

减产问题依旧存在，短期维持偏多看法

主要观点

行情回顾

上周，油脂走势继续分化，棕榈油重新从豆油手中夺回领头羊位置，周中上破 8000 点整数关口，涨幅明显；豆油和菜油则继前一周上涨后迎来小幅回调，表现有所转弱。成交持仓方面，各油脂品种成交量继续增加，持仓则有所不同，棕油沉淀资金小幅流入，豆油沉淀资金则小幅流出。基差方面，各油脂现货价格偏强，基差继续处于高位。从外盘情况来看，美豆上周小幅回调，美豆油则跟随国际油脂价格一路上行。马棕油延续上周涨势，突破 4000 点关口，周内涨幅达 10% 以上。

后市展望

棕油方面，马棕油 2 月超预期减产，且劳工问题迟迟得不到解决将继续影响油棕果采摘及运输进度，进而影响产量恢复，或继续提振盘面。不过随着沙巴州放开封锁，未来劳工问题或迎来转机，在 3 月开始的复产季，油棕果从产能情况来看是可以实现丰产的，中长线空头看法不变。

豆油方面，阿根廷干旱情况继续影响大豆生长进程及产量预期，巴西大豆则在连续阴雨的天气下收割缓慢，短期市场上美豆需求仍然较大，利多短线期价。且国内豆油短期继续去库，油强粕弱的局面大概率延续。不过随着未来巴西大豆上市，供需错配的问题逐渐得到解决，豆油价格或将面临回调。

菜油方面，菜籽受制于进口偏低的现状，油厂开工率仍然维持低位，菜油供应也相应维持偏紧的局面，后期若油脂面临回调，菜油将是相对抗跌的品种，未来重点关注孟晚舟听证会进展。

整体来看，大豆及棕榈油主产国的减产问题依旧存在，油脂短期供应压力仍未显现，价格下行拐点将进一步推后。且从当前经济所处阶段来看，本年度大宗商品表现或强于股债，牛市情绪也将提振农产品行情，短期继续维持偏多看法。

操作建议

单边：关注棕榈油 05 合约在 8000 点整数关口的压力，不建议继续追多，可逢回调再入场。

套利：跨品种方面，豆棕 05 合约价差已回落至 1300 附近，空头可酌情离场。跨期方面，棕油 5-9 反套逢低入场，目标位看至 -500 一线。

报告日期 2021-03-14

研究所

史玥明

油脂期货分析师

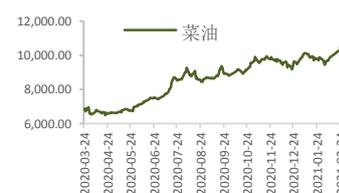
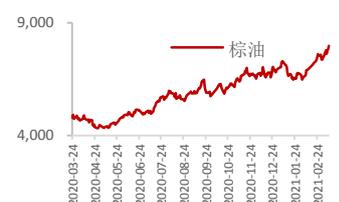
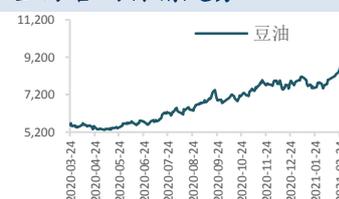
从业资格号：F3048367

投资咨询证号：Z0015548

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.....	10
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	9
图 14 印度植物油月度进口量	9
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

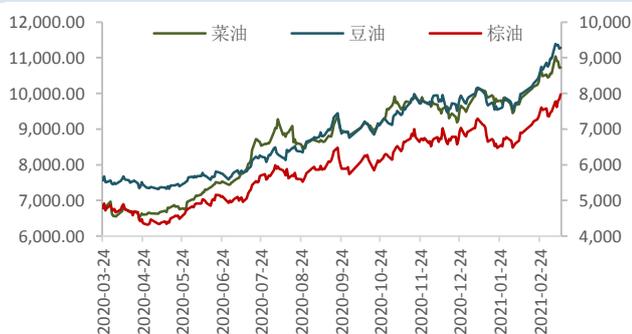
图 24 大豆进口成本与进口利润	10
图 25 棕油进口成本与进口利润	11
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	11
图 27 豆油压榨利润	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	9280.00	3.50%	465.24	22.04%	43.52	-12.94%
棕油	7,970.00	6.75%	379.15	16.52%	36.36	12.04%
菜油	10,724.00	2.05%	212.57	29.31%	13.10	1.57%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
美豆油	55.44 美分/磅	7.03%	31.36	14.83%	19.88	-0.77%
马棕油	4128.00 林吉特/吨	10.40%	13.78	10.15%	6.99	-0.21

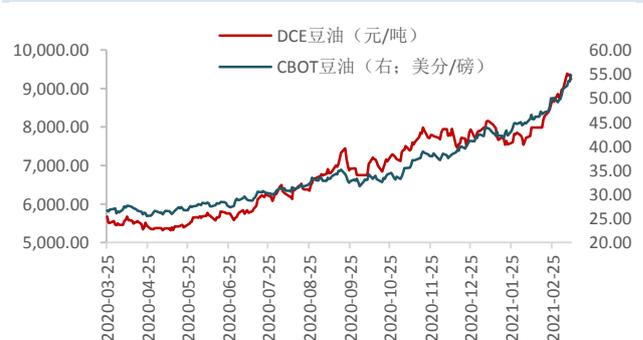
上周，油脂走势继续分化，棕榈油重新从豆油手中夺回领头羊位置，周中上破8000点整数关口，涨幅明显；豆油和菜油则继前一周上涨后迎来小幅回调，表现有所转弱。成交持仓方面，各油脂品种成交量继续增加，持仓则有所不同，棕油沉淀资金小幅流入，豆油沉淀资金则小幅流出。基差方面，各油脂现货价格偏强，基差继续处于高位。从外盘情况来看，美豆上周小幅回调，美豆油则跟随国际油脂价格一路上行。马棕油延续上周涨势，突破4000点关口，周内涨幅达10%以上。

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



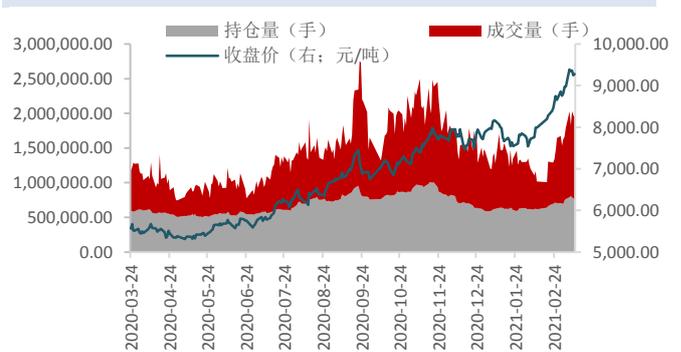
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势

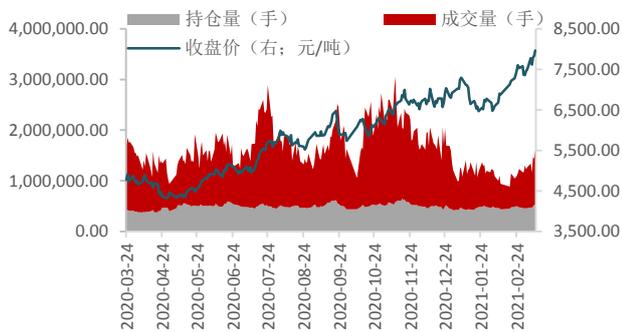


数据来源：Wind、国都期货研究所

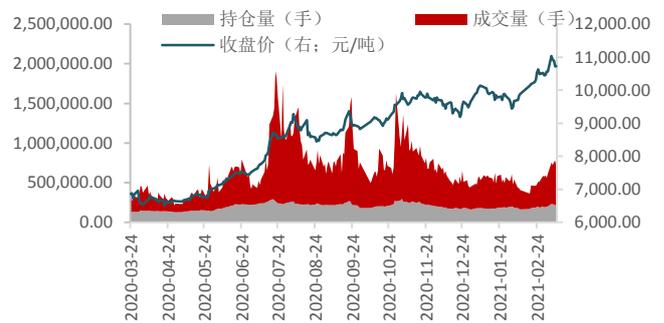
图4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析


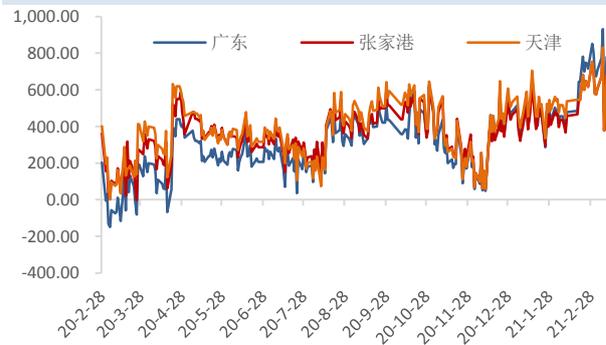
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析


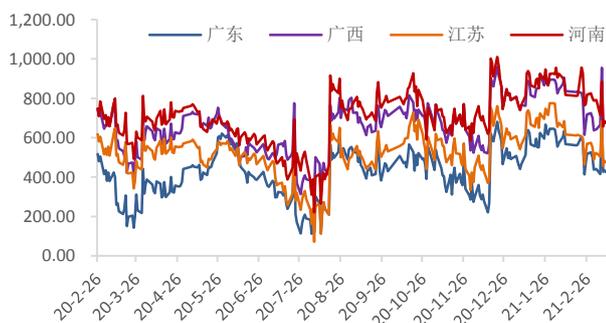
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

截至上周五，棕榈油港口库存为59.85万吨，相较于前一周下降了-11.20%。商业库存为59.85万吨，相较于前一周下降了-11.20%。由于前一周豆棕价差急剧拉大到1700点，推动了棕油下游的替代消费，棕榈油逐渐从此前的累库阶段过渡到去库阶段，加之2月进口到船不及预期，国内棕榈油供给端压力并不大，对于期价的上行压力有所减轻，料短期去库趋

势或延续，但在当下消费淡季，去库速度料不会太快。据海关到港数据预估，3月到港预估为40万吨，现货端维持宽松预期，关注后续到港实际情况及走货进展。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油局(MPOB)上周公布的供需报告，马来西亚2021年2月棕榈油产量环比下降1.85%至110.56万吨，低于预期的113~119万吨产量区间；出口量环比下降5.49%至89.56万吨，符合预期的89.1~98万吨；库存环比下降1.80%至130.08万吨，低于此前预期的140~142.5万吨。整体来看，报告利多盘面。此前市场普遍预期马棕油将从2月进入增产通道，但由于产量恢复较慢，库存持续处于历史同期低位，短期多头势力仍然占优，这也是在宏观面原油提振告一段落后，棕榈油依然保持强势的原因。

从马来后续角度来看，船运调查机构ITS数据显示，马来西亚3月1-10日棕榈油出口量为30.99万吨，较2月1-10日出口的40.04万吨减少22.60%。西马南方棕油协会(SPPOMA)发布的数据显示，3月1-10日马来西亚棕榈油单产增加14.32%，出油率增加0.19%，产量增加15.32%。因此若从偏长视角出发，在产量增加、出口下降的情况下，未来马棕油价格大概率会出现回调。不过鉴于上周马来西亚已从网上寻找棕榈油工人，可见其棕榈油产业出现了严重的劳动力短缺，这将成为影响产量恢复的最大变数。若劳工问题迟迟得不到有效解决，减产问题或将持续提振马棕油价格，因此这可作为短期重点关注的因素。

印度进口方面，印度溶剂萃取剂协会(SEA)称，印度2021年2月棕榈油进口量为39.45万吨，上月同期为78.07万吨，环比减少49.5%。但印度一直在放松疫情相关封锁，餐馆食用油需求逐渐回升，加之2月初印度植物油港口库存已降至65.7万吨，后续也将面临补库需求。一些贸易商预测，3月和4月印度棕榈油进口需求可能升至每月60万吨。这将利于棕榈油短期走势，后续可关注进口数据落地情况。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为73.43万吨，较之前一周下降了-2.63%。从库存走势规律来看，短期大概率将延续去库趋势，且同近五年同期相比处于相对低位，价格回调幅度料不会太大。根据海关大豆到港数据预估，3月预估到港620.2万吨，4月预估在760万吨，5月预估到港1000万吨，未来大豆的到港压力依然存在，且逐月增加，关注油厂压榨开工情况。

美豆产区方面，据USDA发布的3月大豆供需预测数据，预计2020/21年度美国大豆产量、压榨量、出口量及期末库存均未作调整，与上月持平。预计2020/21年度全球大豆产量361.82百万吨，较上月调增74.0万吨；消费量323.58百万吨，较上月调增160.0万吨；期末库存83.74百万吨，较上

月调增38.0万吨；库销比22.55%，较上月调增0.01个百分点，报告中性偏空，未来关注点继续落在南美产区上。

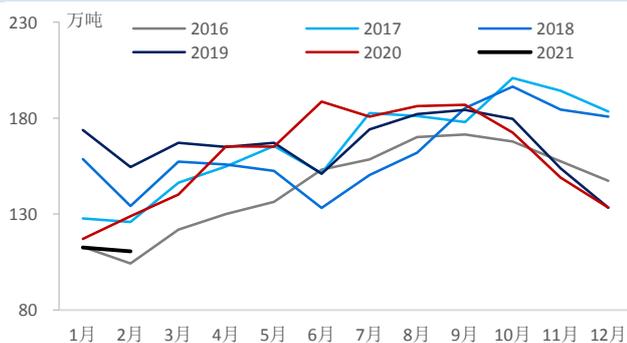
阿根廷产区方面，布宜诺斯艾利斯谷物交易所上周四在报告中称，截至3月10日当周，阿根廷2020/21年度大豆作物生长优良率6%，低于上周的10%，且大幅低于上年同期的35%。同时上周该国53%的大豆种植区土壤湿度为理想或良好状态，低于上周的68%和上年同期的67%。由此可见，阿根廷干旱情况继续影响大豆生长进度及产量预期，据布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，该国2020/21年度大豆单产预计为每公顷27.5公担，较1月估值下调6%，较去年相比下滑10%。对于阿根廷大豆产量的预估将调降400万吨至4500万吨，同比降幅为11.24%，利多美豆期价。

巴西产区方面，目前巴西豆农正进行收割，但连绵的阴雨天气导致大豆收割速度缓慢，从全国范围来看，巴西2020/21年度大豆作物仅收割了三分之一左右，而去年同期时的收割率已经达到一半。因此2021年度大豆销售将有所放缓。但据巴西农业部下属的国家商品供应公司CONAB发布的3月预测数据显示，预计2020/21年度巴西大豆产量达到1.351316亿吨，同比增加1028.68万吨，增加8.2%；预计2020/21年度巴西大豆播种面积达到3846.15万公顷，同比增加151.18万公顷，增加4.1%；预计2020/21年度巴西大豆单产为3.51吨/公顷，同比增加134.671千克/公顷，增加4.0%。因此巴西大豆在上市之后，市场上大豆供应量将明显增加，施压远期豆价，当前的美豆高价多因供需错配引起，维持短多长空看法。

菜油

截至上周五，菜油商业库存为16.9万吨，较上周的18.81万吨减少1.91万吨。菜籽库存为42.2万吨，较前一周的26.6万吨增加了15.6万吨。从海关总署公布的油菜籽到港情况看，3月预估到港24.3万吨，4月预估到港36万吨，相比于往年同期的进口水平处于相对低位。在供应面偏紧的情况下，菜油在油脂中的走势将维持相对独立。

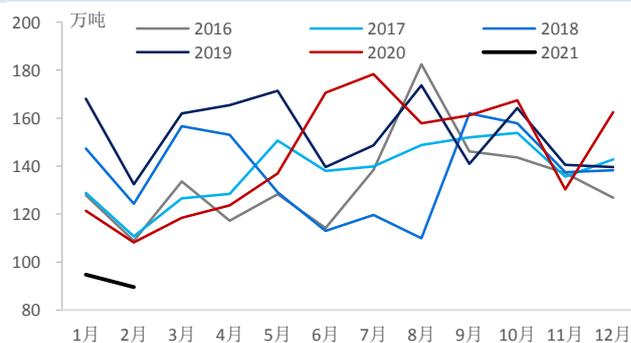
图 11 马来棕榈油月度产量



数据来源：Wind、国都期货研究所

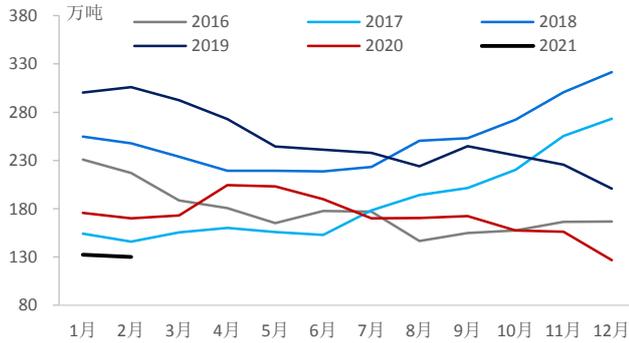
请务必阅读正文后的免责声明

图 12 马来棕榈油月度出口量



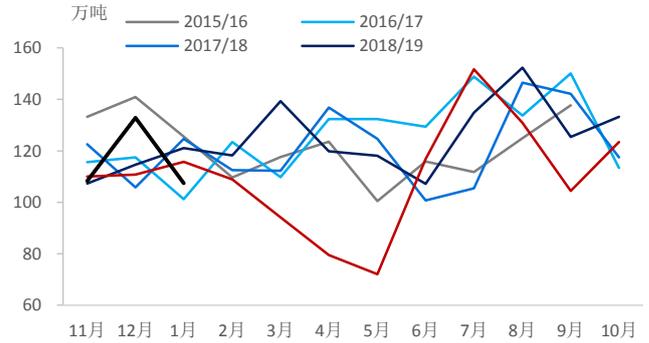
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



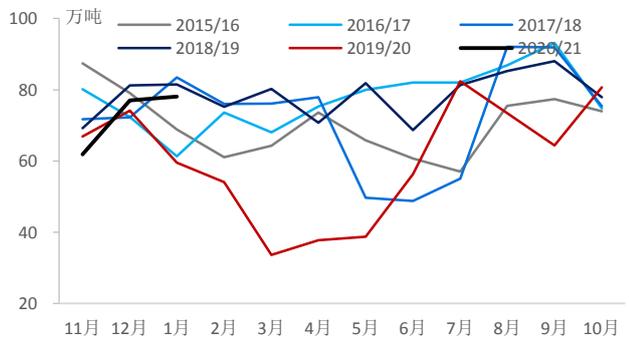
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



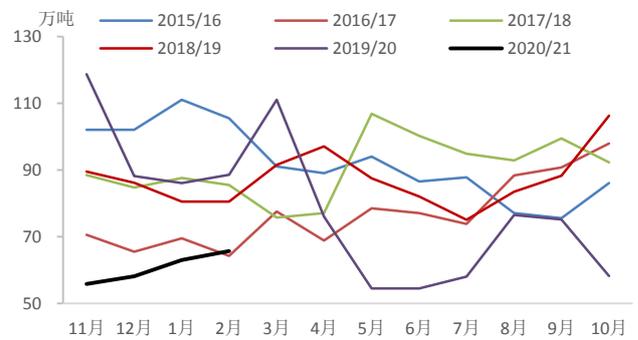
数据来源: SEA、国都期货研究所

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 印度植物油港口库存



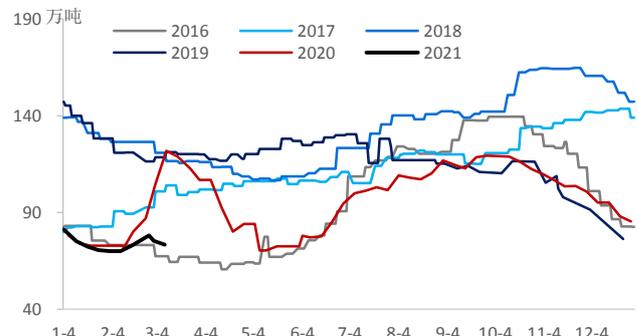
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



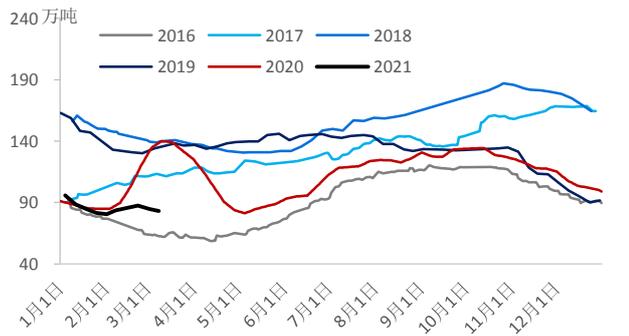
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



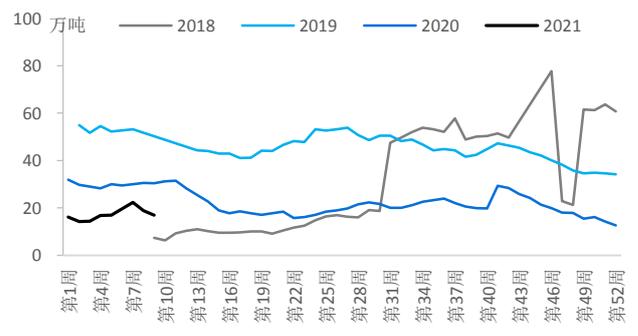
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

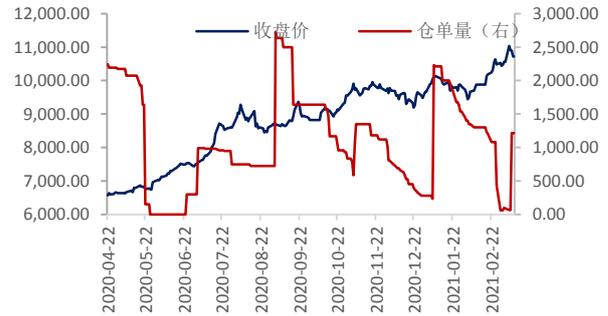
图 20 菜油商业库存



数据来源: 天下粮仓、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, 南美豆油进口成本提高112.9 元/吨至6359.1 元/吨, 进口利润提高189.1 元/吨至2920.9 元/吨, 由于内盘涨幅高于外盘, 豆油进口利润升水继续增加。棕油进口成本提高339.4 元/吨至8374.5 元/吨, 进口利润提高 136.6 元/吨至-404.5 元/吨, 但进口利润仍维持深度贴水状态。菜油的进口成本降低-125.0 元/吨至6664.6 元/吨, 进口利润提高 291.0 元/吨至4059.4 元/吨, 相较于往年进口利润水平仍处于绝对高位。

从压榨利润看, 豆油压榨利润降低-30.1 元/吨至-44.8 元/吨, 油厂开工率从前一周的42.84%上升至47.42%, 开工率继续增加, 且预计未来在进口大豆大量到港的情况下, 压榨开工率大概率将维持高位, 但需关注榨利贴水的负面影响。菜油压榨利润下降-256.5 元/吨至-337.7 元/吨, 油厂开工率从前一周的12.11%提高至16.95%, 周内压榨量增加1万吨至3.5万吨。由于菜籽量有限, 料后续压榨开工率将维持在偏低水平, 且在当下消费淡季大概率呈现下降趋势。

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

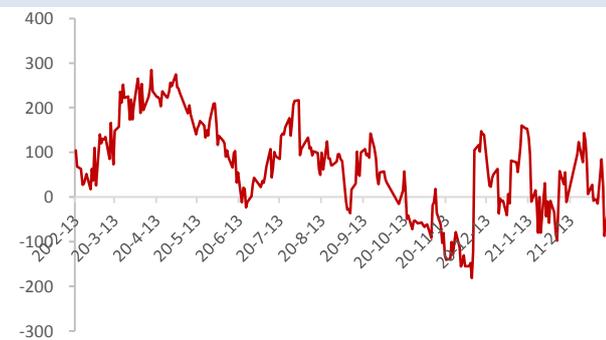

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润

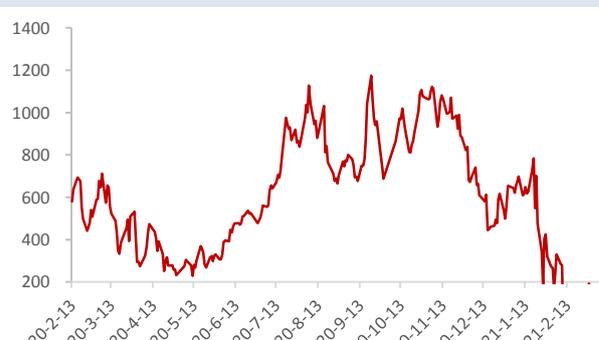

数据来源: Wind、国都期货研究所

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，马棕油2月超预期减产，且劳工问题迟迟得不到解决将继续影响油棕果采摘及运输进度，进而影响产量恢复，或继续提振盘面。不过随着沙巴州放开封锁，未来劳工问题或迎来转机，在3月开始的复产季，油棕果从产能情况来看是可以实现丰产的，中长线空头看法不变。

豆油方面，阿根廷干旱情况继续影响大豆生长进程及产量预期，巴西大豆则在连续阴雨的天气下收割缓慢，短期市场上美豆需求仍然较大，利多短线期价。且国内豆油短期继续去库，油强粕弱的局面大概率延续。不过随着未来巴西大豆上市，供需错配的问题逐渐得到解决，豆油价格或将面临回调。

菜油方面，菜籽受制于进口偏低的现状，油厂开工率仍然维持低位，菜油供应也相应维持偏紧的局面，后期若油脂面临回调，菜油将是相对抗跌的品种，未来重点关注孟晚舟听证会进展。

整体来看，大豆及棕榈油主产国的减产问题依旧存在，油脂短期供应压力仍未显现，价格下行拐点将进一步推后。且从当前经济所处阶段来看，

本年度大宗商品表现或强于股债，牛市情绪也将提振农产品行情，短期继续维持偏多看法。

四、操作建议

单边：关注棕榈油05合约在8000点整数关口的压力，不建议继续追多，可逢回调再入场。

套利：跨品种方面，豆棕05合约价差已回落至1300附近，空头可酌情离场。跨期方面，棕油5-9反套逢低入场，目标位看至-500一线。

分析师简介

史玥明，首都经济贸易大学量化金融专业硕士，现任国都期货油脂、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。