、欧盟和中国，出口量分别为763万吨、503万吨和373万吨，占印尼当年出口总量的26%，17%和13%。不同于马来库存的持续攀升，印尼棕榈油自2018年年中以来以来至现在一直呈现持续下滑的趋势，从去年8月的490.1万吨下滑至2019年1月302万吨，降幅达38.4%。而导致二者出口迥异最根本的原因就是印尼棕榈油的价格优势，二者价差持续维持在100~200元/吨，因此印尼的库存在不断下降。

图 1.2.1：印尼棕榈油月度出口（单位：千吨）



资料来源：EIA 南华研究

图 1.2.2：印尼棕榈油月度库存（单位：千吨）



资料来源：EIA 南华研究

作为马来的竞争对手，尽管价格上有优势，但出口的增速放缓也是印尼当局较为头

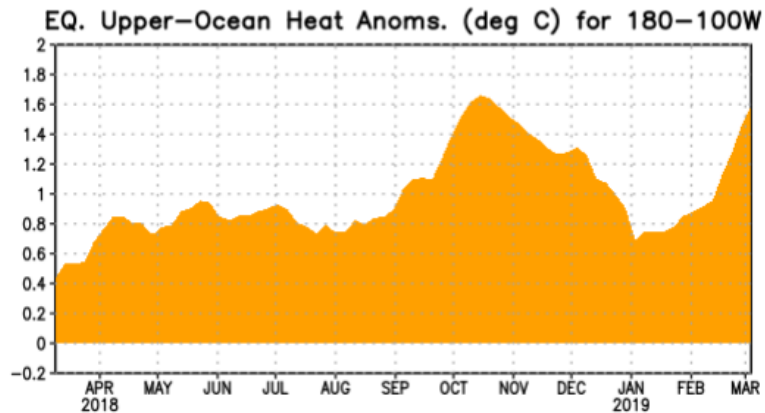
疼的问题，而且随着两国竞争的白热化，印尼也在不断想办法去库存——3月2日印尼贸易部表示，呼吁印度当局将其精炼棕榈油进口关税下调至45%，降至与竞争对手马来西亚相同的水平，作为交换，印尼将向印度颁发原糖市场准入。对此印度方面做出了积极回应，预计不日也将调低印尼棕榈油的进口税。

预计二季度印尼的去库存化程度依然好于马来，前提是二者的价差维持在正常水平，若印尼想要提升出口增幅，则需要有更好的价格优势。

1.3. 中性厄尔尼诺难以掀起行情

美国政府气象预测机构3月14日称，弱厄尔尼诺气候贯穿北半球2019年春季的概率约八成。全美气象服务局下属的气候预测中心(CPC)在其月度预测报告中称，预期这一气候类型持续至夏季的概率为60%。

图 1.3.1：太平洋海温异常指数（单位：°C）



资料来源：NOAA&南华研究

从太平洋海温异常指数来看，自2018年3月中旬至9月中旬的0.5°C已达5个月之久，到了10月中旬最高达到了1.6°C，随后尽管有所回落，但海温异常指数依然维持在0.5°C之上，今年3月再度上升至接近1.6°C，这意味着本轮厄尔尼诺在去年九月形成，在今年二月对全球其后却并未有太多强烈的影响，南美降水并未呈现偏多的情况，而棕榈油产区的马来西亚和印尼也并无干旱减产的情况，目前来看，本次的中性厄尔尼诺对全球农产品生长期的影响一般，预计今年的天气炒作难以掀起太多波澜。

1.4. 二季度国内或延续高库存

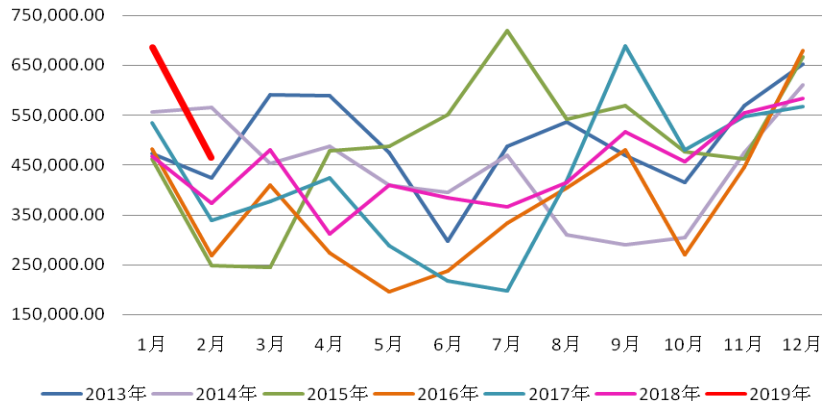
截止3月末，国内港口食用棕榈油库存总量77.77万，较去年四季度末同期的41.9万吨增了85%，较去年同期61.8万吨增26%。截至目前，棕榈油马来西亚进口到港成本价为4511元/吨，而国内目前广东广州现货为4330元/吨，目前来看马来与国内倒挂186.6元/吨，较去年四季度末缩窄185元/吨。

从近六年的内外价差来看，由于一季度的季节性因素，没有顺价的年份，今年整体处于偏高的水准，倒挂维持在150~200元/吨的水平，比2018年要缩窄了不少，究其原因还是由于国内外的价格均在不断下滑，且产地的供应大方向也没有太大问题，因此倒挂的缩窄刺激了进口贸易商的积极性，一季度国内库存大幅反弹就可以理解了。

由于二季度的远月船期一直升水，目前华南地区马来4月的棕榈油到港完税价为

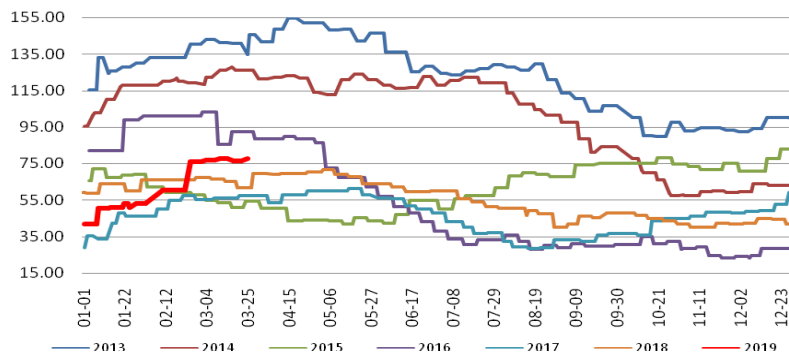
4440 元/吨，5 月为 4559 元/吨，6 月为 4599 元/吨，7/8/9 月目前为 4758 元/吨。产区涨价倒逼销区价格跟随上行，后期随着进口成本的不断抬升，国内现货或跟随小幅反弹。棕榈油贸易商企的采购动作是在有利润的前提之下，在目前国内库存高企的此时，后期采购动作或趋向谨慎，预计二季度若库存能降至 50 万吨之下价格或有反弹机会，否则国内棕榈油以低价换需求的格局难改。

图 1.4.1：我国棕榈油月度进口量（单位：吨）



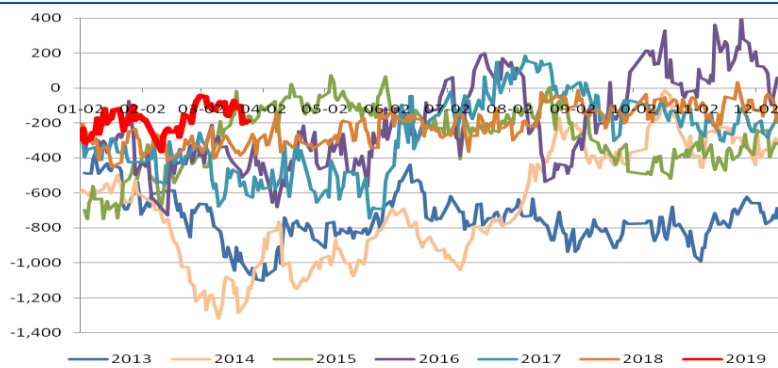
资料来源：WIND&南华研究

图 1.4.2：棕榈油商业库存（单位：万吨）



资料来源：WIND&南华研究

图 1.4.3：广州棕榈油内外价差分年度（单位：元/吨）



资料来源：WIND&南华研究

1.5. 行情展望与操作策略

一季度在传统的减产期，马来棕榈油库存犹在增加，这为随后的二季度库存无形之中增加了压力。预计二季度若天气无太多炒作空间，那么供给继续有增无减，棕榈油难有大行情出现，大概率是维持底部震荡走势，大的方向依然是逢高偏空思路，指数震荡区间为 4400~4700。

第2章 二季度豆油涨跌看“价差”

与棕榈油如出一辙，豆油一季度走势整体是冲高回落的走势。油脂的跌跌不休导致去年四季度终端采购动作并不积极，因此终端库存持续低位，当一季度传统需求旺季的备货炒作开启后，豆油价格也开始慢慢回升，市场买涨不买跌的心理凸显，因此库存从一季度初的 162 万吨回落至 3 月初的 134 万吨，且当时美豆油价格的不断拉涨也点燃了国内做多豆油的热情，价格从 5364 一路攀升至 3 月初的 5900 附近，价格扬眉吐气的上涨了 10%。随后由于 3 月 USDA 数据利空，美盘豆油涨势告一段落，国内也进入了传统的消费淡季，价格开始了震荡回落走势。

2.1. 美国豆油消费增长难有亮点

图 2.1.1: USDA 3 月美国豆油供需报告 (单位: 百万磅)

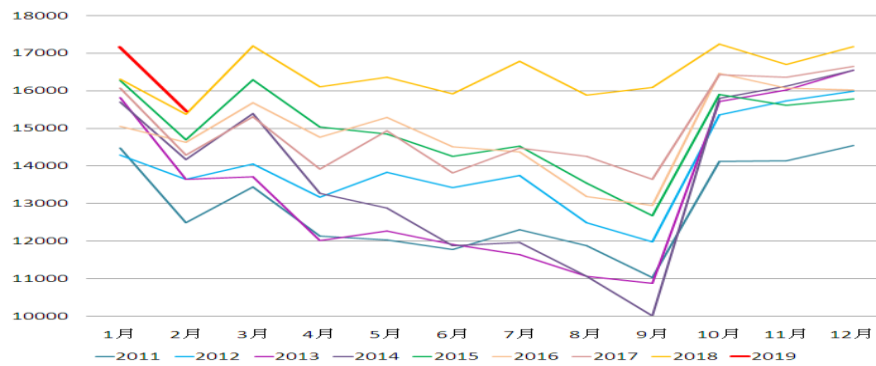
注: 绿色下调, 红色上调	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19 2月预计	2018/19 3月预计	变化
百万磅								
期初库存	1655	1165	1855	1687	1711	1990	1990	0
产量	20130	21399	21950	22123	23150	24455	24570	115
进口量	165	264	287	319	315	300	300	0
供应总量	21950	22828	24092	24129	25176	26745	26860	115
国内消费量	18908	18959	20162	19862	20600	22400	22600	200
生物柴油用量	5010	5039	5670	6200	6800	8000	8200	200
其他用量	13898	13920	14492	13661	13800	14400	14400	0
出口量	1877	2014	2243	2556	2400	2250	2250	0
消费总量	20785	20973	22405	22418	23000	24650	24850	200
期末库存	1165	1855	1687	1711	2176	2095	2010	-85
农场平均价格/(\$/bu)	38.23	31.6	32.48	32.48	30.5	28.5-31.5	28.5-31.5	0
库存消费比	5.61%	8.84%	7.53%	7.63%	9.46%	8.50%	8.09%	

资料来源: USDA&南华研究

2019 年 3 月 USDA 数据显示, 美豆油 2018/19 年度的产量较 2 月增加 1.15 亿磅至 245.7 亿磅, 但国内消费增加了 2 亿磅至 226 亿磅, 且增加的消费量全都是在生柴用量上。这就说明, 尽管 USDA 报告中豆油的数据偏利多, 但由于 USDA 大豆的库存降幅低于市场预期, 原料的数据利空影响显然大于豆油自身库存下降力度, 因此后市豆油的走势, 受美豆的影响还是偏多一些的。

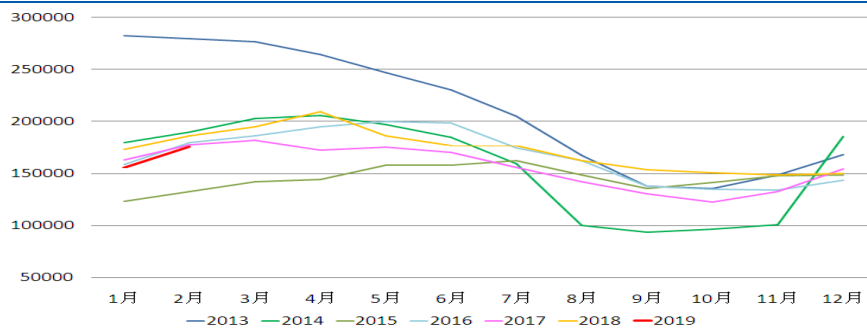
去年年末阿根廷生柴出口跟欧盟和秘鲁等国发生了一些倾销和反倾销的纠纷, 并未影响美国的生柴出口, 从 2018/19 年的美国豆油消费来看, 生柴的发力带动需求增加还是很有亮点的, 但不可否认的是, 原油价格的区间震荡, 使得美国上调生柴消费的空间已经非常小了, 且这一利多已经反映在盘面上了。由于豆油食用需求的增幅空间有限, 因此若 5 月南美大豆收割上市前未有太多的供应问题, 原料供给宽松打压美豆, 必然传导至豆油价格。

图 2.1.2: NOPA 美豆月度压榨量 (单位: 万蒲式耳)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

图 2.1.3: NOPA 豆油月度库存量 (单位: 万磅)



资料来源: WIND 资讯&南华研究

美国油籽加工商协会 (NOPA) 3 月 15 日发布 的 2019 年 2 月份的大豆压榨报告显示, NOPA 报告显示, 2019 年 2 月份的大豆压榨量预计为 1.54498 亿蒲式耳, 低于 1 月份的 1.71630 亿蒲式耳, 但是高于 2018 年 2 月份的 1.53719 亿蒲式耳。压榨量低于市场预期, 但是仍然创下历史同期最高纪录。报告出台前, 路透社调查的 10 位分析师预计 2 月份大豆压榨量为 1.591 亿蒲, 预测范围位于 1.547 亿蒲式耳到 1.640 亿蒲。

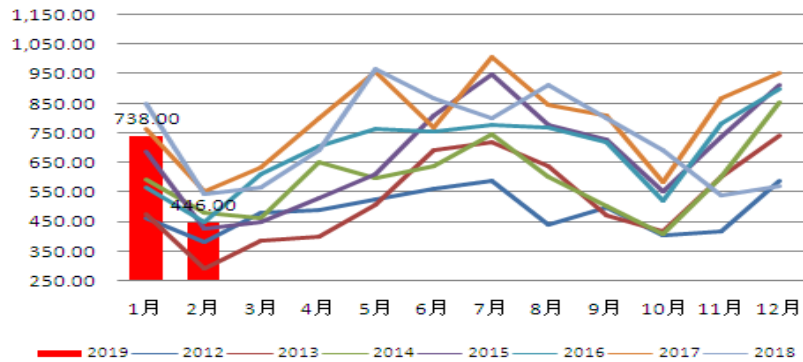
NOPA 报告显示, 2 月底 NOPA 成员企业的豆油库存预计为 17.52 亿磅, 高于 1 月底的 15.49 亿磅。报告出台前, 分析师预测值为 16.12 亿磅, 预测区间位于 14.90 到 16.80 亿磅。豆油 2 月库存高于市场预期, 预计短期对价格利空。从 2 月数据来看, 大豆压榨量虽然位于历史同期高位, 但改变不了下滑的事实; 美豆油库存量与过去八年的数据相比为历史地位, 仅高于 2015 年, 但连续三个月反弹, 对美豆油而言确是雪上加霜。且目前处于中美贸易谈判的关键时间节点, 能否达成一致增加美豆出口才是市场最关心的。总而言之, 除非 3 月的数据豆油库存有大幅下降, 否则难以吸引市场更多的做多资金。

2.2. 豆油二季度被动累库或放缓

截止一季度末, 国内豆油商业库存总量 136.47 万吨, 较去年年末的 162.84 万吨减少 16.2%, 较去年同期的 139.16 万吨减少 1.93%。一季度开始国内食用油进入消费旺季, 库存下降十分明显, 而春节后豆油进入需求淡季, 库存开始触底回升, 库存的升降反映的是市场需求的晴雨表。从往年的数据来看, 豆油库存二季度大概率缓步上移, 随着二季度水产需求备货即将开启, 油厂的开机率预计未来有增无减, 但由

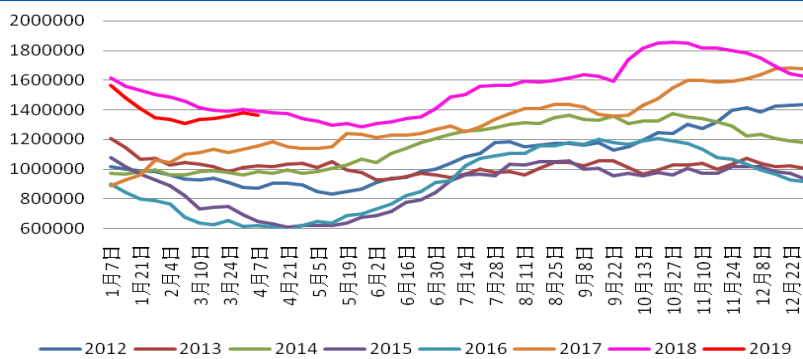
于非洲猪瘟拖累豆粕需求，豆油被动累库的速度预计会有所放缓。

图 2.2.1：我国大豆月度进口量（单位：万吨）



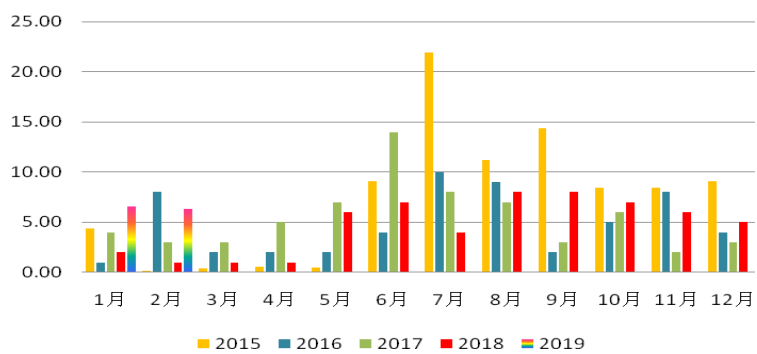
资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.2：豆油商业库存（单位：吨）



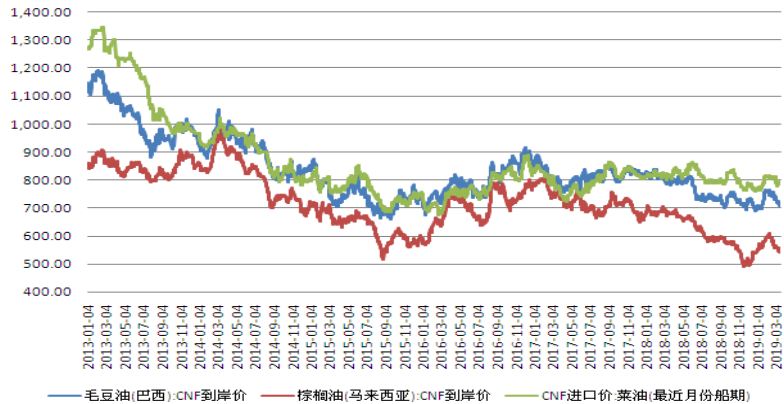
资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.3：豆油进口量分月度（单位：万吨）



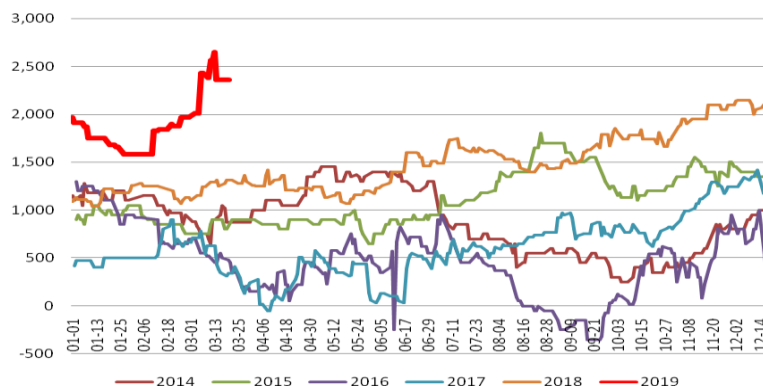
资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.4：豆棕菜到港 CNF 对比（单位：美元/吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 2.2.5：国内菜棕现货价差（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

三大油脂中，豆油的进口大部分是以原料的方式进入国内，毛豆油的进口量并不大，2018 年全年豆油的进口量为 56 万吨，同比 2017 年的 65 万吨减少 14%，占国内全年总消费的 3.4%。因此无论是豆棕 CNF 到港价差，还是菜豆 CNF 到港价差扩大缩小，在豆油进口量上体现的并不明显。

今年情况比较特别，豆油的潜在利多是有中美贸易磋商不确定性，菜籽油的潜在利多是中加关系影响 GMO 证书发放，因此后期棕榈油进口大概率会继续增加。第一，进口毛豆油与国内本就是倒挂的，且由于中美贸易出现缓解，原料后期供给大概率较为充裕，因此一定程度上挤占了进口毛豆油本就很少的空间；第二，以菜籽油和棕榈油为代表的食用油都能和豆油进行替代，但菜籽油目前的供给缺口问题短期很难轻易解决；第三，近两年以来由于菜籽油国储库的库存渐少，而棕榈油持续受到增产的困扰，二者价差持续拉大，今年一季度以来创下了五年以来的新高，二季度棕榈油主产地不出现大的供给问题，菜棕价差有望维持高位，受利润驱动，贸易商后市采购步伐有望继续加强。棕榈油的进口量增加，叠加目前国内的高库存，会间接拖累豆油价格。综上，二季度豆油的价格有望受菜籽油走强被动拉升，但也不排除会被棕榈油的高库存低价所累，整体而言，价格涨跌空间均不会太大。

2.3. 中美贸易磋商对国内价格刺激有限

2019 年 3 月 5 日正式确认，将美中贸易“停战期”无限期延长；“直到进一步通

告”之前，美国对 2000 亿美元中国产品所加征的 10% 惩罚性关税税率不会提高，也不会扩大加征关税的范围。

简单回顾一下，短短一年间，不包括副部级等磋商，中美之间的高级别磋商，已举行了前前后后八九轮了。

图 2.3.1：中美磋商进程表

中美谈判进程	时间	详情
第一轮	2018 年 2 月 27 日	刘鹤副总理访美磋商
第二轮	2018 年 5 月上旬	美国财长姆努钦率团访华磋商
第三轮	2018 年 5 月中旬	刘鹤副总理率团访美磋商
第四轮	2018 年 6 月上旬	美国商务部长罗斯访华磋商
第五轮	2019 年 1 月下旬	刘鹤副总理率团访美磋商
第六轮	2019 年 2 月 14 日	美方代表莱特希泽和财长姆努钦访华
第七轮	2019 年 2 月 21 日	刘鹤副总理率团访美磋商
第八轮	2019 年 3 月 28 日	美国贸易代表团于 3 月 28 日访华
第九轮	2019 年 4 月初	中方代表团赴美进行高级别贸易磋商

资料来源：新闻资讯&南华研究

中方这边，一直是刘鹤副总理挂帅，已经四度赴美磋商。最近一次磋商，也就是第七轮磋商之后，美国总统特朗普在 2 月 24 日下午发推特称，美国在和中国的贸易谈判中取得显著进展，其中包括知识产权保护、技术转移、农业、服务业、汇率以及许多其他事宜。但在 3 月 13 日美国总统特朗普再次“翻脸”警告中国说，如果达不到美国要求的话，他不会在贸易协定上签字。这一表态和他近期对美中贸易谈判前景的乐观预期大相径庭，且特朗普在他的顾问在白宫会面后对记者说，他“不急于”达成贸易协定。他坚持任何协议都需要包括知识产权保护，而这是数月谈判中双方僵持不下的一个主要问题。

中美贸易谈判自 2018 年 3 月以来，中方一直是刘鹤副总理挂帅，已经四度赴美磋商。随着数次谈判的推进，中方对美方的态度起初较为坚决，美方关于贸易战可以“易胜”“速胜”的幻想破灭。面对更加不利的国内政治经济形势，川普需要与中方达成对美国较为有利的贸易协议，既可以稳定市场信心，亦可以作为政绩牌抵挡民主党的压力。2018 年 12 月 1 日在阿根廷举行的中美领导人会晤是中美贸易摩擦的重要转折点，此后两国以积极务实的态度重开谈判，已取得重要和实质性进展，

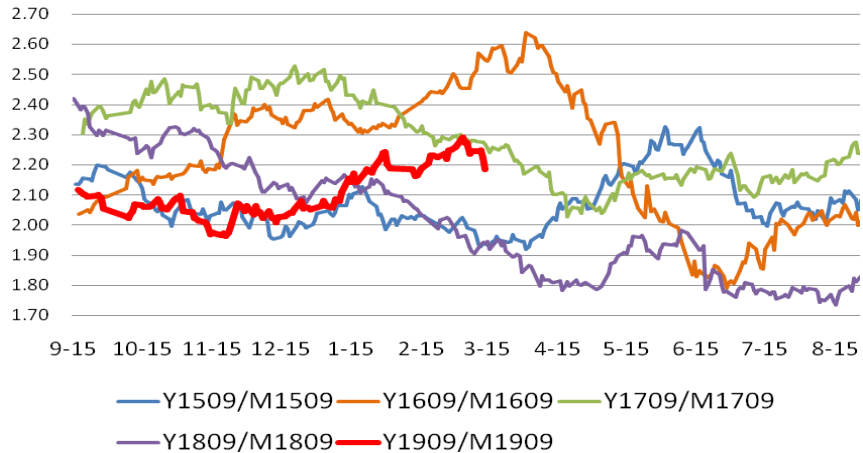
在第八轮磋商之后，国务院关税税则委员会 3 月 31 日发布通知显示，2019 年 4 月 1 日起，中国对美国产汽车及零部件继续暂停加征关税。中美磋商一年多以来，尽管目前仍未有较为非常明朗的结果，但不得不提的是每一次的谈判都是在为最终的“达成一致”做铺垫，且在磋商的过程中，无论是美方答应不再新增关税，还是我方答应多购买美国的大豆以及取消美国汽车零部件的关税，都说明双方在一定问题上还是有共识的，目前市场较为看好中美上半年能够达成最终的一致。但并不代表中美经贸摩擦就此结束，未来美国在科技领域的对华限制和打压预计依然继续。

我国在几次磋商中承诺恢复进口的美国大豆，目前来看其实对国内下游的供给影响并不大。一是国内采购方为中储粮和中粮，购进的大豆均用作储备，并不会流入市场增加供给；其二是由于国内非洲猪瘟肆虐，近期各地仍间或有新的疫情发生，这对

于豆粕而言本就是中长期的利空，因此不管什么时候进入储备的大豆拍卖，对于近月合约也不会有太多影响。反而是豆油，尽管此时是消费淡季，但豆油需求端好与豆粕，后市油厂或倾向于挺油卖粕。但食用油的替代品较多，尤其是菜籽油和豆油的替代性很强，因此菜籽的供给一旦出了问题，对豆油可谓是大大的利好，二季度菜籽油的溢价空间或能带动豆油，或豆油有需求替代的空间。

2.4. 油粕比二季度上行仍有空间

图 2.4.1：9 月油粕比近五年



资料来源：WIND 资讯&南华研究

近 5 年来油粕比一季度大概率是震荡向下的，今年的非洲猪瘟使得豆粕需求一落千丈，豆油目前也处于需求淡季，但基本面略好于豆粕。二季度加上中美磋商谈成预期增加，对豆粕的利空更多，但南美的若有利多炒作，豆油受的影响会较豆粕偏弱。整体来看，目前的比值仍在近几年的震荡中轴 2.2 附近，若回落至 2.1 附近可择机逢低进场做扩二者比值。

2.5. 行情展望与操作策略

一季度豆油因需求淡季的震荡格局，在二季度或稍有扭转，因二季度的南美大豆集中上市前，市场或有罢工等炒作题材，在供应端或能给价格带去些许的希望。而老生常谈的中美谈判的不确定性在盘面上表现或略显弱化，但猪瘟的持续导致豆油在需求端整体好于豆粕的基本面不变，或继续关注油粕比的做多机会。

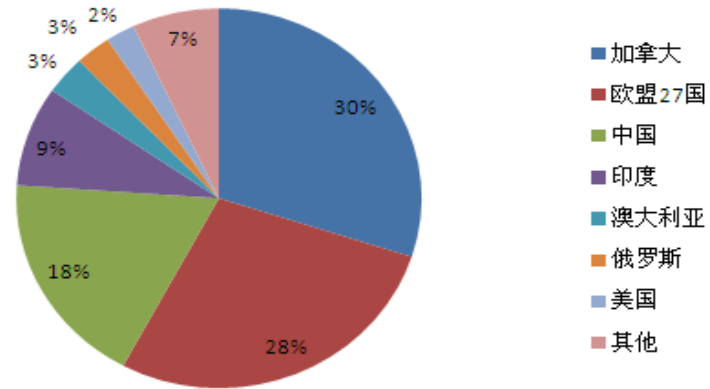
第3章 菜籽油久横“思变”

一季度菜籽油的行情可谓上天下地，使得投资者应接不暇。默默无闻的菜籽油在一月初经历了短暂的倒 V 走势后，月中见底后跟随豆油开始了一波节前备货的拉涨行情，从最低的 6422 一路上行至 2 月下旬的 6844，涨幅达 6.6%。随着节前备货炒作结束，价格开始回吐升水，直至 2 月末孟女士开庭的消息再度进入大众视线，中加关系再度陷入紧张局面，原料供给可能出现缺口提振了菜籽油，价格持续增仓上行，短短数日期价从 6638 一路飙升至 7238，上涨了 600 点，涨幅达到 9.04%。而价格不断拉涨也增加了市场的回调压力，食用油的需求替代效应出现，之后随着炒作热度降低，多头的获利减仓回吐了半数的涨幅，但新季菜籽上市前的供给紧平衡对价格支撑，价

格再度回到上行通道。

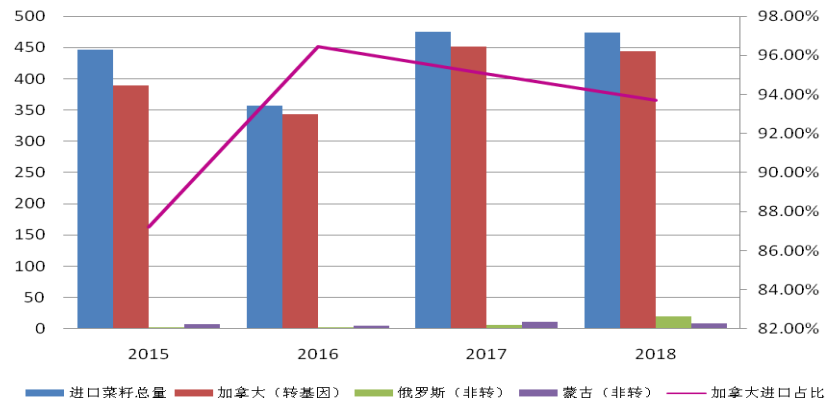
3.1. 我国菜籽进口依赖度逐年增加

图 3.1.1：2018 全球菜籽产量占比（单位：%）



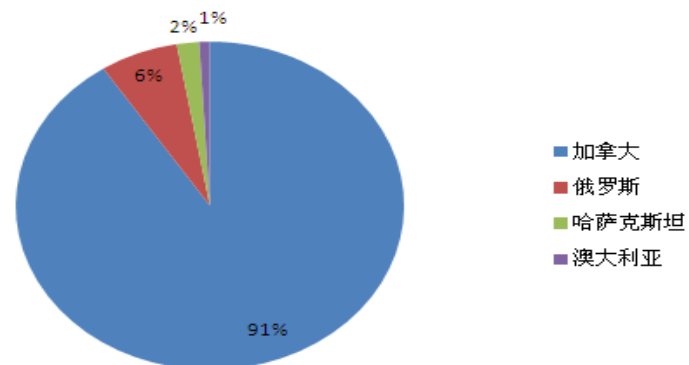
资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 3.1.2：我国进口菜籽分国别及加菜籽占比（单位：左万吨，右%）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

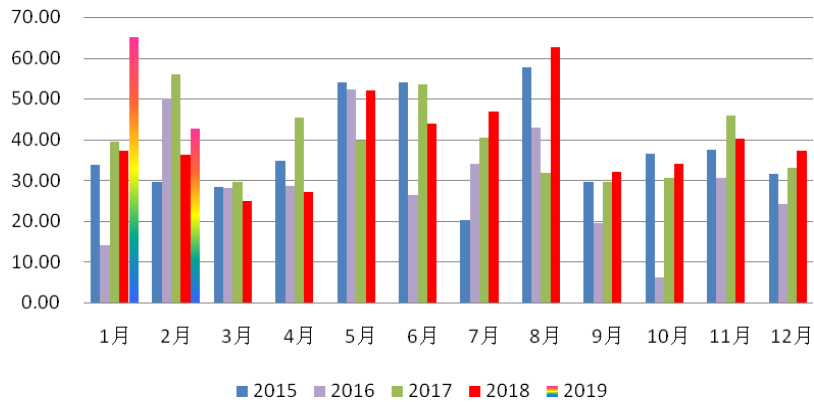
图 3.1.3：我国菜籽油 2018 进口分国别（单位：%）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

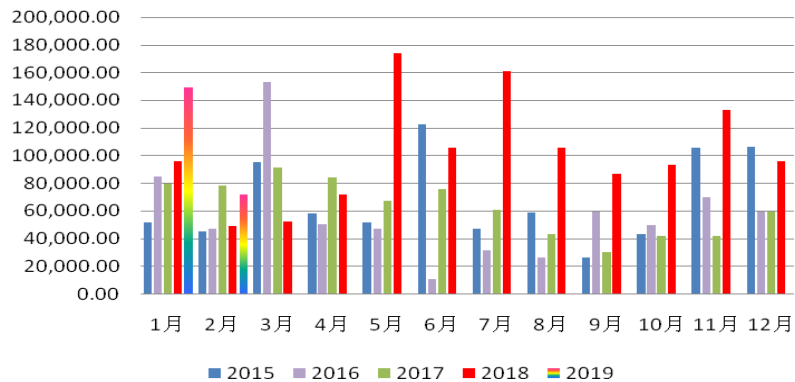
作为全球菜籽产量第一的加拿大，2018 菜籽产量为 2100 万吨，国内消费量为 959 万吨，这就意味着加拿大国内只消耗产量的 45%，余下的一半以上均用作出口。而排名第二的欧盟 2018 年菜籽产量 1960 万吨，但作为全球菜籽消费第一大国，还需进口几百万吨来弥补缺口。

图 3.1.4：我国油菜籽分月进口量（单位：万吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 3.1.5：我国菜籽油分月进口量（单位：万吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

中国 2018 年从加拿大进口总量为 474.24 万吨，占加拿大全年总出口量的 41%。而 2018 年我国从加拿大进口菜籽总量为 444.33 万吨，占总进口量的 96.69%；从俄罗斯进口菜籽总量为 20.45 万吨，占总进口量的 4%；从蒙古进口菜籽总量为 8.35 万吨，占总进口量的 2%。

我国 2018 年菜籽油进口总量为 124.25 万吨，其中从加拿大进口量为 112.7 万吨，占总进口量的 91%；从俄罗斯进口量为 8.1 万吨，占总进口量的 7%；从哈萨克斯坦进口量为 2.7 万吨，占总进口量的 2%；从澳大利亚进口量为 1.1 万吨，占总进口量的 1%。

从菜籽和菜油的进口来看，我国供给对外依存度较高，加拿大是我国菜系品种进口的主要来源。今年一二月份我国菜籽和菜籽油进口量均不小，菜籽 1~2 月进口总量为 107.75 万吨，同比去年的 73.45 万吨增加了 47%；菜籽油进口量为 22.15 万吨，同比去年同期的 14.54 万吨增加 52.2%。目前国内菜籽的库存依然维持高位，而菜籽

油的库存却在从近五年的高位在逐级下滑,从去年年末的 19.1 万吨下滑至 14.5 万吨,下降了 24.08%。

目前国内菜籽油库存在 15 万吨,港口的菜籽折合菜籽油大约有 23 万吨,国内菜籽油月均消费大约为 35 万吨,即便再加上国储库的 20 万吨,也不够 6 月新赛季菜籽上市前的量,菜油依然存在一定的缺口。

3.2. 中加贸易不确定性或增加市场波动

2019 年一季度以来,加拿大与中国的紧张局势达到了新高度,事态愈演愈烈,回顾下一季度以来中加之间关于双边贸易的进展。

图 3.2.1: 中加关系及贸易进展情况

时间 (2019)	事件
1 月 22 日	美国向加拿大正式提出引渡孟晚舟
2 月 28 日	HUAWEI 在美国华盛顿州西区联邦法院上作抗辩陈述时称,对美国司法部的盗窃知识产权等 10 项指控不认罪。
2 月 28 日晚间	传言 5 月以后进口菜籽 GMO (转基因) 证书收紧,且 3-4 月到港菜籽需增加 2 个检测项目。
3 月 1 日	加拿大司法部长决定就孟女士案签发授权进行令,加司法部在声明中称,听证会不是审判,也不会做出有罪或无罪的裁决。
3 月 2 日	陆慷就发布了中方对加方执意推进对孟女士的所谓引渡司法程序表示强烈不满和坚决反对,并已提出严正交涉。
3 月 3 日	HUAWEI 高管已经提起对加拿大政府的民事诉讼,指控其“严重侵犯”自己的宪法权利。孟女士的诉讼对象还包括加拿大边境服务局以及加拿大皇家骑警。
3 月 5 日	中国已经取消加拿大某农业公司向中国出口油菜籽的注册。
3 月 25 日	中国计划限制从加拿大进口更多农产品,而不仅仅是油菜籽,采购(加拿大)小麦、豌豆、亚麻籽以及油菜籽的计划都已经取消。
3 月 26 日	加拿大总理特鲁多表示,将派遣一个高级代表团到中国协商,解决与中方的油菜籽纠纷。

资料来源:新闻资讯&南华研究

注:引渡是指一国把在该国境内而被他国指控为犯罪或已被他国判刑的人,根据有关国家的请求移交给请求国审判或处罚。加方在没有实际证据的前提下若同意美国引渡孟晚舟,无疑是使得中加外交关系雪上加霜。

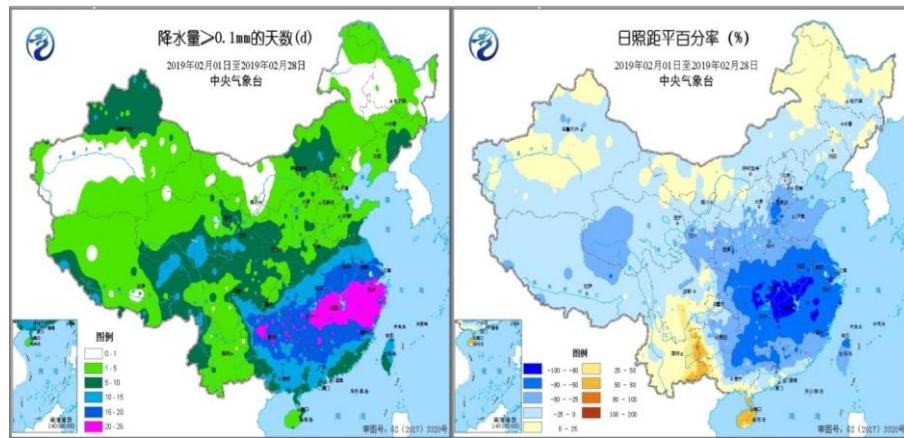
进口到中国的每一船转基因产品都须有《农业转基因生物安全证书》,即 GMO 证书,由农业部审批发放,GMO 是“转基因生物 (genetically modified organism)”的英文首字母缩写。2017 年 11 月,《农业转基因生物安全管理条例》的部分修订和删除引发了大豆压榨行业的 GMO 事件,严查进口大豆流向问题,短期影响了油厂的大豆开机压榨。

孟女士被加拿大当局逮捕,之后中加的经贸关系问题增大了油脂油料市场的波动

率，商务部表态和经贸谈判成为了重要关注点，政策风险成为了难以避开的话题。大豆是我国与美国农产品经贸谈判的重要工具，而菜籽是我国反制加拿大农产品经贸关系的重要工具，背后均是因为双方互相依存的贸易往来。此前 2016 年年初，我国曾要求 9 月 1 日起对出口至我国油菜籽的杂质率要求降至 1%（此前对进口菜籽的杂质率要求为 2.5%），随后由于 G20 峰会加拿大总理访华商谈，这一规定延期执行，但其实也成为了菜籽进口的隐患。中国限制从加拿大进口油菜籽、小麦、豌豆、亚麻籽等农作物后，传言加拿大总理将派遣代表团来中国协商，后期谈判的进展和结果如何尚未可知，大的方向还要看中美贸易谈判进程。从事态发展来看，孟女士的庭审延迟到 5 月 8 日，且 HUAWEI 反诉加拿大和美国政府就已经说明了做好了“持久战”的准备，叠加五六月份新季菜籽上市前的供应空窗期，后市菜籽油价格预计会较为坚挺。

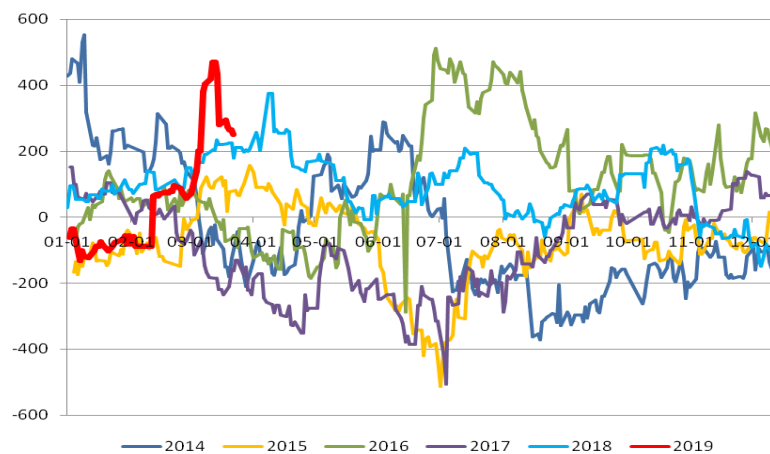
3.3. 新季菜籽上市前价格预计偏强

图 3.3.1：全国二月降水量分布以及二月日照情况一览



资料来源：WIND 资讯&南华研究

图 3.3.2：广东进口菜籽压榨利润（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

实际上，即便没有中加关系事件的炒作，国内菜籽每年在这个时间节点都是易涨难跌，每年新季菜籽上市前若是有国储拍卖，会对盘面有一定的压制，但今年国储库里只

有不到 20 万吨的库存，3 月以来菜粕菜油均有不同幅度的上涨，因此压榨利润飙升，广东地区的压榨利润从四季度末的-58.8 元/吨，最高涨至 3 月中旬的 470 元/吨，随后小幅回落至 3 月末的 336 元/吨，压榨利润整个一季度涨幅达 671%。

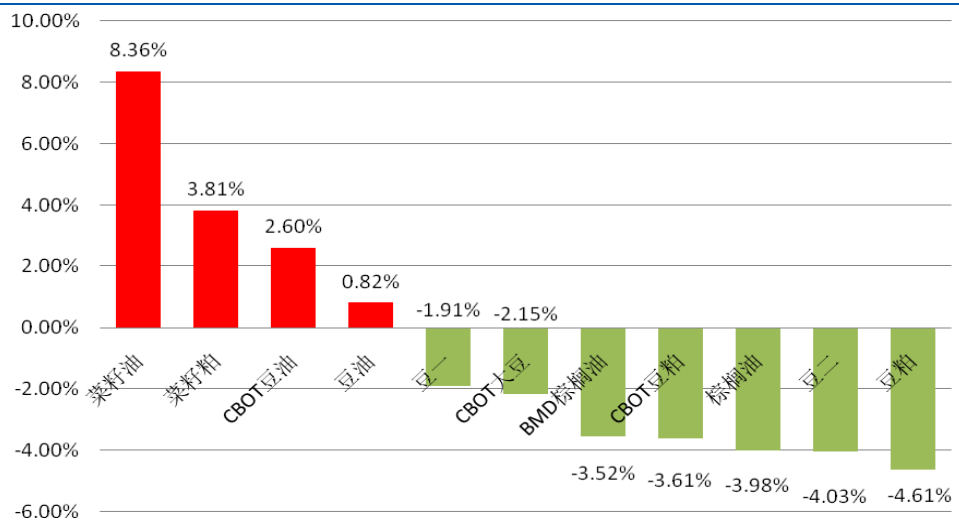
回顾过去五年的菜籽油压榨利润，2015 和 2018 年内的峰值均出现在四月份，2016 年是七月份，2014 和 2017 均出现在一月份，一月是节前消费的旺季，菜粕和菜油的消费推升价格上涨，压榨利润出现高位比较容易理解。而出现在二季度是由于在五月的新一季菜籽收割前，市场供给的紧平衡会推升菜粕菜油价格。今年的压榨利润高位目前虽不能说是全年的高点，但也距离 2014 和 2016 的高位不远了。预计在中加关系尚未明朗的潜在利多支撑之下，压榨利润在 6 月新一季菜籽大量上市前，或能再创新高。

3.4. 行情展望与操作策略

二季度菜籽供给有望出现紧平衡，国内的缺口若因中加关系不能得以及时弥补，将再度受到市场的高度关注，因此预计未来菜籽油或成为油脂板块最受资金热捧的一环，预计 6850~6950 一线或为期货的底部，可逢回调低位买入，或做油脂板块的多头套利配置。

附图：

图 3.4.1：一季度国内外油脂油料期货价涨跌一览（单位：%）



资料来源：WIND 资讯&南华研究

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

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
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、811 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室

电话：024-22566699

山东省济南市历下区冻源园大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室

电话：0531-80998121

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net