

空头思路不变，谨防减产数据风险

主要观点

行情回顾

上周，由于国庆节后油脂消费热度下降，加之棕油产地出口数据利空的影响，国内三大油脂先涨后跌，棕油带动效应明显，菜油则表现相对坚挺。从成交持仓情况来看，棕油成交量略有放大，菜油成交量则有所下降；各油脂沉淀资金均有所增加。从外盘情况来看，由于美豆价格和国际油脂价格双重带动下美豆油小幅调整至 33 美分附近；马棕油在 3000 点附近失去支撑，期价再度回落至 2900 一线。

后市展望

棕油方面，上周马来产地减产利多与出口下降的利空消息并存，多空双方在 6000 一线的争夺较为激烈，料本周产地的高频出口数据及产量数据对盘面的影响力将加强，若出口下降力度大于减产力度，未来走势大概率偏空。且从国内角度来看，随着天气逐渐转凉，棕榈油在植物油中的掺混下降，港口库存或逐渐上升，施压棕榈油价格。

豆油方面，受到拉尼娜气候影响，巴西南部地区气候干燥，在当下大豆播种期，大豆播种率受降水匮乏影响明显低于往年，支撑美豆价格。不过鉴于美豆已到 1000 美分附近，向上突破动力略显不足，因此仍需进一步利好消息支撑。同时，国内双节备货旺季过后，10 月后期油脂消费逐渐走向低迷，豆油在成本端支撑偏弱、需求端表现乏力的情况下，存在走弱预期。

菜油方面，基本面偏紧的格局较之往常无异，菜油相比于豆油和棕榈油，明显缺乏炒作点，只能被动跟随其他油脂上涨，不过由于菜油供面最为紧张，跌幅相较于豆油和棕榈油也较小，下方支撑较为有力。

整体上看，油脂在当下价格高位，下行的空间明显大于上行空间，前期空头思路不变。不过鉴于大豆、棕榈油的减产预期对期价存在支撑，料趋势性下跌仍需进一步数据确认。相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。

操作建议

单边：棕油 01 合约空单分阶段逢高入场，目标位暂看 5800 一线。

套利：油粕比方面，油粕比已有明显回落，空头套利可继续参与，目标位暂看 1.8 附近。跨品种方面，豆棕 01 合约价差多头逢低入场，目标位暂看 1200 附近。

报告日期 2020-10-18

研究所

史玥明

油脂期货分析师

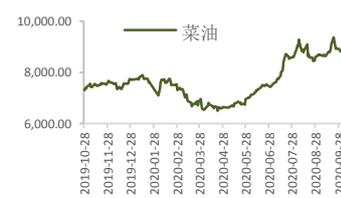
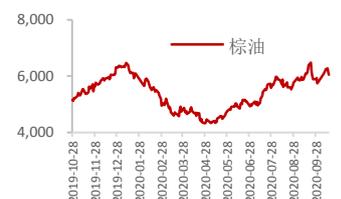
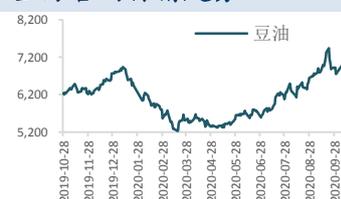
从业资格号：F3048367

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.....	11
四、操作建议.....	12

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	9
图 16 太平洋海温异常指数	9
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	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	6992.00	-0.26%	356.32	0.45%	52.27	0.79%
棕油	6,052.00	0.50%	514.05	18.35%	36.90	6.22%
菜油	9,094.00	0.92%	220.94	-12.95%	14.32	13.85%
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	33.01 美分/磅	-2.94%	29.31	-20.60%	15.63	-8.61%
马棕油	2869.00 林吉特/吨	-1.54%	11.96	13.15%	6.85	0.31

上周，由于国庆节后油脂消费热度下降，加之棕油产地出口数据利空的影响，国内三大油脂先涨后跌，棕油带动效应明显，菜油则表现相对坚挺。从成交持仓情况来看，棕油成交量略有放大，菜油成交量则有所下降；各油脂沉淀资金均有所增加。从外盘情况来看，由于美豆价格和国际油脂价格双重带动下美豆油小幅调整至33美分附近；马棕油在3000点附近失去支撑，期价再度回落至2900一线。

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



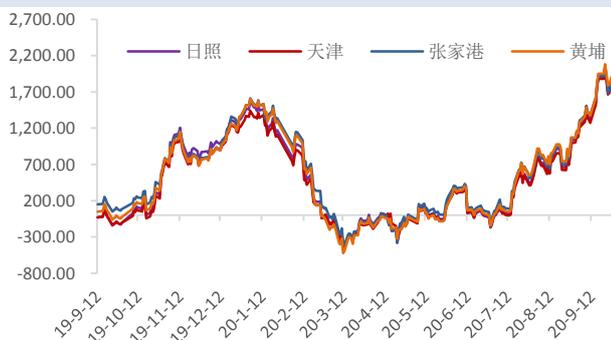
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



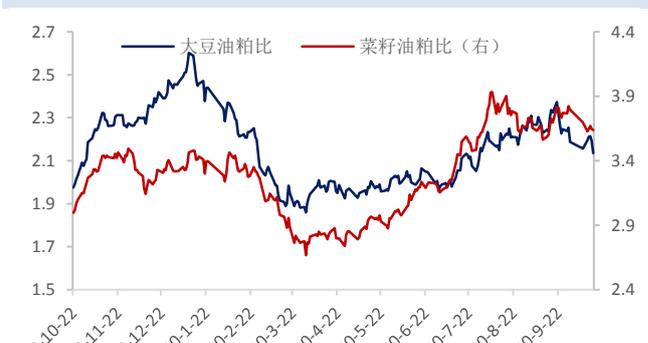
数据来源：Wind、国都期货研究所

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35.40万吨，相较于前一周增加了15.31%。虽然棕榈油库存仍处于往年同期低位，但按照库存的季节性规律，随着天气转凉，棕榈油由于熔点偏高，在油脂中的掺混比例将下降，未来消费或逐渐走弱，库存料在11月后逐渐增加。不过当下进口货源仍然供应偏紧，预计11月之前，库存都不会上升得太快。据海关到港数据预估，10

月到港62万吨，11月预估在62万吨，较之上周调增了5万吨，关注后续到港实际情况及走货进展。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的数据显示，马来西亚2020年9月棕榈油产量环比增0.32%至186.9万吨（预期191~196）；出口环比增1.88%至161万吨（预期168~172）；库存环比增1.24%至172.5万吨（预期167~172）。9月期末库存略高于预期，不过由于产量低于预期，报告整体呈现中性。根据马来船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚10月1-15日棕榈油出口量为76.01万吨，较上月同期的77.92万吨减少2.5%。相较于马来西亚10月1-10日环比增加12.4%，马来棕榈油出口存在走弱预期，施压棕榈油价格。不过据西马南方棕榈油协会（SPPOMA）发布的数据显示，10月1日-15日马来西亚棕榈油产量比9月降12.23%，单产降14.70%，出油率增0.47%，拉尼娜强降雨及季节性固有的减产预期仍然存在。因此在减产及出口下降预期双重存在的情况下，库存的变动将取决于两者下降程度孰轻孰重，料短期市场多空博弈将较强，关注棕油价格在6000一线的争夺情况。从中长期角度来看，如果马来地区强降雨天气对采摘工作影响逐渐淡化，产量逐渐恢复正常年份水平，价格大概率在冬季消费下滑的影响下回落。

印尼产地方面，据印尼棕榈油协会GAPKI公布的数据显示，印尼8月棕榈油产量为480.90万吨，环比上升6.65%；出口量为268万吨，较上月下滑14.4%；因此8月印尼棕榈油库存增至446万吨，高于7月的362万吨，数据利空棕榈油走势。且据印尼能源部表示，1-9月印尼利用棕榈油生产的未掺混生物柴油消费量为617万千升，印尼2020年末掺混生物柴油消费量预计为960万千升，因此本年度印尼生柴消费量大概率难及预期，后续若减产力度偏小，或将继续累库，施压油脂走势。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为118.80万吨，较之前一周减少了-0.42%。同以往年份豆油的库存水平相比，当下豆油库存基本处于近五年同期均值。后续来看，根据海关大豆到港数据预估，10月在866.3万吨左右，11月在850万吨左右，12月在810万吨左右，未来大豆的到港压力依然较大，且由于豆粕需求在生猪养殖逐渐修复的情况下好转，油厂压榨继续维持高位，豆油供应压力或在四季度后期显现，但也需关注豆油收储节奏进行综合判断。

国际方面，鉴于拉尼娜天气在四季度增强，未来巴西和阿根廷新季大豆很可能将出现减产，美豆价格下方支撑仍然偏强。根据美国全国油籽加工商协会（NOPA）发布数据显示，美国9月大豆压榨量降至年内最低水准，但略高于交易商的预期。9月大豆压榨量为1.61491亿蒲式耳，低于8月的1.65055亿蒲式耳，但高于2019年9月的1.52566亿蒲式耳。9月底NOPA

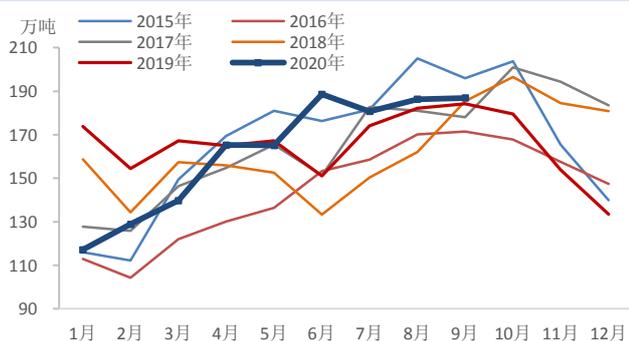
会员单位的豆油库存量降至14.33亿磅，为近11个月低位，较8月底的15.19亿磅环比下降5.66%，数据利多美豆油走势，但鉴于上周后半周国际油脂普遍回调，数据提振效果有限。

菜油

截至上周五，菜油商业库存为19.8万吨，较上周的19.83万吨减少0.03万吨。菜籽库存为34.3万吨，较前一周的39.8万吨减少5.5万吨。从海关总署公布的油菜籽到港情况看，10月预估到港30.3万吨，11月为12万吨，12月为24万吨。整体来看未来菜油供给偏紧的基本面仍未改变，这从上周油脂回调过程中菜油表现最为坚挺也可以加以印证，因此菜油在9000附近支撑依然较强。

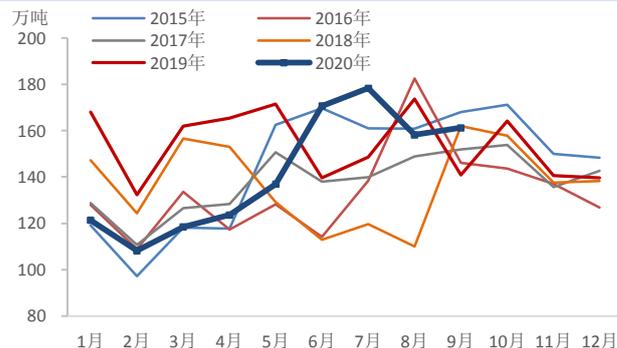
据加拿大油籽加工工业协会COPA公布的油籽压榨数据，2020年8月加拿大油菜籽压榨量为83.03万吨，环比增加2.91%；8月菜籽油产量为36.34万吨，环比增加2.34%；菜粕产量为46.51万吨，环比增加3.75%。在加拿大对中国油菜籽进口减少的情况下，该国油菜籽压榨持续增加。

图 11 马来棕榈油月度产量



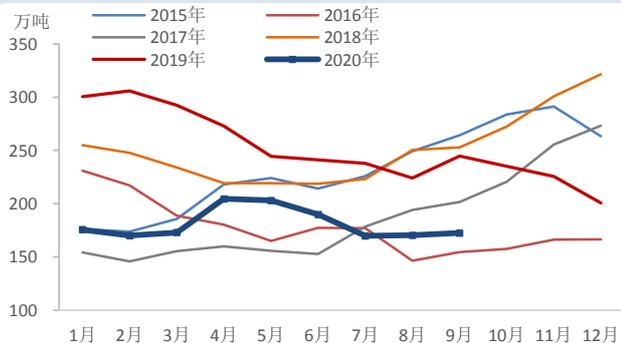
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



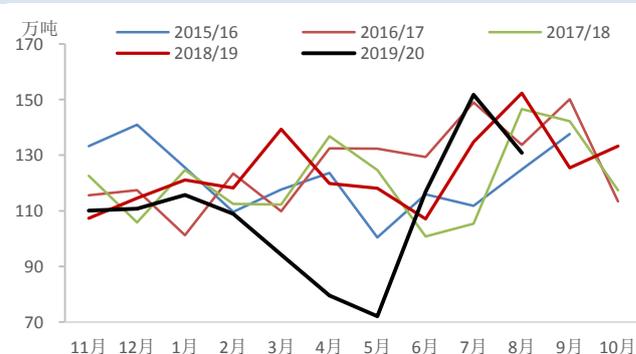
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



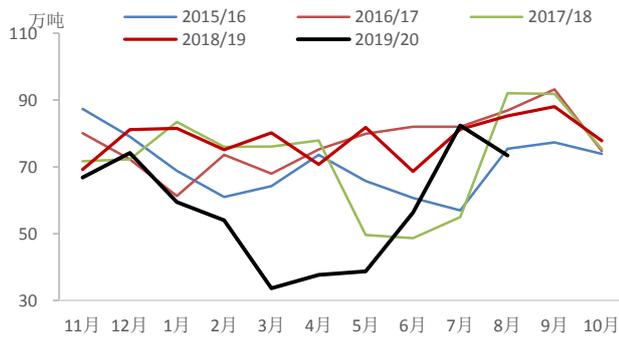
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



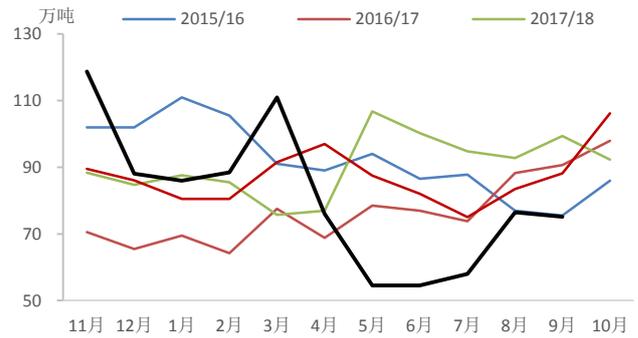
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



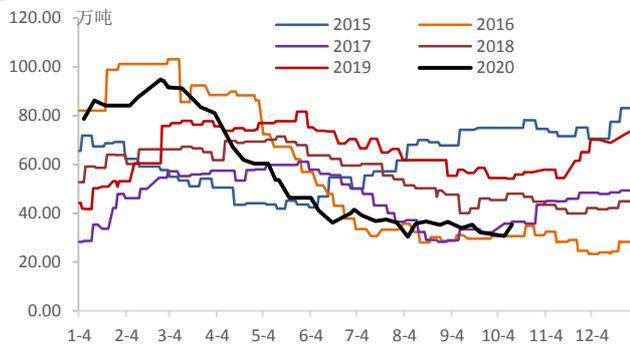
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



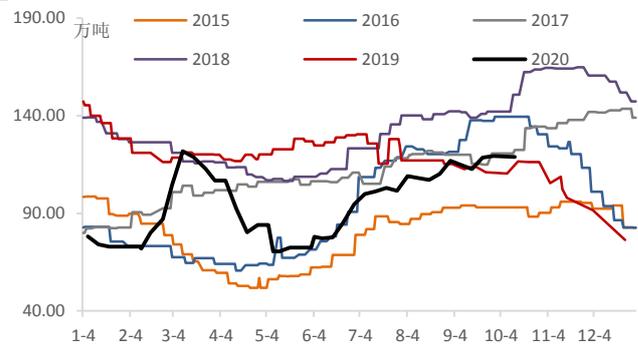
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



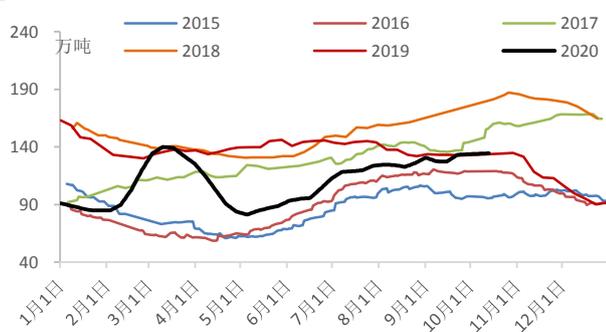
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



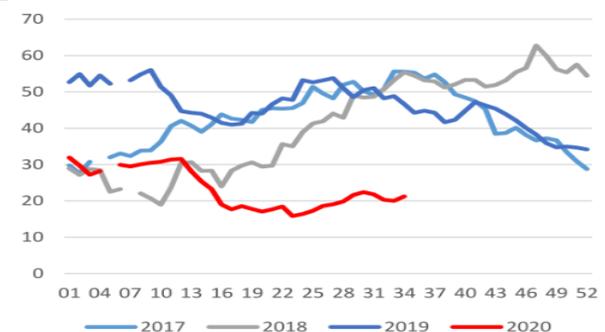
数据来源: Wind、国都期货研究所

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: 天下粮仓、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，南美豆油进口成本降低72.8 元/吨至6551.0 元/吨，进口利润提高28.8 元/吨至441.0 元/吨，进口利润继续上升。棕油进口成本降低3.5 元/吨至6351.8 元/吨，进口利润降低26.5 元/吨至-299.8 元/吨，由于国内棕榈油跌幅大于外盘，进口利润贴水状态略有加深。菜油的进口成本提高272.6 元/吨至6879.1 元/吨，进口利润降低220.6 元/吨至2214.9 元/吨，菜油进口利润小幅下降，但相较于往年进口利润水平仍处于相对高位。

从压榨利润看，豆油压榨利润降低25.5 元/吨至-41.2 元/吨，油厂开工率从前一周的53.94%降低至39.95%，周内压榨量下降48.605万吨至138.755万吨，虽然在国庆期间压榨小幅下降，但未来在进口大豆大量到港的预期下，后续压榨开工率大概率将再度回到50%以上；菜油压榨利润提高108.5 元/吨至982.5 元/吨，油厂开工率从前一周的29.54%下降至26.63%，周内压榨量下降1万吨至5.1万吨。由于菜籽量有限，料后续压榨开工率中长期将维持在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

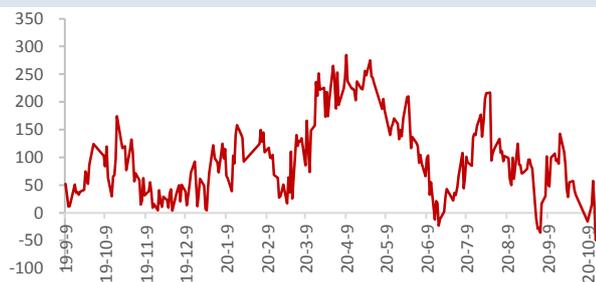


数据来源：Wind、国都期货研究所

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

三、后市展望

棕油方面，上周马来产地减产利多与出口下降的利空消息并存，多空双方在6000一线的争夺较为激烈，料本周产地的高频出口数据及产量数据对盘面的影响力将加强，若出口下降力度大于减产力度，未来走势大概率偏空。且从国内角度来看，随着天气逐渐转凉，棕榈油在植物油中的掺混下降，港口库存或逐渐上升，施压棕榈油价格。

豆油方面，受到拉尼娜气候影响，巴西南部地区气候干燥，在当下大豆播种期，大豆播种率受降水匮乏影响明显低于往年，支撑美豆价格。不过鉴于美豆已到1000美分附近，向上突破动力略显不足，因此仍需进一步利好消息支撑。同时，国内双节备货旺季过后，10月后期油脂消费逐渐走向低迷，豆油在成本端支撑偏弱、需求端表现乏力的情况下，存在走弱预期。

菜油方面，基本面偏紧的格局较之往常无异，菜油相比于豆油和棕榈油，明显缺乏炒作点，只能被动跟随其他油脂上涨，不过由于菜油供面最为紧张，跌幅相较于豆油和棕榈油也较小，下方支撑较为有力。

整体上看，油脂在当下价格高位，下行的空间明显大于上行空间，前期空头思路不变。不过鉴于大豆、棕油的减产预期对期价存在支撑，料趋势性下跌仍需进一步数据确认。相对强弱关系上菜油>豆油>棕油。

四、操作建议

单边：棕油01合约空单分阶段逢高入场，目标位暂看5800一线。

套利：油粕比方面，油粕比已有明显回落，空头套利可继续参与，目标位暂看1.8附近。跨品种方面，豆棕01合约价差多头逢低入场，目标位暂看1200附近。

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。