

油脂仍存上涨驱动，旺季不做空

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂周初窄幅震荡，周四、周五在马盘带动下以棕榈油为首大幅走高，其中棕榈油走势最为猛烈，已突破 6300 一线，周度涨幅近 5%，增仓 20%；豆油、菜油紧随其后，但涨势不及棕油，持仓量也小幅增加。从外盘表现来看，美豆油在美豆和马棕油双重提振下上行，并达到近两年价格高点；马棕油在产地减产的继续催化下站上 3000 点，周四周五均高开高走，市场多头情绪浓重。

后市展望

棕油方面，上周马棕油减产的消息再次为上涨行情推波助澜，在当前的减产季下，多头思路不变。由于当前的天气状况及 12 月减产幅度与 2015 年水平较为接近，加之油棕树年龄老化的新驱动，类比 2015 年棕榈油价格，本轮上涨初步可看到 6500。变数在于明年 1 月在印尼、马来双重提高出口关税后，出口可能会受到制约，若减产幅度不及出口，棕油价格将出现回调。

豆油方面，由于今年备货旺季棕油、菜油价格相对豆油价格偏高，豆油走货良好，虽然开工率季节性增加，但港口库存已降下 80 万吨，为近 5 年库存低点。且在棕油强势上涨的压制下，豆棕价差 12 月始终在 500-600 一线徘徊，明显低于 800-1200 的正常价差水平，在棕油回调期间，豆油表现或较为坚挺，可作为做多的优选品种。

菜油方面，今年菜籽进口量出现腰斩，虽然中美关系近期有所缓和，利好中加关系，但是孟晚舟一案仍未有定论，国内菜籽油供应偏紧的预期不变。不过成也萧何败萧何，菜油价格偏高也同样压缩了其需求，部分需求被其他油脂替代，处于供需两弱的格局，短期大概率弱势跟随油脂涨势，若逢棕油回调，其下方支撑要强于棕油。

整体上看，本着旺季不做空的规律，不建议对油脂进行逃顶。本周相对强弱关系上豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）马来西亚 SGS 出口数据，若出口继续下滑，或推动棕油回调；（2）国内豆油库存，若库存继续下降，或为豆油继续上涨输送动力。

操作建议

单边：棕油短线可跟随马盘日内做多，不建议长期持有；豆油年前可逢回调做多，1月底之前平仓。

套利：油粕比方面，近期油粕比已接近去年水平，达 2.5 附近，但仍存上行空间，油粕比多头可继续持有，若前期末开仓可逢低建多仓。跨品种方面，豆棕价差背靠 500 一线建多单，中线持有。

报告日期 2019-12-30

研究所

史明明

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	5
图 4 豆油量价分析	5
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	6
图 10 油脂间比价	6
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	6768.00	2.39%	514.11	-25.47%	131.16	1.64%
棕油	6,302.00	4.72%	1403.98	-6.23%	161.09	20.23%
菜油	7,748.00	2.26%	123.46	-27.59%	24.06	7.69%
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	0.00 美分/磅	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!
马棕油	3072.00 林吉特/吨	5.42%	5.75	-47.63%	6.51	0.16

上周，国内油脂周初窄幅震荡，周四、周五在马盘带动下以棕榈油为首大幅走高，其中棕榈油走势最为猛烈，已突破6300一线，周度涨幅近5%，增仓20%；豆油、菜油紧随其后，但涨势不及棕油，持仓量也小幅增加。从外盘表现来看，美豆油在美豆和马棕油双重提振下上行，并达到近两年价格高点；马棕油在产地减产的继续催化下站上3000点，周四周五均高开高走，市场多头情绪浓重。

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



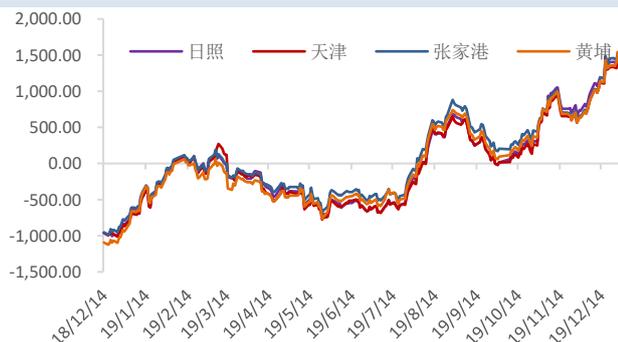
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

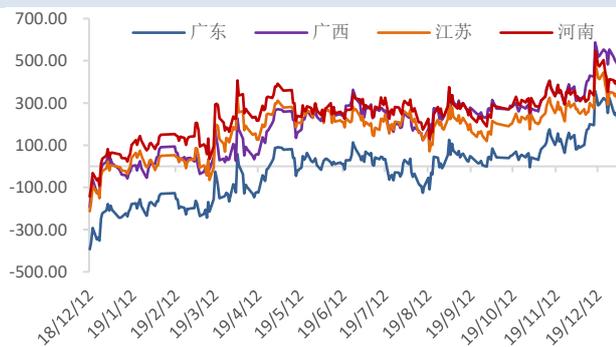


数据来源: Wind、国都期货研究所

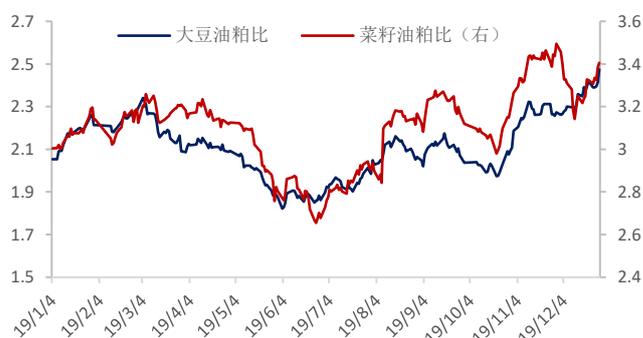
图8 棕榈油基差



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70.10万吨，相较于前一周增加了7.85%。商业库存为74.00万吨，较之前一周增加了3.06%。冬季气温偏低，棕榈油在植物油中的掺混比例下降，港口棕油将持续累库。根据海关总署公布的数据，我国11月棕榈油进口83.97万吨，同比增加51%，环比上升6%，未来库存压力继续增加。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，2019年12月1-20日，马来西亚毛棕榈油产量环比下降16.38%，其中马来半岛下降20.03%，沙巴下降10.86%，沙捞越下降7.36%，马来东部落下降10.11%。对比以往年份12月的减产幅度，去年12月马棕油产量环比下降2.02%，2017年5.59%，2016年6.47%，2015年15.39%，因此可认为今年12月减产幅度已超出减产季应有的减产幅度，接近2015年减产水平，若以此为依据类比当年棕油价格，在2016年棕油价格最高时达到6550，结合当前棕油价格，后续或仍存上涨空间，天气市主导期价的格局或将一直存在。据印尼贸易部，鉴于棕榈油价高于729.72美元/吨的基准价，印尼将于2020年1月征收50美元/吨的棕榈油出口关税。预计短期进口成本提振仍在，且此举利多马棕油出口，利多期价。

后续来看，马来12月月度供需报告显示去库不及预期，12月出口数据也继续下滑，据ITS周三公布的数据，马来12月1-25日棕榈油出口量较上月同期减少12.8%至103.59万吨。若1月MPOB报告中出口继续下滑，价格大概率会有所回调。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为76.30万吨，较之前一周降低了-27.61%。商业库存为99.64万吨，较之前一周下降了-6.08%。由于年前备货推动了油厂备货，加之棕油、菜油价格相对偏高，部分需求也转向豆油，豆油去库速度较快，港口库存已降至近5年低点。

据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，2019年下半年（7月到12月）中国大豆进口量将比大豆压榨量高出700吨。作为对比，去年同期的大豆进口量比压榨量低了570吨。报告称，虽然2020年有望恢复，但是2019/20年度（9月到次年8月）中国大豆压榨量预计仍将创造下一个四年来的最低水平，利多豆油走势。

菜油

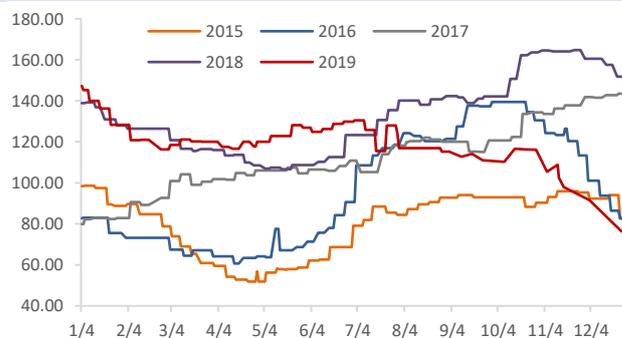
截至上周五，菜油商业库存为34.61万吨，与上周34.89万吨的水平基本持平。菜籽库存为15万吨，较前一周的19.2万吨下降了21.88%。从到港情况看，12月有15万吨菜籽到船，明年1月有15吨到港，未来供给依然偏紧。

图 11 棕油港口库存



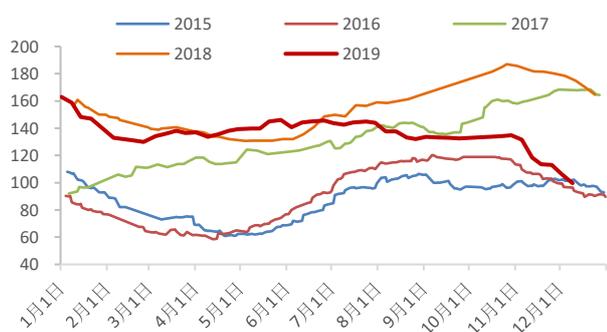
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 豆油港口库存



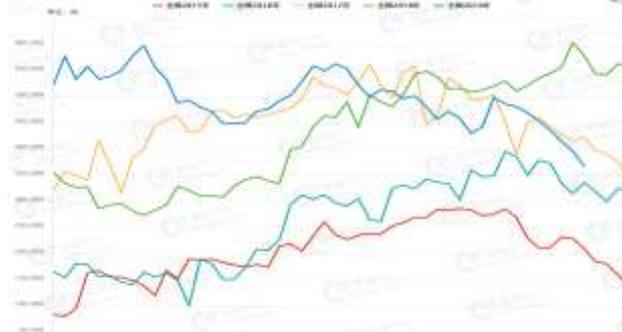
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油商业库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

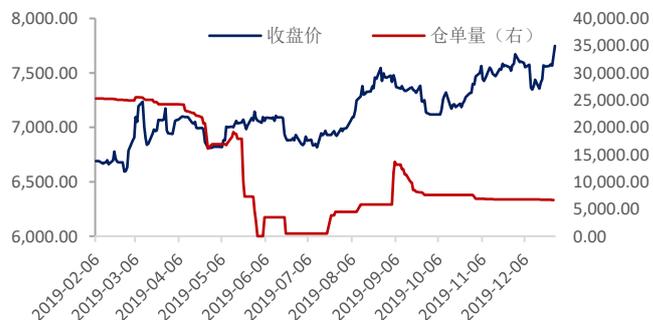
图 14 菜油商业库存



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, 南美豆油进口成本提高-84.7 元/吨至5384.8 元/吨, 进口利润增加230.7 元/吨至1383.2 元/吨, 豆油进口利润持续上涨。棕油进口成本增加80.1 元/吨至6277.8 元/吨, 进口利润增加169.9 元/吨至24.2 元/吨, 棕榈油进口利润贴水状态有所恢复。菜油的进口成本降低-70.7 元/吨至5604.0 元/吨, 进口利润增加261.7 元/吨至2144.0 元/吨, 国际菜籽价格小幅调降, 菜油进口利润高度升水。

从压榨利润看, 豆油压榨利润增加12.2 元/吨至45.7 元/吨, 受年前备货影响, 油厂开机率从上周的45.72%提高至50.91%。菜油压榨利润提高77.2 元/吨至662.9 元/吨, 开机率与上周水平持平, 一直在20.35%。

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

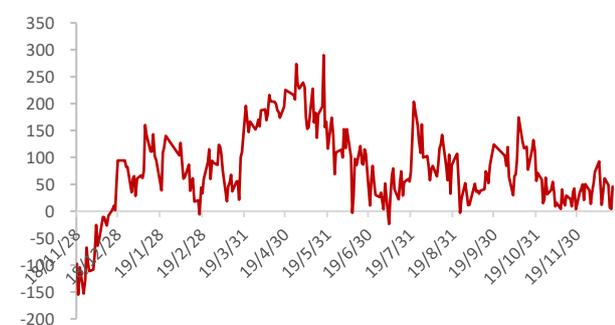

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 棕油进口成本与进口利润

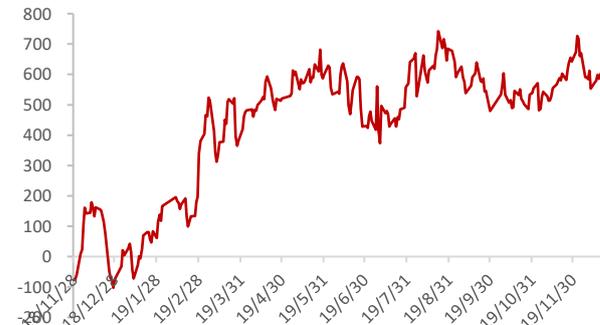

数据来源: Wind、国都期货研究所

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，上周马棕油减产的消息再次为上涨行情推波助澜，在当前的减产季下，多头思路不变。由于当前的天气状况及12月减产幅度与2015年水平较为接近，加之油棕树年龄老化的新驱动，类比2015年棕榈油价格，本轮上涨初步可看到6500。变数在于明年1月在印尼、马来双重提高出口关税后，出口可能会受到制约，若减产幅度不及出口，棕油价格将出现回调。

豆油方面，由于今年备货旺季棕油、菜油价格相对豆油价格偏高，豆油走货良好，虽然开工率季节性增加，但港口库存已降下80万吨，为近5年库存低点。且在棕油强势上涨的压制下，豆棕价差12月始终在500-600一线徘徊，明显低于800-1200的正常价差水平，在棕油回调期间，豆油表现或较为坚挺，可作为做多的优选品种。

菜油方面，今年菜籽进口量出现腰斩，虽然中美关系近期有所缓和，利好中加关系，但是孟晚舟一案仍未有定论，国内菜籽油供应偏紧的预期不变。不过成也萧何败萧何，菜油价格偏高也同样压缩了其需

求，部分需求被其他油脂替代，处于供需两弱的格局，短期大概率弱势跟随油脂涨势，若逢棕油回调，其下方支撑要强于棕油。

整体上看，本着旺季不做空的规律，不建议对油脂进行逃顶。本周相对强弱关系上豆油>棕油>菜油。关于油脂的下一步走势，本周可关注的事项有（1）马来西亚SGS出口数据，若出口继续下滑，或推动棕油回调；（2）国内豆油库存，若库存继续下降，或为豆油继续上涨输送动力。

四、操作建议

单边：棕油短线可跟随马盘日内做多，不建议长期持有；豆油年前可逢回调做多，1月底之前平仓。

套利：油粕比方面，近期油粕比已接近去年水平，达2.5附近，但仍存上行空间，油粕比多头可继续持有，若前期未开仓可逢低建多仓。跨品种方面，豆棕价差背靠500一线建多单，中线持有。

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，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。