

短期利多出尽，油脂延续上周空头思路

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂在棕榈油带动下步步下挫，其中棕油、豆油完全回吐春节后第一周的涨幅，并跌下120日均线；菜油在供需面偏紧的支撑下表现相对抗跌，虽然周内小幅下行，但仍处于临近春节时的价格水平。成交持仓上看，菜油、棕油成交活跃度提升明显，豆油成交量恢复较慢；沉淀资金较上周持平或略减，资金表现较为谨慎。从外盘表现来看，美豆受中美贸易关系利好带动继续上扬，但美豆油受国际油脂价格共振影响并未跟随美豆涨势，维持弱势震荡走势；马棕油上周在月度供需报告及出口数据利空下大幅下滑，但并未跌破春节期间创下的2575前低。

后市展望

棕油方面，作为马棕油的两大出口目的地，印度和马来西亚关系持续紧张，棕油进口量大幅减少；中国的新冠疫情仍然严峻，未来进口需求下降。受此影响，马棕油的走势主要逻辑从减产逐渐转入累库，市场情绪也由多转空。加之去年四季度棕榈油大幅上涨为当前回落留出了空间，技术面来看05合约也已跌破120日均线，短期内棕榈油继续维持空头看法。

豆油方面，我国已于上周五降低先前对美加征的关税，不过由于巴西豆仍具备价格优势，对美豆的提振效果有限，且美豆榨利丰厚，美豆油在产量增加的预期下表现将继续偏弱。国内豆油油厂开工已恢复近半数，不过受疫情影响提货以及出库较差，叠加年后原本就是油脂消费淡季的因素，豆油商业库存快速上升，短期内可能继续累库，大概率跟随棕榈油弱势下行。

菜油方面，上周贵州收储进一步收紧了市场上可流通菜油的供给，菜油在油脂中将表现偏强。但前期期价已有所上拉，加之在棕油、豆油的拖拽下，继续上行的空间也相对有限，可作为油脂中的套利多头配置。

整体上看，新冠疫情尚未结束，对国内油脂的影响不容忽视，在无利多消息提振的前提下，短期内空头看法不变。相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。

操作建议

单边：棕油空单继续持有，关注马棕油在2575附近的支撑情况及及时止盈。豆油前期涨幅不及棕油，空单操作空间有限，不建议继续追空。

套利：油粕比方面，05合约油粕比可轻仓分阶段做空。跨品种方面，豆棕价差再度跌下400元/吨，前期未做多的仍存入场机会，且当前价差水平做多的安全边际较高，可中线持有。菜棕价差扩大套利继续持有。

报告日期 2020-02-16

研究所

史玥明

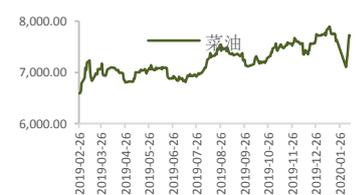
油脂期货分析师

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.....	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	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	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	9
图 20 菜油商业库存	9
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	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	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	5904.00	-4.80%	194.81	14.66%	38.14	-4.94%
棕油	5,508.00	-5.91%	597.03	72.44%	43.51	0.51%
菜油	7,604.00	-0.80%	138.33	79.94%	11.06	-11.33%
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	30.94 美分/磅	-0.10%	27.01	-33.82%	18.25	12.79%
马棕油	2659.00 林吉特/吨	-5.37%	14.60	3.91%	5.89	-1.66

上周，国内油脂在棕榈油带动下步步下挫，其中棕油、豆油完全回吐春节后第一周的涨幅，并跌下120日均线；菜油在供需面偏紧的支撑下表现相对抗跌，虽然周内小幅下行，但仍处于临近春节时的价格水平。成交持仓上看，菜油、棕油成交活跃度提升明显，豆油成交量恢复较慢；沉淀资金较上周持平或略减，资金表现较为谨慎。从外盘表现来看，美豆受中美贸易关系利好带动继续上扬，但美豆油受国际油脂价格共振影响并未跟随美豆涨势，维持弱势震荡走势；马棕油上周在月度供需报告及出口数据利空下大幅下滑，但并未跌破春节期间创下的2575前低。

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



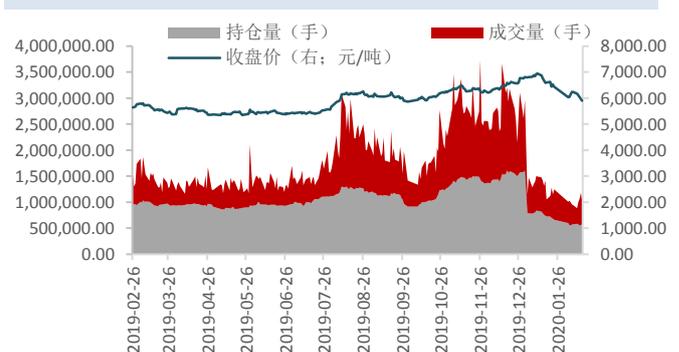
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

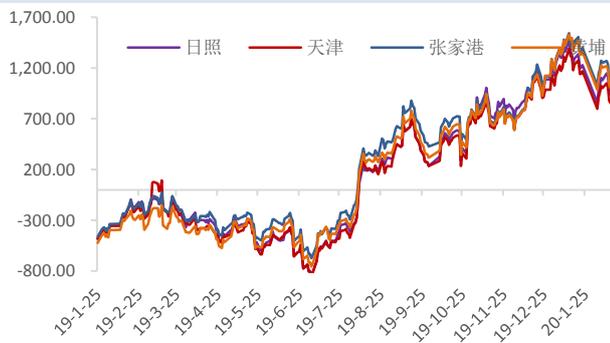
请务必阅读正文后的免责声明

图 5 棕榈油量价分析

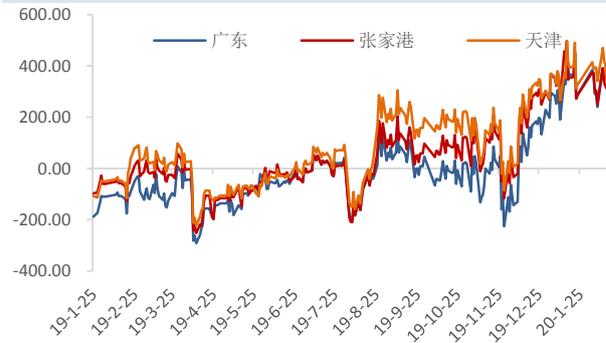

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 菜油量价分析

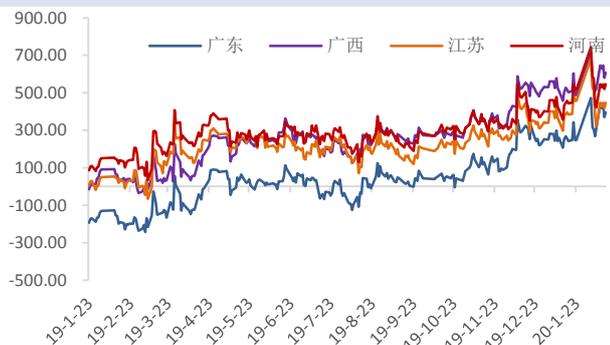

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 豆油基差


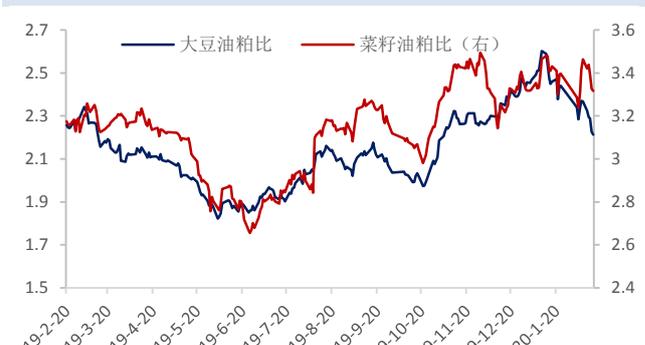
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，棕榈油港口库存为94.51万吨，相较于前一周增加了7.01%。商业库存为87.40万吨，较之前一周增加了3.92%。受肺炎疫情影

响，物流运输暂时停滞，库存继续累积。根据海关数据，2月棕榈油到港预估在32万吨，3月棕榈油到港预估在32万吨。

马来产地方面，根据马来西亚棕油局（MPOB）发布的1月供需报告，1月马棕油产量环比下降12.6%至116.59万吨，低于彭博、路透预计的121-124万吨；出口量环比下降13.2%至121.35万吨，低于此前预期的128万吨；库存环比下降12.69%至175.55万吨，为两年半来最低，不过与此前各机构预测值176万吨一致。由于春节后第一周盘面已对减产数据有所反应，因此报告发布后虽呈现中性，但鉴于未提供超预期利多消息，上周棕油大幅回调。出口方面，受印马关系及中国新冠疫情影响，根据船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚2月1-10日棕榈油出口量较上月的46.89万吨减少26.76%至34.34万吨；2月1-15日棕榈油出口量较上月的58.04万吨减少6.7%至54.14万吨。据马来MPOB，3月马棕油出口关税将继续维持在6%，不利于未来出口。

印度方面，由于和马来之间关系持续紧张，面向马来的棕油进口（尤其是精炼棕榈油）自1月以来大幅减少。根据印度SEA发布的月度进口报告，2020年1月棕榈油进口量为59.48万吨，环比下降19.78%，同比下降27.04%；同期植物油总进口量为115.71万吨，环比增加4.49%，同比小降4.42%。从月度进口对比图上可看出，棕榈油近三个月进口处于近五年同期低位，但植物油近三个月基本处于近五年逐月均值水平。这意味着在棕油价格上涨和印马关系的双重作用下，印度原先的部分棕榈油进口逐渐被其他油脂供应所替代，且趋势可能会持续，利空产地棕榈油出口。

对于未来马来、印尼产量的预测上，根据美国NOAA报告，预测者一致预测，太平洋海温异常指数将在2020年1月至3月期间达到或略高于+0.5°C，且短期内将继续升高，但在2020年2月至4月期间略微倾向于中性。即中性厄尔尼诺在2020年北半球春季持续的几率为60%，一直持续到2020年夏季的几率会下降至50%。马来、印尼的棕榈油产量或在年中逐渐恢复至正常年份水平，一季度及二季度初仍维持减产看法。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为89.69万吨，较之前一周增加了4.88%。受疫情影响，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，豆油商业库存已从年前的72万吨上升到90万吨，短期内可能继续累库。

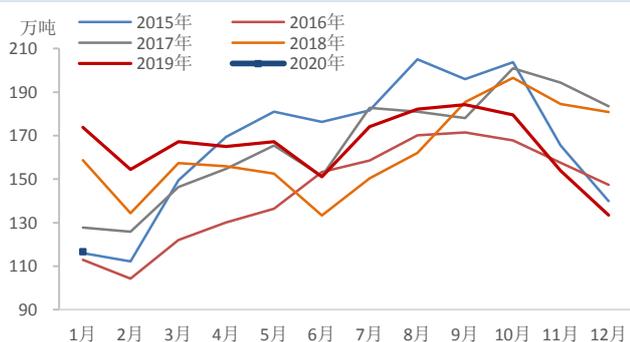
根据上周三美国农业部发布的2月供需报告，未对美豆产量进行调整，但将2019/20年度美豆出口上调2.82%至18.25亿蒲，随之将2019/20年度美豆期末库存下调至4.25亿蒲，低于1月预测的4.75亿蒲；美豆油方面，产量小幅调降0.53%至242.9亿磅，消费调降1.7%至231亿磅，库存调增4.77%

至15.15亿磅。报告中性偏空。根据NOPA报告前瞻，在美豆压榨利润催化下，NOPA1月美豆压榨量料为1.73748亿蒲，低于2019年12月的1.74812亿蒲，但高于2019年1月的1.71630亿蒲，将为有史以来的1月记录高位和第三月度记录高位。且美豆油产量预计为17.82亿磅，高于2019年12月的17.57亿磅和上年同期的15.49亿磅，利空美豆油走势。

菜油

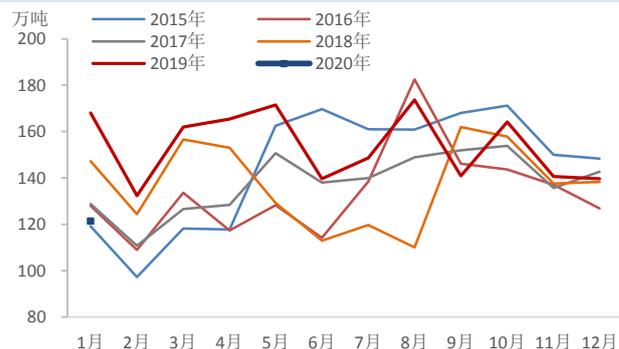
截至上周五，菜油商业库存为29.94万吨，较之前一周增加了1.71%。菜籽库存为11.5万吨，较前一周小幅下降1.4%，继续处于近五年同期低位。贵阳国家粮食交易中心发布2月12日贵州省省级储备粮油竞价采购公告，8万吨菜油收储最高价9100元/吨，最低价8800元/吨，平均价8975.34元/吨，成交率100%。此举进一步收紧了市场上可流通菜油的供给，菜油在油脂中将表现偏强。但前期期价已有所上拉，加之在棕油、豆油的拖拽下，继续上行的空间也有限。

图 11 马来棕榈油月度产量



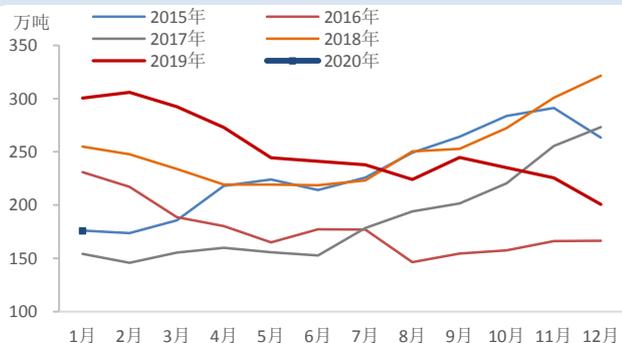
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



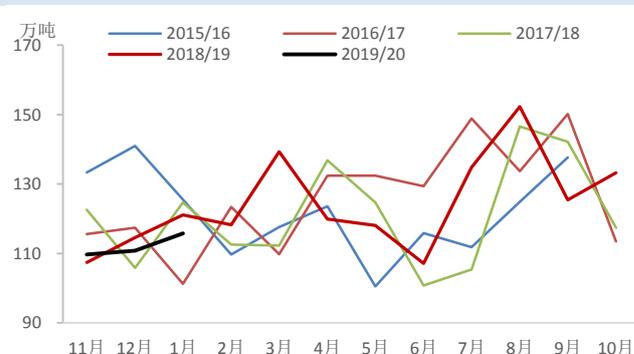
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



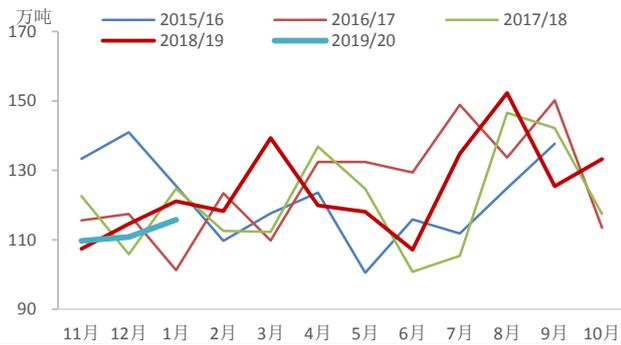
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



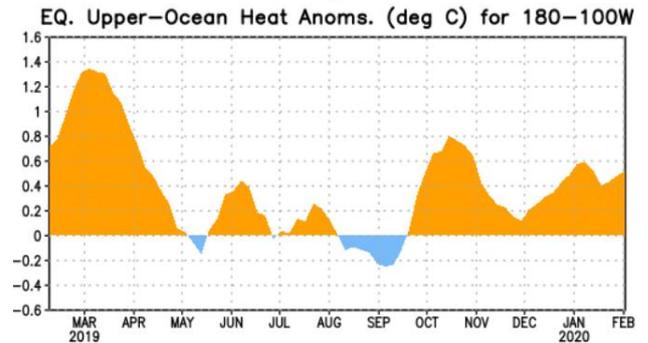
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



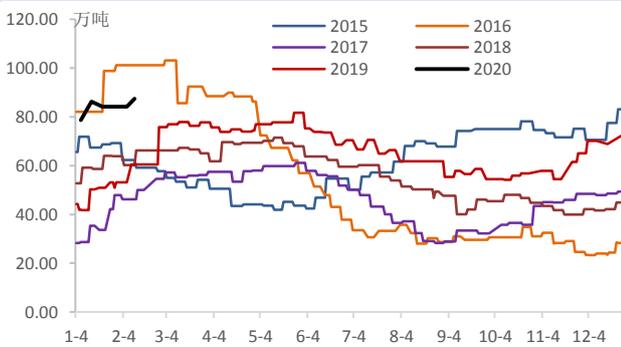
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



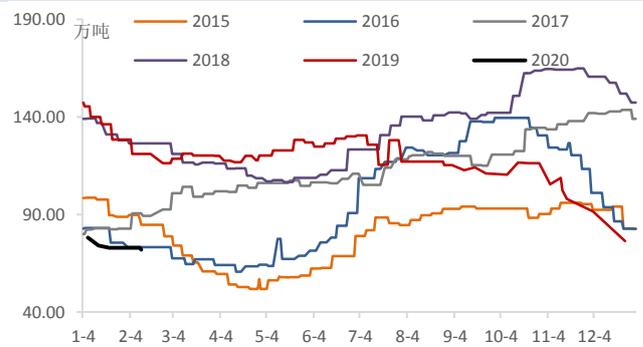
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



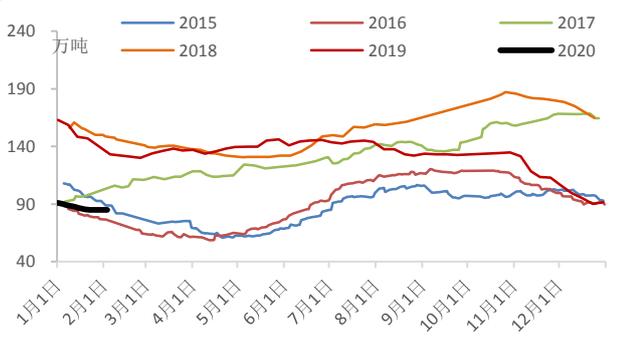
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

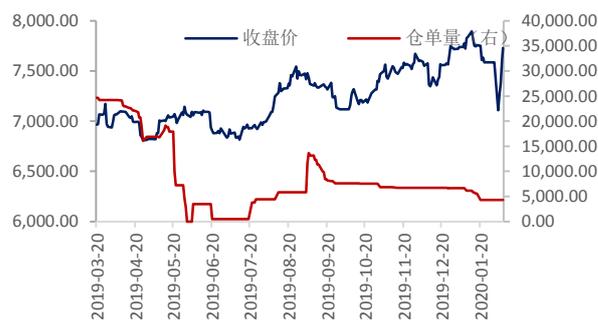
图 20 菜油商业库存



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

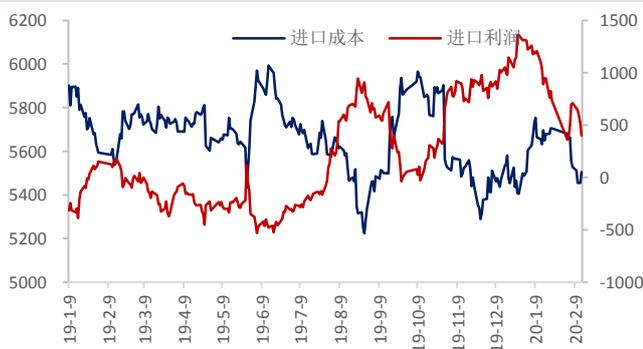
图 22 菜油仓单数量


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, 南美豆油进口成本降低-23.4 元/吨至5504.2 元/吨, 进口利润降低-308.6 元/吨至399.8 元/吨, 豆油进口利润大幅回落。棕油进口成本降低-298.9 元/吨至6350.7 元/吨, 进口利润降低-103.1 元/吨至-842.7 元/吨, 棕榈油进口利润贴水状态持续, 并小幅加深。菜油的进口成本提高148.6 元/吨至5733.5 元/吨, 进口利润降低-273.6 元/吨至1870.5 元/吨, 菜油进口利润虽小幅下降但仍高度升水, 不过在对加拿大进口政策放开之前, 也只是有价无市。

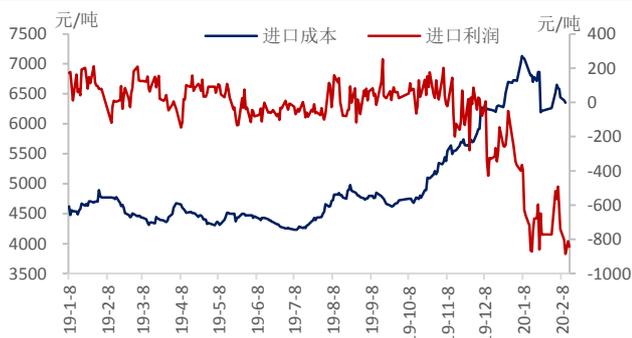
从压榨利润看, 豆油压榨利润降低-41.3 元/吨至68.1 元/吨, 油厂开工率从前一周的1.5%恢复至22.63%; 菜油压榨利润降低-34.0 元/吨至575.0 元/吨, 由于可供压榨的菜籽有限, 油厂开工率从前一周的5.77%小幅提高到7.7%, 仍处于偏低水平。

图 23 豆油进口成本与进口利润


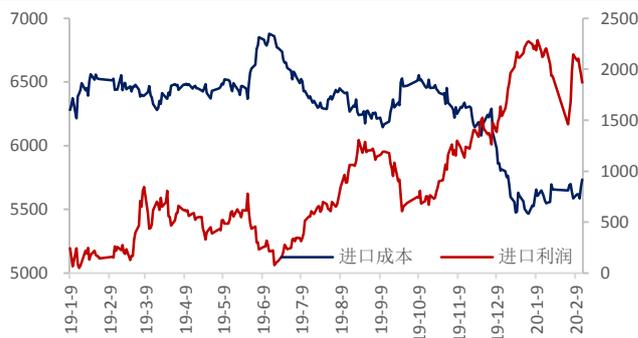
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24 大豆进口成本与进口利润

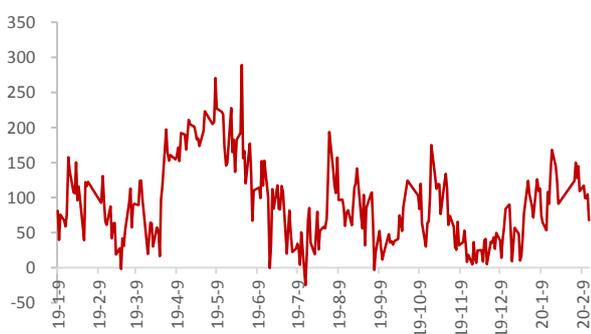

数据来源: Wind、国都期货研究所

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，作为马棕油的两大出口目的地，印度和马来西亚关系持续紧张，棕油进口量大幅减少；中国的新冠疫情仍然严峻，未来进口需求下降。受此影响，马棕油的走势主要逻辑从减产逐渐转入累库，市场情绪也由多转空。加之去年四季度棕榈油大幅上涨为当前回落留出了空间，技术面来看05合约也已跌破120日均线，短期内棕榈油继续维持空头看法。

豆油方面，我国已于上周五降低先前对美加征的关税，不过由于巴西豆仍具备价格优势，对美豆的提振效果有限，且美豆榨利丰厚，美豆油在产量增加的预期下表现将继续偏弱。国内豆油厂开工已恢复近半数，不过受疫情影响提货以及出库较差，叠加年后本身就是油脂消费淡季的因素，豆油商业库存快速上升，短期内可能继续累库，大概率跟随棕榈油弱势下行。

菜油方面，上周贵州收储进一步收紧了市场上可流通菜油的供给，菜油在油脂中将表现偏强。但前期期价已有所上拉，加之在棕油、豆油的拖拽下，继续上行的空间也相对有限，可作为油脂中的套利多头配置。

整体上看，新冠疫情尚未结束，对国内油脂的影响不容忽视，在无利多消息提振的前提下，短期内空头看法不变。相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。

四、操作建议

单边：棕油空单继续持有，关注马棕油在2575附近的支撑情况及时止盈。豆油前期涨幅不及棕油，空单操作空间有限，不建议继续追空。

套利：油粕比方面，05合约油粕比可轻仓分阶段做空。跨品种方面，豆棕价差再度跌下400元/吨，前期未做多的仍存入场机会，且当前价差水平做多的安全边际较高，可中线持有。菜棕价差扩大套利继续持有。

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。