

2023 年 3 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



宏观扰动或持续，油粕偏弱看待

内容提要

本周油脂深度回调。油脂基本面上没有太多新驱动，阿根廷产量继续恶化甚至对豆系有所支撑，但是在美联储的鹰派态度下，3 月加息预期调高至 50bp，市场情绪恶化，叠加菜油跌破震荡区间破位急跌，油脂本周整体表现不佳，在硅谷银行出现暴雷后预计短期市场仍受宏观扰动，短期难以靠基本面有大幅反弹。

豆粕本周冲高回落，先受到油脂下跌及阿根廷产量继续恶化的影响提振国内豆粕期价，不过国内基本面并不支持豆粕维持高价叠加宏观情绪打压，豆粕周五出现回落，短期豆粕仍就产地因素将不断出现反弹，不过中长期看跌观点未变。

操作建议

短期油脂预计偏弱震荡，宏观扰动影响较大，单边操作上建议谨慎观望，价差端关注豆棕价差在 550-750 区间高抛低吸；豆粕预计震荡偏弱，国内库存偏高，未来大豆到港量充足，养殖端利润下降，即使产区不断提振外盘价格对国内有所支撑，在操作上可选择逢高沽空。油粕比依旧推荐逢低介入，建议多配棕榈油空配菜粕。

风险提示

产区天气及收割进度

宏观经济

一、基本面分析

1、棕榈油

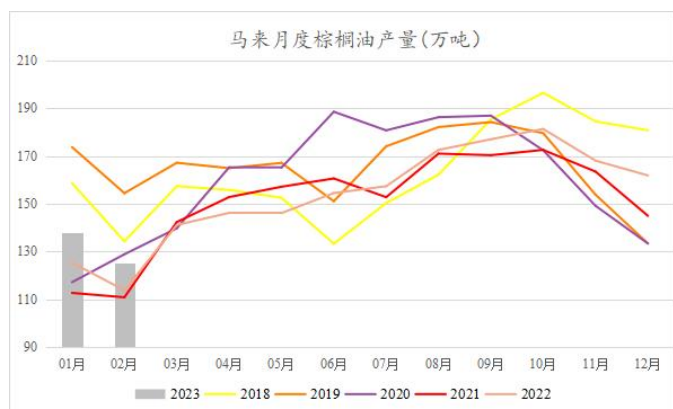
马来西亚棕榈油局 MPOB2 月供需报告数据公布：马来西亚 2 月棕榈油产量为 1,251,313 吨,环比减 9.35%;马来西亚 2 月棕榈油进口为 52,446 吨,环比减 63.81%;马来西亚 2 月棕榈油出口为 1,114,343 吨,环比下降 1.99%;马来西亚 2 月棕榈油库存量为 2,119,509 吨,环比增 6.56%。

本次报告从数据上看,马来西亚 2 月产量及出口均略低于市场预期,由于进口量骤减及国内消费量增加,2 月期末库存环比下降 14.8 万吨至 212 万吨,远低于市场预期,报告数据偏多。

3 月高频数据:马来出口:ITS:马来西亚 3 月 1-10 日棕榈油出口量为 501514 吨,上月同期为 345080 吨,环比增加 45.33%;Amspec:马来西亚 3 月 1-10 日棕榈油出口量为 474830 吨,较上月同期出口的 312092 吨增加 52.14%。

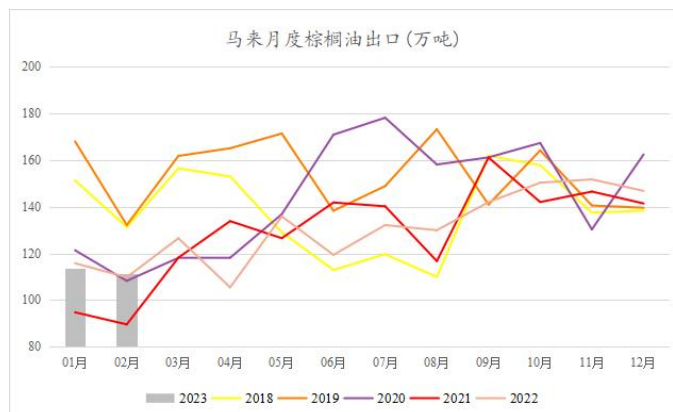
原先市场对 2 月马来西亚的库存普遍还是不太乐观,认为环比下降空间有限,而实际库存去化进度远好于市场预期。3 月从供应角度来看虽然棕榈油开始进入季节性增产季,但增产季初期产量恢复不明显叠加近期东南亚降雨频繁部分地区受洪灾影响,产量预计受损;需求端部分伊斯兰教国家 3-4 月有斋月备货需求,马来西亚出口预计有较好的回升。综合来看短期棕榈油基本面偏强一些,若本轮宏观情绪短期可以消化,那棕榈油价格或迎来一波反弹,不过反弹力度不宜过分看高,依旧以前高作为压力位,中线依旧维持宽幅震荡观点。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



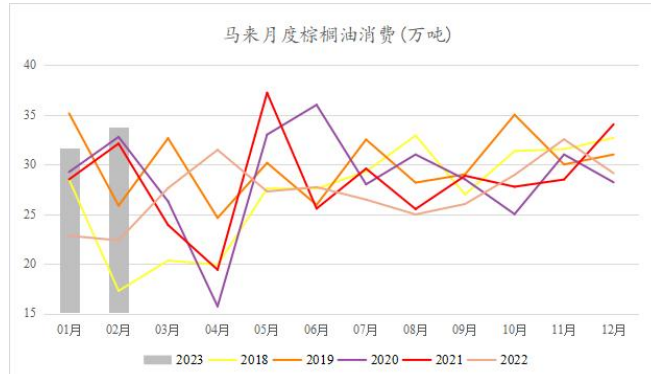
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



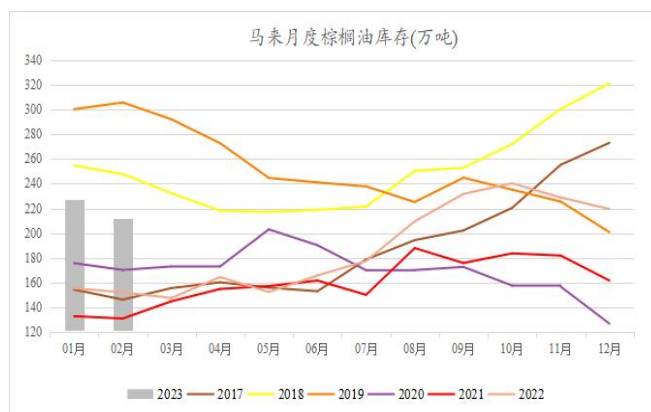
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油消费（万吨）



资料来源：MPOB，优财研究院

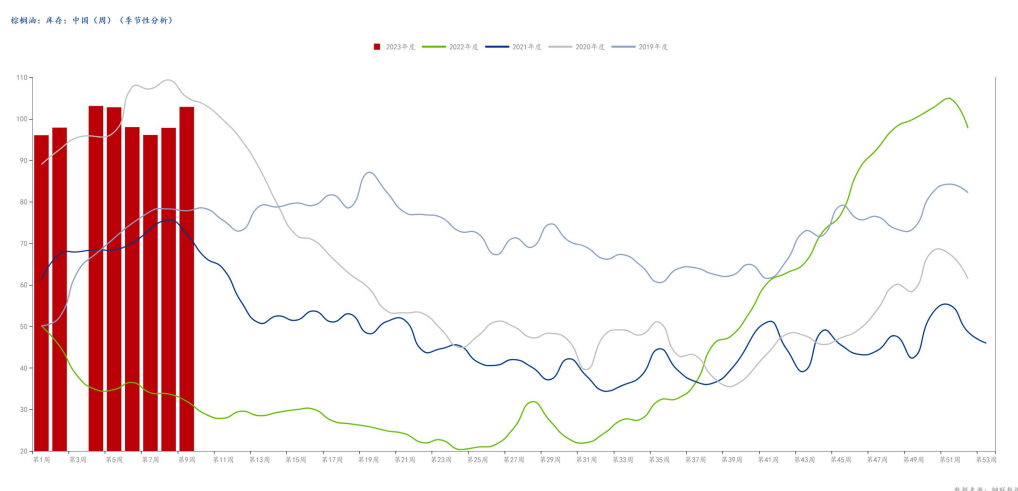
图 4：马来西亚棕榈油库存（万吨）



资料来源：MPOB，优财研究院

截至 2023 年 3 月 3 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 102.88 万吨，较上周增加 5.06 万吨。库存再次走高突破 100 万吨，3 月国内预计到港 45-50 万吨棕榈油，短期库存难以快速消化，预计将维持在 90 万吨以上水平，不过国内今年回暖较快，本周华东部分地区最高温度接近 30 度，棕榈油消费窗口前置，全国棕榈油正在转向供需双强格局，现货基差也开始稍有上涨，本周华北地区基差 05+80；华东地区基差 05 平水；华南地区基差 05-60。

图 5：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

2、豆油

USDA 3 月供需报告：3 月美国 2022/2023 年度大豆单产预期 49.5 蒲式耳/英亩，2 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，2 月预期为 42.76 亿蒲式耳，环比持平；压榨量预期 22.2 亿蒲式耳，2 月预期为 22.3 亿蒲式耳，环比减少 0.1 亿蒲式耳；出口量预期 20.15 亿蒲式耳，2 月预期为 19.9 亿蒲式耳，环比增加 0.25 亿蒲；大豆期末库存预期 2.1 亿蒲式耳，2 月预期为 2.25 亿蒲式耳，环比下调 0.15 亿蒲式耳。巴西 2022/23 年度大豆产量预估为 1.53 亿吨，2 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 3300 万吨，2 月预估为 4100 万吨，环比减少 800 万吨。全球 2022/23 年度大豆期末库存预估为 1.0001 亿吨，2 月预估为 1.0203 亿吨，环比下降 202 万吨。

本次报告阿根廷产量大幅调减，美豆及全球大豆库存下调，全球平衡表继续收紧，报告偏多。

美豆产量自 2 月报告开始就不再做出调整，未来美豆的数据调整将聚焦于出口，由于阿根廷的大幅减产，3 月报告再次如预期调高美豆出口量，美豆库存预期降至 2.1 亿蒲式耳低于市场预期的 2.2 亿蒲，目前看阿根廷产量不乐观，美豆库存降至 2 亿蒲式耳以下的可能放大，对美豆价格有非常大的支撑。

阿根廷的产量大幅调减 800 万吨至 3300 万吨，超出了市场本身以及对 USDA 的预期（USDA 通常单次调整量不会太大），阿根廷产量的预期越来越差，现在 CBOT 价格已经或已经就 3300-3500 万吨左右的产量做出了反应，但是我们相信一定还未包含产量降至 3000 万吨的预期（市场目前最差预期 2500 万吨），若阿根廷实际产量继续下调，全球大豆及豆粕的价格重心或进一步上移，若短期宏观情绪消化 CBOT 的上涨潜力大于下跌潜力，不过对于国内而言由于豆粕基本面在转弱，预计上涨力度远不及美盘，相对的我们可以对当前低库存以及未来消费逐渐复苏的豆油做更好的展望。

阿根廷作物情况：布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 3 月 9 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 71（上周为 67%，去年 20%）；一般为 27%（上周 31%，去年 49%）；优良为 2%（上周 2%，去年 31%）；土壤水分 75%处于短缺到极度短缺（上周 74%，去

年 24%)；25%处于有益到适宜（上周 26%，去年 74%）。不多说了，做好产量 3000 万吨以下的预期吧。

图 6：美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Feb	2022/23 Proj. Mar
		<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	2,230	2,220
Exports	2,266	2,158	1,990	2,015
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	1	18	19
Use, Total	4,504	4,464	4,340	4,355
Ending Stocks	257	274	225	210
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.30	14.30
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,991	1,991
Production 4/	25,023	26,155	26,245	26,195
Imports	302	303	300	300
Supply, Total	27,177	28,590	28,536	28,486
Domestic Disappearance	23,314	24,825	25,900	26,050
Biofuel 3/	8,920	10,348	11,600	11,600
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,477	14,300	14,450
Exports	1,731	1,773	700	500
Use, Total	25,046	26,599	26,600	26,550
Ending stocks	2,131	1,991	1,936	1,936
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	68.00	66.00
SOYBEAN MEAL				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	311	311
Production 4/	50,565	51,814	52,639	52,539
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,804	53,550	53,450
Domestic Disappearance	37,674	38,970	39,500	39,400
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,493	53,200	53,100
Ending Stocks	341	311	350	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	450.00	465.00

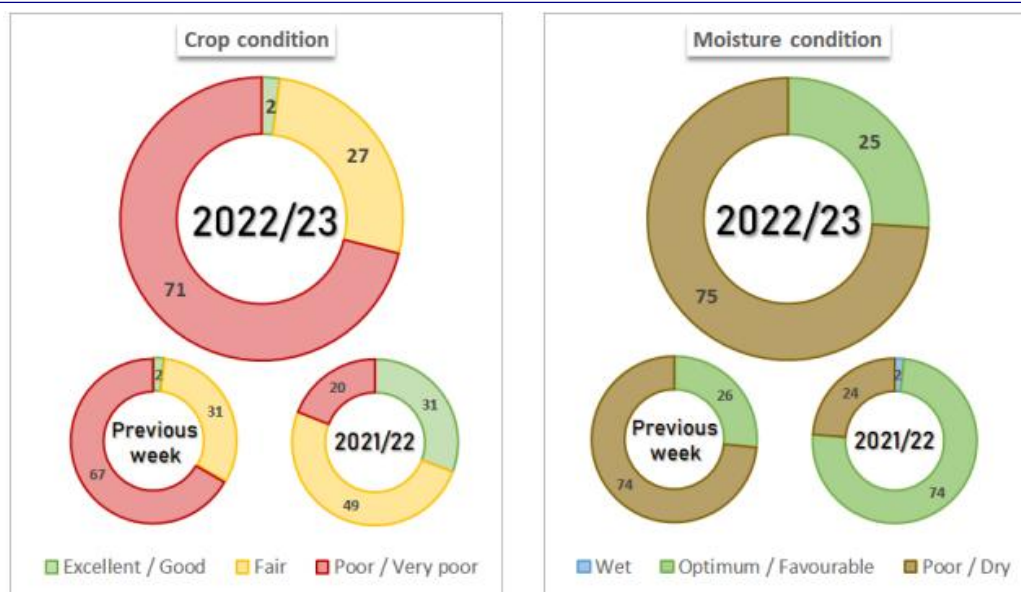
资料来源：USDA，优财研究院

图 7：全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		15.17	248.25	64.44	243.92	69.34	14.60
World Less China		15.17	174.59	64.37	171.24	68.29	14.60
United States		0.31	45.87	0.71	34.18	12.41	0.31
Total Foreign		14.86	202.37	63.73	209.74	56.93	14.29
Major Exporters 3/		6.54	75.50	0.26	28.33	47.30	6.67
Argentina		2.57	31.32	0.00	3.28	28.33	2.29
Brazil		3.77	36.18	0.02	19.20	16.58	4.20
India		0.20	8.00	0.24	5.85	2.40	0.19
Major Importers 4/		2.63	22.86	37.25	59.63	1.12	2.00
European Union		0.79	12.48	16.51	28.39	0.85	0.55
Mexico		0.18	4.90	1.85	6.73	0.01	0.20
Southeast Asia 5/		1.48	3.69	17.05	20.86	0.27	1.10
China		0.00	73.66	0.07	72.68	1.05	0.00
2021/22 Est.							
World 2/		14.60	245.57	66.03	243.51	68.44	14.26
World Less China		14.60	176.27	65.98	174.64	67.95	14.26
United States		0.31	47.01	0.59	35.35	12.27	0.28
Total Foreign		14.29	198.56	65.44	208.16	56.17	13.97
Major Exporters 3/		6.67	76.04	0.79	29.16	47.74	6.60
Argentina		2.29	30.29	0.14	3.33	26.59	2.80
Brazil		4.20	38.95	0.01	19.55	20.21	3.40
India		0.19	6.80	0.65	6.29	0.94	0.41
Major Importers 4/		2.00	22.60	38.13	59.85	1.13	1.77
European Union		0.55	12.17	16.84	28.04	0.77	0.74
Mexico		0.20	5.02	1.83	6.88	0.02	0.15
Southeast Asia 5/		1.10	3.47	17.77	21.23	0.34	0.77
China		0.00	69.30	0.06	68.87	0.48	0.00
2022/23 Proj.							
World 2/	Feb	14.09	254.38	65.45	250.95	69.41	13.55
	Mar	14.26	251.47	64.30	248.88	68.18	12.96
World Less China	Feb	14.09	179.93	65.40	176.86	69.01	13.55
	Mar	14.26	178.61	64.25	176.36	67.78	12.96
United States	Feb	0.28	47.75	0.54	35.83	12.43	0.32
	Mar	0.28	47.66	0.54	35.74	12.43	0.32
Total Foreign	Feb	13.80	206.63	64.90	215.12	56.98	13.23
	Mar	13.97	203.81	63.75	213.13	55.76	12.65
Major Exporters 3/	Feb	6.60	77.73	0.12	29.87	48.40	6.18
	Mar	6.60	76.13	0.12	29.90	47.20	5.75
Argentina	Feb	2.80	29.09	0.00	3.35	26.20	2.34
	Mar	2.80	27.50	0.00	3.33	24.90	2.07
Brazil	Feb	3.40	40.88	0.02	19.85	21.00	3.44
	Mar	3.40	40.88	0.02	19.85	21.10	3.34
India	Feb	0.41	7.76	0.10	6.67	1.20	0.40
	Mar	0.41	7.76	0.10	6.73	1.20	0.34
Major Importers 4/	Feb	1.67	22.38	38.40	59.72	1.09	1.64
	Mar	1.77	22.38	38.10	59.47	1.09	1.68
European Union	Feb	0.64	11.57	16.70	27.64	0.78	0.50
	Mar	0.74	11.57	16.40	27.39	0.78	0.55
Mexico	Feb	0.15	5.14	1.85	6.95	0.01	0.18
	Mar	0.15	5.14	1.85	6.95	0.01	0.18
Southeast Asia 5/	Feb	0.77	3.79	18.00	21.44	0.31	0.82
	Mar	0.77	3.79	18.00	21.44	0.31	0.81
China	Feb	0.00	74.45	0.05	74.10	0.40	0.00
	Mar	0.00	72.86	0.05	72.51	0.40	0.00

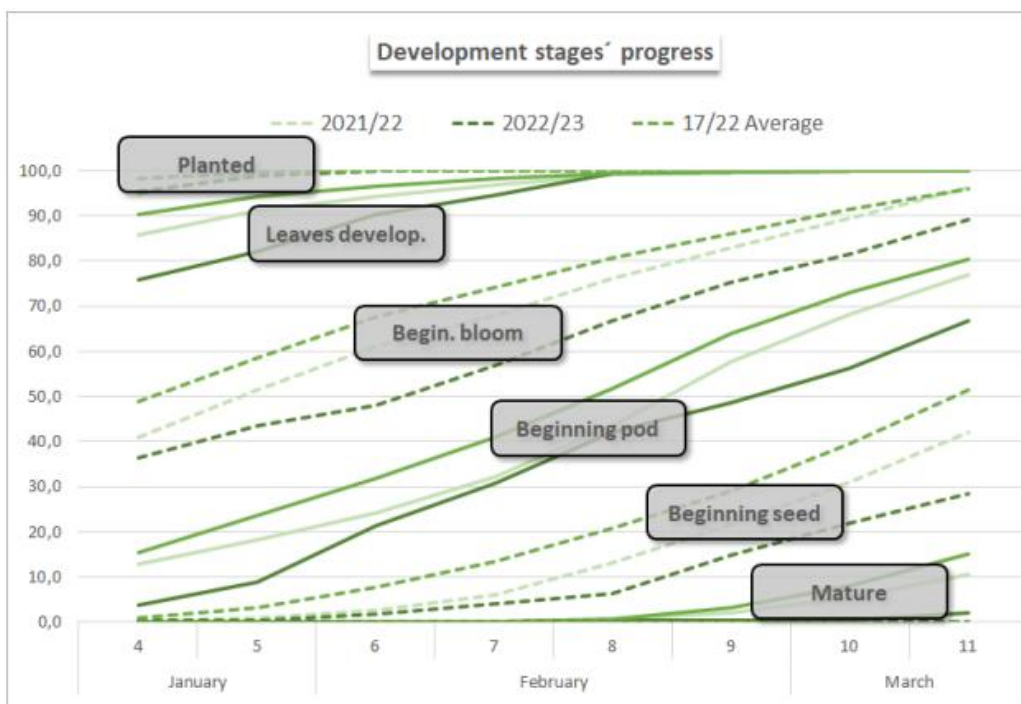
资料来源：USDA，优财研究院

图 8：阿根廷大豆优良率及突然水分状况



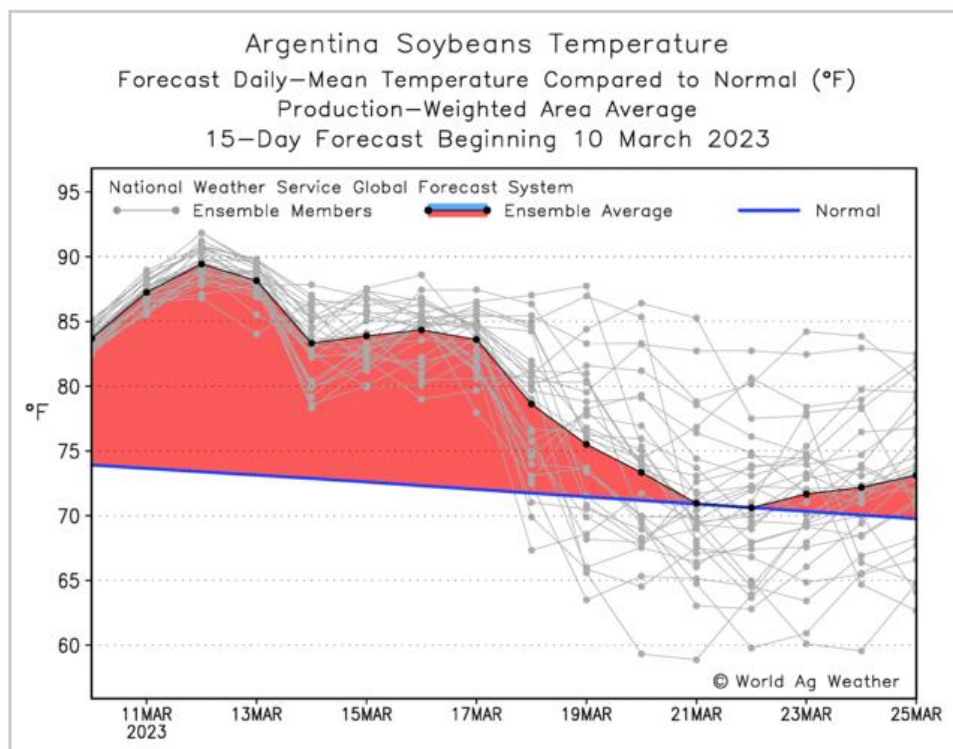
资料来源：布交所，优财研究院

图 9：阿根廷大豆播种及生长进度



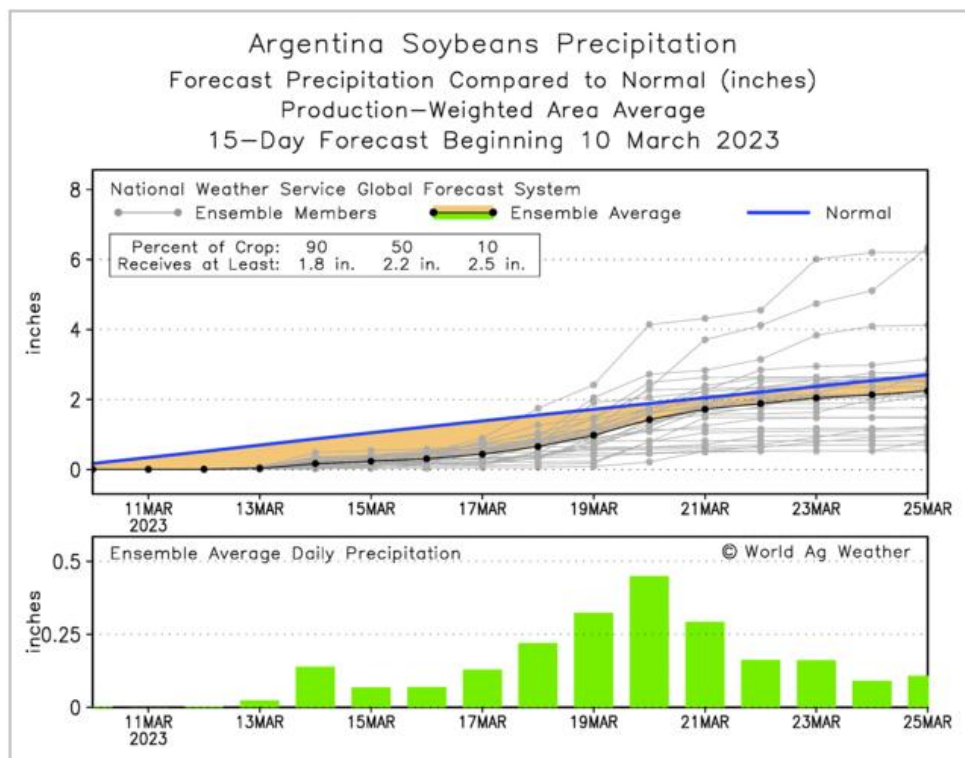
资料来源：布交所，优财研究院

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

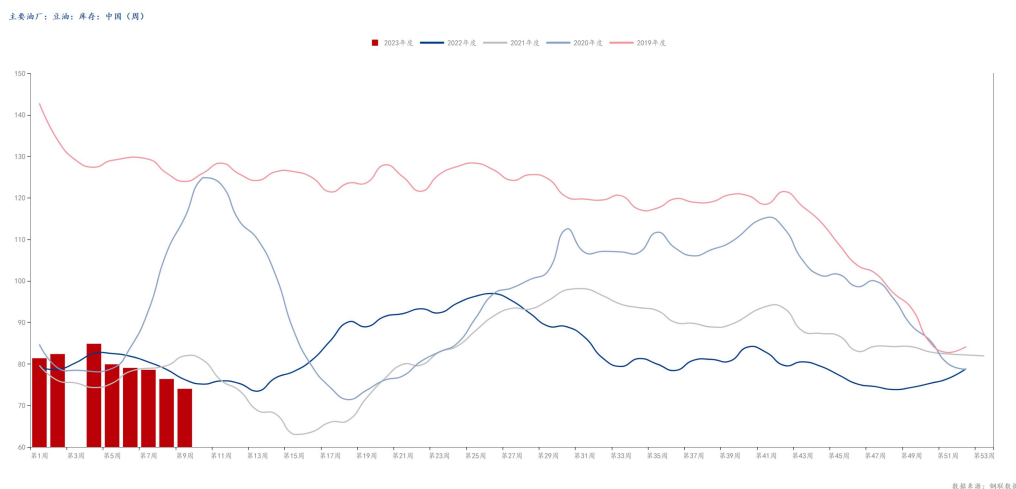
图 11：阿根廷大豆种植区未来降雨预测



资料来源：World ag weather，优财研究院

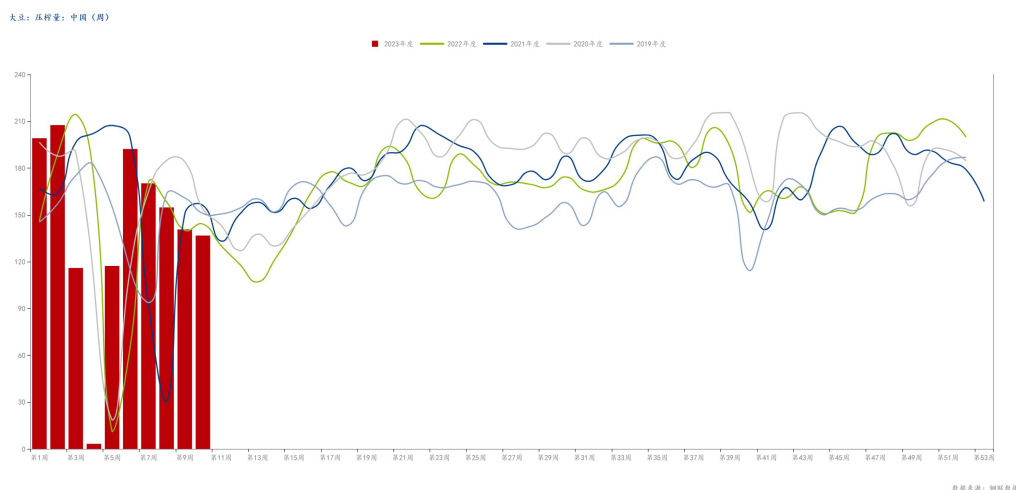
截至 3 月 3 日，全国重点地区豆油商业库存约 74.01 万吨，较上次统计减少 2.37 万吨。大豆压榨量 136.71 万吨，环比下降 3.96 万吨。全国大豆库存较低，部分油厂在 4 月巴西豆大量到港前停机检修，大豆压榨量连续第四周环比下降，油粕周度产量下滑，豆油库存再次走低，豆油基差随有下移但依旧高位，华北地区一级豆油基差由 05+720 下跌至 05+690；华东地区一级豆油基差由 05+850 下跌至 05+780；华南地区一级豆油基差由 05+770 下跌至 05+750。

图 12：豆油油全国库存（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

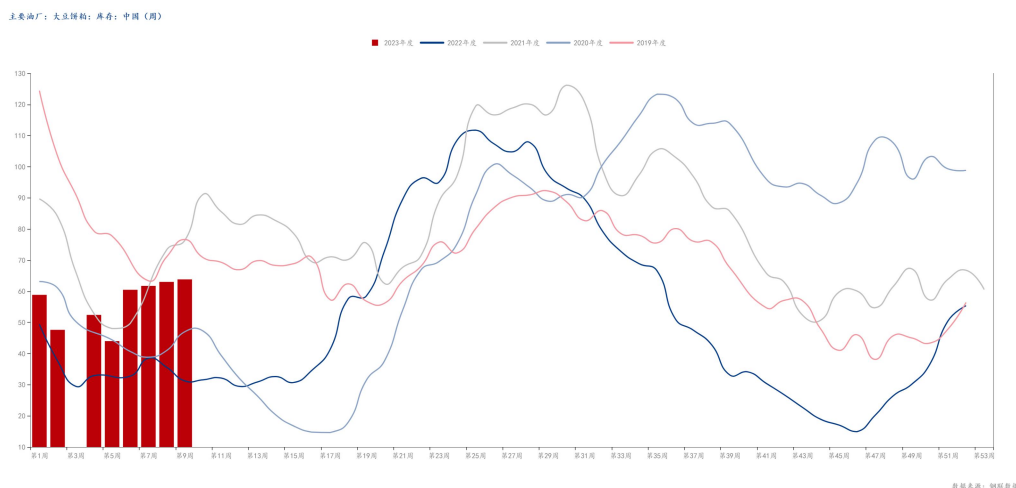
图 13：全国大豆压榨量（万吨）



资料来源：钢联数据，优财研究院

截至 3 月 3 日，国内豆粕库存 63.84 万吨，环比增加 0.83 万吨。大豆压榨已经低至 136 万吨的周度压榨水平，豆粕库存依旧在走高，更说明了豆粕消费的低迷，本周全国豆粕基差均跌破 400，山东地区豆粕基差由 05+450 下跌至 05+380；华东地区豆粕基差由 05+450 跌至 05+370；华南地区豆粕基差由 05+380 跌至 05+320。近日农业农村部发布数据显示，截至 2023 年 1 月末能繁母猪存栏为 4367 万头，相当于正常保有量的 106.5%，处于黄色区域，环比下降 0.5%，为 2022 年 5 月份以来首次环比下降，同比增加 1.8%，且出栏的趋势预计将持续至 3-4 季度，国内豆粕消费预期差，大豆未来供应相对充足，短期豆粕或因美盘强势不断有所反复，但随着供大于需的局面越来越突出，预计国内豆粕走势将于外盘分化。

图 14：豆粕全国库存（万吨）



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）

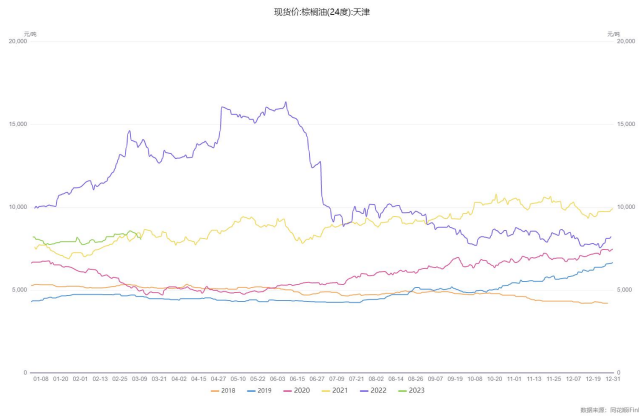
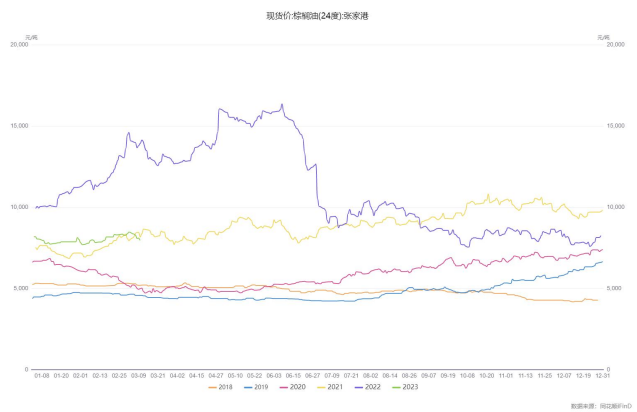
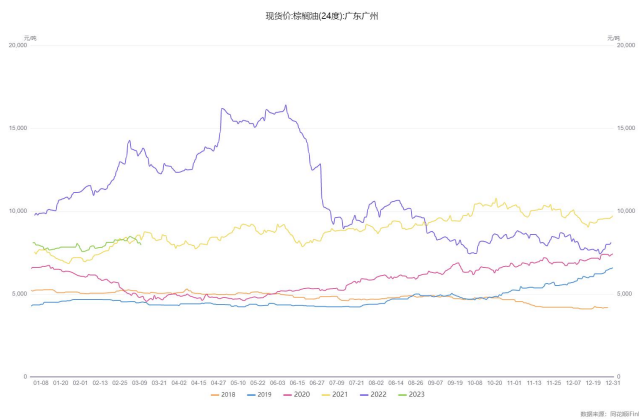


图 17：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

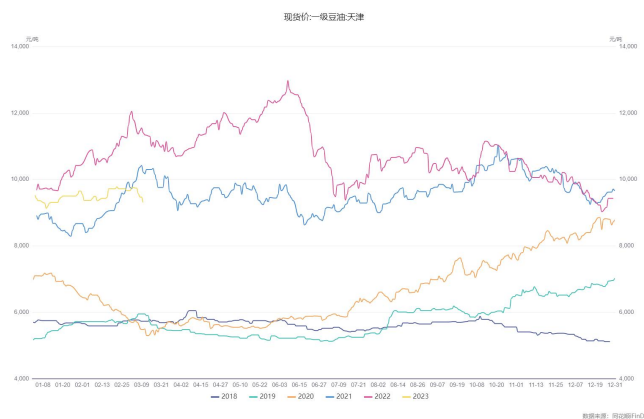
图 18：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

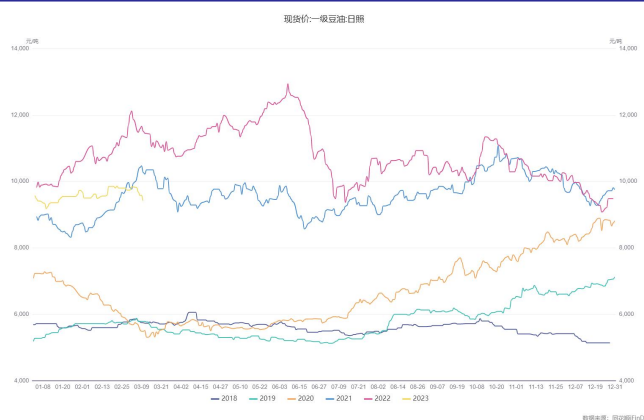
2、豆油现货市场价格

图 19：天津一级豆油现货价格（元/吨）



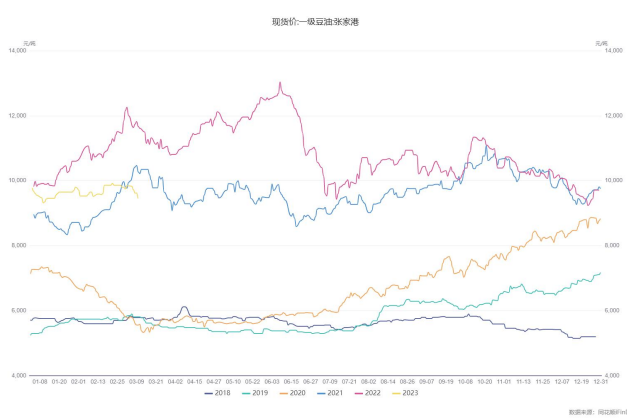
资料来源：ifind，优财研究院

图 21：山东一级豆油现货价格（元/吨）



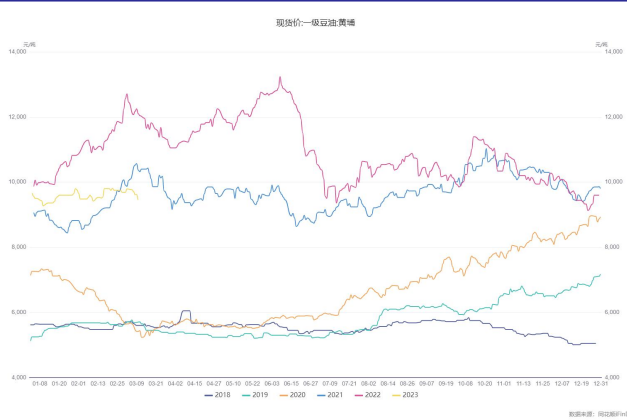
资料来源：ifind，优财研究院

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

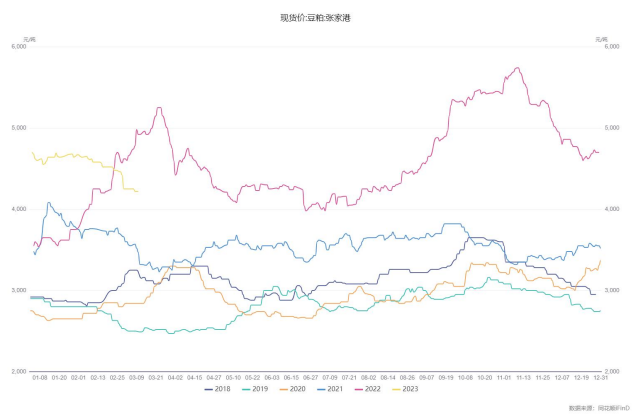
3、豆粕现货市场价格

图 23：天津豆粕现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 24：张家港豆粕现货价格（元/吨）



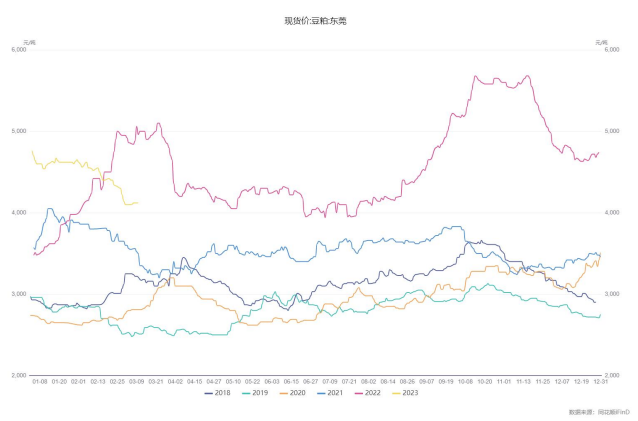
资料来源：ifind，优财研究院

图 25：山东豆粕现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 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

短期油脂预计偏弱震荡，宏观扰动影响较大，单边操作上建议谨慎观望，价差端关注豆棕价差在 550-750 区间高抛低吸；豆粕预计震荡偏弱，国内库存偏高，未来大豆到港量充足，养殖端利润下降，即使产区不断提振外盘价格对国内有所支撑，在操作上可选择逢高沽空。油粕比依旧推荐逢低介入，建议多配棕榈油空配菜粕。

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。本报告清晰准确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/>