

## 宏观与基本面共同利空盘面，油脂近期偏弱运行

2023年9月25日 星期一

兴证期货·研究咨询部

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

联系人

胡卉鑫

邮箱：

hhx@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

上周受美豆出口压力与美联储偏鹰货币政策态度影响，油脂板块整体承压，豆油整体呈现震荡回落，棕榈油海外需求有所好转，但是产地库存压力仍然施压盘面，因此棕榈油仍然延续下行趋势。

#### ● 后市展望与策略建议

目前宏观与基本面供应利空油脂盘面，豆油受美豆出口压力影响，近期相对偏弱。产量约束与冬季应用场景支撑，整体较为抗跌。供应端看，目前马印两国均处于增产期，同时四季度丰产预计延续，在海外需求虽然好转，但不及产量增产幅度，产地累库预期不减，印尼未来降水减少，产地降水分化，关注市场对天气的炒作情况；国内方面，豆油、棕榈油库存较为充裕，下游成交量一般，需求偏弱导致整体运行偏弱。需求方面，节前备货基本结束，节日需求对盘面提振力度有限。但是下游对四季度油脂消费需求改善仍然有所期待，关注节后油脂补库对盘面的提振情况。随着天气转凉，油脂消费由棕榈油转向豆油，学校刚需与节前备货同样支撑下游需求，豆油走势预计强于

棕榈油。近期而言，油脂受基本面、宏观压制，整体呈现窄幅震荡走势，未来关注下游需求修复情况与宏观对油脂板块的影响。

## ● 风险因素

棕榈油超预期减产；大豆到港量超预期下降；下游油脂需求恢复不及预期；

## 1. 行情与现货价格回顾

上周受美豆出口压力与美联储偏鹰货币政策态度影响，油脂板块整体承压，豆油整体呈现震荡回落，棕榈油海外需求有所好转，但是产地库存压力仍然施压盘面，因此棕榈油仍然延续下行趋势。截至9月22日，棕榈油收盘价为7242元/吨，变动-3.16%，豆油收盘价为7938元/吨，变动-4.48%，BMD棕榈油合约收盘价为3680林吉特/吨，变动-3.94%，CBOT豆油合约收盘价为59.45美分/帮，变动-4.00%。

图表1 期货结算价回顾（元）

主力合约	本周值	上周值	周度变化	涨跌幅
棕榈油 2401	7216	7506	-290	-3.86%
豆油 2401	7890	8328	-438	-5.26%
BMD 棕榈油 11月合约	3668	3785	-117	-3.09%
CBOT 豆油	59.45	61.93	-2.48	-4.00%

数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表2 油脂现货数据（元/吨）

国内现货	本期值	上期值	日度变化	涨跌幅
棕榈油：张家港	7420	7410	10	0.13%
棕榈油：广州	7320	7310	10	0.14%
豆油：张家港	8550	8630	-80	-0.93%
豆油：日照	8450	8610	-160	-1.86%

数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表3 油脂基差数据（元/吨）

国内现货	本期值	上期值	日度变化	涨跌幅
棕榈油：张家港	7420	7410	10	0.13%
棕榈油：广州	7320	7310	10	0.14%
豆油：张家港	8550	8630	-80	-0.93%
豆油：日照	8450	8610	-160	-1.86%

数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 4: 棕榈油合约价格 (元/吨)

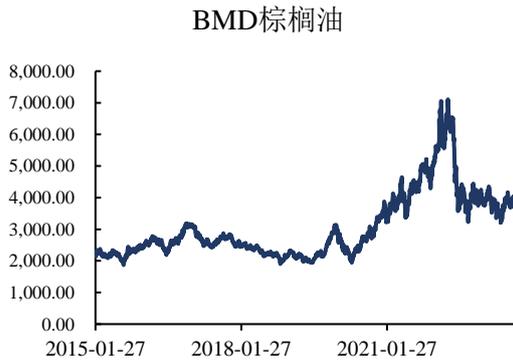
图表 5: 豆油合约价格 (元/吨)



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研究咨询部

图表 6: BMD 棕榈油合约价格 (林吉特/吨)

图表 7: 美豆油合约价格 (美元/磅)



数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研究咨询部

图表 8: 棕榈油 1-5 价差 (元)

图表 9: 豆油 1-5 价差 (元)



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

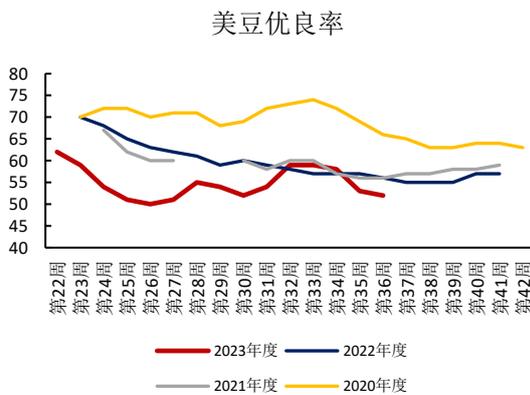
## 2. 基本面情况

### 2.1 豆油、棕榈油产区情况

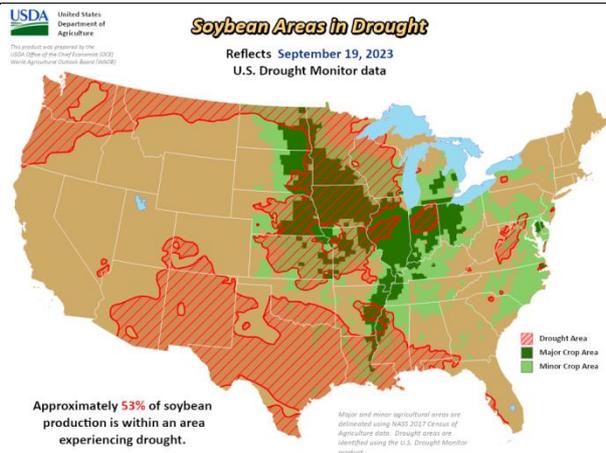
美豆收割进度快于往年，供应压力逐渐上升。截至 9 月 17 日，美豆收割进度为 5%，高于往年收割水平，优良率整体保持在 52%左右，中西部产区干旱情况虽然有所上升，但是偏快的收割进度带来的供应压力主导盘面，当前天气炒作基本结束。巴西大豆播种进度偏快，产地降水情况良好。9 月 22 日，咨询机构显示巴西大豆种植面积达 2.3%，高于上期水平与往年均值；降水方面，南美大豆主产区降水较为充裕，利好大豆播种，整体而言，本种植季南美大豆种植环境整体较好，丰产概率上升。

棕榈油整体仍然处于增产期内，马印两国降水预期分化。目前马印两国植被指数较好，均位于区间上沿，降水同样位于正常水平以上，当前仍然处于增产期内。但是未来 1-7 日马印两国降水出现分化，其中，马来西亚全境均迎来充沛降水，湿润的土壤环境与相对正常的温度利好马来西亚油棕果的生长，印尼方面降水分布不均，除加里曼丹省外降水达 1-1.5 英寸外，苏门答腊与廖内省降水均相对较少，气候机构同样预测 10 月中上旬印尼降水将出现下降，干旱情况或将对次年棕榈油产量形成一定影响。

图表 10：美豆优良率

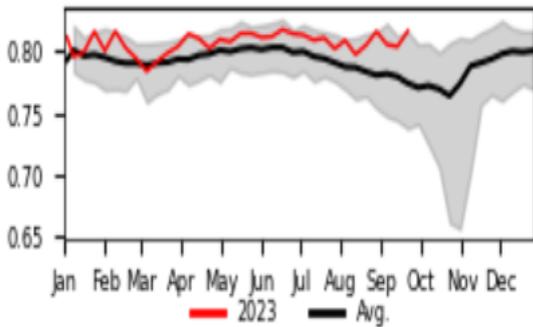


图表 11：主产区干旱情况改善

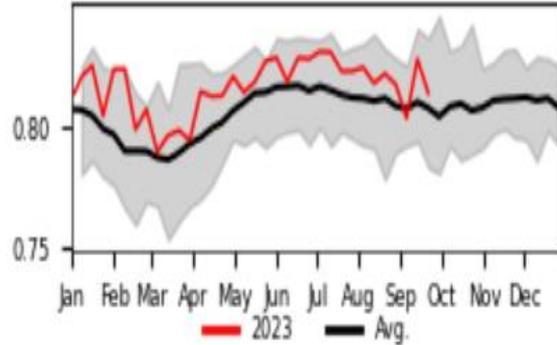


数据来源：USDA，兴证期货研究咨询部

图表 12: 印尼植被指数



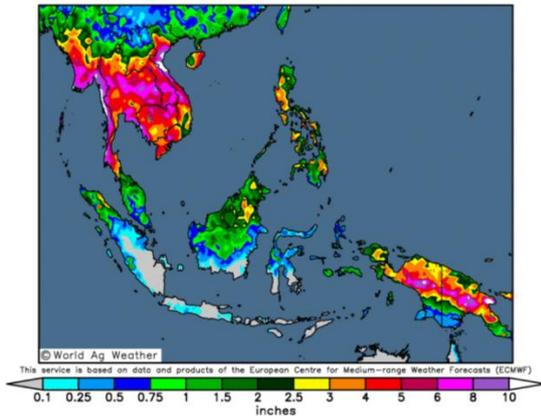
图表 13: 马来西亚植被指数



数据来源: AG weather, 兴证期货研究咨询部

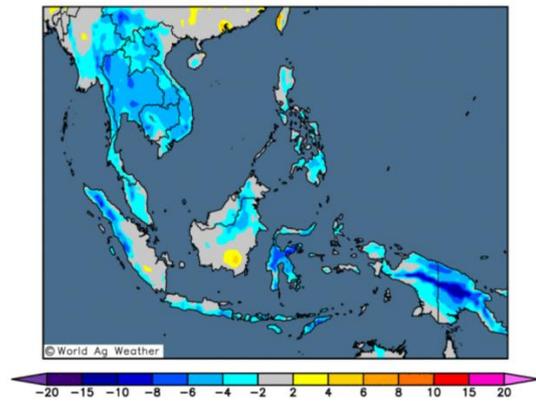
图表 14: 东南亚未来 7 天降水预测

ECMWF High-Resolution Precipitation Forecast  
Days 1-7: 00UTC 25 Sep 2023 - 00UTC 2 Oct 2023  
Model Initialized 00UTC 24 Sep 2023



图表 15: 东南亚未来 7 天温度预测

GEFS Ensemble Mean Temperature Anomaly (°F)  
Days 1-7: 00UTC 25 Sep 2023 - 00UTC 2 Oct 2023  
Model Initialized 00UTC 24 Sep 2023



数据来源: AG weather, 兴证期货研究咨询部

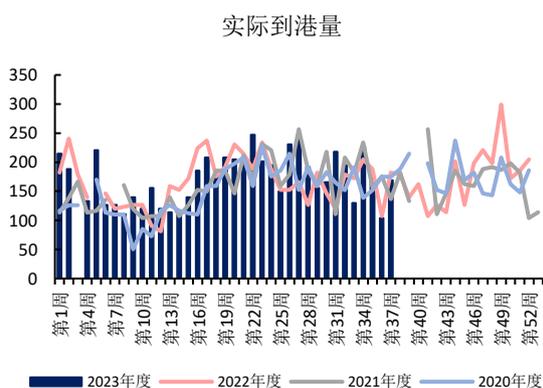
## 2.2 进出口情况

美豆出口偏弱, 出口前景尚不乐观。截至 9 月 14 日, 美豆周度出口大豆约 54.4 万吨左右, 同比小幅上升 4.28%, 出口中国大豆约 18.3 万吨, 同比上升 24.04%, 但是美豆出口检验量不及往年水平, 出口压力仍然存在。巴西 CNF 价较美豆存在一定优势, 未来两月南美大豆将持续挤占美豆出口。Ance 数据显示, 9 月巴西大豆出口量为 688 万吨, 根据预计出口总量与出口进度测算, 9 月与四季度巴西大豆仍存在 1400 万吨的出口量, 远高于往年 700-900 万吨的出口剩余。阿根廷重启大豆美元政策, 未来预计存在接近 700 万吨出口余量, 南美大豆合计产量将达到近 2100 万吨, 9、10 月供应压力不减。

我国大豆到港量回升至近三年正常区间。截至9月15日，我国到港量为169万吨，符合季节性变动趋势。巴西对华出口方面，截至9月15日，巴西发运量上升至134万吨，排船量虽然有所下降，但是仍然处于高位。钢联预计9月大豆到港量将大豆741万吨，10月到港预计下降至600万吨，近端时间供应相对偏紧，但是11月到港量将重新上升至880万吨，远月供应预计有所缓解。

棕榈油进口利润转负，远月买船意愿预计下降。9、10月利润较高提振近月买船意愿。据统计，9月棕榈油到港量预计将达到30万吨左右，叠加8月未到港船数，我们预计9月棕榈油整体进口量将达到35-42万吨，相较月均消费量而言，棕榈油近期供应较为充裕。但是10-12月船期棕榈油贸易利润转负，远月买船意愿预计有所转弱。

图表 16: 大豆实际到港量 (万吨)

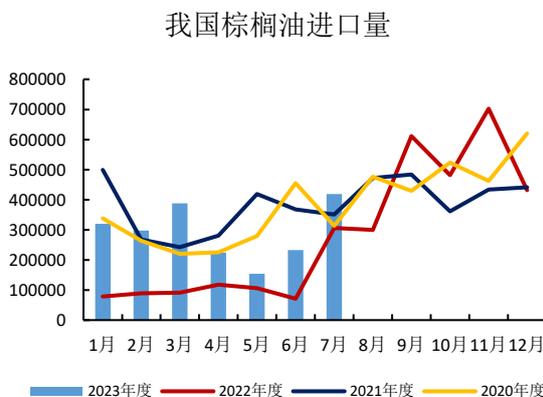


图表 17: 大豆到港量 (万吨)

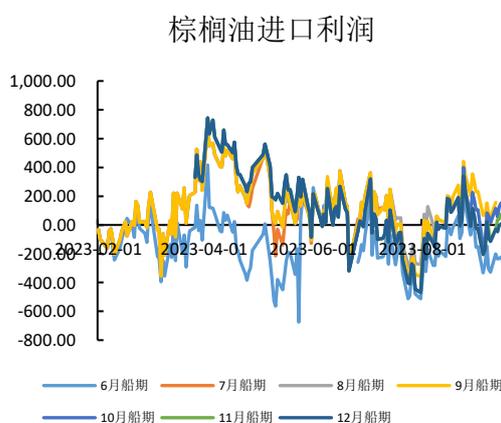


数据来源: 同花顺 iFind, 兴证期货研究咨询部

图表 20: 我国棕榈油进口数量 (吨)



图表 21: 棕榈油进口利润 (元/吨)



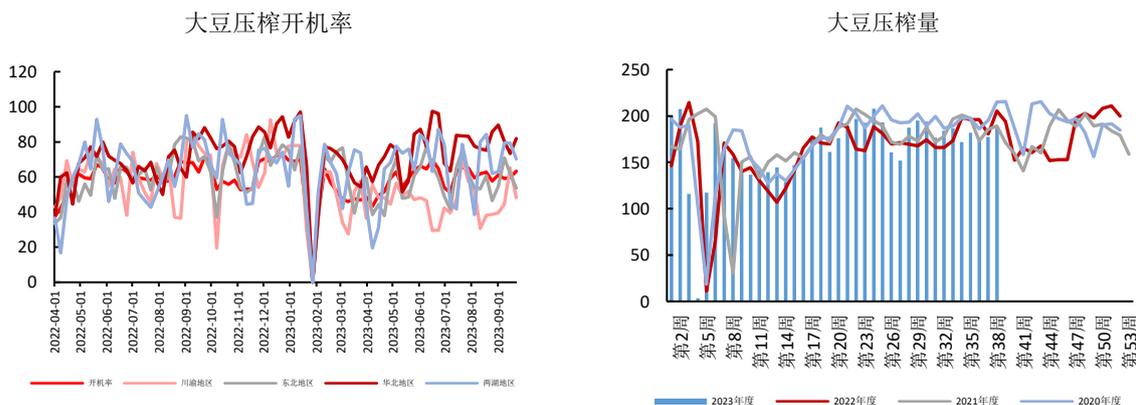
数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询

### 2.3 国内大豆压榨情况

本周油厂开工率小幅上升。截至 9 月 22 日，全国开工率为 59.65%左右，大豆压榨量为 188.44 万吨，整体变动不大。分区域看，除华北地区外，其余地区开工率均有所回落，川渝、东北、华北、两湖等地开工率分别为 48.15%、53.74%、81.86%、70.29%。压榨利润方面，受豆粕、豆油价格下跌影响，压榨利润持续下降，但仍有盈利。其中，广东、江苏、辽宁、山东、天津压榨利润分别为 235.6 元/吨、265.6 元/吨、252.95 元/吨、235.6 元/吨以及 218 元/吨。9、10 月交货的巴西豆与 11 月交货的美湾豆盘面压榨利润仍然持续亏损，未来油厂榨利存在下降可能，油厂远月压榨意愿或将有所下降。

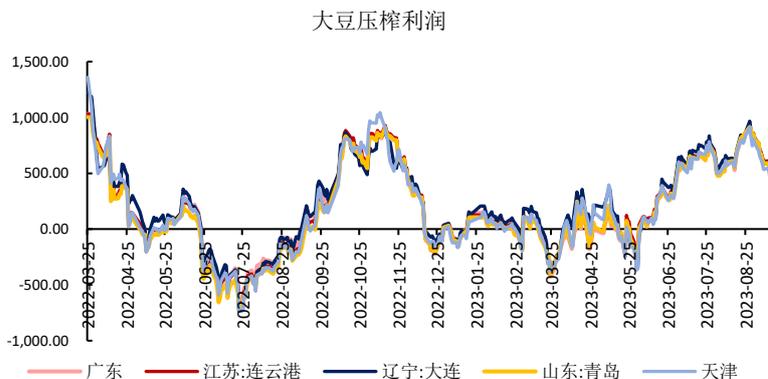
图表 20：油厂开机率

图表 21：国内大豆压榨量（万吨）



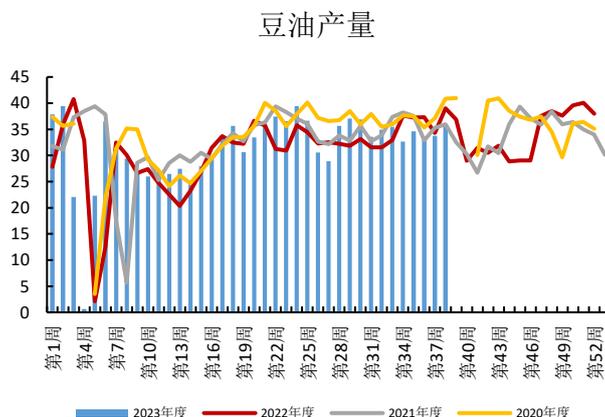
数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图表 26：进口大豆压榨利润（元/吨）



数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

图表 26: 豆油产量 (万吨)



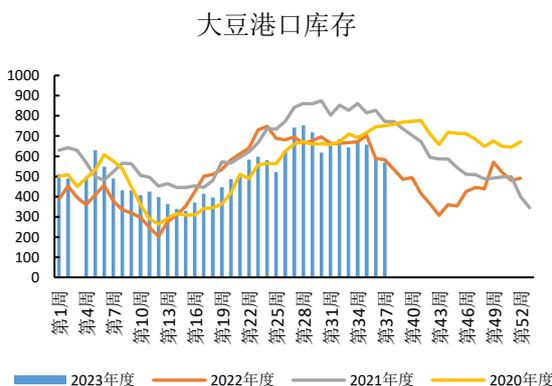
数据来源：同花顺 iFind，兴证期货研究咨询部

### 2.3 库存情况

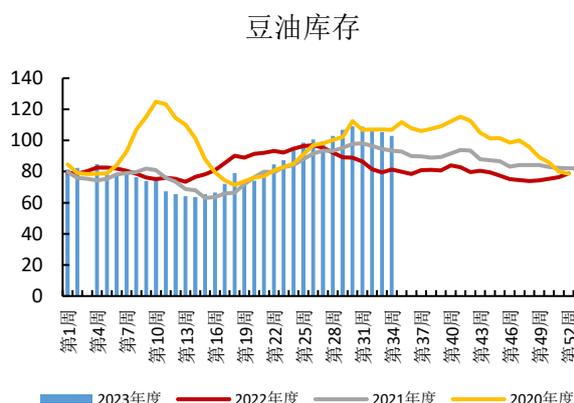
美豆期末库存下调不及预期。9月 USDA 报告显示，美豆期末库存为 2.2 亿蒲左右，高于市场预期，受巴西豆出口挤占影响，美豆出口端弹性较大，未来期末库存变动预计好于市场预期。国内大豆库存相对较低，但整体变动稳定。截至 9 月 15 日，进口大豆港口库存为 569.27 万吨，油厂库存为 457.75 万吨，大豆预计将出现季节性去库。豆油仍然位于库存高位，截至 9 月 8 日，全国豆油 98.26 万吨，豆油连续 5 周去库，但是同比仍然增加 21.47%，整体库存仍然位于高位区间整体供应仍然较为充裕。

马棕累库预期不变，国内棕榈油库存持续回升。8月 MPOB 报告显示，受海外需求下降影响，马棕超预期累库，库存上升至 212 万吨高位，并且 9 月高频数据与 MPOA 预测显示，棕榈油海外需求有所回升，但是产量环比同样上升 12.38%，马棕累库预期不变。我国棕榈油库存止跌回升，整体仍然高于往年水平。截至 9 月 8 日，我国棕榈油库存为 77.98 万吨，棕榈油持续累库，随着天气转凉，油脂消费逐渐由棕榈油转向豆油，并且伴随着产区增产，棕榈油库存或将有所回升。

图表 22: 大豆港口库存 (万吨)

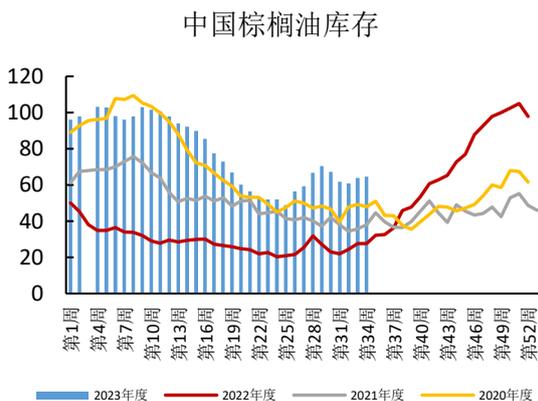


图表 23: 豆油库存 (万吨)

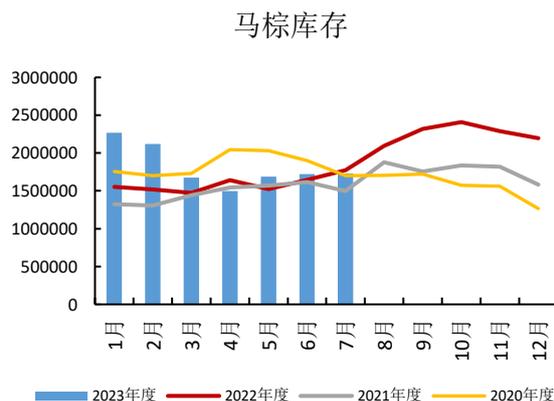


数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

图表 24: 我国棕榈油库存情况 (万吨)



图表 25: 马来西亚棕榈油库存 (吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

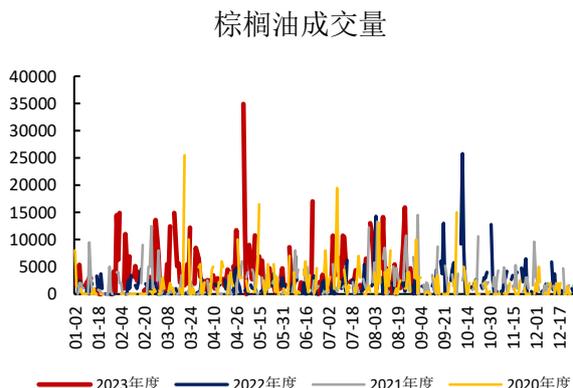
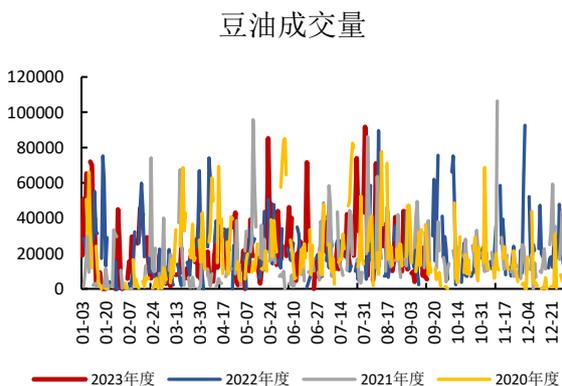
## 2.5 国内下游需求

节前备货基本结束, 棕榈油成交情况好于豆油。截至 9 月 22 日, 棕榈油累计成交量为 11.01 万吨, 高于往年水平, 豆油成交仍然较为清淡, 累计成交量仅为 19.12 万吨, 不及往年近 50 万吨水平。由三季度整体成交情况发现, 6、7、8 三月棕榈油、豆油整体成交量大幅超过往年水平, 前期充分采购导致下游库存较为充足, 当前进行节前采购意愿较低。从豆棕采购分布发现, 当前油厂棕榈油成交情况好于豆油, 较高的豆棕价差使得统计内棕榈油对豆油形成替代。但是油厂以外的贸易商表示, 棕榈油、豆油走货情况较为一般, 整体仍有接近 40-50%的库存尚未销售, 节前备货情况整体不及往年水平, 当前需求端对盘面的提振较为有限, 可关注节

后下游补库对盘面的提振情况。未来走势方面，近期豆油受美豆下行影响，豆油相对偏弱，但是随着天气逐渐转凉，油脂消费将由棕榈油逐渐转向豆油，并且四季度学校豆油刚需与重要节日的节前备货均对豆油需求形成支撑，叠加美豆产量约束，豆油四季度预计支撑较强，延续震荡走势，棕榈油受增产与累库影响，在供应端未出现明显题材炒作前，延续偏弱震荡走势。

图表 27: 豆油成交量 (万吨)

图表 28: 棕榈油成交量 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研究咨询部

### 3. 结论

目前宏观与基本面供应利空油脂盘面，豆油受美豆出口压力影响，近期相对偏弱。产量约束与冬季应用场景支撑，整体较为抗跌。供应端看，目前马印两国均处于增产期，同时四季度丰产预计延续，在海外需求虽然好转，但不及产量增产幅度，产地累库预期不减，印尼未来降水减少，产地降水分化，关注市场对天气的炒作情况；国内方面，豆油、棕榈油库存较为充裕，下游成交量一般，需求偏弱导致整体运行偏弱。需求方面，节前备货基本结束，节日需求对盘面提振力度有限。但是下游对四季度油脂消费需求改善仍然有所期待，关注节后油脂补库对盘面的提振情况。随着天气转凉，油脂消费由棕榈油转向豆油，学校刚需与节前备货同样支撑下游需求，豆油走势预计强于棕榈油。近期而言，油脂受基本面、宏观压制，整体呈现窄幅震荡走势，未来关注下游需求修复情况与宏观原油对油脂板块的影响。

## 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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。