

2022年8月7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



利多有所消化 油脂减仓避险

内容提要

油脂本周整体呈现震荡下行趋势，基本面上看印尼继续上调棕榈油出口配额并大幅下调8月上半月关税，美豆在经过连续一周干旱炒作后优良率意外高于预期挤出天气升水。宏观上看，美联储偏鸽言论带来的利多有所消化，佩洛西窜访台湾激化台海局势，商品担忧可能发生的冲突有一定避险情绪。

整体看，我们认为美联储目前态度比较暧昧，连续暴力加息的预期在降低，市场部分开始交易美联储先缩表再防水的预期，原油进入供需双弱阶段，价格难以流畅深跌。油脂本身虽然最大的利空依旧在印尼库存，但利空情绪在逐步消化，马来产量预期悲观，美豆产量预期不明，整体油脂的预期底部或将上移，油脂将进入宽幅波动阶段，等待宏观及新的基本面驱动指引。

操作建议

油脂近期将在印尼高库存，美豆产量预期不明和国内3季度供应短缺之间博弈，美联储暧昧的态度对后续加息的猜测分歧加大，空头在经历两个月下跌后力量开始消散，油脂价格波动预计将加剧，单边操作上谨慎观望。价差方面台海局势加剧，各海域开展军事演习，外轮进口到港进度将被延迟，加剧国内供应不足的现状，油脂91价差扩大可持续关注。

风险提示

美豆新作生长情况

印尼去库进度

台海局势后续发展

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、棕榈油

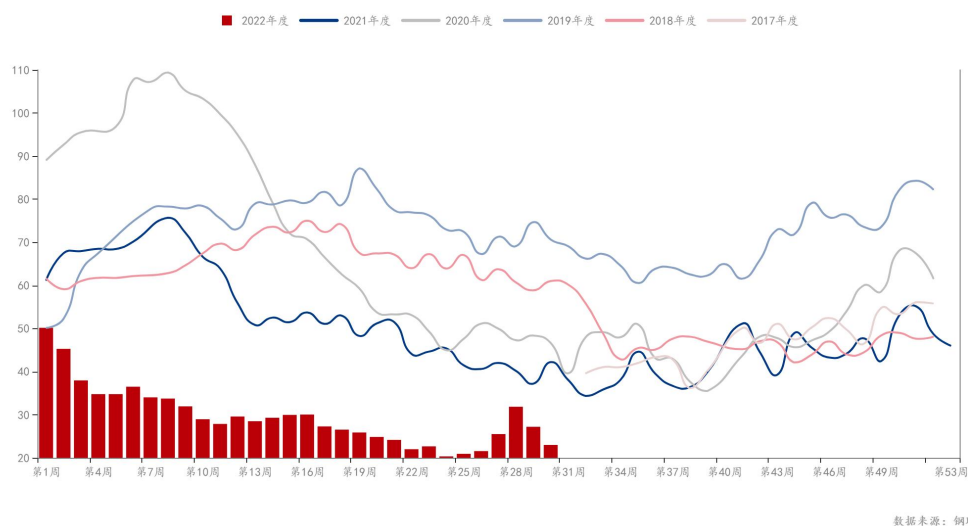
7月高频数据：马来产量：SPPOMA：2022年7月1-31日马来西亚棕榈油单产增加1.78%，出油率增加0.79%，产量增加6%。马来出口：ITS：马来西亚7月棕榈油产品出口量为1278579吨，较6月的1268523吨增加0.8%；Amspec：马来西亚7月棕榈油产品出口量为1227118吨，较6月的1179545吨增加4%；SGS：预计马来西亚7月棕榈油出口量为1306393吨，较6月同期出口的1230997吨增加5.77%。

高频数据上看，马来7月小幅增产，以sppoma环比+6%来计算马来7月产量约164万吨，产量仍不乐观，三大机构更是预测产量在160万吨以下。出口小幅增加，因印尼7月出口装船并不顺利，尤其是DMO的政策限制了CPO的出口，不过8月在取消levy和duty大幅下调的基础上，出口或将向印尼转移。马来7月库存预计累增至180万吨左右，继续刷新年内高点。

再看印尼，印尼这周为加速出口又做了两件事：（1）将DMO的比例从1：7上调至1：9。表面上看继续加大了出口配额，但是实质上达到的效果不如之前市场流传的取消DMO，当DMO还在实行的时候，出口量的计定权掌握在精炼厂的手中，精炼厂销售多少食用油流入国内市场取得多少出口配额，压榨厂无法自主出口毛棕榈油，压榨厂继续被精炼厂压价，精炼厂独吞暴利，上游原料流转依旧不顺，所以实质性的利空不大；（2）印尼大幅下调8月上半月参考价，毛棕榈油出口关税从7月上旬的488到7月下旬降至240，而8月上旬只需33美金，棕榈液油更是低至2美金。大幅下调出口关税一定对价格造成压制，但空间并不如降税幅度这么大，因当前的运费高企且之前产品FOB几乎一半是税费，现在可以重新使利润回到出口商手中。不过出口商目前确实可以花更高的价格来吸引运力加速出口了。

截至7月29日，国内棕榈油库存22.99万吨，环比下降4.22万吨。本周华北地区基差由09+1500上涨至09+1600；华东地区基差由09+1450上涨至09+1700；华南地区基差由09+1500上涨至09+1950。国内8月棕榈油买船超45万吨，理论上9月合约到期前供应充足，不过由于运力原因船期不确定性高，这也是为何P91价差从集中买船后的负值快速回到近高远低的原因，近期台海局势加剧，我国南海、台海、渤海等多海域展开军事演习，原先到港进度将再被延后，加剧运力不足的情况，所以我们认为若军演时间持续，P91价差仍有逢低做多价值。

图1：棕榈油全国库存



数据来源：钢联数据

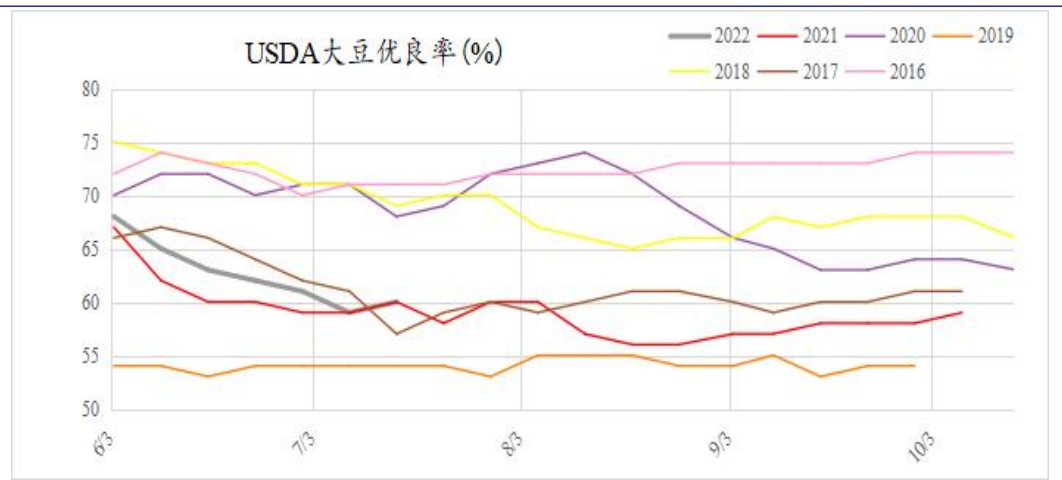
资料来源：钢联数据，优财研究院

2、豆油

旧作方面，美豆出口销售报告显示截至 7 月 28 日当周，美国 2021/2022 年度大豆出口净销售为-1.1 万吨，这是近 6 周内第五次负值。在预期全球经济缓步衰退，大宗商品价格重心下移以及临近新作交接的时间上，市场对旧作的需求明显在走差，这也不难理解周度出口净销售连续出现负值。我国三季度大豆进口预期同比下降，但少而不缺，而且储备也可放出供应弥补缺口，且生猪去库豆粕库存累高证明了豆粕需求的下降，国内对旧作大豆的供应并不吃紧。

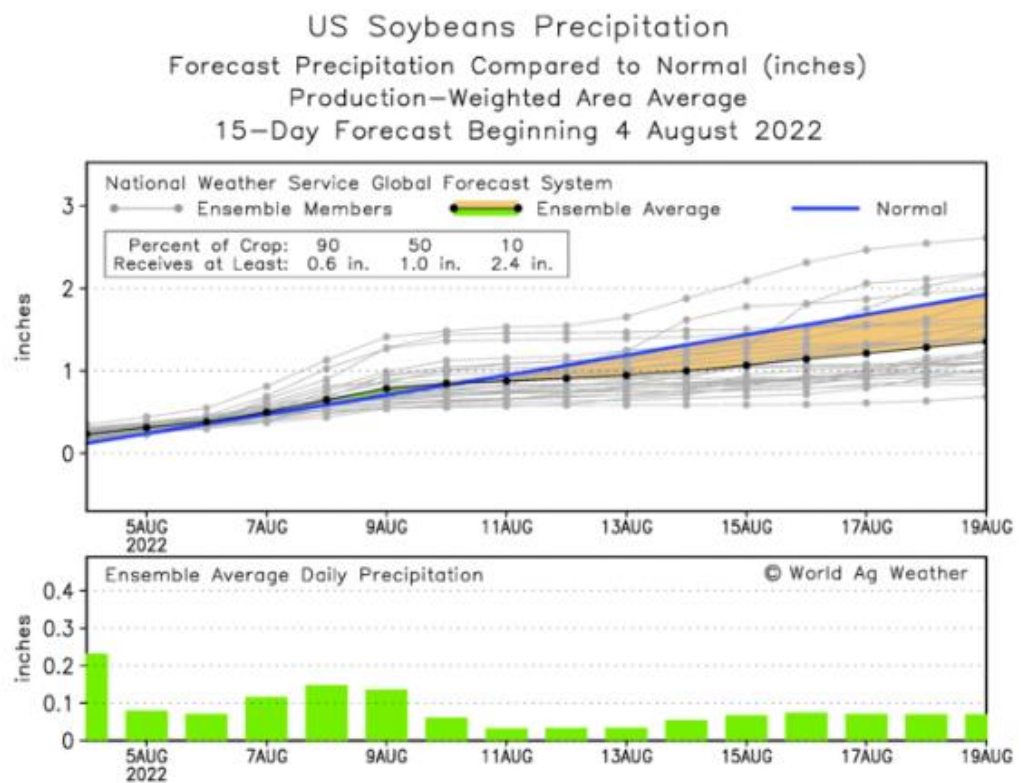
新作方面，USDA 作物生长报告：截至 2022 年 7 月 31 日当周，美国大豆生长优良率为 60%，高于预期，分析师平均预估为 58%，前一周为 59%，去年同期为 60%。上周美豆炒作了一周的高温干旱，叠加美联储偏鸽言论，美豆从低点的 1314.5 美分涨至最高接近 1500 美分，周线录得 12.2% 的超高涨幅。但本周被超预期的优良率和需求走弱打回原形。在美豆进入天气市的时候，我们就认为今年美豆生长期的干旱对单产的威胁不会很大，目前也证实了这点。美豆产量上调的可能或远高于下调可能，矛盾点在于种植面积是否上修，在下周的供需月报进行修正还是 9 月的种植报告才得到修正。不过这不意味着天气不再炒作，周末美种植区将迎来范围降雨，下周又恢复干旱且少雨天气，期价可能在此情况下再次攀升，预计美豆价格将在 1350-1500 美分之间震荡。

图 2: 美豆优良率



资料来源: USDA, 优财研究院

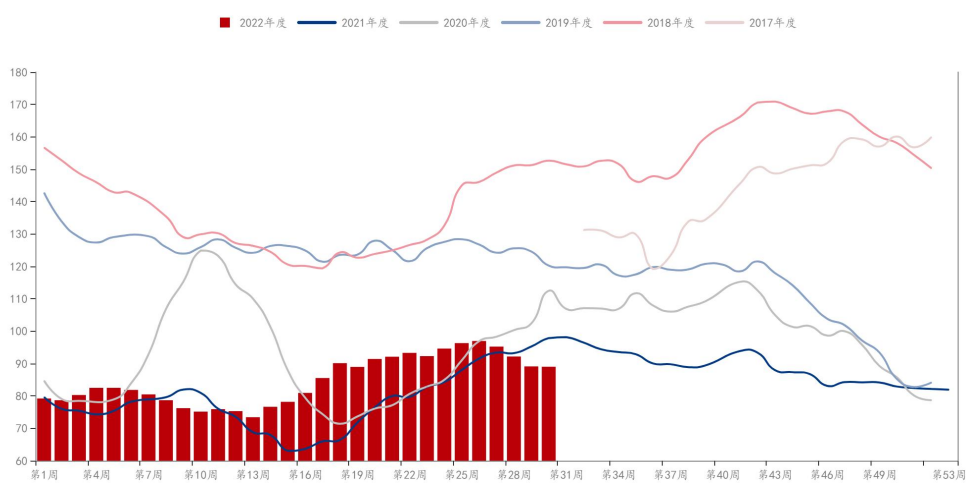
图 3: 美豆种植区未来 15 天降雨预测



资料来源: World Ag Weather, 优财研究院

截至 7 月 29 日，国内豆油库存 88.99 万吨，环比下降 0.13 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 09+700 下跌至 09+680；华东地区一级豆油基差由 09+650 上涨至 09+660；华南地区一级豆油基差由 09+550 下跌至 09+530。巴拿马运河将于本月有 5 天，每天 4 小时左右关闭船闸维护，将影响部分运力，加之 3 季度国内进口大豆本就同比减少，国内 9-10 月豆油期价和基差或将有所支撑。

图 4：豆油油全国库存（万吨）



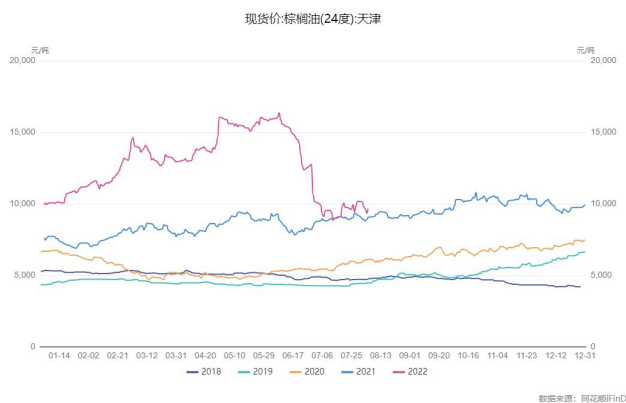
数据来源：钢联数据

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 5：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



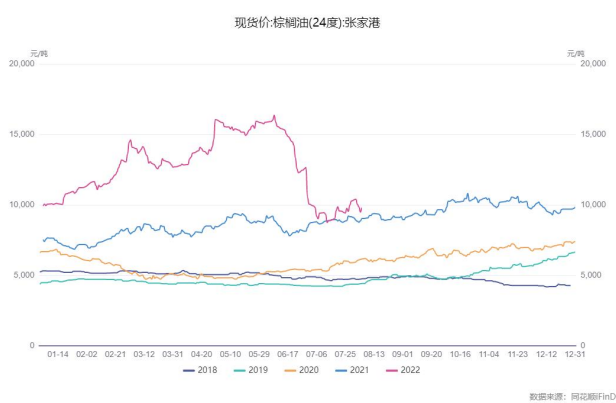
资料来源: ifind, 优财研究院

图 7：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源: ifind, 优财研究院

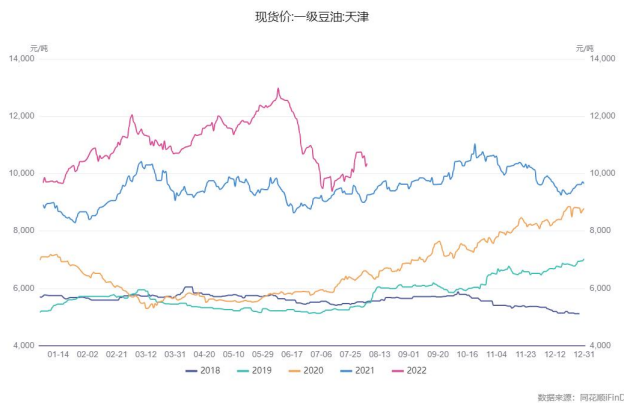
图 6：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源: ifind, 优财研究院

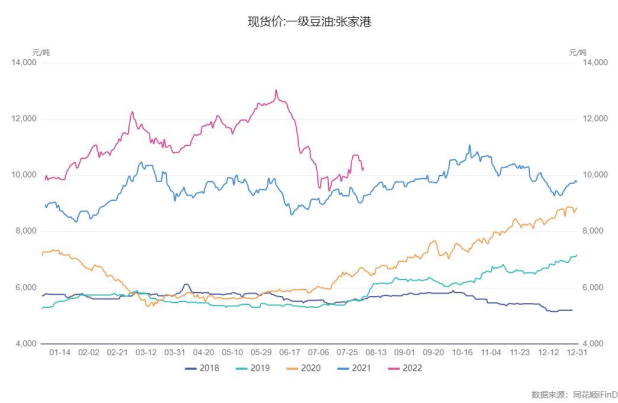
2、豆油现货市场价格

图 8：天津一级豆油现货价格（元/吨）



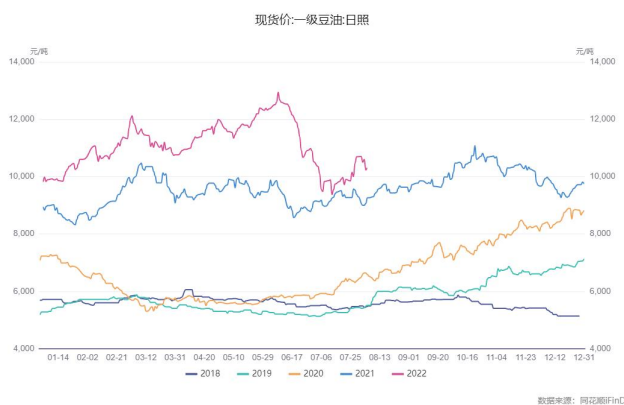
资料来源: ifind, 优财研究院

图 9：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



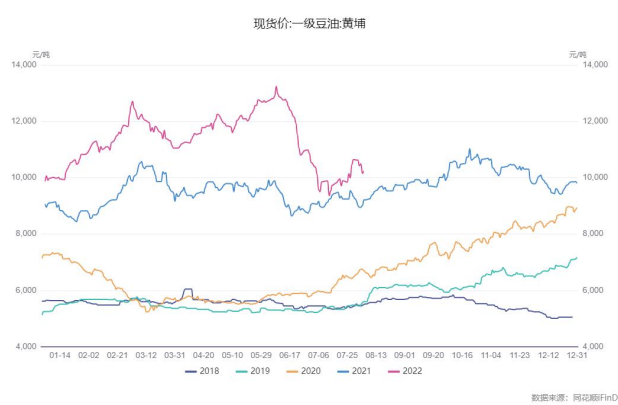
资料来源: ifind, 优财研究院

图 10：山东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源: ifind, 优财研究院

图 11：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

油脂本身基本面有所好转，虽印尼库存依旧是压在当前期价上的大石，不过国内三大油脂3季度供应的预计短缺、马来今年的预期减产等都对油脂有所支撑。另外宏观情绪也不再像前两周这么悲观，在美联储放出偏鸽言论且市场预期美联储明年将继续放水后市场对交易经济大幅衰退的情绪有所缓和，原油端供需双弱，不过俄罗斯继续制裁欧洲天然气的话不排除欧洲将增加原油需求，而供应端 OPEC 可提高的产能或许非常有限，在原油不再深跌的情况下油脂将进入宽幅震荡为主，单边操作上建议谨慎观望，可关注价差套利机会。

风险提示

美豆新作生长情况

印尼去库进度

台海局势后续发展

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/>