

棕榈油：强势领涨油脂局面或于 8 月结束

三大油脂目前是在棕榈油的带领下走强。棕榈油的强势一方面取决于其基本面：（1）传统增产周期下因劳工短缺问题使得产量增长不顺。（2）国内外库存均处于历史相对低位。（3）印度减税增加棕榈油进口与消费；另一方面，近月合约即将到期交割的背景下，基差高企是期货强势上涨的直接原因。

生产：季节性增产遭劳动力短缺掣肘

今年以来，马来西亚的棕榈油产量相比于往年有明显降低，尤其 1、2 月份，因东南亚疫情严重，而马来从事棕榈油产业的劳工基本来自周边其他国家，各国的封锁措施导致劳工数量不足，且持续时间较长，影响了棕榈油产量。1-6 月份，马来西亚棕榈油产量累计 836 万吨，而去年同期产量约为 905 万吨，同比下滑 7.6%。7 月份，根据 MPOB 月度数据显示，马来西亚毛棕榈油产量环比下降 5.17%，至 152 万吨。出口环比下降 0.75%，至 141 万吨。库存环比下降 7.3%至 150 万吨。下降幅度超出市场预期。

至于下半年产量预估，根据棕榈油产量的季节性规律（10 月份为产量高峰，12-2 月产量低谷，6 月份阶段性产量小低谷），预计 8 月份之后，马来西亚将进入季节性增产周期，但由于疫情依然严峻，劳工短缺现象难以短时间解决，因此，虽供应上存在季节性压力，但预计增产幅度有限，期货盘面相对来说调整空间不大。

我国进口：总量相对高位，季节性边际减弱

1-6 月份我国进口棕榈油共计 210 万吨，相比于 2020 年上半年增长 15.38%，在近六年的进口中处于相对高位，仅次于 2019 年。其中，自马来西亚进口占比 22.6%，自印尼进口占比 77.4%。我国棕榈油普遍用于食品与餐饮加工，高进口一方面源自于食品行业日益增加的需求，另一方面是由于国内疫情控制较好。

未来船期，截至 7 月 15 日，装船数量 22 万吨，预报数量 24.7 万吨，其中来自印尼 22.7 万吨，来自马来 2 万吨。7 月份相比于 6 月份预估进口数量减少。

下半年，夏季过去，逐步进入棕榈油消费淡季，下游需求支撑减弱。

成本与利润：进口成本高企、利润不佳

马来西亚棕榈油进口成本自 4-5 月份的短暂回调后，在 6 月份再次回升，目前维持上升格局。7 月 30 日，离岸价 1177.5 美元/吨，到岸价 1204 美元/吨，综合考虑汇率、税收、港杂费之后的进口成本价为 9340.25 元/吨，即将突破前高。

如此高的进口成本，使得进口利润不佳。从 6 月份开始，马来进口利润就转为了亏损，最大时亏

损 620 元/吨左右，目前进口利润转正，利润 200 元/吨左右。值得注意的是，集装箱问题导致国际运费飙升，有可能会进一步压缩进口利润。而利润不佳直接导致的将是进口量的减少。

库存：国内外库存边际改善，但仍处于低位

通过对马来西亚近 15 年库存数据的观察可知，马来西亚棕榈油库存的累库与去库周期大约为两年，即两年累库，随后两年去库。近几年库存的最低位在 2020 年 12 月，今年上半年从低位逐步累库，但幅度较小，整体平稳。目前马来西亚的库存虽有所回暖，但仍处于历史相对低位，与 2017 年的库存低谷数量相当。

中国棕榈油港口库存同样处于历史低位，港口库存与商业库存为 36.85 万吨。由于进口成本高企，进口利润不佳，后续棕榈油进口供应压力预计不大，即使夏季过后走入消费淡季，库存短时间内也难以大幅累积。

图 1 马来西亚棕榈油库存（吨）

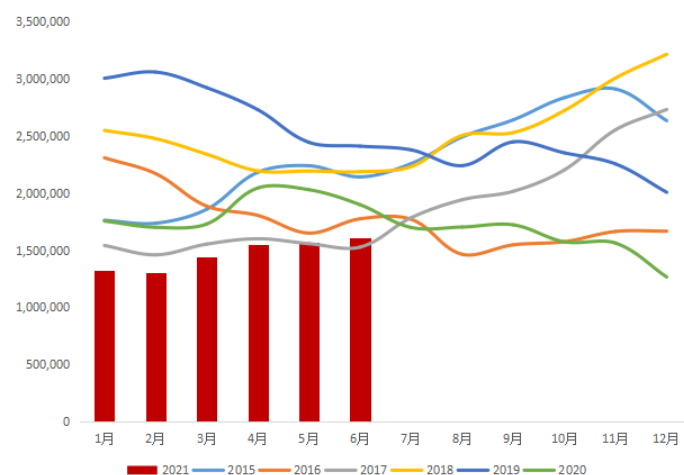
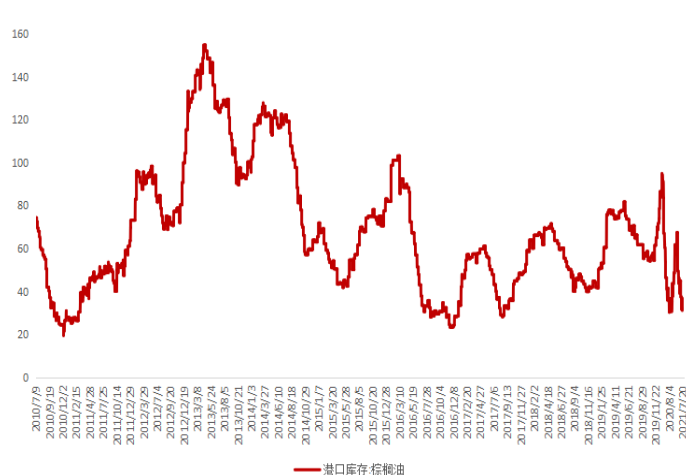


图 2 中国棕榈油港口库存（万吨）

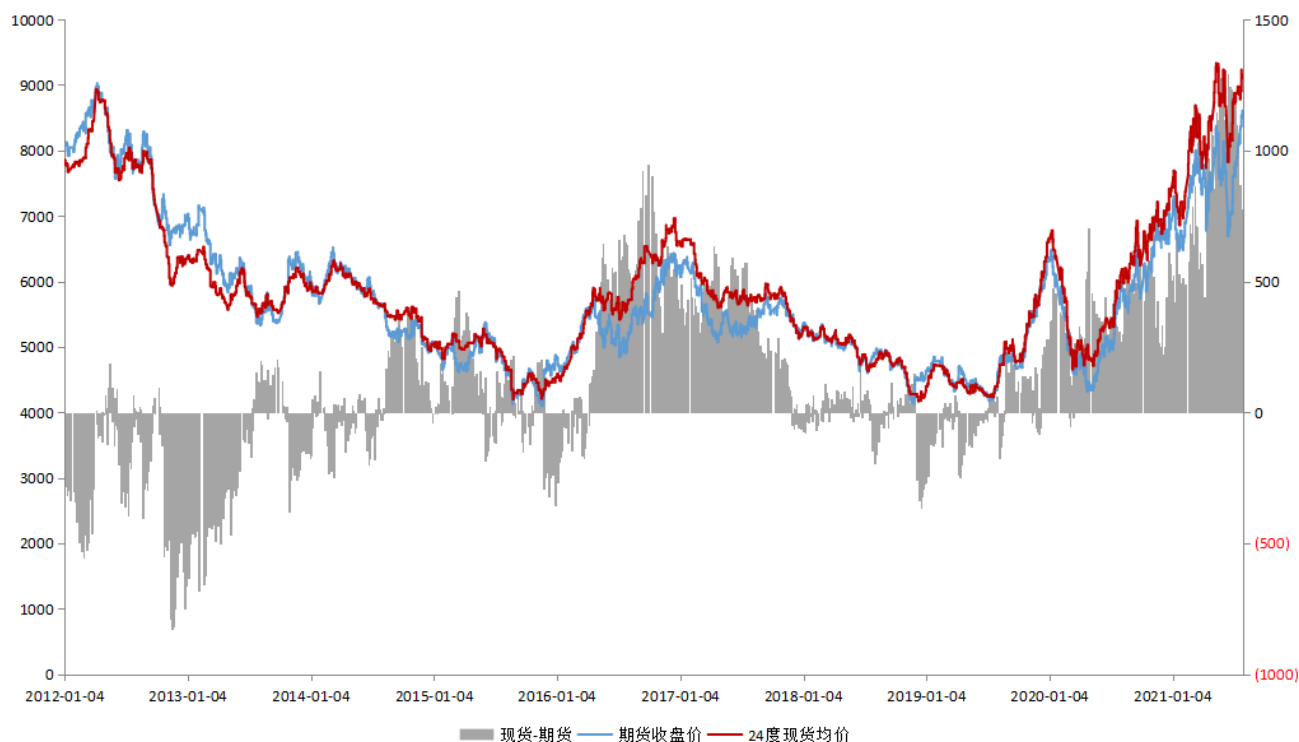


数据来源：WIND 国联期货

基差：近月基差有回归需求，期价上涨是回归方式

如下图所示，24 度棕榈油价差曾于今年 6 月份达到近十年的高峰 1250 元/吨附近，随后发生下滑，7 月 30 日下滑至 500 元/吨附近。由于 9 月合约即将到期交割，近月基差有回归需求。而基差的回归方式，出于国内库存低位，且近期进口量不大的考量，我们认为基差回归将继续以期价上涨的方式进行。因此，在进入交割月之前，9 月合约仍有进一步冲高的可能。但需要特别注意的是，待基差充分回归后，盘面价格有下滑风险。但考虑到主产区增产的缓慢进程以及国内外库存低位，盘面下滑空间有限，大概率以高位震荡形式呈现。

图3 基差

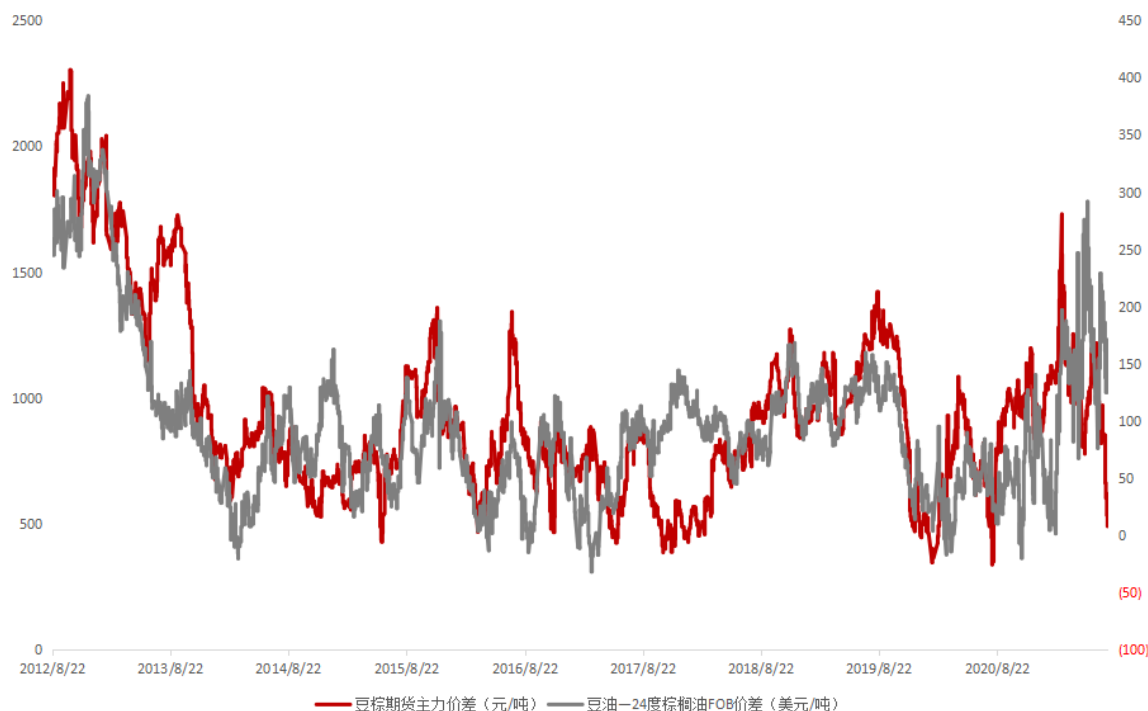


数据来源：WIND 国联期货

豆棕价差：大概率将反向走扩

在豆棕价差方面，阿根廷豆油与马来西亚 24 度棕榈油 FOB 价差目前在 170 美元/吨左右，处于中等价位。但期货盘面上，豆棕价差正不断走缩，这主要是期货盘面棕榈油强势上涨导致的。豆油主力与棕榈油主力期货合约价差目前在 490 元/吨，而自 2012 年开始豆棕价差的最小值是 338 元/吨，从统计角度看，目前期货盘面的豆棕价差处于历史 4.7%分位，属于历史绝对低位。我们认为，后期继续走缩的空间较小，大概率反向走扩。

图4 豆棕价差（现货、期货）



数据来源：WIND 国联期货

替代油脂：上涨为主方向

菜油目前的关注点在加拿大的干旱天气，且有进一步发酵的可能，预期产量同比减少 200 万吨，后期走势预计继续向上。

豆油走势预计同样以上涨为主。从压榨角度而言，进口大豆目前压榨利润为负，油厂有挺油挺粕的动机和意愿；从成本角度而言，CBOT 大豆后期仍有可能炒作一波天气。从现在至 9 月份收获，还有 1 个月左右的时间，而这一个月是美豆结荚的关键时期，去年的天气炒作就是发生在 8 月份即将收割的时候，而今年美国主产区所面临的干旱非一时一刻能够缓解，所以未来在天气方面仍充满不确定性，而且在美豆极低库存、以及种植面积不及预期的大背景下，天气情况会成为非常敏感的因素。因此我们认为，美豆在短暂的调整之后，还将继续上涨，后期仍有一个高点。

未来展望：

在交割月到来之前，8 月份将完成期现价差回归，基差回归将继续以期价上涨方式进行，因此 09 合约仍有进一步冲高的可能。那么之后，棕榈油期货的上涨动能将减弱，盘面价格有下滑风险，但在油脂较强的基本面支撑下，即使回调也有可能只是小幅回调或横盘震荡。同时，豆油或菜油极有可能取代棕榈油领涨地位，也就是说豆棕价差或菜棕价差将走扩。

