

单边操作较不明朗，关注P5-9价差缩窄机会

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂主力合约换至09合约，因此虽然是反弹走势，但鉴于当下市场的正套行情，在换月后主力合约价格略低于上周水平。不过在换月影响下，各品种5-9价差均有所缩窄，其中菜油5-9价差下降幅度最大。成交持仓方面，受到主力合约换月影响，各油脂成交量有所上升，持仓也明显增加。从外盘情况来看，美豆价格继续高位震荡，美豆油价格跟随国际油脂走势小幅反弹。马棕油止跌企稳，在出口数据利多的情况下再度回到3900高位。

后市展望

棕油方面，尽管马棕油已进入增产季，但在印度植物油库存低位的情况下，马来棕榈油产地出口存乐观预期，料累库速度不会太快，一定程度上支撑棕榈油价格。国内棕榈油在进口利润倒挂的情况下，到港数量低于往年，库存同样处于低位，反弹趋势或延续，关注其在价格前高附近的突破情况。

豆油方面，3月美豆压榨报告利空盘面，加之巴西增产幅度较大，且近期加大出口量，一定程度上施压外盘豆类价格，若美豆在随后的播种季无天气炒作，中长期价格或存回调可能。国内豆油在策转向抛储稳价的情况下，未来或逐渐累库，长线来看价格走势偏空。不过由于近期压榨利润贴水，油厂开工率下降，豆油延续此前的去库趋势，短期走势偏强。

菜油方面，菜油及菜籽库存继续处于历史同期低位，压榨率也持续偏低，整体菜油供应依然偏紧，菜油在油脂中的走势也独立偏强。中加关系近期在孟晚舟案的催化下仍较紧张，重点关注4月引渡裁决对盘面的影响。

整体来看，油脂主力已换至09合约，在5-9价差仍然偏高的情况下，料本周5-9价差将继续缩窄，套利走势或比单边顺畅。本周可重点关注马来棕榈油ITS出口数据对盘面的影响。油脂相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

操作建议

单边：当前市场消息指引不强，单边操作确定性较小，可重点关注套利操作。

套利：跨期方面，P5-9价差可继续偏空操作，目标位暂看300附近。跨品种方面，豆棕09合约价差套利空头可入场，目标位暂看1000附近。油粕比方面，油粕比空单继续持有，目标位看至2.3附近。

报告日期 2021-04-18

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..... | 9 |
| 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 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 | 8 |
| 图 16 太平洋海温异常指数 | 8 |
| 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 | 10 |
| 图 28 菜油压榨利润..... | 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 | 8248.00 | -4.76% | 330.62 | 39.14% | 44.38 | 127.03% |
| 棕油 | 7,096.00 | -7.24% | 250.12 | 29.19% | 32.11 | 86.89% |
| 菜油 | 10,431.00 | -2.05% | 140.00 | 13.71% | 16.35 | 128.61% |
| 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 | 54.17 美分/磅 | 6.36% | 28.31 | 34.55% | 18.87 | 33.39% |
| 马棕油 | 3920.00 林吉特/吨 | 4.03% | 13.21 | 5.34% | 6.14 | -1.20 |

上周，国内油脂主力合约换至09合约，因此虽然是反弹走势，但鉴于当下市场的正套行情，在换月后主力合约价格略低于上周水平。不过在换月影响下，各品种5-9价差均有所缩窄，其中菜油5-9价差下降幅度最大。成交持仓方面，受到主力合约换月影响，各油脂成交量有所上升，持仓也明显增加。从外盘情况来看，美豆价格继续高位震荡，美豆油价格跟随国际油脂走势小幅反弹。马棕油止跌企稳，在出口数据利多的情况下再度回到3900高位。

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



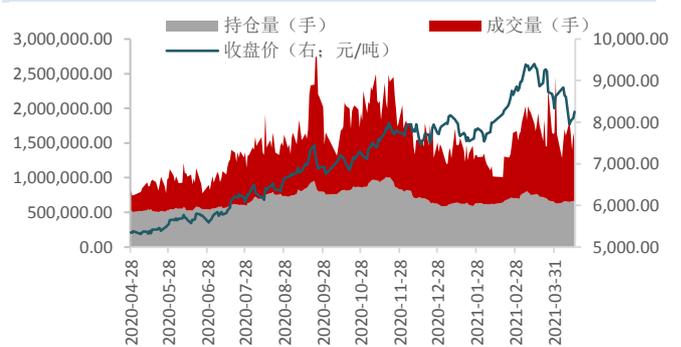
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

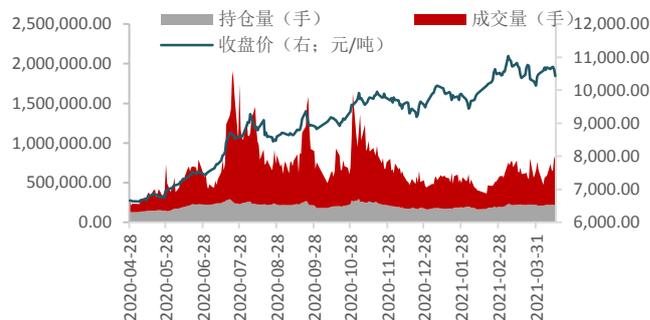
图4 豆油量价分析



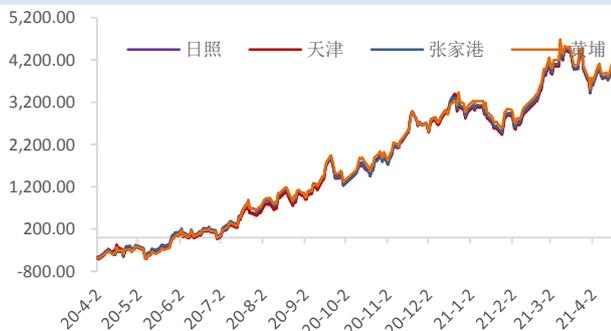
数据来源: Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析

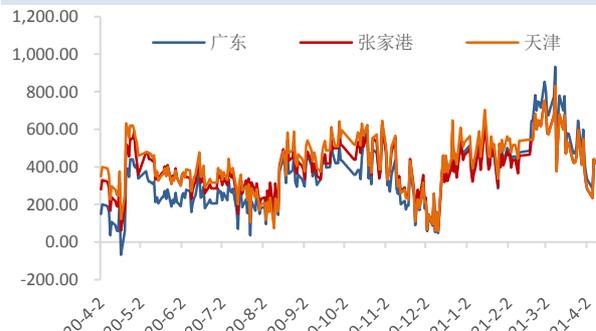

数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析


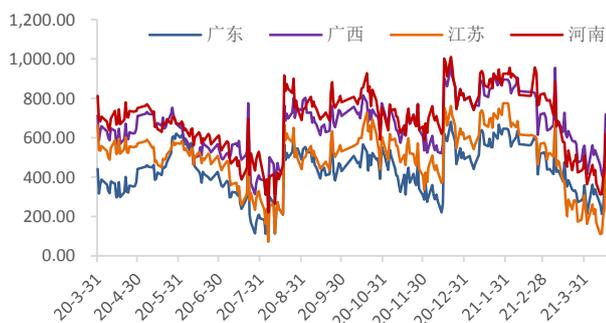
数据来源：Wind、国都期货研究所

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46.17万吨，相较于前一周增加了5.24%。商业库存为46.17万吨，相较于前一周增加了10.40%。虽然小幅增加，但棕榈油库存继续处于五年同期最低点，未来需关注后续棕榈油进口相比于往年及预期的到港情况。据海关到港数据预估，4月到港预估为48万吨，5月到港预估为58万吨，在进口利润的压制下进口量仍然较少。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的数据显示，马来西亚2021年3月棕榈油产量环比增28.43%至142.3万吨（预期134~140）；出口环比增31.83%至118.2万吨（预期112~116）；库存环比增10.72%至144.6万吨（预期131~133）。由于产量数据高于预期，库存也高于预期，报告利空盘面。但跌势并未在前一周延续，从4月数据来看，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据预估，4月1-15日马来西亚棕榈油单产增加4.15%，出油率减少0.36%，产量增加2%。据船运调查机构ITS数据显示，马来西亚4月1-15日棕榈油出口量为58.53万吨，较3月1-15日的50.73万吨环比增加15.38%。由于出口环比增幅较大，利多马棕油去库，马棕油走势继续强势。后续来看，可重点关注马棕油产量恢复及出口的增幅孰高孰低，以此判断未来库存的走势及价格趋势。

从主要棕榈油进口国印度来看，据印度溶剂萃取剂协会（SEA）称，印度2021年3月棕榈油进口量为52.65万吨，上月同期为39.45万吨，环比增加33.5%。因此印度对于棕榈油进口的拉动作用较大，且当下印度植物油港口库存处于低位，未来有较大的可能性补库，也会推动产地棕榈油出口的强预期，或成为马棕油价格的支撑。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为54.80万吨，较之前一周下降了-11.14%。根据4月海关大豆到港数据预估，4月预估在759.7万吨，5月预估到港1020万吨，6月预估到港920万吨。因此虽然当下处于历史偏低水平，但按照库存的季节性走势，预计5月开始将在大豆大量到港的背景下重新累库，届时或向豆油价格施压。且中储粮3月底已有抛储行为，市场预期后市将继续抛储，情绪端利空市场。因此在供需面逐步放宽的情况下，豆油价格大概率近强远弱。

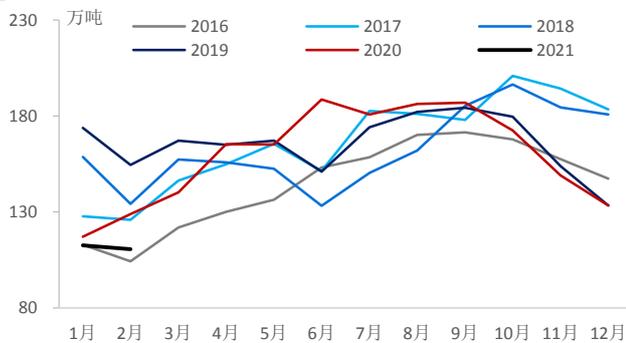
美国方面，据美国全国油籽加工行业协会（NOPA），美国3月大豆压榨量为1.77984亿蒲式耳，从之前的17个月低点1.55158亿蒲式耳反弹，但低于去年同期1.81374亿蒲式耳的记录高位，压榨速度低于大多数贸易商的预期均值1.79179亿蒲式耳，数据对美豆价格影响中性偏空。

南美产区方面，据咨询机构DATAGRO公司称，截至4月9日，巴西2020/21年度大豆收割工作稳步推进，完成了87.2%，比一周前的82.4%提高4.8%，比五年平均进度高出6.4%。目前的收获进度落后上年同期的91.8%。据巴西商贸部，3月巴西大豆出口量为1349.01万吨，较去年同期的1085.32万吨增加24.3%；日装运量为58.65万吨/日，较去年同期的49.33万吨/日增18.89%。巴西出口发力的情况下，若美豆5月播种阶段无天气炒作，则美豆价格中长期或逐渐走弱。

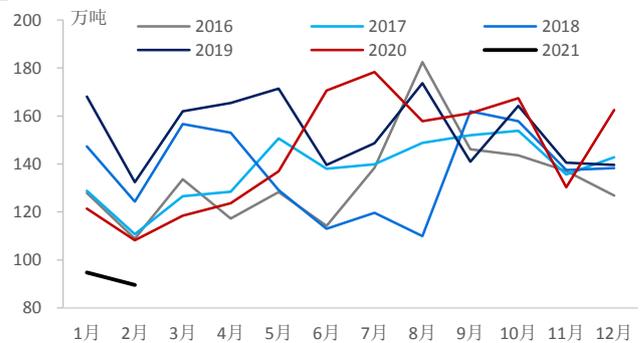
菜油

截至上周五，菜油商业库存为23.015万吨，较上周的24.785万吨减少1.77万吨。菜籽库存为25.2万吨，较前一周的25.5万吨减少了0.3万吨。从海关总署公布的油菜籽到港情况看，4月预估到港24万吨，5月预估到港18万吨。因此菜油基本面将在油脂中继续独立偏强。

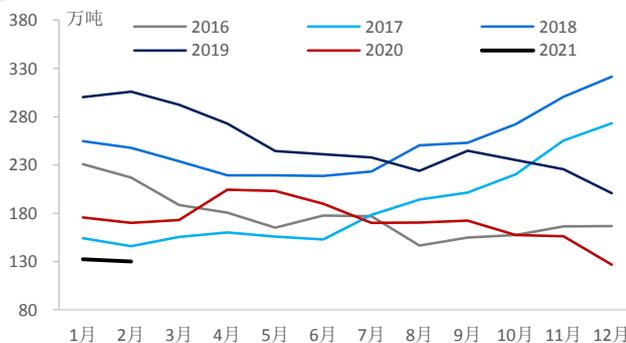
孟晚舟引渡案上一周进入第四分支，即美方引渡请求是否违反习惯国际法。4月底至5月中旬，法庭将重点聚焦第三分支，即美方提供的案情材料中是否存在重大遗漏和错误陈述，之后控辩双方等待法官作出裁决，届时可关注引渡与否的裁决对盘面的影响。

图 11 马来棕榈油月度产量


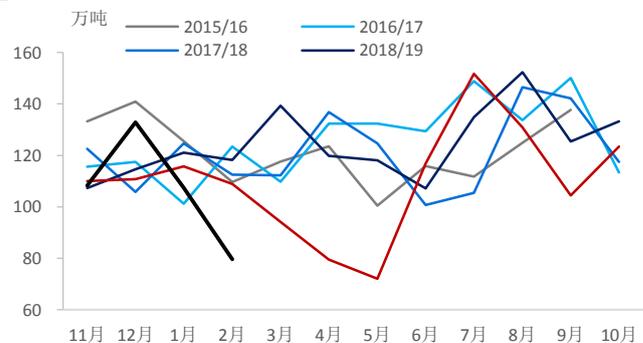
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量


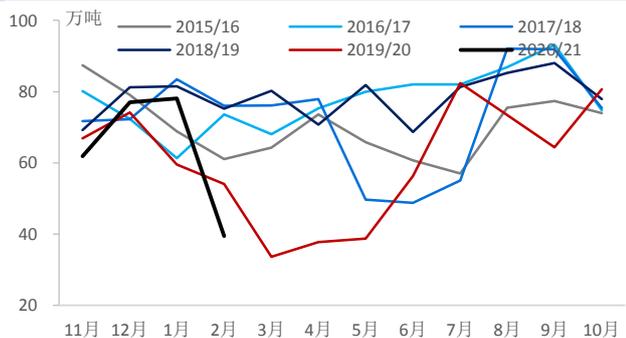
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存


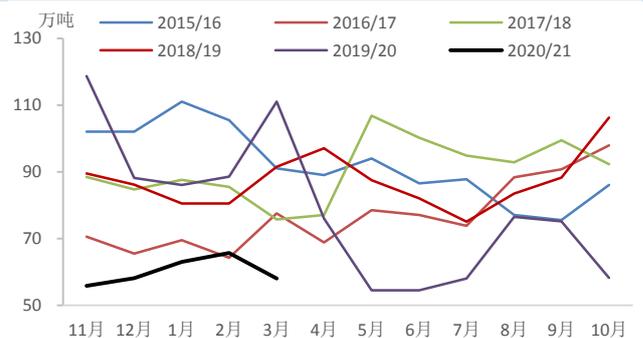
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

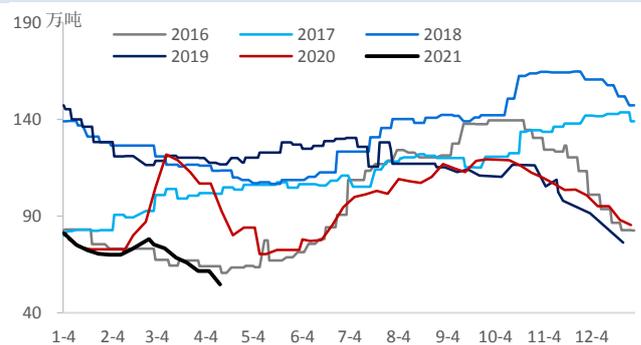
图 16 印度植物油港口库存


数据来源：NOAA、国都期货研究所

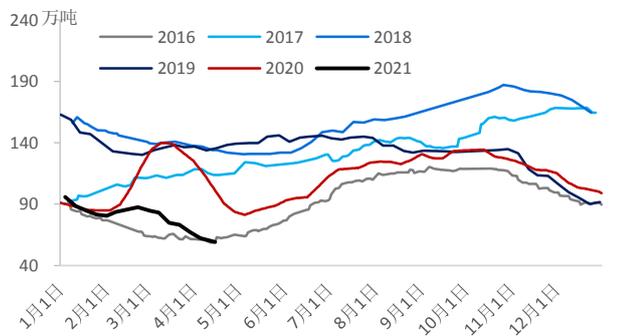
请务必阅读正文后的免责声明

图 17 棕油港口库存

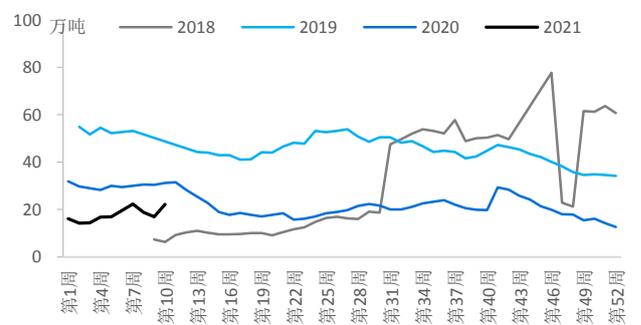

数据来源: Wind、国都期货研究所

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


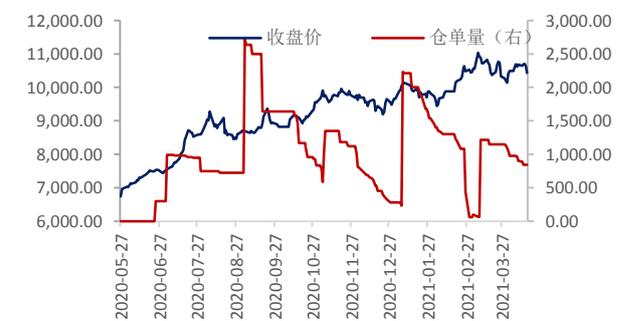
数据来源: Wind、国都期货研究所

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


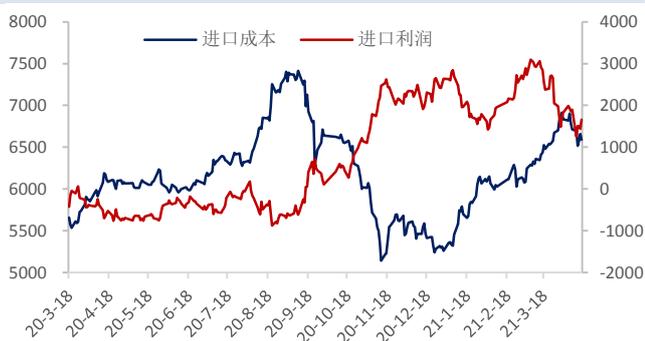
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 南美豆油进口成本下降-124.0 元/吨至6588.6 元/吨, 进口利润下降-240.0 元/吨至1659.4 元/吨, 依然处于偏高水平。棕油进口成本下降-31.3 元/吨至8509.3 元/吨, 进口利润下降 -444.7 元/吨至-1413.3 元/吨, 进口利润贴水状态加深, 阻碍部分船期进口。菜油的

进口成本下降-150.0 元/吨至7830.6 元/吨，进口利润下降-102.0 元/吨至2600.4 元/吨，相较于往年进口利润水平仍处于绝对高位。

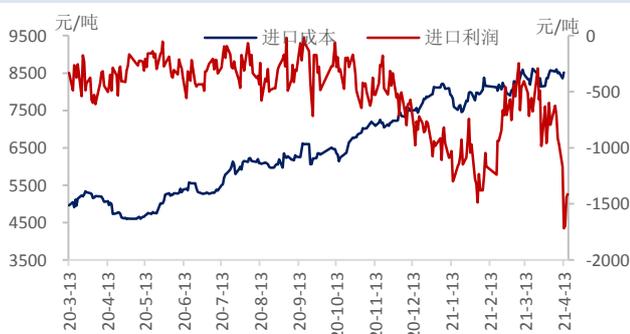
从压榨利润看，豆油压榨利润减少提高-78.5 元/吨至-34.7 元/吨，维持贴水状态，油厂开工率从前一周的43.58%小幅下降至38.22%，周度压榨量减少19.04万吨至135.52万吨，略低于往年同期。菜油压榨利润下降-304.5 元/吨至-1343.0 元/吨，油厂开工率从前一周的26.15%提高至27.60%，周内压榨量增加0.3万吨至5.7万吨。由于菜籽量有限，料后续压榨开工率将维持在偏低水平，且在当下消费淡季大概率呈现下降趋势。

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

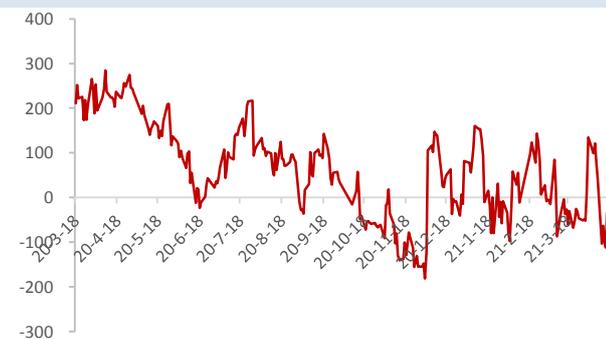

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润


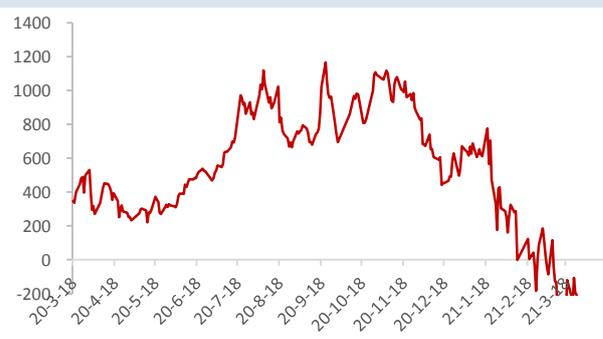
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，尽管马棕油已进入增产季，但在印度植物油库存低位的情况下，马来棕榈油产地出口存乐观预期，料累库速度不会太快，一定程度上支撑棕榈油价格。国内棕榈油在进口利润倒挂的情况下，到港数量低于往年，库存同样处于低位，反弹趋势或延续，关注其在价格前高附近的突破情况。

豆油方面，3月美豆压榨报告利空盘面，加之巴西增产幅度较大，且近期加大出口量，一定程度上施压外盘豆类价格，若美豆在随后的播种季无天气炒作，中长期价格或存回调可能。国内豆油在策转向抛储稳价的情况下，未来或逐渐累库，长线来看价格走势偏空。不过由于近期压榨利润贴水，油厂开工率下降，豆油延续此前的去库趋势，短期走势偏强。

菜油方面，菜油及菜籽库存继续处于历史同期低位，压榨率也持续偏低，整体菜油供应依然偏紧，菜油在油脂中的走势也独立偏强。中加关系近期在孟晚舟案的催化下仍较紧张，重点关注4月引渡裁决对盘面的影响。

整体来看，油脂主力已换至09合约，在5-9价差仍然偏高的情况下，料本周5-9价差将继续缩窄，套利走势或比单边顺畅。本周可重点关注马来棕榈油ITS出口数据对盘面的影响。油脂相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

四、操作建议

单边：当前市场消息指引不强，单边操作确定性较小，可重点关注套利操作。

套利：跨期方面，P5-9价差可继续偏空操作，目标位暂看300附近。跨品种方面，豆棕09合约价差套利空头可入场，目标位暂看1000附近。油粕比方面，油粕比空单继续持有，目标位看至2.3附近。

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。