

2022年7月31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

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



多空博弈加剧 下跌遭遇抵抗

内容提要

截止7月29日,国内棕榈油9月合约收8614元/吨,较6月30日跌9.93%;国内豆油9月合约收10062元/吨,较6月30日跌2.12%。在经过6月的暴跌后,7月在美国新作进入天气市、国内旧作菜籽存在缺口以及印尼虽然高库存但因缺乏运力无法顺利释放库存的背景下油脂遇到了多头的抵抗。根据钢联网数据,截止7月22日,全国棕榈油库存约27.21万吨,较7月1日增加5.65万吨;全国豆油库存89.12万吨,较7月1日下降7.85万吨。

暴跌过后,价格重新具备吸引力,全国成交情绪大幅反转,除疫情逐渐放开后餐饮需求的回归外,饲料、工业及中秋前备货的食品需求都开始重新转向植物油,而9月前豆棕菜三大油脂都有供应或许依旧紧缺的风险,现货基差在与期价一同下跌后也开始企稳转涨。

操作建议

油脂多空博弈加剧,印尼的高库存使得棕榈油价格依旧存在下探空间,但运力不足出口不顺,美豆进入天气市和国内3季度菜籽供应短缺对基本面有所支撑,宏观情绪转暖及原油利空逐渐消散也在使油脂情绪有所转向,近期油脂期价预计宽幅波动,单边操作上建议谨慎观望,价差上可关注豆棕及豆菜价差扩大,逢低可尝试介入。

风险提示

印尼出口政策变化;美豆及加菜籽等新作种植情况;美国生物燃料消费增长;地缘冲突对后市的影响

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7月29日，国内棕榈油9月合约收8614元/吨，较6月30日跌9.93%；国内豆油9月合约收10062元/吨，较6月30日跌2.12%。豆油在全球大豆旧作库存趋紧，消费预期增长及新作产量不确定背景下创出新高，棕榈油也在印尼不确定的出口政策背景下保持强势，油脂整体走势依旧偏强，牛市还在继续。现货基差方面，由于担忧印尼出口不顺及3季度国内进口大豆下降，基差在7月下旬企稳转涨，截止7月29日，天津24度棕榈油基差09+1700；华东24度棕榈油基差09+1550；广东24度棕榈油基差09+1600；天津一级豆油基差09+770；华东一级豆油基差09+730；广东一级豆油基差09+620。

图1：棕榈油主力合约



资料来源：ifind，优财研究院

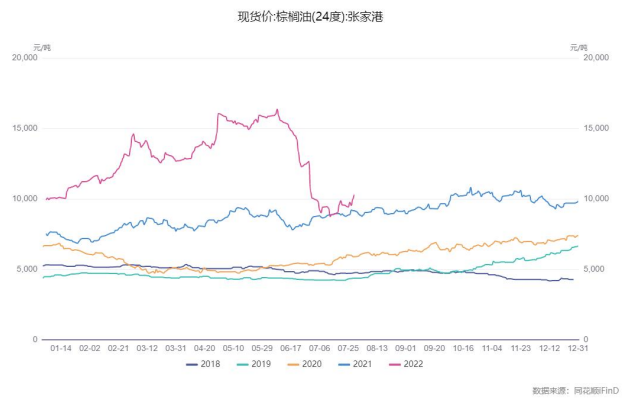
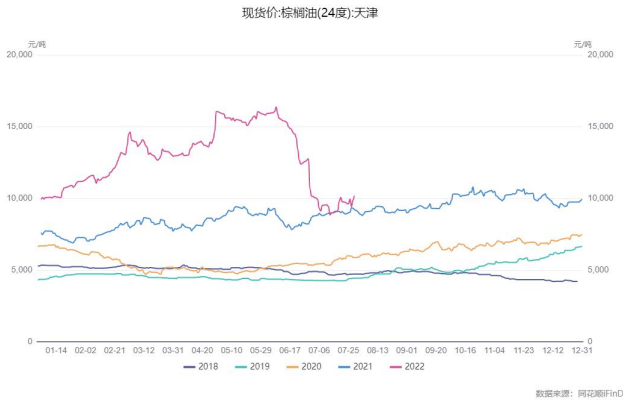
图2：豆油主力合约



资料来源：ifind，优财研究院

图 3: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

图 4 张家港 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

图 5: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



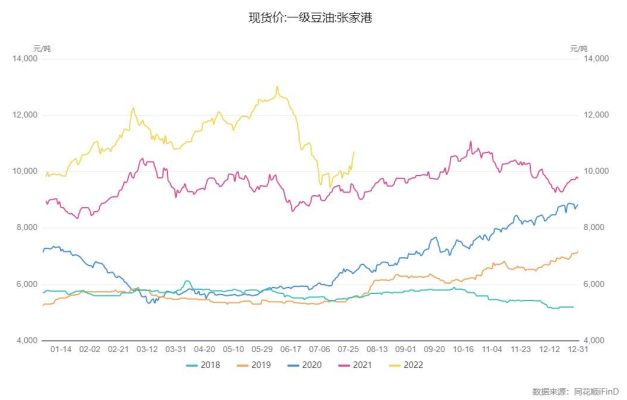
资料来源: ifind, 优财研究院

图 6: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



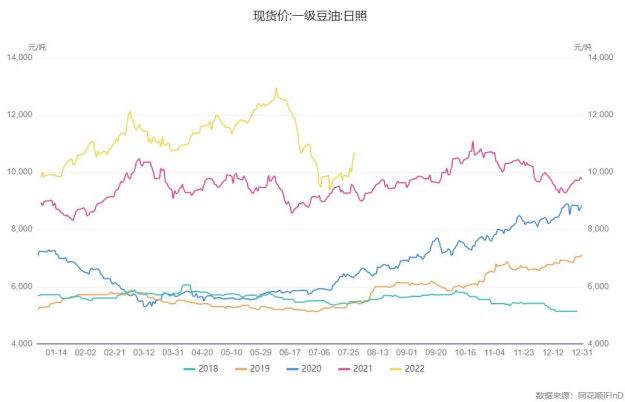
资料来源: ifind, 优财研究院

图 7: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



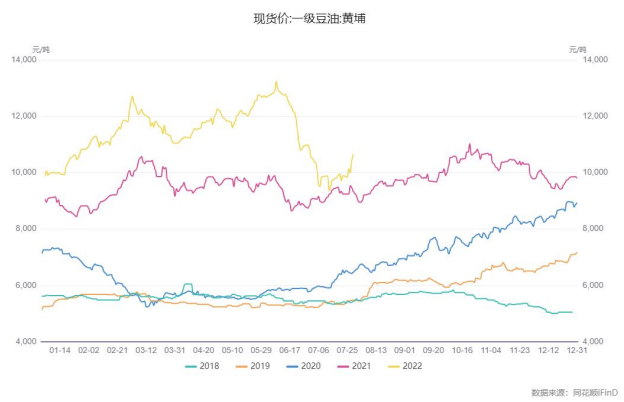
资料来源: ifind, 优财研究院

图 8: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 9: 广东一级豆油现货价格 (元/吨)



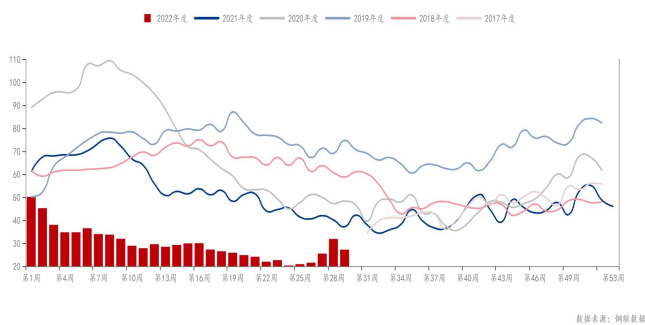
资料来源: ifind, 优财研究院

2、库存及供应

截止 7 月 22 日，全国棕榈油库存约 27.21 万吨，较 7 月 1 日增加 5.65 万吨；全国豆油库存 89.12 万吨，较 7 月 1 日下降 7.85 万吨。

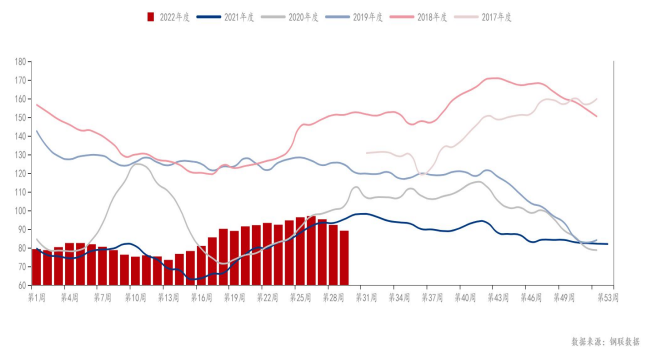
经历期价暴跌和印尼加速出口后，棕榈油进口报价倒挂快速收窄，且虽 8 月船期对 9 月合约依旧倒挂不过印尼受困于运力，国内部分多头对赌进口到港时间后移，9 月存在多逼空机会，国内采购棕榈油热情高涨，8 月买船超 40 万吨，预计棕榈油库存将在 8 月下旬至 9 月中旬期间快速累增；国内 3 季度大豆到港偏少，国内压着同比下降，7 月预计压榨 770 万吨，8 月 750 万吨，消费端将进入中秋及开学备货旺季，豆油库存或维持当前水平。

图 10：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 11：豆油全国库存



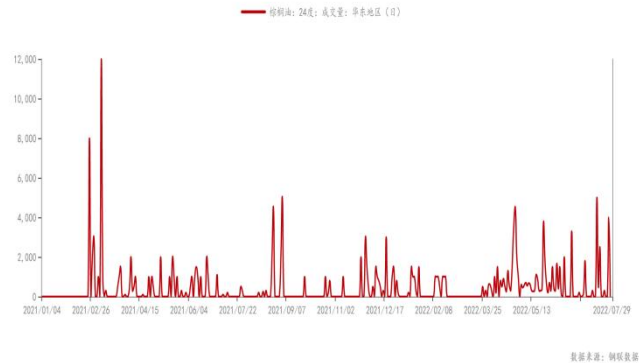
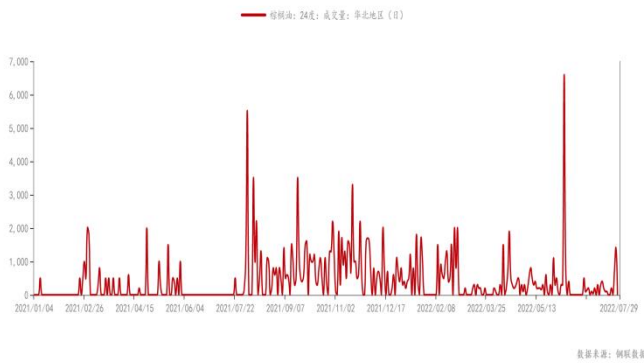
资料来源：钢联数据，优财研究院

3、市场成交量

市场成交上看，随着价格的暴跌和疫情防控的逐渐放开成交量有显著回升，除正常的餐饮消费外，饲料渠道、化工渠道等都开始询价采购，生物柴油端消费较前期翻倍。棕榈油在深度下跌现货价格低于豆油后，远期低度分提需求火热，这也支持在进口到港不确定的情况下，基差价格保持高位。

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）

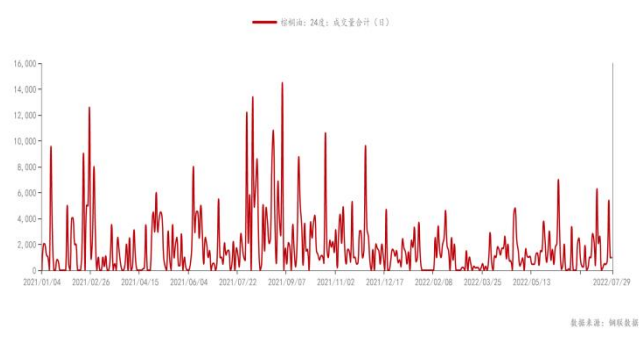
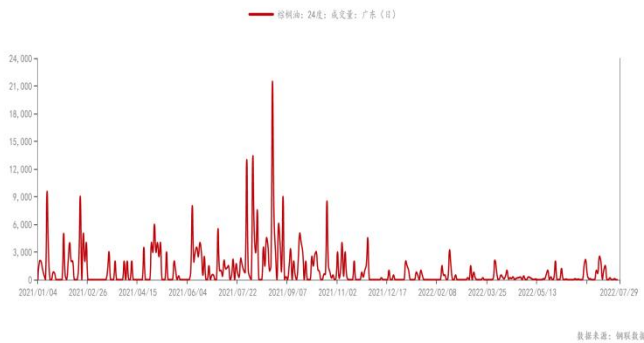


资料来源：钢联数据，优财研究院

资料来源：钢联数据，优财研究院

图 14：24 度棕榈油成交量：广东地区（日）

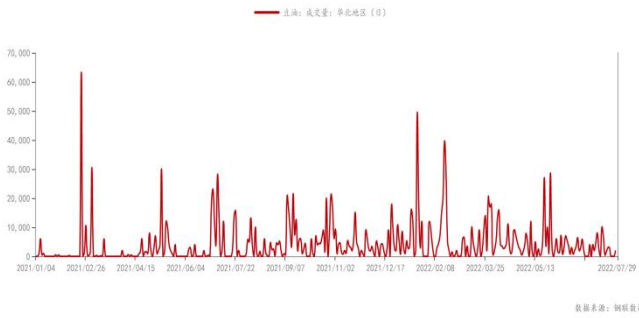
图 15：24 度棕榈油成交量：全国合计（日）



资料来源：钢联数据，优财研究院

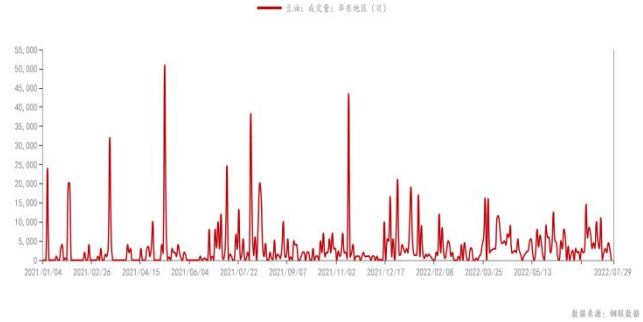
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 16: 豆油成交量: 华北地区 (日)



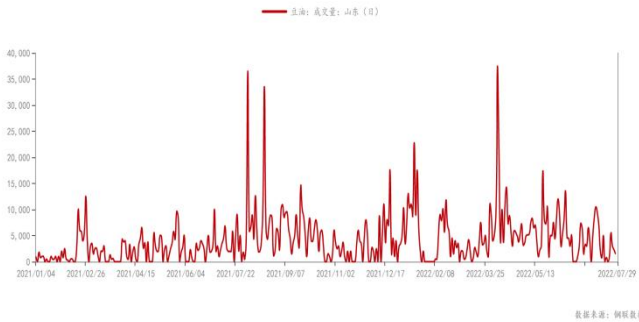
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 17: 豆油成交量: 华东地区 (日)



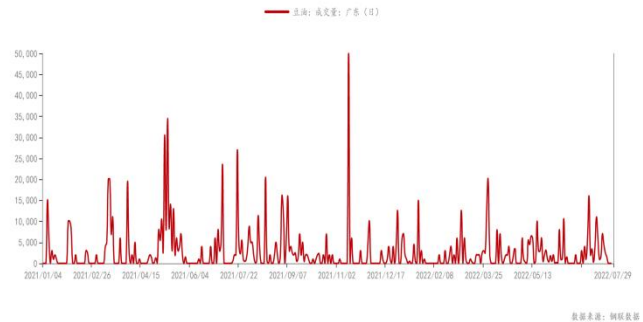
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 18: 豆油成交量: 山东地区 (日)



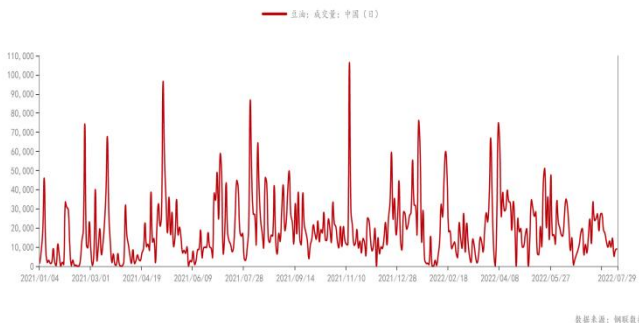
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 19: 豆油成交量: 广东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 20: 豆油成交量: 全国合计 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

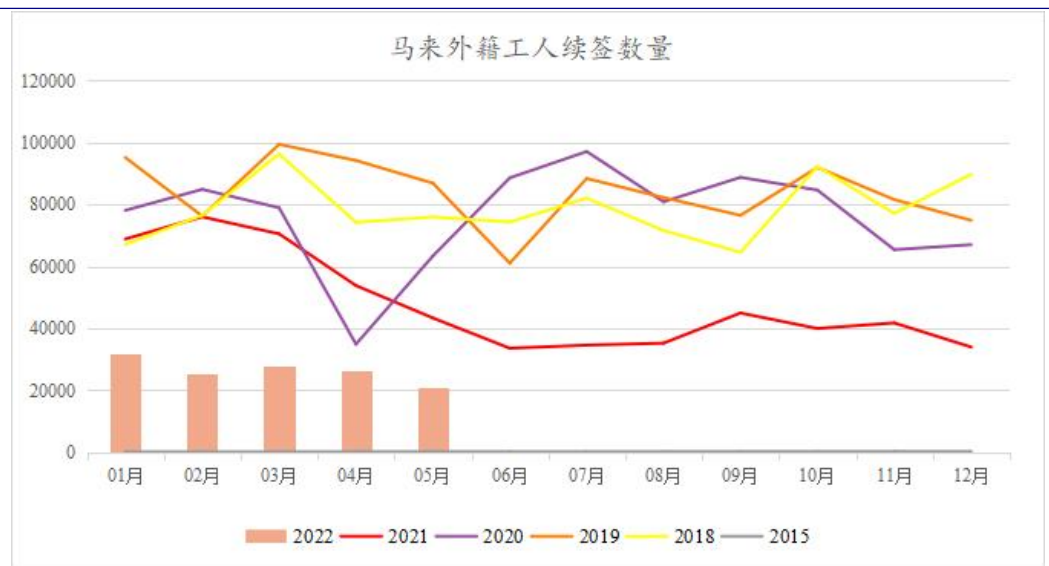
4、产地情况

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。

7 月高频数据：马来产量：SPPOMA：2022 年 7 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量减少 3.22%。马来出口：ITS：马来西亚 7 月 1-25 日棕榈油出口量为 878879 吨，较 6 月同期出口的 990958 吨减少 11.31；AmSpec：马来西亚 7 月 1-25 日棕榈油出口量为 864563 吨，上月同期为 888288 吨，环比下降 2.67%；SGS：预计马来西亚 7 月 1-25 日棕榈油出口量为 970243 吨，较 6 月同期出口的 991624 吨减少 2.16%。

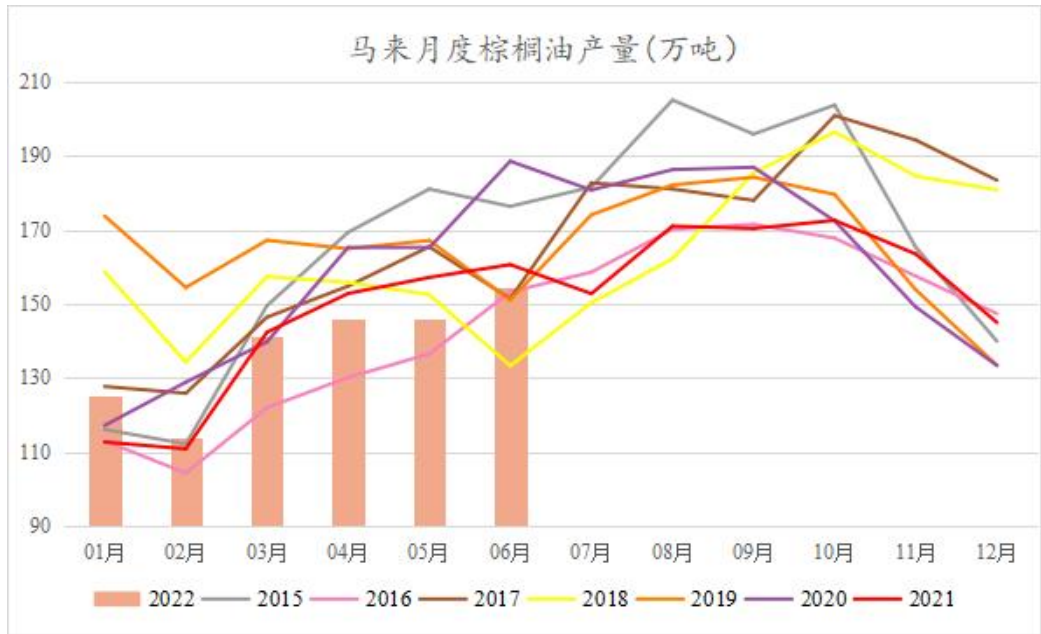
从数据上看出，马来 6 月库存虽然低于预期但也升至近 7 月最高，产量依旧不容乐观，按工作签证数量看依旧有 10 万以上劳工缺口，若未来 3-4 个月产量持续低迷无法突破去年同期水平，马来或连续第三年产量下降。出口方面持续疲软，印尼释放库存的动力持续加大，在 7 月中旬减免 levy 情况下 8 月又将面临参考价的下移，以目前政策来看 8 月将是印尼出口税最低的时间段，出口将偏向印尼，马来库存或继续快速累增，可能在 8 月底超过 200 万吨。

图 21：马来外籍工人续签数量



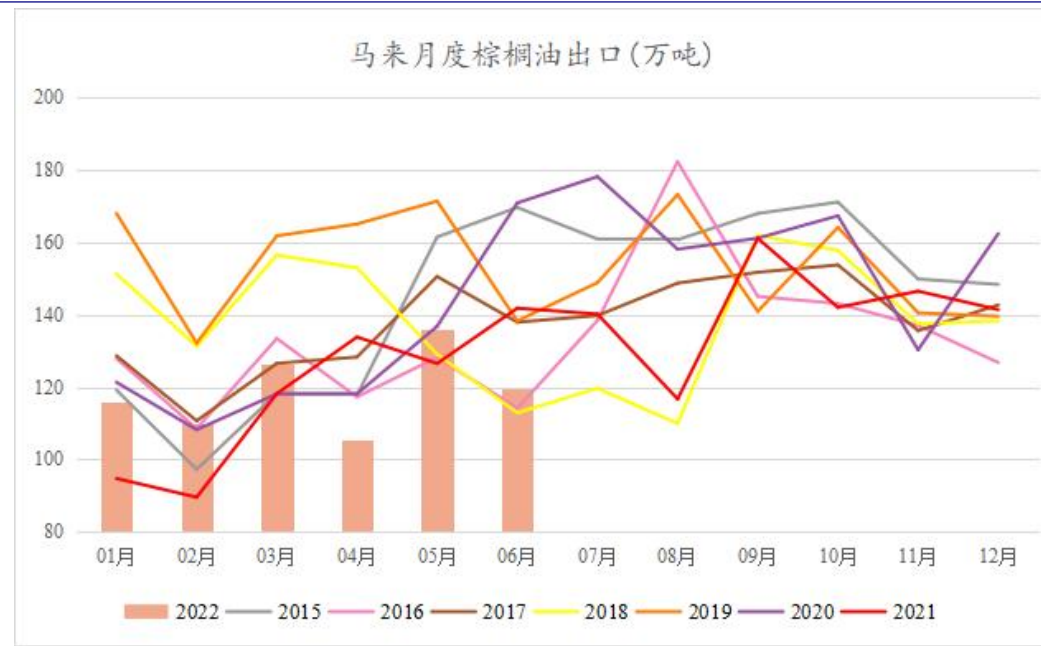
资料来源：马来移民局，优财研究院

图 22: 马来西亚棕榈油产量



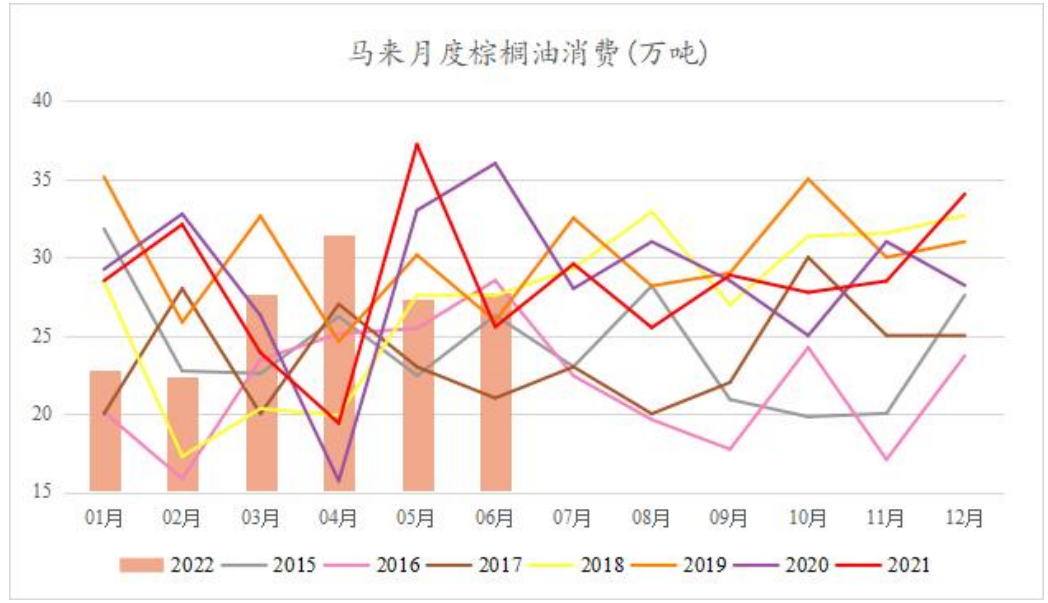
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 23: 马来西亚棕榈油出口



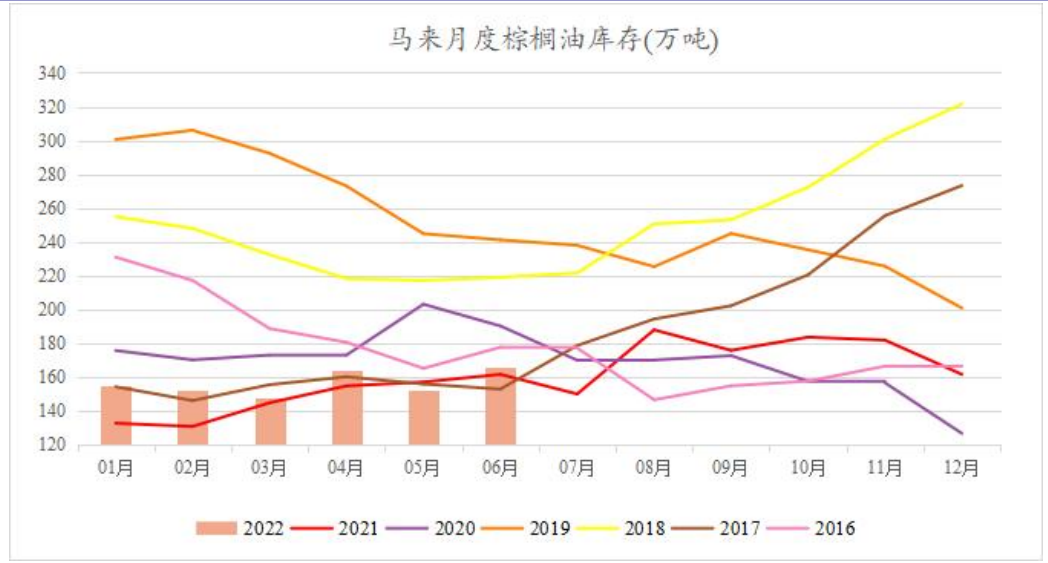
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 24：马来西亚棕榈油消费



资料来源：MPOB，优财研究院

图 25：马来西亚棕榈油库存

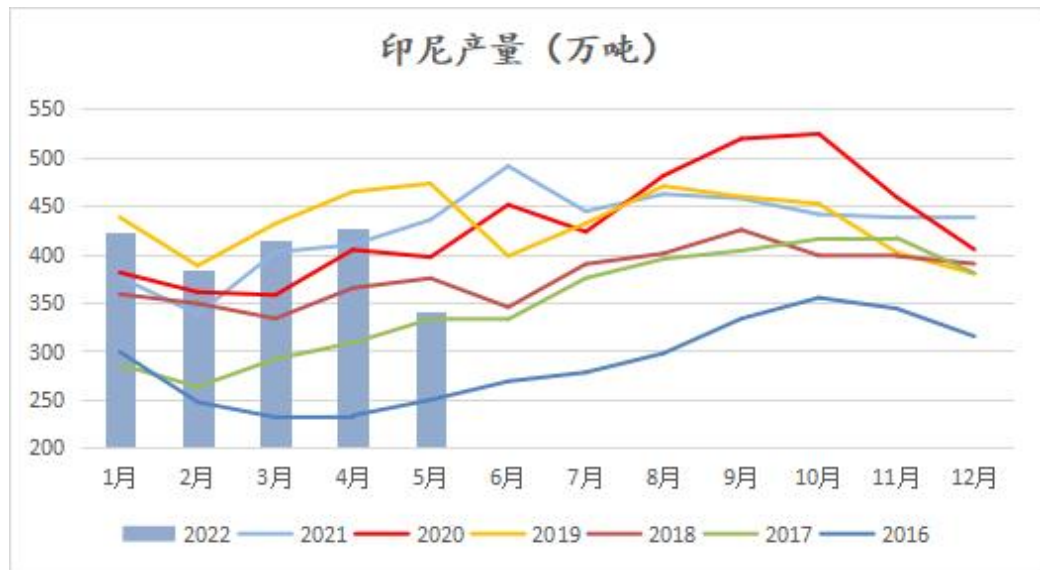


资料来源：MPOB，优财研究院

印尼继续受困于库存压力，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。市场对截至7月底的库存预估在850-1000万吨区间。印尼目前出口面临的问题：①DMO并没有取消，截至7月28日，印尼国内散油价格约14400印尼盾/升，市场正好卡在DMO规定的14000上方，印尼国内对散油价格降至14000以下并不看好，DMO取消可能将依靠政府强制取消，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需求国采购需求不高，乌克兰粮食通道有望打开，印度已经开始逐步购买乌克兰葵油。不过印尼也一直在为加速出口做出努力，7月中旬印尼取消了所有棕榈油产品的出口levy，8月印尼出口参考价也同步下调，出口税降6档，以毛棕榈油为例出口税从488美元/吨降至220美元/吨，大幅降税不仅可以在价格上占据优势加速出口，也将一部分利润返还给了压榨厂和精炼厂，利于果串收购，整条产业链的运转开始逐渐恢复健康。虽然印尼目前受困于运力不足的问题出口依旧不顺，但降税后出口商将有更多的空间来提高运费吸引船力，据了解目前印尼至华南港口的运费已涨至80美金左右，较原先的30美金大幅增长，而到了8月进一步降税后印尼或继续提高运费加速出口。

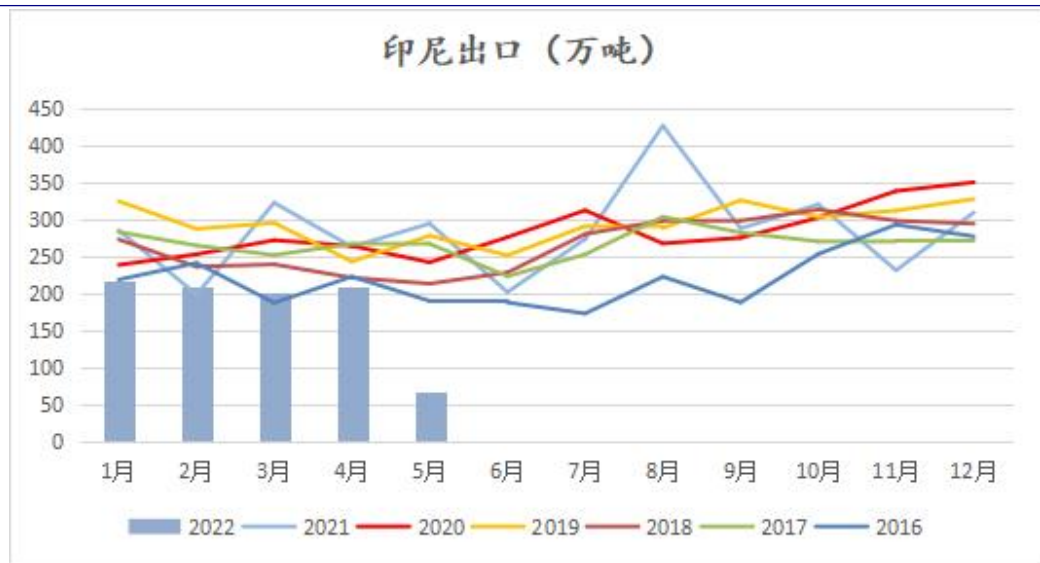
另外值得注意的是，印尼总统月底访华我国承诺将进口100万吨毛棕榈油。目前我们对此消息持保留态度，原因是我国几乎没有进口过毛棕榈油，从消费角度来看，毛棕榈油酸价高品质差，进口毛棕榈油国内需要再次经过精炼使用，精炼得率低、费用高、后期精炼设备冲洗耗材高；以税费角度来看，印尼毛棕榈油出口远高于精炼液油，我国也是通过进口棕榈液油和棕榈硬脂后调配成成品棕榈油，税费较进口毛棕榈油便宜。所以可能存在着我国承诺进口印尼棕榈油而非毛棕榈油。若真如此，那这条消息将无炒作价值，因为我国每年从印尼进口棕榈油量完全可覆盖100万吨的承诺要求。

图 26：印度尼西亚棕榈油产量



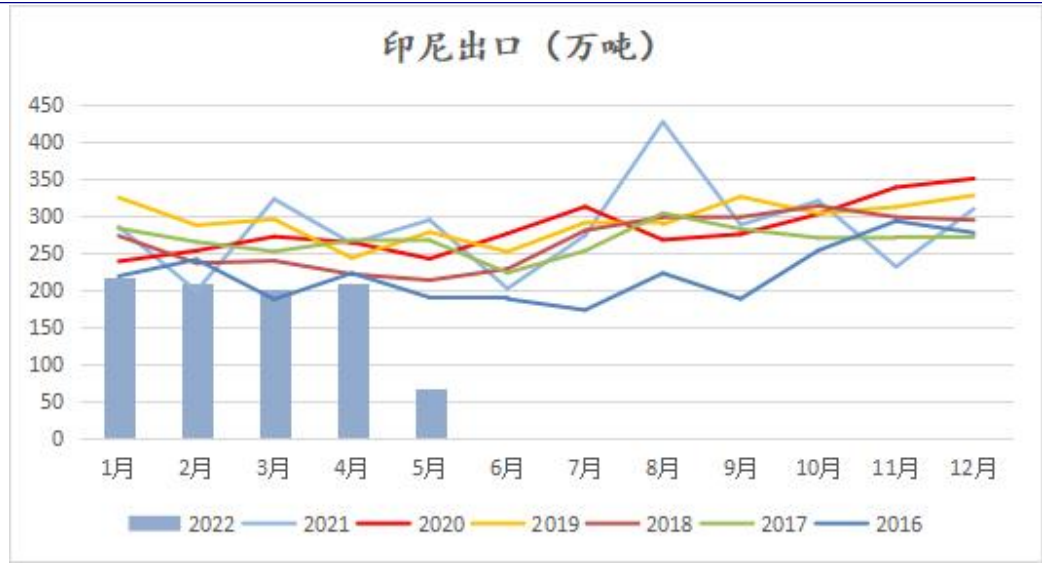
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 27：印度尼西亚棕榈油出口



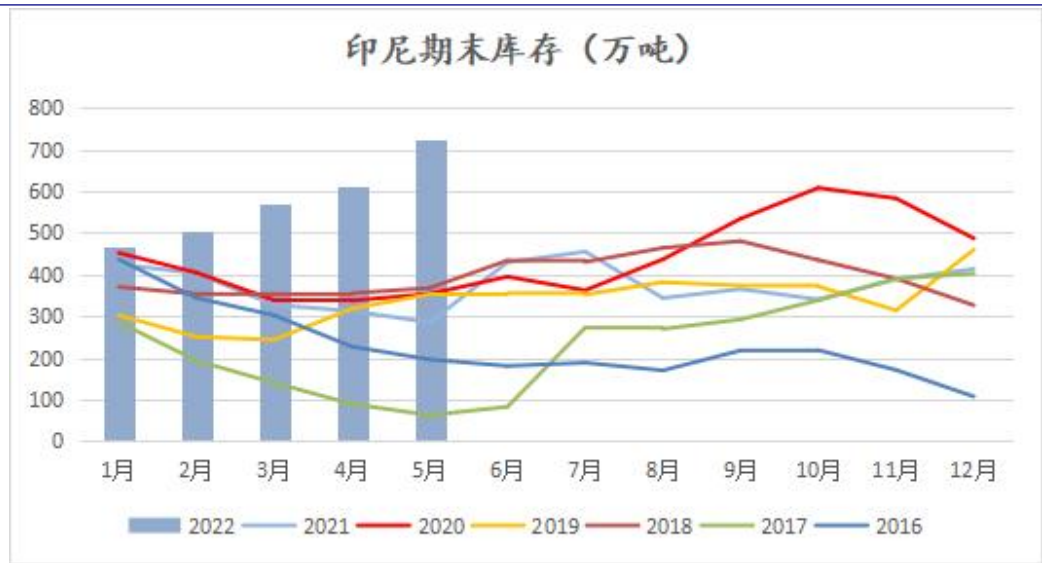
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 28：印度尼西亚棕榈油消费



资料来源：GAPKI，优财研究院

图 29：印度尼西亚棕榈油库存



资料来源：GAPKI，优财研究院

旧作方面，6月下旬美联储暴力加息75bp后美元大幅升值，美盘及国内豆油上半月加速下挫，市场出现大量洗船，6月23日至7月21日间5份美国周度出口销售报告，其中4周美豆出口净销售出现负增长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。而在7月经济衰退恐慌下降，75bp加息幅度符合预期并且美联储态度略有转鸽后，美元指数开始下挫，叠加拜登中东行碰，OPEC预期将不会或仅小幅增产原油价格大幅回升的带动下，美盘和国内豆油快速回升，走势明显强于棕榈油，豆棕价差最高扩至1700元上方，从一个极端走向了另一个极端。

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。

美国新作进入天气市本就对下跌有一定抵抗，加上衰退预期的减弱、美元下跌和原油上扬，豆系走势偏强，8月是美豆生长关键期，天气的炒作或将豆系继续向上推。我们注意到中北部的干旱及大部分地区降雨不及预期确实是本次豆系反弹的主推因素，不过其实今年降雨对比去年还是有过之而无不及，我们不否定干旱将继续推高豆系价格，但今年单产差于去年的概率较低，我们认为不排除在美豆生长期过后逐渐修复产量数据导致价格重新回落的可能，另外美豆种植面积上修的可能性也将成为豆系可能存在的利空。

图 30: 美国大豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Jun	2022/23 Proj. Jul
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	91.0 *	88.3 **
Area Harvested	82.6	86.3	90.1 *	87.5 **
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.4	51.5 *	51.5 **
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	205	215
Production	4,216	4,435	4,640	4,505
Imports	20	15	15	15
Supply, Total	4,761	4,707	4,860	4,735
Crushings	2,141	2,205	2,255	2,245
Exports	2,261	2,170	2,200	2,135
Seed	101	103	102	102
Residual	1	15	23	23
Use, Total	4,504	4,492	4,580	4,505
Ending Stocks	257	215	280	230
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.35	14.70	14.40

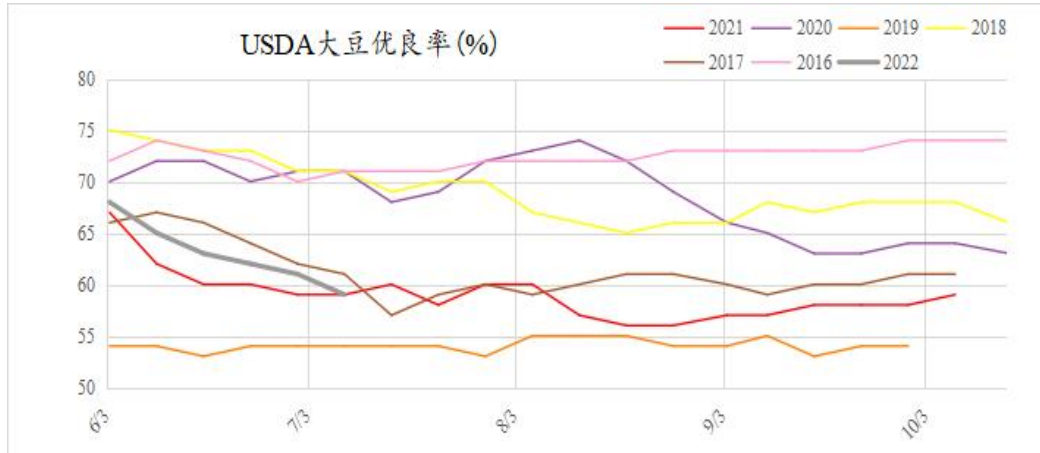
资料来源: USDA, 优财研究院

图 31: 全球大豆平衡表

2022/23 Proj.									
World 2/	Jun	86.15	395.37	167.12	327.18	377.86	170.31	100.46	
	Jul	88.73	391.40	166.12	327.13	377.75	168.89	99.61	
World Less China	Jun	55.40	377.87	68.12	232.18	262.27	170.21	68.90	
	Jul	57.99	373.90	68.12	232.13	262.16	168.79	69.05	
United States	Jun	5.58	126.28	0.41	61.37	64.78	59.87	7.61	
	Jul	5.85	122.61	0.41	61.10	64.49	58.11	6.27	
Total Foreign	Jun	80.57	269.09	166.71	265.81	313.08	110.44	92.85	
	Jul	82.88	268.79	165.71	266.03	313.25	110.79	93.34	
Major Exporters 3/	Jun	42.60	212.50	5.57	93.33	104.09	102.13	54.46	
	Jul	44.70	212.50	5.57	93.83	104.59	102.63	55.55	
Argentina	Jun	20.65	51.00	4.80	41.00	48.25	4.70	23.50	
	Jul	22.10	51.00	4.80	41.00	48.25	4.70	24.95	
Brazil	Jun	21.86	149.00	0.75	49.00	52.35	88.50	30.76	
	Jul	22.46	149.00	0.75	49.50	52.85	89.00	30.36	
Paraguay	Jun	0.09	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.19	
	Jul	0.13	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.23	
Major Importers 4/	Jun	33.32	21.53	133.53	125.20	154.15	0.33	33.89	
	Jul	33.17	21.53	132.53	125.10	154.05	0.33	32.84	
China	Jun	30.74	17.50	99.00	95.00	115.59	0.10	31.56	
	Jul	30.74	17.50	98.00	95.00	115.59	0.10	30.56	
European Union	Jun	0.96	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.81	
	Jul	0.96	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.81	
Southeast Asia	Jun	0.94	0.50	9.88	5.00	10.42	0.02	0.88	
	Jul	0.89	0.50	9.88	4.95	10.37	0.02	0.88	
Mexico	Jun	0.50	0.30	6.35	6.60	6.65	0.00	0.50	
	Jul	0.40	0.30	6.35	6.55	6.60	0.00	0.45	

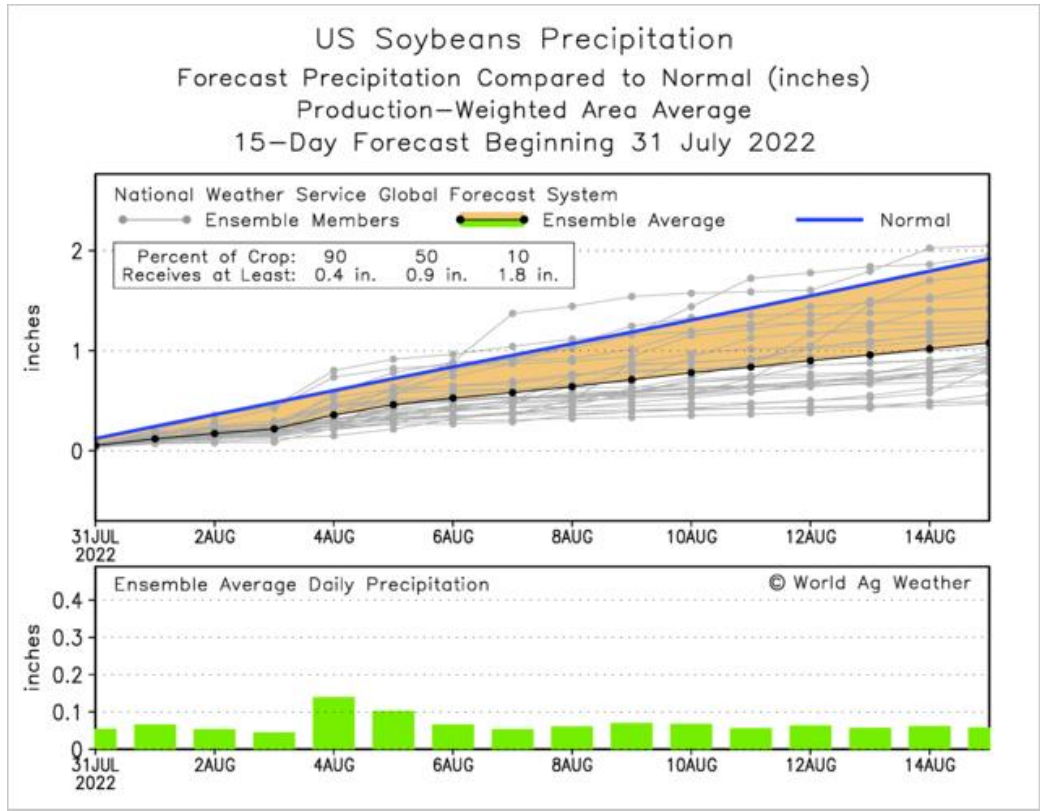
资料来源: USDA, 优财研究院

图 31: 美国各州大豆优良率



资料来源: USDA, ifind, 优财研究院

图 32: 美国大豆种植带未来 15 日降雨情况



资料来源: World Ag Weather, 优财研究院

图 31: 美国大豆出口净销售

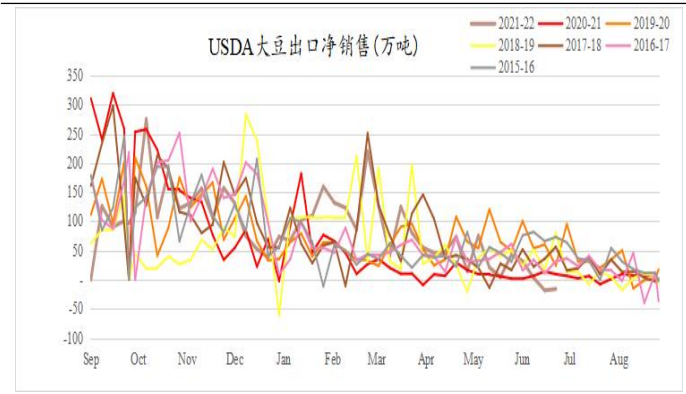
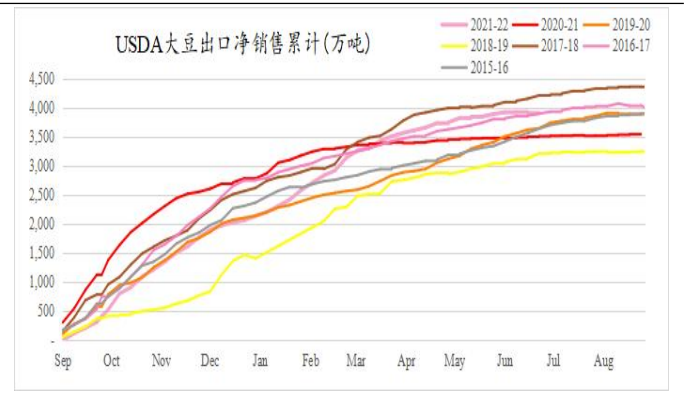


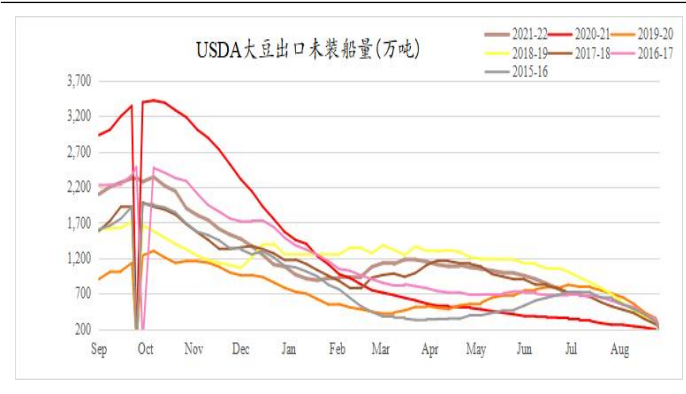
图 32: 美国大豆出口净销售累计



资料来源: USDA, 优财研究院

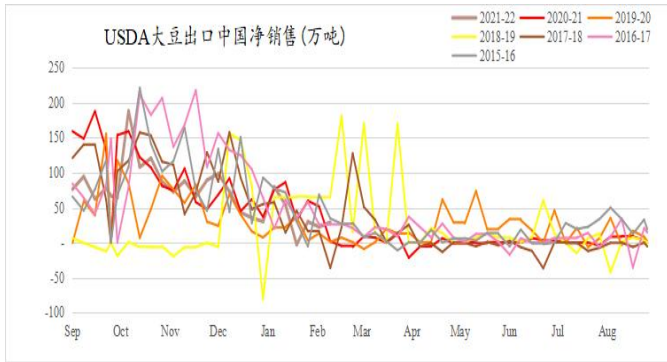
资料来源: USDA, 优财研究院

图 33: 美国大豆出口未装船



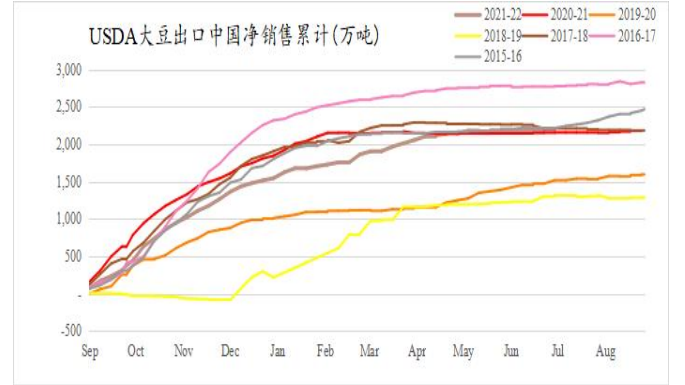
资料来源: USDA, 优财研究院

图 34: 美国大豆出口中国净销售



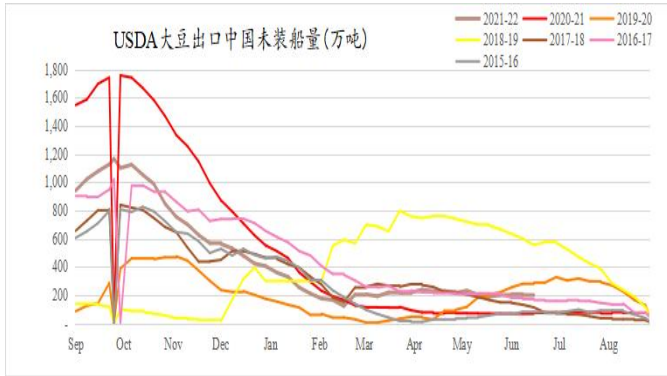
资料来源: USDA, 优财研究院

图 35: 美国大豆出口中国净销售累计



资料来源: USDA, 优财研究院

图 36: 美国大豆出口中国未装船



资料来源: USDA, 优财研究院

二、后市展望

7月油脂走出深V，基本上印尼库存压力依旧是当前油脂的最大压力，以及6月暴力加息和原油预期走弱，油脂上半月继续延续6月的下跌，不过下半月先是拜登中东行的碰壁及欧洲原油需求有望增加，之后美联储态度有所缓和，叠加基本上美豆进入天气市，国内豆棕菜三大油脂在9月都有可能面临供应短缺，油脂大幅反弹。我们认为目前还不能判断油脂已经筑底转势，全球经济衰退的预期还在，印尼也在加速去库，如果船运可以跟上国内棕榈油库存将快速累增，逼仓逻辑不在将不支持价格上行。不过美联储态度的缓和以及原油继续增加供应的预期逐渐减弱，油脂预期底部或将上移，近期进入宽幅震荡测试当前是否筑稳的节奏，价格波动预期较大，单边操作上建议谨慎观望，价差上可关注豆棕及豆菜价差扩大，逢低可尝试介入。

风险提示

印尼出口政策变化；美豆及加菜籽等新作种植情况；美国生物燃料消费增长；地缘冲突对后市的影响

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/>