

菜油持续强势，逢回调继续入多

主要观点

行情回顾。上周国内油脂走势出现分化。由于中国取消了加拿大农业公司向中国出口油菜籽的注册，而加拿大又是国内菜油供给的主要来源，受到后续供应偏紧的影响，菜油周内连续拉涨，成交量较上周翻了两番。豆油、棕油随受菜油提振周初呈现小幅上涨趋势，但随后回归基本面，走势又现回落。国际方面，美豆油前期中美谈判取得进展的利好逐渐出尽，周内下跌回调。马棕油出口不力，但下方存在支撑，维持底部震荡格局。

后市展望。基本上，供给方面，短期内油脂库存下降较缓或小幅增加。其中，棕榈油成交提货较差，港口库存明显累积。且中马棕榈油商务论坛上中方与马来签订 162 万吨的棕油购买协议，料后续国内棕油供给仍会增加。豆油商业库存结束下降趋势开始累库，目前在 130 万吨左右。上周五市场传中国采购 8 船美豆约 50 万吨，本次采购共计 150-200 万吨，已得 USDA 确认。加之上月中国同意加购 1000 万吨美豆，国内豆油后续供给持续宽松。菜油油厂库存小幅抬升，因中加一事推升了菜油压榨量。需求方面，食用消费方面，年后油脂需求低迷，据中国食用植物油供需平衡表，3 月预测 2018/19 年度消费量为 3330 万吨，和 2 月预测基本持平。工业消费方面，马来自 2019 年 2 月起在交通和其他补贴行业实施 B10 生物燃料项目，但毕竟马来市场有限，政策利多并不明显，产地棕油库存依旧维持高位。

消息面上，中国海关总署网站公布获准对话出口企业名单，中国海关停止加拿大 Richardson International Ltd 向中国出口菜籽，很大程度上影响了后续菜籽油的供给。当前国储现有的 20 余万吨的库存量，加上国内菜籽种植面积缩减和减产，难以再向市场输出此前三年 110-220 万吨水平的供给量。因此，菜油短期内很有可能继续维持强势，菜系进口政策的变动几乎主宰了菜油价格的走势。目前菜油并不交易国内供需偏弱以及港口库存的情况，其近期的强势走势可完全归因于政策影响，菜油的强势何时终结需要观测中加关系以及菜系商品进口的最新动向，不过从菜油的走势来看，受豆油、棕油走势偏弱的影响，菜油强势的局面或将迎来回调。后续应警惕菜系进口政策的变动。

整体上看，短期内油脂整体走势偏空，基本面情况较低迷。消息面重点关注中加关系及菜系进口政策的变动。相对强弱关系上，菜油受消息面影响在油脂中处于领头地位，中短期内仍有可能强势领涨；豆油和棕油受基本面供给充裕的影响相对较弱，棕油和马盘的联动关系使其在油脂中处于弱势地位。即菜油>豆油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中加关系进展及菜系进口政策的调整，若菜籽油供应持续紧张，菜油的强势拉涨形态可能仍会持续；（2）马来西亚 MPOB 月度供需报告，如果能有效去库存或进一步提振马盘。

报告日期 2019-03-11

研究所

史玥明

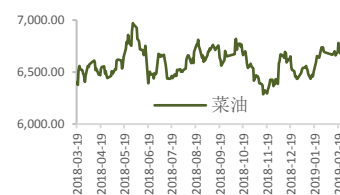
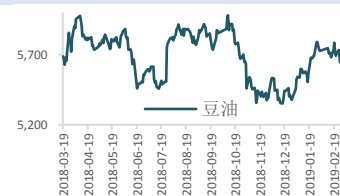
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



操作建议。单边：菜油受到中加一事影响连续上涨，严重影响了后期供给，在此事未得解决之前菜油仍存在上涨空间，可在其小幅回调后继续入多。豆油本周或将维持震荡格局，上涨空间不大。棕油在油脂中较弱，上周也有一定回调，本周可能追随菜油被动上涨，但需警惕马盘对连盘的联动影响。

套利：油粕比方面，当下粕类利空已逐渐出尽，豆粕跌至支撑位，且豆油短期内偏于震荡，油粕比套利空间不大。跨品种方面，豆棕价差已超1100元/吨，但鉴于棕油在油脂中较弱，做空豆棕价差仍需谨慎。菜油走势强于豆油、棕油，菜豆、菜棕价差扩大套利可继续持有。跨期方面，棕油59反套仍存空间，可继续持有。

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.....	8
三、后市展望.....	10
四、操作建议.....	11

插图

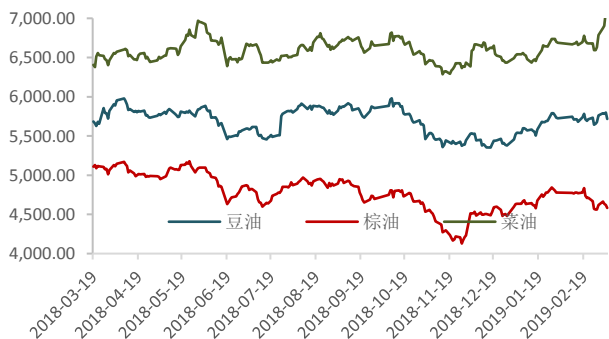
图 1 油脂主力合约走势	5
图 2 豆油内外盘主力合约走势	5
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势	5
图 4 豆油量价分析	5
图 5 棕榈油量价分析	6
图 6 菜油量价分析	6
图 7 豆油基差	6
图 8 棕榈油基差	6
图 9 菜籽油基差	6
图 10 油脂间比价	6
图 11 棕油港口库存	8
图 12 豆油港口库存	8
图 13 豆油商业库存	8
图 14 菜油商业库存	8
图 15 豆油仓单数量	8
图 16 菜油仓单数量	8
图 17 豆油进口成本与期价走势	9
图 18 棕油进口成本与期价走势	9
图 19 豆油进口利润与期价走势	9
图 20 棕油进口利润与期价走势	9
图 21 豆油压榨利润与期价走势	10
图 22 菜油压榨利润与期价走势	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	5724.00	-0.24%	248.80	24.16%	65.75	1.51%
棕油	4,590.00	0.04%	238.54	7.16%	51.44	4.71%
菜油	7,195.00	6.70%	271.96	121.75%	35.59	24.23%
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	29.65 美分/磅	-1.95%	25.39	-26.65%	21.63	-5.18%
马棕油	2126.00 林吉特/吨	-2.88%	9.32	-29.02%	7.13	1.68%

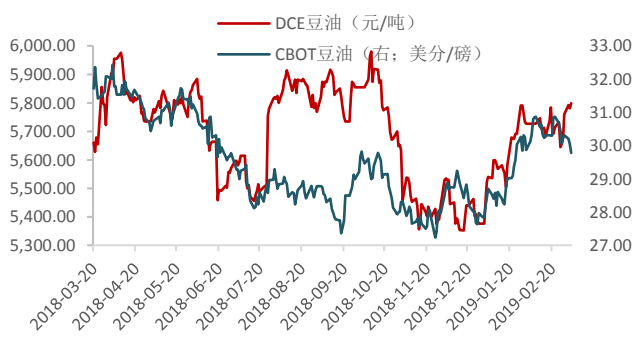
上周国内油脂走势出现分化。由于中国取消了加拿大农业公司向中国出口油菜籽的注册，而加拿大又是国内菜油供给的主要来源，受到后续供应偏紧的影响，菜油周内连续拉涨，成交量较上周翻了两番。豆油、棕油随受菜油提振周初呈现小幅上涨趋势，但随后回归基本面，走势又现回落。国际方面，美豆油前期中美谈判取得进展的利好逐渐出尽，周内下跌回调。马棕油出口不力，但下方存在支撑，维持底部震荡格局。

图1 油脂主力合约走势



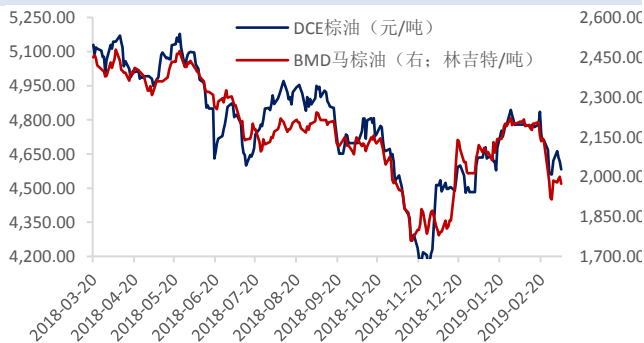
数据来源: Wind、国都期货研究所

图2 豆油内外盘主力合约走势



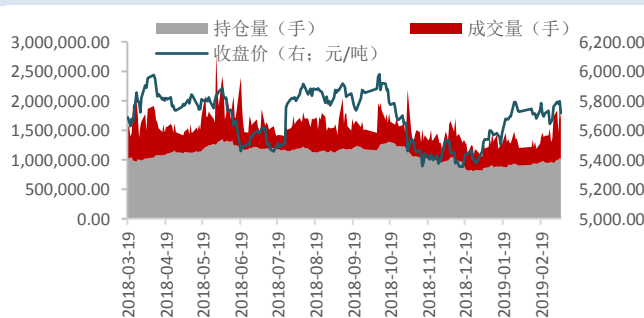
数据来源: Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势



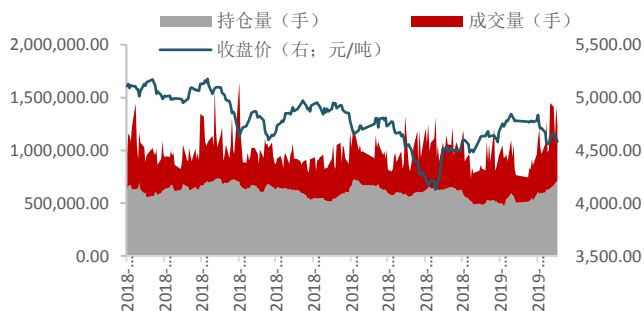
数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 豆油量价分析



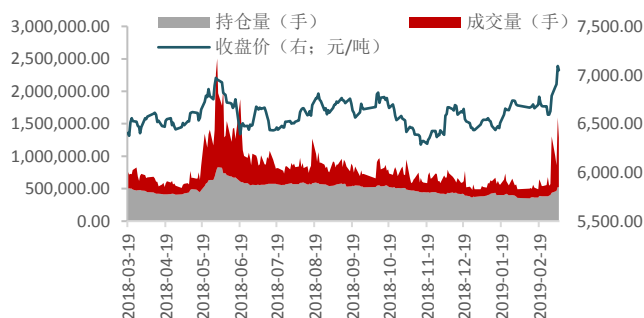
数据来源: Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析



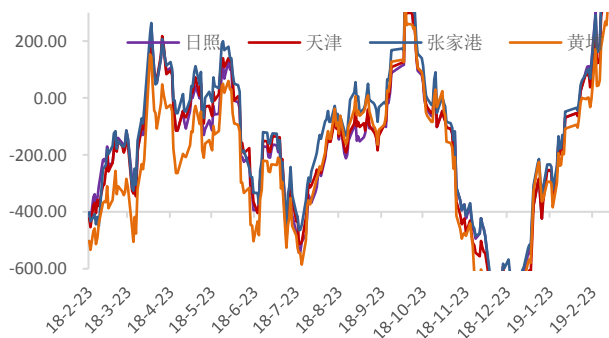
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



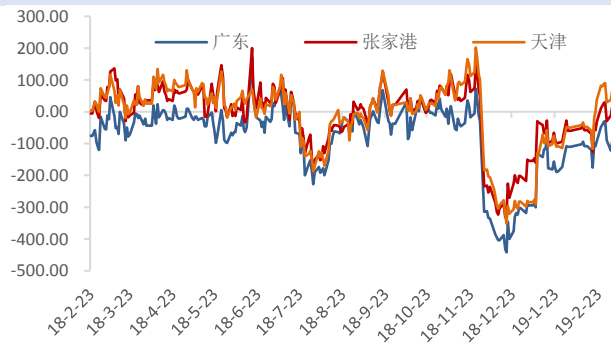
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



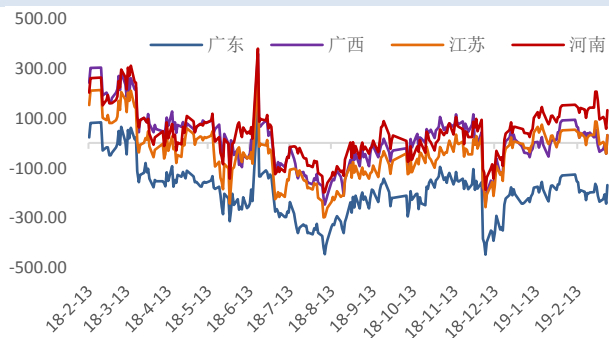
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



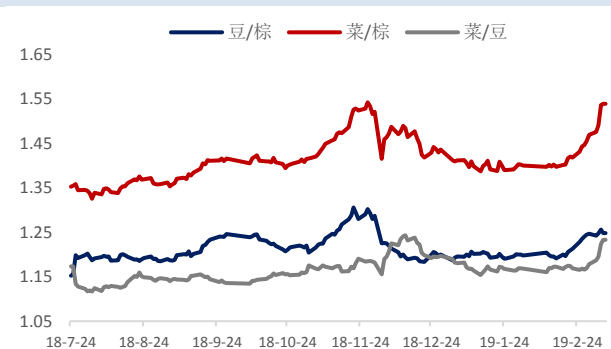
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 菜籽油基差



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 油脂间比价



数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

（一）供需分析

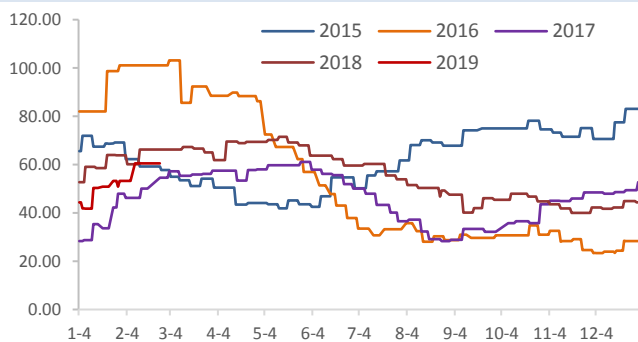
截至上周五，棕榈油港口库存为80.20万吨，相较于前一周增加了3.08%。商业库存为77.90万吨，较之前一周增加了1.30%。本周棕榈油库存继续增加，这主要由于近期棕榈油成交提货较差，棕榈油库存明显累积。

中马棕榈油商务论坛开幕式上，烟台天茂油脂、仪征方顺粮油以及益海嘉里与马来西亚当地四家企业签订了棕榈油购买协议，总计162万吨。预计后续国内棕油供给趋于宽松。国际方面，棕榈油行业知名分析师表示，全球2018/19年度棕榈油产量将触及7490万吨。另据行业专家称，2019/20作物年度全球棕榈油需求预计下滑，为20年来首次萎缩，因头号购买国印度的国内油籽供应增加以及欧洲和中国需求放缓。印度溶剂萃取商协会主管称，作为棕榈油替代品的油菜籽产量料达到创纪录的800万吨，增幅超50万吨，能满足国内植物油需求增速，因此进口量将维持在去年1500万吨的水平。欧洲一方面对棕榈油的限制更为严格，一方面也因中美贸易战而进口了更多大豆，棕榈油2月进口量呈现下滑趋势。中国也受中美贸易战的影响，试图通过进口更多美豆缓解贸易纠纷，因此棕榈油需求量也大幅减少。在此背景下，马棕油的去库难度加大，价格反弹存在上方阻力。马来产地方面，MPOB将于下周发布2月供需报告。路透预测数据：产量：160万吨(-8%)；进口：7.3万吨；出口：144万吨(-14%)；消费：28.4万吨；库存：295万吨(-1.7%)。如果按照预期数据，马来库存压力依旧较大，马棕油期价或有继续下探的可能。

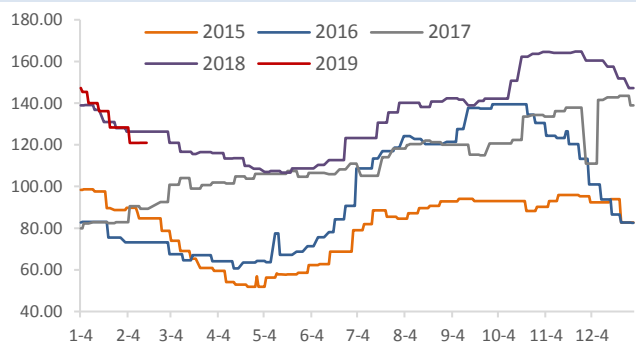
豆油港口库存为118.50万吨，较之前一周上涨1.89%。商业库存为136.50万吨，较之前一周上涨了4.17%，在油脂消费淡季，去库难度加大。巴西方面，巴西农业部下属的国家商品供应公司（CONAB）称，2019年巴西大豆出口量可能为7150万吨，比上年的8360万吨减少14.5%，原因在于中国进口量预计减少，巴西国内大豆减产以及生物柴油用量增长。预计2018/19年度（9月到次年8月）巴西大豆产量将比上年减少400万吨，约为1.15亿吨。据加拿大油籽加工商协会发布的油籽压榨数据显示，2019年1月，加拿大大豆压榨量为17.63万吨，较2018年12月的20.92万吨下降了15.74%。中美关系方面，商务部部长钟山谈中美贸易磋商：取得目前成果很不容易，当倍加珍惜；工作团队正继续磋商，达成协议需双方相向而行共同努力。料后续中国仍有可能进口美豆，国内豆油长期供给或将宽松。

菜油商业库存为17.63万吨，较之前一周增加了6.85%，高于去年同期水平。据路透：中国海关总署网站公布获准对话出口企业名单，中国已经取消了加拿大农业公司Richardson International Ltd向中国出口油菜籽的注册。中国是全球最大的油菜籽进口国，且加拿大是中国油菜籽主要进口渠道，海关停止Richardson International Ltd向中国出口菜籽，很大程度上影响了后续菜籽油的供给。当前国储现有的20余万吨的库存量，加上国内菜籽种植面积缩减和减产，难以再向市场输出此前三年110-220万吨水平的供给量。因此，菜油短期内很有可能继续维持强势，菜系进口政策的变动几乎主宰了菜油价格的走势。目前菜油并不交易国内供需偏弱以及港口库存的情况，其近期的强势走势可完全归因于政策影响，菜油的强势何时终结需要观测中加关系以及菜系商品进口的最新动向，不过从菜油的

走势来看，受豆油、棕油走势偏弱的影响，菜油强势的局面或将迎来阶段性回调。后续应警惕菜系进口政策的变动。

图 11 棕油港口库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 豆油港口库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油商业库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 菜油商业库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 豆油仓单数量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 菜油仓单数量

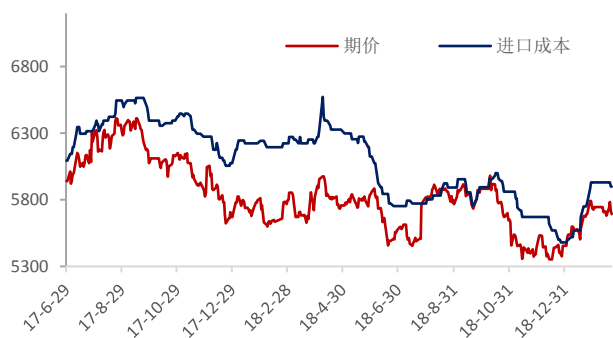

数据来源：Wind、国都期货研究所

(二) 成本利润分析

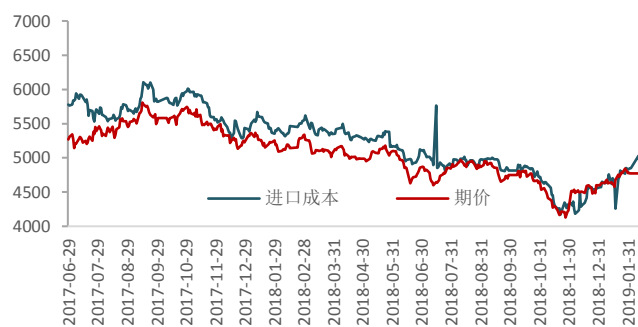
从进口成本及利润看，豆油进口成本减少-120.0 元/吨至5800 元/吨，进口利润上涨198 元/吨至55 元/吨。上周美豆油下跌回调，拉低了国内豆油的进口成本，但国内豆油走势强于外盘，进口利润小幅上行，扭转了之

前的贴水状态。棕油的进口成本增加22.76元/吨至4595.44元/吨，进口利润下降-77.63元/吨至-5.44元/吨。本周外盘棕油表现强于内盘，棕油进口利润出现回调，应密切关注进口利润数据，近期持续维持贴水状态或影响4月船期。

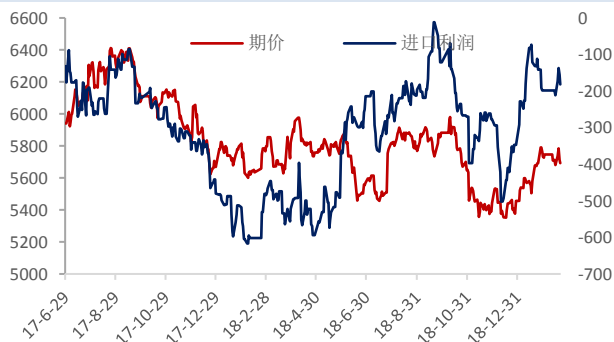
从压榨利润看，豆油压榨利润上涨1.0元/吨至-265.20元/吨，菜油压榨利润上涨239.74元/吨至505元/吨。本周豆粕价格跌至支撑位，有小幅反弹，但涨势并未持续，豆油压榨利润几乎与上周持平，依然持续贴水状态。菜油受到海关总署取消加拿大农业公司关于菜籽的注册，引发市场对菜油、菜粕后续供应的担忧，菜油价格大涨，拉升菜油压榨利润，增强了油厂的开工积极性。

图 17 豆油进口成本与期价走势


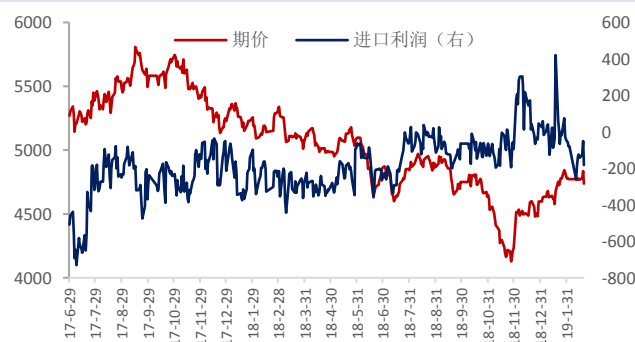
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 棕油进口成本与期价走势


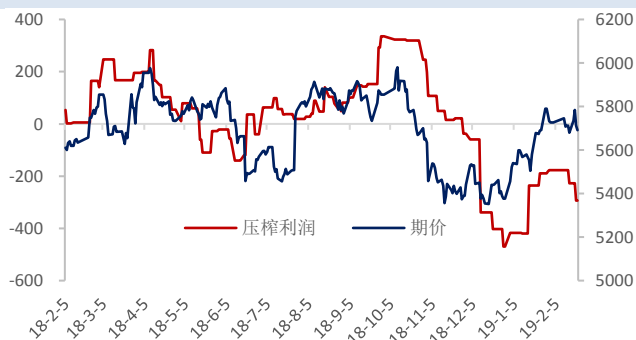
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 豆油进口利润与期价走势


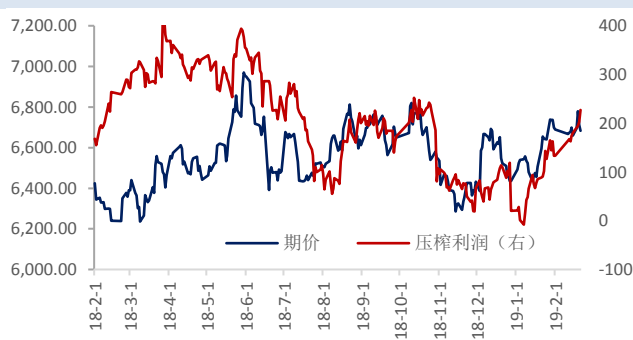
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 棕油进口利润与期价走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 豆油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 菜油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、后市展望

基本上,供给方面,短期内油脂库存下降较缓或小幅增加。其中,棕榈油成交提货较差,港口库存明显累积。且中马棕榈油商务论坛上中方与马来签订162万吨的棕油购买协议,料后续国内棕油供给仍会增加。豆油商业库存结束下降趋势开始累库,目前在130万吨左右。上周五市场传中国采购8船美豆约50万吨,本次采购共计150-200万吨,已得USDA确认。加之上月中国同意加购1000万吨美豆,国内豆油后续供给持续宽松。菜油油厂库存小幅抬升,因中加一事推升了菜油压榨量。需求方面,食用消费方面,年后油脂需求低迷,据中国食用植物油供需平衡表,3月预测2018/19年度消费量为3330万吨,和2月预测基本持平。工业消费方面,马来自2019年2月起在交通和其他补贴行业实施B10生物燃料项目,但毕竟马来市场有限,政策利多并不明显,产地棕油库存依旧维持高位。

消息面上,中国海关总署网站公布获准对话出口企业名单,中国海关停止加拿大Richardson International Ltd向中国出口菜籽,很大程度上影响了后续菜籽油的供给。当前国储现有的20余万吨的库存量,加上国内菜籽种植面积缩减和减产,难以再向市场输出此前三年110-220万吨水平的供给量。因此,菜油短期内很有可能继续维持强势,菜系进口政策的变动几乎主宰了菜油价格的走势。目前菜油并不交易国内供需偏弱以及港口库存的情况,其近期的强势走势可完全归因于政策影响,菜油的强势何时终结需要观测中加关系以及菜系商品进口的最新动向,不过从菜油的走势来看,受豆油、棕油走势偏弱的影响,菜油强势的局面或将迎来回调。后续应警惕菜系进口政策的变动。

整体上看,短期内油脂整体走势偏空,基本面情况较低迷。消息面重点关注中加关系及菜系进口政策的变动。相对强弱关系上,菜油受消息面影响在油脂中处于领头地位,中短期内仍有可能强势领涨;豆油和棕油受

基本面供给充裕的影响相对较弱，棕油和马盘的联动关系使其在油脂中处于弱势地位。即菜油>豆油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中加关系进展及菜系进口政策的调整，若菜籽油供应持续紧张，菜油的强势拉涨形态可能仍会持续；（2）马来西亚MPOB月度供需报告，如果能有效去库存或进一步提振马盘。

四、操作建议

单边：菜油受到中加一事影响连续上涨，严重影响了后期供给，在此事未得解决之前菜油仍存在上涨空间，可在其小幅回调后继续入多。豆油本周或将维持震荡格局，上涨空间不大。棕油在油脂中较弱，上周也有一定回调，本周可能追随菜油被动上涨，但需警惕马盘对连盘的联动影响。

套利：油粕比方面，当下粕类利空已逐渐出尽，豆粕跌至支撑位，且豆油短期内偏于震荡，油粕比套利空间不大。跨品种方面，豆棕价差已超1100元/吨，但鉴于棕油在油脂中较弱，做空豆棕价差仍需谨慎。菜油走势强于豆油、棕油，菜豆、菜棕价差扩大套利可继续持有。跨期方面，棕油59反套仍存空间，可继续持有。

分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任油脂期货分析师。

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：(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：010-64000083。