



2023年2月19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



众星捧月还是昙花一现

内容提要

本周油脂在周四周五连续上涨，都突破了短期的压力位。从基本面上看，本轮的上涨主要由于美国1月大豆压榨放缓，豆油库存不及预期；印尼出口政策的再次扰动；国内本周的市场成交环比转好，不过每一个的影响都有限，有点众星拱月的感觉，都不是主驱动，目前国内棕榈油库存高位，大豆菜籽未来供应充足，产地也有卖货意愿，本轮油脂是否能延续上涨还需观察。

豆粕本周窄幅震荡，驱动不足，被油脂抢尽风头，目前国内豆粕低库存、高基差以及南美产区的扰动下，豆粕下方暂时有较强支撑，但是巴西的丰产也在上方形成压力，豆粕短期将维持震荡走势。

操作建议

油脂本轮的上涨缺乏基本面实质性利多的驱动，在原油表现较弱的情况下，若市场后续没有炒作题材，回落至震荡区间的概率较大，操作上不建议高位追多；豆粕窄幅震荡，单边操作比较鸡肋，建议关注南美供应释放时机逢高少量布局空单。价差策略上，前期油粕比扩大建议止盈或部分止盈离场，可关注豆棕价差700以下做多的机会。

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

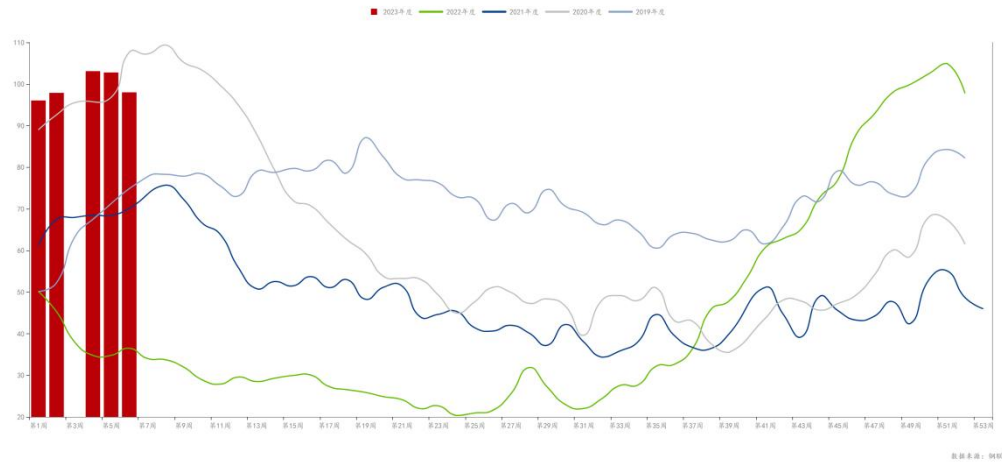
本周棕榈油领涨油脂，05 合约周线录得 4.41% 涨幅，收于 8186 元/吨，突破了 1 月初以来 8100 的压力位。不过本周油脂上涨，除了因美国 1 月压榨放缓，美豆油库存不及预期跟随外盘和豆油上涨以外，棕榈油自身的上涨理由是本周市场流传印尼可能继续收紧出口政策：DMO 将从 1:6 调整成 1:3。上周报告中我们提过，印尼政府冻结了约 400 万吨已经发放的出口配额，剩余约 200 万吨，均分在 3 个月约月均 66 万吨，其次 DMO 增加至 45 万吨，那么按目前 DMO 出口比例 1:6 计算每月新发放出口配额将增加至 270 万吨，即每个月约 336 万吨出口配额，比较近期印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。那如果按传闻所述 DMO 调整为 1:2，则每月发放的出口配额变为 90 万吨，月均出口量约 156 万吨，确实无法满足市场需求，棕榈油上涨合理。不过我们追溯了一下传闻，据我们了解到 DMO 调整为 1:2 的传闻最早于 2 月 11 日就有人提及，不过之后由消息发布本人删除并称需要验证，此后印尼官方并未发布任何有关调整 DMO 的文件，所以本次棕榈油的炒作题材仍属于“小道消息”，以此为由推涨棕榈油价格或不长久，若消息不属实价格可能会有较大的回落。

马来西亚方面，高频数据显示，马来产量：马来产量：SPPOMA：2023 年 2 月 1-15 日马来西亚棕榈油单产增加 8.63%，出油率减少 1.06%，产量增加 3.05%。马来出口：ITS：马来西亚 2 月 1-15 日棕榈油出口量为 484950 吨，上月同期为 409731 吨，环比增加 18.36%；AmSpec：预计马来西亚 2 月 1-15 日棕榈油出口量为 437327 吨，较上月同期出口的 401749 吨增加 8.86%；SGS：预计马来西亚 2 月 1-15 日棕榈油出口量为 449703 吨，较上月同期出口的 453771 吨减少 0.89%。数据显示马来西亚 2 月产量环比增长，出口方面各机构数据差异较大，且 1 月较 12 月出口环比下降超 22%，2 月出口量稍有恢复也并不乐观且 2 月较 1 月少 3 个自然日，出口表现并不会环比改善很多，马来西亚库存短期将维持高位，也对棕榈油上方形成一定压力。

截至2月10日，国内棕榈油库存98.01万吨，环比下降4.78万吨。库存下滑，依旧在高位，压力较大，现货成交稍有回暖，但价格难涨，现货贴水将继续维持。预计3月开始库存可能将有较明显的回落。本周华北地区基差维持05+50；华东地区基差由05-40上涨为05-20；华南地区基差维持05-70。

图1：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

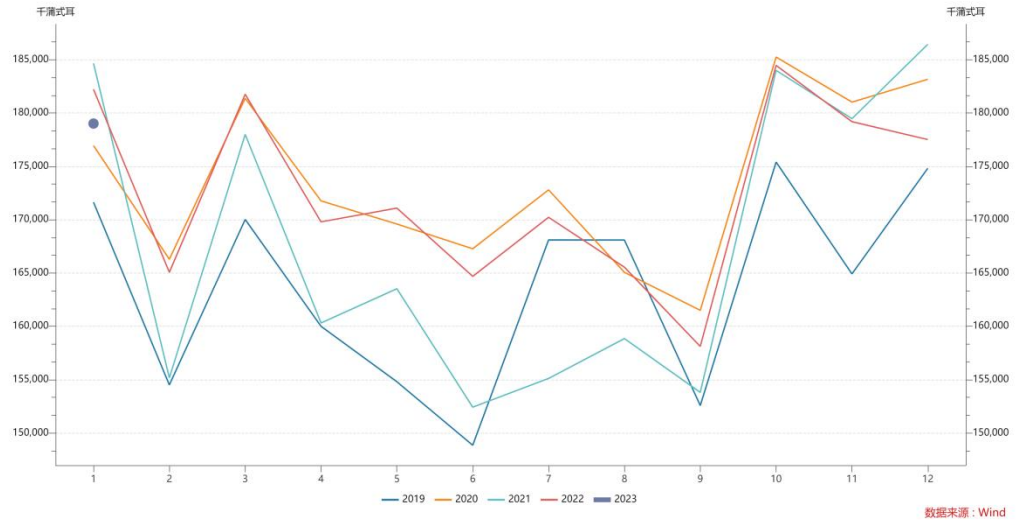
2、大豆及豆粕

NOPA1 月数据公布，1 月大豆压榨量为 1.79007 亿蒲式耳，低于预期，市场预期为 1.81656 亿蒲式耳，去年 12 月份数据为 1.77505 亿蒲式耳，2022 年 1 月数据为 1.82216 亿蒲式耳。1 月豆油库存为 18.29 亿磅，市场预期为 19.06 亿磅，去年 12 月份数据为 17.91 亿磅，2022 年 1 月数据为 20.26 亿磅。美豆压榨及美豆油库存不及预期，引领 CBOT 豆油低位反弹，美盘油粕比做空资金开始回补，油粕比低位修正。

南美方面，CONAB：截至 02 月 11 日，巴西大豆收割率为 15.4%，上周为 8.9%，去年同期为 25.0%。巴西收割进度较往年同期水平有所拉近，不过依旧有所差距，情况最差的南里奥格兰德州的收割还未开始。

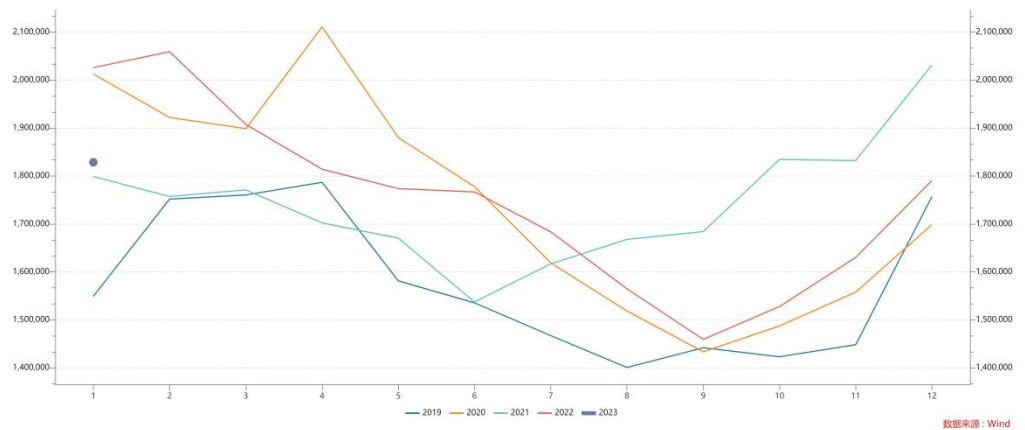
阿根廷作物情况：布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 2 月 16 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 56%（上周为 48%，去年 23%）；一般为 35%（上周 39%，去年 42%）；优良为 9%（上周 13%，去年 35%）；土壤水分 67%处于短缺到极度短缺（上周 61%，去年 36%）；33%处于有益到适宜（上周 39%，去年 64%）。由于 2 月以来天气恢复干燥高温，阿根廷大豆优良率再次转低，土地墒情恶化，目前 3800 万吨产量的预计已经是比较乐观的了，布宜诺斯艾利斯交易所表示将继续下调产量预期，目前市场预期产量中位值约 3500 万吨，这也是当前美豆居高不下的原因。巴西大豆预计 3 月开始流向市场，在此之前大豆及豆粕预计延续高位震荡，美豆油相对偏弱，不过国内基本面不同，由于消费的复苏国内豆油走势预计强于外盘。

图 2: NOPA 大豆压榨量



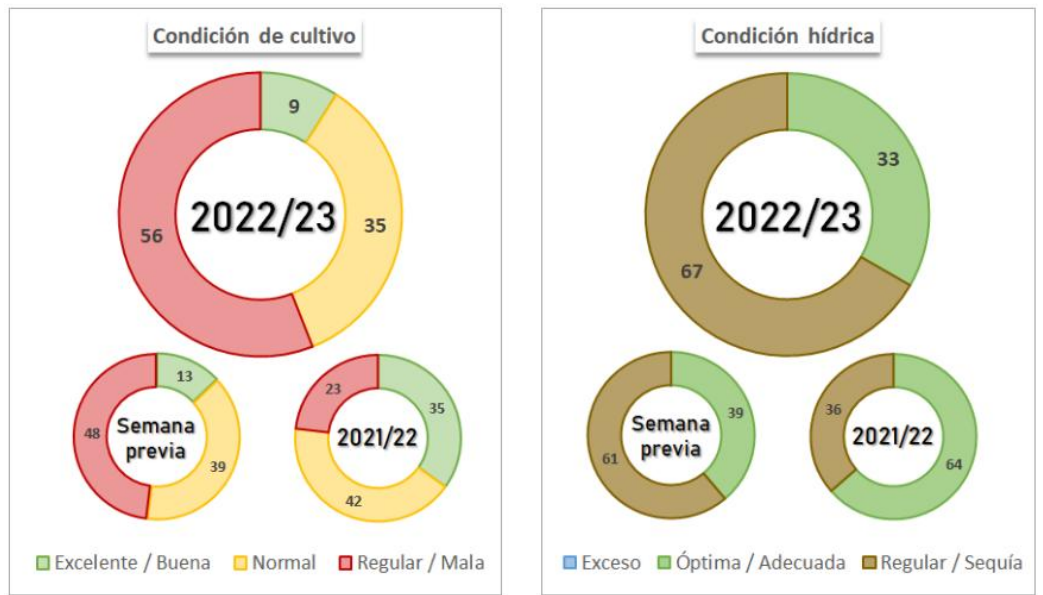
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: NOPA 豆油库存



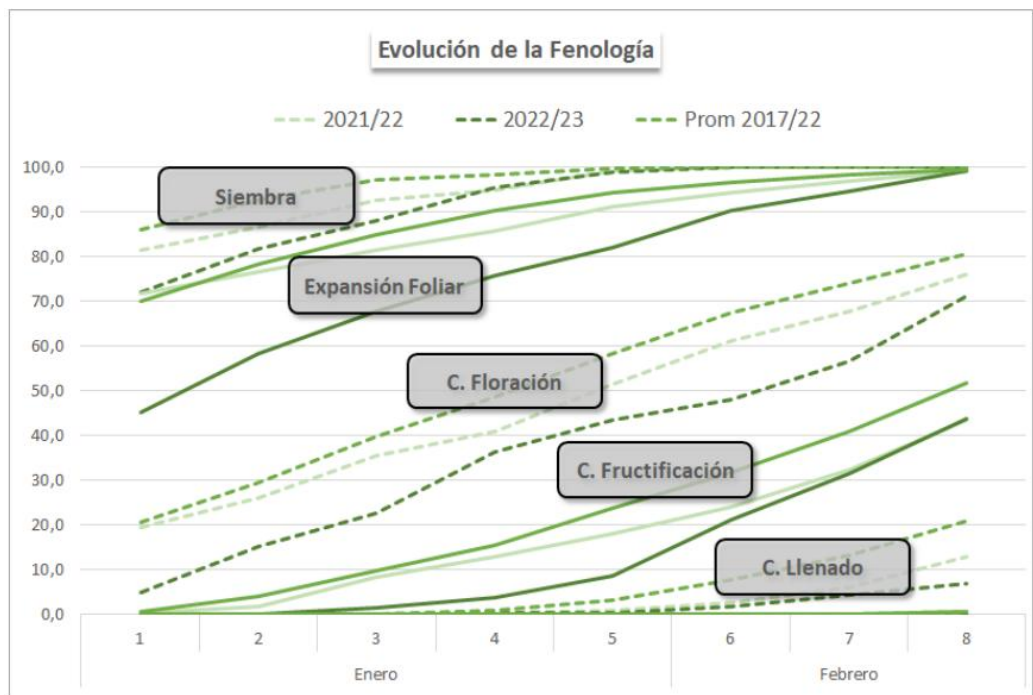
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4：阿根廷大豆优良率及突然水分状况



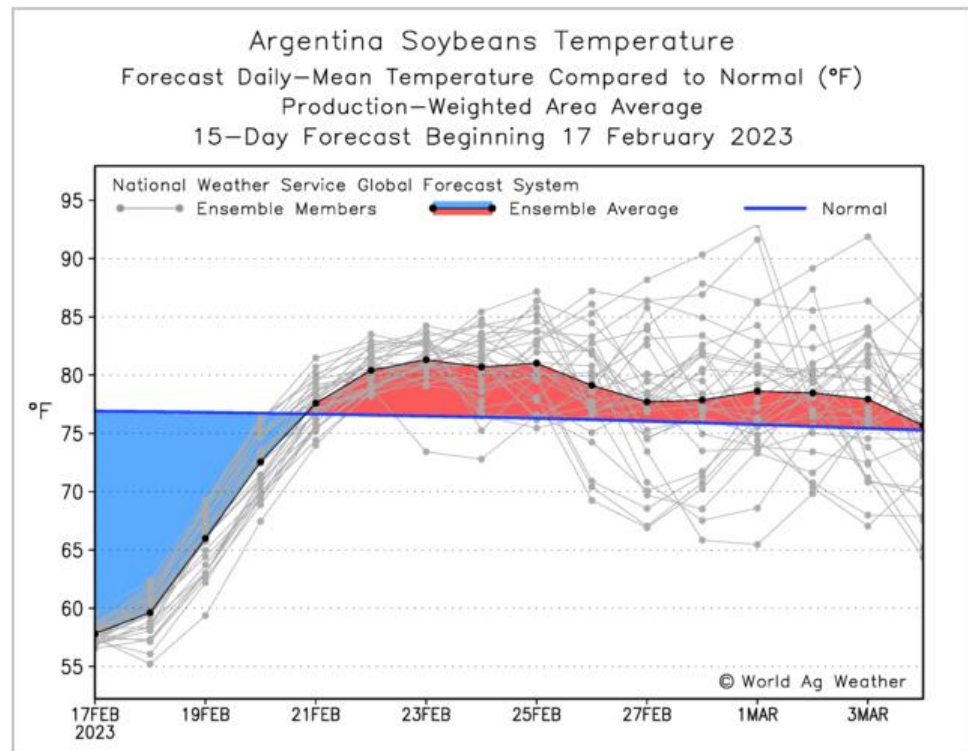
资料来源：布交所，优财研究院

图 5：阿根廷大豆播种及生长进度



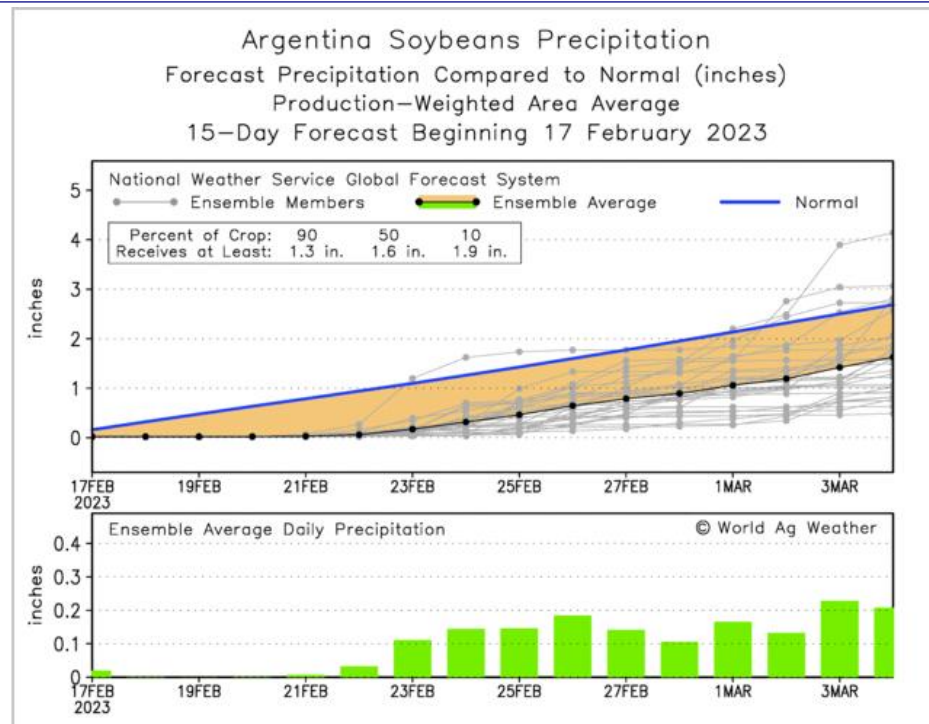
资料来源：布交所，优财研究院

图 6: 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

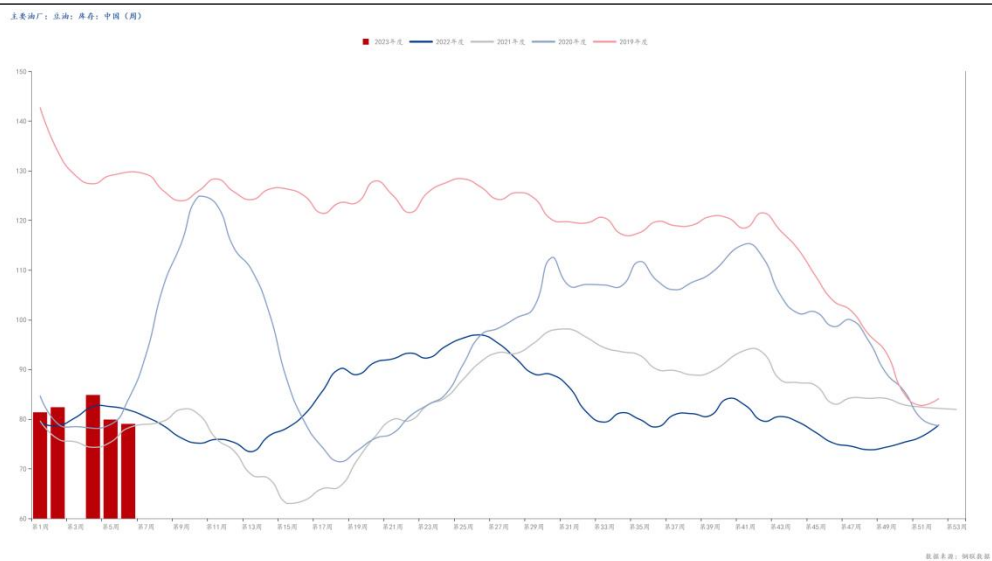
图 7: 阿根廷大豆种植区未来降雨预测



资料来源: World ag weather, 优财研究院

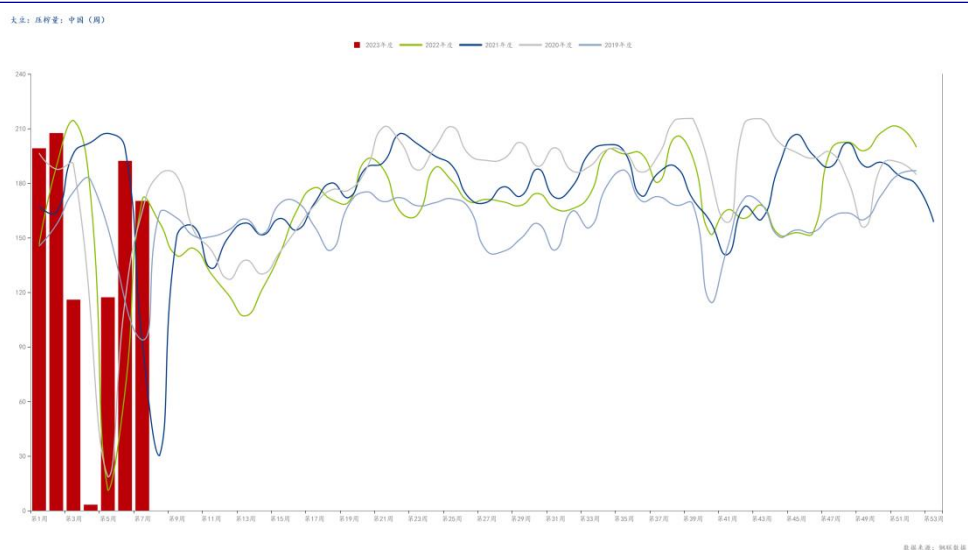
截至 2 月 10 日，国内豆油库存 79.05 万吨，环比下降 0.86 万吨。节后开机回升，豆油库存止住下跌趋势，不过累库依旧困难，这是当前现货基差高的原因，巴西大豆最快 4 月开始到国内，4 月底前国内豆油库存预计维持较低水平。华北地区一级豆油基差维持 05+710；华东地区一级豆油基差由 05+830 上涨至 05+900；华南地区一级豆油基差维持 05+760。豆油基差居高不下，棕榈油基差负值，未来豆油上涨潜力较大，豆棕价差本周缩窄至 700 附近，可考虑 650-700 择机做多。

图 8：豆油油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 9：全国大豆压榨量（万吨）

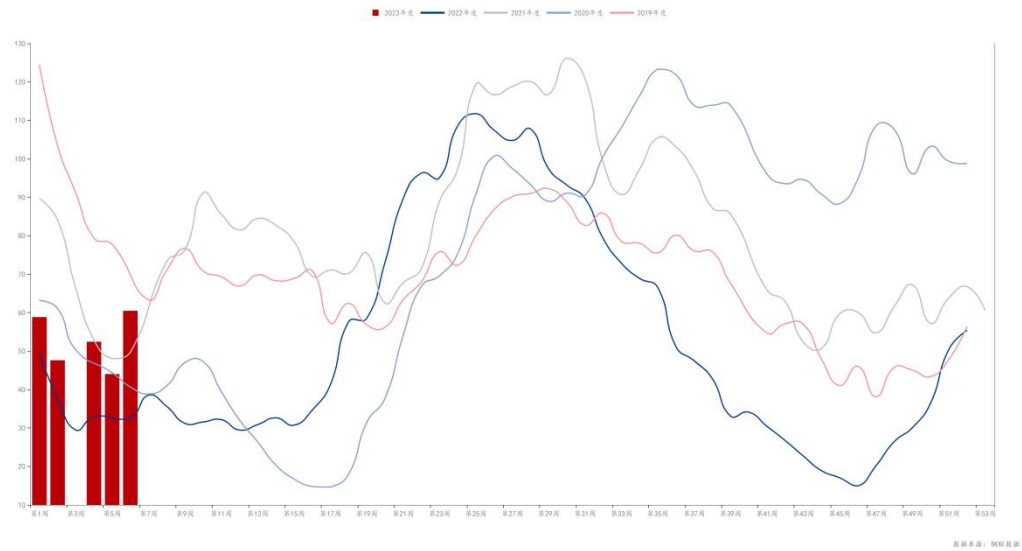


资料来源：钢联数据，优财研究院

截至2月10日，国内豆粕库存60.49万吨，环比上升16.47万吨。消费逐渐转淡，大豆压榨量回升，豆粕本周有明显累库，基差有所回落。本周山东地区豆粕基差由05+700下跌至05+660；华东地区豆粕基差由05+680跌至05+620；华南地区豆粕基差由05+720跌至05+590。虽然累库但库存依旧较低，且美豆粕居高不下，豆粕期价短期预计维持高位震荡，而现货基差的跌幅将更为明显。

图 10：豆粕全国库存（万吨）

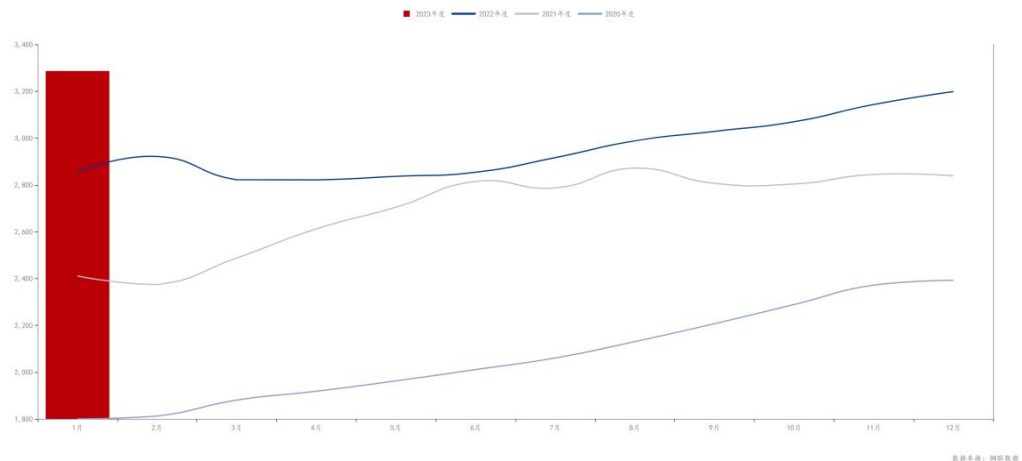
主要油厂：大豆压榨；库存：中国（周）



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 11：生猪存栏（万头）

商品猪；存栏数：中国（月）

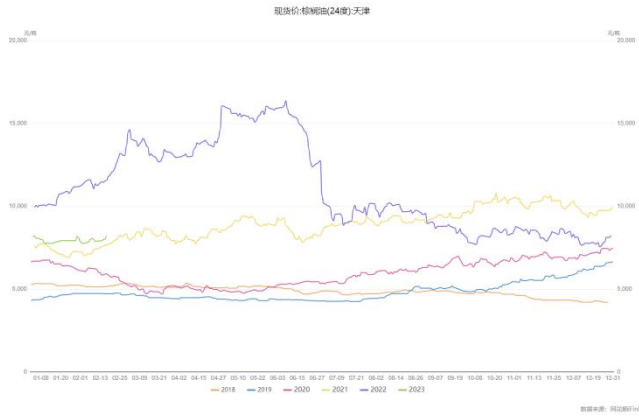


资料来源：钢联数据，优财研究院

二、市场价格

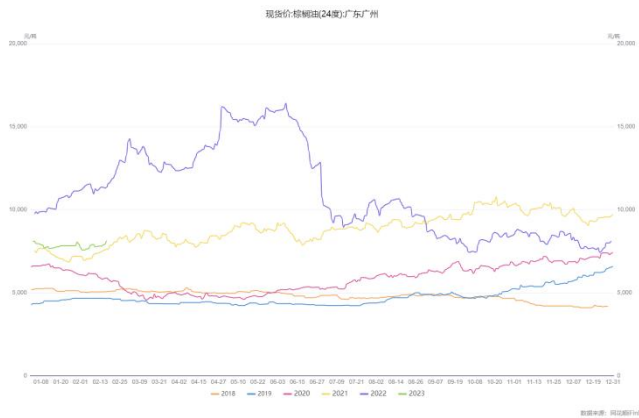
1、桐油现货市场价格

图 12: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



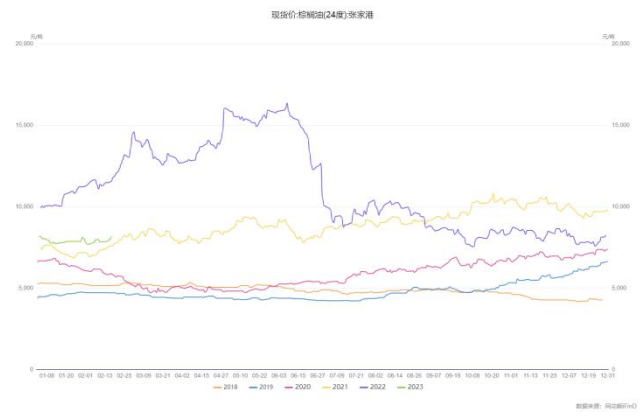
资料来源: ifind, 优财研究院

图 14: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

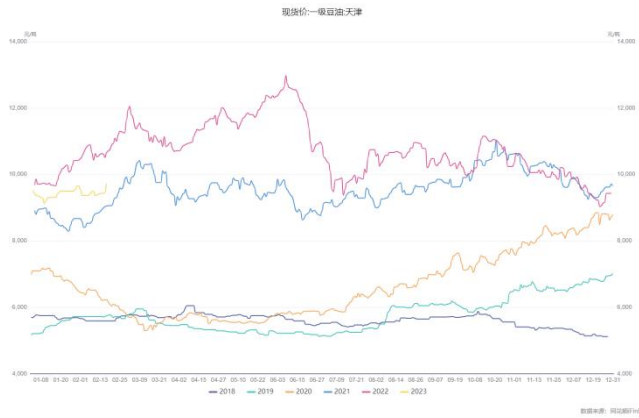
图 13: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

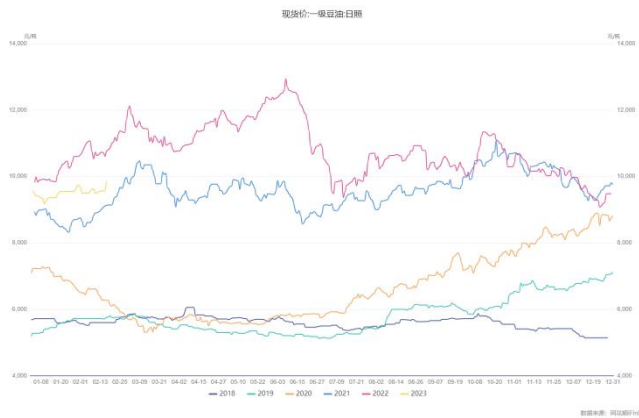
2、豆油现货市场价格

图 15: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 17: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 16: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 18: 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 19：天津豆粕现货价格（元/吨）



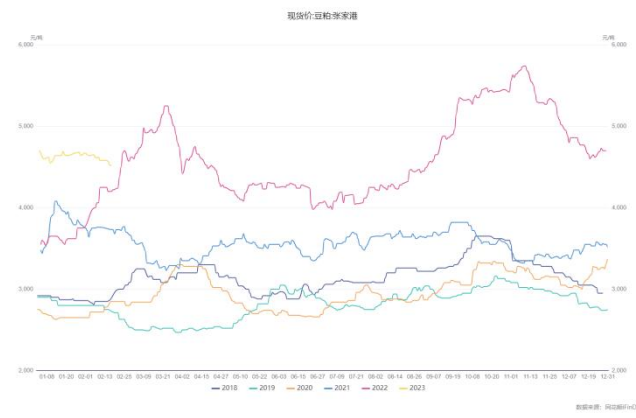
资料来源：ifind，优财研究院

图 21：山东豆粕现货价格（元/吨）



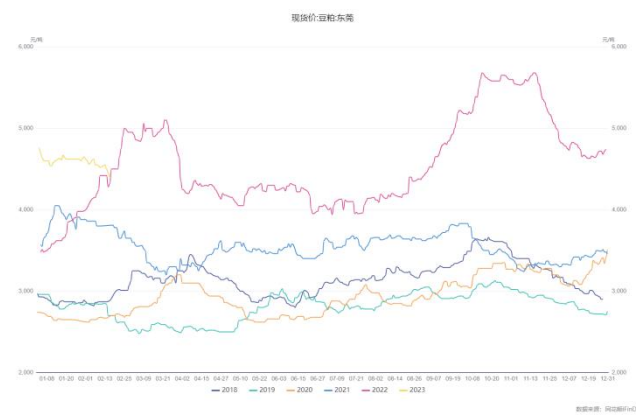
资料来源：ifind，优财研究院

图 20：张家港豆粕现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 22：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

油脂本轮的上涨缺乏基本面实质性利多的驱动，在原油表现较弱的情况下，若市场后续没有炒作题材，回落至震荡区间的概率较大，操作上不建议高位追多；豆粕窄幅震荡，单边操作比较鸡肋，建议关注南美供应释放时机逢高少量布局空单。价差策略上，前期油粕比扩大建议止盈或部分止盈离场，可关注豆棕价差 700 以下做多的机会。

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/>