

# 美炼油厂靴子落地，油脂再迎做空机会

## 主要观点

### 行情回顾

上周，国内油脂继前一周大跌后企稳反弹，不过涨幅偏小，并未填补端午节后跳空低开的缺口。其中豆油涨幅最为明显，棕油受制于马棕油产量恢复的利空消息，涨幅次之，菜油涨幅最小。从现货和基差角度来看，上周现货价格涨幅不及期货盘面，基差呈现不同程度的缩窄，菜油基差降幅最为明显。从成交持仓情况来看，上周油脂成交量变动不大，各品种沉淀资金小幅流出。从外盘情况来看，美豆油随美豆一起小幅反弹，由于上周无较多利多消息提振，盘面弱势修复前一周跌势，涨幅并不明显；马棕油上周出口、产量均有所增加，对盘面影响中性，期价修复动能也不大。

### 后市展望

棕油方面，马棕油6月产量、出口量双双增加，消息多空性质俱存，对盘面影响较为有限，加之目前马棕油库存尚处于低位，价格下方支撑较强，短期或跟随美豆油走势波动。国内棕榈油进口量有限，夏季消费季节性增加，库存已连续一个月呈现下滑趋势，因此国内棕榈油基本面较强，未来进口利润贴水或逐渐得到修复。

豆油方面，上周五美国最高法院支持炼油厂豁免生物燃料的配额，未来美豆油的生物柴油需求料受重挫，相当于前一周的靴子落地变为实质利空，本周初盘面或延续周五夜盘的下跌局面，可根据资金炒作力度判断空头头寸的止盈空间。国内豆油也大概率将在外盘推动下下跌，成为油脂中领跌的品种。

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。加之季节性淡季下终端走货较慢，渠道库存偏多，国内菜油现货表现疲软，本周菜油走势继续偏空。

整体来看，本周油脂大概率在美炼油厂得到豁免配额的利空催化下结束反弹，再度下跌，可酌情入手空头头寸，不过也需关注美豆天气炒作、马棕油减产等风险因素。从油脂相对强弱关系上，棕油>菜油>豆油。

### 操作建议

单边：豆油09合约空头逢高入场，目标位暂看7500附近；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200附近。跨品种方面，可做空09合约豆棕价差，目标位暂看1000附近。

报告日期 2021-06-27

研究所

史玥明

油脂期货分析师

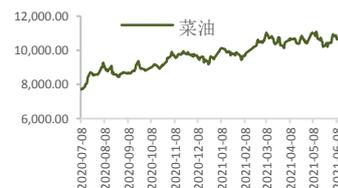
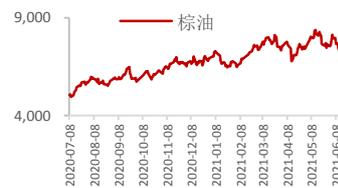
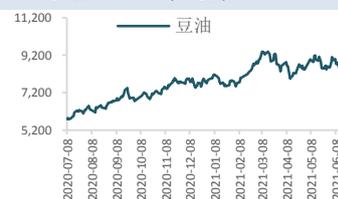
从业资格号：F3048367

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

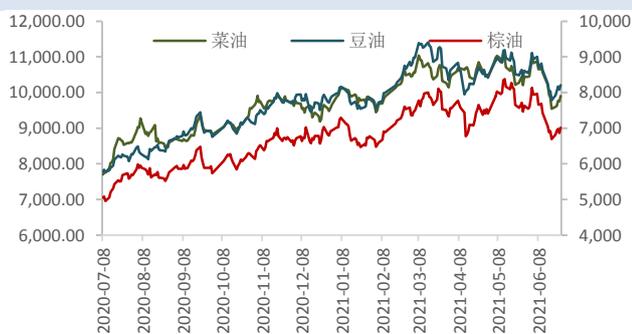
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	10
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	10
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	8204.00	4.78%	506.29	1.59%	43.16	-4.91%
棕油	7,018.00	4.09%	501.20	2.66%	39.09	-6.32%
菜油	9,898.00	3.08%	200.94	-9.29%	13.61	-3.04%
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	57.09 美分/磅	1.93%	28.87	-4.10%	18.74	-3.88%
马棕油	3516.00 林吉特/吨	2.96%	16.56	-0.72%	7.16	-1.12

上周，国内油脂继前一周大跌后企稳反弹，不过涨幅偏小，并未填补端午节后跳空低开的缺口。其中豆油涨幅最为明显，棕油受制于马棕油产量恢复的利空消息，涨幅次之，菜油涨幅最小。从现货和基差角度来看，上周现货价格涨幅不及期货盘面，基差呈现不同程度的缩窄，菜油基差降幅最为明显。从成交持仓情况来看，上周油脂成交量变动不大，各品种沉淀资金小幅流出。从外盘情况来看，美豆油随美豆一起小幅反弹，由于上周无较多利多消息提振，盘面弱势修复前一周跌势，涨幅并不明显；马棕油上周出口、产量均有所增加，对盘面影响中性，期价修复动能也不大。

### 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

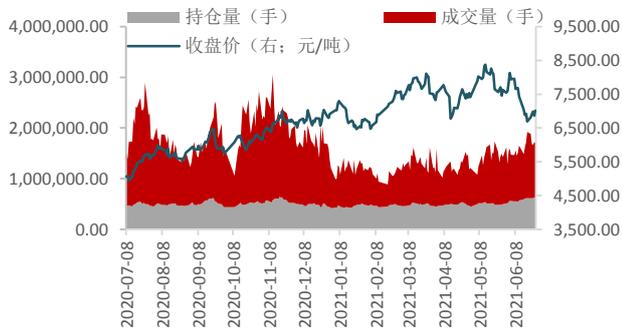


数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图4 豆油量价分析



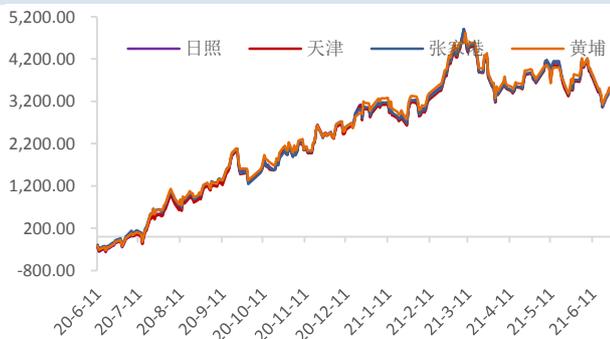
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


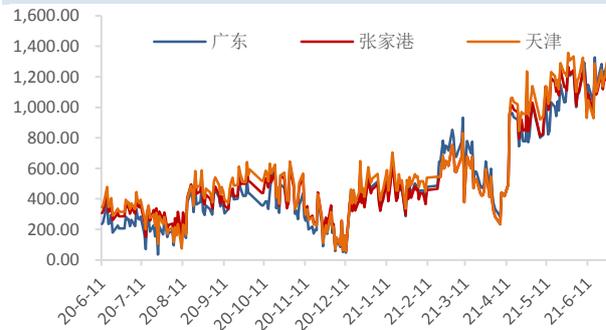
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**

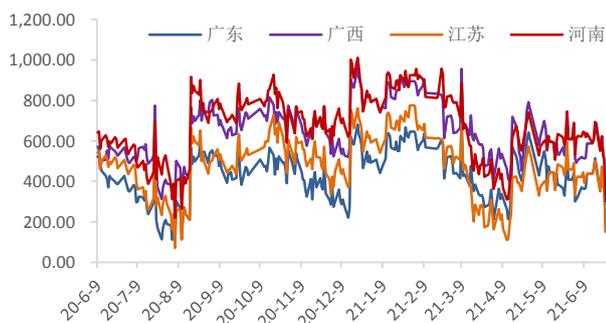

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


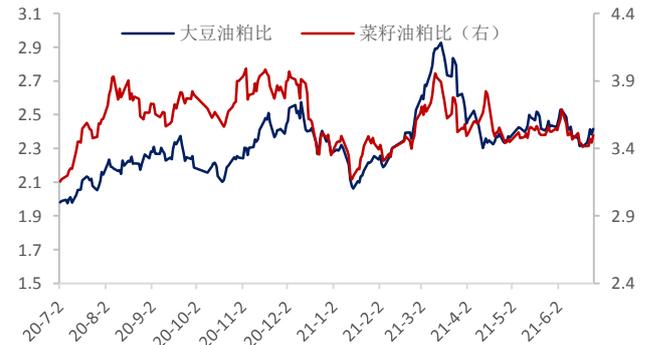
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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34.20万吨，相较于前一周下降了-8.70%。商业库存为34.20万吨，相较于前一周下降了-4.09%。国内棕榈油库存已连续一个月下滑，市场上可流通现货较少，工厂普遍限售限提。

请务必阅读正文后的免责声明

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，据马来西亚棕榈油协会MPOA最新发布的数据，6月1-20日马来西亚棕榈油产量较上月同期增加15.14%，其中马来半岛产量环比提高13.90%，沙巴产量环比提高20.87%，沙撈越产量环比提高7.85%，东马来西亚产量环比提高17.41%。该数据高于此前SPPOMA机构的预估，据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，6月1-20日马来西亚棕榈油单产增加10.29%，出油率增加0.59%，产量增加13.40%。偏高的产量预期使市场对于未来马棕油增产的判断更为确信，是短期乃至中长期盘面下行的主要依据。从出口角度来看，船运调查机构ITS数据显示，马来西亚6月1-25日棕榈油出口量为114.25万吨，较5月同期的出口量增加3.35%，较6月1-20日出口数据继续好转，消息对盘面略有提振。

后续来看，棕榈油即将步入三季度旺产季，主产国产量大概率会逐月增加，而未来出口并无季节性走强的规律，每月基本维持在130-160万吨的水平，因此随后马棕油库存或将逐渐累库，棕榈油价格高点或已现。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为71.93万吨，较之前一周增加了9.88%。据海关总署数据显示，中国2021年5月大豆进口量为960.73万吨，环比增加29%，同比增加2.5%。当月，由于前期因降雨延迟的巴西大豆集中到港，自巴西进口大豆923.49万吨，环比大增82%，同比增加4.2%。同期，自美国进口大豆24.44万吨，环比下降89%，同比减半。我国在增加巴西大豆进口情况下，美豆进口相应减少，不过这也显示了我国大豆需求强劲，一定程度上提振美豆价格。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，主要依赖外盘美豆成本端支撑。

美豆产区方面，上周美豆产区迎来有利降雨，缓解此前干旱情况。但在眼下美豆成长关键期，仍存在天气炒作的可能性，价格中的天气升水并未挤出。南美产区方面，巴西全国谷物出口商协会（Anec）周二表示，巴西6月大豆出口量预计将为1100万吨，低于此前一周期预期的1150万吨，出口回落在一定程度上缓和了供应压力，这也是上周美豆反弹动力的来源，成本端利多国内豆类。后续还需继续关注美豆产区生长情况以及巴西大豆发运情况。

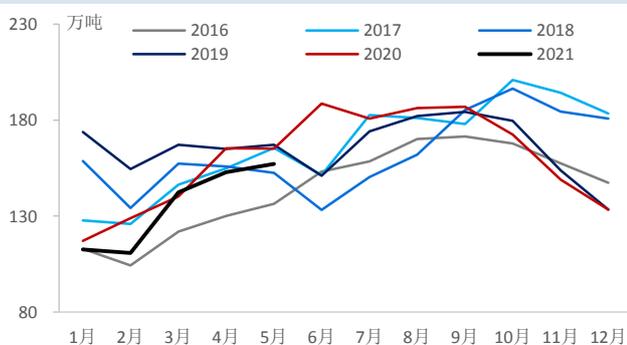
美豆油方面，美国最高法院周五裁定，美国环境保护署（EPA）可以在很大程度上豁免炼油厂在汽油和柴油中混合可再生燃料的联邦规定。在拜登总统的领导下，环境保护署本将签发更少的豁免，并迫使更多的炼油厂通过在其产品中混合植物性替代品，或从其他拥有此类产品的公司购买合规信用额度，来满足年度生物燃料配额。然而，这一新裁决将使未来的政府广泛允许炼油厂不受年度混合配额的限制，致使在上周五夜盘，前一周美豆油领跌全球油脂的事件再次重演。后续来看，由于此前美豆油跌幅并未收回，本周油脂受此利空消息影响或不会太大，不过也需关注盘面资金情况，若资金借此消息面炒作，油脂价格或存在继续下跌的可能。

### 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。季节性淡季下终端走货较慢，渠道库存偏多，国内菜油现货表现疲软。

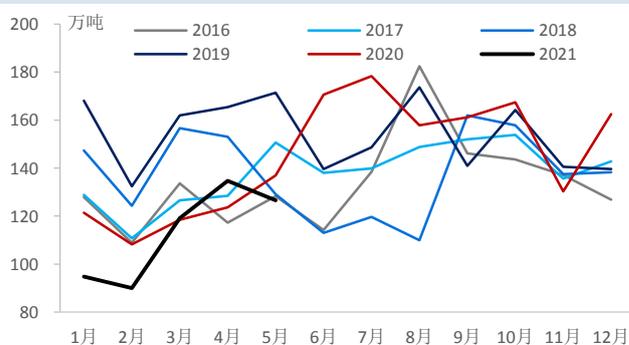
目前对中加关系影响至关重要的孟晚舟引渡案陷入僵局，引渡听证会被延迟至今年8月上旬，因此在当下的时间节点，菜油的走势缺乏明显指引，更多为跟随国内棕油、豆油走势。

图 11 马来棕榈油月度产量



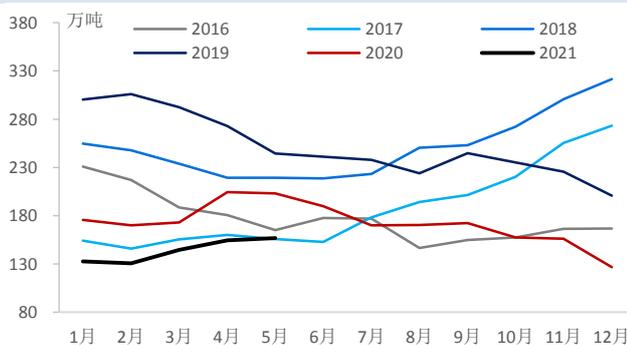
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 马来棕榈油月度出口量



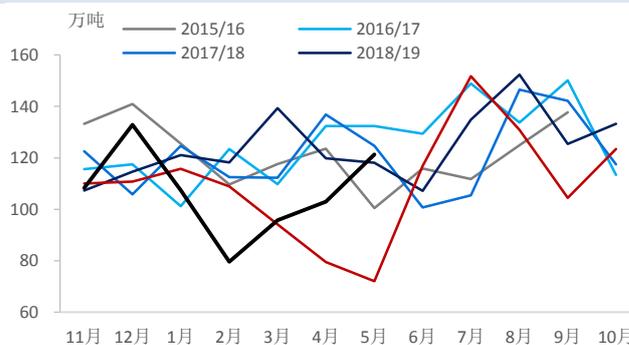
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



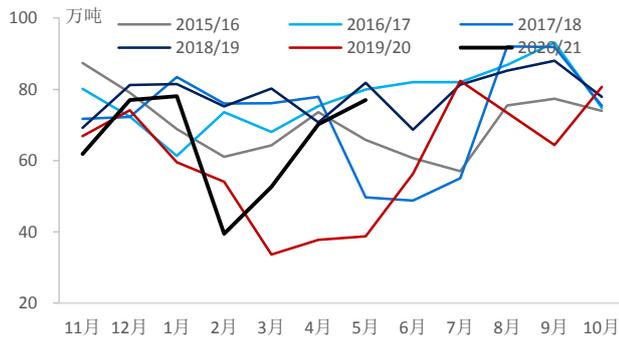
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



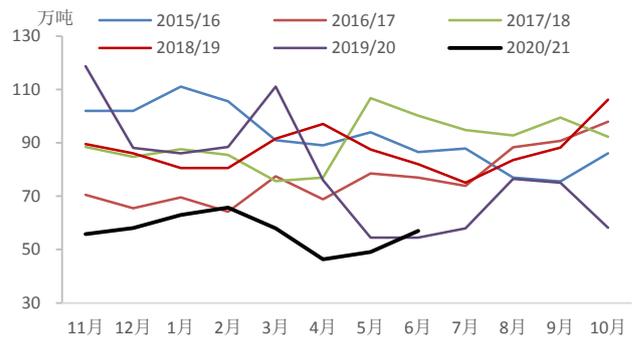
数据来源：SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



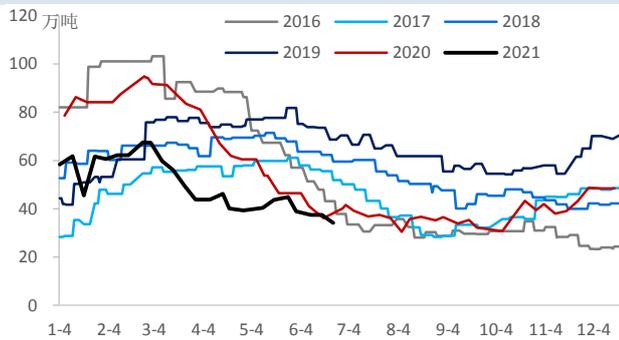
数据来源: SEA、国都期货研究所

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



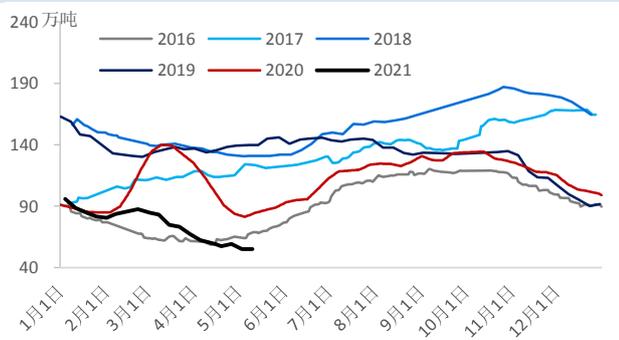
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



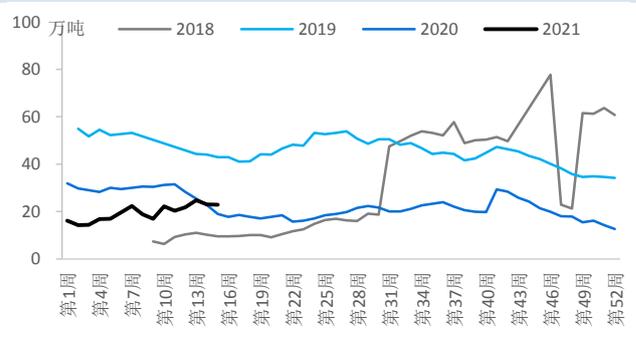
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



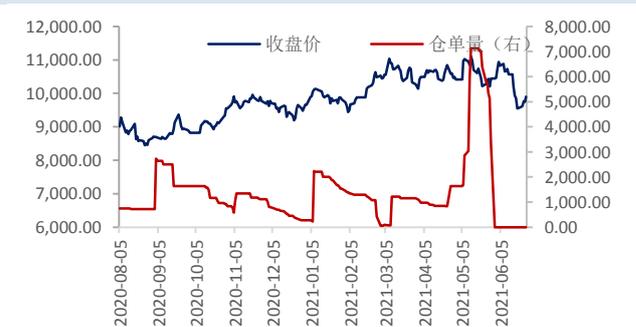
数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

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



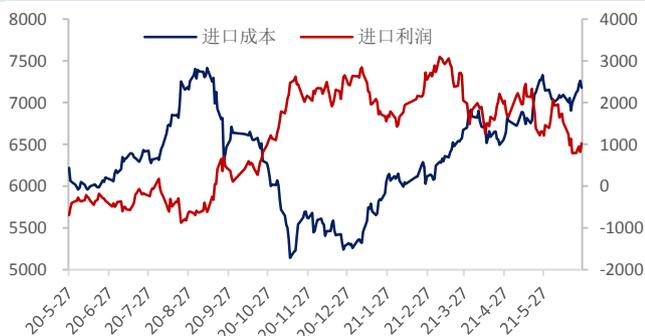
数据来源: Wind、国都期货研究所

## （二）成本利润分析

从进口成本及利润看，南美豆油进口成本提高181.3 元/吨至7179.0 元/吨，进口利润增加232.7 元/吨至1025.0 元/吨，由于上周美豆油进口成本增加幅度小于国内豆油价格上涨幅度，进口利润重新回升，目前此处仍高度升水。棕油进口成本提高221.1 元/吨至7646.1 元/吨，进口利润提高102.9 元/吨至-628.1 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。菜油的进口成本提高220.0 元/吨至8059.7 元/吨，进口利润增加136.0 元/吨至1838.3 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-97.0 元/吨至-99.4 元/吨，处于小幅贴水状态，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887.4 元/吨至-294.7 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。上周菜油压榨利润有了明显修复，但仍处于贴水状态，料将继续影响油厂开工的积极性，菜油库存不会增加太快。

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

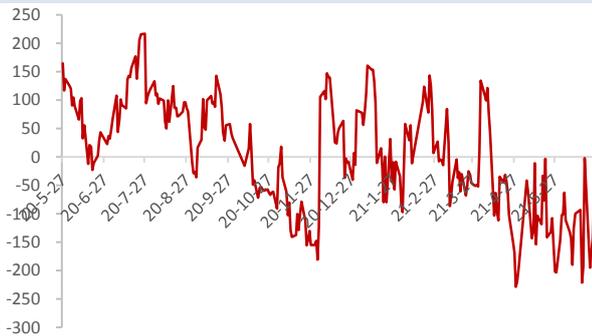


数据来源：Wind、国都期货研究所

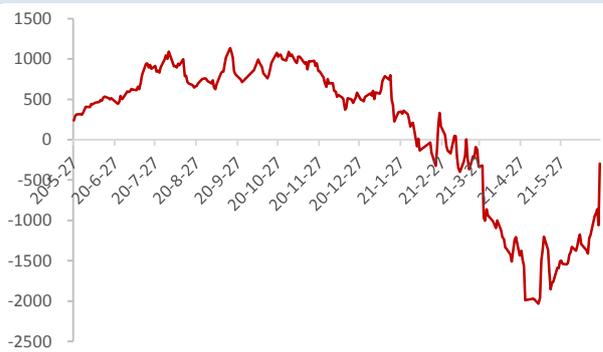
图 26 菜油进口成本与进口利润



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，马棕油6月产量、出口量双双增加，消息多空性质俱存，对盘面影响较为有限，加之目前马棕油库存尚处于低位，价格下方支撑较强，短期或跟随美豆油走势波动。国内棕榈油进口量有限，夏季消费季节性增加，库存已连续一个月呈现下滑趋势，因此国内棕榈油基本面较强，未来进口利润贴水或逐渐得到修复。

豆油方面，上周五美国最高法院支持炼油厂豁免生物燃料的配额，未来美豆油的生物柴油需求料受重挫，相当于前一周的靴子落地变为实质利空，本周初盘面或延续周五夜盘的下跌局面，可根据资金炒作力度判断空头头寸的止盈空间。国内豆油也大概率将在外盘推动下下跌，成为油脂中领跌的品种。

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。加之季节性淡季下终端走货较慢，渠道库存偏多，国内菜油现货表现疲软，本周菜油走势继续偏空。

整体来看，本周油脂大概率在美炼油厂得到豁免配额的利空催化下结束反弹，再度下跌，可酌情入手空头头寸，不过也需关注美豆天气炒作、马棕油减产等风险因素。从油脂相对强弱关系上，棕油>菜油>豆油。

#### 四、操作建议

单边：豆油09合约空头逢高入场，目标位暂看7500附近；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200附近。跨品种方面，可做空09合约豆棕价差，目标位暂看1000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。