



2021 年 3 月 14 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 F3095144

邮箱：zhengtian@jinxinqh.com

地缘冲突前 基本面力量有限

内容提要

本周油脂受原油波动影响宽幅震荡，大连棕榈油 5 月合约收 12346 元/吨，较上周五上涨 5.34%；大连豆油 5 月合约收 10590 元/吨，较上周五下跌 1.93%。USDA 及 MPOB 两大报告落地，数据偏空但市场解读并不空，印尼再次收紧出口政策是本周对基本面一大强力冲击，内外盘当日纷纷涨停，但次日油脂又继续跟随原油波动，地缘冲突前基本面力量有限。

国内油脂库存继续下降，但需求也持续低迷，终端缺乏套期保值能力，市场价格高位且波动巨大，除刚需现货外市场采购情绪非常差。

油脂短期或继续聚焦地缘冲突，随原油及宏观宽幅波动，基本面对价格有所支撑，但上涨动力也相对欠缺。

操作建议

近期单边或宽幅震荡，观望为主，谨慎入场。

风险提示

俄乌局势的走向、黑海农产品出口前景、伊核谈判的结果。



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、棕榈油：2月库存降幅不及预期，但市场解读角度不同。

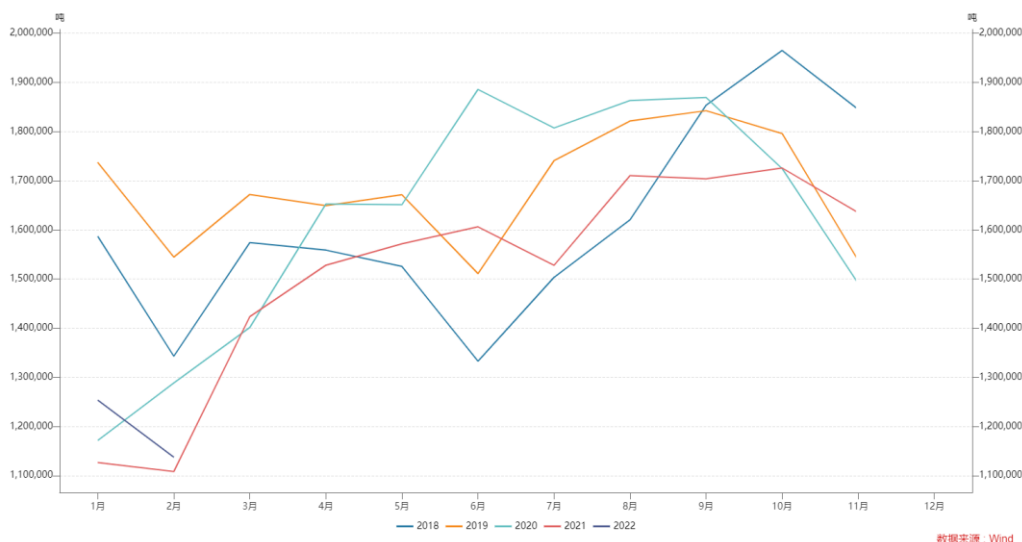
MPOB 2月报告发布，马来西亚棕榈油 2 月末库存下滑至 151.83 万吨，环比上月同期仅下滑 2%，远高于市场预期的 127-138 万吨，产量下滑至 113.74 万吨，环比上月同期下降 9%，低于市场预期的 117-119 万吨，出口 109.79 万吨，环比上月同期下降 5%。

从库存数据上看，似乎报告利空，但细看却有不同解读：持续低迷的产量继续下滑且低于市场预期，而导致库存偏高的原因在出口端，据了解 MPOB 统计出口数据口径采用港口海关报税数据，而船运机构则采用出口合同数，导致 MPOB 数据相对稍稍滞后，市场认为低出口数据并未完全体现出口现状，利空的报告中或隐藏着利多，报告出炉后盘面低开幅度并不大并迅速反弹也证明此点。

表1：马来西亚棕榈油月度供需数据与市场预估对比

单位（万吨）	2022年2月	市场预期	2022年1月	环比	2021年2月	同比
产量	113.74	117-119	125.34	-9%	110.56	3%
进口	14.98	12-20	7.06	112%	8.73	72%
出口	109.79	125-126	115.8	-5%	89.56	23%
国内消费	22.35	20-35	22.82	-2%	32.10	-30%
期末库存	151.83	127-138	155.24	-2%	130.08	17%

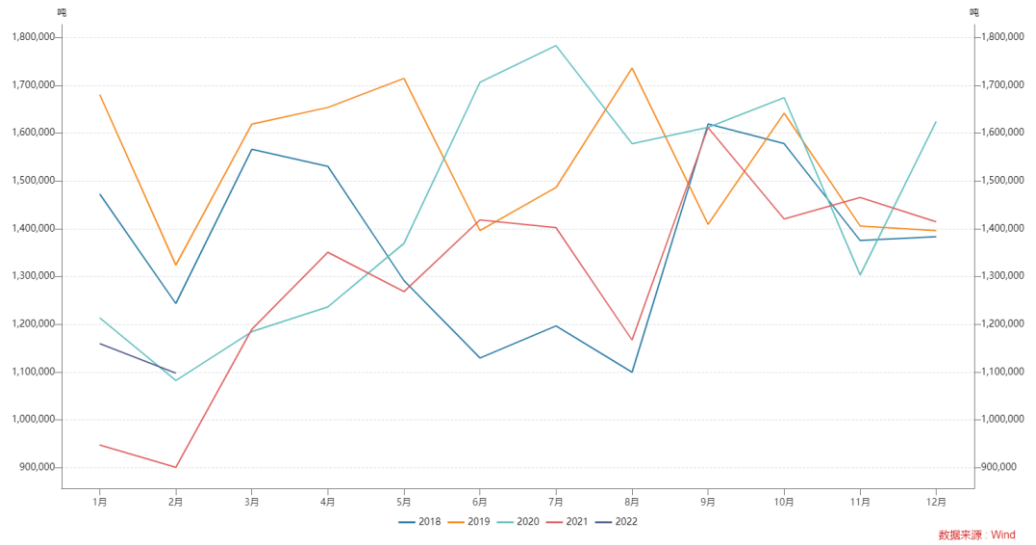
数据来源：MPOB、优财研究院



资料来源：MPOB，优财研究院

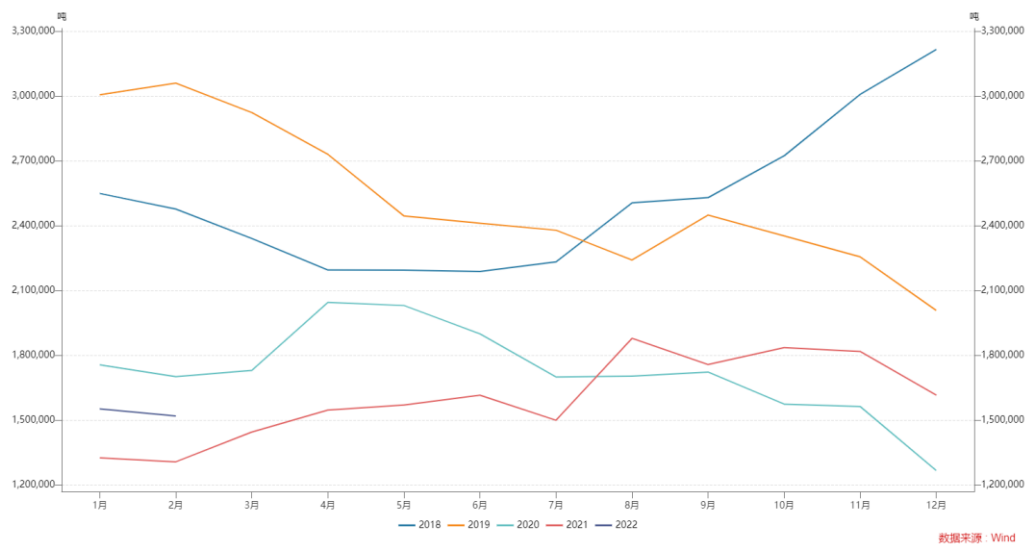


图 2：马来西亚棕榈油出口



资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油库存

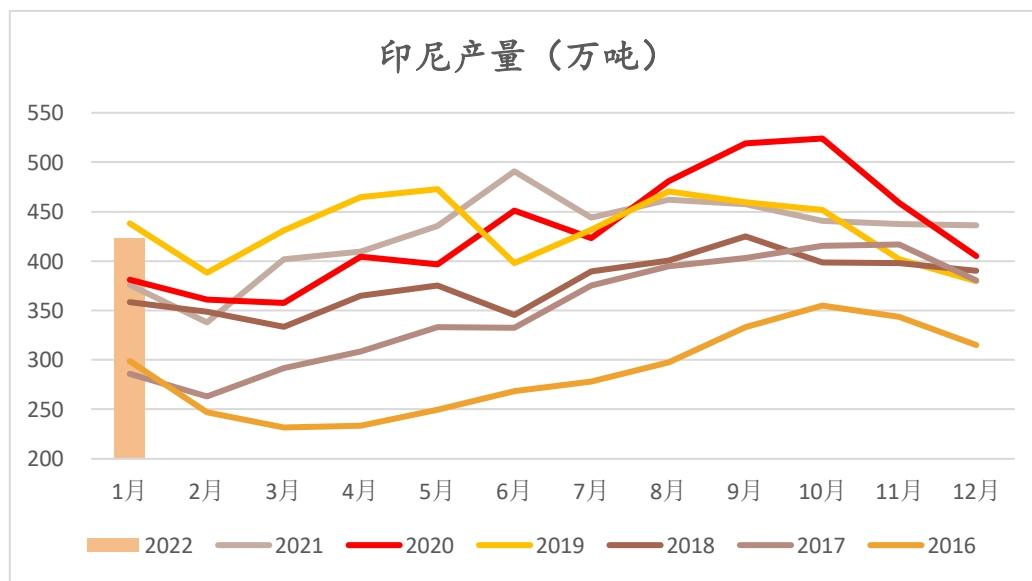


资料来源：MPOB，优财研究院



印尼贸易部长 Muhammad Lutfi 周三称，该国要求自本周四开始，出口商将计划出口棕榈油数量的 30% 在国内按照固定价格销售，而目前该国政府规定的该比率为 20%。并且新的 30% 出口规则将在“情况正常化”之前一直有效。这是本周基本面最大一个“惊雷”，印尼作为全球棕榈油第一大生产及出口国，今年多次收紧国内出口量以遏制国内食用油价格通胀。本次 DMO 将出口棕榈油数量在国内销售的比例从 20% 提升至 30%，印尼月出口数又将再次减少约 25 万吨，此缺口必将继续向马来及其他相关替代油脂产品转移。但根据印尼 GAPKI 统计，印尼 1 月末棕榈油库存已达 468 万吨，以目前的产量、出口及国内消费计算，可能不超 2 个月印尼库存将突破历史高位至 600 万吨以上，这一高库存对当地压力也十分巨大，所以印尼是否会再次调整出口政策的不确定性较强。

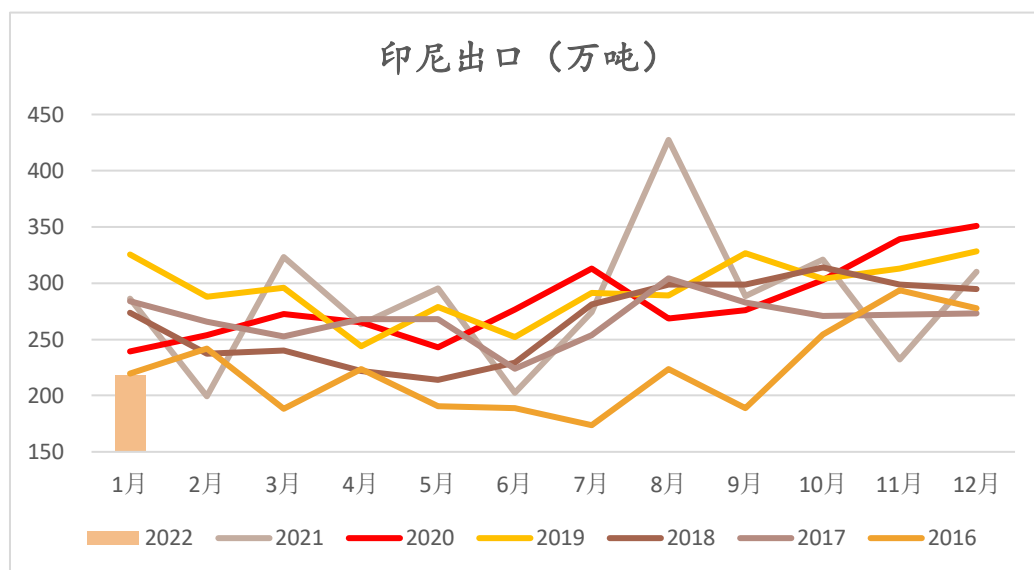
图 4：印度尼西亚棕榈油产量



资料来源：GAPKI，优财研究院

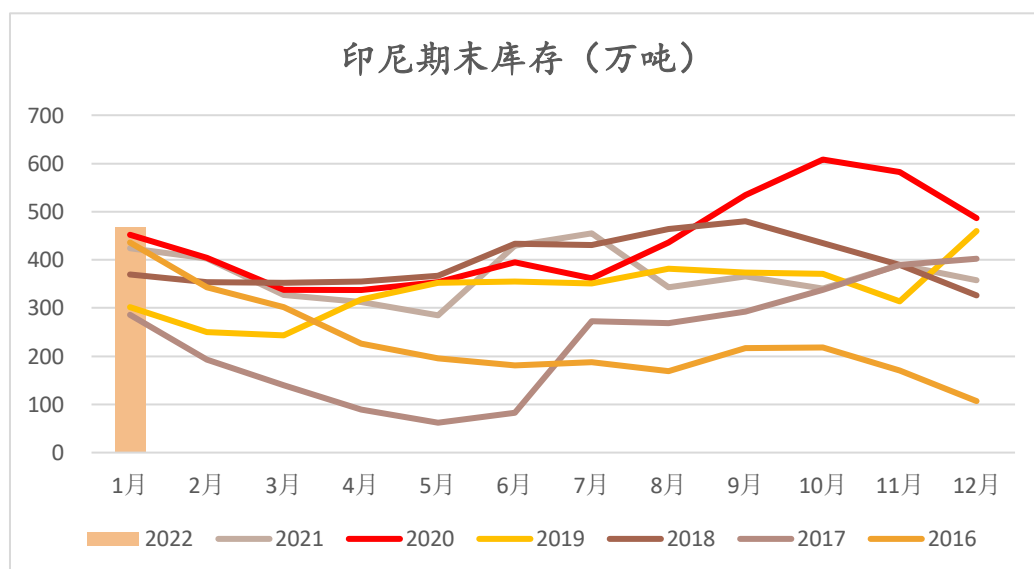


图 5：印度尼西亚棕榈油出口



资料来源：GAPKI，优财研究院

图 6：印度尼西亚棕榈油库存

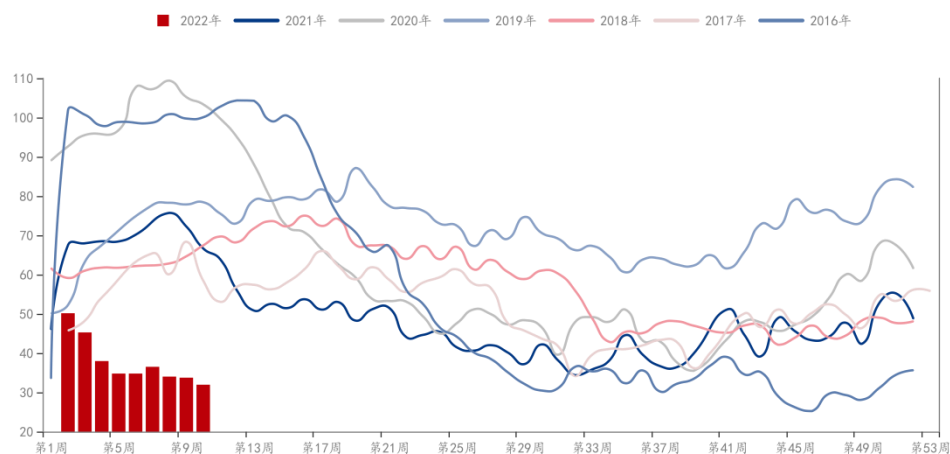


资料来源：GAPKI，优财研究院



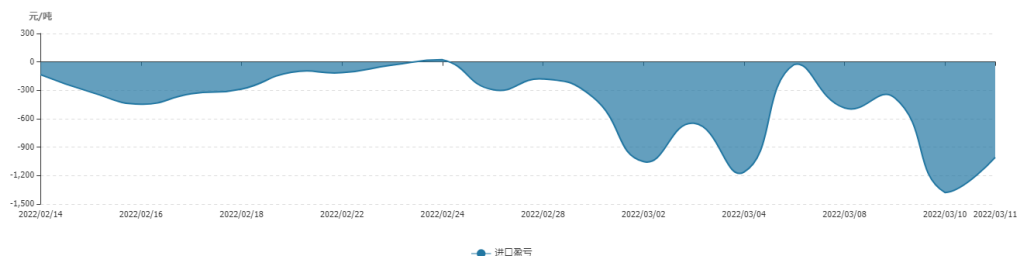
截至 3 月 4 日，国内棕榈油库存降至 31.95 万吨，环比下降 1.79 万吨，虽近期因刚需国内有少量买船，仍不足以弥补未来进口到船远少于往年的事实，印尼缩进出口后，马来报价继续提高，本周 5 月船期倒挂一度接近 1000 元/吨，随需求极差，但市场只聚焦供应端，5 月合约多头逼仓意图明显，价格易涨难跌。

图 7：棕榈油全国库存



资料来源：wind，优财研究院

图 8：棕榈油进口利润（元/吨）



资料来源：wind，优财研究院



2、豆油：受抛储打压，期价整体相对弱势

USDA3 月供需报告公布，继续下调南美大豆产量，并且因南美大豆低产、俄乌局势对当地葵籽菜籽及加工品出口的影响，相应调高了美豆出口数量，美国、南美及全球期末库存都有不同程度的下调，但数据整体符合预期，多头并未等来惊喜，报告出炉后出现一小波抛售离场现象。USDA 相对商业数据机构逐月对数据的调整不会太过激进，预期南美豆产量及期末库存会在之后几个月继续阶梯式下调。

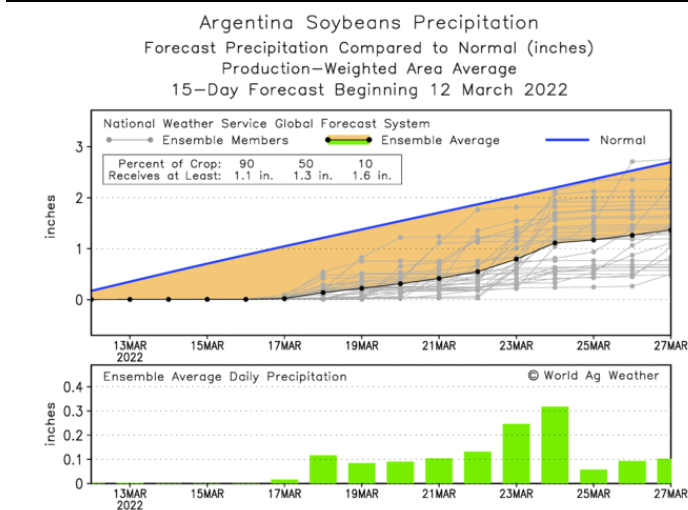
阿根廷本周降雨不错，一定程度缓解了土壤墒情，避免产量继续恶化，但下周五前天气又恢复干燥，可能将抹杀之前降雨带来的好处。

表2：美国农业部全球大豆供需数据与市场预估对比

	3月公布值	市场预期	2月公布值	单位
阿根廷大豆产量	4350	4000-4500	4500	万吨
阿根廷大豆期末库存	2150	-	2221	万吨
巴西大豆产量	12700	12120-13400	13400	万吨
巴西大豆期末库存	2100	-	2235	万吨
美国大豆期末库存	2.85	1.82-3.25	3.25	亿蒲式耳
全球大豆期末库存	8996	8550-9340	9283	万吨

数据来源：USDA、优财研究院

图 9：阿根廷未来 15 天降水情况



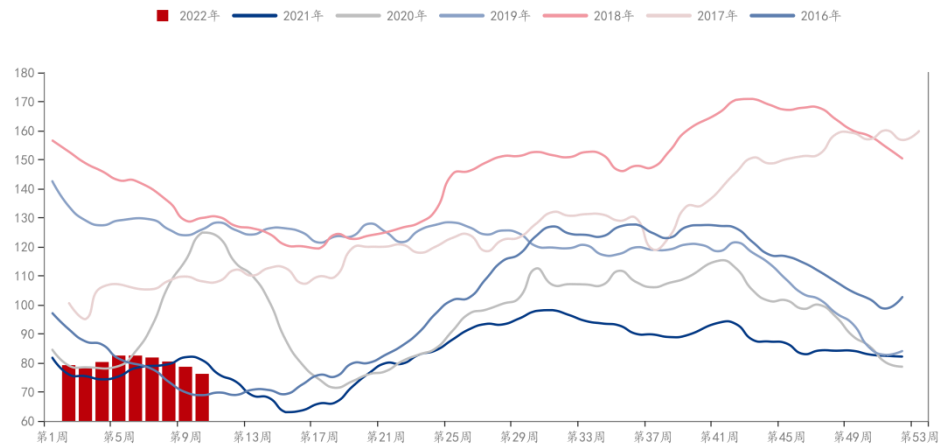
资料来源：World Ag Weather, 优财研究院

截止 3 月 4 日国内豆油库存降至 76.23 万吨，环比下降 2.44 万吨。国内豆油已经成价格最低油品，各消费渠道都有不同程度往豆油转移，虽然理论上说豆油应是



目前消费最好的油品，但价格波动太过剧烈，终端缺乏套期保值能力，虽然渠道库存很低，但除刚需现货外市场采购情绪非常差。需求迟早会到来，但时间却是未知。

图 10：豆油油全国库存（万吨）



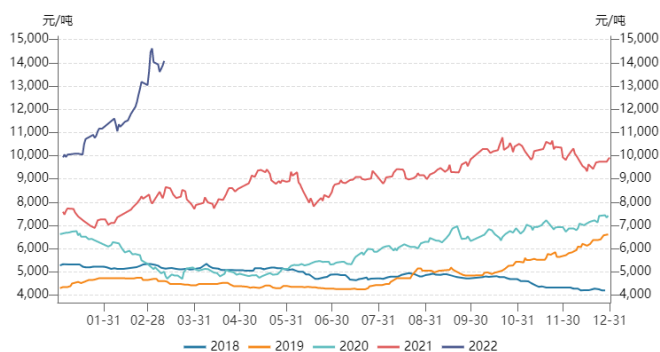
资料来源：钢联数据，优财研究院



二、市场价格

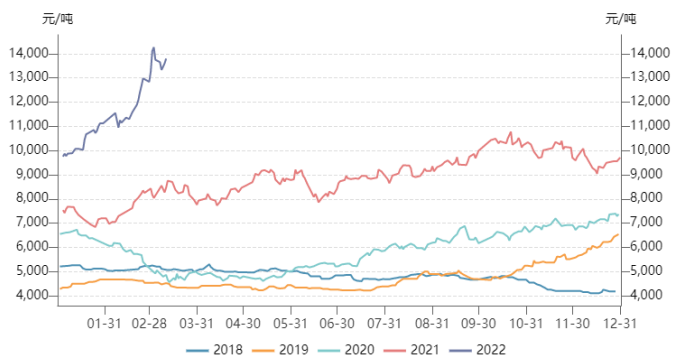
1、桐油现货市场价格

图 10: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



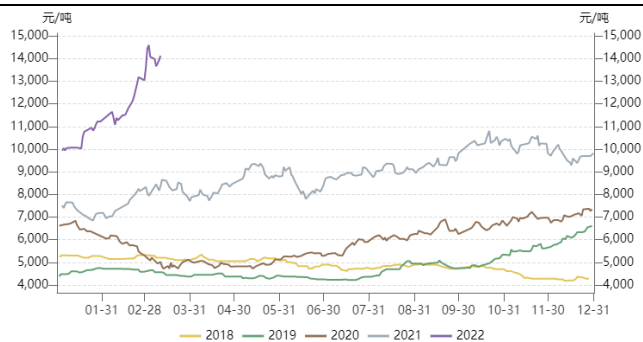
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

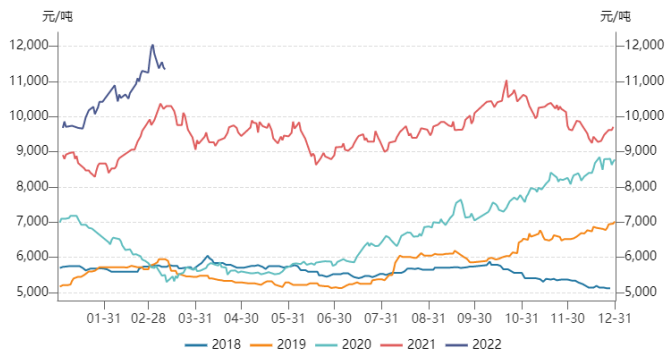


资料来源: Wind, 优财研究院



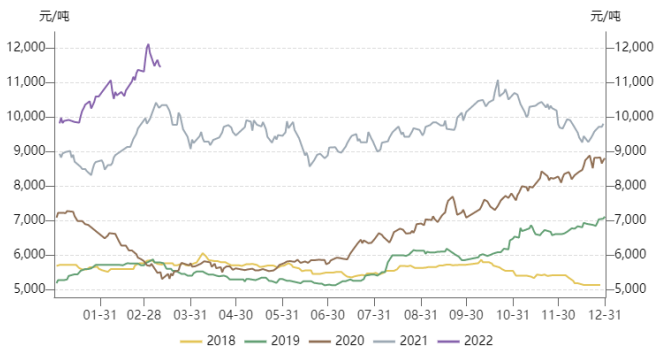
2、豆油现货市场价格

图 12：天津一级豆油现货价格（元/吨）



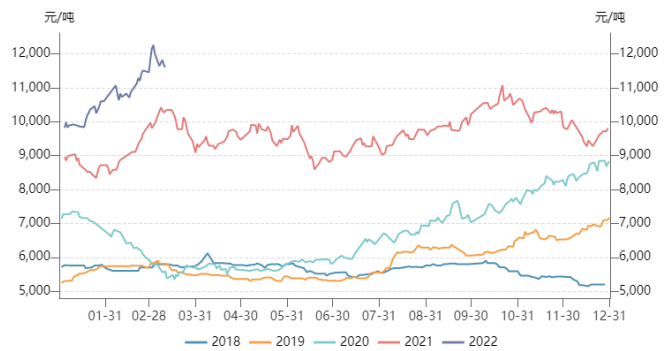
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：山东一级豆油现货价格（元/吨）



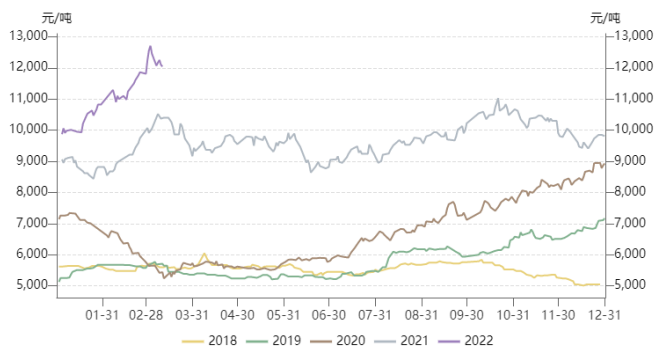
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 15：广东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院



三、综合分析和交易策略

油脂板块基本面端其实并未改变，马来西亚 2 月末库存虽远高于预期，但细查原因其实是出口端统计口径不一，3 月初船运机构数据公布的出口环比大幅增加也佐证了这点，印尼继续收紧出口，油脂供应端又新增一大缺口，也助推价格上移。豆油端榨利始终在-200 以上，南美大豆并未给出一些产量改善的迹象，新旧作美豆的出口在加速，市场给新作美豆的容错率很低。

但目前全球大宗商品的焦点始终在俄乌冲突之上，以及一些原油生产国是否会增加产量来弥补俄罗斯原油出口的缺口。油脂基本面可以支撑油脂价格不会深跌，但在原油大幅下挫的时间段，逆势上涨的可能并不大。短期油脂依旧会跟随原油波动，操作上建议谨慎观望，不建议价格下跌时盲目追空。



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/>