

2022年10月23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



## 强预期 vs 供应改善

### 内容提要

本周棕榈油接棒豆油，强势增仓领涨，因市场担忧印马4季度或因降雨过多导致产量下降，以及需求国又进行了一波集中采购。豆油经过上周初大幅走高后情绪降温趋于震荡，进口大豆到港进度的延迟以及储备大豆的释放在供应端的矛盾使多空双方处于焦灼。菜油随着供应端改善在即开始显现疲态。

### 操作建议

油脂本周在周中因棕榈油交易4季度减产及印度集中采购后大幅增仓上行，带领油脂板块上涨，不过周末在马盘连续上涨后需求国采购欲望降低，对于未来的可能减产市场炒作情绪也有点过度，上涨情绪放缓。豆油现货价格继续下跌，不过基差依旧是往年同期最高水平，期价有向上收贴水的动力。菜油受到近期原料到港供应预期宽松的原因最弱。油脂在经历连续两周豆油和棕榈油超买情绪后有所降温，不建议追多，还是维持以菜油为空配，豆棕油为多配的思路套利。

### 风险提示

国内供需拐点

俄乌冲突对黑海农产品出口的影响

拉尼娜在4季度是否对东南亚及南美产生更恶劣的气候

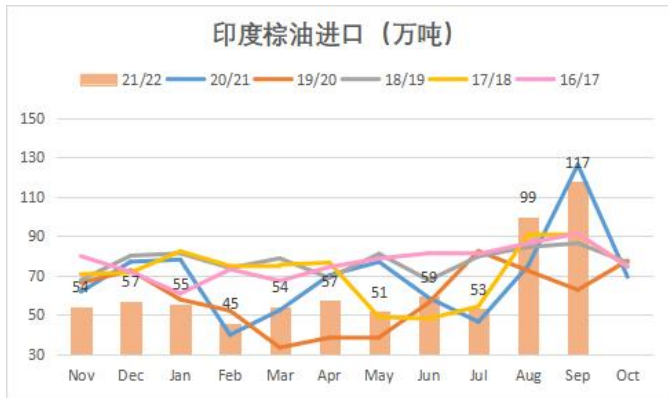
请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、基本面分析

### 1、棕榈油

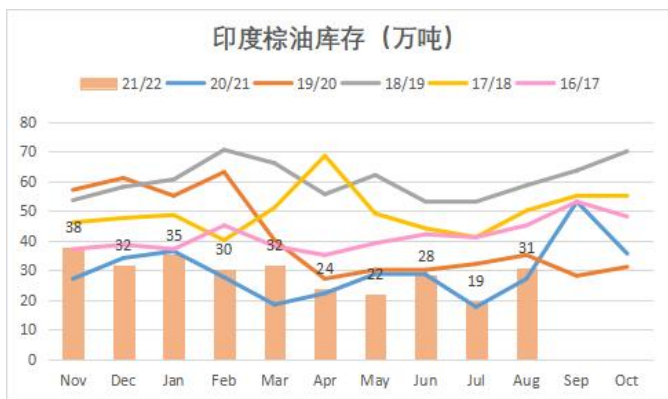
棕榈油本周中有大幅增仓上涨，豆棕及豆菜价差被迅速收窄。主要原因有两点：一是印度本周集中采购约 10 万吨，而本周印度方面就是否提高棕榈油进口关税展开讨论：印度溶剂萃取商协会呼吁印度政府考虑将毛棕榈油和 33 度精炼棕榈油的进口关税提高至少 10%，以支持农民在收获期间以有利可图的价格购买其产品。从需求看，印度在本月末即将欢度排灯节，本周的采购显然不是为了排灯节准备的；从库存看，截至 8 月底虽然印度目前棕榈油港口库存依旧偏低为 31 万吨，不过渠道库存已升至近 5 年最高水平，结合关税调增的可能，排除印度想抢在进口关税调整前集中采购。二是拉尼娜目前有从弱拉尼娜转为强拉尼娜的趋势，印尼近日出现强降雨，中加里曼丹于 10 月 17 日开始进入洪水应急状态有效期为 21 天，增加了市场对四季度产量的担忧。我们认为棕榈油市场目前处于弱现实（产需库存双高）强预期（四季度产量或受损）格局，本周中的增仓上行也许有些超买，目前不宜过早去交易未来的不确定性，追高有一定风险。从马来最新的产量高频数据显示：SPPOMA：2022 年 10 月 1-20 日马来西亚油棕鲜果串单产增加 1.74%，出油率减少 0.01%，棕榈油产量增加 1.70%。可以看出目前马来的产量并未显现降雨造成的损失，我们不否认 4 季度棕榈油或存在产量下降的可能，不过需要根据产量高频数据的不断验证逐步交易，另一方面即使产量下降，全球棕榈油库存依旧较去年有非常明显的提升，全球棕榈油供应将不会出现去年一样非常紧缺的时刻。

图 1：印度棕榈油进口量（万吨）



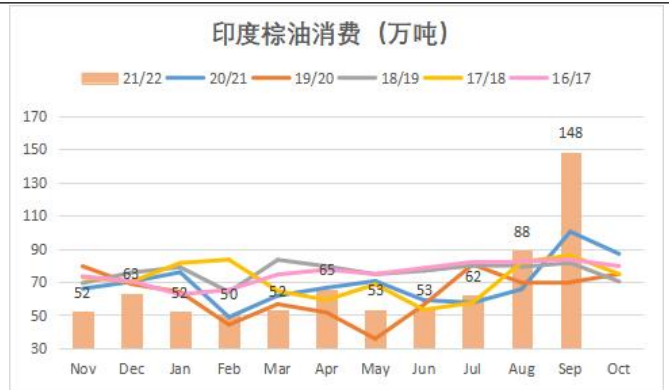
资料来源：SEA，优财研究院

图 3：印度棕榈油港口库存（万吨）



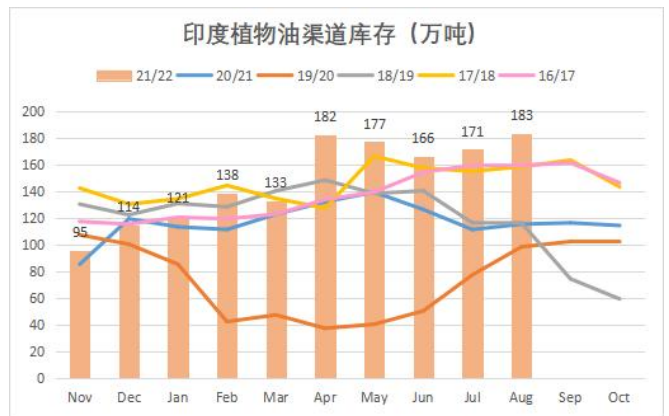
资料来源：SEA，优财研究院

图 2：印度棕榈油消费（万吨）



资料来源：SEA，优财研究院

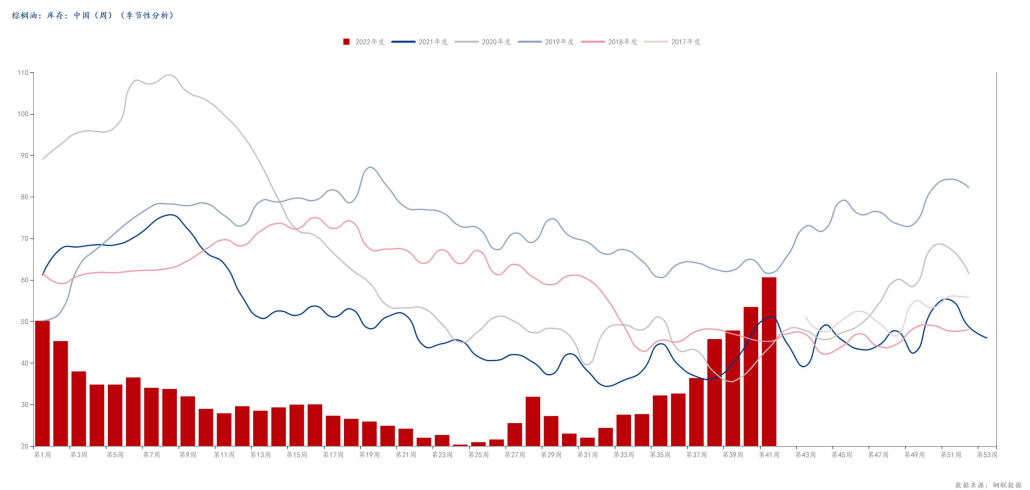
图 4：印度食用油渠道库存（万吨）



资料来源：SEA，优财研究院

截至 10 月 16 日，国内棕榈油库存 60.63 万吨，环比增加 7.14 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+500 下降至 01+400；华东地区基差由 01+450 下降至 01+280；华南地区基差由 01+400 下降至 01+260。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，在产地产量不出现大幅减产情况下 4 季度预计偏弱运行。

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 作物生长报告：截至 2022 年 10 月 16 日当周，美国大豆收割率为 63%，市场预期为 60%，前一周为 44%，去年同期为 58%，五年均值为 52%。美国大豆生长优良率为 57%，市场预期为 57%，之前一周为 57%，去年同期为 59%。大豆落叶率为 96%，前一周为 91%，去年同期为 94%，五年均值为 94%。旧作结转库存的跳增及更广泛的收割正在到来，美豆上方的压力显现，虽然 10 月的 USDA 月报继续调减了美豆新作的单产，不过从不变的 2 亿蒲式耳结转库存的“巧合”来看，我们有理由对 49.8 蒲式耳/英亩的单产有所怀疑，叠加近期优良率有所提升，美豆产量或存在修复的可能。密西西比河水位持续低位，即使本周开始有部分降雨，不过对修复河道水位的作用有限，目前驳船的减载率在 20%-40%左右，原计划 11-12 月到港的约 300 万吨大豆预计将延后 7-15 天，从国内供应延后角度看确实加剧了短期国内现货的紧张预期，对盘面有一定支撑，不过中长期看，密西西比河持续运输量下降将影响全年美豆出口量，尤其在目前美豆新作上市的黄金时期，南美豆的丰产及相对美豆更低的价格将使全球大豆需求转向南美，利空 CBOT 豆系走势。

截至 10 月 15 日，巴西大豆播种率 21.5%，前一周为 11%，去年同期为 23.7%。本周开始巴西南部的降雨将减少，有利于当地原先偏慢的播种率进度增加，目前天气状况看巴西之后墒情良好，利于大豆的播种及生长，巴西新作产量预期也从 1.49 亿吨提升至 1.52 亿吨。目前东南亚在炒作强拉尼娜导致 4 季度东南亚多雨，如果这样那也会导致南美旱季，关注后期生长阶段巴西的降雨情况。

阿根廷大豆早播尚未开始，由于近期干旱市场预期一部分玉米新作的播种将转为大豆，虽然这样会使阿根廷大豆播种面积增加从而增加产量，不过若旱情继续大豆的播种窗口也将收窄，目前看拉尼娜对阿根廷的影响更大，阿根廷本国预计新作产量 4800 万吨低于 USDA 的 5100 万吨，阿根廷新作产量目前不太乐观。

图 6: 巴西大豆播种率

Unidade da Federação	Semana até:		
	2021	2022	
	16/Oct	9/Oct	15/Oct
Tocantins	8.0%	0.0%	0.0%
Maranhão	1.0%	0.0%	0.0%
Piauí	0.0%	0.0%	0.0%
Bahia	3.0%	2.0%	2.1%
Mato Grosso	45.4%	22.3%	41.9%
Mato Grosso do Sul	31.3%	17.0%	27.0%
Goiás	30.0%	5.0%	22.0%
Minas Gerais	5.0%	2.5%	10.4%
São Paulo	30.0%	5.0%	20.0%
Paraná	21.0%	15.0%	26.0%
Santa Catarina	22.9%	16.7%	16.7%
Rio Grande do Sul	0.0%	0.0%	0.1%
<b>12 estados</b>	<b>23.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>21.5%</b>

资料来源: CONAB, 优财研究院

图 7: 马托格斯大豆播种率

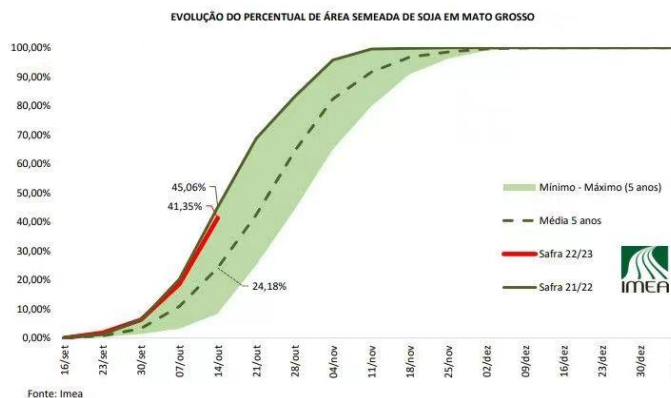
14 de outubro de 2022



SOJA: ACOMPANHAMENTO DE SEMEADURA POR REGIÕES SAFRA 22/23

Regiões do IMEA	Centro-Sul	Médio-Norte	Nordeste	Noroeste	Norte	Oeste	Sudeste	Mato Grosso
23-set-22	1,29%	2,09%	0,17%	1,68%	0,99%	3,06%	2,67%	1,79%
30-set-22	5,93%	6,57%	2,97%	7,01%	4,47%	11,30%	6,69%	6,29%
7-out-22	20,19%	22,72%	4,43%	18,70%	11,06%	30,58%	21,01%	18,61%
14-out-22	46,60%	50,35%	19,68%	37,27%	25,87%	54,96%	45,24%	41,35%
Δ Semanal*	26,41 p.p.	27,63 p.p.	15,25 p.p.	18,57 p.p.	14,81 p.p.	24,37 p.p.	24,23 p.p.	22,73 p.p.
15-out-21	36,43%	55,31%	31,75%	44,20%	44,05%	58,58%	38,16%	45,06%
Δ entre Safra 21/22 e Safra 22/23*	10,17 p.p.	-4,96 p.p.	-12,07 p.p.	-6,93 p.p.	-18,18 p.p.	-3,62 p.p.	7,07 p.p.	-3,72 p.p.

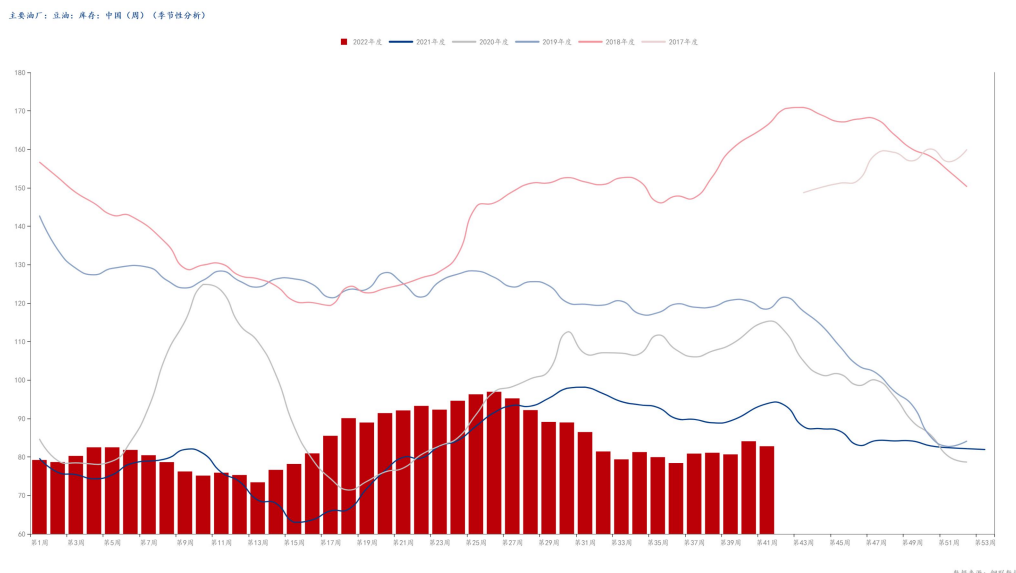
\*Variação em pontos percentuais  
Fonte: Imea



资料来源: IMEA, 优财研究院

截至 10 月 16 日，国内豆油库存 82.8 万吨，环比下降 1.29 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 01+1650 下调至 01+1250；华东地区一级豆油基差由 01+1950 下调至 01+1500；华南地区一级豆油基差由 01+1800 下调至 01+1550。豆油库存继续回落，虽然现货基差有较大幅度的下跌，主要是由于高价现货对市场采购欲的冲击，大豆及豆油短缺的情况将继续，新作大豆到港进度偏慢，预计 10 月到港 450-460 万吨，11-12 月约 1700 万吨且有下调可能，储备大豆出库速度较慢，预计豆油基差继续下跌的速度将放缓，高基差高现货价格仍会继续，对盘面有较强支撑。

图 8：豆油油全国库存（万吨）

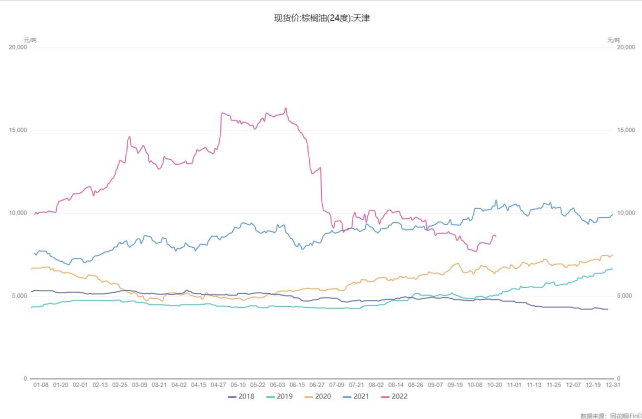


资料来源：钢联数据，优财研究院

## 二、市场价格

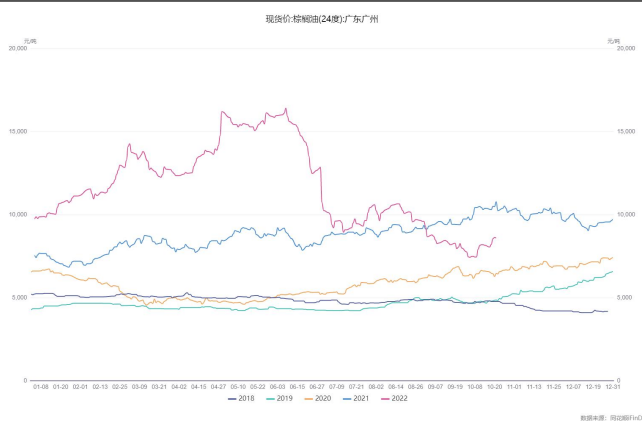
### 1、桐油现货市场价格

图 9：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



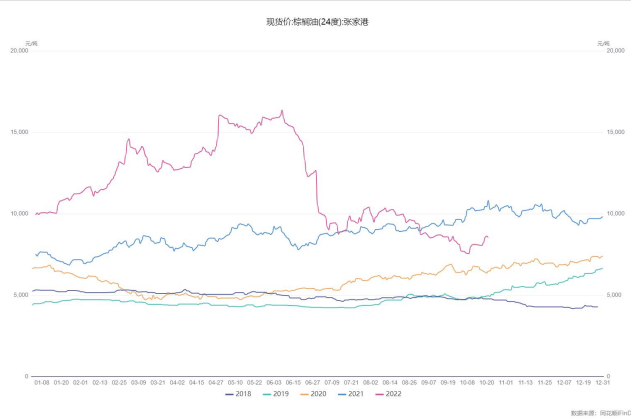
资料来源：ifind，优财研究院

图 11：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 10：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）

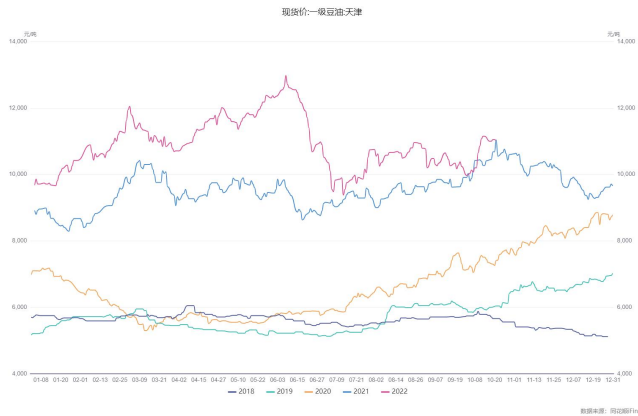


资料来源：ifind，优财研究院



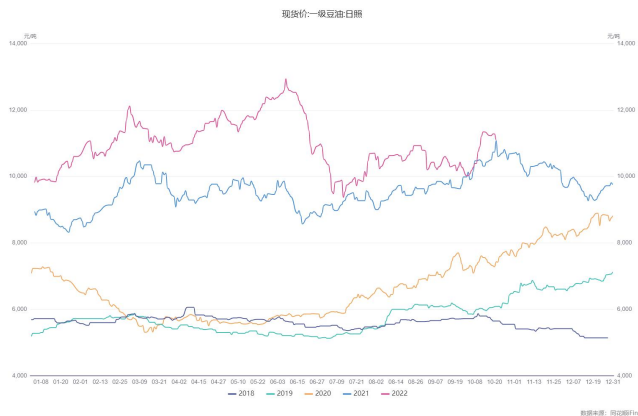
## 2、豆油现货市场价格

图 12：天津一级豆油现货价格（元/吨）



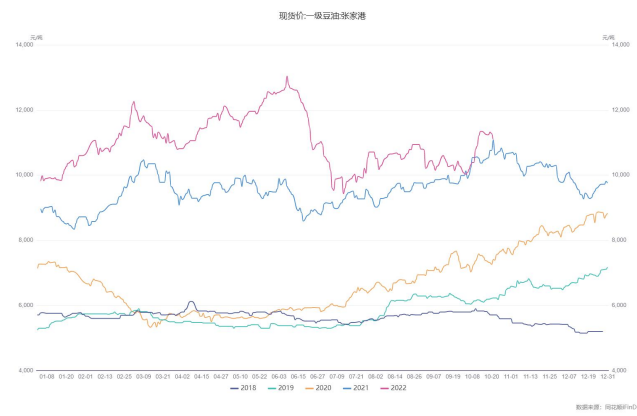
资料来源：ifind，优财研究院

图 14：山东一级豆油现货价格（元/吨）



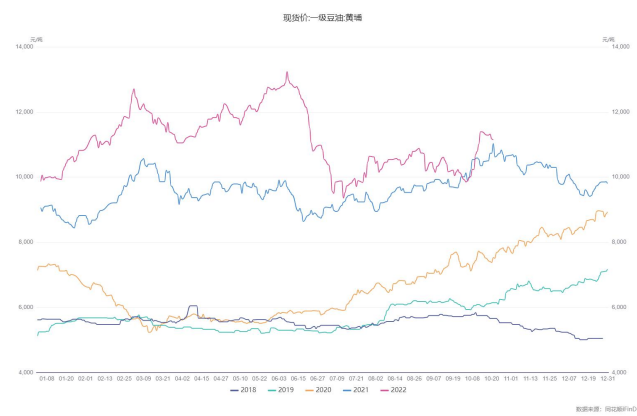
资料来源：ifind，优财研究院

图 13：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 15：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

油脂本周在周中因棕榈油交易 4 季度减产及印度集中采购后大幅增仓上行，带领油脂板块上涨，不过周末在马盘连续上涨后需求国采购欲望降低，对于未来的可能减产市场炒作情绪也有点过度，上涨情绪放缓。豆油现货价格继续下跌，不过基差依旧是往年同期最高水平，期价有向上收贴水的动力。菜油受到近期原料到港供应预期宽松的原因最弱。油脂在经历连续两周豆油和棕榈油超买情绪后有所降温，不建议追多，还是维持以菜油为空配，豆棕油为多配的思路套利。

## 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/>