

油脂资金热度仍在，警惕高位回落风险

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂价格延续前一周上涨趋势继续上行，其中棕榈油在外盘推动下涨幅居前，菜油、豆油被动跟涨，涨幅较小，且豆棕价差截至上周五价差已倒挂 300 点。从基差角度来看，由于本周油脂盘面价格较为坚挺，各油脂基差出现不同程度的缩窄，棕油基差下降幅度最大，已降至 500 元/吨 附近。从资金角度来看，各油脂成交量较上周均有所下降，但棕油沉淀资金继续小幅流入。从外盘情况来看，美豆价格在南美方面的供应压力下上行遇阻，美豆油则在压榨提高的背景下弱于美豆；马棕油周内完成主力合约换月，主力合约价格维持在 5000 点附近。

后市展望

棕油方面，马来棕榈油 11 月中旬披露的产量数据的减产幅度较之上旬更为明显，且出口在马印出口税差扩大的背景下也呈现增加趋势，11 月马棕油库存大概率环比下降，基本面偏强的格局短期难以改变。不过国内棕榈油需求短期较弱，加之目前价位已高于菜油，料随后将进一步压制下游消费，多头的止盈意愿提升，警惕高位回落风险。

豆油方面，10 月美豆压榨量大幅高于预期，且处于近几年月度压榨高位，一定程度上提振美豆价格。不过由于巴西方面播种进度较快，各机构纷纷上调巴西大豆的产量预估，美豆收获阶段也接近尾声，随豆类的供应压力将提升，美豆上行空间有限。在外盘偏弱的背景下，国内豆油尽管库存偏低，但上行趋势始终被制约，短期或继续弱勢跟随棕油走势。

菜油方面，加拿大油菜籽减产，留给中国的油菜籽货源较为有限，短期油菜籽、菜油进口量大幅增加的空间并不大。且随着前期消费增加，沿海地区油厂油菜籽、菜油库存再度降至偏低位置，菜油供应重回偏紧状态，料菜油走势将继续偏强。

整体来看，棕榈油资金热度仍在，但空头力量也在积攒，多空矛盾加剧，料价格在当前高位将继续面临博弈，波动率也将随之加大。相对强弱关系上，棕油 > 菜油 > 豆油。

操作建议

单边：棕榈油 01 合约价格已逼近万元，可关注其在前高附近的突破情况及基本面的配合情况，若未实现有效突破可短空。

套利：跨品种方面，01 合约豆棕价差多单逢回调加仓，目标位暂看 500 附近；05 合约豆棕价差多单继续持有。

报告日期 2021-11-21

研究所

史玥明

油脂期货分析师

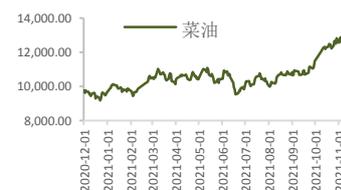
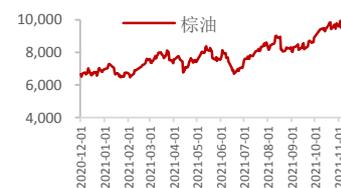
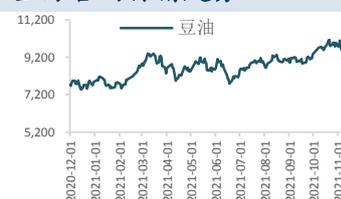
从业资格号：F3048367

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

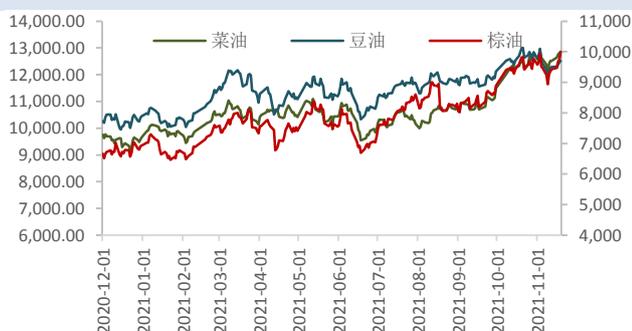
图 24 大豆进口成本与进口利润	10
图 25 棕油进口成本与进口利润	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	9698.00	2.15%	350.43	-24.29%	35.98	-4.16%
棕油	9,978.00	5.95%	377.62	-24.65%	36.73	8.64%
菜油	12,861.00	2.70%	180.64	-27.67%	20.51	1.88%
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	58.14 美分/磅	-1.41%	22.48	3.03%	11.85	41.18%
马棕油	4988.00 林吉特/吨	1.05%	11.49	-22.89%	6.85	-1.17

上周，国内油脂价格延续前一周上涨趋势继续上行，其中棕榈油在外盘推动下涨幅居前，菜油、豆油被动跟涨，涨幅较小，且豆棕价差截至上周五价差已倒挂300点。从基差角度来看，由于本周油脂盘面价格较为坚挺，各油脂基差出现不同程度的缩窄，棕油基差下降幅度最大，已降至500元/吨附近。从资金角度来看，各油脂成交量较上周均有所下降，但棕油沉淀资金继续小幅流入。从外盘情况来看，美豆价格在南美方面的供应压力下上行受阻，美豆油则在压榨提高的背景下弱于美豆；马棕油周内完成主力合约换月，主力合约价格维持在5000点附近。

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



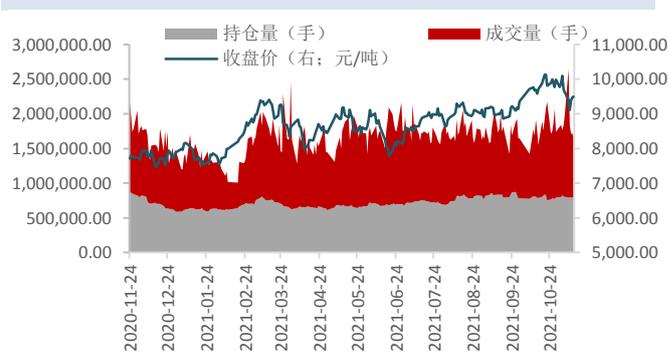
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势

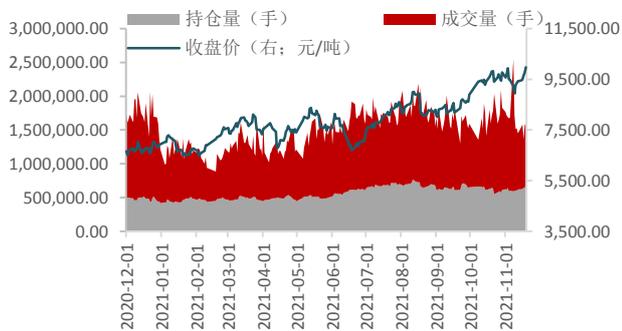


数据来源：Wind、国都期货研究所

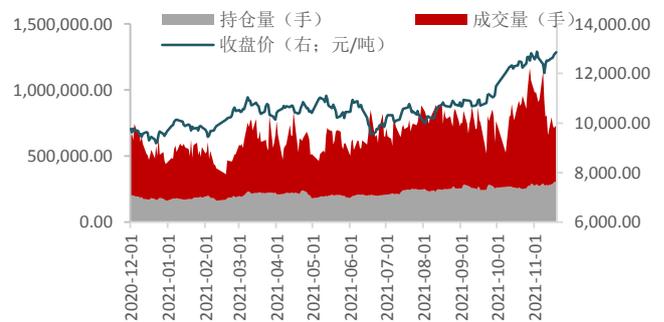
图4 豆油量价分析



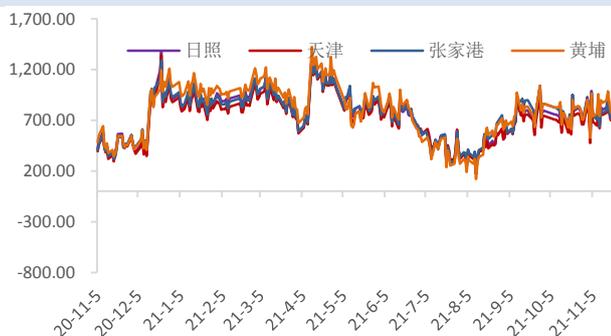
数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析


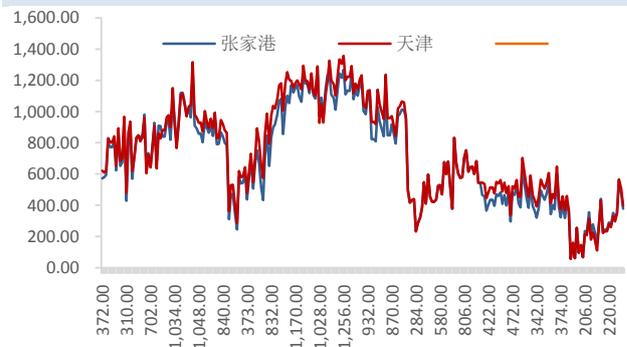
数据来源: Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析


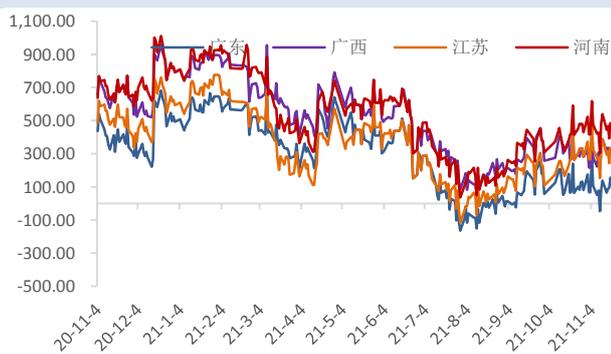
数据来源: Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差


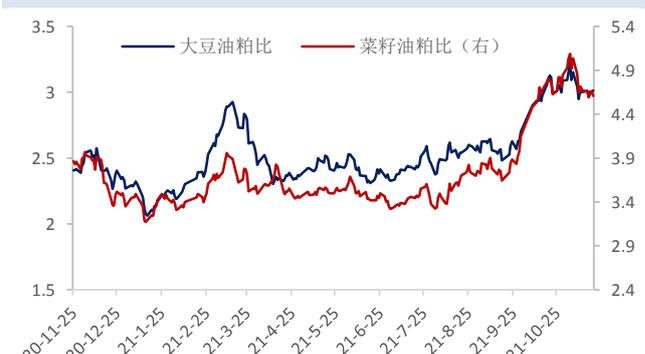
数据来源: Wind、国都期货研究所

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48.10万吨, 相较于前一周下降了-0.62%。商业库存为48.10万吨, 相较于前一周下降了-0.62%。虽然上周棕榈油库存小幅回落, 但随着棕榈油进入消费淡季, 短期港口库存或进一

步累积，目前已高于近五年同期库存均值水平，国内基本面利多支撑将转弱。

马来产地方面，据南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，11月1-15日马来西亚棕榈油单产减少4.46%，出油率减少0.35%，产量减少6.30%。据船运机构ITS数据，马来西亚11月1-15日棕榈油出口量为88.24万吨，较上月同期的69.68万吨增加26.63%。在马印出口税差扩大的背景下，马棕油出口呈现增加趋势，料本月马棕油库存将继续维持低位，基本面偏强的格局短期难以改变，料棕榈油短期将维持偏强震荡格局。

从历史几次大涨大跌转折点的时间分布来看，基本都是发生在春节前后，尽管眼下棕榈油需求平淡，但春节之前将迎来一波需求提振，潜在的利多因素或导致春节之前出现大幅下跌的可能性较小。因此从油脂季节性消费及走势规律来看，目前维持偏强震荡的可能性较大，需警惕波动率风险。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为73.15万吨，较之前一周下降了-1.94%。据预估数据，11月采购大豆850万吨，12月200万吨，1月170万吨，因此12月及以后买船不足的问题将继续存在。而11月虽然大豆到港增多，但四季度到次年初是豆油消费旺季，且豆棕价差转为负值之后豆油性价比提升也将带动豆油需求，料豆油较难太快累库，豆油国内基本面将继续偏强。

南美产区方面，据巴西农业部下属的国家商品供应公司CONAB，截至11月13日，2021/22年度巴西大豆种植率为79.2%，之前一周为67.3%，去年同期为69.0%。其中巴西大豆主产区马托格罗索州农业经济研究院(IMEA)称，截至11月12日，巴西马托格罗索州大豆播种进度为99.52%，去年同期为94.06%，上周为95.79%，五年均值为89.01%。随着巴西大豆播种进度加快，各机构纷纷上调巴西新赛季大豆的产量。据荷兰合作银行最新预估，巴西2021/22年度大豆产量预计为1.42亿吨，大豆出口量预计为8800万吨。巴西植物油行业协会表示，巴西2021/22年度大豆产量预计达到1.44亿吨，高于上年度的1.38亿吨。巴西国家商品供应公司CONAB预计，2021/22年度巴西大豆产量预计达到1.42009亿吨，上次预估为1.40752亿吨，上年度1.37321亿吨。综合各机构预估，巴西新年度大豆产量大概率在1.42亿吨以上，因此在巴西方面供应压力持续存在的情况下，美豆反弹高度或受限。

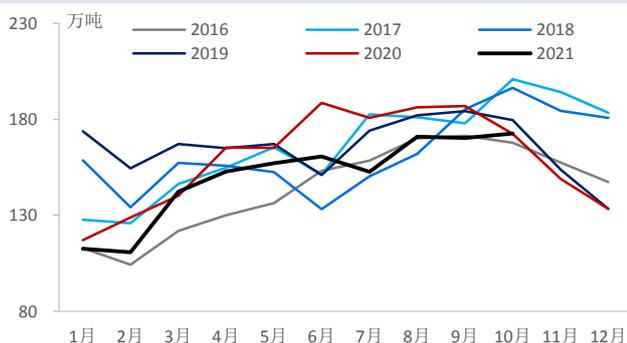
美豆产区方面，美国全国油籽加工商协会(NOPA)公布的数据显示，美国10月大豆压榨量为1.83993亿蒲式，高于市场预期的1.81945亿蒲式耳，为九个月来最多，但10月豆油库存为18.35亿磅，高于市场预期的17.24亿

磅，为连续第四个月增加。由于压榨高于预期，报告数据利多美豆走势，但美豆油库存增加幅度高于预期，一定程度上利空美豆油。美国农业部（USDA）公布的每周作物生长报告显示，截至11月14日当周，美国大豆收割率为92%，市场预估为92%，此前一周87%，去年同期为95%，五年均值为93%。美豆收割依旧略慢于往年同期，一定程度上支撑美豆价格。不国在未来大豆供应宽松的预期下，料短期美豆上方空间将受限。

菜油

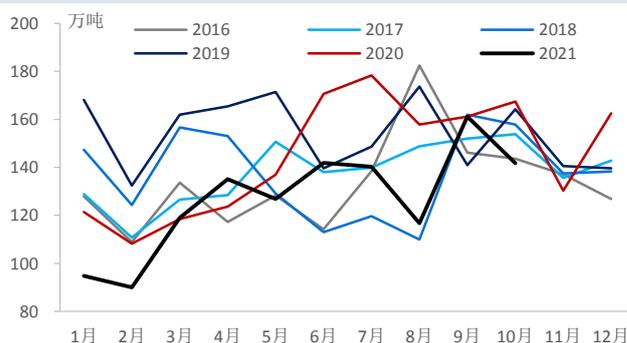
截至11月12日，沿海地区主要油厂菜籽库存为21.6万吨，周环比下降3.2万吨；菜油库存为5.78万吨，周环比减少1.42万吨。菜籽和菜油库存均处于近几年来同期偏低水平。由于加拿大油菜籽减产，国内油菜籽、菜油进口量大幅增加的空间并不大。目前沿海地区油厂油菜籽、菜油库存并不高，菜油供应略显不足，料年前菜油走势继续偏强。

图 11 马来棕榈油月度产量



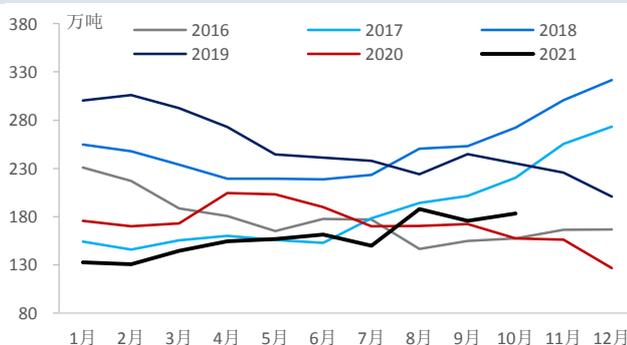
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



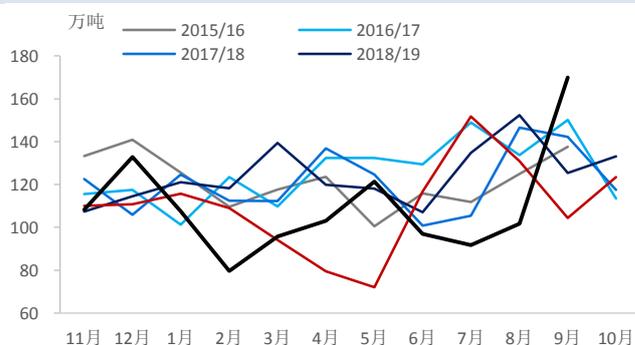
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



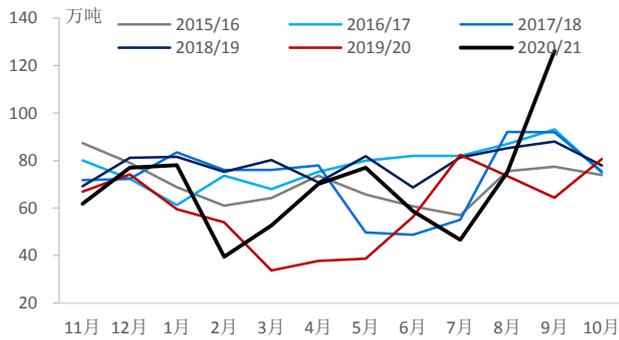
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



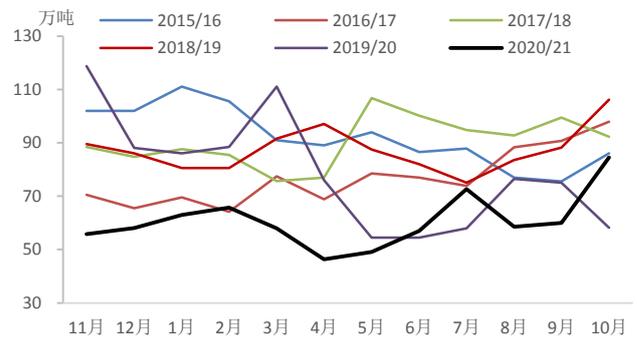
数据来源：SEA、国都期货研究所

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: SEA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



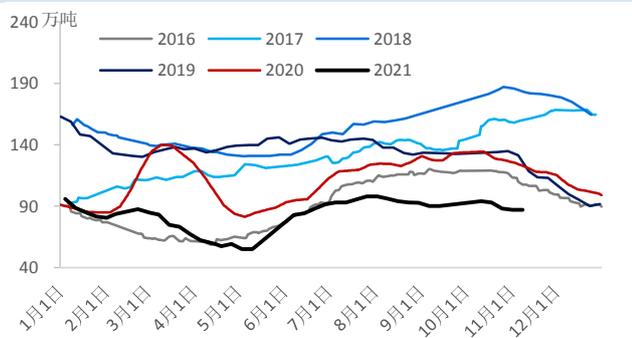
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



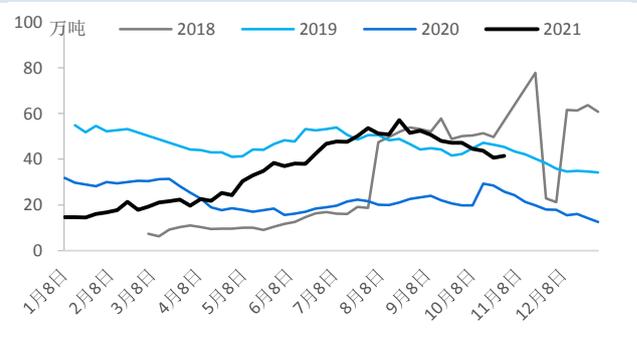
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



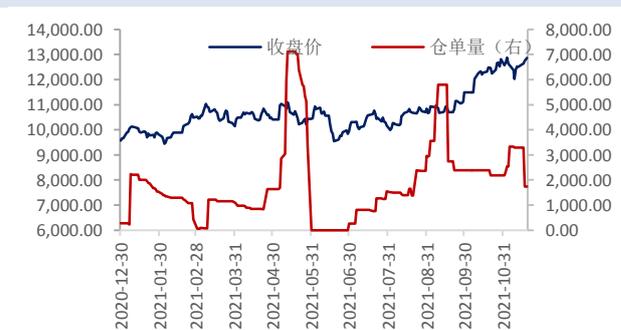
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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，南美豆油进口成本增加 74.7 元/吨至 10200.6 元/吨，进口利润增加 125.3 元/吨至 -502.6 元/吨。上周美豆油进口成本继续抬升，但鉴于国内豆油价格同步上涨，进口利润小幅回升，但仍维持贴水状态。棕油进口成本下降 -39.6 元/吨至 10532.9 元/吨，进口利润增加 589.6 元/吨至 -554.9 元/吨，在国内棕榈油涨势如虹的背景下，尽管仍处于贴水状态，但进口利润已快速修复。菜油的进口成本下降 -496.3 元/吨至 11060.0 元/吨，进口利润增加 846.3 元/吨至 1801.0 元/吨，国内菜油进口利润高升水继续存在。

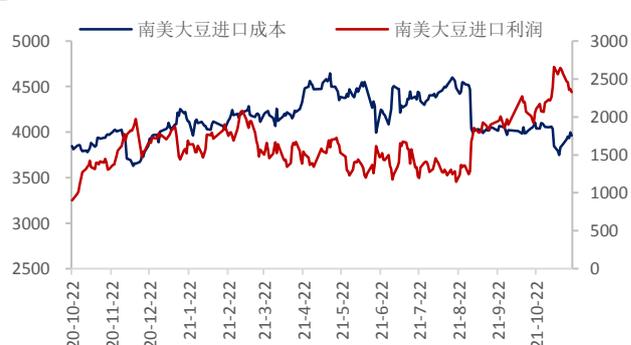
从压榨利润看，豆油压榨利润减少 -6.6 元/吨至 257.3 元/吨，国内豆油压榨利润短期持续处于较高水平，上周国内油厂开机率为 56.41%，较之前一周提高了 4.6 个百分点，11 月大豆到港预期增加，料短期库存或有小幅增加。菜油压榨利润下降 -39.2 元/吨至 -940.7 元/吨，压榨利润仍处于亏损状态，菜油厂开机率也持续处于偏低水平，上周油厂开机率为 5.21%，较之前一周下降了 1.78 个百分点。后续在压榨利润贴水、进口菜籽有限的情况下，料菜油厂开机率将继续偏低。

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

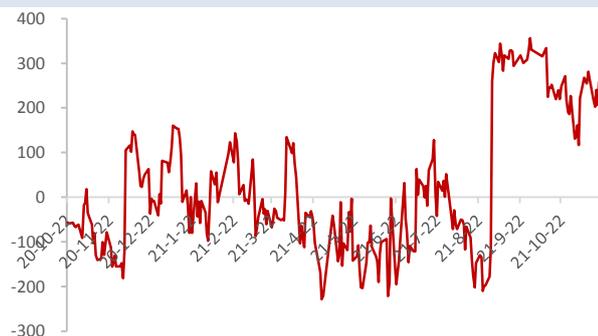


数据来源：Wind、国都期货研究所

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，马来棕榈油11月中旬披露的产量数据的减产幅度较之上旬更为明显，且出口在马印出口税差扩大的背景下也呈现增加趋势，11月马棕油库存大概率环比下降，基本面偏强的格局短期难以改变。不过国内棕榈油需求短期较弱，加之目前价位已高于菜油，料随后将进一步压制下游消费，多头的止盈意愿提升，警惕高位回落风险。

豆油方面，10月美豆压榨量大幅高于预期，且处于近几年月度压榨高位，一定程度上提振美豆价格。不过由于巴西方面播种进度较快，各机构纷纷上调巴西大豆的产量预估，美豆收获阶段也接近尾声，随豆类的供应压力将提升，美豆上行空间有限。在外盘偏弱的背景下，国内豆油尽管库存偏低，但上行趋势始终被制约，短期或继续弱势跟随棕油走势。

菜油方面，加拿大油菜籽减产，留给中国的油菜籽货源较为有限，短期油菜籽、菜油进口量大幅增加的空间并不大。且随着前期消费增加，沿海地区油厂油菜籽、菜油库存再度降至偏低位置，菜油供应重回偏紧状态，料菜油走势将继续偏强。

整体来看，棕榈油资金热度仍在，但空头力量也在积攒，多空矛盾加剧，料价格在当前高位将继续面临博弈，波动率也将随之加大。相对强弱关系上，棕油>菜油 >豆油。

四、操作建议

单边：棕榈油01合约价格已逼近万元，可关注其在前高附近的突破情况及基本面的配合情况，若未实现有效突破可短空。

套利：跨品种方面，01合约豆棕价差多单逢回调加仓，目标位暂看500附近；05合约豆棕价差多单继续持有。

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。