

美豆油生柴消费受阻，油脂走势偏空运行

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂在经历前一周的反弹后重拾跌势，加之上周是 MPOB 和 USDA 报告发布周，油脂在报告发布前夕受消息面影响波动加剧。从下跌幅度来看，跌势主要由棕油引导，菜油在其中表现相对抗跌。成交持仓数据变动不大。从基差角度来看，各油脂现货价格均有所跌落，基差普遍下跌 100 元/吨以上，但棕油基差在油脂中仍处于高位，截至上周五在 1100 元/吨左右。从外盘情况来看，美豆油跟随国际油脂价格下跌，截至上周五已回到 5 月初的价格水平；马棕油作为上周期价下跌的领头羊，在产地增产消息的催化下，跌幅超过 10%。

后市展望

棕油方面，在斋月劳动力减少、疫情限制劳工流动的情况下，5 月马棕油产量仍环比增加，一定程度上冲淡了低库存对盘面的支撑作用。并且从后续角度来看，由于疫情对产量影响有限，马棕油增产是大概率的事件，在印度疫情阻碍需求、印尼调降出口税挤占份额的背景下，马棕油出口不利，未来存在累库可能，中长期期价或逐渐回落。不过，在今年通胀的大环境下，商品价格也将水涨船高，不宜用历史价格设置下跌的目标点位。

豆油方面，在当下美豆种植的关键期，本次 USDA 报告并未借助天气炒作产量，反而调高了 2020/21 年度的大豆年末库存，对盘面中性偏空。此外，由于美国生柴政策的强势施行导致部分炼厂经营困难，短期拜登政府或出台政策减轻炼厂压力，这将利空豆油的工业消费。作为曾经提振美豆油消费的关键一环，在生物柴油掺混下降后，高位的美豆油期价将面临拷问，从成本端利空国内豆油。国内角度来看，近两月巴西大豆大量到港推动了油厂的压榨，豆油逐渐累库，国内基本面缺乏提振因素，国内豆油大概率追随国际油脂市场及国内棕油波动。

菜油方面，USDA 报告小幅调高欧盟及澳洲油菜籽产区产量，但由于我国主要油菜籽进口端仍是加拿大，在进口政策改变之前，国际市场上的供需与国内的供需依旧不同步。换言之，国际油菜籽的价格对于国内菜油价格的传导是不通畅的。此外，国内菜油压榨利润严重贴水，也将影响油厂开工的积极性，在国内菜油供应继续偏紧的情况下，料菜油在油脂中的价格将继续独立偏强。

整体来看，假期的 USDA 报告及未来针对美豆油的生柴政策均利空盘面，开盘后油脂下跌的可能性极大，且本周跌势也将较难扭转，关注马棕油出口报告。从油脂相对强弱关系上，菜油>豆油>菜油。

操作建议

单边：棕油 09 合约可短空，关注 7000 附近的支撑情况。

套利：跨期方面，在油脂下跌阶段，可入手 P9-1 价差反套，目标位看至 150 附近。跨品种方面，09 合约油粕比空头可逢高入场，目标位看至 2.2 附近。

报告日期 2021-06-14

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.....	10
三、后市展望.....	11
四、操作建议.....	12

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	9
图 14 印度植物油月度进口量	9
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	10
图 22 菜油仓单数量	10
图 23 豆油进口成本与进口利润	10

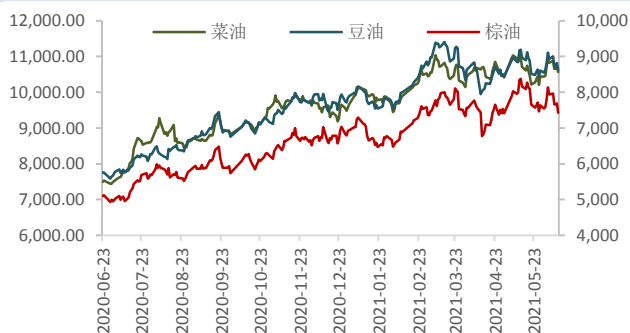
图 24 大豆进口成本与进口利润	10
图 25 棕油进口成本与进口利润	11
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	11
图 27 豆油压榨利润	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	8628.00	-3.98%	469.67	6.56%	46.38	-9.46%
棕油	7,432.00	-7.17%	442.02	1.40%	39.43	0.34%
菜油	10,732.00	-1.22%	166.03	-4.54%	14.57	3.12%
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	66.96 美分/磅	-6.14%	31.50	26.95%	9.08	-32.37%
马棕油	3655.00 林吉特/吨	-11.52%	13.61	-9.08%	7.12	1.10

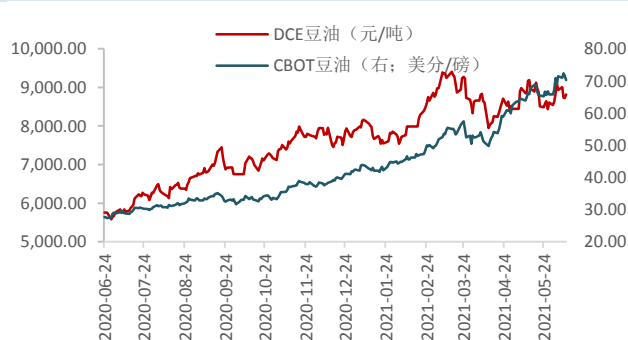
上周，国内油脂在经历前一周的反弹后重拾跌势，加之上周是MPOB和USDA报告发布周，油脂在报告发布前夕受消息面影响波动加剧。从下跌幅度来看，跌势主要由棕油引导，菜油在其中表现相对抗跌。成交持仓数据变动不大。从基差角度来看，各油脂现货价格均有所跌落，基差普遍下跌100元/吨以上，但棕油基差在油脂中仍处于高位，截至上周五在1100元/吨左右。从外盘情况来看，美豆油跟随国际油脂价格下跌，截至上周五已回到5月初的价格水平；马棕油作为上周期价下跌的领头羊，在产地增产消息的催化下，跌幅超过10%。

图1 油脂主力合约走势



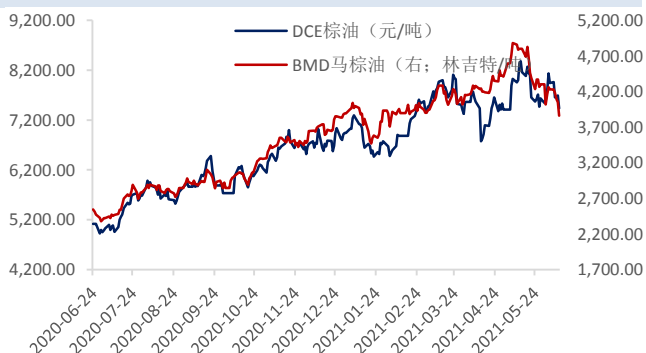
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 豆油内外盘主力合约走势



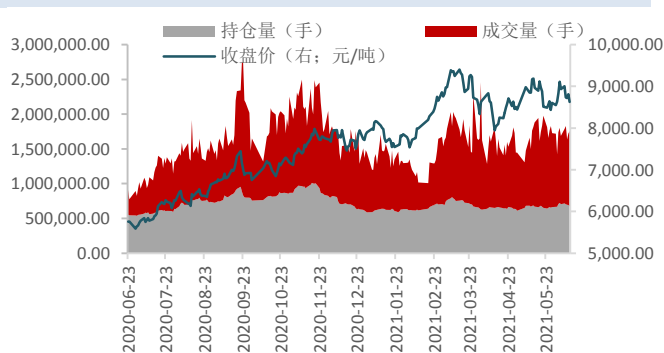
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势

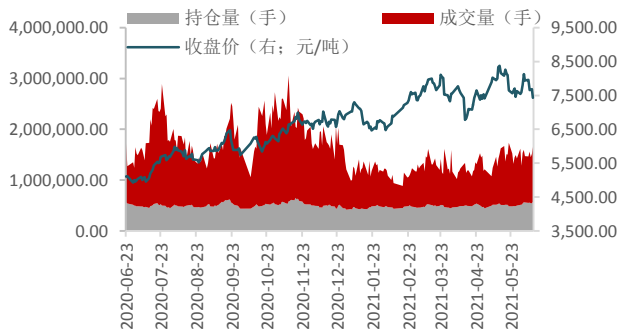


数据来源：Wind、国都期货研究所

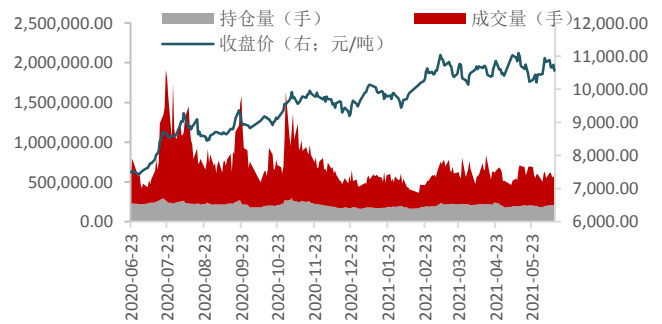
图4 豆油量价分析



数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 棕榈油量价分析


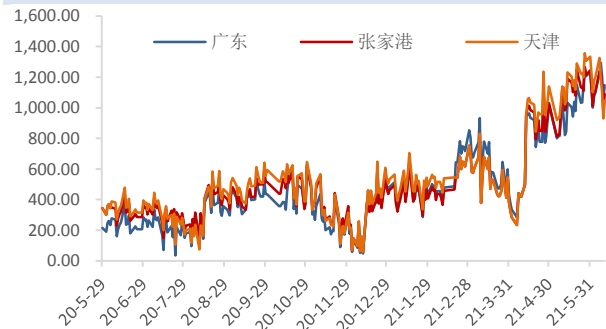
数据来源: Wind、国都期货研究所

图6 菜油量价分析


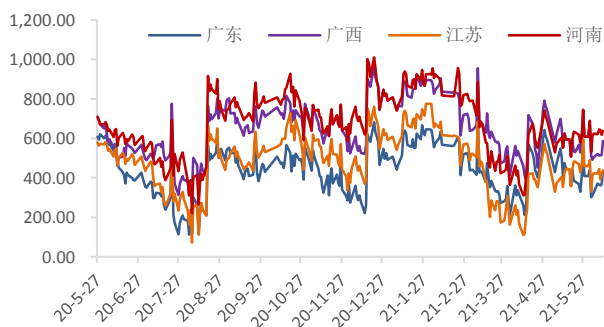
数据来源: Wind、国都期货研究所

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38.86万吨, 相较于前一周下降了-13.49%。商业库存为37.46万吨, 相较于前一周下降了-3.60%。棕榈油库存继续处于近六年同期最低水平, 且在进口利润深度贴水的情况下, 进口

到港始终处于相对偏低水平。消费层面,随着进入夏季,气温升高利于掺兑,也是我国棕榈油消费小旺季,这将使库存继续下降。国内基本面趋向紧平衡,未来需关注后续棕榈油进口相比于往年及预期的到港情况。

马来产地方面,据马来西亚棕榈油局(MPOB)公布的数据显示,马来西亚2021年5月棕榈油产量环比增3.2%至157.2万吨(预期155~158,上月152,去年同期165);消费环比增93.8%至37.2万吨(预期12~30,上月19.2,去年同期33.5);出口环比减5.5%至126.5万吨(预期135,上月134,去年同期137);库存环比增1.5%至156.9万吨(预期162~164,上月155,去年同期203)。由于国内消费高于预期,导致出口虽不及预期,但库存依旧小幅低于预期,报告对盘面的影响是中性偏多。不过,鉴于此前SPPOMA报告中预测5月马棕油产量环比下降,本次报告中却出现环比上升的情况,虽然这在三大机构的预测区间内,但推翻了此前减产的预期,从情绪面角度利空盘面。因此在报告发布后,盘面并没有呈现明显上涨的趋势,表现较为平淡,甚至跌势延续。此外,船运调查机构ITS最新公布的数据显示,马来西亚6月1-10日棕榈油产品出口量为40.23万吨,较5月1-10日出口的44.72万吨减少10.04%。印度需求端利空逐渐显现,也加剧了市场对未来马棕油出口的担忧。

后续来看,马来西亚在6月中旬之前全国封锁,关闭非必要的企业和服务以控制疫情,此前市场担心这将影响油棕果的采摘,加之斋月工作日减少,5月棕榈油减产是大概率事件。但从本次MPOB发布的数据看来,疫情及封锁令对于马棕油产量的影响较为有限,后续月份增产是大概率事件,因此对于马来疫情的关注可逐渐转向出口端情况。此外,印尼政府准备着手调低棕榈油出口附加税,以增加棕榈油的出货量,这或给马棕油的出口带来压力,在当前的价格高位,马棕油价格仍有较大的下跌空间,若出口利空加深,马棕油期价仍存下调的可能性。

豆油

截至上周五,豆油港口库存为64.15万吨,较之前一周增加了1.73%。根据海关大豆到港数据预估,在二季度后期巴西大豆集中到港的压力下,6月大豆到港将在1000万吨左右。按照库存的季节性走势,6月起豆油库存将逐渐累库,后期或向豆油价格施压。在国内收储告一段落、需求端短期无利多提振的情况下,豆油国内基本面或有所趋弱。

美豆产区方面,根据上周发布的USDA月度供需报告,基于对豆粕国内消费下降和豆粕进口增加的预测,6月报告将2020/21年度大豆压榨量调减1500万蒲式耳至21.75亿蒲式耳,将2020/21年期末库存调增至1.35亿蒲。豆油方面,因为美国的高油价降低了其在世界市场上的竞争力,6月报告

将2020/21年豆油出口调减4亿磅至19亿磅，生物柴油用量无变化。对于2021/22年度，由于大豆期初库存增加，且2021/22年需求端没有变化，预计2021/22年度期末库存为1.55亿蒲式耳，比上月增加1500万蒲式耳。对于全球大豆的供需数据，受美国期初库存增加和巴西2020/21年度产量调增的推动，报告将2021/22年度大豆期末库存调增145万吨至9255万吨。报告对盘面影响中性偏空。

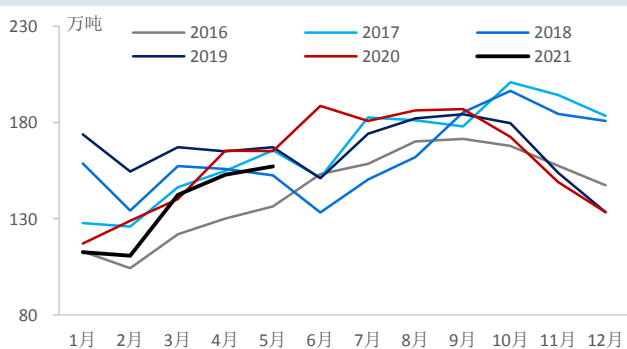
从生物柴油角度来看，拜登总统上台后，其提倡的新能源政策利多豆油的工业消费，从近几月美豆的大量压榨便可见一斑。不过，据路透社报道，因生柴政策的强势施行正导致部分炼厂面临严重的经营困难，且可能造成数千工人失业，在工会和美国特拉华州参议员的压力下，拜登政府正在考虑如何为美国炼油厂减轻完成生物燃料混合任务的负担。而降低炼油厂强制掺混生物燃料的要求则意味着生物燃料的需求将下降，这对于处于高位的美豆油来说，无疑是较大打击。近期拜登政府的政策举措对盘面的影响将加大。

菜油

截至上周五，菜油商业库存为24.495万吨，较上周的22.895万吨增加1.6万吨。菜籽库存为35.7万吨，较前一周的27万吨增加了8.7万吨。近期进入国产菜籽的成熟、收割阶段，料将填补菜籽、菜油库存。不过由于中加关系仍然紧张，进口端数量仍较为有限。

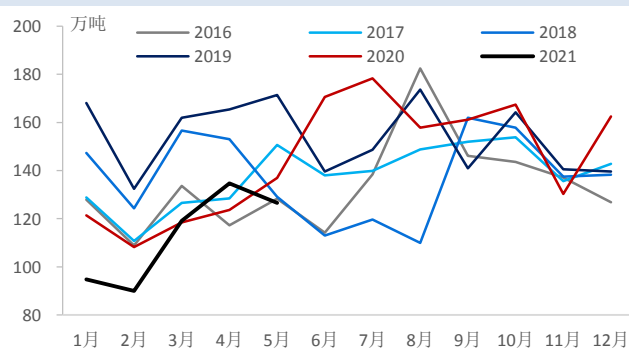
根据USDA 6月供需报告，因为凉爽的春季天气加上5月份及时的降雨提高了产量前景，欧盟的油菜产量增加了60万至1720万吨。而澳大利亚油菜籽收获面积和产量调增，其油菜产量也增加了20万吨至370万吨。这在一定程度上补充了国际上的油菜籽供给，但由于我国主要油菜籽进口端仍是加拿大，在进口政策改变之前，国际市场上的供需与国内的供需依旧是不同步的。换言之，国际油菜籽的价格对于国内菜油价格的传导是不通畅的。在国内菜油供应继续偏紧的情况下，料菜油在油脂中的价格将继续独立偏强。

图 11 马来棕榈油月度产量



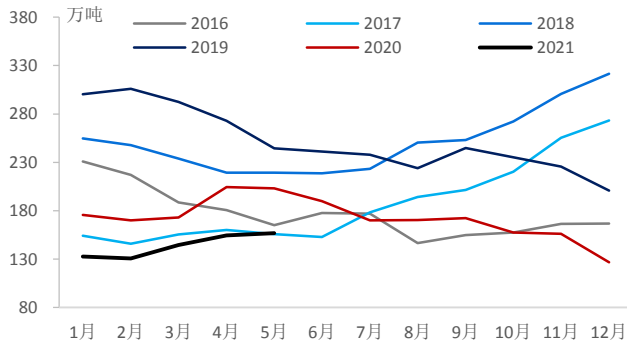
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



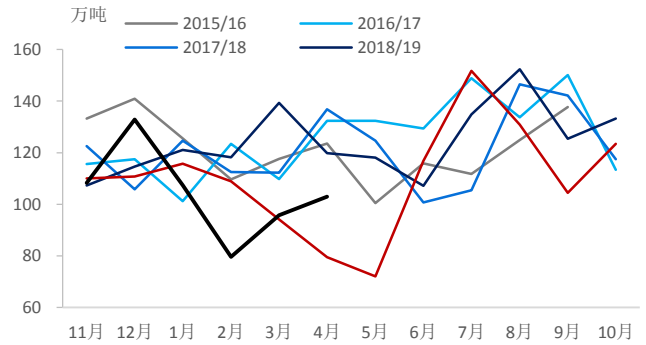
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



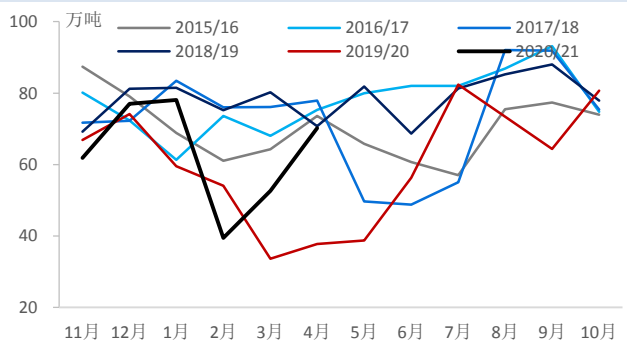
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



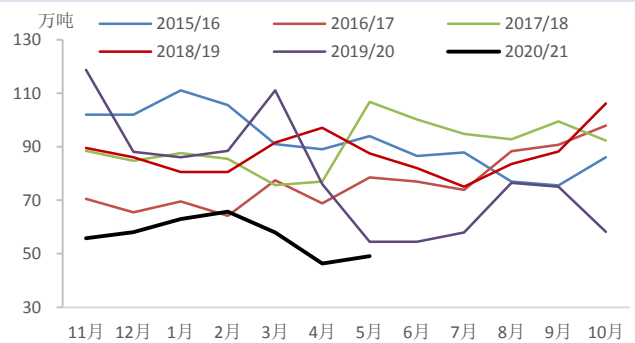
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



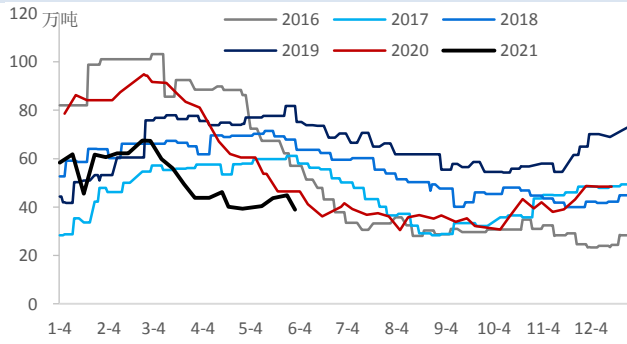
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



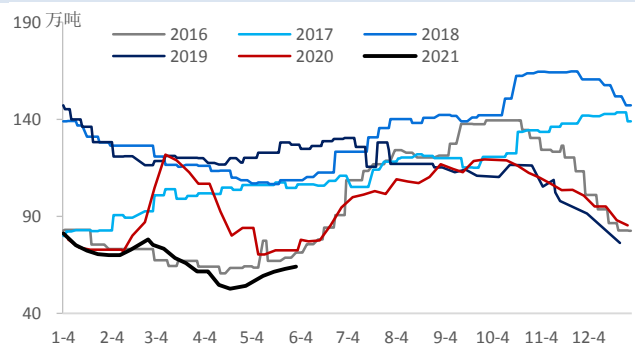
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



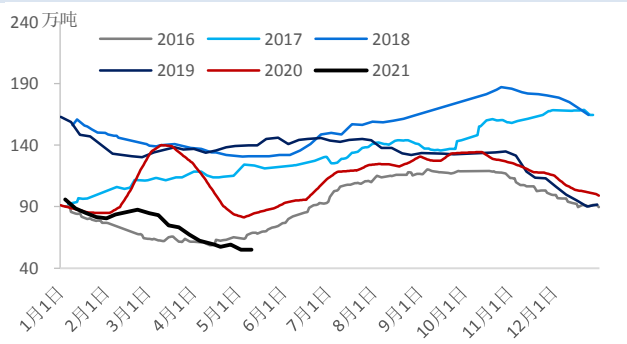
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



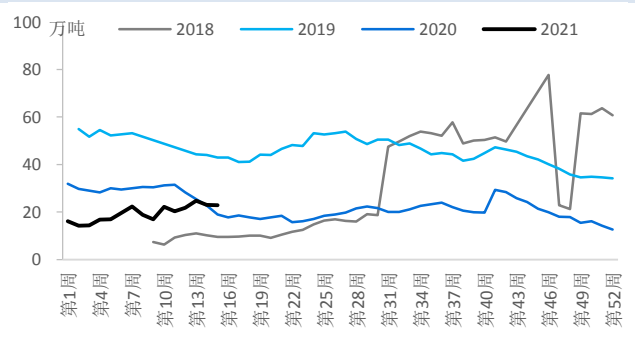
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

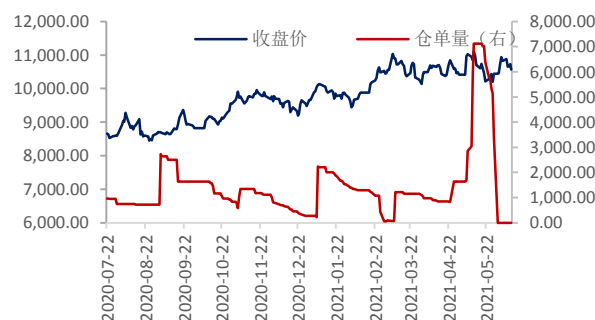
图 20 菜油商业库存



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88.6 元/吨至7094.6 元/吨,进口利润下降-392.6 元/吨至1533.4 元/吨,进口利润依然处于历史同期高位。棕油进口成本下降-416.1 元/吨至8246.8 元/吨,进口利润减少-93.9 元/吨至-814.8 元/吨,由于棕油进口利润仍深度贴水,后续棕油进口将继续处于低位。菜油的进口成本下降-39.1 元/吨至7891.5 元/吨,进口利润下降-223.9 元/吨至2671.5 元/吨,相较于往年进口利润水平仍处于绝对高位。

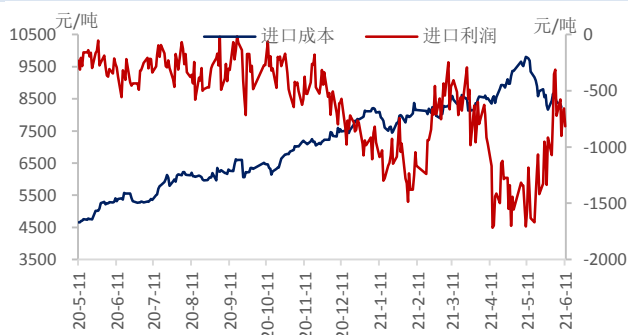
从压榨利润看,豆油压榨利润提高11.0 元/吨至-100.3 元/吨,维持小幅贴水状态,油厂开工率从前一周的45.60%提高至50.17%,周度压榨量增加16.2万吨至177.9万吨。菜油压榨利润增加53.3 元/吨至-1298.6 元/吨,油厂开工率从前一周的21.79%下降至18.89%,周内压榨量减少0.6万吨至3.9万吨。由于菜籽量有限,加之压榨利润连续处于贴水状态,油厂开工积极性也将受挫,料后续压榨开工率将维持在偏低水平。

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

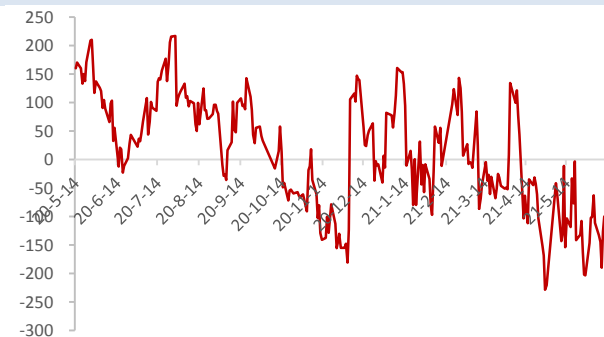

数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润


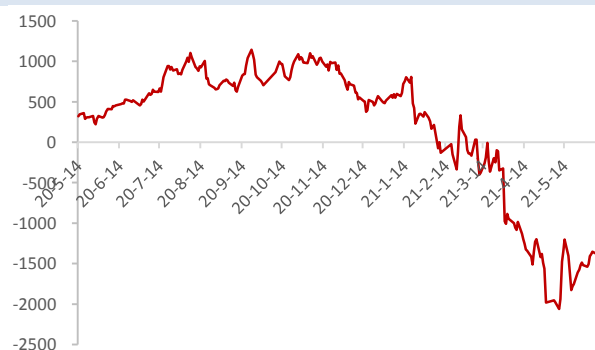
数据来源: Wind、国都期货研究所

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, 在斋月劳动力减少、疫情限制劳工流动的情况下, 5月马棕油产量仍环比增加, 这一定程度上冲淡了低库存对盘面的支撑作用。并且从后续角度来看, 由于疫情对产量影响有限, 马棕油增产是大概率的事件, 在印度疫情阻碍需求、印尼调降出口税挤占份额的背景下, 马棕油出口不利, 未来存在累库可能, 中长期期价或逐渐回落。不过, 在今年通胀的大环境下, 商品价格也将水涨船高, 不宜用历史价格设置下跌的目标点位。

豆油方面, 在当下美豆种植的关键期, 本次USDA报告并未借助天气炒作产量, 反而调高了2020/21年度的大豆年末库存, 对盘面中性偏空。此外, 由于美国生柴政策的强势施行导致部分炼厂经营困难, 短期拜登政府或出台政策减轻炼厂压力, 这将利空豆油的工业消费。作为曾经提振美豆油消费的关键一环, 在生物柴油掺混下降后, 高位的美豆油期价将面临拷问, 从成本端利空国内豆油。国内角度来看, 近两月巴西大豆大量到港

推动了油厂的压榨，豆油逐渐累库，国内基本面缺乏提振因素，国内豆油大概率追随国际油脂市场及国内棕油波动。

菜油方面，USDA报告小幅调高欧盟及澳洲油菜籽产区产量，但由于我国主要油菜籽进口端仍是加拿大，在进口政策改变之前，国际市场上的供需与国内的供需依旧不同步。换言之，国际油菜籽的价格对于国内菜油价格的传导是不通畅的。此外，国内菜油压榨利润严重贴水，也将影响油厂开工的积极性，在国内菜油供应继续偏紧的情况下，料菜油在油脂中的价格将继续独立偏强。

整体来看，假期的USDA报告及未来针对美豆油的生柴政策均利空盘面，开盘后油脂下跌的可能性极大，且本周跌势也将较难扭转，关注马棕油出口报告。从油脂相对强弱关系上，菜油>豆油>菜油。

四、操作建议

单边：棕油09合约可短空，关注7000附近的支撑情况。

套利：跨期方面，在油脂下跌阶段，可入手P9-1价差反套，目标位看至150附近。跨品种方面，09合约油粕比空头可逢高入场，目标位看至2.2附近。

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。