

2020 年 9 月 1 日

金信期货研究院

上涨驱动减弱 油脂准备试空

2020 年金信期货油脂专题策略报告二

傅博

· 从业资格编号 F3071993

· 投资咨询编号 Z0015291

内容提要

5 月份以来，三大油脂已经自低位大幅上涨，菜油甚至创出 7 年新高。近期涨幅最小的豆油开始引领行情，油脂上涨进入最后一波还是上涨的中继？油脂的基本面到底怎么样？

短期内，低库存仍然是棕榈油的最大依仗，CBOT 大豆大涨带动豆油创出新高，菜油的边际影响力减弱，但是近月价格最坚挺。

从供需角度来说，油脂上涨的边际驱动在减弱，暂时缺乏实质性的利空，宏观因素和情绪推动油脂维持强势。但是 9 月中旬以后随着旺季备货结束以及美豆新作上市，油脂回落的概率较大。

操作建议

建议在 MPOB 报告后尝试做空棕榈油 01，建议在 6800-7000 之间尝试做空豆油 01。

风险提示

- 1、全球新冠肺炎疫情再次造成系统性的情绪影响。
- 2、金融市场的乐观情绪因交易过度拥挤而暂停。
- 3、全球的地缘政治风险。
- 4、供应恢复下实际需求恢复不及预期。



请务必仔细阅读正文之后的声明

正文目录

目录

内容提要	1
操作建议	1
风险提示	1
一、 行情概述	4
二、 油脂基本面分析	4
1、 棕榈油：8-10 月产地的库存上升概率大，国内短期库存低，基差偏强。	4
2、 豆油：供应充足，成本端支撑强，关注库存变化	7
3、 菜油：关注政策，关注正套	10
4、 国内油脂总体情况	11
5、 总结及操作建议	12
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1	马来西亚棕榈油出口印度 (吨)	4
图表 2	印度食用植物油库存 (万吨)	5
图表 3	印度食用植物油表观消费量 (万吨)	5
图表 4	印尼棕榈油产量 (万吨)	6
图表 5	马来棕榈油月度库存 (万吨)	7
图表 6	国内大豆累计压榨量 (万吨)	8
图表 7	国内豆油周度提货量 (万吨)	9
图表 8	美国大豆供需平衡表及预测	10
图表 9	最近一年国内进口菜籽和菜油库存 (万吨)	11
图表 10	三大油脂沿海油厂总库存 (万吨)	11

一、行情概述

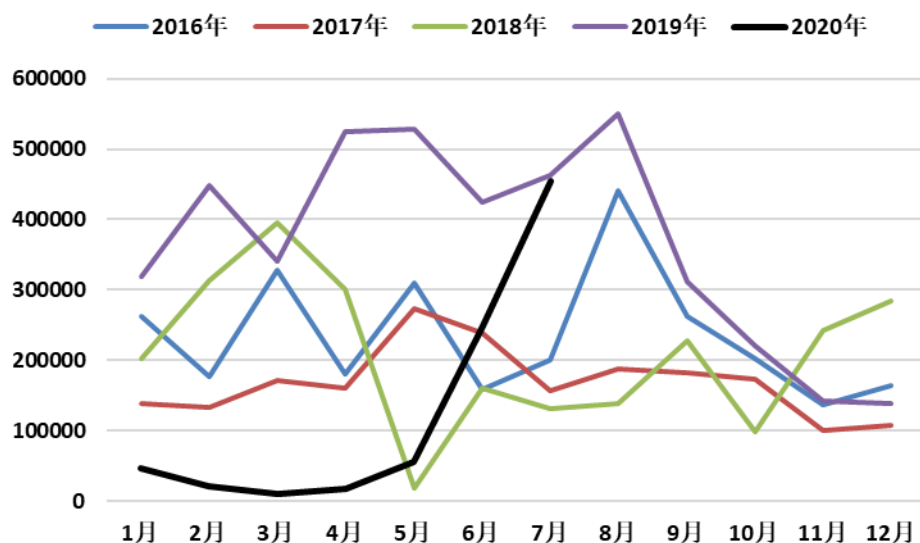
5月中旬以来，棕榈油、豆油和菜油分别自低点上涨 42.4%，32.7%和 45.3%。本轮油脂的上涨已经接近去年下半年的幅度，市场情绪已经从疫情的悲观中完全修复，对于需求的乐观预期也已经基本反映，目前市场交易的是国内油脂总库存偏低，棕榈油产地库存偏低以及成本上涨的逻辑（包含一定的通胀预期）。

二、油脂基本面分析

1、棕榈油：8-10月产地的库存上升概率大，国内短期库存低，基差偏强。

6、7月份，马来西亚的棕榈油出口创历史同期的纪录新高，分别达到 170.98 万吨和 178.23 万吨，推动马来西亚 6、7 两个月的棕榈油库存出现明显下降。马来西亚 6、7 月出口强劲的主要原因是印度和巴基斯坦补库需求推动，另外中国今年 5-7 月份从马来西亚进口的棕榈油数量也远超以往。

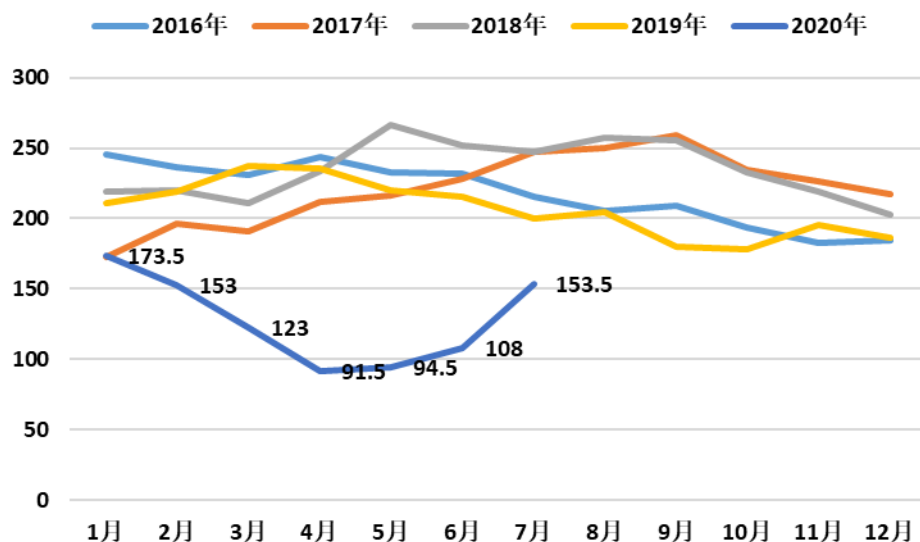
图 1：马来西亚棕榈油出口印度（吨）



资料来源：MPOB，金信期货研究院

印度：根据 MPOB 的数据显示，今年 1-5 月，马来西亚出口至印度的棕榈油合计仅 15.11 万吨，但是 6 月和 7 月，马来西亚出口到印度的棕榈油数量激增到 24.6 万吨和 45.5 万吨，印度棕榈油进口量激增的主要原因是印度国内食用植物油库存（港口+渠道库存）在 4 月底的时候只有 91.5 万吨，创出历史新低，印度亟需增加食用植物油的供应，截至 7 月底印度的食用植物油库存回到 153.5 万吨，较 6 月底的 108 万吨大幅增加，至此印度食用植物油的补库算是阶段性完成。

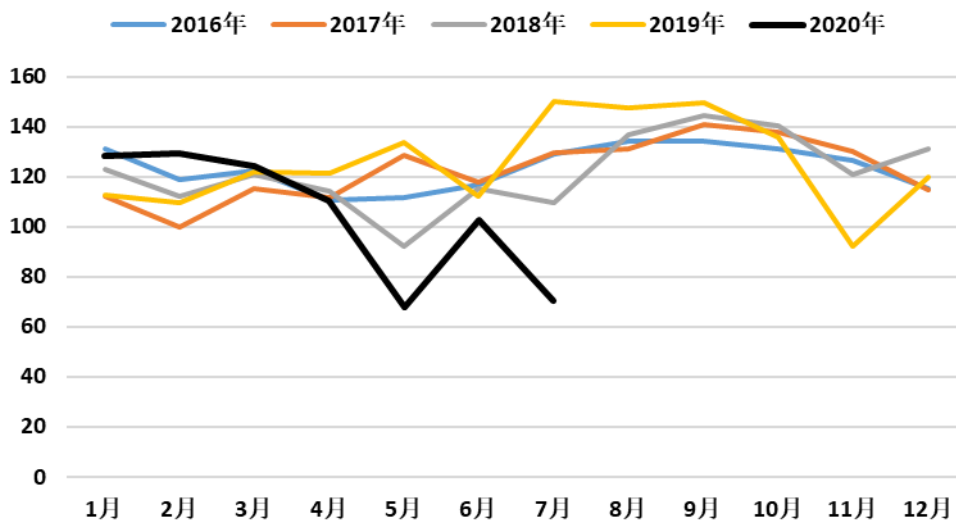
图 2：印度食用植物油库存（万吨）



资料来源：SEA，金信期货研究院

根据 SEA 的食用植物油的进口和库存数据推算，4-7 月份，印度食用植物油的表现消费量为月均 87.8 万吨，明显低于历史同期 119 万吨的水平，因为疫情的缘故，印度从 3 月 25 日开始全国封锁，所以 4-7 月份的低消费是对应印度国内的疫情的，6 月份印度开始部分解禁，6 月的表现消费一度回到 102.8 万吨，但是 7 月份随着印度的疫情形势再度恶化，7 月食用植物油的表现消费再度下降至 70.2 万吨。从历史数据来看，7-10 月是印度传统的食用植物油消费旺季，但是今年因为疫情的缘故，食用植物油的消费并不乐观，换言之，印度 8-10 月的食用植物油进口需求有很大可能低于往年。这将对马来西亚和印尼的棕榈油出口有较大影响。

图 3：印度食用植物油表现消费量（万吨）



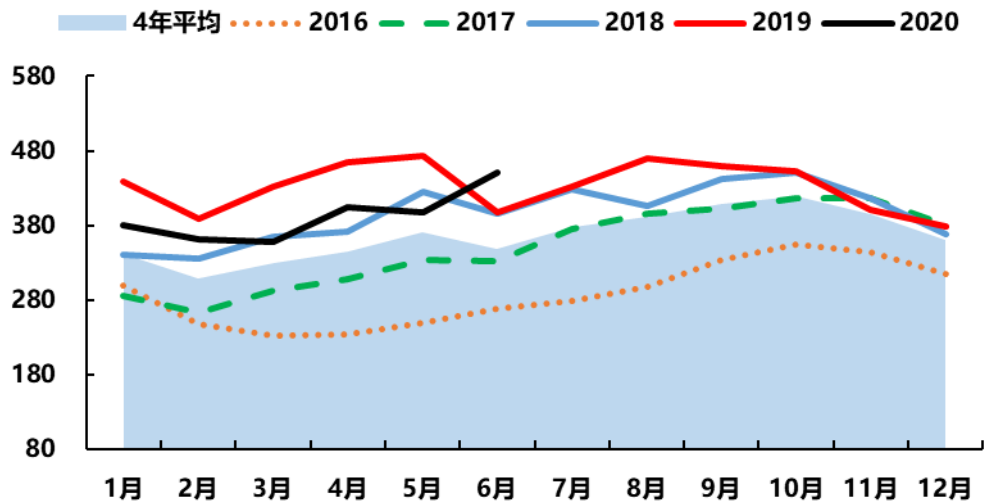
资料来源：SEA，金信期货研究院

巴基斯坦：今年 2-5 月份，马来西亚平均每月仅出口 6.8 万吨棕榈油到巴基斯坦，低于历史均值的 7.4 万吨，这也导致巴基斯坦国内的棕榈油库存偏低，存在补库需求，所以 6 月和 7 月马来西亚出口至巴基斯坦的棕榈油数量增加到 13.2 万吨和 11.6 万吨，远高于去年 6 月和 7 月的 7.7 万吨和 8.2 万吨，也明显高于 3 年均值的 10 万吨和 7.9 万吨。巴基斯坦的疫情目前稳定，预计后期进口量维持稳定

中国：5、6、7 三个月，马来西亚出口至中国的棕榈油数量分别是 22.6、35.1 和 28.9 万吨，远高于历史同期水平和今年 1-4 月份的出口量。这和马来西亚的 CPO 报价相对便宜有关，也和印尼状况频出有一定关系。由于马来 7-12 月对 CPO 出口实行 0 关税，这个预计还将有利于马来西亚的毛棕油的出口。

印度尼西亚：根据 GAPKI 的数据，今年 1-6 月，印尼的棕榈油产量累计为 2351 万吨，去年同期为 2592 万吨；1-6 月累计出口 1550 万吨，去年同期累计出口 1684 万吨。截至 6 月底印尼棕榈油库存 359 万吨。由于印尼的数据延迟，所以市场的关注度较低，印尼的产量不及去年，和去年一、三季度的干旱有一定关系，6 月份产量已经再创历史同期新高；出口的降幅主要发生在 1、2 月份，3 月份以后的出口基本和去年持平。另外，彭博的消息称，7 月份由于主产区加里曼丹和苏门答腊遭受洪水影响，棕榈果的采摘、运输、生产都受到一定影响，导致印尼 7 月份的产量下降超过 10%，而 7 月份主要消费国的进口恢复明显，中国、印度、欧洲从印尼进口的棕榈油环比均出现 10% 以上的增幅，所以导致 7 月份印尼的供应相对偏紧。但是这一情况在 8 月份以后，随着印尼的产量恢复，会出现明显的改善。

图 4：印尼棕榈油产量（万吨）

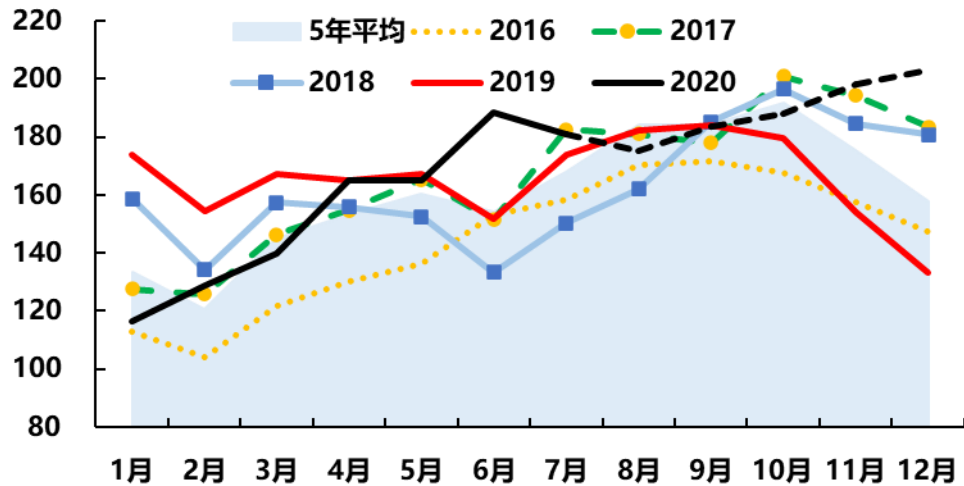


资料来源：GAPKI，金信期货研究院

根据船运机构的数据，8 月前 25 日，马来西亚的棕榈油出口环比上月下降 14%-16%，MPOA 的数据显示 8 月前 20 日马来西亚棕榈油产量环比增 1%，考虑到印度后期的棕榈油进口可能因为疫情（印度国内需求疲软）和对该国国内油脂加工企业的保护而再次回落，预计未来 3 个月马来西亚的棕榈油出口将回落到 150 万吨左右，而产地 8-10 月

是季节性高产期，结合 6、7 月份马来西亚的棕榈油产量均超过 180 万吨，预计未来 3 个月马来西亚的棕榈油库存回到 185 万吨以上的可能性比较大（7 月底库存为 169.8 万吨）。另外，印尼的棕榈油产量预计也将恢复，油世界预计印尼今年年底的棕榈油库存将回到 500 万吨以上。所以，暂时来看，产地的棕榈油价格继续上涨的动力不足。

图 5：马来棕榈油月度库存（万吨）（黑色虚线部分为预测值）



资料来源：MPOB，金信期货研究院

国内：目前国内的棕榈油库存偏低，不过未来 4 个月 24 度棕榈油的进口量月均在 40 万吨以上，由于现货豆棕价差仍然维持 800 以下的低位，参考 7 月和 8 月的棕榈油消费量，预计棕榈油库存将缓慢回升。今年国内的棕榈油消费并没有明显的亮点，增量预计在饲料用油方面，但是全年增量预计不会超过 20 万吨；方便面的产量今年 1-7 月份同比大幅下降 17%；生柴的消费较去年会大幅下降；掺兑和餐食用油，从价差角度来说，相比去年也会差。今年 1-7 月份，棕榈油的表现消费仅比去年同期减少 18 万吨，其中 1-6 月份同比持平，预计和渠道库存增加有关。随着棕榈油价格已经自低位大幅上涨，且进口倒挂情况出现明显改善，并且豆油相比棕榈油又是量足价优，后期渠道囤油的动力预计将减弱。供应渐趋宽松的情况下，国内棕榈油价格将主要取决于进口成本。

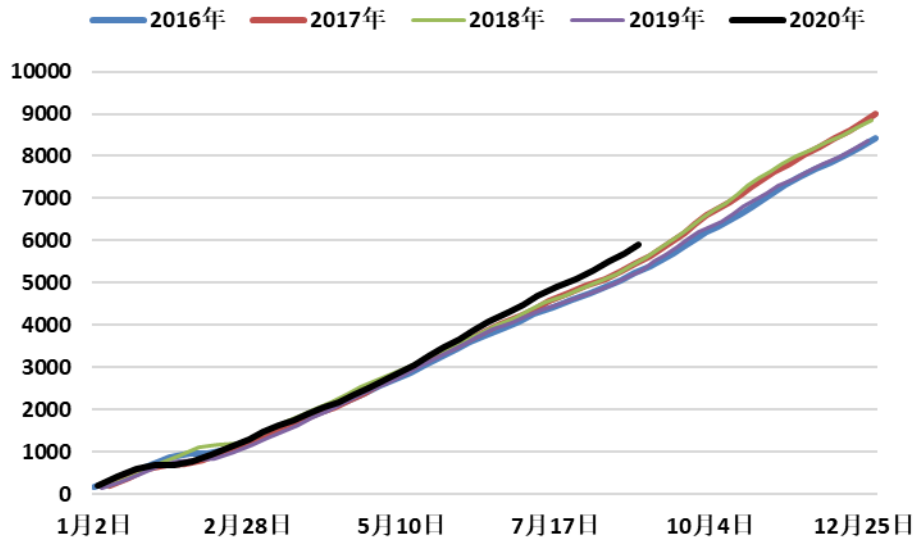
近期关注点和走势预测：现阶段棕榈油价格偏强主要受到国内和产地库存偏低的支撑，只有当国内和产地的库存上升迹象出现，库存回升预期加强，国内和产地的价格才有回落的基础。产地数据关注 9 月份的 MPOB 报告，国内主要关注港口库存变化和新增买船情况，从已知的产地和国内买船数据推测，9 月份棕榈油价格回落的可能性大一些。

2、豆油：供应充足，成本端支撑强，关注库存变化

国内**豆油供应充足**，这是毋庸置疑的。从原料供应来说，1-7 月份国内进口大豆 5504 万吨，创历史同期新高，从目前的买船情况来看，8-12 月预计大豆到港量超过 4300 万吨，全年大豆进口量将超过 9800 万吨。从生产来说，今年前 34 周，国内共压榨大豆 5902 万吨，去年同期压榨大豆 5307 万吨，历史同期最高是 2017 年压榨大豆 5640 万

吨。接下来的 18 周，在国内生猪产能恢复的预期下，按照每周 150-157 万吨的豆粕需求计算（5 月份至今周均豆粕提货量 152.7 万吨，6 月份至今周均豆粕提货量 156.7 万吨），大豆压榨量预计达到 191-200 万吨/周，折算到每周的豆油供应量是 35.4-37 万吨，2016-19 年同期均值 34.2 万吨/周，历史同期最高为 36.6 万吨/周，所以下半年的豆油供应也是充足的。全年来看，今年由大豆压榨产生的豆油供应量预计比去年增加 175-210 万吨。

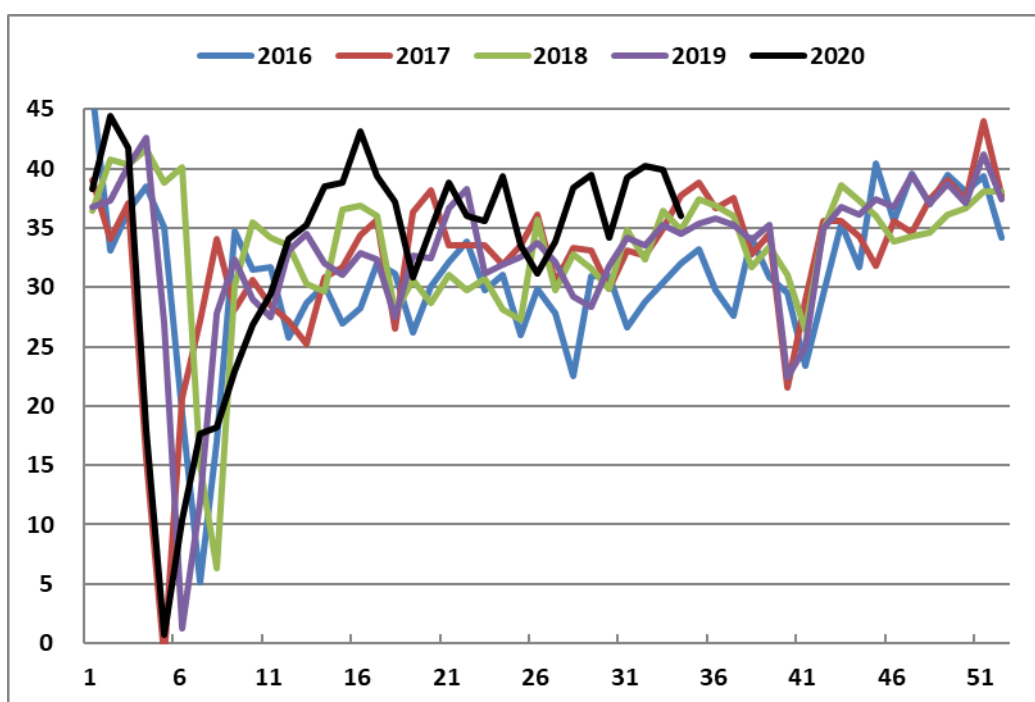
图 6：国内大豆累计压榨量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

豆油的需求，从数据上反映的和从现实中感受的有差异。今年，受到疫情的影响，豆油的餐饮消费肯定是下降的，影响最大的是 2-4 月份，全年按照 1 个半月的减少量来算，就是 125-145 万吨，家庭消费持平至小幅增加（家庭小包装油的消费具有集中采购，长期使用的特点，疫情可能改变短期采购节奏，即上半年采购增加，但是放到年度来看，需求增长不明显，家庭用油需求增长主要体现在一些小品种食用油），今年豆油消费中增长比较明显的是饲料用油，年度来看，增量预计在 40-60 万吨左右，豆油对其他油脂的替代从全年来看也是有限的（豆油和其他油脂的价差并不是全年都在低位，参考历史上豆油性价比最高的 2016 年，其年度消费增量也不到 30 万吨），所以，预计今年豆油的实际消费至少减少 35-75 万吨。不过，通过数据计算，3 月中旬至今的 23 周，国内豆油的周均表观消费达到 36.9 万吨，上半年豆油的表观消费量去年同期高 55-60 万吨左右，远超市场预期。历史上如此强劲且连续的需求一般出现在 8 月份以后到农历新年前的传统消费旺季，2017 年 8 月中旬到农历新年前，26 周周均豆油提货量达到 36.3 万吨；2018 年 8 月中旬到农历新年前，24 周周均豆油提货量 35.8 万吨；2019 年 8 月到农历新年前，25 周周均豆油提货量 35.9 万吨。过去 23 周表观消费量的靓丽表现，个人认为是部分大型集团采用了淡季补货的策略，这可能导致 8 月中旬到农历新年前的旺季，出现旺季不旺的情况，9 月到明年 1 月份，如果豆油提货量不及历史均值，则将证实我的猜测。

图 7：国内豆油周度提货量（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

政策：5 月份以来，市场就一直充斥着收储的传闻，由于没有得到官方的证实，所以只能通过假设来分析。情景一，假设国内收储 100 万吨，上半年某集团的大量采购和收储有关，则从数量上来说，已经接近 100 万吨，下半年收储的边际影响将减弱。情景二，假设国内收储的数量是 100 万吨，收储进度平均分配到每个月，9 月-明年 3 月的情况基本和 4-8 月类似，则每周的表观消费量可能将达到 37.7-37.9 万吨，豆油供不应求，每个月大约将减少 4-10 万吨左右的库存，到年底豆油库存预计降至 86-110 万吨左右。情景三，假设国内收储 100 万吨，如果大集团的确采用了淡季低价采购的策略，则旺季消费前置，下半年每周的表观消费算上收储也就在 34.5-35.5 万吨左右，每个月豆油供应过剩 1-10 万吨，到年底豆油库存预计升到 132-166 万吨左右。另外，即使收储是真的，大前提是不能影响到国内的豆油供应，即收储不可能导致国内豆油供应紧张。

未执行合同：根据天下粮仓的数据显示，目前国内豆油未执行合同 260 万吨，是历史同期值的近一倍，不过未执行合同数量高只能说明今年远期基差合同成交量大，对后市的影响还是要看价格的走势和临近点价期的供需关系，未执行合同数量大并不会导致未来某个时间段可流通货源紧张，因为油厂卖远期基差合同是按照自身的生产计划来销售，每个月均匀分布，所以很难出现集中提货导致流通货源紧张。

成本预期：目前对豆油支撑较强的因素是成本上升预期。受中国持续采购美国大豆以及巴西大豆销售殆尽影响，CBOT 大豆强劲上涨，创出年内新高。有机构预测本年度中国从美国进口的大豆数量将达到 4000 万吨，目前美国农业部对于中国采购美国大豆的数量预估约为 3000-3300 万吨；另外市场认为美国农业部对于美豆今年的产量高估，

参考 Profarmer 的田间调研数据，单产 52.5 蒲/英亩的话，产量将下修 6600 万蒲。市场认为出口可能持续上调，而产量高估，美豆本年度的期末库存可能比美国农业部 8 月份的预估低 2-3 亿蒲，如果美豆期末库存低于 4 亿蒲，库存消费比将低于 10%，将推动 CBOT 大豆上看 980-1080 美分。另外，11 月以后还有南美的天气故事可以讲。不过，需要注意的是，美豆丰产基本已成定局，收割期的压力将对 CBOT 大豆和美豆升贴水构成短期压制；而且如果实现市场预期的美豆采购数量，则国内大豆供应将非常过剩，榨利会走差。

图 8：美国大豆供需平衡表及预测

种植年度	2016/17	2017/18	2018/19	19/20(Est.)	20/21(proj.)	20/21(proj.)
种植面积 (百万英亩)	83.4	90.2	89.2	76.1	83.8	83.8
收割面积 (百万英亩)	82.7	89.5	87.6	75.0	83.0	83.0
单产 (蒲/英亩)	52	49.3	50.6	47.4	53.3	52.5
期初库存 (百万蒲)	197	302	438	909	615	615
产量 (百万蒲)	4,296	4,412	4,428	3,557	4,426	4,360
进口量 (百万蒲)	22	22	14	15	15	15
总供给 (百万蒲)	4,515	4,735	4,880	4,481	5,056	4,990
国内消费量(百万蒲)	1,901	2,055	2,092	2,125	2,180	2,180
出口量 (百万蒲)	2,166	2,134	1,748	1,675	2,125	2,300
种子 (百万蒲)	105	104	88	97	100	100
剩余量 (百万蒲)	41	5	43	4	40	40
总消耗 (百万蒲)	4,214	4,297	3,971	3,901	4,445	4,620
	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	20/21
结转库存 (百万蒲)	302	438	909	580	610	370
库存/消费	7.17%	10.19%	22.89%	14.87%	13.72%	8.01%

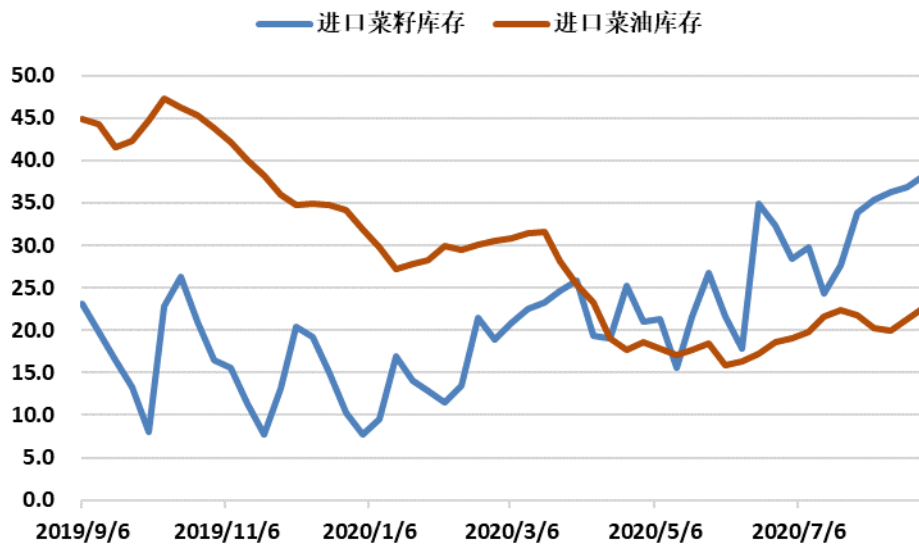
资料来源：USDA，金信期货研究院

豆油近期关注点和走势预测：CBOT 大豆和豆油上冲的高度，以及国内豆油的库存变化，将决定豆油的短期走势。前者主要影响豆油市场的情绪，后者反映豆油的真实供需情况。短期豆油仍然偏强，但是 9 月中旬备货结束后，预计豆油将阶段性转弱，如果旺季不旺，则豆油将出现一波明显调整。

3、菜油：关注政策，关注正套

菜油 2007 和 2009 合约临近交割月的时候都向现货靠拢，反映了菜油供应偏紧的基本面。不过，沿海的进口菜籽库存今年以来整体呈小幅回升态势，菜油库存从 4 月中旬以来也开始回升，最近 8 周稳定在 20 万吨左右，在一定程度上反映出国内进口菜油的供需处于相对平衡的状态。5 月底以来，菜油的强势是对于供应将维持偏紧状态的预期的强化，和去年不同的地方在于，今年由于美国大选、疫情等因素，国际形势更加复杂化，市场认为中国全面恢复加拿大菜籽进口至少要等到明年春天以后，这种相对确定性预期加上目前菜油的 back 结构，让菜油的正套成为不错的选择，推动菜油近月持续强。

图 9：最近一年国内进口菜籽和菜油库存（万吨）



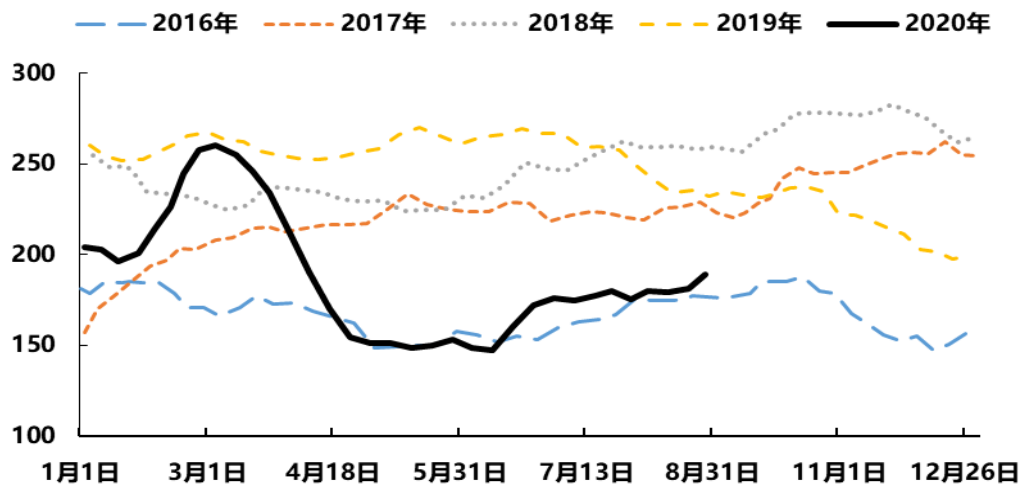
资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

菜油近期关注点和走势预测：在经过 6、7 月份的持续拉升之后，菜油和其他油脂的价差已经进一步拉大，菜油继续迅猛拉涨也很可能会触碰到有关机构的心理预警，所以预计菜油的边际影响力将减弱，菜油走势将跟随豆油和棕榈油的走势。从长周期来看，菜油的绝对价格还是和政策有关。

4、国内油脂总体情况

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。不过由于部分集团和渠道进行商业存储的原因，三大油的沿海油厂总库存处于 2017 年以来的同期低位。未来 4 个月国内油籽、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。

图 10：三大油脂沿海油厂总库存（万吨）



资料来源：天下粮仓，金信期货研究院

2、油脂上游供应充足，但是价格高企。CBOT 大豆炒作产量下调和出口上调，不过今年美豆丰产基本确定，9 月下旬起面临新豆上市压力；产地棕榈油受短期库存偏低支撑，不过 8-12 月预计库存将持续回升，对产地价格构成压力。

3、2020 年国内油脂消费的下降是确定的，根据粮油信息中心最新的预计，2019/20 年度国内食用植物油食用消费下降 18 万吨，去年 10-12 月国内的食用油消费同比是增加的（我们的表观消费增加了 75 万吨），所以今年 1-9 月份，受疫情影响，国内食用植物油的食用消费下降更加明显。未来 4 个月，除了储备，需求没有额外的增量，市场对于储备已经有所预期。

4、所以从供需角度来说，油脂进一步上涨的驱动在减弱。

5、在国内三大油脂总库存和马来西亚棕榈油库存出现明显上升之前，在国内双节备货预期消除之前，在 USDA 对于美豆产量和出口的最新评估出炉之前，油脂的实质性利空还没有出现。

6、对于通胀的预期和国际贸易局势不确定性的担忧，以及全球大宗农产品市场目前偏看涨的情绪推动油脂维持强势。

5、总结及操作建议

油脂仍然维持上涨的势头，不过上涨动能在减弱，9 月中旬以后，在 USDA 和 MPOB 的月报公布前后，随着双节备货结束，以及美豆新作逐渐上市，预计价格出现调整的概率加大。

建议在 MPOB 报告后尝试做空棕榈油 01，建议在 6800-7000 之间尝试做空豆油 01。

三、风险提示

- 1、全球新冠肺炎疫情再次造成系统性的情绪影响。
- 2、金融市场的乐观情绪因交易过度拥挤而暂停。
- 3、全球的地缘政治风险。
- 4、供应恢复下实际需求恢复不及预期。

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!