

## 多空博弈加强，油脂短期或维持高位震荡格局

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂走势略有分化，豆油、棕榈油先跌后涨，菜油震荡走弱，但下方支撑仍然较强。从现货价格来看，油脂各现货价格走势继续弱于盘面，基差呈现收敛格局。从资金面情况来看，成交活跃度与沉淀资金均有所下降，概因主力合约换月及部分多头资金止盈。从外盘表现上看，美豆油走势受国际油脂价格影响略强于美豆，周内先跌后涨。马棕油仍在 3350 一线维持高位震荡，减产背景下走势仍较为坚挺。

#### 后市展望

棕油方面，上周马来 MPOB 报告继续坐实减产一事，供给端的利多驱动仍然存在，但由于盘面此前已充分交易减产预期，进一步提涨动力将弱于此前，更多为提供支撑作用。需求端角度来看，继印度调低马棕油进口关税后，12 月上旬马棕油出口并未见到好转，因此在产量和出口同步下降的情况下，盘面多空力量博弈将加强，短期料继续维持高位震荡格局。

豆油方面，美国 USDA 供需报告中对于年度的大豆库存调降幅度不及预期，短期将给美豆带来回调压力，但从中期角度来看，拉尼娜对于南美产区的影响仍然存在，未来在天气因素的提振下美豆大概率存在续涨可能，国内豆油成本端支撑仍然较强。从国内豆油基本面来看，由于库存持续去化，若无马盘影响，豆油未来在油脂中的走势将偏强。

菜油方面，鉴于菜籽库存持续维持低位，油厂压榨开工率也不超 30%，菜油供给面仍然短缺，除价格高之外不存在下跌基础，短期重点关注其他油脂走势对菜油的弱联动效应及中美、中加之间关系变动对盘面的影响。

整体上看，产地减产问题仍然存在，且话题热度可能一直持续到明年一季度，加之眼下即将步入国内油脂春节备货阶段，油脂多方暂占上风。相对强弱关系上，各油脂短期走势或有分化，其中菜油>豆油>棕油。

#### 操作建议

单边：上周五棕油 05 合约突破前高后回落，上冲动力暂看不足，关注其在 6300 附近支撑情况，若支撑较强，短多可继续入场。

套利：产业套利方面，短期粕类走势较弱，可酌情做空油粕比。跨品种方面，豆棕 05 合约价差已回落至 900 附近，可重新入场做多。

报告日期 2020-12-13

研究所

史玥明

油脂期货分析师

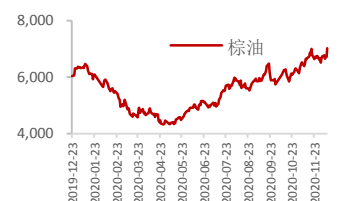
从业资格号：F3048367

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.....	10
四、操作建议.....	11

## 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 .....	8
图 16 太平洋海温异常指数 .....	8
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 .....	10
图 28 菜油压榨利润.....	10

## 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	7954.00	0.61%	210.50	-28.96%	22.57	-37.89%
棕油	7,022.00	4.84%	243.41	-38.37%	6.27	-71.55%
菜油	9,572.00	-1.80%	153.88	-22.23%	5.08	-43.14%
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	38.29 美分/磅	-0.31%	28.65	-3.53%	9.42	-32.04%
马棕油	3407.00 林吉特/吨	-0.93%	10.81	-16.97%	5.94	-1.22

上周，国内油脂走势略有分化，豆油、棕榈油先跌后涨，菜油震荡走弱，但下方支撑仍然较强。从现货价格来看，油脂各现货价格走势继续弱于盘面，基差呈现收敛格局。从资金面情况来看，成交活跃度与沉淀资金均有所下降，概因主力合约换月及部分多头资金止盈。从外盘表现上看，美豆油走势受国际油脂价格影响略强于美豆，周内先跌后涨。马棕油仍在3350一线维持高位震荡，减产背景下走势仍较为坚挺。

### 图1 油脂主力合约走势



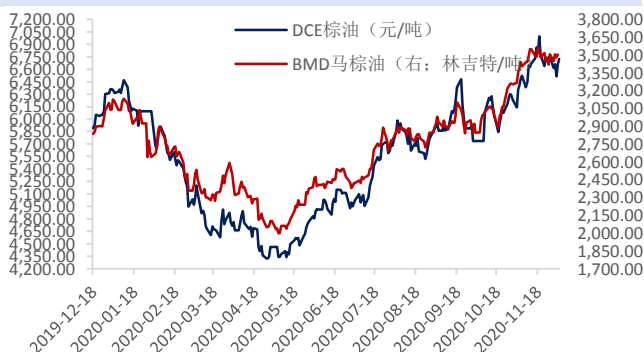
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



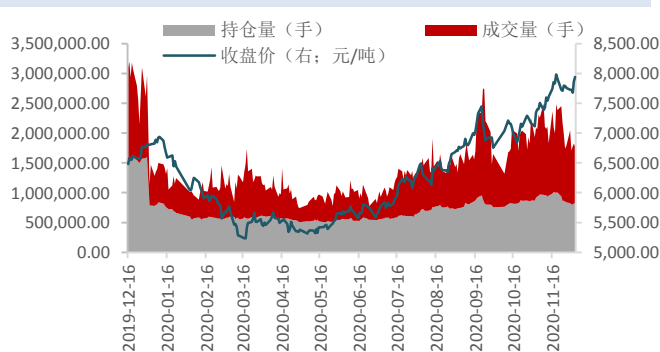
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势



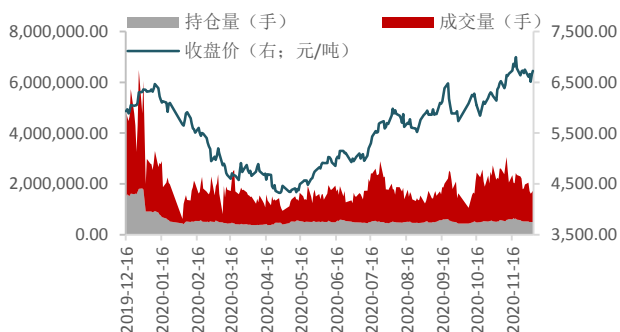
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图4 豆油量价分析



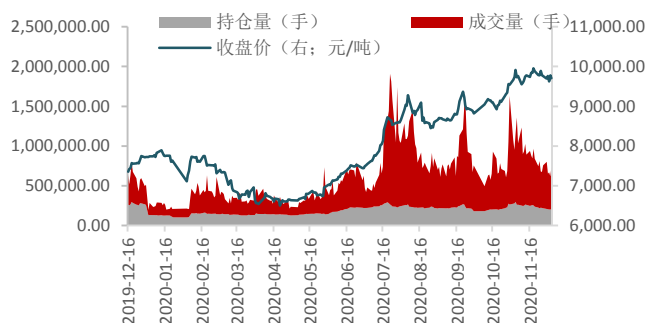
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



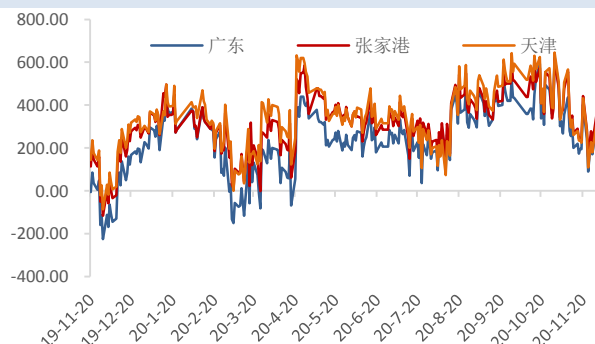
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



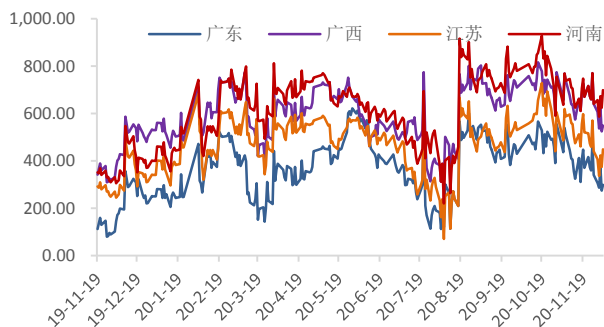
数据来源：Wind、国都期货研究所

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48.50万吨，相较于前一周减少了-0.41%。从10月开始，港口库存陆续增加，上周虽小幅回落，但当下港口库存相较于往年同期处于偏高水平，仅次于去年。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，未来消费或继续走弱，累库状态大概率延续。据海关到港数据预估，12月预估到港75万吨，现货端供应越发宽松，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）上周四公布的供需报告，马来西亚2020年11月棕榈油产量环比下降13.51%至149.16万吨，低于此前三大机构预测的152-155万吨的产量区间；出口环比下降22.16%至130.33万吨，低于预期的138.4-140万吨；库存环比小幅下降0.58%至156.45万吨，基本与上月水平持平，略高于预期的153.5-155万吨。整体来看，虽然出口不及预期导致库存高于此前预估，但产量数据进一步加强了减产的观点，报告多空并存，短期油脂盘面在多空博弈下维持强势的可能性较大。未来关注点更多需转向出口方面，鉴于印度方面调降了对马棕油的进口关税，12月后马棕油出口或受提振，不过根据船运调查机构ITS上周四公布的数据显示，马来西亚12月1-10日棕榈油出口量40.29万吨，较11月1-10日出口的42.84万吨减少6.0%，可见12月出口继续转弱。若后续马来出口继续低迷，减产季过后马棕油库存将逐渐回升，届时盘面将向空头倾斜，长线空头观点不变。

印尼产地方面，根据上周三一份商品研究报告显示，多雨季节导致的局部地区洪涝担忧促使分析师下调2020/21年度印尼棕榈油产量预估至4720万吨，较此前预估下滑2.2%，但相较于往年产量水平，如果预期兑现，2020/21年度产量将与2018/19年度产量水平相近，供应端仍较充足，利多有限。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为95.20万吨，较之前一周减少了-5.56%。入冬以来，豆油的去库持续进行，上周已经跌下100万吨。根据海关数据显示，中国11月大豆进口量为959万吨，高于去年同期的828万吨，且高于10月的870万吨。根据海关大豆到港数据预估，12月预估较前一周调高6.6万吨至932.8万吨，明年1月维持800万吨到港预估不变，2月预估到港630万吨，未来大豆的到港压力依然较大，不过12月中后期油厂备货逐渐启动，豆油将步入春节备货旺季，库存或存进一步下降可能。

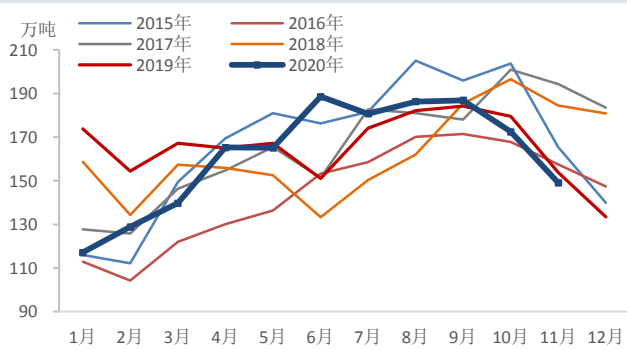
根据美国上周公布的USDA月度供需报告，2020/21年度美豆种植面积和单产未做调整，但因大豆压榨利润较高，美豆压榨量增加了1500万蒲式耳至21.95亿蒲式耳，在出口不变的情况下，预计2020/21年大豆期末库存为1.75亿蒲式耳，这将是2013/2014年以来的最低水平，但由于去库数据不及此前预期，在短期利多出尽的情况下，料美豆将陷入调整，利空国内豆类走势。但从中长期角度来看，美豆价格中的天气升水仍然存在，且有可能随着干旱气候对产量的影响进一步凸显，天气炒作也逐渐升温。因此美豆期价仍维持看涨观点，未来进口成本端的支撑仍然较强。



菜油

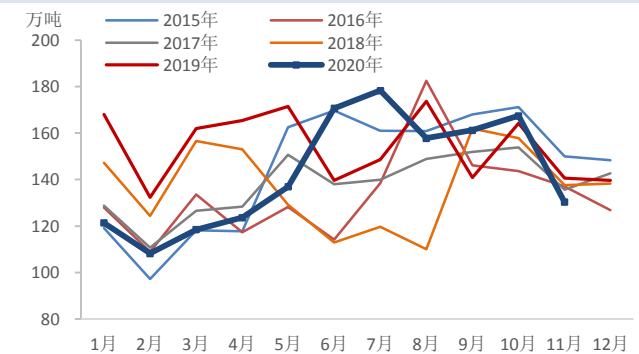
截至上周五,菜油商业库存为17.85万吨,较上周的18.04万吨减少0.19万吨,已连续第三周下降。菜籽库存为24.9万吨,较前一周的23.4万吨增加1.5万吨。从海关总署公布的油菜籽到港情况看,12月预估到港36.1万吨,1月预估到港18万吨。整体来看,未来菜油供给偏紧的基本面仍未改变,若油脂整体出现回调,菜油大抵是表现最坚挺且独立的品种。从孟晚舟案件进展来看,上周孟晚舟引渡案继续在加拿大不列颠哥伦比亚省高等法院审理,孟晚舟出庭,但并没有和美国司法部达成“协议”,料短期菜油走势将继续维持强势。

图 11 马来棕榈油月度产量



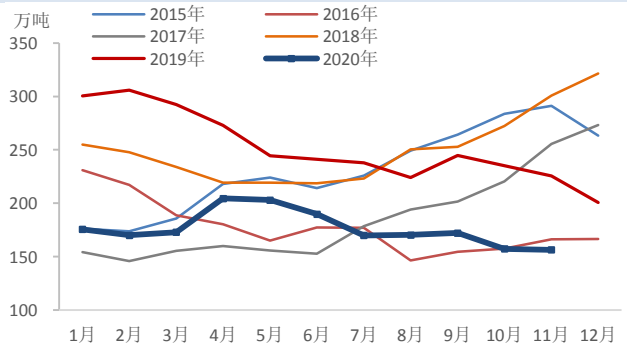
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



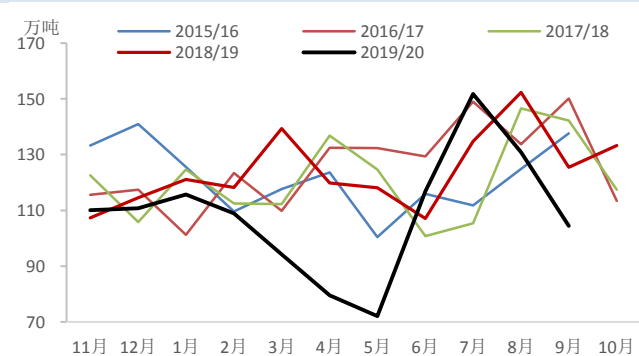
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



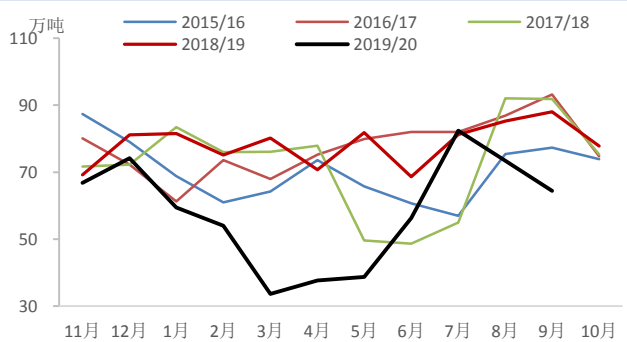
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



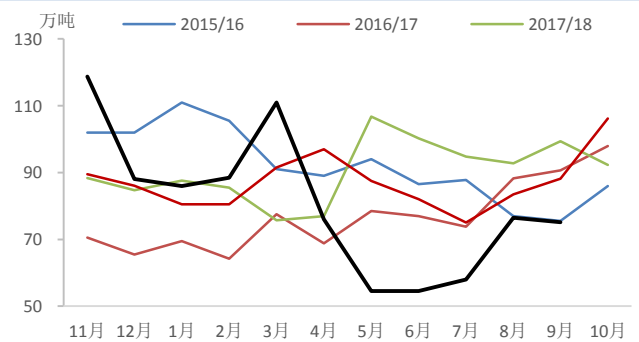
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



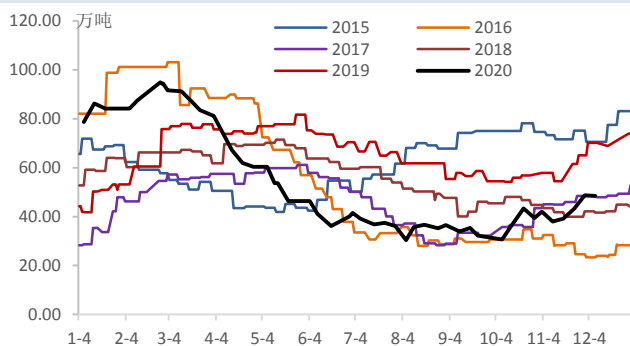
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存

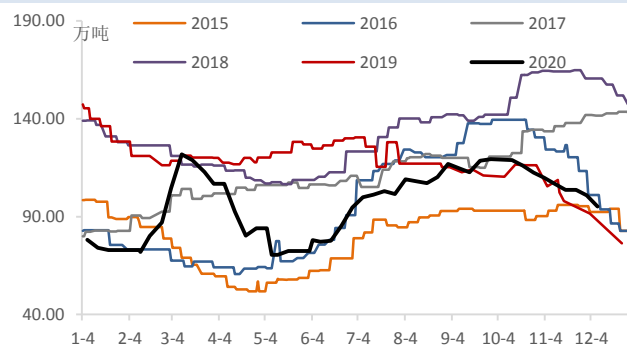


数据来源: NOAA、国都期货研究所

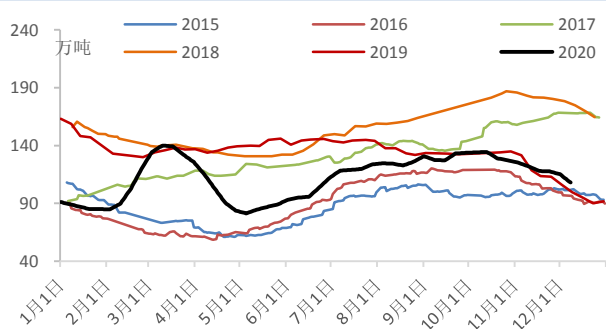


**图 17 棕油港口库存**


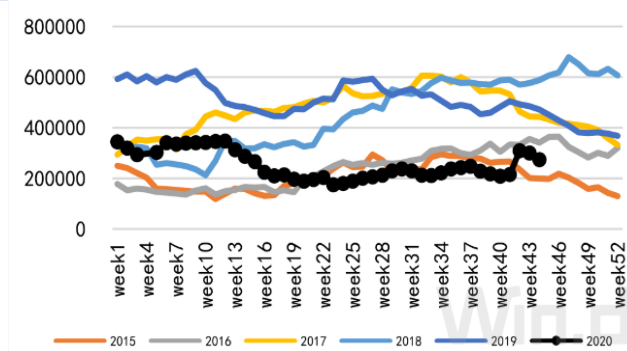
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


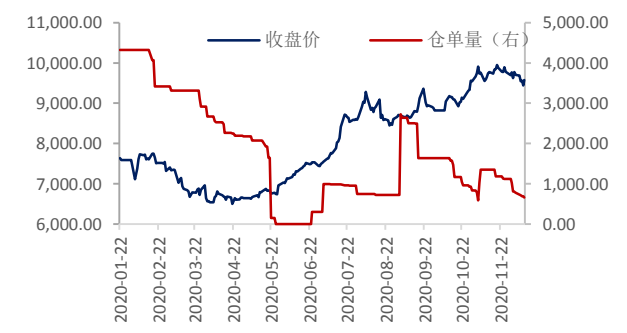
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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, 南美豆油进口成本下降-134.1 元/吨至5462.3 元/吨, 进口利润提高146.1 元/吨至2491.7 元/吨, 由于国内豆油价格偏高, 进口利润仍然维持高度升水状态。棕油进口成本增加361.7 元/吨至7592.0 元/吨, 进口利润下降-63.7 元/吨至-570.0 元/吨, 由于上周棕油内盘涨幅不及外盘, 进口利润继续下滑, 棕榈油进口利润贴水增加。菜油的进口成本增加119.2 元/吨至6524.7 元/吨, 进口利润降低-248.2 元/吨至3047.3 元/吨, 由于国际菜籽提价, 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。

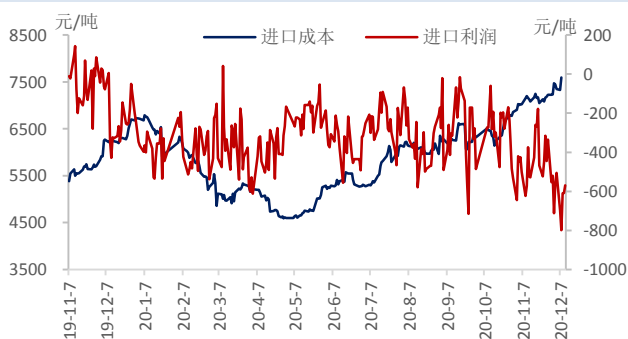
从压榨利润看，豆油压榨利润增加33.8 元/吨至139.2 元/吨，油厂开工率从前一周的52.64%下降至51.11%，周内压榨量减少5.36万吨至178.97万吨，预计未来在进口大豆大量到港的情况下，压榨开工率大概率将继续维持高位。菜油压榨利润减少-79.8 元/吨至645.3 元/吨，油厂开工率从前一周的18.89%提高至24.21%，周内压榨量增加1.1万吨至5万吨，由于冬季油脂消费增加，菜油压榨开工率已连续两周抬升，但由于菜籽量有限，料后续压榨开工率中长期将维持在30%以下。

**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**

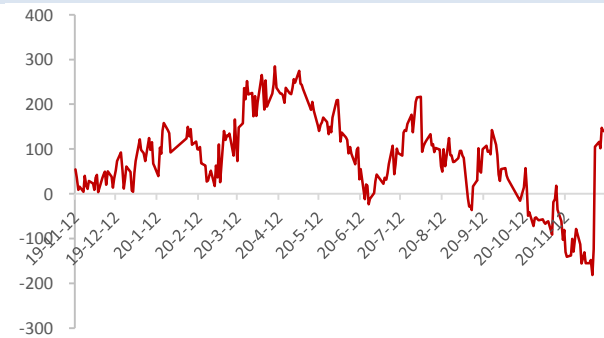

数据来源：Wind、国都期货研究所

**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MPOB报告继续坐实减产一事，供给端的利多驱动仍然存在，但由于盘面此前已充分交易减产预期，进一步提涨动力将弱于此前，更多为提供支撑作用。需求端角度来看，继印度调低马棕油进口关税后，12月上旬马棕油出口并未见到好转，因此在产量和出口同步下降的情况下，盘面多空力量博弈将加强，短期料继续维持高位震荡格局。

豆油方面，美国USDA供需报告中对于年度的大豆库存调降幅度不及预期，短期将给美豆带来回调压力，但从中期角度来看，拉尼娜对于南美产区的影响仍然存在，未来在天气因素的提振下美豆大概率存在续涨可能，国内豆油成本端支撑仍然较强。从国内豆油基本面来看，由于库存持续去化，若无马盘影响，豆油未来在油脂中的走势将偏强。

菜油方面，鉴于菜籽库存持续维持低位，油厂压榨开工率也不超30%，菜油供给面仍然短缺，除价格高之外不存在下跌基础，短期重点关注其他油脂走势对菜油的弱联动效应及中美、中加之间关系变动对盘面的影响。

整体上看，产地减产问题仍然存在，且话题热度可能一直持续到明年一季度，加之眼下即将步入国内油脂春节备货阶段，油脂多方暂占上风。相对强弱关系上，各油脂短期走势或有分化，其中菜油>豆油>棕油。

### 四、操作建议

单边：上周五棕油05合约突破前高后回落，上冲动力暂看不足，关注其在6300附近支撑情况，若支撑较强，短多可继续入场。

套利：产业套利方面，短期粕类走势较弱，可酌情做空油粕比。跨品种方面，豆棕05合约价差已回落至900附近，可重新入场做多。

### 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。