

## 基本面持续疲软，油脂反弹乏力

### 主要观点

**行情回顾。**上周，油脂板块表现小幅分化。其中，棕榈油受到外围产地供应压力影响，期价再度下挫，已跌至近四年内新低。豆油基本面疲软，但由于进口成本支撑，表现相对抗跌，在油脂中最为坚挺。菜油缺乏消息面指引及炒作，期价进一步回落，成交量大幅收缩。外盘方面，美豆油追随美豆涨势，在天气炒作、中方可能增加进口预估、供需报告利多的情况下小幅上涨。马来方面逐渐步入丰产季，库存消化乏力，出口不得提振，期价已连续半个月跌下2000点。

**后市展望。**棕油方面，随着7、8月份油棕进入丰产季，马来、印尼产量将继续增加，而斋月过后需求回落，出口问题将压制产地去库节奏，外盘7月将延续筑底。国内棕油基差及成交情况较好，但后续买船增加了中期供应压力，且连盘与马盘的联动性也使得连棕油反弹乏力，在油脂中表现最弱。

豆油方面，今年美豆种植节奏相对滞后，但由于出口仍存变数，库存反而较往年上升，美豆油上行存压。国内豆油最大的掣肘来自于库存，且在二季度消费淡季，库存在未来两个月仍会增加，豆油基差在油脂中最弱，因此从交割角度看，豆油仍存下行空间。

菜油方面，近期中加方面的消息面炒作暂歇，加之国内油菜籽收获基本结束，供给相对充足，菜油期价震荡回调，不过菜豆、菜棕价差依然较大。若本月仍无消息炒作，菜油期价将跟随油脂继续小幅回落，但下方支撑强于豆油、棕油。

整体上看，菜油在油脂中依旧偏强，棕油内外交困表现最弱。即菜油>豆油>棕油。关于油脂的下一步走势，本月可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，关注中国进口美豆节奏；（2）美国NOPA压榨数据，若豆油产量增加将利空内外盘豆油期价；（3）马来西亚SGS出口数据，但出口不力对期价向下的打压作用有限，因预期已逐渐在期价中消化。

**操作建议。**单边：油脂上周震荡偏跌，本周若无消息指引，将小幅修复上涨，但趋势性并不强，豆油逢高沽空为宜。棕油已跌至近四年低位，看空不做空。菜油波动幅度较大，不建议操作。

套利：油粕比方面，近期粕类逐渐止跌反弹，可酌情再次做空油粕比。跨品种方面，豆棕价差已扩大至1200元/吨，做多空间不大，暂先观望。跨期方面，豆油、棕油91反套已摸顶，可反手正套。

报告日期 2019-07-12

### 研究所

史玥明

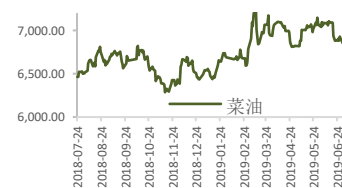
油脂期货分析师

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.....	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

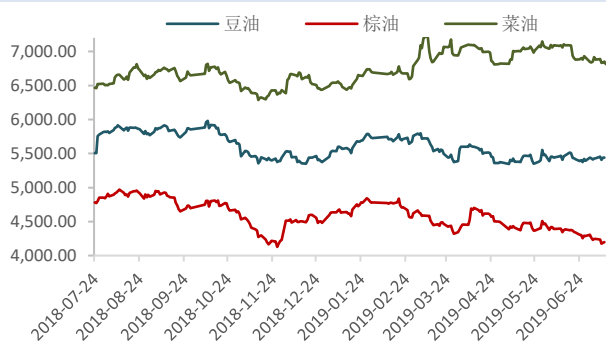
图 1 油脂主力合约走势 .....	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势 .....	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势 .....	4
图 4 豆油量价分析 .....	4
图 5 棕榈油量价分析 .....	5
图 6 菜油量价分析 .....	5
图 7 豆油基差 .....	5
图 8 棕榈油基差 .....	5
图 9 菜籽油基差 .....	5
图 10 油脂间比价 .....	5
图 11 棕油港口库存 .....	7
图 12 豆油港口库存 .....	7
图 13 豆油商业库存 .....	7
图 14 菜油商业库存 .....	7
图 15 豆油仓单数量 .....	8
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	5400.00	-0.48%	192.20	-2.68%	68.24	-3.27%
棕油	4,180.00	-1.65%	190.17	-27.84%	62.45	-7.84%
菜油	6,815.00	-1.22%	62.00	-41.04%	18.27	-1.29%
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	28.69 美分/磅	0.10%	20.78	5.84%	20.07	1.09%
马棕油	1944.00 林吉特/吨	0.10%	9.17	-2.86%	7.12	-1.17

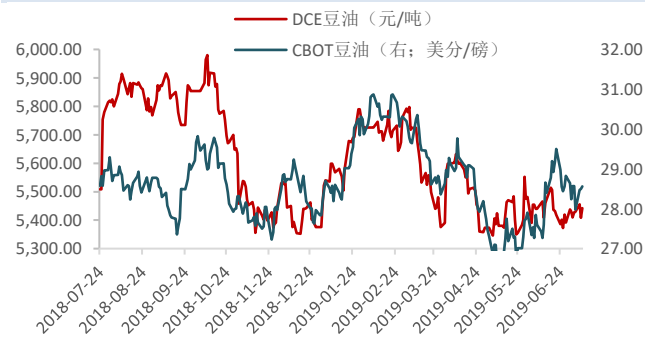
上周，油脂板块表现小幅分化。其中，棕榈油受到外围产地供应压力影响，期价再度下挫，已跌至近四年内新低。豆油基本面疲软，但由于进口成本支撑，表现相对抗跌，在油脂中最为坚挺。菜油缺乏消息面指引及炒作，期价进一步回落，成交量大幅收缩。外盘方面，美豆油追随美豆涨势，在天气炒作、中方可能增加进口预估、供需报告利多的情况下小幅上涨。马来方面逐渐步入丰产季，库存消化乏力，出口不得提振，期价已连续半个月跌下2000点。

### 图1 油脂主力合约走势



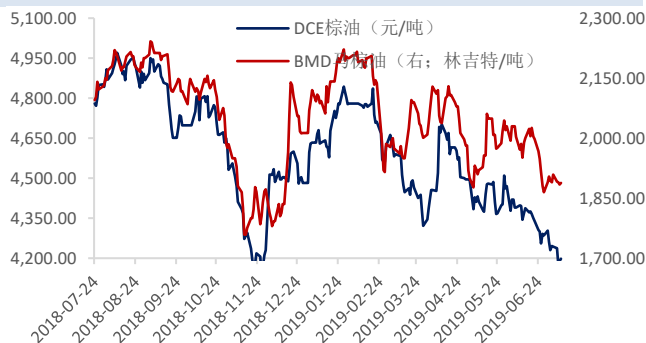
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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

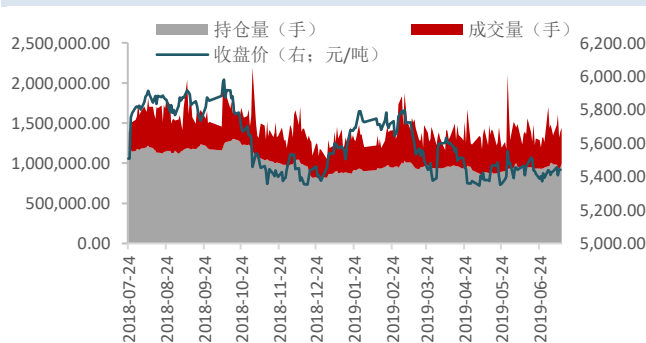
### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



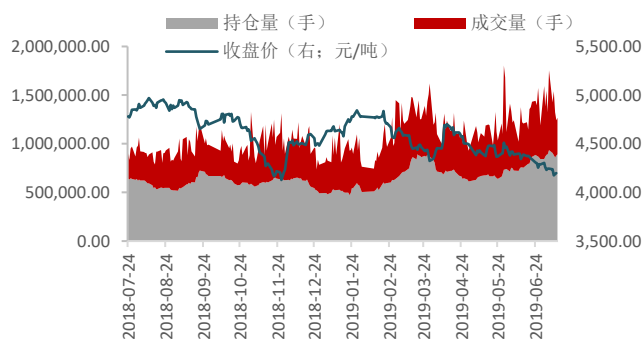
数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

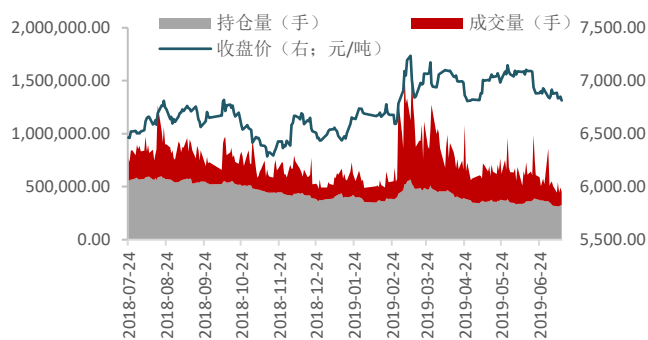
### 图4 豆油量价分析



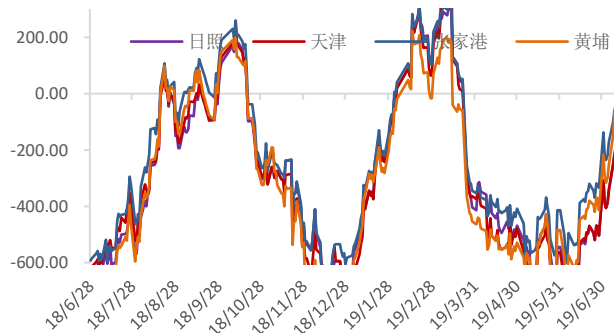
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 5 棕榈油量价分析**


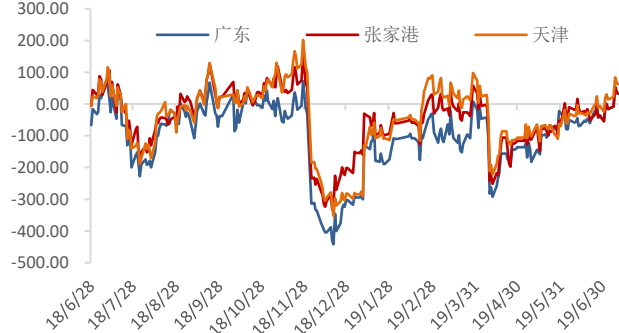
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 菜油量价分析**


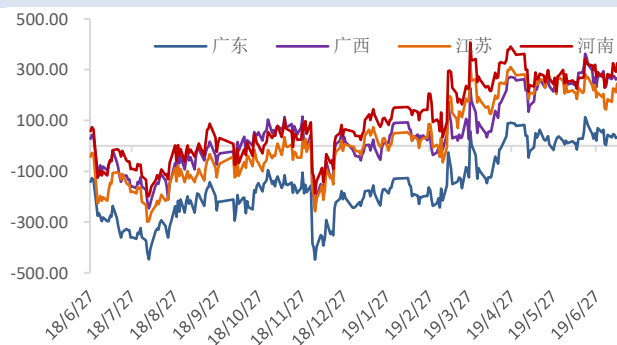
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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，棕榈油港口库存为66.60万吨，相较于前一周降低了-5.40%。商业库存为70.60万吨，较之前一周增加了6.01%。国内棕油由于价格优势，走货强于豆油、菜油，因此去库力度在油脂中居前。据统计，全国24度棕榈油实际买船7月35万吨，8月50万吨，9月18万吨，总计103万吨。其中，7、8月买船已基本落下帷幕，预计9月最终买船将在50万吨左右，最终7、8、9月买船合计135万吨，这将增加国内棕油的库存压力。

国际方面，根据周三公布的MPOB供需报告，马来西亚6月棕榈油产量为151.82万吨，较之5月的167.15万吨环比下降9.17%；受到斋月结束的影响，出口环比大降19.35%至138.28万吨；库存则由上月的244.73万吨下降至242.36万吨，环比下降0.97%。对比前期海外三大机构的预估数据，报告数据基本符合预期。马来方面的库存压力仍然存在。

独立检验公司AmSpec Agri Malaysia周三公布，马来西亚7月1-10日棕榈油出口较上月同期下滑2.4%至367950吨。6月1-10日出口量为376802吨。随着7、8月份丰产期的来临，马来产量将季节性增加，但斋月过后消费及出口情况都会回落，这将利空近期马来棕榈油的走势。

#### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为130.40万吨，较之前一周小幅增加了0.38%。商业库存为145.68万吨，较之前一周增加了0.47%。从近五年港口库存数据规律来看，豆油去库时点滞后于棕油，往后两个月豆油库存大概率继续增加，国内豆油供应压力中期仍在。

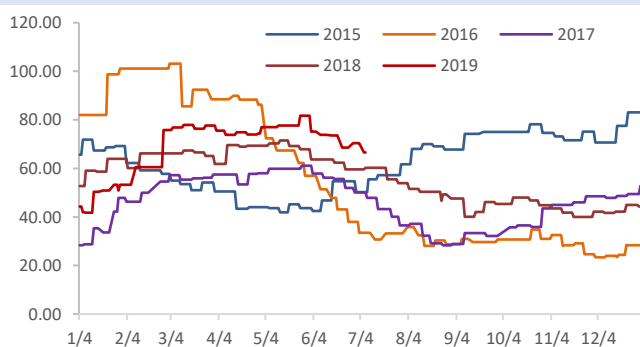
根据周四公布的美国USDA供需报告，美国2019/20年度大豆播种面积预估为8000万英亩，低于6月预估的8460万英亩。大豆单产预估为48.5蒲式耳/英亩，略低于6月预估的49.5蒲式耳/英亩。大豆期末库存预估为7.95亿蒲式耳，低于6月预估的10.45亿蒲式耳；2018/19年度大豆期末库存为10.5亿蒲式耳，低于6月预估的10.7亿蒲式耳。整体来看报告中性偏多，但对豆油期价提振幅度有限。且贸易战以来，内外盘豆油表现日趋分化，该报告对国内豆油影响并不大。

## 菜油

截至上周五，菜油商业库存为16.00万吨，较之前一周增加了0.82%。据农业农村部发布的2019年7月中国植物油供需形势报告，18/19年度中国食用植物油产量2544万吨，比上月估计值调增1万吨，主要是调增了夏收油菜籽产量的估计值，带动菜籽油产量上调至526万吨。目前，长江中下游油菜籽收获基本结束，浓香小榨企业开工率逐步提高，大榨油厂仍持观望态度，国内菜油短期供应充足。

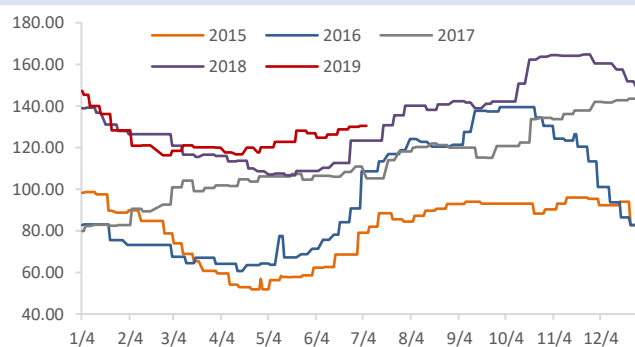
国际方面，加拿大油籽加工商协会（COPA）发布的油籽压榨数据显示，2019年5月，加拿大油菜籽压榨量为815509吨，较4月的808945吨增加0.8%。数据显示，加拿大5月菜籽油产量为354617吨；菜籽粕产量为457464吨。在中加关系未有改观的情况下，加拿大将面临较大的油菜籽供应压力，而国内若长期无进口菜籽计划，菜油价格仍存上行空间。

### 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



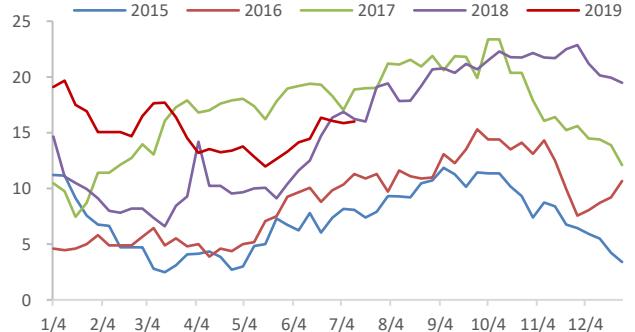
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 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

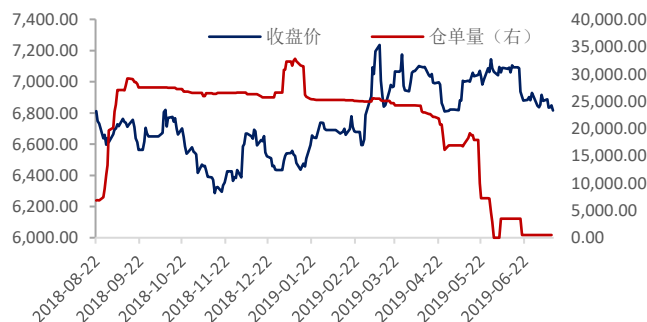


数据来源：Wind、国都期货研究所



**图 15 豆油仓单数量**


数据来源: Wind、国都期货研究所

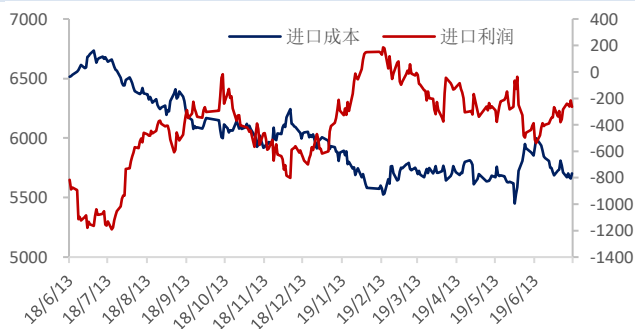
**图 16 菜油仓单数量**


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, 南美豆油进口成本降低-8.1 元/吨至5703.8 元/吨, 进口利润增加-21.9 元/吨至-303.8 元/吨, 贴水状态持续。棕油进口成本及利润均小幅下降, 进口成本降低-18.5 元/吨至4233.9 元/吨, 进口利润降低-45.5 元/吨至-53.9 元/吨, 由于港口成交情况好于豆油、菜油, 后续可能增加采购。菜油的进口成本降低-93.0 元/吨至6438.5 元/吨, 进口利润增加31.0 元/吨至376.5 元/吨, 升水状态不变, 但当下也是有价无市。

从压榨利润看, 豆油压榨利润下降-55.1 元/吨至-4.2 元/吨, 由于上一周猪瘟事件再次得到关注, 豆粕的需求有所下滑, 油厂开机率小幅下降至40%左右。菜油压榨利润下降-19.0 元/吨至414.8 元/吨, 趋势上看正在逐渐回落。但油厂开机率较之前一周大幅提高, 从12.83%提高至31.23%, 压榨量也大量增加, 利空菜油、菜粕期价。

**图 17 豆油进口成本与进口利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

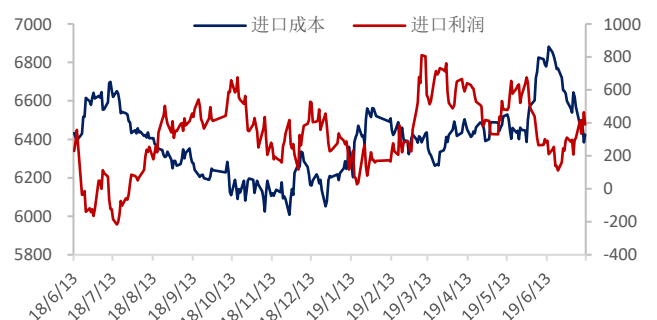
**图 18 大豆进口成本与进口利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

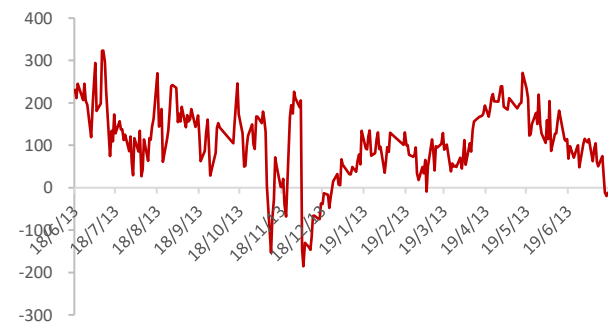


**图 19 棕油进口成本与进口利润**

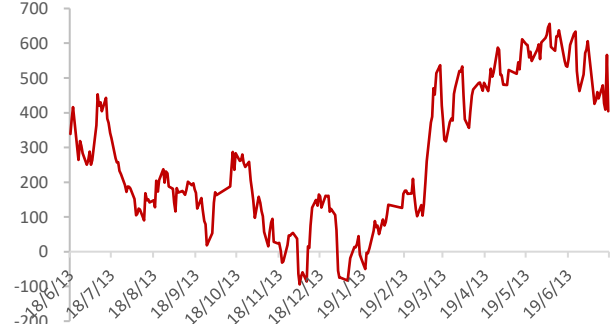

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 20 菜油进口成本与进口利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 21 豆油压榨利润**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 22 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，随着7、8月份油棕进入丰产季，马来、印尼产量将继续增加，而斋月过后需求回落，出口问题将压制产地去库节奏，外盘7月将延续筑底。国内棕油基差及成交情况较好，但后续买船增加了中期供应压力，且连盘与马盘的联动性也使得连棕油反弹乏力，在油脂中表现最弱。

豆油方面，今年美豆种植节奏相对滞后，但由于出口仍存变数，库存反而较往年上升，美豆油上行存压。国内豆油最大的掣肘来自于库存，且在二季度消费淡季，库存在未来两个月仍会增加，豆油基差在油脂中最弱，因此从交割角度看，豆油仍存下行空间。

菜油方面，近期中加方面的消息面炒作暂歇，加之国内油菜籽收获基本结束，供给相对充足，菜油期价震荡回调，不过菜豆、菜棕价差依然较大。若本月仍无消息炒作，菜油期价将跟随油脂继续小幅回落，但下方支撑强于豆油、棕油。

整体上看，菜油在油脂中依旧偏强，棕油内外交困表现最弱。即菜油>豆油>棕油。关于油脂的下一步走势，本月可关注的事项有（1）中美贸易战新进展，关注中国进口美豆节奏；（2）美国NOPA压榨数据，若豆油产量增加将利空内外盘豆油期价；（3）马来西亚SGS出口数据，但出口不力对期价向下的打压作用有限，因预期已逐渐在期价中消化。

#### 四、操作建议

单边：油脂上周震荡偏跌，本周若无消息指引，将小幅修复上涨，但趋势性并不强，豆油逢高沽空为宜。棕油已跌至近四年低位，看空不做空。菜油波动幅度较大，不建议操作。

套利：油粕比方面，近期粕类逐渐止跌反弹，可酌情再次做空油粕比。跨品种方面，豆棕价差已扩大至1200元/吨，做多空间不大，暂先观望。跨期方面，豆油、棕油91反套已摸顶，可反手正套。

### 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。