

2023年1月15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



油弱粕强预计持续

内容提要

本周油脂承压下行，因菜油储备的流出导致供应增加，另棕榈油产地出口环比大幅走低，也给了市场压力。本周豆棕两份月报出炉，MPOB显示马来西亚库存降至市场预期区间上沿，报告总体中性偏空；USDA意外调低美国大豆产量及期末库存，报告偏多，但对国内豆粕支撑更大，对油脂支撑力度有限。

目前国内油脂短期进入供大于需的状态，春节后消费有望复苏，风险点在于疫情是否二次爆发，在目前供应增加背景下近月价格承压，若节后消费有所好转5-9正套或存在机会。

操作建议

临近春节假期，节前最后一周将可能面临大幅的减仓，市场波动将加剧，单边操作需谨慎。套利方面可关注豆油5-9正套50以下入场点，豆油粕比在2.15-2.17附近入场点，菜油近期走势偏弱，油粕比需等下跌企稳。

风险提示

产区天气及销售进度

国内消费复苏进度

一、基本面分析

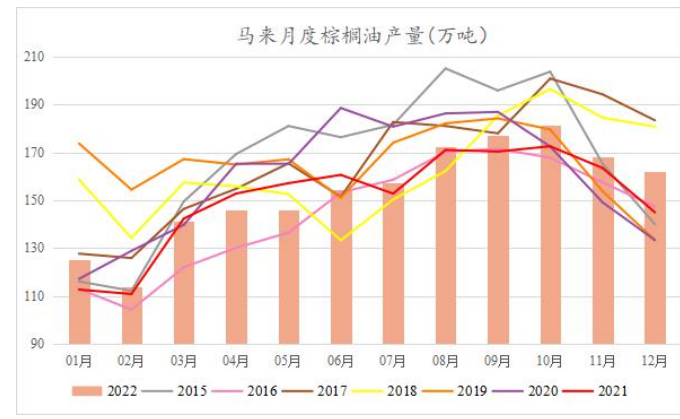
1、棕榈油

马来西亚棕榈油局 MPOB12 月供需报告数据公布：马来西亚 12 月棕榈油产量为 1618853 吨，环比减少 3.68%；马来西亚 12 月棕榈油进口为 47114 吨，环比增加 0.14%；马来西亚 12 月棕榈油出口为 1468448 吨，环比下降 3.48%；马来西亚 12 月棕榈油库存量为 2194809 吨，环比下降 4.09%。本次报告从数据上看，马来西亚 12 月产量及出口基本符合市场预期，由于需求国库存偏高，出口不及预期且国内消费量环比下降，期末库存下降 9.3 万吨，位于市场预估上沿，报告数据整体中性略微偏空。

1 月高频数据显示：马来产量：SPPOMA：2023 年 1 月 1-10 日马来西亚棕榈油单产减少 11.99%，出油率增加 0.07%，产量减少 11.62%。马来出口：马来出口：ITS：马来西亚 2023 年 1 月 1-10 日棕榈油出口量为 243421 吨，较去年 12 月同期出口的 491440 吨减少 50.47%；AmSpec：马来西亚 1 月 1-10 日棕榈油出口量为 235529 吨，较去年 12 月同期出口的 480404 吨减少 50.97%；SGS：预计马来西亚 1 月 1-10 日棕榈油出口量为 262201 吨，较上月同期出口的 473086 吨减少 44.58%。

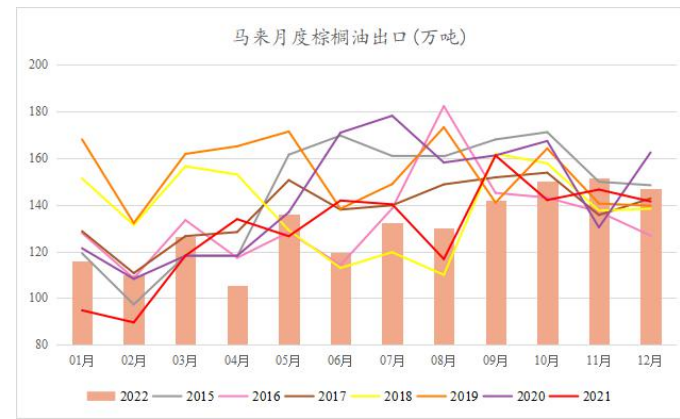
由于需求国尤其是中国和印度的库存都在高位，致使棕榈油产地的出口在下降，预计将持续至一季度，马来西亚目前进入供需双弱阶段。棕榈油价格在短期能否企稳甚至反弹要关注几点：需求国的进口利润是否吸引在高库存下继续采购；一季度产区的产量；替代品尤其是南美大豆的产量对国际油脂油料价格的影响；印尼是否会对本国的棕榈油出口或能源政策有新的调整。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



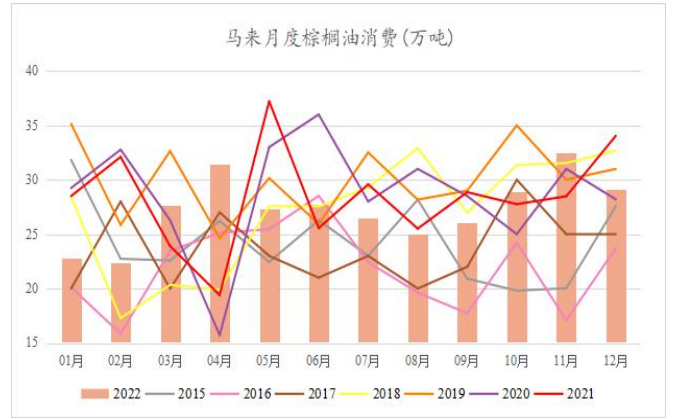
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



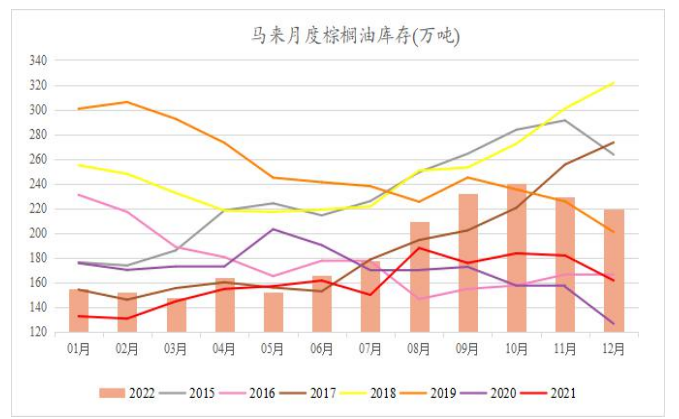
资料来源：MPOB，优财研究院

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）

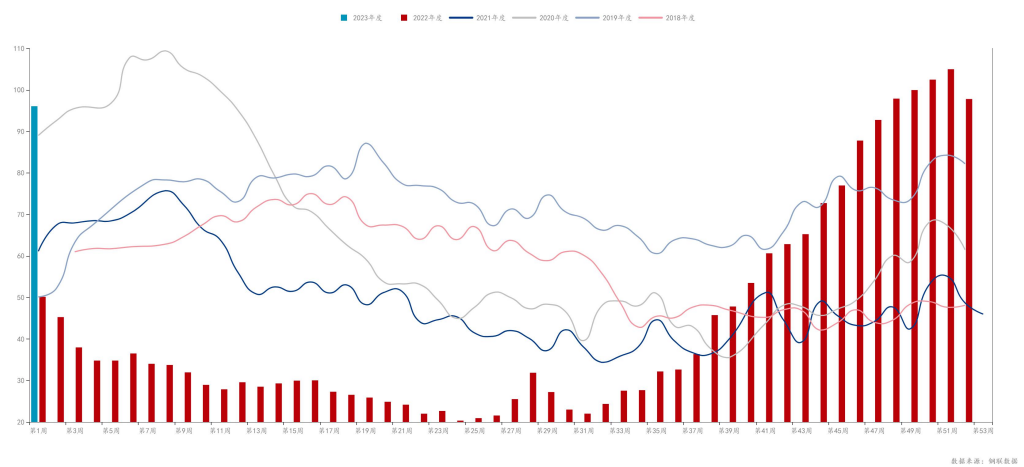


资料来源：MPOB，优财研究院

截至1月6日，国内棕榈油库存96.06万吨，环比下降1.82万吨。库存小幅下滑，因12月买船相对较少，1月预计到港25万吨，2月30-35万吨，短期库存预期维持在90-100万吨的高位水平，现货负基差将维持。本周华北地区基差由05-100上涨至05-80；华东地区基差由05-130上涨为05-80；华南地区基差由05-200上涨至05-160。

图5：棕榈油全国库存

棕榈油：库存：中国（周）（季节性分析）



资料来源：钢联数据，优财研究院

2、豆油

USDA 1 月供需报告：1 月美国 2022/2023 年度大豆单产预期 49.5 蒲式耳/英亩，12 月预期为 50.2 蒲式耳/英亩，环比减少 0.7 蒲式耳/英亩；产量预期 42.76 亿蒲式耳，12 月预期为 43.46 亿蒲式耳，环比减少 0.70 亿蒲式耳；压榨量预期 22.45 亿蒲式耳，12 月预期为 22.45 亿蒲式耳，环比持平；出口量预期 19.9 亿蒲式耳，12 月预期为 20.45 亿蒲式耳，环比减少 0.55 亿蒲式耳；大豆期末库存预期 2.1 亿蒲式耳，12 月预期为 2.2 亿蒲式耳，环比减少 0.1 亿蒲式耳。巴西 2022/23 年度大豆产量预估为 1.53 亿吨，12 月预估为 1.52 亿吨。阿根廷 2022/23 年度大豆产量预估为 4550 万吨，11 月预估为 4950 万吨。全球 2022/23 年度大豆期末库存预估为 1.0352 亿吨，12 月预估为 1.0271 亿吨。

本次报告重点在阿根廷，意外在美国。由于巴西丰产，美国 22/23 年度出口份额将被挤压，本月报告出口量预期的下调符合市场预期，但为了维持低库存预期，美国在本月大幅下调了 10 月已经收割上市的大豆产量，期末库存预期意外下调至 2.1 亿蒲式耳，市场预期为 2.33-2.36 亿蒲式耳。这一与市场预期大相径庭的调整在阿根廷产量悲观的预期下给予多头额外的信心，CBOT 豆系应声上涨，单日净买入大豆期货合约 10500 手。

再看市场最关注的阿根廷产量预期，基于 USDA 单次报告不会对产量做出巨幅调整，市场预期报告的阿根廷产量为 4650-4670 万吨，实际本月报告对 2022/23 年度阿根廷大豆产量预估为 4550 万吨，低于市场对报告的预期。但实际由于 12 月的恶劣天气影响，市场大多机构对目前阿根廷产量的预期已经悲观下调至 3800-4000 万吨附近（最悲观 3500 万吨），那 USDA 对阿根廷产量的下调还有很大空间，这亦给予了多头继续持仓的信心。

阿根廷作物情况继续恶化，布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 1 月 12 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 56%（上周为 38%，去年 29%）；一般为 40%（上周 55%，去年 38%）；优良为 4%（上周 8%，去年 33%）；土壤水分 66%处于短缺到极度短缺（上周 43%，去年 60%）；40%处于有益到适宜（上周 57%，去年 40%）。

由于美国意外调减了本国的产量及库存给予了多头额外的动力，阿根廷产量与

市场目前预期相比还有大幅的下调空间，全球大豆供需平衡或在未来几个月的报告内逐步收紧，目前而言依旧是多头占据绝对主动权。对空头而言要将期待全额押注在未来的南美天气上，今年阿根廷播种进度偏慢，整个 1-2 月的天气将成为大豆生长的关键期，元旦过后阿根廷的天气已经较 12 月有了非常明显的改善，若天气好转阿根廷产量预期回暖，22/23 年度全球大豆丰产格局依旧不变，只是价格拐点后置，反之若阿根廷产量悲观降至 3500 万吨附近，那全球大豆及豆粕平衡表将推倒重建。

图 6: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Dec	2022/23 Proj. Jan
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.6	86.3
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	50.2	49.5
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,346	4,276
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,634	4,566
Crushings	2,141	2,204	2,245	2,245
Exports	2,266	2,158	2,045	1,990
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	1	22	18
Use, Total	4,504	4,464	4,414	4,355
Ending Stocks	257	274	220	210
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.00	14.20
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,991	1,991
Production 4/	25,023	26,143	26,310	26,310
Imports	302	303	300	300
Supply, Total	27,177	28,578	28,601	28,601
Domestic Disappearance	23,314	24,813	25,600	25,900
Biofuel 3/	8,920	10,348	11,600	11,600
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,465	14,000	14,300
Exports	1,731	1,773	1,100	800
Use, Total	25,046	26,587	26,700	26,700
Ending stocks	2,131	1,991	1,901	1,901
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	68.00	68.00
SOYBEAN MEAL				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	311	311
Production 4/	50,565	51,811	52,839	52,839
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,750	53,750
Domestic Disappearance	37,674	38,966	39,700	39,700
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,490	53,400	53,400
Ending Stocks	341	311	350	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	410.00	425.00

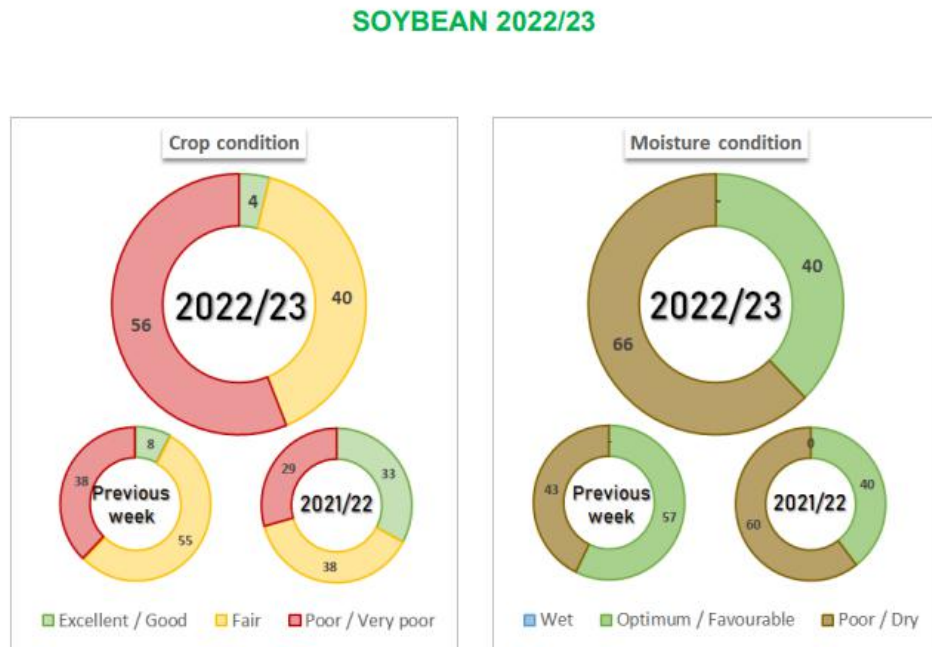
资料来源: USDA, 优财研究院

图 7: 全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.73	368.52	165.55	315.44	363.77	164.99	100.03
World Less China		70.12	348.92	65.81	222.44	251.03	164.92	68.89
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.46	253.77	165.01	257.19	302.87	103.33	93.04
Major Exporters 3/		47.42	197.39	5.92	90.21	100.84	94.95	54.94
Argentina		26.65	46.20	4.82	40.16	47.41	5.20	25.06
Brazil		20.42	139.50	1.02	46.68	49.88	81.65	29.40
Paraguay		0.33	9.90	0.02	3.30	3.47	6.33	0.45
Major Importers 4/		27.98	23.25	133.39	122.10	149.80	0.27	34.56
China		24.61	19.60	99.74	93.00	112.74	0.07	31.15
European Union		1.72	2.60	14.79	15.80	17.36	0.19	1.56
Southeast Asia		0.98	0.59	9.68	4.74	10.04	0.01	1.20
Mexico		0.37	0.25	6.10	6.20	6.25	0.00	0.46
2021/22 Est.								
World 2/		100.03	358.10	157.13	314.19	363.16	153.89	98.22
World Less China		68.89	341.71	65.56	226.69	255.56	153.79	66.81
United States		6.99	121.53	0.43	59.98	62.77	58.72	7.47
Total Foreign		93.04	236.57	156.69	254.22	300.39	95.17	90.75
Major Exporters 3/		54.94	180.67	4.44	91.35	101.89	87.25	50.90
Argentina		25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
Brazil		29.40	129.50	0.54	50.25	53.50	79.14	26.81
Paraguay		0.45	4.20	0.05	2.20	2.28	2.25	0.18
Major Importers 4/		34.56	20.16	123.85	116.28	143.88	0.42	34.26
China		31.15	16.40	91.57	87.50	107.60	0.10	31.40
European Union		1.56	2.71	14.55	15.40	16.97	0.29	1.55
Southeast Asia		1.20	0.53	8.32	4.45	9.27	0.02	0.75
Mexico		0.46	0.29	5.96	6.35	6.40	0.00	0.30
2022/23 Proj.								
World 2/	Dec	95.59	391.17	166.21	329.32	380.88	169.38	102.71
	Jan	98.22	388.01	164.32	327.32	379.49	167.53	103.52
World Less China	Dec	63.80	372.77	68.21	233.32	264.29	169.28	71.21
	Jan	66.81	367.68	68.32	232.32	263.19	167.43	72.19
United States	Dec	7.45	118.27	0.41	61.10	64.48	55.66	5.99
	Jan	7.47	116.38	0.41	61.10	64.37	54.16	5.72
Total Foreign	Dec	88.14	272.90	165.80	268.22	316.40	113.72	96.72
	Jan	90.75	271.63	163.91	266.22	315.12	113.37	97.80
Major Exporters 3/	Dec	47.85	214.00	5.57	95.33	106.36	105.28	55.79
	Jan	50.90	210.80	5.77	94.33	105.36	104.73	57.39
Argentina	Dec	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.70	23.50
	Jan	23.90	45.50	5.00	38.00	45.25	5.70	23.45
Brazil	Dec	23.81	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.71
	Jan	26.81	153.00	0.75	52.50	56.10	91.00	33.46
Paraguay	Dec	0.13	10.00	0.01	3.75	3.93	5.65	0.56
	Jan	0.18	10.00	0.01	3.75	3.93	5.80	0.46
Major Importers 4/	Dec	34.65	21.82	132.03	124.80	153.43	0.37	34.70
	Jan	34.26	23.75	130.03	123.80	153.14	0.37	34.53
China	Dec	31.79	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	31.50
	Jan	31.40	20.33	96.00	95.00	116.30	0.10	31.33
European Union	Dec	1.55	2.47	14.40	14.90	16.48	0.25	1.69
	Jan	1.55	2.47	14.40	14.90	16.48	0.25	1.69
Southeast Asia	Dec	0.75	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.92
	Jan	0.75	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.92
Mexico	Dec	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.33
	Jan	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.33

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



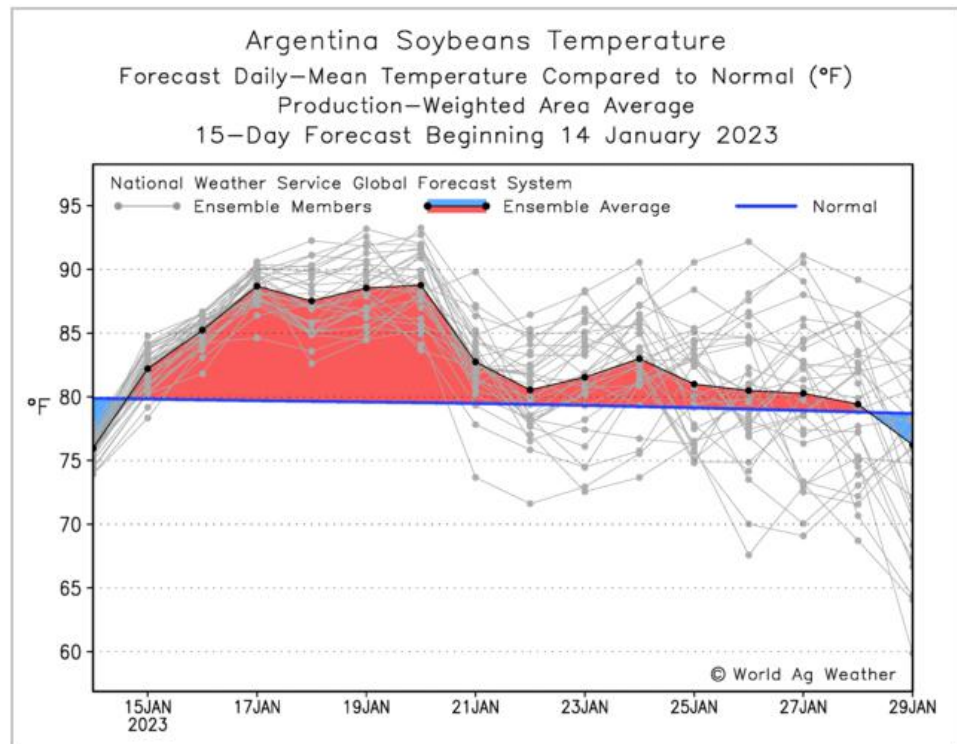
资料来源：布交所，优财研究院

图 9：阿根廷大豆播种及生长进度



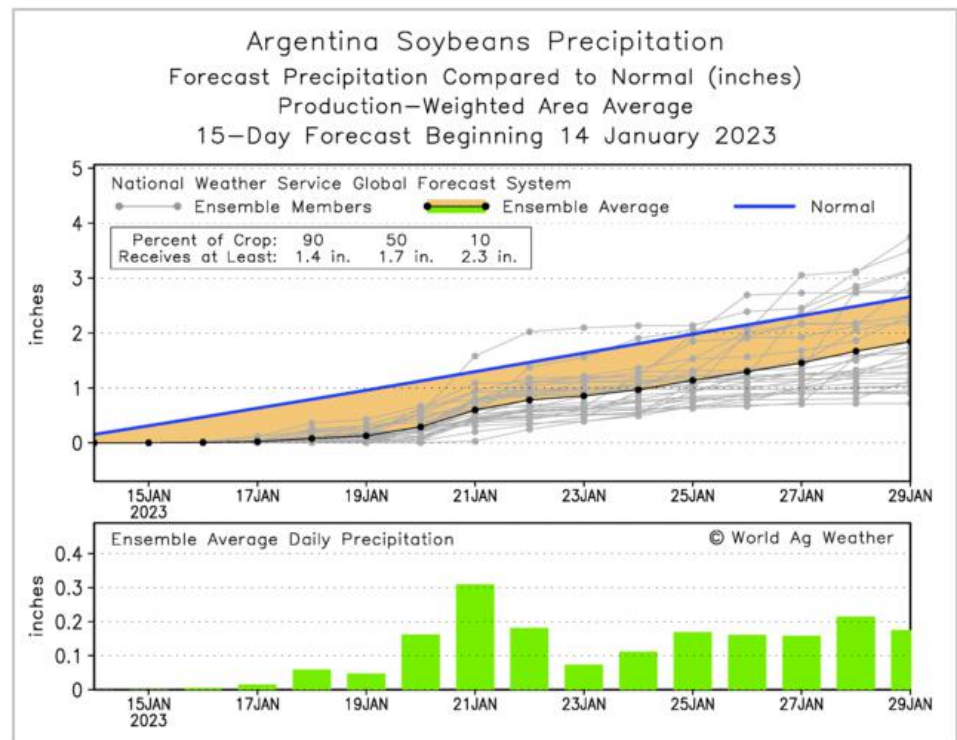
资料来源：布交所，优财研究院

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

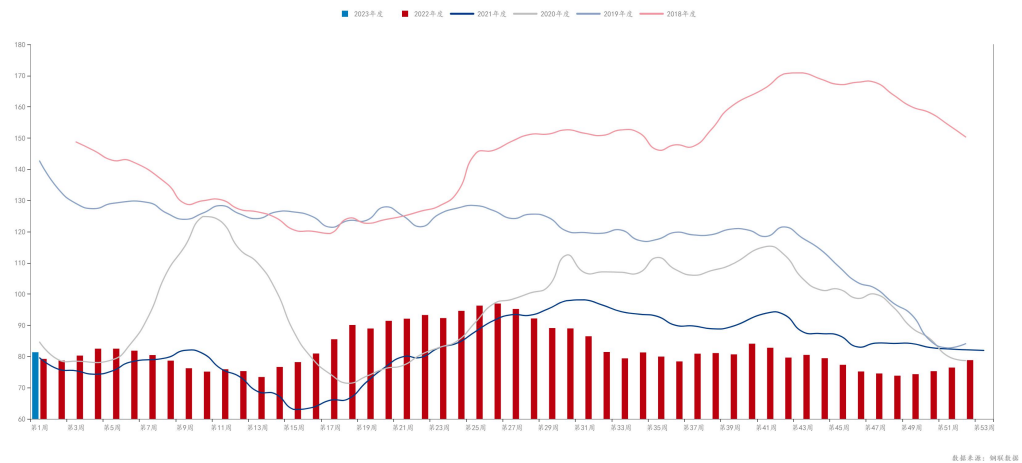


资料来源: World ag weather, 优财研究院

截至1月6日，国内豆油库存81.38万吨，环比增加2.55万吨。本周豆油现货基差企稳反弹，华北地区一级豆油基差由05+580上涨至05+620；华东地区一级豆油基差由05+750上涨至05+820；华南地区一级豆油基差由05+680上涨至05+710。节后若消费有所恢复，对豆油的影响是最大的，且目前豆油库存依旧处于历史低位，豆油5-9正套或存在套利机会。

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）

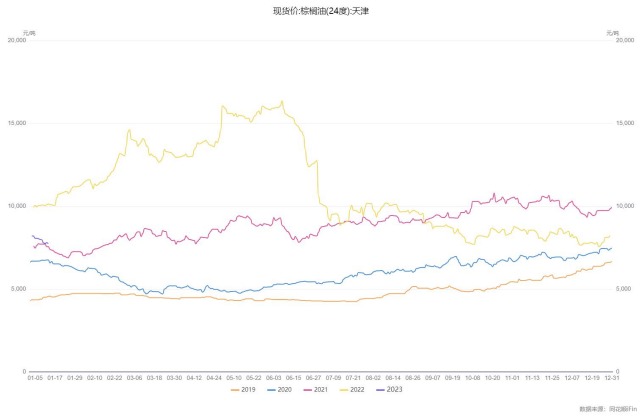


资料来源：钢联数据，优财研究院

二、市场价格

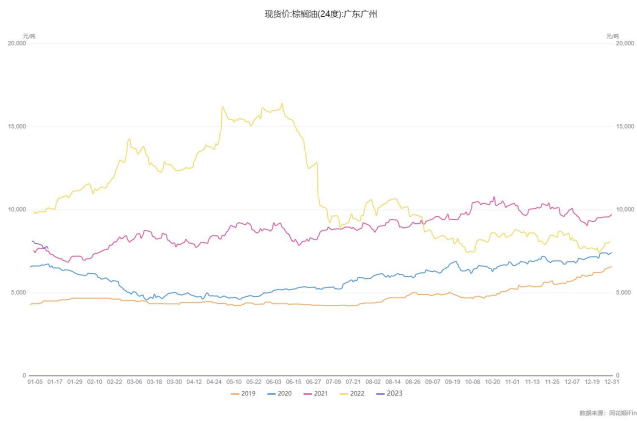
1、桐油现货市场价格

图 13: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



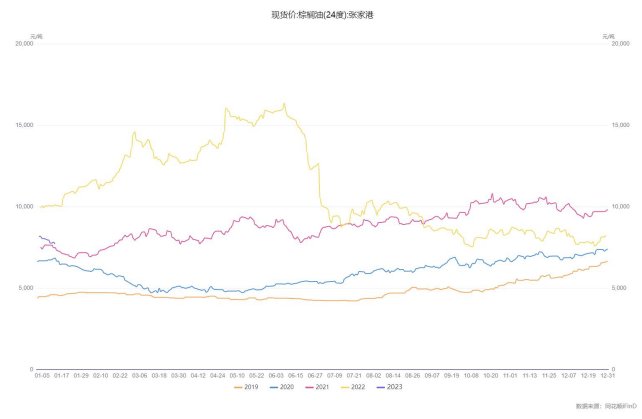
资料来源: ifind, 优财研究院

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

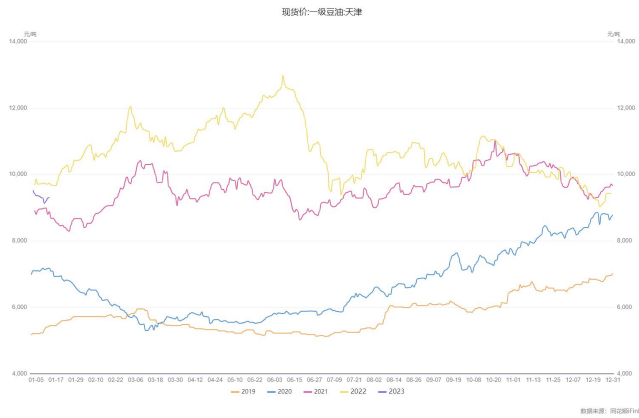
图 14: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

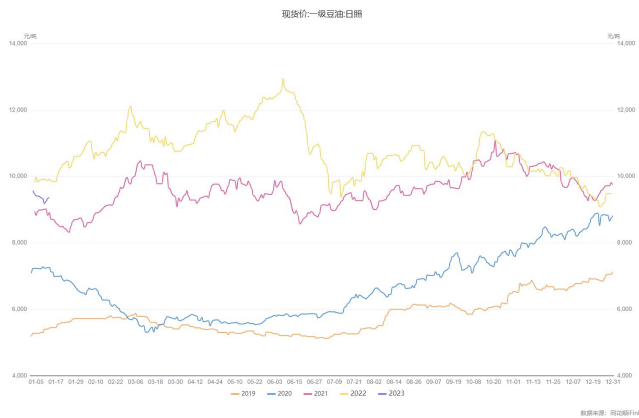
2、豆油现货市场价格

图 16：天津一级豆油现货价格（元/吨）



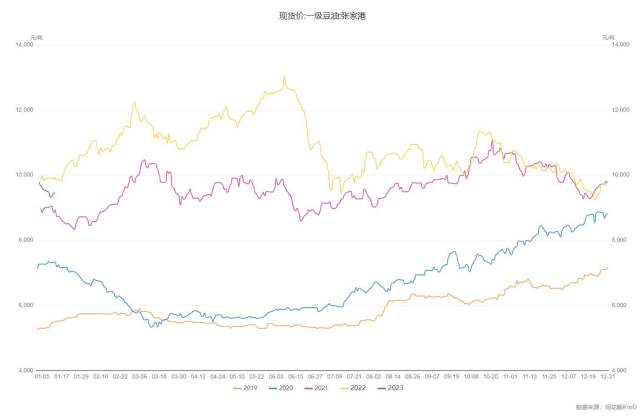
资料来源：ifind，优财研究院

图 18：山东一级豆油现货价格（元/吨）



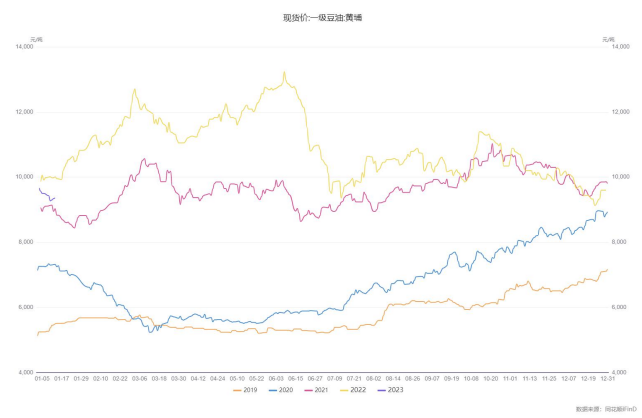
资料来源：ifind，优财研究院

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 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

临近春节假期，节前最后一周将可能面临大幅的减仓，市场波动将加剧，单边操作需谨慎。套利方面可关注豆油 5-9 正套 50 以下入场点，豆油粕比在 2.15-2.17 附近入场点，菜油近期走势偏弱，油粕比需等下跌企稳。

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/>