

## 马棕油出口利空，油脂延续偏空看法

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂周初延续前一周涨势继续反弹，后半周则在棕油带领下一致回调。成交持仓上看，棕油成交量有明显增加，豆油、菜油成交则有不用程度萎缩；沉淀资金方面，菜油增加最多，棕油次之，豆油资金流入最少，但均明显高于去年同期持仓水平。现货价格也随之走弱，基差小幅缩小。外盘方面，美豆在出口利空的情况下小幅回调，美豆油则跟随国际油脂走势先涨后跌；马棕油主力合约换至11月合约，周内先涨后跌，不过周内高点未突破前高2759，随后回调过程中在2700附近支撑较强。

#### 后市展望

棕油方面，马来产地8月的短频出口数据利空盘面，印度方面的限制精棕进口政策也在一定程度上施压远月出口，在暴雨天气逐渐好转的情况下，丰产季的预期走强，产量增加、出口走弱或推升未来的棕油库存，前期支撑期价走强的因素出现变动，短期盘面偏空运行。国内棕油虽然基本面向好，但与马盘联动性较强，料在马盘回落的背景下也难以独善其身。

豆油方面，美豆产区降雨形势良好，丰产是大概率事件，不过鉴于当下仍处于成长的窗口期，还存在天气炒作的可能性，前一周美国的风暴天气短暂推升期价，后续仍需关注美国中西部天气情况。国内方面，豆油下游走货良好，库存已连续两周微降，但收储炒作降温，8月下半月豆油期价或存回调可能。

菜油方面，从8月中储粮销售和收购结果来看，当下菜油供应紧张的局面仍未得到改善，且在孟晚舟案件胶着的情况下，中加关系也持续紧张状态，一定程度上支撑菜油价格。不过菜油01合约价格在上周回落前并未突破前高位置，或是下跌信号。

整体上看，在当前价格高位，油脂8月下旬料将继续下行，但空头大趋势仍未得到完全确认，9月上半月在双节备货的情况下仍有小幅反弹的可能。品种间相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。本周可关注的事项有：（1）马来ITS出口数据及SPPOMA产量数据。（2）美豆产区天气情况。（3）中美、中加关系走向。

#### 操作建议

单边：棕油01合约空单继续持有，关注5500附近支撑情况。

套利：油粕比方面，目前油粕比已处于相对高位，多头可酌情止盈，等待做空机会；跨品种方面，豆棕01合约价差已走扩至700以上，套利多头继续持有，止盈位暂看800左右。

报告日期 2020-08-23

研究所

史玥明

油脂期货分析师

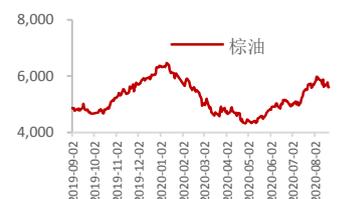
从业资格号：F3048367

投资咨询证号：Z0015548

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.....	10
四、操作建议.....	11

## 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 .....	8
图 16 太平洋海温异常指数 .....	8
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

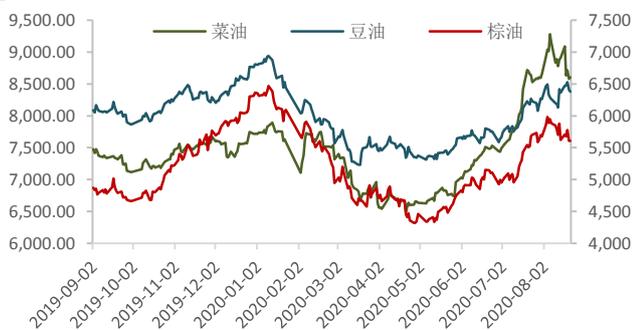
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	10
图 28 菜油压榨利润.....	10

## 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	6380.00	0.03%	300.78	-0.98%	59.73	6.58%
棕油	5,606.00	-0.64%	446.84	28.10%	37.69	13.98%
菜油	8,602.00	-2.81%	198.97	-32.20%	14.83	137.29%
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	31.68 美分/磅	1.90%	23.31	-12.06%	17.55	1.76%
马棕油	2678.00 林吉特/吨	-0.37%	10.01	-17.88%	7.16	1.20

上周，国内油脂周初延续前一周涨势继续反弹，后半周则在棕油带领下一致回调。成交持仓上看，棕油成交量有明显增加，豆油、菜油成交则有不用程度萎缩；沉淀资金方面，菜油增加最多，棕油次之，豆油资金流入最少，但均明显高于去年同期持仓水平。现货价格也随之走弱，基差小幅缩小。外盘方面，美豆在出口利空的情况下小幅回调，美豆油则跟随国际油脂走势先涨后跌；马棕油主力合约换至11月合约，周内先涨后跌，不过周内高点未突破前高2759，随后回调过程中在2700附近支撑较强。

### 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



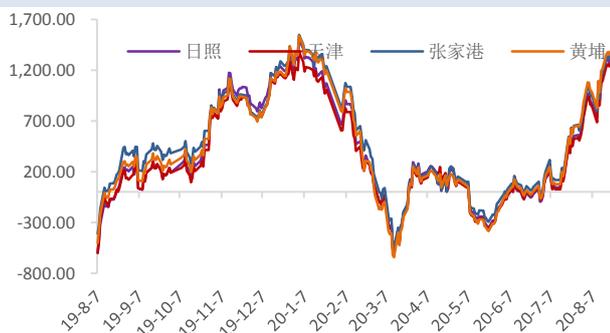
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



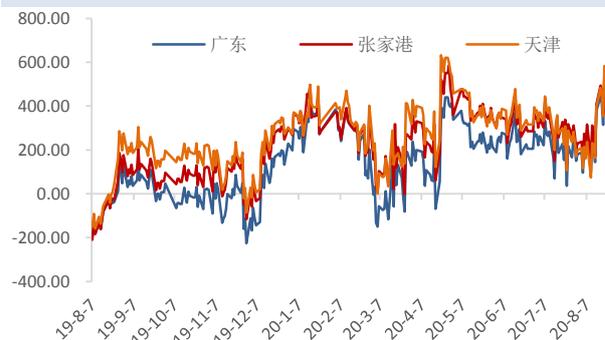
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



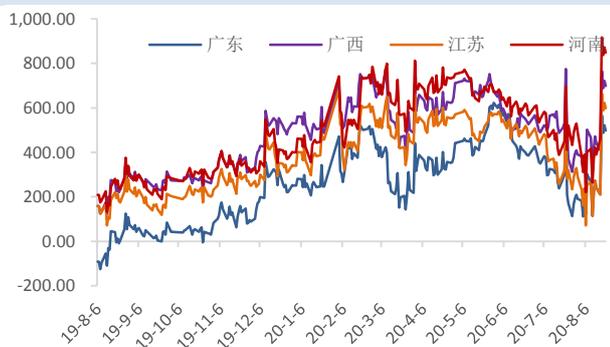
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 棕榈油基差



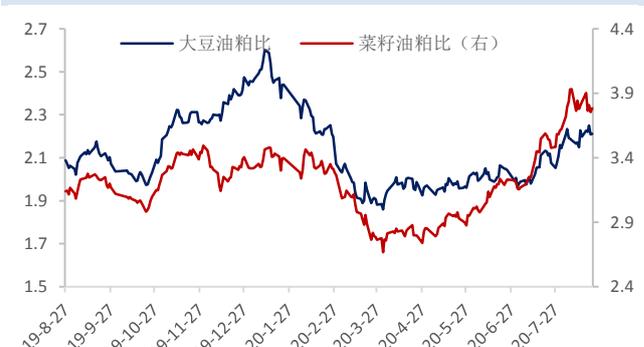
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，棕榈油商业库存为36.70万吨，较之前一周增加了2.51%。棕榈油库存连续第二周增加。不过和往年同期库存数据相比，8月中旬棕榈油库存仍处于历史低位水平，库存压力并不大。而且8月下半月及9月初也

将进入国庆、中秋双节备货旺季，消费提振去库的情况下，国内基本面将继续向好。根据海关数据到港预估，8月到港预估62万吨，9月预估到港57万吨，关注后续到港实际情况及走货进展。

马来产地方面，根据马来船运调查机构ITS公布的数据显示，马来西亚8月1-20日棕榈油出口量为94.63万吨，较上月同期的115.70万吨下滑18.2%，降幅较之本月1-15日有所扩大，助长棕油空头情绪。同时，8月马来强降雨气候逐渐好转，对于产量的影响有所弱化，当下又处于季节性丰产季，据SPPOMA，8月1日-15日马来西亚棕榈油产量比7月增1.13%，单产增0.08%，出油率增0.20%。在产量增加、出口下降的情况下，棕油短线继续维持空头看法。

印尼产地方面，此前数据显示印尼7月棕榈油产量将减产40%以上，但从降水角度来看，8月下旬苏门答腊岛及加里曼丹岛的洪涝灾害相较于月初将大幅减轻，料对产量影响有限，来自印尼方面的供应压力不可小觑。

印度方面，根据印度SEA表示，该协会已敦促政府仅进口毛棕榈油，并把所有精炼油置于受限的贸易品类中，同时，印度2020年大豆产量将同比跳增32%至1225万吨。因此，无论是从进口政策限制角度，还是豆油对其他油脂消费替代角度，均在一定程度上限制未来的棕榈油进口数量，利空马来、印尼产地出口及去库。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为107.10万吨，较之前一周减少了-0.83%。由于中下游补库积极，尽管三季度大豆到港和油厂压榨维持高位，但豆油库存近期一直小幅下降，与近几年数据相比也明显偏低，仅高于2015年水平。根据海关到港数据预估，8月预期到港1035.5万吨，9月预估在890万吨，10月预估在810万吨。关注下游消化情况及本周二拍卖成交情况。

美国方面，前一周美豆产区受风暴影响，分析师一致预期大豆优良率将下滑2%至72%，不过作物巡查团上周末表示，爱荷华州和明尼苏达州部分地区大豆单产预估强劲，再加上中西部上部地区未来一周将出现降雨，或施压美豆价格。豆油方面，根据美国油籽加工商协会NOPA上周一发布的数据，美国7月大豆压榨量为1.72794亿蒲式耳，为历史同期最高，也略高于市场预估均值。7月底豆油库存下滑至16.98亿磅，在预估范围之内，但高于去年同期水平。

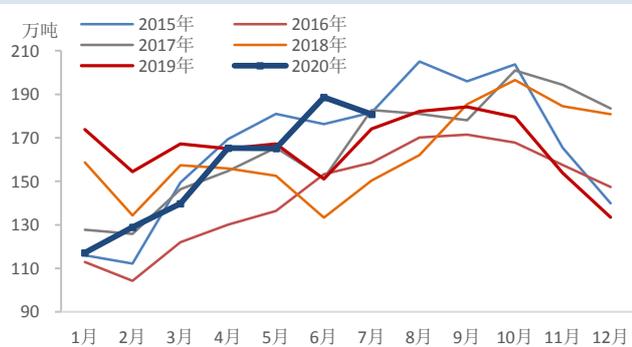
### 菜油

截至上周五，菜籽商业库存为6.3万吨，较之前一周增加了0.9吨。菜油库存为19.96万吨，较前一周减少了0.12万吨。根据到港数据预估，8月到港较上周调高0.7万吨至24.7万吨；9月到港在24万吨，相较于往年同

期水平仍然偏低，未来菜籽供应仍然偏紧。不过上周有市场传言称菜油将放开进口政策，菜油期价略有回调，关注随后消息面变化。

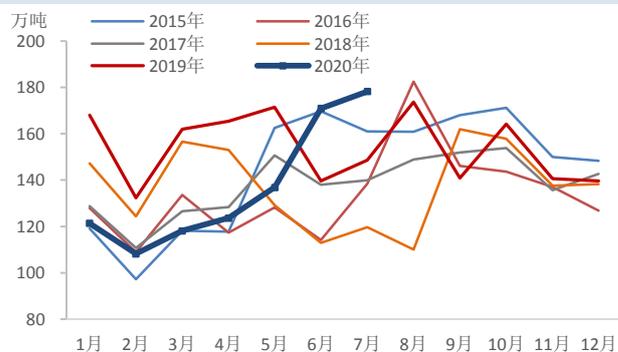
在孟晚舟一案的进展方面，根据日程，今年9月孟晚舟案将继续在加拿大不列颠哥伦比亚省的一个法庭上辩论，这也是孟晚舟引渡听证会的一个部分。而整个听证会预计将持续到2021年4月。8月17日孟晚舟引渡案的第二阶段审理后，加拿大律师声称已公布尽可能多的合法信息，实际上，对于加方与美方来往的电子信件，加拿大政府却再三沉默，不愿公示。在案件胶着的情况下，我国对加拿大油菜籽的进口政策一时难以改变，案情进展对于菜油价格的影响也较大，可继续加以关注。

图 11 马来棕榈油月度产量



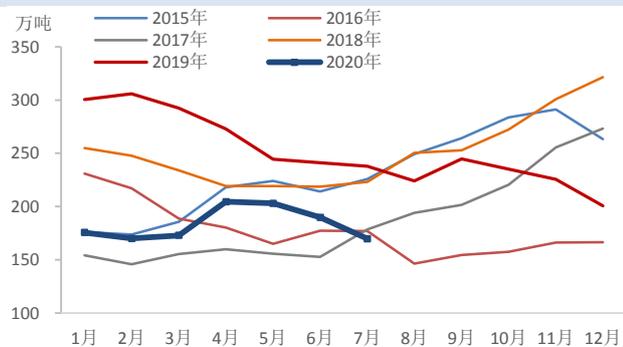
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



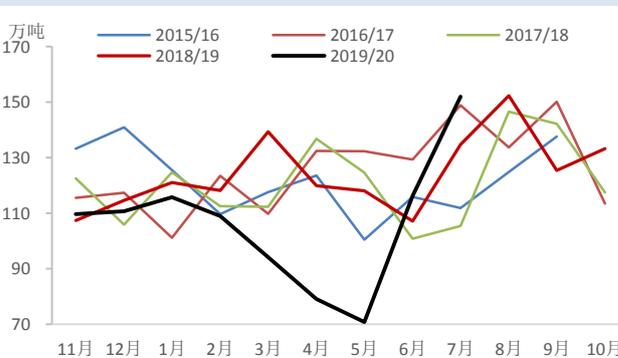
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



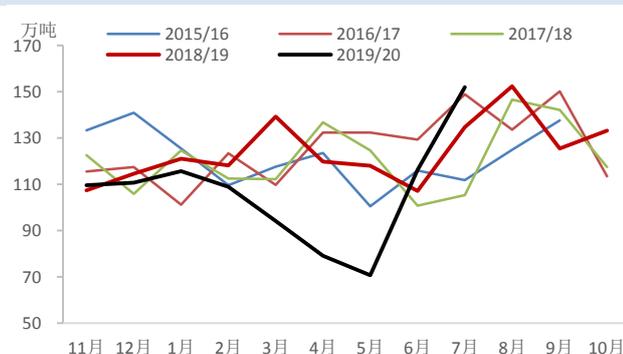
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



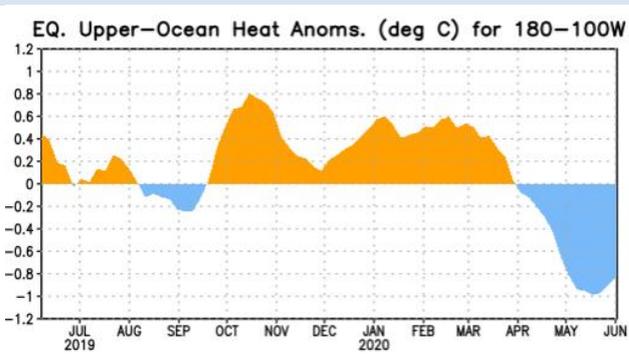
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



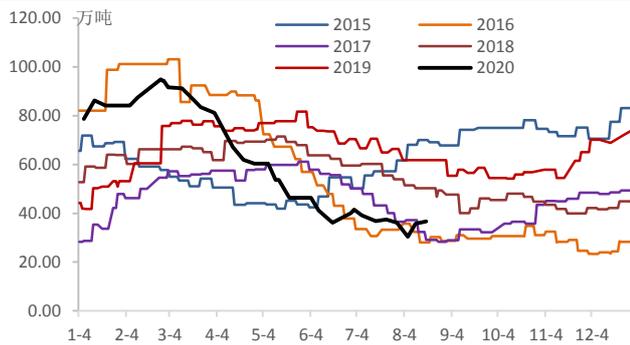
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



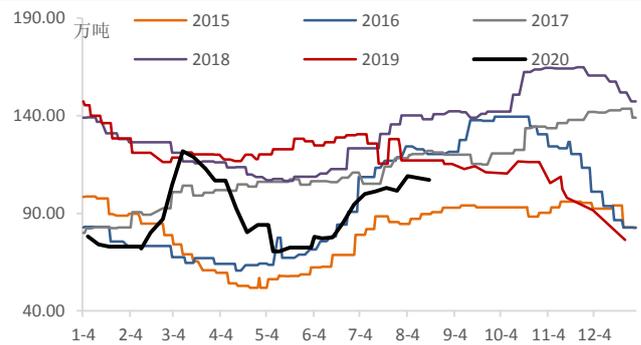
数据来源：NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



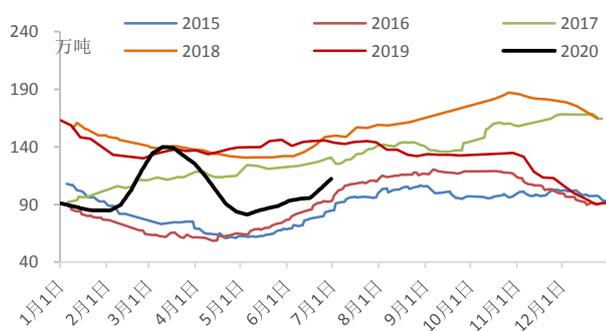
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



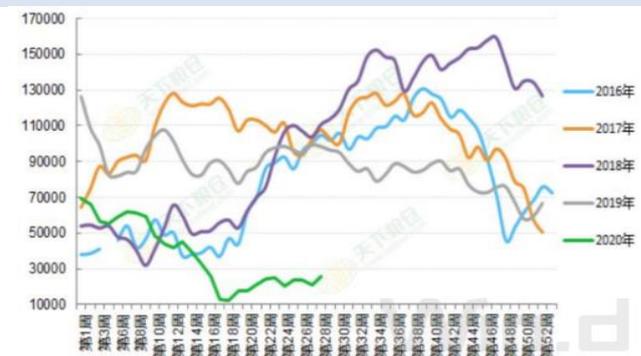
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



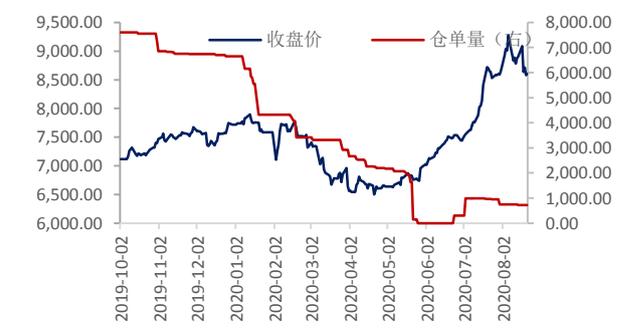
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

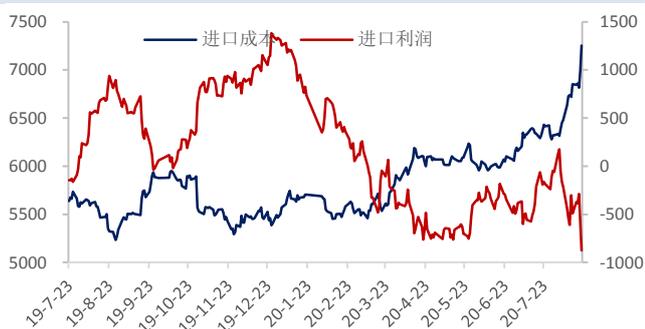
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看,南美豆油进口成本增加402.7元/吨至7254.2元/吨,进口利润减少-384.7元/吨至-874.2元/吨,豆油进口利润贴水状态继续加深。棕油进口成本降低-108.7元/吨至6092.3元/吨,进口利润增加92.7元/吨至-486.3元/吨,贴水状态有所减轻,若随后延续此趋势,料我国棕油进口量将继续加大。菜油的进口成本增加353.1元/吨至6897.0元/

吨，进口利润降低-661.1 元/吨至1705.0 元/吨，菜油进口利润已有明显回落，不过仍居高位，料将不可持续，继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10.4 元/吨至71.8 元/吨，油厂开工率从前一周的58.88%小幅降低至56.62%，周内压榨量减少7.86万吨至196.58万吨，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；菜油压榨利润降低-125.0 元/吨至826.2 元/吨，油厂开工率从前一周的23.73%增加至27.12%，周内压榨量增加0.7万吨至5.6万吨。由于菜籽量有限，料压榨开工率中长期将继续维持在30%以下。

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

请务必阅读正文后的免责声明

### 三、后市展望

棕油方面，马来产地8月的短频出口数据利空盘面，印度方面的限制精棕进口政策也在一定程度上施压远月出口，在暴雨天气逐渐好转的情况下，丰产季的预期走强，产量增加、出口走弱或推升未来的棕油库存，前期支撑期价走强的因素出现变动，短期盘面偏空运行。国内棕油虽然基本面向好，但与马盘联动性较强，料在马盘回落的背景下也难以独善其身。

豆油方面，美豆产区降雨形势良好，丰产是大概率事件，不过鉴于当下仍处于成长的窗口期，还存在天气炒作的可能性，前一周美国的风暴天气短暂推升期价，后续仍需关注美国中西部天气情况。国内方面，豆油下游走货良好，库存已连续两周微降，但收储炒作降温，8月下半月豆油期价或存回调可能。

菜油方面，从8月中储粮销售和收购结果来看，当下菜油供应紧张的局面仍未得到改善，且在孟晚舟案件胶着的情况下，中加关系也持续紧张状态，一定程度上支撑菜油价格。不过菜油 01合约价格在上周回落前并未突破前高位置，或是下跌信号。

整体上看，在当前价格高位，油脂8月下旬料将继续下行，但空头大趋势仍未得到完全确认，9月上半月在双节备货的情况下仍有小幅反弹的可能。品种间相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。本周可关注的事项有：(1) 马来ITS出口数据及SPPOMA产量数据。(2) 美豆产区天气情况。(3) 中美、中加关系走向。

### 四、操作建议

单边：棕油01合约空单继续持有，关注5500附近支撑情况。

套利：油粕比方面，目前油粕比已处于相对高位，多头可酌情止盈，等待做空机会；跨品种方面，豆棕01合约价差已走扩至700以上，套利多头继续持有，止盈位暂看800左右。

### 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。