

豆棕价差持续走阔，套利多头继续持有

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂继续高位震荡格局，多空博弈下成交活跃。其中，豆油在油脂中表现偏强，周初涨幅及资金流入较为明显；棕油并不买单 MPOB 数据的利多，在报告发布后窄幅震荡；菜油已在 8600 附近盘整一月有余，下方支撑较为有力，但上行突破又缺乏新的消息面指引。从外盘表现来看，美豆在出口向好及天气炒作的双重利多下继续上行，已处于近两年来价格高位，美豆油则更多受到国际油脂价格影响，在 34 美分附近盘整。马棕油周内先涨后跌，2900 附近阻力明显。

后市展望

棕油方面，马棕油 9 月供需报告数据好于预期，但期价并未再度冲高。这一方面是由于市场对于未来产量季节性增加的预期在走强，加之全球气候已逐渐向拉尼娜方向靠拢，后续马来、印尼产地降水将持续充沛，或在未来年份提高棕油产量；另一方面，棕榈油下游消费将在四季度逐渐下降，出口数据将出现季节性下滑，加之近期原油价格回调，也将从生柴消费和情绪面角度向棕油价格施压。因此后续棕榈油价格上方阻力较大，若产量不出问题，或将迎来回调。

豆油方面，USDA 报告调低了新年度美豆的单产和产量，美豆周五夜盘在数据利多带动下大幅上涨，后续来看，在巴西豆所剩无几的情况下，未来四季度我国进口大豆主要来源于美国，因此国内对于美豆的采购将在未来几个月继续增加，提振美豆价格，国内豆类价格在进口成本的支撑下也将保持坚挺，豆粕价格或迎来 3000 点明显突破，在油粕跷跷板的作用下，一定程度压抑豆油走势。

菜油方面，在经历前期大幅拉涨之后，菜油价格已处于 7 年以来高位，继续上行空间和动力均有所欠缺，但在进口政策无变动的情况下，国内基本面仍然维持供应偏紧的格局，做空也存在较大风险，可继续关注中加关系及中美关系进展对盘面的影响。

整体上看，油脂国庆、中秋双节备货已接近尾声，在前期涨幅较大的情况下，今年价格可能会偏离往年金九银十的季节性规律，且在原油价格回调和海外疫情的裹挟下，棕油可能会引领油脂价格出现回调。相对强弱关系上豆油 > 棕油 > 菜油。

操作建议

单边：关注棕油在 5900 附近突破情况，若周初延续上周末走势继续回调，可轻仓跟空；若企稳突破 5900，则证明多头趋势尚未完成，空头宜继续等待。

套利：油粕比方面，当前油粕比较之 9 月初已回落 0.1 至 2.2 附近，未来趋势偏空，空头可酌情入场。跨品种方面，豆棕价差已至 960 点，但后续仍存拉大可能，套利多头可继续持有。

报告日期 2020-09-13

研究所

史玥明

油脂期货分析师

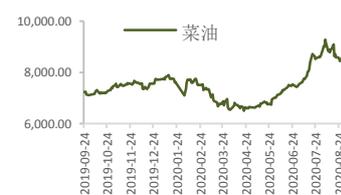
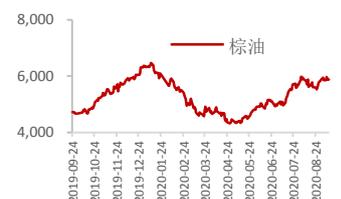
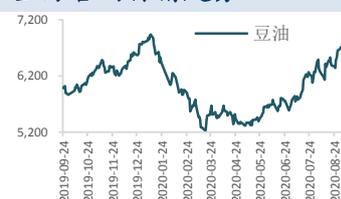
从业资格号：F3048367

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.....	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

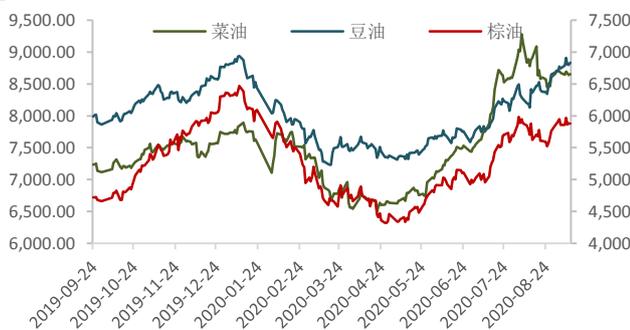
一、行情回顾

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	6832.00	0.92%	360.46	10.23%	60.34	4.89%
棕油	5,876.00	-0.68%	448.65	7.38%	41.80	3.19%
菜油	8,653.00	-0.20%	226.65	3.68%	16.42	2.66%

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	33.77 美分/磅	1.44%	31.35	-9.24%	18.73	-1.09%
马棕油	2811.00 林吉特/吨	-0.81%	12.00	19.17%	6.32	-0.96

上周，国内油脂继续高位震荡格局，多空博弈下成交活跃。其中，豆油在油脂中表现偏强，周初涨幅及资金流入较为明显；棕油并不买单MPOB数据的利多，在报告发布后窄幅震荡；菜油已在8600附近盘整一月有余，下方支撑较为有力，但上行突破又缺乏新的消息面指引。从外盘表现来看，美豆在出口向好及天气炒作的双重利多下继续上行，已处于近两年来价格高位，美豆油则更多受到国际油脂价格影响，在34美分附近盘整。马棕油周内先涨后跌，2900附近阻力明显。

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



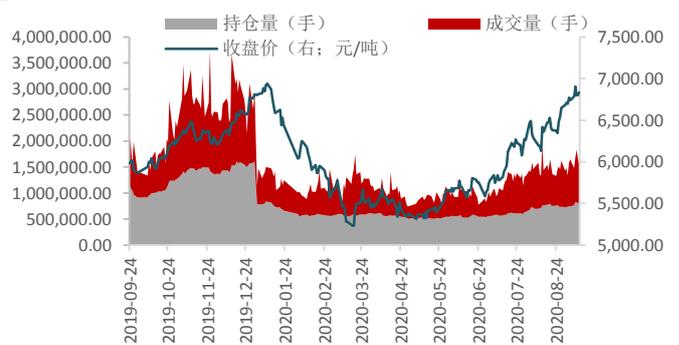
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



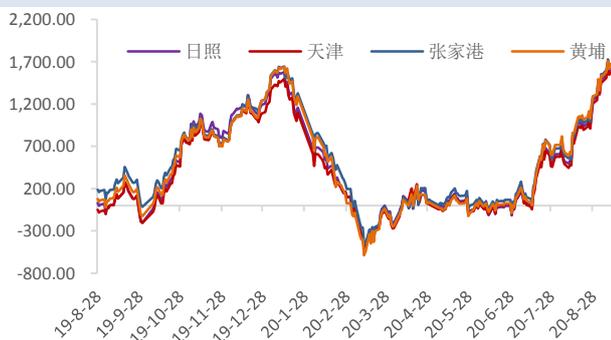
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



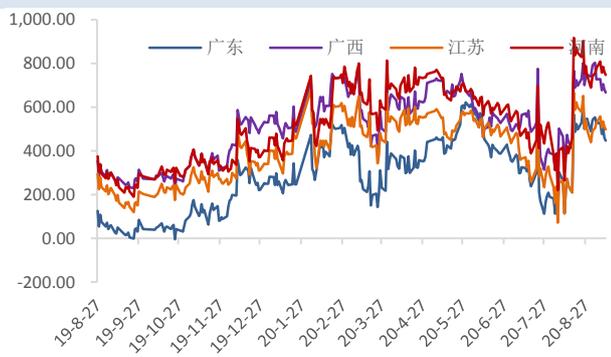
数据来源：Wind、国都期货研究所

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33.90万吨，相较于前一周减少了-7.38%。在双节备货的背景下，棕榈油库存仍然维持去化状态，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月预估到港较上周调增2万吨至62万吨，已连续两周调增；10月到

港较上周调增5万吨至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。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油局(MPOB)周四公布的供需报告，马来西亚2020年8月棕榈油产量环比增加3.07%至186.30万吨，处于此前三大机构预测的184-192万吨的产量区间，略低于MPOA环比增加3.79%的预期；出口环比下降11.31%至158.16万吨，高于预期的153万吨；库存环比提高0.06%至169.91万吨，低于预期的179-180万吨。整体来看，由于报告库存数据好于预期，报告偏多。不过在报告发布之后，棕榈油多头走势偏弱，料市场对于未来棕榈油产量季节性增加、库存累积的预期逐渐走强，且海外疫情有再度爆发的迹象，原油价格近期也出现回调，棕榈油价格上行阻力较大，后续仍需关注产量及下游需求情况。根据马来船运调查机构ITS公布的数据，马来西亚9月1-10日棕榈油出口量为47.09万吨，较8月同期出口量42.68万吨增加10.3%。从主要出口市场来看，面向印度的出口明显增加，但在印度疫情仍未停歇，难言长足出口利好，可继续关注印度方面油脂补库及消费情况。

印尼方面，上周印尼宣布拟于11月完成B40生物柴油项目的可行性研究，不过从原油近期走势来看，已经连续两周回调，美原油主力合约从43美元跌至36美元附近，生物柴油制造利润亏损状态加深，利空棕榈油期价。而且，伴随着原油价格下跌，整个市场情绪也将迎来调整，在基本面不确定性较大的情况下，棕榈油继续上行将面临不小的阻力。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为114.40万吨，较之前一周下降了-2.14%。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。根据海关总署公布的数据显示，中国8月进口大豆960.4万吨，环比下降5%；今年1-8月中国进口大豆6473.9万吨，较去年同期增加15%。后续来看，因为巴西供应下降，未来几个月大豆货源主要来自于美国，需要关注中美关系走向及第一阶段经贸协议的落实情况。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、国庆双节备货之后累库速度或加快，但是今年的收储题材从4月开始便持续支撑盘面，是做空需要关注的关键风险点。

美国产地方面，根据USDA周五发布的9月供需月报，2020/21年度美国单产预期为51.9蒲式耳/英亩，较之8月预期的53.3蒲式耳/英亩环比减少1.4蒲式耳/英亩；收割面积预期与上月持平；因此产量预期为43.13亿蒲式耳，较之8月预期的44.25亿蒲式耳环比减少1.12亿蒲式耳；压榨量预期为21.8亿蒲式耳，与上月持平；出口量预期为21.25亿蒲式耳，与上月持平；期末库存预期为4.6亿蒲式耳，较上月调减1.5亿蒲式耳。报告利多美豆走

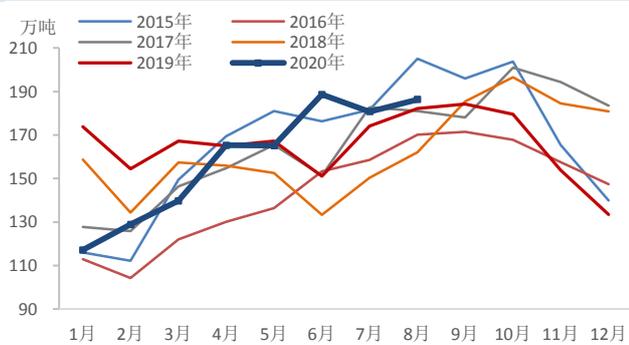
势。美豆油方面，根据USDA供需报告，由于期初库存调减，美国2020/21年度豆油年末库存预估为18.6亿磅，较之8月预估的20.75亿磅减少了2.15亿磅。后续来看，巴西因为前期大量出口中国大豆，该国国内大豆已所剩无几，未来中国进口主要来自于美国，在美豆产量、库存调减的情况下，豆类的进口成本或将随着美豆价格上涨而抬升，国内豆油价格或将注入新的提涨动力。

菜油

截至上周五，菜油商业库存为23.25万吨，较上周的22.56万吨增加0.69万吨。菜籽库存为45.3万吨，较前一周的38.3万吨增加7万吨。从到港情况看，9月有12万吨到港，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依然偏紧，价格下方支撑较强。不过在当下菜油高价的情况下，基本已分流部分需求到其他油脂，只剩下刚需部分，因此在油脂消费旺季过后，菜油价格存在高位回落可能。

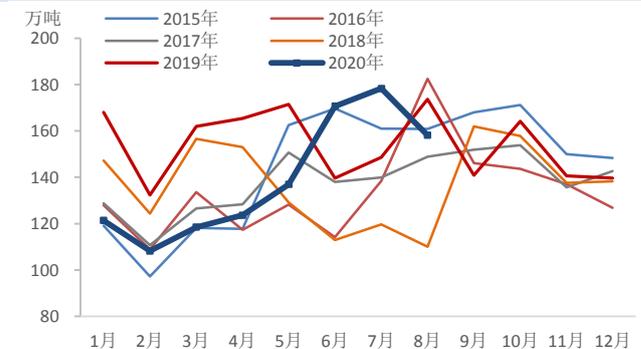
咨询机构战略谷物（Strategie Grains）连续第二个月上调欧盟和英国今年油菜籽产量预估，指因欧洲中部和北部产出良好。战略谷物在油籽作物报告中称，产量预估从上个月的1679万吨上调至1709万吨，不过该水平仍低于去年的1732万吨，欧盟方面油菜籽供应依然偏紧，后续重点关注加拿大方面油菜籽的产量及出口情况。

图 11 马来棕榈油月度产量



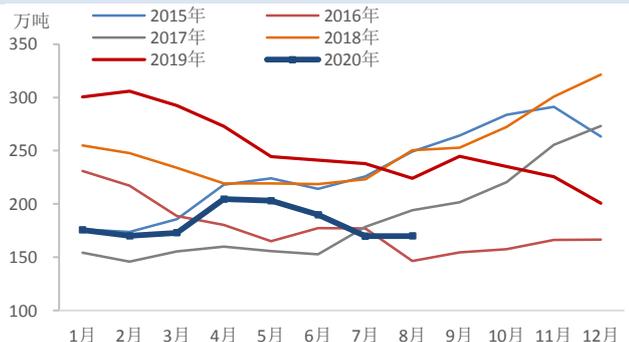
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



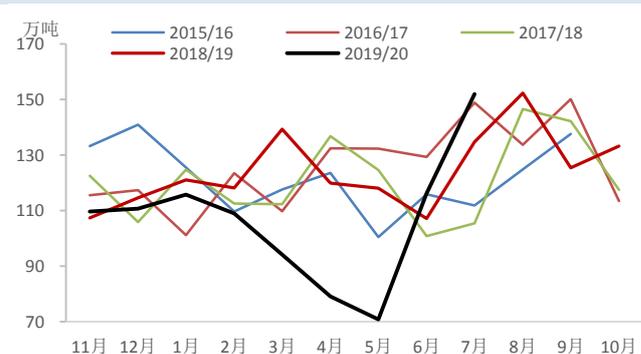
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



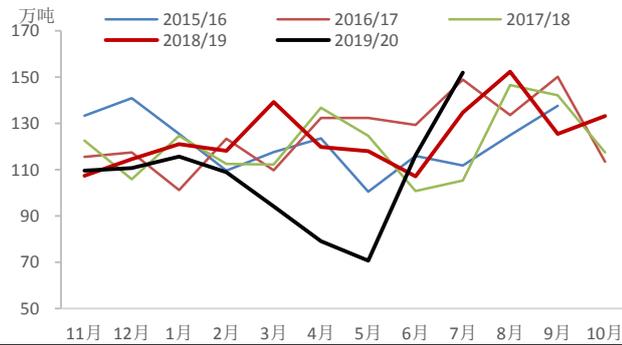
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



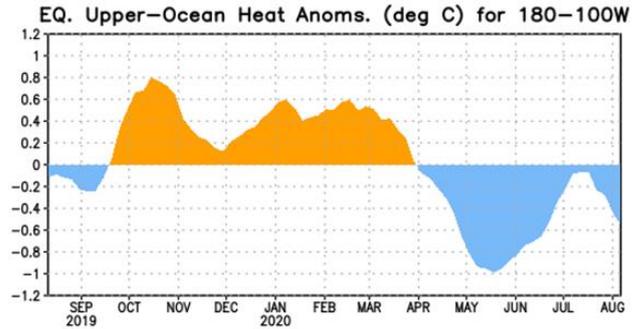
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



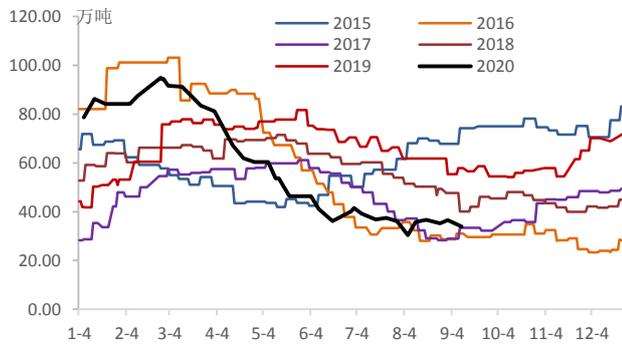
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 太平洋海温异常指数



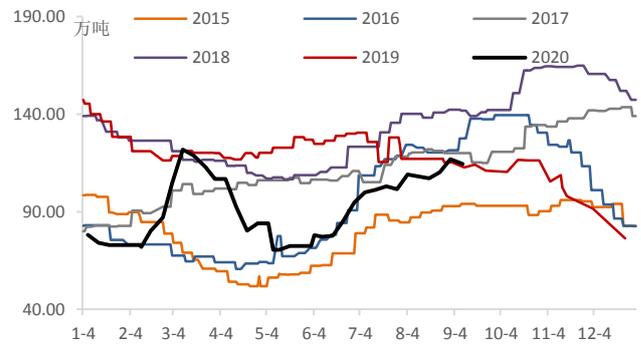
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



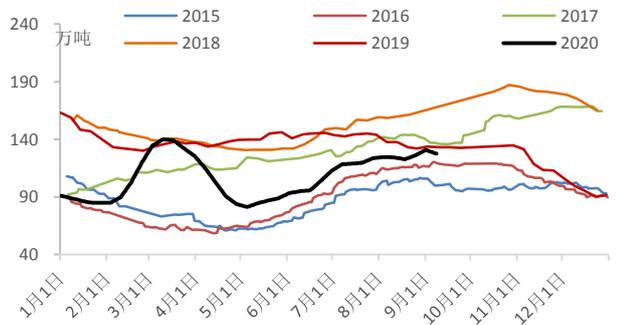
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



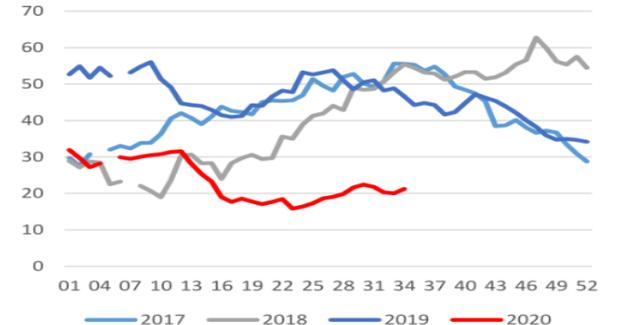
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



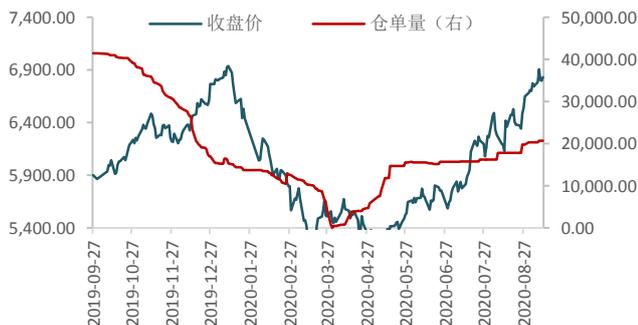
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

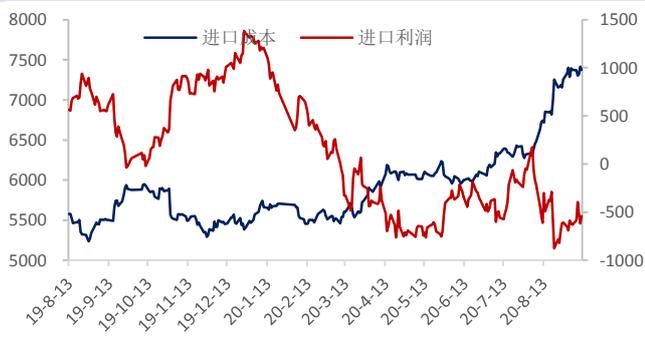
请务必阅读正文后的免责声明

(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1.3 元/吨至7373.3 元/吨，进口利润提高88.7 元/吨至-541.3 元/吨，不过仍然维持贴水状态。棕榈油进口成本增加101.5 元/吨至-315.5 元/吨，进口利润降低-159.7 元/吨至-315.5 元/吨，棕榈油进口利润仍然处于倒挂状态，或继续阻碍四季度初期进口。菜油的进口成本降低-177.7 元/吨至6871.3 元/吨，进口利润增加156.7 元/吨至1781.7 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82.8 元/吨至99.2 元/吨，油厂开工率从前一周的58.70%小幅下调至56.19%，周内压榨量减少8.715万吨至195.105万吨，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-0.6 元/吨至781.1 元/吨，油厂开工率从前一周的23.24%上调至28.09%，周内压榨量增加1万吨至5.8万吨。由于菜籽量有限，料压榨开工率中长期将继续维持在30%以下。

图 23 豆油进口成本与进口利润



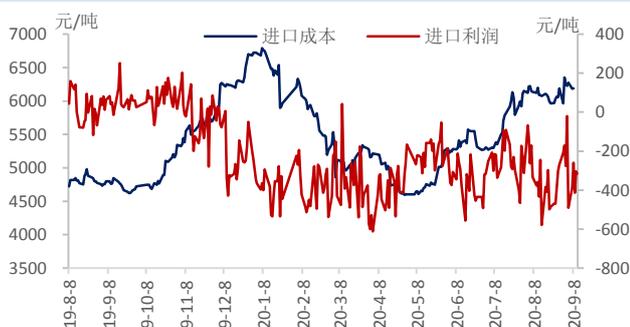
数据来源：Wind、国都期货研究所

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 棕榈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，马棕油9月供需报告数据好于预期，但期价并未再度冲高。这一方面是由于市场对于未来产量季节性增加的预期在走强，加之全球气候已逐渐向拉尼娜方向靠拢，后续马来、印尼产地降水将持续充沛，或在未来年份提高棕油产量；另一方面，棕榈油下游消费将在四季度逐渐下降，出口数据将出现季节性下滑，加之近期原油价格回调，也将从生柴消费和情绪面角度向棕油价格施压。因此后续棕榈油价格上方阻力较大，若产量不出问题，或将迎来回调。

豆油方面，USDA报告调低了新年度美豆的单产和产量，美豆周五夜盘在数据利多带动下大幅上涨，后续来看，在巴西豆所剩无几的情况下，未来四季度我国进口大豆主要来源于美国，因此国内对于美豆的采购将在未来几个月继续增加，提振美豆价格，国内豆类价格在进口成本的支撑下也将保持坚挺，豆粕价格或迎来3000点明显突破，在豆粕跷跷板的作用下，一定程度压抑豆油走势。

菜油方面，在经历前期大幅拉涨之后，菜油价格已处于7年以来高位，继续上行空间和动力均有所欠缺，但在进口政策无变动的情况下，国内基本面仍然维持供应偏紧的格局，做空也存在较大风险，可继续关注中加关系及中美关系进展对盘面的影响。

整体上看，油脂国庆、中秋双节备货已接近尾声，在前期涨幅较大的情况下，今年价格可能会偏离往年金九银十的季节性规律，且在原油价格回调和海外疫情的裹挟下，棕油可能会引领油脂价格出现回调。相对强弱关系上豆油>棕油 >菜油。

四、操作建议

单边：关注棕油在5900附近突破情况，若周初延续上周末走势继续回调，可轻仓跟空；若企稳突破5900，则证明多头趋势尚未完成，空头宜继续等待。

套利：油粕比方面，当前油粕比较之9月初已回落0.1至2.2附近，未来趋势偏空，空头可酌情入场。跨品种方面，豆棕价差已至960点，但后续仍存拉大可能，套利多头可继续持有。

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。