

## 棕油仍存上涨契机，关注5100附近阻力情况

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂走势继续分化，豆油、棕油延续窄幅震荡格局，菜油则在基本面独立偏强的情况下不断创出新高。分品种来看，棕油受马盘影响，上行受到丰产季产量增加的限制，下方又存在马棕油低库存支撑，因此连棕油在 5000 附近摇摆不定，震荡局面已持续近一个月；豆油缺乏消息面指引，涨跌幅度不大，走势略强于棕油。从外盘表现来看，美豆油周内先涨后跌，在 29 美分附近突破阻力较大；马棕油整体上行，但日内波动较大，多空双方依然僵持在 2400 附近。

#### 后市展望

棕油方面，马来棕榈油供需报告坐实了产地进入丰产季的预期，且 6 月产量为近五年同期最高，一定程度上施压盘面，但由于 6 月马来出口明显改善，库存数据好于预期，棕油价格也存在支撑。后续来看，棕油期价多空博弈背后的矛盾点在于出口是否长期向好，如果出口数据持续好转，尽管丰产但马棕油库存压力并不会太大，期价将存在上行动力，但鉴于主要进口国印度的需求受疫情干扰具有较大的不确定性，因此国内盘面也追随外盘延续震荡局势，未来仍需关注产地的产量和出口的变动情况。

豆油方面，上周五的 USDA 供需报告调高了上年度美豆的期末库存，对盘面中性偏空，且近期美豆产区降水正常，种植进度快于往年，天气炒作的可能性持续走低，天气升水对盘面的提振有限，更多是从中美协议中的出口角度支撑美豆盘面。对于国内而言，美豆对连豆粕的影响将强于连豆油，随着大豆到港量继续增加、油厂压榨开工率维持高位，粕强油弱的格局将愈发显现。

菜油方面，菜籽库存已经跌下 30 万吨，明显低于近五年同期，并且，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，压榨开工率近期一直徘徊在 20% 附近，菜油库存将继续维持低位。不过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，从点位角度来看，菜油价格已经接近 2016 年前高 7918，豆菜价差也持续拉大，靠资金面推动的涨势或不可持续，随着 09 合约即将到期，沉淀资金逐渐流出，菜油或将回吐部分前期涨幅，不宜追涨，但菜油凭借基本面仍将在油脂中居于强势地位。

整体上看，三大油脂交易的逻辑逐渐分化，后期走势也难趋同，但在当下消费淡季，若无原油、疫情等宏观面提振，油脂整体将偏弱运行。品种间相对强弱关系上菜油>棕油>豆油。

#### 操作建议

单边：周五下午国内收盘后，马棕油小幅拉升，说明短期多头力量偏强，棕油09合约前期多单可继续持有，关注5100附近阻力情况。

套利：油粕比方面，油粕比走势存走弱预期，前期空头可继续持有，止盈位放在 1.7 附近。

报告日期 2020-07-12

研究所

史玥明

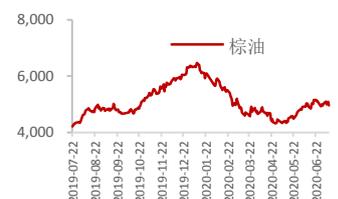
油脂期货分析师

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.....	5
二、基本面分析.....	6
(一) 供需分析.....	6
(二) 成本利润分析.....	9
三、后市展望.....	11
四、操作建议.....	12

## 插图

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

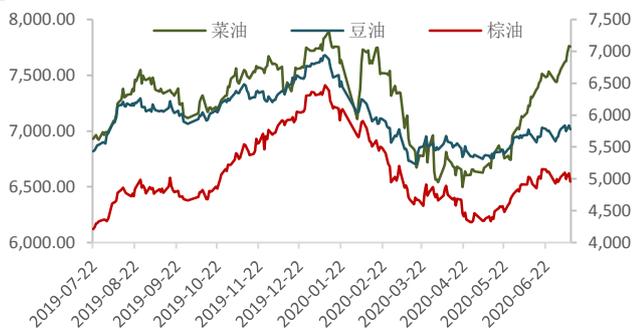
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	5776.00	0.14%	171.94	15.35%	30.06	-7.84%
棕油	4,956.00	-1.43%	489.96	13.29%	32.57	-5.39%
菜油	7,755.00	3.06%	106.52	0.20%	15.80	6.55%
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	28.80 美分/磅	0.17%	22.03	-3.55%	16.58	-2.94%
马棕油	2414.00 林吉特/吨	2.33%	9.82	-3.25%	5.61	0.02

上周，国内油脂走势继续分化，豆油、棕油延续窄幅震荡格局，菜油则在基本面独立偏强的情况下不断创出新高。分品种来看，棕油受马盘影响，上行受到丰产季产量增加的限制，下方又存在马棕油低库存支撑，因此连棕油在5000附近摇摆不定，震荡局面已持续近一个月；豆油缺乏消息面指引，涨跌幅度不大，走势略强于棕油；菜油在经历一个多月连续上涨后，已涨至2016年高点附近，持仓不断放大。从外盘表现来看，美豆油周内先涨后跌，在29美分附近突破阻力较大；马棕油整体上行，但在供需报告发布前期日内波动较大，多空双方依然僵持在2400附近。

### 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

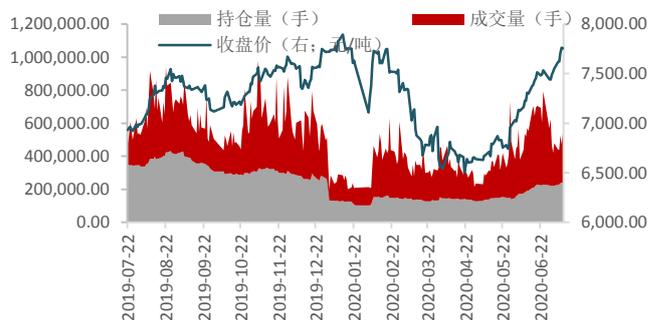
请务必阅读正文后的免责声明

图5 棕榈油量价分析



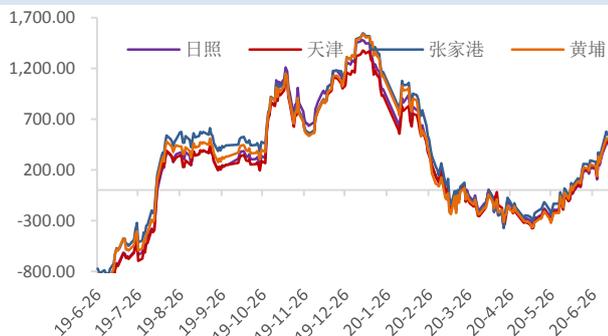
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



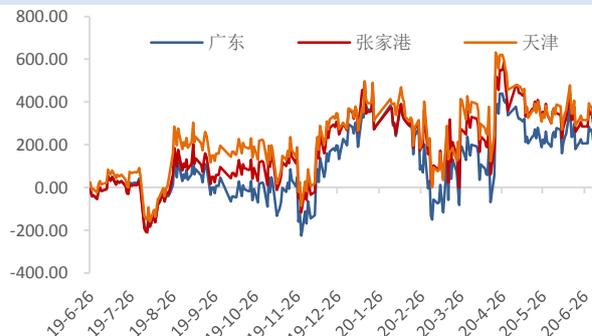
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



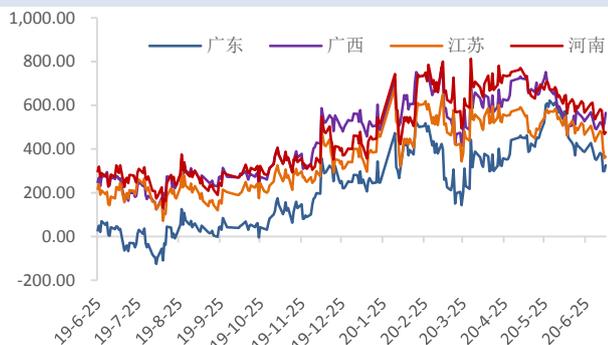
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



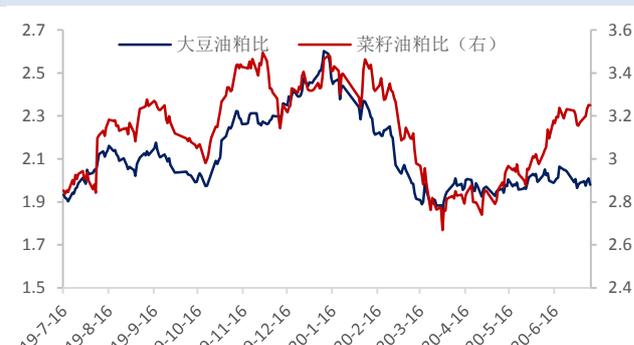
数据来源：Wind、国都期货研究所

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39.20万吨，较之前一周增加了-5.54%。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。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，据马来西亚棕榈油局(MPOB)周五公布的供需报告，马来西亚2020年6月棕榈油产量环比增14.19%至188.57万吨，高于此前三大机构预测的178~184万吨的产量区间以及MPOA环比增12.70%的预期；出口环比提高24.97%至170.98万吨，基本符合预期；库存环比降6.33%至190.10万吨，略低于预期的191~198万吨。整体来看，产量数据坐实了丰产季的预期，一定程度上增加了盘面的上行压力，不过由于6月出口向好，库存数据略好于预期，一定程度上支撑期价。不过从7月出口数据来看，根据马来船运调查机构ITS周五公布的数据显示，马来西亚7月1-10日棕榈油出口量环比下滑17.8%至44.85万吨，在印度疫情无明显转好的情况下，未来马棕油出口难有持续性提振，期价走势料不会太流畅。

印尼产地方面，根据印尼棕榈油协会GAPKI上周四数据，印尼5月棕榈油出口量为243万吨，低于上年同期出口的279万吨和4月出口的265万吨。产量方面，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，但出口下降抵消了这部分利多，库存持续偏高对棕油价格构成压力。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为99.90万吨，较之前一周增加了5.60%。根据农业农村部公布农产品供需形势分析报告，2019/20年度中国大豆进口量9400万吨，比上月估计数调增300万吨，主要原因是大豆压榨需求持续向好，企业积极采购大豆，中美第一阶段经贸协议继续推进，大豆进口增加。2019/20年度中国食用植物油产量2739万吨，比上月估计值调增96万吨。其中，豆油产量调增48万吨，也主要是因为大豆进口量增加。根据海关到港数据预估，7月预计大豆到港1039.8万吨，8月预期在940万吨，9月在810万吨。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USDA发布的月度供需报告，7月将2019/20年度美国大豆的年末库存从上月预估的5.85亿蒲调高到6.20亿蒲，对于新作美豆，播种面积从上月的83.5百万英亩轻微上调至83.8百万英亩，单产维持上月预期49.8蒲/亩，2020/21年度美豆年末库存上调0.3亿蒲至4.25亿蒲，数据利空美豆盘面。对于美豆油，虽然库存和产量小幅调升，但由于出口也同步调增，库存调增幅度不大，报告对美豆油的利空小于美豆，使得美豆油的走势相应强于美豆，对国内连豆油的利空带动较小，不过在近期美豆

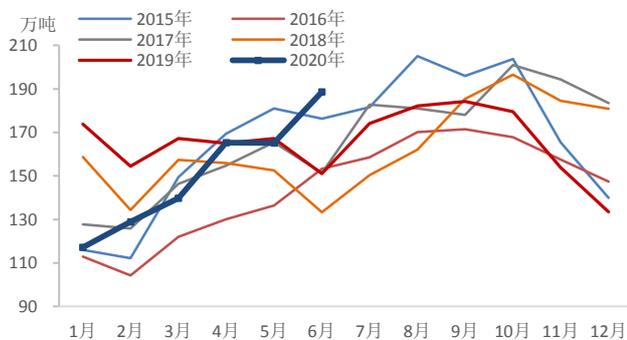
种植区域偏潮湿的情况下，天气炒作的概率也较小，因此盘面也缺乏提涨动力，后续可持续跟踪美豆种植区的天气情况。

对于全球及南美产区，USDA未对阿根廷和巴西2020/21年度大豆产量进行调整，将2020/21年度全球大豆产量小幅下调至3.6252亿吨，年末库存预估从上月的9634万吨下调至9508万吨。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

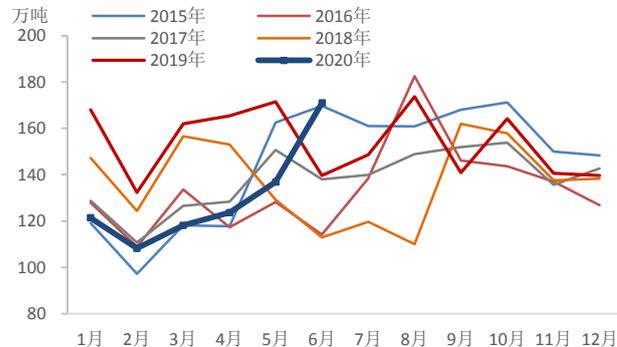
截至上周五，菜籽商业库存为28.4万吨，较之前一周减少了3.9吨，明显低于往年同期。菜油库存为18.91万吨，较前一周增加了0.45万吨。根据到港数据预估，7月油菜籽预期到港21万吨，8月到港调高至30万吨，9月到港在18万吨，相较于往年同期水平仍然偏低，未来菜籽供应仍然偏紧。根据农业农村部发布的月度供需报告，夏收油菜籽收获基本结束，收获面积、产量和含油率均高于此前预期，菜籽油产量调增47万吨。虽然国内产量可以在一定程度上实现部分补给，但较之往年的进口缺口仍难补齐，菜油也由此一路上涨，关注中加关系消息面对盘面的影响。

图 11 马来棕榈油月度产量



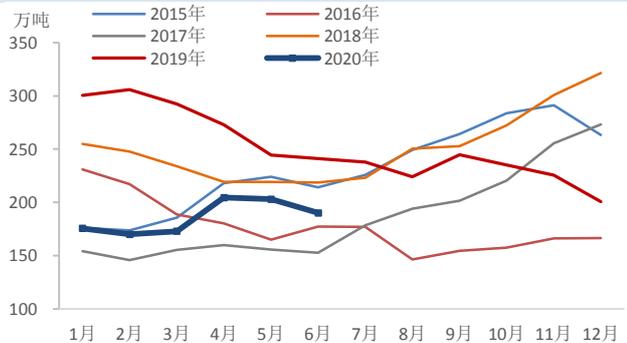
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



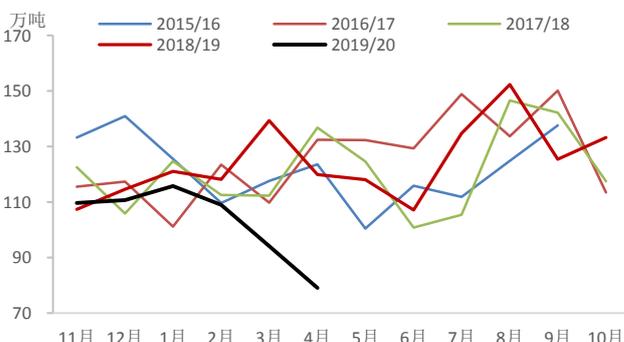
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



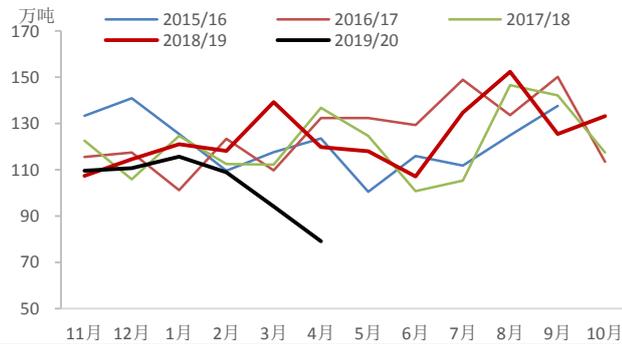
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



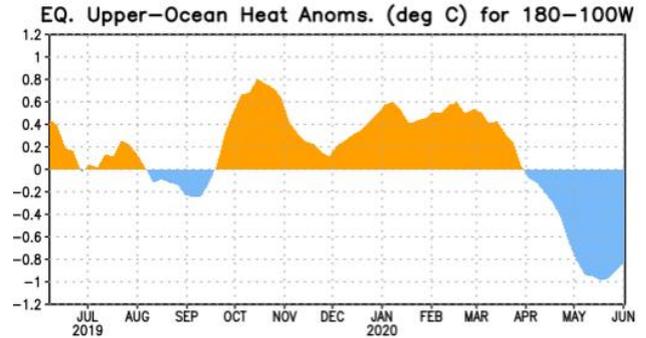
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



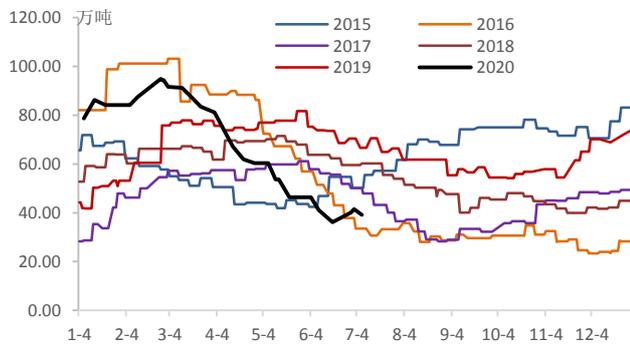
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



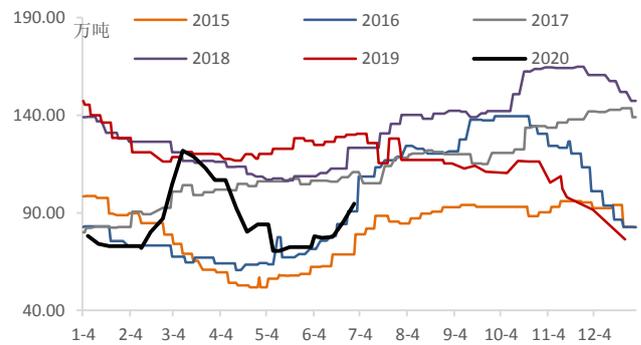
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



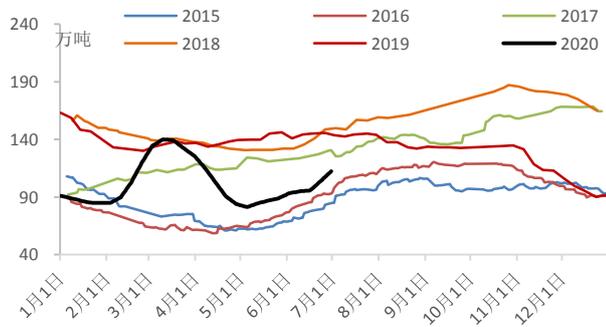
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

请务必阅读正文后的免责声明

## (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173.0 元/吨至6332.3 元/吨，进口利润降低-175.0 元/吨至-556.3 元/吨，豆油进口利润延续深度贴水状态，美豆的成本优势后续或将逐渐显现。棕油进口成本增加14.5 元/吨至5293.4 元/吨，进口利润降低-86.5 元/吨至-337.4 元/吨，棕榈油进口利润贴水状态持续，一定程度上支撑国内盘面。菜油的进口成本提高104.5 元/吨至6477.8 元/吨，进口利润提高100.5 元/吨至1277.2 元/吨，菜油进口利润在郑油连涨的背景下大幅上涨，不过在进口政策未放开前，菜油有价无市的特征明显。

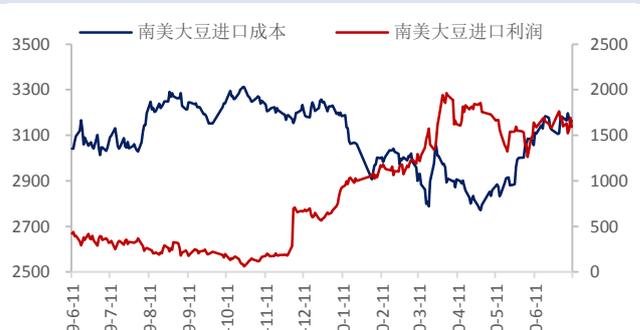
从压榨利润看，豆油压榨利润增加23.8 元/吨至90.6 元/吨，油厂开工率从前一周的58.50%小幅提高到58.83%，周内压榨量增加1.17万吨至204.27万吨，后续压榨开工率大概率将继续在55%以上；菜油压榨利润增加63.7 元/吨至620.4 元/吨，油厂开工率从前一周的25.67%降低至18.89%，为连续第二周下降，周内压榨量下降1.4万吨至3.9万吨。虽然三季度水产需求增加，但近期南方受强降雨影响，养殖业受到干扰，菜粕需求不及往年同期，加之菜籽量有限，料压榨开工率短期仍然偏低，菜油库存将继续维持低位。

### 图 23 豆油进口成本与进口利润



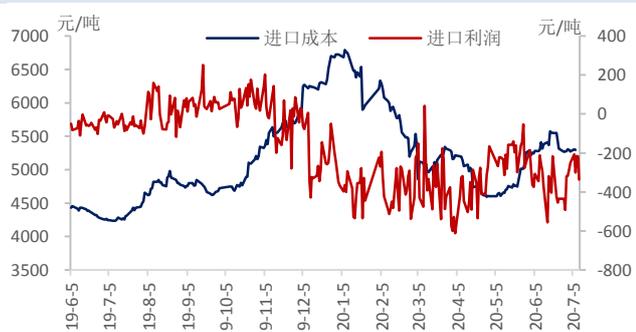
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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

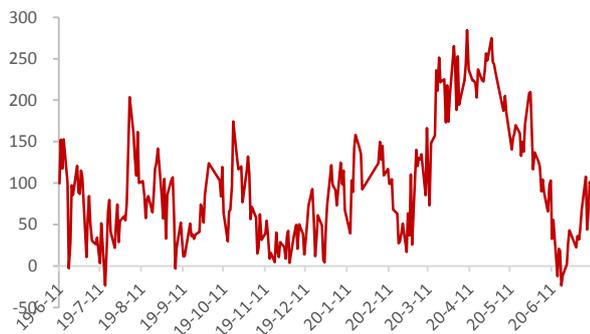


数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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，马来棕榈油供需报告坐实了产地进入丰产季的预期，且6月产量为近五年同期最高，一定程度上施压盘面，但由于6月马来出口明显改善，库存数据好于预期，棕油价格也存在支撑。后续来看，棕油期价多空博弈背后的矛盾点在于出口是否长期向好，如果出口数据持续好转，尽管丰产但马棕油库存压力并不会太大，期价将存在上行动力，但鉴于主要进口国印度的需求受疫情干扰具有较大的不确定性，因此国内盘面也追随外盘延续震荡局势，未来仍需关注产地的产量和出口的变动情况。

豆油方面，上周五的USDA供需报告调高了上年度美豆的期末库存，对盘面中性偏空，且近期美豆产区降水正常，种植进度快于往年，天气炒作的可能性持续走低，天气升水对盘面的提振有限，更多是从中美协议中的出口角度支撑美豆盘面。对于国内而言，美豆对连豆粕的影响将强于连豆油，随着大豆到港量继续增加、油厂压榨开工率维持高位，粕强油弱的格局将愈发显现。

菜油方面，菜籽库存已经跌下30万吨，明显低于近五年同期，并且，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，压榨开工率近期一直徘徊在20%附近，菜油库存将继续维持低位。不过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，从点位角度来看，菜油价格已经接近2016年前高7918，豆菜价差也持续拉大，靠资金面推动的涨势或不可持续，随着09合约即将到期，沉淀资金逐渐流出，菜油或将回吐部分前期涨幅，不宜追涨，但菜油凭借基本面仍将在油脂中居于强势地位。

整体上看，三大油脂交易的逻辑逐渐分化，后期走势也难趋同，但在当下消费淡季，若无原油、疫情等宏观面提振，油脂整体将偏弱运行。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）美国NOPA压榨报告。

#### 四、操作建议

单边：周五下午国内收盘后，马棕油小幅拉升，说明短期多头力量偏强，棕油09合约前期多单可继续持有，关注5100附近阻力情况。

套利：油粕比方面，油粕比走势存走弱预期，前期空头可继续持有，止盈位放在1.7附近。

### 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。