

油脂顶部压力相对确定，关注豆棕价差回缩行情

——油脂 8 月月度投资策略

2022-8-7

农产品策略组

研究员

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资咨询证号：Z0000671

电话：021-68757181

邮箱：Jialj@qh168.com.cn

刘兵

从业资格证号：F03091165

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆宏观及原油方面，美联储9月加息75个基点的可能性在增加，流动性冲击叠加需求疲软拖累，原油存在下行破位的可能，受此影响，美豆油、马棕潜在下行风险增大。

◆油料方面，目前天气形势及8月USDA报告维持乐观预期，对油脂的成本支撑有限。随着油料集中上市压力显现，油脂旺季也将到来，到时需求无论是受宏观环境和原油市场影响，还是被市场悲观的心态再次拖累，需求回暖不及预期的话，油脂压力将更大。

◆油脂自身，印尼为解决胀库压力，在政策上可调控的空间不多了，政策变量在减少，且通过推算，8月-9月印尼胀库问题较难出现转机，待马棕增库预期逐步兑现，棕油基本面带来的下行风险也在增大。

◆概括而言，宏观环境及原油市场对油脂的压力大于支撑，此外，油脂或依然面对印尼的胀库现实以及即将到来的增产压力，油料端天气也暂看不到造成大幅减产的可能，油料集中上市的供应预期，也在强化油脂的顶部压力。

◆8月油脂震荡为主，不排除继续下行的风险。远期来看，油料供应增加带来的豆油供应矛盾缓解预期在，豆油难以形成强势反弹，待8月美豆初步定产，豆油若兑现利多，短期出现反弹，那豆棕01价差套利或给出更为合适的做空机会。一方面，棕榈油增产季产量不及预期，远期供应不足题材，或进一步支撑棕榈油价格，另一方面，极端的豆棕价差下，在需求旺季到来之际，棕榈油的消费替代逻辑，或引导资金倾向做均值回归。

◆结论及操作建议：豆棕01套利逢高卖出

◆风险因素：美豆大幅减产，南美大豆播种出现极端天气

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 行情回顾及季节性展望	3
2. 全球油料以及棕榈油增产预期依然是油脂多头最大的压力	3
3. 印尼胀库压力释放依然需要时间，增产季或一直维持宽松供应	5
4. 国内棕榈进口供应增加，若需求匹配不持续下行压力或增大	7
5. 国内豆菜油供应收缩，现货价格稳固，8月期现回归支撑强	8
6. 结论及操作建议	10

图表目录

图 1 美国消费者价格指数 (CPI)	4
图 2 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线	4
图 3 美国 8 月气温预报展望	4
图 4 美国 8 月降雨预期展望	4
图 5 NOPA 美国豆油消费量	5
图 6 NOPA 美国国内豆油库存	5
图 7 印尼棕榈油产量	6
图 8 印尼棕榈油库存	6
图 9 印尼棕榈油国内消费	7
图 10 印尼棕榈油出口	7
图 11 中国棕榈油进口量	8
图 12 国内棕榈油进口利润	8
图 13 国内港口棕榈油和豆油价差 (元/吨)	8
图 14 全国主要地区棕榈油成交周度统计 (吨)	8
图 15 华东主要油厂菜油商业库存 (吨)	9
图 16 菜油基差 (现货-期货)	9
图 17 全国主要油厂大豆库存	9
图 18 全国主要油厂压榨量	9
图 19 全国主要地区豆油商业库存	9
图 20 豆油基差 (现货-期货)	9
表 1 USDA 美国大豆平衡表	5
表 2 马来西亚棕榈油产量环比	6
表 3 印尼棕榈油产量环比	7

1.行情回顾及季节性展望

2022年6月上旬油脂长达两年的牛市宣告结束，仅一个月时间，棕榈油回撤62%，菜油回撤56%，豆油回撤53%。回顾油脂转折行情，短期供需矛盾转换和远期的供应宽松预期，是驱动油脂市场下行的核心逻辑，宏观衰退环境下，远期的油脂需求被弱化，进一步加剧了市场恐慌。5月以后，USDA对2022/23年度的油脂油料供需预期转向宽松，且随着东南亚增产季的到来预期压力，一致性拐点预期使得市场悲观情绪散发，产业观望态度也弱化了油脂的实际需求。随着印尼出口限制政策逐步失控，油脂短期供应也初现拐点。5月下旬，印尼迫于库存压力，取消了出口禁令，然而需求依旧疲软，且出口限制仍在，胀库现实短期依然无法摆脱；此外，随着印尼出口供应恢复，马棕出口需求回转，库存也出现了累积，这直接驱动油脂的大幅跳水。自6月美国通胀公布后，美联储更大力度的收缩，进而引发的衰退的担忧，使得大宗商品全线承压，原油、油料、谷物等纷纷跳水，油脂面临“宏观+基本面”双重压力，外围市场也缺乏支撑，由此更是一路奔溃。

直到7月下旬，油脂开始止跌企稳，一方面宏观衰退情绪有所缓解，美元出现阶段性回撤，带动大宗商品整体有所反弹；另一方面，油料受短期需求提振及天气形势引导大幅攀升，油脂成本支撑增强，而且东南亚棕榈油增产幅度不及预期也引发了市场对未来供应的担忧，这大大缓和了当前的供需矛盾。此外，国际方面，美豆油受生柴政策提振的行情外溢，带给马棕很大支撑；国内方面，油脂表观需求转好，菜油基差走扩，豆棕价差企稳，随着交割月临近，期限回归支撑也在增强。

展望后市，8月油脂或依然面对印尼的胀库现实以及即将到来的增产压力，油料端天气也暂看不到造成实质减产的可能，油料集中上市的供应预期，也在强化油脂的顶部压力。宏观方面，近期欧美制造业和服务业数据表现不佳，国内制造业PMI也再度跌到荣枯线以下，经济增速和价格增速回落导致市场的担忧从滞涨继续转向衰退。当前欧美等主要经济体通胀压力仍处于高位，8月通胀数据或进一步引导市场交易衰退。此外，近期中美政治博弈加剧，地缘政治风险加大，市场不确定性大幅提升，风险资金避险情绪也在增加。整体来看，8月油脂短暂企稳的行情缺乏强支撑，不排除继续下行的风险。

2.全球油料以及棕榈油增产预期依然是油脂多头最大的压力

7月USDA报告显示，主要由于中国进口和压榨减少200万吨，2021/22年度全球大豆期末库存增加258万至1.0046亿吨，库需比提高到17.2%，仍处于历史低位。2022/23年度，尽管由于美国大豆面积调减，产量被下调367万，从而导致全球大豆面积减少了397万，降至3.914亿吨，但产量同比依然有望增加11%，库存同比增加12%，库需比增至18.2%。全球大豆增产带动全球油料产量有望达到6.43亿吨，同比增加7.1%。全球油料供应转向宽松，带动油脂产量有望增加3.4%，至2.18亿吨，其中，USDA预计2022/23年度棕榈油将增产近300万吨，增幅3.8%。油脂基本面转弱是当前预期中的最大压力。

此轮油脂的大幅跳水，基本反映了新季油脂油料增产的预期，随着增产预期的逐步兑现，后期需求的匹配度是决定油脂中枢的关键。短期来看，后市产量预期的修正对油脂行情的支撑有望扩大。目前市场一致性预期巴西新季大豆面积将扩增产近4%，产量有望超过1.5亿吨。尽管南美秋冬再出现拉尼娜的概率增加，但眼下巴西大豆产量预估调整空间有限，不过美国大豆正处于关键生长期，预期修正以及产量兑现，对油脂有更直接的影响。

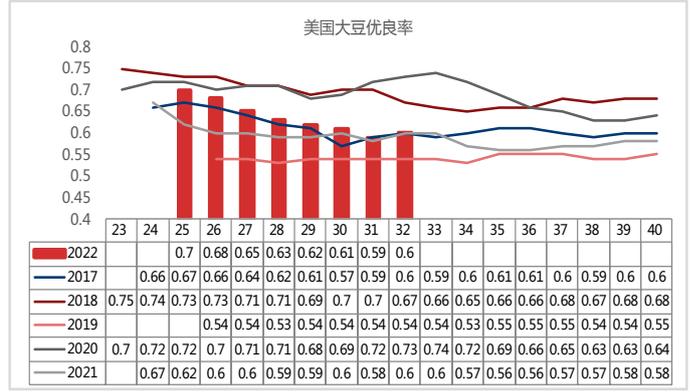
重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

图 1 美国消费者价格指数 (CPI)



资料来源：东海期货整理

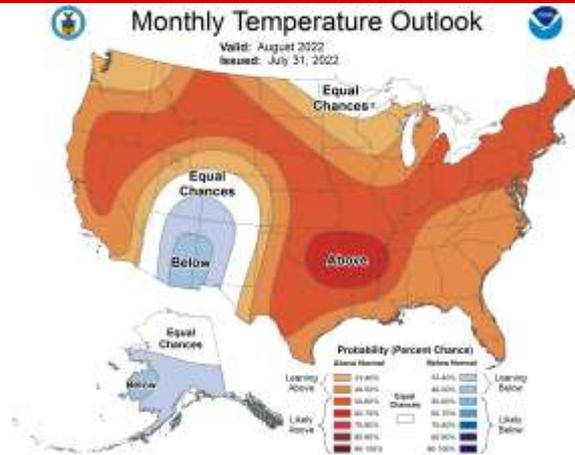
图 2 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线



资料来源：WIND

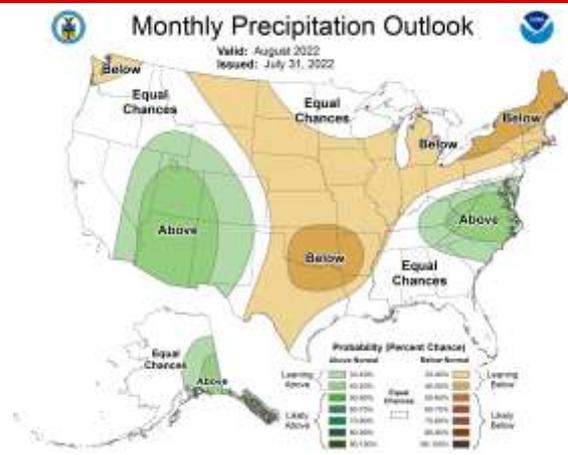
自 6 月中旬 USDA 作物生长状况评级报告发布以来，美豆作物状况曾连续六周恶化，未来 4-6 周的天气可能会显著影响美豆最终产量。目前，干旱严重到极点的中西部核心产区仅限于密苏里州南部和邻近的俄亥俄州下游山谷，爱荷华州西北部部分地区，以及明尼苏达州东南部和伊利诺伊中部的一小部分。中度干旱覆盖了邻近地区，加上威斯康星州北部、印第安纳州中西部和密歇根半岛下部的一些地区。8 月份比正常天气更干燥的可能性增加，这将使干旱保持原样。

图 3 美国 8 月气温预报展望



资料来源：NOAA

图 4 美国 8 月降雨预期展望



资料来源：NOAA

今年天气形势多变，干旱区域散发，这让市场对单产的认知有很大局限性，不过结合当前 27% 的干旱面积，以及 8 月天气形势，市场对 8 月报告中美豆的单产数据的预期普遍倾向下调。按照市场主流预期的下沿 50.5 蒲/英亩，基于 7 月报告面积数据测算，2022/23 年度美豆产量将收缩至 44.19 亿蒲，库存或收缩至 2013/14 年来新低，不过如果叠加额外的种植面积修正，8 月报告产量和库存的不确定还是挺大的。目前，7 月报告给的库存预期已处于近 6 年来低位，如果产量的再次下调，那需求下调的概率很大，而且南美增产预期强，同时中美关系趋紧，也一定程度会促进国内进口需求的转移，南美对美豆出口消费的挤压倾向也使得美豆出口项本就有较大的调整空间。因此，即便 8 月 USDA 的供需报告预期供应会进一步紧缩，但能带给美豆的利多空间或比较有限，豆油受成本价格提振的行情，想像空间不多，甚至超预期的利多还会进一步增加压力。

表 1 USDA 美国大豆平衡表

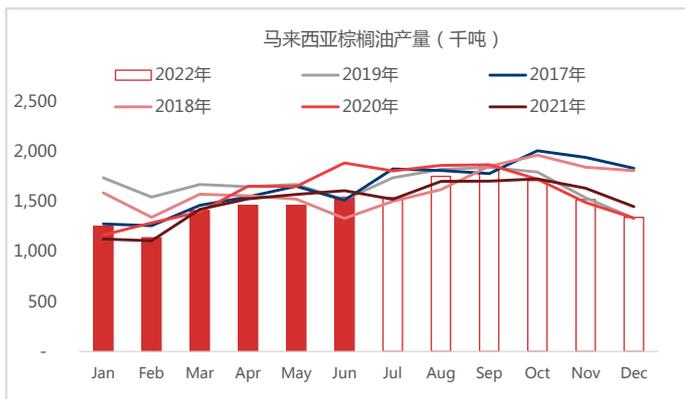
USDA 美国大豆平衡表								较 差 预期	中 性	预 期	较 好 预期
名称					USDA7月	USDA7月					
百万英亩/蒲					旧作	新作					
项目	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	22/23	22/23	22/23	22/23
种植面积	83.4	90.1	89.2	76.1	83.4	87.2	88.3	88.30	88.80	90.30	90.30
收获面积	82.7	89.5	87.6	74.9	82.6	86.3	87.5	87.50	87.91	89.40	89.40
收获率	99%	99%	98%	98%	99%	99%	99%				
单产	52	49.3	50.6	47.4	51	51.4	51.5	50.5	51	51	51.4
期初库存	197	302	438	909	525	257	215	215	215	215	215
产量	4296	4411	4428	3552	4216	4435	4505	4419	4484	4559	4595
进口	22	22	14	15	20	15	15	15	15	15	15
总供给	4515	4734	4880	4476	4761	4707	4735	4649	4714	4789	4825
压榨	1901	2055	2092	2165	2141	2205	2245	2240	2245	2245	2250
出口	2166	2129	1752	1679	2261	2170	2135	2100	2135	2135	2150
种用	105	104	88	96	101	103	102	102	102	102	102
残余	41	8	39	12	1	15	23	23	23	23	23
总需求	4214	4296	3971	3952	4504	4492	4505	4465	4505	4505	4525
期末库存	302	438	909	525	257	215	230	184	209	284	300
库需比	7.2%	10.2%	22.9%	13.3%	5.7%	4.8%	5.1%	4.1%	4.6%	6.3%	6.6%
农场价格	9.47	9.33	8.48	8.57	10.80	13.35	14.40	14.6	14.5	14.2	14

资料来源：东海期货研究所

3. 印尼胀库压力释放依然需要时间，增产季或一直维持宽松供应

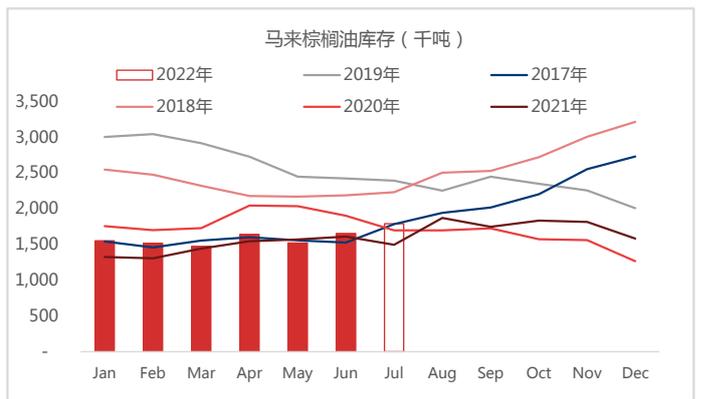
目前马来西亚劳动力短缺较预期拖得更久，市场预期马来西亚 2021/22 年度棕榈油产量比计降至 1800 万吨，较此前预估下降 1.6%。7 月 13 日印尼暂时停止工人进入马来西亚，尽管印尼政府已同意从 8 月 1 日起解除向马来西亚派遣工人的禁令，但很有可能缺席增产季。从近几个月产量数据来看，马来增产幅度和绝对量都低于市场预期，UOB 调查数据显示，马来西亚 2022 年 7 月全马产量幅度为-2%至+2%。三个机构预测 7 月马来棕榈油产量在 151-158 万吨，同比仅增加 1.1%，去年同期产量受劳工不足等因素影响，产量同比下滑 15.8%，由此可以清楚看出，劳动不足或依然是限制增产的主要影响因素。

图 5 NOPA 美国豆油消费量



资料来源：NOPA 东海期货研究所整理

图 6 NOPA 美国国内豆油库存



资料来源：NOPA 东海期货研究所整理

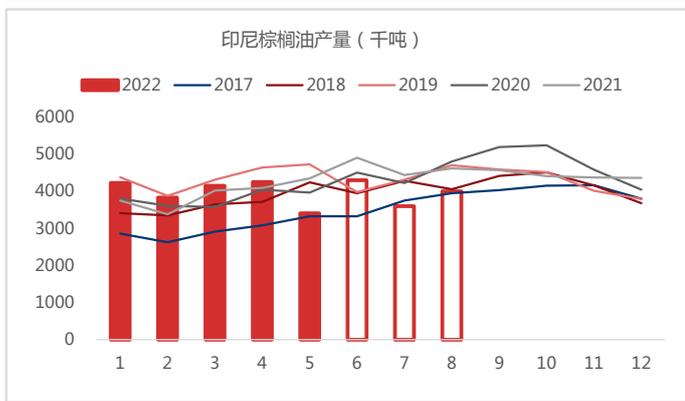
表 2 马来西亚棕榈油产量环比

产量同比	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	3年均值	3年最大值	3年最小值
Jan	13.0%	24.3%	9.5%	-32.9%	-3.4%	11.3%	-8.9%	9.5%	-32.9%
Feb	20.7%	6.7%	15.0%	-16.6%	-14.0%	2.6%	-5.2%	15.0%	-16.6%
Mar	20.1%	7.5%	6.2%	-16.4%	1.9%	-0.9%	-2.8%	6.2%	-16.4%
Apr	19.0%	0.7%	5.8%	0.2%	-7.5%	-4.3%	-0.5%	5.8%	-7.5%
May	21.2%	-7.8%	9.6%	-1.2%	-4.8%	-7.0%	1.2%	9.6%	-4.8%
Jun	-1.2%	-12.0%	13.9%	24.2%	-14.6%	-4.0%	7.8%	24.2%	-14.6%
Jul	15.2%	-17.7%	15.6%	4.0%	-15.8%	1.1%	1.3%	15.6%	-15.8%
Aug	6.4%	-10.5%	12.4%	2.3%	-8.6%	3.0%	2.0%	12.4%	-8.6%
Sep	3.8%	4.1%	-0.6%	1.5%	-8.8%	9.4%	-2.7%	1.5%	-8.8%
Oct	19.7%	-2.2%	-8.6%	-4.0%	0.1%	-0.9%	-4.2%	0.1%	-8.6%
Nov	23.4%	-5.0%	-16.6%	-3.1%	9.7%	-7.0%	-3.3%	9.7%	-16.6%
Dec	24.5%	-1.4%	-26.2%	0.0%	8.7%	-7.4%	-5.8%	8.7%	-26.2%
JFM	17.9%	12.6%	10.0%	-22.2%	-5.0%	3.9%	6.8%	17.9%	-10.2%
AMJ	12.3%	-6.4%	9.6%	7.3%	-9.3%	-5.1%	-4.8%	12.3%	-20.3%
JAS	8.3%	-8.1%	8.5%	2.5%	-11.0%	4.6%	-4.7%	8.3%	-14.1%
OND	22.4%	-2.9%	-16.9%	-2.5%	5.7%	-4.9%	4.1%	22.4%	-7.2%
上半年	14.8%	2.3%	9.8%	-7.7%	-7.5%	-100.0%	0.4%	14.8%	-16.1%
下半年	15.2%	-5.4%	-5.0%	0.2%	-3.5%	-0.1%	-0.4%	15.2%	-10.9%
累计	15.0%	-2.0%	1.8%	-3.7%	-5.3%	-0.6%	-0.1%	15.0%	-13.2%

资料来源：东海期货研究所

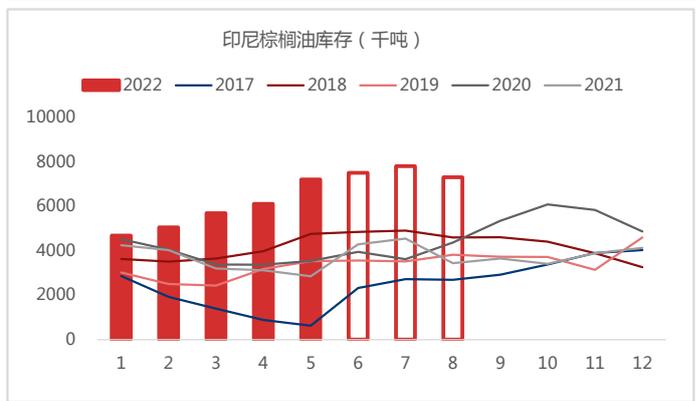
印尼方面，因创纪录的库存导致工厂运作和收割中断，市场预期 2021/22 年度印尼棕榈油产量预计降至 4670 万吨，较此前预估下降 3%。2022 年 1-4 月印尼棕榈油产量 1647 万吨，同比增加 8%。5 月受超长的开斋节假期影响，产量仅有 341 万，同比下滑 21.6%，环比骤减 20%，远超历史上受斋月影响产量下滑的幅度，一定程度上反映出印尼出口政策对产量的挟制。5 月份棕榈油出口量只有 67.8 万吨，骤降 68%，出口下降导致 5 月底期末库存增至 720 万吨。据市场主流推断，印尼棕榈油库常规容量大概在 700-800 万，印尼的胀库压力非常大，以至于产地不断爆出油厂停收、减收棕榈果的新闻。据 10%-15%减产幅度测算，6 月印尼产量或达 420-440 万吨，截止 6 月底；根据 DMO 和加速出口计划，贸易部发放的棕榈油产品出口许可正 240 万；印尼国内消费量相对稳定，斋月消费高峰已过，月均消费量大概就在 150 万吨左右。由此推断，6 月底印尼的库存或达到 740-760 万吨，环比增加 30-50 万吨。截止 7 月 28 日统计，贸易部以发放 423 万吨出口许可，尽管目前 DMO 政策下出口配额已提高到国内销售量的 9 倍，但 DMO 框架下出口速度依然偏慢，更大的库容压力下，7 月产量环比减幅或扩大至 15%-20%，由于推算 7 月产量 355-375 万吨，则库存或增至 760-800 万吨。这么大的库容压力下，8-10 月增产月份产量或受限，按照月均 400 万吨的产量，以及月均 300-350 万出口水平测算，每月去最多去库 50-100 万吨/月，那么整个增产季都会保持相对较高的库存压力，棕榈油供应过剩较难缓解，价格或持续获得压力。

图 7 印尼棕榈油产量



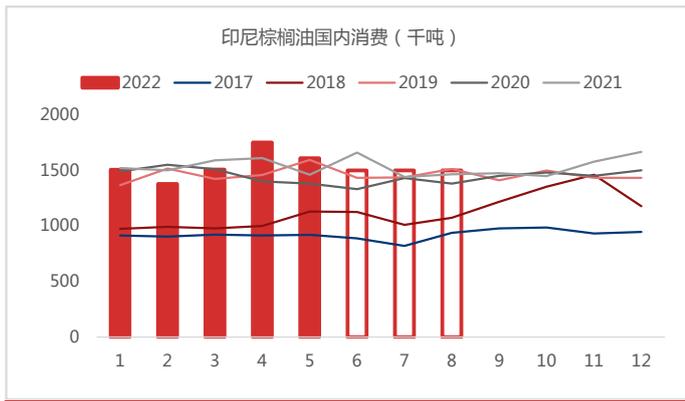
资料来源：GAPKI 东海期货整理

图 8 印尼棕榈油库存



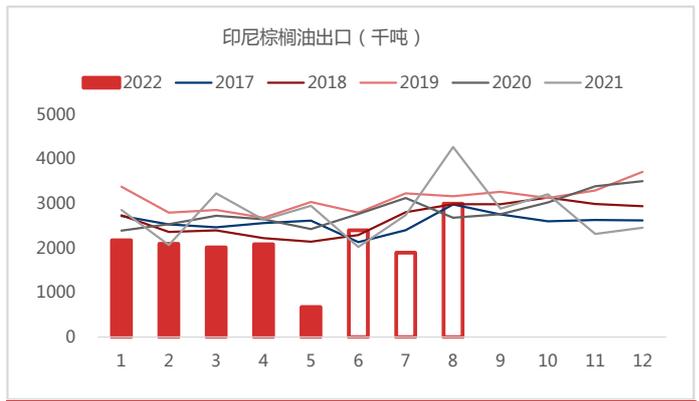
资料来源：GAPKI 东海期货整理

图 9 印尼棕榈油国内消费



资料来源: GAPKI 东海期货整理

图 10 印尼棕榈油出口



资料来源: GAPKI 东海期货整理

表 3 印尼棕榈油产量环比

产量环比	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
Jan		-9.3%	-10.3%	19.0%	0.3%	-7.2%	-3.1%
Feb	-17.3%	-8.0%	-1.7%	-11.4%	-5.3%	-10.0%	-9.3%
Mar	-6.3%	10.9%	8.9%	11.2%	-0.9%	18.9%	8.2%
Apr	0.8%	5.7%	1.9%	7.7%	13.1%	1.9%	2.5%
May	6.9%	8.0%	14.1%	1.8%	-1.9%	6.3%	-19.9%
Jun	7.7%	-0.1%	-6.9%	-15.8%	13.6%	12.7%	
Jul	3.4%	12.8%	8.5%	8.5%	-6.2%	-9.5%	
Aug	7.1%	5.3%	-5.2%	8.9%	13.7%	4.0%	3.4%
Sep	12.0%	2.1%	8.7%	-2.3%	8.0%	-1.0%	
Oct	6.5%	3.0%	2.2%	-1.6%	0.9%	-3.5%	
Nov	-3.2%	0.3%	-7.7%	-11.1%	-12.5%	-0.8%	
Dec	-8.3%	-8.8%	-11.6%	-5.5%	-11.8%	-0.3%	
斋月日期	6/6	5/27	5/16	5/6	4/24	5/13	4/2

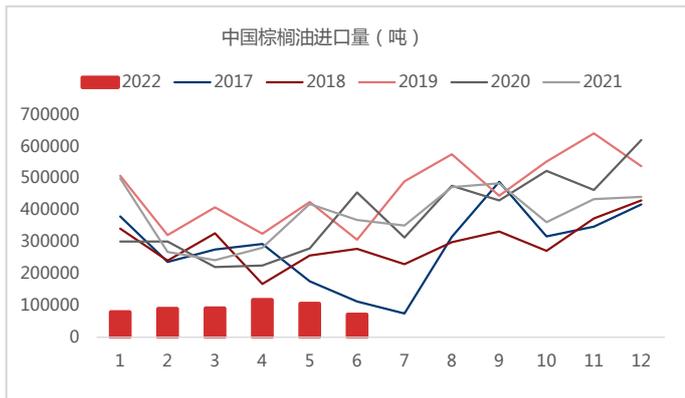
资料来源: 东海期货研究所

4. 国内棕榈进口供应增加, 若需求匹配不持续下行压力或增大

随着进口利润的改善, 8 月棕榈油到港环比预计明显增加, 到港压力将集中体现在 8 月下半月。由于压榨利润表现不佳, 大豆到港量逐渐减少, 限制油厂开机率, 豆油供应压力不大。随着开学和双节的临近, 需求预计将环比改善。目前棕榈油到港仍偏慢, 低库存高基差对油脂价格有一定支撑。关注棕榈油到港节奏, 随着后续国内供应的逐渐改善, 届时关注油脂逢高做空机会。

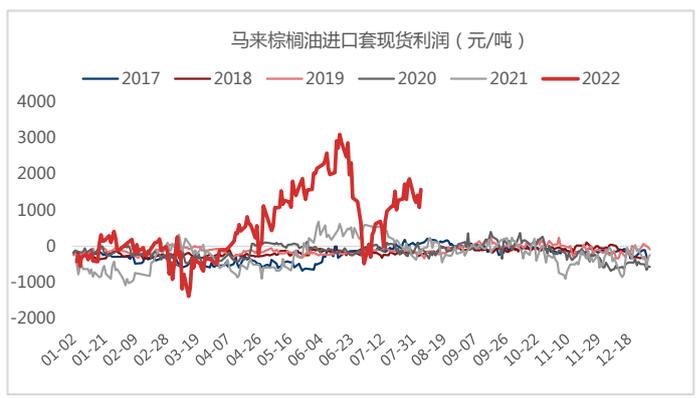
2022 年 1-6 月国内棕榈油进口 55.3 万, 同比下滑 73.4%, 棕榈油进口成本高, 叠加印尼出口限制影响, 今年国内月均进口量维持 9.2 万吨左右, 相较 30-40 万的正常需求水准, 棕榈油的淡季月均缺口大概有 20-30 万吨, 旺季缺口在 30-40 万吨左右。尽管目前豆类供应偏紧, 但新季油料上市供应在即, 棕榈油的消费替代很难有增量空间。因此, 随着进口利润的改善, 后期进口月均增量空间预计有 30-40 万吨, 至 40-50 万吨左右。国内棕榈油进口旺季主要在国内节日旺季时点, 和印度进口的季节性特点相似, 也大体都是按照按需采购为主, 两国没有生柴消费变量, 所以增量基本可以预期。印尼目前的缺口, 也就是后期可能增加的进口量预计有 20-30 万, 达到 70-80 万吨左右。这样的需求水平, 印尼的去库存压力很大, 而且这还要寄希望于中印两国国内季节性消费预期的兑现。此外, 印尼到中国的船运问题, 短期也不会根本解决, 高昂的运费水平, 也在压缩国内的进口利润, 从而存在进口不及预期的可能。

图 11 中国棕榈油进口量



资料来源：海关总署 东海期货整理

图 12 国内棕榈油进口利润



资料来源：WIND 东海期货整理

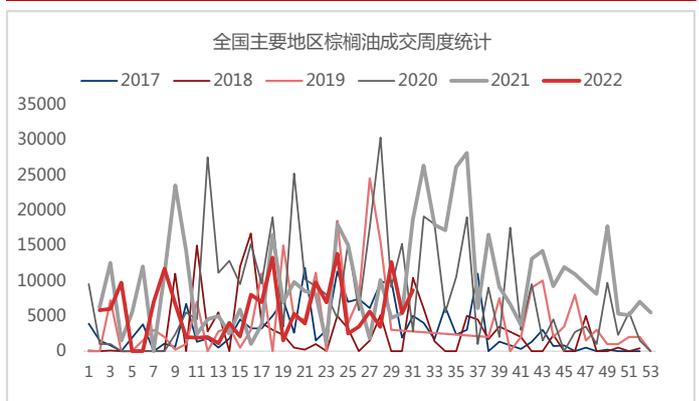
从近期的需求表现来看，我们对需求的疑虑是确实存在的。国内货权相对集中，国内控价销售下，利润相当可观。然而消费淡季，对于一些弹性需求而言，或许很难买账。因此，从进口成本和港口豆油的比价来看，棕榈油的性价比优势回归，但是从近期成交来看，依然惨淡。从中可以得出两点结论，一是 7-8 需求淡季，进口利润刺激下的进口增量空间可能很有现，不然国内库存较快累积，国内进口商、油厂很难兑现利润。二是，国内进口供应的恢复是必然的，主要是时间问题，国内消费复苏，进口利润兑现，这样的过程供需才能达到一个相当稳定的平衡，因此，棕榈油现货基差大概还是要回归的。未来盘面的调整逻辑更多要看需求对供应的匹配，以及市场消费信心。

图 13 国内港口棕油和豆油价差 (元/吨)



资料来源：海关总署 东海期货整理

图 14 全国主要地区棕榈油成交周度统计 (吨)



资料来源：WIND 东海期货整理

5. 国内豆菜油供应收缩，现货价格稳固，8 月期现回归支撑强

棕榈油的供应旺季在 7-10 月，印尼出口政策的失控导致的胀库问题，使得产地供应压力提前及较为集中显现。豆菜油的供应旺季需要到新季油料 9 月集中上市之后，国内 8-9 月供应依然是偏紧的状态。2022 年 1-6 月菜油进口仅有 55 万，同比下滑 64%，去年加拿大减产导致国内可进口量大幅缩减。据 COPA 统计，截止 6 月份，2021/22 作物年度菜籽国内已压榨 778 万吨，较 AFCC 预估的年度 830 万国内使用量，还差约 52 万吨，由此推算 7 月菜籽大概就 52 万吨，菜籽油产量大概 22 万，其中约有 16 万可供出口，可出口到中国的量大概就在 3-4 万左右。今年 1-7 月菜籽油月均进口量约为 9 万，因此，未来 8-9 月菜籽油到港或将看到明显收缩。菜籽的进口也将有较为明显的收缩，截止 4 月统计，2021/22 年度加拿大菜籽已出口约 430 万，距出口目标还有 85 万，5-8 月大概可出口到中

国 25 万吨左右，国内 5-6 月进口菜籽 18 万吨，未来 7-8 月可进口量微乎其微。总体来说，8 月国内菜籽油供应紧缩是可预期的，国内华东地区菜油商业库存下滑，菜油基差大幅走高，价量上也均中得到验证。

图 15 华东主要油厂菜油商业库存 (吨)



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 16 菜油基差 (现货-期货)



资料来源：WIND 东海期货整理

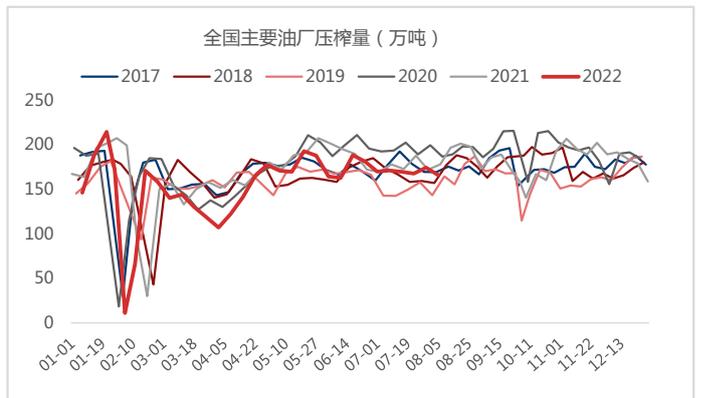
豆油的供应收缩，主要是国内大豆供应紧缩预期兑现，叠加国内油厂榨利疲软，下游豆粕出货缓慢，开机率持续偏低。2022 年年 7 月大豆进口量 788 万吨，同比下降 28.3%。市场预期国内 8 月到港量为 680 万吨，9 月 610 万吨，均大幅低于历史同期水平。

图 17 全国主要油厂大豆库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 18 全国主要油厂压榨量



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 19 全国主要地区豆油商业库存



资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 20 豆油基差 (现货-期货)



资料来源：WIND 东海期货整理

6. 结论及操作建议

宏观及原油方面，美联储9月加息75个基点的可能性在增加，流动性冲击叠加原油需求拖累，存在下行破位的可能，受次影响，美豆油、马棕潜在下行风险增大。油料方面，目前天气形势及8月USDA报告维持乐观预期，对油脂的成本支撑有限。随着油料集中上市压力显现，油脂旺季也将到来，到时需求无论是受宏观环境和原油市场影响，还是被市场悲观的心态再次拖累，需求回暖不及预期的话，油脂压力将更大。油脂自身，印尼为解决胀库压力，在政策上可调控的空间不多了，政策变量在减少，且通过推算，8月-9月印尼胀库问题较难出现转机，待马棕增库预期逐步兑现，棕油基本面带来的下行风险也在增大。由此推断，油脂顶部压力较大，短期反弹难言反转。

目前棕榈油带动的下跌行情，有所企稳，一方面高频数据东南亚产量不佳，这使得增产季兑现也存在很大不确定，不确定下就会出现分歧，在一致性疲软预期下的分歧就是支撑。另一方面，国内油脂供应依然偏紧，现货坚挺，临近交割月，期现回归支撑下油脂抗跌性增强，对产地价格也有所提振。

展望后市，8月油脂震荡为主，不排除继续下行的风险。远期来看，油料供应增加带来的豆油供应矛盾缓解预期在，豆油难以形成强势反弹，待8月美豆初步定产，豆油若兑现利多，短期出现反弹，那豆棕01价差套利或给出更为合适的做空机会。一方面，棕榈油增产季产量不及预期，远期供应不足题材，或进一步支撑棕榈油价格，另一方面，极端的豆棕价差下，在需求旺季到来之际，棕榈油的消费替代逻辑，或引导资金倾向做均值回归。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn