

## 豆油持续去库，有望接棒棕榈油领涨油脂

### 主要观点

#### 行情回顾。

上周，油脂板块表现略有分化，但整体依然维持强势。其中，豆油在国内库存下降的利多推动下成为了油脂中的领涨品种，不过豆棕价差仍在 500 一线低位徘徊。棕榈油月度供需报告中库存不及预期，加之前期超涨较多，在报告发布后明显下跌，但由于减产预期兑现，随后又逐渐走强。菜油与豆油、棕油走势差异较大，在基本面向好的情况下表现偏强，但无消息面刺激，上涨空间有限。外盘方面，美豆油在中美谈判利好的推动下跟随美豆走高，后续来看仍存上涨动力；马棕油在周五出现首根大阴，或是阶段性顶点信号。

#### 后市展望。

棕油方面，上周马来月度供需报告显示去库不及预期，12 月上半月出口数据继续下滑，加之马来将于明年 1 月加征出口关税，短期内马盘棕榈油有可能将出现回调，不过国内棕榈油进口利润持续贴水，在利润修复过程中连棕油可能背离马盘走势继续抬升。长线来看，在天气因素影响下，马来西亚未来棕榈油产量大概率继续同比下降，棕榈油仍然存在上涨空间。

豆油方面，在猪瘟疫情影响下油厂开工率明显低于往年，截至上周豆油库存已降至 99 万吨，油厂挺价惜售，豆油走势逐渐强劲。尽管周五夜间消息显示中美已达成第一阶段经贸协议，中美关系有所缓和，并称随后将大幅增加美国农产品进口，但这对豆粕影响要重于豆油，本周豆粕大概率表现承压，在油粕跷跷板的作用下豆油仍有上涨动力。

菜油方面，本年度我国自加拿大进口的油菜籽同比下降了近 50%，未来仍维持供应偏紧预期。不过上周中美关系有所缓和，市场情绪利空菜油，且菜油和豆油、棕油走势相关性较弱，在当下高点进退两难。

整体上看，国内油脂已进入年前备货，库存去化速度加快，不过前期大涨很有可能已经透支了备货旺季的上涨空间，不宜再用季节性规律对走势进行分析，更多应该关注事件和消息对盘面的影响。相对强弱关系上豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）马来西亚 ITS 出口数据，若出口继续下滑，则利空棕油期价；（2）中美消息面新进展及进口农产品情况。

#### 操作建议。

单边：周五马盘收长阴线，单边做多棕榈油风险较大，可选择做多基本面更好的豆油。

套利：油粕比方面，短期在中美关系缓和的背景下，可继续做多油粕比。跨品种方面，豆棕价差当前在 550 一线，仍存做多空间，可分阶段介入。

报告日期 2019-12-16

研究所

史玥明

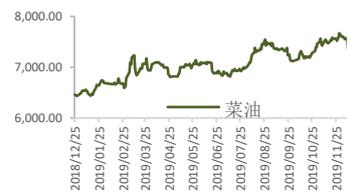
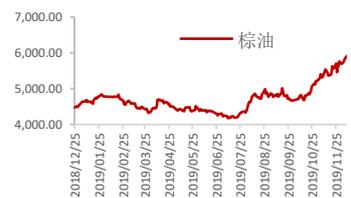
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

#### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析.....	6
（一）供需分析.....	6
（二）成本利润分析.....	8
三、后市展望.....	9
四、操作建议.....	10

## 插图

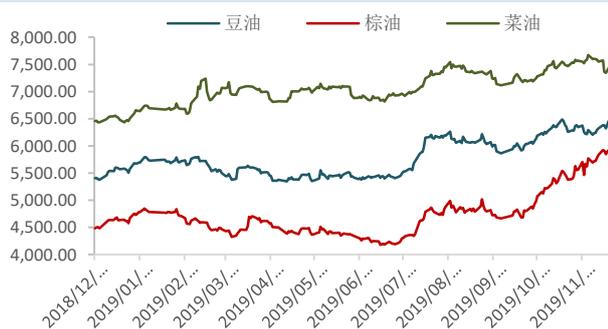
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	5
图 4 豆油量价分析 .....	5
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 豆油基差 .....	5
图 8 棕榈油基差 .....	5
图 9 菜籽油基差 .....	6
图 10 油脂间比价 .....	6
图 11 棕油港口库存 .....	7
图 12 豆油港口库存 .....	7
图 13 豆油商业库存 .....	8
图 14 菜油商业库存 .....	8
图 15 豆油仓单数量 .....	8
图 16 菜油仓单数量 .....	8
图 17 豆油进口成本与期价走势 .....	9
图 18 棕油进口成本与期价走势 .....	9
图 19 豆油进口利润与期价走势 .....	9
图 20 棕油进口利润与期价走势 .....	9
图 21 豆油压榨利润与期价走势 .....	9
图 22 菜油压榨利润与期价走势 .....	9

## 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	6464.00	2.44%	575.27	32.78%	115.78	16.42%
棕油	5,922.00	2.10%	1542.17	31.19%	113.33	7.42%
菜油	7,437.00	-1.57%	96.93	8.66%	17.53	29.92%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量变化	持仓量 (万手)	持仓量变化
美豆油	32.51 美分/磅	6.59%	30.86	4.72%	20.52	14.63%
马棕油	2853.00 林吉特/吨	-0.07%	10.97	-1.97%	6.59	-0.27

上周，油脂板块表现略有分化，但整体依然维持强势。其中，豆油在国内库存下降的利多推动下成为了油脂中的领涨品种，不过豆棕价差仍在500一线低位徘徊。棕榈油月度供需报告中库存不及预期，加之前期超涨较多，在报告发布后明显下跌，但由于减产预期兑现，随后又逐渐走强。菜油与豆油、棕油走势差异较大，在基本面向好的情况下表现偏强，但无消息面刺激，上涨空间有限。外盘方面，美豆油在中美谈判利好的推动下跟随美豆走高，后续来看仍存上涨动力；马棕油在周五出现首根大阴，或是阶段性顶点信号。

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**

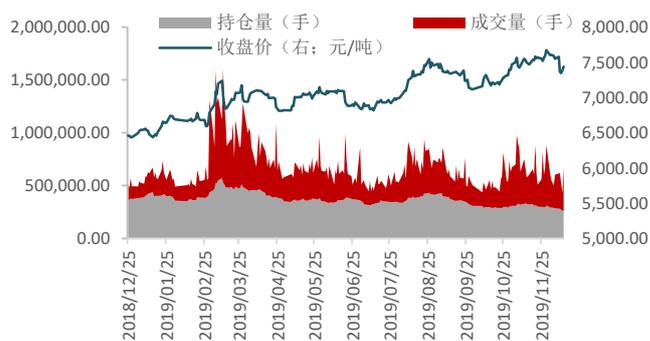

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图4 豆油量价分析**

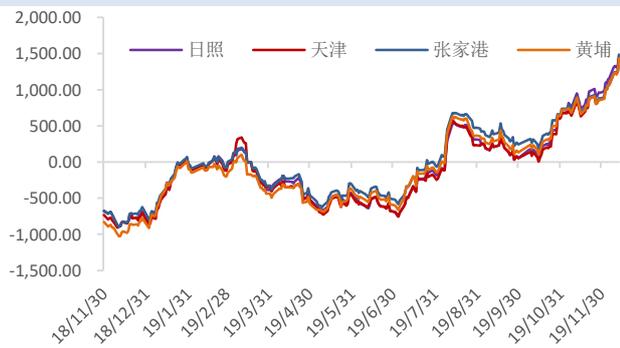

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


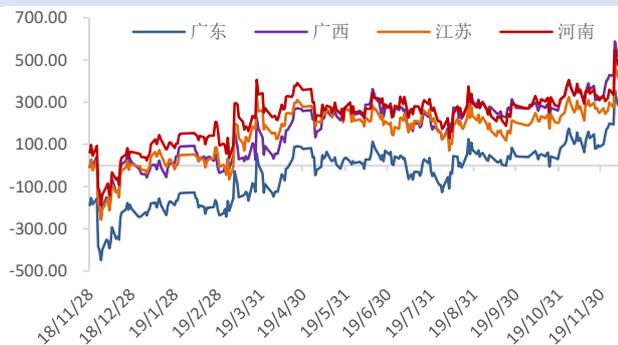
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


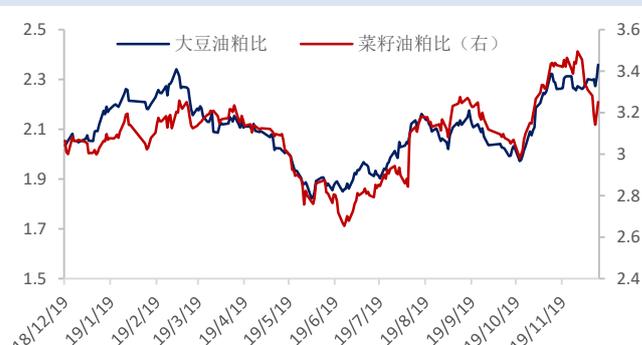
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

#### 棕油

截至上周五, 棕榈油港口库存为70.10万吨, 相较于前一周增加了7.85%。商业库存为68.90万吨, 较之前一周降低了-1.71%。冬季气温偏低, 棕榈油在植物油中的掺混比例下降, 港口棕油将持续累库。

马来产地方面, 根据马来西亚棕油局(MPOB)周二发布的11月供需报告, 11月马棕油产量环比下降14.35%至153.81万吨, 低于预期的161万吨; 不过出口量不及预期的156万吨, 较上月减少14.63%至140.15万吨。因此11月马棕油库存虽从上月的235.20万吨下降4.08%至225.60万吨, 但高于此前预估的215万吨。船运调查机构ITS周日公布数据显示, 马来西亚12月1-15日棕榈油产品出口量较前月同期减少18.6%。整体来看, 马来产地11月出口不力, 12月上旬出口亦偏低, 去库不及预期, 报告利空盘面。中长期来看, 减产规模大于预期, 棕油长线仍存上涨空间。

印尼产地方面, 印尼的一位政府官员周二称, 印尼计划在2021年到2022年间实施B40生物柴油计划。从明年1月起, 印尼将执行B30生物柴油计划, 由于担心该计划可能导致棕榈油出口增加, 或继续刺激棕榈油价格攀升。

#### 豆油

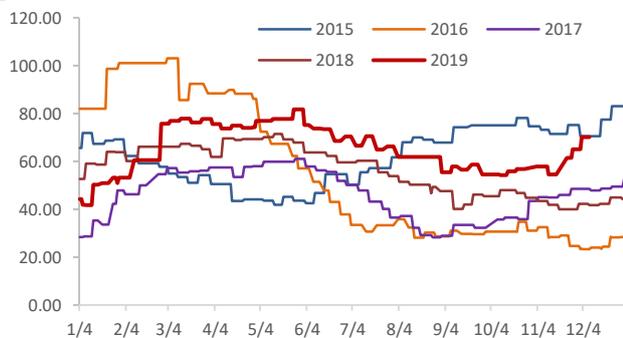
截至上周五，豆油港口库存为91.50万吨，较之前一周降低了-21.26%。商业库存为113.00万吨，较之前一周下降了-0.44%。豆油库存压力较之今年上半年有所减轻，基本面逐渐好转。不过后续来看，中国将遵从贸易协定大量采购美豆，12月大豆到港预估在934.9万吨，明年1月在700万吨，明年2月在450万吨。

国际方面，美国上周公布的USDA12月供需报告中美豆、美豆油数据与上月保持一致，对盘面指引有限。不过中美关系频传利好，国务院关税税则委员会称根据相关企业申请，开展部分大豆、猪肉等商品排除工作，对排除范围内的商品，采取不加征对美301措施反制关税等排除措施，部分中国买家获得了美豆进口关税豁免。据悉，中国同意在2020年从美国购买500亿美元农产品，且上周五晚上已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，美国同意取消对剩余1600亿美元商品加征关税，并对9月已加征的约1200亿美元商品关税税率从15%降低至7.5%，但继续保留对2500亿美元商品加征25%的关税。周日，中方国务院关税税则委员会声明对原计划于12月15日12时01分起加征关税的原产于美国的部分进口商品，暂不征收10%、5%关税。利多美豆、美豆油走势。

### 菜油

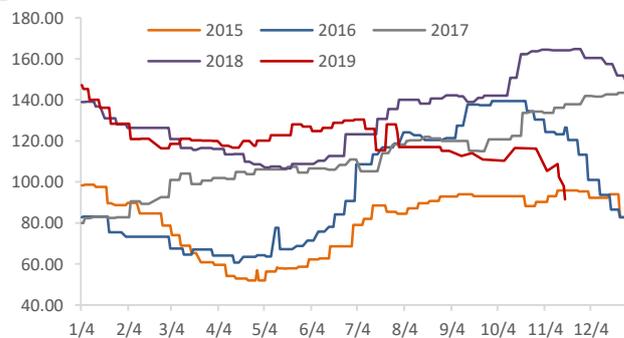
截至上周五，菜油商业库存为34.61万吨，较之前一周减少了3.3%。菜籽库存为20.4万吨，较前一周增加了55.73%。从到港情况看，12月有24万吨菜籽到船，明年1月有6吨到港。

图 11 棕油港口库存

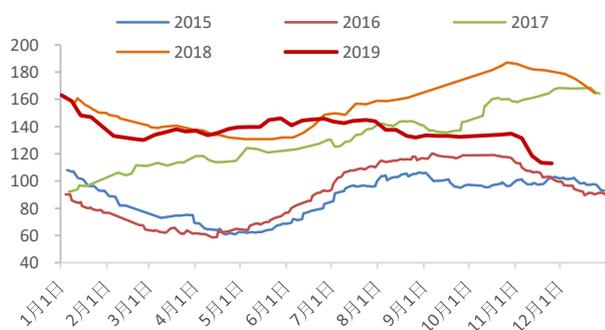


数据来源：Wind、国都期货研究所

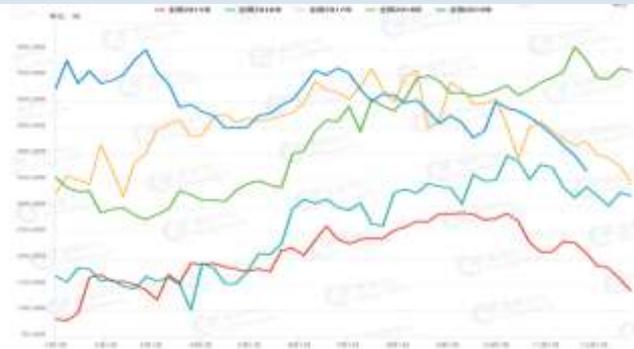
图 12 豆油港口库存



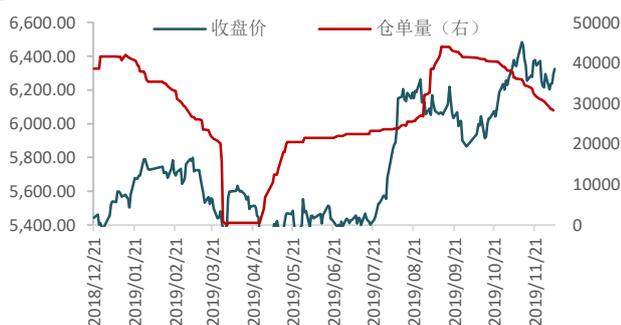
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 13 豆油商业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 菜油商业库存**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 15 豆油仓单数量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 16 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, 南美豆油进口成本降低-23.9 元/吨至5477.7 元/吨, 进口利润增加163.9 元/吨至986.3 元/吨, 豆油进口利润持续上涨。棕油进口成本增加339.3 元/吨至6251.4 元/吨, 进口利润增加-251.3 元/吨至-329.4 元/吨, 棕榈油进口成本持续攀升, 棕榈油进口利润贴水状态加深。菜油的进口成本降低-271.1 元/吨至5820.5 元/吨, 进口利润增加157.1 元/吨至1616.5 元/吨, 国际菜籽价格小幅调降, 菜油进口利润高度升水。

从压榨利润看, 豆油压榨利润增加39.6 元/吨至52.2 元/吨, 油厂开机率从上周的48.97%小幅下降至45.32%。菜油压榨利润降低-60.0 元/吨至585.0 元/吨, 受年前备货影响, 开机率从上周的5.33%提高至20.84%。

**图 17 豆油进口成本与进口利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 18 大豆进口成本与进口利润**

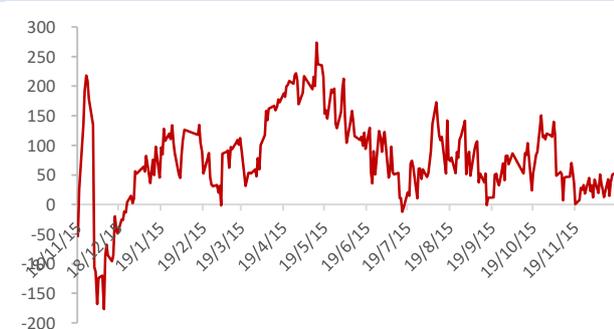

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 19 棕油进口成本与进口利润**

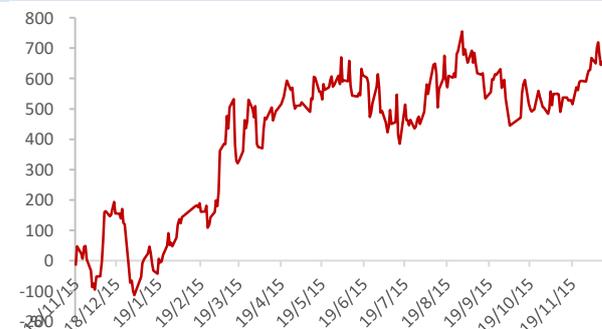

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 20 菜油进口成本与进口利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 21 豆油压榨利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 22 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，上周马来月度供需报告显示去库不及预期，12月上半月出口数据继续下滑，加之马来将于明年1月加征出口关税，短期内马盘棕榈油有可能将出现回调，不过国内棕榈油进口利润持续贴水，在利润修复过程中连棕油可能背离马盘走势继续抬升。长线来看，在天气因素影响下，马来西亚未来棕榈油产量大概率继续同比下降，棕榈油仍然存在上涨空间。

豆油方面，在猪瘟疫情影响下油厂开工率明显低于往年，截至上周豆油库存已降至99万吨，油厂挺价惜售，豆油走势逐渐强劲。尽管周五夜间消息显示中美已达成第一阶段经贸协议，中美关系有所缓和，并称随后将大幅增加美国农产品进口，但这对豆粕影响要重于豆油，本周豆粕大概率表现承压，在豆粕跷跷板的作用下豆油仍有上涨动力。

菜油方面，本年度我国自加拿大进口的油菜籽同比下降了近50%，未来仍维持供应偏紧预期。不过上周中美关系有所缓和，市场情绪利空菜油，且菜油和豆油、棕油走势相关性较弱，在当下高点进退两难。

整体上看，国内油脂已进入年前备货，库存去化速度加快，不过前期大涨很有可能已经透支了备货旺季的上涨空间，不宜再用季节性规律对走势进行分析，更多应该关注事件和消息对盘面的影响。相对强弱关系上豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）马来西亚ITS出口数据，若出口继续下滑，则利空棕油期价；（2）中美消息面新进展及进口农产品情况。

### 四、操作建议

单边：周五马盘收长阴线，单边做多棕榈油风险较大，可选择做多基本面更好的豆油。

套利：油粕比方面，短期在中美关系缓和的背景下，可继续做多油粕比。跨品种方面，豆棕价差当前在550一线，仍存做多空间，可分阶段介入。

### 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，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能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，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

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：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：010-64000083。