

棕油减产预期走强，去库提振期价上涨

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂走势略有分化。分品种来看，棕油在外盘马棕油的带动下继续上行，不过周末在 5700 附近再次遇到阻力；豆油涨势暂歇，周内在 6200 附近宽幅震荡，一直未形成有效突破，豆棕价差从上周的 700 元/吨回落至 500 元/吨附近；菜油在周二打至 9047 高点后持续下行，但跌幅有限，周线收十字星。从成交持仓来看，今年 09 合约换月晚于往年，上周油脂成交仍在放大，不过持仓逐渐下降。从外盘表现来看，上周受中美关系趋紧影响，美豆和美豆油上涨趋势暂告一段落，美豆油小幅回调；马棕油减产预期愈发强烈，随着月底数据逐渐落地，期价已到达 2700 以上，距离今年年初的高点 2873 仅差不到 100 点。

后市展望

棕油方面，近期马来产地降水充沛，天气引发的减产炒作逐渐停歇，不过由于疫情导致马来种植园劳动力短缺，且一时难得补充，将从减少油棕果采摘的角度减少单产，进而延续此前的减产预期，从邻近月底的数据来看也越来越倾向于 7 月马棕油产量环比下降的判断。同时，马来出口数据继续向好，7 月库存大概率将走下 190 万吨，提振马棕油期价。不过鉴于原油价格近期涨幅有限，马棕油尽管基本面偏强，在原油价格的压制下，上方也面临较大的阻力。

豆油方面，7 月上半月，美豆出口销售数据持续向好，提振外盘盘面，不过上周在美方关闭中国驻休斯顿领事馆后，中美关系趋于紧张，短期美豆或面临回调，成本端支撑较弱。从国内库存角度来看，在进口大豆大量到港的背景下，油厂开工率持续维持高位，豆油库存将继续累积，不过近期中下游提货积极，累库速度并不快，库存也低于近三年同期，加之收储一直在进行，豆油基本面好于去年。不过近期豆粕走势偏强，需关注豆粕跷跷板对豆油上涨的制约。

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。尽管上周菜油期价已初现颓势，资金热度也有所褪去，但鉴于中加关系和中美关系联系紧密，在中美关系趋紧的情况下，中加关系也将维持紧张状态，当下并非做空的最佳时机。

整体上看，在当下需求淡季，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）中美、中加关系走向。

操作建议

单边：关注棕油在 5700 附近的支撑情况，若站稳 5700，多单目标位可调整至 6000 一线。

报告日期 2020-07-26

研究所

史玥明

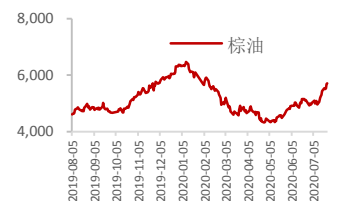
油脂期货分析师

从业资格号：F3048367

电话：010-84183099

邮件：shiyueming@guodu.cc

主力合约行情走势



套利：油粕比方面，油粕比空单继续持有，目标位暂看1.8附近，但若棕油强势带动豆油上涨，需谨慎止损；跨品种方面，豆棕价差缩窄至500元/吨以下，继续下行空间有限，空单及时止盈，关注做多机会。

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.....	11
四、操作建议.....	12

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	9
图 16 太平洋海温异常指数	9
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	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	6230.00	2.77%	255.39	9.37%	28.62	-6.90%
棕油	5,702.00	6.02%	888.42	18.84%	33.29	-9.09%
菜油	8,530.00	2.73%	597.30	148.25%	13.52	-24.77%
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
美豆油	30.31 美分/磅	-0.75%	23.15	-9.34%	16.86	1.35%
马棕油	2777.00 林吉特/吨	8.37%	11.21	14.15%	6.69	1.08

上周，国内油脂走势略有分化。分品种来看，棕油在外盘马棕油的带动下继续上行，不过周末在5700附近再次遇到阻力；豆油涨势暂歇，周内6200附近宽幅震荡，一直未形成有效突破，豆棕价差从上周的700元/吨回落至500元/吨附近；菜油在周二打至9047高点后持续下行，但跌幅有限，周线收十字星。从成交持仓来看，今年09合约换月晚于往年，上周油脂成交仍在放大，不过持仓逐渐下降。从外盘表现来看，上周受中美关系趋紧影响，美豆和美豆油上涨趋势暂告一段落，美豆油小幅回调；马棕油减产预期愈发强烈，随着月底数据逐渐落地，期价已到达2700以上，距离今年年初的高点2873仅差不到100点。

图1 油脂主力合约走势



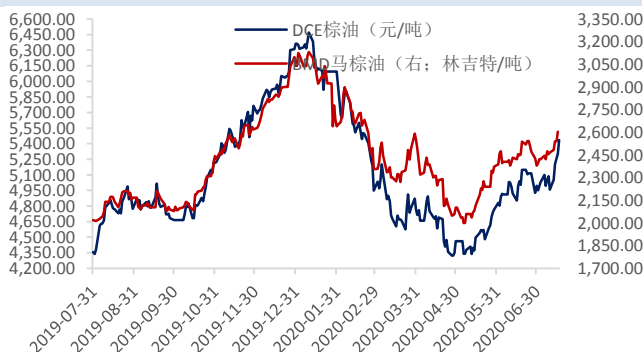
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

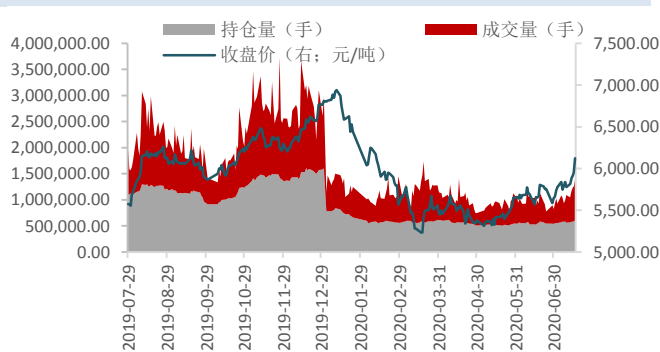
图3 棕榈油内外盘主力合约走势



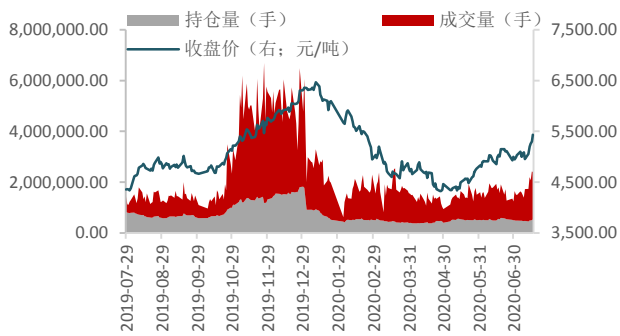
数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

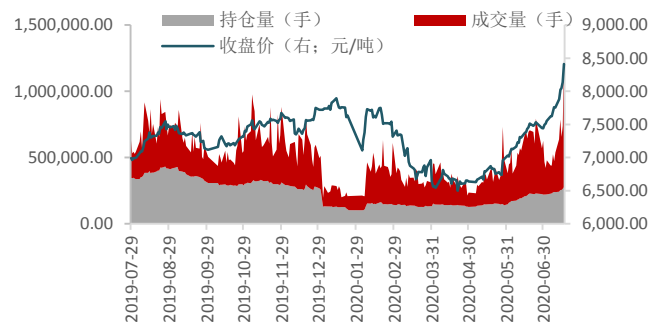
图4 豆油量价分析



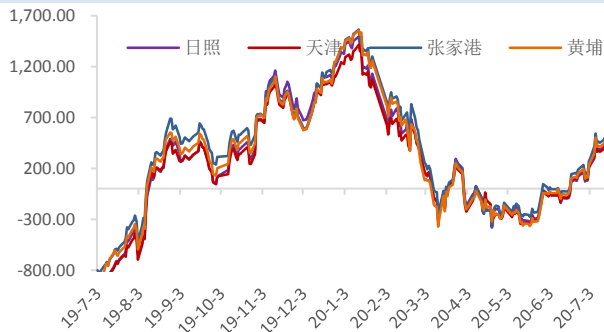
数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析


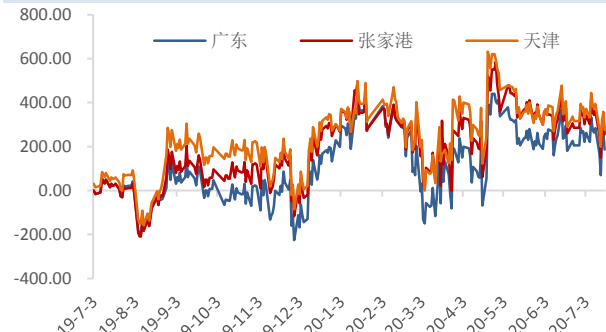
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析


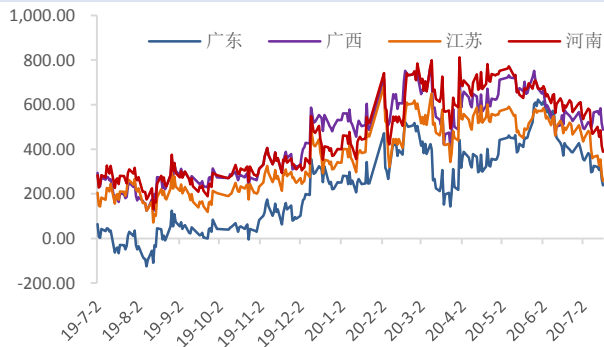
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，棕榈油商业库存为37.50万吨，较之前一周增加了1.90%。与近五年同期水平相比，仅高于2016年，因此目前国内棕榈油库存压力并

不大，不过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，本周将7月到港预估调高5万吨至57万吨，8月调高4万吨至54万吨，9月调高10万吨至57万吨。从需求角度来看，夏季气温偏高，棕榈油在植物油中的掺混增加，累库速度或慢于豆油，国内基本面强于豆油。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，2020年7月1-20日马来西亚毛棕榈油产量环比减8.88%，其中马来半岛减6.81%，沙巴减17.85%，沙撈越增1.51%，马来东部减12.62%。此前MPOA表示，由于疫情期间工人短缺，且未来几个月这种短缺状况将加剧，这将推迟油棕果收获，马来西亚棕榈油单产将损失高达25%，若该预期落地，则马棕油产量将面临连续下滑的可能。此外，棕榈油生产国委员会（CPOPC）称，去年天气干旱及化肥用量减少将继续影响今年印尼和马来西亚等主要生产国的棕榈油产量，天气因素带来的减产也应引起注意，或将给期价带来长效提振。出口方面，根据马来ITS最新公布的数据，马来西亚7月1-25日棕榈油出口量为145.49万吨，较上月同期的139.09万吨增加4.6%，对比此前公布的1-20日、1-15日等出口数据，这是本月以来出口数据首次呈现环比上升的趋势。因此在产量下降、出口走强的背景下，马来棕榈油7月库存大概率将走下190万吨，利多棕榈油期价。

豆油

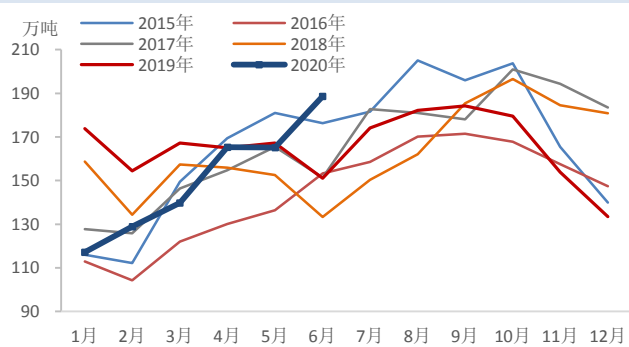
截至上周五，豆油港口库存为103.00万吨，较之前一周增加了1.78%。从库存走势来看，从5月初豆油一直处于累库状态，但是中下游补库积极，库存周度增幅并不大，且从绝对数值来看，仍低于近三年同期，库存压力小于去年。根据海关到港数据预估，7月预计大豆到港1032.1万吨，8月预期在1010万吨，9月在880万吨，较上周调增40万吨。因此未来大豆进口和压榨将持续增加，豆油的累库阶段将持续。

美国方面，根据美国农业部周四公布的出口销售报告，截至7月16日当周，美国2019/20年度大豆出口销售净增36.52万吨，对中国大陆出口销售净增20.99万吨；2020/21年度导读出口销售净增230.05万吨，高于市场预估的100-200万吨，对中国大陆出口销售净增148.6万吨，对中国的大豆销量升至169.6万吨，为2019年3月以来最高水平，提振美豆期价。不过周三美方突然单方面要求中方限时关闭驻休斯敦总领馆，随后中方提出将关闭美方驻四川的领事馆，中美关系趋紧，短期内豆类影响较大，预计在事情解决前将延续美豆弱，连豆粕、豆油强的观点，不过也需关注其他油脂走势对豆油的联动作用。

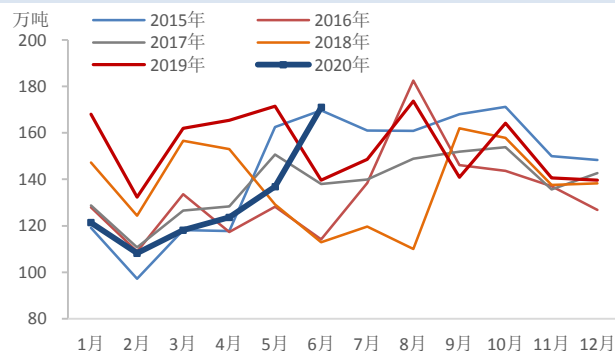
菜油

截至上周五，菜籽商业库存为24.4万吨，较之前一周减少了5.3吨。菜油库存为21.47万吨，较前一周增加了1.79万吨。根据到港数据预估，7月油菜籽预期到港22万吨，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。

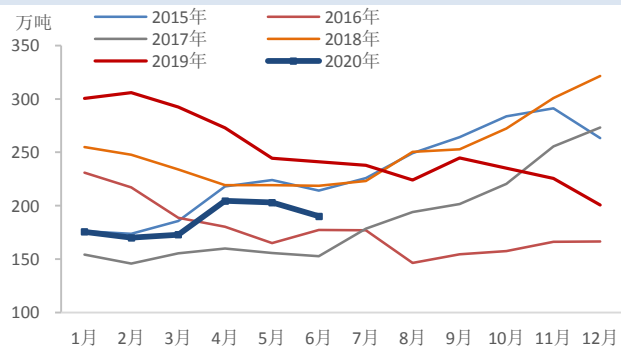
上周中美关系趋紧，中加关系也走向紧张。7月23日负责审理孟晚舟引渡案的法庭公开了部分新证据，不过孟晚舟的律师提交的抗辩申请认为，美国起诉孟晚舟犯有“欺诈罪”的关键证据存在重大遗漏和误导，引渡案是对美加引渡协议和加拿大司法程序的滥用。预计在中加关系偏紧的预期下，菜籽进口一时难得到有效解决，菜油价格仍存炒作可能，在油脂中的地位仍将偏强。

图 11 马来棕榈油月度产量


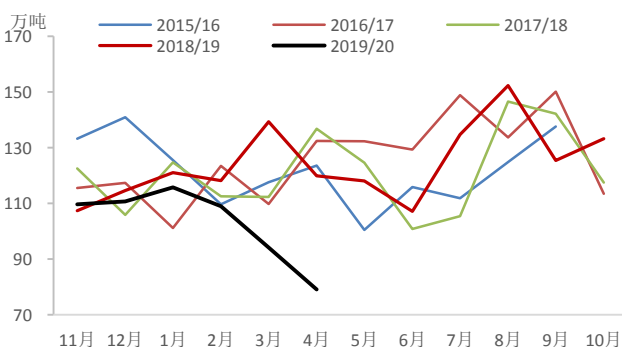
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量


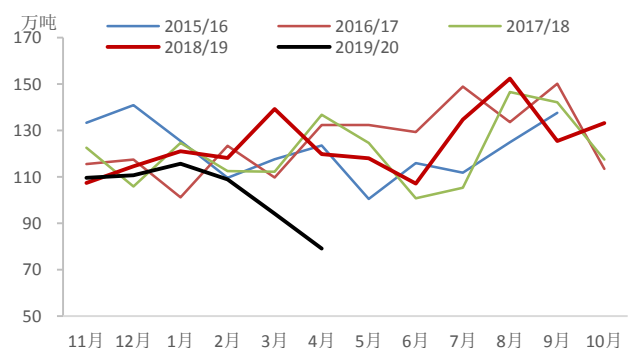
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存


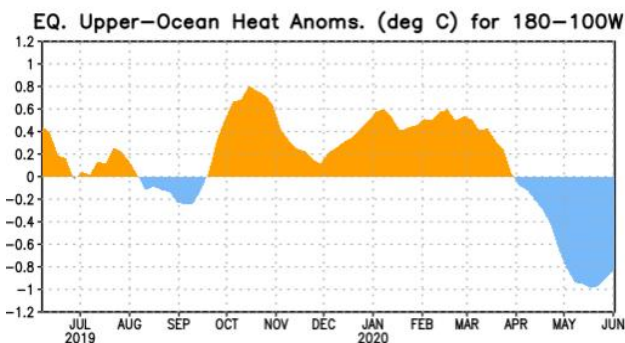
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量


数据来源：SEA、国都期货研究所

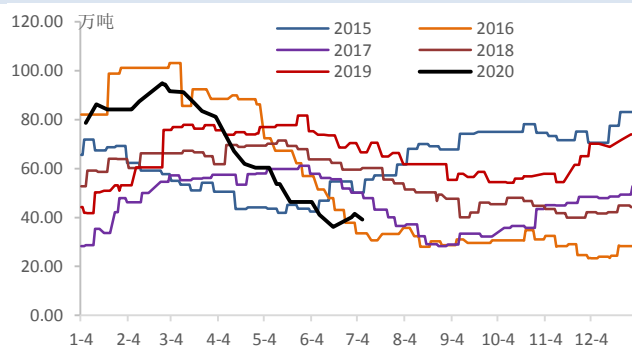
图 15 印度棕榈油月度进口量


数据来源：SEA、国都期货研究所

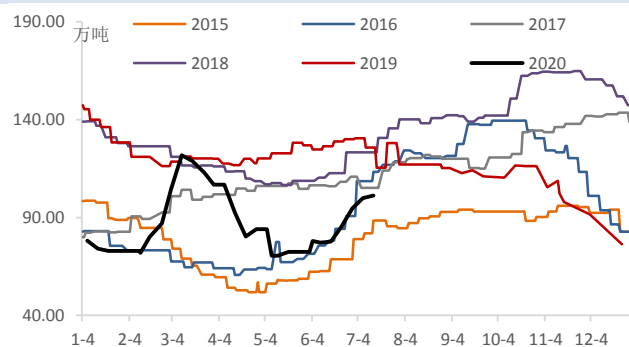
图 16 太平洋海温异常指数


数据来源：NOAA、国都期货研究所

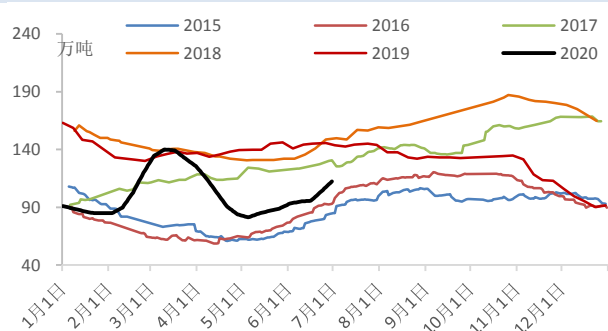
请务必阅读正文后的免责声明

图 17 棕油港口库存


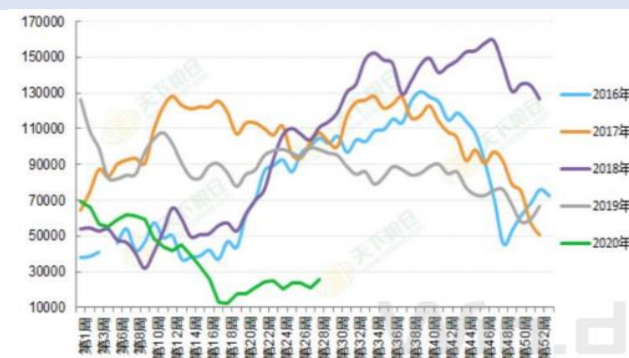
数据来源: Wind、国都期货研究所

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77.9 元/吨至6415.1 元/吨,进口利润增加28.1 元/吨至-185.1 元/吨,豆油进口利润贴水状态继续缓和,美豆的成本优势后续或将逐渐显现。棕油进口成本增加473.7 元/吨至5999.3 元/吨,进口利润降低-205.7 元/吨至-297.3 元/吨,由于马棕油涨幅大于国内连棕油涨幅,进口利润在转正后再度回落至贴水状态。菜油的进口成本增加79.8 元/吨至6378.9 元/吨,进口利润提高38.2 元/吨至2151.1 元/吨,菜油进口利润升幅减小,不过仍处于2000以上高位,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59.2 元/吨至215.4 元/吨，油厂开工率从前一周的57.59%小幅提高至59.43%，周内压榨量增加6.39万吨至206.35万吨，在进口大豆大量到港的预期下，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19.7 元/吨至917.3 元/吨，油厂开工率从前一周的30.02%降低至25.67%，周内压榨量减少0.9万吨至5.3万吨。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，料压榨开工率中长期将继续维持在30%以下，不过压榨利润高位或驱使油厂开工率短期提高。

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



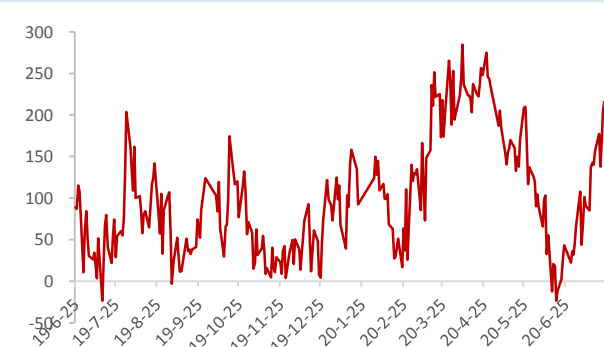
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26 菜油进口成本与进口利润



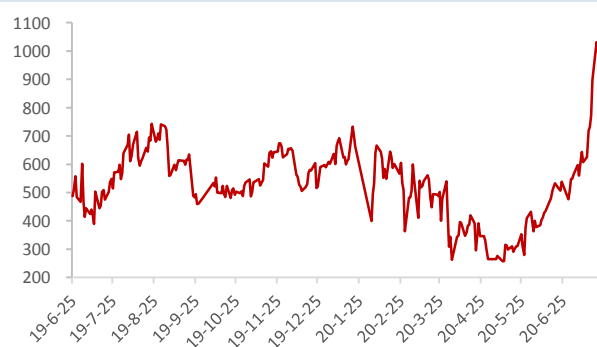
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，近期马来产地降水充沛，天气引发的减产炒作逐渐停歇，不过由于疫情导致马来种植园劳动力短缺，且一时难得补充，将从减少油棕果采摘的角度减少单产，进而延续此前的减产预期，从邻近月底的数据来看也越来越倾向于7月马棕油产量环比下降的判断。同时，马来出口数据继续向好，7月库存大概率将走下190万吨，提振马棕油期价。不过鉴于原油价格近期涨幅有限，马棕油尽管基本面偏强，在原油价格的压制下，上方也面临较大的阻力。

豆油方面，7月上半月，美豆出口销售数据持续向好，提振外盘盘面，不过上周在美方关闭中国驻休斯顿领事馆后，中美关系趋于紧张，短期美豆或面临回调，成本端支撑较弱。从国内库存角度来看，在进口大豆大量到港的背景下，油厂开工率持续维持高位，豆油库存将继续累积，不过近期中下游提货积极，累库速度并不快，库存也低于近三年同期，加之收储一直在进行，豆油基本面好于去年。不过近期豆粕走势偏强，需关注豆粕跷跷板对豆油上涨的制约。

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。尽管上周菜油期价已初现颓势，资金热度也有所褪去，但鉴于中加关系和中美关系联系紧密，在中美关系趋紧的情况下，中加关系也将维持紧张状态，当下并非做空的最佳时机。

整体上看，在当下需求淡季，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）中美、中加关系走向。

四、操作建议

单边：关注棕油在5700附近的支撑情况，若站稳5700，多单目标位可调整至6000一线。

套利：油粕比方面，油粕比空单继续持有，目标位暂看1.8附近，但若棕油强势带动豆油上涨，需谨慎止损；跨品种方面，豆棕价差缩窄至500元/吨以下，继续下行空间有限，空单及时止盈，关注做多机会。

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。