

油脂空头趋势未改，本周反弹后继续做空

主要观点

行情回顾。上周，油脂走势震荡偏弱。周二美国公布大豆补贴计划后，美豆连带美豆油、美豆粕集体下行，带动国内连豆油下跌，豆油在油脂中表现最弱。棕榈油外盘本周有两日休盘，基本跟随国际油脂走势下行，并向连棕油施压。菜油由于远期供给问题依然悬而未决，走势在油脂中相对坚挺，但在豆油、棕油替代较强的情况下，缺乏上涨动力。从成交量上看，由于油脂板块表现萎靡，各品种成交量都有所收缩。

后市展望。棕油方面，马来西亚产地方面产量和出口都略有增加，关注下月库存数据变动。受到上周原油价格下跌的影响，POGO 价差回升，棕榈油生物柴油利润萎缩，不利于生柴消费。国内棕榈油进口利润明显下滑，短期或减少进口到船，但港口库存处于历史高位，且连盘与马盘联动性很强，因此利空占据主导位置，棕油走势偏空。

豆油方面，受到豆粕需求的提振，油厂的开工率和压榨量均维持在高位水平，在当前的消费淡季，豆油的供给仍在增加，目前商业库存已到 140 万吨。除了上周美国提出要农民落实补贴政策外，中美贸易战消息面暂无更多进展，大概率依然维持空头走势。

菜油方面，近期菜油炒作停歇，基本跟随油脂走势。当下时点，菜油供需两弱，远期供应问题未得解决，但需求也无亮点可寻，因此菜油涨跌两难，若无消息面扰动，区间宽幅震荡为主。若豆油、棕油的配合，菜油可能趋势上扬；若豆油、棕油下跌，则菜油将相对坚挺，演绎震荡行情。

整体上看，菜油在油脂中表现最强，豆油和棕油难言强弱，都受制于疲弱的基本面和外盘压力。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，若继续升级，豆类行情可以期待；（2）马来西亚 SGS 出口数据，若出口增加或对马棕油价格起到支撑作用。

操作建议。单边：豆油和棕油依然维持空头趋势，但价格已到相对底部，经历了上周的下跌局面后，本周也有可能企稳小幅反弹，但鉴于基本面疲弱，不建议投资者冒险，可待其回弹两日后再行做空。菜油僵局未破，缺乏明显趋势性，不建议单边操作。

套利：油粕比方面，粕类近期受需求提振大幅上扬，但也需警惕非洲猪瘟余温尚在，且当前油粕比已回到去年同期水平，做空油粕比的投资者可逐步止盈。跨品种方面，豆棕价差此时不建议介入；持有菜豆、菜棕价差扩大较为稳健。跨期方面，相对看好豆油远期，91反套可继续持有。

报告日期 2019-05-27

研究所

史玥明

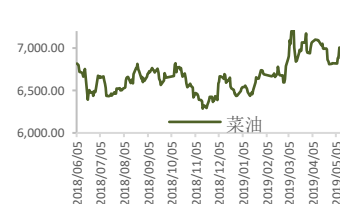
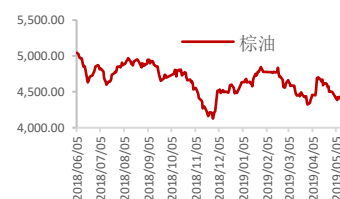
油脂期货分析师

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.....	6
(一) 供需分析.....	6
(二) 成本利润分析.....	8
三、后市展望.....	9
四、操作建议.....	10

插图

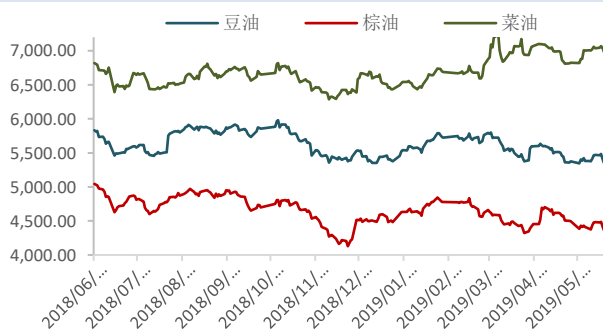
图 1 油脂主力合约走势	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势	4
图 4 豆油量价分析	4
图 5 棕榈油量价分析	5
图 6 菜油量价分析	5
图 7 豆油基差	5
图 8 棕榈油基差	5
图 9 菜籽油基差	5
图 10 油脂间比价	5
图 11 棕油港口库存	7
图 12 豆油港口库存	7
图 13 豆油商业库存	7
图 14 菜油商业库存	7
图 15 豆油仓单数量	8
图 16 菜油仓单数量	8
图 17 豆油进口成本与期价走势	8
图 18 棕油进口成本与期价走势	8
图 19 豆油进口利润与期价走势	9
图 20 棕油进口利润与期价走势	9
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	5356.00	-2.23%	178.27	-19.99%	77.36	1.93%
棕油	4,368.00	-2.76%	207.56	-7.84%	53.75	-1.61%
菜油	7,015.00	-0.48%	135.57	-0.27%	29.23	1.38%
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	26.75 美分/磅	-3.50%	27.69	-7.22%	24.39	-1.20%
马棕油	2014.00 林吉特/吨	-3.91%	4.76	-55.05%	6.74	-5.87%

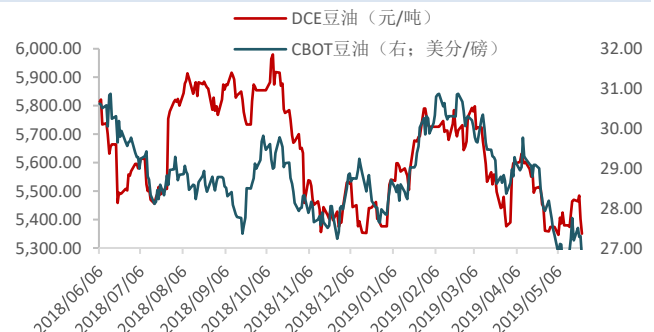
上周，油脂走势震荡偏弱。周二美国公布大豆补贴计划后，美豆连带美豆油、美豆粕集体下行，带动国内连豆油下跌，豆油在油脂中表现最弱。棕榈油外盘本周有两日休盘，基本跟随国际油脂走势下行，并向连棕油施压。菜油由于远期供给问题依然悬而未决，走势在油脂中相对坚挺，但在豆油、棕油替代较强的情况下，缺乏上涨动力。从成交量上看，由于油脂板块表现萎靡，各品种成交量都有所收缩。

图1 油脂主力合约走势



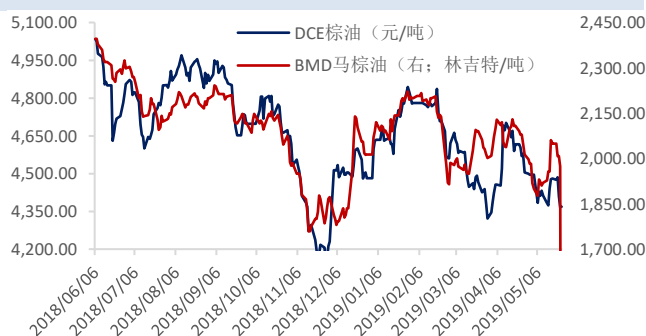
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 豆油内外盘主力合约走势



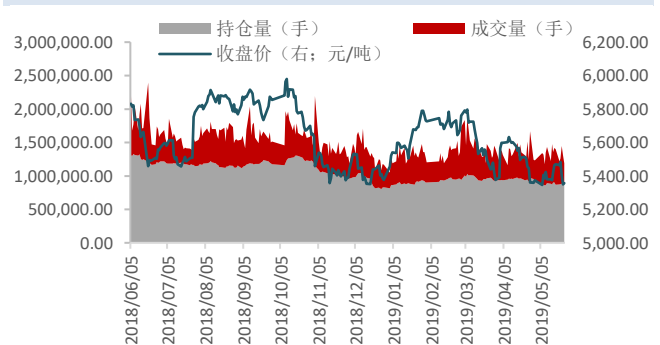
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势



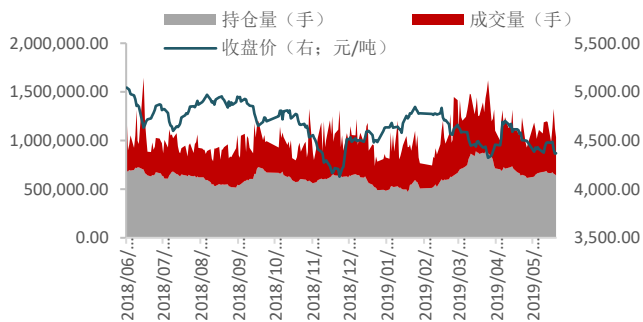
数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 豆油量价分析



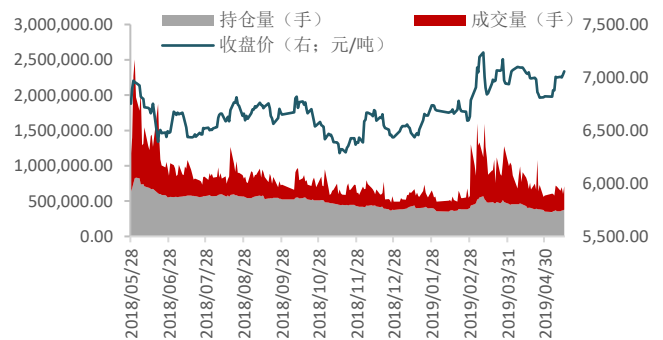
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 棕榈油量价分析



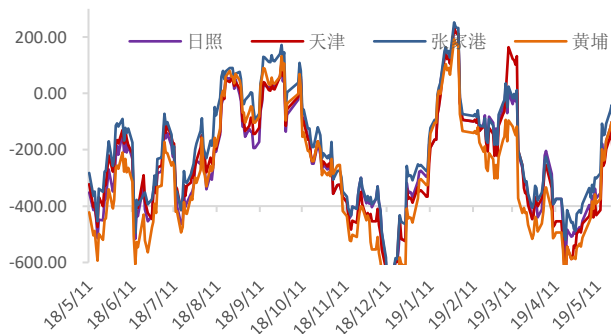
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



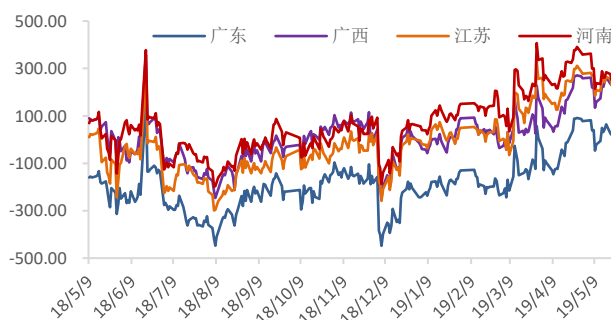
数据来源: Wind、国都期货研究所

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77.70万吨，相较于前一周增加了0.00%。商业库存为82.50万吨，较之前一周增加了6.18%。从历年同期库存数据来看，棕榈油港口库存处于近四年同期最高值，供应十分充足。

国际方面，马来西亚5月1-20日棕榈油产品出口量环比增加5.6%，至99.23万吨。马来西亚4月1-20日棕榈油产品出口量为93.97万吨。其中，毛棕油出口量增加较多，精炼油出口量变化不大。从出口市场来看，面向欧盟出口增加较多，面向中国、印度等出口持平或减少。据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，2019年5月1-20日毛棕榈油产量环比降5.29%，其中马来半岛降4.48%，沙巴降4.45%，沙撈越降17.1%。尽管出口和产量利多马来产地棕油去库存，但当下马来库存量巨大，且斋月结束后，印度需求量将进一步减少，原油价格下跌也不利于生物柴油需求的开发。棕榈油库存依然是制约反弹的因素，马棕油大概率延续震荡筑底。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为122.80万吨，较之前一周增加了0.00%。商业库存为140.00万吨，较之前一周增加了0.24%。消费淡季叠加压榨增加，豆油继续累库。由于供给压力巨大，豆油短期甚至弱于棕油。

国际方面，周二，特朗普政府正在考虑为每蒲式耳大豆补贴2美元，以此作为与中国贸易战给美国农户200亿美元的补贴的一部分，预计此笔补贴将刺激农户增加大豆种植。周四，特朗普政府公布了一项160亿美元的农业补贴计划，并表示给农民的补贴取决于农场所在地，而不是种植什么作物，抵消了部分前消息带来的利空。

气象预报以及分析机构AccuWeather发布报告，预计今年美国大豆产量将会低于上年水平，也低于美国农业部当前预期，原因在于播种延迟将导致播种面积以及单产潜力下降。预计2019年美国大豆产量为41亿蒲式耳，低于美国农业部预期的41.5亿蒲式耳，2018年美国大豆产量达到创纪录的45.4亿蒲式耳。但在补贴政策之下，减产带来的利多有限。美豆油短期上涨几率不大，关注贸易战进展。

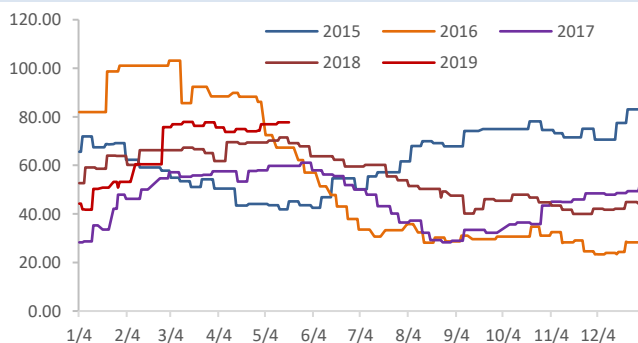
菜油

截至上周五，菜油商业库存为12.64万吨，较之前一周增加了5.60%，近四年比较仅次于2015年同期水平，但趋势上来看库存仍有可能继续下降。

据加拿大农业暨农业食品部发布的最新报告显示，2019/20年度（8月到次年7月）加拿大油菜籽期末库存预计增至历史最高纪录530万吨，2018/19年度为390万吨，早先预测值为350万吨，五年平均水平为230.3万吨。虽然产量预计将从本年度的2034.3万吨降至1890万吨，但由于中国与加拿大的贸易争端，出口前景存在巨大的不确定性，预计出口将由本年度的930万吨降至800万吨。利空菜油外盘报价。

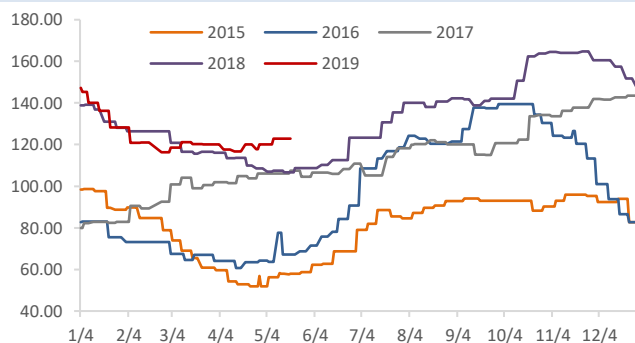
安徽省农业农村厅预计，今年油菜籽平均亩产 164公斤，与去年162.7公斤/亩相比，增加1.3公斤，增幅0.8%。但仅靠国内油菜籽榨油仍然是不够的，在中加关系没有缓和之前，远期供应问题仍然是支撑菜油价格的因素。经历上周回调后，若无重大利空消息干扰，菜油企稳上涨概率较大。

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



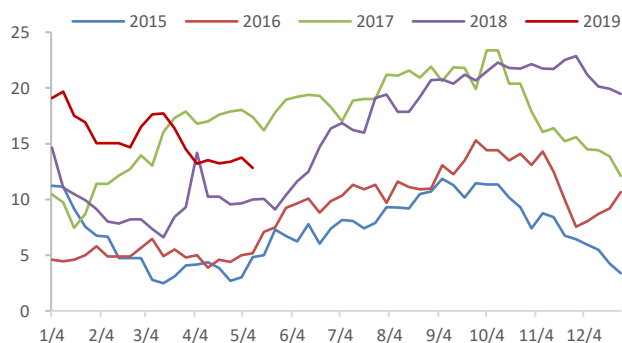
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油商业库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

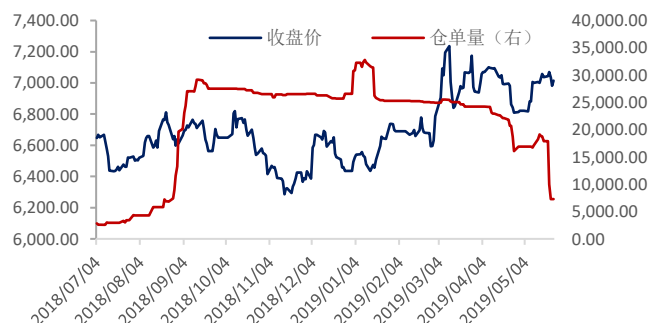
图 14 菜油商业库存



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

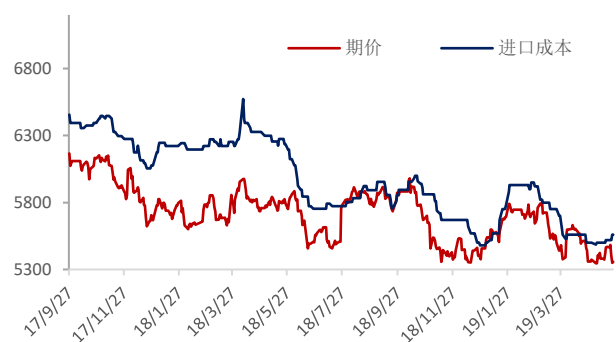
图 16 菜油仓单数量


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, 豆油进口成本降低98.4元/吨至5692.2元/吨, 进口利润减少15.63元/吨至-336.2元/吨。由于补贴政策使得农民种植大豆的积极性提升, 预计美豆种植面积仍会扩大, 国际豆油价格随之走低, 和国内盘面价格的差距也越拉越大, 进口利润持续贴水。棕榈油的进口成本减少16.4元/吨至4536.3元/吨, 进口利润减少152.9元/吨至-168.3元/吨。本周马棕油交易日较少, 尽管下跌趋势未改, 但跌幅不及国内盘面, 因此棕榈油的进口利润下滑较多, 已扭转前段时间的顺差状态, 转为贴水, 但要强于豆油的进口利润情况。

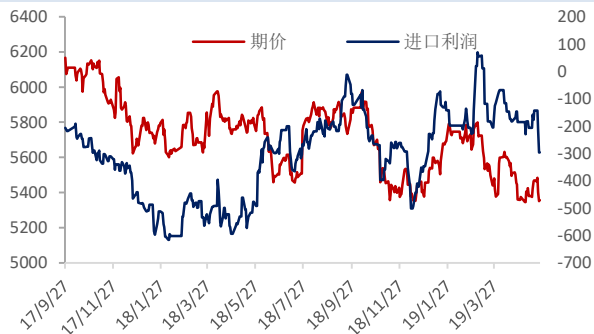
从压榨利润看, 豆油压榨利润上涨18.4元/吨至-18.80元/吨, 菜油压榨利润上涨59.29元/吨至646元/吨。由于上周豆粕价格大涨, 且涨幅超过了豆油跌幅, 综合核算下来豆油的压榨利润小幅上升, 油厂弃油挺粕, 开工率由前一周的47.05%提高到54.50%, 压榨量由前一周的167.12万吨增加到193.56万吨。菜粕需求也大幅增长, 油厂开工率由上一周的13.56%提高到33.61%, 压榨量由上一周的2.8万吨增加到6.94万吨。

图 17 豆油进口成本与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 棕榈油进口成本与期价走势

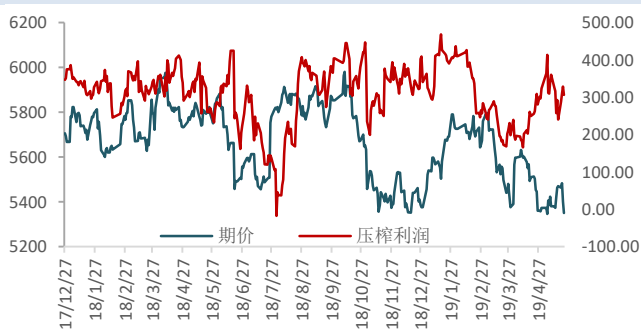

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油进口利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 棕油进口利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 豆油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 菜油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、后市展望

棕油方面，马来西亚产地方面产量和出口都略有增加，关注下月库存数据变动。受到上周原油价格下跌的影响，POGO价差回升，棕榈油生物柴油利润萎缩，不利于生柴消费。国内棕榈油进口利润明显下滑，短期或减少进口到船，但港口库存处于历史高位，且连盘与马盘联动性很强，因此利空占据主导位置，棕油走势偏空。

豆油方面，受到豆粕需求的提振，油厂的开工率和压榨量均维持在高位水平，在当前的消费淡季，豆油的供给仍在增加，目前商业库存已到140万吨。除了上周美国提出要对农民落实补贴政策外，中美贸易战消息面暂无更多进展，大概率依然维持空头走势。

菜油方面，近期菜油炒作停歇，基本跟随油脂走势。当下时点，菜油供需两弱，远期供应问题未得解决，但需求也无亮点可寻，因此菜油涨跌

两难，若无消息面扰动，区间宽幅震荡为主。若豆油、棕油的配合，菜油可能趁势上扬；若豆油、棕油下跌，则菜油将相对坚挺，演绎震荡行情。

整体上看，菜油在油脂中表现最强，豆油和棕油难言强弱，都受制于疲弱的基本面和外盘压力。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，若继续升级，豆类行情可以期待；（2）马来西亚SGS出口数据，若出口增加或对马棕油价格起到支撑作用。

四、操作建议

单边：豆油和棕油依然维持空头趋势，但价格已到相对底部，经历了上周的下跌局面后，本周也有可能企稳小幅反弹，但鉴于基本面疲弱，不建议投资者冒险，可待其回弹两日后再行做空。菜油僵局未破，缺乏明显趋势性，不建议单边操作。

套利：油粕比方面，粕类近期受需求提振大幅上扬，但也需警惕非洲猪瘟余温尚在，且当前油粕比已回到去年同期水平，做空油粕比的投资者可逐步止盈。跨品种方面，豆棕价差此时不建议介入；持有菜豆、菜棕价差扩大较为稳健。跨期方面，相对看好豆油远期，91反套可继续持有。

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：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。