



2021年3月31日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

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



高位屡攻不破 油脂牛市见顶?

内容提要

新年伊始,油脂一路上行,几乎没有遇到什么阻碍,逻辑依旧是延续供应趋紧,虽然该大逻辑依旧炒作近2年,但驱动因素始终不断:从美豆、加菜籽减产到马来劳工短缺再到南美减产。等到2月末,俄乌冲突爆发,WTI原油价格触及130美元,叠加黑海地区葵籽、葵油出口受阻,新作葵籽播种面积预计大减,助推油脂顺势加速上升。印尼3月初再次收紧出口,棕榈油逼近历史高点。

但之后随着俄乌进入谈判阶段,局势阴晴不定,欧美对制裁俄罗斯能源意见不一,美国预计放出更多石油储备缓解供应,原油价格大幅波动,油脂难以独善其身。随后印尼出口政策一天一小变三天一大变,棕榈油振幅超2000点,豆油亦有超1000点振幅。近期国内疫情复发,油脂消费再次受到冲击,整体走势偏弱。

不过后市我们认为油脂目前来说见顶为时过早,地缘政治泡沫将逐渐挤出,原油振幅缩小后,油脂受其影响将减弱,国内疫情也将在1-2月内得到有效控制,而植物油供应端紧缺格局尚未改变,棕榈油增产不及预期,劳工将在5-6月入境,拉尼娜对大豆种植区影响犹在,在小麦、玉米高价情况下,美豆种植面积增幅或有限,俄乌局势尚未缓解,乌克兰葵籽播种面积或大幅下降。短期油脂预计高位震荡。

操作建议

高位震荡建议谨慎观望,激进者可逢低短多。

风险提示

俄乌局势的变化;拉尼娜是否继续发酵;美豆新作种植面积;马来外籍劳工入境进度等。

一、基本面分析

1、行情综述

截止3月30日，国内棕榈油5月合约收11520元/吨，较12月31日涨幅达34.7%；国内豆油5月合约收10210元/吨，较12月31日涨幅达15%。现货基差方面，天津24度棕榈油基差05+1600，较12月31日涨350元/吨；华东24度棕榈油基差05+1400，较12月31日涨150元/吨；广东24度棕榈油基差05+1030，较12月31日跌20元/吨；天津一级豆油基差05+400，较12月31日跌270元/吨；华东一级豆油基差05+600，较12月31日跌260元/吨；广东一级豆油基差05+750，较11月31日跌170元/吨。

图1：棕榈油主力合约



资料来源：Wind，优财研究院

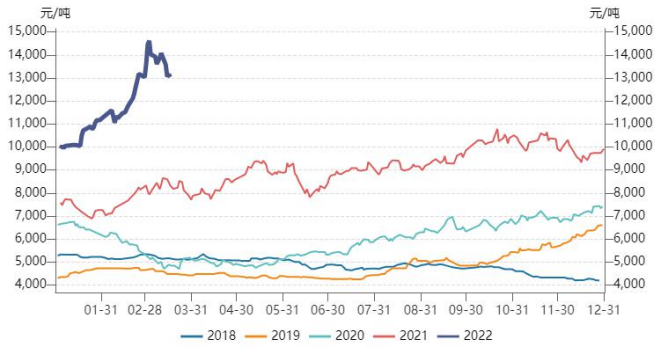
图2：豆油主力合约



资料来源：Wind，优财研究院

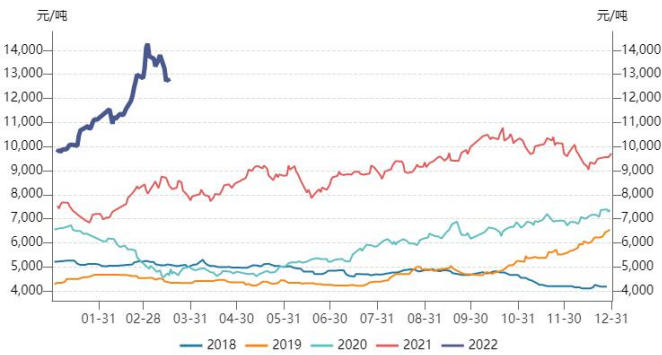


图 3：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



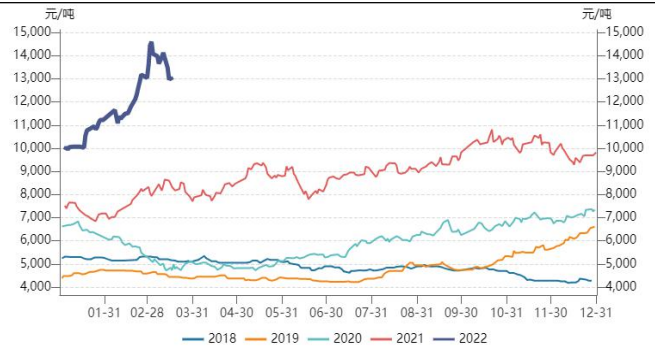
资料来源：Wind，优财研究院

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)



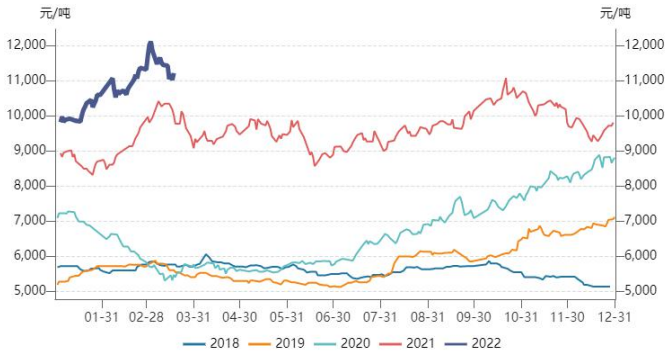
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



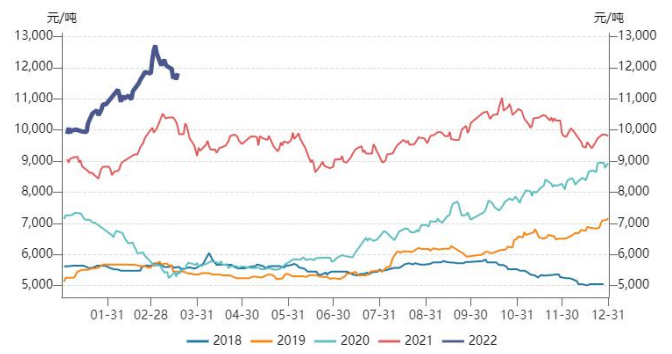
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 山东一级豆油现货价格 (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)



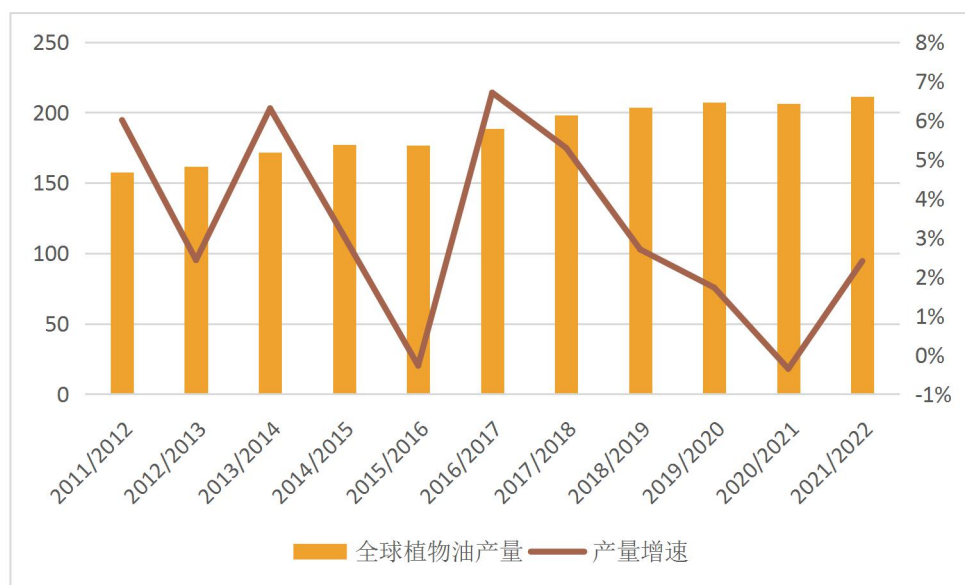
资料来源: Wind, 优财研究院



2、核心逻辑

本轮油脂上涨的核心逻辑依旧是供应趋紧，库存偏低。由下图可看到，全球植物油产量自 2016/2017 年度后，增速明显下滑，2019/2020 年度由于美豆减产及 2021 年马来棕榈油减产，2020/2021 年度植物油产量同比出现负增长，虽然图 10 上看，2021/2022 年度产量出现增加，但是当前数据来源 USDA3 月全球供需平衡表，USDA 并未对南美大豆产量做出非常激进的下调，而是逐月阶梯式调整，所以未来几个月南美大豆产量将进一步下调，植物油产量增速也将下降；反观消费端，自 2020 年全球新冠疫情爆发后，连续 2 年植物油消费增速稳定在 2%左右；产量下降，消费增长反应在库存上便可看到，全球植物油库存自 2019/2020 年度后逐年下降，这也是支撑植物油价格持续上涨的核心逻辑。

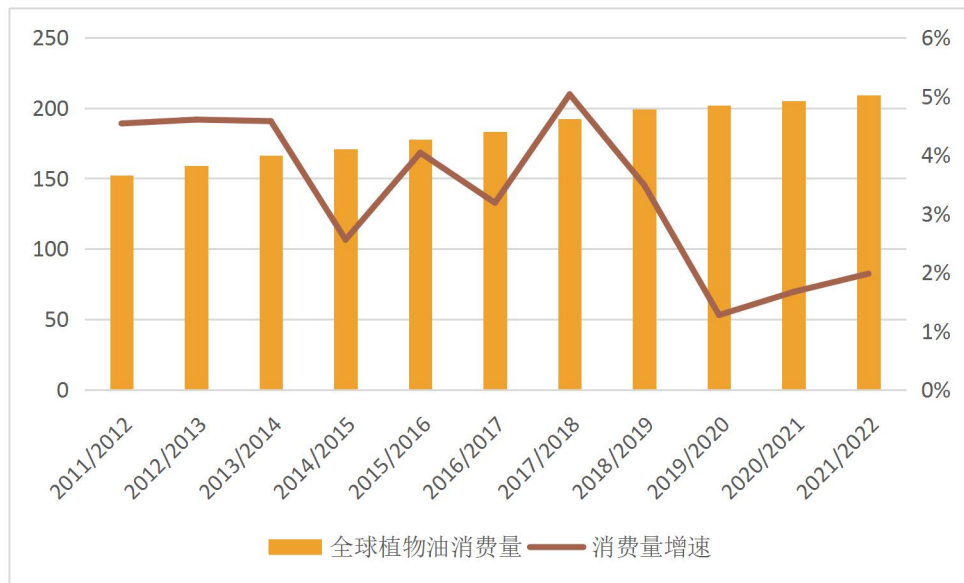
图 10：全球植物油产量（百万吨）



资料来源：USDA、优财研究院

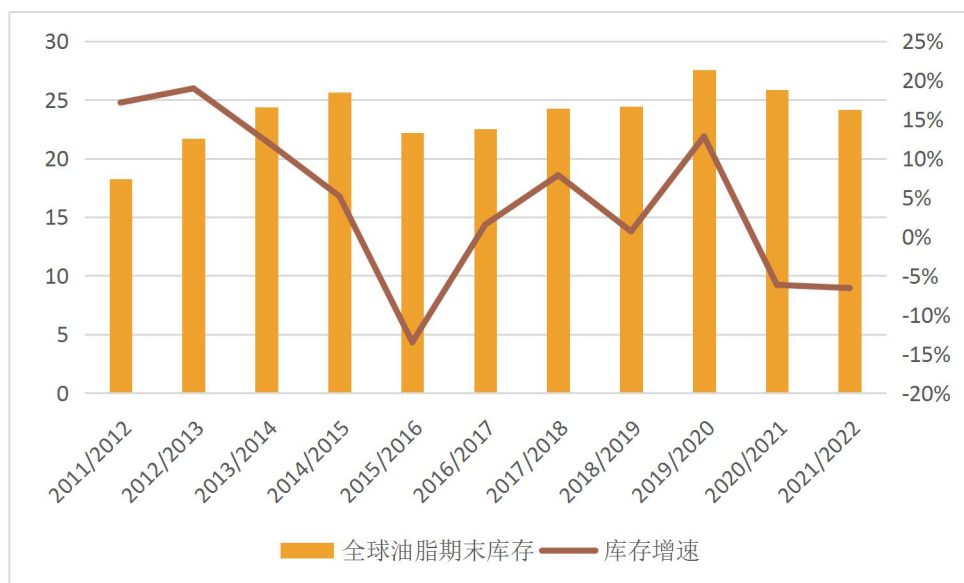


图 11: 全球植物油消费 (百万吨)



资料来源: USDA、优财研究院

图 12: 全球植物油期末库存 (百万吨)



资料来源: USDA、优财研究院



3、主产国情况

MPOB2月报告发布，马来西亚棕榈油2月末库存下滑至151.83万吨，环比上月同期仅下滑2%，远高于市场预期的127-138万吨，产量下滑至113.74万吨，环比上月同期下降9%，低于市场预期的117-119万吨，出口109.79万吨，环比上月同期下降5%。从库存数据上看，报告利空，但细看却有不同解读：持续低迷的产量继续下滑且低于市场预期，而导致库存偏高的原因在出口端，据了解MPOB统计出口数据口径采用港口海关报税数据，而航运机构则采用出口合同数，导致MPOB数据相对稍稍滞后，市场认为低出口数据并未完全体现出口现状。

3月产量高频数据显示，马来西亚棕榈油产量：Sppoma：2022年3月1-20日马来西亚油单产环比+19.31%，出油率+0.19%，棕榈油产量+20.58%；UOB：3月1-20日马来棕榈油产量，沙巴-2%至+2%，沙捞越+2%至+6%，马来半岛+11%至+15%，全马来预计+6%至+10%；MPOA：2022年3月1-20日，马来半岛+13.35%，马来东部-1.26%，沙巴州-1.99%，沙捞越+1.04%，马来西亚全部+8.08%。UOB和MPOA数据相对全面一下，3月棕榈油进入增产季，但10%-15%左右的增产速度环比往年依旧偏低。

需求端ITS：马来西亚3月1-25日棕榈油出口量为1042672吨，较2月1-25日出口1095753吨降低4.84%；Amspec：马来西亚3月1-25日棕榈油出口量为1008706吨，较2月1-25日出口1060303吨降低4.87%。3月出口显然不及预期，市场也对需求降低发出不同的声音：高价抑制需求，需求转向豆葵/欧盟直接进口生物柴油替代进口棕榈油。我们认为4月将迎来伊斯兰教斋月，印度4月采购进度不足50%，有比较强的补货意向，而欧盟随着疫情封锁的放开，能源需求的上升也带动植物油需求，具体3月需求及库存关注4月11日公布MPOB报告。

未来来看，即使马来西亚4月1日起打开国门，但由于外籍劳工多数要在本国过完斋月及5月初开斋节，劳工入境进度并不会太快，预计5月中下旬开始逐步入境，且目前马来西亚外籍劳工缺口约7万，本次入境数量约3.2万，还有大量劳工缺口需要补充，马来库存累计速度在2季度很难显著体现，我们预计最快将于3季度开始逐步累库给与价格压力。

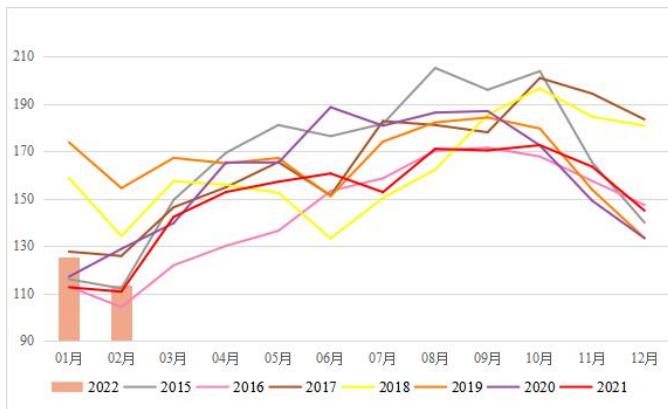


表 1: 马来西亚棕榈油月度供需数据与市场预估对比

单位 (万吨)	2022 年 2 月	市场预期	2022 年 1 月	环比	2021 年 2 月	同比
产量	113.74	117-119	125.34	-9%	110.56	3%
进口	14.98	12-20	7.06	112%	8.73	72%
出口	109.79	125-126	115.8	-5%	89.56	23%
国内消费	22.35	20-35	22.82	-2%	32.10	-30%
期末库存	151.83	127-138	155.24	-2%	130.08	17%

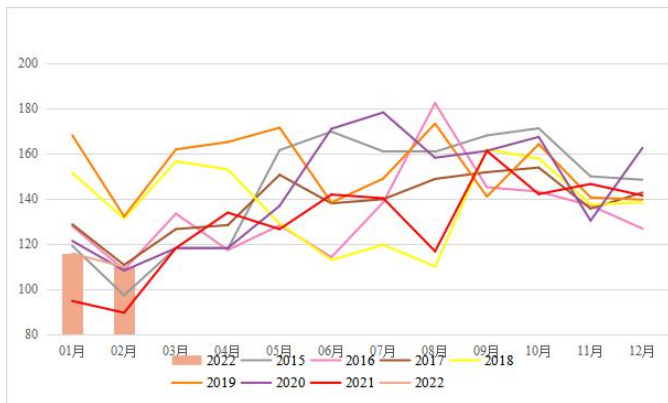
数据来源: MPOB、优财研究院

图 13: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



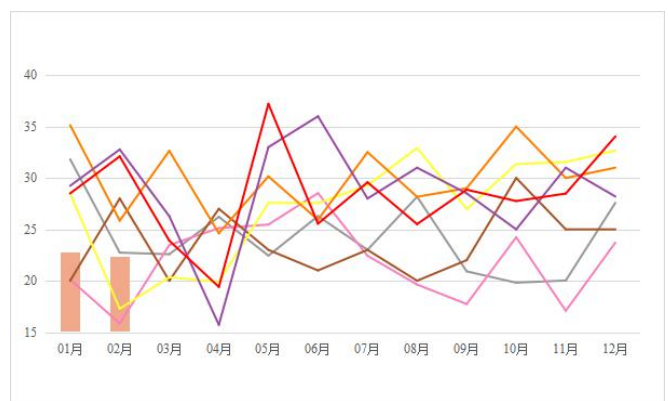
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 15: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)



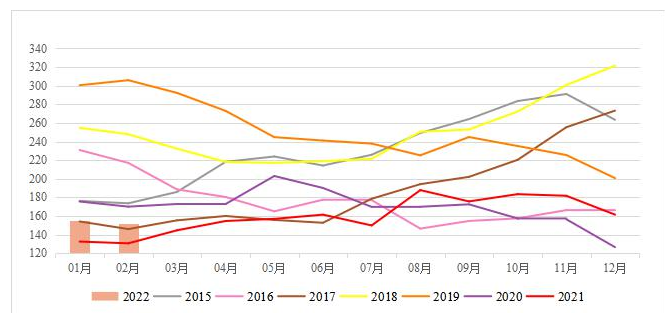
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 14: 马来西亚棕榈油消费 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

图 16: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



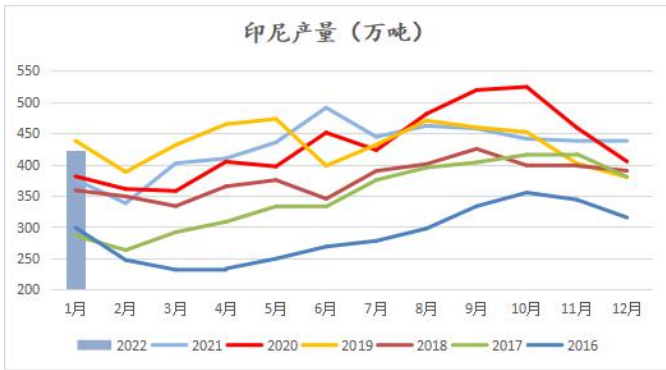
资料来源: MPOB, 优财研究院



从1月27日起印尼开始对棕榈油实施一项名为“国内市场义务”（DMO）的新规定，此次针对棕榈油实施的DMO则是强制要求食用油出口商必须将其计划出口的20%出售给国内市场，以确保足够的食用油供应。2月初市场有传言DMO的比例由20%调减为7%，随后证实为误传。3月9日，印尼贸易部长表示，将DMO比例由20%调整30%，短短4天过后市场有消息传言DMO将进行修正甚至取消，3月17日印尼贸易部长表示印度尼西亚将取消DMO限制并提高棕榈油原油出口税，毛棕榈油出口税最高征收标准由原来的375加征至675，但市场等来的官宣却是LEVY最高征收375，并未等到DUTY的变更，最高加征标准比原先高200美元而非300。配合印尼出口政策的多变，大连棕榈油合约巨幅震荡，更是先后触及涨停板和跌停板，印尼政策的无常市场已经习惯，但作为全球棕榈油第一大生产国及出口国，其政策的变动市场又不得不重视。据市场传闻，印尼后续可能还将对棕榈油出口关税做出调整，以当前印尼的库存及出口效率来看，印尼库存或将在2-3个月内突破600万吨高位，届时印尼国内库存将有较大压力，或不得不降低出口关税以激励出口。

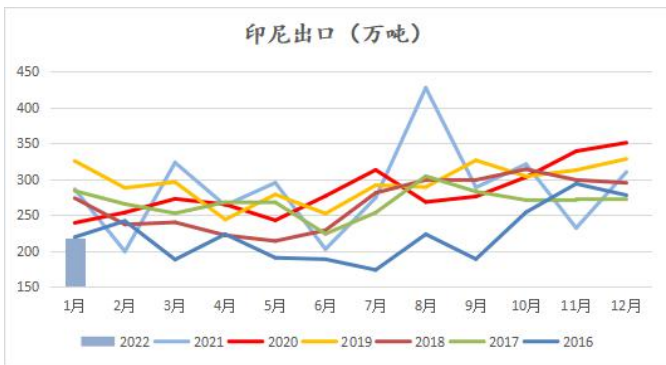


图 17: 印尼棕榈油产量 (万吨)



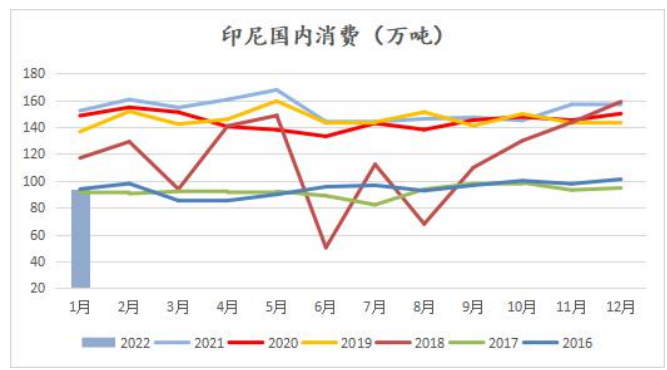
资料来源: USDA, 优财研究院

图 19: 印尼棕榈油出口 (万吨)



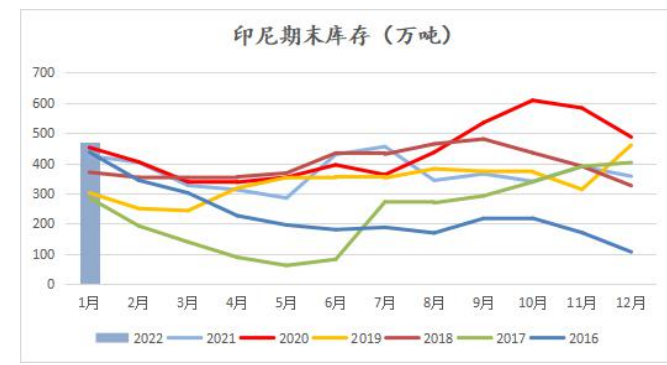
资料来源: USDA, 优财研究院

图 18: 印尼棕榈油消费 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 20: 印尼棕榈油库存 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院



豆油方面 USDA3 月供需报告公布，继续下调南美大豆产量，并且因南美大豆低产、俄乌局势对当地葵籽菜籽及加工品出口的影响，相应调高了美豆出口数量，美国、南美及全球期末库存都有不同程度的下调，但数据整体符合预期，多头并未等来惊喜。USDA 相对商业数据机构逐月对数据的调整不会太过激进，预期南美豆产量及期末库存会在之后几个月继续阶梯式下调。

由于南美大豆产量下调，市场把更多的进口需求转向美国，从美国大豆出口进度也能看出，1 月后美豆出口净销售速度有了明显的提升，截至 3 月 17 日，本年度美豆出口净销售累计已经超 3300 万吨，接近了 5 年的高点，且我们估计出口增速还将持续。

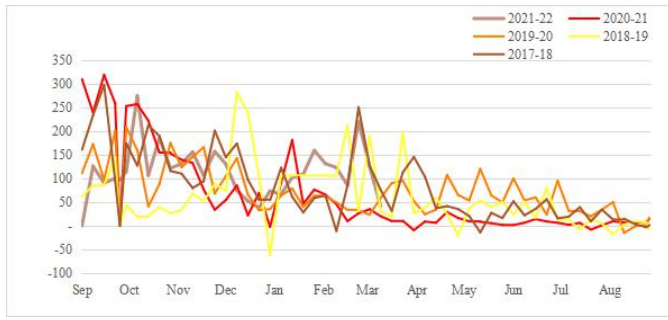
新作美豆的播种面积，USDA2 月论坛公布为 8800 万英亩，3 月意向报告种植面积或将增加，市场预计区间在 8600-9220 万英亩，美玉米和美小麦当前高价，对农民可能存在更高的吸引力，美豆种植面积增加幅度可能有限，但由于玉米种植的化肥需求要远高于大豆，所以美豆具体种植面积的增幅也存在不确定性。我们预计 3 月底报告面积若超 8900 万英亩，可能对盘面有一定承压，不过今年播种面积竞争较为复杂，面积题材炒作或持续到 5-6 月。

表 2：美国农业部全球大豆供需数据与市场预估对比

	3 月公布值	市场预期	2 月公布值	单位
阿根廷大豆产量	4350	4000-4500	4500	万吨
阿根廷大豆期末库存	2150	-	2221	万吨
巴西大豆产量	12700	12120-13400	13400	万吨
巴西大豆期末库存	2100	-	2235	万吨
美国大豆期末库存	2.85	1.82-3.25	3.25	亿蒲式耳
全球大豆期末库存	8996	8550-9340	9283	万吨
数据来源：USDA、优财研究院				

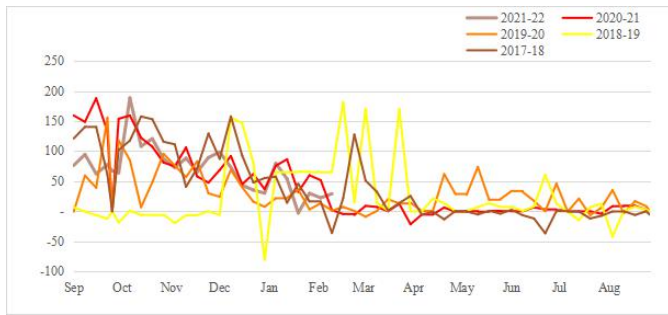


图 21: 美豆出口净销售 (万吨)



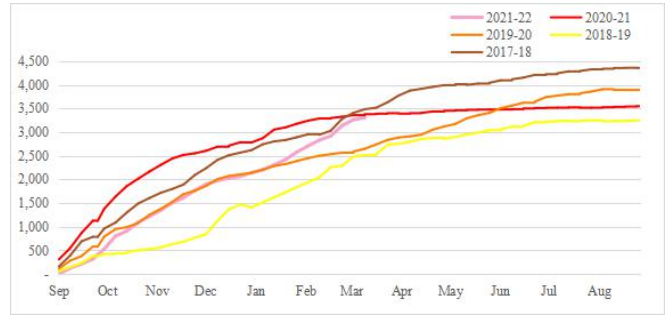
资料来源: USDA, 优财研究院

图 23: 美豆出口中国净销售 (万吨)



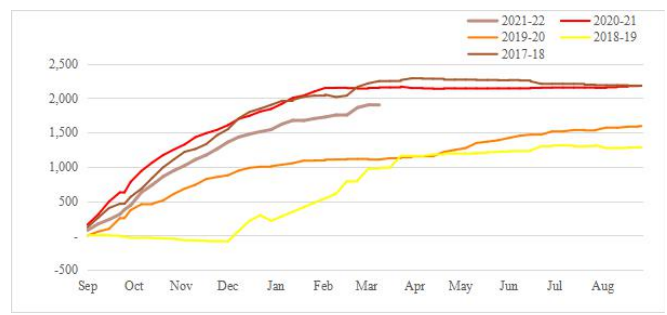
资料来源: USDA, 优财研究院

图 22: 美豆出口净销售累计 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 24: 美豆出口中国净销售累计 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院



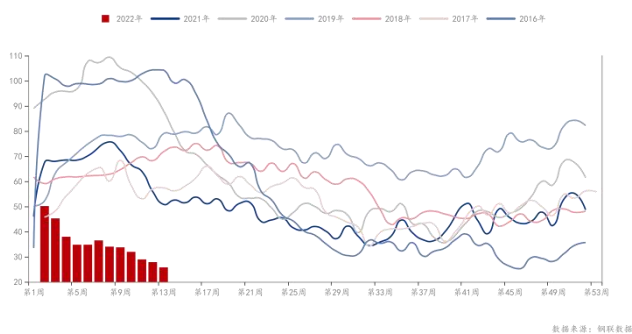
4、国内供需

截止3月25日，全国棕榈油库存约25.78万吨，较去年12月31日降20.22万吨；全国豆油库存约75.31万吨，较去年12月31日降6.63万吨。食用棕榈油库存较去年底几乎下降一半，豆油库存也维持在低位。

据了解，目前国内食用棕榈油4月到港不足10万，5月不足15万，虽然高价抑制消费，棕榈油消费仅剩刚需，月度消费从往年35-40万下降至不足20万，但以目前进口到港进度，库存还将继续下降。大豆方面，国内3月大豆到港约650-680万吨，4月超900万吨，5月超800万吨，叠加国内近期增加大豆抛储，以及全国压榨厂3-4月不同程度停机检修，大豆供应可满足压榨需求，近期国内疫情复发遏制餐饮消费，我们预计豆油库存会在4-5月加速累积，这也是豆油基差下跌幅度较大的原因。

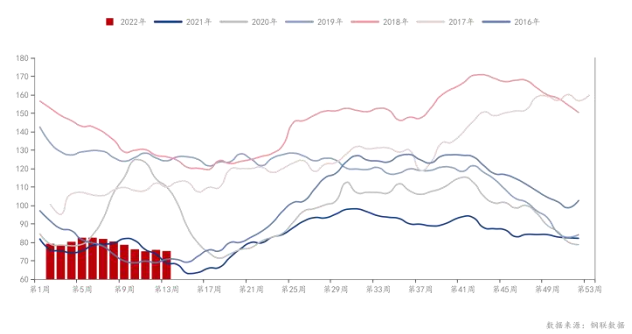
市场成交上看，今年2月市场成交明显好于去年同期，尤其豆油端，在棕榈油现货价格远高于豆油情况下，市场需求大量转向豆油市场，加之后期大豆到港量减少，贸易商及油厂也在纷纷采购近月合约。但3月开始，由于全国疫情复发，餐饮消费受冲击严重，成交量有明显下滑，目前看疫情拐点尚未到来，全国最快将在4月中下旬有所好转，五一节前若疫情出现拐点，消费或有一波爆发性增长。

图 25：棕榈油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

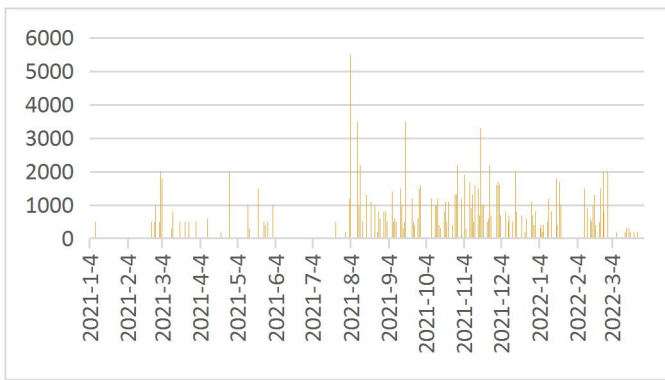
图 26：豆油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

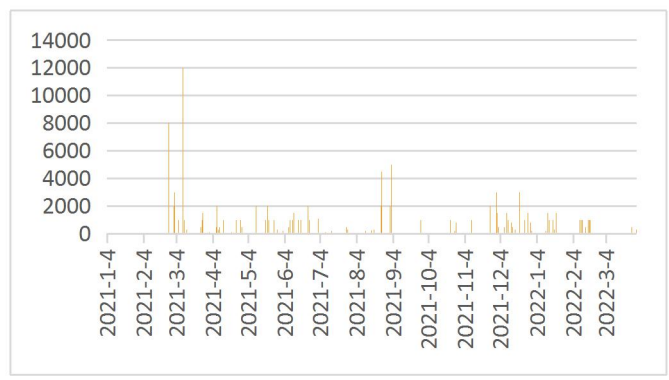


图 27：24 度棕榈油成交量：华北地区（日）



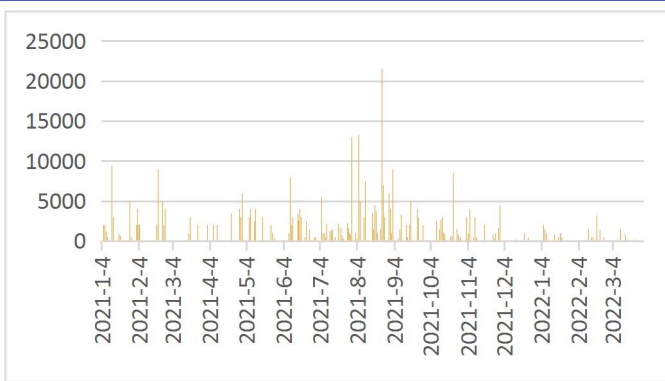
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 28：24 度棕榈油成交量：华东地区（日）



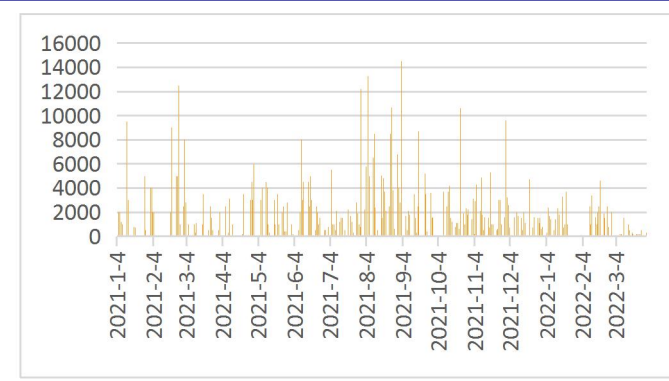
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 29：24 度棕榈油成交量：广东地区（日）



资料来源：钢联数据，优财研究院

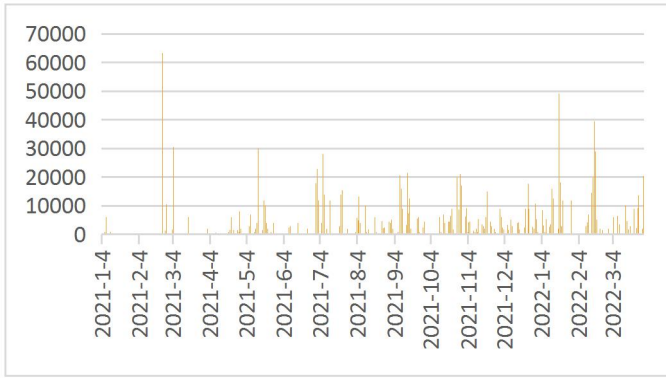
图 30：24 度棕榈油成交量：全国合计（日）



资料来源：钢联数据，优财研究院

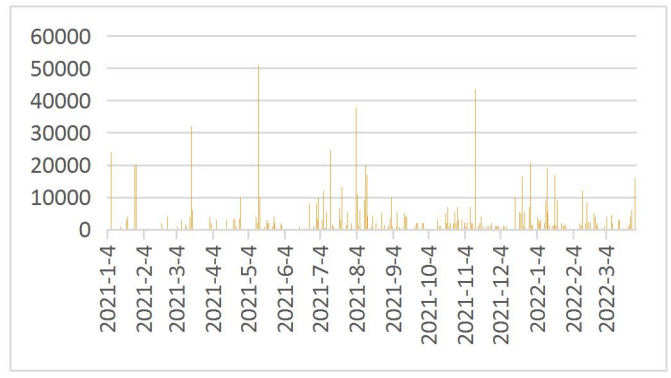


图 31: 豆油成交量: 华北地区 (日)



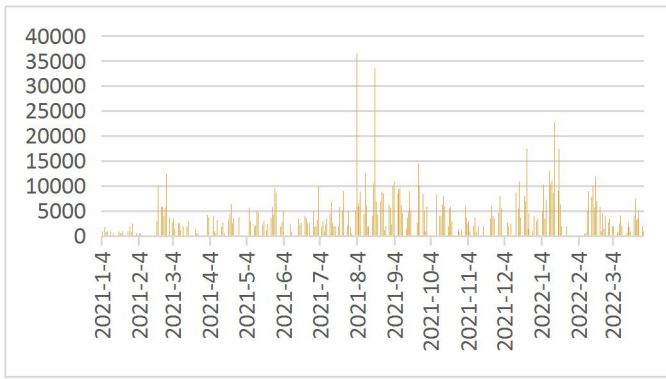
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 32: 豆油成交量: 华东地区 (日)



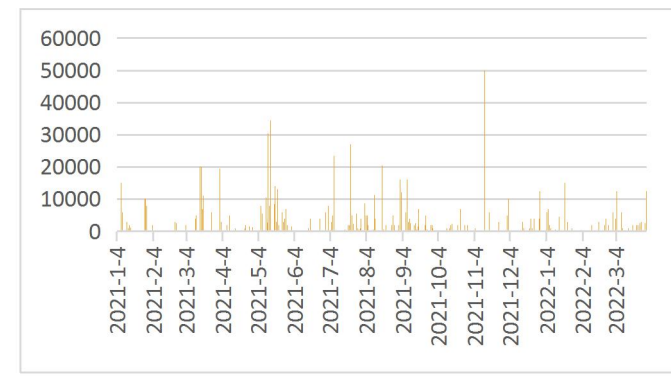
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 33: 豆油成交量: 山东地区 (日)



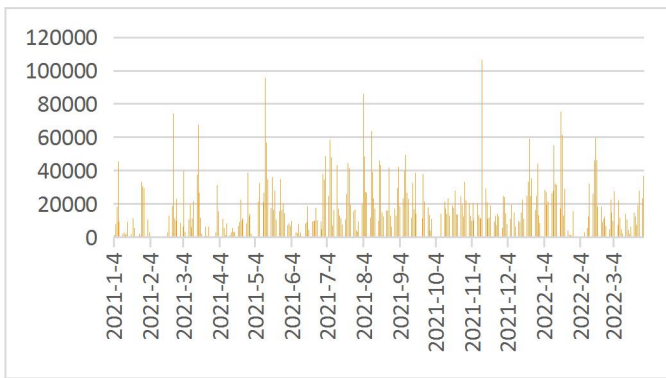
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 34: 豆油成交量: 广东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 35: 豆油成交量: 全国合计 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院



二、后市展望

一季度以来，油脂基本面基本还是延续全球油脂油料减产，供应紧缺的格局，价格也一路攀升至历史高点附近，但由于2月底地缘冲突爆发导致原油价格波动较大，以及全国疫情复发等突发情况，导致油脂在高位宽幅震荡。目前来看，全球油脂油料供应依旧偏紧，市场对新作美豆的信心存疑，种植面积增加有限，天气情况也是担忧因素之一，乌克兰新作播种面积大减，全球葵籽、菜籽等供应又将收紧，现在来说油脂已高位见顶转入熊市为时过早，待战争情绪褪去，地缘政治泡沫将逐渐挤出，原油振幅缩小后，油脂受其影响将减弱，国内疫情见到拐点后，需求将逐步复苏，油脂依旧存在上行动力。需要警惕的是马来西亚劳工入境进度，马来当地产量何时爆发性增长，印尼库存高企下何时放开出口，这些都是潜在的利空因素。美豆新作的播种面积及播种后的天气情况也需要密切关注，若新作美豆产量出现不利因素，将进一步推动全球油脂油料上涨。操作上近期供需双弱格局下，建议谨慎观望，待地缘政治影响减弱，国内疫情有所好转后可考虑逢低介入。

风险提示

俄乌局势的变化；拉尼娜是否继续发酵；美豆新作种植面积；马来外籍劳工入境进度等。



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/>