

空头情绪较浓，关注周二MPOB报告指引

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂止跌企稳。棕榈油、豆油在外盘带动下小幅反弹，但周五受到原油下挫的冲击又回吐部分涨幅，基差均大幅走弱；菜油由于在前期油脂下跌过程中相对坚挺，所以在上周油脂反弹中也并未跟涨，周内未呈现出明显的方向性。成交持仓上看，棕油成交活跃度小幅提升，但在主力移仓换月的过程中，沉淀资金较继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆受南美丰产影响有所走弱，美豆油则在上一周跌至近四个月来低点后触底反弹，但上行力量并不大；马棕油出口方面预期转好，期价在悲观情绪缓和的情况下再度回到 2400 以上。

后市展望

棕油方面，上周印度对马来棕榈油为期 180 天的 5% 额外关税到期，在马来更换总理的契机下，预计未来马印关系将有所缓和，印度或不再对马棕油征收额外关税并增加马棕油进口，提振马棕油去库。不过 MPOA 预计 2 月马棕油产量将环比增加，或是减产季结束的标志，在产量增加的预期下，市场对棕榈油反弹空间和动力仍存疑。加之上一周末原油价格下跌扰动，本周棕榈油或在大宗市场整体悲观的情况下跟跌，转机在于本周发布的 MPOB 供需报告是否超预期利多。

豆油方面，由于下游养殖使得豆粕需求恢复较快，油厂开工率继续提高，豆油作为压榨副产品供应端持续宽松。不过年后是油脂传统的消费淡季，新冠疫情又阻碍了部分地区物流渠道，豆油库存飙升，短期内走势偏弱，或将跟随棕油同涨同跌。

菜油方面，虽有油脂整体拖累，但菜油供需面仍然偏紧，若棕油、豆油出现下跌，菜油跟跌动力并不强，在油脂中将继续处于偏强位置，可作为油脂中的多头配置。

整体上看，新冠疫情尚未结束，对国内油脂的影响不容忽视，不过上周跌势已有所放缓，可待其回调后继续做空。相对强弱关系上菜油 > 棕油 > 豆油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚 MPOB 供需报告，若报告超预期利多，则有可能进一步提振棕油反弹；若报告利空，则棕油或面临二次探底。（2）美国 USDA 供需报告，若报告对美豆产量、库存进行调减，则利多美豆走势，提振连盘豆类。

操作建议

单边：在 3 月 10 日 MPOB 报告之前，棕油期价缺乏指引，建议观望，待报告发布后根据其多空性质再酌情入场。

套利：油粕比方面，05 合约油粕比继续浮盈加仓。跨品种方面，豆棕价差上周恢复至 600 元/吨左右，预计本周可能会出现回调，风险厌恶者可止盈等待价差回落后再入场；风险偏好者可继续持有；前期末做多的建议等待。跨期方面，MPOB 报告发布后可关注棕油 59 反套机会。

报告日期 2020-03-08

研究所

史玥明

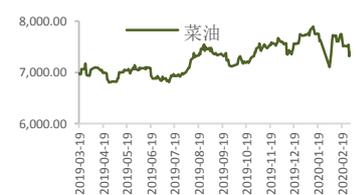
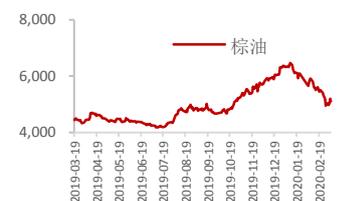
油脂期货分析师

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	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	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	5678.00	-0.32%	218.54	-7.64%	32.31	-8.24%
棕油	5,106.00	0.71%	598.93	5.48%	30.67	-15.08%
菜油	7,341.00	-0.93%	112.88	-14.82%	9.27	-5.78%
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	29.36 美分/磅	0.58%	38.36	-11.62%	19.57	-1.49%
马棕油	2450.00 林吉特/吨	5.51%	15.73	0.96%	7.84	-1.52

上周，国内油脂止跌企稳。棕榈油、豆油在外盘带动下小幅反弹，但周五受到原油下挫的冲击又回吐部分涨幅，基差均大幅走弱；菜油由于在前期油脂下跌过程中相对坚挺，所以在上周油脂反弹中也并未跟涨，周内未呈现出明显的方向性。成交持仓上看，棕油成交活跃度小幅提升，但在主力移仓换月的过程中，沉淀资金较继续不同程度析出。从外盘表现来看，美豆受南美丰产影响有所走弱，美豆油则在前一周跌至近四个月来低点后触底反弹，但上行力量并不大；马棕油出口方面预期转好，期价在悲观情绪缓和的情况下再度回到2400以上。

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



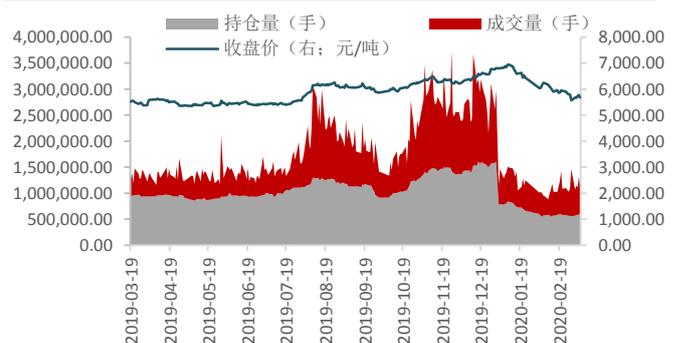
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



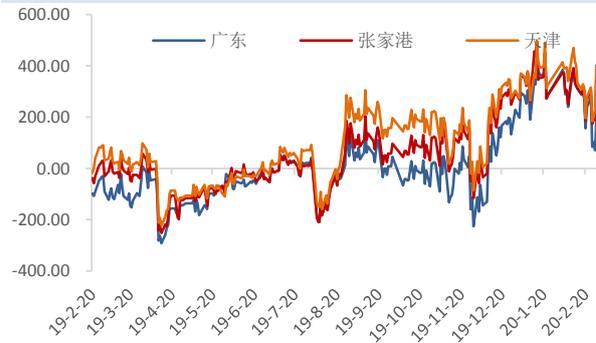
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



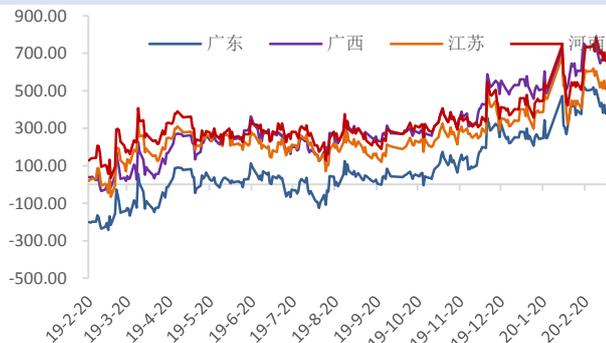
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



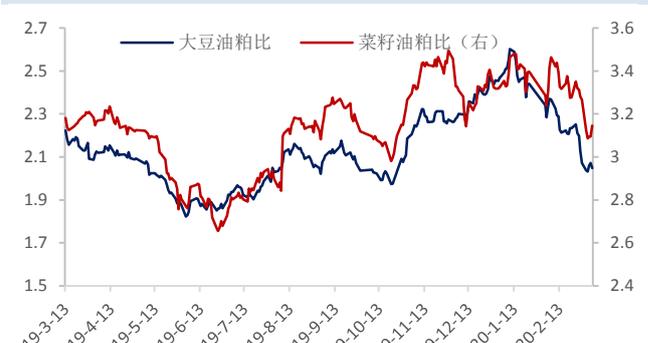
数据来源：Wind、国都期货研究所

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91.60万吨，较之前一周降低了-2.86%。受肺炎疫情影响，物流运输暂时受阻，去库速度较慢。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。

马印关系方面，印度作为马来西亚棕榈油主要出口地之一，此前马来西亚总理马哈蒂尔在去年9月对联合国发表讲话时谈到克什米尔问题之后，马印关系陡然紧张。印度于去年9月4日随即提出将马来西亚精炼棕榈油进口加征5%的保障关税，且随着关系趋紧，今年1月印度又全面限制马来西亚精炼棕榈油的进口。马棕油1月出口至印度4.04万吨，2月继续降至2.93万吨，与此前对印度的出口量不在一个量级，严重影响了马来西亚的棕榈油贸易，这也是前期马棕油期价大幅下挫的推动因素。上周末慕尤丁于3月1日上午宣誓就任马来西亚第八任总理，并表示马来西亚将致力于改善和印度的关系，其与印度的棕榈油贸易将有望恢复，在印度为期180天的5%保障关税到期后，预计印度在两国关系缓和的背景下将不再征收额外关税，利多马棕油出口。加之3月出口将受到斋月（4月）提振有所改善，棕油期价或存上行转机。

不过仅有转机并不足以支撑棕榈油的持续性上涨，还需要具体数据支持，并且国内仍然面临疫情尚未平息、消费依旧低迷的掣肘，建议关注下周马来3月MPOB供需报告对盘面的指引。根据各机构的预估数据，彭博：产量128万吨，环比增9.4%；出口110万吨，环比减9.1%；期末库存176万吨，与上月持平。CIMB：产量121.2万吨，环比增4%；出口106.5万吨，环比减12%；期末库存169万吨，环比减4%。届时可关注实际产量、出口、库存数据是否在预期之内，若报告利空，则棕榈油可能会再度探底。

生物柴油方面，尽管印尼、马来先后出台了生柴政策提振棕榈油的工业消费，但上周原油价格在俄罗斯放弃减产计划的背景下大幅下跌，周末沙特又大幅降低售往欧洲、远东和美国等国外的市场的原油价格，折扣幅度创逾20年来最大，并计划下个月增加石油产量，预计短期内原油仍存下行动力，这一方面压缩了棕榈油的生柴利润制造空间，另一方面也阻碍了棕榈油的工业消费，利空棕榈油价格。因此，若原油价格持续低迷，棕榈油除非意外减产，否则也难有较出色表现。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为104.6万吨，较之前一周增加了20.23%。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，豆油库存上升较快，与此同时，豆粕需求增加也使油厂压榨率增加，豆油作为压榨副产品持续累库。

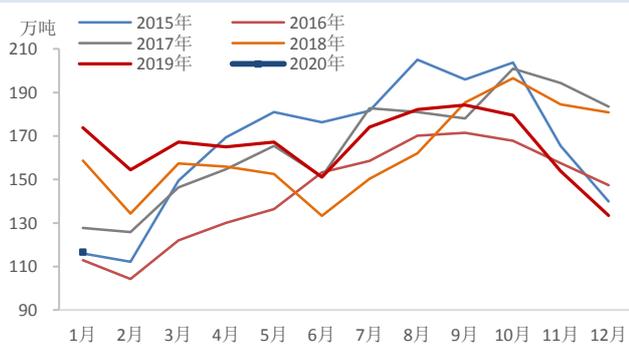
根据海关总署上周六公布的数据，由于2019年末中美两国贸易休战期间预定的美国船货清关，今年1-2月中国大豆进口1351.4万吨，增加14.2%。在中美贸易战爆发后，中国自美国进口的大豆数量已大幅减少，虽然中美在1月中签署的贸易协议中中国承诺购买更多的美国农产品，不过目前中国尚未启动大规模购买计划，美豆价格缺乏上行提振。与此同时，南美地

区丰产，巴西大豆销售进度加快，也对美豆价格构成冲击。因此美豆油短期内只能依赖国际油脂价格完成反弹动作，自身提振相对有限。

菜油

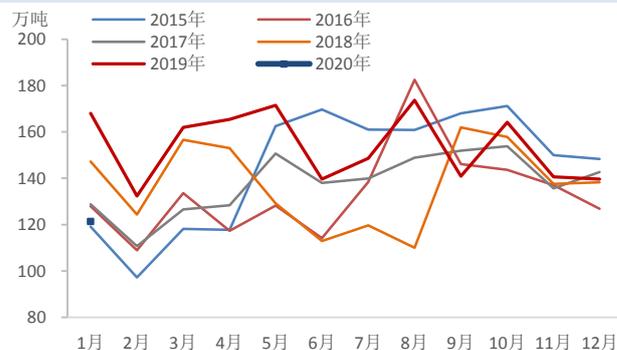
截至上周五，菜油商业库存为30.49万吨，较之前一周增加了0.45吨。菜籽库存为18.9万吨，较前一周减少了2.5万吨。根据到港数据预估，3月将到港30万吨菜籽，4月将到港12万吨菜籽。由于3月菜籽到港量较前一周预期的18万吨明显增加，上周菜油上行步伐略显吃力，短期走势或承压。不过鉴于中国对加拿大油菜籽的进口禁令仍未解除，我国的菜油长期供应仍然偏紧，且库存也持续处于低位，菜油仍可作为油脂中的强势品种看待，是油脂间跨品种套利的多头选择。

图 11 马来棕榈油月度产量



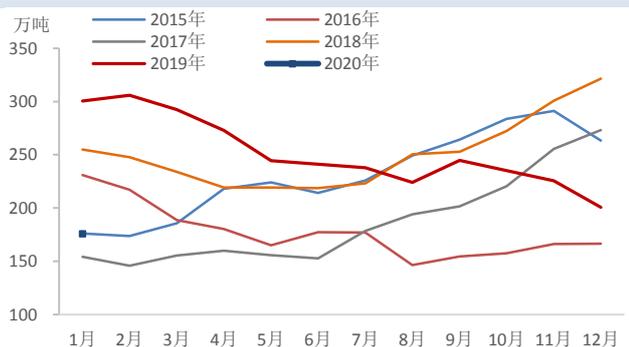
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



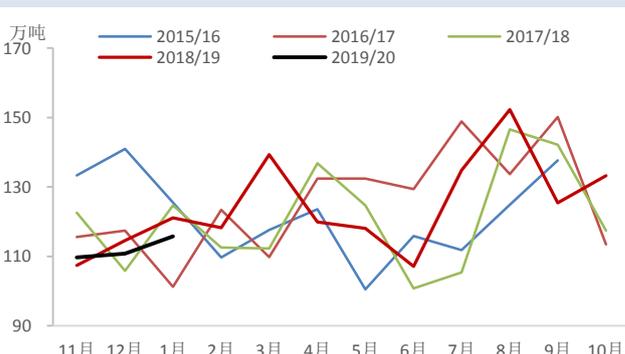
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



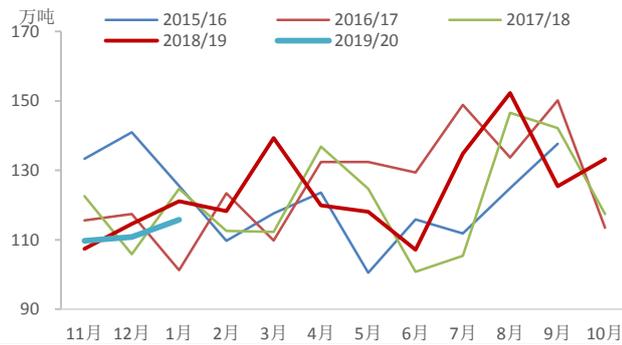
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



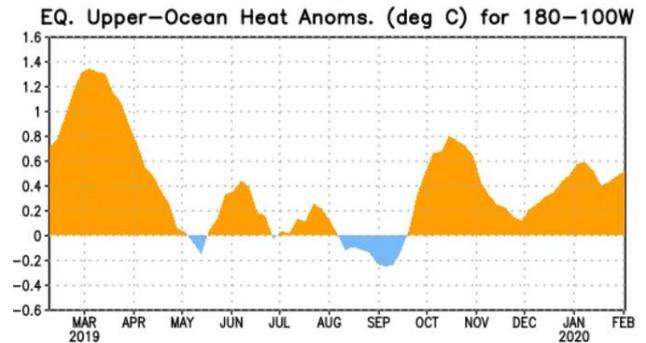
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



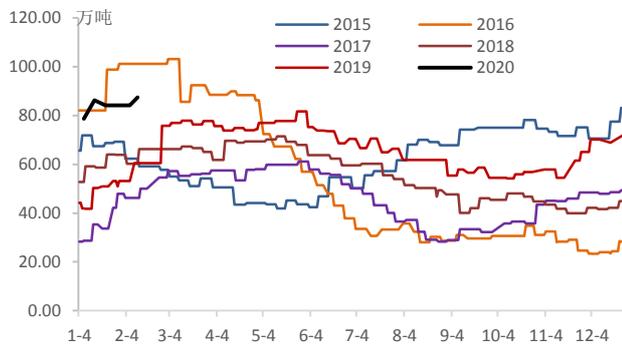
数据来源: SEA、国都期货研究所

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



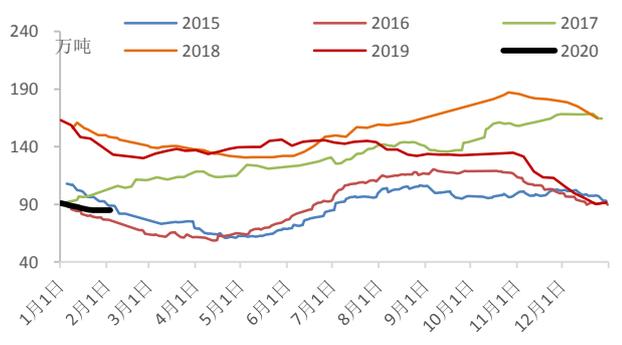
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



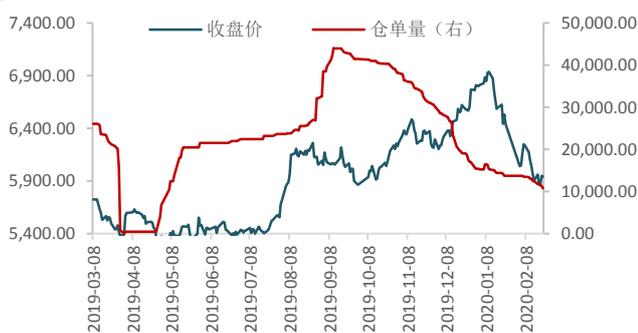
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 菜油商业库存



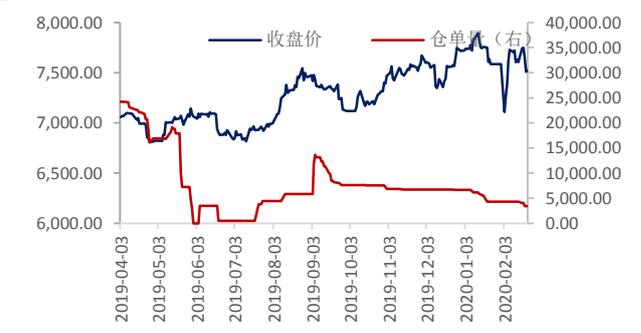
数据来源: Wind、国都期货研究所

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，南美豆油进口成本增加4.2 元/吨至5517.4 元/吨，进口利润增加107.8 元/吨至160.6 元/吨，豆油进口利润有所回升。棕榈油进口成本增加107.9 元/吨至5868.0 元/吨，进口利润提高50.1 元/吨至-762.0 元/吨，但棕榈油进口利润贴水状态持续。菜油的进口成本提高118.3 元/吨至5794.9 元/吨，进口利润降低-92.3 元/吨至1546.1 元/吨，菜油进口利润虽小幅下降但仍高度升水，不过在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，豆油压榨利润提高108.7 元/吨至134.5 元/吨，油厂开工率从一周的51.98%提高至55.38%，周内压榨量增加11.84万吨至192.72万吨；菜油压榨利润提高7.6 元/吨至502.5 元/吨，油厂开工率从一周的19.25%降低至12.09%，周内压榨量减少1.5万吨至2.5万吨。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 棕榈油进口成本与进口利润

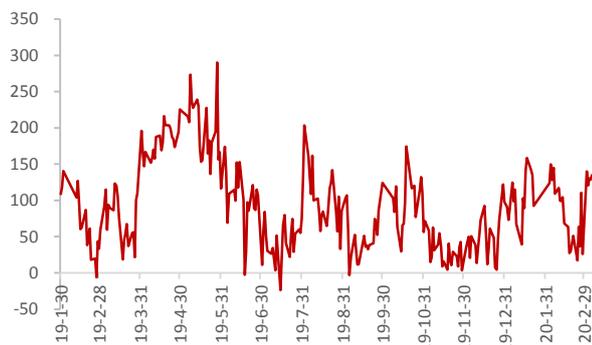


数据来源：Wind、国都期货研究所

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，上周印度对马来棕榈油为期180天的5%额外关税到期，在马来更换总理的契机下，预计未来马印关系将有所缓和，印度或不再对马棕油征收额外关税并增加马棕油进口，提振马棕油去库。不过MPOA预计2月马棕油产量将环比增加，或是减产季结束的标志，在产量增加的预期下，市场对棕榈油反弹空间和动力仍存疑。加上上周末原油价格下跌扰动，本周棕榈油或在大宗市场整体悲观的情况下下跌，转机在于本周发布的MPOB供需报告是否超预期利多。

豆油方面，由于下游养殖使得豆粕需求恢复较快，油厂开工率继续提高，豆油作为压榨副产品供应端持续宽松。不过年后是油脂传统的消费淡季，新冠疫情又阻碍了部分地区物流渠道，豆油库存飙升，短期内走势偏弱，或将跟随棕油同涨同跌。

菜油方面，虽有油脂整体拖累，但菜油供需面仍然偏紧，若棕油、豆油出现下跌，菜油跟跌动力并不强，在油脂中将继续处于偏强位置，可作为油脂中的多头配置。

整体上看，新冠疫情尚未结束，对国内油脂的影响不容忽视，不过上周跌势已有所放缓，可待其回调后继续做空。相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚MPOB供需报告，若报告超预期利多，则有可能进一步提振棕油反弹；若报告利空，则棕油或面临二次探底。（2）美国USDA供需报告，若报告对美豆产量、库存进行调减，则利多美豆走势，提振连盘豆类。

四、操作建议

单边：在3月10日MPOB报告之前，棕油期价缺乏指引，建议观望，待报告发布后根据其多空性质再酌情入场。

套利：油粕比方面，05合约油粕比继续浮盈加空。跨品种方面，豆棕价差上周恢复至600元/吨左右，预计本周可能会出现回调，风险厌恶者可止盈等待价差回落后再入场；风险偏好者可继续持有；前期未做多的建议等待。跨期方面，MPOB报告发布后可关注棕油59反套机会。

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。