

## 多头趋势延续，棕油继续领涨

### 主要观点

#### 行情回顾

上周，五一节后国内油脂继续震荡上行，其中棕油仍然是油脂中的领涨品种，周内已突破 05 合约在 3 月创下的高位记录；菜油走势则相对独立，周线收阴。从跨月价差来看，豆油 9-1 价差周内变动不大，但棕油、菜油 9-1 价差周内持续拉大，走势流畅于单边。成交持仓方面，各油脂成交量在节后明显放大，持仓则变动不明显。从外盘情况来看，美豆油在美豆及国际油脂双重提振下大幅上行，再度刷新近十二年来新高。马棕油在出口利多推动下已跃上 4500 高点，不过周四、五适逢开斋节休盘两日，因此周内涨幅相对较小。

#### 后市展望

棕油方面，近期印度疫情持续加重，5、6 月印度进口大概率低于预期，利空马来西亚棕榈油出口，不过马来西亚疫情也将继续通过劳工紧缺阻碍丰产季产量恢复，料累库速度不会太快，出口对盘面的利空暂时还未显现，可继续关注马来西亚本月的出口数据。国内棕油在进口利润贴水的情况下进口偏少，库存持续下滑，豆棕价差短期或维持低位。

豆油方面，上周 USDA 供需报告调减新季美豆出口，进而调增库存，对盘面中性偏空，暂缓了前期天气炒作造成的上涨局面，后续仍需关注美豆种植期间的天气情况及巴西大豆出口情况对盘面的影响。国内在 5 月大豆大量到港的情况下，油厂开工率较前期抬升，豆油库存逐渐累库，或施压豆油价格，若无棕油上涨连带效应，豆油价格上方空间则较为有限。

菜油方面，菜油及菜籽库存继续处于历史同期低位，价格不存在大幅回调的基础。不过随着天气转暖，水产需求将推动菜粕消费增加，进而提高油厂压榨，菜油库存处于季节性增加阶段，短期价格走势或偏弱。

整体来看，减产问题始终是多头强硬的底牌，在油脂库存未达到往年同期均值水平之前，料多头趋势仍是盘面主旋律。油脂相对强弱关系上，棕油 > 豆油 > 菜油。

#### 操作建议

单边：棕油 09 合约可继续酌情短线试多，止盈放在 200 点以内。

套利：跨期方面，P9-1 价差可继续偏多操作，目标位暂看 500 附近。跨品种方面，豆棕 09 合约价差套利空头可止盈，待拉大后重新入场。

报告日期 2021-05-16

#### 研究所

史玥明

油脂期货分析师

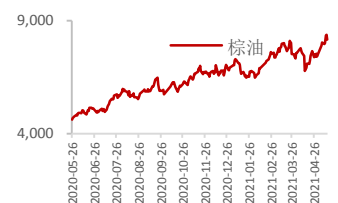
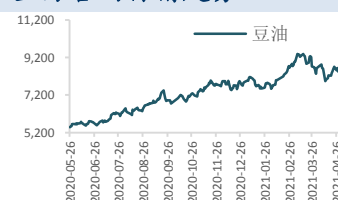
从业资格号：F3048367

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	8964.00	0.25%	471.13	26.17%	52.68	-3.38%
棕油	8,158.00	2.23%	426.89	22.36%	38.61	-4.49%
菜油	10,704.00	-2.55%	194.83	27.32%	14.56	-4.82%
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	67.79 美分/磅	5.13%	24.69	-8.29%	16.98	-7.58%
马棕油	4524.00 林吉特/吨	2.24%	6.95	-42.89%	5.37	-1.85

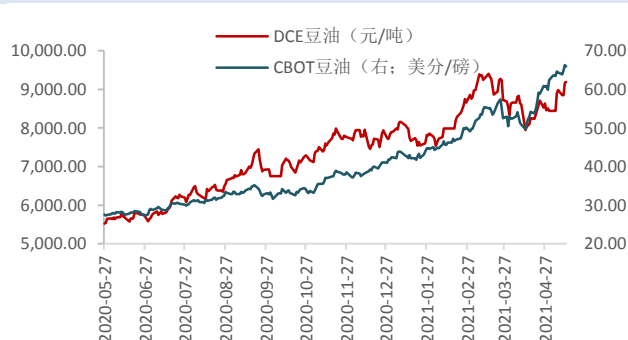
上周，五一节后国内油脂继续震荡上行，其中棕油仍然是油脂中的领涨品种，周内已突破05合约在3月创下的高位记录；菜油走势则相对独立，周线收阴。从跨月价差来看，豆油9-1价差周内变动不大，但棕油、菜油9-1价差周内持续拉大，走势流畅于单边。成交持仓方面，各油脂成交量在节后明显放大，持仓则变动不明显。从外盘情况来看，美豆油在美豆及国际油脂双重提振下大幅上行，再度刷新近十二年来新高。马棕油在出口利多推动下已跃上4500高点，不过周四、五适逢开斋节休盘两日，因此周内涨幅相对较小。

### 图1 油脂主力合约走势



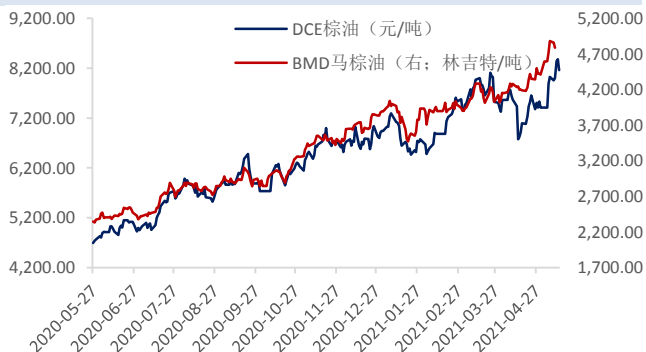
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图2 豆油内外盘主力合约走势



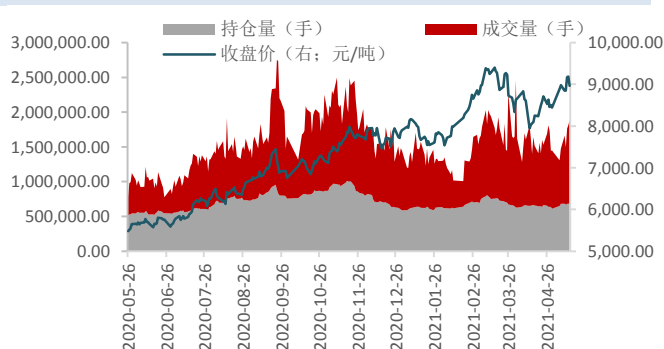
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图3 棕榈油内外盘主力合约走势

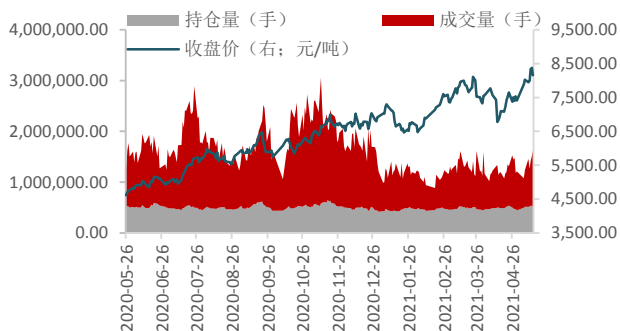


数据来源：Wind、国都期货研究所

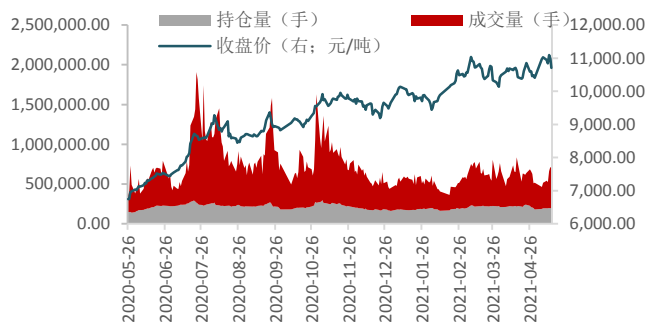
### 图4 豆油量价分析



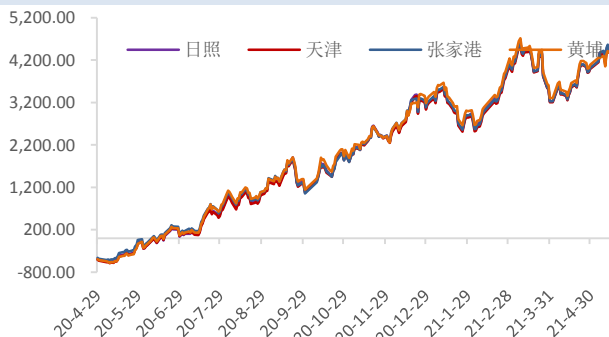
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图5 棕榈油量价分析**


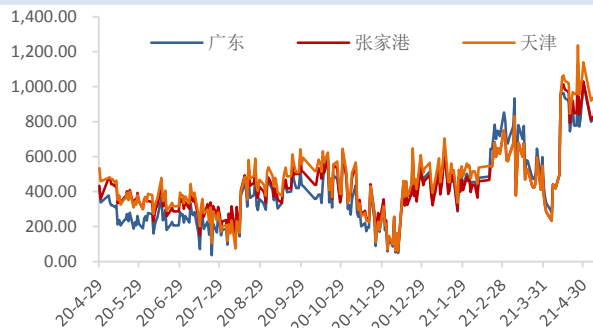
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 菜油量价分析**


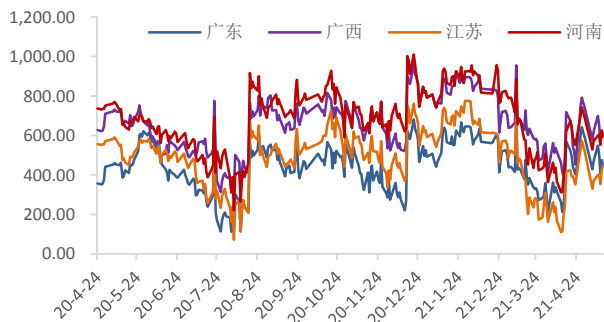
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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40.35万吨，相较于前一周增加了2.62%。商业库存为40.35万吨，相较于前一周增加了1.61%。在经历了前2、3个月的下降趋势后，棕榈油库存近期有反弹迹象，不过在港口到船偏紧的情况下，棕榈油港口库存在5月或存继续下降的预期，且当下已明显低于近六年同期水平，国内供需面趋紧，未来需关注后续棕榈油进口相比

于往年及预期的到港情况。据海关到港数据预估，5月到港预估为58万吨，在进口利润的压制下进口量仍然较少。

马来产地方面，据马来西亚棕榈油局(MPOB)上周公布的数据显示，马来西亚2021年4月棕榈油产量环比增6.98%至152.3万吨(预期155，上月142，去年同期165)；出口环比增12.62%至134万吨(预期130，上月118，去年同期124)；库存环比增7%至154.6万吨(预期144~150，上月145，去年同期204)。由于产量增幅不及预期，但库存增幅高于预期，报告多空并存，整体呈现中性。从5月数据来看，船运机构ITS发布的数据显示，马来西亚5月1-10棕榈油产品出口量为44.72万吨，较4月1-10日的34.50万吨增加29.63%，在出口强势提振下，料短期棕油走势或继续偏强。

从马来西亚的疫情形势来看，5月上半月马来西亚每日新增病例继续增加，国内的限制行动令也将持续至5月下旬，因此疫情对于棕榈园劳工的影响持续存在，在劳工短缺阻碍油棕果采摘进度的情况下，料短期马棕油产量恢复及累库速度将偏缓，支撑短期盘面价格。

印尼产地方面，船运调查机构ITS数据显示，印尼2021年4月棕榈油出口量为273万吨，3月为218万吨，环比增加25.2%。不过印尼棕榈油今年产量继续高于去年，若后续马来产量逐渐恢复，来自印尼方面的产量压力将同步施压盘面。

对于棕榈油主要进口国印度，在过去的一周每日新增确诊病例小幅下降，但整体疫情形势仍十分严峻，增加了市场对未来消费的担忧，预计5、6月份印度的棕榈油进口量将不及预期，这或对中期马棕油价格形成压力，因此也需密切关注印度疫情走势及进口情况。

### 豆油

截至上周五，豆油港口库存为59.42万吨，较之前一周增加了9.43%。根据海关大豆到港数据预估，5月预估到港1070万吨；6月预估到港930万吨。因此按照库存的季节性走势，预计5月开始将在大豆大量到港的背景下重新累库，届时或向豆油价格施压。在供需面逐步放宽的情况下，豆油价格大概率近强远弱。且当下的强势行情也主要是由棕油引导，豆油上方空间其实较为有限。

美国产区方面，据美国农业部USDA发布的5月供需报告，旧作美豆供需数据维持与上月持平，期末库存1.2亿蒲，不及预期的1.17亿蒲。巴西大豆产量维持1.36亿吨，阿根廷大豆产量下调50万吨至4700万吨。对于2021/22年度新作美豆，美豆种植面积8760万英亩(上年8310万英亩)，单产50.8蒲/英亩(上年50.2)，产量44.05亿蒲(上年41.35)，出口20.75亿蒲(上年22.80)，压榨22.25亿蒲(上年21.9)，期末库存1.4亿蒲(预期1.38亿蒲，上年1.2)。由于出口相较于上年大幅调减2.05亿蒲，新季美

豆库存较上年度增加，报告中性偏空。不过，报告中将下年度中国需求从1亿吨上调至1.03亿吨，说明对中国大豆需求存乐观预期，因此大幅调减出口颇有空穴来风的意味，不建议对此处过度解读。当下正是美豆产区播种阶段，天气对价格影响程度较大，后续可将关注点放在天气上。

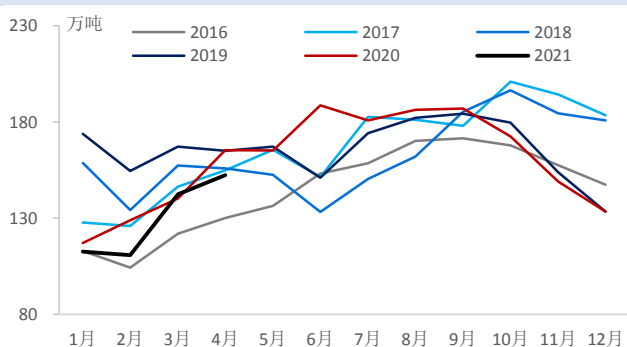
南美产区方面，据巴西农业部下属的国家商品供应公司CONAB发布的5月预测数据显示，预计2020/21年度巴西大豆产量达到1.354088亿吨，同比增加1056.4万吨，增加8.5%，环比减少13.15万吨，减少0.1%；预计2020/21年度巴西大豆播种面积达到3850.21万公顷，同比增加155.24万公顷，增加4.2%，环比增加2.91万公顷，增加0.1%；预计2020/21年度巴西大豆单产为3.52吨/公顷，同比增加138.171千克/公顷，增加4.1%；环比减少6.074千克/公顷，减少0.2%。巴西方面丰产已是板上钉钉，且据Imea数据，巴西2021/22年度大豆销售率达到27.7%，与历史同期平均水平相比有所提高，因此南美地区大豆逐渐上市将改善美豆库存下降的紧张局面，后续可继续关注巴西大豆的出口进度。

### 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。从海关总署公布的油菜籽到港情况看，5月预估到港18万吨。菜油供需持续紧张，基本面将在油脂中继续独立偏强。

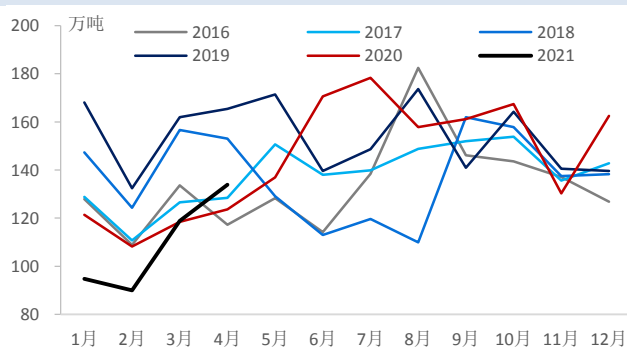
从孟晚舟案件进展来看，目前听证会还在进行中，中加关系趋紧，不过最后一轮引渡聆讯由此前的4月推迟至今年8月进行。因此在此之前，中加关系将延续紧张局面，我国对加拿大油菜籽的进口禁令一时也难以改变，菜油方面的消息面有限，菜油走势将弱势跟随其他油脂，不过鉴于其基本面偏紧，若油脂出现普跌，菜油在油脂中的走势也将相对较强。

图 11 马来棕榈油月度产量



数据来源：Wind、国都期货研究所

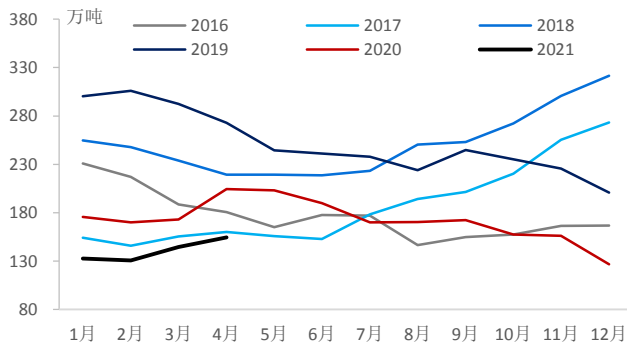
图 12 马来棕榈油月度出口量



数据来源：Wind、国都期货研究所

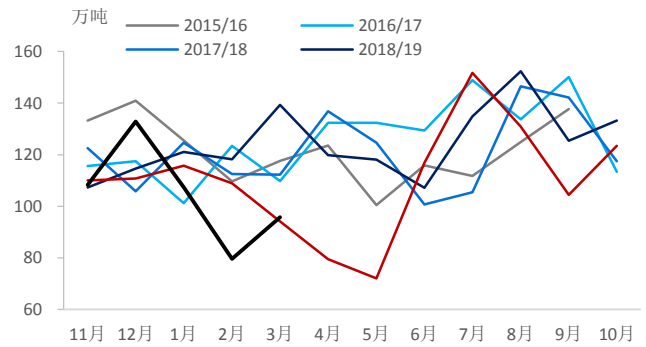


图 13 马来棕榈油月度库存



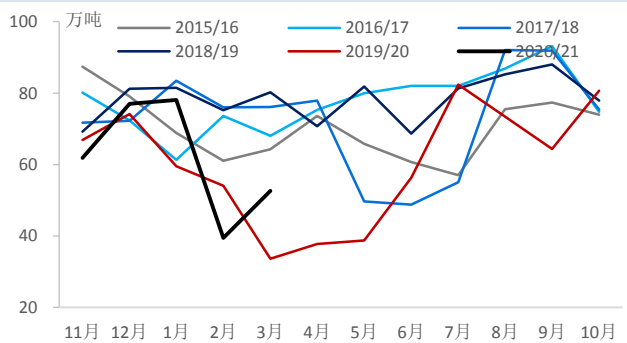
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 印度植物油月度进口量



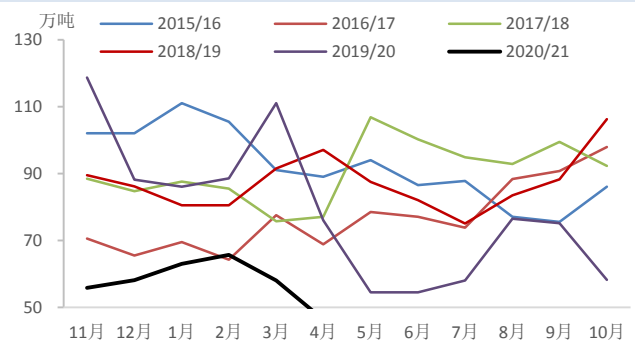
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 15 印度棕榈油月度进口量



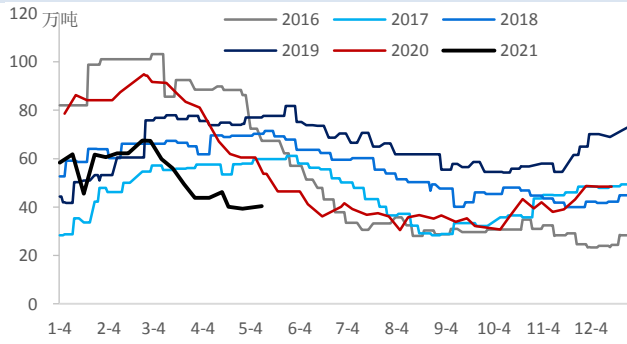
数据来源: SEA、国都期货研究所

图 16 印度植物油港口库存



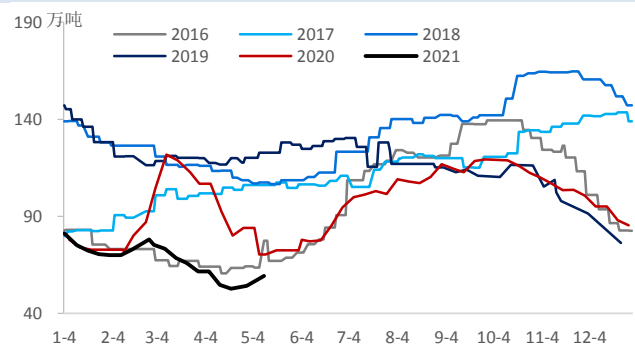
数据来源: NOAA、国都期货研究所

图 17 棕油港口库存



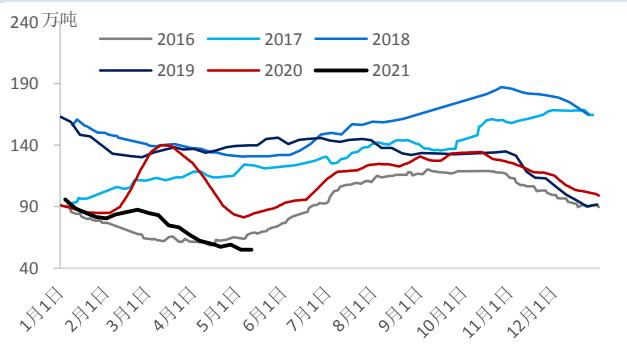
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 豆油港口库存



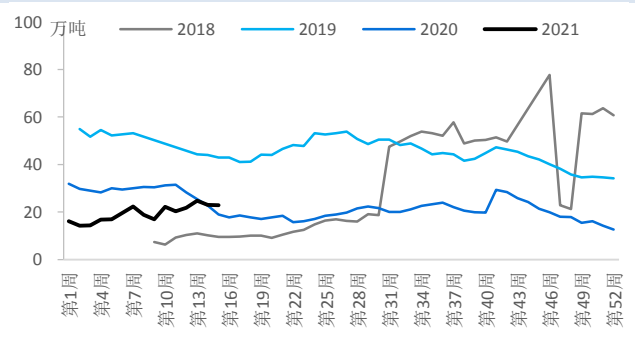
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 豆油商业库存



数据来源: Wind、国都期货研究所

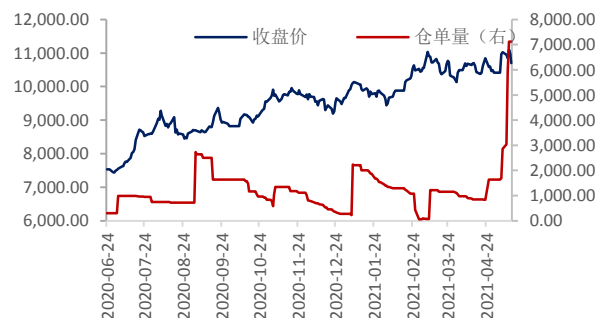
图 20 菜油商业库存



数据来源: 天下粮仓、国都期货研究所

**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

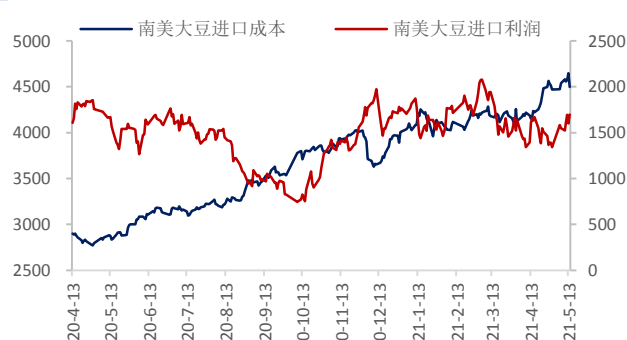
## (二) 成本利润分析

从进口成本及利润看,南美豆油进口成本提高59.9 元/吨至6814.6 元/吨,进口利润降低-75.9 元/吨至2149.4 元/吨,虽然进口利润小幅下降,但依然处于历史同期高位。棕油进口成本提高422.5 元/吨至9789.8 元/吨,进口利润下降-290.5 元/吨至-1631.8 元/吨,由于棕油进口利润贴水状态加深,后续棕油进口或将处于低位。菜油的进口成本下降-33.9 元/吨至8027.4 元/吨,进口利润下降-290.1 元/吨至2676.6 元/吨,相较于往年进口利润水平仍处于绝对高位。

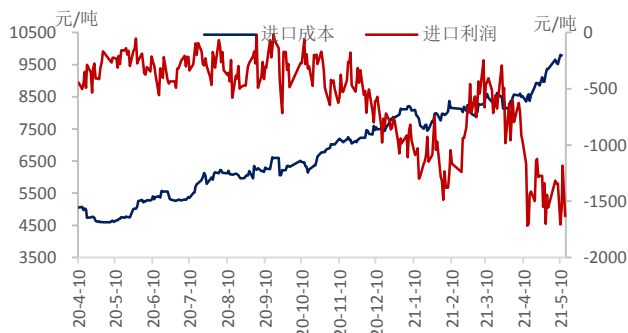
从压榨利润看,豆油压榨利润减少-43.0 元/吨至-103.5 元/吨,维持贴水状态,油厂开工率从前一周的45.60%提高至50.17%,周度压榨量增加16.2万吨至177.9万吨。菜油压榨利润提高774.7 元/吨至-1202.2 元/吨,油厂开工率从前一周的21.79%下降至18.89%,周内压榨量减少0.6万吨至3.9万吨。由于菜籽量有限,料后续压榨开工率将维持在偏低水平,不过天气渐暖,水产需求或推动菜粕消费增加,菜油压榨量也存增加可能。

**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**


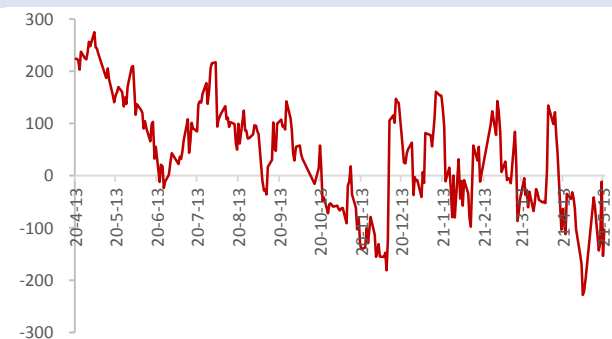
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 25 棕油进口成本与进口利润**


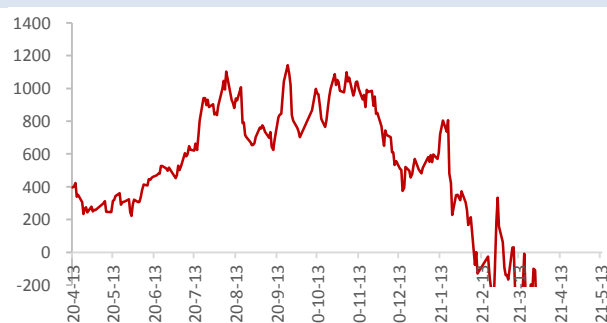
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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,近期印度疫情持续加重,5、6月印度进口大概率低于预期,利空马来西亚棕榈油出口,不过马来西亚疫情也将继续通过劳工紧缺阻碍丰产季产量恢复,料累库速度不会太快,出口对盘面的利空暂时还未显现,可继续关注马来西亚本月的出口数据。国内棕油在进口利润贴水的情况下进口偏少,库存持续下滑,豆棕价差短期或维持低位。

豆油方面,上周USDA供需报告调减新季美豆出口,进而调增库存,对盘面中性偏空,暂缓了前期天气炒作造成的上涨局面,后续仍需关注美豆种植期间的天气情况及巴西大豆出口情况对盘面的影响。国内在5月大豆大量到港的情况下,油厂开工率较前期抬升,豆油库存逐渐累库,或施压豆油价格,若无棕油上涨连带效应,豆油价格上方空间则较为有限。

菜油方面,菜油及菜籽库存继续处于历史同期低位,价格不存在大幅回调的基础。不过随着天气转暖,水产需求将推动菜粕消费增加,进而提高油厂压榨,菜油库存处于季节性增加阶段,短期价格走势或偏弱。

整体来看，减产问题始终是多头强硬的底牌，在油脂库存未达到往年同期均值水平之前，料多头趋势仍是盘面主旋律。油脂相对强弱关系上，棕油>豆油 >菜油。

#### 四、操作建议

单边：棕油09合约可继续酌情短线试多，止盈放在200点以内。

套利：跨期方面，P9-1价差可继续偏多操作，目标位暂看500附近。跨品种方面，豆棕09合约价差套利空头可止盈，待拉大后重新入场。

### 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。