



2021 年 2 月 28 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：郑天

• 从业资格编号 F3095144

邮箱：zhengtian@jinxinqh.com



多方合力 推高油脂

内容提要

截止 2 月 25 日，国内棕榈油 5 月合约收 11360 元/吨，较 1 月 28 日涨幅达 14.4%；国内豆油 5 月合约收 10458 元/吨，较 1 月 28 日涨幅达 6.3%。国内油脂板块在棕榈油的带领下大幅走高，虽然最后两天因市场对俄乌局势情绪的褪去而出现较大的回撤，依旧无法阻止 2 月国内油脂板块的高歌猛进，棕榈油创下 2008 年 3 月后新高，豆油亦是 2008 年 6 月后新高。国内基差也步步走高，市场对后期供应存在担忧，贸易商积极采购近月合约，逼仓意图明显，终端节后渠道库存低，也存在补库需求。根据钢联网数据，截止 2 月 18 日，全国棕榈油库存约 34.02 万吨，较 1 月 28 日降 0.77 万吨；全国豆油库存约 80.47 万吨，较 1 月 28 日增 0.18 万吨。

目前虽然是油脂消费淡季，但全国低库存以及供应端的不确定性依旧让基本面偏多一些，政策端虽然国家有关部门决定安排部分中央储备食用油轮出，并将启动政策性大豆拍卖工作，但市场很快消化了该消息，印尼收紧了棕榈油出口政策为期 6 个月，导致全球油脂供应再次收紧，俄乌局势的不确定也加剧了市场对乌克兰葵油短期供应的担忧，近期油脂或继续偏强震荡。

操作建议

多单可继续持有，单边谨慎沽空。

风险提示

俄乌局势的变化；南美天气及种植情况。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、行情综述

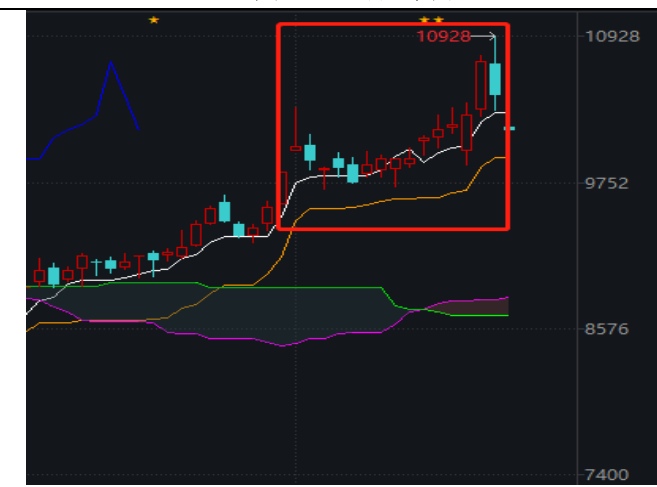
截止 2 月 25 日，国内棕榈油 5 月合约收 11360 元/吨，较 1 月 28 日涨幅达 14.4%；国内豆油 5 月合约收 10458 元/吨，较 1 月 28 日涨幅达 6.3%。国内油脂板块在棕榈油的带领下大幅走高，虽然最后两天因市场对俄乌局势情绪的褪去而出现较大的回撤，依旧无法阻止 2 月国内油脂板块的高歌猛进，棕榈油创下 2008 年 3 月后新高，豆油亦是 2008 年 6 月后新高。基差也因市场对后期供应的担忧步步走高，截止 2 月 25 日，天津 24 度棕榈油基差 05+1800，较 1 月 28 日涨 500 元/吨；华东 24 度棕榈油基差 05+1800，较 1 月 28 日涨 450 元/吨；广东 24 度棕榈油基差 05+1600，较 1 月 28 日涨 400 元/吨；天津一级豆油基差 05+730，较 1 月 28 日涨 110 元/吨；华东 24 度棕榈油基差 05+970，较 1 月 28 日涨 120 元/吨；广东 24 度棕榈油基差 05+1300，较 1 月 28 日涨 230 元/吨。

图 1：棕榈油 5 月合约



资料来源：Wind，优财研究院

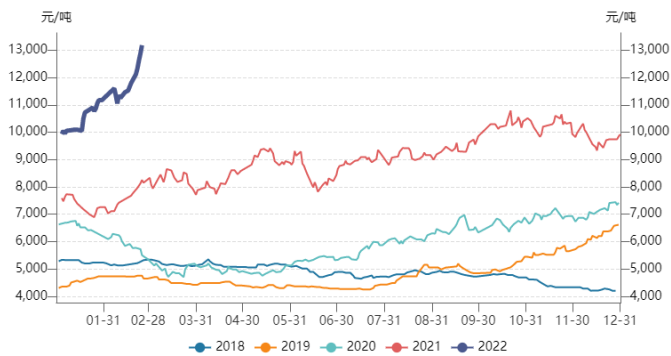
图 2：豆油 5 月合约



资料来源：Wind，优财研究院

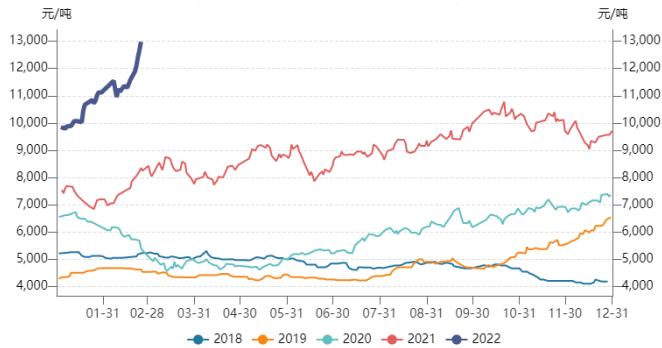


图 3: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



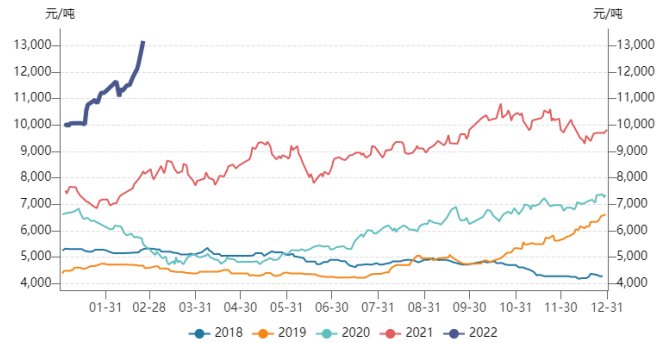
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

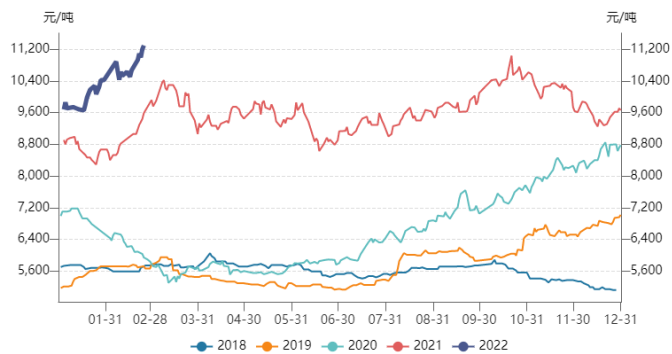
图 4 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

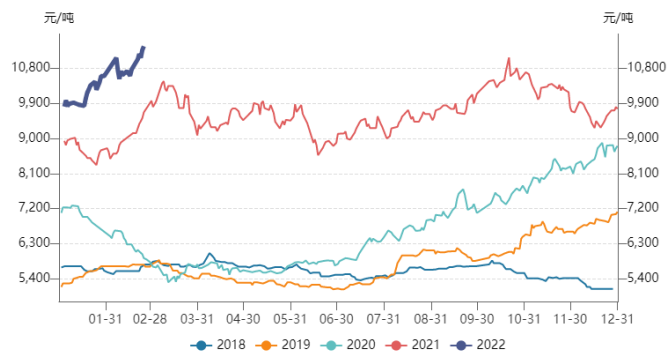


图 6: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



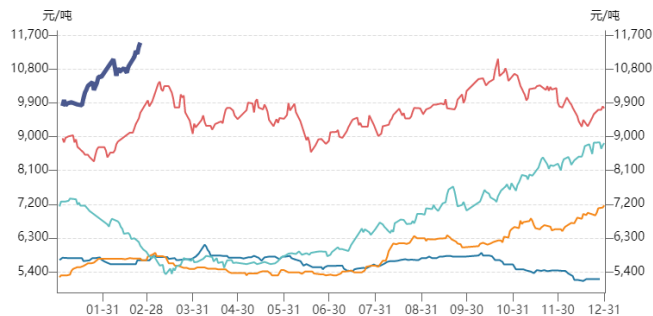
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



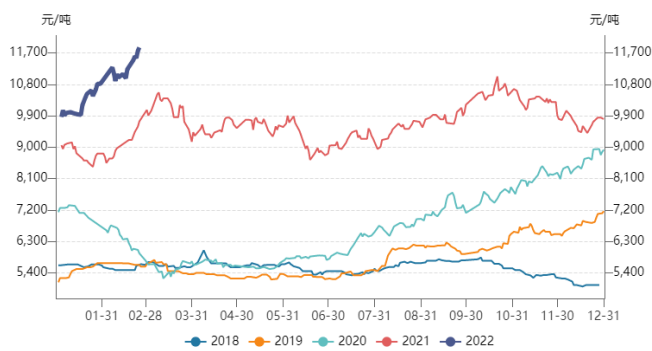
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 广东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

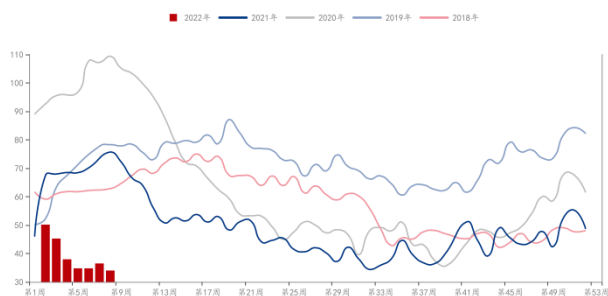


2、库存及供应

截止 2 月 18 日，全国棕榈油库存约 34.02 万吨，较 1 月 28 日降 0.77 万吨；全国豆油库存约 80.47 万吨，较 1 月 28 日增 0.18 万吨。库存依旧处在历年低位，尤其是棕榈油库存远低于往年同期水平。

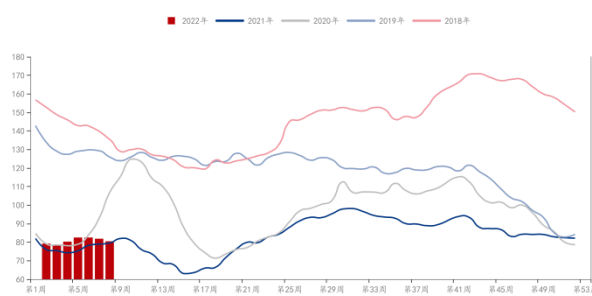
据了解，目前国内棕榈油 2 月船期约 10 万吨，3 月约 20 万吨，4 月约 15 万吨，此进口量远远不及往年月均 30-40 万吨水平，本周市场传言新增近月船期 2-3 船，但仍不足以缓解供应的担忧。大豆方面由于榨利持续为负，国内大豆买船进度缓慢，4 月约 50%-60%，5 月约只有 20%。为此国家有关部门决定安排部分中央储备食用油轮出，并将启动政策性大豆拍卖工作，市场传言大豆约 300-500 万吨，豆油约 30 万吨，其中 2 月 28 日将竞价拍卖进口大豆原油近 13 万吨，市场成交意向强烈，提现出市场对供应短缺的情绪。

图 10：棕榈油全国库存



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：豆油全国库存



资料来源：Wind，优财研究院



3、市场成交量

市场成交上看，今年2月市场成交明显好于去年同期，尤其豆油端，在棕榈油现货价格远高于豆油情况下，市场需求大量转向豆油市场，加之后期大豆到港量减少，贸易商及油厂也在纷纷采购近月合约。据了解因大豆到港短缺，2-3月全国有近30家压榨厂有停机计划，停机时间15-30天不等，豆油库存短期或继续下降。棕榈油虽消费量只剩刚需，但后期进口量远低于往年水平，贸易商及油厂抢购近月基差，集中货源以应对后期到港不足的情况，这也不难解释基差大幅上涨的情况。

图 12：24 度棕榈油成交量：华北地区（日）

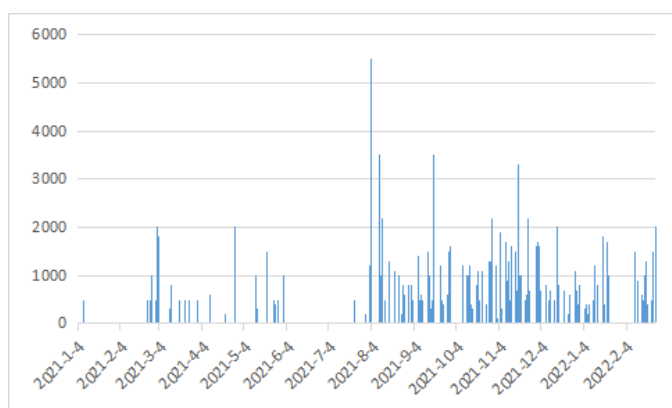


图 13：24 度棕榈油成交量：华东地区（日）

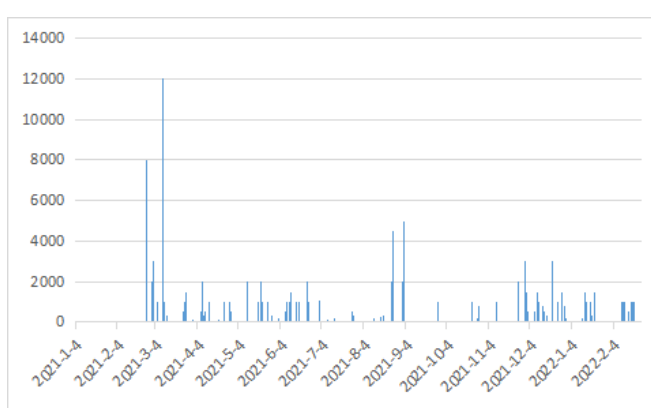


图 14：24 度棕榈油成交量：广东地区（日）

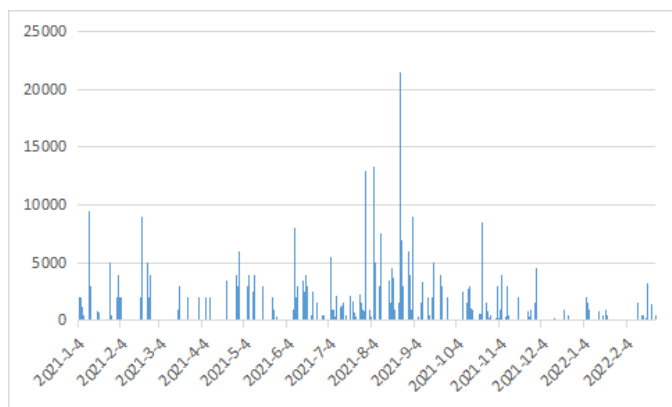
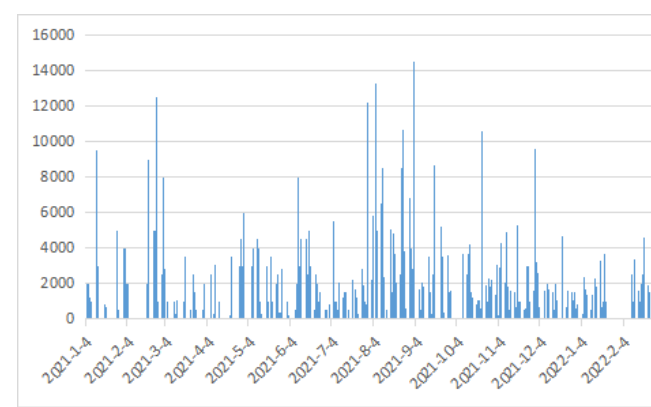


图 15：24 度棕榈油成交量：全国合计（日）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院



图 16: 豆油成交量: 华北地区 (日)

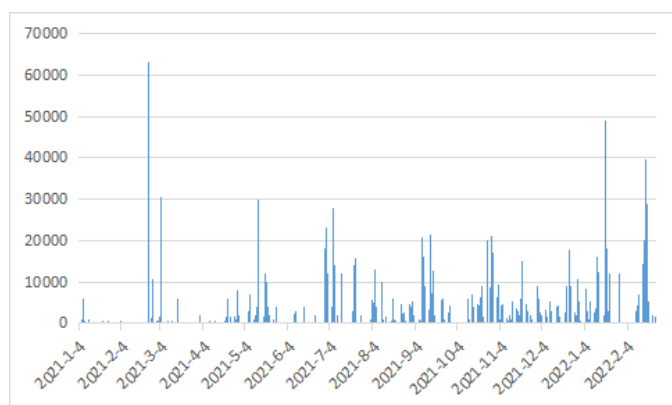


图 17: 豆油成交量: 华东地区 (日)

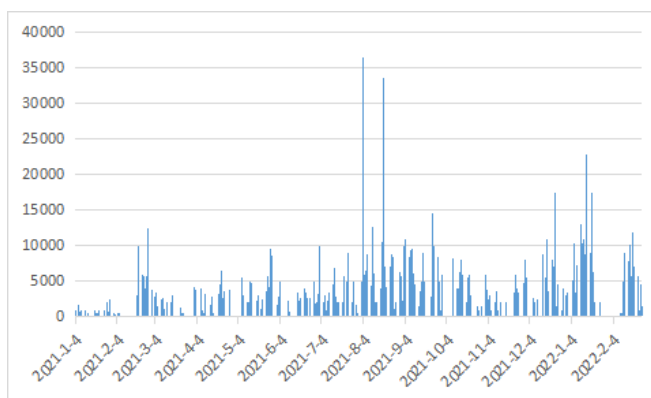


图 18: 豆油成交量: 山东地区 (日)

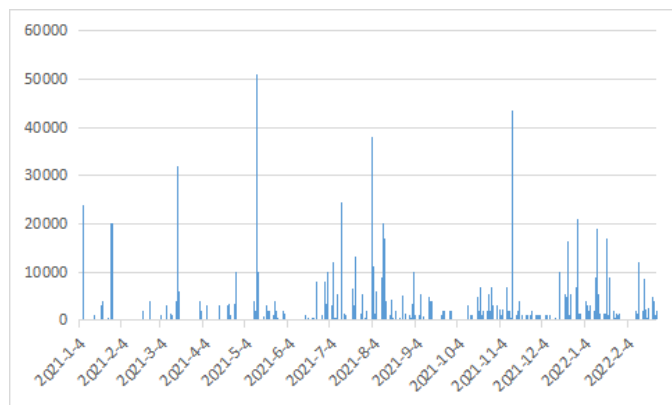
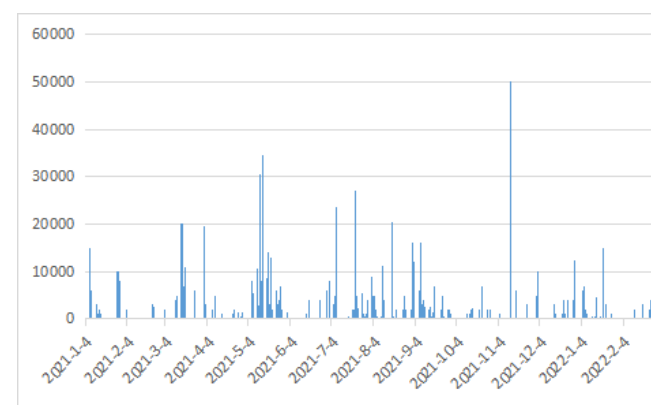


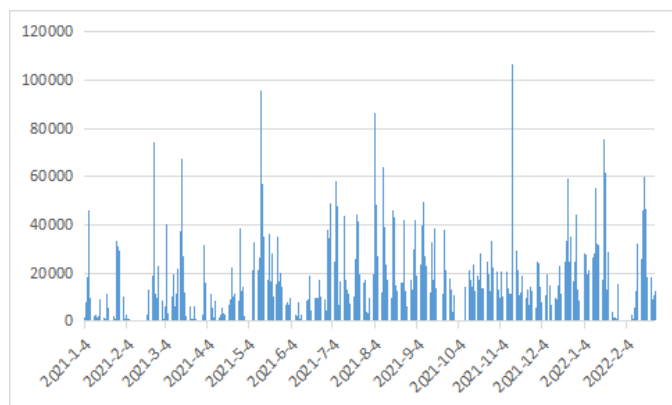
图 19: 豆油成交量: 广东地区 (日)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 豆油成交量: 全国合计 (日)



资料来源: Wind, 优财研究院

4、产地情况

棕榈油 1 月 MPOB 报告显示马来西亚棕榈油 1 月末库存以外下滑至 155.24 万吨，环比上月同期下滑 3.85%，产量大幅下滑至 125.34 万吨，环比上月同期下降 13.54%，出口 115.8



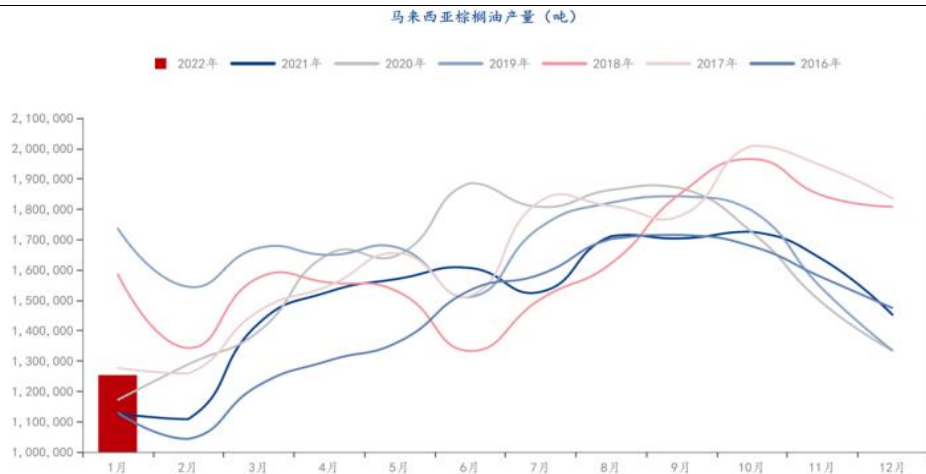
万吨，环比上月同期下降 18.86%。产量方面 Sppoma：2022 年 2 月 1-20 日马来西亚油单产环比+11.75%，出油率-0.13%，棕榈油产量+11.07%；MPOA：2 月 1-20 日马来西亚毛棕榈油产量预估环比-1.79%，其中马来半岛+4.62%，沙巴-10.65%，沙撈越-13.34%，马来东部-11.33%；UOB：2 月 1-20 日马来棕榈油产量，沙巴-11%至-15%，沙撈越-11%至-15%，马来半岛-2%至2%，全马预计-4%至-8%。出口方面 ITS：马来西亚 2 月 1-25 日棕榈油出口量为 1095753 吨，较 1 月 1-25 日出口的 876056 吨增加 25.08%；Amspec：马来西亚 2 月 1-25 日棕榈油出口量为 1060303 吨，较 1 月 1-25 日出口的 829022 吨增加 27.9%。可以看到马来数据机构产量分歧较大，市场偏向不看好马来产量有明显增幅，而出口端数据较一致，马来出口在持续向好，且 4 月初为伊斯兰教传统斋月，印度 3 月有大量补库意向，加之俄乌局势使当地葵油出口情况不确定，有消息称印度已将葵油采购转向豆油及棕榈油。

表1：马来西亚棕榈油月度供需数据与市场预估对比

单位（万吨）	2022年1月	市场预期	2021年12月	环比	2021年1月	同比
产量	125.34	125-130	144.97	-13.54%	112.65	11.26%
进口	7.06	10-12	10.28	-31.32%	16.52	-57.26%
出口	115.8	104-112	142.38	-18.67%	94.74	22.23%
国内消费	22.82	25-35	33.11	-31.08%	28.53	-20.01%
期末库存	155.24	156-159	161.46	-3.85%	132.46	17.20%

数据来源：MPOB、优财研究院

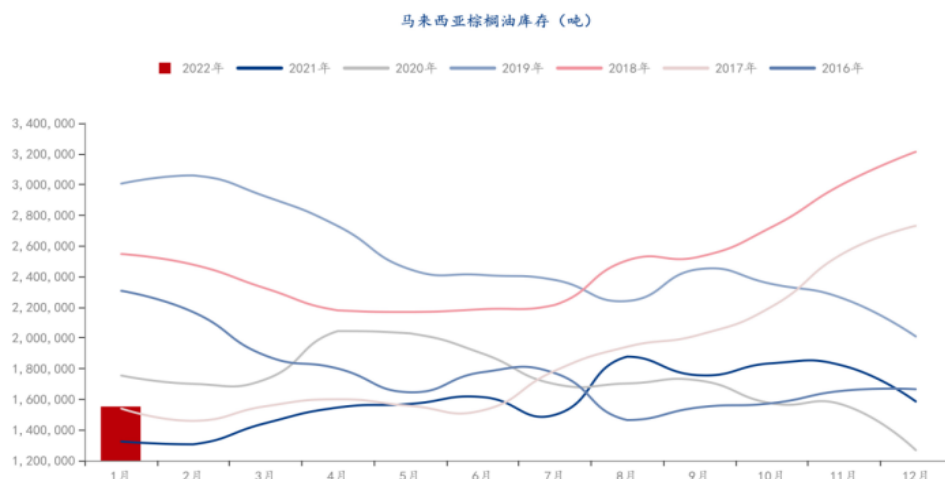
图 21：马来西亚棕榈油产量（吨）



资料来源：MPOB，钢联数据，优财研究院



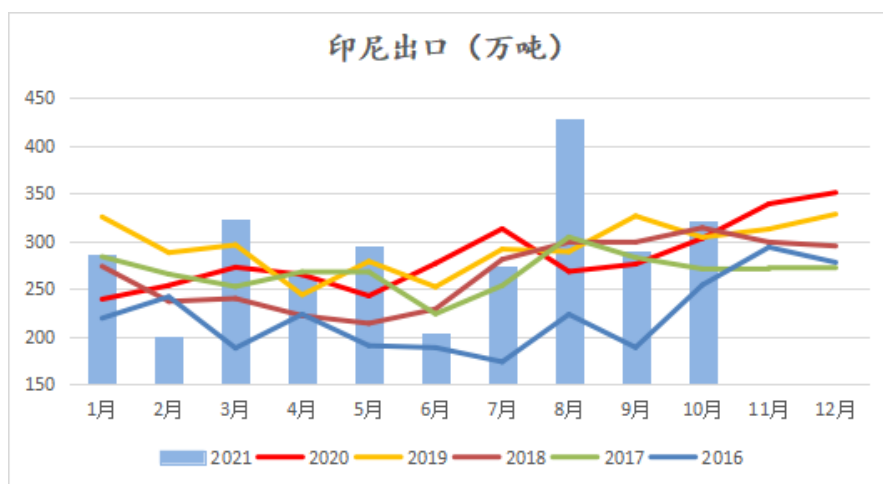
图 22: 马来西亚棕榈油库存 (吨)



资料来源: MPOB, 钢联数据, 优财研究院

印尼方面为抑制国内食用油价格暴涨，印尼 1 月底在对棕榈油实施最高限价的同时也对出口施加了限制，要求出口商提前 6 个月提交出口计划并获得许可证，还进一步要求出口商将出口计划的 20% 供应国内市场。之后印尼贸易部于 2 月 9 日公布一项出口新规，自 2 月 15 日起印尼将要求所有棕榈油产品获得出口许可，此前该规定只适用于毛棕榈油、24 度棕榈油和食用废油。以 6 个月计算，若印尼将出口计划的 20% 供应国内市场，那全球棕榈油月出口量将减少超 50 万吨，此缺口势必向马来及其他替代植物油转移。

图 23: 印尼棕榈油出口 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

豆油方面 USDA 2 月月度供需报告对南美产量的调减幅度稍高于市场预估，但市场倾向 USDA 将阶梯式逐月下调南美产量，避免一次性激进调整。之后巴西多家数据机构发布最新预测，纷纷将巴西 2021/2022 年度大豆产量调减至 1.3 亿吨下方。南美减产势必将



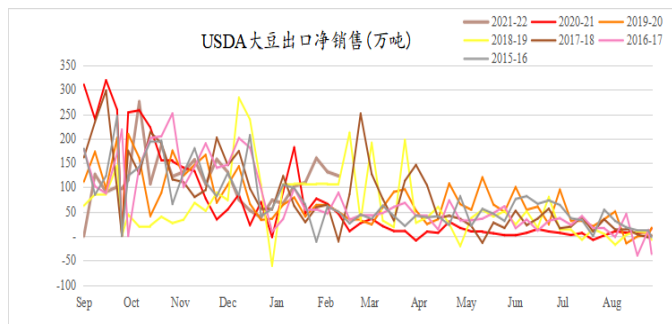
出口转向美国，美国近期出口进度的加快也加以证实。

表2：美国农业部全球大豆供需数据与市场预估对比

	2月公布值	市场预期	1月公布值	单位
阿根廷大豆产量	4500	4300-4600	4650	万吨
阿根廷大豆期末库存	2221	-	2261	万吨
巴西大豆产量	13400	12650-13750	13900	万吨
巴西大豆期末库存	2235	-	2355	万吨
美国大豆期末库存	3.25	1.82-3.5	3.5	亿蒲式耳
全球大豆期末库存	9283	8600-9400	9520	万吨

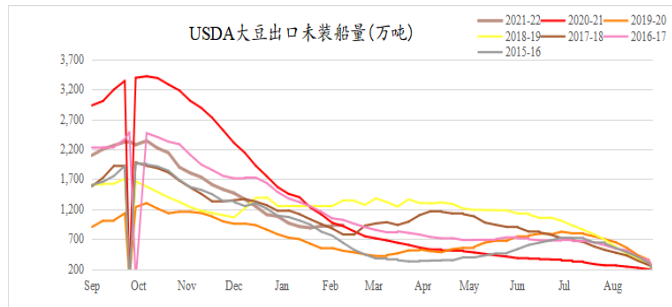
数据来源：USDA、优财研究院

图 24：美国大豆出口净销售



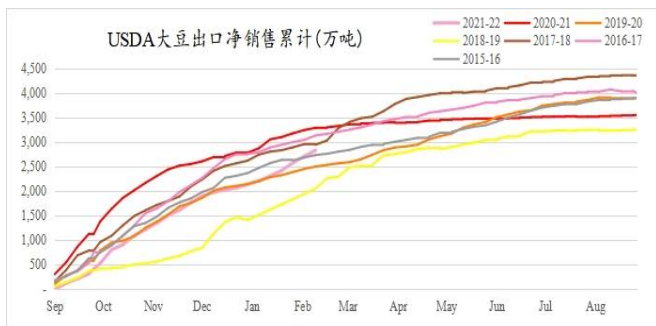
资料来源：USDA，优财研究院

图 26：美国大豆出口未装船



资料来源：USDA，优财研究院

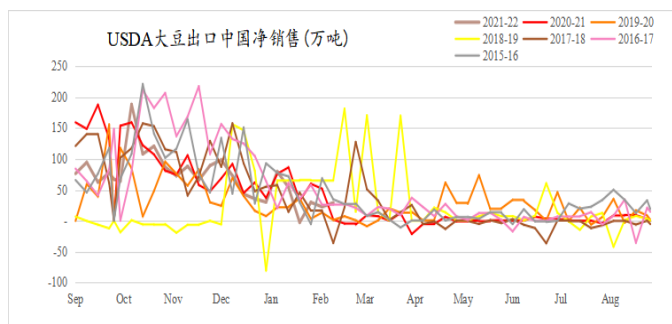
图 25：美国大豆出口净销售累计



资料来源：USDA，优财研究院

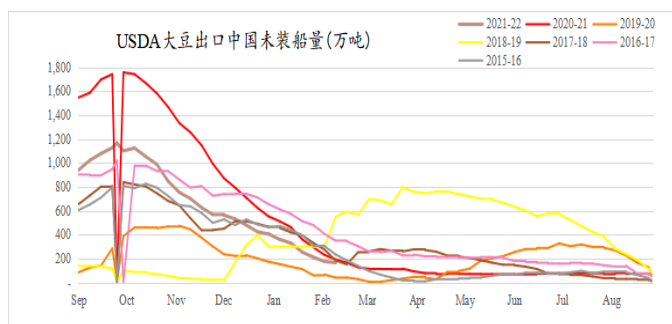


图 24：美国大豆出口中国净销售



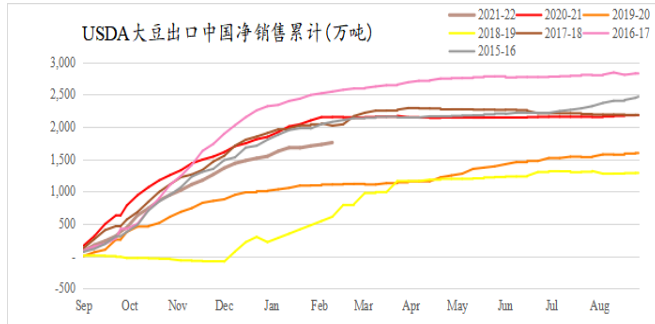
资料来源：USDA，优财研究院

图 26：美国大豆出口中国未装船



资料来源：USDA，优财研究院

图 25：美国大豆出口中国净销售累计



资料来源：USDA，优财研究院

二、后市展望

目前全球油脂仍处于紧供应状态，虽然国家放出储备，但市场定价权仍在产地。南美近期的降雨会将改善作物生长情况，但产量整体扭转困难，南美低产已成定局。马来棕榈油在劳工入境前产量亦难以扭转，印尼出口政策的收紧及近期印度的需求增长会提高马来出口量，从而使马来库存进一步降低。俄乌局势对当地葵籽、葵油的出口影响目前无法评估，若战局继续恐当地产量也可能出现减产，市场对供应的情绪或将继续发酵。整体农产品板块待俄乌冲突情绪散去后或将继续回归基本面，整体偏强运行。操作上多单可继续持有，谨慎追空。

风险提示 俄乌局势的变化；南美天气及种植情况。



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>