

2022年6月30日

Expertsoffinancialderiv  
ativespricing  
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



## 黑天鹅撞上灰犀牛

### 内容提要

今年上半年的油脂可谓戏份拉满，年初继续受到南美大豆和马来棕榈油减产影响稳步走高，2月俄乌战争将油脂推近历史高点，之后印尼接过指挥棒开始“控盘”一系列政策调控使油脂板块上蹿下跳，最终在6月上旬早有预期但又毫无征兆的崩塌了，价格回到了1月的水平。上半年，似乎没人交易基本面。

下半年我们认为单从油脂基本面上来看，油脂转熊格局并未确立，美豆及加菜籽的产量不确定性较强，棕榈油也将因劳工和停滞出口预期减产，油脂并未出现新增供应，反而将有下行的潜力，在宏观情绪消化后依旧有希望企稳反弹，但我们不排除美联储加息力度继续增大情况下全球商品继续因通胀收紧而下挫的可能性。

### 操作建议

油脂短期受宏观情绪因素及供应端集中释放影响波动较大，操作上不宜追涨杀跌，待短期压力释放后结合宏观情绪再判断方向。

### 风险提示

供应国产量预期变化

美联储加息预期

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6月24日，国内棕榈油主力合约收9108元/吨，较12月31日涨幅达6.53%；国内豆油主力合约收9888元/吨，较12月31日涨幅达11.35%。现货基差方面，天津24度棕榈油基差09+3700；华东24度棕榈油基差09+3500；广东24度棕榈油基差09+3500，受到5月印尼出口禁令影响，国内库存来到极低位，现货库存一度涨至4000+，随着印尼出口的放开，国内买船增加，近期基差在以非常快的速度下跌。天津一级豆油基差09+630；华东一级豆油基差09+660；广东一级豆油基差09+680，豆油基差相对平稳，6月下旬随着部分油厂因豆粕胀库停机且餐饮消费随疫情逐步放开，需求转好，基差将阶段性筑底。

图 1：棕榈油主力合约



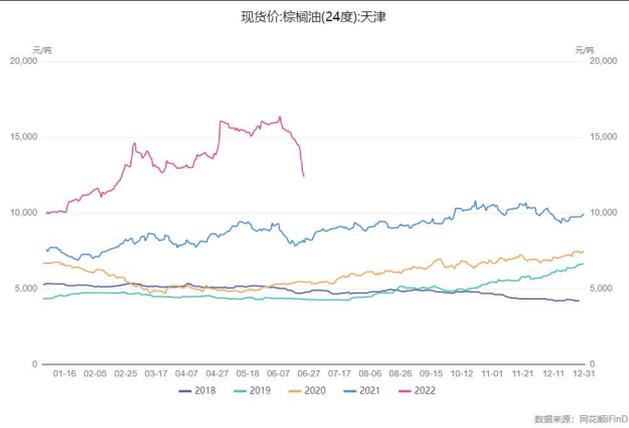
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：豆油主力合约



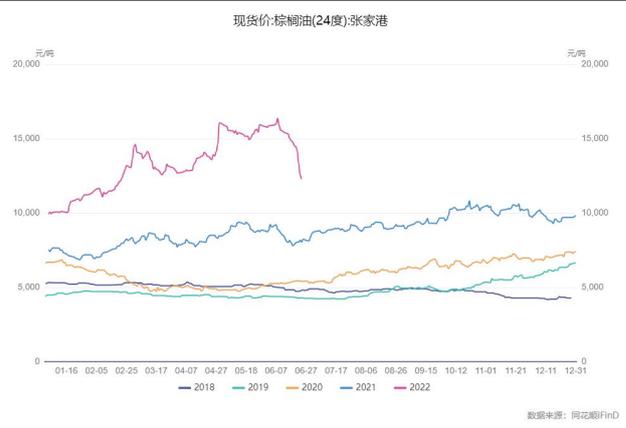
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



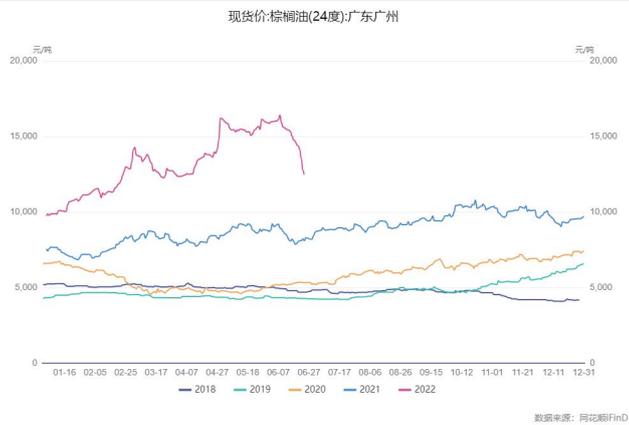
资料来源：ifind，优财研究院

图 4：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 5：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



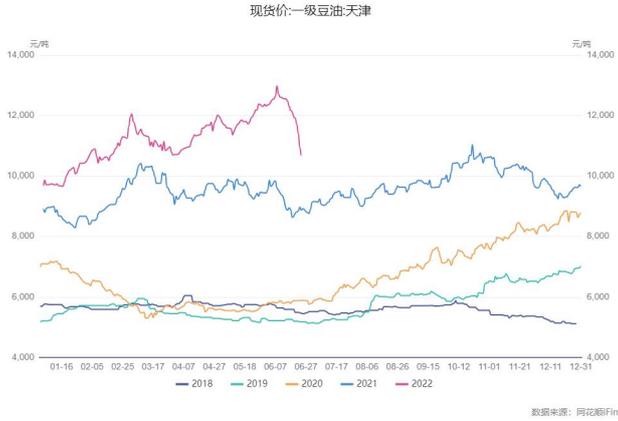
资料来源：ifind，优财研究院

图 6：棕榈油基差走势



资料来源：优财研究院

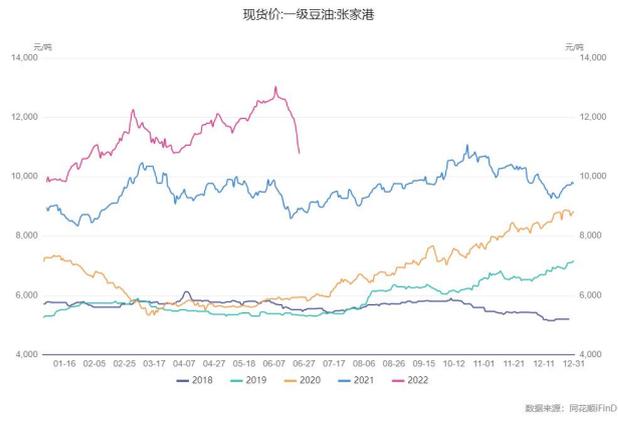
图 7：天津一级豆油现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：ifind，优财研究院

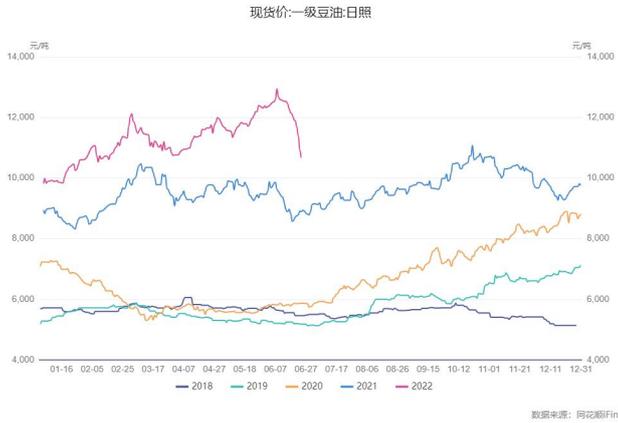
图 8：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：ifind，优财研究院

图 9：山东一级豆油现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：ifind，优财研究院

图 10：广东一级豆油现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：ifind，优财研究院

图 11：豆油基差走势



资料来源：优财研究院

## 2、棕榈油

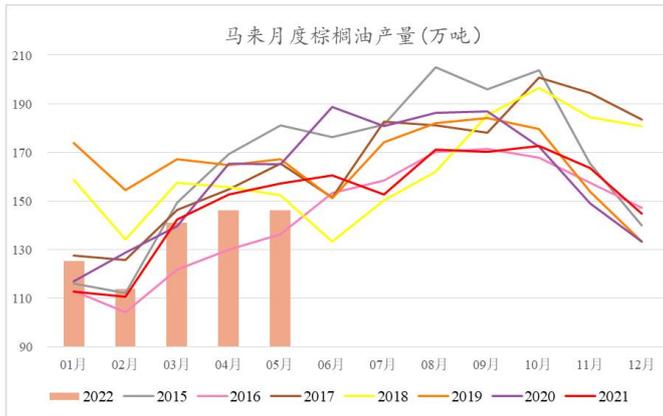
### 马来西亚：

马来西亚棕榈油期货于去年5月创出历史新高后扶摇直上，在俄乌战争爆发后于3月初创出7268令吉特/吨高点，6月初受印尼加速出口影响大幅下滑，截至6月24日马来西亚棕榈油期货主力合约收至4656令吉特/吨，跌至去年12月水平。

供需平衡来看，马来西亚今年产量恢复并不及预期，依旧受到劳工短缺影响。截至5月底，马来西亚棕榈油库存152.18万吨，仍处于7年同期最低水平，6月来看因工作日较5月有所增加，且印尼加速出口抢占出口市场，6月马来西亚库存预计将大幅增至175-180万吨水平，不过整体依旧没有库存压力。

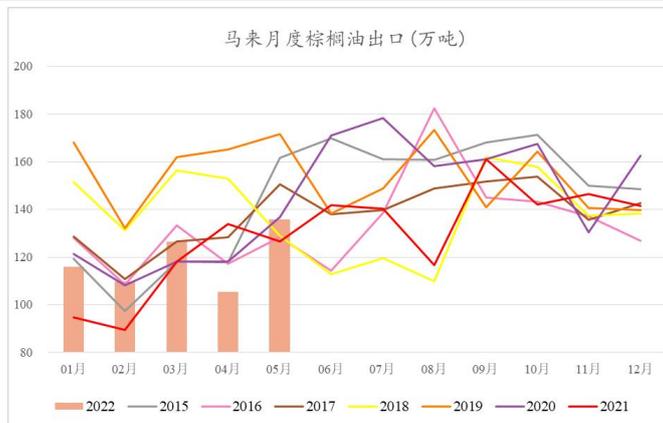
下半年马来西亚将继续受制于劳工短缺的影响，虽然马来已于4月1日打开国门，且马来西亚引入3.2万名种植园劳动的计划早已获得审批，但实际推进进度十分缓慢，据统计目前马来西亚劳工缺口约12万人，截至6月22日，马来西亚已批准4699名工人的申请，这对于12万的缺口来说杯水车薪，去年马来西亚月度产量峰值为170万吨左右出现在8-10月，若今年单月产量水平无法超过170万吨，那马来今年的增产预期将落空，目前部分数据机构已将马来西亚今年产量预期下调至1850万吨甚至更低，远低于年初1950-2000万吨的预期，马来西亚连续3年的低产将对下半年的棕榈油价格有所支撑。

图 12: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



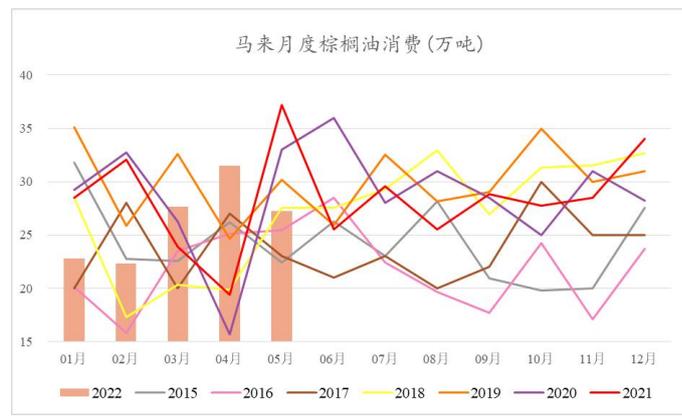
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 14: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)



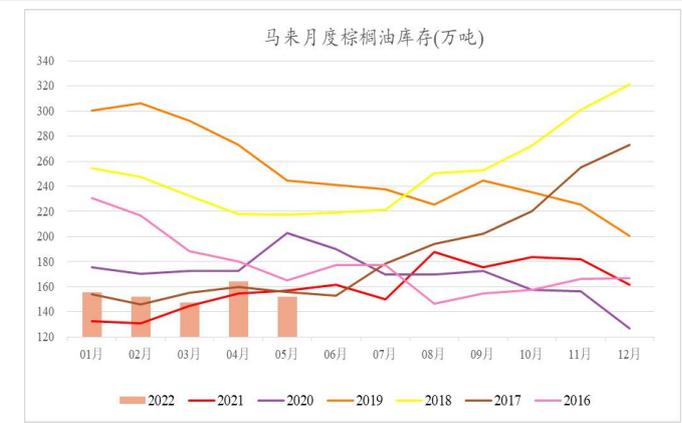
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 13: 马来西亚棕榈油消费 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

图 15: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

### 印度尼西亚：

印尼无疑是这半年油脂市场主角中的主角，先回顾一下印尼这半年来为达成保证国内食用油供给及合理价格所推出的一系列政策：

时间	政策
2022年1月5日	印尼政府颁布食用油补贴计划，将从棕榈油基金中拨款 3.6 万亿印尼盾用于补贴国内价格
2022年1月19日	印尼贸易部宣布零售食用油限价14000印尼盾/升，为期6个月，并要求出口商报备毛棕榈油、油脂产品及食用油的出口计划
2022年1月24日	对棕榈油实施出口许可制度，出口商需提交未来6个月的出口计划
2022年1月27日	印尼贸易部宣布实施DMO，要求出口商将20%的出口量用于国内销售，并限价毛棕榈油价格上限为9300印尼盾/公斤，精炼软质棕榈油价格上限为10300印尼盾/公斤
2022年3月9日	印尼贸易部宣布将DMO的比例由20%上调至30%
2022年3月17日	印尼贸易部宣布取消DMO，并同时提高棕榈油出口levy，将毛棕榈油出口levy的最高标准由原来的175美元/吨提高至375美元/吨
2022年4月22日	印尼总统宣布自4月28日起限制所有棕榈油食用油及其原料的出口
2022年4月25日	出口禁令解释调整为只限制25升以下小包装、精炼液油及分提液油三种品种
2022年4月26日	正式宣布出口禁令只对以上三种品种实行，直至国内散装液油的售价下调至14000印尼盾/升
2022年4月27日	宣布出口禁令的品种扩大至毛棕榈油、精炼33度、精炼24度、POME及UCO等
2022年5月19日	政府宣布自5月23日起出口禁令取消
2022年5月20日	印尼重新针对棕榈油实施国内市场义务（DMO）政策，将棕榈油国内义务规模定为1000万吨。并要求印尼国家物流局将食用油储备保持在需求的10%。
2022年5月24日	印尼方面规定，棕榈油出口需要许可证。棕榈油出口许可证需要提供国内销售的证明。棕榈油出口许可证有效期为六个月。
2022年5月27日	印尼将分配约100万吨棕榈油出口，已注册散装食用油项目的企业优先。
2022年6月4日	印尼高级部长：印尼将（食用油）出口许可比例设定为当地国内强制销售数量（DMO）的5倍。在过渡期，印尼规定每月国内必须销售30万吨食用油。印尼确保对棕榈油分销进行严格监控。
2022年6月8日	印尼贸易部官员：将毛棕榈油出口税（tax）的最大值提高至288美元/吨，将出口专项税（levy）的最大值降低至200美元/吨。印尼将设置每吨200美元的特别出口税，让企业无需等待核实其国内销售义务即可获得装运许可。
2022年6月10日	毛棕榈油出口关税(tax)从此前200 美元/ 吨上调至最高 288 美元/ 吨。这项修改法令将于 6 月 10 日生效。
2022年6月13日	毛棕榈油出口关税(levy)从此前375美元/吨下调至最高200美元/吨。这项修改法令将于6月14日至7月31日期间执行。8月1日至31日上调至每吨240美元。

印尼一系列迷幻的操作最终达成了政府想要的目的么？目前情况是，印尼民众可通过指定 APP 每人每天最多采购 10 公斤低价食用棕榈油，而除此之外的食用油价格依然高于政府想要达到的 14000 印尼盾/升价格，而与之换来的代价是印尼禁止出口一个月后迅速释出口，大连棕榈油期价 3 周下跌超 25%，马来西亚棕榈油期价 3 周下跌超 30%。我们假设没有 5 月的出口禁令，而是从开始就设定人均限量限价的食用油购买政策，或许本次下跌就不存在，甚至因为国内限价政策而使出口价格提高回补国内限价的损失，致使期价进一步上涨。

根据印尼棕榈油协会数据显示，印尼 4 月棕榈油库存为 610 万吨，已经达到历史最高位。印尼 5 月停滞食用棕榈油出口，产量也将因油厂涨库不收购果串滞销导致一定量减产，我们预估 5 月产量 400 万吨左右，5 月底印尼库存约 800-850 万吨，压力集中在了上游农户及压榨厂，这也不难解释果串及 CPO 成交价腰斩的现状。

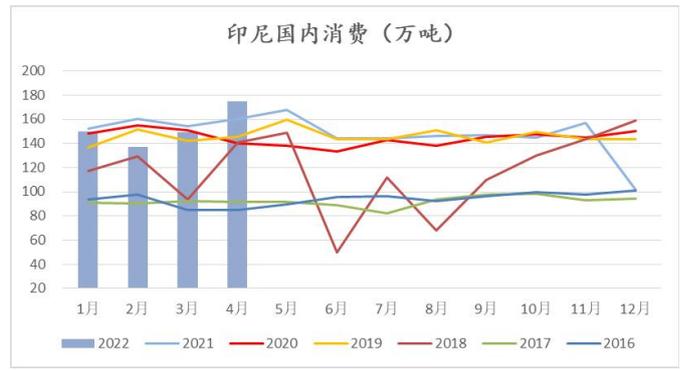
市场消息：截至 6 月 24 日，印尼已经发放了 171 万吨棕榈油出口许可证，近日印尼政府又将召开会议讨论加速出口细节，可能会通过加快审批出口许可证、降低出口关税或取消 DMO 政策来达成此目的，若继续加大加速出口的推进力度，短期对棕榈油价格还是有一定压力，不过中长期看，由于印尼出口禁令导致油厂涨库果串及 CPO 成交恶化，压榨厂停机，将导致印尼一定程度减产，叠加马来西亚因劳工因素产量恢复不及预期，今年棕榈油整体产量将较预期下降，对棕榈油整体价格有所支撑，待印尼库存压力释放完毕后价格有望企稳回升。

图 16: 印尼棕榈油产量 (万吨)



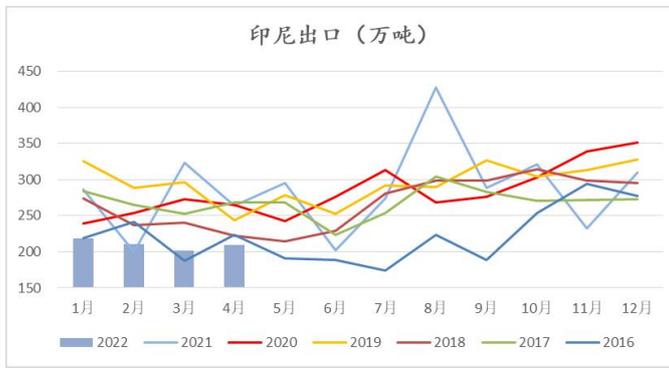
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 17: 印尼棕榈油消费 (万吨)



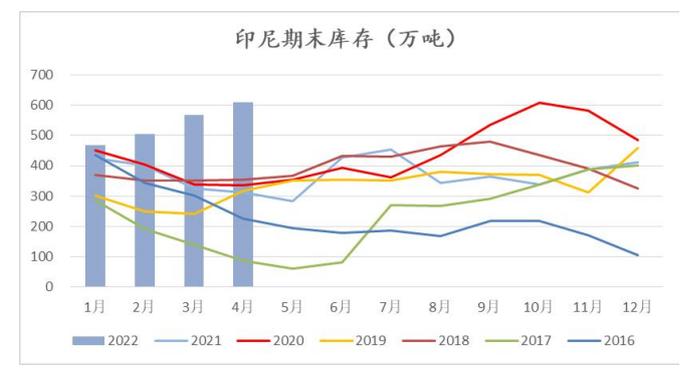
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 18: 印尼棕榈油出口 (万吨)



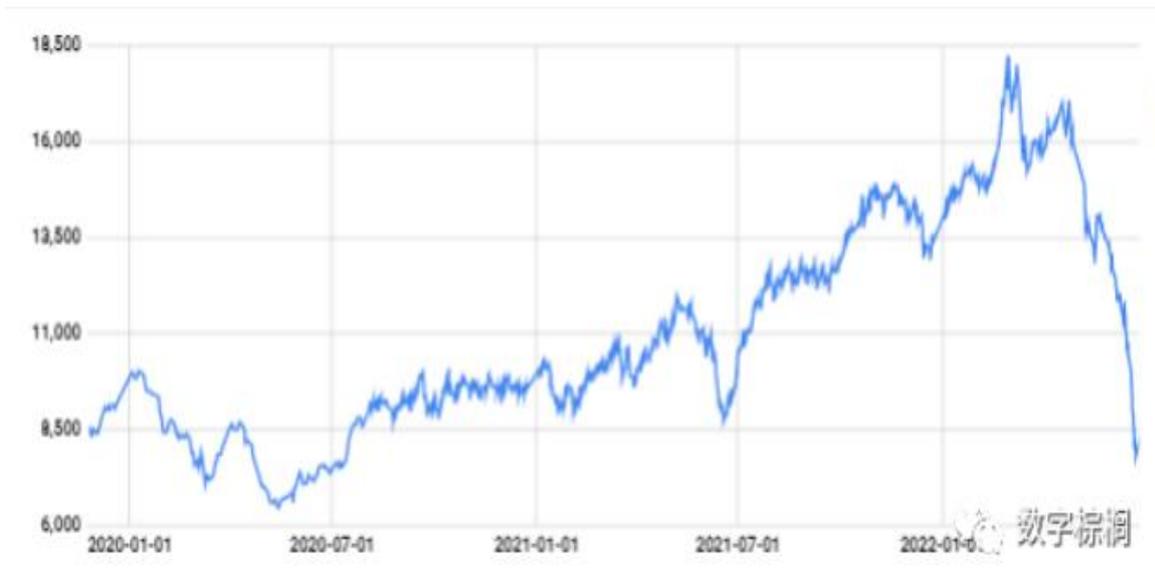
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 19: 印尼棕榈油库存 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 20: 印尼 CPO 招标价格



资料来源: 数字棕榈, 优财研究院

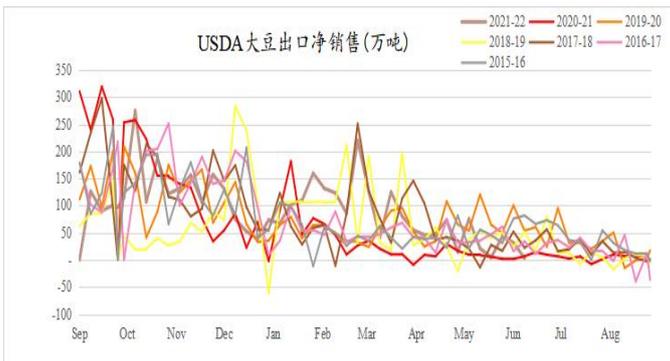
### 3、大豆

通常上半年南美大豆新作上市，市场将出口窗口转向南美，但由于去年极端拉尼娜现象导致南美种植带十分干旱产量大幅下调，USDA5月供需报告显示，21/22年度巴西大豆产量1.26亿吨，阿根廷大豆产量4340万吨，两国合计较预期减产超2000万吨，供应紧缺及价格高企使今年上半年大豆出口窗口反季节偏向美国，今年上半年美国大豆出口销售表现强劲，截至6月16日美国21/22年度出口销售总量6024万吨，仅次于去年同期，且22/23年新作出口销售已达1337万吨，去年同期仅761万吨。不过在6月美联储加息75bp后美元升值，巴西因此不断下调贴水竞争市场份额，6月中下旬美豆出口销售进度可能偏慢，不过整体影响不大，目前中国8-9月仍有约800万吨旧作进口需求，美豆旧作库存有可能进一步收紧。

新作方面截至2022年6月26日当周，美国大豆生长优良率为65%，分析师平均预估为68%，前一周为68%，去年同期为60%。大豆种植率为98%，分析师平均预估为98%，此前一周为94%，去年同期为99%，五年均值为97%。大豆出苗率为91%，前一周为83%，去年同期为95%，五年均值为91%。大豆开花率为7%，去年同期为13%，五年均值为11%。种植进度基本符合预期，优良率略小于市场预期，拉尼娜现象有望持续到年底，但拉尼娜现象在北半球夏末（2022年7月至9月的概率为52%）出现的几率会下降，然后在北半球秋季和2022年初冬（概率为58-59%）略有上升。今年拉尼娜的影响基本可以断言小于去年，而在去年极端拉尼娜表现下，美豆单产从预期的十分悲观慢慢调升至51.4，所以即使今年拉尼娜再次造成美豆种植区部分干旱，预计对产量影响有限，关键在于面积，6月30日USDA将公布新作种植面积报告，较3月美豆种植意向报告的9095.5万英亩，市场预期玉米将抢占大豆约50万英亩面积，若报告面积大于9050万英亩，则将会对盘面造成一定压力。

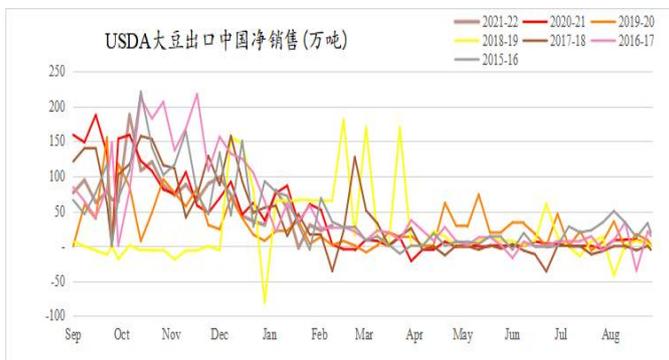
天气方面的压力将给到南美，去年在极端拉尼娜天气条件下巴西大豆产量从1.4亿吨上方下调至1.26亿吨，阿根廷大豆产量从5400万吨调减至4340万吨，若4季度拉尼娜依旧存在且力度较大，那今年4季度油脂油料走势或复制去年。

图 21: 美豆出口净销售 (万吨)



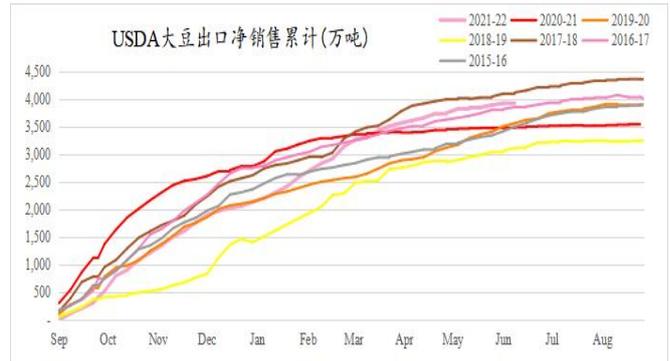
资料来源: USDA, 优财研究院

图 23: 美豆出口中国净销售 (万吨)



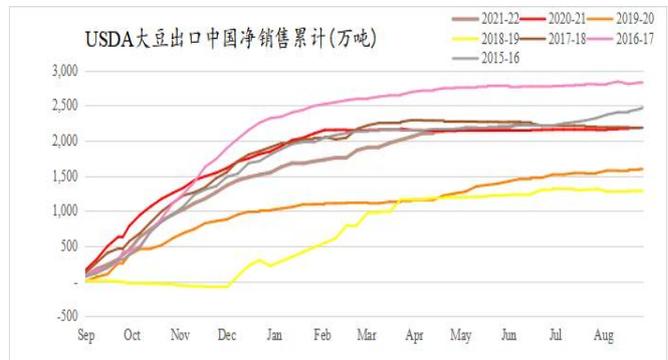
资料来源: USDA, 优财研究院

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

图 25: 美豆种植进度

State	Week ending			2017-2021 Average
	June 26, 2021	June 19, 2022	June 26, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	96	96	98	96
Illinois	96	98	99	95
Indiana	100	96	100	96
Iowa	100	99	100	99
Kansas	94	83	92	94
Kentucky	93	87	94	91
Louisiana	99	100	100	100
Michigan	100	97	100	94
Minnesota	100	97	100	100
Mississippi	98	99	100	98
Missouri	85	85	93	91
Nebraska	100	100	100	99
North Carolina	90	86	94	88
North Dakota	100	92	97	99
Ohio	100	90	96	94
South Dakota	100	98	99	98
Tennessee	91	86	93	91
Tennessee	100	97	98	98
Wisconsin	99	94	98	97
18 States	99	94	98	97

资料来源: USDA, 优财研究院

图 26: 美豆出苗率

State	Week ending			2017-2021 Average
	June 26, 2021	June 19, 2022	June 26, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	91	90	94	91
Illinois	96	93	96	92
Indiana	99	89	96	89
Iowa	99	93	97	95
Kansas	85	70	82	86
Kentucky	81	72	81	79
Louisiana	94	100	100	98
Michigan	100	88	95	86
Minnesota	100	83	93	97
Mississippi	96	96	97	95
Missouri	87	69	79	82
Nebraska	98	94	97	97
North Carolina	81	78	85	79
North Dakota	96	58	80	94
Ohio	99	74	85	87
South Dakota	99	82	95	93
Tennessee	82	77	83	81
Tennessee	99	89	93	92
Wisconsin	95	83	91	91
18 States	95	83	91	91

资料来源: USDA, 优财研究院

图 27: 美豆开花率

State	Week ending			2017-2021 Average
	June 26, 2021	June 19, 2022	June 26, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	44	34	51	46
Illinois	7	(NA)	2	10
Indiana	7	(NA)	3	7
Iowa	17	(NA)	2	7
Kansas	13	(NA)	1	7
Kentucky	5	(NA)	7	5
Louisiana	65	72	82	67
Michigan	-	(NA)	5	1
Minnesota	12	(NA)	1	5
Mississippi	45	57	66	50
Missouri	6	(NA)	1	6
Nebraska	20	(NA)	1	15
North Carolina	4	1	8	5
North Dakota	2	(NA)	2	2
Ohio	7	(NA)	-	6
South Dakota	9	(NA)	-	7
Tennessee	6	3	12	9
Tennessee	10	-	2	4
Wisconsin	13	(NA)	7	11
18 States	13	(NA)	7	11

资料来源: USDA, 优财研究院

图 28: 美豆优良率

State	Very poor	Poor	Fair	Good	Excellent
	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)	(percent)
Arkansas	1	3	19	59	18
Illinois	3	7	24	54	12
Indiana	3	9	27	53	8
Iowa	1	2	17	65	15
Kansas	1	4	30	57	8
Kentucky	-	3	39	53	5
Louisiana	1	6	20	66	7
Michigan	-	4	32	52	12
Minnesota	1	3	35	53	8
Mississippi	4	12	19	48	17
Missouri	1	5	35	54	5
Nebraska	4	8	26	50	12
North Carolina	11	21	29	36	3
North Dakota	-	4	29	61	6
Ohio	6	12	36	40	9
South Dakota	-	2	25	65	8
Tennessee	4	10	30	49	7
Tennessee	1	3	19	61	16
Wisconsin	1	3	30	61	16
18 States	2	6	27	55	10
Previous week	1	5	26	58	10
Previous year	2	7	31	50	10

资料来源: USDA, 优财研究院

图 29: 2022/2023 年度全球大豆平衡表

2022/23 Proj.

		May	Jun	May	Jun	May	Jun	May	Jun	May	Jun
World 2/	May	85.24	394.69	167.12	326.76	377.44	170.01	99.60			
	Jun	86.15	395.37	167.12	327.18	377.86	170.31	100.46			
World Less China	May	54.48	377.19	68.12	231.76	261.85	169.91	68.04			
	Jun	55.40	377.87	68.12	232.18	262.27	170.21	68.90			
United States	May	6.39	126.28	0.41	61.37	64.78	59.87	8.43			
	Jun	5.58	126.28	0.41	61.37	64.78	59.87	7.61			
Total Foreign	May	78.84	268.41	166.71	265.39	312.65	110.14	91.17			
	Jun	80.57	269.09	166.71	265.81	313.08	110.44	92.85			
Major Exporters 3/	May	40.75	212.50	5.57	93.08	103.89	102.13	52.81			
	Jun	42.60	212.50	5.57	93.33	104.09	102.13	54.46			
Argentina	May	19.30	51.00	4.80	41.00	48.30	4.70	22.10			
	Jun	20.65	51.00	4.80	41.00	48.25	4.70	23.50			
Brazil	May	21.36	149.00	0.75	48.75	52.10	88.50	30.51			
	Jun	21.86	149.00	0.75	49.00	52.35	88.50	30.76			
Paraguay	May	0.09	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.19			
	Jun	0.09	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.19			
Major Importers 4/	May	33.30	21.53	133.53	125.20	154.15	0.33	33.88			
	Jun	33.32	21.53	133.53	125.20	154.15	0.33	33.89			
China	May	30.75	17.50	99.00	95.00	115.59	0.10	31.56			
	Jun	30.74	17.50	99.00	95.00	115.59	0.10	31.56			
European Union	May	0.93	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.79			
	Jun	0.96	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.81			
Southeast Asia	May	0.94	0.50	9.88	5.00	10.42	0.02	0.88			
	Jun	0.94	0.50	9.88	5.00	10.42	0.02	0.88			
Mexico	May	0.50	0.30	6.35	6.60	6.65	0.00	0.50			
	Jun	0.50	0.30	6.35	6.60	6.65	0.00	0.50			

资料来源: USDA, 优财研究院

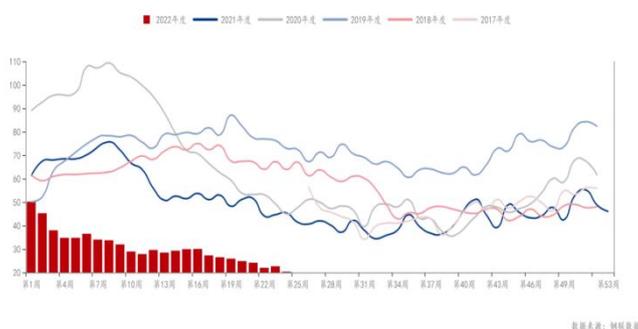
#### 4、国内供需

截至6月17日，国内棕榈油库存20.33万吨，较去年12月31日降25.67万吨；国内豆油库存94.63万吨，较去年12月31日增加12.69万吨。食用棕榈油库存始终处在历史极低值，豆油库存渐渐随着大豆供应充足，以及前期豆粕库存低位压榨量大幅提高缓缓累计，但也维持在历年同期较低位。

到港方面棕榈油7月预计到港22-25万吨，8月约20万吨，在近期价格下跌外盘报价倒挂收窄后国内买船量增加，主要体现在8月和10月，棕榈油库存有望企稳转增，但增速不会太快；大豆方面由于前期榨利较差，三季度进口大豆到港将逐月下降，8-9月船期仍有约800万吨采购缺口，不过今年国内储备也在不断放出大豆，大豆供应不至于短缺，近期部分油厂豆粕涨库停机，全国开机率约60-65%，豆油库存预计将维持在90-100万吨水平。

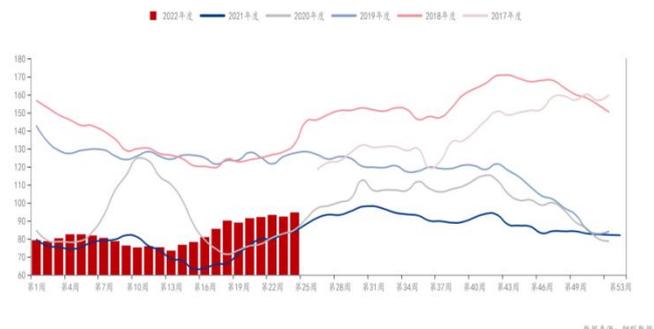
消费端，上半年由于疫情封锁及油脂价格高企，油脂消费低迷，尤其棕榈油现货价格远高于豆油后，往年替代豆油进餐饮渠道的消费基本被打没了，不过6月油脂价格暴跌后，油脂性价比逐渐体现，饲料厂和生物燃料厂等一些替代消费的询价明显增多，叠加近期国内疫情防控政策放松，旅游业和餐饮业都将迎来复苏，油脂消费预计将恢复好转，在棕榈油基差快速下跌现货价格又低于豆油后，也将重新注入餐饮消费。

图 30：棕榈油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

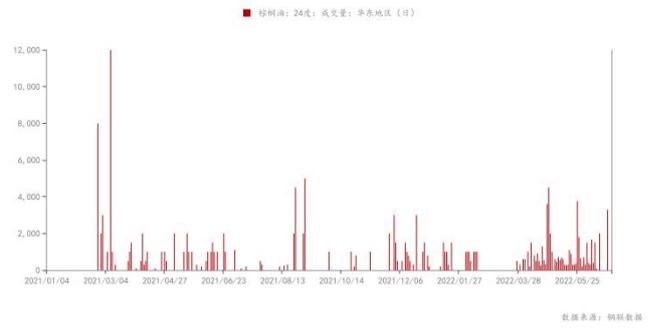
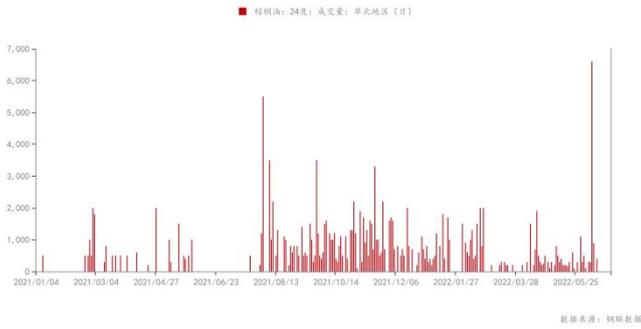
图 31：豆油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 32: 24 度棕榈油成交量: 华北地区 (日)

图 33: 24 度棕榈油成交量: 华东地区 (日)

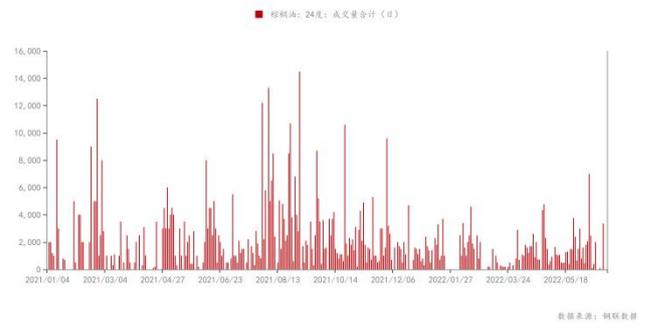
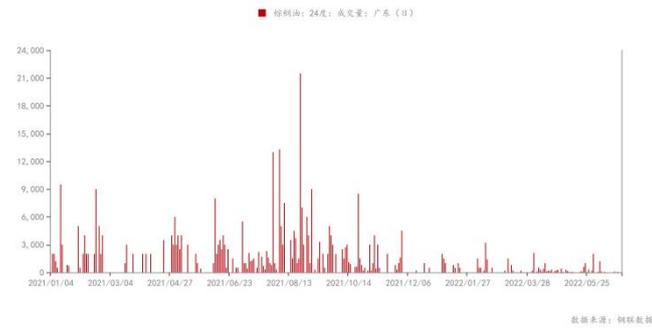


资料来源: 钢联数据, 优财研究院

资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 34: 24 度棕榈油成交量: 广东地区 (日)

图 35: 24 度棕榈油成交量: 全国合计 (日)

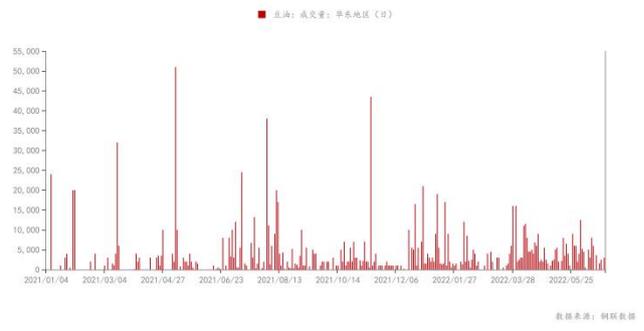
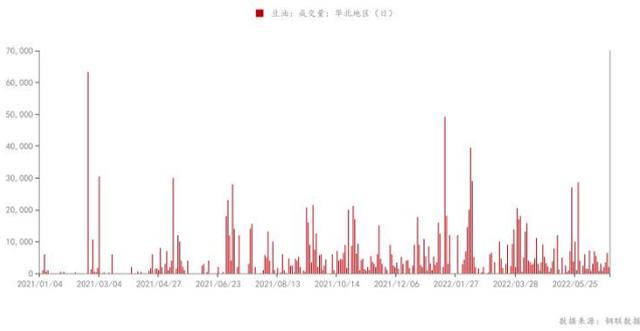


资料来源: 钢联数据, 优财研究院

资料来源: 钢联数据, 优财研究院

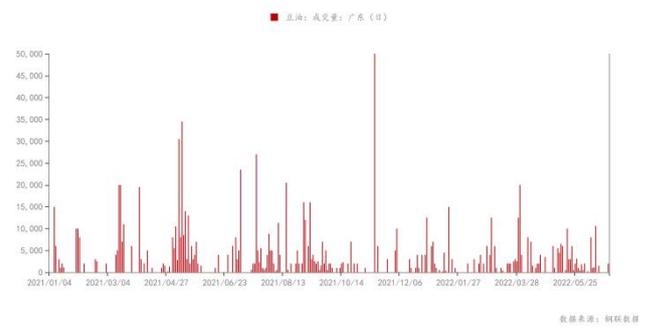
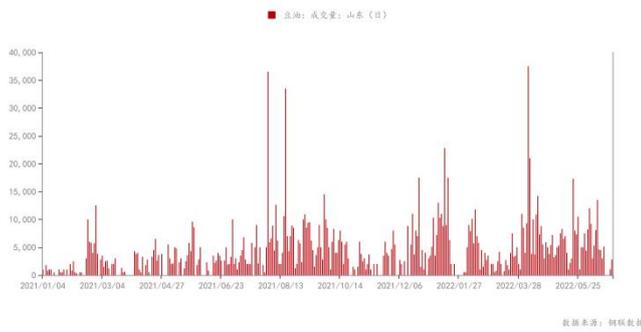
图 36: 豆油成交量: 华北地区 (日)

图 37: 豆油成交量: 华东地区 (日)



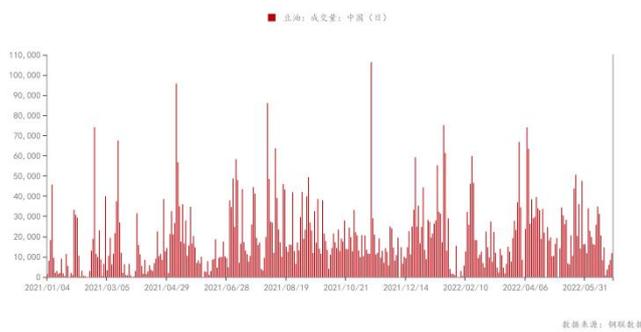
资料来源: 钢联数据, 优财研究院  
图 38: 豆油成交量: 山东地区 (日)

资料来源: 钢联数据, 优财研究院  
图 39: 豆油成交量: 广东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院  
图 40: 豆油成交量: 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

## 5. 生物燃料

### 美国

6月3日美国环境保护署公布了新一年的生物燃料掺混标准,其中下调了2021年与2022年纤维燃料的义务标准并提升了2021年传统生物燃料的义务标准。结合拒绝小型炼油厂的豁免申请和放开夏季乙醇燃料的使用,体现了美国生物燃料端的信心。从成本上看,以当前的柴油价格计算,80美分左右的豆油是美豆油投入生物燃料的盈亏平衡点,当前66美分的豆油将刺激生物燃料的需求;从义务量来看,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。

### 南美

去年底巴西将2022年国内生物燃料掺混比例定在10%,今年6月由于原油价格不断上涨,巴西行业协会呼吁将下半年的掺混比例由10%增加至12%,这将使巴西2022年豆油消费预计提高约20万吨。

同样阿根廷在6月初也呼吁将生物燃料的掺混比例在60天内由5%提高至12.5%,而后固定在7.5%,这将使阿根廷2022年豆油消费预计提高约25万吨。

### 欧盟

6月初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。油世界数据显示2022年欧盟用于生物燃料的棕榈油约460万吨,豆油约112万吨;USDA数据棕榈油约260万吨,豆油100万吨。虽然棕榈油上有200万吨的差异,但是这缺口是巨大的,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,而目前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,所以欧盟政策在近2年落地及实施实现困难较大,其预计不会造成实质性利空。

### 东南亚

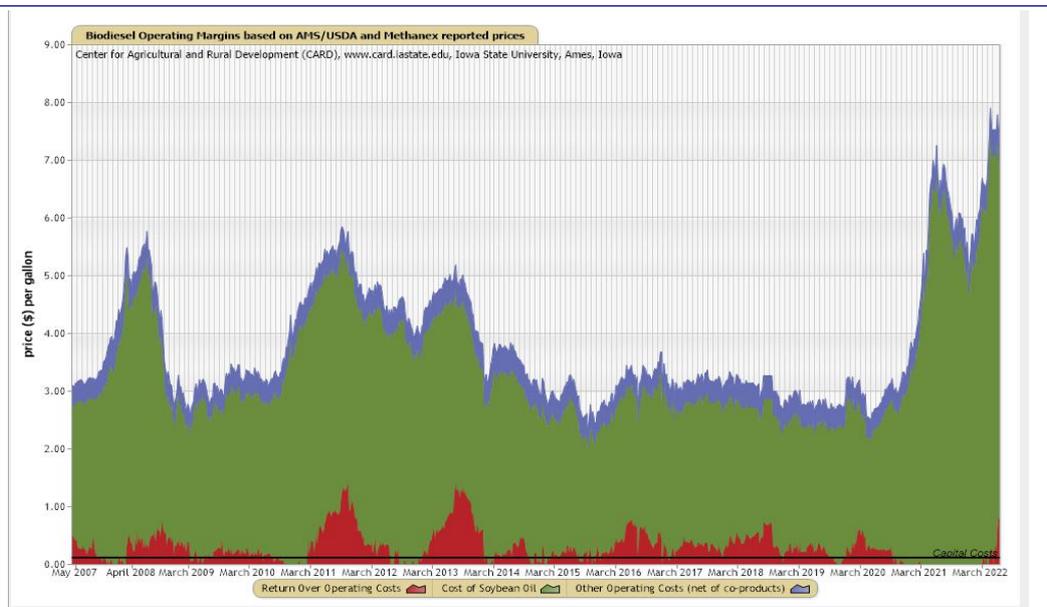
在棕榈油今年涨至高位后马来西亚及印尼都宣称不会放松今年的生物燃料使用标准，即马来西亚 B20 印尼 B30，显示了对生物燃料推动的决心。而当前价格大幅下跌后，POGO 价差最低跌至-270 美元下方，而印尼棕榈油价格和柴油的价差更是来到-600 美元下方，棕榈油加工成生物燃料成本约 70 美元，所以高额的利润在近期也给了棕榈油投入生物燃料很大的支撑。有消息称印尼在讨论推进 B40 以应对国内高库存，不过一代生物柴油 B40 从技术上难以实现，如果加入氢化二代 HVO 产能目前无法跟上，但是印尼短期若增加至 B35 还是有可能实现。

图 41：POGO 价差



资料来源：ifind，优财研究院

图 42：美国生物柴油利润



资料来源：CARD，优财研究院

## 二、后市展望

上半年油脂经历了几波大行情，先是被俄乌冲突及印尼出口禁令两次推近历史高点，而后又在印尼一系列迷幻操作中出现2周下跌2000-3000点的瀑布行情，仿佛这半年一切都被黑天鹅掌控了。近期油脂暴跌市场恐慌情绪加重，我们认为基本面上看油脂牛市格局尚未转势，近期行情是印尼集中释放库存叠加美联储暴力加息收紧通胀导致的市场悲观情绪所致，如果原油价格不再下跌对植物油有强力支撑，印尼出口有望在7月中旬后逐步恢复正常，当印尼库存压力得以释放，宏观情绪泡沫逐渐挤出后逐步回归基本面。在印尼出口受阻的2个月内产量将受损，马来受困于外籍劳工短缺，拉尼娜持续发酵下美豆及加菜籽前景不明，供应端不确定因素较强，而需求端在国内疫情管控政策放宽及全球生物燃料需求增加的背景下，需求有进一步提升的潜力，油脂油料供需基本面依旧偏紧，基本面不支持深跌，不过需谨防全球收紧通胀，宏观情绪导致商品普跌。

## 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/>