

油脂进入磨底阶段，不建议继续做空

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂均呈现出短期见底的特征，期价有不同程度的反弹。其中豆油受豆一带动涨幅最大；棕油受原油价格影响更大，在原油价格大涨大跌的干扰下，棕油周内涨幅较小，价格仍处于相对低位；菜油走势在油脂中相对独立，期价出现拐点的时机也慢于豆油、棕油。成交持仓上看，豆油已换至09合约，成交持仓均增加；棕油、菜油未完成换月，05合约沉淀资金继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆油止跌企稳，但涨势明显小于美豆和美豆粕；马棕油虽然价格已到去年8月水平，但受原油价格影响，周内继续磨底。

后市展望

棕油方面，虽然马来西亚一些棕榈油工厂开始进行隔离，但MPOA称在实施行动限制令期间，棕榈油种植园已获准恢复经营，且这是马来西亚国内支柱产业，疫情对马棕油产量的影响将相对有限。不过各国餐饮需求下降叠加港口管理趋严，马棕油出口受疫情影响将明显回落，在供需失衡的状态下，产地棕油短期大概率累库。此外，原油价格也是笼罩在棕榈油上方的阴云，尽管棕油价格已到相对低位，但原油低价始终压制棕油反弹步伐。

豆油方面，由于大豆到港不及预期，油厂开工率连续两周下降，加之国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，豆油库存已出现下降拐点。不过从近期美豆粕和连豆粕相背离的走势来看，我国近期或将兑现前期的协议增加美豆进口，并且现在仍处于油脂消费淡季，预计随后豆油库存仍存走高的可能，在豆棕价差修复后难有合理的理由支撑豆油进一步反弹。

菜油方面，受到水产养殖需求恢复的影响，国内菜油油厂开工率小幅提高，菜油库存相应增加，不过在油脂中供应面仍是最紧的，需求在高价作用下也相对较差，料在4月孟晚舟听证会之前，供需两弱的格局将持续。

整体上看，国内油脂基本面有所缓和，价格也处于相对底部，不过鉴于海外疫情仍然严峻，原油不确定因素也较多，油脂反弹动力尚显不足。相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚棕榈油出口数据，若出口继续环比下降，则棕油反弹需要的时间将更长。（2）马来西亚MPOA产量数据，若产量意外回落，或是短期内价格反弹的转机。

操作建议

单边：周五原油大幅下挫，本周初油脂或跟随释放部分跌幅，但鉴于价格已到相对底部，不建议继续做空，可在下跌后轻仓搏短线反弹。

套利：豆粕比方面，近期方向性不甚明显，前期空头平仓后可先观望。跨品种方面，豆棕价差上周已恢复至800元/吨左右，多头可部分止盈，鉴于棕油较弱，可保留部分多头持仓观望。

报告日期 2020-03-22

研究所

史玥明

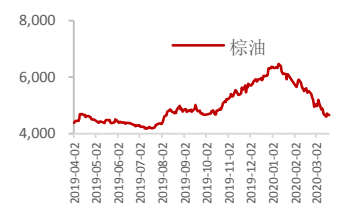
油脂期货分析师

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	5492.00	5.70%	219.99	12.17%	30.74	10.98%
棕油	4,658.00	1.13%	679.18	47.54%	21.13	-15.51%
菜油	6,782.00	-0.04%	96.76	16.93%	7.54	-13.66%
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	25.64 美分/磅	-2.77%	37.84	-7.12%	16.45	-8.62%
马棕油	2284.00 林吉特/吨	0.26%	19.04	27.96%	7.26	0.18

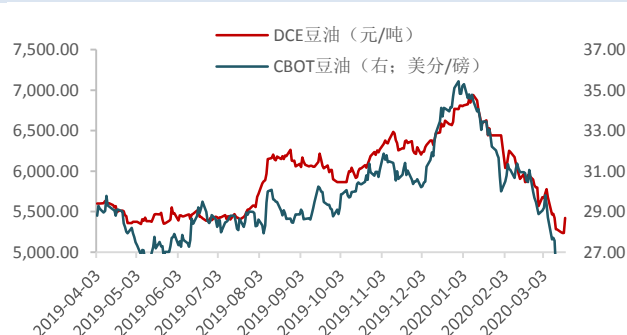
上周，国内油脂均呈现出短期见底的特征，期价有不同程度的反弹。其中豆油受豆一带动涨幅最大；棕油受原油价格影响更大，在原油价格大涨大跌的干扰下，棕油周内涨幅较小，价格仍处于相对低位；菜油走势在油脂中相对独立，期价出现拐点的时机也慢于豆油、棕油。成交持仓上看，豆油已换至09合约，成交持仓均增加；棕油、菜油未完成换月，05合约沉淀资金继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆油止跌企稳，但涨势明显小于美豆和美豆粕；马棕油虽然价格已到去年8月水平，但受原油价格影响，周内继续磨底。

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



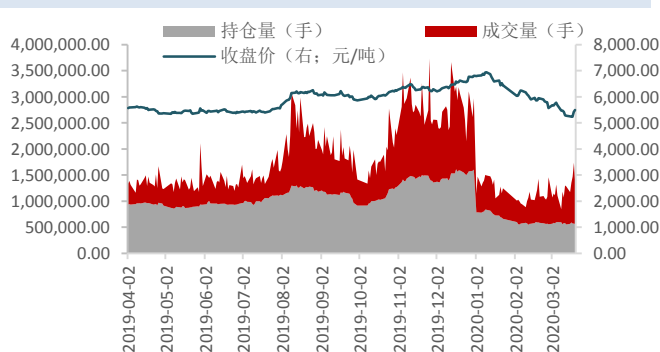
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

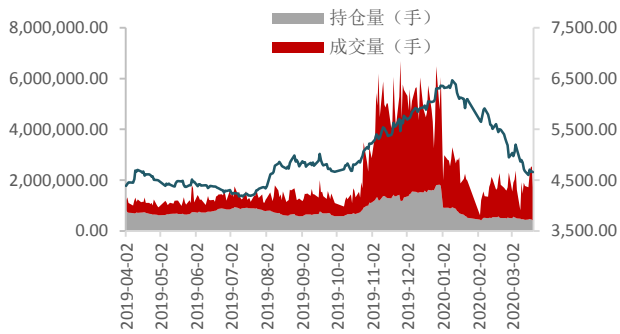
图4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

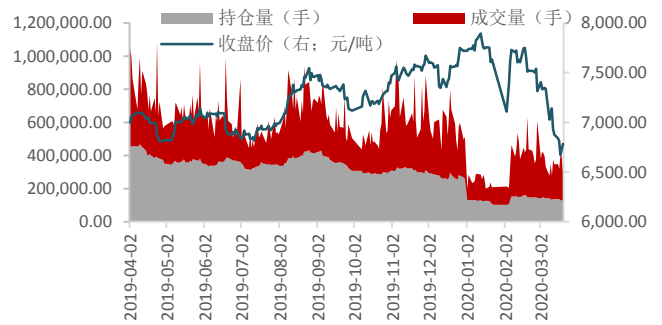
请务必阅读正文后的免责声明

图5 棕榈油量价分析



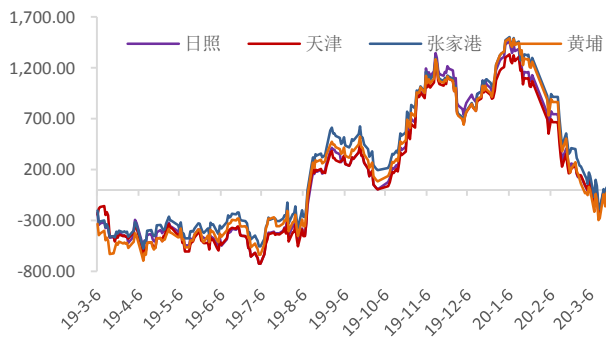
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



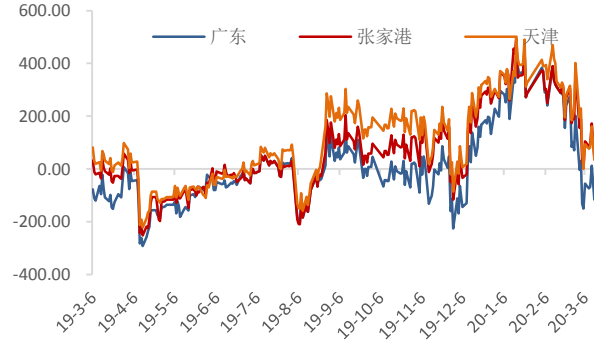
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



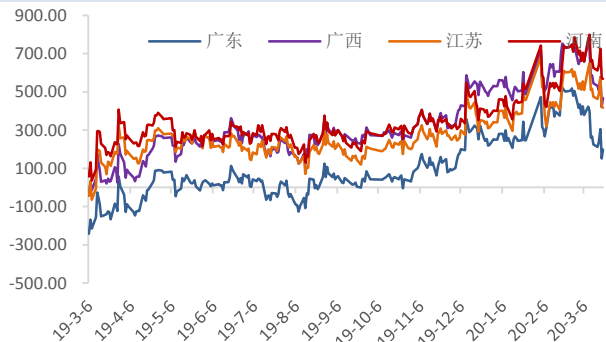
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



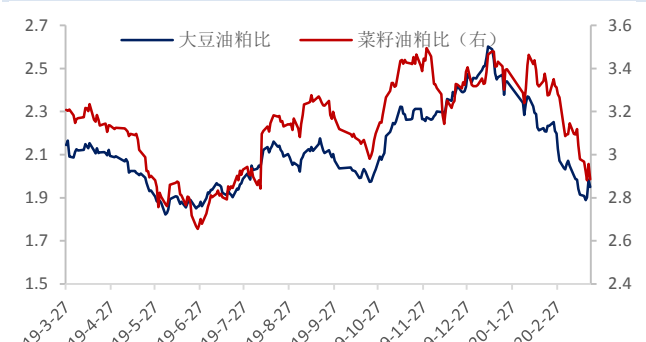
数据来源：Wind、国都期货研究所

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86.70万吨，较之前一周降低了-4.93%。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。

近期棕榈油主要出口国马来西亚新冠肺炎确诊病例快速增加，马来政府决定从3月18日至3月31日在全国范围内实施行动限制令，一些棕榈油工厂已经开始进行隔离，市场担心由此会影响棕榈油的供应，从周二午盘棕榈油大幅拉涨。不过周三马来西亚棕榈油协会表示，在实施行动限制令期间，棕榈油种植园已经获准恢复经营，马棕油又悉数回吐涨幅。整体来看，鉴于棕榈油产业是马来西亚重要支柱企业，未来叫停的可能性很小，加之今年以来马来降水情况相较于去年三季度已有明显好转，马棕油二季度产量大概率维持恒定。

产地出口方面，根据马来船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚3月1-20日棕榈油出口量为64.44万吨，较上月同期的81.73万吨减少21.2%，面向欧盟、中国、印度的出口量均不同程度减少。对比此前ITS数据，3月1-10日出口量环比减少2.4%，1-15日环比减少9.6%，本次公布的出口数据下降幅度较大，可推断出在全球疫情的影响下，一方面各国餐饮需求下降，另一方面各国也加强了海关管控，未来出口将继续受限，马棕油大概率累库。

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。因此除却棕榈油基本面的因素，原油价格也是压制其反弹的重要因素。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为118.80万吨，较之前一周下降了-2.46%。由于前期大豆到港量不及预期，油厂受缺豆和豆油胀库影响开工率下降，豆油库存出现下降拐点。不过上周美豆粕和连豆粕走势出现分化，美豆粕追随美豆走高，而一向走势强劲的连粕却表现较为低迷，或与我国将兑现前期协议有关。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。

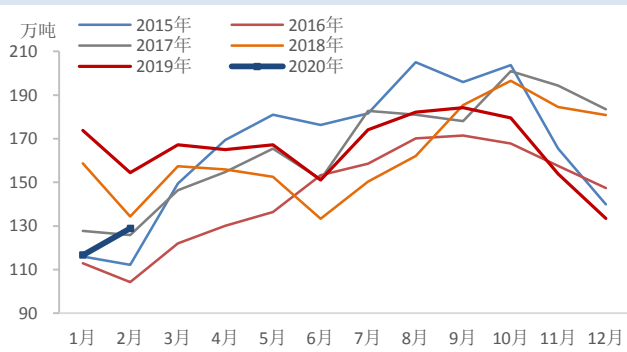
根据美国油籽加工商协会NOPA周二公布的数据，美国2月大豆压榨量为1.66288亿蒲式耳，低于1月的1.7694亿蒲式耳记录新高，但高于上年同期的1.54498亿蒲式耳，为历史同期新高，且高于此前分析师预期的1.65亿蒲式耳。这主要是由于豆粕需求强劲。不过NOPA表示，截至2月底，美豆油库存为19.22亿磅，低于交易商预估的20.37亿磅，为4个月来首次减少，一定程度上支撑了美豆油走势，提振连盘豆油，但长期反弹仍存疑。

菜油

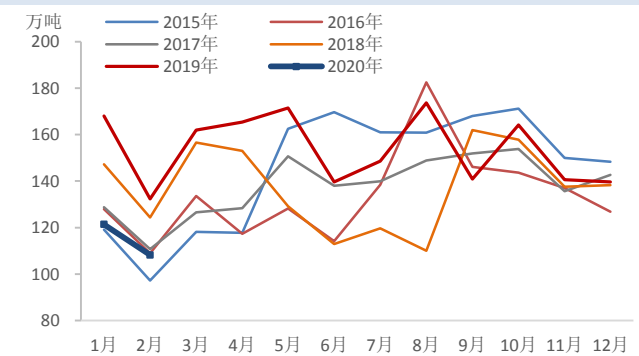
截至上周五，菜油商业库存为31.20万吨，较之前一周增加了0.81吨。菜籽库存为22.5万吨，较前一周增加了1.6万吨。根据到港数据预估，3月

将到港18万吨菜籽，4月将到港18万吨菜籽，受疫情影响，部分3月船期推迟到4月，菜油供需两弱的局面不变。

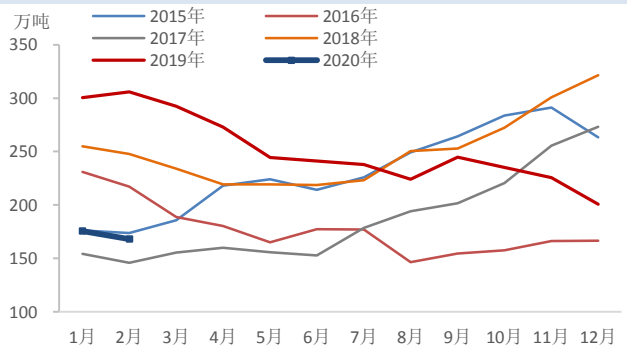
据加拿大统计局发布的最新报告显示，2020年1月份加拿大菜籽油出口量为310069吨，比12月份增加8.6%，创下14个月来的最高水平。1月份加拿大对中国的菜籽油出口量为93768吨，创下2019年4月份以来的最高水平。本年度迄今为止，加拿大的菜籽油出口总量为168.4万吨，比上年同期增加7.2%，比三年平均水平高出10.7%。在供应增加的预期下，国内菜油价格也将承压。

图 11 马来棕榈油月度产量


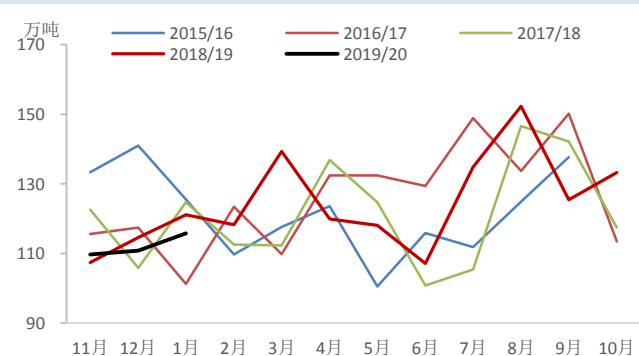
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量


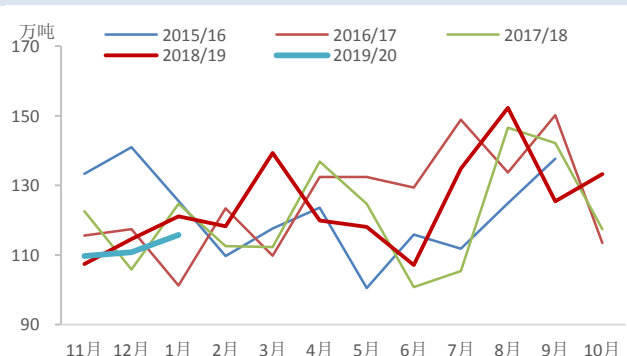
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存


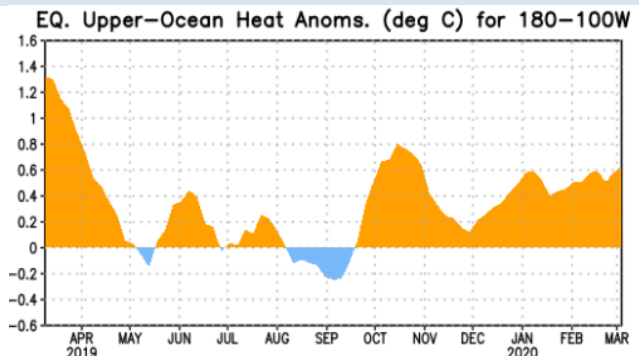
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量


数据来源：SEA、国都期货研究所

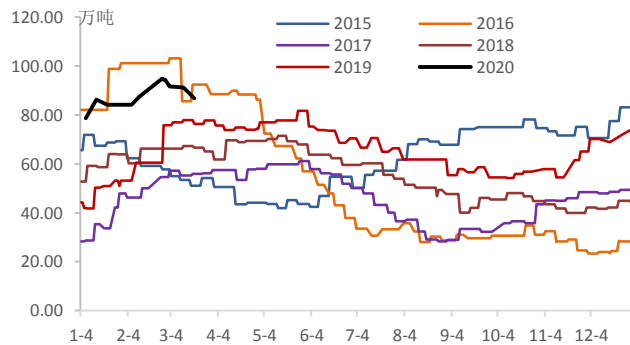
图 15 印度棕榈油月度进口量


请务必阅读正文后的免责声明

图 16 太平洋海温异常指数


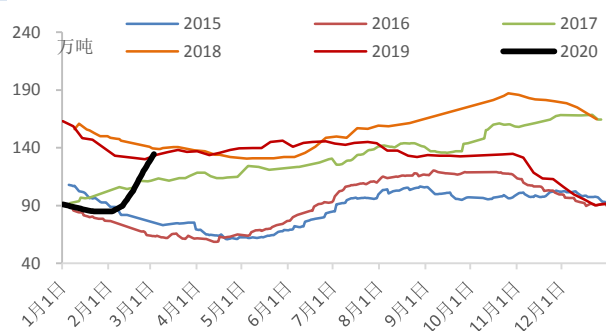
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



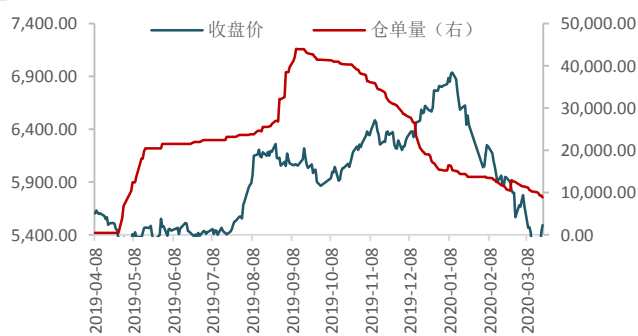
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

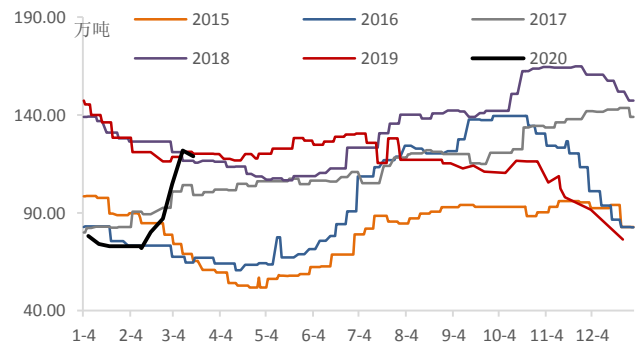
图 21 豆油仓单数量



数据来源: Wind、国都期货研究所

数据来源: NOAA、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 20 菜油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 菜油仓单数量



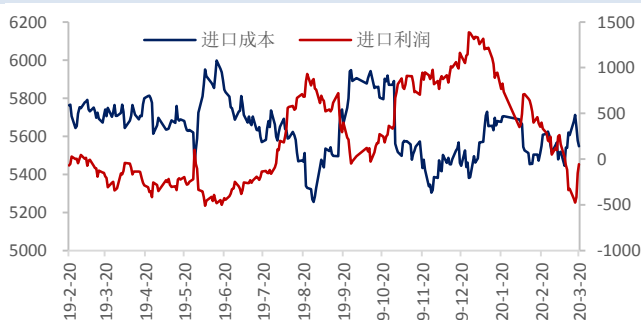
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 南美豆油进口成本降低-58.5 元/吨至5547.1 元/吨, 进口利润增加270.5 元/吨至-55.1 元/吨, 豆油进口利润贴水有所修复。棕油进口成本降低-51.6 元/吨至5207.8 元/吨, 进口利润提高33.6 元/吨至-549.8 元/吨, 从年初开始棕油进口成本便一路下跌, 但棕榈油进口利润贴水状态持续。菜油的进口成本降低-132.8 元/吨至5708.2 元/吨,

进口利润提高39.8 元/吨至1073.8 元/吨，菜油进口利润高度升水，不过在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80.4 元/吨至229.8 元/吨，油厂开工率从前一周的47.69%降低至42.28%，为连续两周下降，周内压榨量降低18.82万吨至147.11万吨；菜油压榨利润提高14.2 元/吨至485.7 元/吨，油厂开工率从前一周的14.44%提高至21.18%，周内压榨量增加1.4万吨至4.4万吨。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

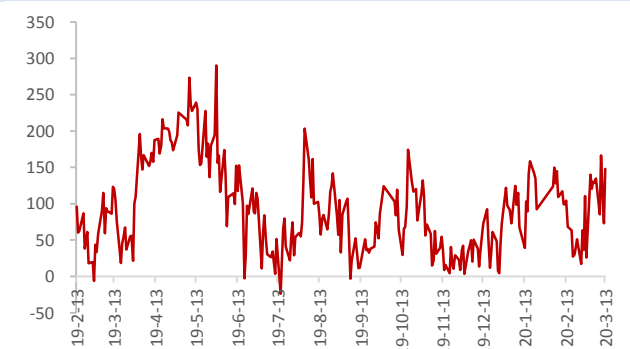

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润

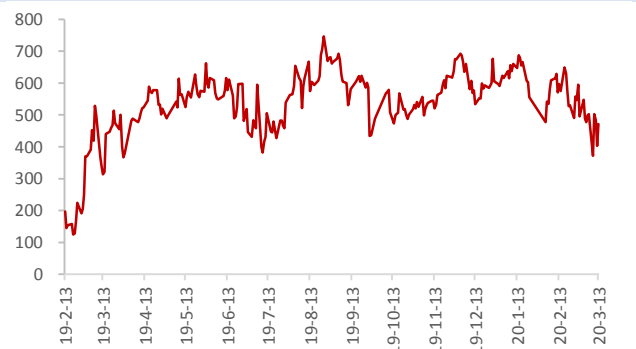

数据来源：Wind、国都期货研究所

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，虽然马来西亚一些棕榈油工厂开始进行隔离，但MPOA称在实施行动限制令期间，棕榈油种植园已获准恢复经营，且这是马来西亚国内支柱产业，疫情对马棕油产量的影响将相对有限。不过各国餐饮需求下降叠加港口管理趋严，马棕油出口受疫情影响将明显回落，在供需失衡的状态下，产地棕油短期大概率累库。此外，原油价格也是笼罩在棕榈油上方的阴云，尽管棕油价格已到相对低位，但原油低价始终压制棕油反弹步伐。

豆油方面，由于大豆到港不及预期，油厂开工率连续两周下降，加之国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，豆油库存已出现下降拐点。不过从近期美豆粕和连豆粕相背离的走势来看，我国近期或将兑现前期的协议增加美豆进口，并且现在仍处于油脂消费淡季，预计随后豆油库存仍存走高的可能，在豆棕价差修复后难有合理的理由支撑豆油进一步反弹。

菜油方面，受到水产养殖需求恢复的影响，国内菜油油厂开工率小幅提高，菜油库存相应增加，不过在油脂中供应面仍是最紧的，需求在高价作用下也相对较差，料在4月孟晚舟听证会之前，供需两弱的格局将持续。

整体上看，国内油脂基本面有所缓和，价格也处于相对底部，不过鉴于海外疫情仍然严峻，原油不确定因素也较多，油脂反弹动力尚显不足。相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚棕榈油出口数据，若出口继续环比下降，则棕油反弹需要的时间将更长。（2）马来西亚MPOA产量数据，若产量意外回落，或是短期内价格反弹的转机。

四、操作建议

单边：周五原油大幅下挫，本周初油脂或跟随释放部分跌幅，但鉴于价格已到相对底部，不建议继续做空，可在下跌后轻仓搏短线反弹。

套利：油粕比方面，近期方向性不甚明显，前期空头平仓后可先观望。跨品种方面，豆棕价差上周已恢复至800元/吨左右，多头可部分止盈，鉴于棕油较弱，可保留部分多头持仓观望。

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。