

## 油脂空头谨慎持有，关注美生物柴油政策变动

### 主要观点

#### 行情回顾

端午假期后，国内油脂大幅低开，周内在国际油脂利空消息的带动下继续下跌，周内跌幅均在10%以上，棕油跌幅最大。从现货和基差角度来看，上周现货价格被动跟跌，跌幅略不及盘面，基差小幅走阔。从成交持仓角度来看，在单边行情催化下，油脂成交量明显放大，其中菜油成交量增幅最大；各油脂沉淀资金变动不大。从外盘情况来看，美豆油此前一向弱势跟随马棕油走势，上周则在自身基本面引导下大幅下跌，创下近两年中最大周内跌幅；马棕油基本面较之前一周变动不大，上周下跌的主要原因即美豆油影响，周内跌幅在200点左右。

#### 后市展望

棕油方面，6月上半月马来产地棕榈油产量环比增加，同时由于国内封锁令限制及印度疫情对消费的消极影响，同期马棕油出口较上月小幅回落，料6月马棕油库存将环比增加，利空棕榈油价格。国内棕榈油库存连续三周下降，且在进口利润持续贴水的情况下出现个别洗船，加之夏季需求增加，未来棕榈油库存仍存下降预期。但由于国内棕榈油价格与外盘联系紧密，国内基本面对连棕油的支撑效果较有限，短期大概率跟随外盘偏空运行。

豆油方面，由于美国生柴政策的强势施行导致部分炼厂经营困难，今年7月政府将出台新的可再生能源量要求，届时或减轻美国炼油厂生物燃料混合任务的负担。而降低炼油厂掺混生物燃料的要求则意味着生物燃料的需求将下降，利空美豆油走势。加之上周NOPA报告中美豆压榨量继上月以来再度不及预期，也将向美豆盘面施压。在进口成本端的压制下，国内豆油走势或继续向下调整。

菜油方面，由于孟晚舟的引渡听证会被延迟至今年8月上旬举行，短期菜油缺乏交易消息指导。在国内油脂普跌的背景之下，菜油大概率跟跌。但鉴于菜油在进口政策限制下，国内供给偏紧，未来菜油下方支撑将强于其他油脂。

整体来看，本轮节后下跌一方面可归为美豆油需求端的利空消息，另一方面也可看作多头的恐慌性撤离，在大跌情况下，投机空头明显增加，也在一定程度上助推了跌势。因此在上周大幅下跌之后，油脂期价或存在修复可能，空头需谨慎持有。后续来看，油脂界的领头羊已从马棕油变为美豆油，后续可重点关注美国生物柴油政策变动。从油脂相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

#### 操作建议

单边：棕油09合约空头继续谨慎持有，目标位移至6500附近。

套利：跨期方面，在油脂下跌阶段，P9-1价差反套可继续持有，目标位移至100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 2021-06-20

研究所

史玥明

油脂期货分析师

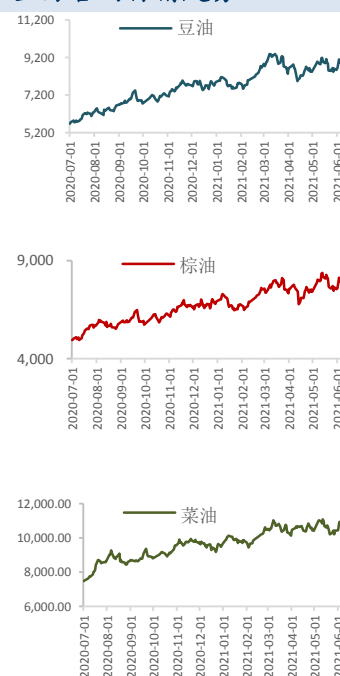
从业资格号：F3048367

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	7790.00	-10.56%	498.37	8.28%	45.39	-6.92%
棕油	6,694.00	-12.15%	488.19	14.28%	41.73	13.32%
菜油	9,542.00	-10.36%	221.51	33.41%	14.04	-3.65%
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	56.03 美分/磅	-16.35%	30.10	-4.45%	19.50	114.64%
马棕油	3415.00 林吉特/吨	-6.57%	16.68	22.56%	6.28	-0.84

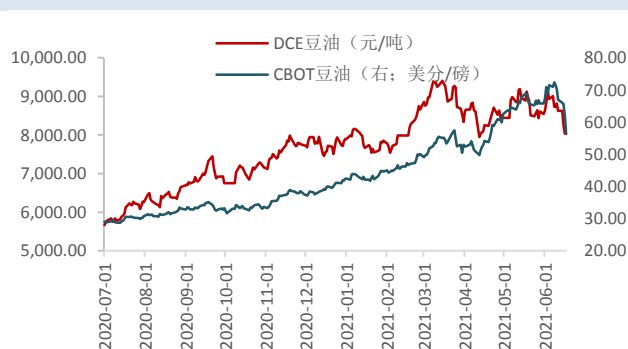
端午假期后，国内油脂大幅低开，周内在国际油脂利空消息的带动下继续下跌，周内跌幅均在10%以上，棕油跌幅最大。从现货和基差角度来看，上周现货价格被动跟跌，跌幅略不及盘面，基差小幅走阔。从成交持仓角度来看，在单边行情催化下，油脂成交量明显放大，其中菜油成交量增幅最大；各油脂沉淀资金变动不大。从外盘情况来看，美豆油此前一向弱势跟随马棕油走势，上周则在自身基本面引导下大幅下跌，创下近两年中最大周内跌幅；马棕油基本面较之前一周变动不大，上周下跌的主要原因即美豆油影响，周内跌幅在200点左右。

### 图1 油脂主力合约走势



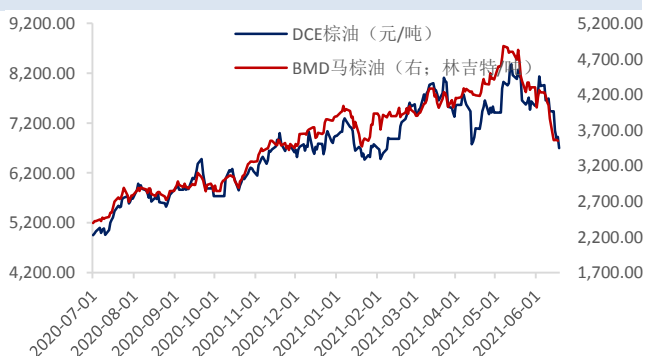
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



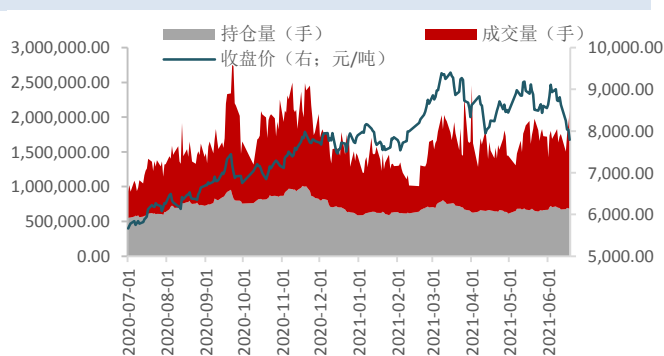
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

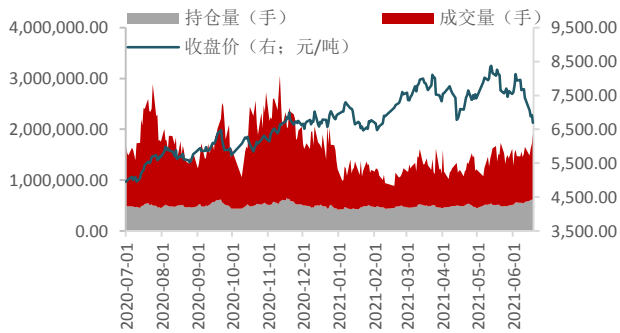


数据来源：Wind、国都期货研究所

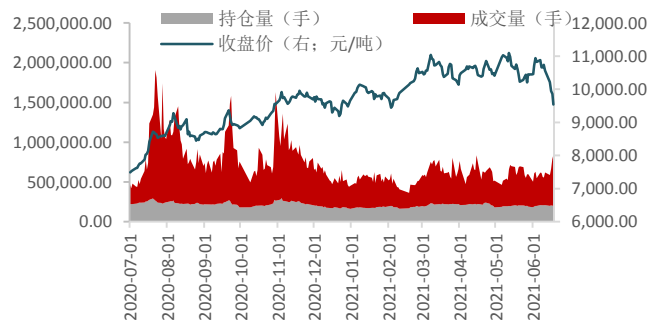
### 图4 豆油量价分析



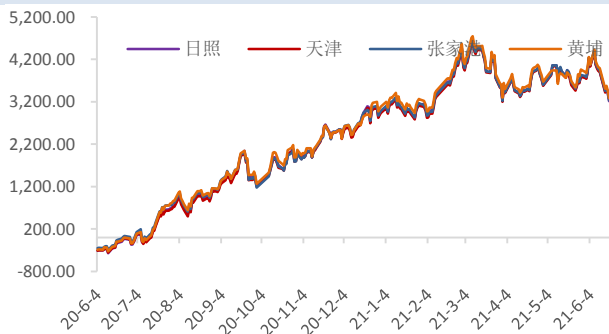
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


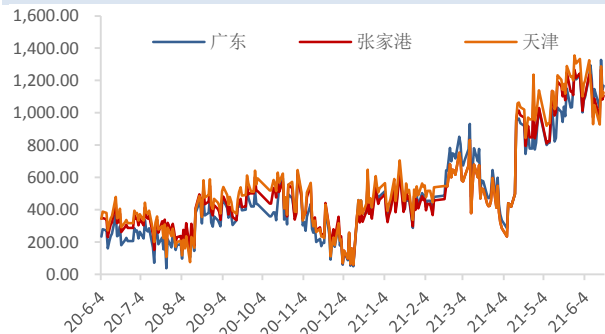
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


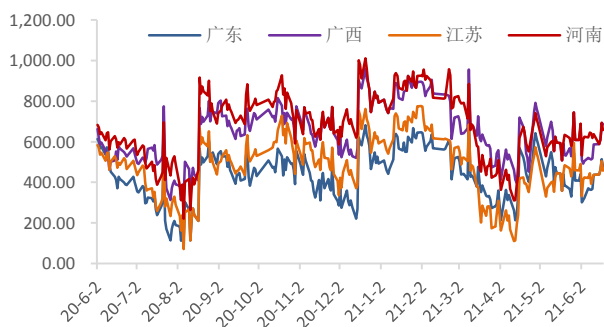
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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37.46万吨, 相较于前一周下降了0.00%。商业库存为35.66万吨, 相较于前一周下降了-4.81%。国内棕榈油库存连降三周, 当前可流通现货较少, 工厂普遍限售限提。且在进口利

润深度贴水的情况下，市场出现个别洗船，进口到港始终处于相对偏低水平，对远月供应担忧再起。消费层面，随着进入夏季，气温升高利于掺兑，也使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，据南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，6月1-15日马来西亚棕榈油单产增加13.63%，出油率增加0.64%，产量增加17.5%。船运调查机构ITS数据显示，马来西亚6月1-15日棕榈油出口量为65.89万吨，较5月1-15日出口的68.51万吨减少3.83%。在产量增加、出口下降的情况下，马棕油累库进度或加快，利空棕油价格。

印度进口方面，据印度SEA上周发布的数据，印度5月进口棕榈油76.96万吨，环比增加9.66%，相较于近五年同期均值63.17万吨处于正常偏高水平。不过从印度2020/21年度累计棕榈油进口量来看，2020/21年度印度累计进口456.19万吨，明显低于往年同期近500万吨的进口量，可见疫情确实影响到了印度方面的棕榈油需求。虽然6月以来印度每日新增确诊人数逐日下降，但进口量变动或滞后于疫情好转，6月进口量大概率偏低。从运输角度来看，马来在疫情的严峻形势下，将国内的封锁令延长至6月底，或阻碍马棕油出口。印度6月初植物油港口库存为57万吨，仍处于近5年同期低点。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为65.46万吨，较之前一周增加了0.00%。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，根据美国油籽加工商协会NOPA上周发布的月报数据，美国5月大豆压榨量为1.63521亿蒲式耳，高于4月的1.60310亿蒲式耳。不过，4月的低压榨量是部分油厂停机所致，5月相较4月仅小幅增加，且低于此前市场预期，利空美豆走势。据NOPA数据显示，截至5月底豆油库存从上月的17.02亿磅下滑至16.71亿磅，低于预期的17.13亿磅，但这对美豆油走势的利多作用有限。从生物柴油角度来看，美国农业部(USDA)表示，因为全球疫情长期性导致生物柴油，乙醇等生物燃料消耗减少，美国农业部计划在未来60天内向生物燃料生产商提供7亿美元的援助。年度RVO的拟议规则计划于7月发布，于2021年12月公布最终规则，届时规则或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，利空美豆油走势，未来美豆油走势或继续偏空运行。

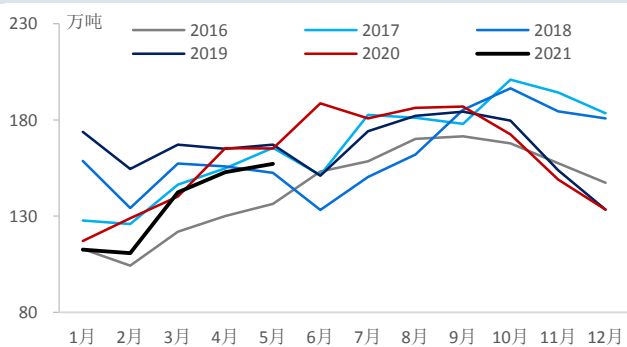
南美产区方面，截至6月17日，阿根廷大豆作物状况评级较差为26%（上周为30%，去年60%）；一般为66%（上周64%，去年40%）；优良为8%（上周6%，去年0%）。由于阿根廷大豆年度产量存在增加预期，一定程度上利空美豆走势。据阿根廷农业部发布的报告显示，截至6月9日，阿根廷农户已经销售了2180万吨大豆，比一周前增加了85.35万吨。大豆销售步伐虽落后上年同期的2530万吨，但随着出口不断增加，大豆的国际供给愈发充足，将施压美豆期价。

### 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。

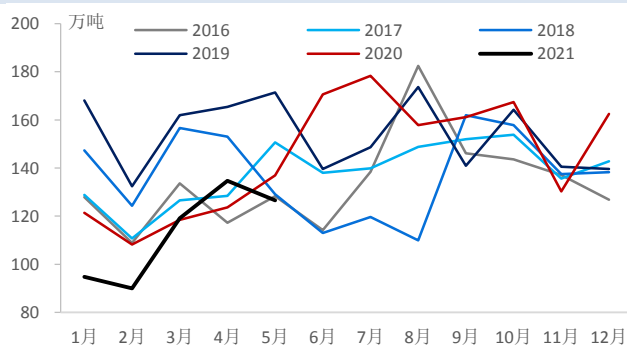
目前对中加关系影响至关重要的孟晚舟引渡案陷入僵局，引渡听证会被延迟至今年8月上旬，因此在当下的时间节点，菜油的走势缺乏明显指引，更多为跟随国内棕油、豆油走势。由于此前价格已涨至10000元/吨以上，较之其基本面有虚高成分，上周回落幅度较大，后续来看，若油脂价格继续回调，菜油将继续跟跌，但在国内菜油供应继续偏紧的情况下，料菜油跌幅将不及其他油脂。

图 11 马来棕榈油月度产量



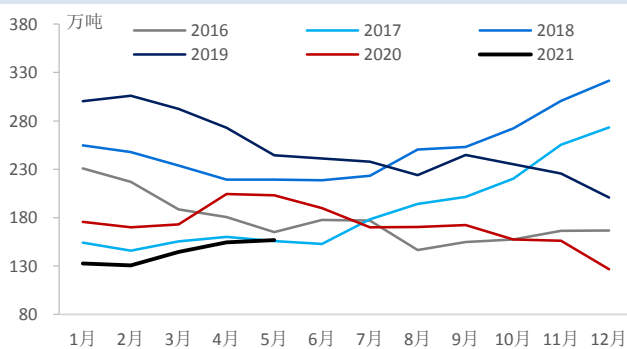
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



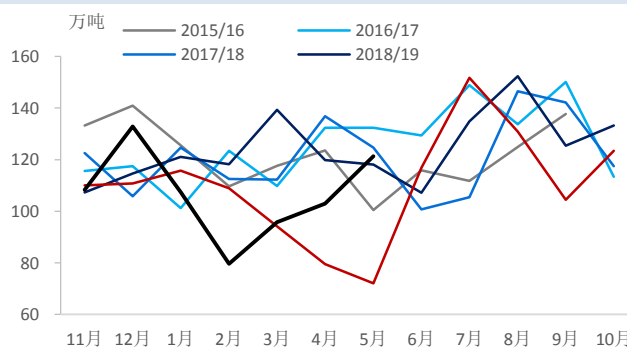
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



数据来源：Wind、国都期货研究所

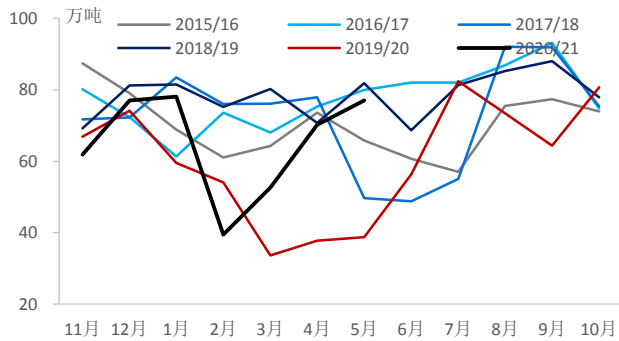
图 14 印度植物油月度进口量



数据来源：SEA、国都期货研究所

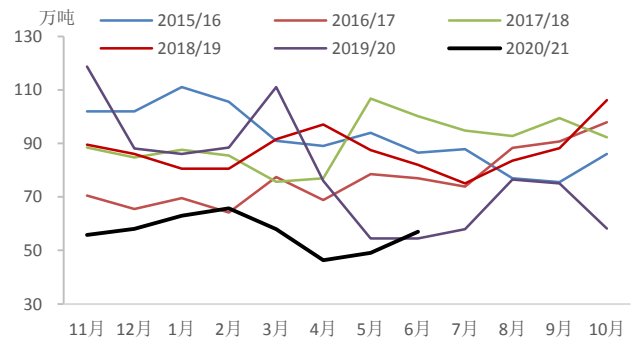


图 15 印度棕榈油月度进口量



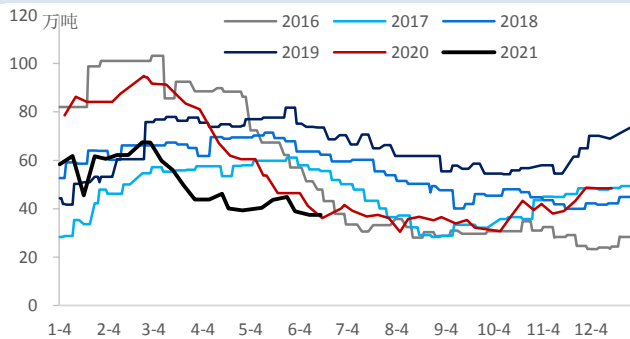
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



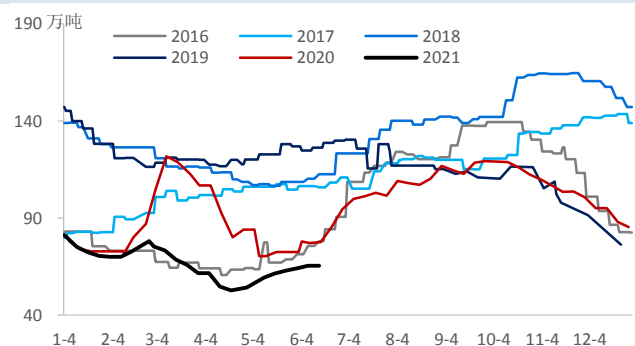
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



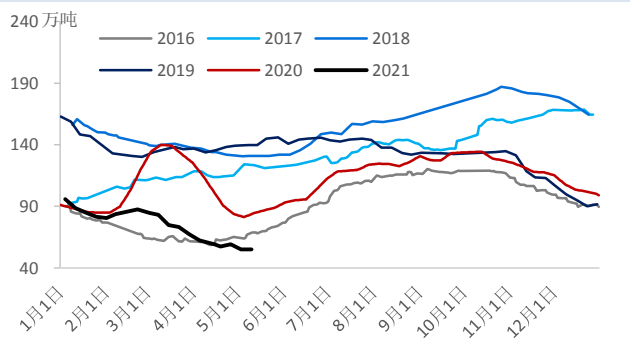
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



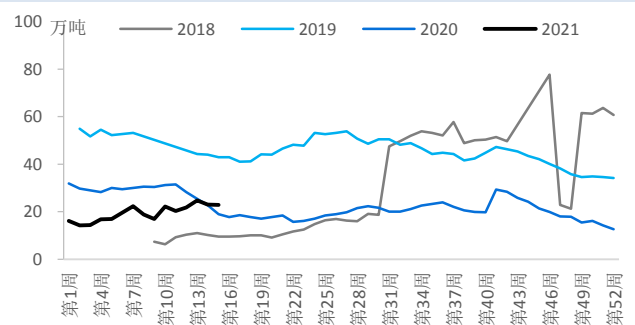
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

请务必阅读正文后的免责声明

## (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-78.2 元/吨至6997.7 元/吨，进口利润下降-943.8 元/吨至792.3 元/吨，由于上周美豆油进口成本下降幅度小于国内豆油价格下降幅度，进口利润回落空间较大，但目前进口利润仍处于历史偏高水平。棕油进口成本下降-920.4 元/吨至7425.0 元/吨，进口利润减少-75.6 元/吨至-731.0 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-53.4 元/吨至7802.2 元/吨，进口利润下降-1136.6 元/吨至1739.8 元/吨，类似豆油，菜油进口利润也有明显回落，但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124.2 元/吨至-2.4 元/吨，基本回到平水状态，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。菜油压榨利润下降-14.5 元/吨至-1182.9 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



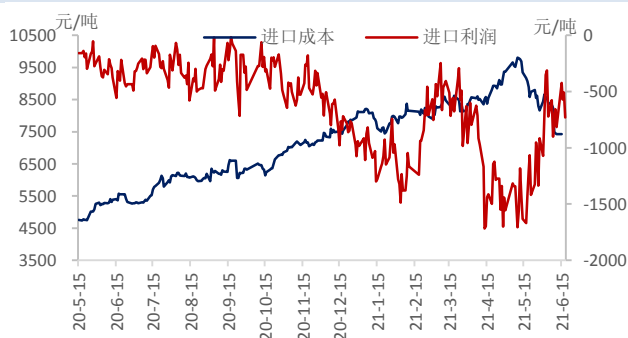
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

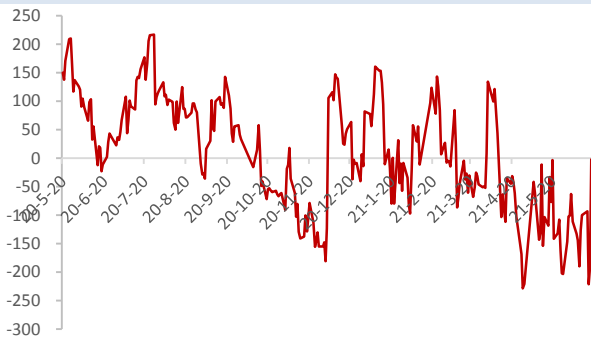


数据来源：Wind、国都期货研究所

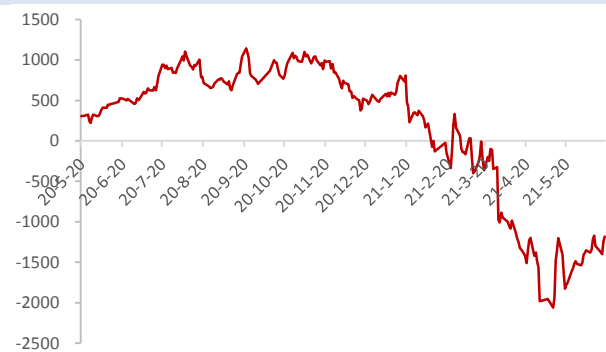
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，6月上半月马来产地棕榈油产量环比增加，同时由于国内封锁令限制及印度疫情对消费的消极影响，同期马棕油出口较上月小幅回落，料6月马棕油库存将环比增加，利空棕榈油价格。国内棕榈油库存连续三周下降，且在进口利润持续贴水的情况下出现个别洗船，加之夏季需求增加，未来棕榈油库存仍存下降预期。但由于国内棕榈油价格与外盘联系紧密，国内基本面对连棕油的支撑效果较有限，短期大概率跟随外盘偏空运行。

豆油方面，由于美国生柴政策的强势施行导致部分炼厂经营困难，今年7月政府将出台新的可再生能源量要求，届时或减轻美国炼油厂生物燃料混合任务的负担。而降低炼油厂掺混生物燃料的要求则意味着生物燃料的需求将下降，利空美豆油走势。加之上周NOPA报告中美豆压榨量继上月以来再度不及预期，也将向美豆盘面施压。在进口成本端的压制下，国内豆油走势或继续向下调整。

菜油方面，由于孟晚舟的引渡听证会被延迟至今年8月上旬举行，短期菜油缺乏交易消息指导。在国内油脂普跌的背景之下，菜油大概率跟跌。但鉴于菜油在进口政策限制下，国内供给偏紧，未来菜油下方支撑将强于其他油脂。

整体来看，本轮节后下跌一方面可归为美豆油需求端的利空消息，另一方面也可看作多头的恐慌性撤离，在大跌情况下，投机空头明显增加，也在一定程度上助推了跌势。因此在上周大幅下跌之后，油脂期价或存在修复可能，空头需谨慎持有。后续来看，油脂界的领头羊已从马棕油变为美豆油，后续可重点关注美国生物柴油政策变动。从油脂相对强弱关系上，菜油>棕油>豆油。

#### 四、操作建议

单边：棕油09合约空头继续谨慎持有，目标位移至6500附近。

套利：跨期方面，在油脂下跌阶段，P9-1价差反套可继续持有，目标位移至100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。