

## 油脂库存走高，做空仍需谨慎

### 主要观点

#### 行情回顾

国庆节后第一周，国内油脂延续高位震荡格局，其中菜油表现偏强，棕油、豆油受多空消息来回影响涨幅有限。从基差角度来看，豆油、棕油基差与上周末相比略有缩窄，但仍现货价格仍高度升水盘面，菜油基差在平水附近窄幅震荡。从资金角度来看，节后资金尚未恢复节前热度，油脂板块沉淀资金小幅流出。但由于行情波动较大，盘面成交均有所放大。从外盘情况来看，由于美豆临近上市，美豆单产又有所上调，近期美豆价格缺乏提振，周内小幅下探；马棕油产量与出口端均存在消息扰动，期价先跌后涨，在 5000 附近面临较大突破阻力。

#### 后市展望

棕油方面，马来西亚 MPOB 报告数据公布减产，但鉴于此前盘面已对该消息有所反映，一定程度上相当于利多出尽，继续上行需要新的消息面刺激。本周可关注印度调整进口关税后马来西亚的出口情况以及印尼禁止毛棕油出口的新政策，若印尼禁止出口的政策落地，未来马来西亚出口将明显增加，利于马棕油去库，棕榈油价格或迎来新提振。但若市场无新消息面，国内高企的库存以及节后高开的 K 线缺口将令期价面临较大的下行压力。

豆油方面，近期美豆进入上市阶段，出口压力施压美豆期价，加之巴西豆进入播种阶段，播种进度快于往年，也从供应端利空美豆价格，外盘短期大概率震荡偏弱。国内豆油库存虽有抬升，但在进口大豆不及预期、油厂限电阻碍压榨的情况下，豆油库存不会上升太快，若棕油无利多提振，豆棕价差将存在回归可能。

菜油方面，上周菜油库存继续下降，已降至近三个月最低水平，虽然同比仍然偏高，但受到外盘油菜籽供需紧平衡、菜籽进口成本居高不下的影响，菜油价格下方支撑依然坚挺，在油脂中走势将继续独立偏强。

整体来看，国内油脂库存在需求转弱的背景下已有所升高，但由于产地炒作题材仍然存在，短期期价维持高位震荡的可能性较大，趋势性下行机会或临近。相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

#### 操作建议

单边：棕油01合约空单可轻仓入场，目标位暂看9300附近。

套利：跨品种方面，01合约豆棕价差多单逢低入场，目标位暂看600附近。

报告日期 2021-10-17

#### 研究所

史玥明

油脂期货分析师

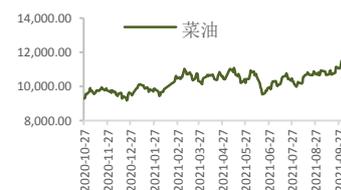
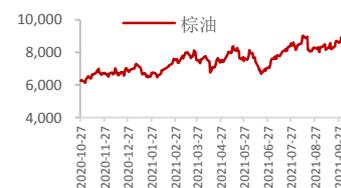
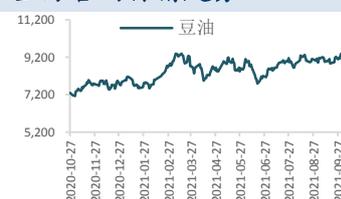
从业资格号：F3048367

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.....	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 .....	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

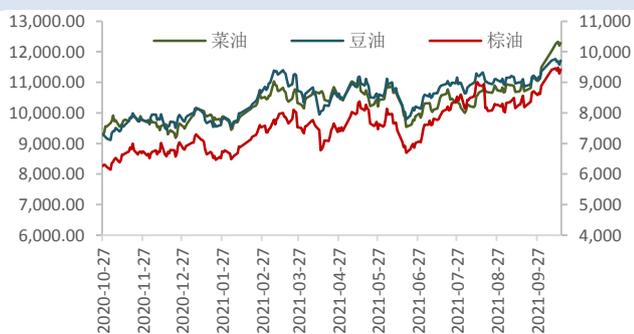
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	9716.00	-0.02%	391.63	6.22%	45.05	-1.67%
棕油	9,422.00	0.77%	435.44	11.27%	39.13	-11.51%
菜油	12,285.00	2.45%	258.82	28.29%	21.14	-2.08%
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	61.40 美分/磅	-0.18%	26.43	-14.49%	13.79	-10.73%
马棕油	4965.00 林吉特/吨	-0.02%	13.47	5.56%	6.91	-1.20

国庆节后第一周，国内油脂延续高位震荡格局，其中菜油表现偏强，棕油、豆油受多空消息来回影响涨幅有限。从基差角度来看，豆油、棕油基差与上周末相比略有缩窄，但仍现货价格仍高度升水盘面，菜油基差在平水附近窄幅震荡。从资金角度来看，节后资金尚未恢复节前热度，油脂板块沉淀资金小幅流出。但由于行情波动较大，盘面成交均有所放大。从外盘情况来看，由于美豆临近上市，美豆单产又有所上调，近期美豆价格缺乏提振，周内小幅下探；马棕油产量与出口端均存在消息扰动，期价先跌后涨，在5000附近面临较大突破阻力。

### 图1 油脂主力合约走势



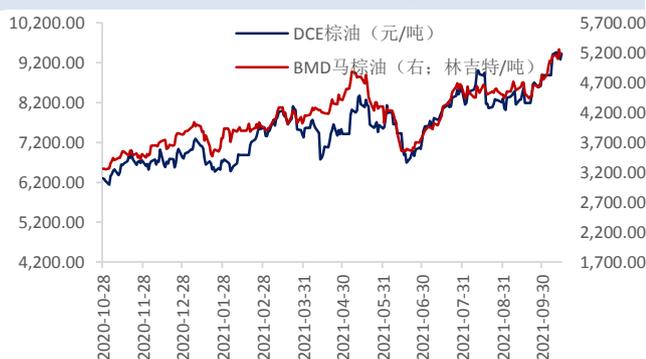
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



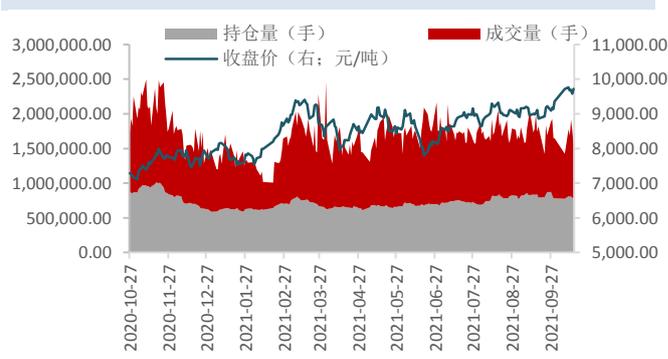
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

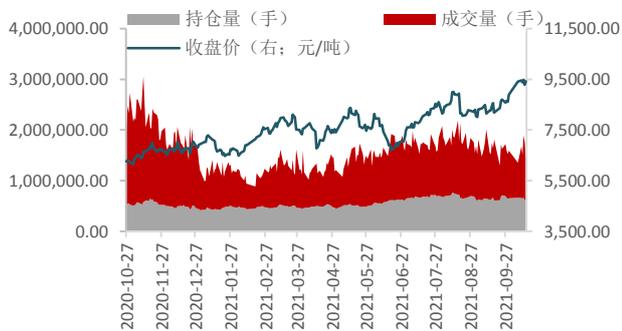


数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图4 豆油量价分析



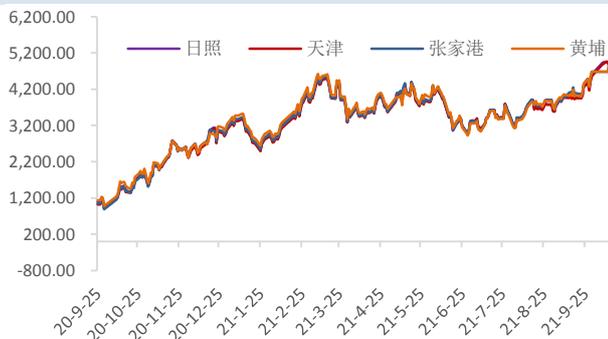
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


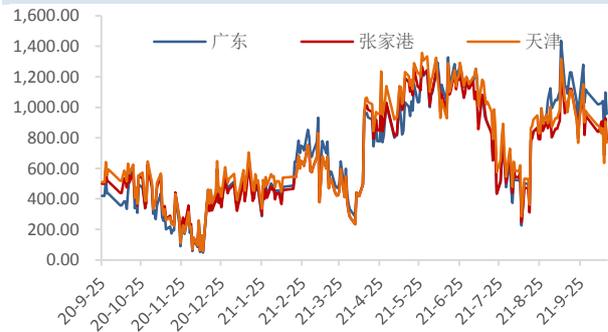
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**

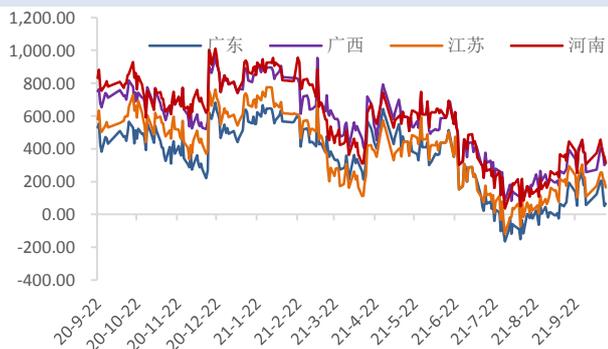

数据来源：Wind、国都期货研究所

**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54.30万吨，相较于前一周增加了32.12%。商业库存为54.30万吨，相较于前一周增加了33.74%。节后棕榈油库存明显增加，已从近五年同期均值增加至近五年同期高位。随着天气

降温，棕榈油在油脂中的掺混将下降，港口库存或进一步累积，国内基本面利多支撑将转弱。

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2021年9月棕榈油产量环比增0.1%至170.4万吨（预期175，上月170，去年同期187）；进口7.5万吨（预期7.5~9，上月9.1，去年同期4.8）；出口环比增37.4%至159.7万吨（预期161~162.5，上月116，去年同期161）；库存环比减6.8%至174.7万吨（预期183~187，上月186，去年同期172）。由于库存低于预期，报告利多盘面。但鉴于此前减产预期已在盘面上有所反映，一定程度上相当于利多出尽，上周棕榈油并未进一步上行。短期来看，棕榈油大概率将延续高位震荡格局，且价格波动率或上升。

印尼产地方面，据印尼国家通讯社安塔拉报道，印尼总统佐科·维多多计划停止所有毛棕榈油的出口，只出口毛棕榈油的附加值产品。作为最大的棕榈油产地，该举短期或将加剧棕榈油供应的担忧，支撑棕榈油价格。不过由于该政策尚未落地，消息对盘面影响不大，后续需继续关注政策施行情况。

印度进口国方面，印度溶剂萃取者协会（SEA）表示，印度9月棕榈油进口量环比增加68.2%至126.21万吨，豆油进口量环比增加29.3%至23.58万吨。印度大量进口提振盘面，且鉴于油脂价格高企，印度再度下调植物油进口关税，将毛棕油进口关税从24.75%下调至8.25%，毛葵油、毛豆油进口关税从24.75%下调至5.5%；精炼植物油进口关税由35.75%下调至19.25%。此举料利多后续棕榈油产地出口，棕榈油价格下方支撑或较为坚挺，短期恐难出现趋势下跌行情。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为83.98万吨，较之前一周增加了7.97%。据商务部对外贸易司，中国9月下半月大豆进口实际装船72.50万吨，同比下降81.37%，实际到港120.23万吨，同比下降40.27%；10月上半月预报到港259.92万吨，同比下降28.31%；9月实际到港303.67万吨，同比下降39.85%；10月预报到港420.20万吨，同比下降54.15%。大豆到港继续不及预期，国内豆油库存继续处于近五年同期低位，提振豆油价格。

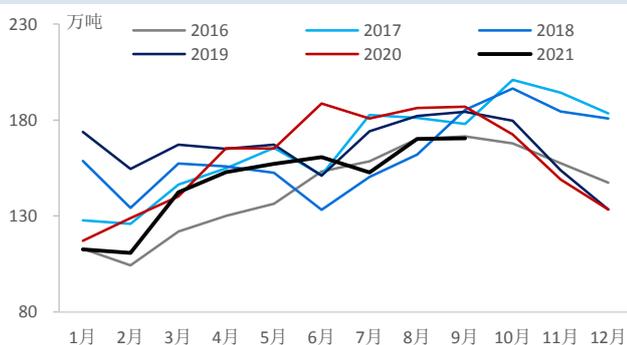
巴西产区方面，据巴西农业部下属的国家商品供应公司CONAB，截至10月9日，巴西2021/22年度大豆播种率为12.4%，上周为3.9%，去年同期为2.8%。由于巴西大豆播种进度高于往年，美豆短期上方压力仍然较大。尽管10月美国NOAA将全球气候由厄尔尼诺中性调为拉尼娜观察，但鉴于拉尼娜对高纬度地区影响相对明显，而巴西大豆产区纬度较低，短期拉尼娜对巴西大豆产量的影响尚未显现，后续可继续跟踪估产情况。

美国产区方面，据USDA10月供需报告，10月美国2021/22年度大豆种植面积、收获面积环比持平；将大豆单产预期上调0.9蒲式耳/英亩至51.5蒲式耳/英亩，并高于市场预期的51.1蒲式耳/英亩；大豆产量预期增加0.74亿蒲式耳至44.48亿蒲式耳。在需求端变动不大的情况下，美豆期末库存预期环比增加1.35亿蒲式耳至3.2亿蒲式耳，高于此前预期的3.0亿蒲式耳。由于单产、库存均有所调高，报告利空盘面。叠加美豆临近上市，在供应增加的背景下，美豆短期走势或偏弱，对于连盘支撑也相对较弱。

### 菜油

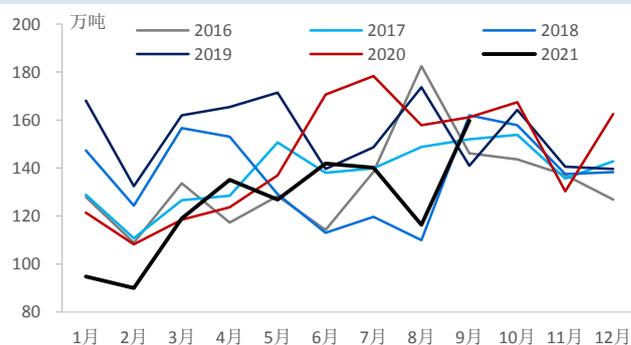
截至10月8日当周，华东地区主要油厂菜油商业库存约32.71万吨，环比上周下降4.35万吨，降幅11.7%，创三个月新低。菜粕库存大幅回升至1.6万吨，较前周大幅增加1万吨左右，且明显高于去年同期。后续来看，四季度水产养殖菜粕需求量逐步下降，菜粕压力渐显，同时菜油走势偏强亦对菜粕有所牵制，预计短期油强粕弱格局将持续。

图 11 马来棕榈油月度产量



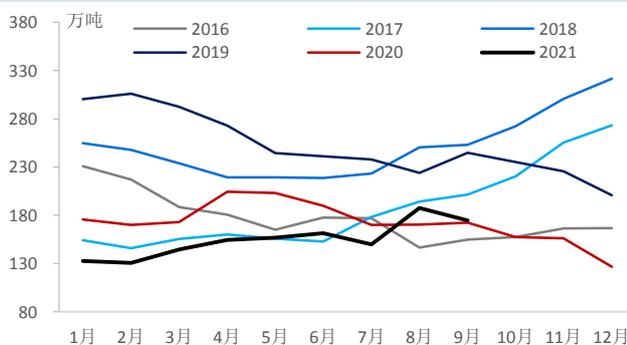
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



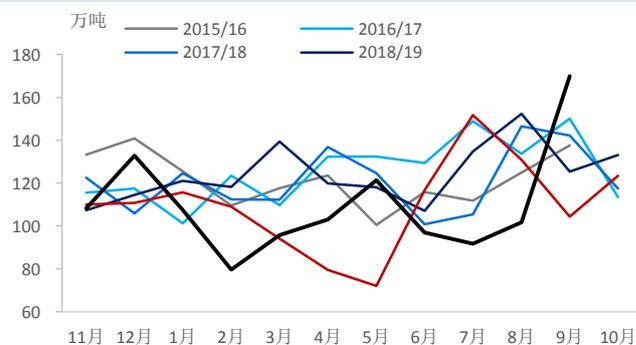
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



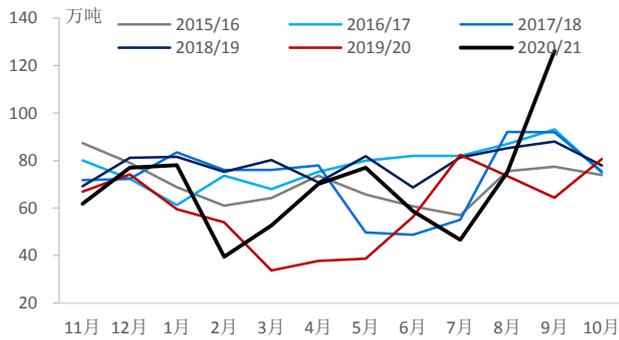
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



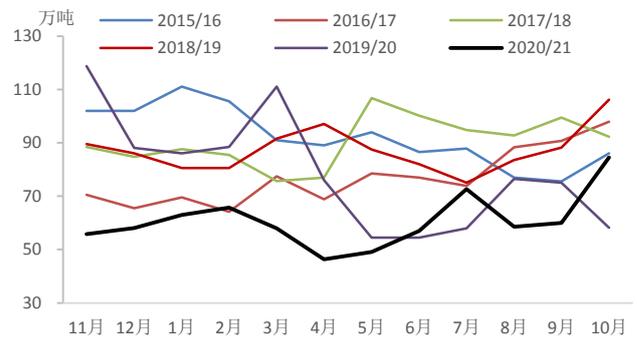
数据来源：SEA、国都期货研究所

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



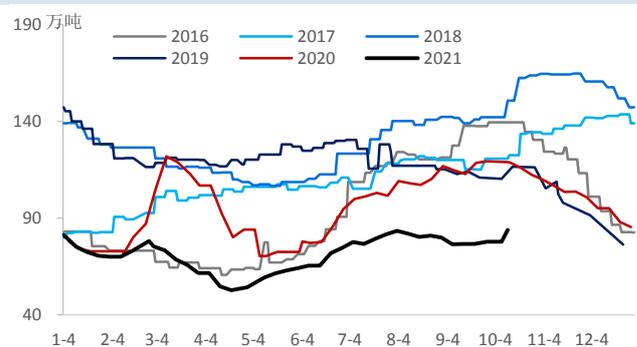
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



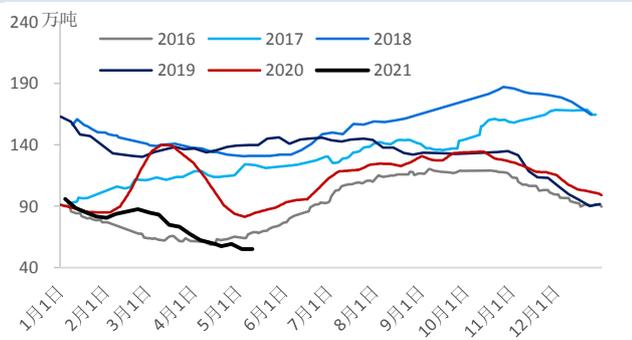
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



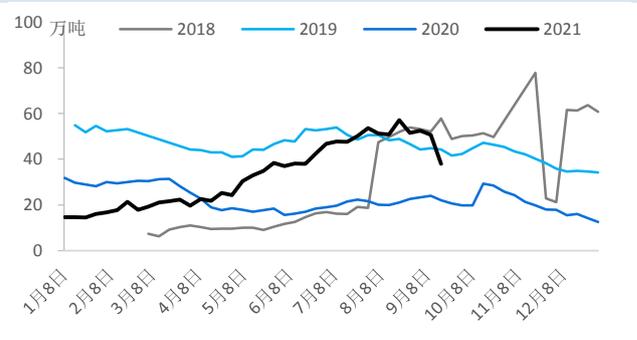
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



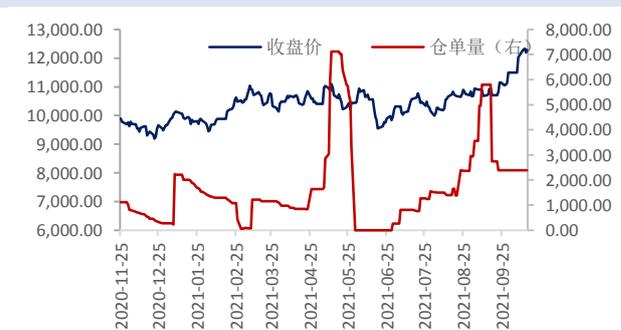
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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-169.5 元/吨至8376.0 元/吨，进口利润增加171.5 元/吨至1340.0 元/吨。上周美豆油进口成本下降，进口利润升水继续偏高。棕油进口成本增加218.4 元/吨至10304.1 元/吨，进口利润下降-206.4 元/吨至-882.1 元/吨，棕榈油盘面进口利润一直处于深度贴水状态，上周有所缓解，但料短期棕榈油进口将继续受限。菜油的进口成本增加39.0 元/吨至9759.2 元/吨，进口利润增加220.0 元/吨至2525.8 元/吨，国内菜油进口利润升水局面继续加深。

从压榨利润看，豆油压榨利润下降-63.7 元/吨至251.5 元/吨，国内豆油压榨利润短期持续处于较高水平，但油厂受国家限电影响，开工率不及预期，料豆油库存不会上升太快。菜油压榨利润增加218.3 元/吨至-487.7 元/吨，但压榨利润仍处于亏损状态，后续压榨利润恢复多半以菜籽降价的方式实现，可关注菜籽价格是否存在下行机会。

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

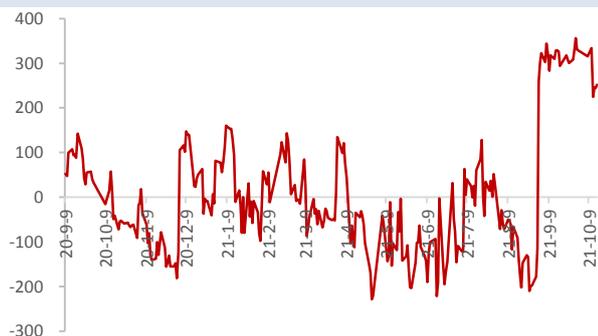


数据来源：Wind、国都期货研究所

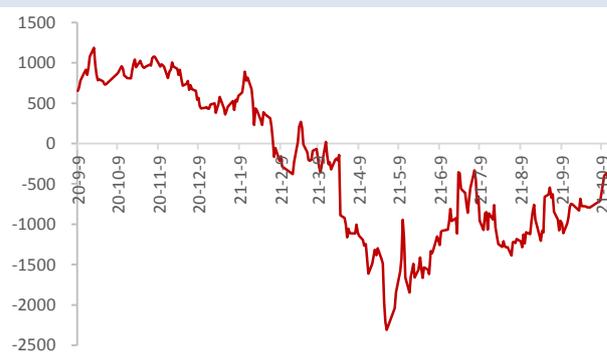
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，马来西亚MPOB报告数据公布减产，但鉴于此前盘面已对该消息有所反映，一定程度上相当于利多出尽，继续上行需要新的消息面刺激。本周可关注印度调整进口关税后马来西亚的出口情况以及印尼禁止毛棕油出口的新政策，若印尼禁止出口的政策落地，未来马来西亚出口将明显增加，利于马棕油去库，棕榈油价格或迎来新提振。但若市场无新消息面，国内高企的库存以及节后高开的K线缺口将令期价面临较大的下行压力。

豆油方面，近期美豆进入上市阶段，出口压力施压美豆期价，加之巴西豆进入播种阶段，播种进度快于往年，也从供应端利空美豆价格，外盘短期大概率震荡偏弱。国内豆油库存虽有抬升，但在进口大豆不及预期、油厂限电阻碍压榨的情况下，豆油库存不会上升太快，若棕油无利多提振，豆棕价差将存在回归可能。

菜油方面，上周菜油库存继续下降，已降至近三个月最低水平，虽然同比仍然偏高，但受到外盘油菜籽供需紧平衡、菜籽进口成本居高不下的影响，菜油价格下方支撑依然坚挺，在油脂中走势将继续独立偏强。

整体来看，国内油脂库存在需求转弱的背景下已有所升高，但由于产地炒作题材仍然存在，短期期价维持高位震荡的可能性较大，趋势性下行机会或临近。相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

### 四、操作建议

单边：棕油01合约空单可轻仓入场，目标位暂看9300附近。

套利：跨品种方面，01合约豆棕价差多单逢低入场，目标位暂看600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。