



基本面弱势格局未改，油脂或偏弱震荡

长安期货有限公司

投资咨询部

2020 年 4 月 13 日

基本面弱勢格局未改，油脂或偏弱震荡

观点：

在国内疫情的稳步控制之下，中小学陆续开学，豆油需求出现边际好转，但交易逻辑开始逐渐转向供给端未来大豆到港量的宽松预期。棕榈油 MPOB 报告数据偏空，出口在印度疫情不乐观的驱使下，难以获得实质性改善，减产协议的达成提振国际油价，但可能也难弥补生物柴油需求的受损，相较而言，菜油目前由于加菜籽进口标准的限制，或在三大油脂中表现最为抗跌。整体来看油脂需求端主导的供需偏弱仍为主线交易逻辑。

建议：

单边操作以偏空短差思路对待。考虑到供给端炒作存在反复的可能，注意控制好仓位。套利方面可尝试轻仓做多菜豆价差，豆棕价差前多谨慎持有。

研发&投资咨询

胡心阁

从业资格号：F3064864

投资咨询号：TN032393

☎:15229059188

✉:huxinge@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道 1 号

浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、行情走势回顾

图 1：豆油主力合约走势（日线）



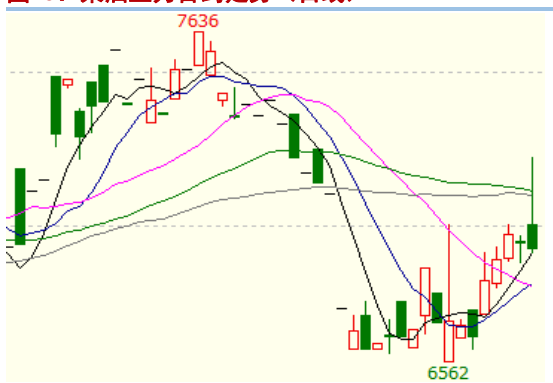
资料来源：文华财经，长安期货

图 2：棕榈油主力合约走势（日线）



资料来源：文华财经，长安期货

图 3：菜油主力合约走势（日线）



资料来源：文华财经，长安期货

上周三大油脂延续反弹态势，因产地供应端的炒作在持续发酵，且国内疫情稳步恢复，下游需求有一定边际回暖，但周五原油下跌，马盘下挫，叠加 MPOB 报告数据偏空的共同施压，油脂盘面出现回落抵消本周部分涨幅。截至 4 月 10 日，豆油主力合约收于 5580，周涨幅 2.24%；菜油主力合约收于 6947，周涨幅 4.58%；棕榈油主力合约收于 4752，周涨幅 1.97%。

二、基本面情况分析

（一）原油减产协议达成，但难缓解生柴需求受损预期

4月13日凌晨，在沙特主持召开的欧佩克+紧急视频会议中，与会各国最终达成减产协议：首个阶段为期两个月，2020年5月1日起减产970万桶/日；第二阶段自2020年7月1日至12月减产770万桶/日。此前在4月9日欧佩克+会议的初步减产意向中，原计划未来两个月减产1000万桶/日，但墨西哥未能同意自身每日40万桶的减产份额，最终与会各国同意其每日10万桶的减产份额，也因此整体减产量比预期的1000万桶/日有所调减，不过这次减产幅度仍是历史性的，提振国际油价出现上扬。

然而考虑到后期的执行力度以及疫情持续蔓延的情况下，减产或难平衡需求的受损，因此油价出现大幅上行的可能性应该不大。我们知道原油与植物油之间存在着生物柴油替代的关系，而目前原油的价格水平仍然难以缓解生物柴油的需求受损预期。近期已有传闻称，马来西亚将推迟B20生柴政策，而印尼也存在降级B30生柴政策的可能。虽然未得到官方确认，但我们基本可以判断全球油脂的工业需求预期仍然不甚乐观。

（二）MPOB报告中性偏空，施压马棕反弹幅度

上周五马来西亚棕榈油局（MPOB）3月供需报告公布，数据显示：马来西亚3月棕榈油产量较2月环比增长8.44%至139.7万吨，高于市场预期的131万吨。此前由于疫情持续蔓延，马来西亚出台了行动限制令，暂停了6个区域的种植园业务，几度引发供给端的产量担忧，价格也随之产生较大波动。但月度产量数据的增加显示在马来西亚进入季节性增产周期的前提下，即便疫情会带来一部分的产量缩减，但其程度并不及预期之大，对棕榈油整体供需格局的影响料有限。

从需求端来看，MPOB 报告显示，3 月马来西亚棕榈油出口略高于市场预期的 115 万吨，较上月的 118 万吨环比增加了 9.15%。出口的增加主要来自于欧盟方面，而印度和中国这两大进口国均出现了下滑，特别是印度，出口量环比下滑了 49% 的水平。这与印度目前的疫情情况息息相关，严峻的疫情发展状况势必会带来严格的防控措施，这将导致印度国内的油脂需求与进口量出现直接下滑。后期来看，在疫情未获得稳定控制的情况下，出口数据难以为盘面带来提振。最新的船运调查机构出口数据也证实了这一点：马来西亚 4 月 1-10 日棕榈油出口量环比下降 6.6%-12%。

综合供需两端的变化，3 月 MPOB 报告中棕榈油库存较上月增加 1.67% 至 173 万吨，高于预估的 165 万吨。报告数据整体偏空，施压马棕反弹幅度。后期来看，在海外疫情未得到良好控制的情况下，需求弱势主导下的国际油脂市场偏空格局大概率会维持。

（三）产地供应端的炒作仍在持续，或带来较大波动风险

当地时间 4 月 10 日，在 MPOB 报告公布之后，马来西亚总理宣布将“行动限制令”延长两周至 4 月 28 日，这一消息的出台使 BMD 棕榈油拉回跌幅，小幅收涨。马来西亚的行动限制令从 3 月 18 日开始实施，最初计划为期两周，之后宣布延长至 4 月 14 日，如今再度延长。

上文中我们提到，从 MPOB 的 3 月产量数据中看出疫情带来的供给端产量损失或不及预期那么大，难以平衡掉需求所受冲击改变整体供需偏弱的格局。但是我们需要注意，短期内供给端的限制措施是目前存在的最大变数，即便其难以在价格变化趋势上形成主导，但却会造成盘面的短线反弹，特别是在棕榈油价格处于低位区间，下方空间有限的前提下，供给端油棕种植园运营限制的炒作就更易产生波动风险。

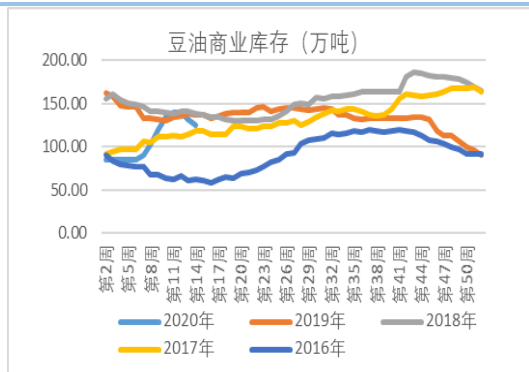
(四) 国内油脂供需情况

目前大豆到港量偏小的情况还未得到实质改善，油厂开机率也未得到完全恢复，大豆压榨量处于低位，且随着国内疫情的稳步控制，餐饮业缓慢改善、中小学陆续开学，近期下游油脂需求出现了一定边际回暖，带动了豆油期现货价格前期的反弹。截至4月3日，国内豆油商业库存为115.126万吨，本周库存的下降趋势或暂时维持。而目前在港口装船大幅增加的情况下，未来库存或重回升势，市场的交易逻辑开始转变为未来豆油原料进口量的宽松预期，库存降势对豆油期价的支撑力度已然不足。

棕榈油近期买船不多，或因进口利润未打开，棕榈油库存短期内也依然呈下降态势，但仍处于历史偏高位置。

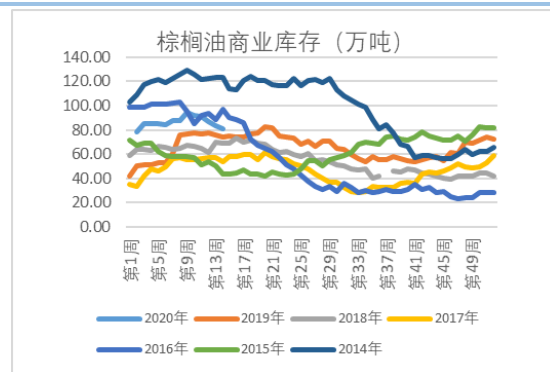
此前的两周关于解除加拿大进口菜籽禁令的传言引发了菜油的下跌，并在消息证伪后出现了回补上涨。中加菜籽进口备忘录于3月31日到期，按照此前约定，后续中方的进口油菜籽杂质标准仍须在1%以内。近期市场的关注点聚焦于1%杂质标准执行的严格程度，有消息称，备忘录到期时已装出的菜籽降按照2%的杂质标准执行，后期如严格按照1%的标准执行，菜油的供给偏紧格局将较难出现反转，不过受油脂整体需求的清淡，或也难走出独立行情。

图 4：豆油商业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

图 5：棕榈油商业库存 单位：万吨



资料来源：wind，长安期货

(五) 油脂间价差分析

上周油脂盘面整体出现反弹，豆棕价差略扩大至 832 的位置，本周在 MPOB 报告公布之后，产量数据增加暂时缓解供给端忧虑之际，出口不佳叠加生柴政策变动担忧，或使棕榈油再次成为油脂盘面重回偏弱格局的主要驱动，由此，我们预计豆棕短期内存在继续走扩的可能。不过做多该价差风险仍然较大，因为马来西亚限制令仍在继续，供给端的炒作随时可能出现反复，且豆油存在未来库存回升的逻辑，建议谨慎参与。

此外，就目前的格局判断，菜油仍然处于三大油脂中供需格局偏强的位置，虽然在整体需求受损的情况下已经难以走出独立行情，但或可表现出较为抗跌的态势。鉴于此，菜豆价差未来存在一定的扩大空间。

图 6：菜油-豆油价差

单位：元



资料来源：wind，长安期货

图 7：菜油-棕榈油价差

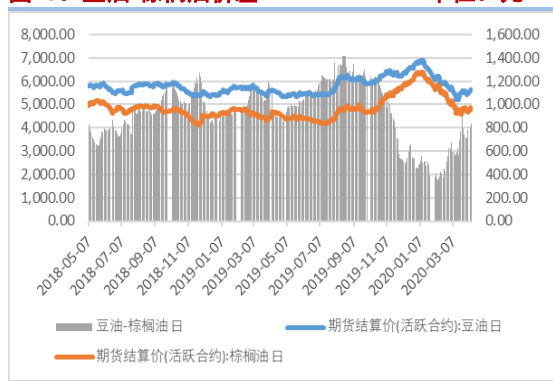
单位：元



资料来源：wind，长安期货

图 8：豆油-棕榈油价差

单位：元



资料来源：wind，长安期货

三、综合分析及操作建议

在国内疫情的稳步控制之下，中小学陆续开学，豆油需求出现边际好转，但交易逻辑开始逐渐转向供给端未来大豆到港量的宽松预期。棕榈油 MPOB 报告数据偏空，出口在印度疫情不乐观的驱使下，难以获得实质性改善，减产协议的达成提振国际油价，但可能也难弥补生物柴油需求的受损，相较而言，菜油目前由于加菜籽进口标准的限制，或在三大油脂中表现最为抗跌。

整体来看油脂需求端主导的供需偏弱仍为主线交易逻辑，单边操作以偏空短差思路对待。考虑到供给端炒作存在反复的可能，注意控制好仓位。套利方面可尝试轻仓做多菜豆价差，豆棕价差前多谨慎持有。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构**江苏分公司**

地 址:常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话: 0519-85185598
传 真: 0519-85185598

山东分公司

地 址: 山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话: 0535-6957657
传 真: 0535-6957657

福建分公司

地 址: 福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话: 0592-2231963
传 真: 0592-2231963

上海营业部

地 址: 上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话: 021-60146928
传 真: 021-60146926

郑州营业部

地 址: 郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦
1302 室
电 话: 0371-86676963
传 真: 0371-86676962

淄博营业部

地 址: 山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐
和大厦 B 座 501 室
电 话: 0533-6217987 0533-6270009

汉中营业部

地 址: 汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一
期三层
电 话: 0916-2520085
传 真: 0916-2520095

宝鸡营业部

地 址: 宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大
酒店 21 层
电 话: 0917-3536626
传 真: 0917-3535371

西安和平路营业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206088 029-87206178
传 真: 029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址: 西安经济技术开发区凤城八路 180 号长
和国际 E 座 1501 室
电 话: 029-87323533 029-87323539
传 真: 029-87323539

能源化工事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206172
传 真: 029-87206165

金融事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206171
传 真: 029-87206163

农产品事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87206176
传 真: 029-87206176

金属事业部

地 址: 西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话: 029-87380130
传 真: 029-87206165