

2022年7月17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



基本面有所分化 豆棕价差逐步扩大

内容提要

周初油脂延续震荡下跌，不过下半周出现抵抗，先是由于菜油旧作供应仍有缺口且近期现货成交火爆吸引资金介入，再是美豆出口销售连续3周出现负值，国内3季度大豆供应减少，资金又转战豆油。周线看豆油跌幅明显收窄，菜油小幅微涨，而棕榈油持续疲软，因印尼库存压力难以消化，预期关税下调压力等原因。豆棕价差最高扩至1262元/吨，在美豆天气生水注入及国内3季度进口大豆供应下降的背景下，豆棕油价差有望进一步走扩。

操作建议

印尼棕榈油出口降税落地，棕榈油或继续承压大幅下跌，而豆油基本面较好，国内三季度供应预期减少叠加美豆天气升水注入给予价格支撑，基本面走势开始逐渐分化，豆棕价差扩大逢低依旧有介入价值。

风险提示

美豆新作播种及生长情况

各国生物燃料政策变化

一、基本面分析

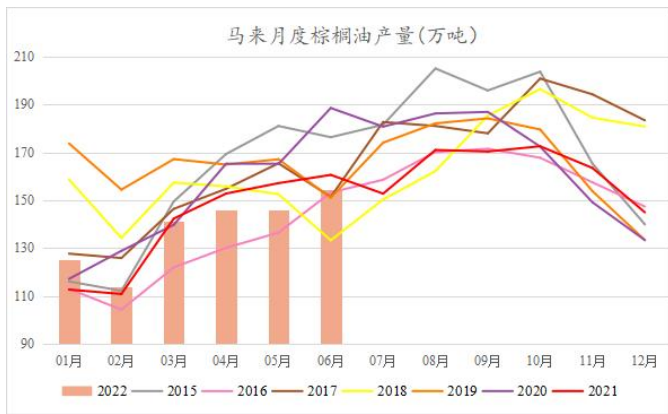
1、棕榈油

MPOB 6 月报告：马来 6 月棕榈油产量 154.51 万吨，环比增 5.76%，低于市场预期；6 月棕榈油进口 5.92 万吨，环比增 2.48%；6 月棕榈油出口 119.39 万吨，环比下降 13.26%，低于市场预期；6 月棕榈油库存 165.51 万吨，环比增 8.76%，低于市场预期，报告数据利多，但难以扭转基本面现状。

如今的 MPOB 报告，像极了前几年的印尼棕榈油协会数据报告，沦落至市场只看不交易的地步，6 月供需报告显示产量及库存都低于市场预期，但在印尼超高库存及政府不断加速推动出口的背景下，报告公布后期价毫无反应，连小幅高开再低走的情况都没有发生。在印尼库存消化至一个合理水平前，马来的平衡表数据或很难再获得市场的青睐。

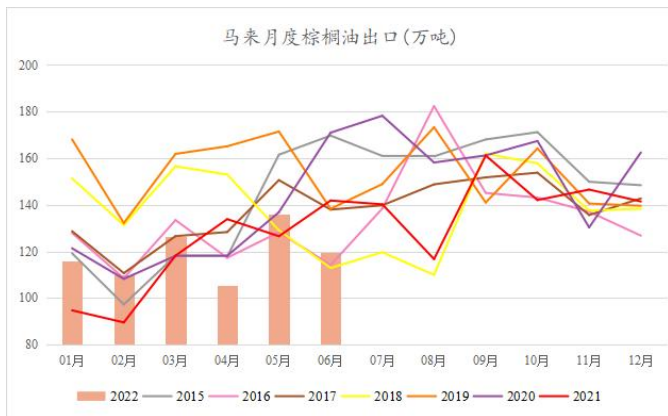
不过我们目前不能让现实的压力屏蔽远期的一些可能性，当前马来仍受困于劳工不足的压力之下，超 10 万人的劳工缺口迟迟未能补足，6 月产量只有不到 160 万吨很好的说明了这个问题。如果在 7-10 月传统增产季内，产量无法超过去年 170-172 万吨/月的水平，那么我们可以基本认为今年马来产量依旧不容乐观，或降至 1800-1820 万吨的区间，与去年基本持平，那么在印尼库存消化之后，棕榈油可能会重新因为马来产量下降而得到价格的回升。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



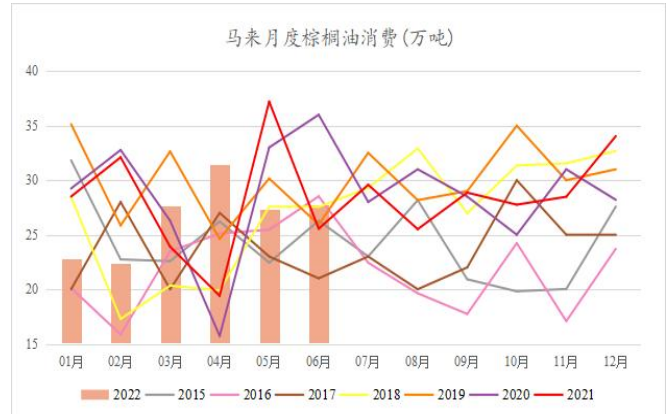
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



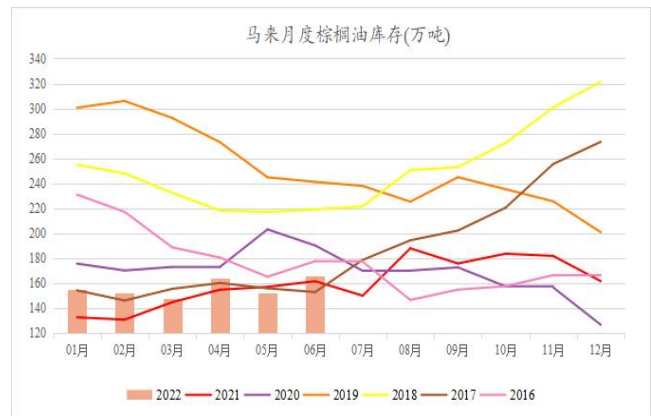
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油消费（万吨）



资料来源：MPOB，优财研究院

图 4：马来西亚棕榈油库存（万吨）



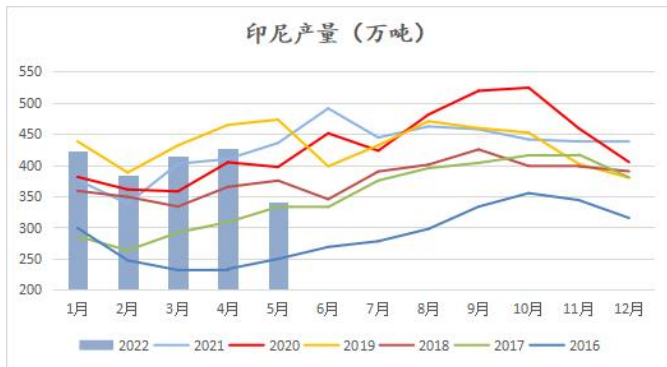
资料来源：MPOB，优财研究院

印尼同样于本周公布了5月供需平衡数据：印尼棕榈油协会（GAPKI）周五公布的数据显示，印尼5月棕榈油库存升至723万吨，棕榈油产量降至341万吨，棕榈油出口量降至67.8万吨。这次印尼数据公布的时间比以往早了1-2周，而产量及库存数据也遭到了市场部分质疑的声音，在刚刚开始实行出口禁令的5月印尼国内的涨库现象还不严重，而产量却较往年同期水平下降了约100万吨，库存也离市场预期的800万吨左右水平有很大差距。

数据是否真实我们不再过多赘述，毕竟这是印尼最官方的数据口径，如果5月的产量只有340万吨，那我们可以预计6-8月的产量也会同样不乐观，那么库存可能不会升至之前市场预期的900-1000万吨的区间。但是我们觉得并不能因此而认为印尼的库存压力小了或者库存回到正常水平的预期时间提早了。目前印尼的出口仍有非常多的问题：①DMO并没有取消，印尼出口依旧依赖于出口许可证的发放，出口窗口并未完全打开；②运力严重不足，印尼出口禁令实施后大量油船运力转向俄罗斯原油，当前俄罗斯原油出口仍需求旺盛，且即使原油船想重新运载棕榈油，由于原油和食用油巨大的差异性，油船需要逐渐变换运载物，经过3-4个航次的转换才能重新运输食用油；③需求国采购意愿低，市场都能预期价格还会走低，各需求国除近月刚需外都愿意将采购时间延后。在这些因素下，印尼库存的消化依旧道阻且长，那么棕榈油价格的压力就会继续存在。

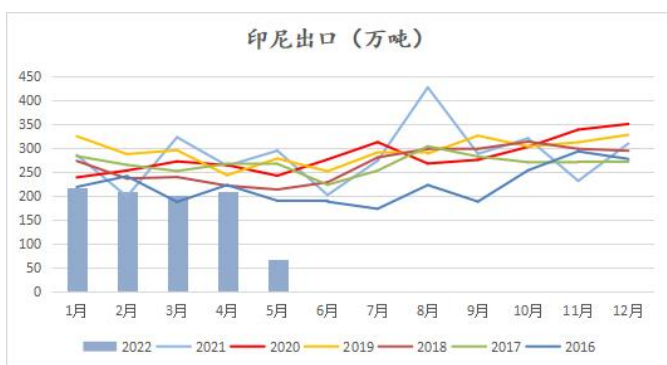
此外，本周末印尼降低出口关税的政策终于落地：印尼将在7月15-8月31日免除一切棕榈油相关产品的出口levy。此前毛棕榈油出口levy是200美金/吨，这一巨大的关税豁免将使得印尼棕榈油出口价大幅下调，预计周一棕榈油期价将受此影响下跌。另外印尼出口价还将做进一步调整，目前是随着本次关税同步调整还是如往常一样8月再调整还没有文件流出，不过整体关税继续下调也只是时间问题。

图 5：印尼棕榈油产量（万吨）



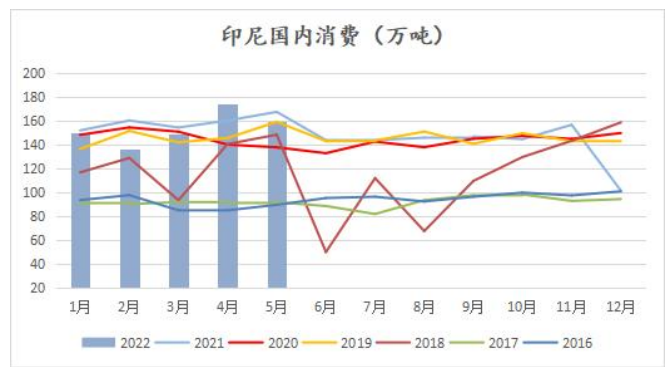
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 7：印尼棕榈油出口（万吨）



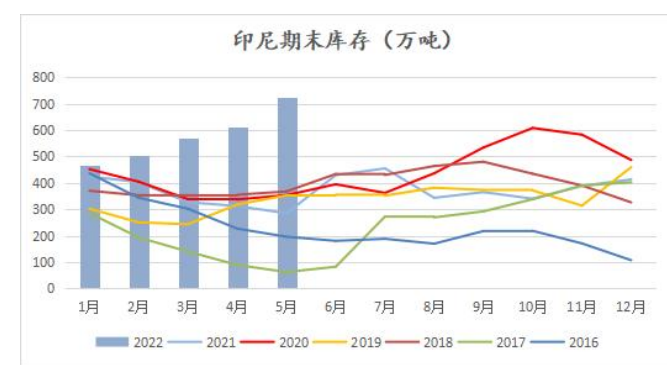
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 6：印尼棕榈油消费（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

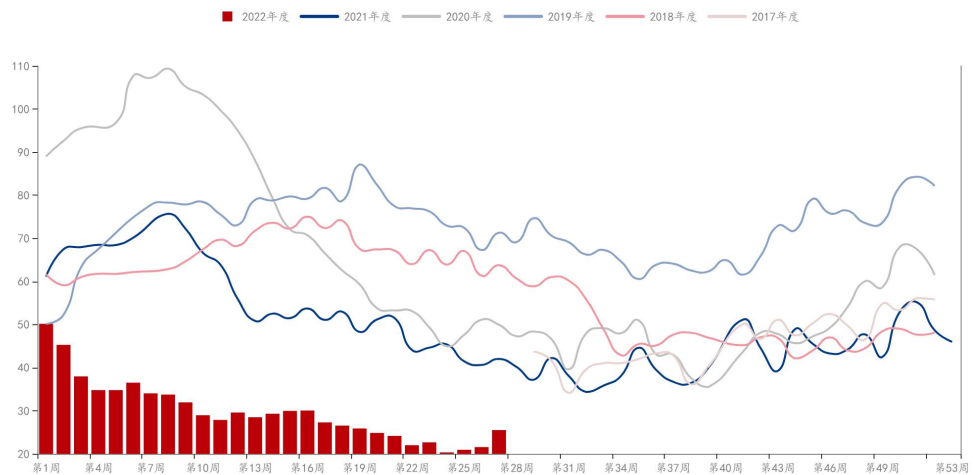
图 8：印尼棕榈油库存（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

截至7月8日，国内棕榈油库存25.51万吨，环比上升3.95万吨，因国内集中到船，库存显著上升。国内现货基差依旧在快速下跌，本周华北地区基差由09+2200下跌至09+1700；华东地区基差由09+1700下跌至09+1500；华南地区基差由09+1300下跌至09+1250。

图9：棕榈油全国库存



数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，优财研究院

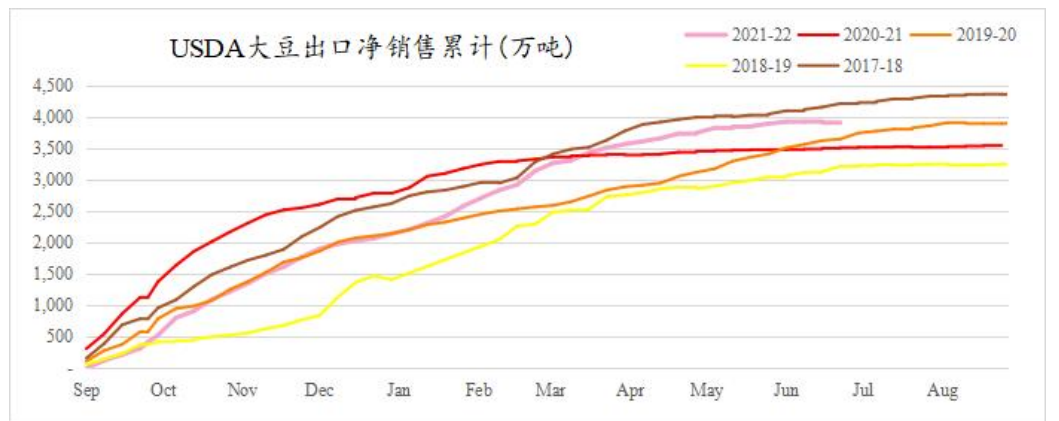
2、豆油

USDA7月供需报告：美国2022/2023年度大豆产量预期45.05亿蒲式耳，6月为46.4亿蒲式耳，减少1.35亿蒲式耳；大豆压榨量预期22.45亿蒲式耳，6月为22.55亿蒲式耳，减少0.10亿蒲式耳；大豆出口量预期21.35亿蒲式耳，6月为22亿蒲式耳，减少0.65亿蒲式耳；期末库存预期2.3亿蒲式耳，6月为2.8亿蒲式耳，减少0.5亿蒲式耳。巴西2021/2022年度大豆产量预期维持在1.26亿吨不变；阿根廷2021/2022年度大豆产量预期从此前的4340万吨上调至4400万吨。本次报告数据上较上月利多，较预期偏空。

旧作上美豆出口销售报告连续三周出口净销售为负值，因农产品价格大幅下跌后需求国出现大量洗船，但美国方面对前景依旧乐观，他们认为在高额的生物燃料利润以及预期减少的新作产量背景下，农产品价格有望企稳回升，所以导致了一个愿洗一个愿买的现象。

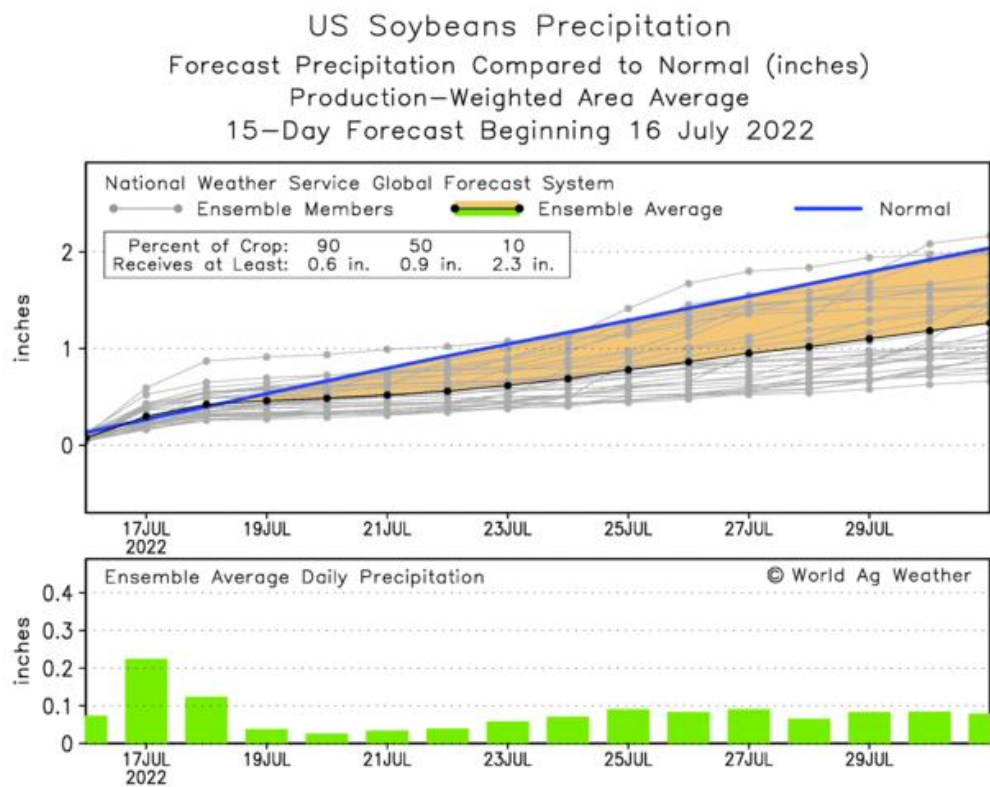
新作方面我们注意到，本月USDA报告沿用了6月底公布的大豆播种面积即8832万英亩，产量较之前预期减少减少约1.35亿蒲，期末库存同步下调0.5亿蒲。不过今年种植阶段，美国中北部部分地区：南达科塔州、北达科塔州和明尼苏达州因天气原因播种进度始终较慢，市场预期目前偏低的种植面积可能将在未来几个月有所上调，目前断言美豆新作产量大幅下调还为时过早。单产方面本月依旧延续上月51.5的单产，虽然当前天气升水开始注入，但我们参考去年更为严重拉尼娜现象，去年单产虽然由初始的50.8下调至50，但市场后来发现天气对美豆的影响并没有非常剧烈而单产也重新上调并且超过了初值达到51.4，所以我们认为即使今年天气依旧干旱少雨，但是单产51.5大幅下调的可能性非常小，所以美豆新作产量我们认为还是聚焦在种植面积上。

图 10: 美豆 2021/22 年度出口销售订单



资料来源: USDA, 优财研究院

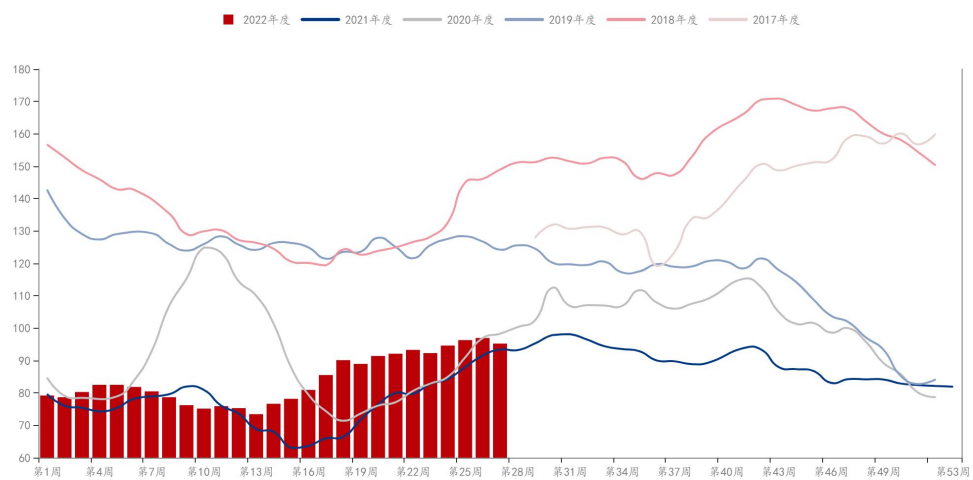
图 11: 美国大豆种植区未来 15 日降雨情况



资料来源: World Ag Weather, 优财研究院

截至7月8日，国内豆油库存95.25万吨，环比下降1.72万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由09+550上涨至09+640；华东地区一级豆油基差由09+620上涨至09+680；华南地区一级豆油基差维持09+580。因三季度进口大豆到港预期下调及现货成交转暖，基差企稳升高。周度压榨量约170万吨，较上周环比下降4-5万吨。

图 12: 豆油油全国库存 (万吨)



数据来源: 钢联数据

资料来源: 钢联数据, 优财研究院

二、市场价格

1、桐油现货市场价格

图 13: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

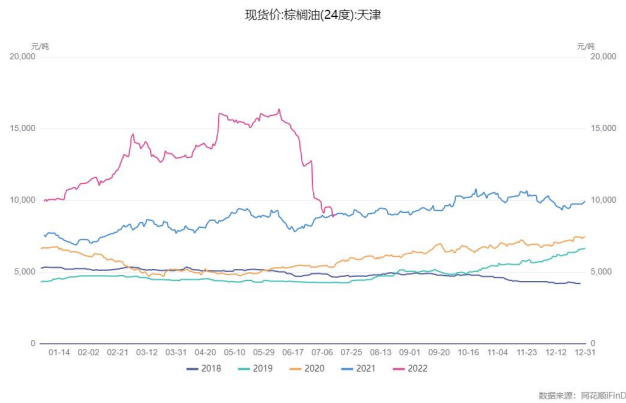


图 14: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 15: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

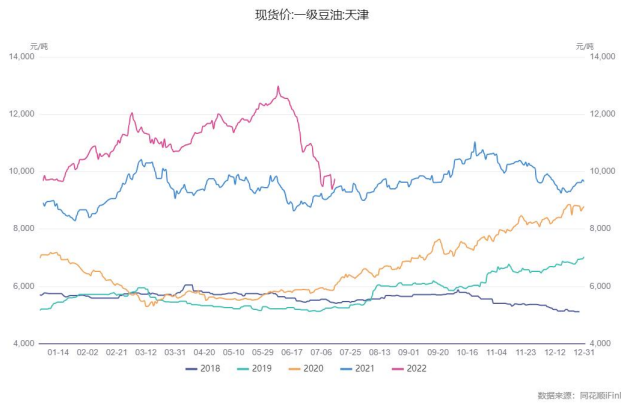


资料来源: ifind, 优财研究院

资料来源: ifind, 优财研究院

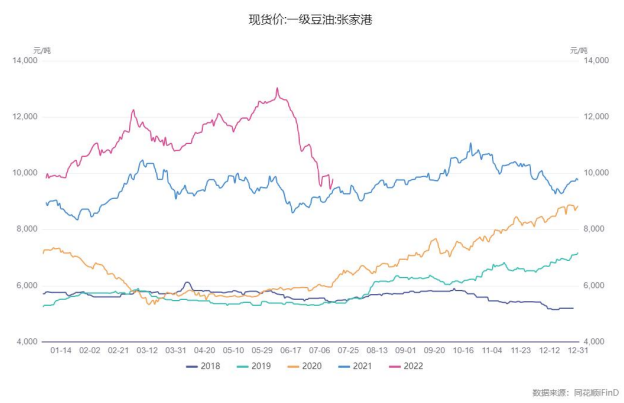
2、豆油现货市场价格

图 16: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



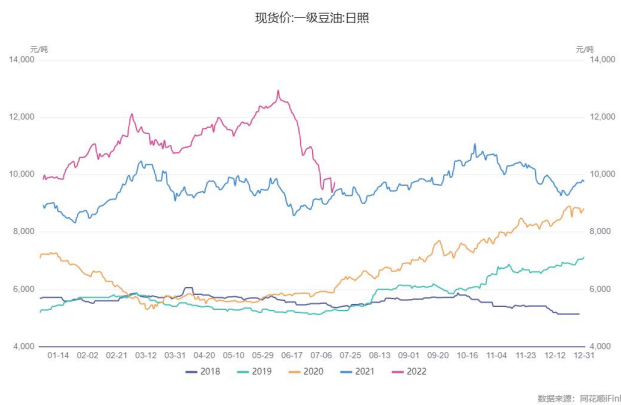
资料来源: ifind, 优财研究院

图 17: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



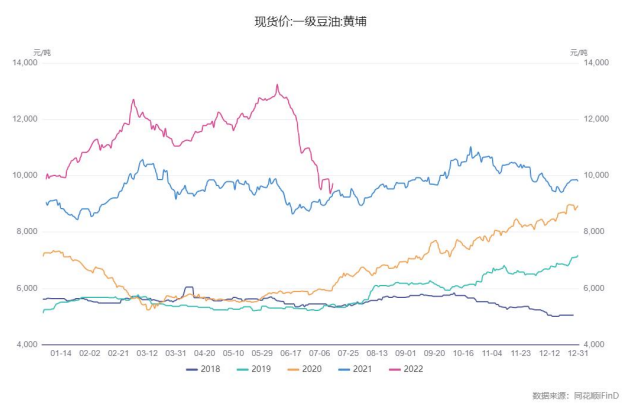
资料来源: ifind, 优财研究院

图 18: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 19: 广东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

三、综合分析和交易策略

油脂基本面开始有所分化，棕榈油将继续受到印尼库存的压力，且印尼棕榈油出口关税的大幅下调我们预计下周棕榈油将继续大幅承压。而豆油端随着国内部分进口大豆洗船，三季度到港预期下降，且美豆有天气升水注入给予外盘价格支撑，豆油抗跌性会优于棕榈油。近期宏观及原油的变化也非常大，美国 CPI 超预期后 7 月加息预期一度升值 100bp，但随着美联储又有鸽派言论流出，目前 7 月加息 75 或 100 存在分歧。拜登中东行或以失败告终，沙特态度非常模糊，原油价格将继续宽幅震荡。所以我们建议近期单边操作将对谨慎，豆棕价差依旧有逢低介入的价值。

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/>