

油脂分化，豆菜油强于棕榈油

执笔： 马晓鲁
电话： 0591-87892521
从业资格： F3054024

进入2020年下半年开始，油脂板块整体上行，前期由菜油领涨，进入9月开始豆油接过接力棒，带领油脂板块继续上行。豆油和菜油均创出2013年以来的新高，豆油最高7472点，菜油最高9425点；棕榈油则创出2017年以来的新高6518点。9月下旬，油脂板块受到欧洲疫情二次爆发引起的市场恐慌影响，以及双节来临，资金获利离场等因素影响，回吐部分涨幅。

一. 成本分析

1. 豆油相对菜油、棕榈油，成本支撑较强

美豆强势，为豆油提供了成本端的支撑。由于美国近期天气干旱，不利于美豆生长，美国农业部报告不断下调美豆优良率。USDA9月供需报告显示，2019/2020年度美国大豆期末库存由6.15亿蒲式耳调降至5.75亿蒲式耳；2020/2021年度美国大豆单产由53.3蒲式耳/英亩下降至51.9蒲式耳/英亩，因此产量由44.25亿蒲式耳下降至43.13亿蒲式耳，期末库存由6.1亿蒲式耳下降至4.6亿蒲式耳。期初库存下调6.5%，产量下调2.5%，出口不变，符合市场预期，但新豆期末库存环比下调24.6%，下调明显。总得来说，美豆虽然保持增产趋势，但与年初市场预期对比，美豆增产幅度不及预期，叠加强劲的出口需求，美豆在9月16日晚站上1000美分/蒲式耳，并保持高位运行。

另外，拉尼娜现象对巴西、阿根廷、南美大豆种植也产生影响。巴西大部分农业产区干燥，巴西农户播种可能推迟。我国上半年大量进口巴西大豆，导致巴西大豆供应趋紧，甚至巴西削减大豆、玉米和大米的进口关税，进口巴拉圭大豆才能满足国内的压榨需求。全球目前大部分国家都将新一季大豆的采购目标放在美豆上。

综合来看，利多美豆上涨，但近期美豆优良率和收割率均高于市场预期，且美豆即将上市，美豆有存在回调可能，但强劲的出口需求也在下方为美豆提供支撑。菜油、棕榈油的利润都处于历史较高位置，而美豆到港成本明显上涨，创近几年新高，为豆油提供了成本端的支撑。

图表 1：美豆到港成本

图表 2：进口大豆压榨利润

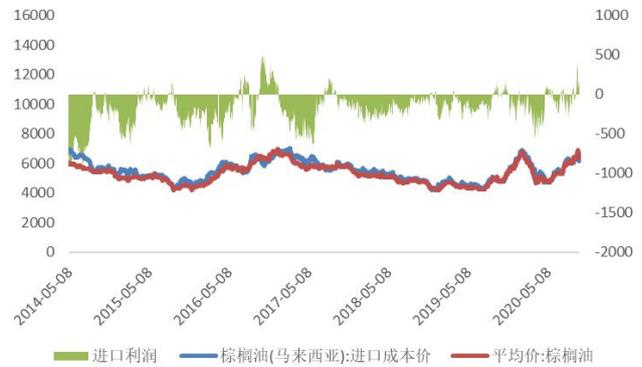


数据来源：Wind、天下粮仓

图表 3：进口菜籽压榨利润



图表 4：棕榈油进口利润



数据来源：Wind

二. 供应分析

1. 菜油供应趋紧，易涨难跌

今年 6 月，菜油开始大幅上涨，从 6800 点上升至 8700 点附近，然后进入震荡阶段。菜油大涨主要由于供需矛盾突出，供应偏紧。

国内油菜籽产量下降。国内方面，近两年由于菜籽种植过程耗时长、种植利润下降等原因，且 2015 年 6 月我国取消油菜籽收储政策后，国产油菜籽种植面积出现了明显下降。2019 年我国冬播油菜面积 9200 多万亩，同比增加 270 万亩；同时今年我国油菜籽整体单产和质量水平较高。但增加幅度有限，今年国内油菜籽仍然供应偏紧，所以今年国产油菜籽价格一路飙升。

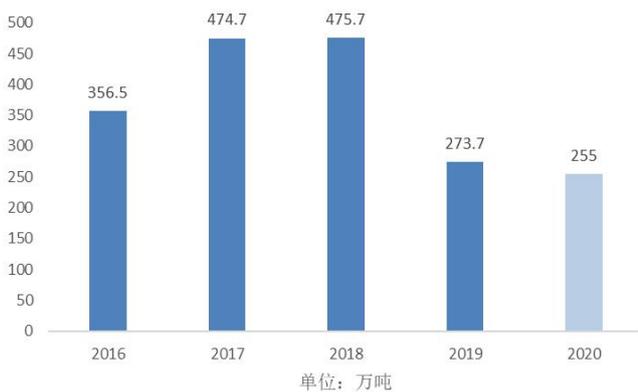
中加关系紧张，进口油菜籽大幅缩减。国际方面，加拿大是我国最重要的菜籽进口来源国。加拿大统计局 9 月发布的报告称，由于油菜籽播种面积下降，虽然单产有所增加，2020 年加拿大油菜籽产量仍仅为 1940 万吨，同比减少 0.4%。而且从去年开始，中加关系的恶化，我国海关对进口

油菜籽的检验格外严格。9月18日，加方放弃与中方的自由贸易谈判，这意味着加拿大在较长的一段时间内都无法享受中国给予的优惠，我国也将进一步减少菜籽和其他品类的进口。

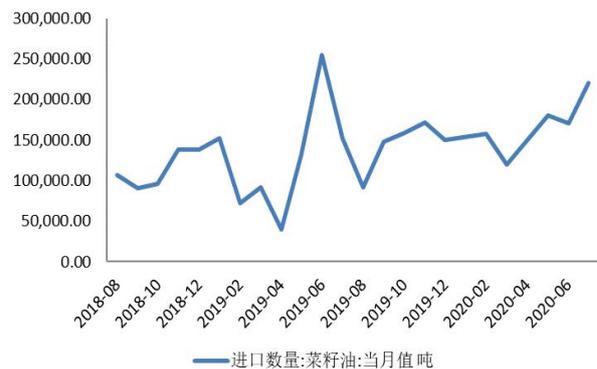
虽然我国减少了对加拿大菜籽的进口，但增加了俄罗斯菜籽的进口，不过并没有完全弥补供应缺口。今年1-7月，国内油菜籽进口量为176.65万吨，较去年同期下降13.46%。油菜籽进口减少，使得油厂整体开工率处于较低水平，沿海地区周压榨量则维持在6万吨左右。1-7月，我国共进口菜油104万吨，较去年同期增幅17.31%。截止9月25日，国内沿海进口菜籽总库存小幅增加至39.4万吨，尽管与正常年份有差别，但比历史最低水平明显缓解。

库存方面，目前我国菜油库存大幅下降，截至本周，华东各地菜油库存约为16万吨，长江沿线菜油库存5万吨。目前部分沿海地区菜油库存出现缓慢回升，但油厂整体开机率维持低位水平，再加上加拿大菜籽进口又遇障碍，国内菜油供应依旧保持紧张，预计第四季度各地菜油库存小幅回升，但仍处于低位，将支撑菜籽油价格继续高位运行。

图表 5：菜籽年度进口数量

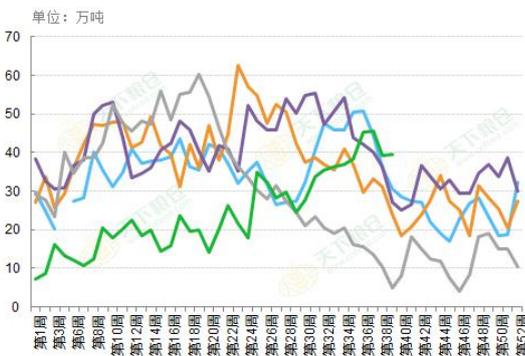


图表 6：菜籽油进口数量

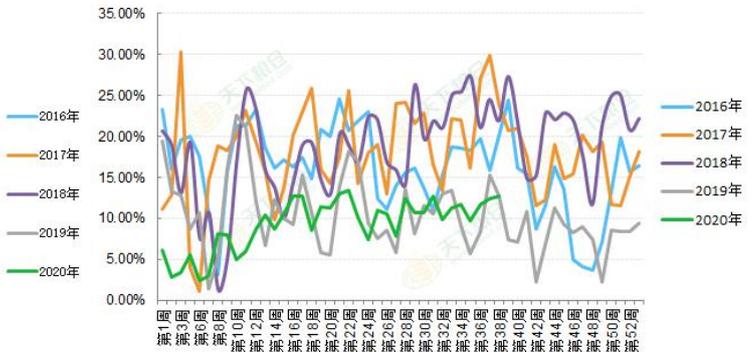


数据来源：Wind

图表 7：两广福建菜籽库存

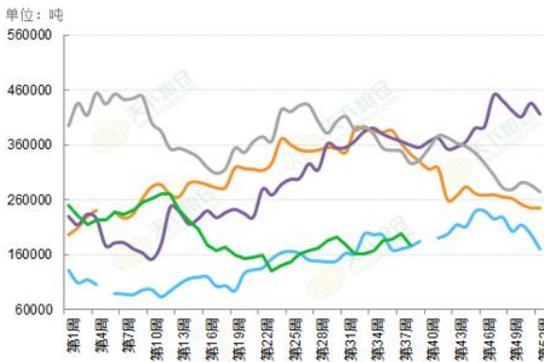


图表 8：国内菜籽油厂开机率

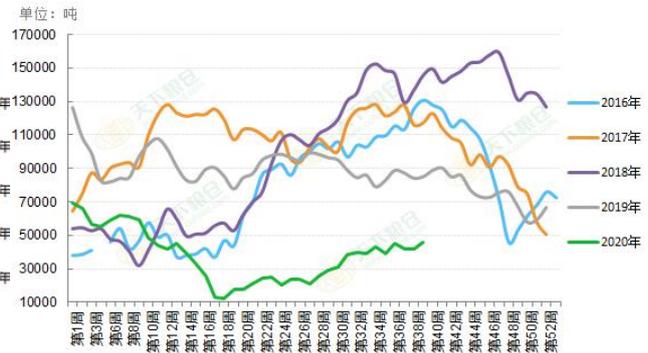


数据来源：天下粮仓

图表 9：华东菜油库存



图表 10：福建两广菜油库存



数据来源：天下粮仓

2. 大豆第四季度到港量将下降

从第二季度开始，中国大量向美国、巴西进口大豆，沿海油厂一直保持高开机率，平均开机率都在 55%以上。预计 9 月份全国大豆压榨总量在 895 万吨左右，高于去年同期 755.97 万吨。根据大豆进口量季节性趋势图，进入 8 月后，大豆进口量将明显下滑，直至 11 月份，美国新豆集中到港。天下粮仓预计 9 月份国内各港口进口大豆预报到港 137 船 901.2 万吨，10 月份最新预估到港 850 万吨，11 月到港量初步预估维持 800 万吨，12 月初步预估 810 万吨。

截至 9 月 21 日，豆油商业库存为 133.09 万吨，属于中等位置，在高压榨情况下，豆油小幅累库属于正常现象。且根据库存季节性趋势图看，5-8 月属于累库季节，10-12 月豆油商业库存将会下降。豆油作为中国食品主要用油，随着天气转凉，消费将会提升。截至 9 月 18 日，国内主要地区油厂豆油仍有 275.91 万吨未执行合同，高于往年。进入第四季度，豆油也进入消费旺季，根据以往季节性，预计豆油库存将会下降。

图表 11：大豆压榨量周度趋势图

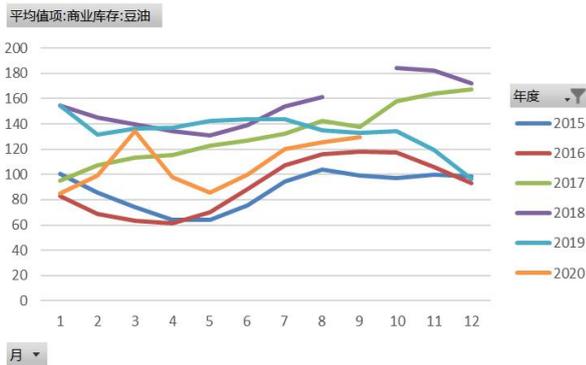


图表 12：大豆进口量



数据来源：Wind、天下粮仓

图表 13: 豆油商业库存



数据来源: Wind

3. 棕榈油即将进入减产期，但预计不及预期

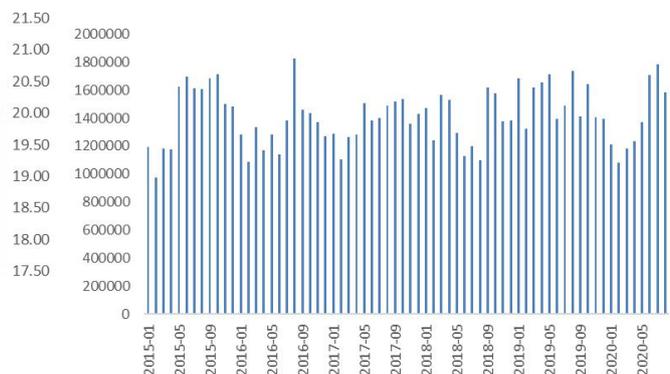
每年第三季度，马棕油都处于增产季节。根据 MPOA 数据，2020 年 9 月 1-20 日，马来西亚毛棕榈油产量环比增加 5.71%。根据 SGS 公布的数据显示，马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口量为 10.47 万吨，较 8 月 1-20 日出口的 8.9 万吨增加 17.6%。在产量小幅回升，出口量处于中高水平的情况下，马来西亚的棕榈油库存处于 2017 年以来最低水平，最新数据为 169.9 万吨。马棕油库存数据自 4 月开始不断下滑，8 月出现环比首次增长，但是增幅仅有 0.06%。

往年进入 10 月份后，马棕油就将进入减产期，出口量也将缩小。欧洲疫情二次爆发，欧盟作为马棕油主要进口国，一旦疫情继续加重，欧盟进口受阻，这将对马棕油出口产生较大冲击。由于近期产地充沛的降雨，以及部分产业园重新开放运营，使得 10 月份马棕油产量降幅有限，预计 11 月份马棕油才可能进入减产周期。且拉尼娜气候有助于棕油丰产，预计今年棕油的减产不及预期，有助于马来西亚棕油库存重回 180 万吨左右。

图表 14: 马棕油产量及压榨率

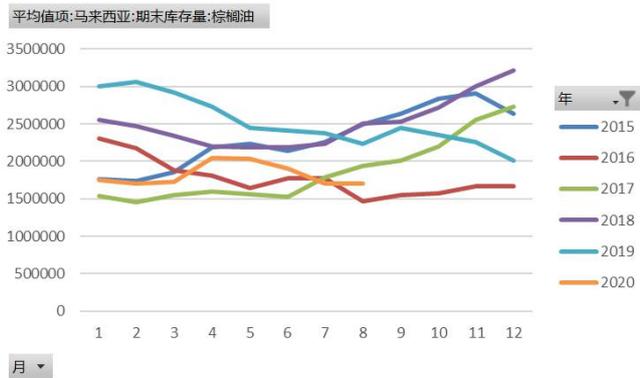


图表 15: 马棕油出口量



数据来源：Wind

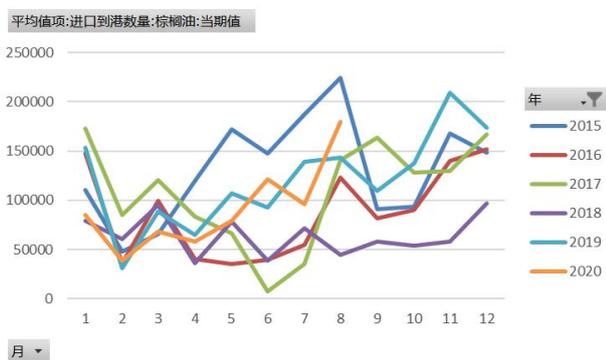
图表 16：马来西亚棕油库存量



数据来源：Wind

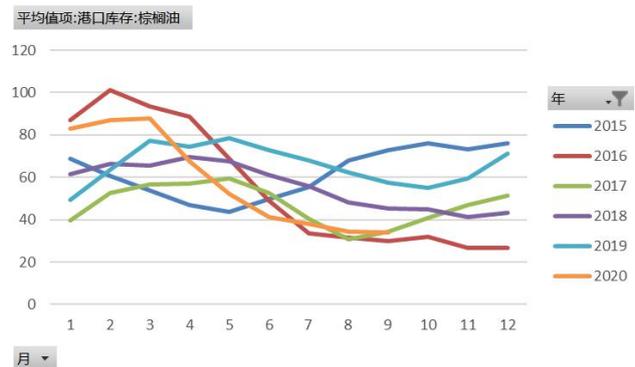
国内棕油库存处于低位，第四季度有望重建。截至 9 月 29 日，全国港口棕榈油总库存 30.7 万吨，较前一周的 32.5 万吨下降 5.5%，总体依然维持在历史同期的低位。8 月中国棕榈油进口量 67.8 万吨，较上月增加 36.55%，较去年同期下降 7.75%。虽然进口量大幅上升，但港口的棕榈油库存并没有明显的增加，说明下游的走货依然较好，目前仍然处于棕榈油消费旺季。但随着天气逐步转凉，我国进入 10 月后，棕榈油的进口量将会提升，且第四季度棕榈油消费量将会有所下降，库存有望在 10 月后重建。但如果豆棕价差持续扩大，棕油替代性显现，需求量也可能小幅上涨，不利于库存重建。

图表 17：棕榈油进口量



数据来源：Wind

图表 18：棕榈油港口库存



三. 需求分析

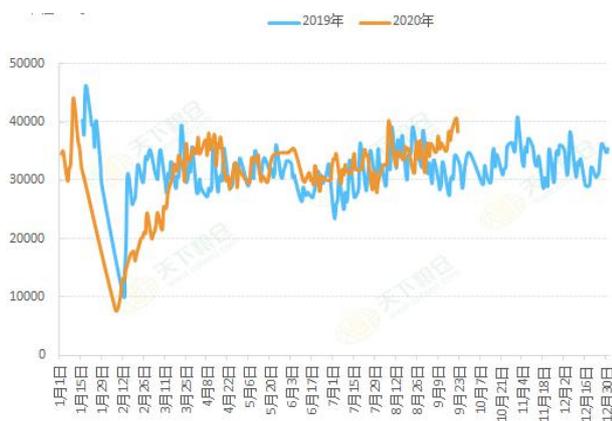
豆油、菜油即将进入消费旺季。国内食用油消费以豆油和菜油为主，中加关系持续恶化，进口菜籽减少，菜油价格高企，下游需求除了被葵花油等高端食用油替代，部分下游消费也会向豆油倾斜。预计今年菜油需求量较以往下降，仅剩不可替代的刚需。

目前，国内疫情得到较好控制，双节临近，9月豆油的需求得到拉升，油厂现货提货量上涨。同时从豆油未执行合同来看，最新的未执行合同在275万吨，比上年同期103万吨增加172万吨。随着国内疫情得到较好控制，餐饮行业逐渐恢复，豆油、菜油的需求也将得到提升。除豆油外，菜油和棕榈油均处于往年低位，且三大油脂总库存也处于较低水平，预计今年豆油将会成为第四季度油脂消费的中坚力量。且今年市场有菜油、豆油的收储传言，也给豆油、菜油的需求给予支撑。

棕榈油即将进入消费淡季。四季度是国内棕榈油消费淡季，由于气温偏低，棕榈油加工、运输等多有不便，勾兑比例也下降，需求量面临季节性下降。但豆棕价差若持续扩大，棕油也将替代部分豆油需求，需求上涨。

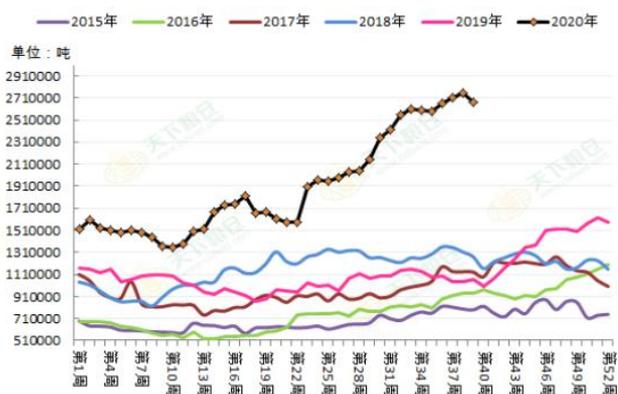
不同于豆油和菜油，棕榈油还有生物柴油的属性。有消息称，印尼拟修订棕榈油出口关税税则，以扶持生物柴油项目。在今年原油整体偏弱的格局下，对棕油上涨形成压制。

图表 19：豆油提货量年度对比图



数据来源：Wind、天下粮仓

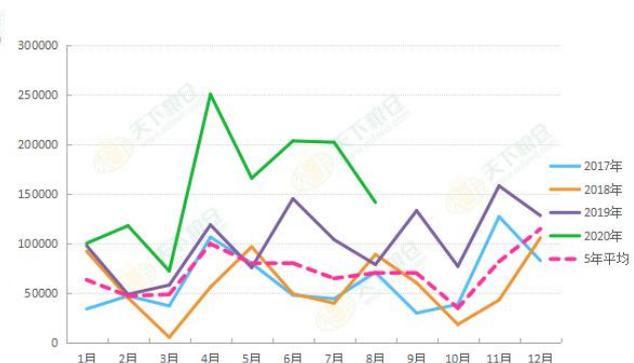
图表 20：豆油未执行合同趋势图



图表 21：沿海菜厂菜油成交量图



图表 22：2017-2020 年葵花油进口量



数据来源：Wind、天下粮仓

图表 23：油脂总库存



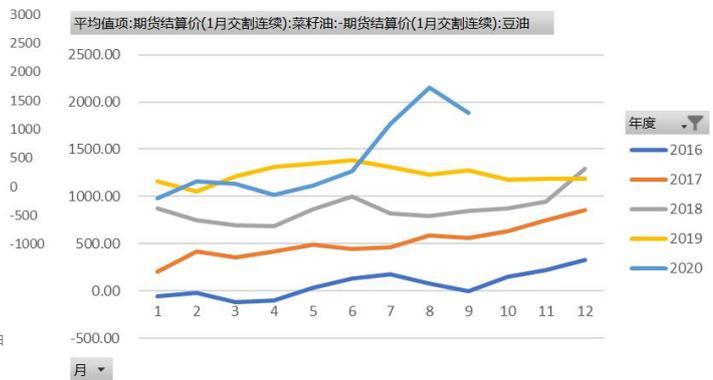
数据来源：Wind

四. 油脂间价差

图表 24：菜油-豆油价差



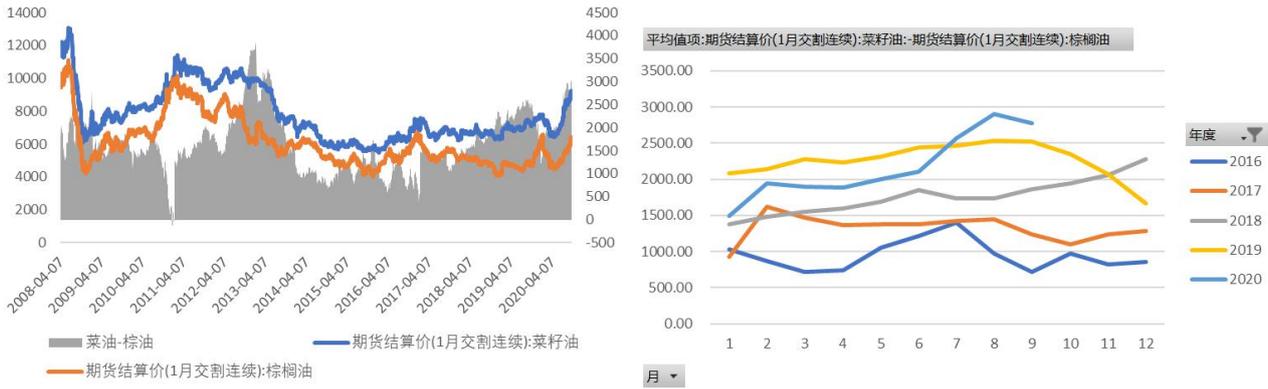
图表 25：菜油-豆油价差趋势图



数据来源：Wind

图表 26：菜油-棕油价差

图表 27：菜油-棕油价差趋势图



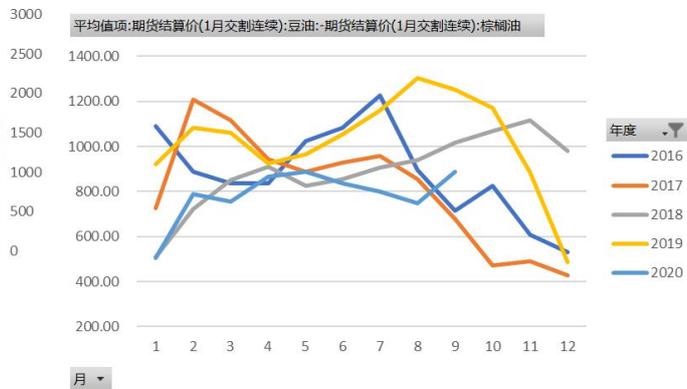
数据来源：Wind

图表 28：豆油-棕油价差



数据来源：Wind

图表 29：豆油-棕油价差趋势图



油脂间价差来看，目前菜豆价差处于偏高水平，存在回落可能。且基于基本面来看，菜油价格过高，下游接受度较低，若价差过大，菜油的部分消费将会被替代，也在一定程度上制约了菜油价格上行空间。豆油得到美豆强势的成本端支撑，仍有上行空间。根据季节性趋势图，豆棕价差在进入 10 月后，有明显下滑的趋势，主要是由于豆油集中上市和棕油的减产，但今年豆油支撑较强，拉尼娜气候下有助于棕油丰产，且目前价差也处于正常区间内。操作建议上，可以考虑多豆油空菜油，价差目标区间【1700，1800】。菜棕和豆棕价差暂不建议操作。

总结

第四季度油脂板块仍偏强运行，但豆油、菜油整体或强于棕榈油。因为豆油存在美豆强势的成本端支撑，菜油供应偏紧的供需矛盾支撑，且豆油、菜油进入消费旺季，棕榈油预计涨幅将会弱于豆油、菜油。豆油可以参考 6800 附近支撑位，菜油主力合约在 8500 点附近支撑较强，棕榈油可考虑 5800 附近支撑。

【豆油】在豆油收储和美豆强势的背景下，豆油支撑较为稳固。大豆到港量也将逐步下滑，直至 11 月份，美国新豆到港。且豆油进入第四季度消费旺季，需求加大，豆油菜油价差高位，豆油替代作用生效。豆油价格出现回落后也存在继续上涨的动力，且菜豆油价差存在回落预期，第四季度预计豆油涨幅较高。

【菜油】菜籽油经过将近两个月的大幅震荡，受到豆油、棕油下跌影响，跟随下行，但由于自身基本面较强，加之加拿大放弃自由贸易谈判，菜籽供应紧张的局面短期内难以得到改善，菜油回落幅度相对较小。但菜油价格过高，下游接货商或对高价菜油接受程度下滑。在相关油脂替代作用下，菜油消费受限，也在一定程度上制约了菜油价格上行空间。预计第四季度，菜油整体呈现偏强震荡走势。

【棕榈油】棕榈油第四季度进入减产期，但天气原因预计棕榈油存丰产可能，叠加欧洲疫情二次爆发，未来马来西亚和印尼棕榈油出口存较大不确定性，产地库存有望重建。且进入第四季度，棕榈油进入消费淡季，不利于多头资金炒作。第四季度预计棕油宽幅震荡，上涨幅度预计不及豆油和菜油。

免责声明

以上作品（包括但不限于研究报告、分析评论文章、视频等）版权属于福能期货，仅作参考之用。不管在何种情况下，本作品都不能当作买卖所述品种的依据。作品是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得传播给其他人员。尽管我们相信作品中数据和资料的来源是可靠的，但我们不对它们的真实性、准确性和完整性等做任何的保证。我们也不承担因根据本作品操作而导致的损失。未经福能期货书面授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本作品的行为均可能承担法律责任。福能期货提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

福能期货经营机构办公地址信息

厦门分公司

地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区
东渡路61号B201、B202、B204室
邮编：361012 电话：0592-2619767
电子邮箱：68482501@qq.com

福州营业部

地址：福州市鼓楼区华林路93号1座5、6层
邮编：350003 电话：0591-88013378
电子邮箱：245003420@qq.com

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦A座603、604
邮编：518000 电话：0755-82993386
电子邮箱：762656866@qq.com

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路969号8楼805
邮编：200122 电话：021-68827096
电子邮箱：jinyoushh@163.com

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路268号汇杰广场1508室
邮编：210000 电话：025-83209186
电子邮箱：33528657@qq.com

南昌营业部

地址：南昌市恒茂梦时代国际广场7栋办公楼2312室
邮编：330000 电话：0791-86213373
电子邮箱：jinyoujx@163.com

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场911-912
邮编：510620 电话：020-38550010
电子邮箱：jyqhgz@163.com

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦A幢7楼
邮编：362000 电话：0595-22115955
电子邮箱：fnqhzyyb@126.com

永安营业部

地址：永安市含笑大道1196号阳光丽景1号楼1503-1507室
邮编：366000 电话：0598-3859578
电子邮箱：jyya@jinyouqh.com

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街67号广泽大厦9层D户
邮编：430070 电话：027-88773007
电子邮箱：675874152@qq.com

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场3号楼1401-1402室
邮编：362200 电话：0595-85610866
电子邮箱：fnjj@fnqh.com.cn

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场B区B4#201号
邮编：351100 电话：0594-2209090
电子邮箱：jypt@fnqh.com.cn

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达广场A2地块9幢603-604
邮编：362000 电话：0596-2038010
电子邮箱：jyqhzz@126.com

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心A1A2栋1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2219938
电子邮箱：fnly@fnqh.com.cn

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路65号世外桃源广场B座1917
邮编：610042 电话：028-87590801
电子邮箱：393078013@qq.com

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路36号16层1601户
邮编：266001 电话：0532-82023816
电子邮箱：119138382@qq.com

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路94号泓源·国际-1-607
邮编：352100 电话：0593-2999108
电子邮箱：fnnd@fnqh.com.cn

公司总部

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路75号海西商务大厦31层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn