

消费旺季库存不减，油脂上行有压力

主要观点

行情回顾。9月，国内油脂市场延续上月震荡走势。月初一周呈现上涨趋势，到达月内高点，随后两周以棕榈油为首连连下跌，月末一周受到中美关系和原油价格双重提振，出现小幅回调。成交量方面，豆油和菜籽油主力合约都有下滑，棕榈油主力合约由于趋势较强成交量明显上扬。国际方面，美豆油上半月连续走低，到达近两年低点27.13美元/磅，随后企稳反弹步步走高。马棕油月内整体呈现下跌走势，9月20日跌至近三年低点2137.00林吉特/吨，随后小幅反弹。国庆国内油脂休盘期间，受到原油价格上涨影响，美豆油和马棕油都呈现震荡上涨趋势。其中美豆油上涨1.7%，马棕油上涨3.4%。

基本面分析。国际方面，马来西亚2018年8月棕榈油产量环比增7.92%至162.2万吨，创下年内最高产量；库存环比增12.37%至248.87万吨；出口环比降8.11%至109.96万吨。因为新兴市场货币贬值，制约需求的原因，出口持续疲软，库存继续增加，制约马棕油上涨空间。美豆丰产，美豆油9月份预计产量达239.1亿磅，高于上月预测值237.95亿磅，出口预测与上月保持不变，都是22亿磅，期末库存预测达21.66亿磅，高于上月预测值20.66亿磅。产量和库存的上升拖累了美豆价格反弹。国内方面，从港口库存上看，棕榈油呈现出小幅上升趋势，但相较于往年的港口库存仍处于历史低位。按照季节性规律，随着天气转凉棕榈油在植物油中掺混下降，预计棕榈油港口库存随后会有所下行。豆油整体变化不大。受到中美紧张的贸易关系影响，今年豆油港口库存整体高于过去三年库存数据，这也是阻碍油脂“金九银十”行情的掣肘。

后市展望。国际方面，国庆期间国际原油价格突破上涨，意味着生物柴油产业链利润的上涨，刺激油脂在生物柴油领域的需求，助力国际油脂市场上涨。美豆油在国庆期间受到原油价格和新版北美贸易协定落成的双重提振，且根据资金面非商业净空头的大幅减仓，短期内有望延续上升走势。假期期间海外各大机构预估了9月马来西亚10月MPOB供需数据，9月马来西亚产量或将大幅增长15%，然而受9月0关税政策下出口激增的影响，库存较8月持平在250万吨左右，因此马棕油上方压力较大，此次上涨空间有限。国内方面，在季节性走势和中美紧张的贸易关系大背景下，并且节后资金返场，油脂在10月份有上涨的动力。但从基本面来看，油脂库存积压较严重，双节已过需求回落，对价格反弹构成上方压力。棕榈油进口利润较之往年偏高，在进口利润下降之前或维持震荡下行局面。整体而言，国内油脂市场在假期结束后短期内或追赶国际油脂假期内涨幅，呈现上行趋势，但受到基本面制约，反弹空间较为有限。

报告日期 2018-10-08

研究所

史玥明

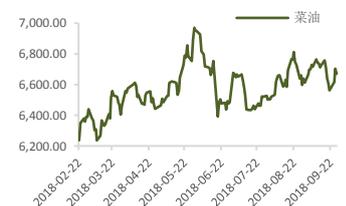
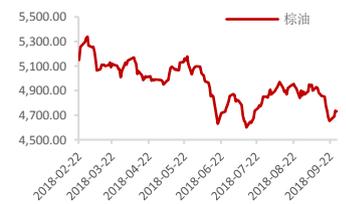
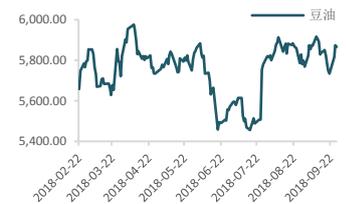
油脂期货分析师

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	5
(一) 库存分析	5
(二) 成本利润分析	7
三、资金面分析	8
(一) 国际 CFTC 持仓分析	8
(二) 国内资金动向分析	8
四、技术面分析	9
五、后市展望	10
六、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 主力合约基差	5
图 8 大豆、菜籽油粕比	5
图 7 豆油仓单数量	6
图 8 菜油仓单数量	6
图 9 棕油港口库存	6
图 10 豆油港口库存	6
图 11 豆油进口成本与期价走势	7
图 12 棕油进口成本与期价走势	7
图 13 豆油进口利润与期价走势	7
图 14 棕油进口利润与期价走势	7
图 15 豆油压榨利润与期价走势	8
图 16 菜油压榨利润与期价走势	8
图 17 非商业持仓多/空头走势	8
图 18 非商业净持仓	8
图 19 油脂指数与资金量走势	9
图 20 豆油期价与资金量走势	9
图 21 棕油期价与资金量走势	9
图 22 菜油期价与资金量走势	9

一、行情回顾

9月，国内油脂市场延续上月震荡走势。月初一周呈现上涨趋势，到达月内高点，随后两周以棕榈油为首连连下跌，月末一周受到中美关系和原油价格双重提振，出现小幅回调。成交量方面，豆油和菜籽油主力合约都有下滑，棕榈油主力合约由于趋势较强成交量明显上扬。豆油主力合约报收5854.00元/吨，月度涨幅0.93%，月度成交量累计704.17万手，较上月涨-4.77%，持仓量83.76万手，月增-3.31万手。棕榈油主力合约报收4,698.00元/吨，月度涨幅-4.00%，月度成交量累计679.25万手，较上月涨23.11%，持仓量57.47万手，月增12.00万手。菜籽油主力合约报收6650元/吨，月度涨幅0.26%，月度成交量累计481.47万手，较上月涨-4.93%，持仓量39.08万手，月增-1.52万手。

国际方面，美豆油上半月连续走低，到达近两年低点27.13美元/磅，随后企稳反弹步步走高，报29.12美元/磅，月度涨幅1.57%，月度成交量累计113.59万手，较上月涨34.57%，持仓量26.77万手，月增1.69万手。马棕油月内整体呈现下跌走势，9月20日跌至近三年低点2137.00林吉特/吨，随后小幅反弹。报2166.00林吉特/吨，月度涨幅-3.65%，成交量23.61万手，较上月涨-20.69%，持仓量6.26万手，月增-0.61万手。国庆国内油脂休盘期间，受到原油价格上涨影响，美豆油和马棕油都呈现震荡上涨趋势。其中美豆油上涨1.7%，马棕油上涨3.4%。

图1 油脂主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

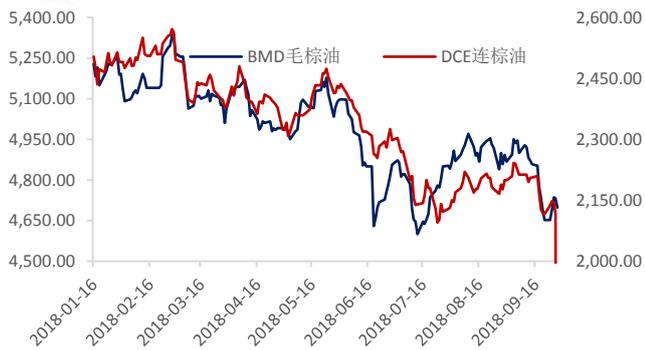
图2 豆油内外盘主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

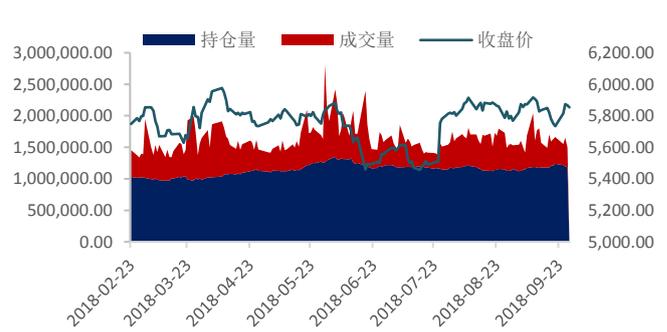
图3 棕榈油内外盘主力合约走势

图4 豆油量价分析



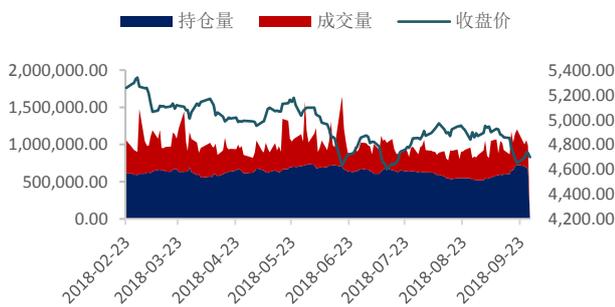
数据来源: Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析



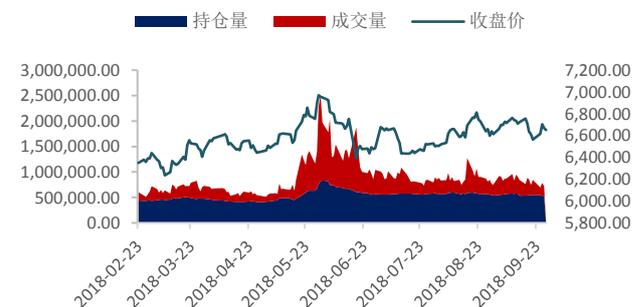
数据来源: Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析



数据来源: Wind、国都期货研究所

图7 主力合约基差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 大豆、菜籽油粕比

二、基本面分析

(一) 库存分析

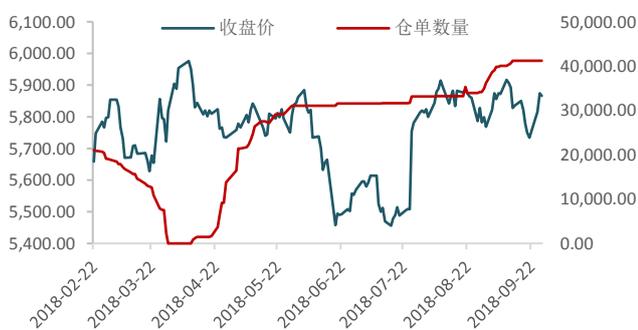
国际方面，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的月度报告显示，马来西亚 2018年8月棕榈油产量虽由于减产缘故是2010年以来的同期最低产量，但环比增7.92%至162.2万吨，创下年内最高产量；库存环比增12.37%至248.87万吨；出口环比降8.11%至109.96万吨。因为新兴市场货币贬值，制约需求的原因，出口持续疲软，库存继续增加，制约马棕油上涨空间。

根据美国农业部（USDA）9月份供需报告，美豆丰产，美豆油9月份预计产量达239.1亿磅，高于上月预测值237.95亿磅，出口预测与上月保持不变，都是22亿磅，期末库存预测达21.66亿磅，高于上月预测值20.66亿磅。产量和库存的上升拖累了美豆价格反弹。

国内方面，从港口库存上看，棕榈油月末港口库存为49.50万吨，月初港口库存为41.40万吨，增加了19.57%，呈现出小幅上升趋势，但相较于往年的港口库存仍处于历史低位。按照季节性规律，随着天气转凉棕油在植物油中掺混下降，预计棕油港口库存随后会有所下行。豆油月末港口库存为142.10万吨，月初港口库存为142.28万吨，月中虽触及月内库存地点138.90万吨，但整体变化不大。受到中美紧张的贸易关系影响，今年豆油港口库存整体高于过去三年库存数据，这也是阻碍油脂“金九银十”行情的掣肘。

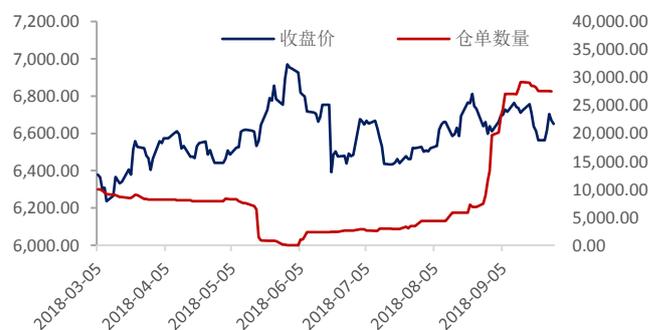
从仓单数量上看，豆油、菜油仓单数量前半月上涨明显，豆油从月初38615张到达41203张，涨幅6.70%；菜油由于价格低洼吸引资金炒作，仓单从月初20125张到达29168张，涨幅44.93%。后半月受到油脂震荡下跌行情影响，豆油仓单和高点持平，菜油小幅下降至27529张。整体来看，豆油仓单月度涨幅6.70%，菜油仓单月度涨幅36.79%。

图7 豆油仓单数量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 菜油仓单数量



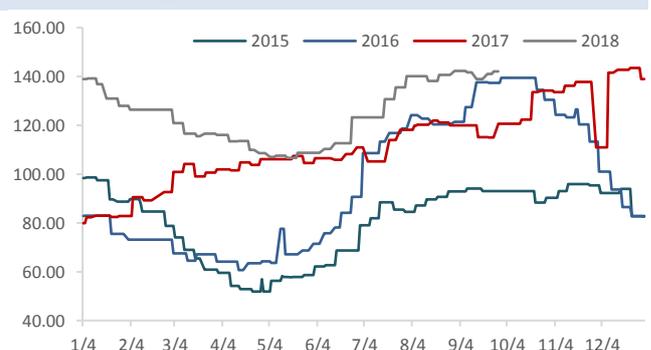
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 棕油港口库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 豆油港口库存



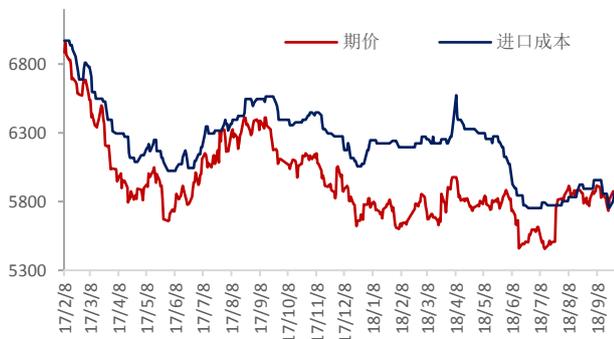
数据来源：Wind、国都期货研究所

(二) 成本利润分析

从进口成本及利润看，豆油进口成本月初小幅上升，随后下降至近两年低点，月末小幅反弹至5893元/吨，与月初进口成本数据相近。豆油进口利润月中呈现上涨，月末有所回调至-122元/吨，月度涨幅33.33%。预计受到中美贸易战进一步升级和巴西豆油出口下降的影响，后续豆油进口成本还会上升。棕油进口成本受到马棕油库存积压影响下降，月初为4886.67元/吨，月末为4706.67元/吨，跌幅3.68%。棕油进口利润月内震荡波动，月末为-142.09元/吨，9月整体下跌36.51%。随着马来西亚10月份0关税的延续开展，棕油进口成本上行空间将有限。

从压榨利润看，豆油压榨利润整体呈现上升走势，月初为252.70元/吨，月末为348.03元/吨，涨幅37.72%。菜油压榨利润先波动下调后有所反弹，月初为186元/吨，月末为204元/吨，月度涨幅9.68%。压榨利润主要受到粕类价格提振有所抬升。随着9月猪瘟疫情发酵及中美关系恶化，国内对蛋白粕需求上升，一度出现粕强油弱的局面，提高了豆油的压榨利润。9月水产旺季，菜粕的需求增加，并由于豆粕价格上涨的影响，菜粕价格也提振菜油压榨利润走高。从历史走势来看，豆油、菜油压榨利润已到达历史同期高点，后续或会逐渐下降，对价格构成利多。

图 11 豆油进口成本与期价走势



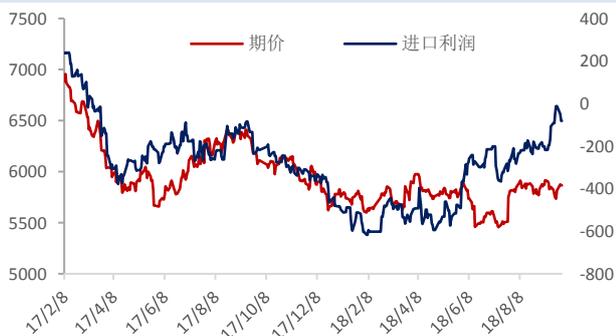
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 棕油进口成本与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 豆油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

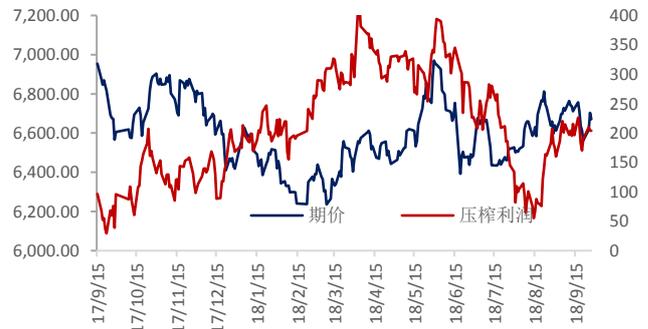
图 14 棕油进口利润与期价走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 豆油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

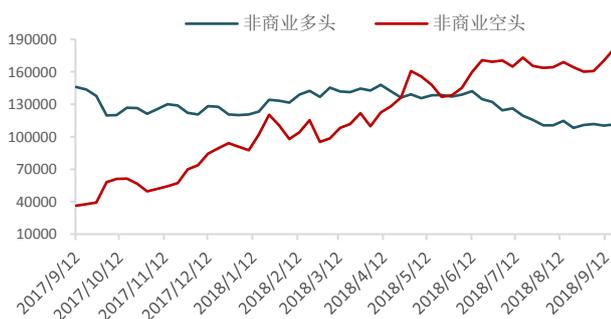
图 16 菜油压榨利润与期价走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

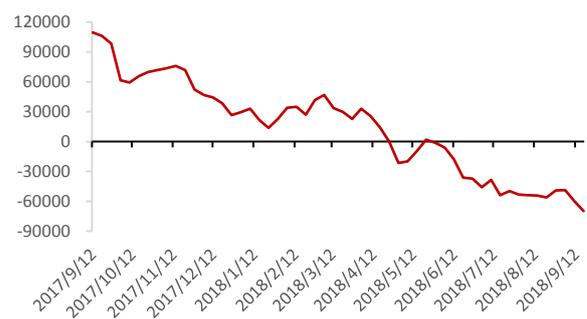
三、资金面分析

(一) 国际 CFTC 持仓分析

根据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 的 CBOT 美豆油持仓情况, 9 月初非商业多头为 111,900 手, 非商业空头为 160,644 手, 非商业净持仓为 -48,744 手。月内非商业空头不断增持, 期间非商业净持仓最高到达 -69,818 手, 直至 9 月末一周有所下降。月末非商业多头达 113,109 手, 非商业空头达 156,336 手, 非商业净持仓 -43,227 手。从 9 月持仓走势来看, 非商业空头持仓较上周大量减持或释放反弹信号, 加之新版北美贸易协定的达成, 对美豆油 10 月走势形成利多。

图 17 非商业持仓多/空头走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 非商业净持仓


数据来源: Wind、国都期货研究所

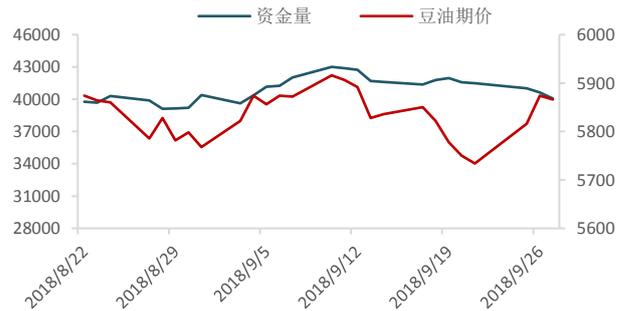
(二) 国内资金动向分析

从 9 月油脂整体资金量来看, 月初资金量为 8.13 亿元, 期间小幅波动上涨, 月末随着十一假期来临, 部分资金抽离市场, 月底资金量达为 8.65 亿元, 涨幅 6.39%, 对油脂市场谨慎看多。

其中，豆油月初资金量为3.96亿元，9月上旬小幅增加，随后逐渐走低，月末资金量为4.01亿元，整体资金量变化不大，涨幅1.26%。棕榈油月初资金量为1.76亿元，由于期价波动明显资金大量涌入，月末达2.22亿元，涨幅26.14%。菜油月初资金量为2.41亿元，期间资金变化不大，最多时达2.57亿元，随后归于平淡，月末资金量为2.42亿元，涨幅0.41%。预计随着十一假期结束，短期内资金返场，会推动油脂走出一波上涨行情。

图 19 油脂指数与资金量走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 豆油期价与资金量走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 棕油期价与资金量走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 菜油期价与资金量走势


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、技术面分析

从K线形态上看，豆油9月处于短线上的多头窄幅整理结构，月末两天均呈现十字星，或是反转的信号，但从周K线上看反转趋势并不明显，短期内可能出现小幅回调。棕榈油月中连续数根长阴线，到达近两年最低点后逐渐企稳反弹，从周K线上也可看出明显的反弹信号。菜油日K线形态与豆油相近，都处于窄幅整理结构，在油脂中趋势表现最弱。

从相对强弱指标RSI上看，豆油9月末上涨行情时RSI跃居50以上，走势上6日RSI有希望下穿12日RSI，短期内或呈现下降趋势，与K线结论一致。棕榈油9月RSI多数在50以下，相对较弱，可在12日RSI下跌至20以下时酌情做多。菜油9月RSI基本盘旋在50附近，多空势均力敌，不具备太强的趋势，建议空仓观望。

五、后市展望

国际方面，国庆期间国际原油价格突破上涨，意味着生物柴油产业链利润的上涨，刺激油脂在生物柴油领域的需求，助力国际油脂市场上涨。美豆油在国庆期间受到原油价格和新版北美贸易协定落成的双重提振，且根据资金面非商业净空头的大幅减仓，短期内有望延续上升走势。假期期间海外各大机构预估了9月马来西亚10月MPOB供需数据，9月马来西亚产量或将大幅增长15%，然而受9月0关税政策下出口激增的影响，库存较8月持平在250万吨左右，因此马棕油上方压力较大，此次上涨空间有限。

国内方面，在季节性走势和中美紧张的贸易关系大背景下，并且节后资金返场，油脂在10月份有上涨的动力。但从基本面来看，油脂库存积压较严重，双节已过需求回落，对价格反弹构成上方压力。棕油进口利润较之往年偏高，且受到马棕油影响较强，在进口利润下降之前或维持震荡下行局面。整体而言，国内油脂市场在假期结束后短期内或追赶国际油脂假期涨幅，呈现上行趋势，但受到基本面制约，反弹空间较为有限。

关于油脂的下一步走势，本月可关注的事项有（1）美国USDA月度供需报告，若新版北美贸易协定利于美豆油降库存，将会进一步提振美豆油行情；（2）马来西亚ITS棕油出口报告，MPOA供需报告，出口量增加、库存下降将有利于马棕油盘面。

六、操作建议

单边：鉴于国际油脂在假期间的明显涨势和中美关系进一步恶化，可逢低做多豆油；棕油基本面较弱，节后可日内做多，但还需谨慎马来西亚报告对盘面的不利影响；菜油无论从基本面还是技术面来看都较为平淡，建议平仓观望。

套利：产业利润套利方面，蛋白粕市场上基本面关注度明显弱于消息面，油粕比还有进一步下探的可能，可少量做空油粕价差。跨品种方面，可进一步少量、分阶段逢低做多豆棕价差，到达1200元/吨以上时酌情减仓，获利离场。。

分析师简介

史玥明，量化金融专业硕士，现任油脂期货分析师。

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：(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：010-64000083。