

## 菜油持续坚挺，菜棕价差继续拉大

### 主要观点

**行情回顾。**上周，国内油脂走势再度分化。南美大豆即将上市，在消费低迷的背景下供应压力增加使豆油内外盘双双下跌，并且月底中美第八轮磋商也对国内豆油盘面施加压力。棕油方面受外盘影响较大，周中马盘触底反弹，拉动连棕油一同上涨，然而受基本面疲弱影响，涨幅较小，棕油整体维持震荡筑底走势。菜油前一周回调后，上周继续上涨，尽管周中两天盘整，但周五再次拉高。成交方面，成交量和持仓量都有所减少，可见油脂板块的炒作热度在逐渐消退。

**后市展望。**基本上，供给方面，短期内油脂供给依旧充足。棕油方面，3月中国进口马来棕油有所增加，后续关注进口利润，如果进口利润持续贴水状态，将影响国内进口量。豆油方面，随着南美新大豆上市，国内进口巴西大豆将增加，预计3月豆油库存压力较大，4、5月份将逐渐缓解。菜油方面，尽管压榨利润上周回调，但依然维持在400元/吨以上。从库存角度来看，菜油库存压力在油脂中最小，处于紧平衡状态。需求方面，食用消费方面，棕榈油由于前期温度较低，影响其在其他油脂中的掺混，消费在油脂中最差。豆油、菜油相对平稳，但也处于淡季。工业消费方面，短期内油脂缺乏热点炒作，可密切关注原油价格，如果原油价格突破性上涨，或将提振生物柴油需求。

消息面上，美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦将于3月28日和29日在京举行中美第八轮经贸高级别磋商。4月初，刘鹤副总理将应邀访美举行第九轮经贸高级别磋商。短期内料连盘豆油维持震荡走势，上涨、下跌动力均不强。在中美经贸摩擦的大背景下，中加菜籽进口商检问题只是小插曲。中加关系导致的进口风险可以类比去年同期中美关系对大豆的影响，如果全面限制进口，市场需要重新寻找平衡点。且菜油相对于菜粕，受限制进口的影响更大。

整体上看，油脂基本面受消费淡季影响偏弱，菜油基本面在油脂中偏强，棕油受马来产地库存高企影响在油脂中最弱。下周四、五中美将举行第八轮高级别磋商，届时中国或继续购入美国大豆，因此下周豆油料维持震荡偏弱走势，不过下跌空间不会太大。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）菜籽油国际供需及贸易政策调整情况，如果未有新采购消息，菜油短期内仍将维持强势；（2）中美磋商新进展，密切关注特朗普等美方评论，如果持续僵持，豆油将取得下方支撑；（3）马来西亚SGS出口数据和MPOA产量数据，出口增加或能短期提振马盘行情，进而推动国内连棕油止跌。

**操作建议。**单边：单边：菜油上周在经历两天的盘整后涨势未停，预计在到达7250一线前仍有上行空间，前期多单继续持有，前期未减仓不建议此时入场。棕油和马盘联动紧密，短期内轻仓偏空操作。豆油在中美磋商之前行情震荡的可能性较大，建议耐心等待。

套利：油粕比方面，上周随着豆粕、菜粕的上涨，油粕比呈现不同程度的下降。但后续来看，油粕比上涨、下跌空间都存在阻力，因此不建议进行油粕比套利。

报告日期 2019-03-23

### 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



跨品种方面，豆棕价差逐渐回落，待其低至1000元/吨以下时可入场做多，菜棕价差扩大继续持有。跨期方面，棕油近月合约受库存压制表现较弱，59反套继续持有。

## 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

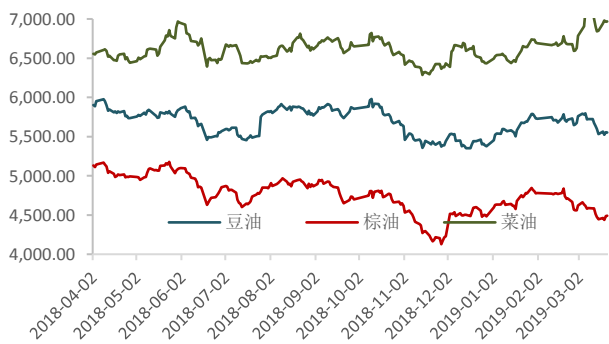
图 1 油脂主力合约走势 .....	5
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	5
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	5
图 4 豆油量价分析 .....	5
图 5 棕榈油量价分析 .....	6
图 6 菜油量价分析 .....	6
图 7 豆油基差 .....	6
图 8 棕榈油基差 .....	6
图 9 菜籽油基差 .....	6
图 10 油脂间比价 .....	6
图 11 棕油港口库存 .....	8
图 12 豆油港口库存 .....	8
图 13 豆油商业库存 .....	8
图 14 菜油商业库存 .....	8
图 15 豆油仓单数量 .....	8
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	5550.00	-1.21%	128.45	-32.78%	52.06	-9.92%
棕油	4,492.00	-0.13%	194.07	-14.65%	57.19	-4.72%
菜油	6,970.00	1.26%	171.11	-43.03%	24.58	-13.86%
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	29.20 美分/磅	-1.25%	23.41	-7.11%	20.15	-2.49%
马棕油	2165.00 林吉特/吨	2.51%	10.34	10.12%	6.94	-16.76%

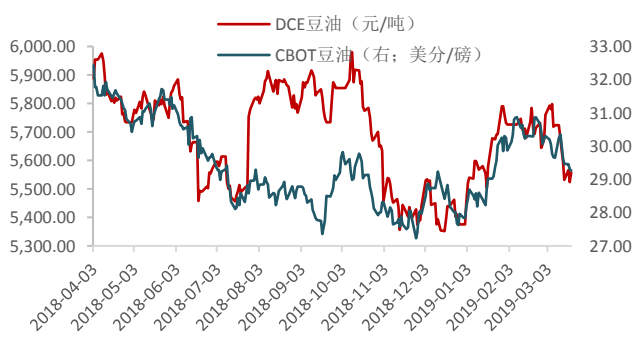
上周，国内油脂走势再度分化。南美大豆即将上市，在消费低迷的背景下供应压力增加使豆油内外盘双双下跌，并且月底中美第八轮磋商也对国内豆油盘面施加压力。棕油方面受外盘影响较大，周中马盘触底反弹，拉动连棕油一同上涨，然而受基本面疲弱影响，涨幅较小，棕油整体维持震荡筑底走势。菜油前一周回调后，上周继续上涨，尽管周中两天盘整，但周五再次拉高。成交方面，成交量和持仓量都有所减少，可见油脂板块的炒作热度在逐渐消退。

### 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

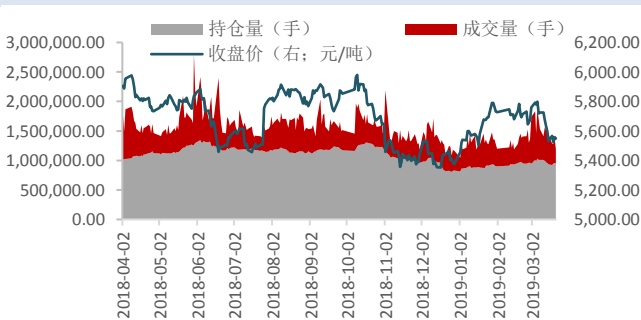
### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



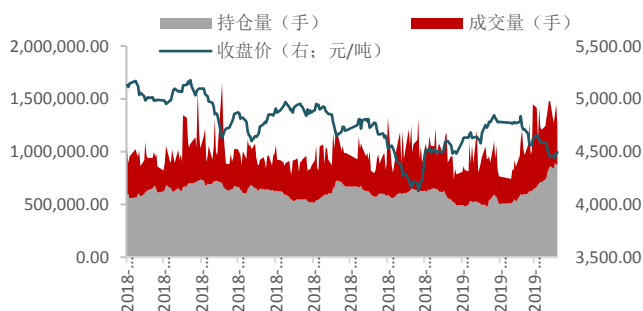
数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

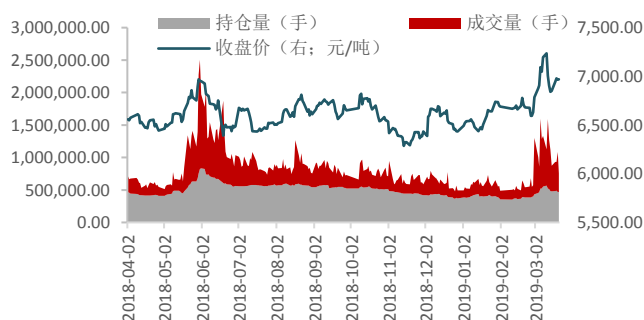
### 图4 豆油量价分析



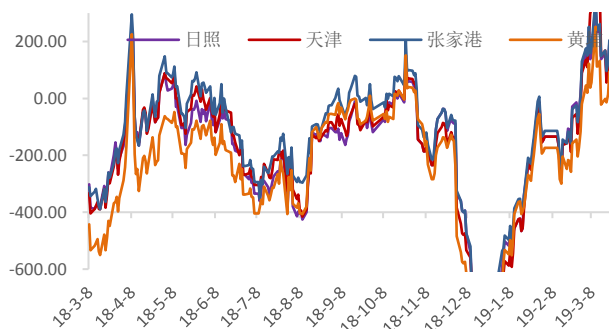
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


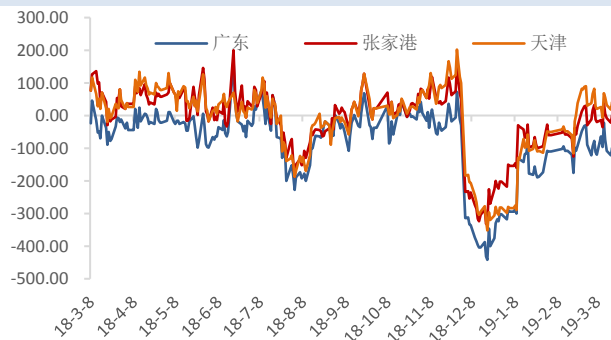
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


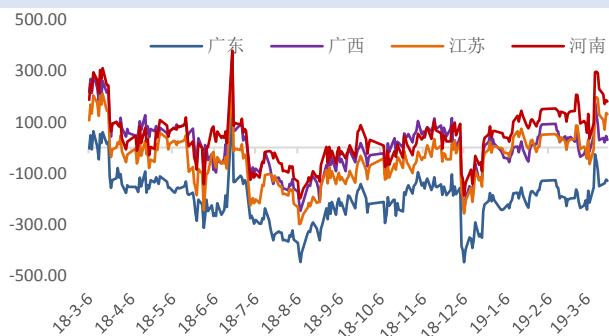
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


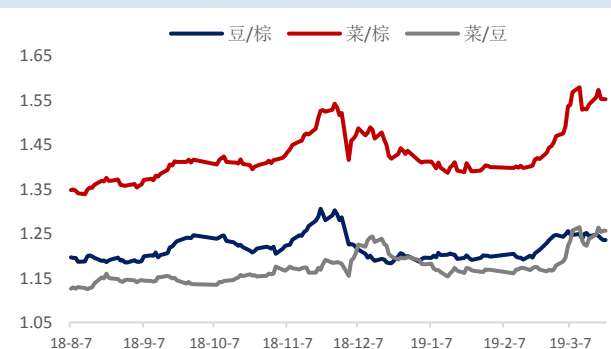
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

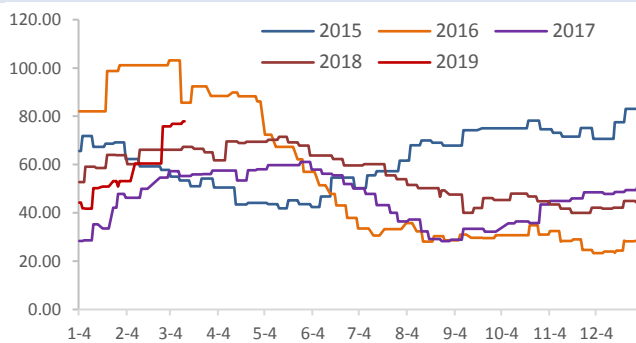
### （一）供需分析

截至上周五，棕榈油港口库存为76.30万吨，相较于前一周减少了-2.05%。商业库存为77.70万吨，较之前一周增加了1.83%。上周棕榈油库存小幅下降，但和往年库存情况对比来看，依然处于历史高位，供给依

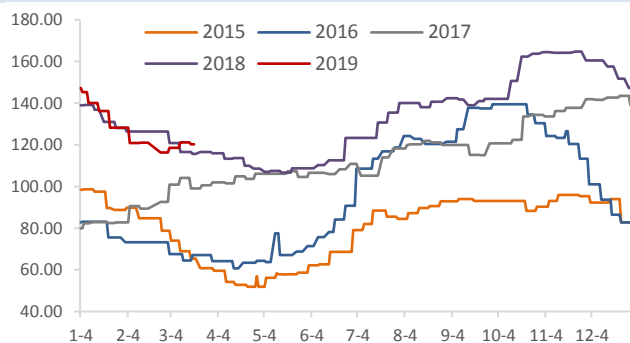
旧充裕。国际方面，SPPOMA发布的数据显示，3月1日-15日马来西亚棕榈油产量比2月份同期增29.48%，单产增31.48%，出油率降0.38%。在库存高企的情况下，产量回升无意增加了马来产地的供应压力。出口上，根据马来船运调查机构SGS公布的数据，马来西亚3月1-20日棕榈油产品出口量为92.54万吨，较上月同期的91.80万吨增加0.8%。从出口市场上看，出口至欧盟、中国的棕榈油较之上月同期小幅增加，但出口至印度市场的棕榈油较之上月同期有大幅缩减，缘于印度菜油丰产挤压棕油市场。整体来看，马来产地目前库存水平依旧较高，短期内继续震荡筑底。中期来看，马来4月仍将维持0关税，且天气方面，NOAA报告显示，厄尔尼诺现象有60%概率在印度6月-8月季风期持续出现。澳大利亚气象局周二称，进来太平洋温度升高，今年发生厄尔尼诺现象的可能性为70%，高于其本月稍早预计的50%。如果厄尔尼诺造成马来、印尼产地棕榈油减产，则会从中长期角度提振棕榈油期价。且马来进入斋月供给减少，去库或带动价格迎来转机，看多棕油9月合约。

豆油港口库存为120.20万吨，较之前一周下降-0.74%。商业库存为137.88万吨，较之前一周上涨了1.36%，在油脂消费淡季，港口走货不畅，豆油供给趋于宽松。据《油世界》，上周中国再次买入大量巴西大豆（或高达120-130万吨），今年前4-5月巴西大豆出口高于预期。中美关系方面，美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦将于3月28日和29日在京举行中美第八轮经贸高级别磋商。4月初，刘鹤副总理将应邀访美举行第九轮经贸高级别磋商。短期内料连盘豆油维持震荡走势，上涨、下跌动力均不强。

菜油商业库存为16.37万吨，较之前一周减少了-7.51%，但仍高于去年同期水平。菜油短期的供应并不短缺，近期行情的剧烈波动更多是受市场消息的影响。国家粮油信息中心高级经济师王辽卫对于菜系产品进口前景指出，在中美经贸摩擦的大背景下，中加菜籽进口商检问题只是小插曲，中加关系或将“斗而不破”，继续加强中加关系对中国有利。从全球菜籽供应角度来说，2019年全球菜籽产量预计增加。加拿大菜籽种植收益高于其他作物，面积有望增加；印度加征进口植物油关税保护国内油料加工业，菜籽种植收益好转，播种面积预计增加；德国因播种期干旱，播种面积大幅下滑，但生长期天气良好，单产可能增加。从国内菜籽供应角度来说，国内菜油去库存基本结束，市场更加依赖进口。中加关系导致的进口风险可以类比去年同期中美关系对大豆的影响，如果全面限制进口，市场需要重新寻找平衡点。相对于菜粕，限制进口对菜油影响更大。因此从短期来看，菜油依旧处于紧平衡状态，但鉴于豆棕基本面较弱，且本年度全球菜籽供应宽松，菜油在上涨过程中也面临上方压力，做多需谨慎选择入场点并及时止盈。

**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**

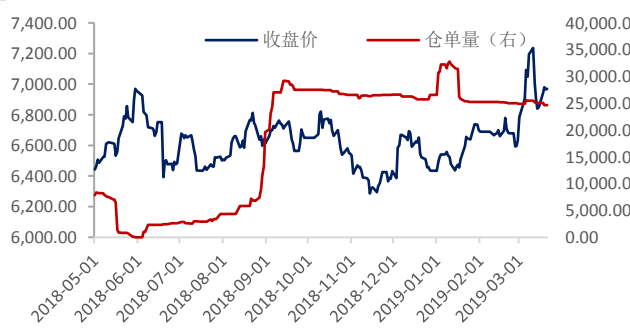

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

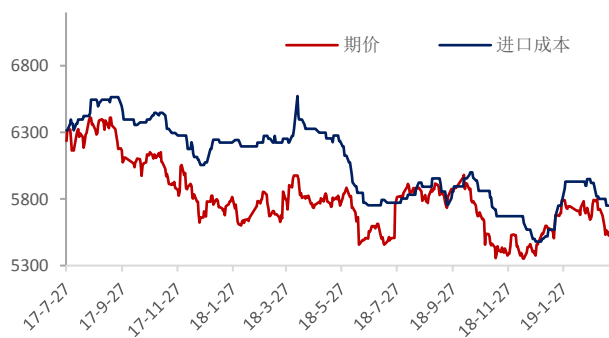
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 豆油进口成本减少-50.0 元/吨至5750 元/吨, 进口利润减少-195 元/吨至-183 元/吨。上周美豆油继续下行探底, 拉低了国内豆油的进口成本, 国内豆油走势弱于外盘, 进口利润延续上周下滑趋势, 贴水状态加深。棕榈油的进口成本上涨42.76元/吨至4542.56元/吨, 进口利润下降-97.83元/吨至-50.56元/吨。尽管马来产地未有明显利好消息,



但马棕油价格上周触底，技术性反弹。连盘棕油上拉动力不大，周内表现下跌，涨势不及马盘，进口利润重回贴水状态。

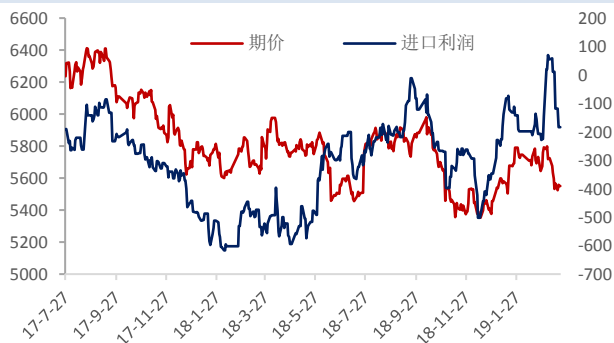
从压榨利润看，豆油压榨利润上涨18.4元/吨至-246.80元/吨，菜油压榨利润下降-18.83元/吨至435元/吨。本周豆粕价格继续回弹，尽管幅度不大，但抵消了部分因豆油价格下降带来的影响，压榨利润小幅回升，不过依然维持深度贴水状态。并且国内猪瘟疫情未减轻，豆粕需求得不到提振，在压榨利润为负的情况下，油厂压榨量料不会太大，豆油方面依然维持中性看法。菜油压榨利润有所回落，不过上周菜油、菜粕价格都相对坚挺，菜油压榨利润依旧处于高位。因此从压榨利润角度来看，菜油短期内依然存在回调空间。

**图 17 豆油进口成本与期价走势**


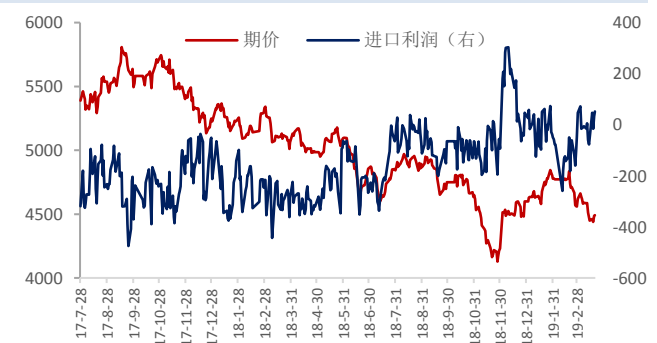
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 18 棕油进口成本与期价走势**

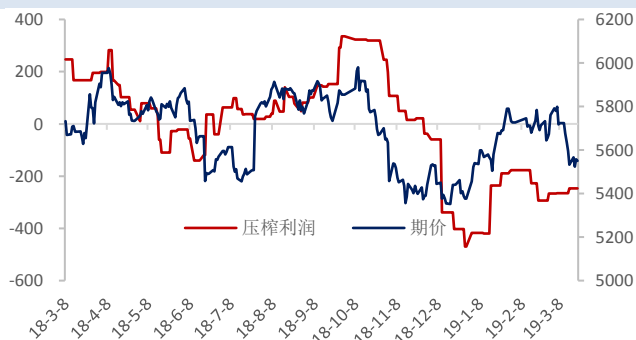

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 19 豆油进口利润与期价走势**


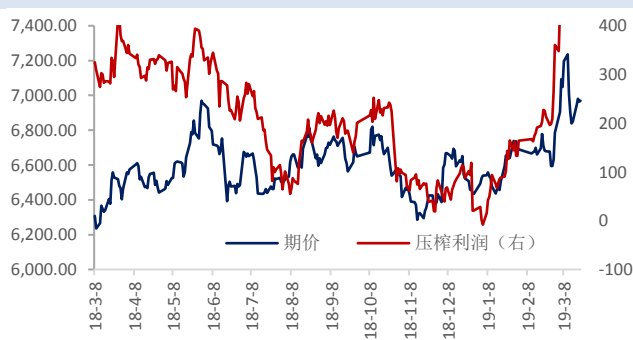
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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,短期内油脂供给依旧充足。棕油方面,3月中国进口马来棕油有所增加,后续关注进口利润,如果进口利润持续贴水状态,将影响国内进口量。豆油方面,随着南美新大豆上市,国内进口巴西大豆将增加,预计3月豆油库存压力较大,4、5月份将逐渐缓解。菜油方面,尽管压榨利润上周回调,但依然维持在400元/吨以上。从库存角度来看,菜油库存压力在油脂中最小,处于紧平衡状态。需求方面,食用消费方面,棕榈油由于前期温度较低,影响其在其他油脂中的掺混,消费在油脂中最差。豆油、菜油相对平稳,但也处于淡季。工业消费方面,短期内油脂缺乏热点炒作,可密切关注原油价格,如果原油价格突破性上涨,或将提振生物柴油需求。

消息面上,美国贸易代表莱特希泽、财长姆努钦将于3月28日和29日在京举行中美第八轮经贸高级别磋商。4月初,刘鹤副总理将应邀访美举行第九轮经贸高级别磋商。短期内料连盘豆油维持震荡走势,上涨、下跌动力均不强。在中美经贸摩擦的大背景下,中加菜籽进口商检问题只是小插曲。中加关系导致的进口风险可以类比去年同期中美关系对大豆的影响,如果全面限制进口,市场需要重新寻找平衡点。且菜油相对于菜粕,受限制进口的影响更大。

整体上看,油脂基本面受消费淡季影响偏弱,菜油基本面在油脂中偏强,棕油受马来产地库存高企影响在油脂中最弱。下周四、五中美将举行第八轮高级别磋商,届时中国或继续购入美国大豆,因此下周豆油料维持震荡偏弱走势,不过下跌空间不会太大。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)菜籽油国际供需及贸易政策调整情况,如果未有新采购消息,菜油短期内仍将维持强势;(2)中美磋商新进展,密切关注特朗普等美方评论,如果持续僵持,豆油将取得下方支

撑；（3）马来西亚SGS出口数据和MPOA产量数据，出口增加或能短期提振马盘行情，进而推动国内连棕油止跌。

#### 四、操作建议

单边：菜油上周在经历两天的盘整后涨势未停，预计在到达7250一线前仍有上行空间，前期多单继续持有，前期未减仓不建议此时入场。棕油和马盘联动紧密，短期内轻仓偏空操作。豆油在中美磋商之前行情震荡的可能性较大，建议耐心等待。

套利：油粕比方面，上周随着豆粕、菜粕的上涨，油粕比呈现不同程度的下降。但后续来看，油粕比上涨、下跌空间都存在阻力，因此不建议进行油粕比套利。跨品种方面，豆棕价差逐渐回落，待其低至1000元/吨以下时可入场做多，菜棕价差扩大继续持有。跨期方面，棕油近月合约受库存压制表现较弱，59反套继续持有。

### 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：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。