

需求恢复缓慢，油脂难言乐观

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂整体呈现上涨趋势，周五小幅回吐涨幅，筑底重心略有上移。其中豆油受到此前到港数据不及预期的影响，表现依然偏强；棕榈油在产地来回摇摆的种植园开关问题上宽幅震荡，上涨动力在油脂中最弱；菜油此前有市场传言称进口政策放开，上周来看供应面依然短缺，期价涨幅领先油脂。成交持仓上看，棕榈油成交放量，持仓也明显增加；豆油、菜油表现不突出。从外盘表现来看，美豆油在国际油脂整体带动下连续上行，走势强于美豆和美豆粕；马棕油价格先涨后跌，不过底部重心已从 2200 附近上移至 2300 附近。

后市展望

棕榈油方面，马来、印尼产地陆续进入复产季，加之降水情况好于去年，棕榈油产量大概率将继续增加，不过也应关注疫情的扩散情况及对种植园生产的影响。印度作为棕榈油主要进口国，在疫情不断加重的背景下，未来餐饮需求将继续萎缩，马棕油出口不容乐观。在产量增加、出口下降的情况下，马棕油期价缺乏足够的上行动力。国内由于进口利润深度贴水，进口到港同比下滑，走势或略强于外盘，但同样缺乏持续上涨的动能。

豆油方面，由于大豆到港不及预期，油厂开工率连续两周下降，加之国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，豆油库存持续下降。料 4 月下旬库存下降的局面大概率持续，豆油期价表现或继续偏强。不过根据海关预估的进口到港数据，未来国内进口大豆将陆续增加，供应压力将在 5、6 月份逐渐凸显。

菜油方面，受到水产养殖需求恢复的影响，国内菜油油厂开工率小幅提高，菜油库存相应增加，不过在油脂中供应面仍是最紧的，需求在高价作用下也相对较差，料在 4 月孟晚舟听证会之前，供需两弱的格局将持续。

整体上看，国内油脂在去库的利多带动下价重心已有所上移，不过鉴于海外疫情仍然严峻，原油不确定因素也较多，缺乏持续上涨动能，且很可能将在二季度后期再度走弱。相对强弱关系上豆油>菜油>棕榈油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚棕榈油出口数据，若出口继续环比下降，则棕榈油或继续回落。（2）美国 NOPA 压榨数据，若豆油库存进一步回落，则利空美豆油走势。

操作建议

单边：上周五油脂大幅回落，本周可短线开多搏反弹，止盈位放在 200 点以内。

套利：油粕比方面，近期豆油走势继续强于豆粕，可短线轻仓做多油粕比，止盈位看至 2 附近。跨品种方面，豆棕价差上周已恢复至 800 元/吨左右，多头可部分止盈，鉴于棕榈油较弱，可保留部分多头持仓观望。

报告日期 2020-04-12

研究所

史玥明

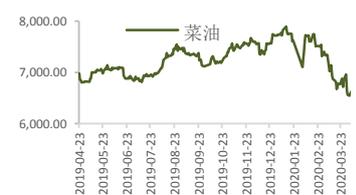
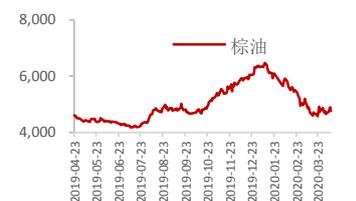
油脂期货分析师

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.....	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 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

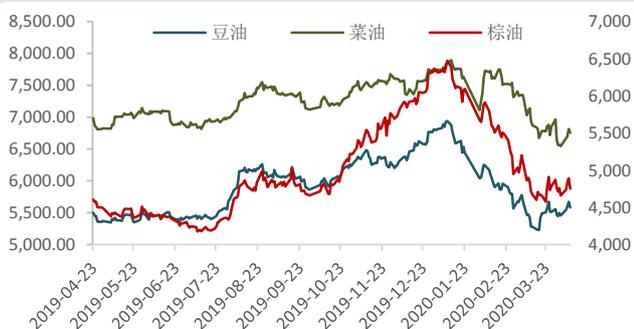
图 24 大豆进口成本与进口利润	10
图 25 棕油进口成本与进口利润	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	5580.00	2.72%	203.25	-5.89%	43.02	1.53%
棕油	4,752.00	1.15%	343.27	67.72%	27.95	23.95%
菜油	6,752.00	3.12%	38.74	-25.63%	8.22	7.36%
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	27.65 美分/磅	5.37%	24.76	1.26%	11.80	-17.70%
马棕油	2313.00 林吉特/吨	3.03%	11.12	-12.78%	5.22	-0.84

上周，国内油脂整体呈现上涨趋势，周五小幅回吐涨幅，筑底重心略有上移。其中豆油受到此前到港数据不及预期的影响，表现依然偏强；棕油在产地来回摇摆的种植园开关问题上宽幅震荡，上涨动力在油脂中最弱；菜油此前有市场传言称进口政策放开，上周来看供应面依然短缺，期价涨幅领先油脂。成交持仓上看，棕油成交放量，持仓也明显增加；豆油、菜油表现不突出。从外盘表现来看，美豆油在国际油脂整体带动下连续上行，走势强于美豆和美豆粕；马棕油价格先涨后跌，不过底部重心已从2200附近上移至2300附近。

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



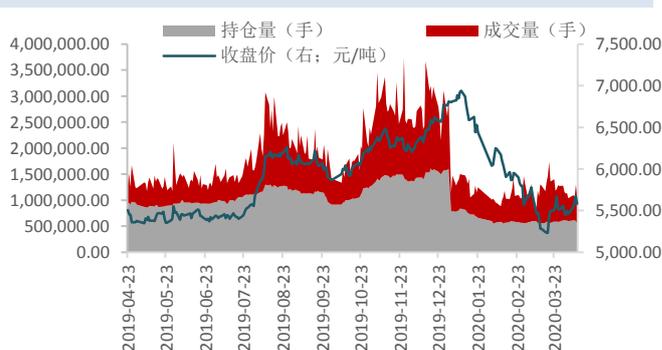
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

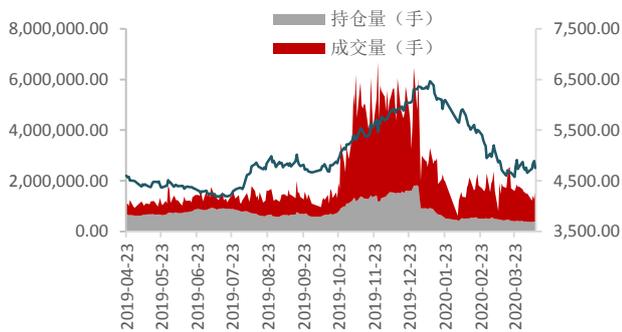
图4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

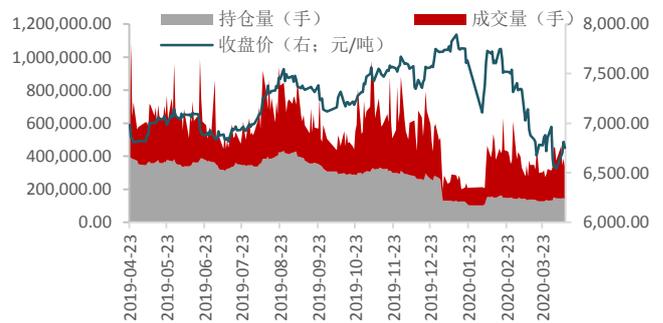
请务必阅读正文后的免责声明

图5 棕榈油量价分析



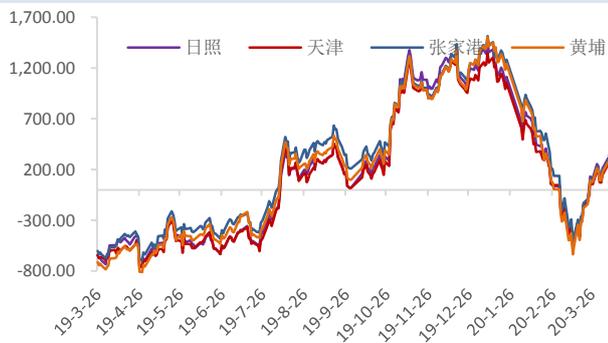
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



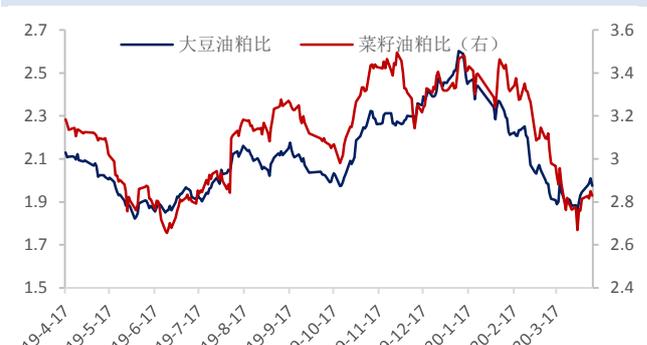
数据来源：Wind、国都期货研究所

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72.20万吨，较之前一周降低了-10.97%。根据海关数据，4月棕榈油到港预估在32万吨，5月棕榈油到港预估在32万吨。

据马来西亚棕榈油局(MPOB)上周五公布的供需报告,马来西亚2020年3月棕榈油产量环比增8.44%至139.73万吨,高于此前机构预测的131万吨,减产幅度不及预期;出口环比增9.15%至118.14万吨,高于预期的115万吨;库存环比增1.67%至172.86万吨,高于预期的165-166万吨,报告中性偏空。

从产地未来生产的角度来看,受到国内疫情影响,马来西亚上周五延长了“行动限制令”,要求大多数企业关闭至4月28日,以遏制疫情的传播,不过马来沙巴州也声称将允许未出现病毒感染病例的种植园和工厂恢复运营,多空消息并存。从3月产量数据可以看出,虽然3月下旬国内种植园生产受到影响,不过产量依然环比增加,因此可关注马棕油后续产量是否继续延续复产季趋势。

产地出口方面,根据马来船运调查机构ITS公布的数据,马来西亚4月1-10日棕榈油出口量为31.29万吨,较上月同期的33.52万吨减少6.6%,面向欧盟、中国的出口量均减半,不过对印度出口有所增加。印度周五发表声明,称将延长此前的封锁令至4月底,料后续港口到船卸货不可避免会受影响,且餐饮需求将继续萎缩,未来马棕油出口仍将受限,大概率将延续累库。

生物柴油方面,上周原油价格仍在低位徘徊,棕榈油制生物柴油的利润依旧是贴水状态,印尼政府的补贴机制也已经很难维持目前的B30项目,此前计划3月试验并于2021年开始投产的B40生物柴油掺混项目也将无期限推迟。从当前局势来看,料棕油的工业需求二季度之前或都难以启动,利空印尼棕油去库。

豆油

截至上周五,豆油港口库存为106.80万吨,较之前一周下降了0.00%。由于前期大豆到港量不及预期,油厂受缺豆和豆油胀库影响开工率下降,豆油库存延续下降趋势。根据海关数据,4月大豆到港量预估在682万吨,5月在960万吨左右,6月在950万吨左右,出口商表示国内油厂及中储粮过去两周采购多达8船阿根廷6-7-8-9月船期豆油。因此后续豆油库存或在到港增加的情况下缓慢回升。

中国农业农村部公布4月中国农产品供需形势分析报告显示:2019/20年度,食用植物油产量2640万吨,与上月预测值持平。食用植物油进口量788万吨,比上月预测值调增4万吨。食用植物油消费量3243万吨,比上月预测值调减96万吨,主要是因为受新冠肺炎疫情疫情影响,餐饮和团体消费油量明显减少。受此影响,将豆油、棕榈油的价格区间每吨下调200元,利空未来油脂整体价格。

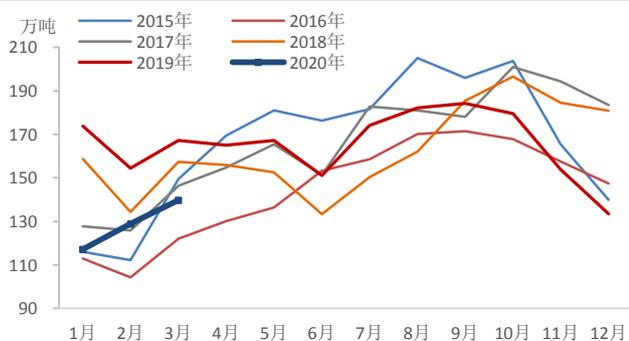
根据上周四公布的USDA月度供需报告，美豆种植面积、单产和产量未做调整，不过将美豆年末库存预估上调至4.8亿蒲式耳，高于3月预估的4.25亿蒲式耳，低于2018/19年度的9.09亿蒲式耳；受到南美干旱天气的影响，分别将巴西和阿根廷2019/20年度大豆产量下调150万吨和400万吨，后续仍需关注南美天气炒作对期价的提振作用。美豆油方面，USDA将美豆油产量调高190百万磅至24480百万磅，库存调高315百万磅至1830百万磅，报告中性偏空。

菜油

截至上周五，菜油商业库存为25.39万吨，较之前一周减少了2.79吨。菜籽库存为25.8万吨，较前一周增加了1.1万吨。根据到港数据预估，4月将到港30万吨菜籽，5月将到港24万吨菜籽，菜油供需两弱的局面不变。

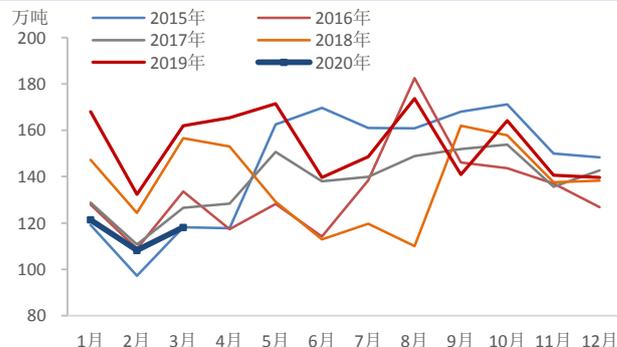
油世界称，2020年2月，澳大利亚对中国累计出口了一船油菜籽，数量为5.2万吨。截止到2月份澳大利亚2019/20年度累计对中国出口了22.1万吨油菜籽，而上一年度同期对华无出口。因此后续除关注中国对加拿大油菜籽的进口政策变动之外，还需关注中国从其他国家渠道进口的油菜籽，在供给端无明显继续收紧趋势的情况下，料后续菜油的价格仍将维持高位震荡状态。

图 11 马来棕榈油月度产量



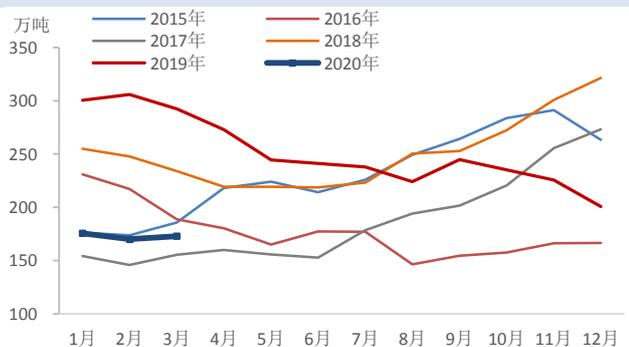
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



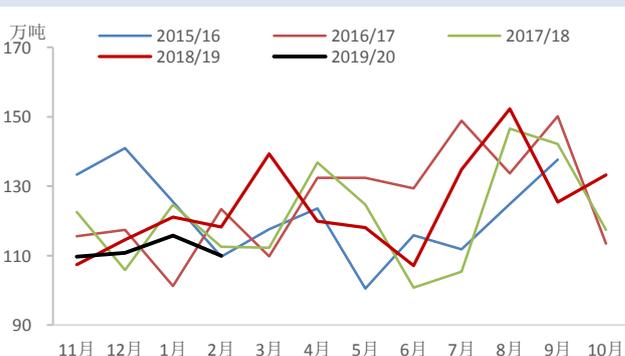
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



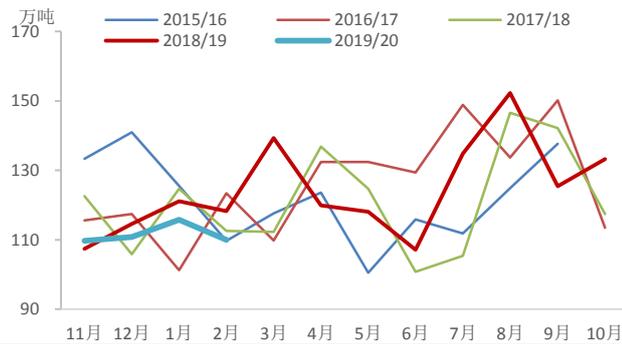
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



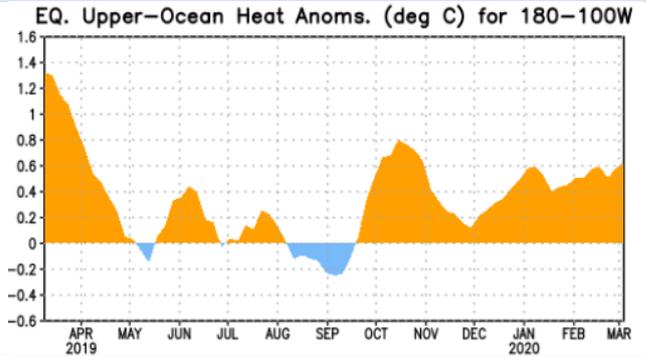
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



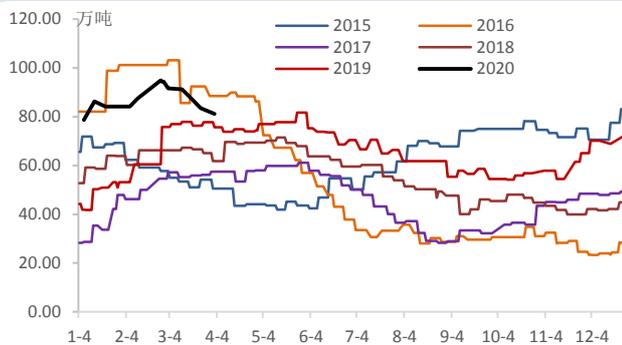
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



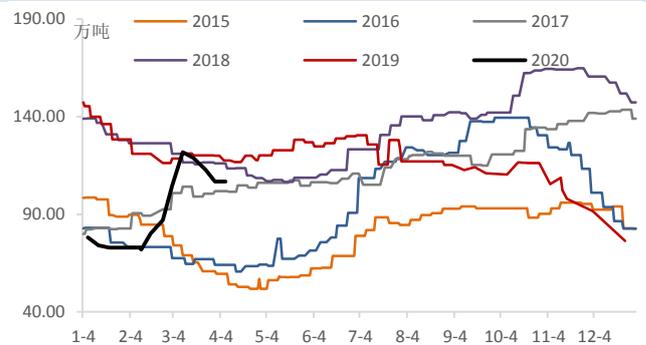
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



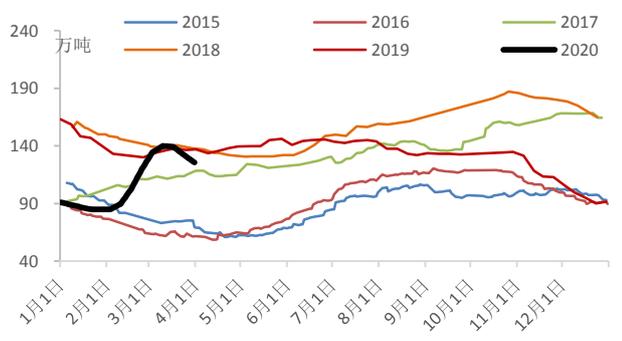
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



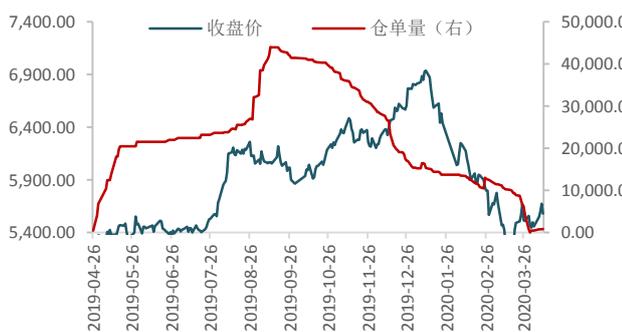
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 菜油商业库存



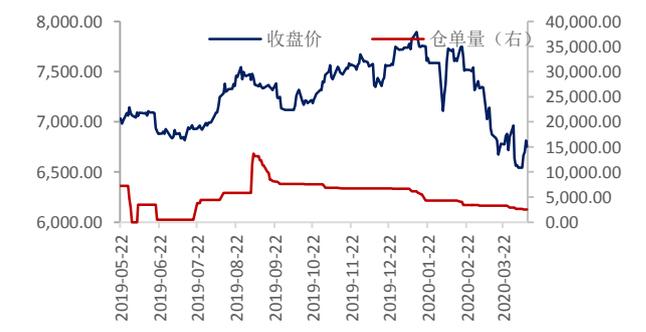
数据来源: Wind、国都期货研究所

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90.1 元/吨至5954.4 元/吨，进口利润降低-6.1 元/吨至-374.4 元/吨，豆油进口利润贴水状态和上周相比变动不大。棕油进口成本降低-42.0 元/吨至5511.1 元/吨，进口利润提高34.0 元/吨至-759.1 元/吨，从年初开始棕油进口成本便一路下跌，但棕榈油进口利润贴水状态持续，修复并不明显。菜油的进口成本提高152.2 元/吨至6033.0 元/吨，进口利润提高32.8 元/吨至719.0 元/吨，菜油进口利润仍然高居不下。

从压榨利润看，豆油压榨利润降低-10.8 元/吨至239.0 元/吨，油厂开工率从前一周的42.51%降低至41.43%，为连续三周下降，周内压榨量降低3.77万吨至143.84万吨；菜油压榨利润提高60.8 元/吨至386.9 元/吨，油厂开工率从前一周的21.18%提高至25.51%，周内压榨量增加0.9万吨至5.3万吨。不过鉴于菜籽数量有限，未来开工率上升的空间并不大，预计仍将处于偏低水平。

图 23 豆油进口成本与进口利润



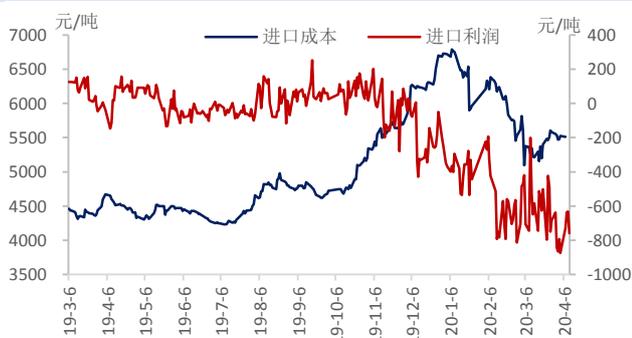
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

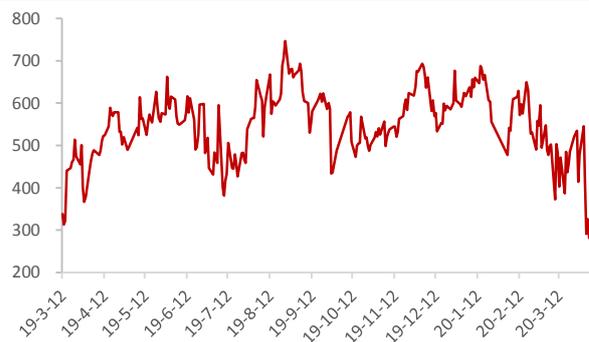
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，马来、印尼产地陆续进入复产季，加之降水情况好于去年，棕榈油产量大概率将继续增加，不过也应关注疫情的扩散情况及对种植园生产的影响。印度作为棕榈油主要进口国，在疫情不断加重的背景下，未来餐饮需求将继续萎缩，马棕油出口不容乐观。在产量增加、出口下降的情况下，马棕油期价缺乏足够的上行动力。国内由于进口利润深度贴水，进口到港同比下滑，走势或略强于外盘，但同样缺乏持续上涨的动能。

豆油方面，由于大豆到港不及预期，油厂开工率连续两周下降，加之国内疫情已有好转，随着部分餐饮复工，豆油库存持续下降。料4月下旬库存下降的局面大概率持续，豆油期价表现或继续偏强。不过根据海关预估的进口到港数据，未来国内进口大豆将陆续增加，供应压力将在5、6月份逐渐凸显。

菜油方面，受到水产养殖需求恢复的影响，国内菜油油厂开工率小幅提高，菜油库存相应增加，不过在油脂中供应面仍是最紧的，需求在高价作用下也相对较差，料在4月孟晚舟听证会之前，供需两弱的格局将持续。

整体上看，国内油脂在去库的利多带动下价重心已有所上移，不过鉴于海外疫情仍然严峻，原油不确定因素也较多，缺乏持续上涨动能，且很可能将在二季度后期再度走弱。相对强弱关系上豆油>菜油>棕油。本周可关注的事项有：（1）马来西亚棕榈油出口数据，若出口继续环比下降，则棕油或继续回落。（2）美国NOPA压榨数据，若豆油库存进一步回落，则利空美豆油走势。

四、操作建议

单边：上周五油脂大幅回落，本周可短线开多搏反弹，止盈位放在200点以内。

套利：油粕比方面，近期豆油走势继续强于豆粕，可短线轻仓做多油粕比，止盈位看至2附近。跨品种方面，豆棕价差上周已恢复至800元/吨左右，多头可部分止盈，鉴于棕油较弱，可保留部分多头持仓观望。

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，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。□