

多头氛围较浓，不宜贸然开空

主要观点

行情回顾

上周，国内三大油脂大幅上行，在豆油和棕榈油轮流拉涨的情况下，油脂多头排列较为明显。从成交持仓上看，油脂的成交量放大程度不及持仓量放大程度，油脂板块沉淀资金大量流入，持仓水平已逼近年初水平。从消息面角度来看，上周并无重大利好消息传出，涨势主要由资金控盘拉升。从外盘表现来看，美豆大幅拉涨并突破 1000 点，美豆油在美豆和国际油脂的双重提振下也快速走高。马棕油主力切换至 12 月合约，周内大幅上行，不乏跳空高开现象，截至上周五已突破 3000 点。

后市展望

棕油方面，尽管上周马来西亚棕榈油产量增幅不及预期又逢出口提振，加之国内油脂备货旺季走货良好，市场多头情绪再度找到了炒作理由拉抬期价，但是整体来看马棕油的基本面没有改变，仍处于增产周期，且后续拉尼娜天气也将给棕榈油丰产带来机会，明年棕榈油产量很可能环比增加，因此长线来看涨势持续的可能性较低，在当下价格高位，重点关注资金面情况。若持仓逐步下降，或意味着价格反转机会；若资金热度不减，则意味着多头趋势还未结束。

豆油方面，由于中国近期加大规模采购美豆，加之拉尼娜影响下南美地区转为偏干气候，巴西和阿根廷大豆产量存在减产预期，美豆价格一路上行，给国内豆类带来成本端支撑。国内角度来看，虽然大豆到港和油厂压榨维持高位，但在今年分阶段收储的情况下，豆油库存上升速度较缓，基本面仍存上行驱动。不过当下豆油已逼近 7500 高点，除非美豆继续上涨，否则想象空间将较为有限。

菜油方面，基本面偏紧的格局较之往常无异，不过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，因此菜豆价差仍存缩窄空间，在单边不好操作时可关注此套利机会。

整体上看，油脂国庆、中秋双节备货已结束，不过由于资金热度仍在，市场多头氛围未改，不宜贸然开空。相对强弱关系上豆油 > 棕油 > 菜油。

操作建议

单边：在上周大幅拉涨之后，本周油脂大概率将再度进入高位震荡格局，测试新的支撑位和阻力位，并等待多空博弈后的方向选择。且当下时间节点临近国庆提振，多头在节前很可能继续维持强势，豆油、棕油短多可逢回调入场，但也需警惕高位风险。

套利：油粕比方面，当前油粕比已涨至 2.3 附近，但豆粕上行力度不及豆油，做空时机仍需等待。跨品种方面，豆棕价差已在 900 附近震荡一月有余，未来方向偏多，可逢回调介入。

报告日期 2020-09-20

研究所

史玥明

油脂期货分析师

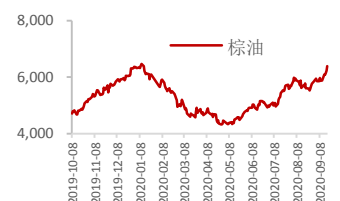
从业资格号：F3048367

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 |

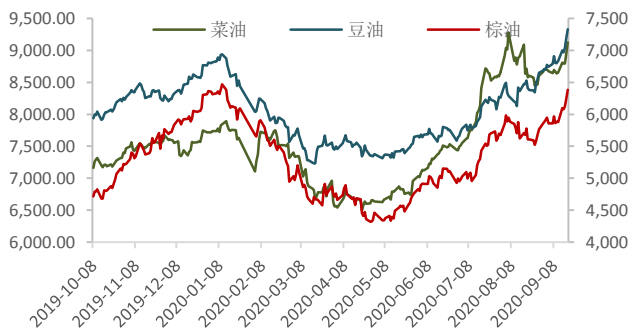
| | |
|------------------------|----|
| 图 24 大豆进口成本与进口利润 | 10 |
| 图 25 棕油进口成本与进口利润 | 10 |
| 图 26 菜油进口成本与进口利润..... | 10 |
| 图 27 豆油压榨利润 | 10 |
| 图 28 菜油压榨利润..... | 10 |

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 | 7330.00 | 8.21% | 408.06 | 13.20% | 68.88 | 14.15% |
| 棕油 | 6,384.00 | 9.17% | 473.80 | 5.61% | 49.65 | 18.78% |
| 菜油 | 9,122.00 | 6.22% | 286.22 | 26.28% | 18.48 | 12.58% |
| 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 | 35.15 美分/磅 | 4.27% | 36.30 | 15.55% | 19.78 | 5.62% |
| 马棕油 | 3082.00 林吉特/吨 | 9.64% | 8.41 | -29.92% | 7.19 | 0.73 |

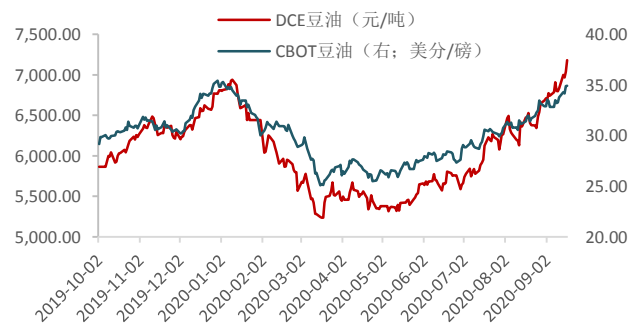
上周，国内三大油脂大幅上行，在豆油和棕榈油轮流拉涨的情况下，油脂多头排列较为明显。从成交持仓上看，油脂的成交量放大程度不及持仓量放大程度，油脂板块沉淀资金大量流入，持仓水平已逼近年初水平。从消息面角度来看，上周并无重大利好消息传出，涨势主要由资金控盘拉升。从外盘表现来看，美豆大幅拉涨并突破1000点，美豆油在美豆和国际油脂的双重提振下也快速走高。马棕油主力切换至12月合约，周内大幅上行，不乏跳空高开现象，截至上周五已突破3000点。

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



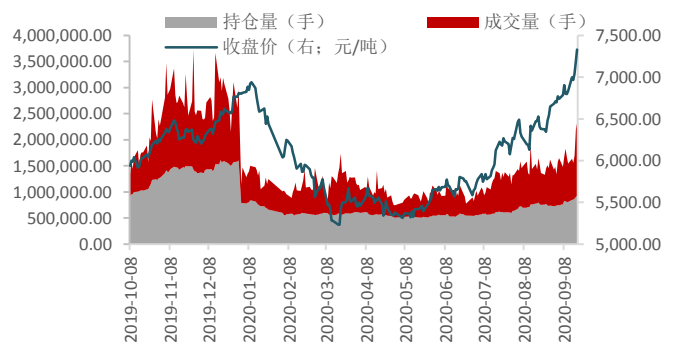
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势



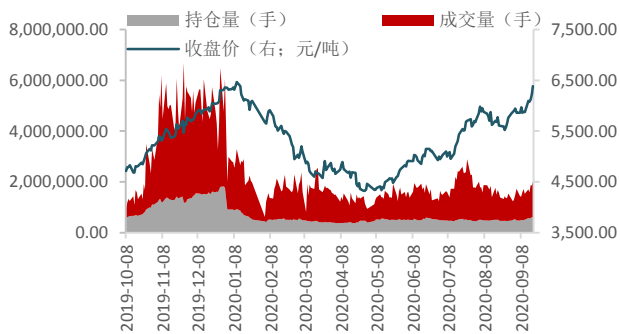
数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 豆油量价分析



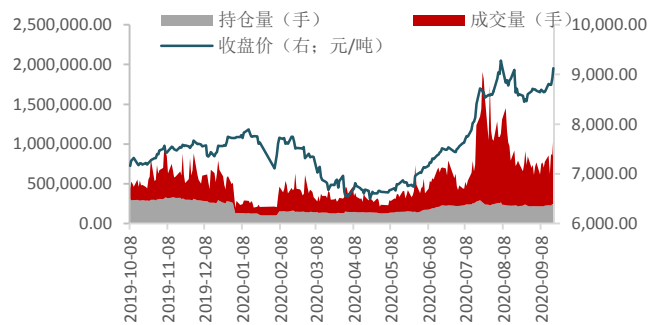
数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析



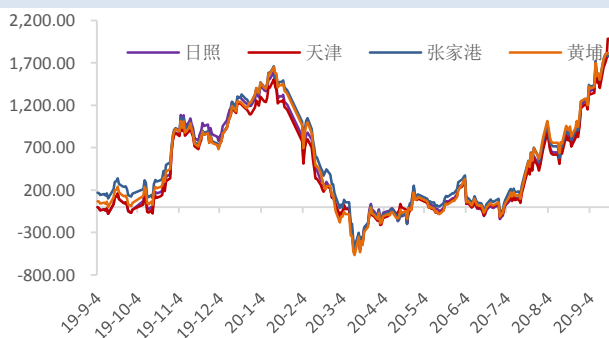
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



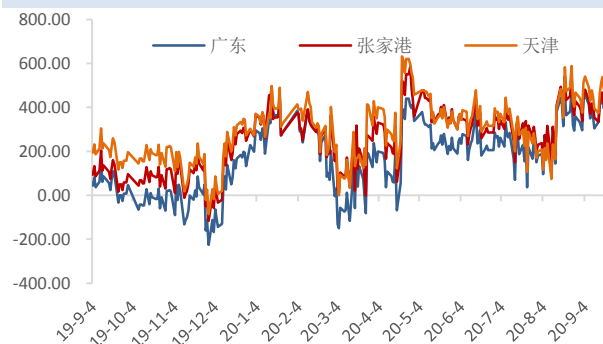
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差



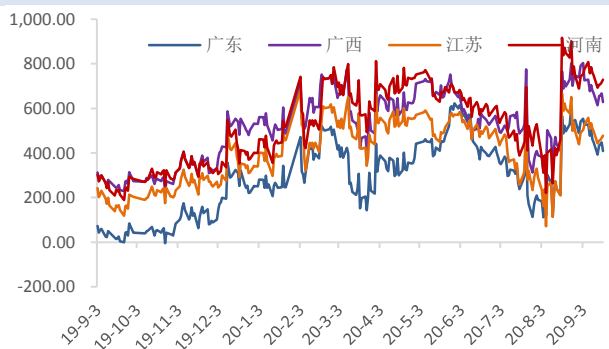
数据来源：Wind、国都期货研究所

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4.42%。由于国内疫情控制有力，下游消费恢复超出预期，棕油库存已连续两个月处于30-40万吨的区间，加之进口货源供应偏紧，预计10月之前，库存都不会上升得太快。据海关到港数据预估，9月预估到港62万吨，与

上周预估一致；10月到港62万吨，11月预估在57万吨，关注后续到港实际情况及走货进展。不过，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。

马来产地方面，据马来西亚SPPOMA，9月1-15日马来西亚部分地区棕榈油产量较上月同期增加2.93%，低于9月1-10日的增幅8.84%，因此产量恢复慢于预期，使市场多头情绪进一步升温。同时，根据马来船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚9月1-15日棕榈油出口量为77.92万吨，较8月同期出口量69.44万吨增加12.2%，相较于9月1-10日出口量环比涨幅10.3%继续扩大，需求端持续向好，未来马棕油库存料不会上升太快，棕榈油价格下方支撑较强。

从原油走势来看，上周原油价格在美国沿海地区风暴影响油气设备运营的情况下，原油价格在36美元附近企稳，截至上周五已回升至40美元一线，由于棕榈油具备工业属性，因此原油价格上行对于棕榈油上涨也存在一定提振作用。后续来看，海外疫情有复发迹象，且随着天气转冷，疫情有继续加码的可能，市场对于经济的预期不甚乐观，未来原油上行动力有限，因此来自原油端的支撑较弱。在POGO价差持续拉大的情况下，棕榈油的工业消费将推行较慢。

豆油

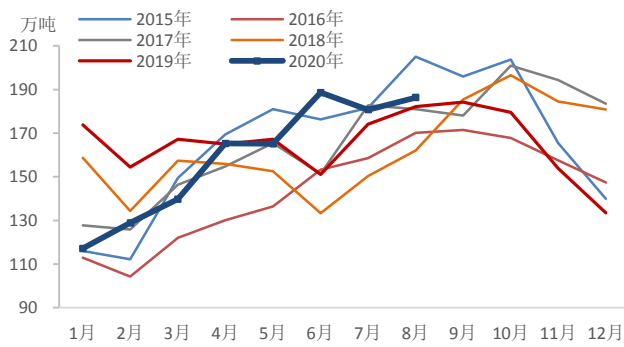
截至上周五，豆油港口库存为112.70万吨，较之前一周下降了-1.49%。在下游走货良好的背景下，尽管大豆到港和油厂压榨维持高位，豆油周度库存依然小幅下降。根据海关到港数据预估，9月到港预估在901.2万吨，10月在850万吨左右，11月在800万吨左右，未来大豆的到港压力依然较大，豆油在结束中秋、国庆双节备货之后消费节奏或有所放缓，但是今年的收储题材从4月开始便持续支撑盘面，当下仍未完成全部收储计划，因此豆油库存在收储完成之前上升速度将不会太快。。

美国产地方面，美国全国油籽加工商协会(NOPA)发布数据显示，美国8月大豆压榨量降至9个月低位，为1.65055亿蒲式耳，低于7月的1.72794亿蒲式耳，亦低于2019年8月的1.68085亿蒲式耳。美豆油产量为19.15亿磅，较之上月环比下降4.49%，并低于去年同期的19.65亿磅。截至8月底，美豆油库存为15.1851亿磅，较之上月底环比下降6.20%，且和年初相比，年初美豆油库存处于近五年同期高位，而8月末已处于往年同期均值水平，库存压力并不大，利多美豆油后市走势。且从美豆角度来看，由于近期中国大量采购美豆，拉尼娜题材又提供了天气市的炒作空间，美豆价格大幅上涨，一定程度上也为美豆油带来上行支撑。

菜油

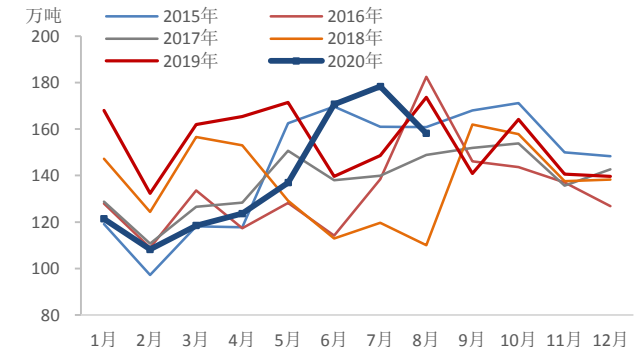
截至上周五，菜油商业库存为23.95万吨，较上周的23.25万吨增加0.7万吨。菜籽库存为45.6万吨，较前一周的45.3万吨增加0.3万吨。从到港情况看，9月有12.5万吨到港，较上周调增0.5万吨，10月进口预估偏高，为30万吨，11月为12万吨，整体来看未来菜油供给偏紧的基本面仍未改变，价格下方支撑较强。不过在当下菜油已突破前期高点，到达9000以上，高位风险增加，在油脂消费旺季过后，菜油价格存在高位回落可能。

图 11 马来棕榈油月度产量



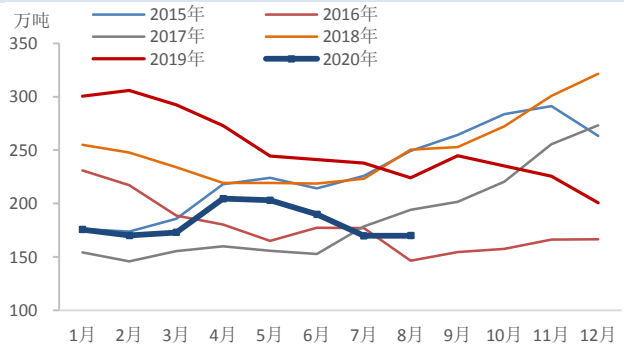
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



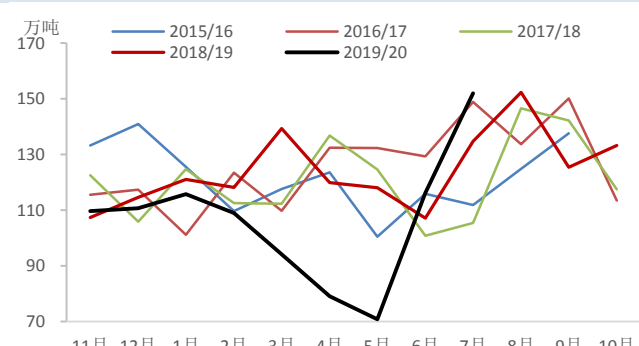
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



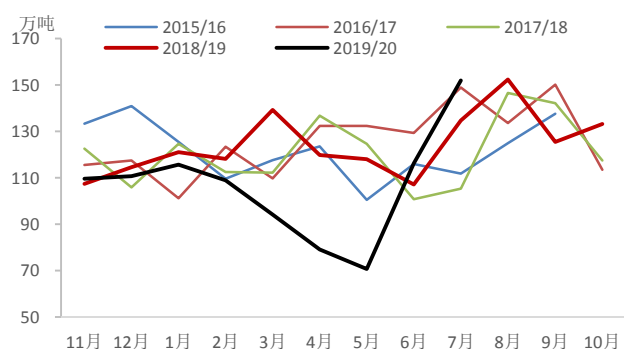
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



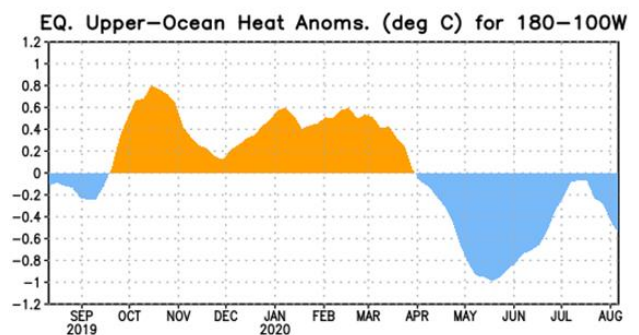
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



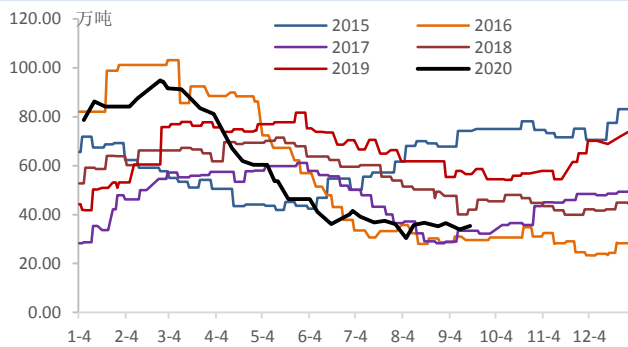
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



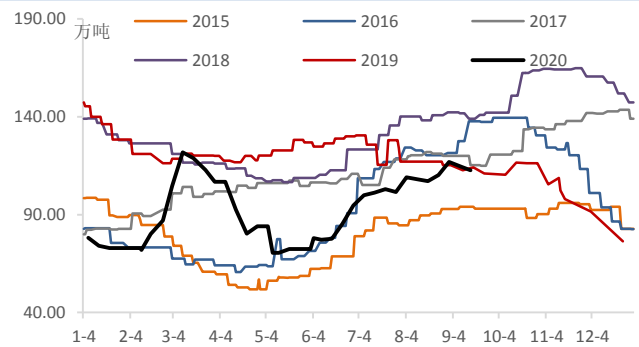
数据来源：NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



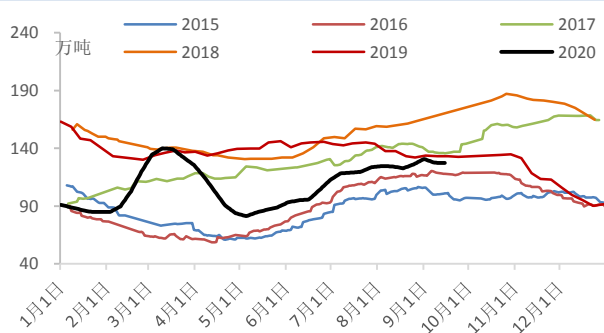
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



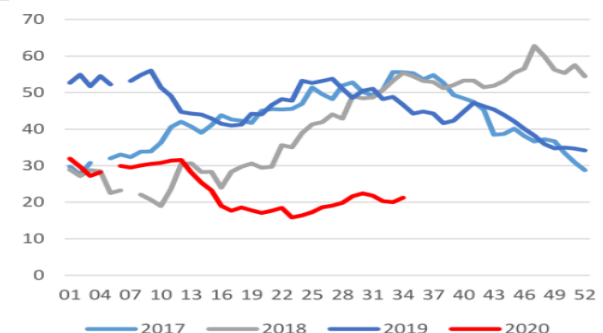
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



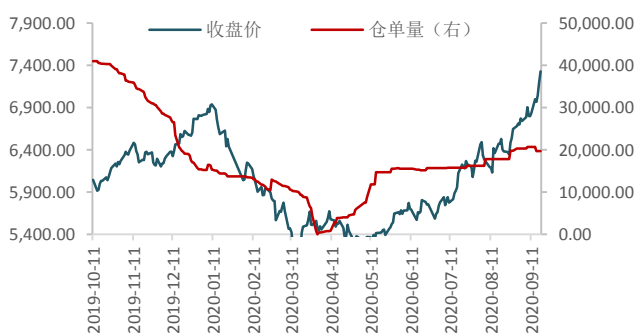
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



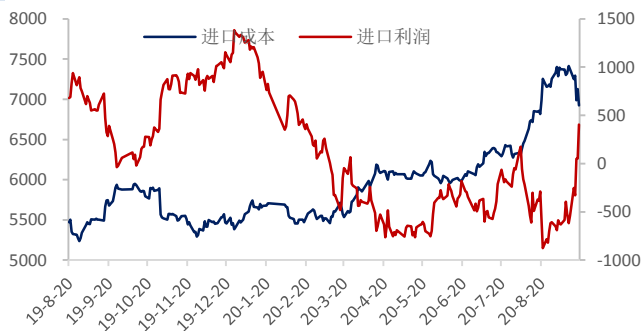
数据来源: Wind、国都期货研究所

(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-447.2 元/吨至6926.1 元/吨, 进口利润提高945.2 元/吨至403.9 元/吨, 迅速从进口利润贴水状态修复。棕油进口成本增加265.0 元/吨至6456.5 元/吨, 进口利润增加 243.0 元/吨至-72.5 元/吨, 由于国内棕榈油涨幅大于外盘, 进口利润已基本恢复至平水状态。菜油的进口成本降低-46.9 元/吨至6833.1 元/吨, 进口利润增加515.9 元/吨至2288.9 元/吨, 菜油进口利润再度走高, 但在进口政策不变的情况下只能是有价无市。

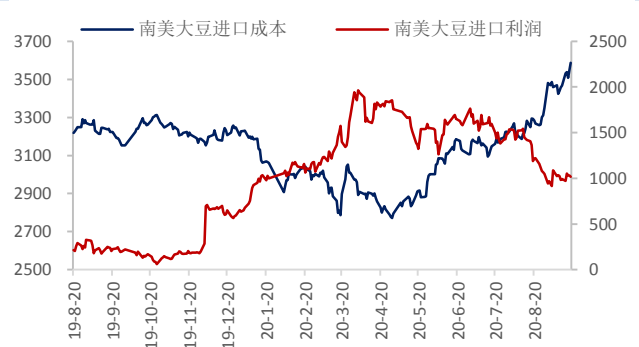
从压榨利润看，豆油压榨利润增加43.1 元/吨至142.3 元/吨，油厂开工率从前一周的56.19%小幅提高至56.76%，周内压榨量增加2.06万吨至197.165万吨，在进口大豆大量到港的预期下，后续压榨开工率大概率将继续在55%以上；菜油压榨利润提高98.3 元/吨至905.0 元/吨，油厂开工率从前一周的28.09%上调至30.02%，周内压榨量增加0.4万吨至6.2万吨。由于菜籽量有限，料压榨开工率中长期将维持在30%以下。

图 23 豆油进口成本与进口利润



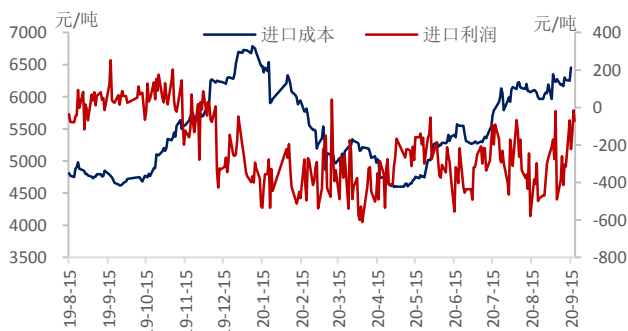
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 24 大豆进口成本与进口利润



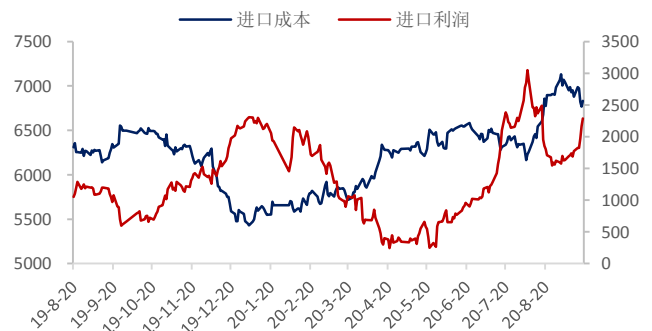
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润



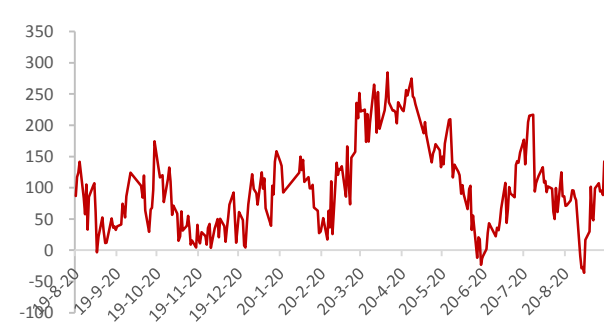
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 26 菜油进口成本与进口利润



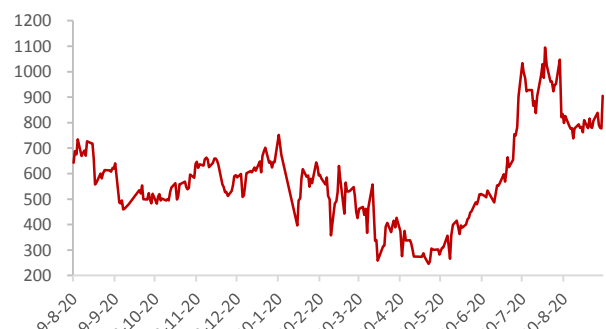
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，尽管上周马来西亚棕榈油产量增幅不及预期又逢出口提振，加之国内油脂备货旺季走货良好，市场多头情绪再度找到了炒作理由拉抬期价，但是整体来看马棕油的基本面没有改变，仍处于增产周期，且后续拉尼娜天气也将给棕榈油丰产带来机会，明年棕榈油产量很可能环比增加，因此长线来看涨势持续的可能性较低，在当下价格高位，重点关注资金面情况。若持仓逐步下降，或意味着价格反转机会；若资金热度不减，则意味着多头趋势还未结束。

豆油方面，由于中国近期加大规模采购美豆，加之拉尼娜影响下南美地区转为偏干气候，巴西和阿根廷大豆产量存在减产预期，美豆价格一路上行，给国内豆类带来成本端支撑。国内角度来看，虽然大豆到港和油厂压榨维持高位，但在今年分阶段收储的情况下，豆油库存上升速度较缓，基本面仍存上行驱动。不过当下豆油已逼近7500高点，除非美豆继续上涨，否则想象空间将较为有限。

菜油方面，基本面偏紧的格局较之往常无异，不过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，因此菜豆价差仍存缩窄空间，在单边不好操作时可关注此套利机会。

整体上看，油脂国庆、中秋双节备货已结束，不过由于资金热度仍在，市场多头氛围未改，不宜贸然开空。相对强弱关系上豆油>棕油>菜油。

四、操作建议

单边：在上周大幅拉涨之后，本周油脂大概率将再度进入高位震荡格局，测试新的支撑位和阻力位，并等待多空博弈后的方向选择。且当下时间节点临近国庆提保，多头在节前很可能继续维持强势，豆油、棕油短多可逢回调入场，但也需警惕高位风险。

套利：油粕比方面，当前油粕比已涨至2.3附近，但豆粕上行力度不及豆油，做空时机仍需等待。跨品种方面，豆棕价差已在900附近震荡一月有余，未来方向偏多，可逢回调介入。

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。