

利多故事涌现，油脂谨慎看多

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂走势重归统一，豆油、棕油结束震荡局面，重心向上抬升；菜油则延续此前上涨局面。分品种来看，棕油近期产地消息面利多较多，资金借助7月减产预期不断拉抬期价，09合约站上5400点；豆油自身缺乏消息面指引，利多提振有限，更多是受棕油联动上涨的影响；菜油上行突破8000点，成交持仓不断放大。从外盘表现来看，美豆和美豆油周内均结束回调上行，美豆油已到达今年2月初价格水平；马棕油一方面受基本面提振，另一方面马币走软也提供了宏观面支持，期价突破2600点，与年初阶段性高点仅有200点之差。

后市展望

棕油方面，近期棕油上涨的动力更多来自于对未来三季度马来、印尼产地减产的预期，而从已经披露的产量数据来看，虽然马来棕榈油7月上半月产量环比下降，但全月数据仍存变数，因此减产一事需谨慎看待，在当下季节性丰产季背景下，减产炒作实非易事。从出口端来看，6月以来，印度方面的需求持续向好，提振马棕油出口，如果未来印度需求继续好转，将有助于减缓马棕油的库存压力，期价将存在上行动力，但鉴于印度的需求受疫情干扰具有较大的不确定性，因此未来仍需关注产地的产量和出口的变动情况。

豆油方面，7月上半月，中国持续向美国买入美豆，在出口向好的提振下，美豆及美豆油期价企稳反弹，加之当下美豆尚处于生长期，价格中的天气升水也在一定程度上支撑盘面，在此情况下，近期美豆走势大概率偏强，提振国内豆类。对于豆油而言，又将同时受到油脂的上涨带动，因此豆油港口库存虽已连续两个月呈现上涨态势，但在外盘美豆和连盘棕油的影响下，价格重心也不断向上抬升。不过随着大豆到港量继续增加、油厂压榨开工率维持高位，基本面将在三季度中后期逐渐向盘面施压。

菜油方面，近期受到菜油压榨利润和进口利润大幅扩张的影响，菜油的压榨开工率小幅抬升，不过由于菜籽有限，南方水产养殖业又受到强降雨干扰，菜粕需求不及往年同期，压榨开工率相较于以往仍处于偏低水平，菜油库存将继续维持低位。从技术面角度来看，菜油本轮上涨拉升速度极快，且几乎无回调，资金推动特征明显，靠资金面推动的涨势必将不可持续，随着主力合约进入交割，菜油或将回吐部分前期涨幅，不宜追涨。

整体上看，在当下的需求淡季、产量旺季，又有原油、疫情等不确定因素加持，油脂走出逆季节性的上涨行情较难持续，关键在于棕油减产的故事是否能持续讲下去以及菜油换月后是否能延续涨势。品种间相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。本周可关注的事项有：（1）马来ITS出口报告。（2）美豆产区天气情况。

操作建议

单边：关注棕油在5400附近的支撑情况，若站稳5400，多单目标位可调整至5700

报告日期 2020-07-19

研究所

史玥明

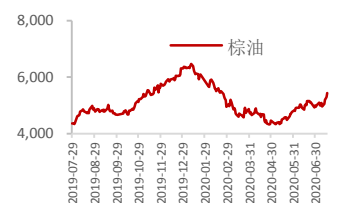
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



一线；菜油涨势大概率将持续，但不建议追多，可关注远月合约做空机会，结合持仓变动分阶段建仓。

套利：油粕比方面，近期油脂走势偏强，豆粕则以震荡行情为主，关注豆油回调时机及时做空油粕比；跨品种方面，豆棕价差目前已缩窄至不到700，但若棕油延续上涨思路，可继续做空豆棕价差，500作为安全边际。

目 录

一、行情回顾.....	6
二、基本面分析.....	7
(一) 供需分析.....	7
(二) 成本利润分析.....	10
三、后市展望.....	12
四、操作建议.....	13

插图

图 1 油脂主力合约走势	6
图 2 豆油内外盘主力合约走势	6
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势	6
图 4 豆油量价分析	6
图 5 棕榈油量价分析	7
图 6 菜油量价分析	7
图 7 豆油基差	7
图 8 棕榈油基差	7
图 9 菜籽油基差	7
图 10 大豆/菜籽油粕比	7
图 11 马来棕榈油月度产量	9
图 12 马来棕榈油月度出口量	9
图 13 马来棕榈油月度库存	9
图 14 印度植物油月度进口量	9
图 15 印度棕榈油月度进口量	10
图 16 太平洋海温异常指数	10
图 17 棕油港口库存	10
图 18 豆油港口库存	10
图 19 豆油商业库存	10
图 20 菜油商业库存	10
图 21 豆油仓单数量	10
图 22 菜油仓单数量	10
图 23 豆油进口成本与进口利润	11

图 24 大豆进口成本与进口利润	11
图 25 棕油进口成本与进口利润	11
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	11
图 27 豆油压榨利润	12
图 28 菜油压榨利润.....	12

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	6124.00	5.33%	233.50	35.80%	30.74	2.27%
棕油	5,434.00	8.51%	747.59	52.58%	36.62	12.41%
菜油	8,412.00	8.56%	240.61	125.89%	17.97	13.71%
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	30.58 美分/磅	6.03%	25.51	15.64%	16.64	0.38%
马棕油	2616.00 林吉特/吨	8.37%	11.21	14.15%	6.69	1.08

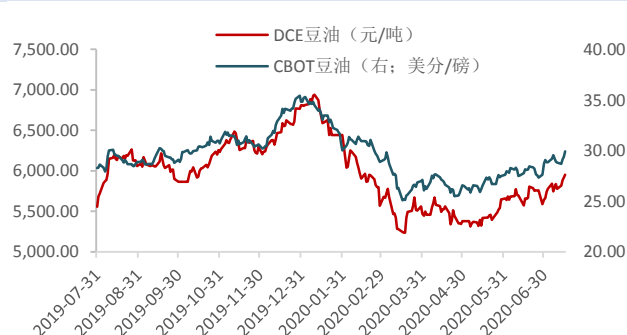
上周，国内油脂走势重归统一，豆油、棕油结束震荡局面，重心向上抬升；菜油则延续此前上涨局面。分品种来看，棕油近期产地消息面利多较多，资金借助7月减产预期不断拉抬期价，09合约站上5400点；豆油自身缺乏消息面指引，利多提振有限，更多是受棕油联动上涨的影响；菜油上行突破8000点，成交持仓不断放大。从外盘表现来看，美豆和美豆油周内均结束回调上行，美豆油已到达今年2月初价格水平；马棕油一方面受基本面提振，另一方面马币走软也提供了宏观面支持，期价突破2600点，与年初阶段性高点仅有200点之差。

图1 油脂主力合约走势



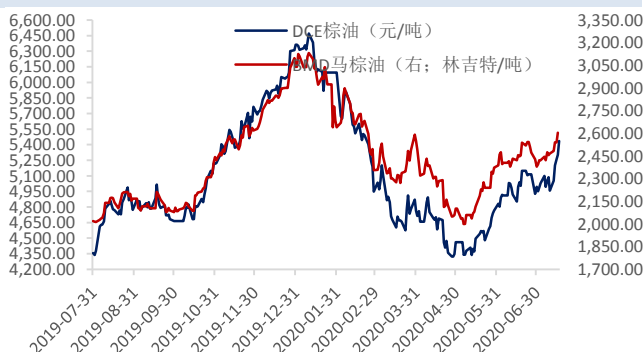
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 豆油内外盘主力合约走势



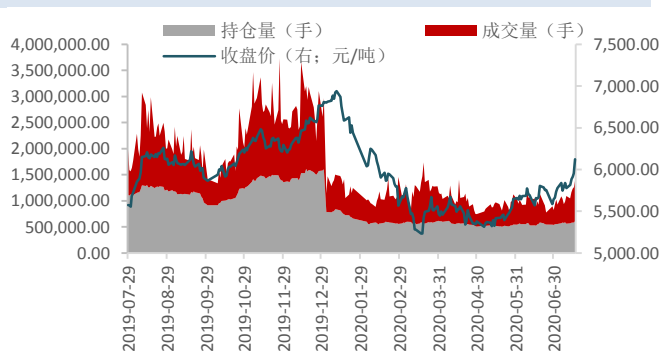
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

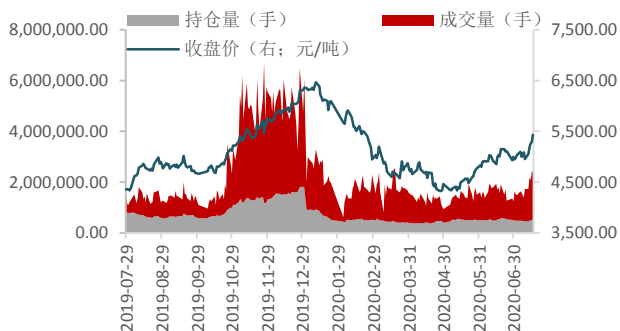
图4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

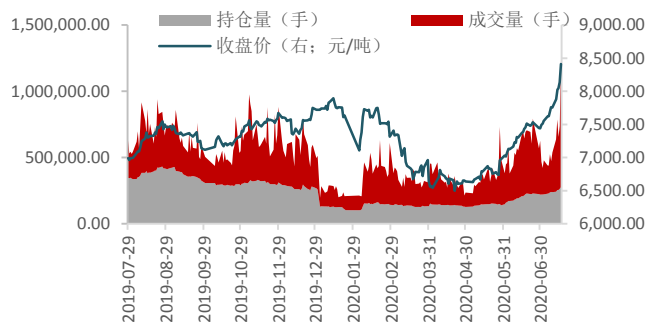
请务必阅读正文后的免责声明

图5 棕榈油量价分析



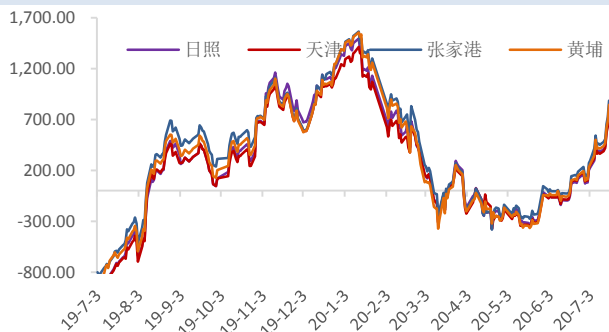
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



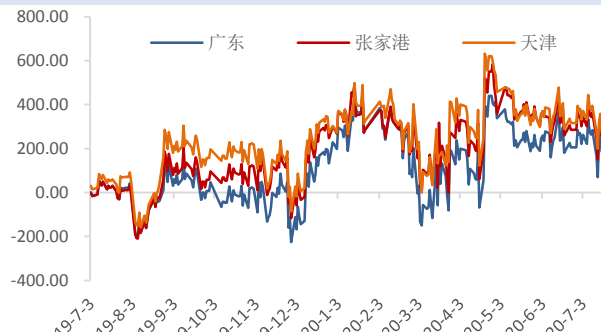
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



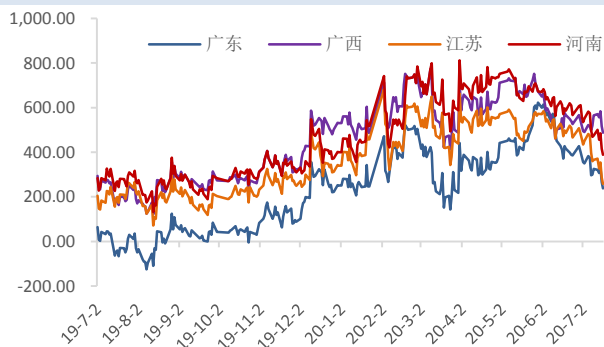
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，棕榈油商业库存为36.80万吨，较之前一周降低了-6.12%。目前国内棕榈油库存已处于近五年历史低位，但从趋势角度来看已结束去

库动作，随着我国进口量上升，未来库存大概率将季节性增加。根据海关数据到港预估，7月预计在52万吨，8月在50万吨，9月在47万吨。不过从需求角度来看，随着夏季到来，棕榈油在植物油中的掺混将逐渐增加，累库速度或慢于豆油，国内基本面强于豆油。

马来产地方面，据SPPOMA消息，7月1日-15日马来西亚棕榈油产量降18.72%，单产降19.51%，出油率增0.15%，这与马来产地三季度丰产季的预期相悖，市场在减产预期下表现偏强。不过鉴于今年6月马来棕榈油产量已处于近五年同期高位，即使7月产量环比下降也仍构不成大幅减产，甚至高于往年7月产量水平，关键在于7月整月减产数据是否真的能落地以及未来三季度是否会延续减产趋势，因此从产量角度来看，目前炒作的更多是情绪而非基本面，多头应谨慎对待。出口方面，根据马来船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚7月1-15日棕榈油出口量为83.12万吨，较上月同期的91.41万吨下滑了9.1%，主要是面向欧盟和中国的出口量下降，面向印度的出口量继续增加。因此预计7月马棕油面向印度的出口数据继续向好，库存压力不会太快显现，一定程度上支撑盘面。

印尼产地方面，上周有市场传言称印尼7月初产量大降40%，引发减产担忧，共同助推棕油上涨。不过印尼棕榈油月度供需报告数据一向公布较晚，滞后性较强，在等待消息落地之前子弹可能会飞一段时间。根据印尼棕榈油协会GAPKI数据，印尼5月棕榈油产量397万吨，环比略降1.83%。5月底印尼棕榈油库存为353万吨，高于4月底的340万吨。虽然产量不及去年，但库存持续偏高，从已公布的数据角度看供应仍然充足。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为101.20万吨，较之前一周增加了1.30%。根据海关总署公布的数据，中国1-6月大豆进口总量为4504.4万吨，较上年同期的3819.2万吨增加了17.9%，其中，6月大豆进口量为1116万吨，创历史单月进口量记录，环比增加18.97%，同比增加70.9%。根据海关到港数据预估，7月预计大豆到港1032.1万吨，8月预期在1010万吨，较上周调增50万吨，9月在840万吨，较上月调增30万吨。因此未来大豆进口和压榨将持续增加，豆油的累库阶段将持续。

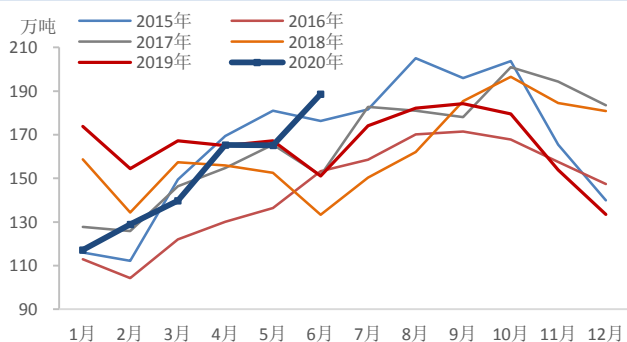
美国方面，根据美国油籽加工商协会NOPA公布的数据，美国6月大豆压榨量连续第三个月下滑，为1.67263亿蒲式耳，较之上月环比下降1.4%，但高于此前市场预期，且处于近几年同期压榨高位；美国6月底豆油库存为17.78亿磅，低于上月的18.80亿磅，基本符合预期。报告对盘面影响中性。目前来看，美豆仍处于成长期，天气对期价影响较大，关注美国中西部地区降水情况，在天气升水的作用下，美豆期价大概率存在支撑。

根据咨询机构SAFRAS发布的对新作物年度的首份预估报告，巴西2020/21年度大豆产量预计将触及1.317亿吨，较上一年度增加5.4%，因此对于全球大豆未来供应仍然充足。鉴于当下巴西豆处于出口旺季，可关注后续巴西方面的发运节奏以及巴西雷亚尔汇率的走向。

菜油

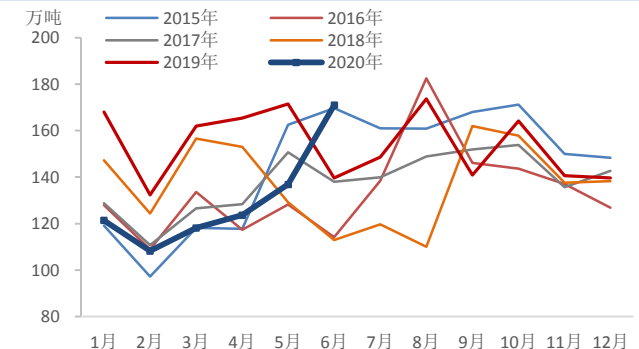
截至上周五，菜籽商业库存为29.7万吨，较之前一周增加了1.3吨，但仍明显低于往年同期。菜油库存为19.68万吨，较前一周增加了0.77万吨。根据到港数据预估，7月油菜籽预期到港21.5万吨，8月到港在30万吨，9月到港在18万吨，相较于往年同期水平仍然偏低，未来菜籽供应仍然偏紧。根据农业农村部发布的月度供需报告，夏收油菜籽收获基本结束，收获面积、产量和含油率均高于此前预期，菜籽油产量调增47万吨。虽然国内产量可以在一定程度上实现部分补给，但较之往年的进口缺口仍难补齐，菜油也由此一路上涨，关注中加及中美关系消息面对盘面的影响。

图 11 马来棕榈油月度产量



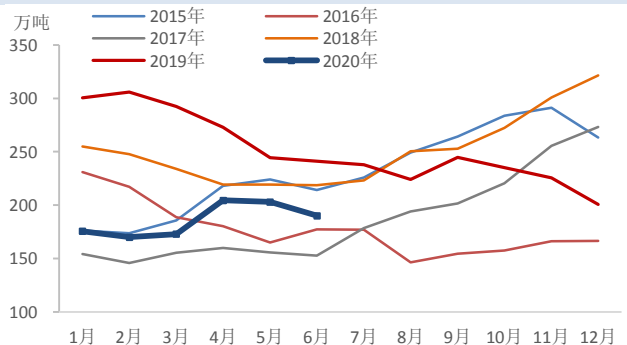
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



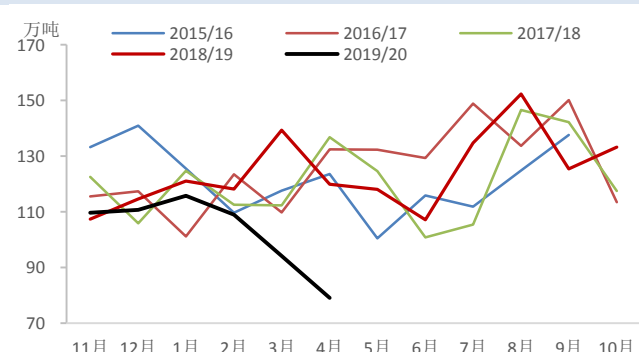
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



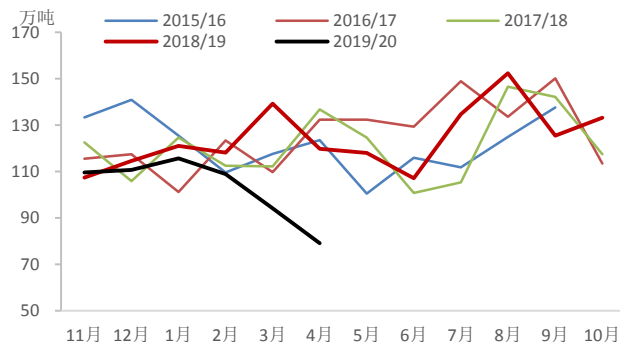
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



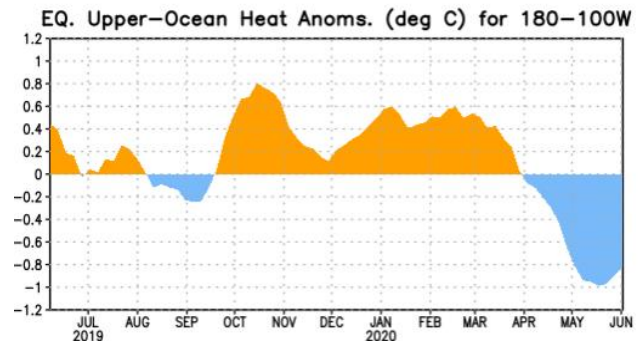
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



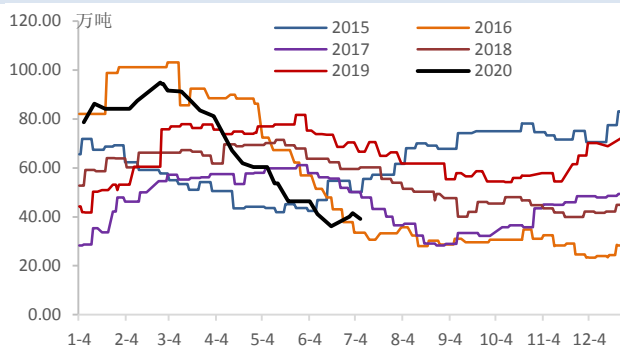
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



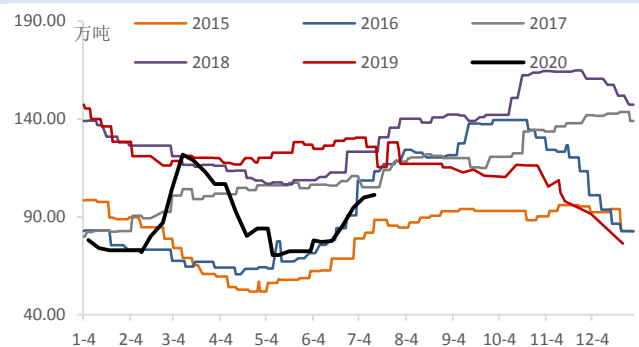
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



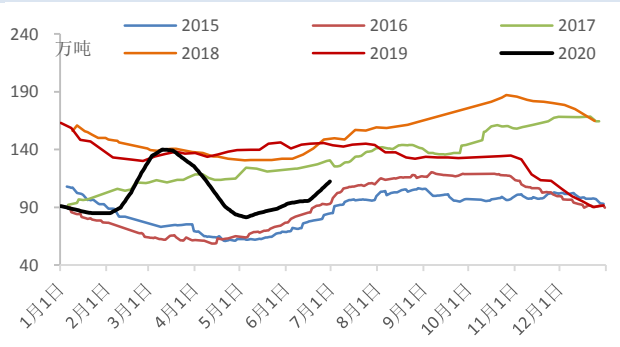
数据来源: Wind、国都期货研究所

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: Wind、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



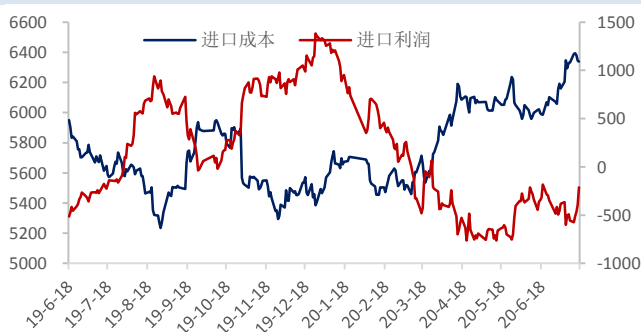
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 成本利润分析

从进口成本及利润看，南美豆油进口成本增加4.9 元/吨至6337.2 元/吨，进口利润增加343.1 元/吨至-213.2 元/吨，豆油进口利润贴水状态有所减轻，美豆的成本优势后续或将逐渐显现。棕油进口成本增加232.3 元/吨至5525.7 元/吨，进口利润增加245.7 元/吨至-91.7 元/吨，在国内盘面大幅上涨后，进口利润逐渐得到修复。菜油的进口成本降低-153.1 元/吨至6312.3 元/吨，进口利润提高810.1 元/吨至2099.7 元/吨，菜油进口利润在郑油连涨的背景下大幅上涨，料将不可持续，关注临近交割月的回调机会。

从压榨利润看，豆油压榨利润增加65.6 元/吨至156.2 元/吨，油厂开工率从前一周的58.83%小幅降低到57.59%，周内压榨量少4.31万吨至199.96万吨，后续压榨开工率大概率将继续在55%以上；菜油压榨利润增加274.4 元/吨至906.3 元/吨，油厂开工率从前一周的18.89%调高至30.02%，周内压榨量增加2.3万吨至6.2万吨。虽然三季度水产需求增加，但近期南方受强降雨影响，养殖业受到干扰，菜粕需求不及往年同期，加之菜籽量有限，料压榨开工率短期仍然偏低，菜油库存将继续维持低位。

图 23 豆油进口成本与进口利润



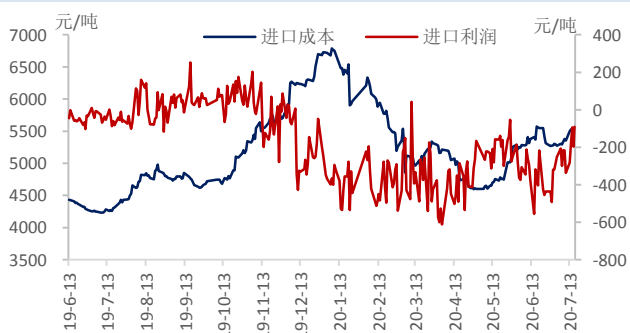
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

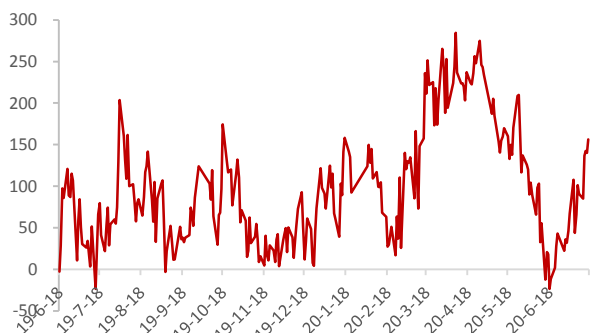


数据来源：Wind、国都期货研究所

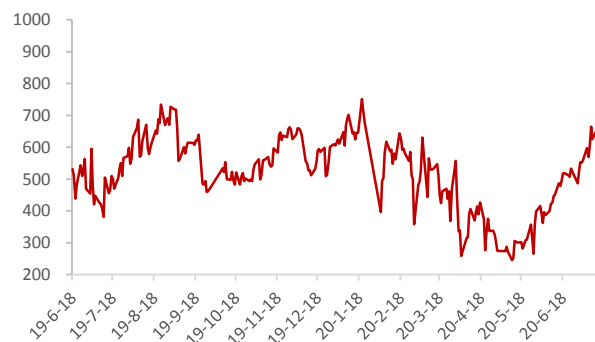
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，近期棕油上涨的动力更多来自于对未来三季度马来、印尼产地减产的预期，而从已经披露的产量数据来看，虽然马来棕榈油7月上半月产量环比下降，但全月数据仍存变数，因此减产一事需谨慎看待，在当下季节性丰产季背景下，减产炒作实非易事。从出口端来看，6月以来，印度方面的需求持续向好，提振马棕油出口，如果未来印度需求继续好转，将有助于减缓马棕油的库存压力，期价将存在上行动力，但鉴于印度的需求受疫情干扰具有较大的不确定性，因此未来仍需关注产地的产量和出口的变动情况。

豆油方面，7月上半月，中国持续向美国买入美豆，在出口向好的提振下，美豆及美豆油期价企稳反弹，加之当下美豆尚处于生长期，价格中的天气升水也在一定程度上支撑盘面，在此情况下，近期美豆走势大概率偏强，提振国内豆类。对于豆油而言，又将同时受到油脂的上涨带动，因此豆油港口库存虽已连续两个月呈现上涨态势，但在外盘美豆和连盘棕油的影响下，价格重心也不断向上抬升。不过随着大豆到港量继续增加、油厂压榨开工率维持高位，基本面将在三季度中后期逐渐向盘面施压。

菜油方面，近期受到菜油压榨利润和进口利润大幅扩张的影响，菜油的压榨开工率小幅抬升，不过由于菜籽有限，南方水产养殖业又受到强降雨干扰，菜粕需求不及往年同期，压榨开工率相较于以往仍处于偏低水平，菜油库存将继续维持低位。从技术面角度来看，菜油本轮上涨拉升速度极快，且几乎无回调，资金推动特征明显，靠资金面推动的涨势必将不可持续，随着主力合约进入交割，菜油或将回吐部分前期涨幅，不宜追涨。

整体上看，在当下的需求淡季、产量旺季，又有原油、疫情等不确定因素加持，油脂走出逆季节性的上涨行情较难持续，关键在于棕油减产的故事是否能持续讲下去以及菜油换月后是否能延续涨势。品种间相对强弱

关系上菜油>棕油>豆油。本周可关注的事项有：（1）马来ITS出口报告。
（2）美豆产区天气情况。

四、操作建议

单边：关注棕油在5400附近的支撑情况，若站稳5400，多单目标位可调整至5700一线；菜油涨势大概率将持续，但不建议追多，可关注远月合约做空机会，结合持仓变动分阶段建仓。

套利：油粕比方面，近期油脂走势偏强，豆粕则以震荡行情为主，关注豆油回调时机及时做空油粕比；跨品种方面，豆棕价差目前已缩窄至不到700，但若棕油延续上涨思路，可继续做空豆棕价差，500作为安全边际。

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。