

## 油脂磨底持续，短期警惕回调

### 主要观点

**行情回顾。**上周，国内油脂延续筑底过程，其中菜油在油脂中依旧处于较强位置，在周二至周五连续4天收涨；豆油5日均线与10日均线纠缠，磨底过程延长，周五惨遭收跌；棕油维持窄幅震荡，日内波幅相对较小。成交量上看，市场情绪有所恢复，概因G20峰会缘故，投机资金相继入场。国际方面，上周美豆油受到G20提振，周初走强，但由于具体销售方案未定随后又逐渐走弱。马棕油生柴政策未见效果，期价震荡筑底，周内走低。

**后市展望。**基本上，供给方面，国内油脂库存仍然很高，其中，棕榈油受气温骤降影响，随后进口将减少，港口库存将逐渐下降；豆油的港口库存和商业库存依然较高，G20峰会后，国储或采购美豆油填充库存，加之巴西播种进度提前，原先预计在四季度末出现的供给缺口料不会呈现，豆油中短期内供给都相对充足；菜油油厂库存较上周有所下降，按季节性趋势往后将继续减少。需求方面，国内元旦、春节备货尚未开启，市场需求相对疲软，油厂处于随用随采状态，此情景料到12月中下旬才会改观；工业消费方面，马来西亚计划从12月1日起分阶段在交通和其他补贴行业实施B10生物柴油掺混项目，巴西也调减40万吨豆油出口用于生物柴油消费，随着政策的实施，库存下降，油脂反弹的趋势会显露。

消息面上，中美关系十分微妙，12月6日的商务部新闻发布会上商务部新闻发言人高峰表示，中美两国元首会晤很成功，已就经贸问题达成重要共识。未来90天，中美双方将以“取消所有加征关税”为最终目标，就双边关心的重大问题进行磋商。但从特朗普阴晴不定的态度来看，90天后中美是否会取消关税也未可知，中美贸易战重启存在一定的可能性。原油方面，上周OPEC会议使原油价格宽幅震荡，但对于油脂的影响逐渐缩减，后期该因素对油脂的传导将弱化。整体上看，价格正在逐渐从消息面回归至基本面，但复杂多变的中美关系仍是价格有力的推手。相对强弱关系上，由于菜油后市供应相对偏紧，棕油利空逐渐出尽，豆油即将面临雪上加霜的供给压力，因此走势上菜油>棕油>豆油。

关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）美国和中国的消息方面的新进展，特朗普推特反复无常造成期价宽幅震荡；（2）马来西亚MPOB报告和USDA报告，若出口改观或将提振油脂外盘行情。

**操作建议。**单边：菜油在油脂当中表现最强，不过在连续半个月上涨后，预计迎来多头调整阶段，可在其回调后逢低做多。豆油受到消息面影响，短期内或震荡下跌，是否具备趋势性还需密切关注中美动向，但向下砸盘的幅度料不会太大。棕油和马盘联动性较强，在马来库存下降之前维持低位震荡的概率较大，出口及需求方面的利好消息或拉动价格短期上行，大趋势仍将等待。套利：产业利润套利方面，菜油价格近期涨势喜人，菜籽油粕比飞涨，可逐渐止盈；豆油方面油粕比仍处于低位，但需警惕消息面的影响，建议平仓观望。跨品种方面，菜豆、菜棕价差已处高位，可逐渐获利离场；豆棕价差已回归至900一线，可待消息面稳定时酌情做多豆棕价差。

报告日期 2018-12-10

### 研究所

史玥明

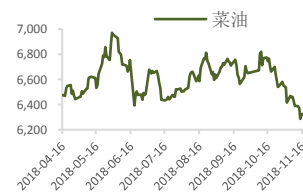
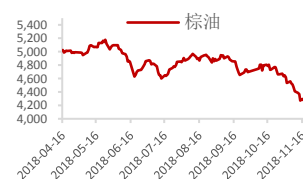
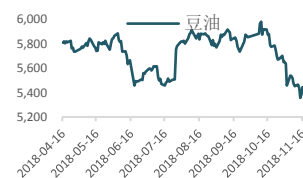
油脂期货分析师

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.....	4
二、基本面分析.....	5
（一）供需分析.....	5
（二）成本利润分析.....	7
三、后市展望.....	8
四、操作建议.....	9

## 插图

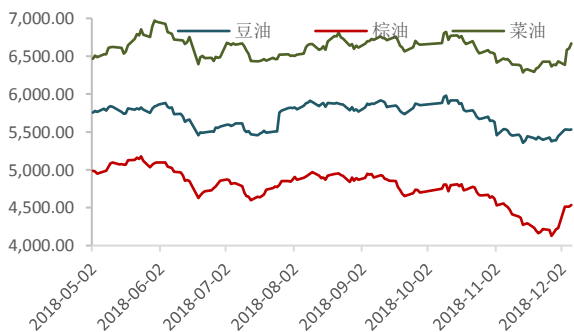
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 豆油基差 .....	5
图 8 棕榈油基差 .....	5
图 9 菜籽油基差 .....	5
图 10 大豆、菜籽油粕比 .....	5
图 11 棕油港口库存 .....	6
图 12 豆油港口库存 .....	6
图 13 豆油商业库存 .....	6
图 14 菜油商业库存 .....	6
图 15 豆油进口成本与期价走势 .....	7
图 16 棕油进口成本与期价走势 .....	7
图 17 豆油进口利润与期价走势 .....	7
图 18 棕油进口利润与期价走势 .....	7
图 19 豆油压榨利润与期价走势 .....	7
图 20 菜油压榨利润与期价走势 .....	7

## 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)	成交量涨幅	持仓量 (万手)	持仓量变化 (万手)
豆油	5,444.00	0.48%	145.11	50.98%	62.26	17.76
棕油	4,486.00	6.15%	135.46	2.91%	38.42	-4.44
菜油	6,668.00	4.06%	86.00	35.14%	25.09	4.78
外盘油脂行情						
	收盘价	周度涨幅	成交量 (万手)	成交量涨幅	持仓量 (万手)	持仓量变化 (万手)
美豆油	28.75 美分/磅	2.46%	27.46	-27.82%	16.58	-2.21
马棕油	1998.00 林吉特/吨	-2.06%	9.68	-6.92%	6.88	-0.67

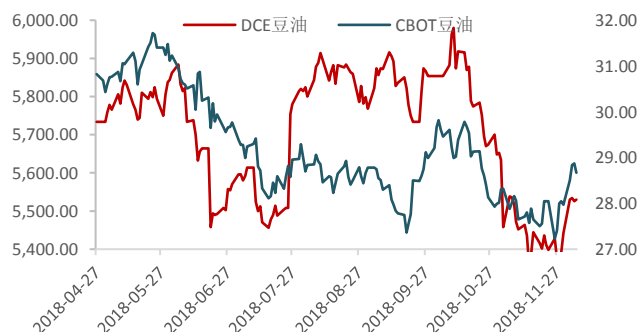
上周，国内油脂延续筑底过程，其中菜油在油脂中依旧处于较强位置，在周二至周五连续4天收涨；豆油5日均线与10日均线纠缠，磨底过程延长，周五惨遭收跌；棕油维持窄幅震荡，日内波幅相对较小。成交量上看，市场情绪有所恢复，概因G20峰会缘故，投机资金相继入场。国际方面，上周美豆油受到G20提振，周初走强，但由于具体销售方案未定随后又逐渐走弱。马棕油生柴政策未见效果，期价震荡筑底，周内走低。

### 图1 油脂主力合约走势



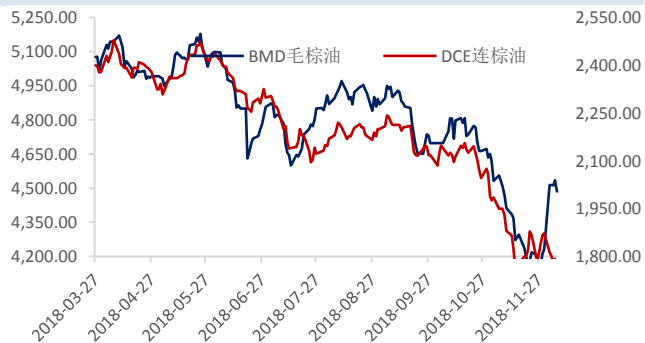
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



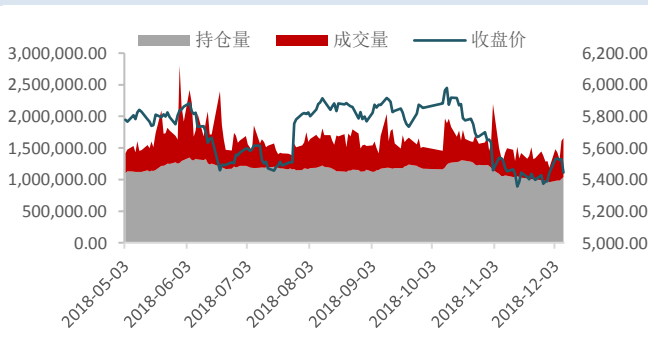
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

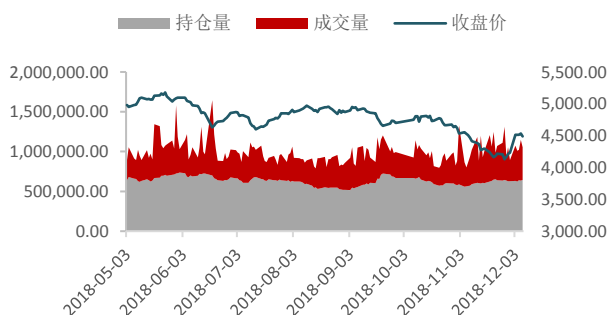


数据来源：Wind、国都期货研究所

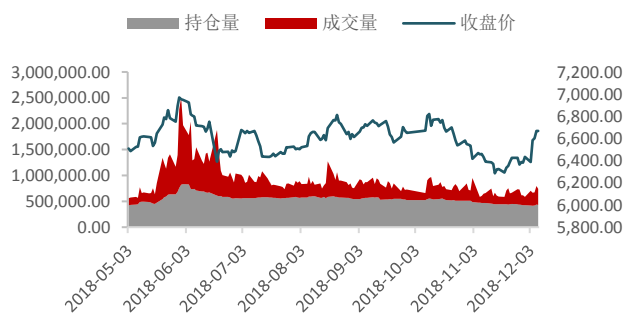
### 图4 豆油量价分析



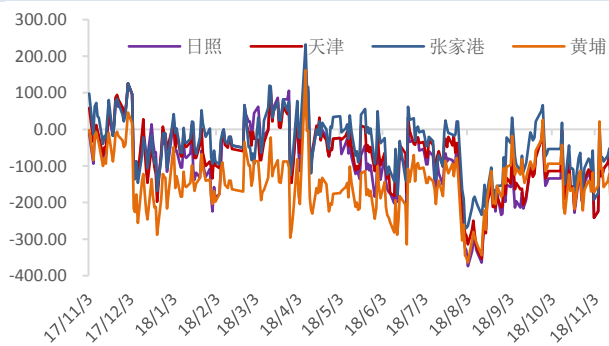
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


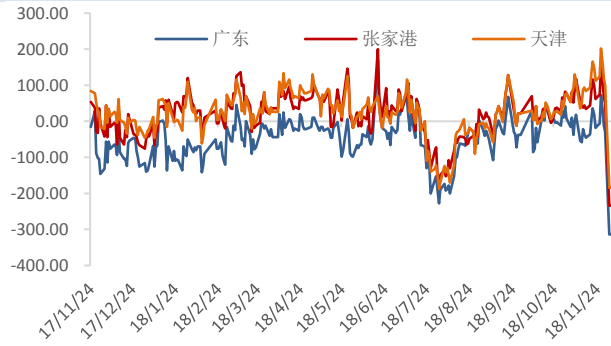
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


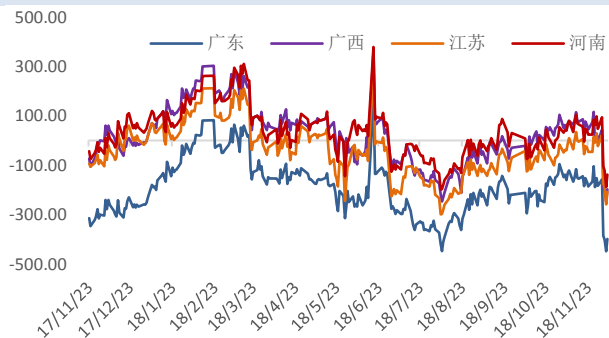
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


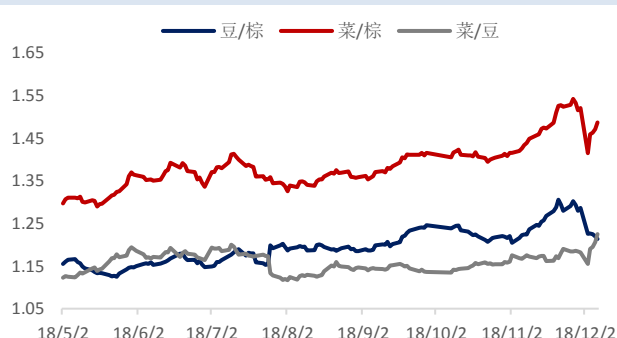
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

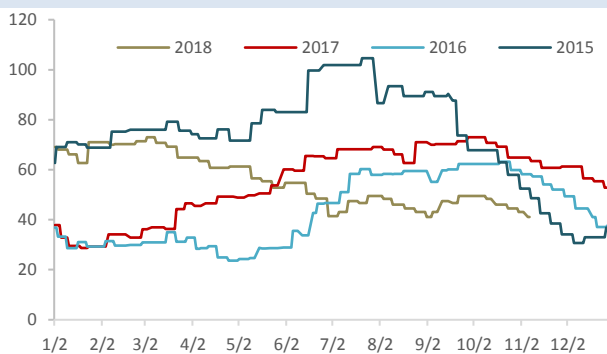
### （一）供需分析

截至上周五，棕榈油港口库存为43.60万吨，相较于前一周增加了1.87%，近期气温下降剧烈，棕油在植物油中的掺混下降，需求呈现季节性疲弱，港口走货不畅。马来产地方面，根据船运调查机构SGS公布的数据，11月1日到30日期间马来西亚棕榈油出口量为124.15万吨，比10月份的142.75万吨减少13.0%。生物柴油需求方面，马来西亚计划从12月1日起分

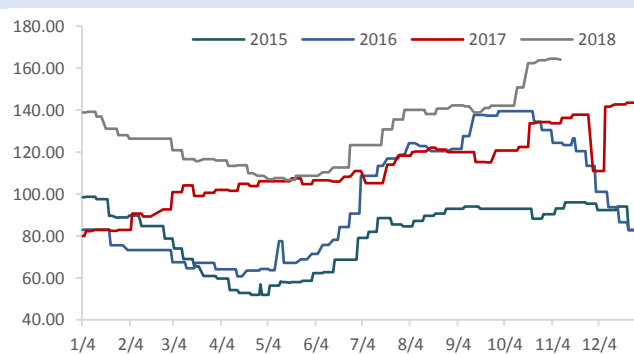
阶段在交通和其他补贴行业实施B10生物柴油掺混项目，该项目将在2019年2月起强制执行。从上周马盘表现来看，该政策对期价提振有限，趋势性上涨还需等待库存明显下降的时点。

豆油港口库存为160.50万吨，较之前一周无变化；商业库存为182万吨，较之前一周变化不大，短期看库存依旧充裕。上周五国内豆油日内跌幅超1%，因我国和阿根廷敲定豆油购买协议本周人民币汇率明显升值，据阿根廷农业部，中国同意购买30—40万吨阿根廷豆油，但鉴于国内胀库的现象，具体采购时间或持续推后。国际方面，巴西2018/19年度大豆产量料创纪录达1.214亿吨，高于前次预估的1.203亿吨及上一年度的1.193亿吨；播种面积略上修至3587万公顷，较上一年度增2.1%。据咨询机构AgRural公司称，迄今为止，巴西大豆播种工作已经完成89%，远远高于上年同期的84%以及五年平均进度78%。加之中美贸易关系影响下美豆油累库，今年豆油供给高于往年，或对价格形成压制。

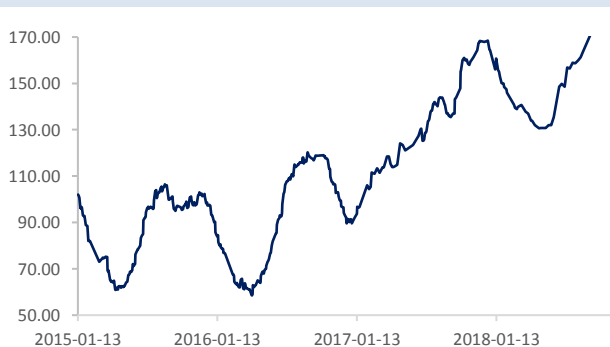
菜油商业库存为21.20万吨，较之前一周降低了-7.26%，按季节性规律年内将逐渐下降。国际方面，战略谷物表示，在欧盟两大油籽生产国-德国和法国油菜籽种植面积下滑严重，印证了《油世界》的预测，因此四季度至明年菜油受制于供给，或保持坚挺。

**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

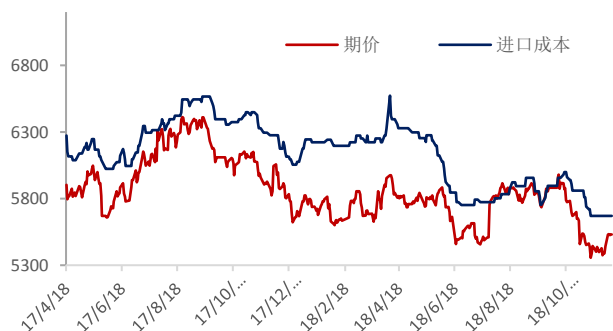


## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看，豆油进口成本下跌0.0 元/吨至5670 元/吨，进口利润下跌-77 元/吨至-353 元/吨。周内豆油价格未出现趋势性上涨，上周五又收长阴线，进口利润倒挂状态加深，这也是未敲定进口阿根廷豆油时间的原因。棕油的进口成本下跌-139.83元/吨至4184.26元/吨，进口利润上涨108.29元/吨至52.41元/吨。受到马来产地库存居高不下及出口不力的双重影响，后续进口成本不排除有继续下降的可能，进口利润由负转正，国内棕油价格相对马来表现抗跌，但也呈现弱勢。

从压榨利润看，豆油压榨利润上涨2.99 元/吨至349.72 元/吨，菜油压榨利润上涨18.04元/吨至59 元/吨，整体变化幅度不大。豆油的压榨利润依旧十分丰厚，油厂压榨率在48.25%，和前一周压榨率48.38%基本持平；菜油压榨率上周在24.70%，近乎前一周压榨率43.10%减半。一方面是由于压榨利润较薄弱，另一方面原因还是在于当下需求低迷，需求启动还需等待12月中下旬元旦、春节备货，或将有利于菜油带领油脂的一波反弹。

### 图 15 豆油进口成本与期价走势



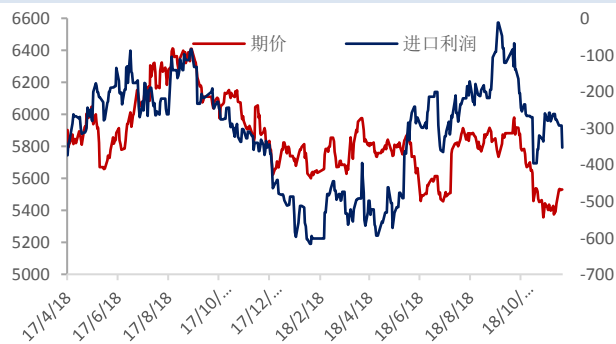
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 16 棕油进口成本与期价走势



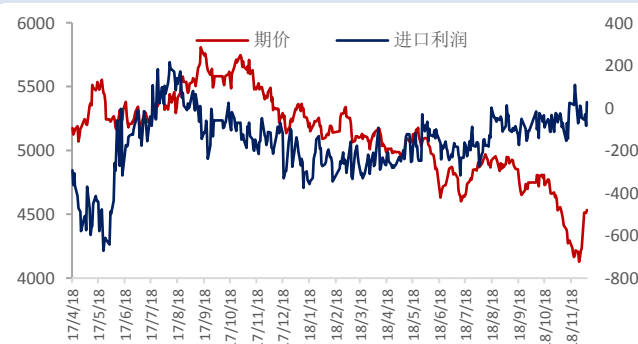
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 17 豆油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

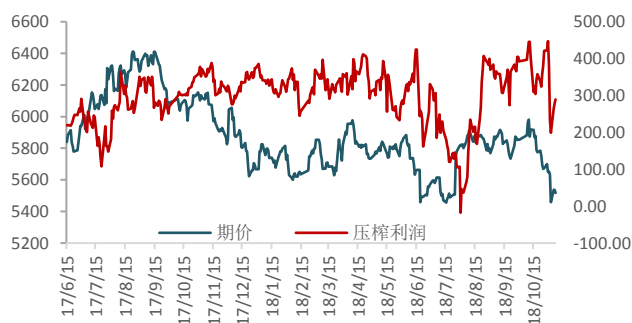
### 图 18 棕油进口利润与期价走势



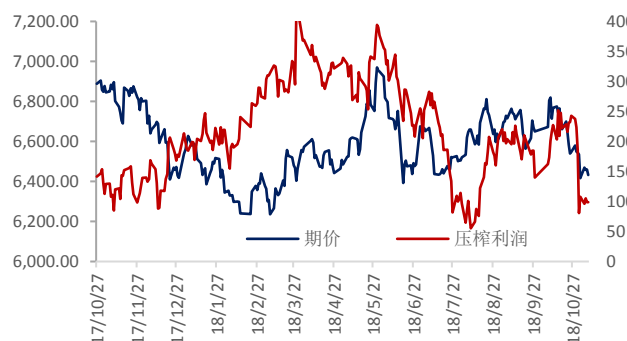
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 19 豆油压榨利润与期价走势

### 图 20 菜油压榨利润与期价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、后市展望

基本上,供给方面,国内油脂库存仍然很高,其中,棕榈油受气温骤降影响,随后进口将减少,港口库存将逐渐下降;豆油的港口库存和商业库存依然较高,G20峰会后,国储或采购美豆油填充库存,加之巴西播种进度提前,原先预计在四季度末出现的供给缺口料不会呈现,豆油中短期内供给都相对充足;菜油油厂库存较上周有所下降,按季节性趋势往后将继续减少。需求方面,国内元旦、春节备货尚未开启,市场需求相对疲软,油厂处于随用随采状态,此情景料到12月中下旬才会改观;工业消费方面,马来西亚计划从12月1日起分阶段在交通和其他补贴行业实施B10生物柴油掺混项目,巴西也调减40万吨豆油出口用于生物柴油消费,随着政策的实施,库存下降,油脂反弹的趋势才会显露。

消息面上,中美关系十分微妙,12月6日的商务部新闻发布会是中美两国元首12月1日举行会晤后经经贸领域相关部委举行的首场新闻发布会。商务部新闻发言人高峰在会上表示,中美两国元首会晤很成功,已就经贸问题达成重要共识。未来90天,中美双方将以“取消所有加征关税”为最终目标,按照“相互尊重、平等互利、照顾彼此关切”的原则,就双边关心的重大问题进行磋商。但从特朗普阴晴不定的态度来看,90天后中美是否会取消关税也未可知,中美贸易战重启存在一定的可能性。原油方面,上周OPEC会议使原油价格宽幅震荡,但对于油脂的影响逐渐缩减,后期该因素对油脂的传导将弱化。整体上看,价格正在逐渐从消息面回归至基本面,但复杂多变的中美关系仍是价格有力的推手。相对强弱关系上,由于菜油后市供应相对偏紧,棕油利空逐渐出尽,豆油即将面临雪上加霜的供给压力,因此走势上菜油>棕油>豆油。

关于油脂的下一步走势,本周可关注的事项有(1)美国和中国的信息方面的新进展,特朗普推特反复无常造成期价宽幅震荡;(2)马来西亚MPOB报告和美国USDA报告,若出口改观或将提振油脂外盘行情。



#### 四、操作建议

单边：菜油在油脂当中表现最强，不过在连续半个月上涨后，预计迎来多头调整阶段，可在其回调后逢低做多。豆油受到消息面影响，短期内或震荡下跌，是否具备趋势性还需密切关注中美动向，但向下砸盘的幅度料不会太大。棕油和马盘联动性较强，在马来库存下降之前维持低位震荡的概率较大，出口及需求方面的利好消息或拉动价格短期上行，大趋势仍将等待。

套利：产业利润套利方面，菜油价格近期涨势喜人，菜籽油粕比飞涨，可逐渐止盈；豆油方面油粕比仍处于低位，但需警惕消息面的影响，建议平仓观望。跨品种方面，菜豆、菜棕价差已处高位，可逐渐获利离场；豆棕价差已回归至900一线，可待消息面稳定时酌情做多豆棕价差。

### 分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任油脂期货分析师。

### 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：(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：010-64000083。