

2022年10月16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



## 供应担忧引发豆油强势

### 内容提要

节后油脂因外盘国庆期间走高而补涨，大幅高开后因自身基本面疲软而回落。不过随后豆油开始发力，因国内供应短缺叠加美国密西西比河因干旱水位较低影响航线驳船运输，上半周豆油现货成交火爆基差持续走高刷新历史高位，近月豆油带动远月齐涨。不过下半周成交回落，市场出现畏高情绪，部分产业开始降价抛售导致 11、12 合约减仓下行，不过主力依旧保持强势。

整体看，随着 USDA 调增了全球大豆产量及库存，以及棕榈油明年产量大概率好于今年，未来全球整体供应将逐渐宽松。目前国内因供应短缺走势较全球有所分化，近期国内油脂仍可能受到供应影响有上行空间，中长期维持震荡走弱看法。

### 操作建议

虽然近两日豆菜油近月合约因部分产业离场有减仓下行趋势，不过近月供应紧缺依旧是强现实，在进口到港可能延迟及抛储计划不确定的情况下，近月剧烈波动将带动主力合约宽幅震荡。操作上建议多看少动。

### 风险提示

国内大豆到港及抛储

美豆新作出口进度

宏观经济

## 一、基本面分析

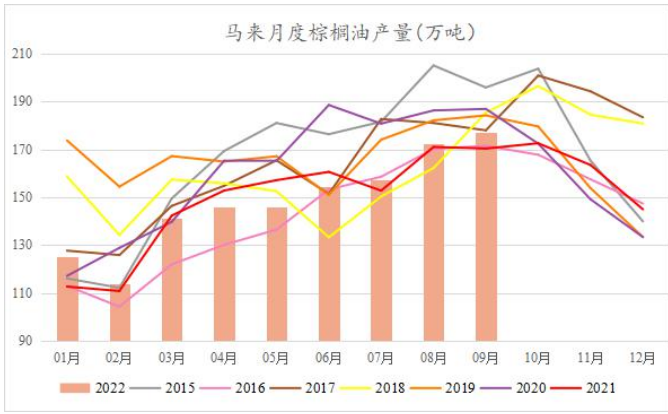
### 1、棕榈油

MPOB 9 月报告：马来 9 月棕榈油产量 177.04 万吨，环比增 2.59%，符合市场预期；9 月棕榈油进口 13.23 万吨，环比降 23.15%；9 月棕榈油出口 142.02 万吨，环比增 9.25%，符合市场预期；9 月棕榈油库存 231.55 万吨，环比增 10.54%，略高于市场预期。马来库存继续攀升，不过细究数据产量及出口都符合市场预期，进口量偏多所致库存略高对盘面影响不大。印度 10 月底排灯节需求暂告段落，棕榈油出口需求旺盛阶段应该也截止至 10 月上旬，叠加印尼可能将出口 levy 的豁免延长至年底，马来 4 季度出口前景偏弱，预计马来今年期末库存将攀升至 250 万吨左右。

印尼棕榈油协会（GAPKI）：印尼 8 月棕榈油出口量为 433 万吨，产量增至 431 万吨，库存降至 404 万吨。库存降得太快了，比先前协会预估年底降到 500 万的进度要快得多。印尼 8 月出口量达到历史最高值，因中国和印度需求良好，9 月预计需求依旧非常好，库存或降至 400 万以下。

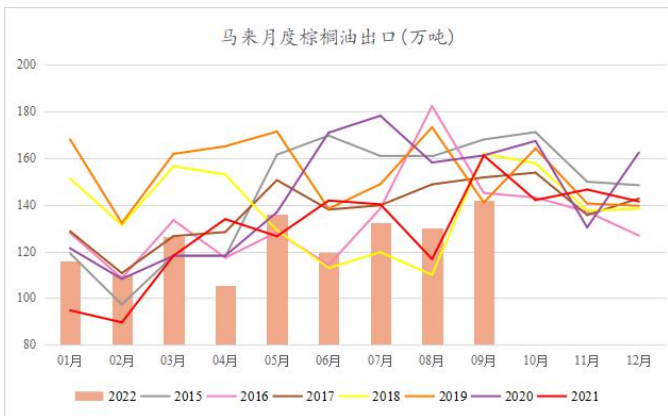
出口税方面，马来西亚将 2022 年 11 月份毛棕榈油的出口税维持在 8%。但将 2022 年 11 月份的参考价从 10 月份的 4033.51 林吉特/吨下调至 3575.80 林吉特/吨。折算 11 月出口税约降低 8 美金/吨，因印尼可能将 levy 豁免延长至年底，马来也将在价格和印尼形成竞争。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



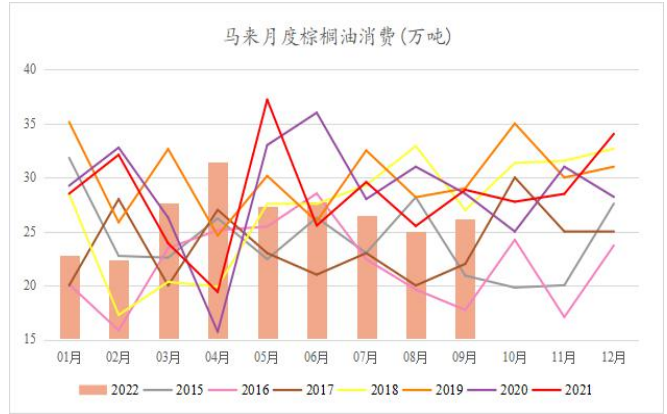
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



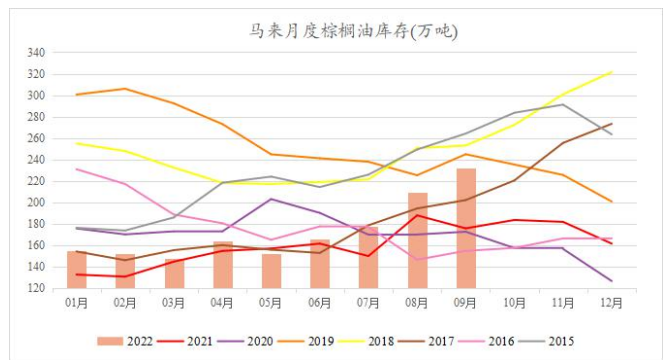
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油消费（万吨）



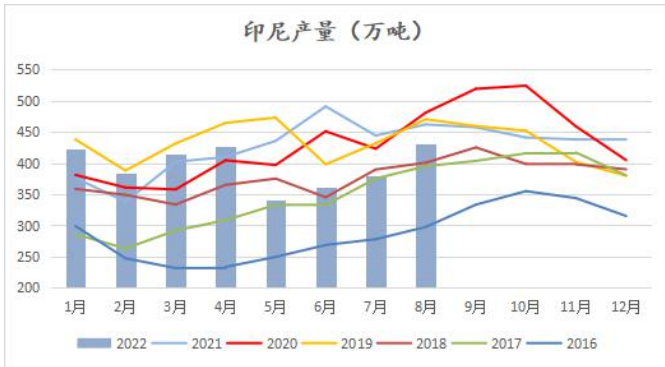
资料来源：MPOB，优财研究院

图 4：马来西亚棕榈油库存（万吨）



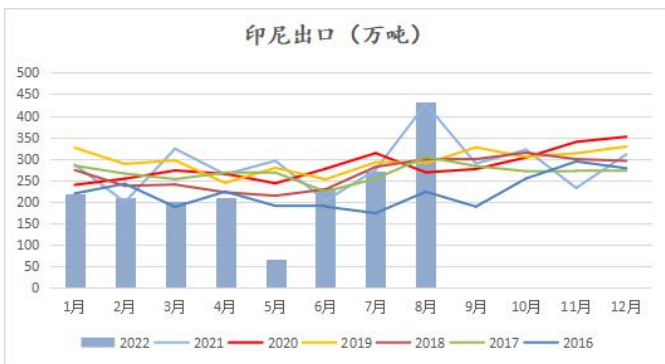
资料来源：MPOB，优财研究院

图 5：印尼棕榈油产量（万吨）



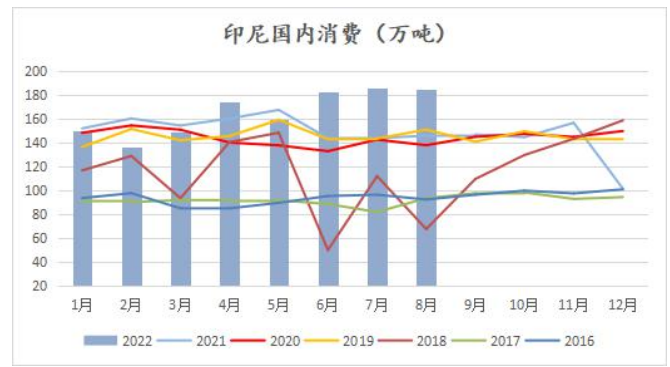
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 7：印尼棕榈油出口（万吨）



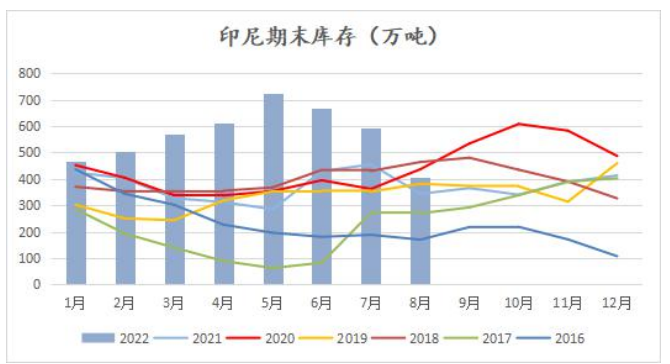
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 6：印尼棕榈油消费（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

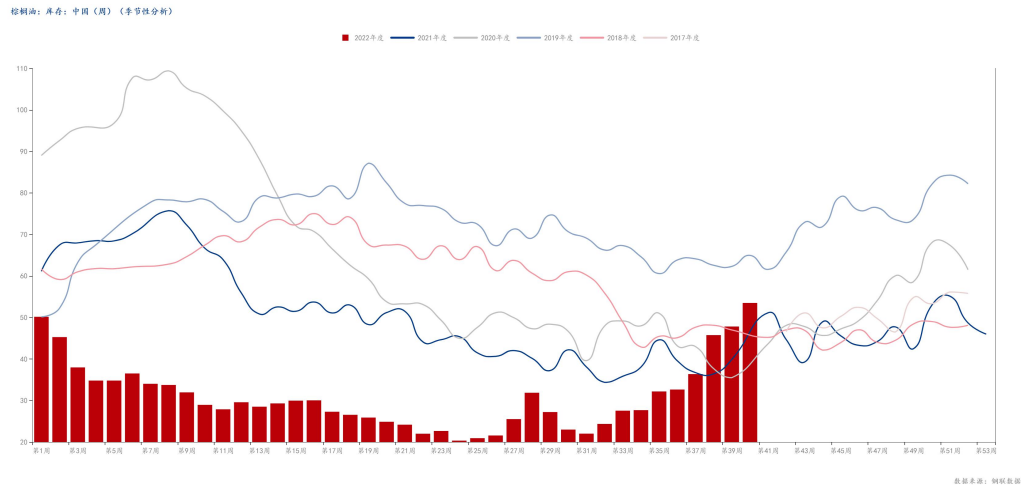
图 8：印尼棕榈油库存（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

截至 10 月 9 日，国内棕榈油库存 53.49 万吨，环比增加 5.68 万吨。到港数量继续增加，现货基差继续回落，本周华北地区基差由 01+550 下降至 01+500；华东地区基差由 01+500 下降至 01+450；华南地区基差由 01+350 上涨至 01+400。棕榈油库存继续累增，同期仅低于 19 年水平。尽管豆棕价差高位，除华南地区外消费始终不见起色，24 度棕榈油因天气原因需求将越来越少，低度在华东及华北接受度不高。10-11 月国内棕榈油到港量预计超 100 万吨，国内库存继续累增，叠加产地库存也在高位，棕榈油基本面偏弱，4 季度预计偏弱运行。

图 9：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

## 2、豆油

USDA 10 月供需报告：10 月美国 2022/2023 年度大豆单产预期 49.8 蒲式耳/英亩，9 月预期为 50.5 蒲式耳/英亩，环比减少 0.7 蒲式耳/英亩；10 月美国 2022/2023 年度大豆期末库存预期 2 亿蒲式耳，9 月预期为 2 亿蒲式耳，环比持平。巴西 2022/23 年度大豆产量预估为 1.52 亿吨，9 月预估为 1.49 亿吨；阿根廷 2022/23 年度大豆产量预估为 5100 万吨，9 月预估为 5100 万吨。全球 2022/23 年度大豆期末库存预估为 1.0052 亿吨，9 月预估为 0.9892 亿吨。

单产继续降至 49.8 蒲式耳/英亩，算是一个意外。但是由于库存报告的意外增多，起初库存增加至 2.74 亿蒲式耳，再调减了产量、出口、需求一顿操作后，期末库存维持与上个月一致的 2 亿蒲式耳，这样一看产量的调减好像不意外了。

巴西产量从 1.49 亿吨调增至 1.52 亿吨，呼应 Conab 之前给出的巴西产量预估，国内需求调增 125 万，出口调增 50 万，对应中国增加的 100 万吨进口需求。全球库存调增至 1 亿吨上方，中长期看全球大豆供应在改善，豆系价格中长期或偏弱对待，即使拉尼娜对阿根廷大豆造成损害，不过巴西的丰产可以弥补一部分的损失。不过多头好像都在希望巴西天气出一些问题，去年的前车之鉴还历历在目。

USDA 作物生长报告：截至 2022 年 10 月 9 日当周，美国大豆收割率为 44%，高于预期，市场预期为 41%，上周为 22%，去年同期为 47%，五年均值为 38%。美国大豆生长优良率为 57%，市场预期为 55%，之前一周为 55%，去年同期为 59%。本周优良率意外上升，美豆产量或许还有反弹可能。CONAB：截至 10 月 8 日，巴西 2022/23 年度大豆播种率为 11%，前一周为 4.6%，去年同期为 12.4%。巴西播种进度较慢，不过目前尚处播种初期，关注后续播种进度。阿根廷农户将在 1-2 周内开始种植 2022/23 年度大豆。大豆种植通常在 10 月中旬开始，11 月是主要种植月。如果未来几周天气仍然干燥，大豆种植可能会比正常情况下更晚开始。

图 10: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Sep	2022/23 Proj. Oct
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.6	86.6
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	50.5	49.8
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	240	274
Production	4,216	4,465	4,378	4,313
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,633	4,602
Crushings	2,141	2,204	2,225	2,235
Exports	2,266	2,158	2,085	2,045
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	2	21	20
Use, Total	4,504	4,465	4,433	4,402
Ending Stocks	257	274	200	200
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.35	14.00
<b>SOYBEAN OIL</b>				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	2,151	2,051
Production 4/	25,023	26,165	26,075	26,195
Imports	302	305	500	500
Supply, Total	27,177	28,601	28,726	28,746
Domestic Disappearance	23,314	24,775	25,500	25,500
Biofuel 3/	8,920	10,200	11,800	11,800
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,575	13,700	13,700
Exports	1,731	1,775	1,400	1,400
Use, Total	25,046	26,550	26,900	26,900
Ending stocks	2,131	2,051	1,826	1,846
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	69.00	69.00
<b>SOYBEAN MEAL</b>				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	400	400
Production 4/	50,565	51,834	52,350	52,600
Imports	784	625	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,350	53,600
Domestic Disappearance	37,674	38,800	39,200	39,450
Exports	13,675	13,600	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,400	52,900	53,150
Ending Stocks	341	400	450	450
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	390.00	390.00

资料来源: USDA, 优财研究院

图 11: 全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		15.37	247.81	63.86	243.76	68.97	14.30
World Less China		15.37	174.16	63.79	171.09	67.92	14.30
United States		0.31	45.87	0.71	34.18	12.41	0.31
Total Foreign		15.06	201.94	63.15	209.59	56.57	13.99
Major Exporters 3/		6.76	75.10	0.26	28.58	46.93	6.61
Argentina		2.57	31.32	0.00	3.28	28.33	2.29
Brazil		3.77	36.18	0.02	19.25	16.58	4.15
India		0.42	7.60	0.24	6.05	2.03	0.18
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
<b>2021/22 Est.</b>							
World 2/		14.30	246.97	64.15	242.43	68.77	14.22
World Less China		14.30	178.07	64.09	173.97	68.27	14.22
United States		0.31	47.02	0.57	35.20	12.34	0.36
Total Foreign		13.99	199.95	63.58	207.24	56.43	13.86
Major Exporters 3/		6.61	78.14	0.68	29.90	48.05	7.48
Argentina		2.29	31.01	0.12	3.33	27.00	3.09
Brazil		4.15	39.53	0.02	19.80	20.25	3.64
India		0.18	7.60	0.55	6.78	0.80	0.75
Major Importers 4/		2.00	22.19	37.73	59.25	1.09	1.57
European Union		0.55	11.93	16.80	28.04	0.75	0.48
Mexico		0.20	4.90	1.83	6.78	0.01	0.14
Southeast Asia 5/		1.10	3.47	17.30	20.73	0.33	0.81
China		0.00	68.90	0.06	68.46	0.50	0.00
<b>2022/23 Proj.</b>							
World 2/	Sep	13.97	256.67	65.34	251.30	69.98	14.70
	Oct	14.22	258.59	65.08	252.56	69.93	15.39
World Less China	Sep	13.97	181.43	65.29	177.01	68.98	14.70
	Oct	14.22	182.55	65.03	177.48	68.93	15.39
United States	Sep	0.36	47.49	0.54	35.56	12.43	0.41
	Oct	0.36	47.72	0.54	35.79	12.43	0.41
Total Foreign	Sep	13.61	209.18	64.80	215.74	57.55	14.29
	Oct	13.86	210.87	64.53	216.77	57.50	14.98
Major Exporters 3/	Sep	7.31	79.11	0.12	30.56	48.50	7.49
	Oct	7.48	79.50	0.12	30.76	48.30	8.04
Argentina	Sep	2.47	31.98	0.00	3.40	28.50	2.55
	Oct	3.09	31.59	0.00	3.40	28.20	3.08
Brazil	Sep	4.16	39.13	0.02	20.15	18.80	4.36
	Oct	3.64	39.91	0.02	20.35	18.90	4.32
India	Sep	0.68	8.00	0.10	7.01	1.20	0.57
	Oct	0.75	8.00	0.10	7.01	1.20	0.65
Major Importers 4/	Sep	1.67	22.86	38.30	60.00	1.06	1.76
	Oct	1.57	22.86	38.28	59.83	1.07	1.81
European Union	Sep	0.48	12.01	16.80	28.09	0.75	0.45
	Oct	0.48	12.01	16.80	27.94	0.75	0.60
Mexico	Sep	0.14	5.18	1.88	6.98	0.01	0.21
	Oct	0.14	5.18	1.85	6.95	0.01	0.21
Southeast Asia 5/	Sep	0.90	3.79	17.80	21.23	0.31	0.96
	Oct	0.81	3.79	17.80	21.23	0.31	0.86
China	Sep	0.00	75.24	0.05	74.29	1.00	0.00
	Oct	0.00	76.03	0.05	75.08	1.00	0.00

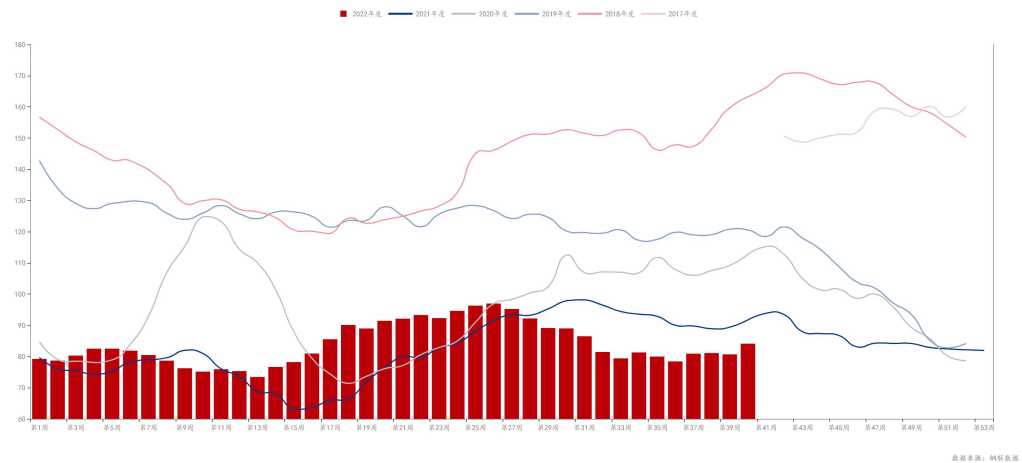
资料来源: USDA, 优财研究院



截至 10 月 9 日，国内豆油库存 84.09 万吨，环比增加 3.41 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 01+1250 上涨至 01+1650；华东地区一级豆油基差由 01+1400 上涨至 01+1950；华南地区一级豆油基差由 01+1300 下跌至 01+1800。节后国内现货豆油价差受到缺货的情绪猛涨，本周前三天市场成交超 20 万吨，不过周四开始畏高情绪开始显现，并且随着抛储增加的传言基差开始回落，不过现货紧缺预计将继续维持，现货价格回落幅度有限。

图 12：豆油油全国库存（万吨）

主要油厂：豆油：库存：中国（周）（季节性分析）



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 13: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

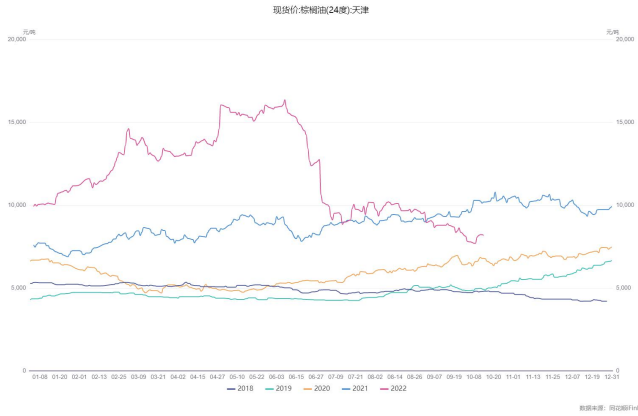
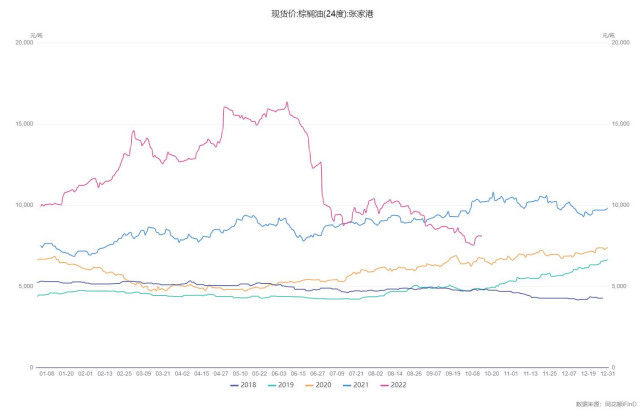
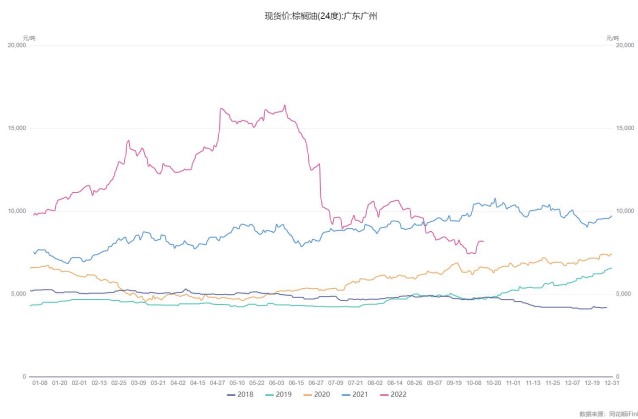


图 14: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 15: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)

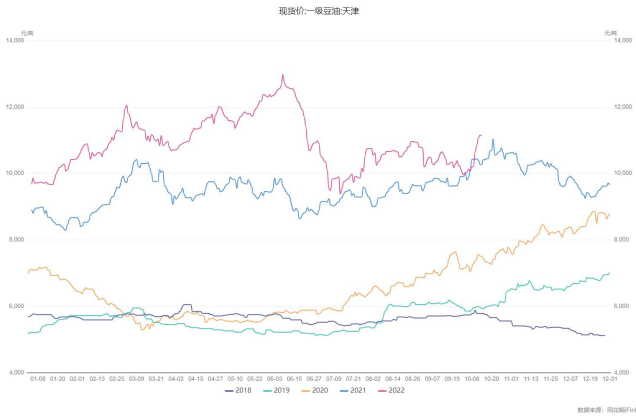


资料来源: ifind, 优财研究院

资料来源: ifind, 优财研究院

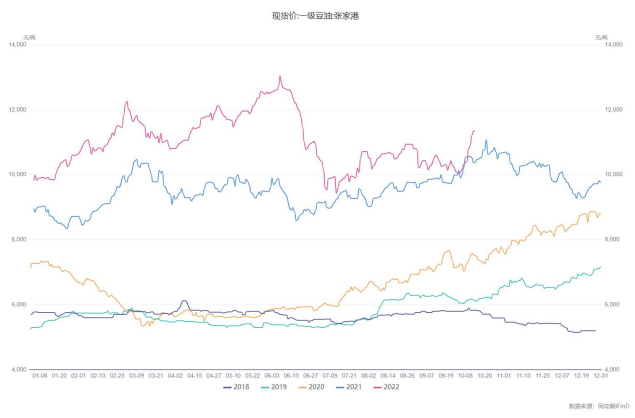
## 2、豆油现货市场价格

图 16: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



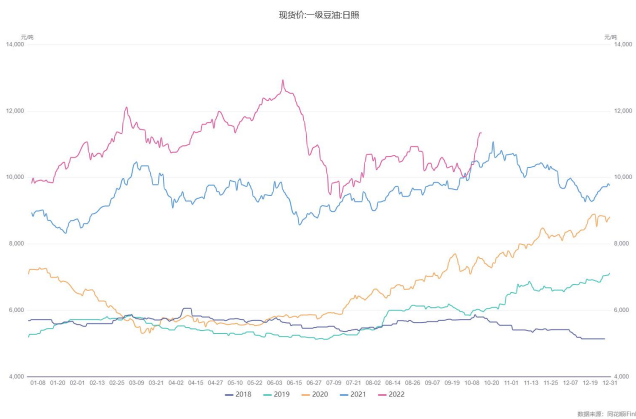
资料来源: ifind, 优财研究院

图 17: 张家港一级豆油现货价格 (元/吨)



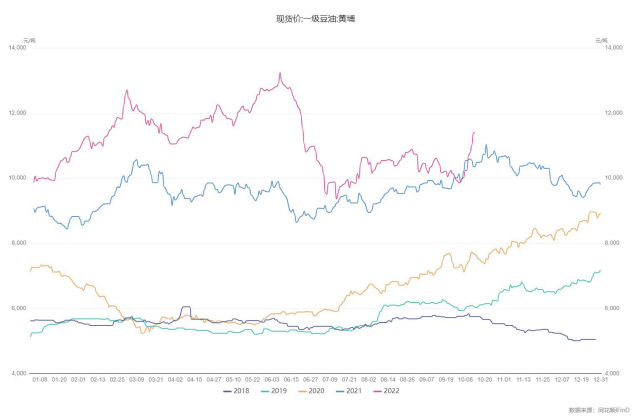
资料来源: ifind, 优财研究院

图 18: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 19: 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

虽然近两日豆菜油近月合约因部分产业离场有减仓下行趋势，不过近月供应紧缺依旧是强现实，在进口到港可能延迟及抛储计划不确定的情况下，近月剧烈波动将带动主力合约宽幅震荡。操作上建议多看少动。

## 风险提示

国内大豆到港及抛储；美豆新作出口进度；宏观经济

## 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/>