



2022年6月12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



情绪下的踩踏

内容提要

本周棕榈油在连续两天上攻前期高位未果后，受到印尼加速出口预期的增强以及欧洲议会环境委员会投票通过，在2023年前逐步淘汰基于棕榈和大豆的生物燃料的消息影响下，多头踩踏性离场，市场开启暴跌模式，截至周五下午收盘，棕榈油2209合约收11512元/吨，较前周下跌4.56%；都有2209合约收11886元/吨，较前周上涨0.99%，因受到美国生物燃料对需求的强劲支撑，但是也自周三高位下跌394元/吨。

目前棕榈油已跌至印尼出口禁令前水平，且印马产量预期都有所下滑，盘面暴跌后外盘报价表现坚挺松动有限，预计棕榈油情绪消化后下跌空间有限；豆油方面美国当前150亿加仑的乙醇燃料需求并不能完全通过乙醇满足，炼油厂需要增加生物质柴油的需求来满足义务量要求，美豆油平衡表有继续收紧的空间，预计对豆油价格将有所支撑。

操作建议

油脂本轮在多头高位获利了结后出现踩踏性离场，但油脂基本面并未发生很大的改变，在情绪充分消化后市场或出现买入时机可逢低做多。

风险提示

印尼出口许可证发布速度

欧美国家对国内生物燃料政策的变化

一、基本面分析

1、棕榈油

MPOB 5 月月报公布：马来西亚棕榈油 5 月产量 146 万吨，环比下降 0.07%，出口量 135.9 万吨，环比增加 26.67%，5 月末库存 152.1 万吨，环比下降 7.37%，市场预估范围 151-154 万吨，符合市场预期，报告数据中性。

数据上看，马来产量的恢复状况依旧很差，斋月假期可以作为产量环比下降的理由，但是与历史同期相比也仅仅高于 16 年水平，证明马来今年产量可能将继续处于低迷。目前马来受困于外籍劳工短缺的状况，据不完全统计马来目前劳工缺口超 10 万人，印尼取消将工人送往马来西亚棕榈种植园的计划，印尼当地人也因薪资问题不愿前往马来工作，马来种植园 80% 劳动力依靠外籍劳工，其中印尼劳工是最核心工种，这将成为马来今年产量低迷的直接原因。部分数据机构已将马来今年产量预期修正为 1820 万吨，较年初预期的 1980 万吨下降 160 万吨，马来低产量低库存将对棕榈油价格有着一定支撑。

印尼政府本周四五开会继续讨论出口事宜，其中周四一条“印尼发布新的贸易条例，旨在促进加速出口”的消息无疑是本轮暴跌的主因之一，但随着会议结束，细究会议细节发现会议所提出的种种出口条款依旧是每月国内必须销售 30 万吨食用油、DMO 比例 1:5 以及分配 100 万吨棕榈油产品用于出口加速计划，这和上周已经提前透露出的市场消息一致，并无新的实质性利空。且以目前印尼满足国内需求的 30 万吨食用油及 DM01:5 计算，将获得 150 万吨出口配额，另加无需满足国内需求而是通过支付额外出口税的 100 万吨出口配额（适用于 6/7 月，每月约 50 万吨），印尼 6-7 月每月将出口约 200 万吨棕榈油，与出口禁令前印尼每月 250-300 万吨棕榈油依旧有差距，全球的棕榈油供应并未恢复正常水平，也有理由相信本次下跌包含的情绪性因素较强。

欧洲议会环境委员会已经投票通过，将基于农作物的生物燃料限制在用于交通运输中的生物燃料总使用量的一半以下，并在 2023 年前逐步淘汰基于棕榈和大豆的生物燃料。欧盟当前生柴生产中每年消耗棕榈油约 450 万吨，约占全球产量 6%，该政策落地当然将对棕榈油价格造成非常剧烈的冲击，但是当前俄乌冲突背景下，欧盟抵制俄罗斯减少对俄罗斯原油的依赖，原油价格高企也将支撑生物燃料的需求，如果欧盟取消棕榈油和豆

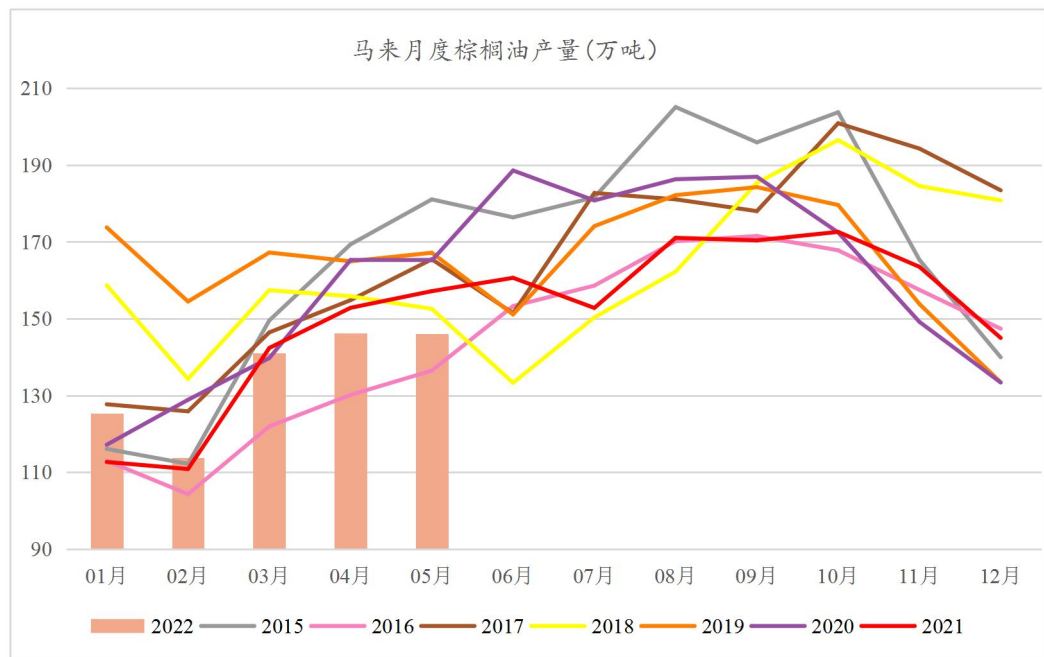
油作为原料的生物燃料，那必然将转向其他替代品，如菜油、动物油、回收废油等，尤其是同为植物油的菜油，而目作为欧盟主要供应地区的俄乌因战争因素出口受阻，新作播种也同样受到战争影响产量下降，加拿大今年播种面积也较预期下滑明显，替代油品的供应增幅并不能抵消豆棕油庞大的需求量，所以欧盟政策的落地及实施实现困难较大，还有待商榷。

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5月	市场预期	2022年4月	环比	2021年5月	同比
产量	146.1	114-134	146.2	0%	157.15	-7%
进口	5.08	10-15	7.64	-34%	8.90	-43%
出口	135.92	110-120	107.30	27%	126.55	7%
国内消费	27.36	18-30	29.58	-8%	37.21	-26%
期末库存	152.18	149-156	164.20	-7%	156.89	-3%

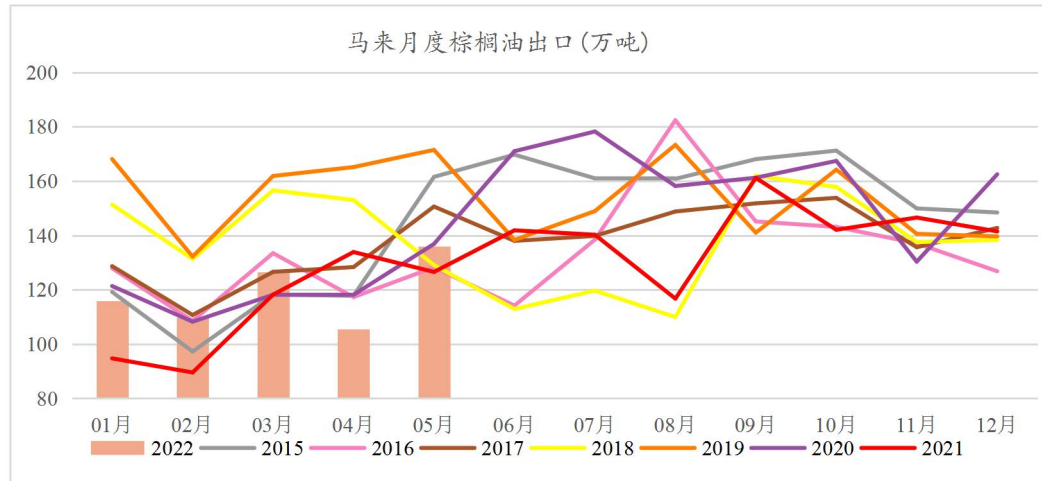
资料来源：MPOB，优财研究院

图 1：马来西亚棕榈油产量



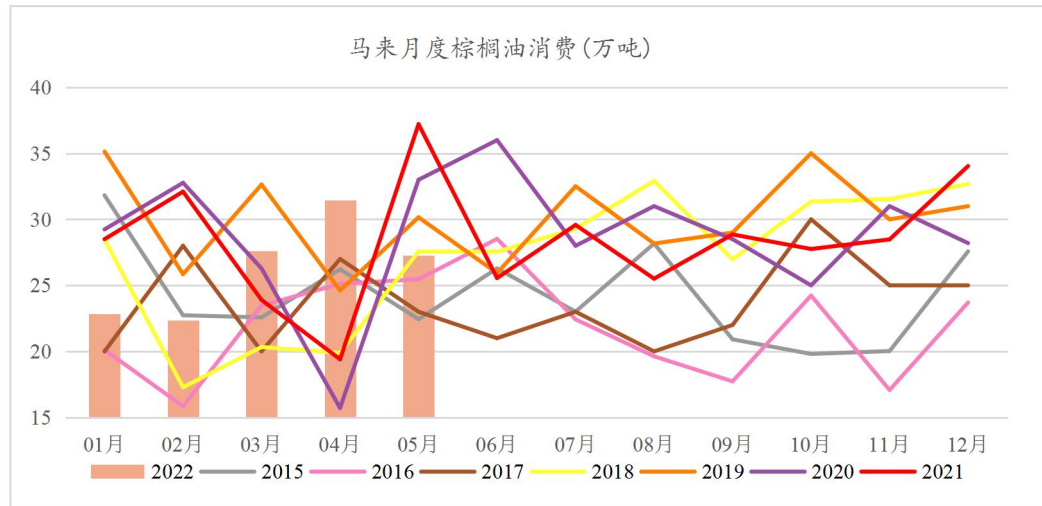
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油出口



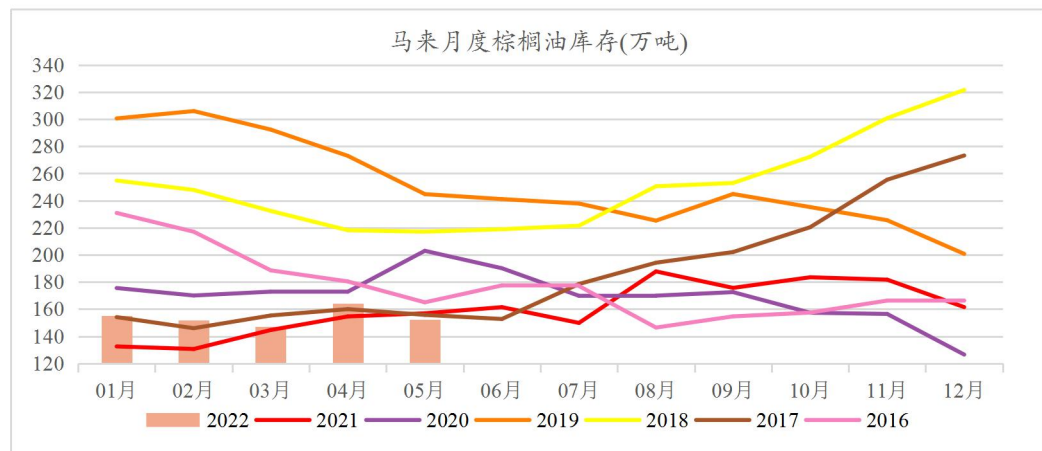
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油消费



资料来源：MPOB，优财研究院

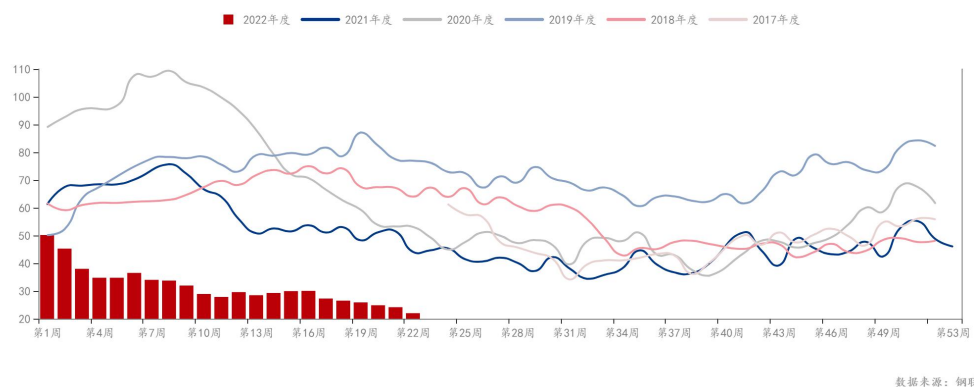
图 4：马来西亚棕榈油库存



资料来源：MPOB，优财研究院

截至6月3日，国内棕榈油库存22万吨，环比下降2.16万吨，虽6-9月买船量有明显提升，但近月到港短缺依旧是事实，现货基差维持高位，本周华北地区基差由09+4000上涨至09+4100；华东地区基差由09+4000下调至09+3980；华南地区基差维持09+4000。预计6月我国食用棕榈油进口到港约18万吨，库存在6月将有一定回升，但增幅有限。

图5：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

USDA6月供需报告公布：美国2021/22年度大豆年末库存预估2.05亿蒲式耳，4月报告预估为2.35亿蒲式耳；美国2022/23年度大豆产量预估为46.4亿蒲式耳。美国2022/23年度大豆年末库存预估为2.8亿蒲式耳，4月报告预估为3.1亿蒲式耳；巴西2021/22年度大豆产量预估为1.26亿吨，4月报告预估为1.25亿吨，市场平均预估1.247亿吨，巴西2022/23年度大豆产量预估为1.49亿吨；阿根廷2021/22年度大豆产量预估为4,340万吨，4月报告预估为4,200万吨，市场平均预估为4220万吨，阿根廷2022/23年度大豆产量预估为5,100万吨；全球2021/22年度大豆年末库存预估为8615万吨，4月报告预估为8524万吨，市场平均预估为8485万吨；全球2022/23年度大豆年末库存预估为10046万吨，4月报告预估为9960万吨，市场平均预估为9950万吨。

本次数据修正了此前对南美产量过度悲观的预期，巴西和阿根廷旧作产量都有所提

升，因而全球大豆库存升至 8615 万吨水平，高于市场预期，对全球大豆及产品有一定利空影响。不过旧作大豆的重点依旧在美豆出口，本周美豆出口净销售数据有了明显提升，在中国依旧有大量需求缺口的当下，美豆出口进度保持一个良好的进度，美豆旧作期末库存可能下滑到 2 亿蒲式尔下方。而美国上周五公布了国内生物燃料义务量的最终决议，2022/23 年度 150 亿加仑的乙醇燃料需求并不能完全通过乙醇满足，炼油厂需要增加生物质柴油的需求来满足义务量要求，美豆油需求可能在 120-130 亿磅区间，目前 USDA 报告将需求量放至 120 亿磅的区间下沿，我们有理由相信这一需求量有可能得到提升，从而对美豆油价格进行支撑。

新作方面，USDA 作物生长周报：截至 2022 年 6 月 5 日当周，美国大豆种植率为 78%，分析师平均预估为 80%，此一周为 66%，去年同期为 89%，五年均值为 79%。依旧是北达科他和明尼苏达州较平均水平有明显落后，目前已经过了 6 月 10 日的首个弃种日期，这两个州的播种将放弃或是继续将关注之后的播种进度报告。而从天气方面看，美国未来两周将遭受干旱天气影响。

表 2：美国农业部全球大豆供需数据与市场预估对比

2021/2022	6月公布值	市场预期	6月公布值	单位
阿根廷大豆产量	4340	4100-4300	4200	万吨
阿根廷大豆期末库存	2065	-	1930	万吨
巴西大豆产量	12600	12200-12550	12500	万吨
巴西大豆期末库存	2186	-	2136	万吨
美国大豆期末库存	2.05	1.66-2.4	2.35	亿蒲式耳
全球大豆期末库存	8615	8310-8620	8524	万吨
2022/2023				
美国大豆产量	46.4	-	46.4	亿蒲式耳
美国大豆期末库存	2.8	2.5-4.98	3.1	亿蒲式耳
全球大豆期末库存	10046	9700-10209	9960	万吨

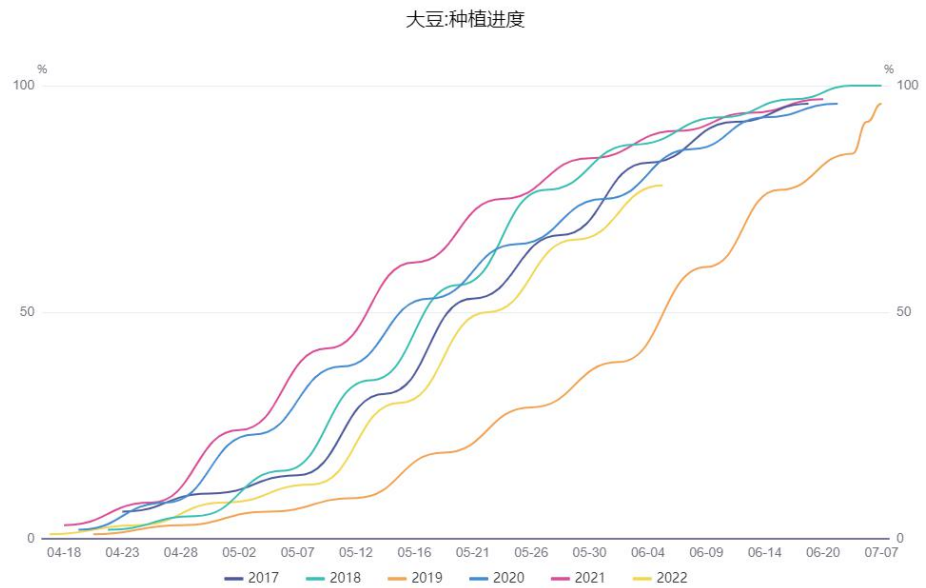
资料来源：USDA，优财研究院

表 3: 美国各州大豆种植进度表

State	Week ending			2017-2021 Average
	June 5, 2021	May 29, 2022	June 5, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	85	78	86	79
Illinois	92	75	88	78
Indiana	91	70	84	75
Iowa	97	85	94	87
Kansas	67	56	64	64
Kentucky	73	63	73	64
Louisiana	85	99	100	93
Michigan	96	60	84	73
Minnesota	100	55	72	90
Mississippi	93	92	95	90
Missouri	63	52	61	61
Nebraska	97	87	96	90
North Carolina	70	72	78	63
North Dakota	94	23	41	85
Ohio	88	56	71	70
South Dakota	96	61	77	79
Tennessee	71	60	73	67
Wisconsin	96	73	86	78
18 States	89	66	78	79

资料来源: USDA, 优财研究院

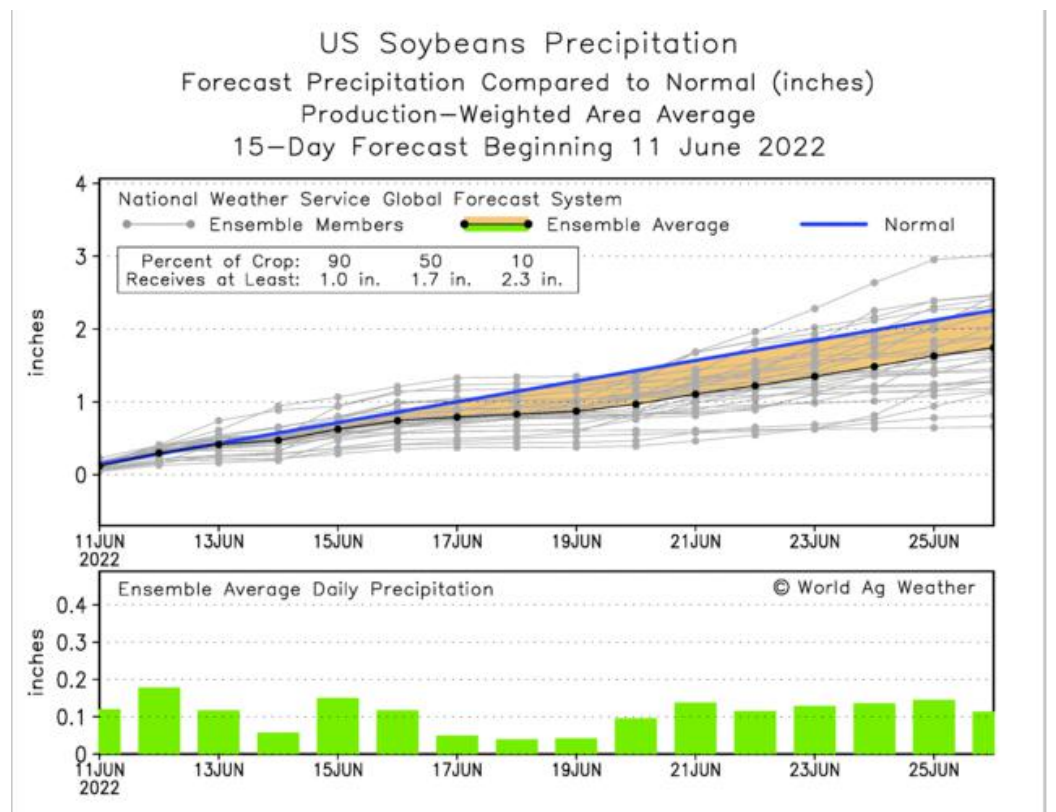
图 6: 美国大豆种植进度



数据来源: 同花顺FinD

资料来源: USDA, ifind, 优财研究院

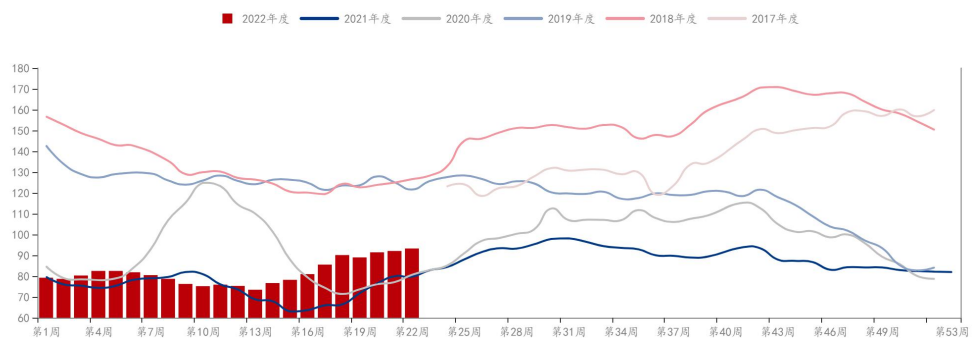
图 7：美国大豆种植区未来 15 日降雨情况



资料来源：World Ag Weather，优财研究院

截至 6 月 3 日，国内豆油库存 93.29 万吨，环比上升 1.18 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 09+650 上升至 09+700；华东地区一级豆油基差由 09+730 上升至 09+740；华南地区一级豆油基差由 09+920 下调至 09+880。由于豆粕库存压力，开机率降低，现货基差依旧高位，预计国内 6-7 月压榨约 750-780 万吨，豆油库存短期或企稳甚至回落。

图 8：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

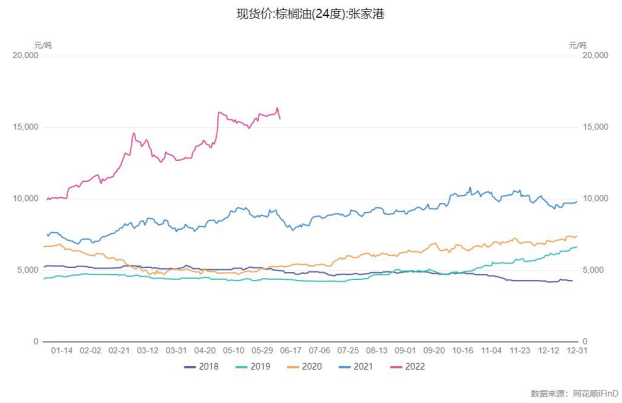
二、市场价格

1、桐油现货市场价格

图 9：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



图 10：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

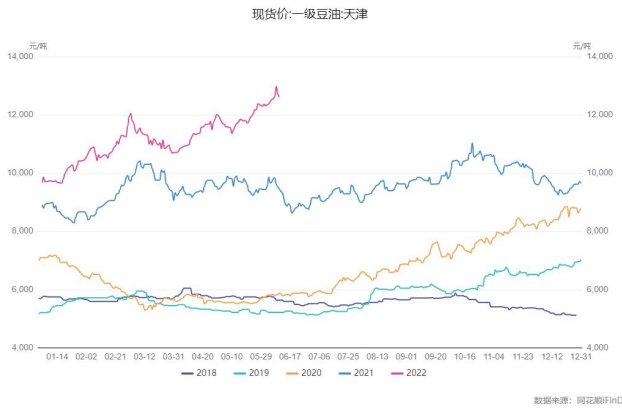
图 11：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

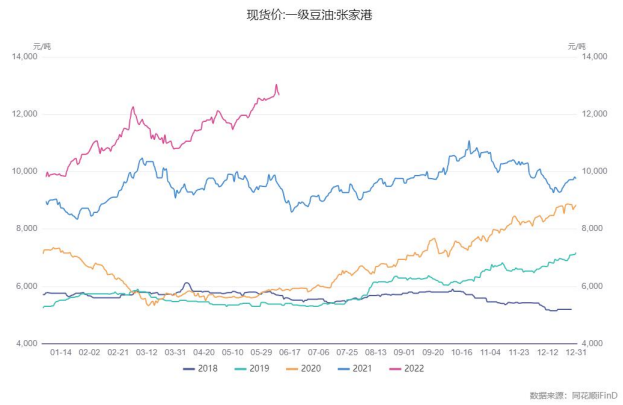
2、豆油现货市场价格

图 12: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



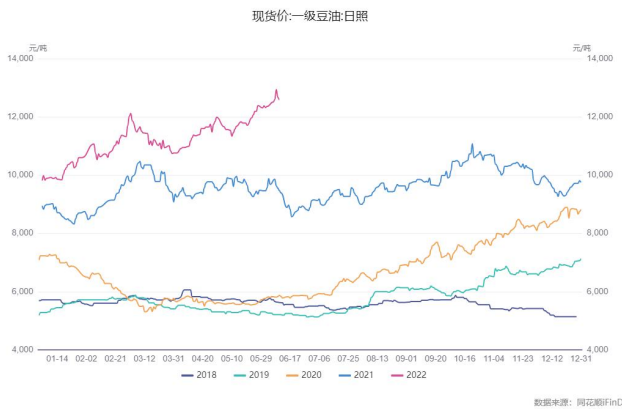
资料来源: ifind, 优财研究院

图 13: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



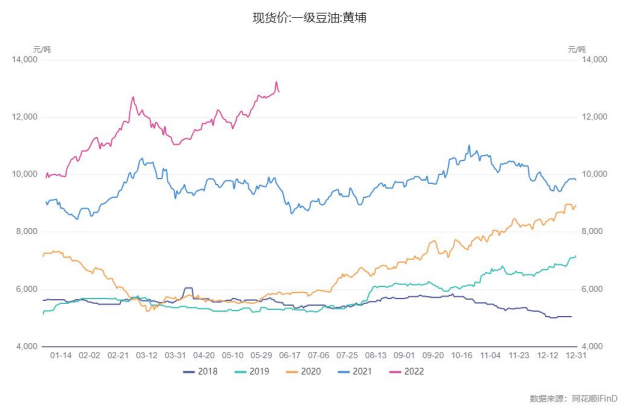
资料来源: ifind, 优财研究院

图 14: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 15: 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

在印尼加速出口预期增强及欧盟考虑取消豆棕油为原料的生物柴油背景下，本周油脂行情开启暴跌模式。不过马来产量依旧收劳工影响产量预期下降，印尼出口并没有新的实质性加速政策推出，欧盟在如今替代油脂不能满足豆棕大量需求的背景下取消豆棕实施也较困难。

豆油方面受生物燃料政策的支撑下跌有限，周末的 USDA 报告数据有一定利空，预计对周一开盘会有一定压力，不过当前大豆旧作的关键在美豆出口需求，我们持乐观预期，而新作美豆油的需求也有进一步上调的空间，对豆油价格将有所支撑。

综上所述，本周国际政策及报告数据对全球供应确实有一定的缓解，但全球油脂油料供需平衡依旧趋紧，油脂油料并未迎来实质性拐点，我们有理由相信本次暴跌是多头资金的离场及市场情绪性的反应，待情绪消化价格企稳后依然有逢低介入的机会。

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/>