

2022年11月13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



消费可能复苏

内容提要

本周油脂走势分化，由于国内公共卫生事件的不断发酵，餐饮消费再次步入寒冬，国内影响最大的首当其冲当属豆油，期现价格一路走低，棕榈油难以独善其身，国内高库存叠加豆油拖累亦震荡走跌，菜油表现强势，因国内现货紧缺部分产业又有还储需求，尽管4季度菜籽预期大量到港，不过中加关系的紧张加深了市场对后期加拿大出口的担忧，以及黑海出口走廊谈判仍在僵持，作为菜油替代品的葵油出口前景亦是一片阴霾。不过到了周五，由于国内疫情防控措施的放宽，前期被打压最严重的豆油迅速拉升，菜系开始偏弱，因俄罗斯或就黑海走廊的延期在周末于联合国进行谈判。

操作建议

虽然本周油脂走势出现分化，不过周五国家防控政策的变化可能使油脂市场出现反转，前期打压最严重的豆油价格或迎来复苏，而菜油价格可能会因为地缘冲突的缓和而出现回落，不过目前受到政策及突发事件的扰动较强，暂不建议左侧空菜油策略。推荐豆系油粕比做多策略，因消费的可能复苏及大豆大量到港预期供应开始增多；棕榈油1-5月平水以下正套，因国内进口窗口无法打开，后期棕榈油供应将重回偏紧状态。

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

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

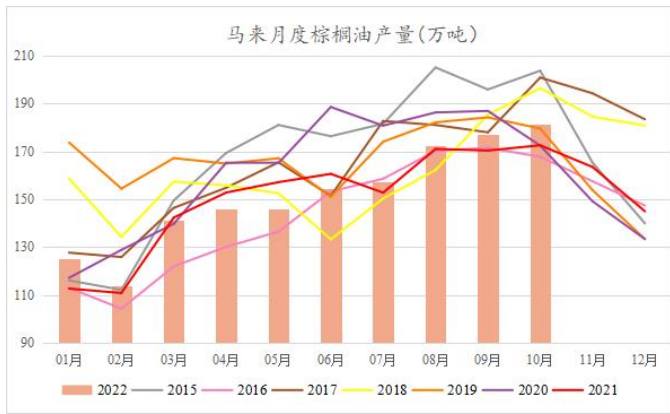
1、棕榈油

MPOB10月报告：马来10月棕榈油产量181.36万吨，环比增2.44%，略低于市场预期；10月棕榈油进口6.63万吨，环比降49.85%；10月棕榈油出口150.38万吨，环比增5.66%，符合市场预期；10月棕榈油库存240.37万吨，环比增3.74%，大幅低于市场预期。数据上我们看到库存大幅低于市场预期，报告偏多，当天马盘及连盘在午后开盘后也有所反应，但是细究的话我们发现，产量仅仅略低于市场预期1万吨左右，而出口也符合市场预期，导致库存偏低的原因是进口量大幅下降，那作为重要指标的产出没有太大偏差的话，240万吨的库存为2019年10月份以来最高，本月报告的实际影响并不会很大，利多影响有限。

高频数据现实：马来产量：SPPOMA：2022年11月1-10日马来西亚棕榈油单产增加2.63%，出油率增加0.02%，产量增加2.74%。马来出口：ITS：马来西亚11月1-10日棕榈油出口量为466943吨，较10月同期出口的350767吨增加33.12%；AmSpec：马来西亚11月1-10日棕榈油出口量为420477吨，较10月同期出口的373030吨增加12.72%；SGS：预计马来西亚11月1-10日棕榈油出口量为408867吨，较10月同期出口的361602吨增加13.07%。可以看出11月上旬马来产出都环比增加，产量方面还暂时未收到减产季的影响，而出口端中国和印度11月的采购量依旧偏多，尤其印尼11月下旬开始恢复levy的征收，出口将偏向马来西亚，马来今年的产量依旧预估在1800-1810万吨区间，预计马来库存在未来2个月开始逐渐下降。

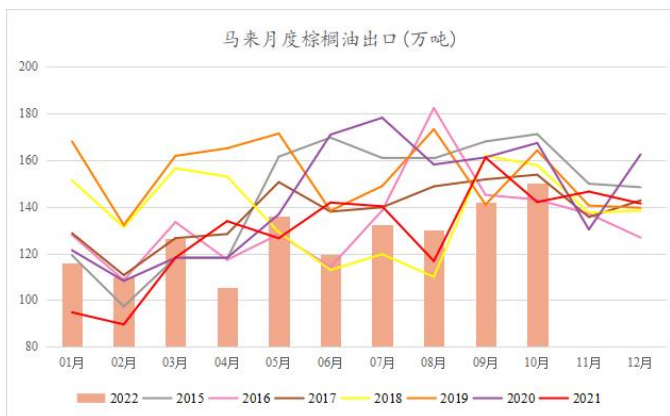
印尼方面公布了11月下半月的毛棕榈油出口参考价为826.58美元/吨，高于上半月的770.88美元/吨，由于参考价超出了800美元/吨的水平，那根据最新的税收规则印尼将重新征收levy，毛棕榈油为85美金/吨，精炼24度棕榈油为65美金/吨，这会使出口成本增加另外出口将转移部分至马来西亚，都将对国际棕榈油价格有所提振。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



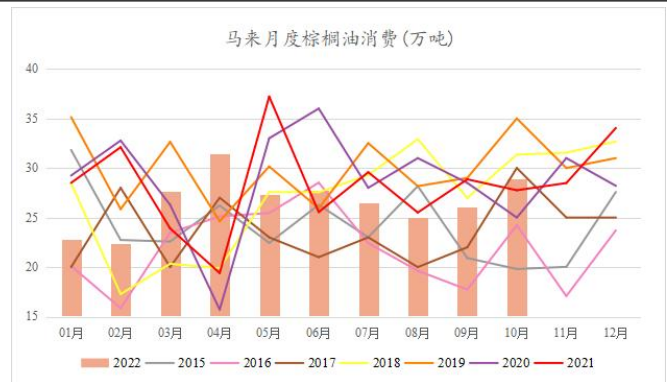
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



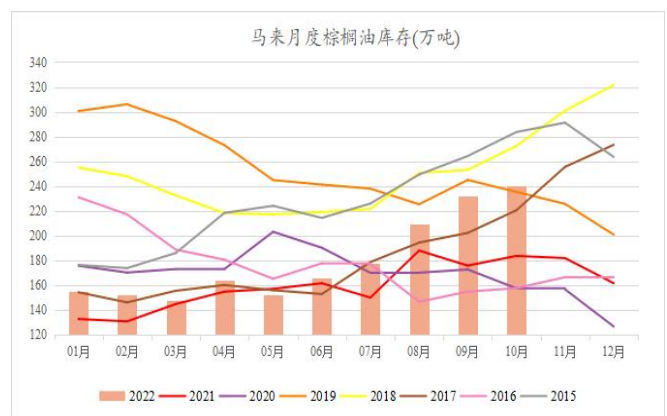
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油消费（万吨）



资料来源：MPOB，优财研究院

图 4：马来西亚棕榈油库存（万吨）

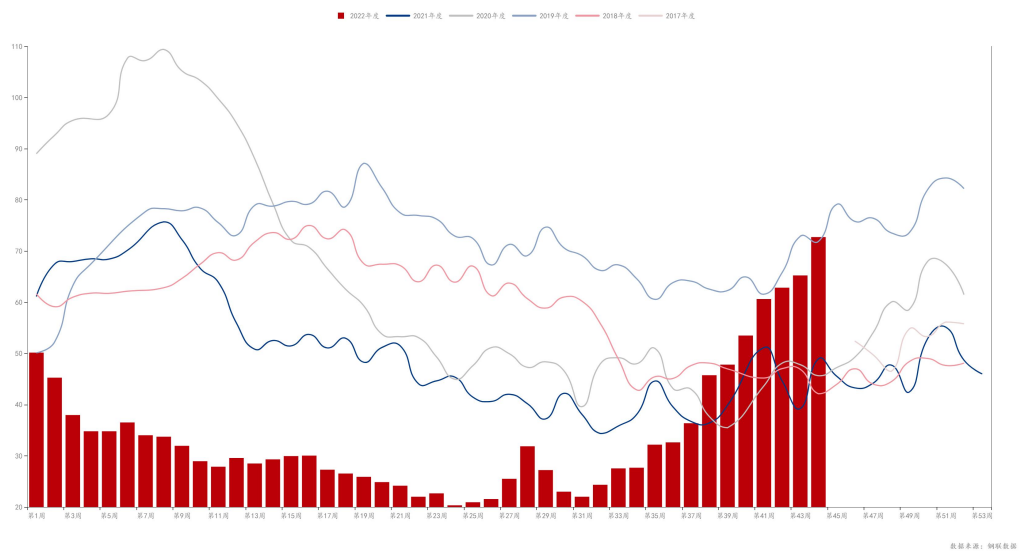


资料来源：MPOB，优财研究院

截至 11 月 6 日，国内棕榈油库存 72.73 万吨，环比增加 7.49 万吨。虽然库存不断累加，但是我们注意到棕榈油进口窗口已经将近 1 个月没有打开了，国内除 11 月买船 60 万吨，12 月买船不到 20 万吨外远月再无买船进口，目前国际豆棕价差巨大，印尼库存去库明显，产地暂无出货压力，且因黑海原因可能造成的葵油出口受阻，印度欧盟等国对棕榈油需求增加，对产地而言低价卖中国不如高价卖他国，所以预计国内的进口窗口暂时很难重启，国内短期虽然会继续维持累库态势，不过或许目前的库存及买船要消耗至春节左右，棕榈油在 12 月开始预计重新开始去库。所以本周棕榈油基差开始回升，部分产业开始补库，本周华北地区基差维持 01+50；华东地区基差由 01+0 回升至 01+50；华南地区基差由 01+120 回升至 01+150。

图 5：棕榈油全国库存

棕榈油：库存：中国（周）（季节性分析）



资料来源：钢联数据，优财研究院

2、豆油

USDA11月供需报告：11月美国大豆单产预期50.2蒲式耳/英亩，10月预期为49.8蒲式耳/英亩，环比增加0.4蒲式耳/英亩；大豆压榨量预期22.45亿蒲式耳，10月预期为22.35亿蒲式耳，环比增加0.10亿蒲式耳；大豆期末库存预期2.2亿蒲式耳，10月预期为2亿蒲式耳，环比增加0.2亿蒲式耳。巴西2022/23年度大豆产量预估为1.52亿吨，10月预估为1.52亿吨。阿根廷2022/23年度大豆产量预估为4950万吨，10月预估为5100万吨。阿根廷2022/23年度大豆出口预估为720万吨，10月预估为700万吨。全球2022/23年度大豆期末库存预估为1.0217亿吨，10月预估为1.0052亿吨。数据上我们看到，USDA报告小幅调高美豆产量调降南美产量，整体报告数据符合预期略微偏空影响不大。重点还是在于美豆的出口销售进度及南美豆新作种植情况。本周USDA周度出口销售报告：2022/2023年美国大豆出口净销售为794900吨，符合预期。尽管美豆在想办法绕开密西西比河另寻他法出口，不过整体销售进度依旧偏慢，不过由于运费的提高、CPI的不及预期及中国防控措施的可能放宽多重利多刺激下，美豆价格还是得到了很大的提振，虽然上方有南美丰产的阴霾笼罩，但是在巴西产量实锤以前美豆预计还是一个高位震荡的格局。

南美方面，巴西Conab：截至11月5日，巴西大豆播种率57.5%，前一周为47.6%，去年同期为67.3%。巴西产量的前景依旧一片光明，USDA本月保持巴西产量在1.52亿吨高位，而Conab已将产量提高至1.54亿吨，一定程度上弥补了阿根廷可能的减产。阿根廷依旧受到拉尼娜干旱的影响，播种情况始终不乐观，本月USDA将阿根廷新作产量从5100万吨下调至4950万吨，如果天气继续恶化产量或继续悲观预期至4800万吨左右，不过有巴西兜底，今年整体大豆产量依旧维持丰产格局，在南美产量逐渐落实的过程中，美豆价格将开始松动。

图 6: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Oct	2022/23 Proj. Nov
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.6	86.6
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	49.8	50.2
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,313	4,346
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,602	4,634
Crushings	2,141	2,204	2,235	2,245
Exports	2,266	2,158	2,045	2,045
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	2	20	22
Use, Total	4,504	4,465	4,402	4,414
Ending Stocks	257	274	200	220
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.00	14.00
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	2,051	1,999
Production 4/	25,023	26,143	26,195	26,310
Imports	302	303	500	500
Supply, Total	27,177	28,578	28,746	28,809
Domestic Disappearance	23,314	24,805	25,500	25,650
Biofuel 3/	8,920	10,350	11,800	11,800
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,455	13,700	13,850
Exports	1,731	1,773	1,400	1,300
Use, Total	25,046	26,578	26,900	26,950
Ending stocks	2,131	1,999	1,846	1,859
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	69.00	69.00
SOYBEAN MEAL				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	400	311
Production 4/	50,565	51,811	52,600	52,839
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,600	53,750
Domestic Disappearance	37,674	38,966	39,450	39,700
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,490	53,150	53,400
Ending Stocks	341	311	450	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	390.00	400.00

资料来源: USDA, 优财研究院

图 7：全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.74	368.52	165.54	315.43	363.76	165.00	100.03
World Less China		70.13	348.92	65.80	222.43	251.02	164.93	68.89
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.46	253.77	165.00	257.18	302.86	103.34	93.04
Major Exporters 3/		47.42	197.39	5.92	90.21	100.84	94.95	54.94
Argentina		26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
Brazil		20.42	139.50	1.02	46.68	49.88	81.65	29.40
Paraguay		0.33	9.90	0.02	3.30	3.47	6.33	0.45
Major Importers 4/		27.98	23.25	133.39	122.10	149.80	0.27	34.56
China		24.61	19.60	99.74	93.00	112.74	0.07	31.15
European Union		1.72	2.60	14.79	15.80	17.36	0.19	1.56
Southeast Asia		0.98	0.59	9.68	4.74	10.04	0.01	1.20
Mexico		0.37	0.25	6.10	6.20	6.25	0.00	0.46
2021/22 Est.								
World 2/		100.03	355.59	156.24	314.51	363.17	154.02	94.67
World Less China		68.89	339.19	64.67	227.01	255.95	153.92	62.88
United States		6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45
Total Foreign		93.04	234.06	155.81	254.53	300.38	95.30	87.22
Major Exporters 3/		54.94	178.17	4.44	92.15	102.69	87.47	47.39
Argentina		25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
Brazil		29.40	127.00	0.54	51.00	54.25	79.36	23.34
Paraguay		0.45	4.20	0.05	2.25	2.33	2.25	0.13
Major Importers 4/		34.56	20.16	123.19	116.05	143.32	0.40	34.19
China		31.15	16.40	91.57	87.50	107.22	0.10	31.79
European Union		1.56	2.71	14.10	15.40	16.97	0.27	1.13
Southeast Asia		1.20	0.53	8.42	4.45	9.33	0.02	0.80
Mexico		0.46	0.29	5.80	6.20	6.25	0.00	0.30
2022/23 Proj.								
World 2/	Oct	92.38	390.99	166.23	329.44	380.24	168.84	100.52
	Nov	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17
World Less China	Oct	61.63	372.59	68.23	233.44	263.65	168.74	70.06
	Nov	62.88	372.13	68.28	233.28	263.58	169.04	70.67
United States	Oct	7.45	117.38	0.41	60.83	64.15	55.66	5.44
	Nov	7.45	118.27	0.41	61.10	64.48	55.66	5.99
Total Foreign	Oct	84.93	273.61	165.82	268.61	316.09	113.19	95.08
	Nov	87.22	272.26	165.87	268.18	315.69	113.49	96.17
Major Exporters 3/	Oct	46.45	215.50	5.57	95.78	106.79	104.68	56.05
	Nov	47.39	214.00	5.57	95.28	106.29	104.88	55.79
Argentina	Oct	23.15	51.00	4.80	40.50	47.75	7.00	24.20
	Nov	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.20	24.00
Brazil	Oct	23.16	152.00	0.75	51.50	55.10	89.50	31.31
	Nov	23.34	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.24
Paraguay	Oct	0.13	10.00	0.01	3.70	3.86	5.75	0.53
	Nov	0.13	10.00	0.01	3.70	3.86	5.75	0.53
Major Importers 4/	Oct	32.95	21.92	132.33	125.10	153.73	0.33	33.14
	Nov	34.19	21.82	132.38	125.10	153.73	0.33	34.32
China	Oct	30.74	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	30.46
	Nov	31.79	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	31.50
European Union	Oct	0.93	2.50	14.80	15.20	16.78	0.22	1.23
	Nov	1.13	2.47	14.80	15.20	16.78	0.22	1.40
Southeast Asia	Oct	0.81	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.97
	Nov	0.80	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.96
Mexico	Oct	0.30	0.29	6.35	6.55	6.60	0.00	0.34
	Nov	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.32

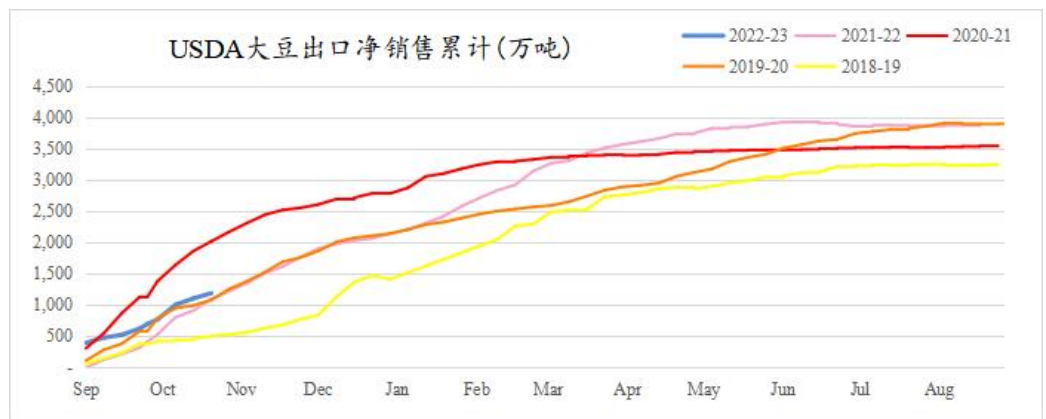
资料来源：USDA，优财研究院

图 8：巴西大豆播种率

Unidade da Federação	Semana até:		
	2021	2022	
	6/Nov	30/Oct	5/Nov
Tocantins	65.0%	20.0%	25.0%
Maranhão	40.0%	3.0%	22.0%
Piauí	12.0%	1.0%	7.0%
Bahia	40.0%	10.0%	23.0%
Mato Grosso	96.0%	87.6%	95.3%
Mato Grosso do Sul	88.0%	73.0%	88.0%
Goiás	76.0%	41.0%	48.0%
Minas Gerais	63.0%	27.5%	37.6%
São Paulo	75.0%	65.0%	80.0%
Paraná	78.0%	46.0%	67.0%
Santa Catarina	46.9%	21.3%	23.0%
Rio Grande do Sul	12.0%	3.0%	5.0%
12 estados	67.3%	47.6%	57.5%

资料来源：CONAB，优财研究院

图 9：美豆出口进度

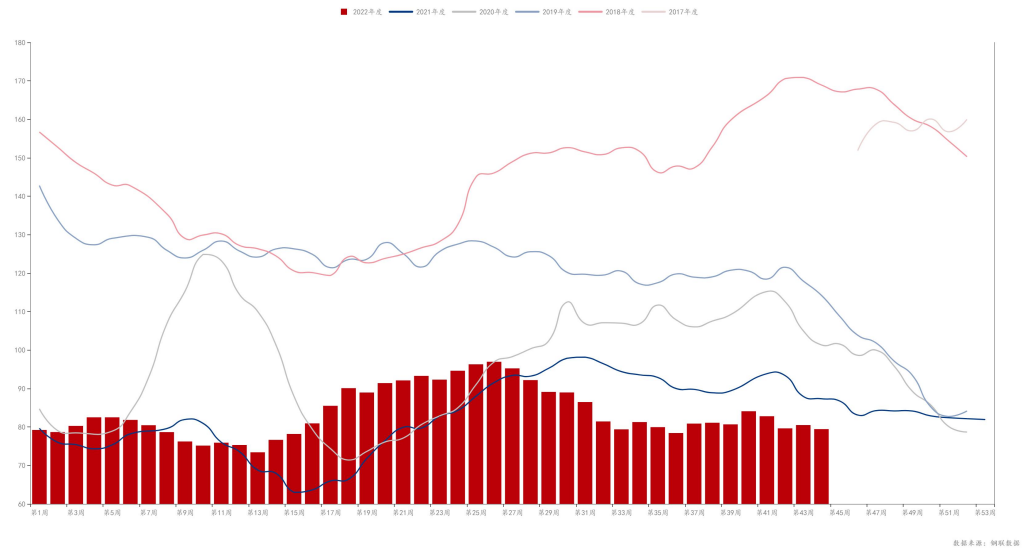


资料来源：USDA，优财研究院

截至 11 月 6 日，国内豆油库存 79.44 万吨，环比下降 1.07 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 01+900 下跌至 01+750；华东地区一级豆油基差由 01+1100 下跌至 01+950；华南地区一级豆油基差由 01+1080 下跌至 01+850。国内公共卫生事件对消费的冲击巨大，尤其广东、河南、重庆、北京等都是消费大省，不过随着周五国家防控措施的可能放宽，我们注意到周五午后前期被打压最严重的豆油迅速拉升，豆油消费或迎来复苏，关注下周豆油基差是否止跌以及最新的防疫政策动态。

图 10：豆油油全国库存（万吨）

主要油厂：豆油：拜耳、中国（周）《季节性分析》

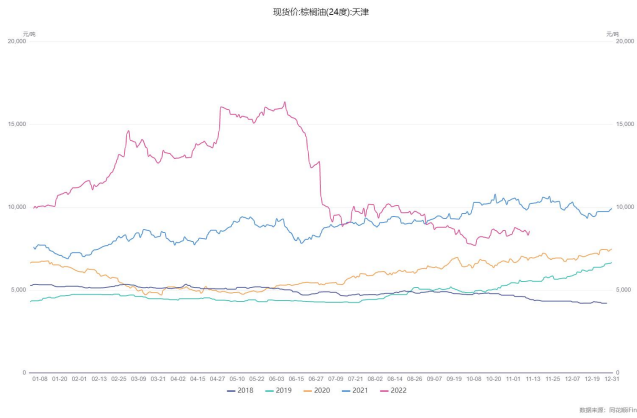


资料来源：钢联数据，优财研究院

二、市场价格

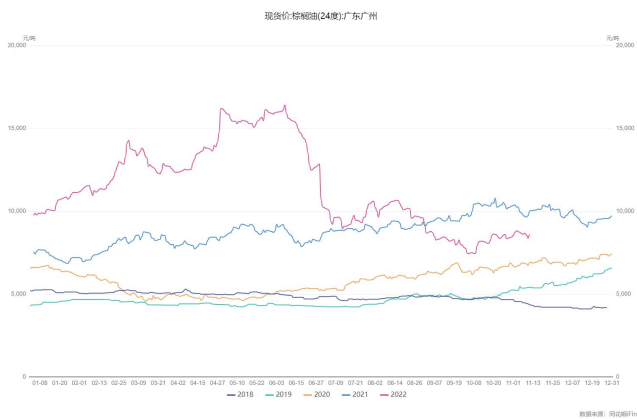
1、桐油现货市场价格

图 11：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



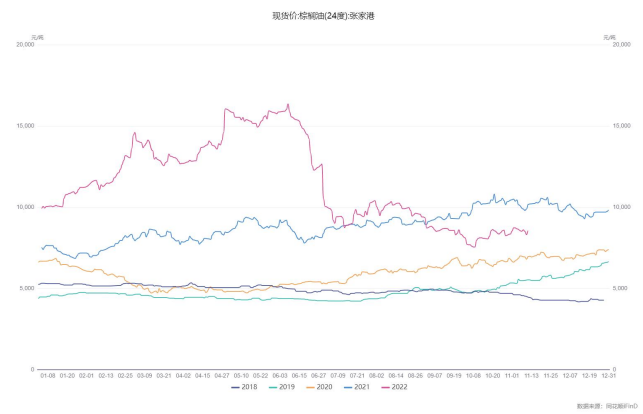
资料来源：ifind，优财研究院

图 13：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

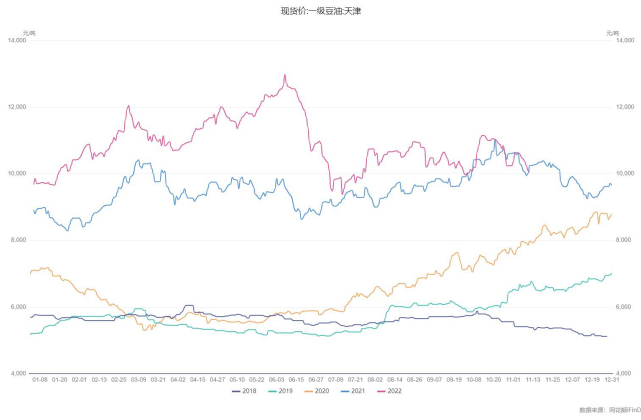
图 12：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

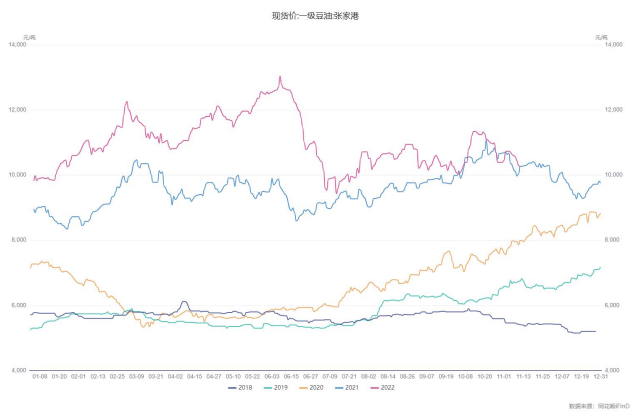
2、豆油现货市场价格

图 14：天津一级豆油现货价格（元/吨）



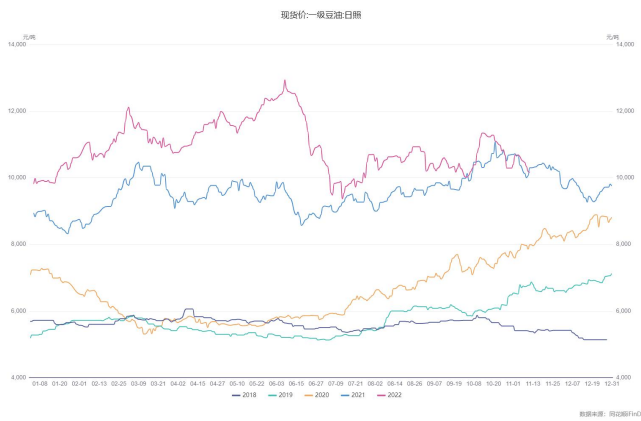
资料来源：ifind，优财研究院

图 15：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



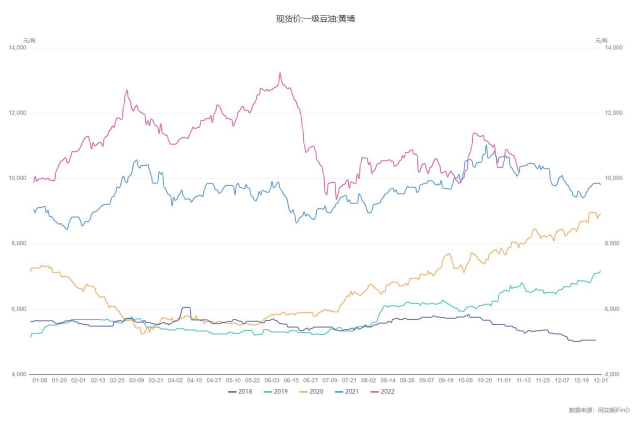
资料来源：ifind，优财研究院

图 16：山东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 17：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

虽然本周油脂走势出现分化，不过周五国家防控政策的变化可能使油脂市场出现反转，前期打压最严重的豆油价格或迎来复苏，而菜油价格可能会因为地缘冲突的缓和而出现回落，不过目前受到政策及突发事件的扰动较强，暂不建议左侧空菜油策略。推荐豆系油粕比做多策略，因消费的可能复苏及大豆大量到港预期供应开始增多；棕榈油 1-5 月平水以下正套，因国内进口窗口无法打开，后期棕榈油供应将重回偏紧状态。

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/>