

## 基本面利空有限，价格调整不足惧

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，国内油脂主力合约换至 01 合约，期货价格小幅回落。其中，棕油 9-1 价差迟迟未得到修复，因此周内主力合约价格跌幅最大；菜油 9-1 价差基本接近平水，因此周内过渡最为流畅。从基差角度来看，油脂现货价格均出现回调，叠加盘面回调的影响，豆油、菜油基差与上周水平基本一致，棕油则因 01 合约价格偏低，基差明显放大。从资金角度来看，豆油成交量上周快速增加，交投也较为活跃；而棕油 09 合约持仓量仍然较高，换月后迟迟未完成增仓过程。从外盘情况来看，上周美豆与美豆油延续此前偏强震荡的局面；马棕油则在出口利空的数据指引下中幅回调。

#### 后市展望

棕油方面，8 月中上旬马棕油供需高频数据显示产量环比小幅增加，出口量则环比下降，料 8 月马棕油库存将存在上升预期，此外印尼 6 月库存大幅增加、印度进口量下降也将向盘面施压，短期外盘上行动力或不会太大，延续高位震荡思路。国内棕榈油上周集中到港，库存明显增加，但短期来看供应面偏紧的格局并没有扭转，关注主力合约换月后价格缺口的修复情况。

豆油方面，阿根廷、巴西方面 8 月出口进度有所放缓，目前外盘关注点仍集中在美豆方面。上周美豆优良率小幅调低，低于此前市场预期，这在一定程度上支撑美豆价格。不过由于 NOPA 报告中美豆压榨量下降，下游消费端走弱，利空美豆上行节奏，关注天气情况对美豆价格的指引。国内豆油港口库存继续偏低，豆棕价差短期或有恢复。

菜油方面，前期加拿大高温干旱天气对于外盘的提振告一段落，短期国内菜油价格走势主要受国内供需情况指引。在未来平均到港 4 船的预期下，菜油仍存继续累库的可能，基本面相较此前偏弱，价格上行动力不大。但鉴于进口油菜籽供应仍然偏紧，压榨利润持续处于贴水状态，加之上周孟晚舟听证会结束后法官将于 10 月 21 日对她的案件作出裁决，因此引渡与否需等到 10 月才有定论，短期中加关系将继续趋向于紧张，支撑菜油价格。

整体来看，油脂供需偏紧的基本面相较从前变动不大，但出口端、库存端均有出现拐点的迹象，可密切关注，空头不宜入场太早。加之上周下跌除了换月影响外，还在一定程度上受原油价格下跌及宏观面情绪偏空影响，基本面提供的利空短期仍较为有限。油脂相对强弱关系上，豆油>棕油>菜油。

#### 操作建议

单边：棕榈油 01 合约多单逢低入场，关注换月造成的 K 线缺口的修复情况。

套利：跨品种方面，01 合约豆棕价差多单持有，目标位暂看 1200 附近。

报告日期 2021-08-22

#### 研究所

史玥明

油脂期货分析师

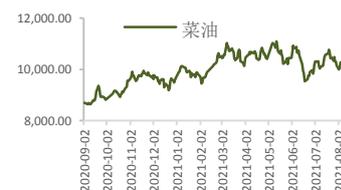
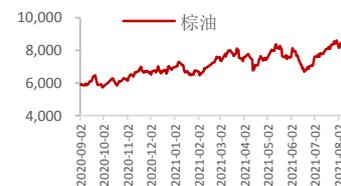
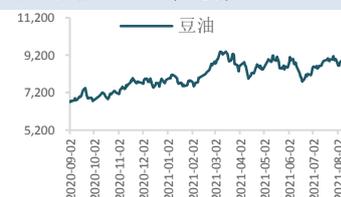
从业资格号：F3048367

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

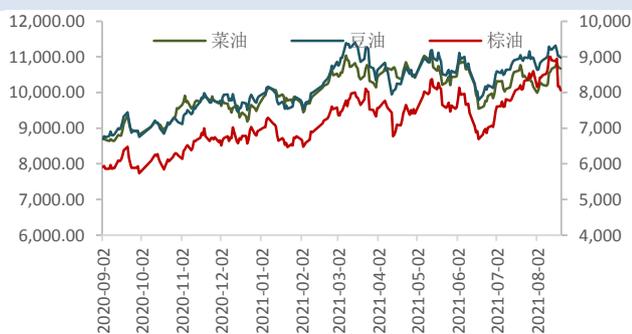
图 24 大豆进口成本与进口利润 .....	10
图 25 棕油进口成本与进口利润 .....	11
图 26 菜油进口成本与进口利润.....	11
图 27 豆油压榨利润 .....	11
图 28 菜油压榨利润.....	11

## 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	8976.00	-2.52%	334.86	21.21%	43.46	130.64%
棕油	8,172.00	-9.34%	369.02	-3.26%	34.39	25.32%
菜油	10,690.00	1.11%	173.99	-8.48%	18.83	241.36%
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	61.36 美分/磅	-0.39%	21.81	-8.43%	17.60	-0.73%
马棕油	4263.00 林吉特/吨	-5.66%	14.51	45.68%	7.58	0.97

上周，国内油脂主力合约换至01合约，期货价格小幅回落。其中，棕油9-1价差迟迟未得到修复，因此周内主力合约价格跌幅最大；菜油9-1价差基本接近平水，因此周内过渡最为流畅。从基差角度来看，油脂现货价格均出现回调，叠加盘面回调的影响，豆油、菜油基差与上周水平基本一致，棕油则因01合约价格偏低，基差明显放大。从资金角度来看，豆油成交量上周快速增加，交投也较为活跃；而棕油09合约持仓量仍然较高，换月后迟迟未完成增仓过程。从外盘情况来看，上周美豆与美豆油延续此前偏强震荡的局面；马棕油则在出口利空的数据指引下中幅回调。

### 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



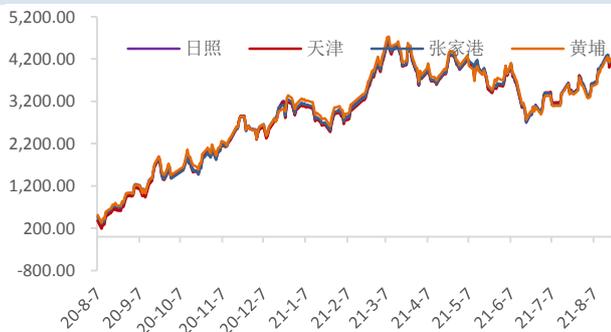
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**

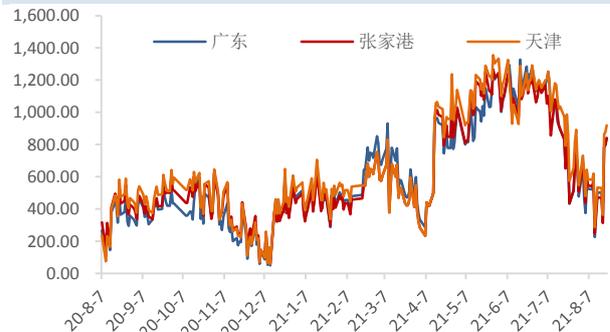

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**

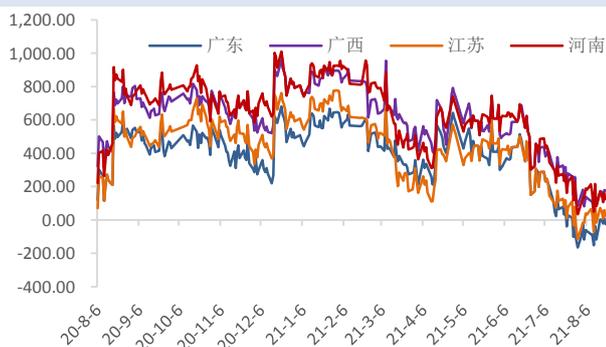

数据来源：Wind、国都期货研究所

**图7 豆油基差**


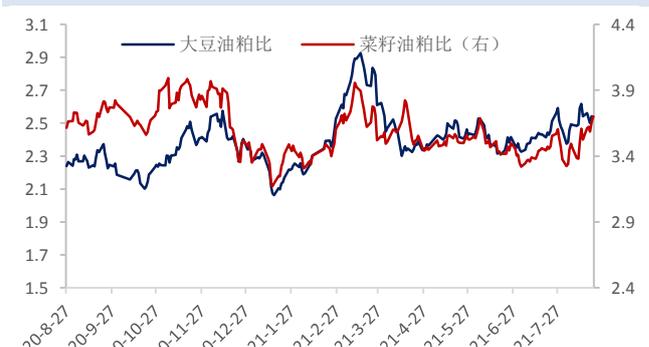
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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40.60万吨，相较于前一周增加了25.31%。商业库存为40.60万吨，相较于前一周增加了25.31%。棕榈油港口库存快速止跌回升，一定程度上对盘面施压。据国家粮油信息中心消息，

请务必阅读正文后的免责声明

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继续增加。不够由于主要进口港口江苏地区疫情形势严峻，我国发布了新的检疫政策，致使棕榈油卸船偏慢，到港量不及预期，因此棕榈油价格将难有大幅下跌可能。

马来产地方面，从8月高频产量、出口数据来看，据南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据，8月1-15日马来西亚棕榈油单产增加8.61%，出油率增加0.38%，产量增加10.61%。由于产量逐渐回归到丰产季的轨道，此前7月意外减产的利多暂时出尽，盘面短期面临一定压力。据船运调查机构ITS数据显示，马来西亚8月1-20日棕榈油出口量为78.13万吨，较7月1-20日的出口88.31万吨下降11.53%。出口量小幅回落，但相较于8月1-15日23.9%的降幅有所修复，可继续关注后续出口数据变动。

印尼产地方面，根据上周GAPKI公布的数据，2021年6月份印尼棕榈油产量为489万吨，环比增加12.41%；库存为415万吨，较5月底的285万吨激增45%。6月份印尼棕榈油出口量为202万吨，低于5月份的295万吨。由此可见，印尼方面的供应压力仍不可小觑，这将在一定程度上削弱马来西亚前期减产带来的利多作用。

印度进口国方面，根据印度SEA公布的数据，7月印度共进口棕榈油46.56万吨，相较上月环比减少了20.75%；再从去年11月开始的2020/21年度，印度累计进口棕榈油561.50万吨，相较于去年同期增加了11.58%。从库存情况来看，截至8月1日，印度植物油港口库存为58.5万吨，环比减少了19.53%，再度回到近五年同期最低点；印度植物油在途库存为111.0万吨，环比下降11.91%，在近五年中处于仅高于去年同期的次低位。因此从印度角度来看，后面仍存在大量进口植物油的空间。不过根据印度政府的一项命令，印度已将毛豆油和精炼豆油以及葵花籽油的进口税下调7.5%，料将积压棕榈油进口的份额，或利空短期马棕油出口。

## 豆油

截至上周五，豆油港口库存为80.31万吨，较之前一周下降了-1.89%。8月巴西大豆出口逐渐放缓，国内到港压力逐步减轻，加之近期疫情影响，生猪加快出栏，豆粕需求下降、油厂压榨开工率下降，豆油累库节奏较慢，相较于往年同期100万吨左右的库存水平仍处于相对低位。不过由于现在仍是油脂消费淡季，因此豆油供应压力虽不大，但同样缺乏上行动力。

南美产区方面，阿根廷农业部发布的报告显示，截至8月11日，阿根廷种植户已经出售了2730万吨新近收割的2020/21年度大豆。农业部称，本年度的销售节奏落后于上年同期，当时已有大约2940万吨大豆被售出。巴西全国谷物出口商协会(Anec)预期，巴西8月大豆出口量预计将达到

624.9万吨，高于此前一周预期的609.2万吨。整体南美地区出口进程相较于7月有所放缓，一定程度上支撑美豆走势。

美国农业部（USDA）上周公布的每周作物生长报告显示，截至8月15日当周，美国大豆生长优良率为57%，市场预期为60%，去年同期为72%，此前一周为60%；美国大豆开花率为94%，此前一周为91%，去年同期为95%；美国大豆结荚率为81%，此前一周72%，去年同期为83%。由于优良率低于预期，短期外盘美豆及国内豆类大概率在油脂中偏强。

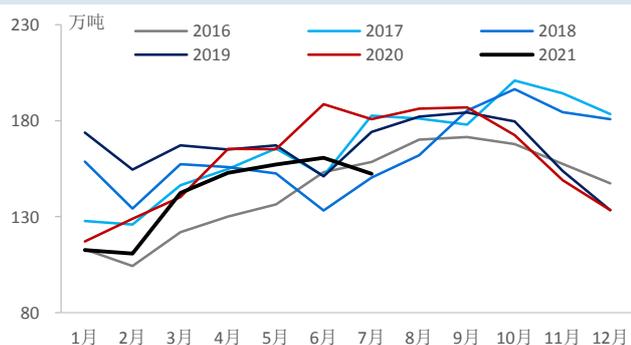
根据美国油籽加工商协会NOPA发布的数据，美国7月大豆压榨量为1.55105亿蒲式耳，较6月压榨量增加1.8%，但因压榨企业面临供应收紧及大豆价格上涨等问题，今年7月压榨量较去年同期减少了10.2%，这也是2019年9月以来月度压榨量第二低位。由于更多压榨企业因季节性检修而停产，压榨量连续第六个月低于市场预期。NOPA报告显示，截至7月底，豆油供应量增加至16.17亿磅，之前曾连续3个月下滑，高于6月底的15.37亿磅，因此报告利多美豆，但对美豆油有一定压力。

### 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。不仅是华东，华南、川渝等主产销区的菜油库存形势也同样严峻，胀库压力明显。后续来看，未来几个月油菜籽月均到港4船左右，供应上较为充足，预计在双节备货前，菜油库存料将继续增加，菜油价格上行主要关注外盘方面提振。

从中加关系来看，据路透社18日报道，孟晚舟引渡案听证会于加拿大当地时间18日结束。法官将于10月21日对她的案件作出裁决。因此引渡与否需等到10月才有定论，短期中加关系将继续趋向于紧张，支撑菜油价格。

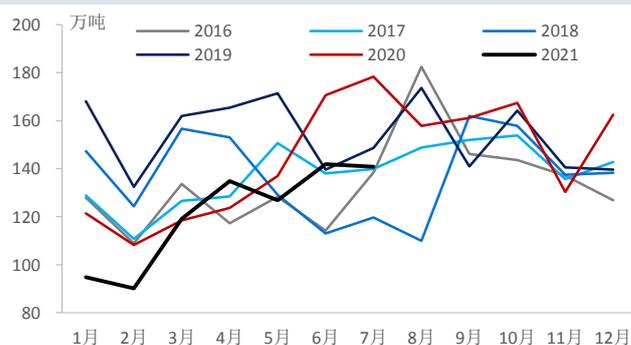
图 11 马来棕榈油月度产量



数据来源：Wind、国都期货研究所

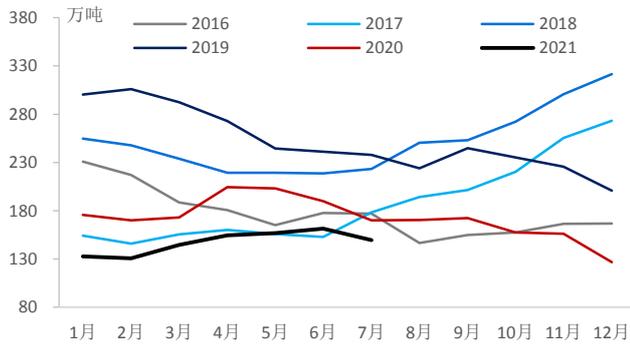
请务必阅读正文后的免责声明

图 12 马来棕榈油月度出口量



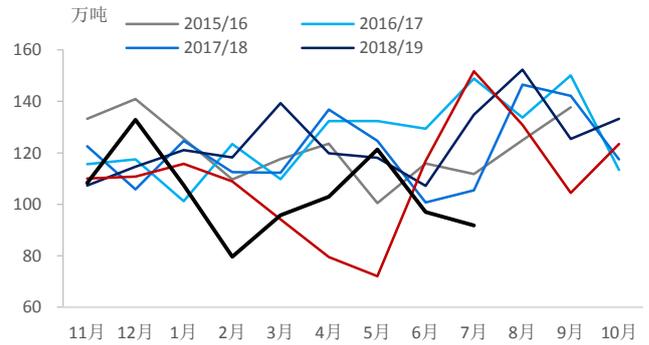
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 马来棕榈油月度库存



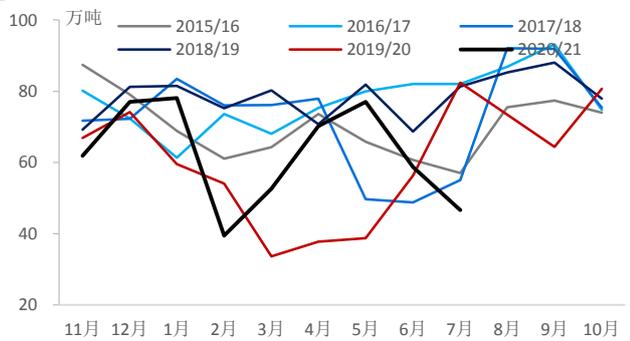
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



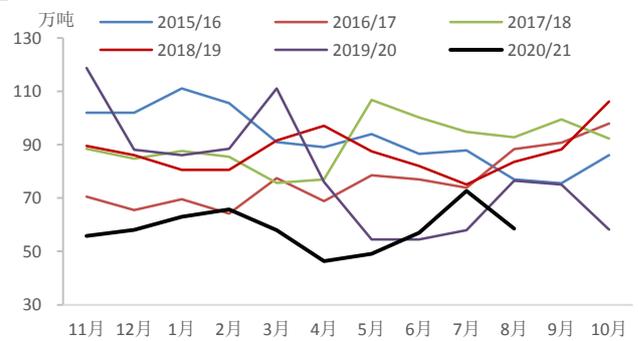
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



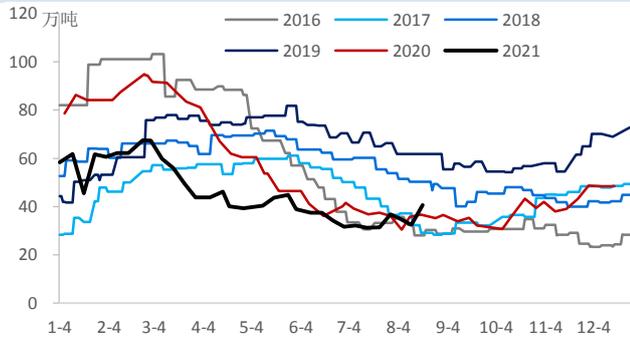
数据来源: SEA、国都期货研究所

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



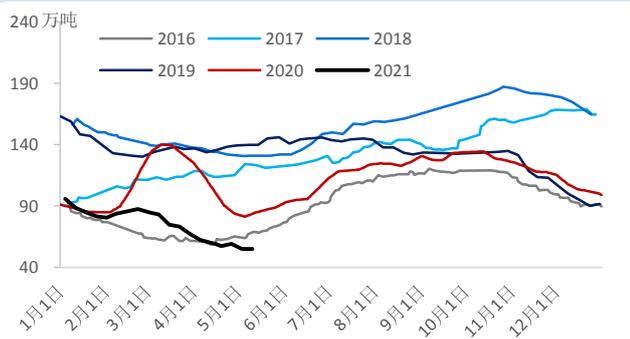
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



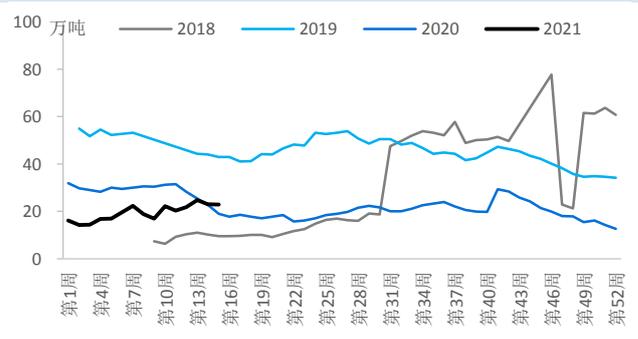
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



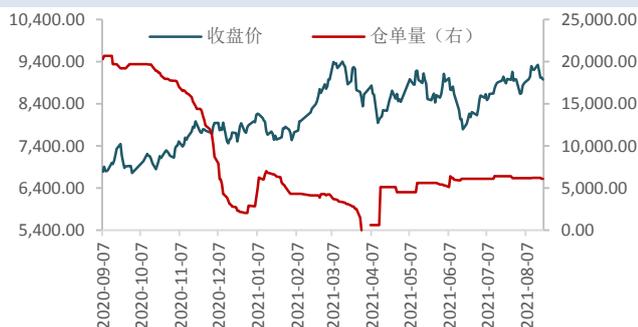
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 菜油商业库存

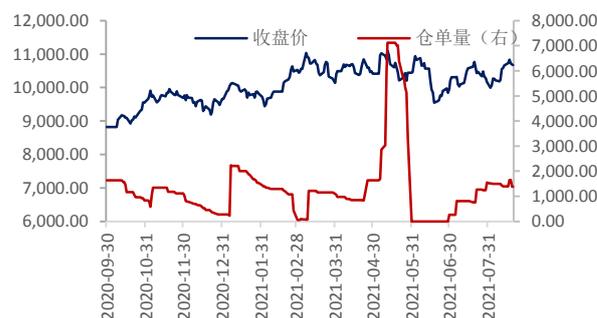


数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

**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

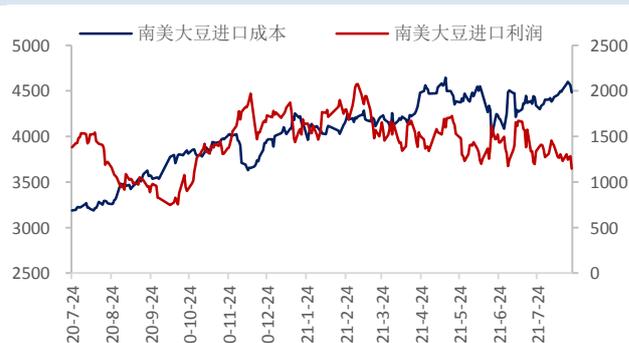
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看, 南美豆油进口成本提高157.2 元/吨至8452.3 元/吨, 进口利润下降-383.2 元/吨至523.7 元/吨, 由于上周美豆油进口成本增加, 国内豆油价格下降, 进口利润小幅回落, 但目前继续维持高度升水状态。棕油进口成本下降-128.2 元/吨至9048.7 元/吨, 进口利润减少-719.8 元/吨至-988.7 元/吨, 由于主力合约换月后01合约价格明显低于09合约价格, 盘面进口利润再度回到深度贴水状态, 料短期棕榈油进口将继续受限。菜油的进口成本提高242.1 元/吨至9322.4 元/吨, 进口利润降低-233.1 元/吨至1352.6 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-81.1 元/吨至-147.4 元/吨, 处于小幅亏损状态, 因此后续豆油价格或仍存提涨空间, 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140.2 元/吨至-927.3 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。菜油压榨利润持续亏损, 说明市场上进口油菜籽供应仍然偏紧, 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**


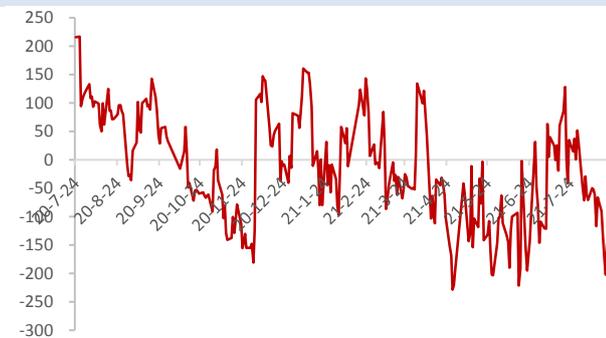
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 25 棕油进口成本与进口利润**

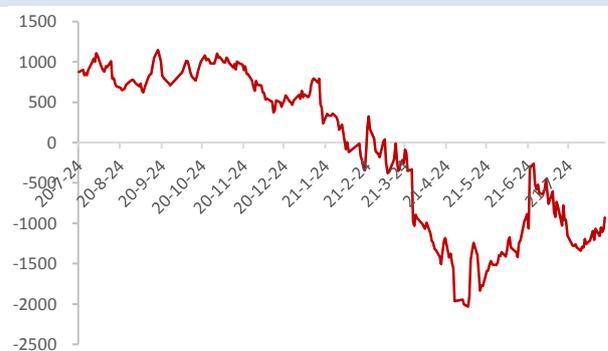

数据来源: Wind、国都期货研究所

**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, 8月中上旬马棕油供需高频数据显示产量环比小幅增加, 出口量则环比下降, 料8月马棕油库存将存在上升预期, 此外印尼6月库存大幅增加、印度进口量下降也将向盘面施压, 短期外盘上行动力或不会太大, 延续高位震荡思路。国内棕榈油上周集中到港, 库存明显增加, 但短期来看供应面偏紧的格局并没有扭转, 关注主力合约换月后价格缺口的修复情况。

豆油方面, 阿根廷、巴西方面8月出口进度有所放缓, 目前外盘关注点仍集中在美豆方面。上周美豆优良率小幅调低, 低于此前市场预期, 这在一定程度上支撑美豆价格。不过由于NOPA报告中美豆压榨量下降, 下游消费端走弱, 利空美豆上行节奏, 关注天气情况对美豆价格的指引。国内豆油港口库存继续偏低, 豆棕价差短期或有恢复。

菜油方面, 前期加拿大高温干旱天气对于外盘的提振告一段落, 短期国内菜油价格走势主要受国内供需情况指引。在未来平均到港4船的预期

下，菜油仍存继续累库的可能，基本面相较此前偏弱，价格上行动力不大。但鉴于进口油菜籽供应仍然偏紧，压榨利润持续处于贴水状态，加之上周孟晚舟听证会结束后法官将于10月21日对她的案件作出裁决，因此引渡与否需等到10月才有定论，短期中加关系将继续趋向于紧张，支撑菜油价格。

整体来看，油脂供需偏紧的基本面相较从前变动不大，但出口端、库存端均有出现拐点的迹象，可密切关注，空头不宜入场太早。加之上周下跌除了换月影响外，还在一定程度上受原油价格下跌及宏观面情绪偏空影响，基本面提供的利空短期仍较为有限。油脂相对强弱关系上，豆油>棕榈油 >菜油。

#### 四、操作建议

单边：棕榈油01合约多单逢低入场，关注换月造成的K线缺口的修复情况。

套利：跨品种方面，01合约豆棕价差多单持有，目标位暂看1200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。