

2023年2月12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



冲高回落 等待新的驱动

内容提要

本周油脂冲高回落，印尼再次扰动市场，但由于本次政策不确定及需求国库存高企，最终掀起的风浪有限。USDA 和 MPOB 两份重量月报公布，整体数据影响有限，在周五宏观悲观情绪带动下大幅走低，不过底部的支撑也较强。在经过本周市场扰动后油脂后期再次缺乏驱动。

豆粕也是冲高回调行情，外盘豆粕依旧强势，但国内豆粕逐渐乏力，未来走势预计愈加分化。当前阿根廷天气依旧不乐观，巴西收割进度偏慢，产地的高价将继续支撑国内豆粕高位震荡，但上方空间预计十分有限，破前高难度大，等待巴西供应释放后是否有择机沽空的机会。

操作建议

短期油脂预计维持宽幅震荡，短线可在前期高/低点高抛低吸快进快出，等待基本面新的驱动指引方向；豆粕预计高位窄幅震荡，上下空间有限，建议看空不做空。套利方面可继续油粕比前低位置建仓。

风险提示

产区天气及收割进度

国内消费复苏进度

印尼出口政策

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、棕榈油

马来西亚棕榈油局 MPOB 1 月供需报告数据公布：马来西亚 1 月棕榈油产量为 1,380,410 吨，环比减 14.73%；马来西亚 1 月棕榈油进口为 144,937 吨，环比增加 123.29%；马来西亚 1 月棕榈油出口为 1,135,498 吨，环比下降 22.96%；马来西亚 1 月棕榈油库存量为 2,268,198 吨，环比增 3.26%。本次报告从数据上看，马来西亚 1 月产量位于市场预期区间下沿，出口低于市场预期区间，库存环比增加 7.3 万吨至 226.8 万吨，高于市场预期，报告数据中性偏空。不过本次库存累增的原因主要在于进口量环比大幅增加 9.8 万吨，产出数据与市场预估偏离不大，所以对市场整体影响有限。

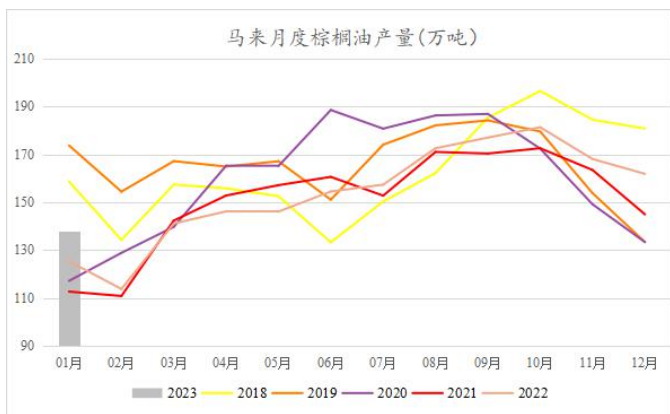
2 月高频数据显示：马来产量：SPPOMA：2023 年 2 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产增加 28.88%，出油率减少 0.94%，产量增加 23.93%。马来出口：马来出口：ITS：马来西亚 2 月 1-10 日棕榈油出口量为 345080 吨，上月同期为 247711 吨，环比增加 39.31%。；马来西亚 2 月 1—10 日棕榈油出口量为 312092 吨，较 1 月同期出口的 235529 吨增加 32.51%。

本周印尼再次扰动市场，印尼高级部长表示，由于食用油价格在开斋节前上涨，印尼将暂停部分棕榈油出口许可的发放，此举旨在暂停部分出口配额的情况下，以扩大国内销售；目前仍有约三分之一的棕榈油出口许可证可供使用。据称该政策将在 5 月 1 日开始逐步恢复直到 23 日完全解除，预计为期 3 个月，并且将食用油的国内市场义务（DMO）提高 50%，即 30 万吨增至 45 万吨。

这是本周油脂冲高的主因。目前印尼可用的出口许可大概约 500-600 万吨，印尼政府冻结 2/3 后仍有约 200 万吨的出口配额，均分在 3 个月约月均 66 万吨，其次 DMO 增加至 45 万吨，那么按目前 DMO 出口比例 1:6 计算每月新发放出口配额将增加至 270 万吨，即每个月约 336 万吨出口配额，比较近期印尼的出口以及目前印度、中国等需求国棕榈油库存高企，336 万吨的出口配额完全可以满足出口需求。市场上涨主要出于担心印尼暂停或收紧配额比例，市场有消息称可能收窄至 1:3，但是后

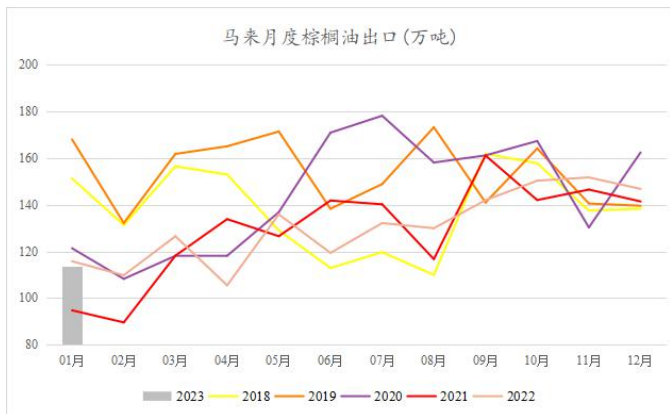
半周印尼一直没有准确的政策流出，去年一刀切的政策使之后棕榈油价格近乎腰斩且印尼国内库存压力巨大也让印尼政府有后顾之忧，叠加需求国库存与去年相比截然相反，所以本轮上涨的驱动再次被快速消化，市场趋于冷静，加之周五市场情绪走差，棕榈油领跌油脂大幅走低。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



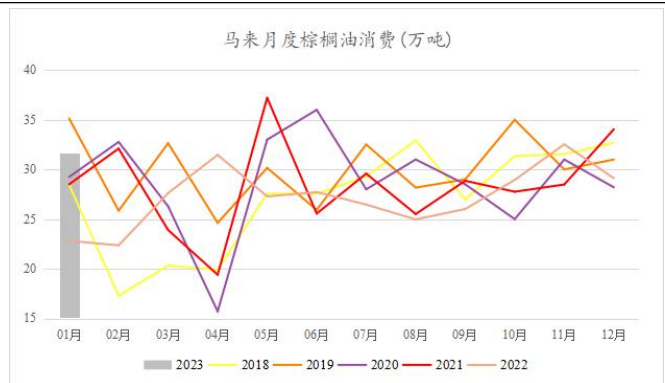
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



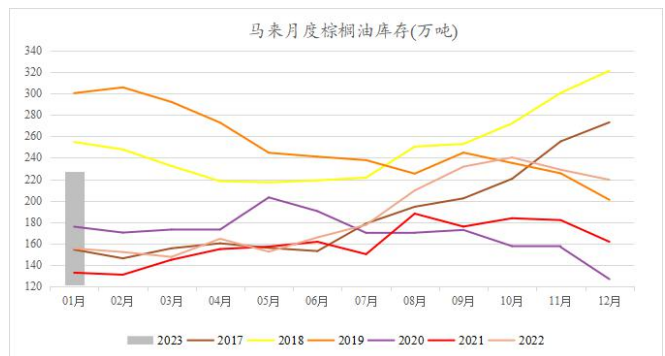
资料来源：MPOB，优财研究院

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）

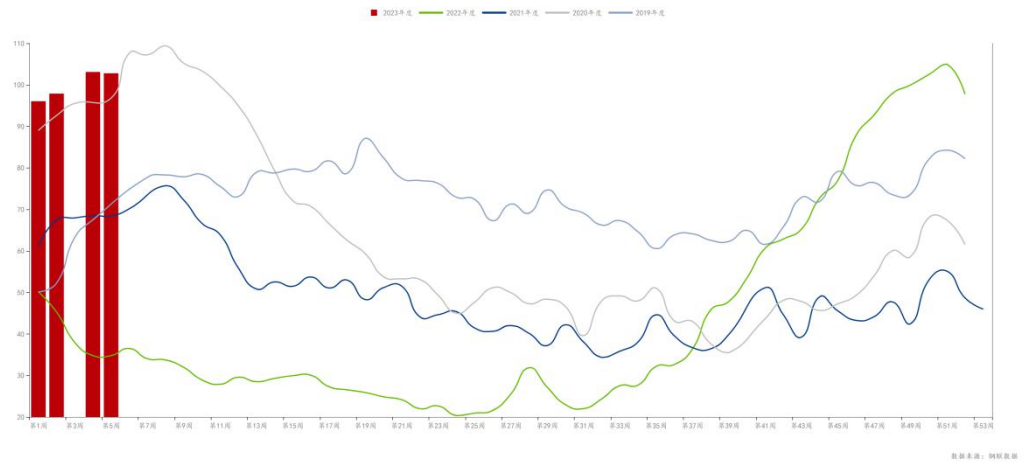


资料来源：MPOB，优财研究院

截至2月3日，国内棕榈油库存102.79万吨，环比下降0.31万吨。库存小幅下滑，上半周成交较好，主要集中在华南，华东4-5月低度预售火爆，下半周成交情绪回落，目前气温较低，消费增量还是体现在华南地区，不过豆棕价差巨大，华东的预售预示4月开始棕榈油消费量将明显提升，国内库存短期高位震荡，现货基差上涨动力不足。本周华北地区基差维持05-50；华东地区基差由05-60上涨为05-40；华南地区基差由05-130上涨至05-70。

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

USDA 1 月供需报告：2 月美国 2022/2023 年度大豆单产预期 49.5 蒲式耳/英亩，1 月预期为 49.5 蒲式耳/英亩，环比持平；产量预期 42.76 亿蒲式耳，1 月预期为 42.76 亿蒲式耳，环比持平；压榨量预期 22.3 亿蒲式耳，1 月预期为 22.45 亿蒲式耳，环比减少 0.15 亿蒲式耳；出口量预期 19.9 亿蒲式耳，1 月预期为 19.9 亿蒲式耳，环比持平；大豆期末库存预期 2.25 亿蒲式耳，1 月预期为 2.1 亿蒲式耳，环比增加 0.15 亿蒲式耳。巴西 2022/23 年度大豆产量预估为 1.53 亿吨，1 月预估为 1.53 亿吨，环比持平。阿根廷 2022/23 年度大豆产量预估为 4100 万吨，1 月预估为 4550 万吨，环比减少 450 万吨。全球 2022/23 年度大豆期末库存预估为 1.0203 亿吨，1 月预估为 1.0352 亿吨，环比下降 0.0149 亿吨。

本次报告美豆库存小幅调增，阿根廷库存继续调减，数据偏中性。1 月报告意外调减美国产量后，本月未就产量再次做出调整，由于 12 月压榨量的下滑及对 1 季度压榨量放缓的预期，全年压榨量下调 0.15 亿蒲式耳，库存对应增加 0.15 亿蒲式耳至 2.25 亿蒲式耳，高于市场预期的 2.11 亿蒲式耳。数据上看偏空一些，不过压榨调减的预期在上周已经被市场消化，影响有限。

阿根廷产量继续调减至 4100 万吨，450 万吨的单月调减量对 USDA 来说幅度已经偏高，但其实在 1 月报告前市场已经对阿根廷 4000 万吨以下的产量预期有了准备，所以本次对阿根廷的调减基本在预期内，对盘面不造成影响，下个月的报告预计将继续对阿根廷产量做出调减。

巴西维持 1.53 亿吨的丰产预期，目前巴西的问题在于由于播种时间晚及收割期频繁遭遇降水，收割进度较往年同期较慢，但产量基本不受影响，只是供应释放的时间后移，这将导致短期豆系盘面的价格高位震荡，等待巴西收割并开始装运后可能迎来拐点。

阿根廷作物情况：布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 2 月 9 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 48（上周为 46%，去年 19%）；一般为 39%（上周 42%，去年 41%）；优良为 13%（上周 12%，去年 40%）；土壤水分 61%处于短缺到极度短缺（上周 53%，去年 33%）；39%处于有益到适宜（上周 47%，去年 67%）。

阿根廷大豆优良率上升，主要得益于1月下旬以来的良好降雨，不过2月天气重回干燥，土壤水分情况环比恶化，阿根廷今年播种较晚，2月的天气对生长十分关键，目前乐观上修阿根廷产量至4000万吨以上为时尚早，暂且预估产量在3500-3800万吨。

图6: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Jan	2022/23 Proj. Feb
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.3	86.3
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	49.5	49.5
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,276	4,276
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,566	4,566
Crushings	2,141	2,204	2,245	2,230
Exports	2,266	2,158	1,990	1,990
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	1	18	18
Use, Total	4,504	4,464	4,355	4,340
Ending Stocks	257	274	210	225
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.20	14.30
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,991	1,991
Production 4/	25,023	26,143	26,310	26,245
Imports	302	303	300	300
Supply, Total	27,177	28,578	28,601	28,536
Domestic Disappearance	23,314	24,813	25,900	25,900
Biofuel 3/	8,920	10,348	11,600	11,600
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,465	14,300	14,300
Exports	1,731	1,773	800	700
Use, Total	25,046	26,587	26,700	26,600
Ending stocks	2,131	1,991	1,901	1,936
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	68.00	68.00
SOYBEAN MEAL				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	311	311
Production 4/	50,565	51,811	52,839	52,639
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,750	53,550
Domestic Disappearance	37,674	38,966	39,700	39,500
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,490	53,400	53,200
Ending Stocks	341	311	350	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	425.00	450.00

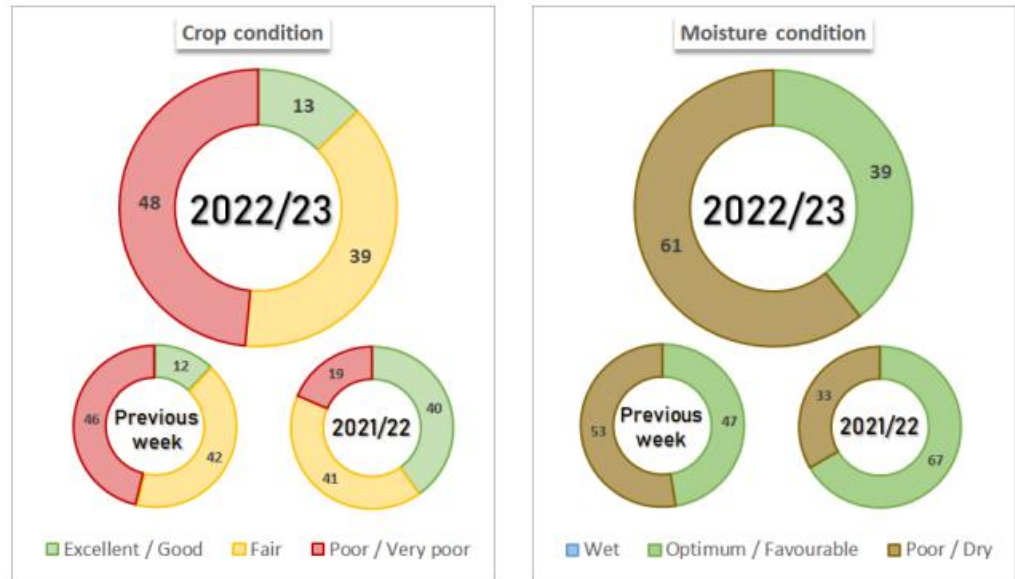
资料来源: USDA, 优财研究院

图 7: 全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.55	368.52	165.55	315.94	363.87	164.99	99.75
World Less China		69.93	348.92	65.81	222.94	251.13	164.92	68.61
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.27	253.77	165.01	257.69	302.96	103.33	92.76
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/		99.75	358.00	157.08	312.89	362.11	153.89	98.83
World Less China		68.61	341.60	65.51	225.39	254.51	153.79	67.43
United States		6.99	121.53	0.43	59.98	62.77	58.72	7.47
Total Foreign		92.76	236.47	156.65	252.91	299.34	95.17	91.36
Major Exporters 3/		54.94	180.67	4.43	91.30	101.84	87.26	50.94
Argentina		25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
Brazil		29.40	129.50	0.54	50.25	53.50	79.12	26.82
Paraguay		0.45	4.20	0.04	2.15	2.23	2.27	0.20
Major Importers 4/		34.56	20.16	123.78	116.28	143.88	0.42	34.20
China		31.15	16.40	91.57	87.50	107.60	0.10	31.40
European Union		1.56	2.71	14.55	15.40	16.97	0.29	1.55
Southeast Asia		1.20	0.53	8.26	4.45	9.27	0.02	0.69
Mexico		0.46	0.29	5.96	6.35	6.40	0.00	0.30
2022/23 Proj.								
World 2/	Jan	98.22	388.01	164.32	327.32	379.49	167.53	103.52
	Feb	98.83	383.01	164.07	323.90	376.41	167.47	102.03
World Less China	Jan	66.81	367.68	68.32	232.32	263.19	167.43	72.19
	Feb	67.43	362.68	68.07	229.90	261.11	167.37	69.70
United States	Jan	7.47	116.38	0.41	61.10	64.37	54.16	5.72
	Feb	7.47	116.38	0.41	60.69	63.97	54.16	6.13
Total Foreign	Jan	90.75	271.63	163.91	266.22	315.12	113.37	97.80
	Feb	91.36	266.63	163.67	263.21	312.44	113.31	95.90
Major Exporters 3/	Jan	50.90	210.80	5.77	94.33	105.36	104.73	57.39
	Feb	50.94	206.30	7.02	93.58	104.61	104.73	54.93
Argentina	Jan	23.90	45.50	5.00	38.00	45.25	5.70	23.45
	Feb	23.90	41.00	6.25	37.30	44.55	4.20	22.40
Brazil	Jan	26.81	153.00	0.75	52.50	56.10	91.00	33.46
	Feb	26.82	153.00	0.75	52.75	56.35	92.00	32.22
Paraguay	Jan	0.18	10.00	0.01	3.75	3.93	5.80	0.46
	Feb	0.20	10.00	0.01	3.45	3.63	6.30	0.28
Major Importers 4/	Jan	34.26	23.75	130.03	123.80	153.14	0.37	34.53
	Feb	34.20	23.71	129.53	122.50	151.84	0.37	35.23
China	Jan	31.40	20.33	96.00	95.00	116.30	0.10	31.33
	Feb	31.40	20.33	96.00	94.00	115.30	0.10	32.33
European Union	Jan	1.55	2.47	14.40	14.90	16.48	0.25	1.69
	Feb	1.55	2.47	13.90	14.65	16.23	0.25	1.44
Southeast Asia	Jan	0.75	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.92
	Feb	0.69	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.86
Mexico	Jan	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.33
	Feb	0.30	0.19	6.40	6.50	6.55	0.00	0.34

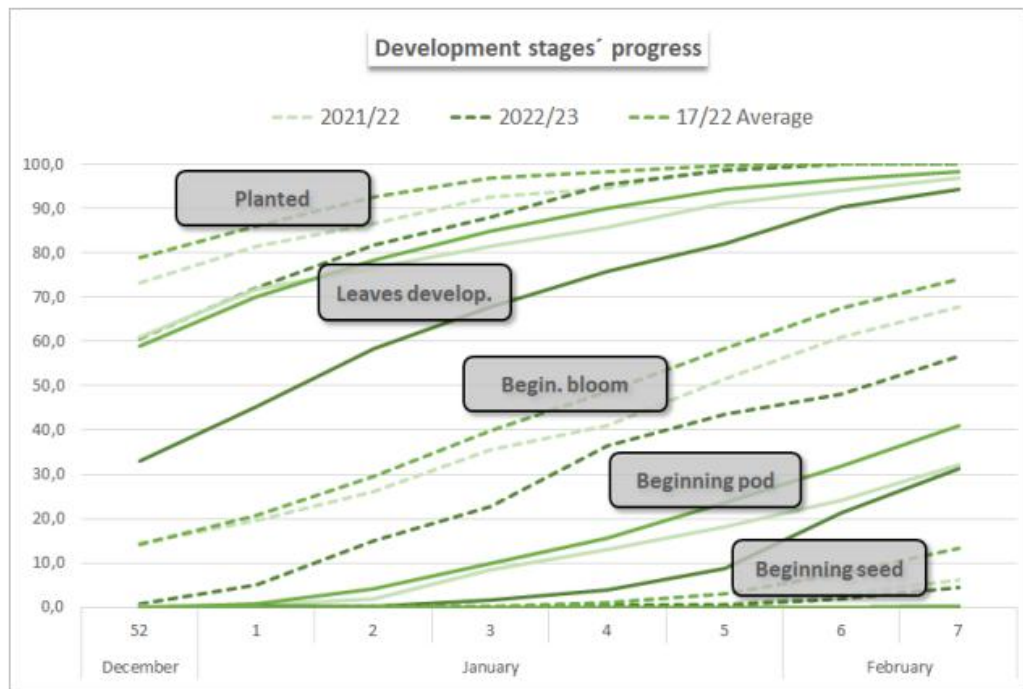
资料来源: USDA, 优财研究院

图 8：阿根廷大豆优良率及突然水分状况



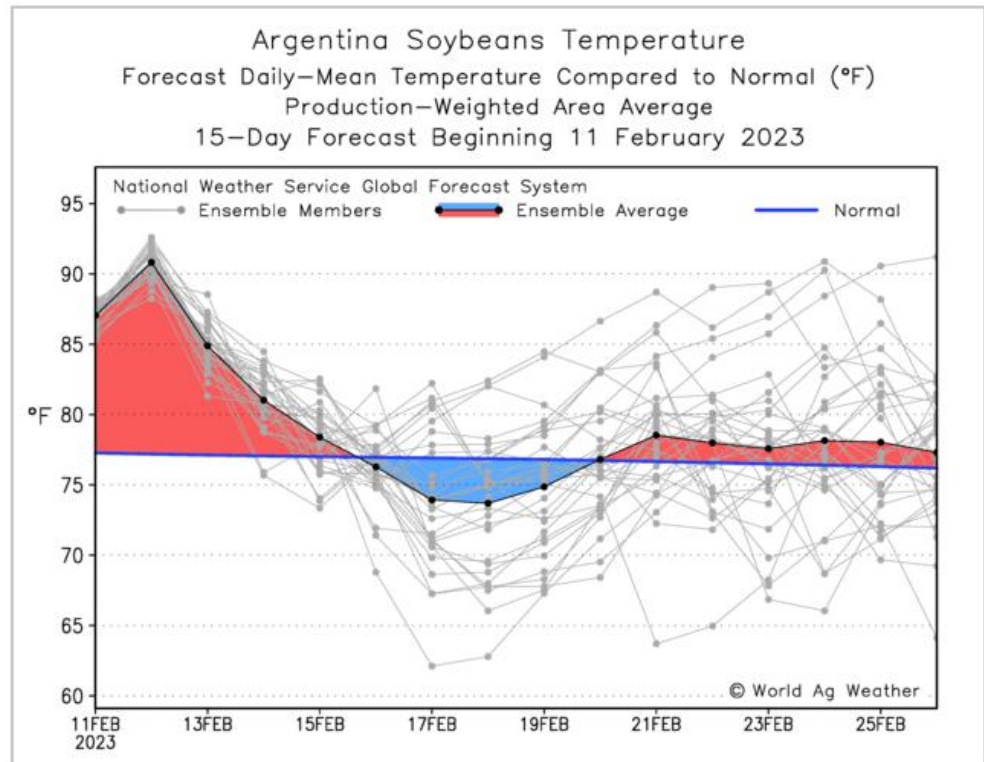
资料来源：布交所，优财研究院

图 9：阿根廷大豆播种及生长进度



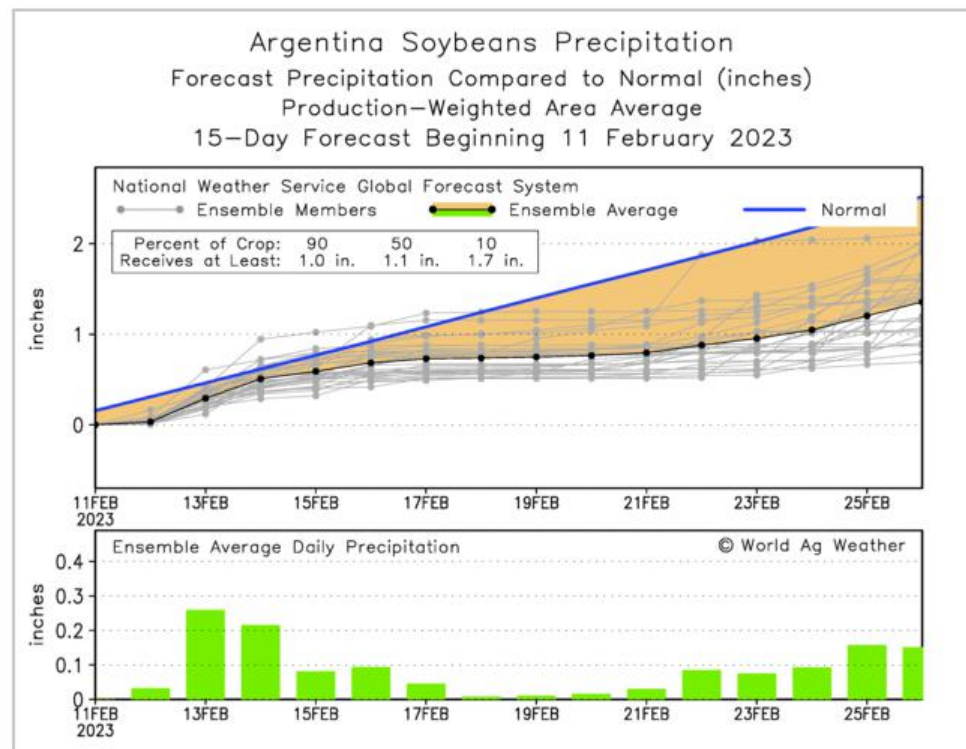
资料来源：布交所，优财研究院

图 10: 阿根廷大豆种植区未来气温预测



资料来源: World ag weather, 优财研究院

图 11: 阿根廷大豆种植区未来降雨预测

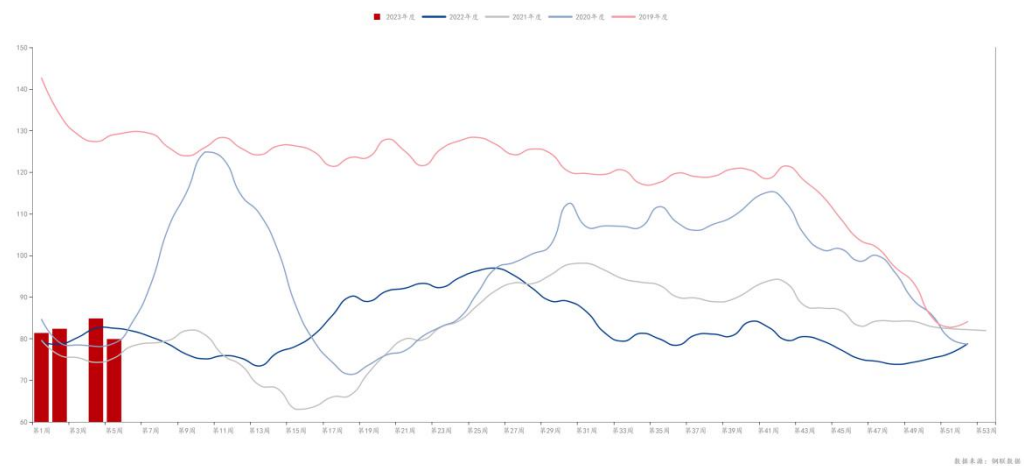


资料来源: World ag weather, 优财研究院

截至2月3日，国内豆油库存79.91万吨，环比下降4.95万吨。库存低位，累库困难，这是当前现货基差高的原因，华北地区一级豆油基差由05+740下跌至05+710；华东地区一级豆油基差由05+880下跌至05+830；华南地区一级豆油基差由05+780下跌至05+760。节后消费有所恢复，下周的开学季消费会继续增加，即使豆棕价差较大，短期除华南外消费还是偏向豆油，豆油库存难起，对价格有所支撑。

图 12: 豆油油全国库存 (万吨)

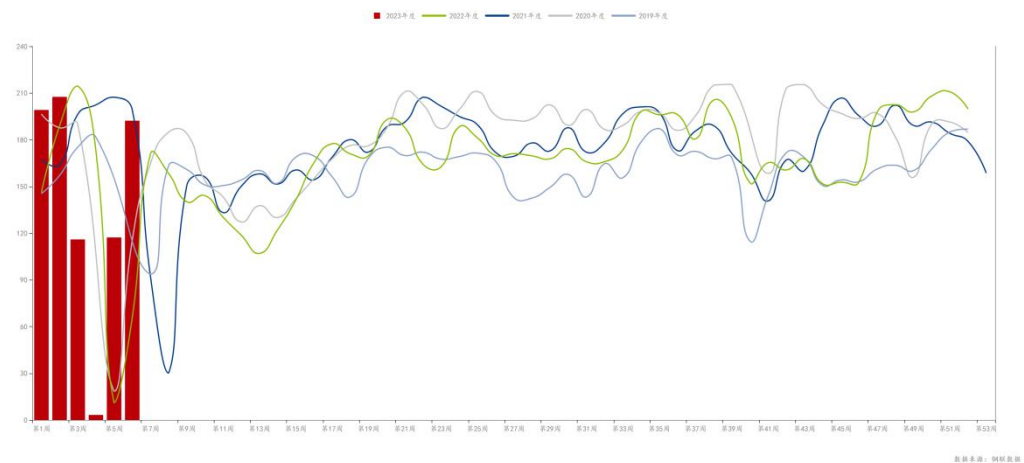
主要油厂: 豆油; 库存: 中国 (周)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 13: 全国大豆压榨量 (万吨)

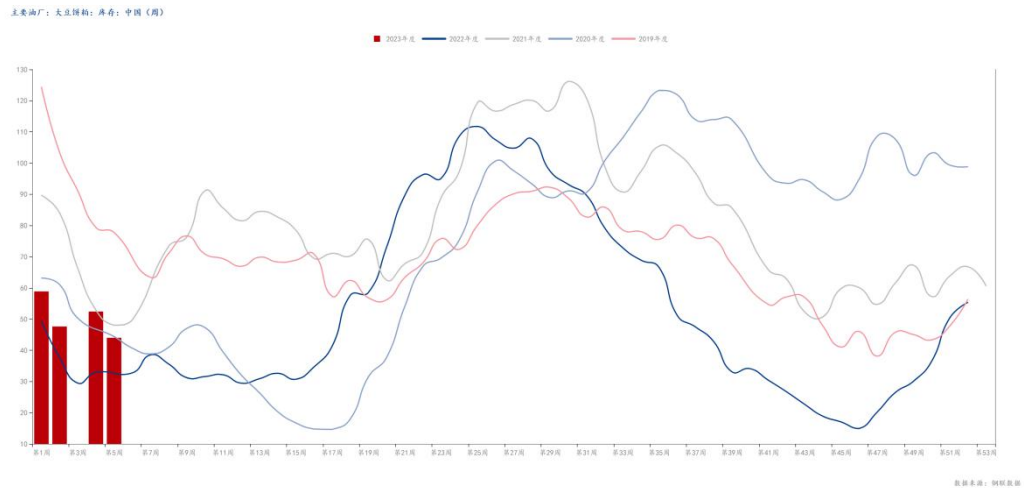
大豆: 压榨量: 中国 (周)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

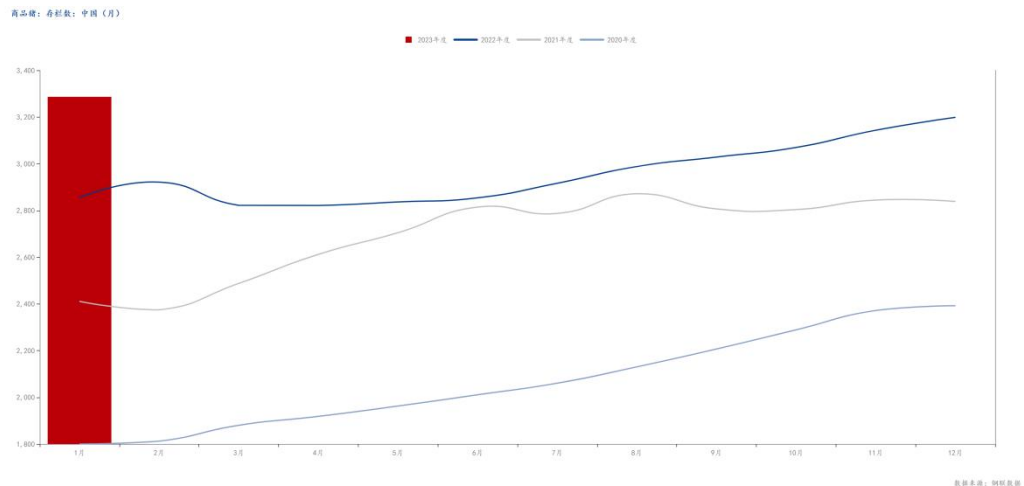
截至2月3日，国内豆粕库存44.02万吨，环比下降8.41万吨。豆粕库存累的很困难，即使现在豆菜粕现货价差约1000元，生猪养殖利润差，除大企业外呈亏损状态，饲料需求大量转向菜粕，但一个月国内约5-6万吨的菜粕产量即使加上进口约10-15万吨的量仍供应太少，生猪存栏高位，豆粕需求仍在，且美盘豆粕价格不断走高，也对国内豆粕价格有一定支撑。本周山东地区豆粕基差维持05+700；华东地区豆粕基差由05+700跌至05+680；华南地区豆粕基差由05+750跌至05+720。未来随着生猪存栏的去化以及国内油脂消费渐渐复苏，国内油粕比表现将强于美盘，国内豆粕期现货价格或在3月后渐渐回落。

图 14: 豆粕全国库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 15: 生猪存栏 (万头)

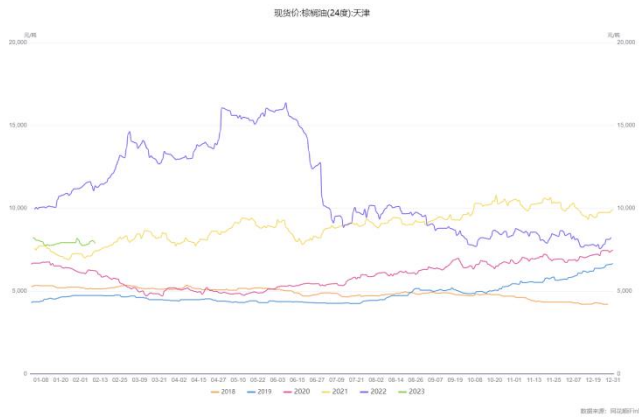


资料来源：钢联数据，优财研究院

二、市场价格

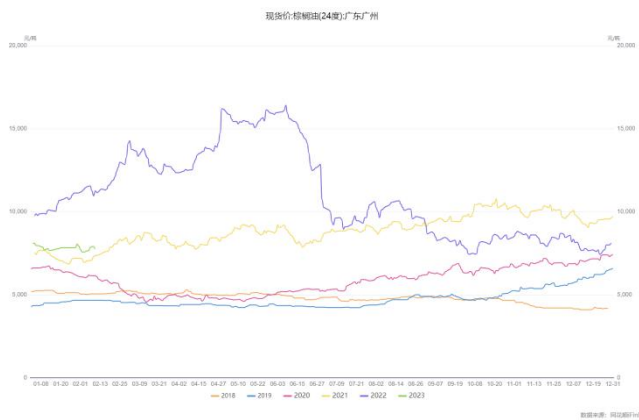
1、桐油现货市场价格

图 16: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



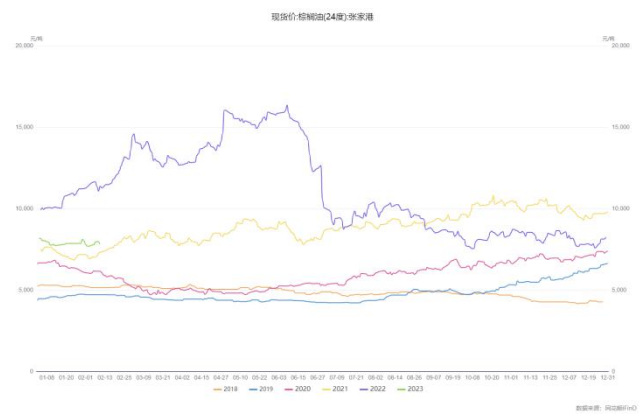
资料来源: ifind, 优财研究院

图 18: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

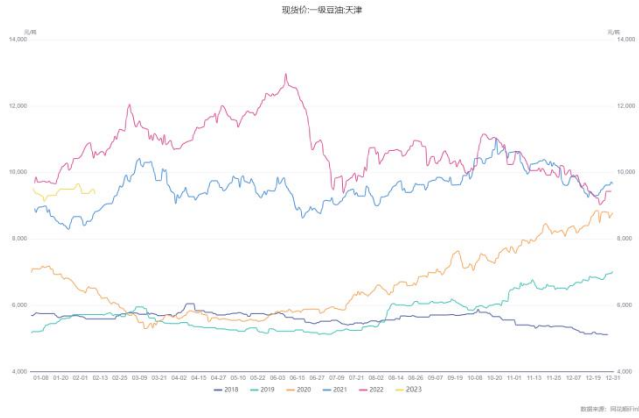
图 17: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

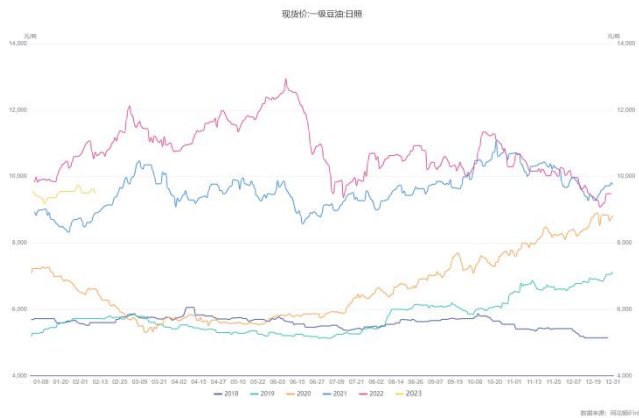
2、豆油现货市场价格

图 19：天津一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 21：山东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 20：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

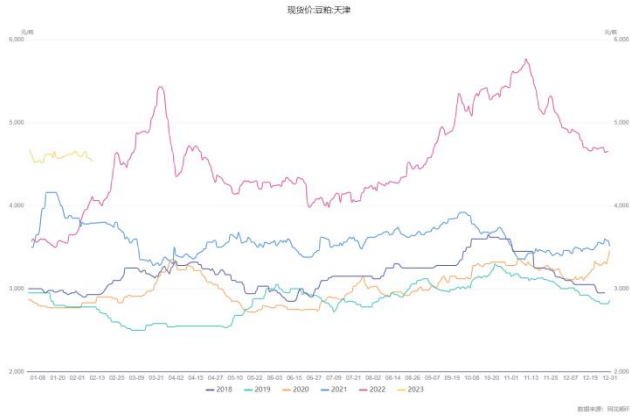
图 22：广东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

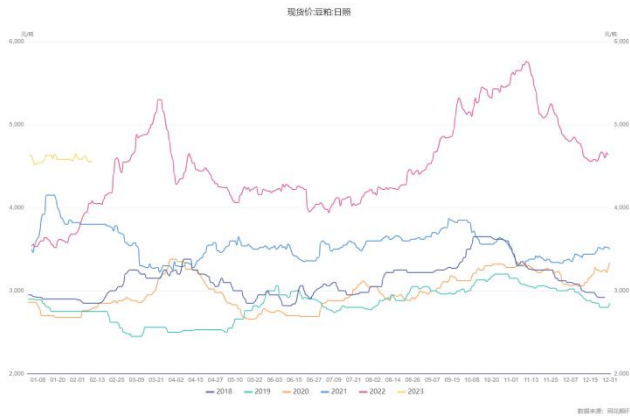
3、豆粕现货市场价格

图 23: 天津豆粕现货价格 (元/吨)



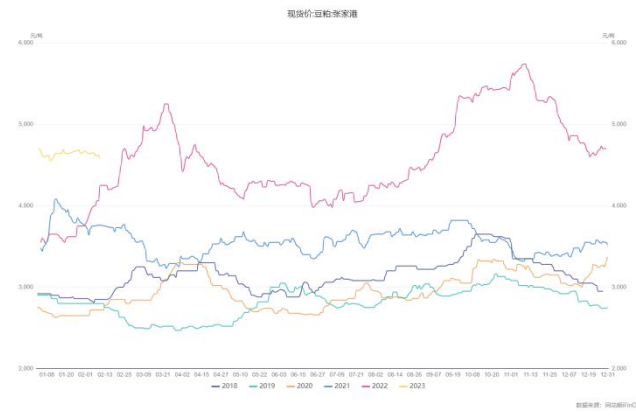
资料来源: ifind, 优财研究院

图 25: 山东豆粕现货价格 (元/吨)



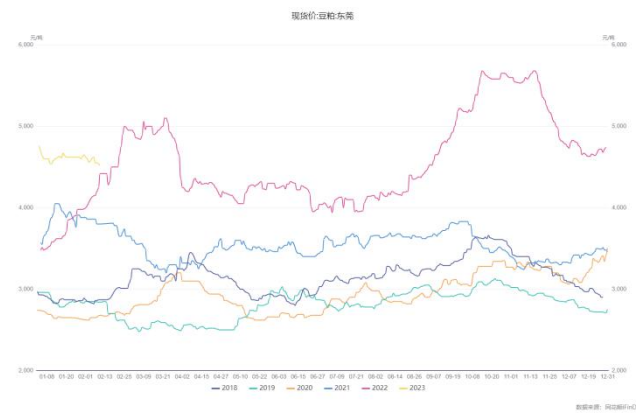
资料来源: ifind, 优财研究院

图 24: 张家港豆粕现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 26: 广东豆粕现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

三、综合分析和交易策略

短期油脂预计维持宽幅震荡，短线可在前期高/低点高抛低吸快进快出，等待基本面新的驱动指引方向；豆粕预计高位窄幅震荡，上下空间有限，建议看空不做空。套利方面可继续油粕比前低位置建仓。

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/>