

## 油脂基本面转空，警惕宏观面风险

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂价格整体下挫，悉数收跌。其中，棕榈油利空消息较多且集中，在油脂中跌幅居前，超10%，豆油、菜油下跌过程相对温和，跌幅在3%以下。豆棕价差、棕油5-9价差也借此机会实现了一定程度的回归。从基差角度来看，上周油脂现货价格也出现下跌，各油脂基差均有所缩窄，缩窄幅度在200-300元/吨左右。从资金角度来看，上周油脂资金热度继续减退，豆油成交量较前一周下降了近一半，各油脂沉淀资金也均呈现流出状态。从外盘情况来看，上周美豆、美豆油均在高位窄幅盘整，价格重心走低；马棕油周内收长阴线，较之前一周高点跌幅超1500点。

#### 后市展望

棕油方面，尽管印尼上周放开了DMO限制，但同步调高了出口关税，短期市场来自印尼方面的供应压力有限，马棕油出口或继续受提振。但鉴于马棕油3月上半月产量恢复较快，产量环比增幅远超出口增幅，库存上升是大概率事件，此前价格中的升水将被逐渐挤出，料棕榈油价格短期继续下行的可能性较大。

豆油方面，阿根廷土壤墒情逐渐好转，巴西大豆收割也超过半数，南美大豆将逐步进入定产阶段，产量浮动空间较小，前期减产炒作将告一段落，美豆价格后续关注点主要在于南美大豆收割、出口、发运方面的异动情况，上行动力已有所减弱。同时，美豆油在库存增加的情况下，价格上方压力也增大，外盘对于国内豆类进口成本端的支撑弱化，若后续国内大豆抛储逐渐作用于市场供应格局，料豆油将面临较大抛压。

菜油方面，国内菜油在进口有限、压榨偏低的情况下，港口库存持续处于20万吨附近，基本面存在一定支撑，但鉴于需求较差，若其他油脂出现下跌趋势，菜油也难独善其身，大概率将跟随下行。

整体来看，油脂基本面风向已转空，但需警惕宏观突发事件及原油价格对于油脂价格的影响。相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

#### 操作建议

单边：棕榈油05合约可继续关注短空机会，目标位暂看10000附近。

套利：产业利润套利方面，可关注05合约油粕比的做空机会，目标位暂看2.4附近。跨期套利方面，棕榈油5-9价差缩窄套利继续持有，目标位移至500附近。

报告日期 2022-03-20

研究所

史玥明

油脂期货分析师

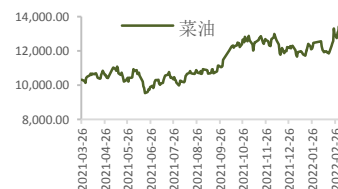
从业资格号：F3048367

投资咨询证号：Z0015548

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.....	10
三、后市展望.....	11
四、操作建议.....	12

## 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 .....	9
图 12 马来棕榈油月度出口量 .....	9
图 13 马来棕榈油月度库存 .....	9
图 14 印度植物油月度进口量 .....	9
图 15 印度棕榈油月度进口量 .....	9
图 16 太平洋海温异常指数 .....	9
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 .....	10
图 20 菜油商业库存 .....	10
图 21 豆油仓单数量 .....	10
图 22 菜油仓单数量 .....	10
图 23 豆油进口成本与进口利润 .....	11

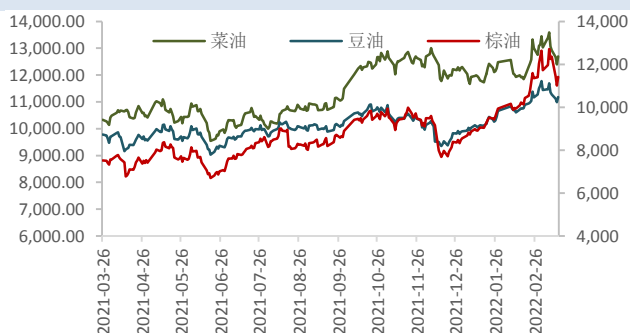
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	11
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	11
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	11
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	10,436.00	-2.54%	211.84	-40.96%	28.55	-11.03%
棕油	11,058.00	-11.14%	440.22	-18.19%	32.75	-2.31%
菜油	12,722.00	-2.79%	111.81	-18.15%	12.04	-9.52%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
美豆油	72.39 美分/磅	-4.79%	18.26	-31.12%	14.72	0.76%
马棕油	5632.00 林吉特/吨	-16.07%	11.57	4.33%	6.57	0.14

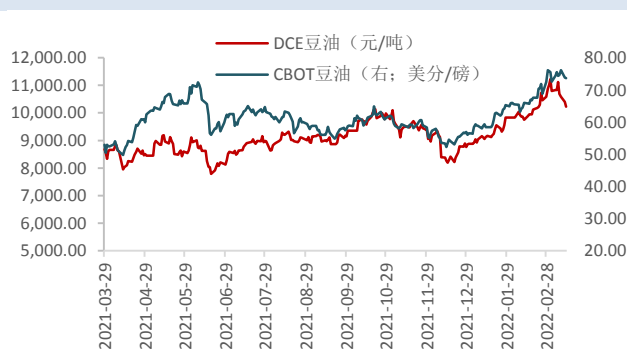
上周，国内油脂价格整体下挫，悉数收跌。其中，棕榈油利空消息较多且集中，在油脂中跌幅居前，超10%，豆油、菜油下跌过程相对温和，跌幅在3%以下。豆棕价差、棕油5-9价差也借此机会实现了一定程度的回归。从基差角度来看，上周油脂现货价格也出现下跌，各油脂基差均有所缩窄，缩窄幅度在200-300元/吨左右。从资金角度来看，上周油脂资金热度继续减退，豆油成交量较前一周下降了近一半，各油脂沉淀资金也均呈现流出状态。从外盘情况来看，上周美豆、美豆油均在高位窄幅盘整，价格重心走低；马棕油周内收长阴线，较之前一周高点跌幅超1500点。

### 图1 油脂主力合约走势



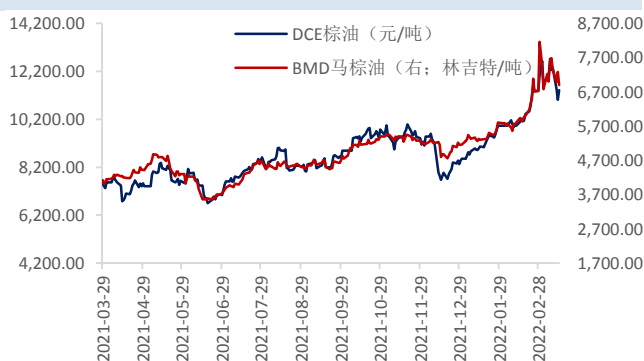
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



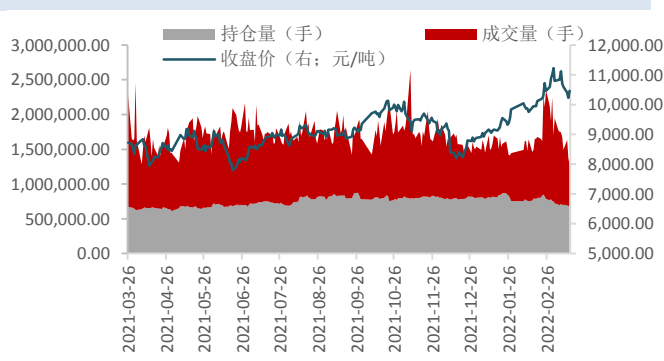
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

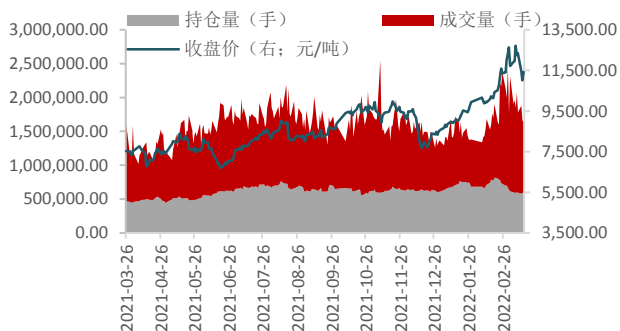


数据来源：Wind、国都期货研究所

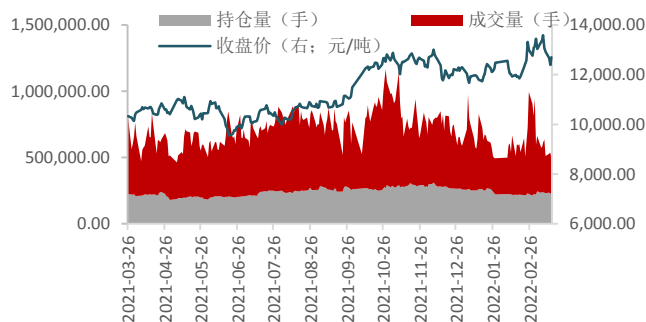
### 图4 豆油量价分析



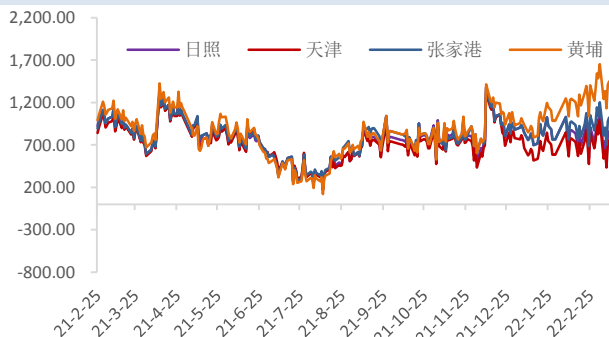
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


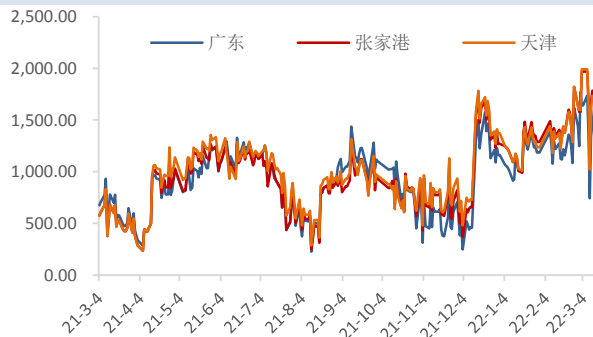
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


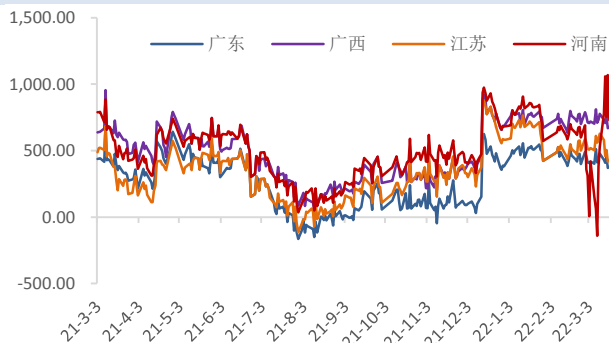
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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，棕榈油港口库存为33.65万吨，相较于前一周下降了-9.66%。商业库存为33.65万吨，相较于前一周下降了-9.66%。由于港口到船不及预期，棕榈油库存持续下降，目前已处于近五年同期最低点，一定程度上支撑国内价格。

马来产地方面，从3月上半月产量及出口情况来看，据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2022年3月1-15日马来西亚棕榈油单产增加32.75%，出油率增加0.07%，产量增加33.2%。马棕油的产量环比大幅增加，供应预期逐渐走向宽松，因此上周马棕油价格中由减产构成的升水被挤出，后续仍存续跌可能。据船运调查机构ITS数据显示，马来西亚3月1-15日棕榈油出口量为58.53万吨，较上月同期出口的50.62万吨增加15.63%。尽管出口数据向好，但环比增加幅度不及产量增加幅度，若本周高频产量数据增幅维持30%以上比例，则短期棕榈油价格大概率将继续偏空运行。

印尼产地方面，此前印尼要求将棕榈油出口商在国内销售其总出口量的比例提高到30%，预计减少280万吨出口量，这部分棕榈油出口将由马来西亚填补，一定程度上锁紧了棕榈油的短期供给，不过上周四印尼称将取消国内市场义务（DMO）政策，供给端紧张的预期被打破。但同时，印尼称将提高毛棕榈油出口税，从375美元/吨提高到675美元/吨。因此，尽管出口量限制放开，但出口关税同样限制了国际棕榈油买方的选择。后续来看，在高出口关税压制下，短期印尼方面对于市场构成的供应压力料不会太大，棕榈油进口国或延续之前从马来西亚的进口份额，短期或继续支撑马棕油价格，不过也需同步衡量产量利空带给盘面的抛压。

印度进口国方面，印度溶剂萃取商协会（SEA）表示，印度2022年2月植物油进口量为102.00万吨，去年同期为83.86万吨，同比增加21.63%，但低于1月的127万吨。其中，棕榈油进口量为45.48万吨，低于1月的55.31万吨；豆油进口量为37.66万吨，低于1月的39.12万吨；葵花籽油进口量为15.22万吨，低于1月的30.77万吨。印度进口环比下降，且在当下油脂消费淡季，疫情形势又持续紧张，后续进口需求同样受限。同时，截至今年3月1日，印度所有港口的食用油库存为49万吨，在途库存为138万吨，总库存量为187万吨，较2月1日的186.2万吨提高了8000吨，相较于往年同期仍处于相对高位，因此库存角度来看，后续印度进口需求并不大，进一步加大了棕榈油价格的上方压力。

从宏观角度来看，俄乌冲突进展仍是主导油价的主旋律，油价进入宽幅震荡行情，尽管在原油价格站上100美元后，市场恐慌情绪有所缓解，但是市场对于俄罗斯因受到制裁而出现的供应短缺问题存在担忧，料短期原油价格在100美元附近存在较强支撑，一定程度上对棕榈油价格存在提振。疫情方面，新冠疫情形势严峻，整体朝着高感染、低毒性的方向发展，但对国内的影响仍然存在，抑制棕榈油的餐饮需求，近期宜持续关注疫情进展情况。



### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为64.20万吨，较之前一周减少了-3.09%。根据船期监测，3月份国内主要地区油厂进口大豆到港量共101.5船，共计约659.75万吨，整体较2月份增加了85万吨左右，大豆供应有所增加，但相比于往年仍然偏低，且目前豆油库存相较于往年同期处于相对低位。尽管国家有关部门实施大豆和食用油抛储政策，但对市场形成有效供给还需时日，豆油供应仍然偏紧。

阿根廷产区方面，据布交所，截至3月17日，阿根廷2021/22年度大豆开花率为98.9%，去年同期99.8%，5年平均98.6%。结荚率为85.9%，去年同期86.6%，5年平均88%。鼓粒率为57%，去年同期59.3%，5年平均68.9%。阿根廷大豆作物状况评级较差占比为17%(上周为20%，去年30%)；一般占比为9%(上周50%，去年64%)；优良占比为34%(上周30%，去年6%)。与此同时，从豆田土壤墒情分析，25%处于水分短缺到极度短缺(上周23%，去年40%)；75%处于水分有益到适宜(上周75%，去年60%)；1%处于水分湿润(上周2%，去年0%)。大豆长势依然慢于往年，不过上周以来的降雨情况令土壤墒情及大豆长势好转，美豆上行动力减弱。

巴西产区方面，巴西行业咨询机构AgRural公布的数据显示，截至3月10日，巴西大豆作物已经收割64%，高于一周前的55%，也高于去年同期的46%，继续快于至少近六年水平。该国最大的大豆生产区马托格罗索州大豆作物收割已经接近完成，戈亚斯和南马托格罗索州的收割工作也接近尾声。不过，AgRural公司目前预计2021/22年度巴西大豆产量为1.228亿吨，低于之前预期的1.285亿吨。在南美主产国巴西收割超半数，产量接近定产的情况下，此前的减产炒作基本告一段落，美豆后续走势宜关注收割、出口方面的异动因素。

美豆方面，美国油籽加工商协会(NOPA)发布数据显示，2月大豆压榨量为1.65057亿蒲式，高于市场预期的1.65024亿蒲式耳，但略低于1月份的1.82216亿蒲式。2月豆油库存为20.59亿磅，高于市场预期的19.85亿磅，且高于1月份的20.26亿磅及去年同期的17.57亿磅。报告中性偏空，叠加国际油脂的下行带动，美豆油价格短期或走弱。

### 菜油

截至3月17日当周，全国菜油华东库存为19.95万吨，较此前一周增阿吉了2.05万吨。沿海地区油菜籽库存为21.5万吨，较此前一周增加了3.3万吨。菜油库存自年初以来持续维持低位，在进口受限、需求平淡的情况下，后续库存料将继续在底部震荡。因此，若油脂开启下跌趋势，菜油的基本面支撑或相对偏强，跌幅或相对棕油偏小。



图 11 马来棕榈油月度产量

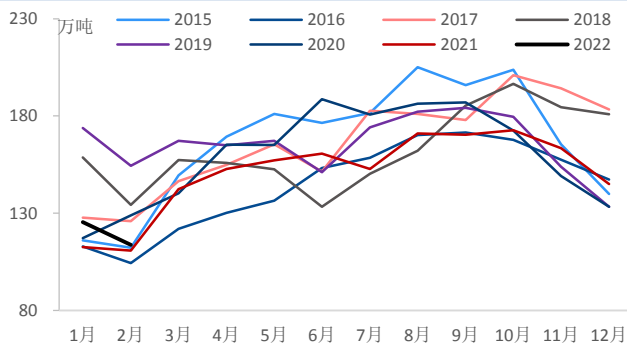


图 12 马来棕榈油月度出口量

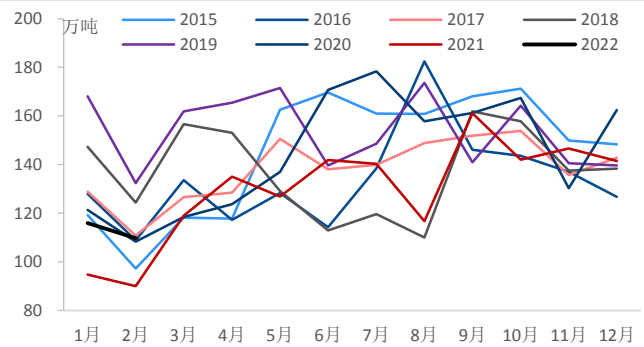


图 13 马来棕榈油月度库存

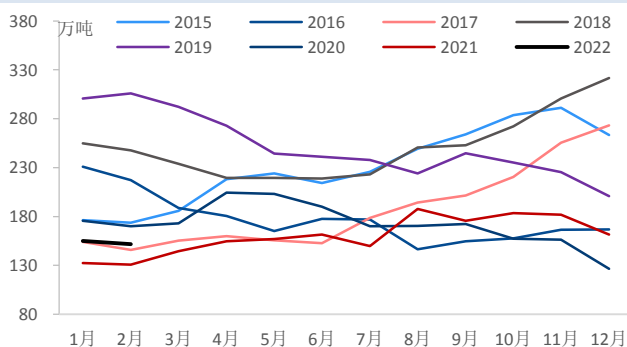


图 14 印度植物油月度进口量

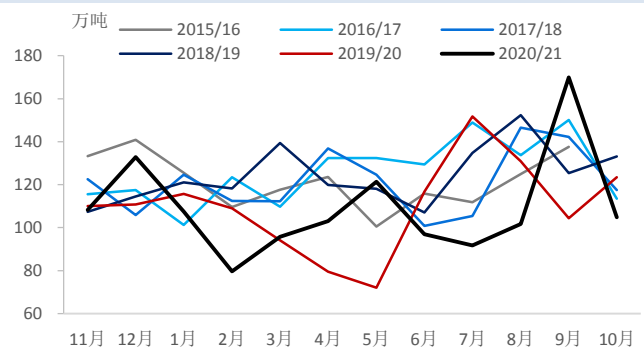


图 15 印度棕榈油月度进口量

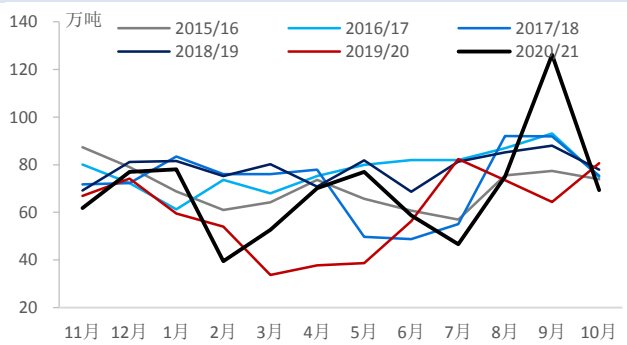


图 16 印度植物油港口库存

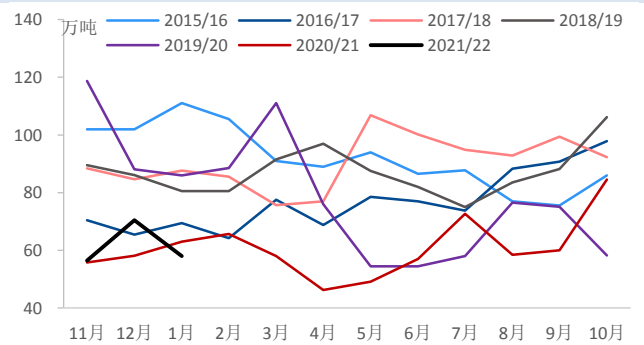


图 17 棕油港口库存

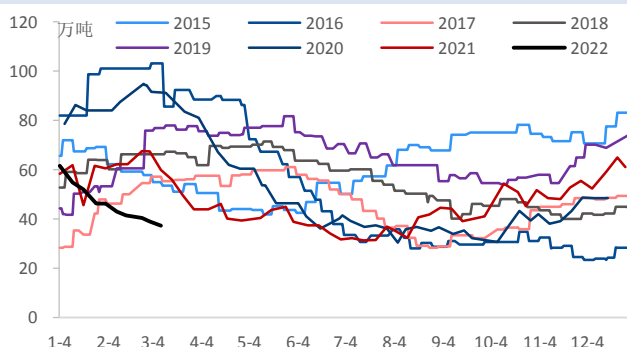
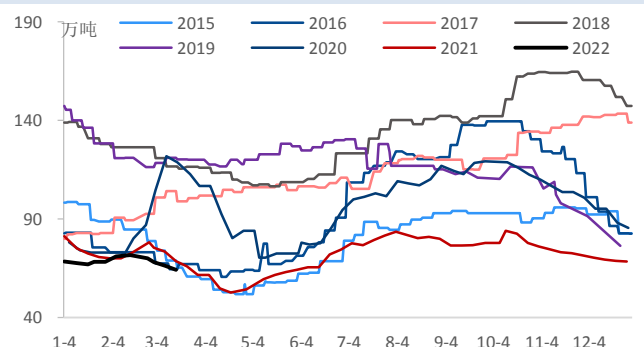
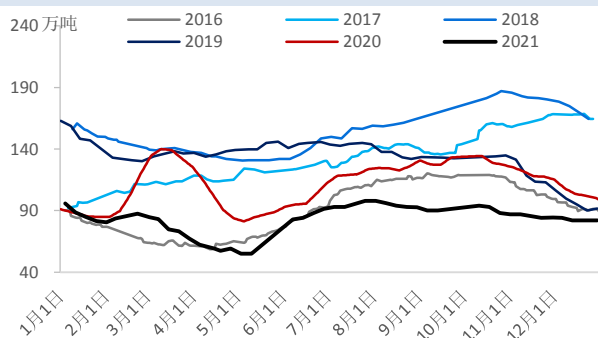
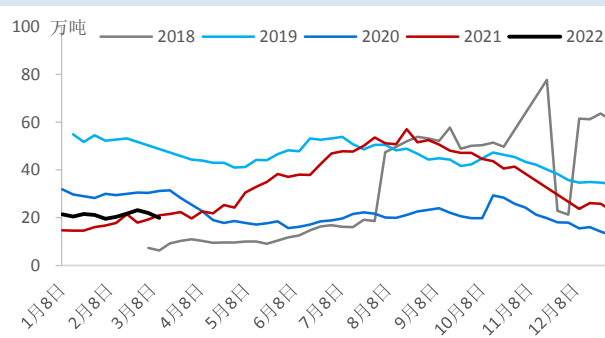


图 18 豆油港口库存



**图 19 豆油商业库存**


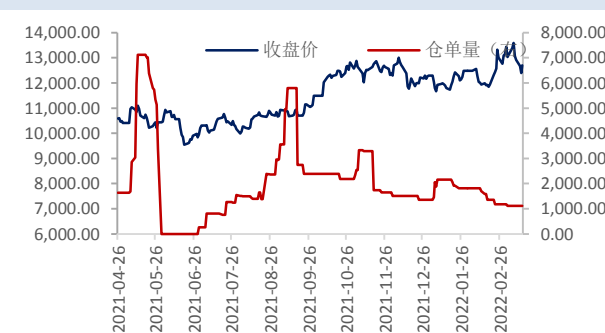
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

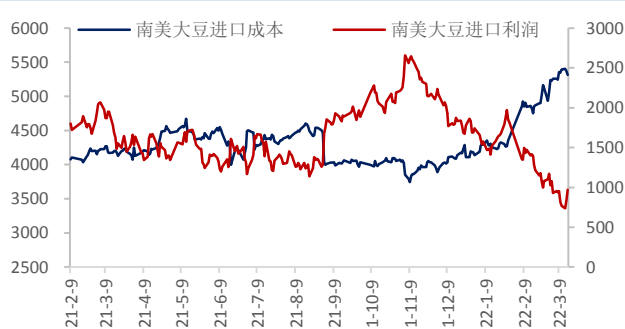
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 南美豆油进口成本增加566.5 元/吨至10022.2 元/吨, 进口利润降低-1218.5 元/吨至443.8 元/吨。棕油进口成本降低-1518.6 元/吨至13341.4 元/吨, 进口利润增加682.6 元/吨至-1923.4 元/吨, 仍然深度倒挂, 或继续影响后续到船情况。菜油的进口成本增加662.0 元/吨至11818.9 元/吨, 进口利润降低-1556.0 元/吨至877.1 元/吨, 在内外盘走势背离的情况下, 菜油进口利润空间缩窄, 关注后续该趋势是否延续, 若得到延续, 菜油的进口将在原先基础上雪上加霜, 进而支撑菜油价格。

从压榨利润看, 豆油压榨利润降低-102.6 元/吨至-173.4 元/吨, 上周国内油厂开机率为50.09%, 较之前一周增加了1.37个百分点, 在到港大豆数量有限、压榨利润倒挂的情况下, 短期油厂开工率提高空间不大。菜油压榨利润降低-573.5 元/吨至-700.4 元/吨, 压榨利润亏损状态仍然较深, 菜油厂开机率也持续处于偏低水平, 上周油厂开机率为19.46%, 较之前一周增加了3.62个百分点。

**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**


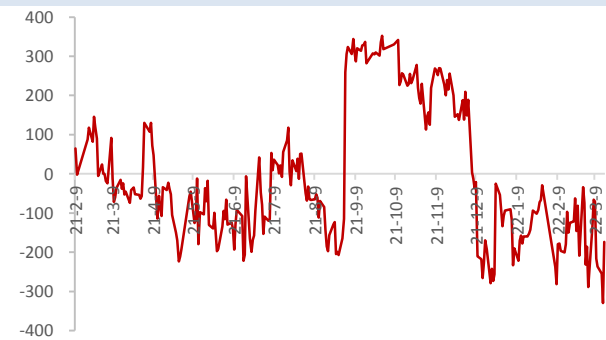
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 25 棕油进口成本与进口利润**

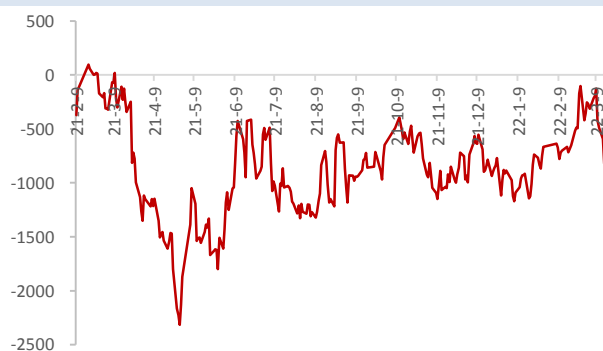

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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, 尽管印尼上周放开了DMO限制, 但同步调高了出口关税, 短期市场来自印尼方面的供应压力有限, 马棕油出口或继续受提振。但鉴于马棕油3月上半月产量恢复较快, 产量环比增幅远超出口增幅, 库存上升是大概率事件, 此前价格中的升水将被逐渐挤出, 料棕榈油价格短期继续下行的可能性较大。

豆油方面，阿根廷土壤墒情逐渐好转，巴西大豆收割也超过半数，南美大豆将逐步进入定产阶段，产量浮动空间较小，前期减产炒作将告一段落，美豆价格后续关注点主要在于南美大豆收割、出口、发运方面的异动情况，上行动力已有所减弱。同时，美豆油在库存增加的情况下，价格上方压力也增大，外盘对于国内豆类进口成本端的支撑弱化，若后续国内大豆抛储逐渐作用至市场供应格局，料豆油将面临较大抛压。

菜油方面，国内菜油在进口有限、压榨偏低的情况下，港口库存持续处于20万吨附近，基本面存在一定支撑，但鉴于需求较差，若其他油脂出现下跌趋势，菜油也难独善其身，大概率将跟随下行。

整体来看，油脂基本面风向已转空，但需警惕宏观突发事件及原油价格对于油脂价格的影响。相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

#### 四、操作建议

单边：棕榈油05合约可继续关注短空机会，目标位暂看10000附近。

套利：产业利润套利方面，可关注05合约油粕比的做空机会，目标位暂看2.4附近。跨期套利方面，棕榈油5-9价差缩窄套利继续持有，目标位移至500附近。

### 分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任国都期货油脂、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，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求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，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

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：(c) 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：010-84183058。