

2022年11月6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 F03095144

邮箱：zhengtian@jinxinqh.com

## 政策性扰动的一周

### 内容提要

本周油脂市场受到一系列政策因素扰动：俄乌冲突导致黑海粮食出口走廊一度关闭；印尼重新调整出口专项税政策；巴西总统换届部分卡车司机在港口堵路抗议；巴西计划提高生物燃料使用量；印尼或于今年完成 B40 测试；中加关系可能恶化影响后期菜籽到港等。这些政策或多或少都是推高油脂的利多因素，本周油脂市场表现强势，三大油脂收回上周跌幅冲击近期高点。

### 操作建议

油脂本周涨幅较大，不过更多是由于近期由于国内外政策性事件频发导致。目前黑海的局势，中加的关系，国内疫情防控政策等不确定性较强，油脂板块波动加剧，操作上建议谨慎波段操作。

### 风险提示

国内公共卫生事件后续发展

俄罗斯在黑海出口协议到期后是否延期

中加关系是否恶化影响国内菜籽进口



## 一、基本面分析

### 1、棕榈油

棕榈油本周上涨 8.43%，创下 9 月上旬以来新高，主要受到以下基本面提振：

印尼调整新的出口专项税政策：印尼将出口专项税豁免延长，直至毛棕榈油参考价突破 800 美元/吨。乍看继续免 levy 的政策对盘面有所利空，不过之前我们报告中有提到，由于棕榈油出口自印尼放开出口窗口后整体偏向印尼，导致马来出口下降，马来库存不断攀升 10 月末库存或升至 250 万吨附近，马来库存压力开始显现。而印尼棕榈油参考价的来源分别是：1. 印度尼西亚衍生品交易所毛棕榈油 (CPO) 期货近月可交割月份合约结算价；2. 马来西亚衍生品交易所毛棕榈油 (CPO) 期货近月可交割月份合约结算价；3. 鹿特丹港口基于最近可供交货月份的现货 CIF 报价扣减保险和运费。那基于以上价格来源，马来西亚可以考虑提振价格致使印尼参考价从目前的 770 美元/吨提高至 800 美元/吨上方，从而致使印尼关税大幅增加，出口重回马来。另一方面由于棕榈油近期的上涨，POGO 价差重回-100 美元附近，而生物燃里的加工费在 70-80 美元/吨，如果 POGO 价差继续收窄那印尼生柴又将需要补贴，则也需要 levy 重启。

黑海出口走廊的不确定性：上周末乌军出动 9 架无人机和 7 艘无人舰艇，对黑海舰队的船只和塞瓦斯托波尔基地停泊的民用船只进行了袭击，俄罗斯宣布暂停参与粮食（出口）协议，加剧市场对黑海粮食谷物出口的担忧。虽然俄罗斯于 11 月 3 日恢复了出口走廊，不过由于协议至 11 月 17 日到期，而俄罗斯方面始终没有给出是否延期的答复，导致目前黑海的出口不确定性依旧存在。

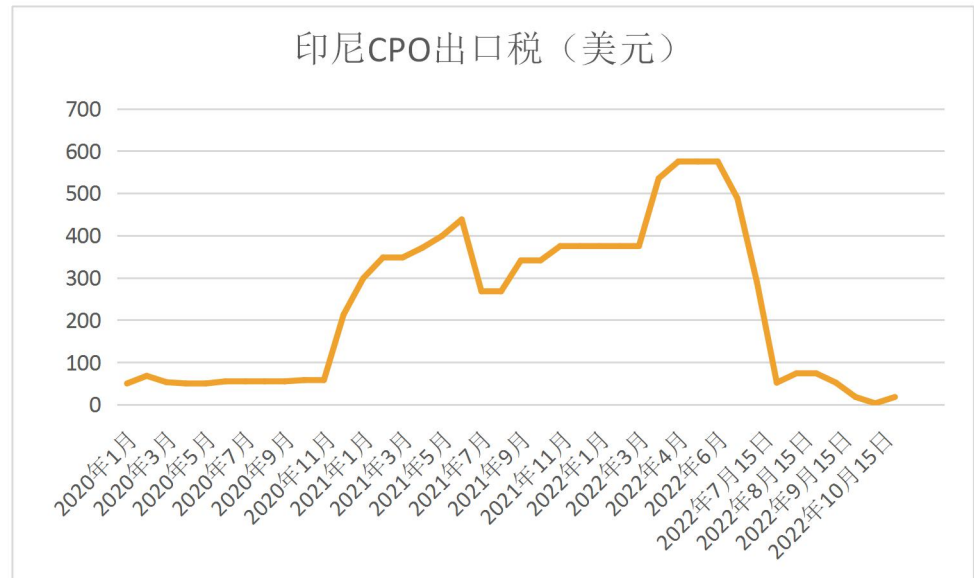
印尼宣布完成 B40 测试，B40 将提高印尼 1/3 的生物柴油使用量，而目前印尼每年生柴消费约 740 万吨，若 B40 上线则消费量将上升至约 990 万吨，不过目前印尼计划于 2025 年实施 B40，对当前棕榈油价格影响不大，更多是情绪的扰动。

图 1：印尼毛棕榈油出口关税表

印尼毛棕榈油出口关税（美元/吨）			
参考价	duty	参考价	Levy
<680	0	<680	35
680-730	3	680-730	45
780-780	18	780-780	55
780-830	33	780-830	65
830-880	52	830-880	70
880-930	74	880-930	75
930-980	124	930-980	80
980-1030	148	980-1030	85
1030-1080	178	1030-1080	90
1080-1130	201	1080-1130	95
1130-1180	220	1130-1180	100
1180-1230	240	1180-1230	117
1230-1280	250	1230-1280	134
1280-1330	260	1280-1330	151
1330-1380	270	1330-1380	168
1380-1430	280	1380-1430	186
大于1430	288	大于1430	204

资料来源：印尼贸易部，优财研究院

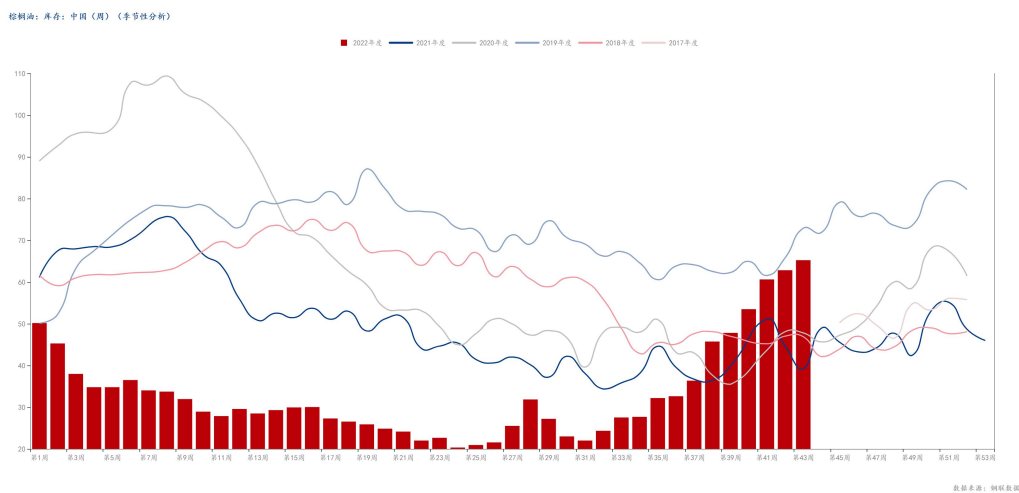
图 2：印尼棕榈油出口关税走势



资料来源：印尼贸易部，优财研究院

截至 10 月 30 日，国内棕榈油库存 65.24 万吨，环比增加 2.4 万吨。随着各地涨库愈发严重，现货基差继续快速下滑，本周华北地区基差由 01+180 下降至 01+50；华东地区基差由 01+1500 下降至 01-50；华南地区基差由 01+150 下降至 01+120。由于近 2 月进口量猛增而消费淡季叠加国内疫情抑制消费，棕榈油库存快速累增已接近历年最高水平，11 月预计 24 度棕榈油到港依旧超 50 万吨，库存预计累加至同期历史最高水平，棕榈油基差预计进一步下跌，或南中北都将出现负基差，对 01 合约有所压力。

图 3：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

## 2、豆油

美豆及豆油豆粕本周也有较大的涨幅，一方面受到宏观情绪转好的提振以及黑海出口走廊不确定性对供应的担忧，另一方面巴西总统大选结果出炉，因现任总统博索纳罗寻求连任失败，支持他的卡车司机们不满这一结果，用卡车封锁至少 20 个州的公路，进行抗议，导致巴西出口受阻提涨大豆及其产品价格。目前巴西方面的抗议已经结束，且目前并非巴西豆出口高峰期，所以情绪也在逐渐消退。另一方面巴西能源部长表示，将巴西生物柴油的使用量从目前的 10% 提高至 14%（至明年 1 月）和 15%（明年 3 月）。这将提高巴西全年豆油使用量约 120-150 万吨，这算约 600-750 万吨大豆，国内使用量的增加将挤压出口量，也是近期大豆及油粕上涨的因素之一。

美豆的基本面消息偏少，市场在等待 EPA 对生物燃料掺兑量最终的公布，由于 EPA 的延期最终公布时间将定于本月底前。出口方面美豆出口进度有所放缓，截至 10 月 27 日当周，美国 2022/2023 年度大豆出口净销售为 83 万吨，接近预估区间低端，前一周为 102.6 万吨，密西西比河水位并没有良好的改善，美国在寻找绕路出口的方式，无论从时间还是价格来说都对国内豆油有所提振。

新作方面 USDA 将于下周公布最新的供需月报，由于 10 月 USDA 将美豆单产再次调低至 49.8 蒲式耳/英亩，且优良率有所升高，本月美豆单产及产量有可能会有所调增。StoneX 的最新预测已经将美豆新作单产从 10 月 4 日的 51.3 蒲式耳/英亩下调至 50.9 蒲式耳/英亩。Conab：截至 10 月 29 日，巴西大豆播种率 47.6%，前一周为 34.1%，去年同期为 53.5%。

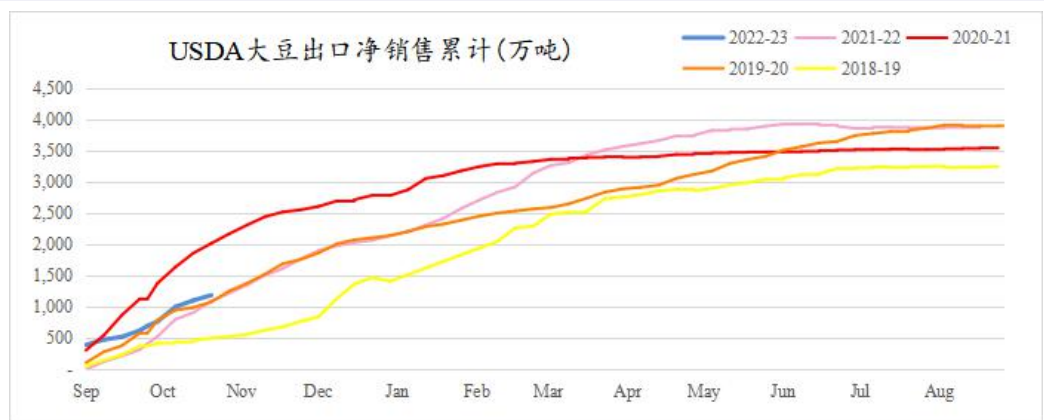
相对国际巨大的豆棕价差及国内棕榈油进口严重倒挂以及中加关系可能恶化推高菜系价格，大豆及豆油本身除了持续已久的供应短期外没有新增利多，走势或相对偏弱一些。

图 4：巴西大豆播种率

Unidade da Federação	Semana até:		
	2021	2022	
	30/Oct	23/Oct	29/Oct
Tocantins	40.0%	1.0%	20.0%
Maranhão	6.0%	1.0%	3.0%
Piauí	6.0%	0.0%	1.0%
Bahia	9.0%	6.0%	10.0%
Mato Grosso	87.8%	63.9%	87.6%
Mato Grosso do Sul	72.0%	49.0%	73.0%
Goiás	60.0%	37.0%	41.0%
Minas Gerais	40.0%	20.8%	27.5%
São Paulo	65.0%	60.0%	65.0%
Paraná	60.0%	33.0%	46.0%
Santa Catarina	34.7%	15.7%	21.3%
Rio Grande do Sul	6.0%	1.0%	3.0%
<b>12 estados</b>	<b>53.5%</b>	<b>34.1%</b>	<b>47.6%</b>

资料来源：CONAB，优财研究院

图 5：美豆出口进度

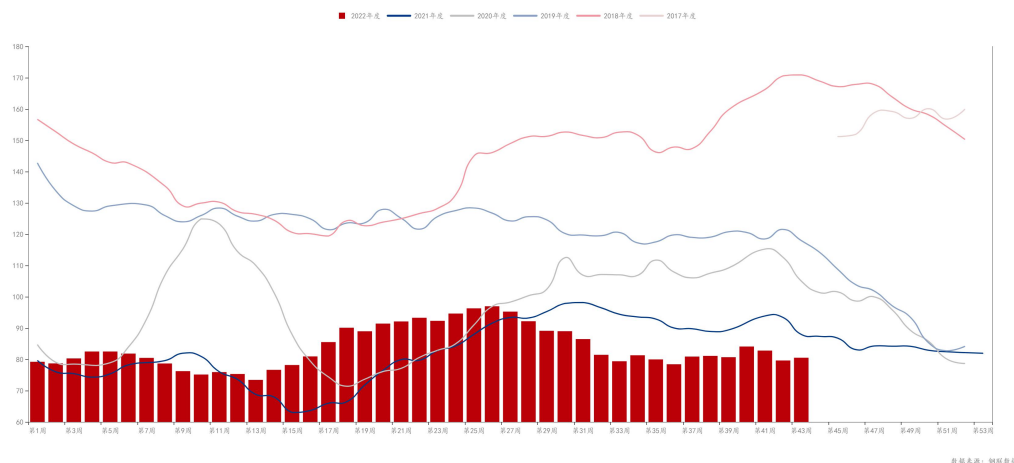


资料来源：USDA，优财研究院

截至 10 月 30 日，国内豆油库存 80.51 万吨，环比增加 0.87 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 01+1050 下调至 01+900；华东地区一级豆油基差由 01+1180 下调至 01+1100；华南地区一级豆油基差由 01+1250 下调至 01+1080。虽然库存较低，但是由于消费抑制及终端接货意愿不强，豆油基差依旧在下行，本周国内防控措施可能放开的传言沸沸扬扬，餐饮预期开始变得乐观，由于大豆到港还需等到月底，豆油现货价格或迎来反弹。

图 6：豆油油全国库存（万吨）

主要油厂：豆油：库存：中国（周）（季节性分析）

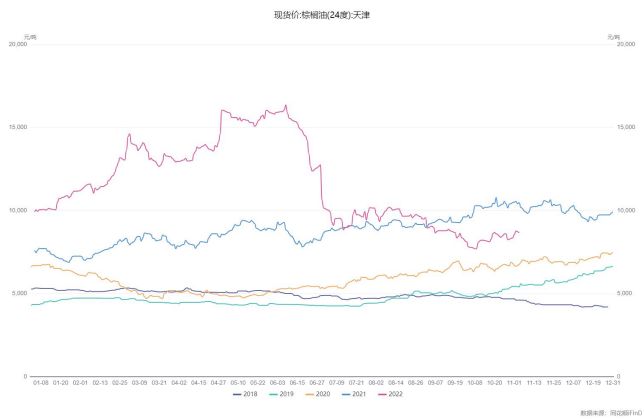


资料来源：钢联数据，优财研究院

## 二、市场价格

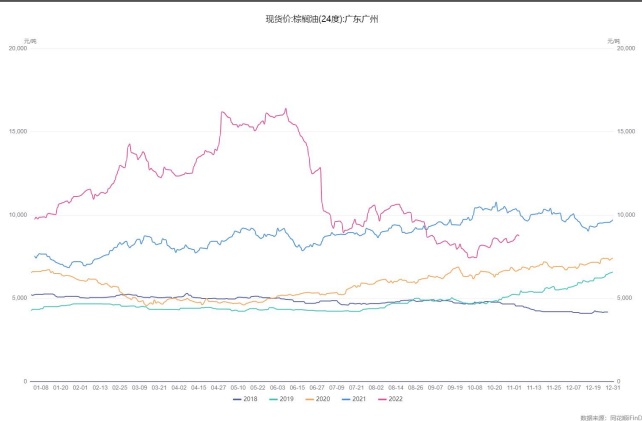
### 1、桐油现货市场价格

图 7：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



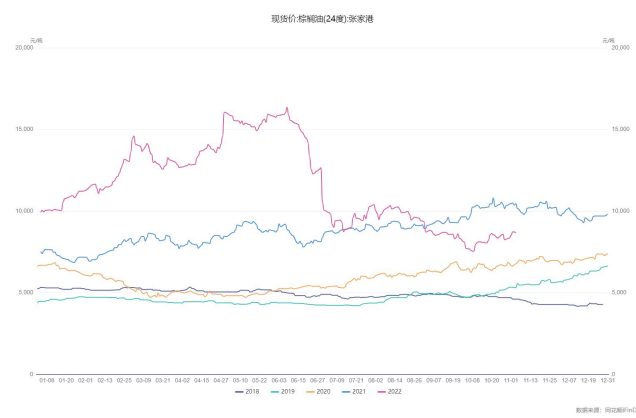
资料来源：ifind，优财研究院

图 9：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 8：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）

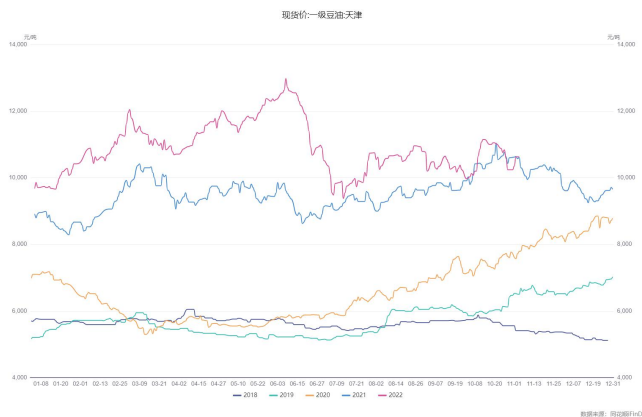


资料来源：ifind，优财研究院



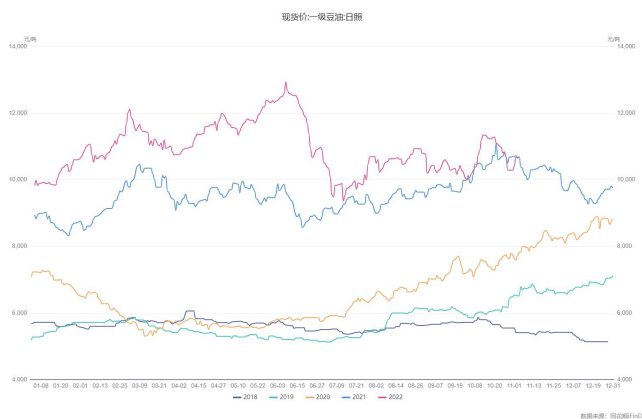
## 2、豆油现货市场价格

图 10：天津一级豆油现货价格（元/吨）



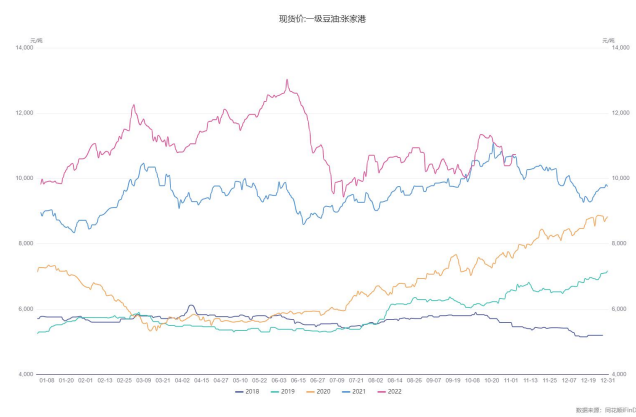
资料来源：ifind，优财研究院

图 12：山东一级豆油现货价格（元/吨）



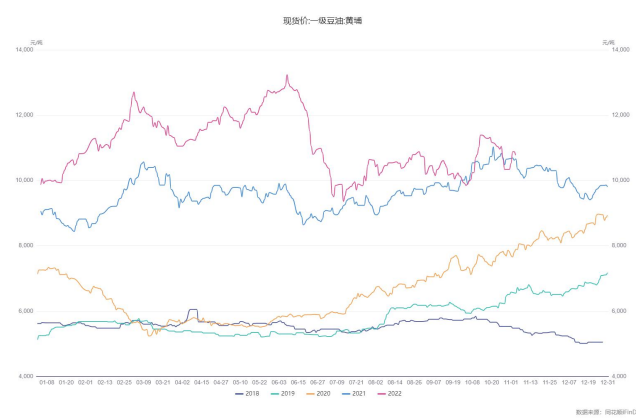
资料来源：ifind，优财研究院

图 11：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 13：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

油脂本周涨幅较大，不过更多是由于近期由于国内外政策性事件频发导致，目前黑海的局势，中加的关系，国内疫情防控政策等不确定性较强，油脂板块波动加剧，操作上建议谨慎波段操作。

## 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/>