

## 压榨库存双提振，豆油领涨油脂

### 主要观点

**行情回顾。**上周，油脂板块在窄幅震荡近两个月后迎来上涨大行情，连续5个交易日上涨，棕榈油涨幅居前。油脂成交活跃度提升，沉淀资金也有所增加。究其原因，一方面在美国对中国加征关税后，中美贸易摩擦升级，进口预期减少及南美进口大豆升水都促成了豆油价格上涨；另一方面猪瘟疫情继续发酵，油厂压榨出现下降。外盘方面，美豆油表现强于美豆，也实现突破上涨。马棕油在产量、库存数据改善不多的情况下依旧上扬，大概率追随美豆油涨势。

**后市展望。**棕油方面，虽然三季度油棕进入丰产季，马来、印尼产量大概率增加，但是由于前期印度淡季去库明显，相对看好印度后续需求，或将带动产地方面去库，但需要警惕印度对马来精炼棕榈油提高关税的挤出效应。国内方面，预计9月棕油到港量在50万吨以上，供应十分充足，且上一周棕油上涨也消化了部分旺季消费的利多，本月继续上涨的动力主要来自于豆油的联动作用，自身基本面提振有限。

豆油方面，上周美豆逐渐消化美方加征关税的利空，并开始新一轮天气炒作，且美豆油在压榨量下降的背景下表现更强，若美国农业部即将公布的供需报告保留美豆种植面积及产量调降的预期，美豆油仍存上行空间。国内方面，近期猪瘟事件继续发酵，在豆粕需求下降的情况下，油厂开工率和压榨量继续下降，加之临近双节消费逐渐抬头，料后续豆油将步入较快的去库周期，表现在油脂中偏强。

菜油方面，由于近期菜油供应仍较充足，且缺乏中加方面消息面炒作，在菜豆、菜棕价差持续偏高的背景下，欠缺继续上行的动力，上周上涨多为豆油带动。后续来看，远期供给问题仍未得到解决，虽然不排除增加从俄罗斯、乌克兰等地进口，但进口量大概率不及去年。若消息面无变动，消费旺季大量去库后或将面临供需缺口，届时可迎来大幅上涨，短期暂看不到太多利多因素。

整体上看，豆油在压榨减少的预期下，面临即将开启的消费旺季，将在油脂中表现偏强；棕油同时面临产地和国内方面的供应压力，在油脂中表现偏弱。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）美国天气情况，若天气继续干燥少雨，美豆仍存天气炒作空间。（2）USDA供需报告，若调高新季美豆种植面积和产量，美豆价格或将面临回调。（3）马来西亚MPOB报告，若库存数据较之上月去库不明显，将面临回调的可能性。

**操作建议。**油脂上周全线上涨，略偏离历史季节性规律。但若猪瘟及饲料炒作延续，豆油仍存上行空间，前期多头可继续持有，前期无持仓不建议此时入多，可逢回调后再进场做多。棕油、菜油不建议保留持仓，可止盈离场。油粕比方面，继续看涨油粕比至2.2左右，多头套利可继续持有。跨品种方面，在大豆压榨下降、棕油进口增加的预期下，仍看多豆棕价差，但当前豆棕价差已到1300元/吨以上，做多空间不大，暂先观望，待回调继续入多。

报告日期 2019-08-12

### 研究所

史明明

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.....	7
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 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
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 .....	5
图 10 油脂间比价 .....	5
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 .....	7
图 14 菜油商业库存 .....	7
图 15 豆油仓单数量 .....	7
图 16 菜油仓单数量 .....	7
图 17 豆油进口成本与期价走势 .....	8
图 18 棕油进口成本与期价走势 .....	8
图 19 豆油进口利润与期价走势 .....	8
图 20 棕油进口利润与期价走势 .....	8
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	6150.00	7.71%	402.19	146.39%	90.74	53.93%
棕油	4,784.00	9.72%	192.82	30.15%	46.46	28.62%
菜油	7,247.00	3.48%	123.85	123.82%	27.72	52.52%
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	30.00 美分/磅	4.49%	37.10	37.87%	22.06	5.58%
马棕油	2176.00 林吉特/吨	3.97%	8.92	31.18%	6.34	0.23

上周，油脂板块在窄幅震荡近两个月后迎来上涨大行情，连续5个交易日上涨，棕榈油涨幅居前。成交持仓方面，油脂成交活跃度提升，沉淀资金也有所增加。究其原因，一方面在美国对中国加征关税后，中美贸易摩擦升级，进口预期减少及南美进口大豆升水都促成了豆油价格上涨；另一方面猪瘟疫情继续发酵，油厂压榨出现下降。外盘方面，美豆油表现强于美豆，也实现突破上涨。马棕油在产量、库存数据改善不多的情况下依旧上扬，大概率追随美豆油涨势。

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



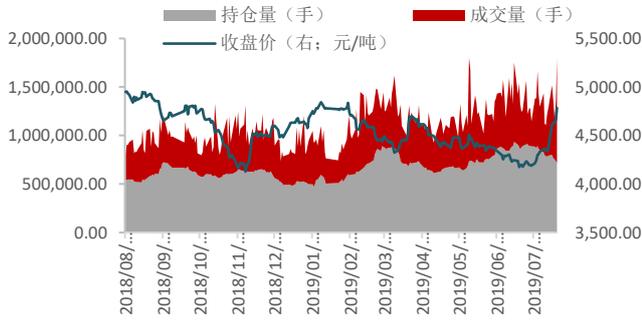
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



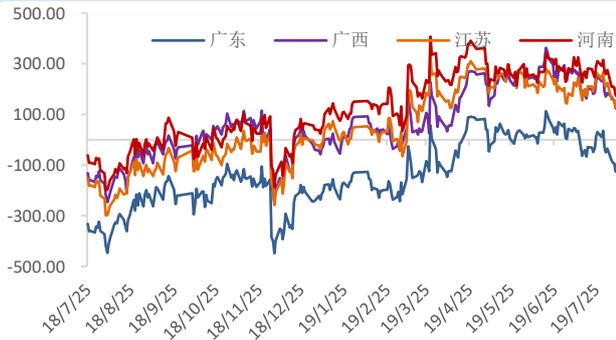
数据来源: Wind、国都期货研究所

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61.80万吨，相较于前一周降低了-6.79%。商业库存为64.30万吨，较之前一周降低了-3.02%。国内棕油由于价格优势，走货强于豆油、菜油，因此去库力度在油脂中居前。

国际方面，马来、印尼产地逐渐步入丰产季。据MPOA，2019年7月马来西亚毛棕油产量环比增加13.07%，其中马来半岛15.47%，马来东部增加8.47%。在库存本就居高的情况下，产量增加无疑带来较大的供应压力。消费及出口方面，印尼6月出口棕榈油及棕榈仁油217万吨，同比下降5.24%，5月出口量同比增长12%。6月末棕榈油库存达到355万吨，高于5月末的353万吨。此外，1-6月印尼国内生物柴油消费量为329万吨，同比大增144%。料今年生柴对棕油消费拉动作用较大。本周可关注马来西亚MPOB报告对盘面的指引。

#### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为117.00万吨，较之前一周下降了-8.59%。商业库存为143.95万吨，较之前一周下降了-0.64%。本周豆油去库较为明显，但库存绝对值仍然处于历史高位。根据海关总署公布的数据，中国7月进口大豆864万吨，为2018年8月以来最高，环比增加33%，中国1-7月共计进口大豆4690.5万吨，较上年同期的5284.9万吨减少11.2%。

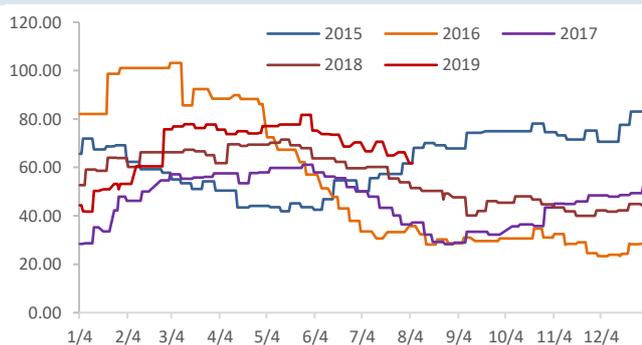
国际方面，根据美国油籽加工商协会NOPA发布的报告，美国6月大豆压榨量为1.48843亿蒲式耳，低于5月的1.54796亿蒲式耳和去年同期的1.59228亿蒲式耳，并低于分析师预期，据分析主要是受到洪水影响部分加工厂停工。据NOPA，6月美豆油库存降至6个月低点15.35亿磅，低于5月末的15.81亿磅，且低于上年同期的17.66亿磅。在供应收缩的情况下，美豆油较之美豆相对抗跌。本周可关注美国USDA供需报告对于大豆种植面积、单产、出口及库存对盘面的影响。

#### 菜油

截至上周五，菜油商业库存为14.32万吨，较之前一周减少了-2.92%。经国家有关部门研究决定，2019年8月12日在国家粮食局粮食交易协调中心开展菜籽油国家政策性竞价交易数量2万吨，为2013年内蒙古菜油。由于数量不大，对菜油期价影响较小，但对市场情绪或有影响。

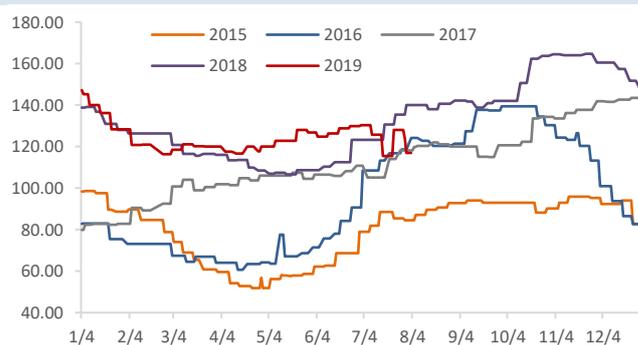
国际方面，油籽作物研究机构TerresInovia周一表示，法国正在收割的油菜籽作物产量料达到360-380万吨，较五年均值低26-32%，受恶劣天气和虫害影响。平均每公顷单产预计在3.2吨左右。法国农业部上个月预计，该国2019年油菜籽作物产量料为360万吨，创下16年低位。但加拿大菜油出口受限，国际菜油供应依然维持相对平衡。

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



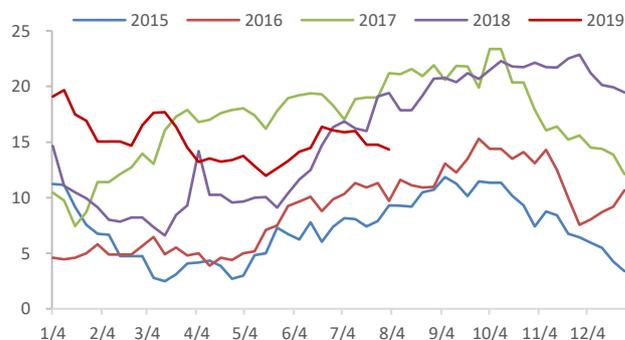
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油商业库存



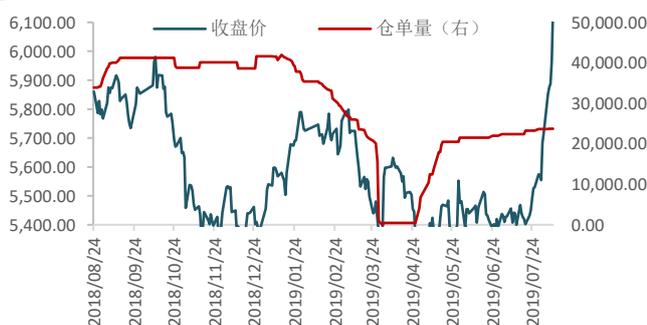
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 菜油商业库存



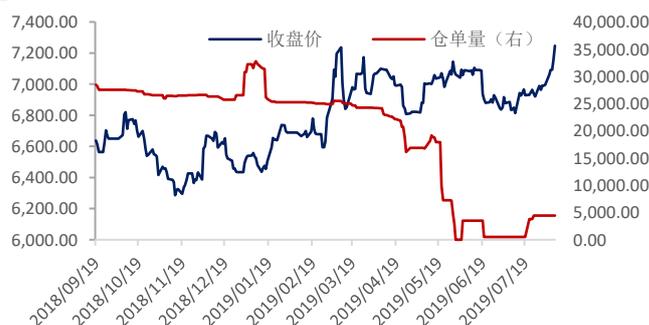
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



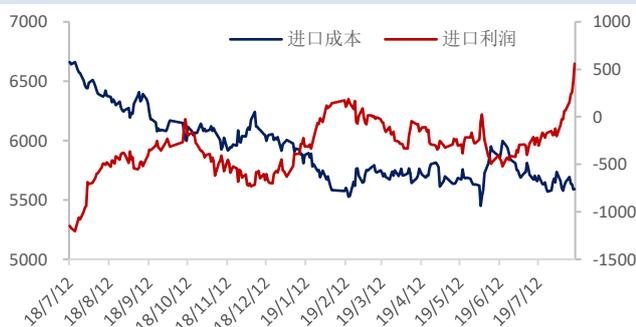
数据来源：Wind、国都期货研究所

## (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-60.1 元/吨至5590.6 元/吨，进口利润增加492.1 元/吨至559.4 元/吨，豆油进口的贴水状态逆转。棕油进口成本增加181.7 元/吨至4624.7 元/吨，进口利润增加224.3 元/吨至159.3 元/吨，由于港口成交情况好于豆油、菜油，后续可能增加采购。菜油的进口成本降低-44.1 元/吨至6406.7 元/吨，进口利润增加296.1 元/吨至840.3 元/吨，升水大幅增加，但当下也是有价无市。

从压榨利润看，豆油压榨利润降低-22.4 元/吨至114.5 元/吨，由于豆粕、豆油价格反弹，大豆压榨正利润持续，但受到豆粕胀库的影响，油厂开机率也从上周的43.88%小幅下降至41.78%。菜油压榨利润降低-25.2 元/吨至556.8 元/吨，开机率由上周的24.70%小幅提高到30.51%，压榨量较之上周增加1.2万吨至5.3万吨。菜油由于价格在油脂中偏高，部分需求被棕榈油替代，走货不畅，在油脂上涨的大周期中表现相对偏弱。

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

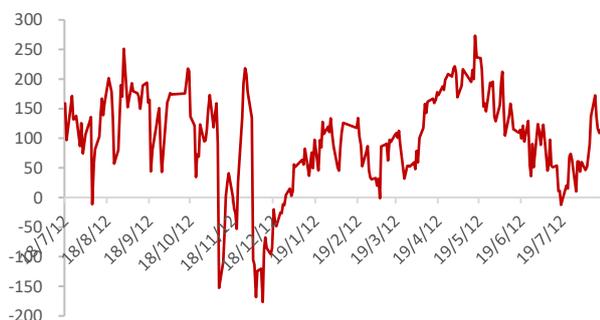


数据来源：Wind、国都期货研究所

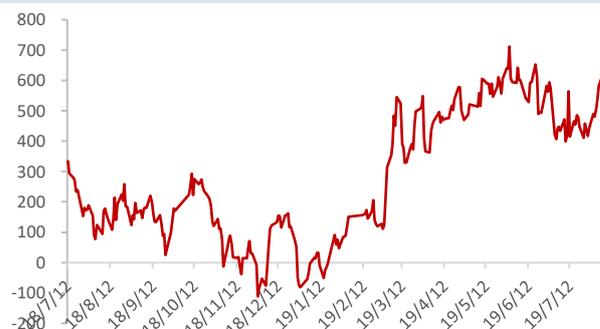
图 20 菜油进口成本与进口利润



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，虽然三季度油棕进入丰产季，马来、印尼产量大概率增加，但是由于前期印度淡季去库明显，相对看好印度后续需求，或将带动产地方面去库，但需要警惕印度对马来精炼棕榈油提高关税的挤出效应。国内方面，预计9月棕油到港量在50万吨以上，供应十分充足，且上一周棕油上涨也消化了部分旺季消费的利多，本月继续上涨的动力主要来自于豆油的联动作用，自身基本面提振有限。

豆油方面，上周美豆逐渐消化美方加征关税的利空，并开始新一轮天气炒作，且美豆油在压榨量下降的背景下较之美豆表现更强，若美国农业部即将公布的供需报告保留美豆种植面积及产量调降的预期，美豆油仍存上行空间。国内方面，近期猪瘟事件继续发酵，在豆粕需求持续下降的情况下，油厂开工率和压榨量继续下降，加之临近双节消费逐渐抬头，料后续豆油将步入较快的去库周期，表现在油脂中偏强。

菜油方面，由于近期菜油供应仍较充足，且缺乏中加方面消息面炒作，在菜豆、菜棕价差持续偏高的背景下，欠缺继续上行的动力，上周上涨多为豆油带动。后续来看，远期供给问题仍未得到解决，虽然不排除增加从俄罗斯、乌克兰等地进口，但进口量大概率不及去年。若消息面无变动，消费旺季大量去库后或将面临供需缺口，届时可迎来大幅上涨，短期暂看不到太多利多因素。

整体上看，豆油在压榨减少的预期下，面临即将开启的消费旺季，将在油脂中表现偏强；棕油同时面临产地和国内方面的供应压力，在油脂中表现偏弱。即豆油>菜油>棕油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）美国天气情况，若天气继续干燥少雨，美豆仍存天气炒作空间。（2）USDA供需报告，若调高新季美豆种植面积和产量，美豆

价格或将面临回调。(3) 马来西亚MPOB报告, 若库存数据较之上月去库不明显, 将面临回调的可能性。

#### 四、操作建议

单边: 油脂上周全线上涨, 略偏离历史季节性规律。但若猪瘟及饲料炒作延续, 豆油仍存上行空间, 前期多头可继续持有, 前期无持仓不建议此时入多, 可逢回调后再进场做多。棕油、菜油不建议保留持仓, 可止盈离场。

套利: 油粕比方面, 继续看涨油粕比至2.2左右, 多头套利可继续持有。跨品种方面, 在大豆压榨下降、棕油进口增加的预期下, 仍看多豆棕价差, 但当前豆棕价差已到1300元/吨以上, 做多空间不大, 暂先观望, 待回调继续入多。

### 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。