

## 油脂走势分化，关注豆棕价差修复情况

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂走势出现分化，棕油在马盘价格支撑下继续走强；豆油窄幅震荡，价格与上周水平持平；菜油价格则在国内需求淡季小幅回踩。因此，上周豆棕价差从前一周的 800 元/吨附近回落至 600 元/吨附近，偏离豆棕价差正常区间。从基差角度来看，上周油脂高基差连续第三周回落，菜油、棕油基差回落尤为明显，除棕油外，菜油、豆油基差已基本回到去年同期基差值附近。从外盘情况来看，上周外盘天气炒作降温，加之美豆出口数据偏空，美豆油跟随美豆价格一并小幅回落；马棕油站稳 4000 点，在减产数据支撑下继续走强。

#### 后市展望

棕油方面，7 月中上旬马来西亚棕榈油产量环比超预期下降，提振马盘棕榈油价格，不过由于同期出口也环比下滑，马棕油上涨幅度并没有太大。后续还需关注产量与出口的平衡关系对库存的影响。上周国内棕榈油进口利润贴水得到部分修复，但进口利润倒挂仍将制约短期进口，国内棕榈油价格的下方支撑仍然较强。

豆油方面，巴西上调了 7 月大豆出口预期，短期市场来自巴西方面的供应压力将继续存在，且美豆产区在上周迎来降雨后天气炒作有所降温，料短期美豆维持回调思路，但幅度不会太大。国内豆油港口库存继续增加，但相较于往年仍处于相对低位，下跌动力不强，料本周豆油价格继续维持高位震荡，油粕比短期也将继续偏强运行。

菜油方面，上周加拿大油菜籽产区天气炒作降温，国内菜油盘面短期缺乏外部提振。加之国内夏收油菜籽集中上市，国产新季油菜籽陆续压榨，菜油库存逐步回升，在当前的消费淡季，料菜油价格将在油脂价格中处于弱势。

整体来看，随着美豆产区天气缓和，当前油脂的领头羊再度换回棕油，在国外主产区产量下降、国内油脂港口库存偏低的情况下，料短期油脂价格下方支撑仍然较强，关注美豆产区天气及马棕油产量变动情况。在从油脂相对强弱关系上，棕油>豆油>菜油。

#### 操作建议

单边：棕油 09 合约已涨至 5 月前高附近，关注其在前高附近的突破情况，若形成有效突破，可酌情跟进多单，目标获利空间暂看 200 点。

套利：跨期方面，P9-1 价差正套继续持有，目标位调整至 700 附近。跨品种方面，可逢低做多 09 合约豆棕价差，目标位暂看 800 附近。

报告日期 2021-07-25

研究所

史玥明

油脂期货分析师

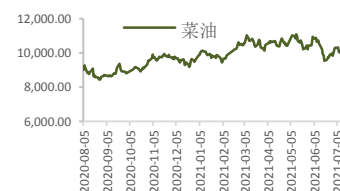
从业资格号：F3048367

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.....	9
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 .....	8
图 14 印度植物油月度进口量 .....	8
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 .....	9
图 22 菜油仓单数量 .....	9
图 23 豆油进口成本与进口利润 .....	10

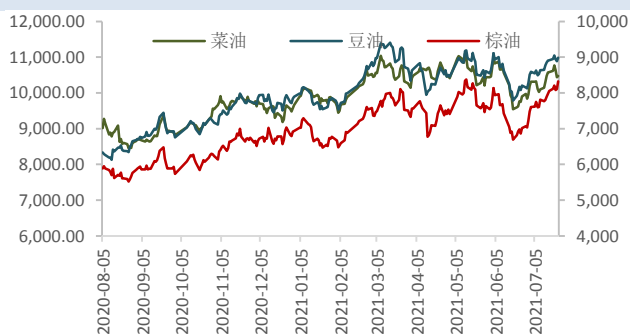
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	8988.00	0.69%	400.05	0.99%	39.43	-5.47%
棕油	8,326.00	3.56%	438.88	2.45%	44.44	3.02%
菜油	10,471.00	-1.20%	202.48	5.56%	15.06	0.90%
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	63.91 美分/磅	0.68%	22.32	4.34%	18.33	-0.32%
马棕油	4255.00 林吉特/吨	3.00%	10.85	-20.45%	7.01	0.62

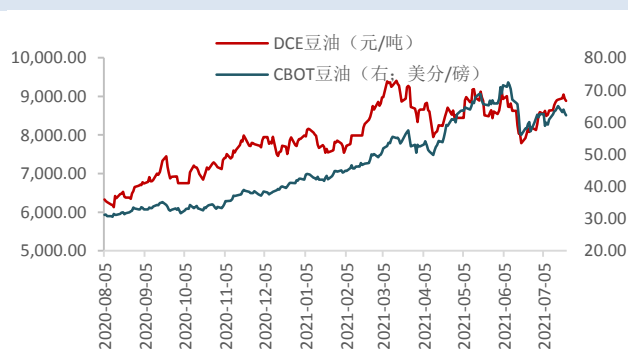
上周，国内油脂走势出现分化，棕油在马盘价格支撑下继续走强；豆油窄幅震荡，价格与上周水平持平；菜油价格则在国内需求淡季小幅回踩。因此，上周豆棕价差从前一周的800元/吨附近回落至600元/吨附近，偏离豆棕价差正常区间。从基差角度来看，上周油脂高基差连续第三周回落，菜油、棕油基差回落尤为明显，除棕油外，菜油、豆油基差已基本回到去年同期基差值附近。从外盘情况来看，上周外盘天气炒作降温，加之美豆出口数据偏空，美豆油跟随美豆价格一并小幅回落；马棕油站稳4000点，在减产数据支撑下继续走强。

### 图1 油脂主力合约走势



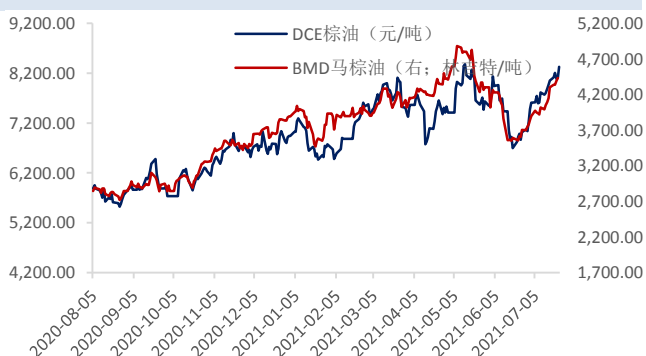
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



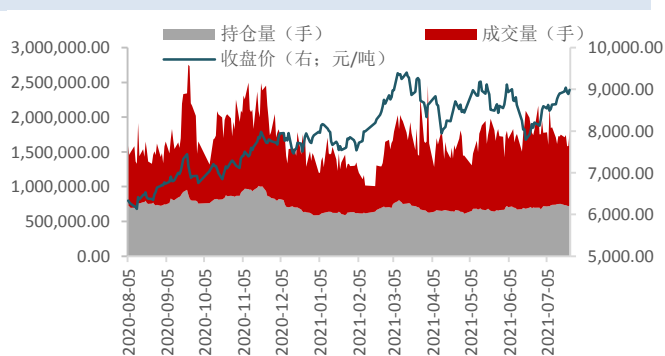
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

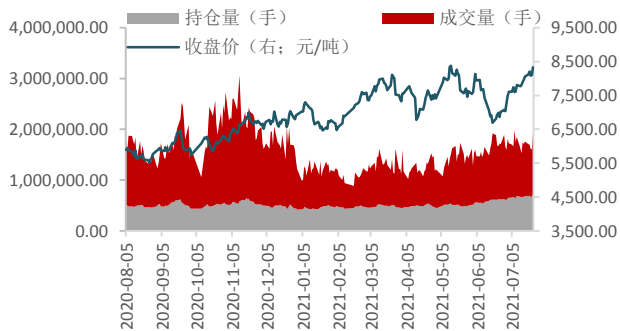


数据来源：Wind、国都期货研究所

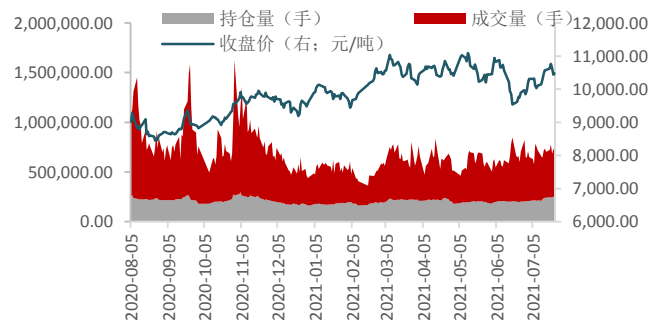
### 图4 豆油量价分析



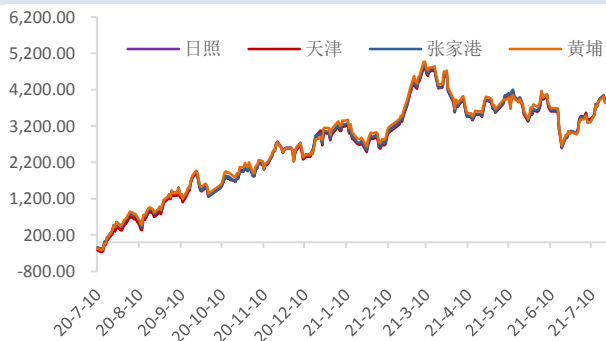
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


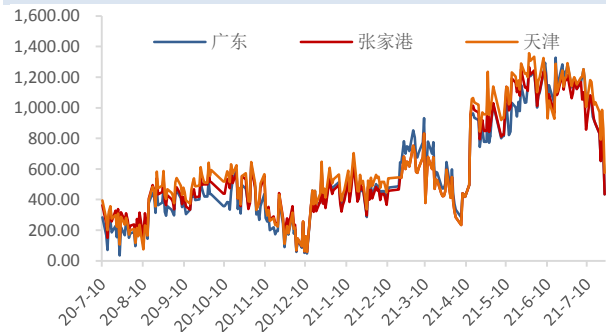
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


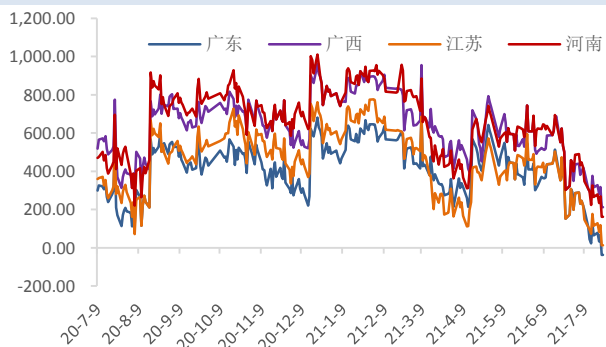
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


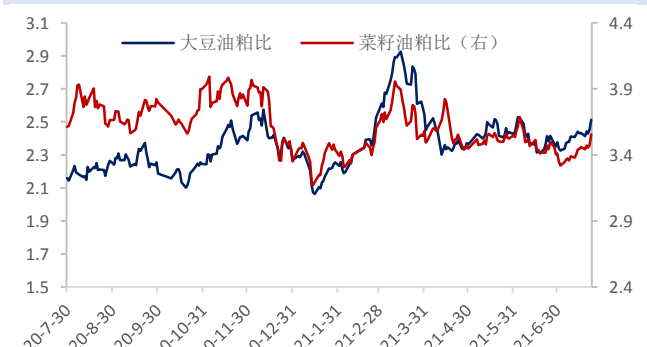
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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31.40万吨，相较于前一周下降了0.00%。商业库存为31.40万吨，相较于前一周增加了0.48%。棕榈油港口库存下跌的趋势趋缓，但棕榈油港口库存仍处于近几年同期水平的下沿，

请务必阅读正文后的免责声明

海关总署公布的数据显示，中国6月棕榈油进口量为47.88万吨，同比降19%，环比降11%。其中，自印尼进口36.50万吨，同比增51%，环比降8%。自马来西亚进口11.38万吨，同比下滑67%，环比降22%。据国家粮油信息中心消息，7月份棕榈油到港50万吨，8月份到港52万吨，后期棕榈油到港量或逐渐增加，但短期在进口不足的情况下，料棕榈油港口库存将继续居于低位，支撑国内棕油价格。

马来产地方面，据南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，7月1-20日马来西亚棕榈油单产减少2.13%，出油率减少0.63%，产量减少5.45%，产量跌幅较之7月1-15日的3.5%小幅扩大。据大华继显关于马来西亚7月1-20日棕榈油产量调查的数据显示，沙巴产量幅度为-10%至-14%；沙撈越产量幅度为-8%至-12%；马来半岛产量幅度为-2%至-6%，产量降幅预估大于SPPOMA的数据。此前，由于三季度是马棕油的丰产季，市场普遍预期7月马棕油产量会环比增加，而从机构预估的数据来看，7月受制于劳工不足等问题，马棕油产量将环比下降，低于此前的产量预期，价格在减产预期支撑下继续偏强运行。从近期马来西亚棕榈油出口进度来看，据航运调查机构ITS，马来西亚7月1-20日棕榈油出口量为88.31万吨，较6月1-20日的出口94.57万吨下降6.63%。7月马来对印度及中国出口棕榈油数量均有所下降，这在一定程度上限制了价格上涨的幅度，后续还需关注7月产量与出口的平衡关系。

印度进口国方面，根据印度SEA数据，印度6月进口棕榈油58.75万吨，环比下降23.66%；在从去年11月开始的2020/21年度，印度累计进口棕榈油514.94万吨，同比增加22.36%，但相较于疫情前仍处于较低水平。从库存情况来看，7月1日印度植物油港口库存为72.7万吨，环比增加27.54%，已回到近几年同期均值水平附近；在途库存为126万吨，环比小幅回落9.35%。印度低库存局面得到改善，料后续进口量难出亮点，可关注其进口关税变动情况对进口节奏的影响。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为79.36万吨，较之前一周增加了3.45%。7月巴西大豆到港量仍然庞大，市场预计7月大豆到港量在1000万吨左右，短期豆油或继续累库趋势，但相比于往年同期仍处于相对低位，一定程度上支撑豆油价格。8月巴西大豆出口逐渐放缓，国内到港压力及压榨压力或逐步减轻，豆油累库趋势或告一段落。

南美产区方面，据巴西商贸部，7月第三周巴西大豆出口量为555.05万吨，去年7月为995.5万吨。日装运量为46.25万吨/日，较去年同期的43.28万吨/日增6.86%。据巴西全国谷物出口商协会(Anec)，巴西7月大豆出口预计为943.7万吨，高于此前一周的预测为895.5万吨，也高于去年7月



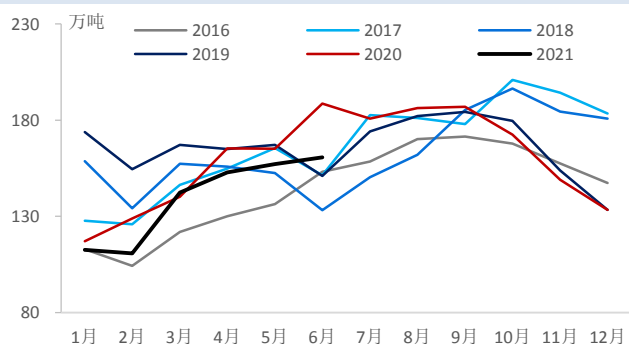
的803万吨。短期巴西出口继续强劲，若无强烈天气炒作，美豆恐难重启上行机会。

### 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。夏收油菜籽集中上市，江苏、湖北、四川等7个主产省份新季油菜籽整体质量与上年持平，为近年来较好水平，随着国产新季油菜籽陆续压榨，菜油库存逐步回升，加之消费进入传统淡季，料短期国内菜油价格将出现回落。

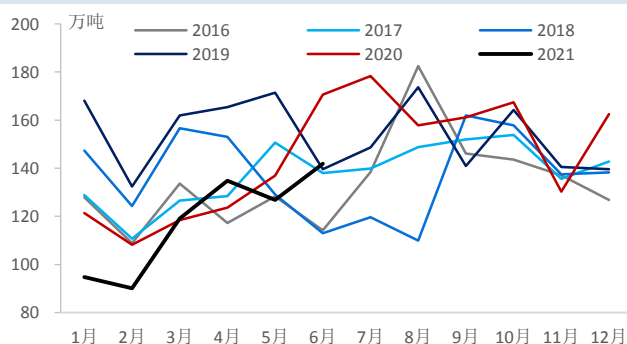
加拿大统计局称，2021年5月份加拿大菜籽油出口量为28.1万吨，为近3个月来最低水平。本年度迄今，加拿大菜籽油出口总量为284.5万吨，同比减少0.6%，但比三年均值高出5.8%，提振外盘菜籽价格，成本端利多国内菜油价格。

图 11 马来棕榈油月度产量



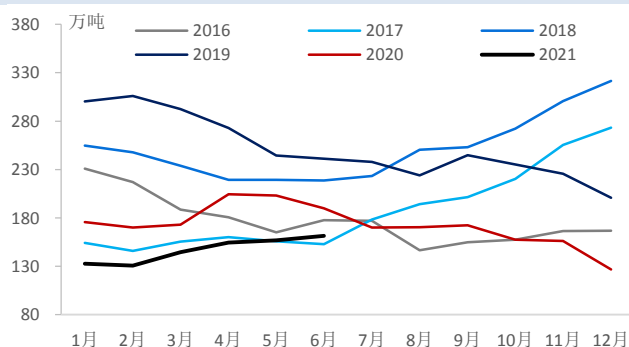
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



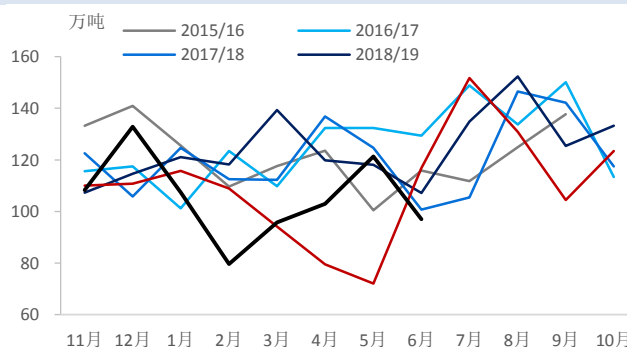
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

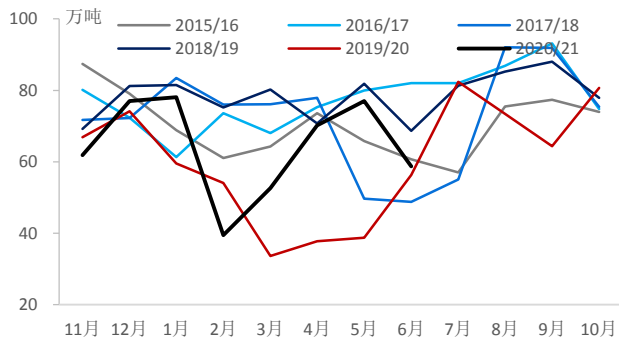
图 14 印度植物油月度进口量



数据来源：SEA、国都期货研究所

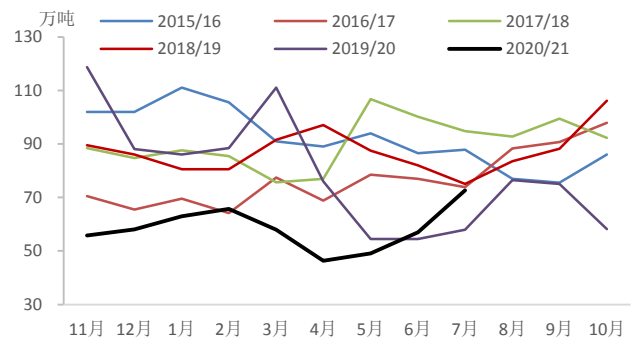


图 15 印度棕榈油月度进口量



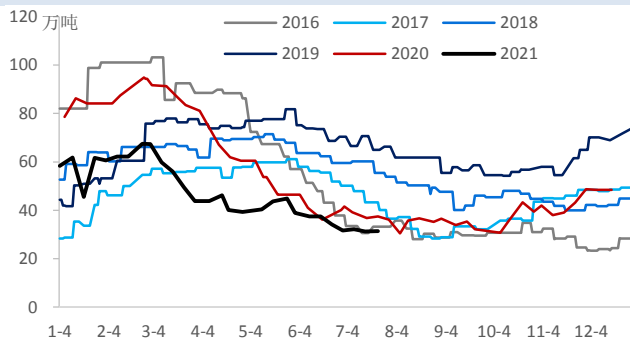
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



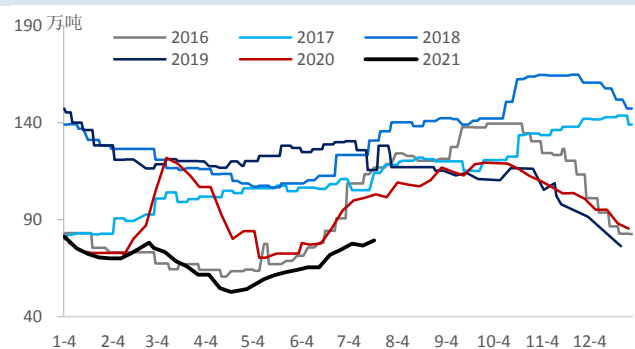
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



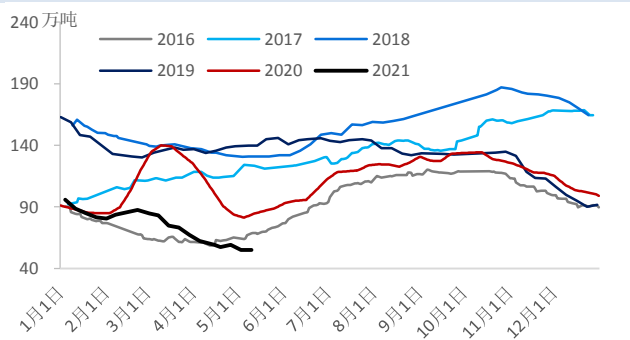
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



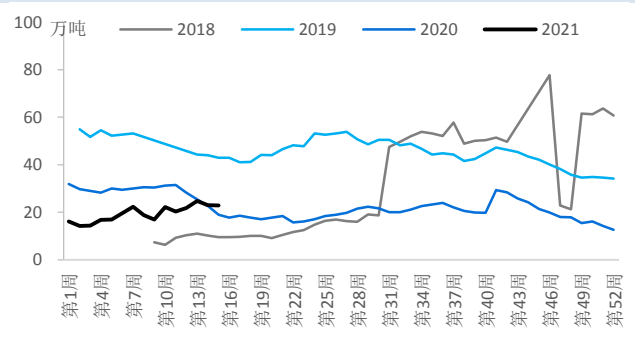
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



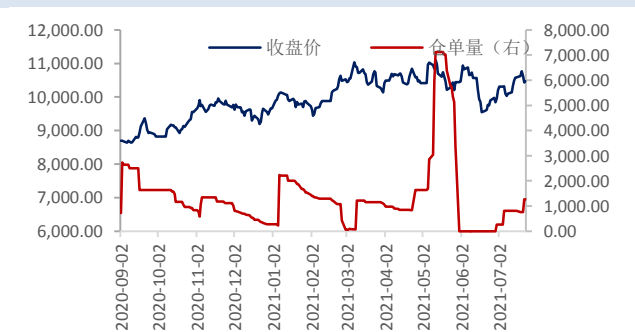
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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，南美豆油进口成本降低-72.5 元/吨至7920.4 元/吨，进口利润增加148.5 元/吨至1067.6 元/吨，由于上周美豆油进口成本略降，进口利润有所增加，目前继续维持高度升水状态。棕油进口成本降低-7.3 元/吨至8618.2 元/吨，进口利润增加279.3 元/吨至-292.2 元/吨，由于国内棕油盘面强于外盘，进口利润明显增加，但仍维持贴水状态，料短期棕榈油进口将继续受限。菜油的进口成本提高166.9 元/吨至8979.3 元/吨，进口利润下降-280.9 元/吨至1491.7 元/吨，菜油进口利润相较于往年进口利润水平仍处于绝对高位。

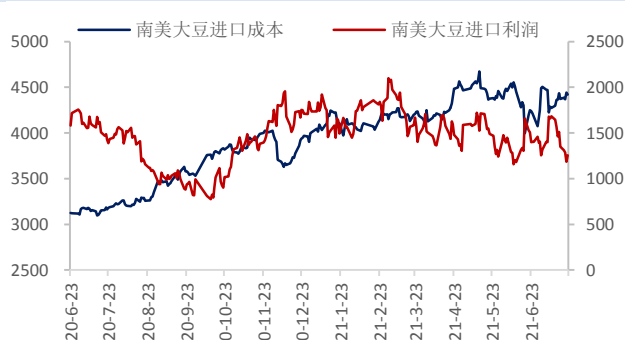
从压榨利润看，豆油压榨利润下降-40.2 元/吨至-45.2 元/吨，油厂开工率从前一周的45.60%提高至50.17%，周度压榨量增加16.2万吨至177.9 万吨。菜油压榨利润下降-368.2 元/吨至-1173.8 元/吨，油厂开工率从前一周的21.79%下降至18.89%，周内压榨量减少0.6万吨至3.9万吨。上周菜油压榨利润继续下降，料将继续影响油厂开工的积极性，菜油库存料不会增加太快。

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



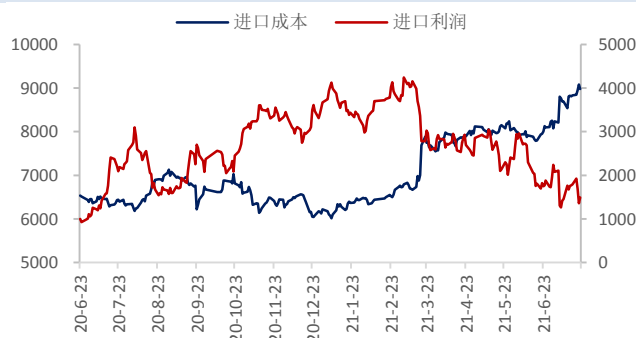
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 25 棕油进口成本与进口利润

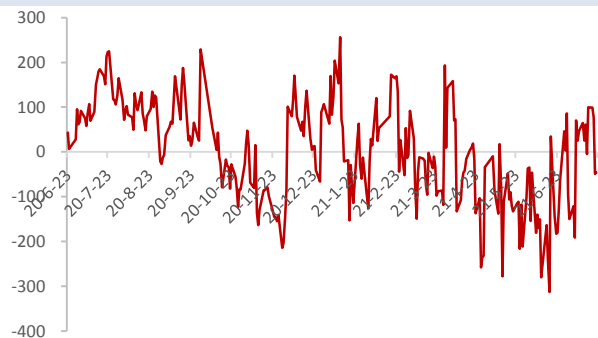


数据来源：Wind、国都期货研究所

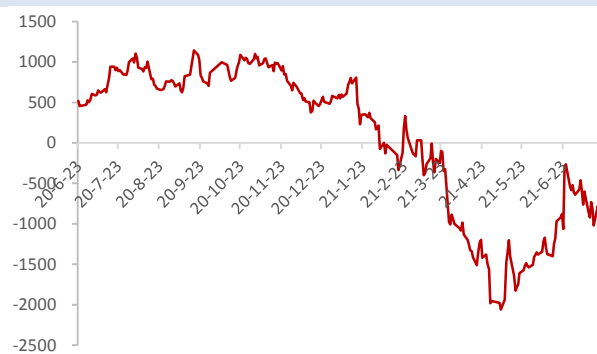
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，7月中上旬马来西亚棕榈油产量环比超预期下降，提振马盘棕榈油价格，不过由于同期出口也环比下滑，马棕油上涨幅度并没有太大。后续还需关注产量与出口的平衡关系对库存的影响。上周国内棕榈油进口利润贴水得到部分修复，但进口利润倒挂仍将继续制约短期进口，国内棕榈油价格的下方支撑仍然较强。

豆油方面，巴西上调了7月大豆出口预期，短期市场来自巴西方面的供应压力将继续存在，且美豆产区在上周迎来降雨后天气炒作有所降温，料短期美豆维持回调思路，但幅度不会太大。国内豆油港口库存继续增加，但相较于往年仍处于相对低位，下跌动力不强，料本周豆油价格继续维持高位震荡，油粕比短期也将继续偏强运行。

菜油方面，上周加拿大油菜籽产区天气炒作降温，国内菜油盘面短期缺乏外部提振。加之国内夏收油菜籽集中上市，国产新季油菜籽陆续压榨，菜油库存逐步回升，在当前的消费淡季，料菜油价格将在油脂价格中处于弱势。

整体来看，随着美豆产区天气缓和，当前油脂的领头羊再度换回棕油，在国外主产区产量下降、国内油脂港口库存偏低的情况下，料短期油脂价格下方支撑仍然较强，关注美豆产区天气及马棕油产量变动情况。在从油脂相对强弱关系上，棕油>豆油>菜油。

#### 四、操作建议

单边：棕油09合约已涨至5月前高附近，关注其在前高附近的突破情况，若形成有效突破，可酌情跟进多单，目标获利空间暂看200点。

套利：跨期方面，P9-1价差正套继续持有，目标位调整至700附近。跨品种方面，可逢低做多09合约豆棕价差，目标位暂看800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。