

2023年3月19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



宏观压制，深度回调

内容提要

在上周末硅谷银行暴雷事件后，本周瑞士信贷再出危机，市场笼罩在宏观悲观情绪中油脂价格大幅下跌，虽然周四美国 11 家银行联合救助美国第一共和银行缓解了部分恐慌情绪，油脂空头也出现获利离场，但周线依旧收出不小跌幅，其中棕榈油因自身基本面偏强表现相对抗跌，豆油接近去年 7 月以来最低点，菜油破位深度下跌。

豆粕本周继续走低，跌至年内低位，在宏观情绪的压力以及巴西开始大量抛售大豆的情况下外盘也难以给予连粕支撑，另一方面国内需求大幅走低，基差快速下跌更是出现了周四周五连续两天华南 0 成交的罕见情况，在 4 月进口大豆集中到港之后国内豆粕的基本面将越来越差，依旧偏空看待。

操作建议

油脂目前自身基本面棕榈油>豆油>菜油，但在瑞信事件爆发后市场对后市的乐观预期降低，不排除再有黑天鹅出现，虽然周五市场得到一定的反弹，但更多是空头的回撤而非多头力量的注入，短期单边操作相对谨慎，菜油依旧是空配的选择。

豆菜粕基本面及宏观双弱，维持中长期看空观点，操作上逢反弹至上方压力位沽空较为合适。

风险提示

宏观情绪及黑天鹅事件

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

1、棕榈油

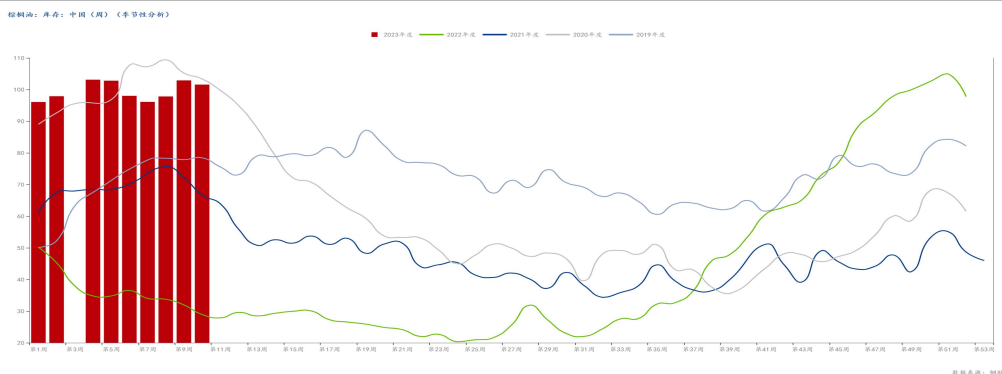
本周棕榈油表现相对抗跌，05 合约周线录得 1.31 跌幅，收于 7808 元/吨，短期压力 7840，支撑 7630。棕榈油之所以偏强国内外都有所支撑。

马来西亚方面，高频数据显示，马来产量：马来产量：SPPOMA：2023 年 3 月 1-15 日马来西亚棕榈油单产减少 29.06%，出油率减少 0.19%，产量减少 29.08%。马来出口：马来西亚 3 月 1-15 日棕榈油出口量为 751814 吨，上月同期为 484950 吨，环比增加 55.03%；AmSpec：预计马来西亚 3 月 1-15 日棕榈油出口量为 750530 吨，较上月同期出口的 437327 吨增加 71.62%；SGS：预计马来西亚 3 月 1—15 日棕榈油出口量为 715230 吨，较上月同期出口的 449703 吨增加 59.04%。数据显示马来西亚 3 月上半月产量受到月初降雨影响降幅较大，相反出口端表现非常好，得益于中国、印度及欧盟的进口需求回升，预计马来西亚 3 月库存或降至 190 万吨左右水平，降至 200 万吨以下的关键分割线，会使马来西亚的库存压力减轻很多。

另一方面产地报价居高不下，截至本周五国内 24 度棕榈油 5-6 月船期产地 offer 价格 995 美金，对 05 倒挂约 330 元/吨，而上周五 5-6 月船期产地 offer 980 美金，产地报价不降反升，提振了国内期价的上行，也一定程度预示产地并无卖货压力，看多情绪较浓。

截至 3 月 10 日，国内棕榈油库存 101.57 万吨，环比下降 1.31 万吨。库存小幅依旧在高位，但因远月买船较少，据统计 3 月国内预计到港食用棕榈油 30 万吨，而 4-5 月买船量合计不到 30 万吨，国外报价居高不下进口窗口无法打开，本周成交火爆，现货及近月船期遭到抢购，基差快速回升。本周华北地区基差由 05+80 上涨至 05+150；华东地区基差由 05+10 上涨为 05+70；华南地区基差由 05-20 上涨至 05+70。

图 1：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

2、大豆及油粕

NOPA2月数据公布，2月大豆压榨量为1.65414亿蒲式耳，低于预期，市场预期为1.6606亿蒲式耳，1月份数据为1.79007亿蒲式耳。2月豆油库存为18.09亿磅，市场预期为18.86亿磅，1月份数据为18.29亿磅。美豆压榨连续3个月不及预期，给予盘面压力，美豆从1500美分上方回落。

另一方面压力来自巴西，Conab：截至3月11日收割进度53.4%，上周为43.9%，去年同期为63.1%。丰产年度接近60%的收割进度给予巴西库存压力，叠加今年巴西玉米也是丰产，巴西需要在玉米大量收割之前抛售一部分大豆缓解库容压力，巴西offer报价至-50左右的新低，给予全球大豆价格压力，而目前巴西大豆销售进度约40%，预计销售进度达到60%左右压力缓解，市场将再度聚焦阿根廷减产及全球大豆平衡趋紧的现实，届时美豆或强势站稳1500美分上方，但也要关注近期宏观是否还有不利事件出现。

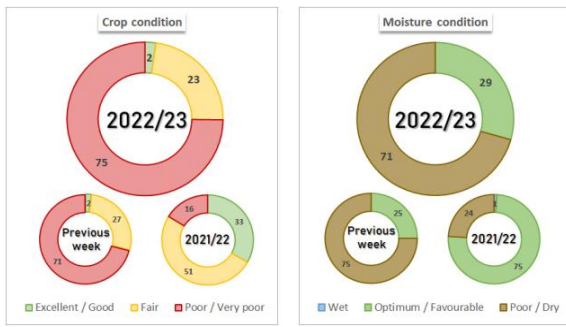
阿根廷作物情况：布宜诺斯艾利斯谷物交易所：截至3月16日，阿根廷大豆作物状况评级较差为75（上周为71%，去年16%）；一般为23%（上周27%，去年51%）；优良为2%（上周2%，去年33%）；土壤水分71%处于短缺到极度短缺（上周75%，去年24%）；29%处于有益到适宜（上周25%，去年75%）。布交所本周也再次下调了今年阿根廷产量预期至2500万吨的极低位置，今年阿根廷大豆产量或许是2000/01年度以来最低值。这些利多都将在巴西大豆集中转运出售后开始显现。

图2：巴西大豆收割进度

| Estado | Semana até: | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | |
| | 12/Mar | 4/Mar | 11/Mar |
| Tocantins | 72.0% | 50.0% | 80.0% |
| Maranhão | 44.0% | 33.0% | 41.0% |
| Piauí | 20.0% | 15.0% | 23.0% |
| Bahia | 30.0% | 12.0% | 21.0% |
| Mato Grosso | 95.4% | 90.3% | 94.7% |
| Mato Grosso do Sul | 90.0% | 34.0% | 58.0% |
| Goiás | 84.0% | 58.0% | 72.0% |
| Minas Gerais | 65.0% | 39.8% | 54.9% |
| São Paulo | 65.0% | 30.0% | 40.0% |
| Paraná | 54.0% | 20.0% | 33.0% |
| Santa Catarina | 41.0% | 2.0% | 4.0% |
| Rio Grande do Sul | 6.0% | 0.0% | 0.0% |
| 12 estados | 63.1% | 43.9% | 53.4% |

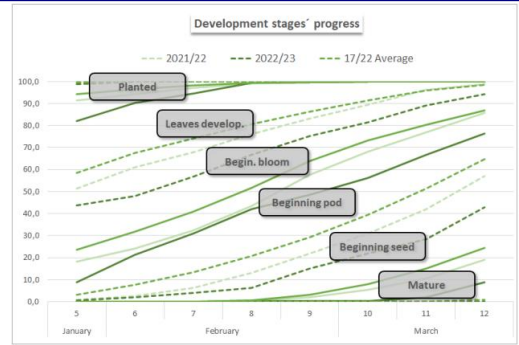
资料来源：CONAB，优财研究院

图 3：阿根廷大豆优良率及突然水分状况



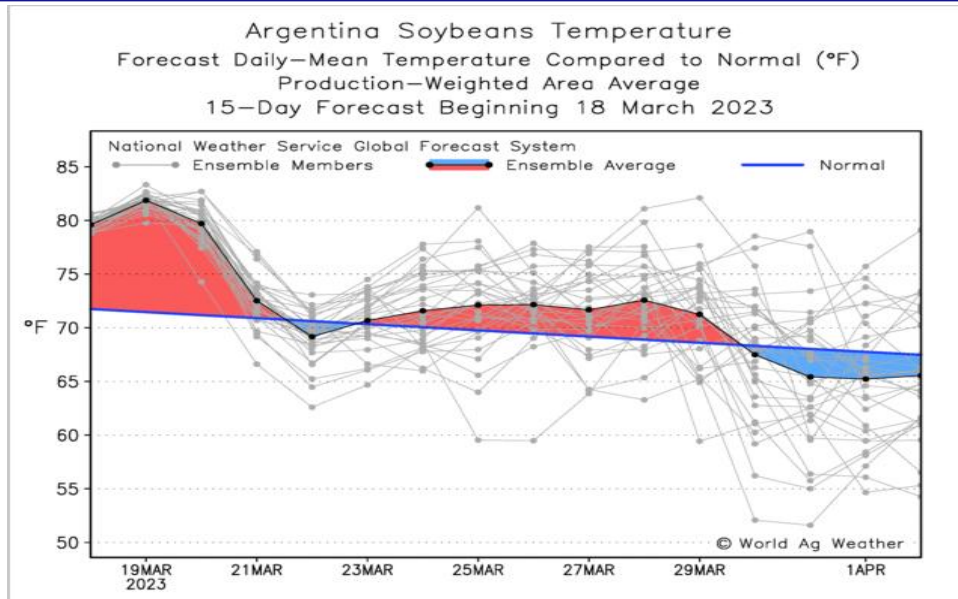
资料来源：布交所，优财研究院

图 4：阿根廷大豆播种及生长进度



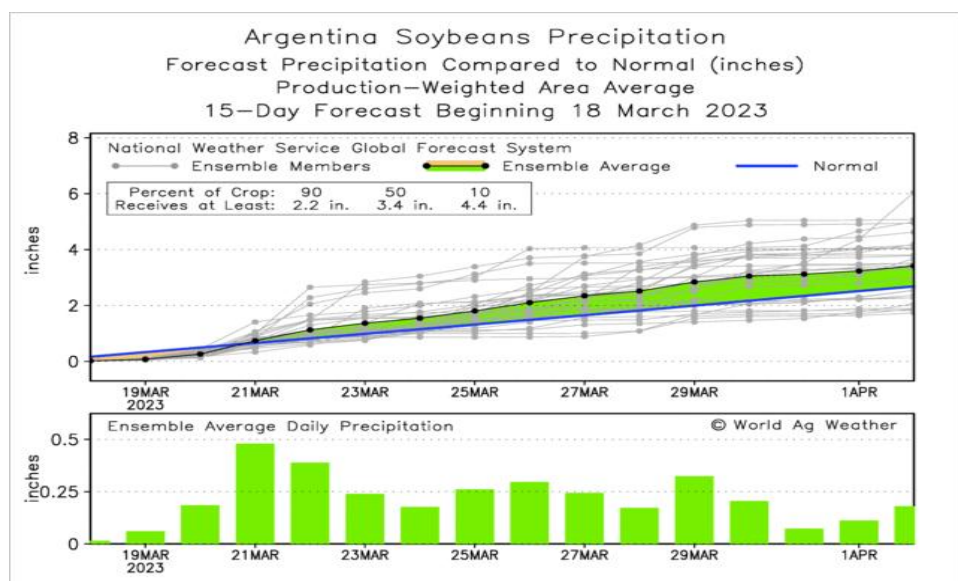
资料来源：布交所，优财研究院

图 5：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 6：阿根廷大豆种植区未来降雨预测

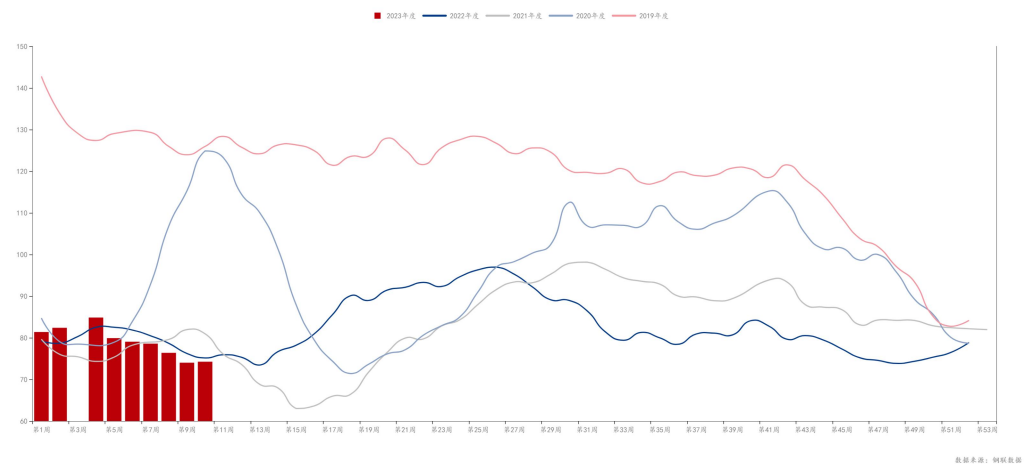


资料来源：World ag weather，优财研究院

截至3月10日，国内豆油库存74.25万吨，环比增加0.24万吨。压榨和库存依旧处于低位，但不同于棕榈油，市场情绪并不好，由于相对高的基差以及今年全国普遍升温较快，棕榈油体现了较高的性价比，叠加国储不断抛储储备缓解库存，豆油期限价格并不能得到很好的提振。华北地区一级豆油基差由05+630下跌至05+600；华东地区一级豆油基差由05+740下跌至05+710；华南地区一级豆油基差由05+720下跌至05+710。

图 7：豆油油全国库存（万吨）

主要油厂：豆油：库存：中国（周）

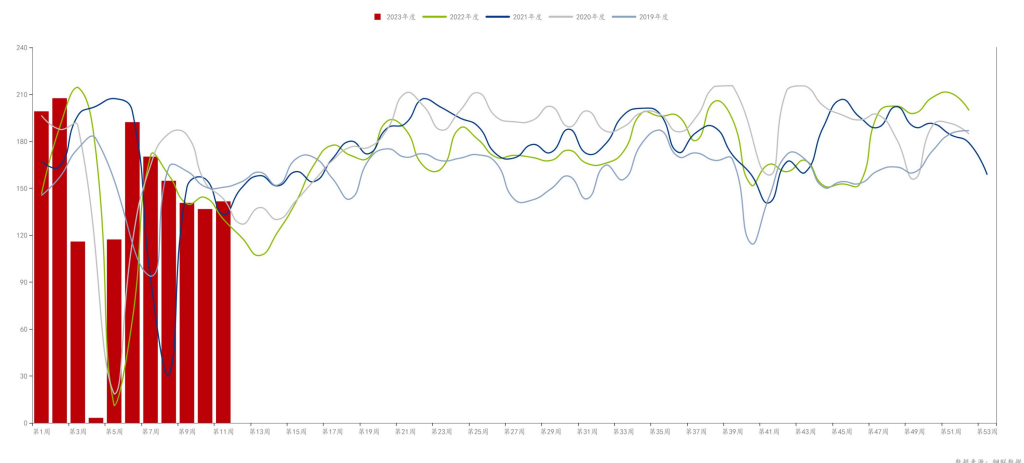


数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，优财研究院

图 8：全国大豆压榨量（万吨）

大豆：压榨量：中国（周）

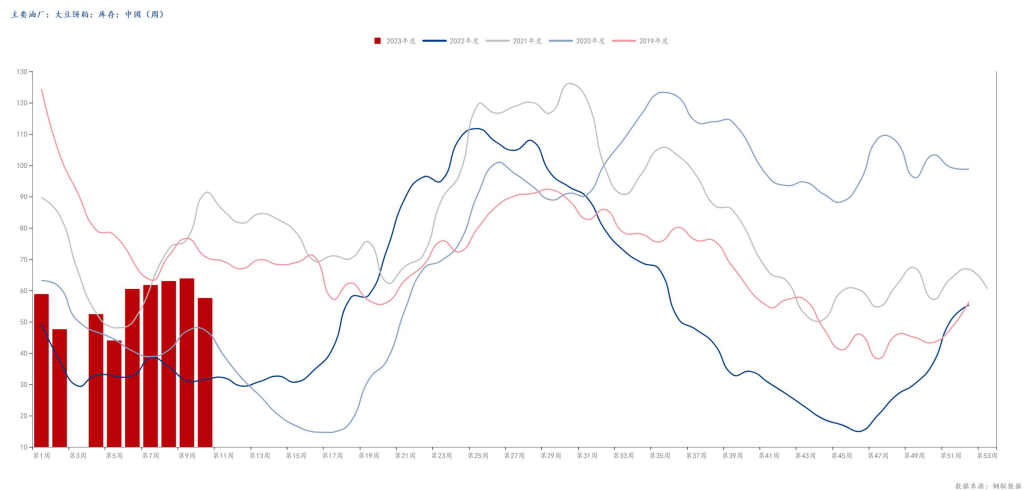


数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，优财研究院

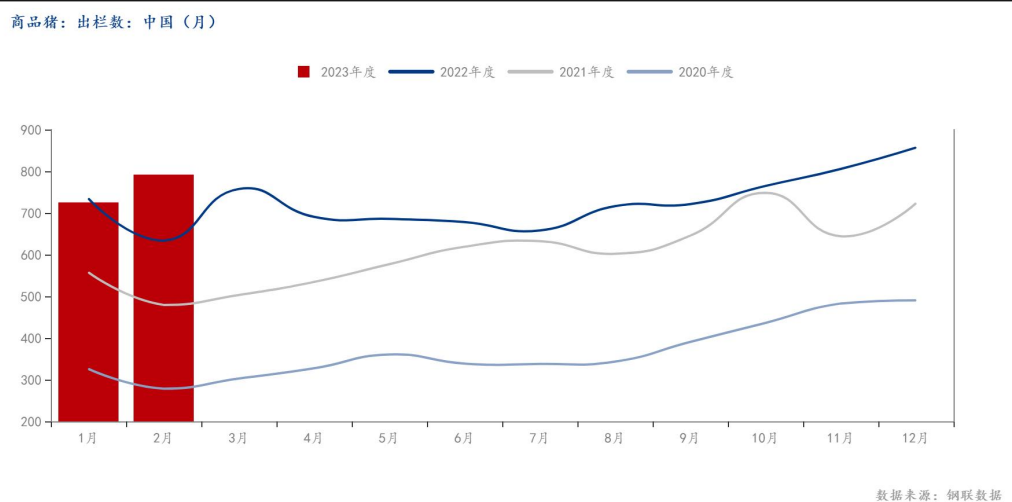
截至3月10日，国内豆粕库存57.61万吨，环比下降6.23万吨。库存下降但无法提振价格，因短期库存走低因压榨速度的放缓而非消费转好，另部分大厂因前期挺价豆粕导致目前涨库停机，现货抛售压力较大。本周山东地区豆粕基差维持05+350；华东地区豆粕基差由05+330跌至05+300；华南地区豆粕基差由05+320跌至05+290。现货价格正式破4000，基差跌破300，未来大豆大量到港是明牌，但如何去库是暂时市场无法解决的问题，养殖端利润走低，生猪出栏上升，豆粕供大于求的情况将愈发显现，豆粕中长期维持看空观点。

图 9: 豆粕全国库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 10: 商品猪出栏数

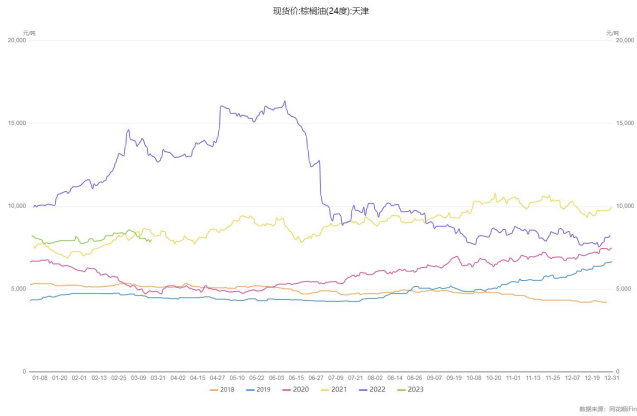


资料来源：钢联数据，优财研究院

二、市场价格

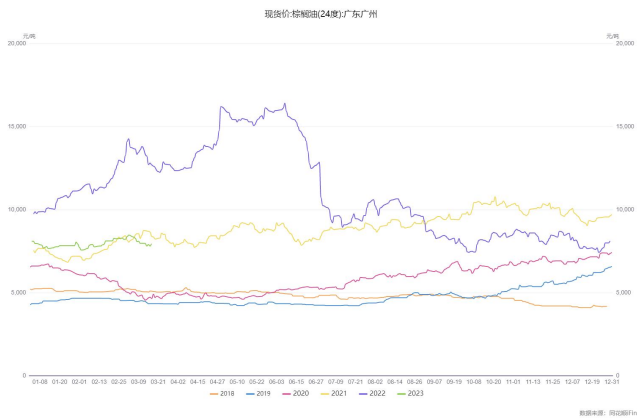
1、桐油现货市场价格

图 12: 天津 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



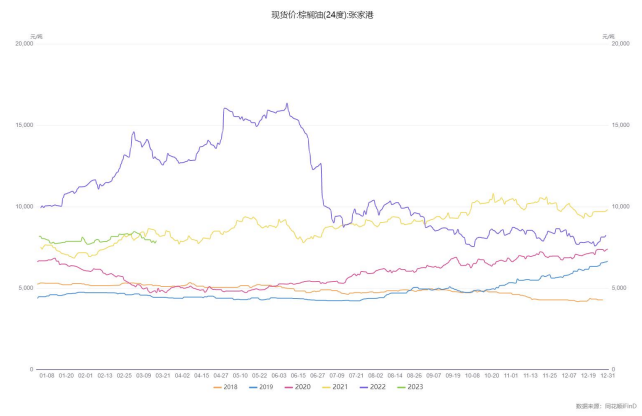
资料来源: ifind, 优财研究院

图 14: 广东 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

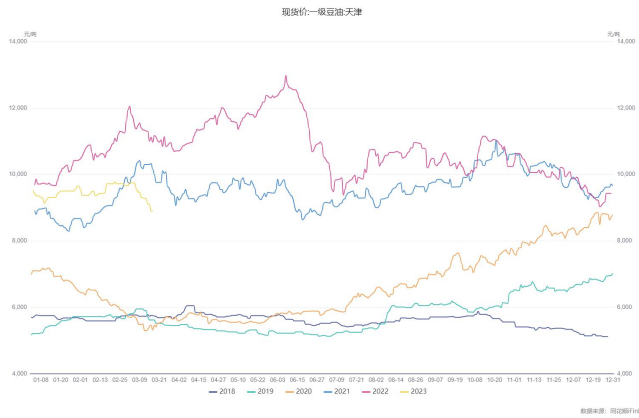
图 13: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

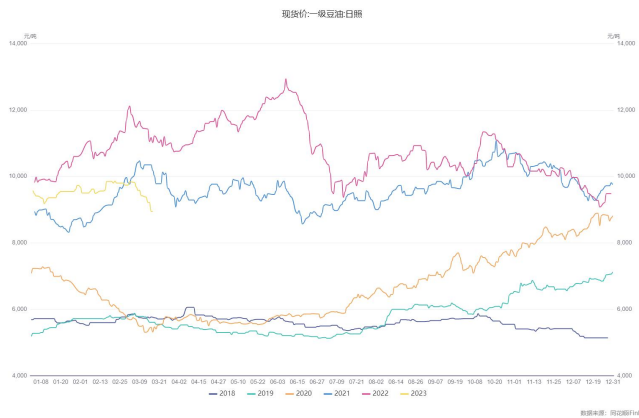
2、豆油现货市场价格

图 15: 天津一级豆油现货价格 (元/吨)



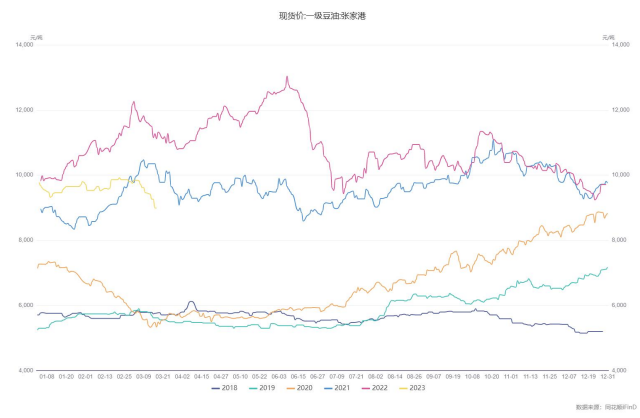
资料来源: ifind, 优财研究院

图 17: 山东一级豆油现货价格 (元/吨)



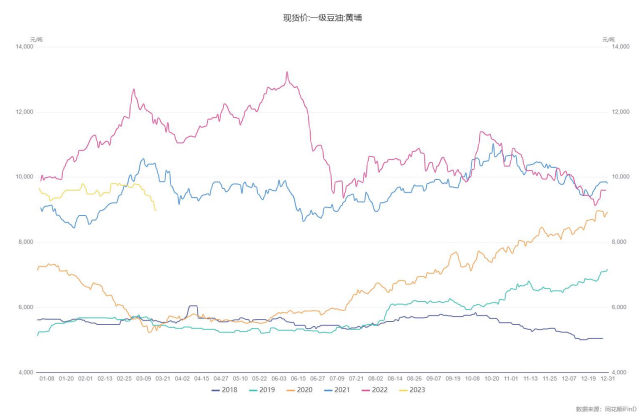
资料来源: ifind, 优财研究院

图 16: 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: 广东一级豆油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

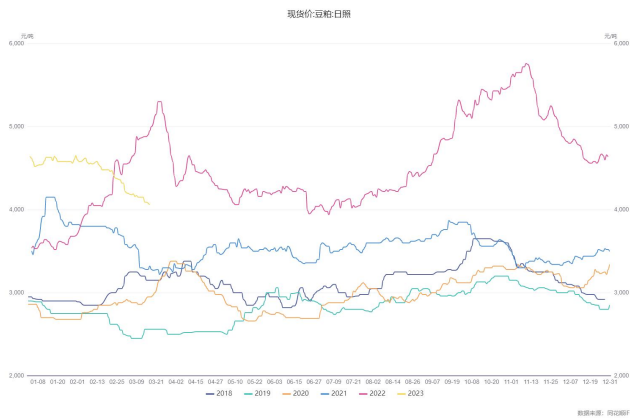
3、豆粕现货市场价格

图 19: 天津豆粕现货价格 (元/吨)



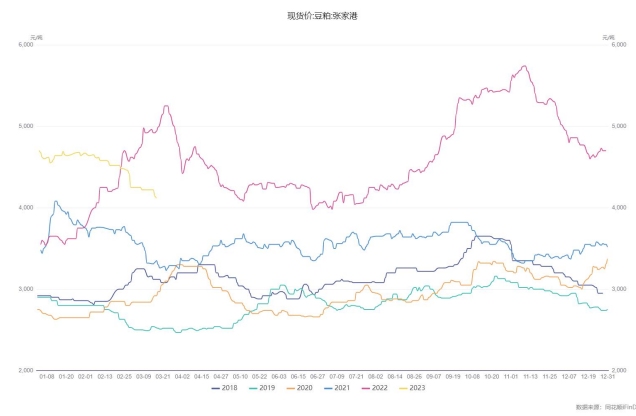
资料来源: ifind, 优财研究院

图 21: 山东豆粕现货价格 (元/吨)



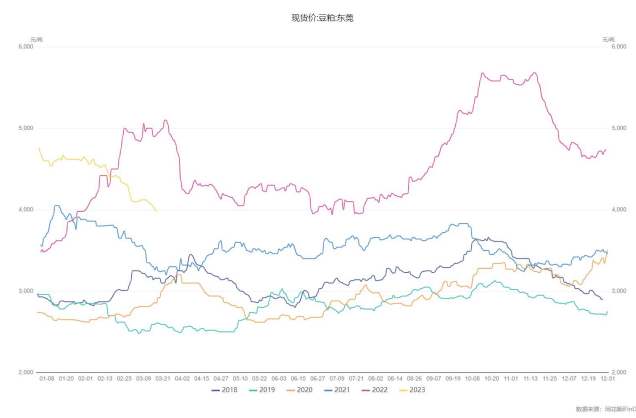
资料来源: ifind, 优财研究院

图 20: 张家港豆粕现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

图 22: 广东豆粕现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

三、综合分析和交易策略

油脂目前自身基本面棕榈油>豆油>菜油，但在瑞信事件爆发后市场对后市的乐观预期降低，不排除再有黑天鹅出现，虽然周五市场得到一定的反弹，但更多是空头的回撤而非多头力量的注入，短期单边操作相对谨慎，菜油依旧是空配的选择。

豆菜粕基本面及宏观双弱，维持中长期看空观点，操作上逢反弹至上方压力位沽空较为合适。

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/>