



真诚赢得客户  
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠  
邮箱：pcc@gzjkqh.com

证书编码：F0264831  
Z0002326

#### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 战疫结束前 油脂仍偏弱

### 【核心观点】

纵观目前油脂市场，历时半年之久的棕榈油减产故事已多数消化，市场缺乏新的题材。随着3月产地棕油产量季节性回升，叠加出口前景不明朗，期末库存止跌回升，加上市场对印尼生柴政策执行产生怀疑，目前看产地心态相比前期上涨明显恶化，出货压力反应在报价中。当下阶段，马棕油供需均转弱且尚未见到一端有能转好迹象，因此马棕油的调整仍将持续。国内豆粕供应偏紧，油厂开足马力恢复压榨，但是豆油消费受到疫情的严重打击，走货极慢。豆油供需错配格局仍未改变，豆油库存有望加速步入上升通道。菜油受基本面支撑近期表现强于豆油及棕榈油，但随着前期利多因素的兑现，加上压榨利润丰厚令菜油压榨量回升。供应增加叠加需求疲弱，菜油库存料低位累积，基本面边际转松。但从长期来看，加拿大菜籽进口持续没有放宽，国内菜油供应偏紧的格局难有改善，使得菜油相对豆棕油抗跌。总的来说，油脂板块利空因素仍居于上风，预计在疫情得到有效控制之前，油脂行情整体将维持震荡偏弱运行走势。

## 一、行情回顾

新年伊始，新冠疫情在国内爆发，因疫情限制外出，极大的影响油脂消费，节后首日连棕跌停开盘。后续国家迅速出击，众志成城抗击疫情，疫情得到了有效控制，市场人气恢复，油脂期货纷纷反弹修复。但是好景不长，疫情在国内稳住了，但是却在全世界蔓延开来，全球陷入经济放缓预期，外盘美豆油、马棕油，国际原油在悲观情绪下遭遇抛售，内盘油脂跟随下跌。此前支撑油脂上涨的利多因素似乎全部蒸发，市场“空”气弥漫。连棕 P2005 合约 2 月累计下跌 18.81%，连豆油 2 月下跌 13.57%，郑油受自身基本面支撑表现相对抗跌，下跌 3.59%。

图 1：大连棕榈油主力连续



资料来源：文华财经

图 2：大连豆油主力连续



资料来源：文华财经

图 3：郑州菜籽油主力连续



资料来源：文华财经

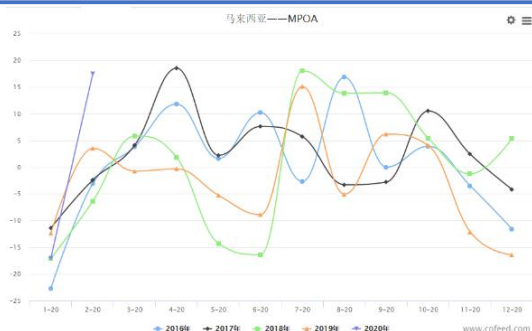
## 二、因素分析

### (一) 棕榈油

#### 1、马棕油产量开始季节性回升

马来西亚棕榈油局 (MPOB) 发布的数据显示, 1 月份马来西亚棕榈油库存下滑, 略微低于业内预期。1 月底马来西亚棕榈油库存为 1755480 吨, 环比减少 12.7%; 产量为 1165860 吨, 环比减少 12.6%; 出口量为 1,213,519 吨, 环比减少 13.2%。报告出台前分析师预计 1 月底棕榈油库存环比减少 12%, 为 176 万吨; 产量环比减少 9%, 为 121 万吨; 出口为 128 万吨, 减少 8.2%。报告显示产量落在预估下沿, 出口不及预期, 令 1 月末库存略高于预期, 报告整体中性略偏空。据马来西亚棕榈油协会 (MPOA) 发布的数据显示, 2020 年 2 月 1-20 日, 马来西亚毛棕榈油产量环比增 17.42%, 其中马来半岛增 28.47%, 沙巴增 0.42%, 沙撈越降 2.4%, 马来东部降 0.20%。西马南方棕榈油协会 (SPPOMA) 发布的数据显示, 2 月 1 日-20 日马来西亚棕榈油产量比 1 月同期增 33.55%, 调查机构数据出乎市场意外, 按往年情况来看, 一般马来西亚棕榈油产量在 2 月触底, 2 月产量从未高过 1 月, 3 月开始马来西亚棕榈油增产季来临, 主产区产量将逐渐回升。目前增产提前了, 供给端对行情上涨的支撑变弱。

图 4: 马来西亚棕榈油产量变化趋势



资料来源: Wind

图 5: 马来西亚棕榈油月度产量



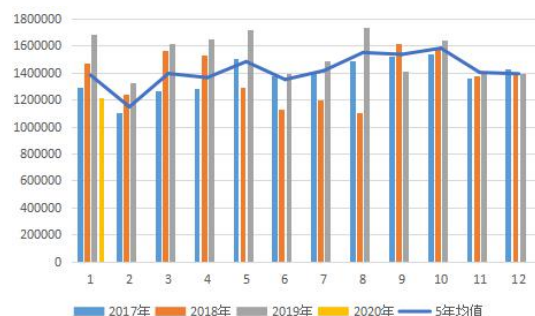
资料来源: Wind

#### 2、印度-马来政治争端令马棕油出口下滑

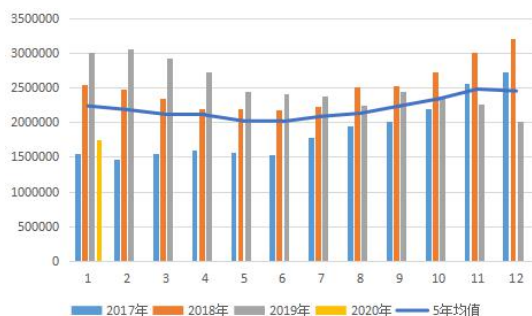
马来、印度的政治争端令印度暂停从马来西亚进口毛棕榈油。受此影响, 1 月份马来西亚对印度的棕榈油出口量只有 46,876 吨, 创下 2011 年以来的最低水平, 比去年同期低了 85%。印度炼油协会 (SEAI) 的数据显示, 2020 年 1 月份印度棕榈油进口量为 594,804 吨, 同比减少 27%; 但是进口的豆油和葵花油数量分别比去年同期提高 40% 和 51%。这也使得 1 月份棕榈油在印度食用油进口总量的份额缩小到了 51%, 这也是 2018 年 6 月份以来的最低份额。因印马之争没有转好迹象, 根据船运调查机构 ITS 公布的数据显示, 马来西亚 2 月 1-25 日棕榈油出口较上月同期降 5.02%, 至 970,764 吨。1 月 1-25 日出口为 1,022,023 吨, 其中印度装运马来棕榈油仅 65300 吨, 较上月同期 168900 下降 61.3%, 预计如果马来西亚与印度之间的外交争端持续, 则印度棕榈油进口结构将出现明显变化, 消息人士称, 印度政府已经发放了约 70 个进口许可证, 合计准许自孟加拉、尼泊尔和印尼进口约 50 万吨棕榈油。

图 6: 马来西亚棕榈油出口情况

图 7: 马来西亚棕榈油月度库存



资料来源: Wind



资料来源: Wind

### 3、疫情扩散对棕油需求的影响较大

从棕油的需求来看,印度、中国、欧盟、巴基斯坦等地是棕油食品需求量较大。新型冠状病毒自去年12月8日在中国被发现,大约在1月20日开始集中爆发,中国油脂消费极大的受到了疫情影响,2月1-25日,中国从马来西亚装运棕榈油147050吨,较上月同期160690吨下降8.5%。

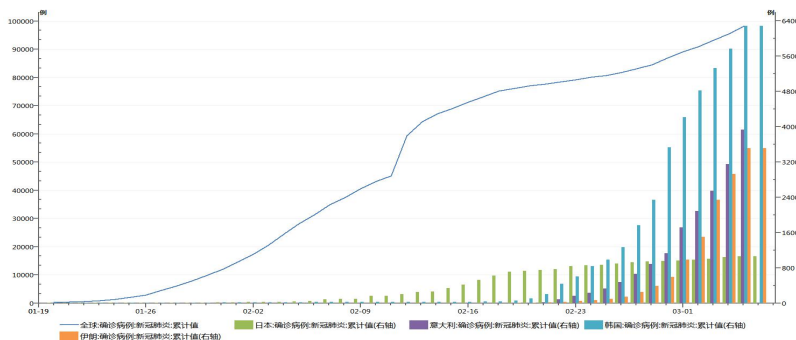
由于斋月的影响,棕油在中东也有一定需求,但是疫情也在中东扩散开来。据央视网2月26日报道,最近几天,中东的新冠肺炎疫情有扩散趋势,不仅伊朗的确诊人数和死亡人数猛增,2月24日,巴林、科威特、伊拉克、阿富汗和阿曼相继宣布在本国首次确诊了新冠病毒病例,大多数病例都和伊朗有着关联。由于中东地区医疗水平和疫情控制能力参差不齐,尤其是与伊朗相邻的些国家尚处于战乱之中,伴随伊朗的输入型病例向周边蔓延,中东的疫情防控形势不容乐观。

### 4、生柴执行力度打折,消费不被看好

从消费方面看,印尼和马来西亚计划在2020年提高生物柴油强制掺混需求,将导致两国国内棕榈油消费量提高。去年12月份马来西亚宣布,马来西亚运输行业将在2020年分阶段实施B20生物柴油。同时印尼推出含有30%棕榈油燃料的生物柴油(即B30生物柴油),这也是目前世界上最高的强制掺混比例。印尼政府已为2020年B30强制掺混项目分配959万升生物柴油,高于今年的663万升。但是今年以来,印尼方面并没有利好传来,反而是印尼生柴协会将2019年生柴产量下修至840万升,之前1-11月总量在962万升,市场因而对印尼生柴政策执行不看好,而印尼棕榈油出口也低迷,印尼农业部官员表示,本月迄今,印尼向中国出口8.4万吨棕榈油,而去年2月整月的出口量为37.1万吨,上月该国向中国出口48.3万吨棕榈油。

当前海外疫情扩散严重的国家有:韩国、日本、伊朗以及意大利。前三者棕榈油消费主要集中在食用,而疫情预计对食用的影响微乎其微。而意大利所处的欧洲年棕榈油进口量超700万吨,其中超过一半的量消费在生柴领域。如果疫情控制不力蔓延至欧洲,那么柴油消费量均将下降。而且当前国际原油价格受到疫情影响出现大幅跳水行情,油价走势将会根据全球需求受到破坏而调整,美原油主力04合约已经跌破50美元/桶,并在截至3月2日跌出了43.32美元/桶的接近2018年12月的地点附近,ICE柴油04合约已经跌穿了2018年的地点,创下了433.5美元/吨的新低,可见从价格上看,当前生物柴油对于柴油价格已经没有竞争力,这就是恐慌情绪的来源。

图8:全球主要国家新冠疫情确诊病例情况



资料来源: Wind

图 9: 美原油 04 合约走势

图 10: ICE 柴油 04 合约走势



资料来源: 文华财经



资料来源: 文华财经

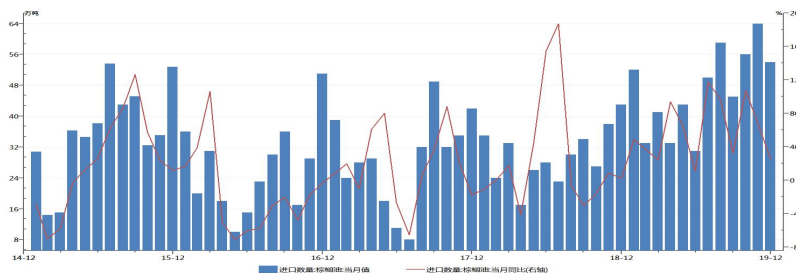
### 5、国内棕油累库，进口无利润抑制买兴

根据天下粮仓数据显示，2月进口量预计32万吨（其中24度20万吨，工棕12万吨），3月进口量预计32万吨（其中24度20万吨，工棕12万吨），4月进口量预计32万吨（其中24度20万吨，工棕12万吨）。相比而言，1月份进口量42-47万吨，环比降23.8%-31.9%。

截止2月27日，全国港口食用棕榈油总库存94.45万吨，较上月同期的83.5万吨增10.95万吨，增幅13.1%，较去年同期77.39增17.06万吨，增幅22%。5年平均库存为77.67万吨。国内主要港口工棕库存15.83万吨。棕榈油库存主要集中在华东地区，占比约为36.95%左右，其次为广东地区，占比34.73%。近期盘面持续走弱，而棕榈油进口无利润均抑制国内买船积极性。加上油脂终端需求不佳，预计后期进口量或小幅下降。但因新冠肺炎疫情影响终端需求，令棕油呈现增库存状态，对价格形成压力。

总的来说，历时半年之久的棕榈油减产故事已多数消化，市场缺乏新的题材。随着3月产地棕油产量季节性回升，叠加出口前景不明朗，期末库存止跌回升，加上市场对印尼生柴政策执行产生怀疑，目前看产地心态相比前期上涨明显恶化，出货压力反应在报价中。当下阶段，供需均转弱且尚未见到一端有能转好迹象，因此马棕油的调整仍将持续。

图 11: 中国棕榈油进口月度统计



资料来源: Wind

图 12:棕榈油进口成本



资料来源: Wind

图 13:24 度棕榈油进口利润



资料来源: Wind

图 14:国内棕榈油港口库存



资料来源: Wind

图 15:广东 24 度棕榈油基差



资料来源: Wind

## (二) 豆油

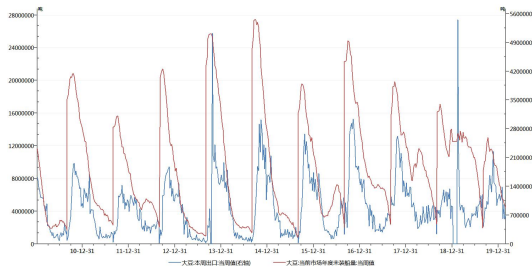
### 1、巴西大豆挤占美豆出口市场，美豆需求引担忧

虽然美国农业部在农业展望论坛上曾预计 2020/21 年度美国大豆期末库存将降至四年来的最低水平，但是，目前疫情是全世界所面临的问题，美豆的需求受到较大的威胁，原先已经同中国签订了第一阶段贸易协议，但在新型疫情以及非洲猪瘟的严重影响下，中国的采购步伐推迟，此番形势也令市场对美豆的出口情况十分担忧。新型冠状病毒疫情带来的经济影响使得巴西大豆比美国大豆更具竞争力，因美元对其他货币的汇率走强，其中包括巴西货币雷亚尔，而这使得美国农产品出口竞争力下降。过去 30 天美元兑巴西雷亚尔的汇率上涨约 6%，而芝加哥交易所 (CBOT) 大豆市场近期期约价格下跌 1%。咨询公司 AgRural 公司称，帕拉纳瓜港口大豆出口平均价格比 1 月底的 339 美元下跌 2%，为每吨 332 美元，这说明巴西大豆成交价格更便宜。何况，今年巴西大豆产量有望创下历史最高纪录，巴西农业咨询机构 ArcMercosul 公司称，截至 2 月 21 日巴西 2019/20 年度大豆收获进度达到 34.2%，比一周前提高 6.8%。截止 2 月 25 日，巴西大豆盘面进口利润在 185-280 元/吨，这于美豆而言也是更具优势。

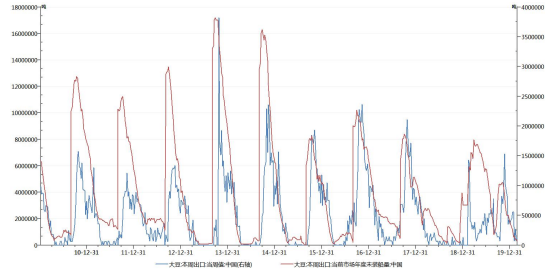
从 3 月 2 日起中国进口商可以在不缴纳高关税的情况下采购美国大豆。但是中国政府也强调指出，未来采购美国大豆应“以市场为导向，以商业为基础”。巴西目前正在收获大豆，运往中国的巴西大豆成本和运费仍比美湾大豆价格便宜 10 美元/吨。中国私人贸易商和压榨商没有任何动力大量采购美国大豆。美国农业部周度出口销售报告显示，截至 2 月 20 日的一周，美国 2019/20 年度大豆净销售量为 339,300 吨，比上周低了 31%，比四周均值低了 38%。本年度迄今，美国大豆出口销售总量为 3372 万吨，同比减少 13.3%。当周中国买家购入 7.17 万吨美国大豆。

图 16:美国大豆出口装船量

图 17:美国大豆出口中国装船量



资料来源: Wind

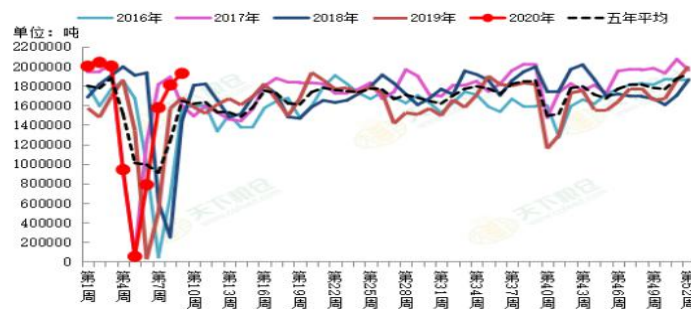


资料来源: Wind

## 2、国内油厂开机率 2 月回升，3 月因缺豆或小幅下降

根据检测显示 2020 年第 9 周（2 月 22 日-2 月 28 日），全国油厂豆油精炼总量 298500 吨，较第 8 周的 303550 降 5050 吨，降幅为 1.66%。精炼线开机率（产能利用率）为 37.19%，较第 8 周的 37.82%降 0.63 个百分点。2 月份全国大豆压榨总量在 630.23 万吨，高于 1 月份实际压榨量 591.3 万吨，也高于去年同期的 368.71 万吨。同口径 115 家工厂 2019/2020 豆油精炼年度（始于 2019 年 10 月 1 日）迄今，豆油精炼量为 6371039 吨，较 2018/2019 年度的 7144258 吨降 773219 吨，降幅为 10.82%。2020 年 1-2 月，全国豆油精炼量总计为 1951434 吨，较 2019 年度同期的 2362282 吨降 410848 吨，降幅为 17.39%。3 月国内大豆到港延迟导致到港量不及预期，预计单月到港仅 400 万吨，明显低于往年同期。3 月中下旬华北和山东地区停机增加，部分有断豆情况，预计 3 月近两周单周大豆压榨量下降至 160-170 万吨左右。

图 19:国内油厂大豆压榨量



资料来源: 天下粮仓

## 3、疫情重创油脂消费，豆油库存快速攀升

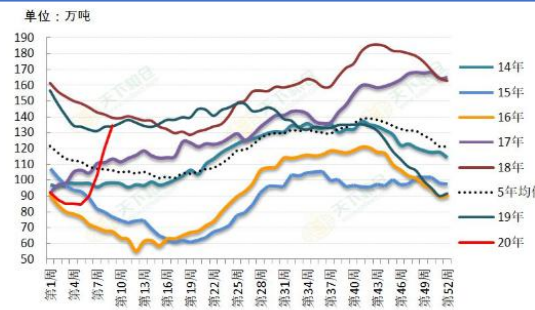
消费方面看，目前疫情导致大部分餐饮企业尚未得到恢复，根据国家统计局统计，2019 年全国餐饮收入为 46721 亿元，其中 15.5%来自春节期间的消费旺季。而今年春节期间餐饮业损失严重。报告显示，相比去年春节，疫情期间 78%的餐饮企业营业收入损失达 100%以上；9%的企业营收损失达到九成以上；7%的企业营收损失在七成到九成；营收损失在七成以下的仅为 5%。根据恒大研究院数据，仅在春节 7 天内，疫情已对餐饮行业零售额造成了 5000 亿元左右的损失，加之学校开学、企业复工延迟，食用油终端需求依旧低迷不堪，据数据统计，2 月份至今，豆油日均成交总量仅为 2429 吨，远低于日均 2 万吨成交的水平，而取 109 家样本数豆油提货量每日仅在 1 万多吨，远低于正常日均出库 3 万吨左右的水平，油厂走货速度十分缓慢，导致豆油库存继续大幅增加。

截至 2 月 21 日，国内豆油商业库存总量 119.78 万吨，较上周的 102.76 万吨增 17.02 万吨，增幅为 16.56%，较上个月同期 85 万吨增 34.78 万吨，增幅为 40.92%，较去年同期的 130.43 万吨降 10.65 万吨，降幅 8.17%，五年同期均值 114.01 万吨。豆油库存的增长速度可谓是十分惊人，2019 年四季度及 2020 年 1 月份降下来的库存，却在 2020 年 2 月份仅两三周的时间就重新填补了，并且已经有多地油厂豆油出现胀库现象，按目前的累库速度，不排除 3 月末会突破 140 万吨大关的可能。

总的来看，受累于南美大豆丰产预期，美豆出口份额被抢占，期价反弹乏力，影响大豆

进口成本。国内豆粕供应偏紧，油厂开足马力恢复压榨，但是豆油消费受到疫情的严重打击，走货极慢。在此背景下，豆油库存有望加速步入上升通道。短期看不到明显利多题材，大概率继续偏弱调整。

图 18:国内豆油库存



资料来源：天下粮仓

图 19:国内豆油消费情况



资料来源：Wind

### (三) 菜籽油

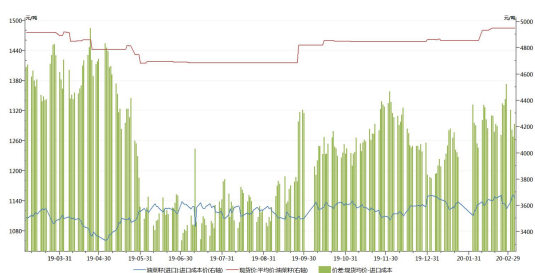
#### 菜油有价无市，独木难支

三大油品中，菜油表现则相对偏强，春节之后，贵州、四川等省陆续启动应急菜油收储计划，2月10日贵州省国储库发布收购菜油的公告，经过两次竞标，最终完成8万吨菜油的采购目标，成交均价8975元/吨。应急储备令菜油供应收紧，提振菜油需求，加上近期加拿大港口装运受到示威者的影响，部分菜籽延迟到港，预计将对菜油走势有所支撑。

截至2月21日当周，国内沿海进口菜籽总库存21.4万吨，环比增加59.7%，其中两广及福建地区菜籽库存20.4万吨，环比增加64.42%。据天下粮仓统计，2月有两船共12万吨澳菜籽和两船共12万吨加菜籽到港，3月有一船6万吨澳菜籽和四船共24万吨加菜籽到港。虽然中加关系长期制约我国加菜籽进口，但阶段性菜籽供应明显增加。目前菜油压榨利润丰厚，随着节后油厂陆续复工，后期菜油压榨量料季节性回升。截至2月21日当周，华南及华东区域菜油库存300400吨，环比增加2%。供应增加叠加需求疲弱，菜油库存料低位累积，基本面边际转松。

目前菜棕油、菜豆油盘面主力价差属于历史极高位置，现货价差亦位于高位。过高的价差削弱了菜油的性价比，不利于下游消费。数据显示买家观望情绪依旧浓厚，菜油几乎无成交。

图 21:油菜籽进口利润



资料来源：Wind

图 23:菜-豆油价差

图 22:国内进口菜籽库存



资料来源：卓创资讯

图 24:菜-棕油价差





资料来源：Wind

资料来源：Wind

### 三、后市研判

纵观目前油脂市场，历时半年之久的棕榈油减产故事已多数消化，市场缺乏新的题材。随着 3 月产地棕油产量季节性回升，叠加出口前景不明朗，期末库存止跌回升，加上市场对印尼生柴政策执行产生怀疑，目前看产地心态相比前期上涨明显恶化，出货压力反应在报价中。当下阶段，马棕油供需均转弱且尚未见到一端有能转好迹象，因此马棕油的调整仍将持续。国内豆粕供应偏紧，油厂开足马力恢复压榨，但是豆油消费受到疫情的严重打击，走货极慢。豆油供需错配格局仍未改变，豆油库存有望加速步入上升通道。菜油受基本面支撑近期表现强于豆油及棕榈油，但随着前期利多因素的兑现，加上压榨利润丰厚令菜油压榨量回升。供应增加叠加需求疲弱，菜油库存料低位累积，基本面边际转松。但从长期来看，加拿大菜籽进口持续没有放宽，国内菜油供应偏紧的格局难有改善，使得菜油相对豆棕油抗跌。总的来说，油脂板块利空因素仍居于上风，预计在疫情得到有效控制之前，油脂行情整体将维持震荡偏弱运行走势。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元**  
**联系电话：400-930-7770**  
**公司官网：www.gzjkqh.com**

## 广州金控期货有限公司分支机构

### 广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元  
电话：020-38298555

### 佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元  
电话：0757-85501836

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房  
电话：0411-84806645

### 山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室  
电话：0531-58766302

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号 1909、1910、2012 房间  
电话：0411-84995079

### 杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室  
联系电话：0571-87251385

### 成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号  
电话：028-61320595

### 梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19  
电话：0753-2185061

### 保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室  
电话：0312-3135300

### 福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室  
电话：0591-87219989

### 台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层  
电话：0576-85932178

### 河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406  
电话：0311-83075314

### 唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608  
电话：0315-5266603