

油脂减产预期走强，短多继续持有

主要观点

行情回顾

上周，国内油脂价格继续上行，涨幅较前一周有所缩窄。其中棕榈油在外盘带动下涨幅在油脂中居前，菜油则受制于需求端表现相对较弱。从基差角度来看，上周油脂现货基差先走阔后缩窄，周末基本回到周初水平，仍然处于偏高位置。从资金角度来看，在主力合约换月后，资金持续流入油脂05合约，其中棕油依旧是更受资金热捧的品种，菜油近期炒作点匮乏，资金流入比率小于豆油、棕油，成交量也较之前一周明显下滑。从外盘情况来看，上周美豆在连续抬升后阶段性见顶，美豆油受其影响涨幅略小。马盘棕榈油仍维持上涨趋势，但涨幅较小，周度涨幅仅100点。

后市展望

棕油方面，12月马来西亚受到月中洪涝影响，棕榈油产量环比下滑超10%，但由于印度调低了棕榈油进口关税，一定程度上刺激了月底进口，12月马来西亚棕榈油出口下滑程度并不大，料12月马棕油库存将小幅下降，继续支撑棕榈油价格。国内棕榈油库存虽周度下滑，但在需求低迷的情况下未来大概率将累库，长期潜在利空或制约短期涨幅。

豆油方面，阿根廷播种进度继续慢于往年，单产、产量双下滑的预期增强，且巴西中部和北部大豆产区又面临降水偏多的问题，虽然产量大概率无虞，但也在一定程度上带来隐忧，美豆下方存在支撑。不过鉴于巴西早播大豆提前收割，将与美豆共同竞争国际市场，美豆继续上行也将存在压力，料美豆价格短期维持震荡的可能性较大。国内豆油厂开工率不减，但库存持续下降，料豆油年前维持上涨趋势的可能性较大。

菜油方面，加拿大油菜籽减产预期持续存在，外盘菜籽价格持续偏强，国内菜籽进口利润、压榨利润持续下滑，目前已深度贴水，料进口偏紧的状态将至少持续至今年2月，期间菜油价格或难有明显下滑。不过菜油价格较之其他油脂偏高，需求端仅余刚需，除非外盘再度大幅抬升，国内菜油价格上行空间将有限。

整体来看，油脂短期减产预期再度走强，配合原油价格反弹，料油脂价格将偏多运行。相对强弱关系上，棕油>豆油>菜油。

操作建议

单边：棕榈油05合约多单继续持有，关注K线缺口的回填情况。

套利：跨品种方面，05合约豆棕价差多单继续持有，目标位暂看600一线。

报告日期 2022-01-03

研究所

史玥明

油脂期货分析师

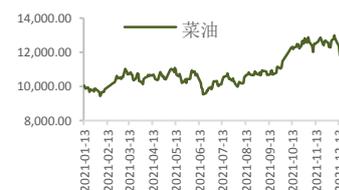
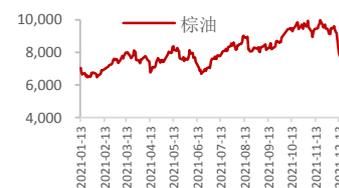
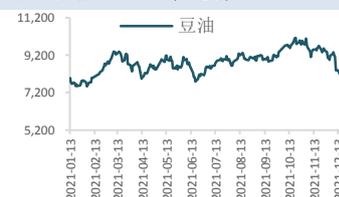
从业资格号：F3048367

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.....	11

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

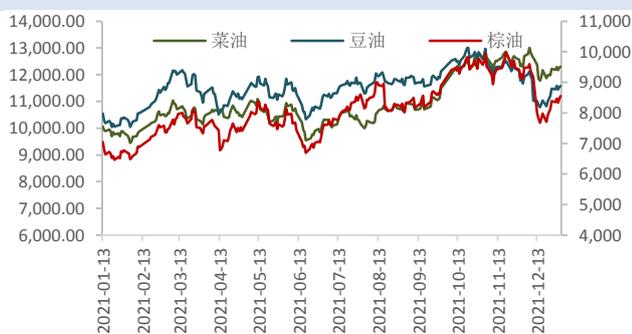
图 24 大豆进口成本与进口利润	10
图 25 棕油进口成本与进口利润	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

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	8880.00	2.64%	314.83	1.39%	52.11	1.98%
棕油	8,550.00	3.91%	324.20	-6.39%	42.25	4.51%
菜油	12,298.00	1.64%	156.92	-20.49%	21.73	0.37%
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	56.57 美分/磅	2.08%	20.78	3.03%	15.81	0.80%
马棕油	4705.00 林吉特/吨	1.12%	10.23	-10.34%	7.70	0.19

上周，国内油脂价格继续上行，涨幅较前一周有所缩窄。其中棕榈油在外盘带动下涨幅在油脂中居前，菜油则受制于需求端表现相对较弱。从基差角度来看，上周油脂现货基差先走阔后缩窄，周末基本回到周初水平，仍然处于偏高位置。从资金角度来看，在主力合约换月后，资金持续流入油脂05合约，其中棕油依旧是更受资金热捧的品种，菜油近期炒作点匮乏，资金流入比率小于豆油、棕油，成交量也较之前一周明显下滑。从外盘情况来看，上周美豆在连续抬升后阶段性见顶，美豆油受其影响涨幅略小。马盘棕榈油仍维持上涨趋势，但涨幅较小，周度涨幅仅100点。

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



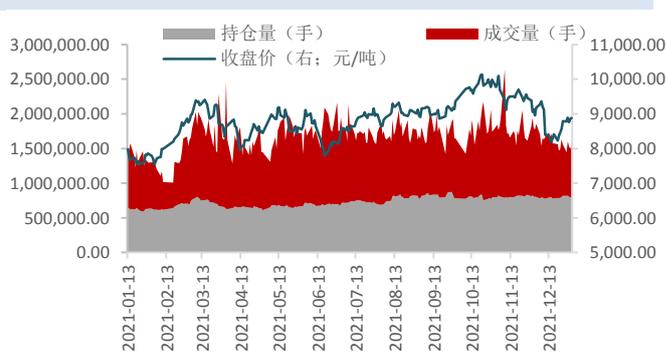
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 棕榈油内外盘主力合约走势

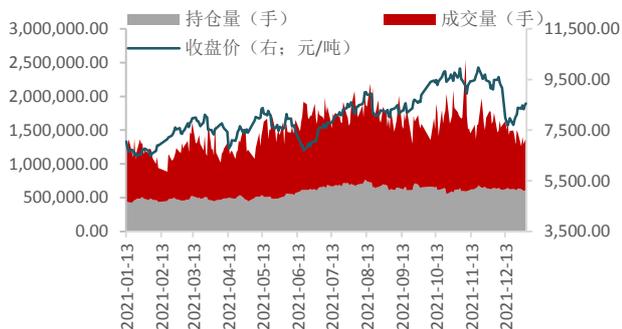


数据来源：Wind、国都期货研究所

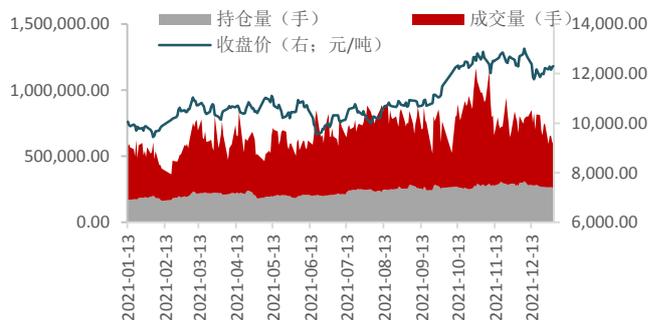
图4 豆油量价分析



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


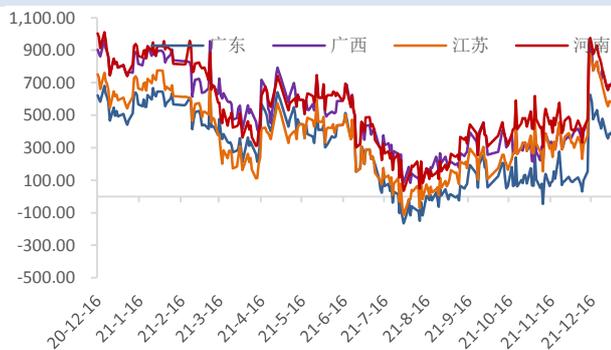
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 豆油基差

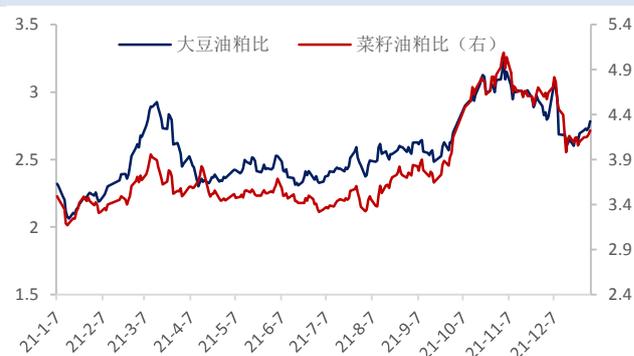

数据来源：Wind、国都期货研究所

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61.00万吨，相较于前一周下降了-6.15%。商业库存为65.00万吨，相较于前一周增加了9.98%。气温下降影响了棕榈油在食用油中的掺混，下游走货较差，随用随采为主，料后续

棕榈油库存将逐渐增加。目前棕榈油库存已高于近五年同期库存均值，仅次于2019年同期水平，国内基本面利多支撑有限。

马来产地方面，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，12月1-25日马来西亚棕榈油单产减少11.16%，出油率增加0.06%，产量减少10.84%，数据基本与12月1-20日表现一致，利多棕榈油盘面。据船运调查机构ITS数据显示，马来西亚12月棕榈油出口量为158.11万吨，较11月出口的166.86万吨减少5.25%。据马来西亚独立检验机构AmSpec，马来西亚12月棕榈油出口量为149.20万吨，较11月出口的157.23万吨减少5.11%。由于产量下滑幅度高于出口下滑幅度，12月马来西亚棕榈油库存大概率将环比小幅下降，盘面价格短期或继续偏强。并且，印度政府将精炼棕榈油进口关税自此前的17.5%下调至12.5%，从2021年12月21日起生效，预计近期马棕油出口将迎提振，进一步利多产地去库。

印尼产地方面，印尼棕榈油协会（GAPKI）表示，由于天气恶劣，下调印度尼西亚2021年毛棕榈油产量至4670万吨，此前预测为4750万吨，预计2021年棕榈油出口量为3440万吨，国内消费为1850万吨，期末库存为322万吨。对于明年，维持2022年毛棕榈油产量预测在4800万吨不变，但预计2022年底期末库存将降至136万吨，数据利多盘面。

豆油

截至上周五，豆油港口库存为68.45万吨，较之前一周下降了-0.44%。据Mysteel农产品数据统计，12月进口大豆到港量预计为850万吨，2022年1月进口大豆到港量预计为810万吨。随着大豆逐步到港，豆油库存或逐渐累库。但年关将至，油厂将逐渐启动节前备货，豆油在豆棕价差迟迟未恢复的情况下具备较高的性价比，下游需求较好，料累库速度不会太快，豆油国内基本面依然在油脂中最强。

南美产区方面，据布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）周度报告，截至2021年12月22日当周，阿根廷2021/22年度大豆播种进度73.3%，前一周64.7%，去年同期约77.2%，目前阿根廷大豆种植进度仍低于去年同期，处于2014年以来同期最低水平。据巴西谷物出口协会Anec上周预估，巴西12月大豆出口量将达到277.6万吨，略高于此前一周预估的276.8万吨。商品气象集团上周表示，巴西中部及东南部地区本周晚些时候降雨或缓解近期大豆产区的旱情，不过巴西中部和北部大豆产区又面临降水偏多的问题，巴西产量预估仍然牵动盘面价格。不过，巴西早播大豆已经进入收获阶段，这或将与美豆共同竞争国际需求，而往年该阶段是美豆固定出口窗口期，在巴西早播大豆上市的情况下，将利空美豆价格。因此，短期美豆价格在南美大豆减产忧虑的利多和巴西早播大豆上市的利空下或维持震

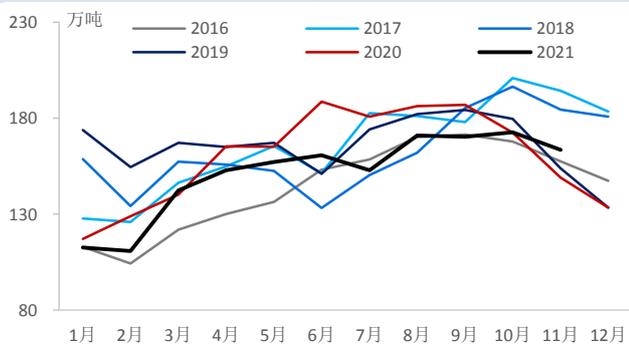
荡格局，可重点关注哪一方面的边际影响更大，若减产炒作升温，则美豆仍存上行空间；但若短期降雨有利于大豆生长，巴西大豆加快出口步伐，则美豆或面临回调。

菜油

截至12月24日当周，全国菜油商业库存为23.07万吨，较此前一周下降了1.74万吨。华东和华南沿海地区菜油商业库存为最近五年的平均水平。后续来看，菜籽到港量继续偏低，且加拿大菜籽含油量降低，新季油菜籽的出油率降为40%，同比2020年降低3%。菜油库存供应将逐步趋紧。但高价下，下游消费情绪受到打压，菜油需求无大幅度增量，下游随采随用，价格上行动力并不强。

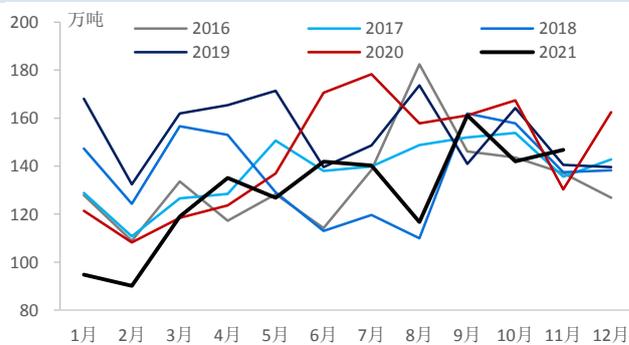
加拿大统计局(Statscan)发布的调查报告显示，因遭遇严重早情，该国2021年油菜籽产量预计减少35.4%至1260万吨，较上次预估再度下调20万吨，并相较于2020年的1950万吨同比减少35.38%。菜油在外盘强势的情况下，价格维持高位震荡的可能性加大。

图 11 马来棕榈油月度产量



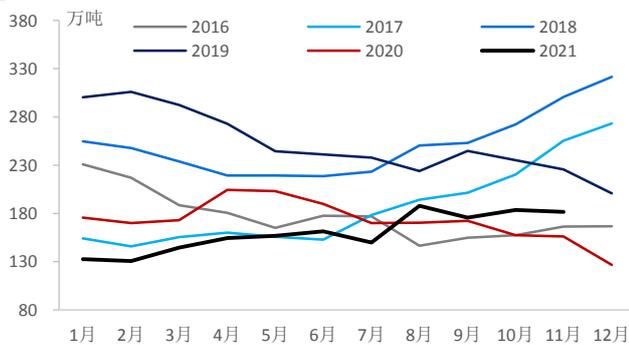
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



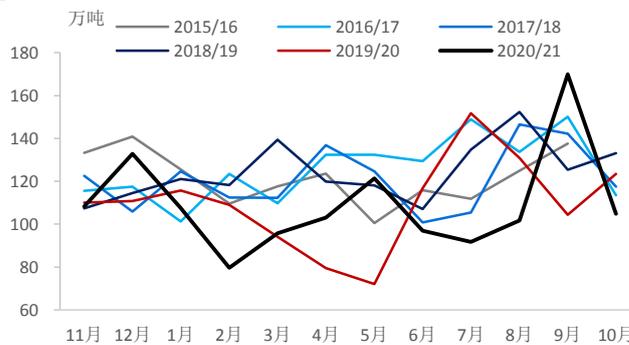
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



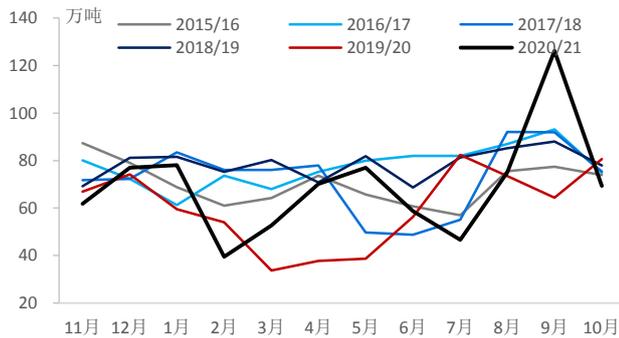
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



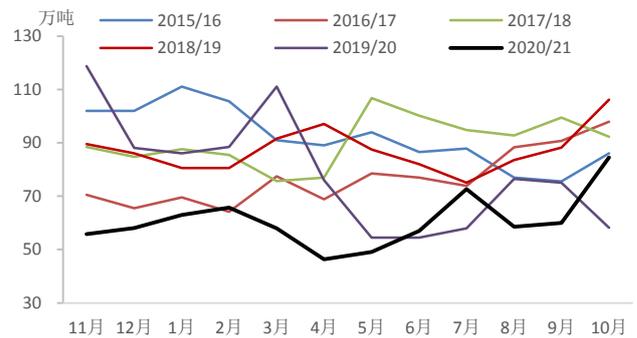
数据来源: SEA、国都期货研究所

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



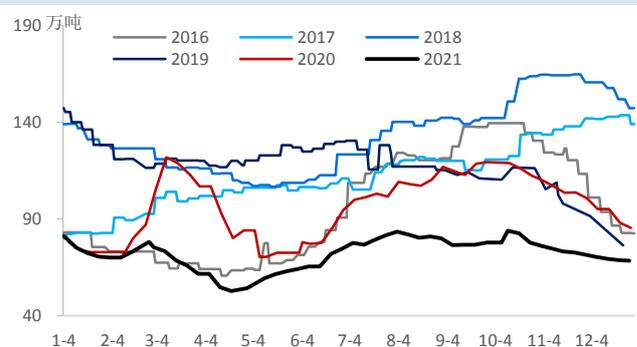
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



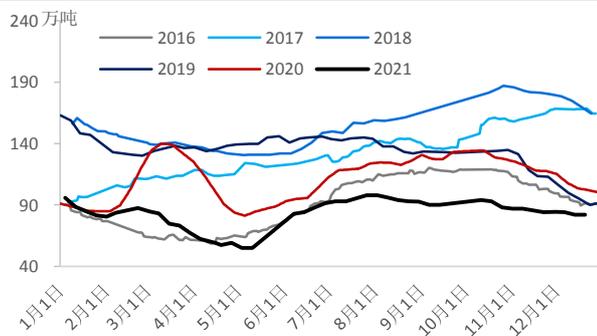
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



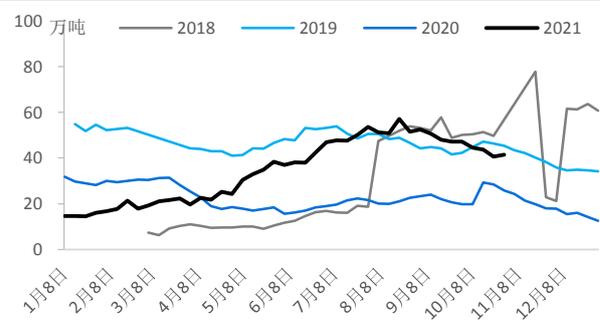
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



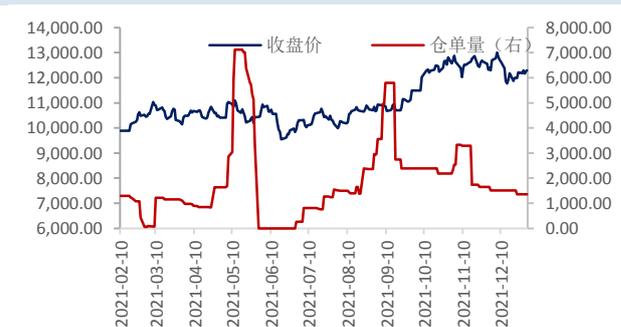
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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 206.5 元/吨至10604.5 元/吨，进口利润下降-118.5 元/吨至-1724.5 元/吨。上周美豆油进口成本继续增加，但国内涨幅较小，进口利润贴水程度加深。棕油进口成本增加 297.7 元/吨至9938.4 元/吨，进口利润下降-137.7 元/吨至-1388.4 元/吨，由于国内盘面涨幅有限，进口利润倒挂程度加深，或继续影响1月到船情况。菜油的进口成本增加492.6 元/吨至12448.7 元/吨，进口利润减少-416.6 元/吨至-150.7 元/吨，在外盘持续强势的情况下，国内菜油进口利润已从此前的升水状态转为贴水，料短期在国内菜油价格低迷的情况下，贴水状态或继续加深。

从压榨利润看，豆油压榨利润下降-65.9 元/吨至-87.9 元/吨，上周国内油厂开机率为62.22%，较之前一周下降了1.78个百分点，12月及明年1月大豆到港偏高，预计开工率将维持高位。菜油压榨利润下降-281.0 元/吨至-999.6 元/吨，压榨利润亏损状态加深，菜油厂开机率也持续处于偏低水平，上周油厂开机率为5.21%，较之前一周下降了1.78个百分点。后续在压榨利润贴水、进口菜籽有限的情况下，料菜油厂开机率将继续偏低。

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

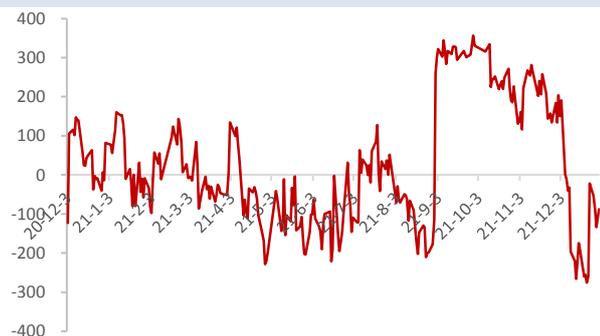


数据来源：Wind、国都期货研究所

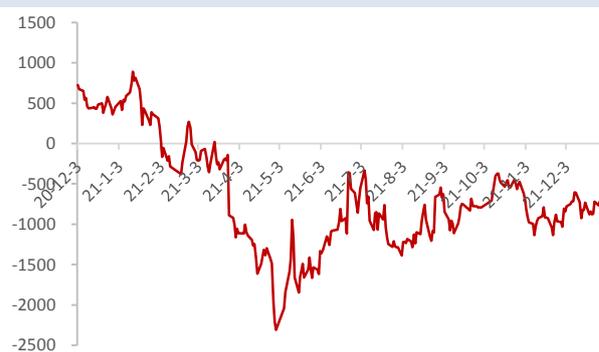
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，12月马来西亚受到月中洪涝影响，棕榈油产量环比下滑超10%，但由于印度调低了棕榈油进口关税，一定程度上刺激了月底进口，12月马来西亚棕榈油出口下滑程度并不大，料12月马棕油库存将小幅下降，继续支撑棕榈油价格。国内棕榈油库存虽周度下滑，但在需求低迷的情况下未来大概率将累库，长期潜在利空或制约短期涨幅。

豆油方面，阿根廷播种进度继续慢于往年，单产、产量双下滑的预期增强，且巴西中部和北部大豆产区又面临降水偏多的问题，虽然产量大概率无虞，但也在一定程度上带来隐忧，美豆下方存在支撑。不过鉴于巴西早播大豆提前收割，将与美豆共同竞争国际市场，美豆继续上行也将存在压力，料美豆价格短期维持震荡的可能性较大。国内豆油厂开工率不减，但库存持续下降，料豆油年前维持上涨趋势的可能性较大。

菜油方面，加拿大油菜籽减产预期持续存在，外盘菜籽价格持续偏强，国内菜籽进口利润、压榨利润持续下滑，目前已深度贴水，料进口偏紧的状态将至少持续至今年2月，期间菜油价格或难有明显下滑。不过菜油价格较之其他油脂偏高，需求端仅余刚需，除非外盘再度大幅抬升，国内菜油价格上行空间将有限。

整体来看，油脂短期减产预期再度走强，配合原油价格反弹，料油脂价格将偏多运行。相对强弱关系上，棕油>豆油>菜油。

四、操作建议

单边：棕榈油05合约多单继续持有，关注K线缺口的回填情况。

套利：跨品种方面，05合约豆棕价差多单继续持有，目标位暂看600一线。

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。