

2022年8月21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

新旧作交接，油脂深陷震荡

内容提要

油脂本周高开低走，一些利空开始显现：USDA 上调美豆单产，新作预期丰产；印尼出口逐渐顺畅；马来下调棕榈油出口关税；黑海地区农产品等待出口等。不过国内低库存高需求也遏制了大幅下跌的趋势，国内油脂油料处于近紧远松的格局，棕榈油预期在9月中下旬有所缓解，豆油或在10月中旬后缓解，届时可能对国内油脂价格再造成一波压力，但宏观不再继续恶化的情况下，油脂底部或已经显现。

操作建议

各产地远期供应预期增加，不过国内库存低位加之需求旺盛，油脂价格预计将继续维持宽幅震荡走势。当前棕榈油具有高性价比，且印马加速去库今年整体产量亦不及预期，而美豆预期丰产，可关注1月合约豆棕油价差缩小策略，逢高逐步布空。

风险提示

美豆新作生长情况

印尼去库进度

全球能源价格

一、基本面分析

1、棕榈油

印尼这次没有拖拉，周末及时公布了下半月的出口参考价，毛棕榈油出口关税从上半月的 52 美元/吨提高至了 74 美元/吨，棕榈液油出口关税从 12 美元/吨提高至了 26 美元/吨。虽然关税有所增加，但是好过不公布价格不能出口，且提高 10-20 美金的关税相比之前 488 的关税可以睁一只眼闭一只眼了，所以整体来看是个利空，供应的释放对价格有所压制。

马来西亚方面，据马来西亚棕榈油局 MPOB：马来西亚将 2022 年 9 月份毛棕榈油的出口税维持在 8%。但将 2022 年 9 月份的参考价从 8 月份的 5257.91 林吉特/吨下调至 3907.51 林吉特/吨，出口关税从 420.63 令吉特/吨下调至 312.6 林吉特/吨，下调约 24 美元。本次下调一方面又给了出口价格下调的空间，其次也加剧了和印尼的价格竞争。印尼截至 6 月底的库存虽然超预期的降库至 668 万吨，不过库存压力依旧比较大，本次马来下调关税后市场也是担忧印尼是否会进一步做出加速出口快速去库的措施，所以本周棕榈油价格偏弱运行。不过马来相比印尼还是相当“守规矩”，本次下调确实也基于马盘下跌幅度过大，最低跌破 3500 林吉特/吨，随着近期马盘的回升 10 月马来西亚参考价或开始回升。

整体目前全球棕榈油依旧还是供应偏宽松的格局，而国内因低库存高需求高现货价格有所支撑，不过产地去库或许还要 2-3 个月。不过在高库存背后产量问题正在逐渐发酵，马来增产季不增产的现实已经在显现，而印尼因涨库也损失了很大的产量，印马今年的整体产量将大幅低于预期，甚至低于去年水平，从上半年看今年印马 1-6 月总产量 3177 万吨，同比去年 3287 万吨下降 110 万吨。棕榈油自身具备远月上涨的动力，不过也需要关注替代品的供应及宏观情绪的发酵。

图 1：马来西亚 CPO 出口关税



资料来源：MPOB，优财研究院

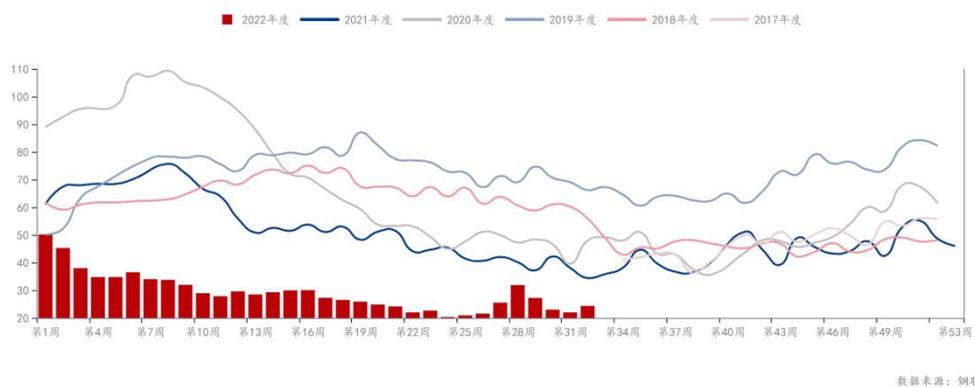
图 2：印尼 CPO 出口关税



资料来源：印尼贸易部，优财研究院

截至8月12日，国内棕榈油库存24.35万吨，环比增加2.34万吨。因未来预期到港量增加且临近交割月，现货基差回落速度加快，不过依旧处于高位，本周华北地区基差由09+1350下跌至09+1000；华东地区基差由09+1450下跌至09+1250；华南地区基差由09+1850下跌至09+1650。目前棕榈油仍较其他竞品最具性价比，在开学及双节备货旺季和夏季餐饮消费需求高峰，国内现货库存累增速度较慢，期现价格仍都将有所支撑。

图3：棕榈油全国库存



数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，优财研究院

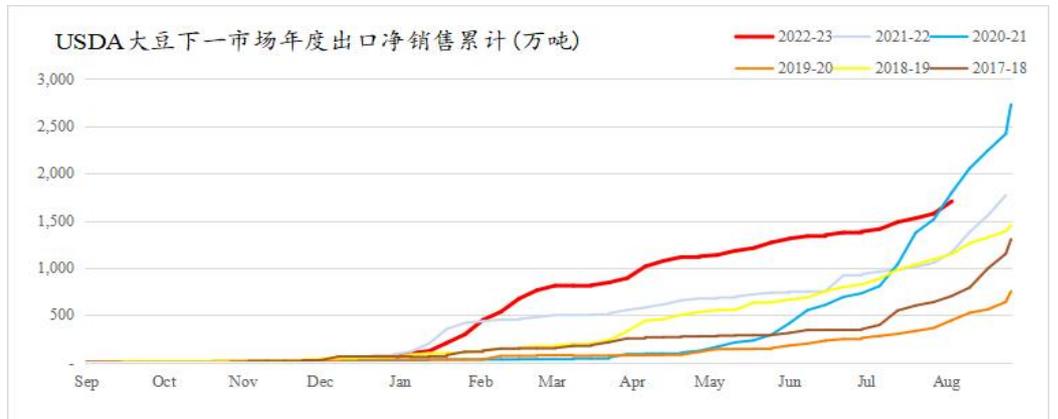
2、豆油

USDA8月供需报告公布：美国2022/2023年度大豆单产预期51.9蒲式耳/英亩，7月预期为51.5蒲式耳/英亩，大豆产量预期45.31亿蒲式耳，7月预期为45.05亿蒲式耳，大豆出口量预期21.55亿蒲式耳，7月预期为21.35亿蒲式耳，美国2022/2023年度大豆期末库存预期2.45亿蒲式耳，7月预期为2.3亿蒲式耳。全球2022/23年度大豆产量预估为3.9279亿吨，7月预估为3.914亿吨；全球2022/23年度大豆期末库存预估为1.0141亿吨，7月预估为0.9961亿吨。

此次报告重点在美豆单产及产量，单产的上调符合我们之前报告中一直强调的美豆新作产量并不会悲观的观点，但是超出了市场绝大部分的预期，由于今年拉尼娜气候的持续，市场都对单产相对悲观，甚至预测单产跌至50左右。虽然连续两周优良率的再次下降再次给予市场对产量的想象空间，不过生长关键期已经接近尾声，8月报告如果没有调低单产的话，再往后调低的可能性将越来越小，而且去年极端拉尼娜天气条件下，8月报告的单产是调至最低水平的，之后逐步提高，而本月报告的单产却是提高，所以对美豆新作整体依旧是丰产预期的观点。另一个不确定的因素在于种植和收割面积，本次大豆收割面积下调了30万英亩，而美国农业部将于美国东部时间8月22日下午3点（北京时间8月23日凌晨3点）公布美国农作物种植面积数据，该数据原定于8月12日公布。该机构表示，处理数据需要额外的时间。我们可以关注下周的面积报告是否有所修正。

另外由于近期旧作美豆需求不断下滑洗船不断，本次报告下修了出口需求，旧作结转库存有所增加，而新作美豆的出口需求一直很好，本次报告也提高了新作美豆的出口量预期。大豆的供需或从当前的供需双弱转为供需双强格局。

图 4: USDA 大豆下一市场年度出口净销售累计



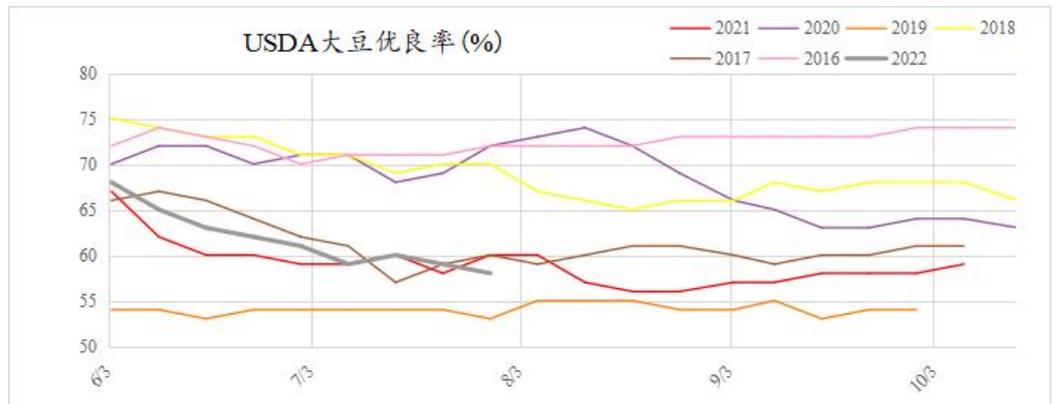
资料来源: USDA, 优财研究院

图 5: USDA 美国豆系供需报告 (8 月)

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Jul	2022/23 Proj. Aug
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	88.3 *	88.0
Area Harvested	82.6	86.3	87.5 *	87.2
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.4	51.5 *	51.9
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	215	225
Production	4,216	4,435	4,505	4,531
Imports	20	15	15	15
Supply, Total	4,761	4,707	4,735	4,771
Crushings	2,141	2,205	2,245	2,245
Exports	2,266	2,160	2,135	2,155
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	15	23	24
Use, Total	4,504	4,482	4,505	4,526
Ending Stocks	257	225	230	245
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.40	14.35
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,951	2,101
Production 4/	25,023	26,105	26,310	26,310
Imports	302	325	500	500
Supply, Total	27,177	28,561	28,761	28,911
Domestic Disappearance	23,314	24,685	25,700	25,700
Biofuel 3/	8,850	10,500	12,000	12,000
Food, Feed & other Industrial	14,464	14,185	13,700	13,700
Exports	1,731	1,775	1,400	1,400
Use, Total	25,046	26,460	27,100	27,100
Ending stocks	2,131	2,101	1,661	1,811
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.00	69.00	69.00
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	400	400
Production 4/	50,565	51,659	52,850	52,850
Imports	784	600	450	450
Supply, Total	51,691	52,600	53,700	53,700
Domestic Disappearance	37,674	38,500	39,200	39,200
Exports	13,675	13,700	14,000	14,000
Use, Total	51,350	52,200	53,200	53,200
Ending Stocks	341	400	500	500
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	435.00	390.00	390.00

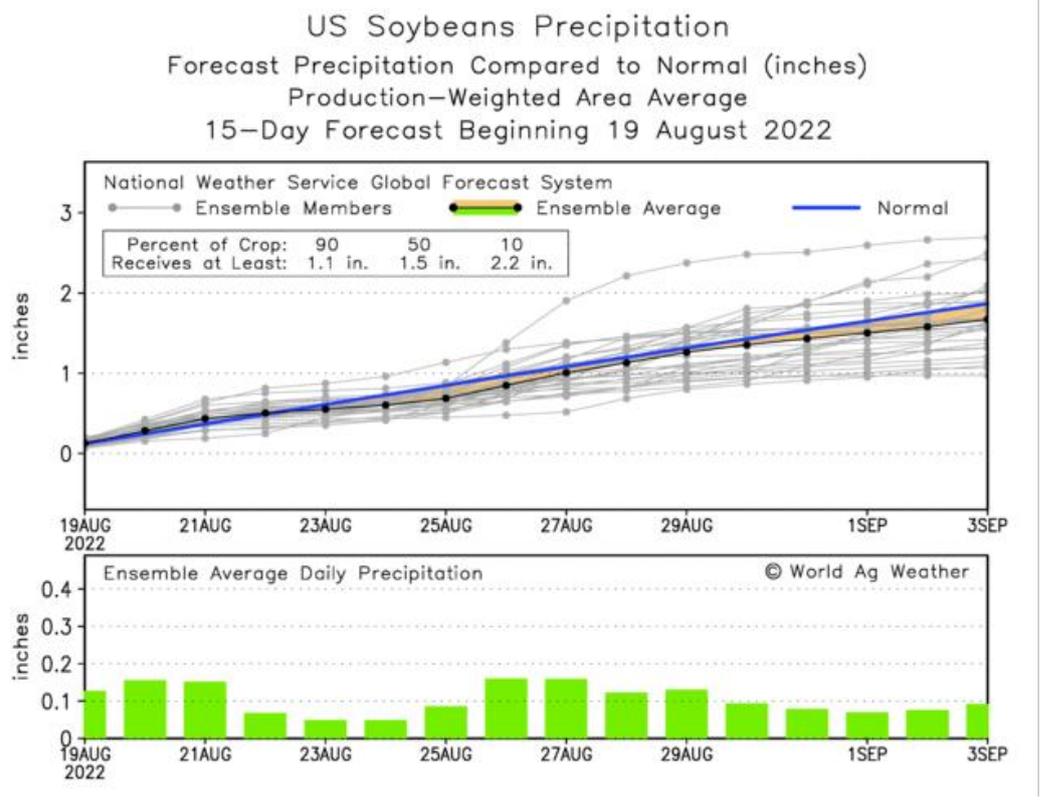
资料来源: USDA, 优财研究院

图 6: 美豆优良率



资料来源: USDA, 优财研究院

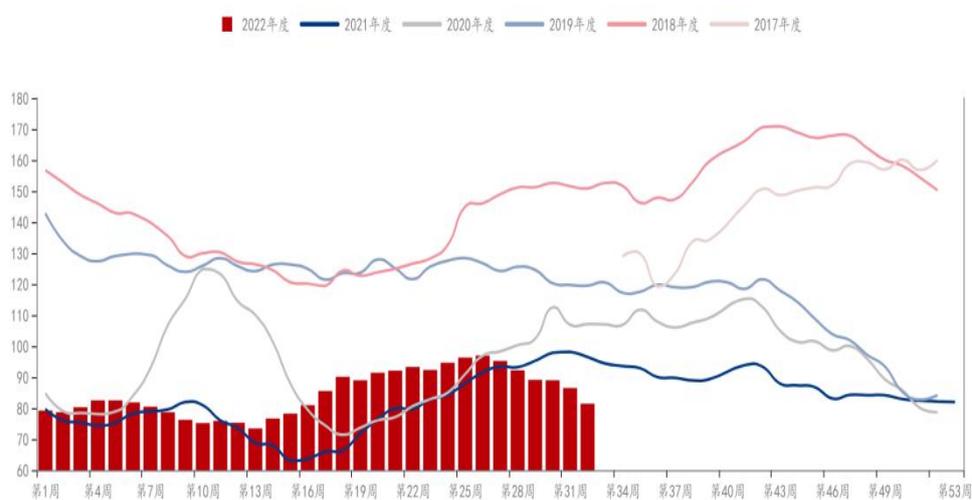
图 7: 美豆种植区未来 15 天降雨预测



资料来源: World Ag Weather, 优财研究院

截至8月12日，国内豆油库存81.44万吨，环比下降5.04万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由09+650下跌至09+580；华东地区一级豆油基差由09+620下跌至09+580；华南地区一级豆油基差由09+520下跌至09+470。豆油虽是目前国内三大油脂供应相对宽松，基差依旧在快速回归，川渝地区油厂全线停机，当地需求从外区调货，不过对期价影响有限。近期需求有所减弱，本周压榨开机率有所恢复，本周预计压榨180万吨左右，下周库存或暂时止降。

图8：豆油油全国库存（万吨）



数据来源：钢联数据

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)

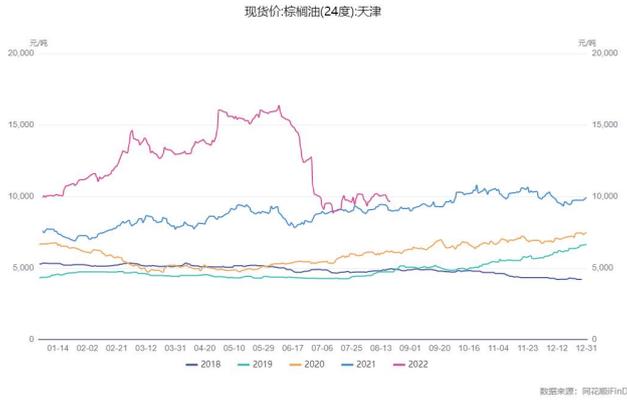
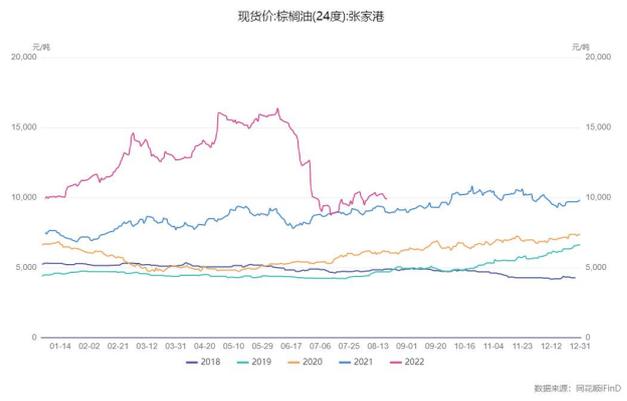


图 14: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



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)



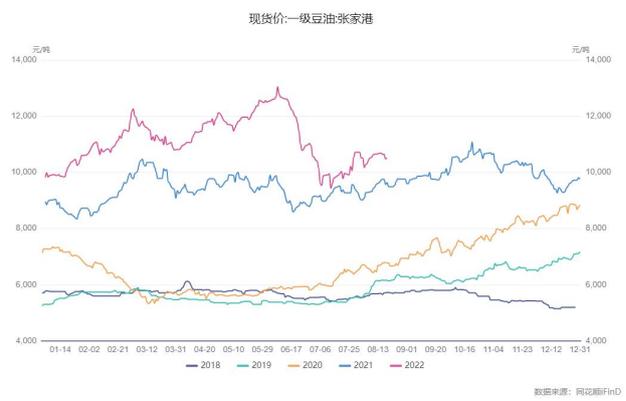
资料来源: ifind, 优财研究院

图 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

油脂本周高开低走, 整体依旧在震荡区间宽幅波动, 豆棕油将围绕 20 日均线展开争夺。整体看油脂油料的供应将进入逐步宽松的状态, 黑海地区的农产品在港口积压等待出口, 美豆新作预期丰产, 印马棕榈油高库存等待消化。不过近月国内供应依旧较紧, 库存偏低支撑价格不会深跌, 棕榈油有望在 9 月中旬左右供应有所缓解, 而大豆将到 10 月中旬后才有新作陆续到港, 在此之前油脂油料整体依旧呈宽幅震荡趋势, 单边操作需谨慎, 注意关注价差套利机会, 可关注 1 月合约豆棕油价差缩小策略, 逢高逐步布空。

风险提示

美豆新作生长情况; 印尼去库进度; 全球能源价格

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/>