

## 基本面灰犀牛遇原油黑天鹅，油脂短期继续承压

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂在原油暴跌的影响下大幅下挫。其中棕油跌幅居前，最低点触及4500一线；豆油表现相对强于棕油，豆棕价差恢复至600元/吨，但也跌至去年5月水平；菜油也跌下7000点，不过在油脂中跌幅最小。油脂整体基差均大幅走弱。成交持仓上看，受到主力换月的影响，油脂成交活跃度有所下降，沉淀资金较继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆步步下挫，跌至近五年低位；马棕油受原油价格影响，周内也大幅下行，周五略有企稳迹象。

#### 后市展望

棕油方面，尽管印马关系缓和及斋月备货使马棕油出口出现转机，但根据2月供需报告，马来已提前结束减产季，未来产量大概率将继续增加，基本面偏弱的整体格局不变。此外，原油价格暴跌使棕榈油制生物柴油的利润空间急剧压缩，利空生物柴油产业，相当于砍掉了棕榈油工业需求的炒作点，出口将成为去库的关键。后续关注点可放在原油价格上，若原油跌势不止，则棕油难有反转机会；若原油止跌企稳，棕油或在出口数据提振下小幅反弹。

豆油方面，由于下游养殖使得豆粕需求恢复较快，油厂开工率持续维持高位，豆油作为压榨副产品供应端持续宽松。从到港大豆的数量推断，4月豆油的供应量将继续增大，豆油库存将继续升高。虽然国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，或能逐渐消化过剩库存，但鉴于疫情并未完全过去，报复性消费仍未出现，眼下需求对于去库不过是杯水车薪，仍明显低于往年同期，预计短期内豆油期价低迷的局面将持续。

菜油方面，由于菜油、菜籽3月到港量增加及原油黑天鹅，菜油上周跟随油脂整体下跌，不过菜油供需面仍然偏紧，在油脂中将继续处于偏强位置，可作为油脂间跨品种套利中的多头配置。

整体上看，油脂上半年累库的格局或难以改变，原油价格也将成为制约油脂反弹的因素。相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚SGS出口数据，若出口回升，则棕油或存反弹可能。（2）美国NOPA压榨报告，若报告中美豆油产量超预期，则利空国内豆油。

#### 操作建议

单边：油脂下跌空间有限，但下跌动能还在，短单可根据原油走势酌情入场。

套利：油粕比方面，05合约油粕比继续浮盈加仓。跨品种方面，豆棕价差上周恢复至600元/吨左右，预计本周可能会出现回调，风险厌恶者可止盈等待价差回落后再入场；风险偏好者可继续持有；前期未做多的建议等待。

报告日期 2020-03-15

研究所

史玥明

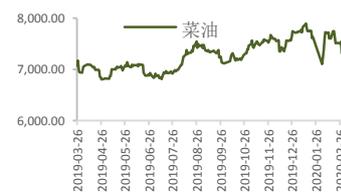
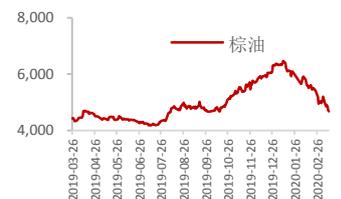
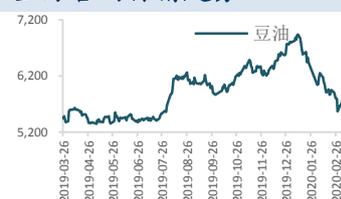
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

#### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾.....	5
二、基本面分析.....	6
(一) 供需分析.....	6
(二) 成本利润分析.....	9
三、后市展望.....	10
四、操作建议.....	11

## 插图

图 1 油脂主力合约走势 .....	5
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	5
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	5
图 4 豆油量价分析 .....	5
图 5 棕榈油量价分析 .....	6
图 6 菜油量价分析 .....	6
图 7 豆油基差 .....	6
图 8 棕榈油基差 .....	6
图 9 菜籽油基差 .....	6
图 10 大豆/菜籽油粕比 .....	6
图 11 马来棕榈油月度产量 .....	8
图 12 马来棕榈油月度出口量 .....	8
图 13 马来棕榈油月度库存 .....	8
图 14 印度植物油月度进口量 .....	8
图 15 印度棕榈油月度进口量 .....	8
图 16 太平洋海温异常指数 .....	8
图 17 棕油港口库存 .....	9
图 18 豆油港口库存 .....	9
图 19 豆油商业库存 .....	9
图 20 菜油商业库存 .....	9
图 21 豆油仓单数量 .....	9
图 22 菜油仓单数量 .....	9
图 23 豆油进口成本与进口利润 .....	10

图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	10
图 28 菜油压榨利润.....	10

## 一、行情回顾

国内油脂行情						
	收盘价 (元/吨)	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
豆油	5280.00	-7.24%	196.12	-10.26%	27.70	-14.28%
棕油	4,676.00	-8.64%	460.33	-23.14%	25.01	-18.46%
菜油	6,875.00	-6.08%	82.75	-26.70%	8.74	-5.78%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
美豆油	26.32 美分/磅	-8.45%	40.74	15.17%	18.00	-6.56%
马棕油	2278.00 林吉特/吨	-7.02%	14.88	-5.40%	7.08	-0.76

上周，国内油脂在原油暴跌的影响下大幅下挫。其中棕油跌幅居前，最低点触及4500一线；豆油表现相对强于棕油，豆棕价差恢复至600元/吨，但也跌至去年5月水平；菜油也跌下7000点，不过在油脂中跌幅最小。油脂整体基差均大幅走弱。成交持仓上看，受到主力换月的影响，油脂成交活跃度有所下降，沉淀资金较继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆步步下挫，跌至近五年低位；马棕油受原油价格影响，周内也大幅下行，周五略有企稳迹象。

### 图1 油脂主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图4 豆油量价分析



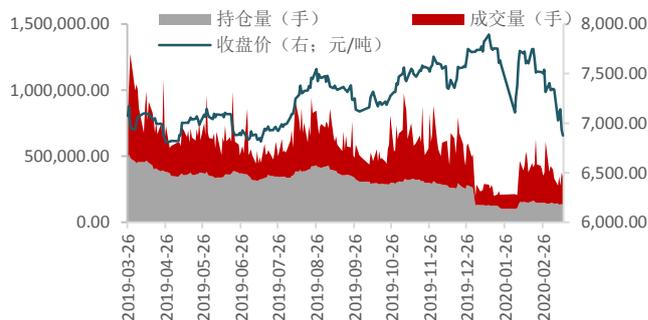
数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析



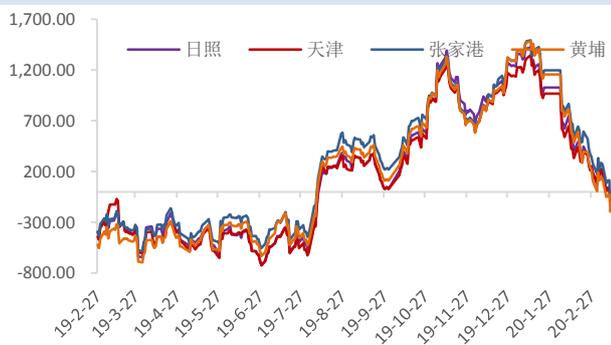
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



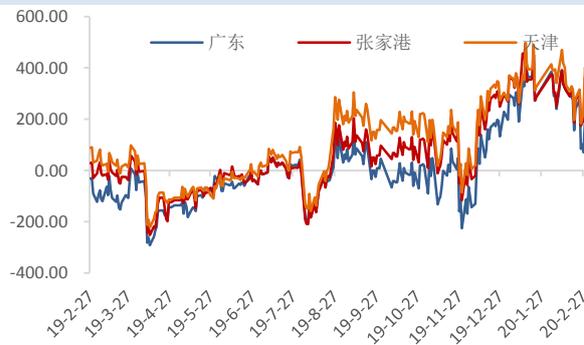
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



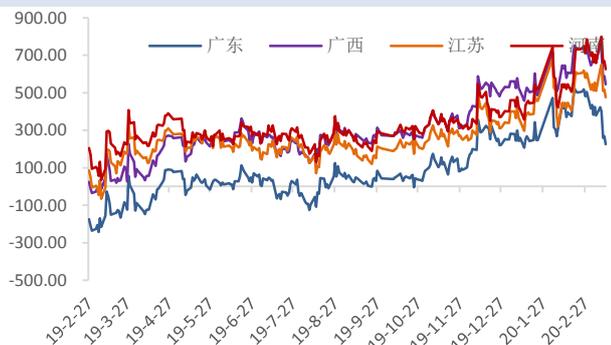
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



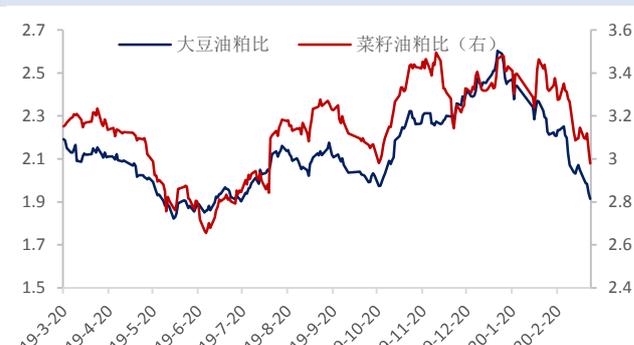
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 菜籽油基差



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 大豆/菜籽油粕比



数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、基本面分析

### （一）供需分析

#### 棕油

截至上周五，棕榈油商业库存为91.60万吨，较之前一周降低了-2.86%。受肺炎疫情影响，物流运输暂时受阻，去库速度较慢。根据海关数据，3月棕榈油到港预估在32万吨，4月棕榈油到港预估在32万吨。

根据马来西亚棕油局（MPOB）3月10日发布的2月供需报告，2月马棕油产量环比增加9.99%至128.85万吨，基本符合路透、彭博、CIMB此前预期的121-128万吨，但低于MPOA预期的环比增长率12.97%；出口量环比下降10.81%至108.23万吨，符合三大机构预期的107-110万吨；库存环比下降4.20%至168.16万吨，略低于预期的169-176万吨，继续处于下降趋势。整体来看，本次报告中性偏多。

产地出口方面，马来西亚新任种植业和商务部长周三表示，该国希望在一个月内解决与印度有关棕榈油的争端，并称“新政府上任的首要任务之一就是重建与印度的关系，特别是棕榈油问题。”根据马来船运调查机构SGS周二公布的数据，马来西亚3月1-10日棕榈油出口量为33.51万吨，较上月同期的32.33万吨增加3.6%，对印度出口量有所回升。印度溶剂萃取商协会SEA表示，印度2月植物油进口较上年同期减少10%至110万吨，其中棕榈油进口为540470吨，已跌至近5年同期低点，在斋月（4月）提振下，预计马来出口将继续增加。加之马来西亚也在开发北非和中东新的棕榈油出口市场，同样利多马棕油出口。

生物柴油方面，在近期原油价格暴跌的背景下，棕榈油制生物柴油的利润早已转为负值，除非国家扩大生物燃料补贴力度，否则生物柴油的需求将被压缩，同时此前印尼、马来企图用生柴计划推动棕油去库的计划也将破产，棕油库存下降只能被动依赖出口增加。因此尽管棕榈油基本面已有缓和，但若原油价格持续下行，棕榈油仍有可能在原油压制下继续寻底。

### 豆油

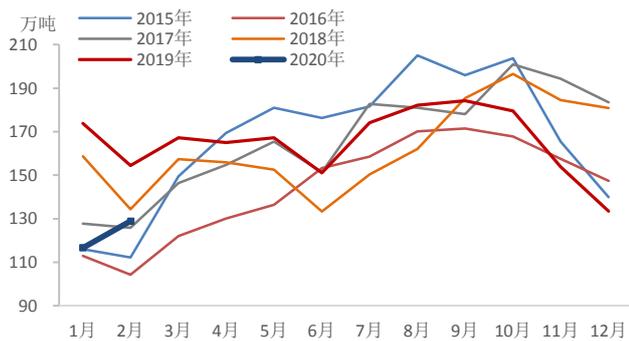
截至上周五，豆油港口库存为121.8万吨，较之前一周增加了16.44%。由于餐饮需求低迷，油厂提货以及出库较差，叠加年后原本就是油脂消费淡季的因素，豆油库存上升较快，与此同时，豆粕需求增加也使油厂压榨率增加，豆油作为压榨副产品持续累库。根据海关数据，3月大豆到港量预估在482.5万吨，4月在750万吨左右，因此后续豆油仍面临胀库的可能。

NOPA将于本周二公布2月美豆压榨报告，根据预期，2月美豆压榨量为1.64956亿蒲式耳，预估区间为1.631-1.6668亿蒲式耳，低于1月创下的1.7694亿蒲式耳的历史最高纪录，但高于2019年2月的1.54498亿蒲式耳。据预期，2月底美豆油供应将增至20.37亿磅，高于1月底的20.13亿磅和去年同期的17.52亿磅。若报告符合预期，则美豆油仍存下探动力。

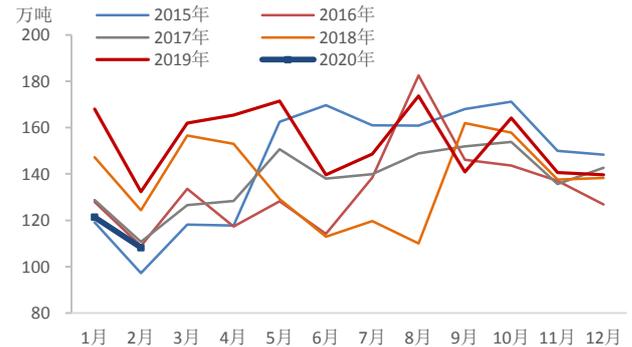
### 菜油

截至上周五，菜油商业库存为30.49万吨，较之前一周增加了0.45万吨。菜籽库存为18.9万吨，较前一周减少了2.5万吨。根据到港数据预估，3月将到港30万吨菜籽，4月将到港12万吨菜籽。由于3月菜籽到港量较此前预期的18万吨明显增加。

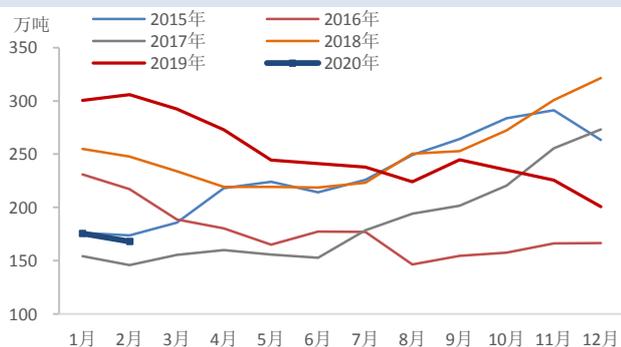
据加拿大统计局发布的最新报告显示，2020年1月份加拿大菜籽油出口量为310069吨，比12月份增加8.6%，创下14个月来的最高水平。1月份加拿大对中国的菜籽油出口量为93768吨，创下2019年4月份以来的最高水平。本年度迄今为止，加拿大的菜籽油出口总量为168.4万吨，比上年同期增加7.2%，比三年平均水平高出10.7%。在供应增加的预期下，国内菜油价格也将承压。

**图 11 马来棕榈油月度产量**


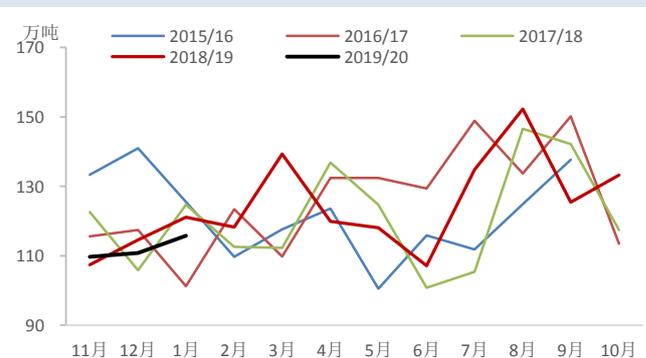
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 12 马来棕榈油月度出口量**


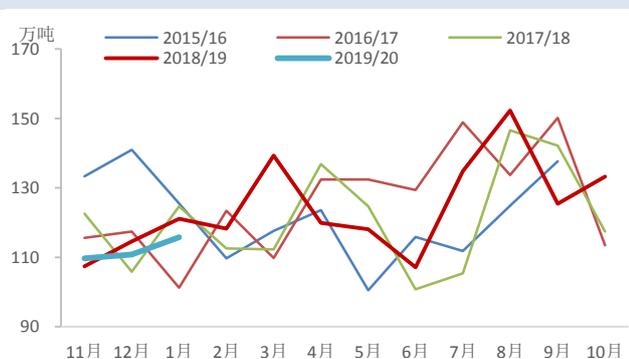
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 13 马来棕榈油月度库存**


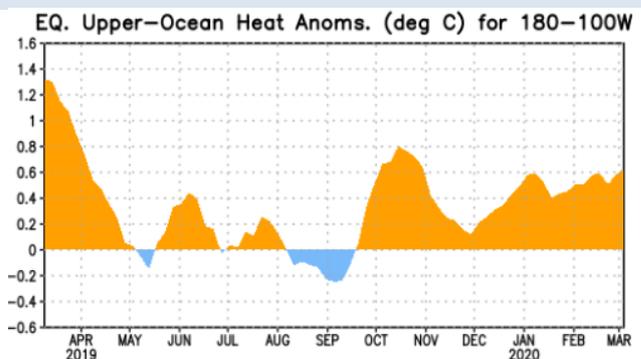
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 14 印度植物油月度进口量**


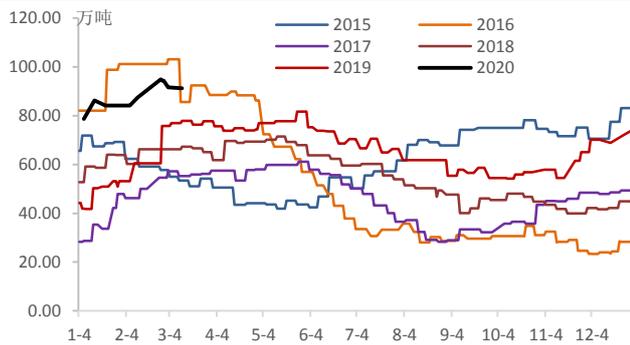
数据来源：SEA、国都期货研究所

**图 15 印度棕榈油月度进口量**


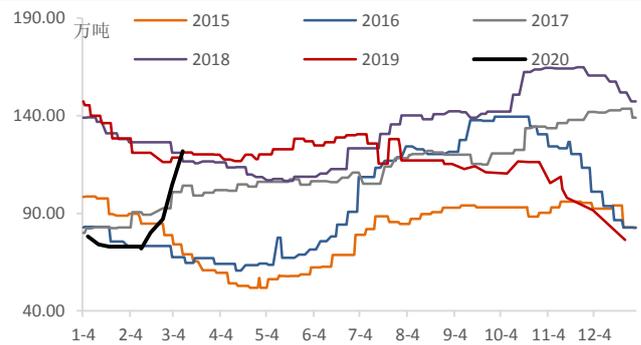
数据来源：SEA、国都期货研究所

**图 16 太平洋海温异常指数**


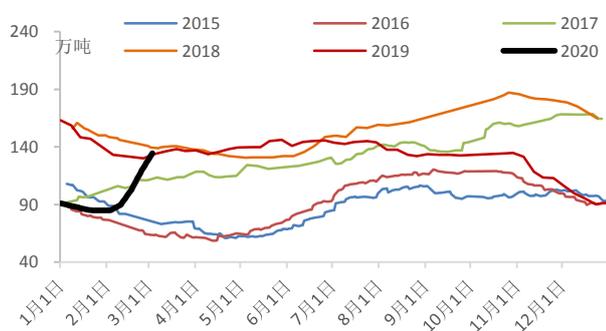
数据来源：NOAA、国都期货研究所

**图 17 棕油港口库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 18 豆油港口库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 19 豆油商业库存**


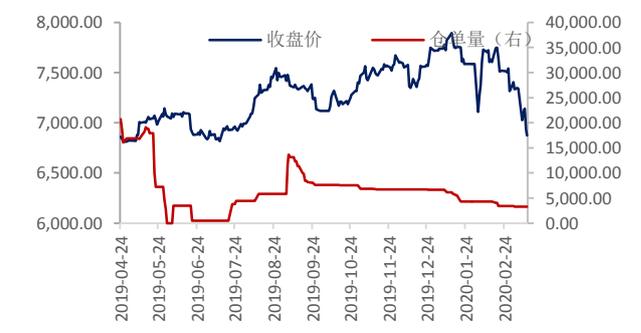
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 20 菜油商业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 21 豆油仓单数量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 22 菜油仓单数量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看,南美豆油进口成本增加86.9 元/吨至5604.4 元/吨,进口利润减少-484.9 元/吨至-324.4 元/吨,豆油进口利润出现贴水。棕油进口成本降低-503.1 元/吨至5309.6 元/吨,进口利润提高73.1 元/吨至-633.6 元/吨,尽管外盘棕榈油跌幅大于国内,但棕榈油进口利润贴水状态持续。菜油的进口成本提高46.0 元/吨至5840.9 元/吨,进口利润降低-512.0 元/吨至1034.1 元/吨,菜油进口利润虽下降但仍高度升水,不过在对加拿大进口政策放开之前,也只是有价无市。

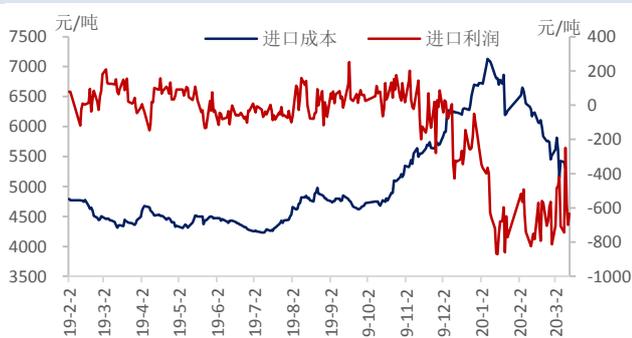
从压榨利润看，豆油压榨利润提高13.6 元/吨至148.1 元/吨，油厂开工率从上一周的55.38%降低至47.69%，周内压榨量降低26.79万吨至165.93万吨；菜油压榨利润降低-31.1 元/吨至471.5 元/吨，油厂开工率从上一周的12.09提高至14.44%，周内压榨量增加0.5万吨至3万吨。鉴于菜籽数量有限，未来开工率预计仍将处于偏低水平。

**图 23 豆油进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 24 大豆进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 25 棕油进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 26 菜油进口成本与进口利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 27 豆油压榨利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 28 菜油压榨利润**


数据来源：Wind、国都期货研究所

### 三、后市展望

棕油方面，尽管印马关系缓和及斋月备货使马棕油出口出现转机，但根据2月供需报告，马来已提前结束减产季，未来产量大概率将继续增加，基本面偏弱的整体格局不变。此外，原油价格暴跌使棕榈油制生物柴油的利润空间急剧压缩，利空生物柴油产业，相当于砍掉了棕榈油工业需求的炒作点，出口将成为去库的关键。后续关注点可放在原油价格上，若原油跌势不止，则棕油难有反转机会；若原油止跌企稳，棕油或在出口数据提振下小幅反弹。

豆油方面，由于下游养殖使得豆粕需求恢复较快，油厂开工率持续维持高位，豆油作为压榨副产品供应端持续宽松。从到港大豆的数量推断，4月豆油的供应量将继续增大，豆油库存将继续升高。虽然国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，或能逐渐消化过剩库存，但鉴于疫情并未完全过去，报复性消费仍未出现，眼下需求对于去库不过是杯水车薪，仍明显低于往年同期，预计短期内豆油期价低迷的局面将持续。

菜油方面，由于菜油、菜籽3月到港量增加及原油黑天鹅，菜油上周跟随油脂整体下跌，不过菜油供需面仍然偏紧，在油脂中将继续处于偏强位置，可作为油脂间跨品种套利中的多头配置。

整体上看，油脂上半年累库的格局或难以改变，原油价格也将成为制约油脂反弹的因素。相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。本周可关注的事项：  
(1) 马来西亚SGS出口数据，若出口回升，则棕油或存反弹可能。  
(2) 美国NOPA压榨报告，若报告中美豆油产量超预期，则利空国内豆油。

### 四、操作建议

单边：油脂下跌空间有限，但下跌动能还在，可根据原油走势酌情入场。

套利：油粕比方面，05合约油粕比继续浮盈加空。跨品种方面，豆棕价差上周恢复至600元/吨左右，预计本周可能会出现回调，风险厌恶者可止盈等待价差回落后再入场；风险偏好者可继续持有；前期未做多的建议等待。

### 分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任油脂、白糖期货分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。