

2023年3月5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



油脂尝试突破，豆粕开启下跌

内容提要

截止2月28日，国内棕榈油主力合约收8228元/吨，较1月31日上涨4.42%；国内豆油主力合约收8848元/吨，较1月31日下跌0.09%；国内豆粕主力合约收3775元/吨，较1月31日下跌3.35%。截至2023年2月24日，全国重点地区棕榈油商业库存约97.82万吨，较2月3日下降4.97万吨；全国重点地区豆油商业库存约76.38万吨，较2月3日下降3.53万吨；全国重点地区豆粕商业库存约63.01万吨，较2月3日增加10.58万吨。

2月油脂整体趋于宽幅震荡，棕榈油数次尝试突破失败，内部分化逐渐明显，棕榈油再次受到印尼DMO的干扰偏强；豆油端国内低库存高基差，阿根廷产量扰动，不过国内豆油储备流出，巴西收割在即也有压制趋于中性；菜油供强需弱偏弱。

豆粕2月整月几乎横盘震荡，但月末开始破位下跌，阿根廷产量的恶化逐渐被市场接受，而巴西的收割上市开始步入事业。国内端生猪存栏开始下降，叠加豆粕被其他蛋白替代需求走低，国内库存快速累增部分油厂出现涨库停机对上方的压力开始显现，豆粕预期开启偏弱走势。

操作建议

目前油脂上有压力下游支撑，价格呈宽幅震荡走势，在未确立突破前单边操作可在震荡区间内考虑高抛低吸，棕榈油（8000-8400）、豆油（8700-9000）。套利方面前期油粕比扩大套利可继续持有，新介入需谨慎。

风险提示

南美天气；产地出口政策；国际能源价格等。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、行情综述

截止 2 月 28 日，国内棕榈油主力合约收 8228 元/吨，较 1 月 31 日上涨 4.42%；国内豆油主力合约收 8848 元/吨，较 1 月 31 日下跌 0.09%；国内豆粕主力合约收 3775 元/吨，较 1 月 31 日下跌 3.35%。

棕榈油在油脂中走势偏强，主要受到印尼出口政策的干扰，因临近斋月印尼政府为保证国内供应再次对出口端做出部分限制，推动外盘走强带动内盘走高，不过国内原料库存依旧处于近 100 万吨高位，国内现货基差依旧疲软。

豆油方面阿根廷产量预期继续大幅下降，USDA 的预估还是太保守，还有很大的下调空间，国内豆油库存始终在 80 万吨以下的较低水平，对期现价格都有支撑。但另一方面国内储备豆油拍卖启动，巴西的丰产也开始进入交易视野，豆油属于上有压力下支撑，短期呈窄幅震荡走势。

豆粕受到的产地因素与豆油相同，阿根廷的支撑及巴西的压力都有，但国内方面豆粕要远弱于外盘，库存累高消费下降，在 2 月底跌破震荡区间与 60 均线后短期下跌趋势已经确立，但将由于南美减产的因素在过程中存在反复。

国内现货方面，截止 2 月 28 日，天津 24 度棕榈油基差 05+50；华东 24 度棕榈油基差 05-20；广东 24 度棕榈油基差 05-60；天津一级豆油基差 05+730；华东一级豆油基差 05+860；广东一级豆油基差 05+770；山东豆粕基差 05+540，华东豆粕基差 05+500，广东豆粕基差 05+460。

图 1：棕榈油主力合约



资料来源：ifind，优财研究院

图 2：豆油主力合约



资料来源：ifind，优财研究院

图 3：豆粕主力合约



资料来源：ifind，优财研究院

图 4：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）

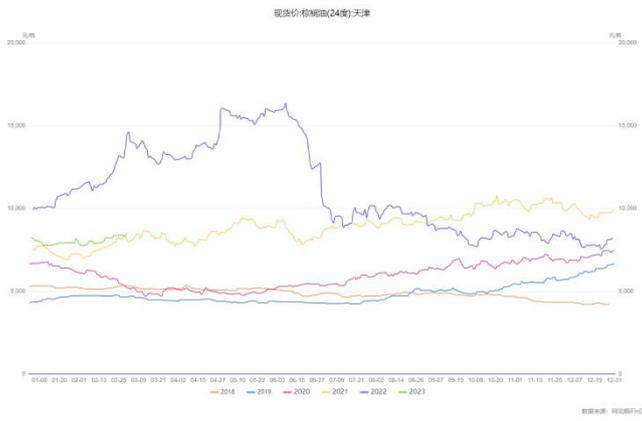
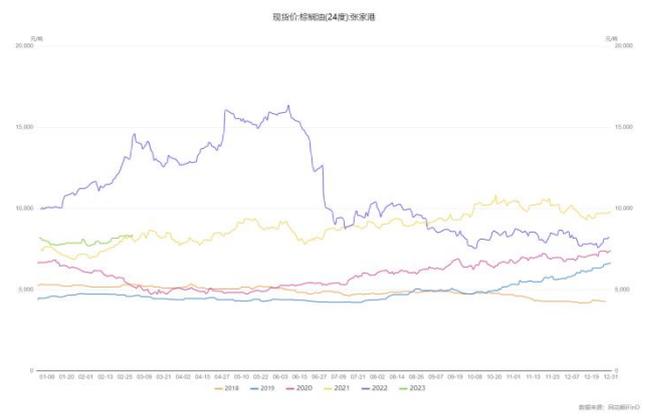


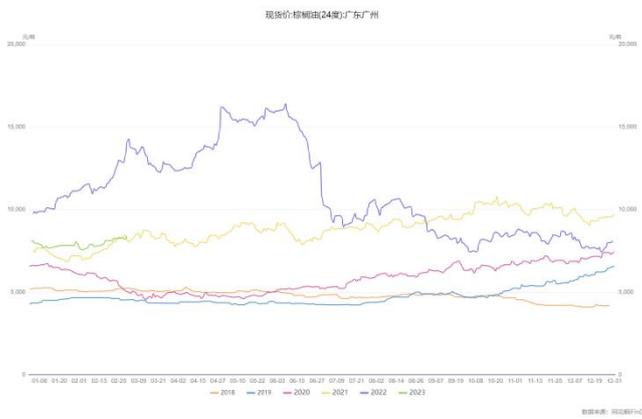
图 5：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源: ifind, 优财研究院

资料来源: ifind, 优财研究院

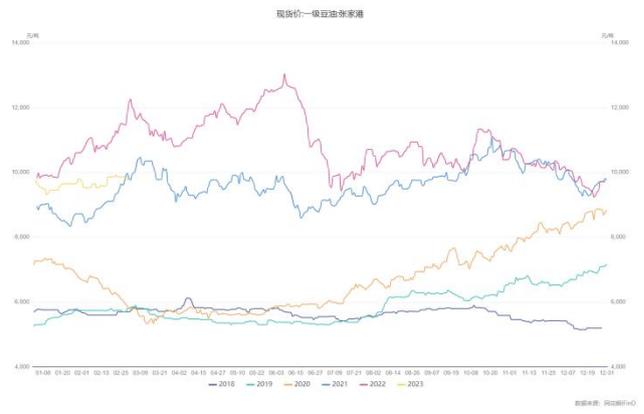
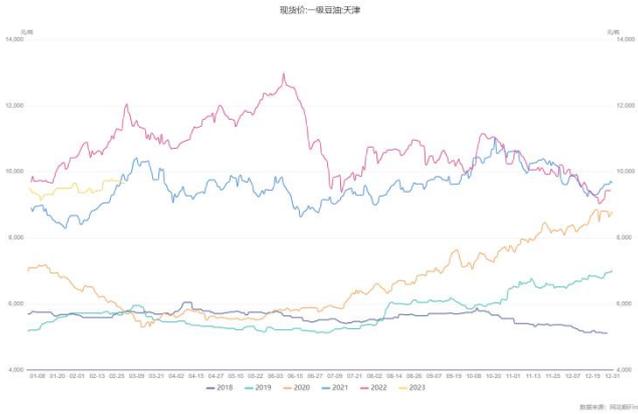
图 6：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源: ifind, 优财研究院

图 7：天津一级豆油现货价格（元/吨）

图 8：张家港一级豆油现货价格（元/吨）

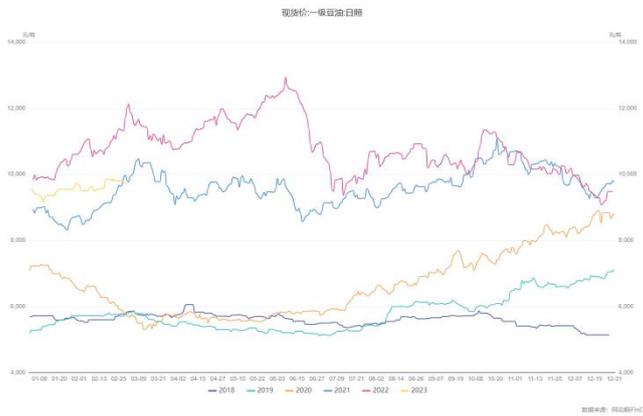


资料来源：ifind，优财研究院

资料来源：ifind，优财研究院

图 9：山东一级豆油现货价格（元/吨）

图 10：广东一级豆油现货价格（元/吨）

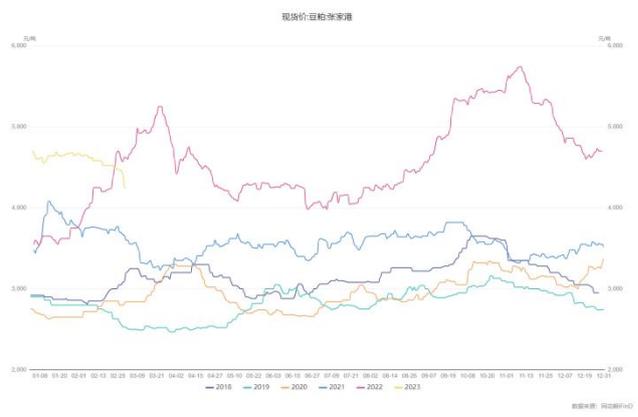
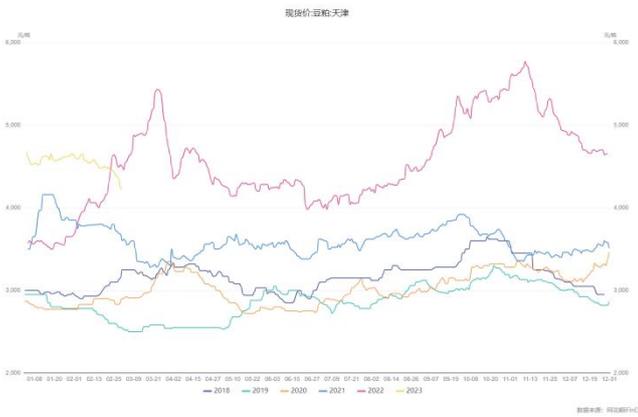


资料来源：ifind，优财研究院

资料来源：ifind，优财研究院

图 11: 天津一级豆粕现货价格 (元/吨)

图 12: 张家港一级豆粕现货价格 (元/吨)

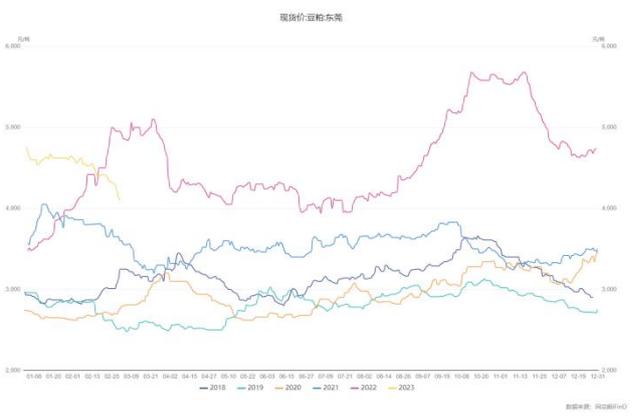
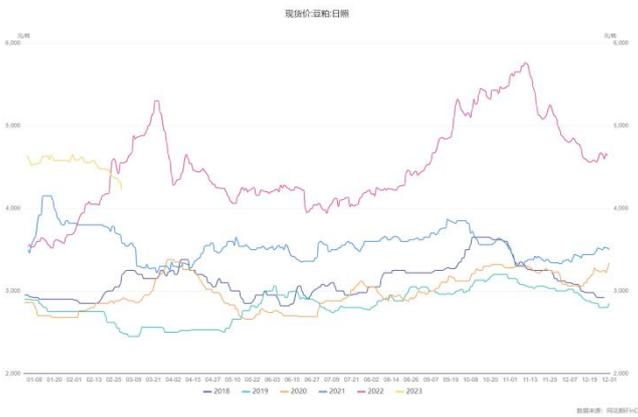


资料来源: ifind, 优财研究院

资料来源: ifind, 优财研究院

图 13: 山东一级豆粕现货价格 (元/吨)

图 14: 广东一级豆粕现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

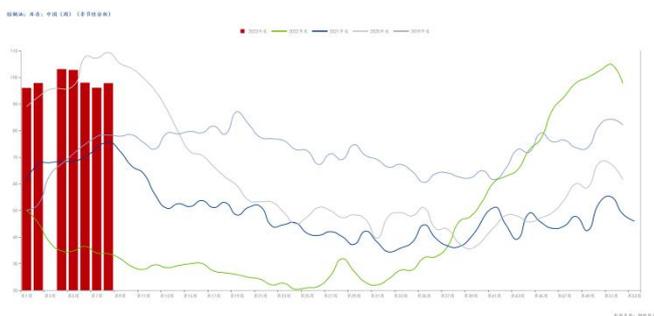
资料来源: ifind, 优财研究院

2、库存及供应

根据 Mysteel 数据，截至 2023 年 2 月 24 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 97.82 万吨，较 2 月 3 日下降 4.97 万吨；全国重点地区豆油商业库存约 76.38 万吨，较 2 月 3 日下降 3.53 万吨；全国重点地区豆粕商业库存约 63.01 万吨，较 2 月 3 日增加 10.58 万吨。

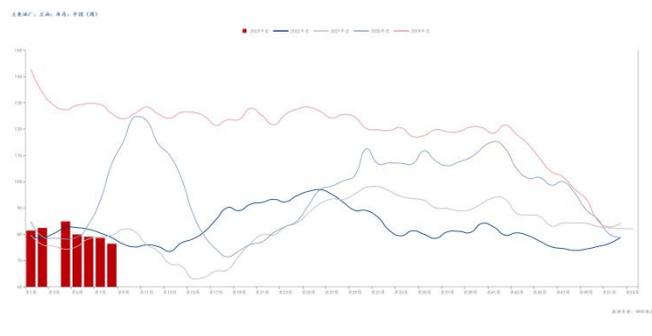
从库存上看，即使春节前后的消费转好，成交量开始走高，不过由于结转库存和到港量高，棕榈油库存一直维持在 90-100 万吨左右水平，3 月预计食用棕榈油到港约 30 万吨，叠加工棕总计到港约 45 万吨，与预期消费量持平，短期棕榈油库存很难顺利去化，这也给棕榈油流畅上行形成压力。豆油库存与棕榈油相反始终在历年较低位置徘徊，消费转好后豆油提货量有所上升，叠加周度压榨量由于豆粕涨库部分压榨厂停机原因下降，豆油库存难以累增，近期传言国家储备将流出约 50 万吨豆油，对供应相对有所缓解，我们也看到 2 月下旬开始豆油期价运行受阻，豆棕价差迅速收窄，不过轮出并不是一次性涌入市场，分批流入对库存累增的效果有限，豆油库存预期 4 月底前维持低位，未来可能随着时间推移期现回归，豆油价格将有一次补涨。

图 15：棕榈油全国库存



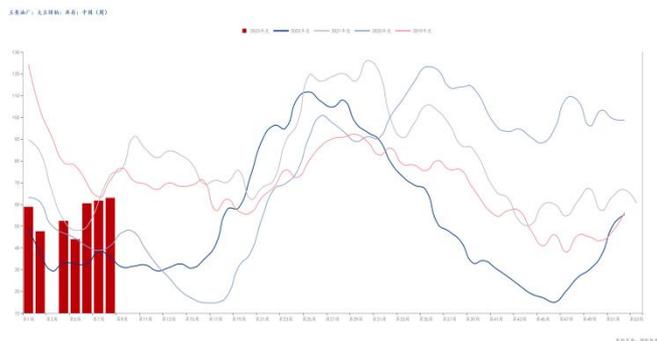
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 16：豆油全国库存



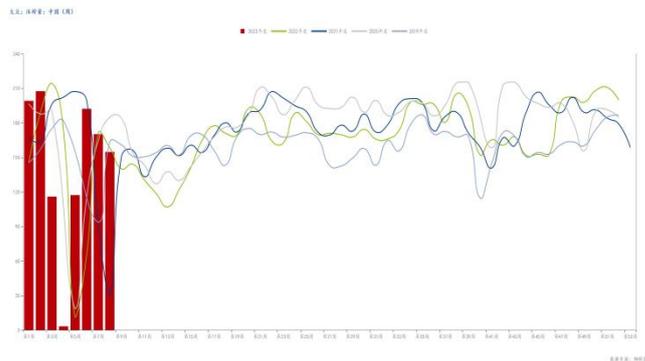
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 17: 豆粕全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

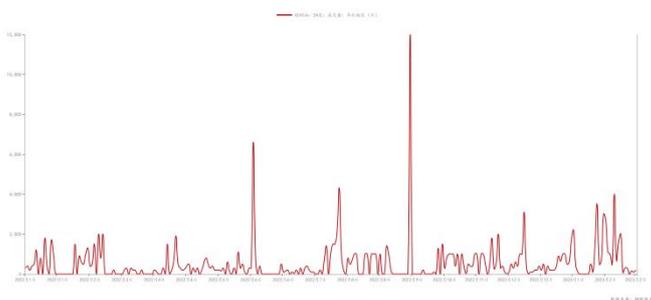
图 18: 全国大豆压榨量



资料来源：钢联数据，优财研究院

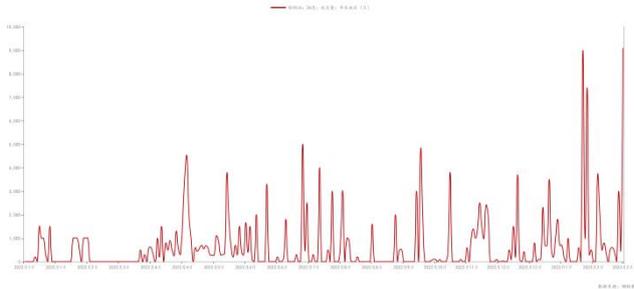
3、市场成交量

图 19: 24 度棕榈油成交量：华北地区（日）



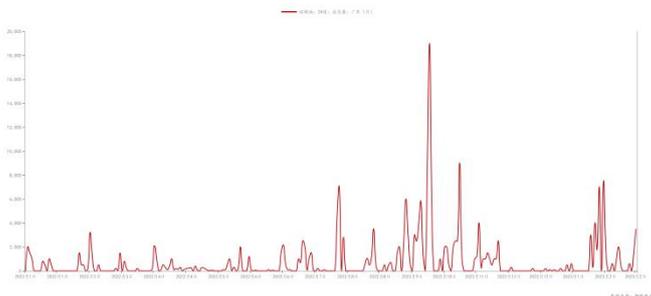
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 20: 24 度棕榈油成交量：华东地区（日）



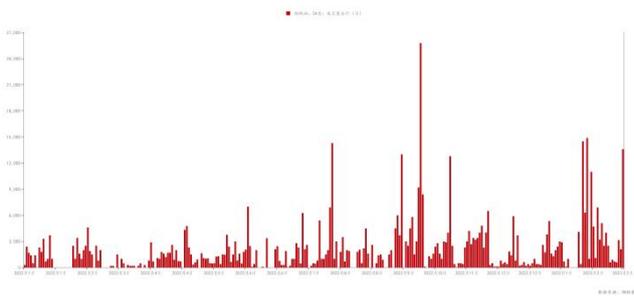
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 21: 24 度棕榈油成交量：广东地区（日）



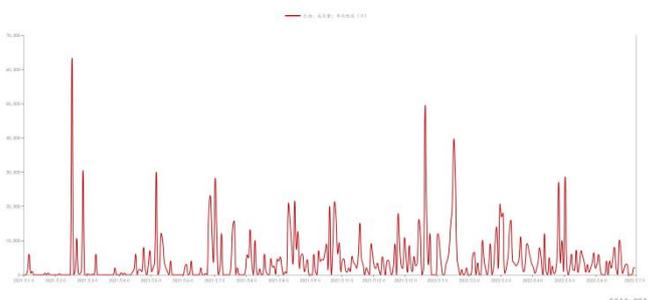
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 22: 24 度棕榈油成交量：全国合计（日）



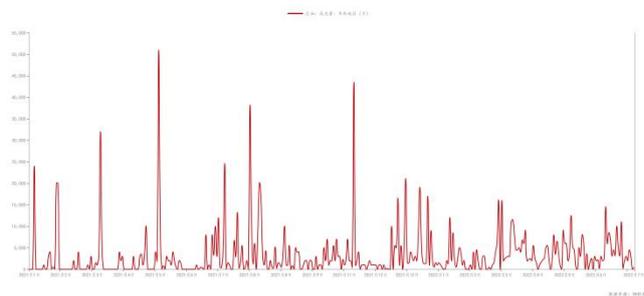
资料来源：钢联数据，优财研究院

图 23: 豆油成交量: 华北地区 (日)



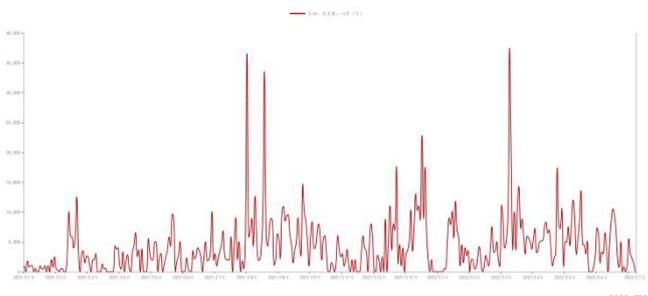
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 24: 豆油成交量: 华东地区 (日)



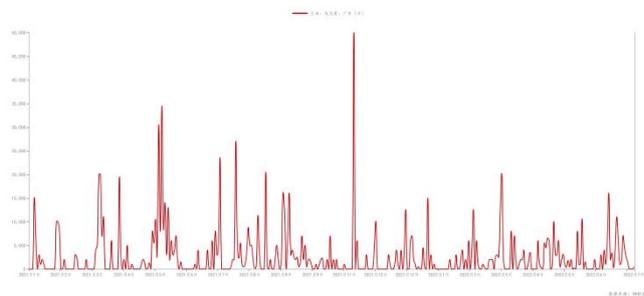
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 25: 豆油成交量: 山东地区 (日)



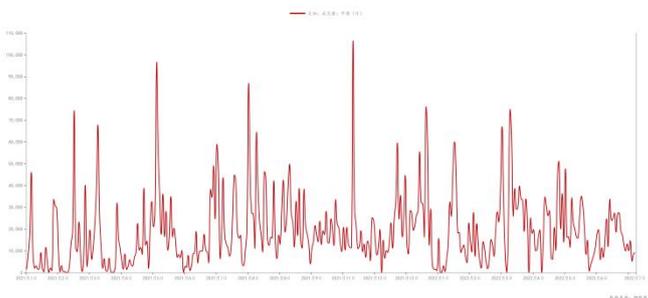
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 26: 豆油成交量: 广东地区 (日)



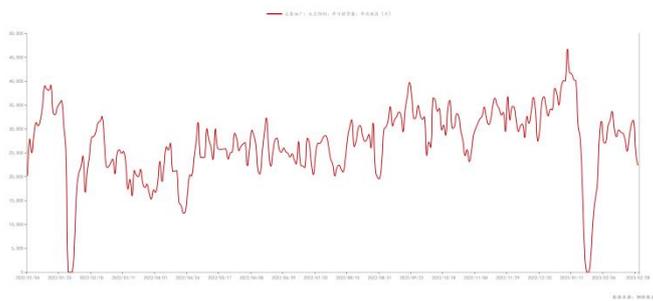
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 27: 豆油成交量: 全国合计 (日)



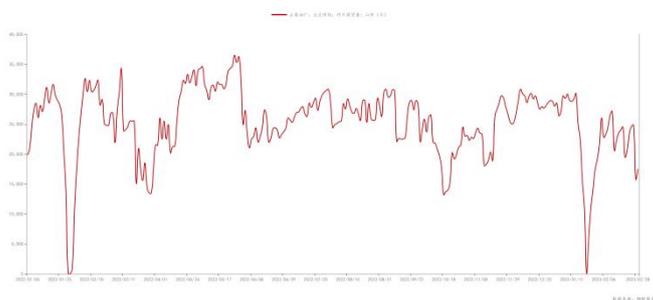
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 28: 豆粕提货量: 华北地区 (日)



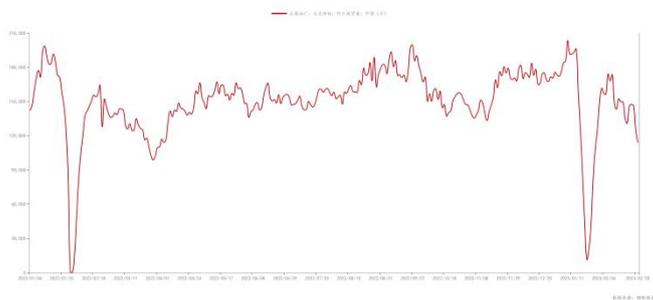
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 30: 豆粕提货量: 山东地区 (日)



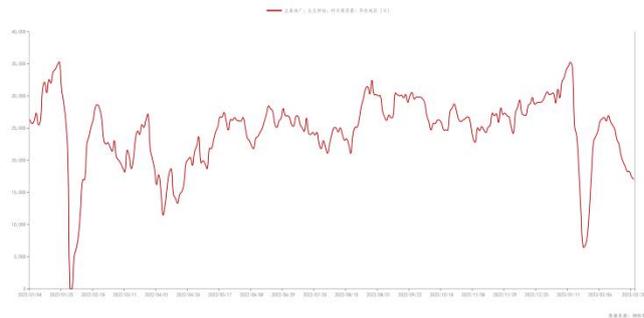
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 32: 豆粕提货量: 全国合计 (日)



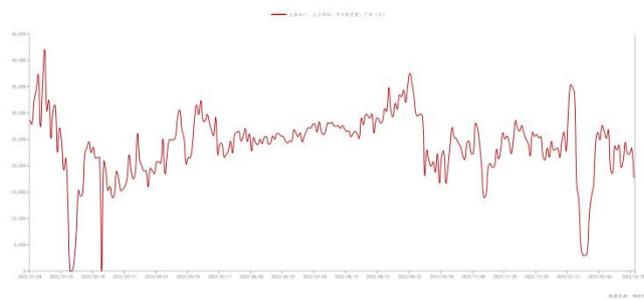
资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 29: 豆粕提货量: 华东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 31: 豆粕提货量: 广东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

4、产地情况

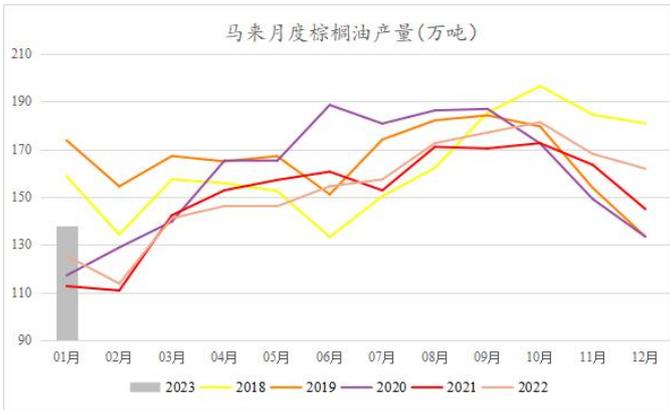
棕榈油

马来西亚棕榈油局 MPOB 1 月供需报告数据公布：马来西亚 1 月棕榈油产量为 1,380,410 吨，环比减 14.73%；马来西亚 1 月棕榈油进口为 144,937 吨，环比增加 123.29%；马来西亚 1 月棕榈油出口为 1,135,498 吨，环比下降 22.96%；马来西亚 1 月棕榈油库存量为 2,268,198 吨，环比增 3.26%。2 月高频数据：马来产量：马来产量：SPPOMA：2023 年 2 月 1-28 日马来西亚棕榈油单产增加 5.38%，出油率减少 0.63%，产量增加 1.9%。马来出口：ITS：马来西亚 2 月 1-28 日棕榈油出口量为 1159720 吨，上月同期为 1133868 吨，环比增加 2.28%；AmSpec：马来西亚 2 月 1-28 日棕榈油出口量为 1062057 吨，上月同期为 1066287 吨，环比减少 0.4%；SGS：预计马来西亚 2 月 1-28 日棕榈油出口量为 1131939 吨，较上月同期出口的 1113292 吨增加 1.67%。

从数据上看，马来西亚 1 月产量位于市场预期区间下沿，出口低于市场预期区间，库存环比增加 7.3 万吨至 226.8 万吨，高于市场预期，马来 1 月的去库速度表现的并不好。2 月来看产出或与 1 月持平，2 月末库存预计在 220 万吨附近，库存在减产季还是相对高位，一定程度抑制了上方的涨幅，这也是棕榈油近期始终宽幅震荡的原因之一。

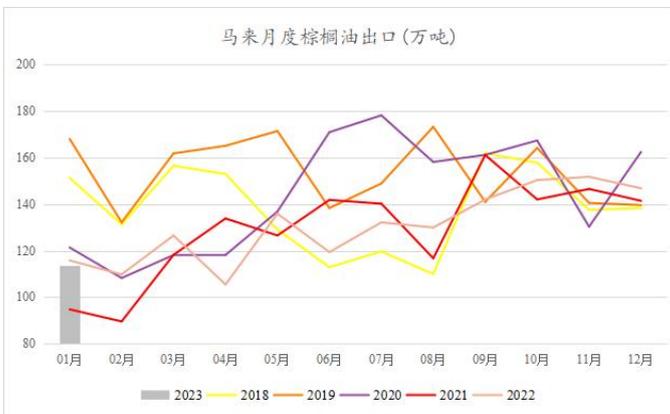
就 3 月而言，棕榈油将逐渐进入增产季，不过产量的恢复需要时间的推移，增产初期的产量增量不会太大，另近期东南亚出现的暴雨洪灾对产量造成不利影响，预计 3 月产量环比增长 10%左右。不过需要注意，棕榈树本身喜水，暴雨对棕榈油生长本身的影响有限，更多是人工无法收割导致减产，若暴雨阶段性结束，那对产量的影响将大大降低。出口方面受到印尼可能限制出口政策的扰动以及伊斯兰国家斋月备货需求，我们对 3 月的出口抱有比较好的预期，或较 2 月增长 20%左右，马来西亚库存有望大幅下降。结合目前国内棕榈油有突破前高的迹象，3 月棕榈油偏强看待。

图 33: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



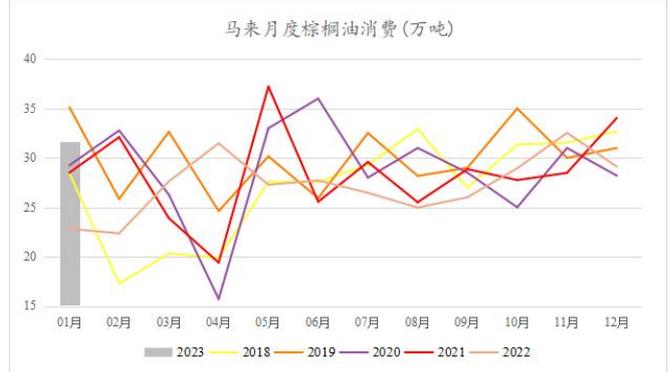
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 35: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)



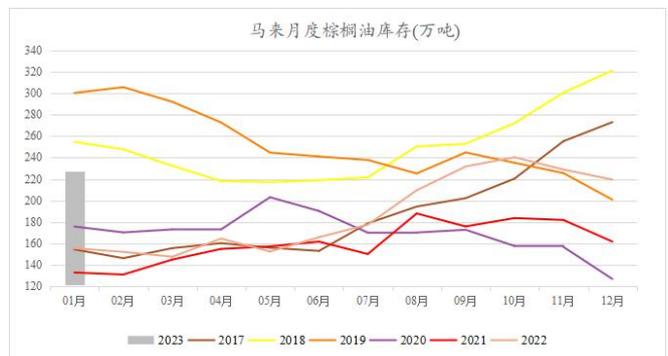
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 34: 马来西亚棕榈油消费 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

图 36: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)

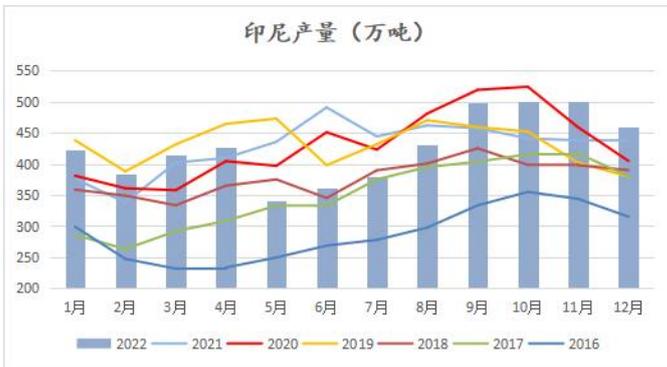


资料来源: MPOB, 优财研究院

印尼似乎在重复去年的操作，又开始就 DMO 展开了一系列的操作，先是在 2 月初冻结了部分棕榈油出口配额，印尼高级部长表示，由于食用油价格在开斋节前上涨，印尼将暂停部分棕榈油出口许可的发放，此举旨在暂停部分出口配额的情况下，以扩大国内销售。据称该政策将在 5 月 1 日开始逐步恢复直到 23 日完全解除，预计为期 3 个月，并且将食用油的国内市场义务（DMO）提高 50%，即 30 万吨增至 45 万吨。之后市场上开始流传 DMO 将从 1:6 调整至 1:3 甚至 1:2，这些小道消息每次出现都推动棕榈油小幅的走高，不过截至目前印尼依旧维持着 1:6 的配额比例，不过在国内 DMO 的完成上还是有所差距，截至 2 月 20 日，印尼生产商的食用油 DMO 销售为 196032 吨，占 45w 吨 DMO 分配总量的 43.56%。其中，DMO 分配的棕榈油仍然以散装食用油为主，达 153347 吨(78.23%)。要加大在国内销售相对低价的包装油量贸易商显然有些不愿意，在背后又开始进行囤货操作，贸易部和国民警察发现一家生产商的仓库里囤积了 minyakita 品牌的食用油，政府表示市场上品牌食用油的短缺是由这个问题引起的。国家警察食品工作队将根据实地调查结果采取行动。如果依旧以 DMO30 万吨来执行的话，印尼每月的出口配额约 240 万吨，对于印尼出口来说可能仅仅“刚好”

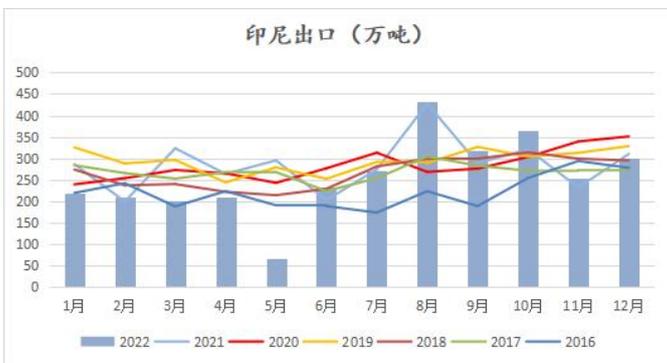
不过从需求国的角度来说，因为 4 季度的大量采购，印度和中国目前棕榈油库存都在高位，对未来进口量下降的容忍度较大，即使印尼继续出台出口限制措施，预计对棕榈油的提振幅度将远不如去年激烈。目前棕榈油处于向上突破阶段，我们建议前期多单可继续持有，不建议高位追多。

图 37: 印尼棕榈油产量 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 39: 印尼棕榈油出口 (万吨)



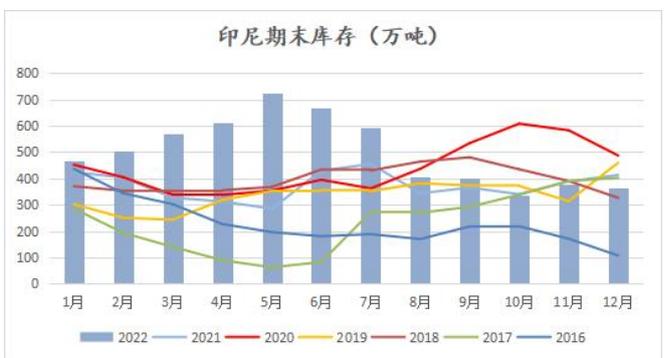
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 38: 印尼棕榈油消费 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 40: 印尼棕榈油库存 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

大豆及豆油

USDA2月供需报告：USDA2月供需报告：2月美国2022/2023年度大豆单产预期49.5蒲式耳/英亩，1月预期为49.5蒲式耳/英亩，环比持平；产量预期42.76亿蒲式耳，1月预期为42.76亿蒲式耳，环比持平；压榨量预期22.3亿蒲式耳，1月预期为22.45亿蒲式耳，环比减少0.15亿蒲式耳；出口量预期19.9亿蒲式耳，1月预期为19.9亿蒲式耳，环比持平；大豆期末库存预期2.25亿蒲式耳，1月预期为2.1亿蒲式耳，环比增加0.15亿蒲式耳。

美国2022/2023年度豆油产量预期262.45亿磅，1月预期为263.1亿磅，环比下调0.65亿磅；豆油总消耗量预期266亿磅，1月预期为267亿磅，环比下调1亿磅；豆油期末库存预期19.35亿磅，1月预期为19.01亿磅，环比上调0.35亿磅。

美国2022/2023年度豆粕产量预期5263.9万吨，1月预期为5283.9万吨，环比下调20万吨；豆粕总消耗量预期5320万吨，1月预期为5340万吨，环比下调20万吨；豆粕期末库存预期35万吨，1月预期为35万吨，环比持平。

本月USDA对本国大豆及油粕的调整基本符合预期，对市场影响不大，由于12月压榨量的放缓以及豆油需求的预期走低，USDA下修整体大豆压榨量及油粕需求量，未来USDA将不会对美豆产量进行修正，影响USDA期末库存的因素将聚焦于需求尤其是出口端，今年虽然巴西丰产，不过阿根廷的大幅减产或增加当前美豆的出口预期，美豆库存相对吃紧，整体平衡将较去年更紧张，美豆价格下方有强支撑。

图 41: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Jan	2022/23 Proj. Feb
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.3	86.3
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	49.5	49.5
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,276	4,276
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,566	4,566
Crushings	2,141	2,204	2,245	2,230
Exports	2,266	2,158	1,990	1,990
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	1	18	18
Use, Total	4,504	4,464	4,355	4,340
Ending Stocks	257	274	210	225
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.20	14.30
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,991	1,991
Production 4/	25,023	26,143	26,310	26,245
Imports	302	303	300	300
Supply, Total	27,177	28,578	28,601	28,536
Domestic Disappearance	23,314	24,813	25,900	25,900
Biofuel 3/	8,920	10,348	11,600	11,600
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,465	14,300	14,300
Exports	1,731	1,773	800	700
Use, Total	25,046	26,587	26,700	26,600
Ending stocks	2,131	1,991	1,901	1,936
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	52,639
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,750	53,550
Domestic Disappearance	37,674	38,966	39,700	39,500
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,490	53,400	53,200
Ending Stocks	341	311	350	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	425.00	450.00

资料来源: USDA, 优财研究院

图 42: 全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.55	368.52	165.55	315.94	363.87	164.99	99.75
World Less China		69.93	348.92	65.81	222.94	251.13	164.92	68.61
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.27	253.77	165.01	257.69	302.96	103.33	92.76
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/		99.75	358.00	157.08	312.89	362.11	153.89	98.83
World Less China		68.61	341.60	65.51	225.39	254.51	153.79	67.43
United States		6.99	121.53	0.43	59.98	62.77	58.72	7.47
Total Foreign		92.76	236.47	156.65	252.91	299.34	95.17	91.36
Major Exporters 3/		54.94	180.67	4.43	91.30	101.84	87.26	50.94
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	79.12	26.82
Paraguay		0.45	4.20	0.04	2.15	2.23	2.27	0.20
Major Importers 4/		34.56	20.16	123.78	116.28	143.88	0.42	34.20
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	8.26	4.45	9.27	0.02	0.69
Mexico		0.46	0.29	5.96	6.35	6.40	0.00	0.30
2022/23 Proj.								
World 2/	Jan	98.22	388.01	164.32	327.32	379.49	167.53	103.52
	Feb	98.83	383.01	164.07	323.90	376.41	167.47	102.03
World Less China	Jan	66.81	367.68	68.32	232.32	263.19	167.43	72.19
	Feb	67.43	362.68	68.07	229.90	261.11	167.37	69.70
United States	Jan	7.47	116.38	0.41	61.10	64.37	54.16	5.72
	Feb	7.47	116.38	0.41	60.69	63.97	54.16	6.13
Total Foreign	Jan	90.75	271.63	163.91	266.22	315.12	113.37	97.80
	Feb	91.36	266.63	163.67	263.21	312.44	113.31	95.90
Major Exporters 3/	Jan	50.90	210.80	5.77	94.33	105.36	104.73	57.39
	Feb	50.94	206.30	7.02	93.58	104.61	104.73	54.93
Argentina	Jan	23.90	45.50	5.00	38.00	45.25	5.70	23.45
	Feb	23.90	41.00	6.25	37.30	44.55	4.20	22.40
Brazil	Jan	26.81	153.00	0.75	52.50	56.10	91.00	33.46
	Feb	26.82	153.00	0.75	52.75	56.35	92.00	32.22
Paraguay	Jan	0.18	10.00	0.01	3.75	3.93	5.80	0.46
	Feb	0.20	10.00	0.01	3.45	3.63	6.30	0.28
Major Importers 4/	Jan	34.26	23.75	130.03	123.80	153.14	0.37	34.53
	Feb	34.20	23.71	129.53	122.50	151.84	0.37	35.23
China	Jan	31.40	20.33	96.00	95.00	116.30	0.10	31.33
	Feb	31.40	20.33	96.00	94.00	115.30	0.10	32.33
European Union	Jan	1.55	2.47	14.40	14.90	16.48	0.25	1.69
	Feb	1.55	2.47	13.90	14.65	16.23	0.25	1.44
Southeast Asia	Jan	0.75	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.92
	Feb	0.69	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.86
Mexico	Jan	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.33
	Feb	0.30	0.19	6.40	6.50	6.55	0.00	0.34

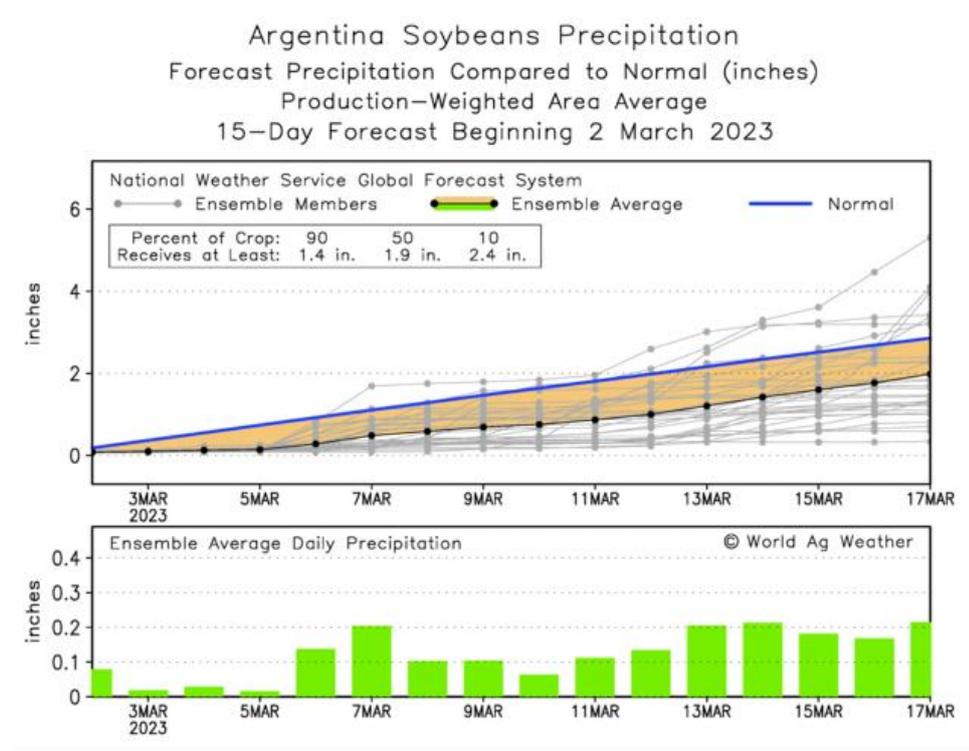
资料来源: USDA, 优财研究院

南美市场，阿根廷 2 月开始天气恢复干燥高温，虽然部分地区零星有小雨但对作物的改善意义不大，阿根廷作物优良率再创新低，布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至 2 月 23 日，阿根廷大豆作物状况评级较差为 60%（上周为 56%，去年 25%）；一般为 37%（上周 35%，去年 49%）；优良为 3%（上周 9%，去年 26%）；土壤水分 71% 处于短缺到极度短缺（上周 67%，去年 41%）；29% 处于有益到适宜（上周 33%，去年 59%）。并且表示，阿根廷 2022/2023 年度大豆产量预计为 3350 万吨，低于此前预测的 3800 万吨。而罗萨里奥交易所的预期为 3450 万吨，德国著名刊物则预测为 3250 万吨，目前阿根廷产量低于 3500 万吨似乎已成市场共识，USDA 还有大幅的下调空间。

巴西方面的收割进度依旧较往年慢 10% 左右，CONAB：截至 02 月 25 日，巴西大豆收割率为 34%，上周为 23%，去年同期为 42.1%。巴西大豆集中装运时间或在 3 月底至 4 月，对应国内到港即 4 月底至 6 月，叠加国内豆粕库存较大，国内油厂缺豆停机和涨库停机并存，国内豆油库存很难在 4 月底前大幅累增，给予了期限价格一定的支撑。

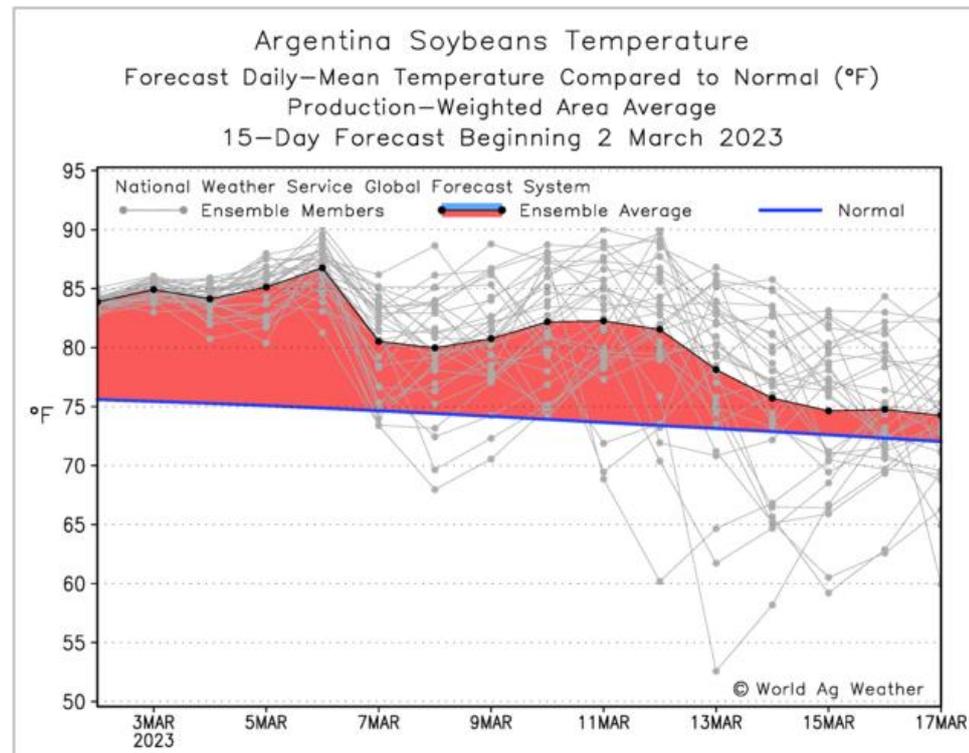
再说回整体美洲产量，今年南美的产量就像一颗糖衣炮弹，巴西就想外面的一层糖衣，现在市场已经基本吃干抹净，而危险的炮弹开始让越来越多人恐惧。去年由于巴西的产量骤减，导致全球大豆相对紧缺是众所周知的事情，我们现在将 2 年美洲主产国的产量做一个对比，去年美国+巴西+阿根廷+巴拉圭的产量分别为 1.215 亿+1.295 亿+4390 万+420 万，总计约 2.991 亿吨，今年目前按阿根廷 3350 万估算，四国产量约 1.1638 亿+1.5 亿+3350 万+1000 万，总计约 3.0988 亿吨。由于阿根廷产量从期初的 5000 万+下调至目前仅约 3350 万，且美国以外的减产，今年大豆的总产量可能只比去年 1000 万吨左右，全球大豆丰产的预期破裂，今年全球大豆库销比或将较去年下滑 0.2%。不过国内的情况相对好一些，由于巴西丰产，往年巴西大豆 70% 用于出口，对标今年 1.5 亿的产量即 1-1.05 亿吨，而我国进口大豆中巴西大豆占比约 70，即 7000 万吨以上，所以今年我国从美国和阿根廷进口大豆总量只需约 3000 万吨，我国的大豆供应将对于全球大豆来说相对宽松。

图 43: 阿根廷大豆种植带未来 15 日降雨情况



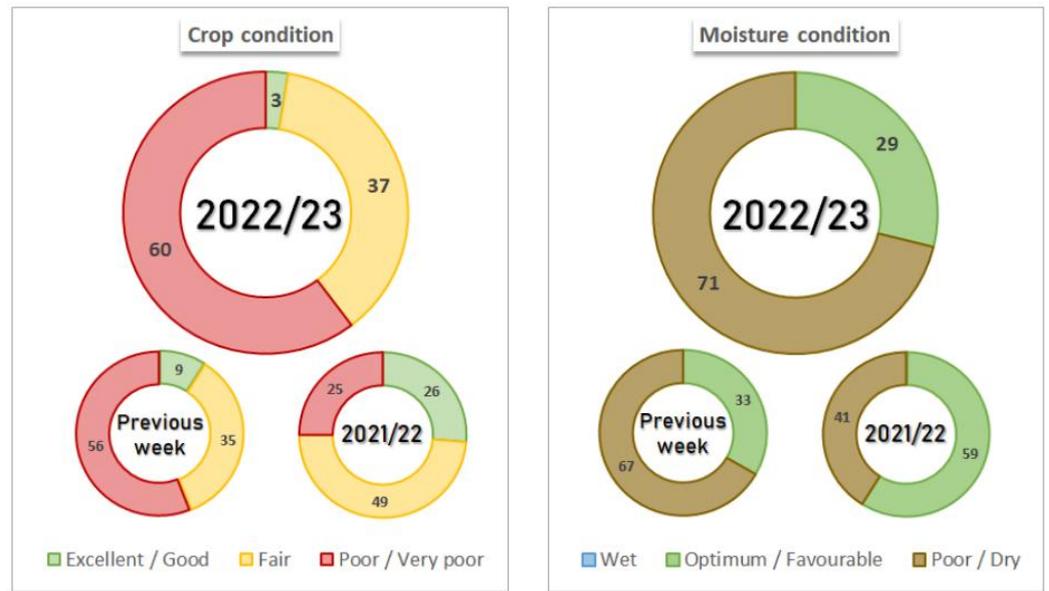
资料来源: World Ag Weather, 优财研究院

图 44: 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 45: 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 46: 巴西大豆收割进度

Estado	Semana até:		
	2022	2023	
	26/Feb	18/Feb	25/Feb
Tocantins	60.0%	20.0%	35.0%
Maranhão	19.0%	11.0%	27.0%
Piauí	13.0%	15.0%	15.0%
Bahia	7.0%	4.0%	8.0%
Mato Grosso	80.5%	59.6%	77.1%
Mato Grosso do Sul	47.0%	8.0%	24.0%
Goiás	55.0%	17.0%	40.0%
Minas Gerais	26.0%	15.0%	21.0%
São Paulo	31.0%	8.0%	25.0%
Paraná	29.0%	8.0%	10.0%
Santa Catarina	17.0%	2.0%	2.0%
Rio Grande do Sul	1.0%	0.0%	0.0%
12 estados	42.1%	23.0%	34.0%

资料来源: CONAB, 优财研究院

二、后市展望

目前油脂上有压力下游支撑，价格呈宽幅震荡走势，虽然棕榈油在政策扰动下尝试突破震荡区间，但豆油的中性及菜油相对较弱拖累整体油脂价格重心上移，在未确立突破前单边操作可在震荡区间内考虑高抛低吸，棕榈油（8000-8400）、豆油（8700-9000）。豆粕方面由于跌破了60均线及震荡区间下沿，短期下跌趋势基本确立，国内的基本面也不再支持豆粕价格高位运行，不过由于阿根廷的减产不对扰动全球大豆市场，本次的下跌预计将经历多次反复，投资者可在阶段性反弹中逢高沽空。套利方面前期油粕比扩大套利可继续持有，新介入需谨慎。

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/>