

## 油脂再到前高附近，关注突破情况

### 主要观点

#### 行情回顾

上周春节结束后，国内商品盘仅有两个交易日，在原油价格上涨的带动下，商品价格普遍上涨，油脂价格也在节后首日跳空高开，连续两日维持涨势并再度突破整数关口。其中，棕榈油作为油脂中的领头羊，涨势最为明显；菜油在此前上涨过程中鲜有回调，涨幅相对较小。节后油脂现货价格继续维持高位，基差走势也偏强。从外盘情况来看，美盘和马盘在上周均是完整的交易周，美豆油呈现稳步上涨趋势，但马棕油在市场担忧未来需求的利空促使下，先跌后涨，周线收阴。

#### 后市展望

棕油方面，马棕油低库存始终是多头的底牌，不过在减产季接近尾声，出口量随高关税及消费淡季走弱的情况下，马棕油的空头力量也日益崛起，当下处于多空双方博弈的关键期，需密切关注基本面消息的边际变化。同时，也需关注原油价格走势对油脂价格的影响，若原油继续上行，则短期棕油价格也将易涨难跌。

豆油方面，在南美地区降水条件改善的情况下，南美大豆的产量预期逐渐得到修复，不过由于前期播种缓慢，出口进度也相应滞后，短期美豆方面出口量及压榨量将继续维持高位，利多美豆去库，短期美豆价格仍存上行提振。不过在南美大豆上市后，在供应增加的情况下，美豆价格或存回调可能。

菜油方面，春节期间孟晚舟事件使中加关系趋向紧张，加之菜油在油脂中的表现较为独立，其他油脂对菜油的指引作用有限，短期大概率继续偏强走势。从中长期角度来看，还要关注4月孟晚舟听证会的案情进展。

整体来看，短期油脂在原油上行及基本面偏多的双重提振下，或继续偏多运行，但鉴于价格已到前高附近，需关注价格的突破阻力，若实现有效突破，则延续多头看法；若出现回调，或是双顶形态，可转为偏空思路。

#### 操作建议

单边：棕油05合约关注前高附近的突破情况，若未突破前高，可少量加空。

套利：跨品种方面，豆棕05合约价差多头已涨至1100附近，可继续持有，目标位看至1200附近。跨期方面，棕油5-9反套逢低入场。

报告日期 2021-02-21

研究所

史玥明

油脂期货分析师

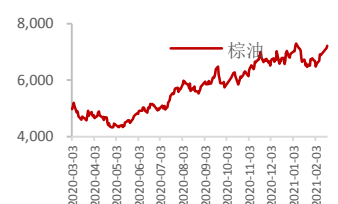
从业资格号：F3048367

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.....	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

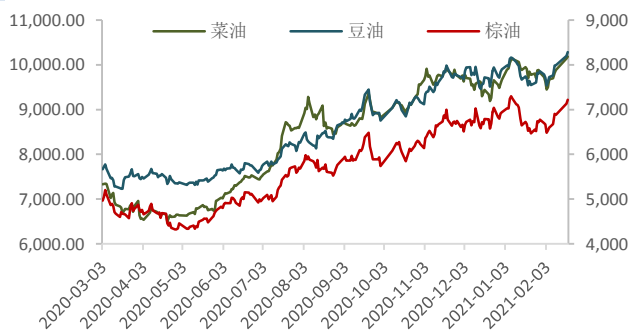
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	8282.00	8.33%	198.70	-31.48%	46.45	4.76%
棕油	7,134.00	10.23%	244.86	-25.68%	33.42	-10.43%
菜油	10,138.00	7.27%	118.53	-25.09%	11.80	-20.35%
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	47.08 美分/磅	3.18%	23.84	-21.61%	18.76	101.81%
马棕油	3526.00 林吉特/吨	-0.90%	11.22	44.59%	7.21	0.19

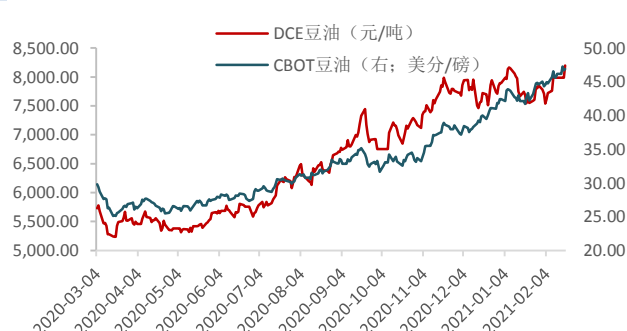
上周春节结束后，国内商品盘仅有两个交易日，在原油价格上涨的带动下，商品价格普遍上涨，油脂价格也在节后首日跳空高开，连续两日维持涨势并再度突破整数关口。其中，棕榈油作为油脂中的领头羊，涨势最为明显；菜油在此前上涨过程中鲜有回调，涨幅相对较小。节后油脂现货价格继续维持高位，基差走势也偏强。从外盘情况来看，美盘和马盘在上周均是完整的交易周，美豆油呈现稳步上涨趋势，但马棕油在市场担忧未来需求的利空促使下，先跌后涨，周线收阴。

### 图1 油脂主力合约走势



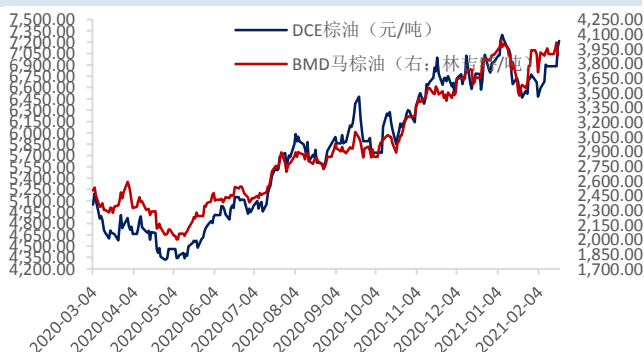
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



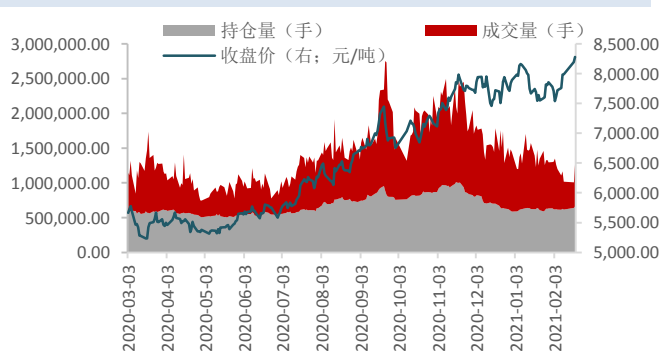
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



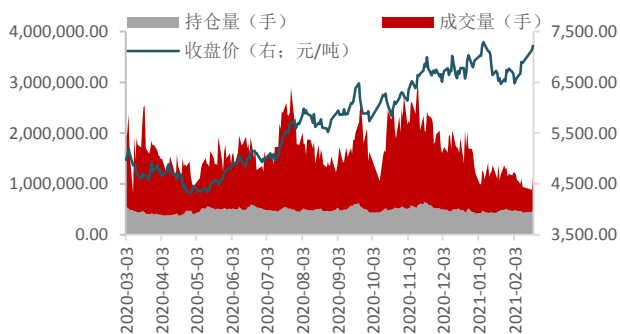
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图4 豆油量价分析



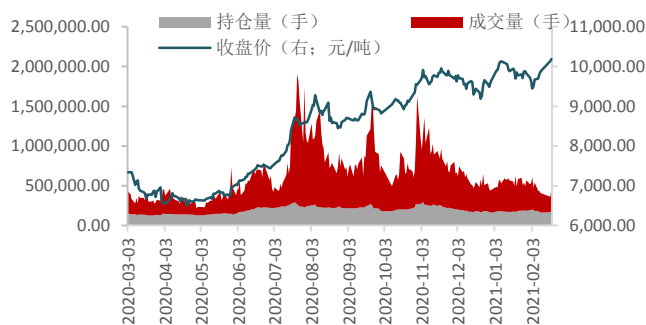
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



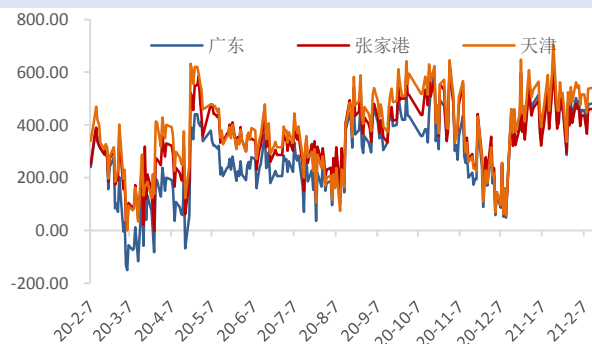
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



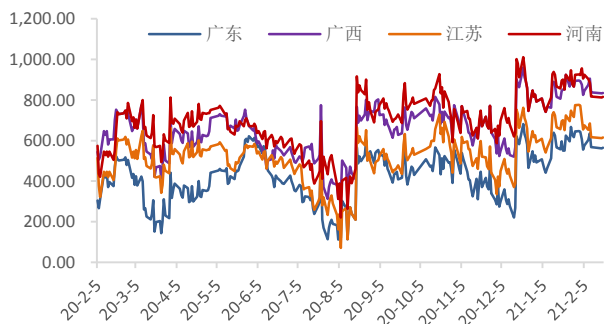
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



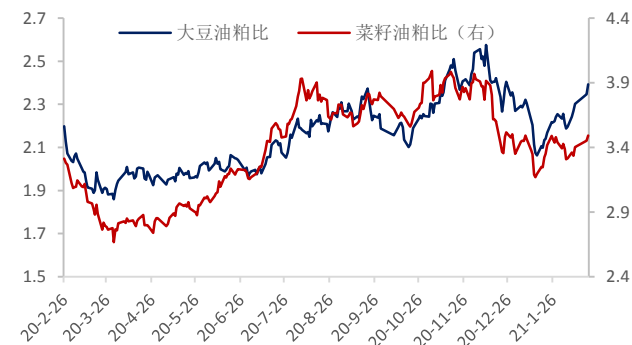
数据来源：Wind、国都期货研究所

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62.20万吨，相较于前一周增加了0.00%。商业库存为62.20万吨，相较于前一周增加了2.74%。从1月下半月开始，棕榈油累库速度有所放缓，对于期价的上行压力有所减轻，但从历史库存走势规律来看，由于气温偏低使棕榈油在油脂中的掺混比例继续维持低位，且年后将迎来一波油脂消费淡季，在4月之前棕榈油库存将继续上升。据海关到港数据预估，2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。预计若无外盘推动，内盘涨势难持续。

马来产地方面，据船运调查机构ITS公布数据显示，马来西亚2月1-15日棕榈油出口量为53.05万吨，较上月同期的41.66万吨增加27.4%。但由于上周四马来棕榈油管理局(MPOB)网站上的一份公告显示，马来西亚将3月毛棕榈油出口税率维持在8%不变，这加深了市场对于一季度及未来二季度消费淡季出口的担忧，需关注后续马棕油出口节奏变动。产量方面，据棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据预估，2月1-15日马来西亚棕榈油单产增加4.21%，出油率增加0.99%，产量增加9.42%。由此可初步窥见，马棕油减产季接近尾声，气候对产量的影响逐渐淡去，重点关注马来疫情对产量方面的干扰。据马来媒体，马来将根据新冠疫情形势放松部分地区疫情管控措施，但首都吉隆坡等新增新冠确诊病例较多地区实施的“行动管制令”将延长至3月4日，因此若后续疫情形势得到缓和，疫情对产量的影响也将逐渐减小，马棕油产量大概率从3月开始恢复到正常年份水平，利空未来马棕油价格走势。

印尼产地方面，在原油价格继续反弹的背景下，2月下旬POGO价差虽继续处于高位，但已从去年年底的600美元/吨附近小幅回落至500美元/吨左右。印尼棕榈油协会(GAPKI)的执行董事穆克提·萨尔约诺称，由于政府承诺继续推行B30项目，2021年印尼生物柴油消费量将达到920万千升，相当于800万吨棕榈油，高于2020年的846万千升。因此短期原油价格仍是支持棕榈油价格维持高位的重要因素。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为72.81万吨，较之前一周增加了3.98%。从库存走势规律来看，年后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，因此国内豆油基本面要强于棕油，未来也将比棕油更为抗跌。根据海关大豆到港数据预估，2月预估到港640.7万吨，3月预估到港610万吨，4月预估在760万吨，未来大豆的到港压力依然存在，关注油厂压榨开工情况。

南美大豆产区方面，咨询机构Datagro公司称，截至2月5日，2021/22年度巴西大豆的预售比例达到9.4%，高于去年同期创下的最高纪录7.0%，远高于过去五年同期均值2.3%。该机构预计下一年度巴西大豆产量高达1.4117亿吨，这是基于播种面积有望提高2.9%，单产达到正常水平。目前巴西农户已预售1322万吨今年9月份才会播种的大豆，高于去年同期预售的951万吨。阿根廷方面，此前由工人罢工造成的停运现象已经结束，未来随着南美产区出口陆续增加，中长期美豆价格或存回调压力。不过据巴

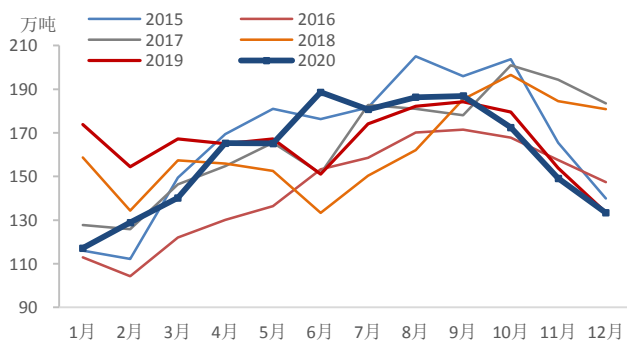
西商贸部，截止2月14日当月（共10个工作日），巴西累计装出大豆55.10万吨，大豆日均装运量为5.51万吨/日，较去年同期的26.86万吨/日降79.48%；累计装出豆粕46.81万吨，日均装运量由上周的6.16万吨/日降至4.68万吨/日，较去年同期的4.45万吨/日增5.09%。短期来看巴西大豆出口仍不及去年，短期美豆出口将继续强劲，利多美豆价格。

据全美油籽加工商协会（NOPA）上周二发布的数据显示，美国1月大豆压榨量上升至历史第二高水平，仅次于去年10月的最高纪录。1月大豆压榨量为1.84654亿蒲式耳，高于12月的1.83159亿蒲式耳，以及上年同期的1.7694亿蒲式耳。因此短期来看，美豆在压榨维持高位的情况下，库存存在继续下调的可能，利多美豆短线价格。

### 菜油

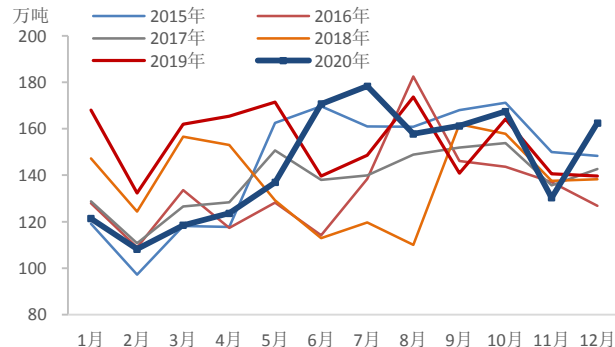
截至上周五，菜油商业库存为16.98万吨，较上周的16.8万吨增加0.18万吨，变动幅度不大。菜籽库存为24万吨，较前一周的23.1万吨增加了0.9万吨。从海关总署公布的油菜籽到港情况看，2月预估到港18.5万吨，3月预估到港24万吨，相比于往年同期的进口水平处于相对低位。中储粮网电子商务平台定于2月23日组织菜籽油竞价采购专场，数量为8000吨，届时可关注竞标价对盘面价格的指引。

图 11 马来棕榈油月度产量



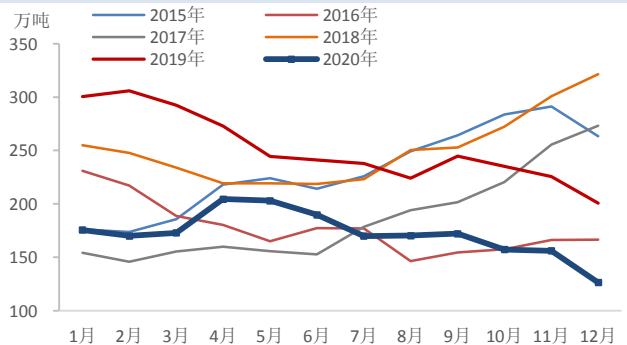
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



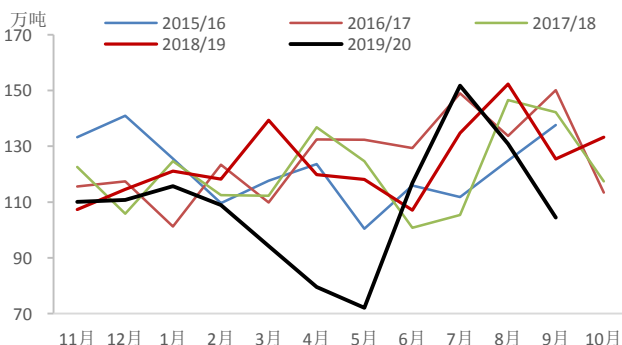
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

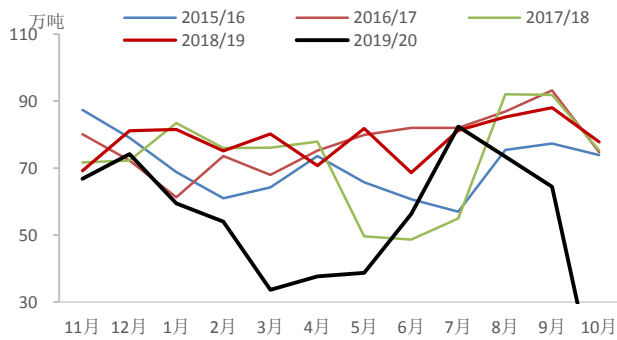
图 14 印度植物油月度进口量



数据来源：SEA、国都期货研究所

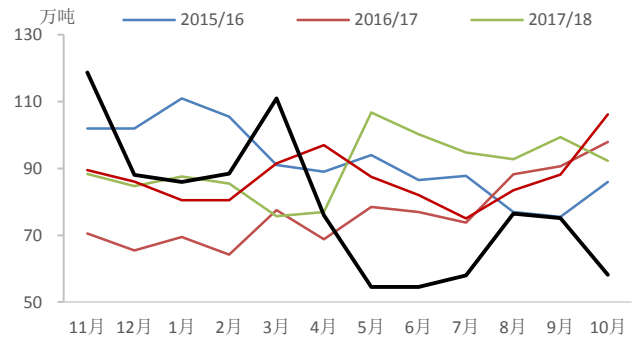


图 15 印度棕榈油月度进口量



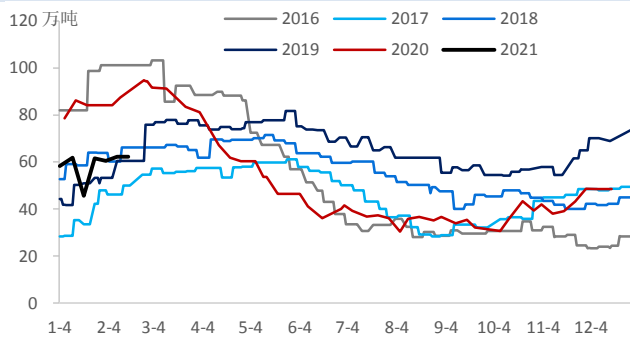
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



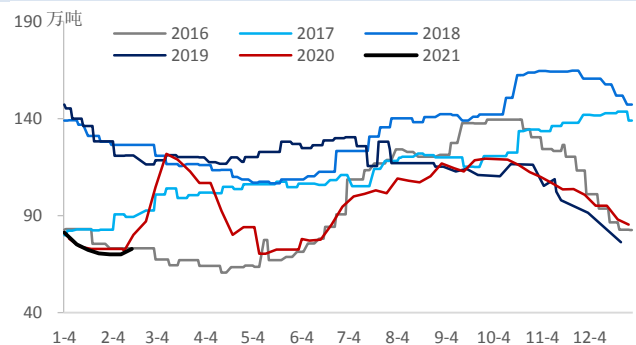
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



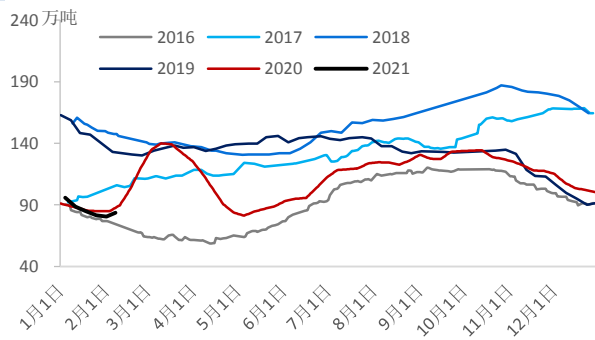
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



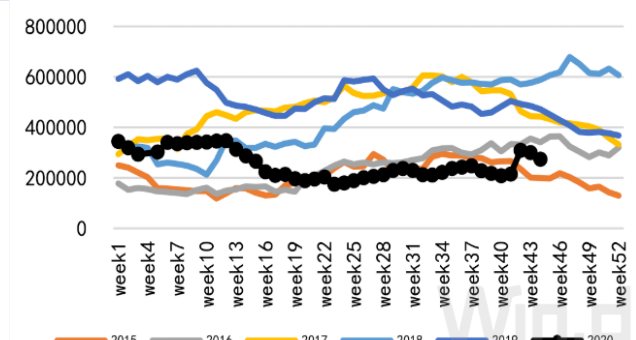
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



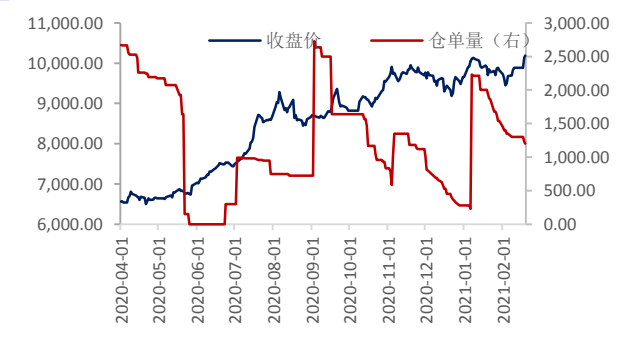
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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50.6 元/吨至6115.8 元/吨，进口利润提高509.4 元/吨至2166.2 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223.7 元/吨至8154.0 元/吨，进口利润提高 314.3 元/吨至-938.0 元/吨，但进口利润仍维持深度贴水状态。菜油的进口成本增加161.2 元/吨至6494.9 元/吨，进口利润增加 348.8 元/吨至3690.1 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，豆油压榨利润提高65.5 元/吨至123.3 元/吨，油厂开工率从前一周的60.59%上升至56.04%，虽有小幅下降，但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。菜油压榨利润下降-330.6 元/吨至4.2 元/吨，油厂开工率从前一周的31.48%下降至 21.79%，周内压榨量减少2万吨至4.5万吨。由于菜籽量有限，料后续压榨开工率将维持在偏低水平，且在节后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

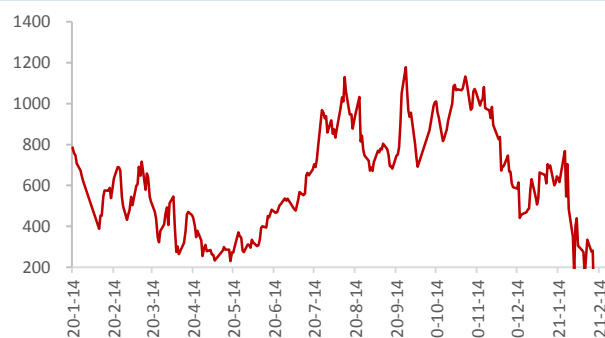
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，马棕油低库存始终是多头的底牌，不过在减产季接近尾声，出口量随高关税及消费淡季走弱的情况下，马棕油的空头力量也日益崛起，当下处于多空双方博弈的关键期，需密切关注基本面消息的边际变化。同时，也需关注原油价格走势对油脂价格的影响，若原油继续上行，则短期棕油价格也将易涨难跌。

豆油方面，在南美地区降水条件改善的情况下，南美大豆的产量预期逐渐得到修复，不过由于前期播种缓慢，出口进度也相应滞后，短期美豆方面出口量及压榨量将继续维持高位，利多美豆去库，短期美豆价格仍存上行提振。不过在南美大豆上市后，在供应增加的情况下，美豆价格或存回调可能。

菜油方面，春节期间孟晚舟事件使中加关系趋向紧张，加之菜油在油脂中的表现较为独立，其他油脂对菜油的指引作用有限，短期大概率继续偏强走势。从中长期角度来看，还要关注4月孟晚舟听证会的案情进展。

整体来看，短期油脂在原油上行及基本面偏多的双重提振下，或继续偏多运行，但鉴于价格已到前高附近，需关注价格的突破阻力，若实现有效突破，则延续多头看法；若出现回调，或是双顶形态，可转为偏空思路。

### 四、操作建议

单边：棕油05合约关注前高附近的突破情况，若未突破前高，可少量加空。

套利：跨品种方面，豆棕05合约价差多头已涨至1100附近，可继续持有，目标位看至1200附近。跨期方面，棕油5-9反套逢低入场。

## 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。