

2020年9月30日

金信期货研究院

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

关注上游动态 小心粕强油弱

内容提要

豆油供应充足，收储和进口大豆成本高企对价格有支撑，油粕比预计走弱。

棕榈油产地和国内库存双底，四季度存在库存回升预期，但是疫情对产地和国内到货的影响，支撑价格。

菜油供应仍然偏紧，和其他油脂维持高价差以抑制需求，同时维持近强远弱走势。

预计四季度油脂宽幅波动，短期油脂有一定程度的超跌。

操作建议

建议等待大幅回调做多棕榈油 2101，回到前期高点附近尝试做空棕榈油 2101，关注做空油粕比的机会。

风险提示

- 1、全球的疫情反复，油脂实际需求不及预期。
- 2、棕榈油产地的疫情影响超过目前的市场预期，扰乱供应。
- 3、收储完成，豆油库存大涨。
- 4、CBOT 大豆价格大幅回落。



扫码关注获取更多资讯

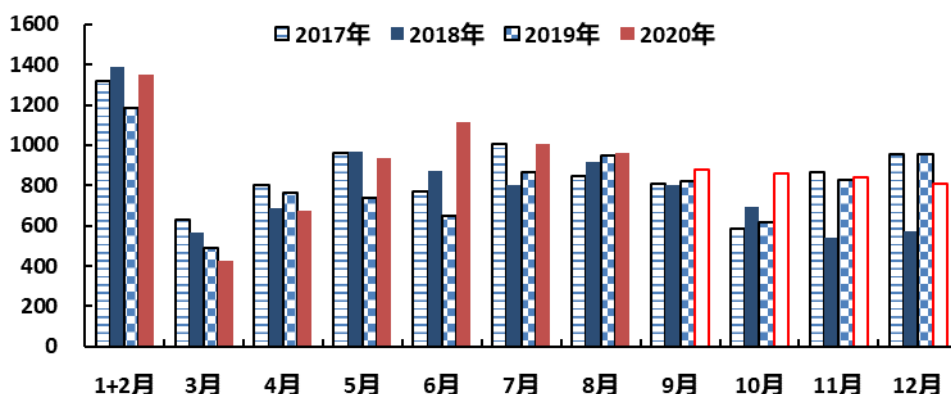
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、核心逻辑

1、豆油：供应充足，收储和成本上升预期支撑价格

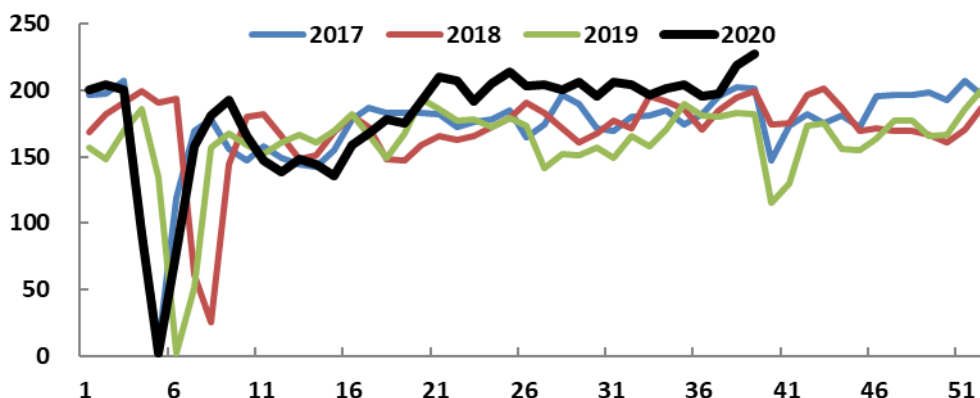
1-8月，国内累计进口大豆6474万吨，去年同期进口5639万吨，超过2017年的6334万吨，创出历史同期进口量的新高。9月目前来看到港量预计在880万吨左右，10-12月，根据排船情况，预计国内仍将进口2510万吨左右大豆，这样，2020年大豆进口量将超过9700万吨，超过2017年的9554万吨，为历史最大进口量。国内大豆进口量创记录的同时，大豆压榨量也在持续创记录，根据天下粮仓的统计，1-9月共压榨大豆6966万吨，2016-2019年同期的压榨量分别为5959万吨、6561万吨、6553万吨和6216万吨，其中，6月初到9月25日的17周的周均压榨量达到204.1万吨，超过历史同期均值173.5万吨约17.6%；四季度，由于仍然有巨量大豆到港，并且豆粕需求向好，预计大豆压榨量仍将超过历史同期。所以，从大豆进口量和大豆压榨量的角度来说，国内豆油今年的供应是非常充足的。

图1：国内大豆月度进口量及2020年9-12月到港量预估（万吨）



资料来源：海关总署，金信期货研究院

图2：国内大豆周度压榨量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

四季度，国内豆油的价格预计仍将受到 CBOT 大豆走势和收储这两大因素的影响。

CBOT 大豆价格走势主要反映市场对于大豆供应端的预期，对国内豆油的影响则主要体现在成本上升预期上。根据巴西贸易部的数据显示，1-9 月份，巴西累计出口大豆 7958 万吨，比去年同期多出口 1880 万吨，10-12 月巴西可出口的大豆数量不超过 1000 万吨。巴西大豆库存的消耗殆尽，一方面，使得美国大豆主导四季度的全球大豆贸易市场，而美国大豆在中国强劲的采购下，期末库存存在继续下调的可能，所以 CBOT 大豆和美国大豆升贴水易涨难跌；另一方面，也为南美天气炒作奠定了基础，今年巴西大豆丰产的情况下，创记录的出口都被市场消化掉了，如果明年南美大豆一旦出现较大程度的减产，则明年上半年全球的大豆供应将相对偏紧，这将推动 CBOT 大豆进一步上涨。CBOT 大豆四季度的看涨预期将对国内豆油价格构成支撑。

图 3：美国大豆供需平衡表及平衡表预测

种植年度	2016/17	2017/18	2018/19	19/20(Est.)	20/21(8月proj.)	20/21(9月proj.)	20/21(proj.)
种植面积 (百万英亩)	83.4	90.2	89.2	76.1	83.8	83.8	83.8
收割面积 (百万英亩)	82.7	89.5	87.6	75.0	83.0	83.0	83.0
单产 (蒲/英亩)	52	49.3	50.6	47.4	53.3	51.9	52.3
期初库存 (百万蒲)	197	302	438	909	615	575	525
产量 (百万蒲)	4,296	4,412	4,428	3,552	4,426	4,313	4,343
进口量 (百万蒲)	22	22	14	16	15	15	15
总供给 (百万蒲)	4,515	4,735	4,880	4,477	5,056	4,903	4,883
国内消费量(百万蒲)	1,901	2,055	2,092	2,170	2,180	2,180	2,130
出口量 (百万蒲)	2,166	2,134	1,748	1,680	2,125	2,125	2,250
种子 (百万蒲)	105	104	88	97	100	100	100
剩余量 (百万蒲)	41	5	43	-45	40	38	38
总消耗 (百万蒲)	4,214	4,297	3,971	3,902	4,445	4,443	4,518
	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21	20/21
结转库存 (百万蒲)	302	438	909	575	610	460	365
库存/消费	7.17%	10.19%	22.89%	14.74%	13.72%	10.34%	8.08%

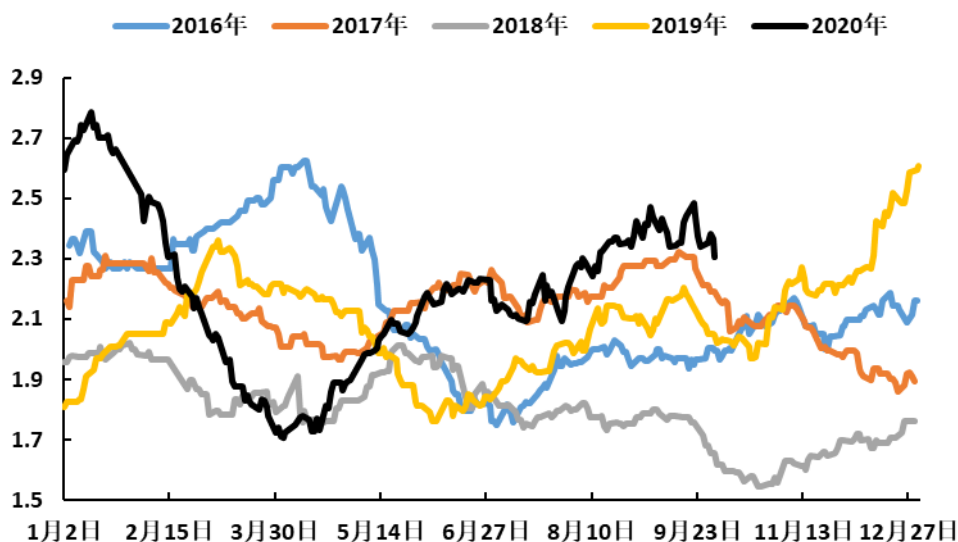
资料来源：USDA，金信期货研究院

2020 年 1-9 月份国内豆油的产量可以说是创记录的，但是豆油库存并没有出现大幅上升，截至到 9 月 25 日，沿海油厂豆油库存仅为 133.7 万吨，低于 2017 和 2018 年同期，和 2019 年同期差不多持平，过去 6 个多月，豆油库存缓慢上升，市场目前基本认同和“收储”有关。虽然官方并没有正式的收储公告，但是今年 3-9 月份的豆油表观消费量同比增加了 115 万吨，如果考虑到终端餐饮消费因疫情下降的影响，预计有超过 130 万吨的豆油库存“消失”了，这么大的量也只能用“收储”来解释。根据目前市场上的收储传闻，豆油收储将持续到明年一季度，合计收储 200 万吨，所以预计未来 6 个月还会有 50-70 万吨豆油进入储备，即每个月 10 万吨左右的表现消费量的增量，据此推算，四季度豆油库存仍将缓慢上升，年底豆油库存会上升到 150 万吨左右。豆油库存缓慢上升，对豆油价格的压力不大，不过随着“收储”接近完成，一旦豆油库存出现意料外的大幅上升，则将对价格构成较大压力，豆油库存一旦超过 180 万吨，油厂将面临胀库压力，届时现货豆油价格承压，基差承压，将带动盘面豆油价格走弱。

四季度，豆油的价格还可能受到豆粕价格的影响，因为国内进口了创记录的大豆，

大豆压榨量也创记录，理论上来说供应是过剩，在这种情况下，大豆压榨利润将变差（9月份开始有这个迹象），大豆压榨厂通常会挺价豆粕，而大量套保豆油，或者顺价销售豆油，所以豆油价格相比豆粕价格会疲软，油粕比将出现回落，这个情况在四季度很可能会出现，特别是在 CBOT 大豆相对国内豆粕、豆油走强的情况下。

图 4：张家港一级豆油和 43%蛋白豆粕价格比



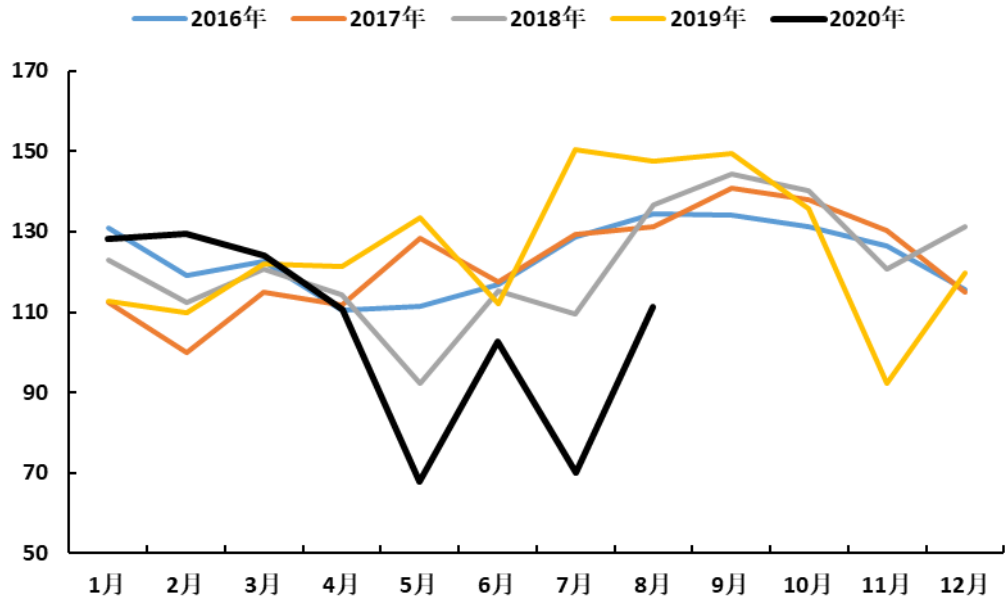
资料来源：Wind，金信期货研究院

2、棕榈油：产地、国内库存双低，有回升预期

根据 MPOB 数据显示，截至 8 月底马来西亚的棕榈油库存为 169.9 万吨，为 2017 年以来的同期最低值，这支撑了马盘棕榈油价格。但是分项来看的话，会发现马来西亚棕榈油的低库存源于 2019 年 4 季度和今年 1 季度的低产量，以及今年 6-8 月份的高出口。今年四季度，马来西亚的棕榈油产量前景是乐观的，出口则有一定的不确定性。首先，最大的棕榈油进口国印度在经过连续 3 个月的补库之后，国内的食用植物油库存已经从 91.5 万吨回升到 173.1 万吨，而由于印度国内疫情仍然非常严重的缘故，4-8 月份印度食用植物油的表现消费量为月均 92.5 万吨，明显低于历史同期 122.7 万吨的水平，所以 9-12 月，印度的棕榈油进口量可能低于去年同期；欧洲和印度的情况类似，由于 8 月份以来疫情二次爆发，原油价格也维持低位，欧洲的棕榈油的食用需求和生物柴油的需求预期都是下降的，所以 9-12 月欧洲的棕榈油的进口量预计也将低于去年同期；最后，是中国，2019 年 10-12 月，中国进口 24 度棕榈油 219 万吨，月均 54.75 万吨，从国内目前的采购来看，今年 9-12 月 24 度棕榈油的采购量月均已经达到 50 万吨，所以超过去年同期的可能性还是存在的，但是不会超过太多。所以总的来说，产地今年 9-12 月的出口将不如去年同期，在产地棕榈油处于高产的情况下，预计 9-12 月，产地棕榈油将处于库存上升周期。不过，需要注意的是，今年年底前马来西亚将毛棕榈油的出口关税维持在 0，这将推动马来西亚棕榈油的出口，从数据上来说，马来西亚的棕榈油库存上升速

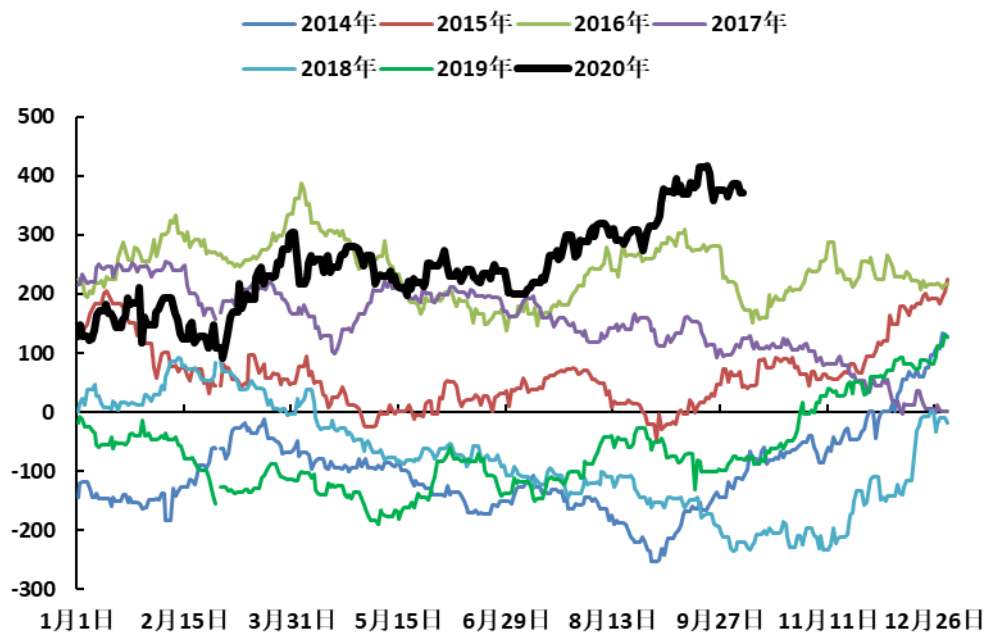
度会比较缓慢，可能到年底，马来西亚的棕榈油库存仍难以超过 200 万吨，低于 5 年均值；印度尼西亚的棕榈油库存则将快速上升，一方面，因为部分出口被马来西亚挤占，另一方面，则是低油价抑制印尼国内的生物柴油消费和出口。到今年年底，马来+印尼的棕榈油总库存可能回升到接近 700 万吨的历史高位。

图 5：印度食用植物油表观消费量（万吨）



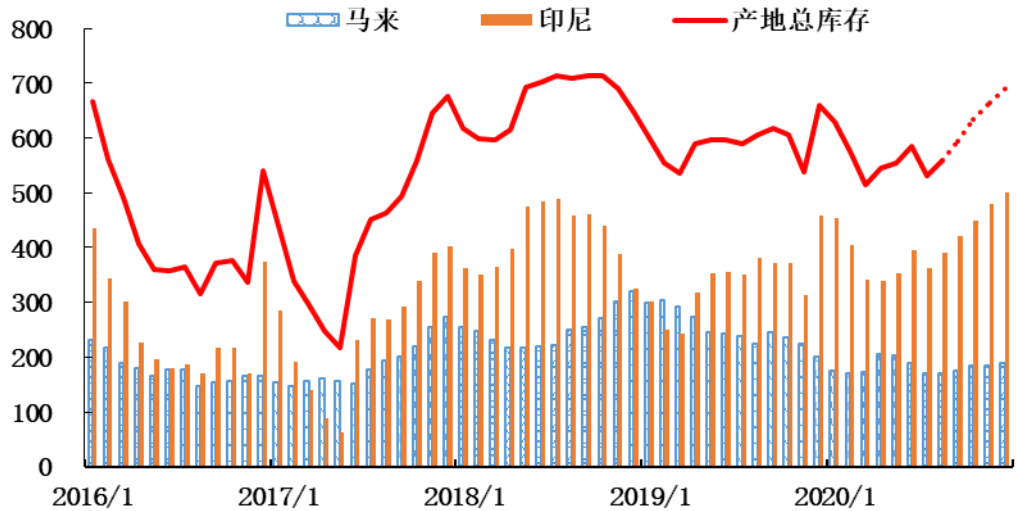
资料来源：SEA，金信期货研究院

图 6：POGO 价差（美元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

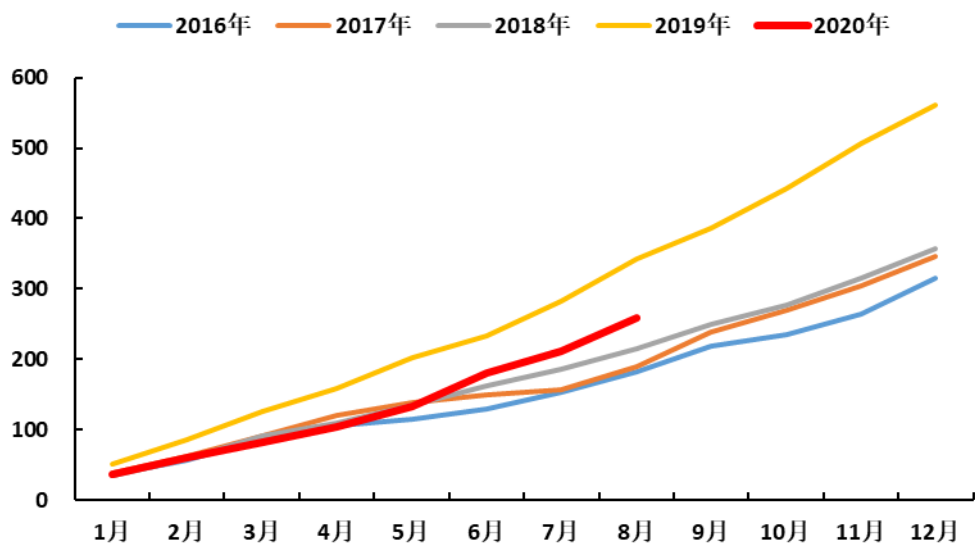
图 7: 马来+印尼棕榈油库存及预测 (万吨)



资料来源: MPOB, GAPKI, 金信期货研究院

根据天下粮仓的数据显示,截至9月29日,国内沿海食用棕榈油库存30.55万吨,低于去年同期的54.95万吨,甚至比2016年同期都要低。主要原因有两个,一是今年国内的棕榈油进口量较去年明显减少,而需求非常强劲,1-8月份,国内共进口24度棕榈油260万吨,比去年同期少82万吨(降幅24%),而表观需求反而出现近20%的增幅。二是疫情的影响,疫情导致产地发货推迟,而国内的检验加强导致卸货延迟,从而导致国内货源短缺且集中,现货基差高企。从目前远期的报价来看,市场预期10月以后情况会有所改善,高基差会回落。从10-12月的进口量来看,目前的采购已经快接近去年同期,供应偏紧的局面有望得到改善。

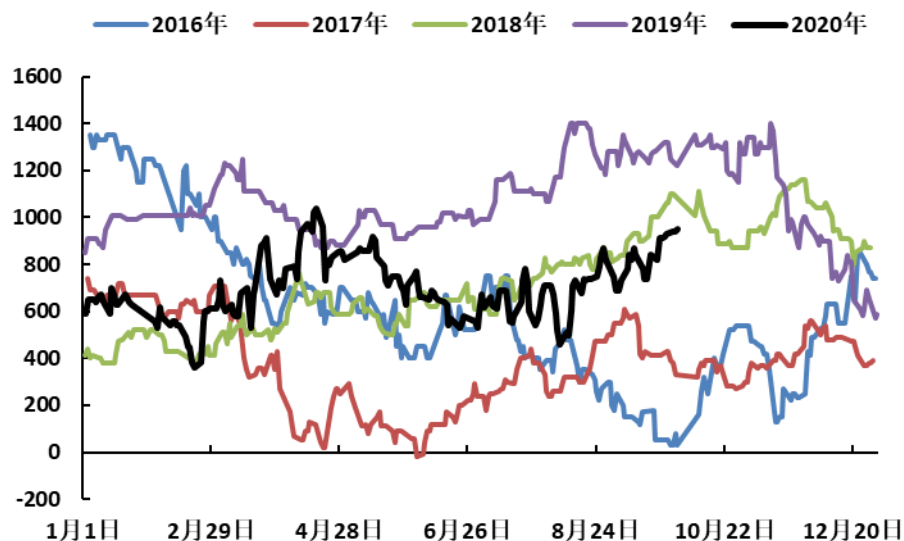
图 8: 棕榈油进口量累计值 (万吨)



资料来源: 海关总署, 金信期货研究院

棕榈油的需求方面，由于疫情的影响，一方面国内的方便食品的生产量增加，导致棕榈油的使用量增加；另一方面，外卖量大幅增加，堂食减少，为节约成本，餐饮企业和个体经营者选择相对更便宜的棕榈油调和油，或者在油炸食品中直接大量使用棕榈油，是推动二、三季度棕榈油消费强劲的主要原因。从豆棕油的价差来看，今年的豆油和棕榈油的价差并没有去年同期高，但是今年的情况比较特殊，终端需求可能更多考虑的是绝对价格。

图 9：广东一级豆油和 24 度棕榈油现货价差（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

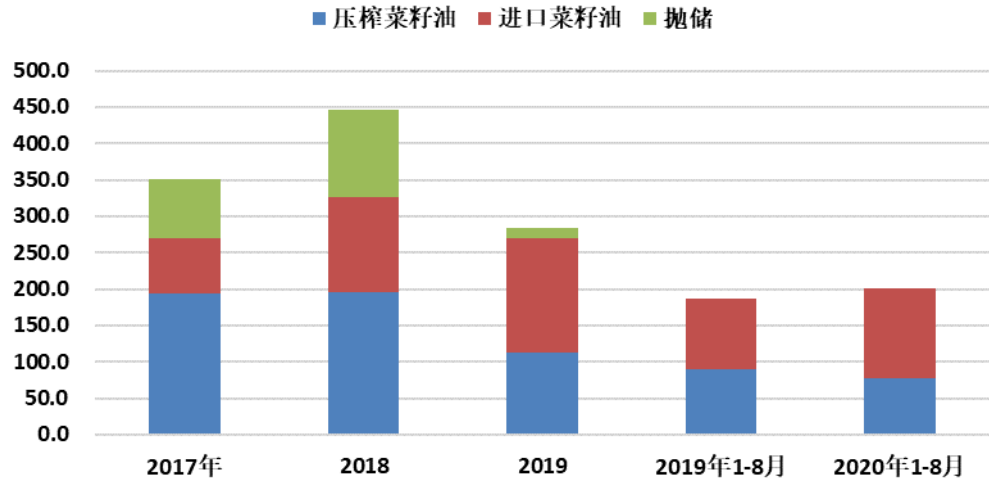
综合以上的分析来看，产地的棕榈油价格上涨的动力在减弱，不过由于市场都关注马来西亚的棕榈油数据，马来西亚棕榈油的低库存对产地价格还是有支撑。国内的棕榈油价格的中长期趋势上是跟随进口成本变化的，目前国内低库存、进口倒挂、高基差的背景下，价格也是有支撑的，只有当国内棕榈油库存开始出现明显回升时，价格才会承压。

3、菜油：供应仍偏紧，和其他油脂维持高价差以抑制需求

由于海关对进口菜籽的杂质检验仍然维持高标准，国内的菜籽进口量仍然未能恢复到 2019 年 3 月以前的水平，这导致国内菜油的供应整体仍然是偏紧的。截至 9 月 25 日，国内沿海进口菜籽库存 39.8 万吨，进口菜油库存 20.77 万吨，仍然处于较低水平。不过，从进口数据来看，国内菜油的供应在缓慢增加。1-8 月份，我国累计进口菜籽 190.01 万吨，比去年同期减少 28.85 万吨，比 2017-2019 年同期均值少 105.11 万吨；每月平均进口 23.75 万吨菜籽，较 2019 年下半年月均 13.5 万吨有所增长，但是仍然低于 2018 年月均 39.7 万吨的水平。1-8 月份，国内直接进口菜油 122.75 万吨，比年同期多 24.86 万吨，比 2017-2019 年同期均值多 42.75 万吨。这样，1-8 月份进口途径的菜油供应理论上为 202.55 万吨，比去年同期的 189.81 万吨多 12.74 万吨，比 2017-2019 年同期均

值仅少 1.39 万吨，但是由于 2017 和 2018 年还有大量的抛储，所以菜油总供应还是偏少的。

图 10: 2017-2020 年 8 月菜油供应情况 (万吨)

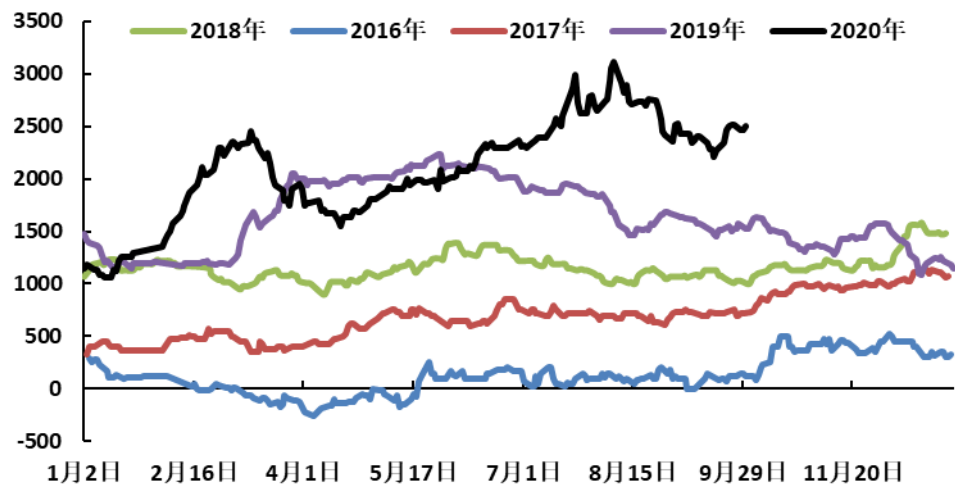


资料来源: 金信期货研究院

另外，需要注意的是，全球菜籽连续 2 年出现产需缺口，全球菜籽和菜油的库存越来越低，目前疫情大背景下，菜油的食用和工业用途有所减少，加上其他油料作物丰产，对菜油的供应形成了有效的补充。但是一旦棕榈油、大豆、葵花籽等作物出现较大幅度减产，或者全球经济从疫情中恢复的话，全球菜籽和菜油的供需矛盾可能会非常突出。

菜油供应仍然偏紧，菜油和其他油脂维持高价差以抑制消费，今年三季度，华东一级菜油和一级豆油的价差一直在 2200 元/吨以上，2019 年全年的最大价差也才 2240 元/吨，一方面是菜油继续挤压非刚需需求的表现，另一方面和三季度油脂整体价格偏强有关。另外，菜油的供应在一定程度上和中加关系有关，远期中加关系的不确定性，令菜油期货现货价格均维持近强远弱的格局。

图 11: 华东一级菜油-一级豆油价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

4、国内油脂总体情况：供应充足，伴随一定通胀预期

1、国内油脂的供应是充足的，1-8 月份油籽和食用植物油的进口量均创记录。不过由于豆油“收储”的原因，三大油的沿海油厂总库存处于 2017 年以来的同期低位。四季度国内油籽、食用植物油的直接进口目前都很稳定，大豆、菜籽、菜油、棕榈油的采购都在按部就班地进行，已采购数量已经能够满足需求。

2、油脂上游供应充足，但是价格高企，故事较多。美豆库存下降预期以及南美播种进度缓慢（天气炒作）推动 CBOT 大豆上涨；马来西亚棕榈油库存低位及疫情对产地供应的不确定影响，支撑棕榈油产地价格。

3、2020 年国内油脂消费的下降是确定的，根据农业农村部的预测，2019/20 年度国内食用植物油食用消费下降 49 万吨。

图 12：中国食用植物油平衡表（万吨）

2018/19	2019/20（9月预测）	2020/21（8月预测）	2020/21（9月预测）
2549	2781	2795	2765
1431	1660	1658	1658
569	565	566	526
318	324	331	339
855	896	770	845
495	450	420	420
151	180	140	180
78	89	70	70
3338	3289	3382	3382
2607	2581	2676	2676
731	708	706	706
27	26	27	27
40	363	156	202

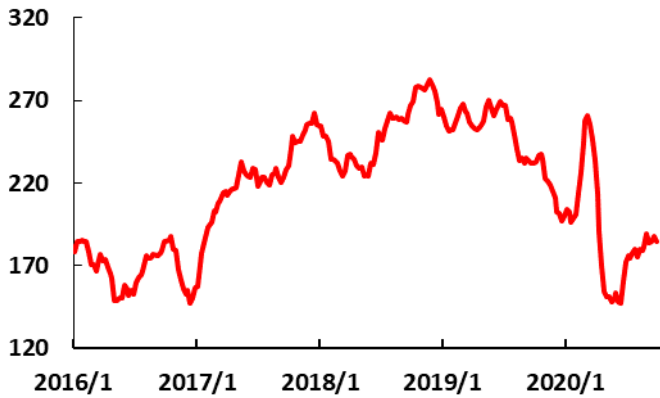
资料来源：农业农村部，金信期货研究院

4、随着美元指数走弱，全球货币超发，以及全球性的粮食安全担忧的升温，全球大宗农产品和油脂的上涨预期较强烈。

二、基础数据图解

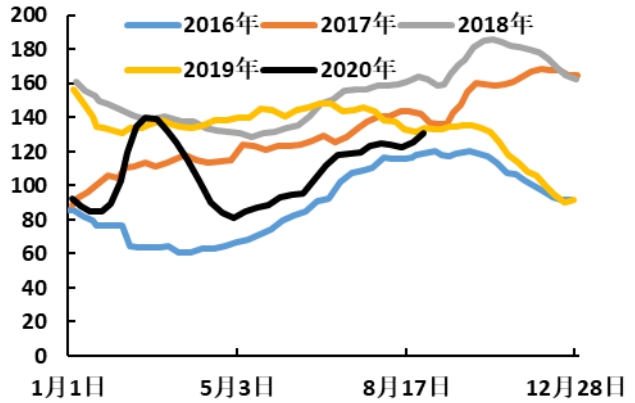
1、国内三大油脂库存维持低位

图 4：国内三大油脂总库存（万吨）



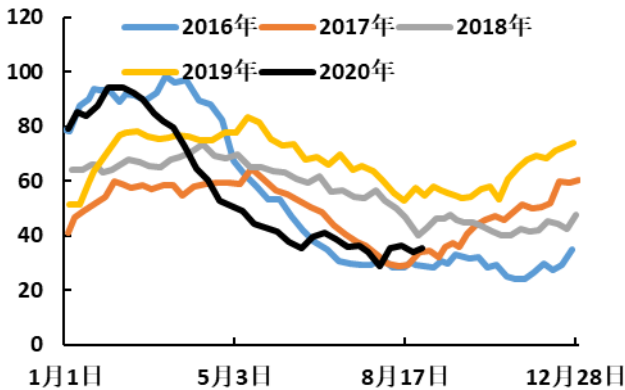
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5：国内沿海豆油库存（万吨）



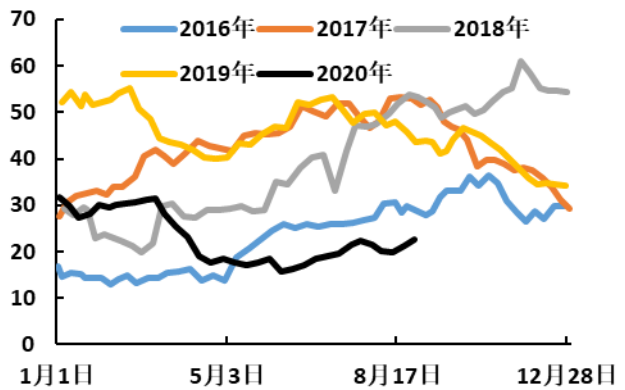
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：国内沿海棕榈油库存（万吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

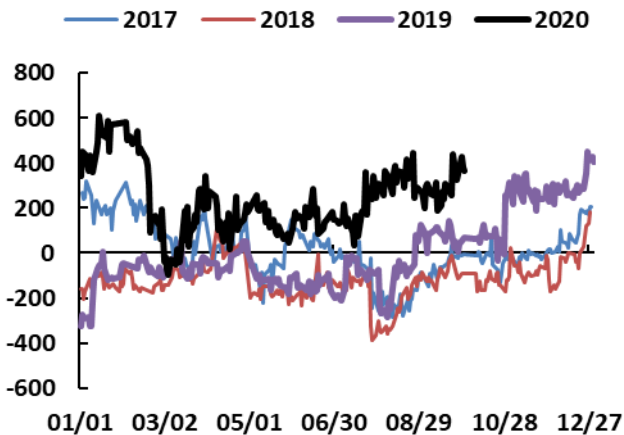
图 7：国内沿海菜油库存（万吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

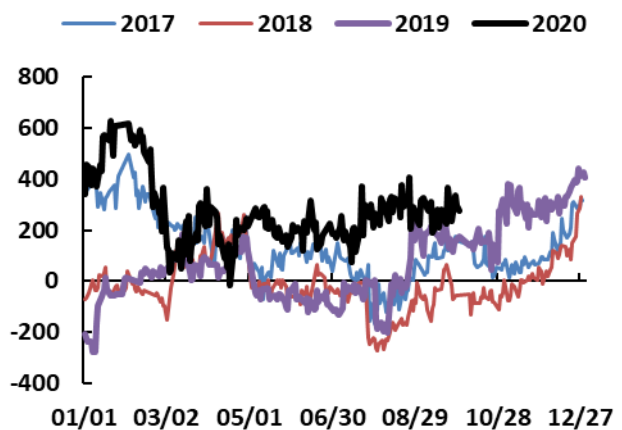
2、豆油和棕榈油基差高企

图 4：黄埔一级豆油基差（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

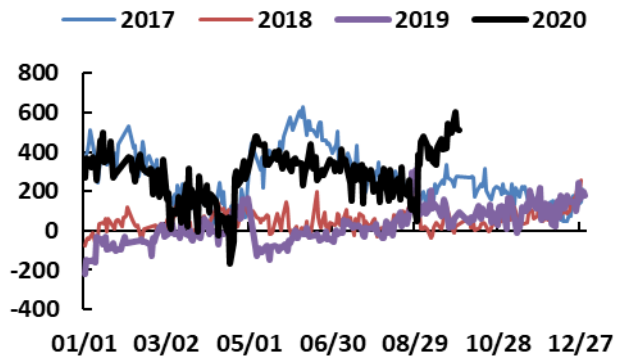
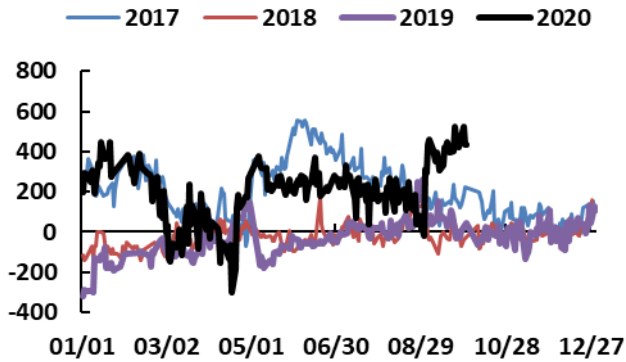
图 5：张家港一级豆油基差（元/吨）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6: 广东 24 度棕榈油基差 (元/吨)

图 7: 张家港 24 度棕榈油基差 (元/吨)



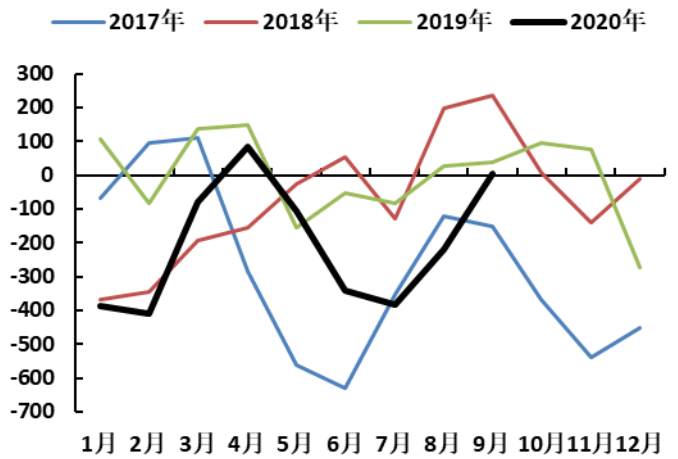
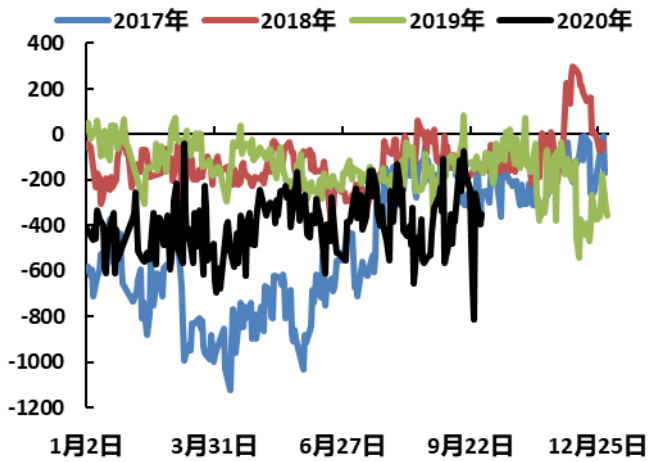
资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

3、棕榈油进口仍然倒挂, 豆油进口利润明显回升

图 8: 棕榈油进口利润 (元/吨)

图 9: 豆油进口利润 (元/吨)



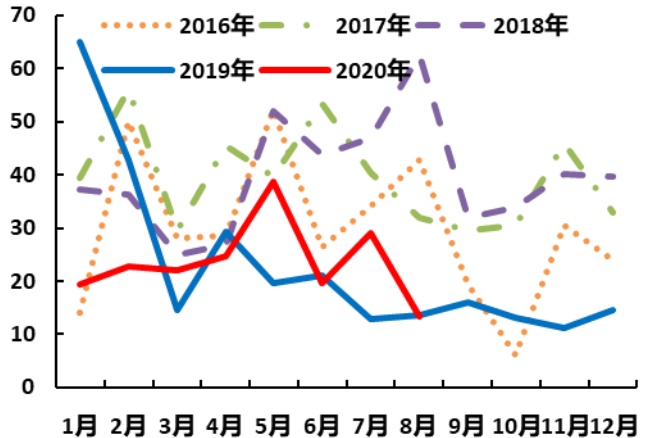
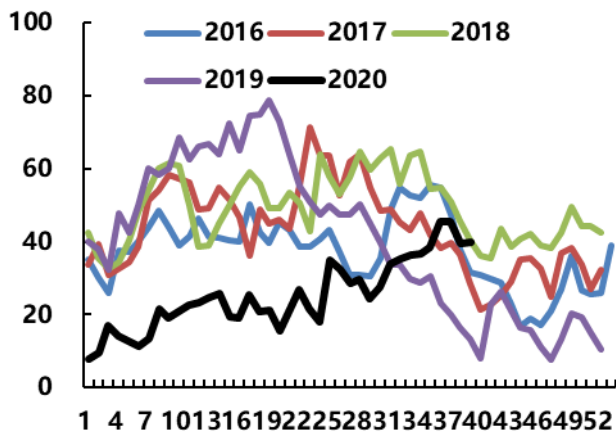
资料来源: Wind, 金信期货研究院

资料来源: Wind, 金信期货研究院

4、菜系数据

图 4: 国内沿海菜籽库存 (万吨)

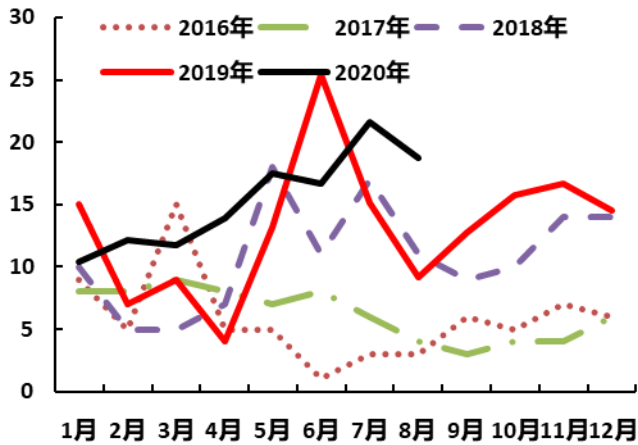
图 5: 菜籽月度进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

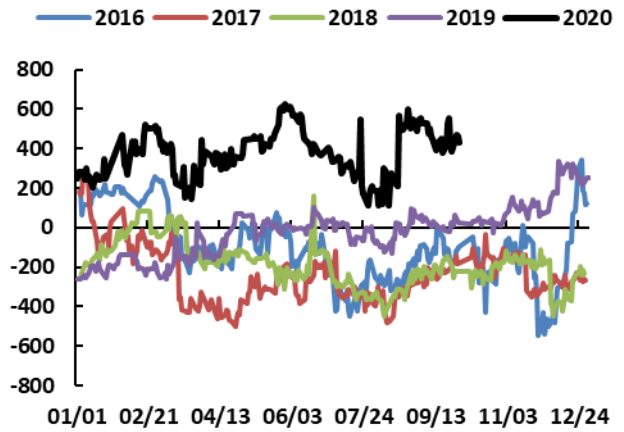
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 菜油月度进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7: 福建菜油基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、综合分析和交易策略

国内油脂供应充足，但是上游供应故事不断，成本高企。

加上美元指数走弱和通胀预期推动，油脂四季度预计维持大幅走弱的可能性较小。

操作上建议以宽幅震荡的思路操作，逢大幅回调可以尝试买入。

短期内油脂价格有一定程度的超跌，可以尝试在 5700-5800 左右买入 P2101。豆油和豆粕的油粕比有走弱的迹象，可以尝试买粕抛油，做空油粕比。如果油脂价格回到前期高点附近，可以在 6500 附近尝试做空棕榈油 2101。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！