

资金推手无情，警惕急涨后一地鸡毛

主要观点

行情回顾。

上周，国内油脂在外盘棕榈油的强势推动下悉数上涨，棕油涨幅明显；豆油与棕油关联性较强，涨幅仅次于棕油；菜油前期超涨较多，并未跟涨太多。成交持仓方面，在资金推动下，棕油成交活跃度明显增加，沉淀资金流入。外盘方面，受到印尼生物柴油政策和产量下滑双重利多因素影响，马棕油连续上涨，并破近1年期价新高。美豆油在美豆减产和马盘带动下表现坚挺，10月以来期价持续上扬。

后市展望。

棕油方面，上周棕榈油在印尼减产和严格的生物柴油政策炒作下大幅上涨，资金集中入市不断推高油脂行情。后期来看，马来10月产量增加，且与印度的关系未有定论或继续阻碍出口，大概率10月将继续累库。印尼生柴政策带来的棕油消费增量最多400万吨，顶多抵消本年度产量增量，庞大的库存依然制约期价上行。资金热潮褪去后，棕榈油缺乏持续上涨的基本面支撑，因此不宜过于乐观。

豆油方面，随着棕榈油上周大涨，豆油也随之大幅上行。中长期来看，美豆减产及库存下降或带动行情向好。然而短期来看，11-12月中国仍将大量进口美豆，月均到港量达800万吨以上，且各地政府大力回复生猪生产，豆粕需求将带动油厂开机率提高，豆油供应存压。加上大豆压榨利润丰厚，无风险套利机会使得大量产业套保盘进入，豆油短期内上方阻力较大。

菜油方面，由于中加关系仍然紧张，国内菜籽进口明显低于往年，随着天气转凉，水产养殖进入淡季，菜粕需求疲软，油厂开工率也将维持偏低水平，菜油供应中短期内将仍然紧张。但目前油脂进入阶段性需求淡季，且菜豆、菜棕价差偏高抑制菜油需求，供需两弱下菜油缺乏炒作热点，大概率维持高位震荡。

整体上看，本轮上涨行情中资金是主要推手，基本面未发生较大变化，在供应依然充足的前提下，不宜对油脂过于乐观。相对强弱关系上棕油>豆油>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ITS出口数据，若出口继续增加，或继续煽动多头情绪；（2）印尼减产具体数值及生柴政策落地情况，若像往常雷声大雨点小或带动行情反转。

操作建议。

单边：关注资金动向谨慎对豆油、棕油进行日内操作。

套利：油粕比方面，尽管上周油脂大幅上扬，但中期来看，粕类需求强劲将重现粕强油弱格局，可在2.1附近酌情做空油粕比。跨品种方面，豆棕价差不断收缩，可在1000附近继续做扩豆棕价差。。

报告日期 2019-10-28

研究所

史玥明

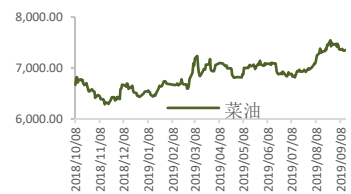
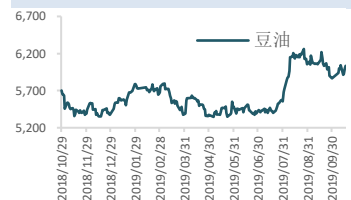
油脂期货分析师

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

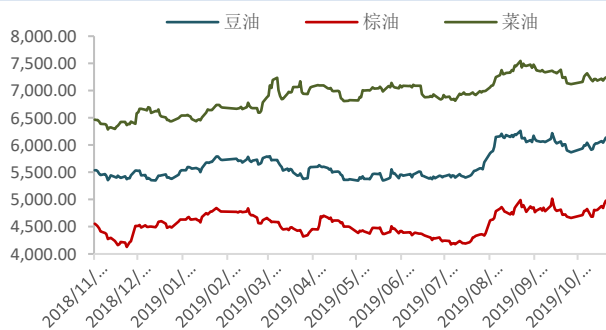
图 1 油脂主力合约走势	4
图 2 豆油内外盘主力合约走势	4
图 3 棕榈油内外盘主力合约走势	4
图 4 豆油量价分析	4
图 5 棕榈油量价分析	5
图 6 菜油量价分析	5
图 7 豆油基差	5
图 8 棕榈油基差	5
图 9 菜籽油基差	5
图 10 油脂间比价	5
图 11 棕油港口库存	7
图 12 豆油港口库存	7
图 13 豆油商业库存	7
图 14 菜油商业库存	7
图 15 豆油仓单数量	8
图 16 菜油仓单数量	8
图 17 豆油进口成本与期价走势	8
图 18 棕油进口成本与期价走势	8
图 19 豆油进口利润与期价走势	9
图 20 棕油进口利润与期价走势	9
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	6136.00	2.52%	361.41	28.83%	74.96	17.43%
棕油	5,068.00	5.41%	503.07	52.12%	60.51	30.09%
菜油	7,277.00	1.17%	126.39	33.05%	21.97	-0.94%
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	31.37 美分/磅	3.22%	28.02	-5.75%	17.59	-1.24%
马棕油	2398.00 林吉特/吨	4.95%	14.22	37.39%	9.68	2.99

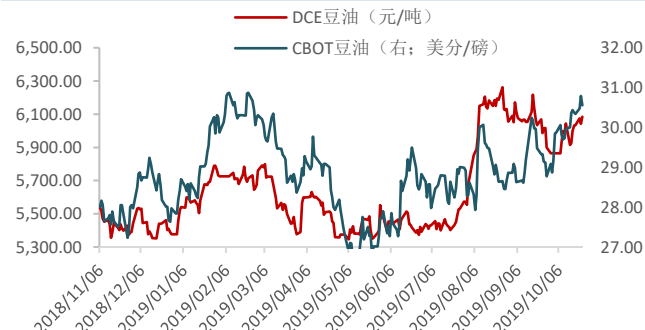
上周，国内油脂在外盘棕榈油的强势推动下悉数上涨，棕油涨幅明显；豆油与棕油关联性较强，涨幅仅次于棕油；菜油前期超涨较多，并未跟涨太多。成交持仓方面，在资金推动下，棕油成交活跃度明显增加，沉淀资金流入。外盘方面，受到印尼生物柴油政策和产量下滑双重利多因素影响，马棕油连续上涨，并破近1年期价新高。美豆油在美豆减产和马盘带动下表现坚挺，10月以来期价持续上扬。

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



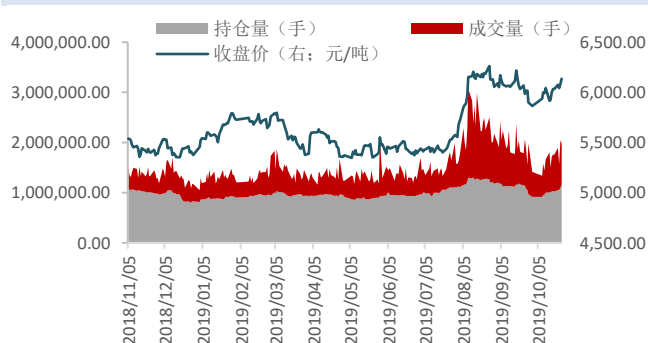
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 棕榈油内外盘主力合约走势

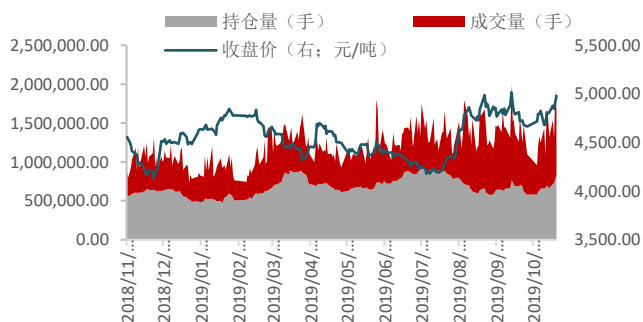


数据来源：Wind、国都期货研究所

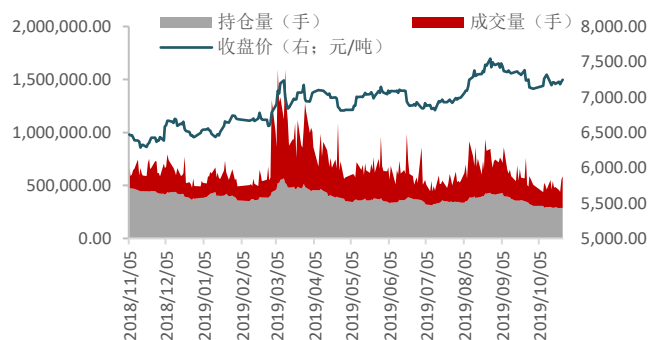
图 4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 棕榈油量价分析


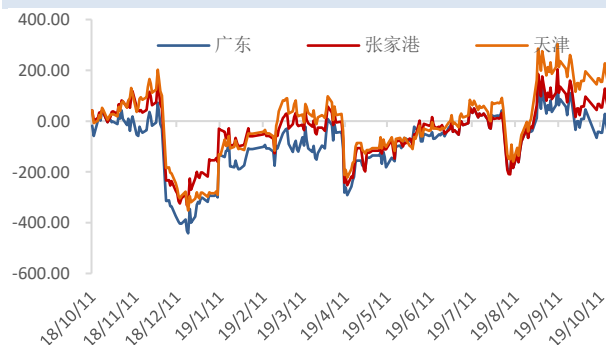
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 菜油量价分析


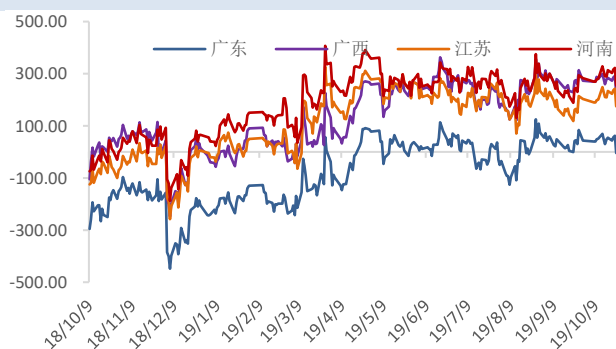
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 7 豆油基差

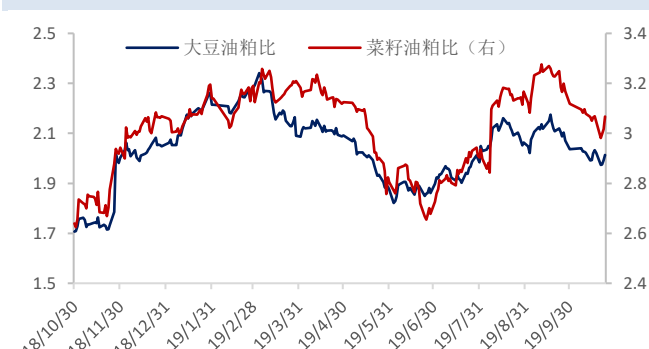

数据来源: Wind、国都期货研究所

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55.90万吨，相较于前一周增加了3.14%。商业库存为55.90万吨，较之前一周增加了3.14%。由于本周棕油价格上涨，国内又新增8条棕榈油买船，中期供应仍较充足。

国际方面，根据印尼GAPKI数据，印尼2019年1-8月毛棕榈油产量较上年同期攀升14%至3470万吨，而毛棕榈油出口量增加3.8%至2270万吨。利空中线马棕油价格。8月棕榈油库存大幅走高，较上月增加8.5%至381.4万吨，创年内新高，主要因当月的产增超预期。后续来看，虽然印尼9月出口有望好转，但在产量继续上升的推动下，期末库存或将持续上行。近期市场讨论印尼降水较少的情况和2015年类似，预计2019年会和2016年一样出现产量大幅减少的情况，不过由于今年厄尔尼诺程度较弱，产量仍需验证，目前对供应依然保持乐观态度。从生柴消费来看，印尼政府为保证B30顺利实施，对生柴供应商提出严格供货要求，若不能如期供货则面临高额罚金，由于当地CPO只卖近月，因此金光等供应商在FOB市场上积极采购，尤其是2020年1-3月船期，提振近期棕榈油涨势，但不宜盲目乐观。

根据马来船运调查机构ITS发布的数据，马来西亚10月1-25日棕榈油产品出口量为121.37万吨，较前月同期的110.60万吨增加了9.7%，但由于9月出口减幅较大，尽管环比增加，但对期价提振有限。加之马来MPOA发布10月1-20日产量数据，显示马来整体增产4.06%，10月大概率继续累库。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为116.30万吨，较之前一周增加了3.19%。商业库存为132.50万吨，较之前一周下降了-0.43%，较去年同期的185.7万吨降低27.38%。后续来看，中国将遵从贸易协定大量采购美豆，11-12月月均大豆到港已提升至800万吨以上，不过由于豆油价格走高，买家积极性提高，豆油成交持续放量，可消化部分供给带来的压力。

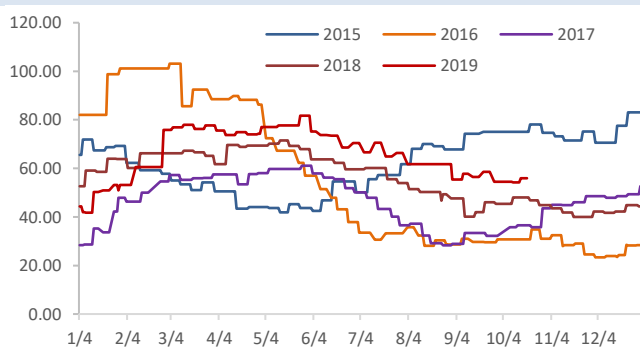
国际方面，根据美国NOPA数据，9月美国大豆压榨量为1.60779亿蒲式耳，远低于8月压榨量1.68085亿蒲式耳和前期分析机构预估的1.62193亿蒲式耳。截至9月底，美豆油库存为14.42亿磅，为5个月以来首次增加，但低于去年同期库存15.31亿磅，利多美豆油走势，或从成本端对国

内豆油构成支撑。且由于USDA连续几月调低新季美豆产量，料后续美豆走势将较坚挺，带动美豆油走强。

菜油

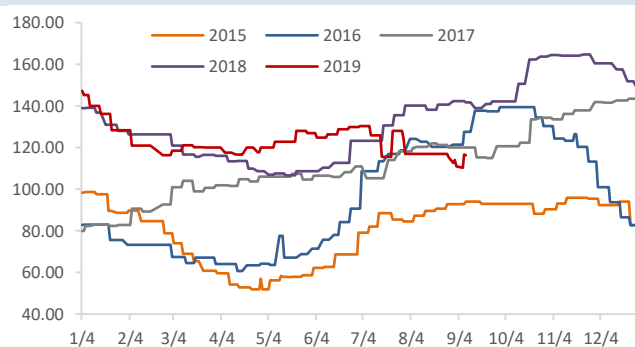
截至上周五，菜油商业库存为48.83万吨，较之前一周减少了2.46%。菜籽库存为21.15万吨，较前一周减少了7.64%，低于近五年同期水平。从到港情况看，10月有16万吨菜籽到船，11月有9万吨菜籽到船。中美新一轮谈判虽然利好中美及中加关系，但传导至油菜籽进口仍需时间，距离中国恢复大量进口加拿大油菜籽还需等待，国内菜油供应将趋于紧张。不过由于四季度为油脂消费淡季且菜油价格偏高，需求部分被其他油类替代，上涨仍需时间以及其他油脂品种配合。

图 11 棕油港口库存



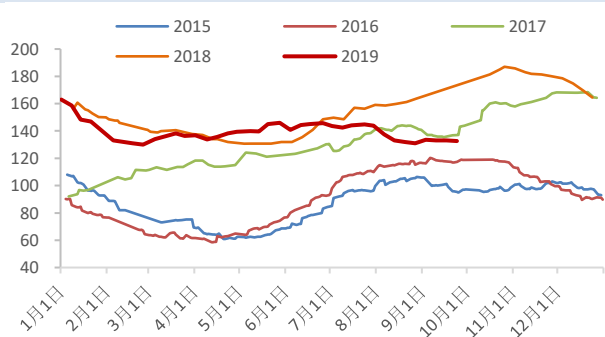
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

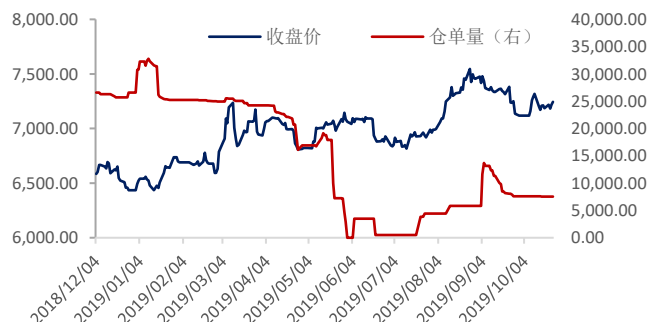
图 14 菜油商业库存



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87.2 元/吨至5887.9 元/吨, 进口利润增加64.8 元/吨至298.1 元/吨, 豆油进口利润自国庆假期结束后持续上涨。棕油进口成本增加130.1 元/吨至4892.1 元/吨, 进口利润增加129.9 元/吨至175.9 元/吨, 本周国内棕油盘面涨幅大于外盘, 进口利润升水状态加深。菜油的进口成本降低-74.2 元/吨至6419.3 元/吨, 进口利润增加165.2 元/吨至857.7 元/吨, 国际菜籽价格小幅调降, 但国内菜油价格受整体油脂行情提振相对坚挺。

从压榨利润看, 豆油压榨利润增加30.4 元/吨至122.8 元/吨, 受豆粕需求影响, 油厂开机率从前一周的47.66%升至48.27%, 因本周部分工厂缺豆停机, 预计本周开机率将小幅下降。菜油压榨利润增加5.8 元/吨至503.8 元/吨, 开机率相较于前一周的6.53%增加较多, 达11.25%, 随着天气转凉, 水产养殖进入淡季, 菜粕需求疲软将使开机率继续维持较低水平。

图 17 豆油进口成本与进口利润

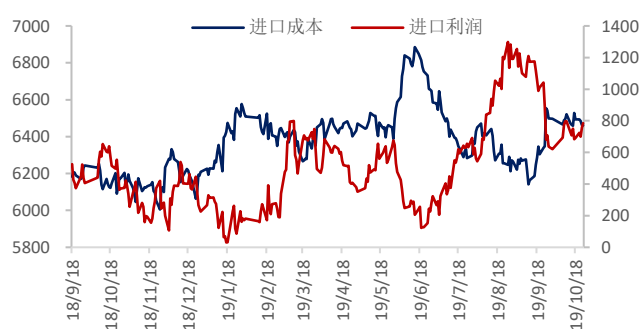

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 大豆进口成本与进口利润

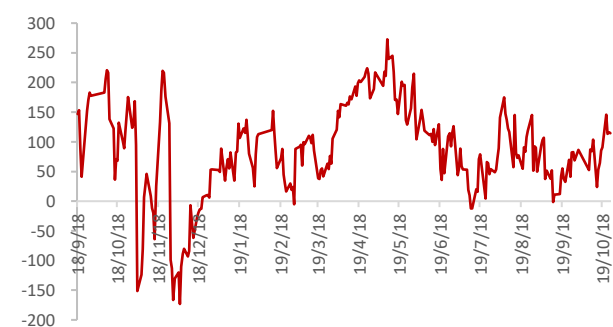

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 棕油进口成本与进口利润

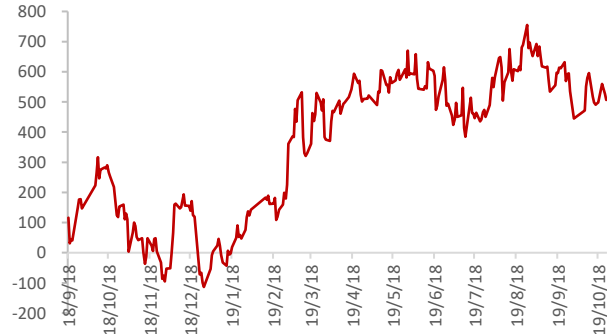

数据来源: Wind、国都期货研究所

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，上周棕榈油在印尼减产和严格的生物柴油政策炒作下大幅上涨，资金集中入市不断推高油脂行情。后期来看，马来10月产量增加，且与印度的关系未有定论或继续阻碍出口，大概率10月将继续累库。印尼生柴政策带来的棕油消费增量最多400万吨，顶多抵消本年度产量增量，庞大的库存依然制约期价上行。资金热潮褪去后，棕榈油缺乏持续上涨的基本面支撑，因此不宜过于乐观。

豆油方面，随着棕榈油上周大涨，豆油也随之大幅上行。中长期来看，美豆减产及库存下降或带动行情向好。然而短期来看，11-12月中国仍将大量进口美豆，月均到港量达800万吨以上，且各地政府大力回复生猪生产，豆粕需求将带动油厂开机率提高，豆油供应存压。加上大豆压榨利润丰厚，无风险套利机会使得大量产业套保盘进入，豆油短期内上方阻力较大。

菜油方面，由于中加关系仍然紧张，国内菜籽进口明显低于往年，随着天气转凉，水产养殖进入淡季，菜粕需求疲软，油厂开工率也将维

持偏低水平，菜油供应中短期内将仍然紧张。但目前油脂进入阶段性需求淡季，且菜豆、菜棕价差偏高抑制菜油需求，供需两弱下菜油缺乏炒作热点，大概率维持高位震荡。

整体上看，本轮上涨行情中资金是主要推手，基本面未发生较大变化，在供应依然充足的前提下，不宜对油脂过于乐观。相对强弱关系上棕油>豆油>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ITS出口数据，若出口继续增加，或继续煽动多头情绪；（2）印尼减产具体数值及生柴政策落地情况，若像往常雷声大雨点小或带动行情反转。

四、操作建议

单边：关注资金面动向谨慎对豆油、棕油进行日内操作。

套利：油粕比方面，尽管上周油脂大幅上扬，但中期来看，粕类需求强劲将重现粕强油弱格局，可在2.1附近酌情做空油粕比。跨品种方面，豆棕价差不断收缩，可在1000附近继续做扩豆棕价差。

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。