

2022年9月18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



出人意料的 USDA

内容提要

油脂本周受远超市场预期 USDA 报告数据影响大幅高开，随后因美国 8 月 CPI 超预期，美联储加息预期增强，以及市场对报告数据的质疑、马来棕榈油库存累加和印尼继续下调棕榈油出口关税而回落。棕榈油因到港量增加国内库存继续累增，豆油虽呈现去库趋势不过由于南美旧作大豆供应的释放及市场对今年南美新作大丰产的预期以及棕榈油价格的承压也很走出独立上涨的走势，更多表现在高基差方面。

宏观来看市场情绪还是依旧偏悲观一些，整体商品走势或都偏弱，而基本面方面多空交织，近月豆菜油的紧缺以及 USDA 意外的减产对抗马来棕榈油不断累库，印尼继续在释放库存以及南美新豆的丰产预期，油脂或继续保持宽幅震荡的走势。

操作建议

国内短期依旧持弱势震荡的观点，前期低点支撑依旧比较强，不过上涨动力也不足，近月供应短缺的担忧在被产地逐步释放的供应及国内疫情影响的消费所抵消。操作上建议暂时保持观望。

风险提示

美豆新作产量及南美早播情况

印尼去库进度

全球能源价格

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、基本面分析

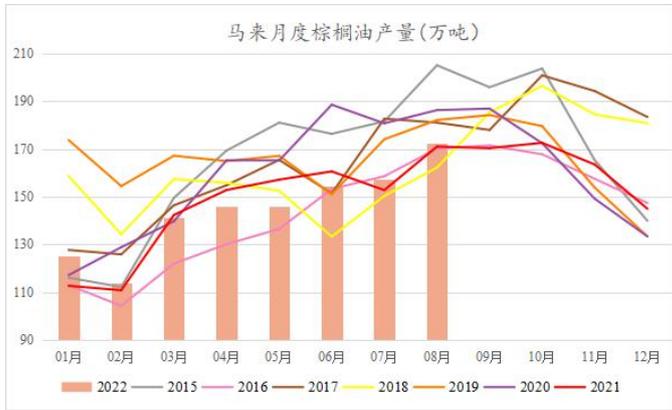
1、棕榈油

MPOB 8 月报告：马来 7 月棕榈油产量 172.58 万吨，环比增 9.67%，略高于市场预期；7 月棕榈油进口 14.55 万吨，环比增 11.36%；7 月棕榈油出口 129.97 万吨，环比降 1.94%，略低于市场预期；8 月棕榈油库存 209.47 万吨，环比增 18.16%，高于市场预期。数据上看库存已升至 19 年 11 月以来的最高点，由于增产季产量的恢复和出口份额被印尼挤压。不过单从产量看依旧表现不佳，处于往年均值下方，与去年同期持平，劳工依旧是产量不佳的主因，马来移民局数据显示 8 月外籍劳工工作证签发总数 121380 张，相比往年减少约 14 万张。马来大概率连续三年减产，为未来棕榈油上涨埋下伏笔。

印尼本周也公布了国内 7 月供需平衡表，印尼棕榈油协会最新公布的数据显示，印尼 7 月棕榈油产量环比增加 5%至 380 万吨，6 月为 362 万吨；7 月出口量环比大增 16.3%至 271 万吨；国内消费量从 6 月的 184 万吨增至 188 万吨；7 月棕榈油库存从 669 万吨降至 591 万吨，降幅 11.7%。印尼的去库速度继续大幅超出市场预期，回想 5 月出口禁令初始，市场对印尼 7-8 月库存预估在 800-1200 万区间，而按目前 7 月末不到 600 万的库存和印尼的去库速度来推算，或许目前库存已不足 500 万，到年底库存可能只有 350-400 万，加上印马今年整体减产，难道年初的走势要在明年初重现？不过市场好像并不感冒，印尼棕榈油协会公布数据后市场完全没有反应。抱着质疑的态度再看印尼供需数据，从产量看印尼 5-7 月同比去年产量减少约 300 万吨，如果说是出口受阻导致的涨库所致，可 6-7 月出口数据与往年同期相比并不差，而国内消费在 6-7 月也都是在月均 180 万吨以上的超高水平，是渠道库存的囤积还是生物燃料的激增？继续关注后续印尼的供需数据吧。

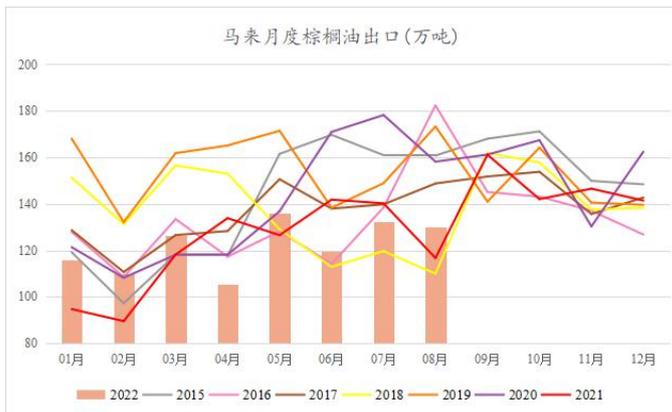
出口税方面，马来西亚将 2022 年 10 月份毛棕榈油的出口税维持在 8%，但将 2022 年 10 月份的参考价从 9 月份的 3907.51 林吉特/吨上调至 4033.51 林吉特/吨；印尼将 9 月 16 日至 30 日毛棕榈油参考价格下调至 846.32 美元/吨，出口税下调至 52 美元/吨。

图 1：马来西亚棕榈油产量（万吨）



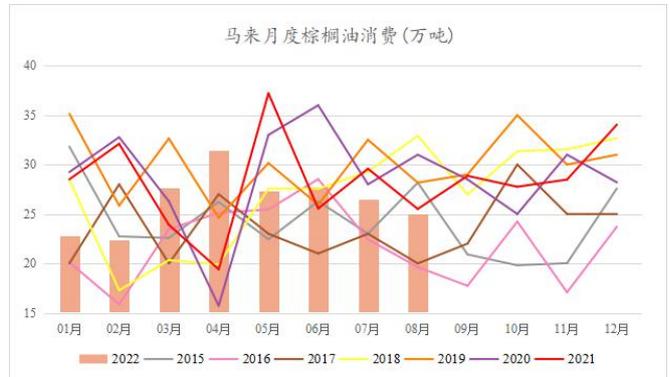
资料来源：MPOB，优财研究院

图 3：马来西亚棕榈油出口（万吨）



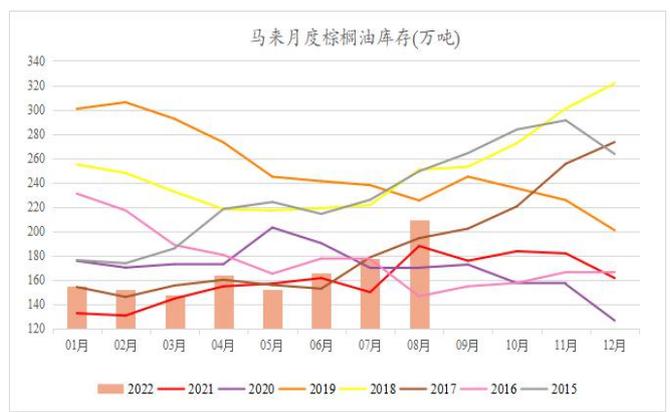
资料来源：MPOB，优财研究院

图 2：马来西亚棕榈油消费（万吨）



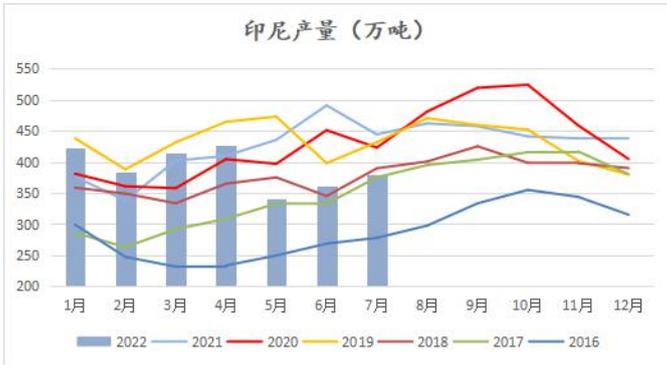
资料来源：MPOB，优财研究院

图 4：马来西亚棕榈油库存（万吨）



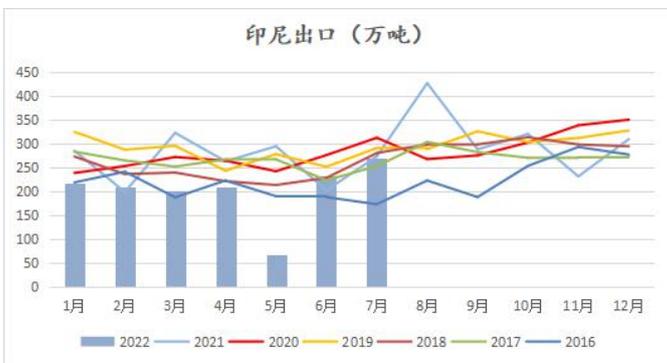
资料来源：MPOB，优财研究院

图 5：印尼棕榈油产量（万吨）



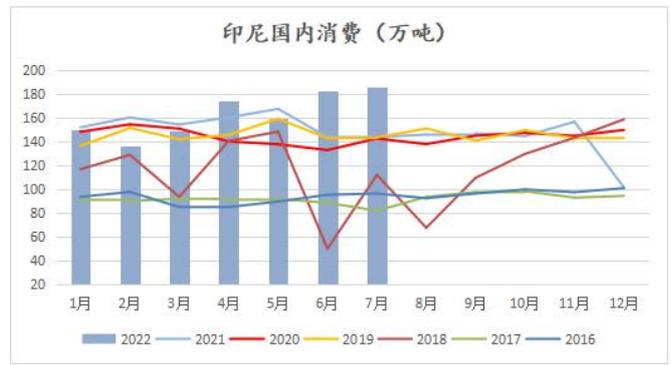
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 7：印尼棕榈油出口（万吨）



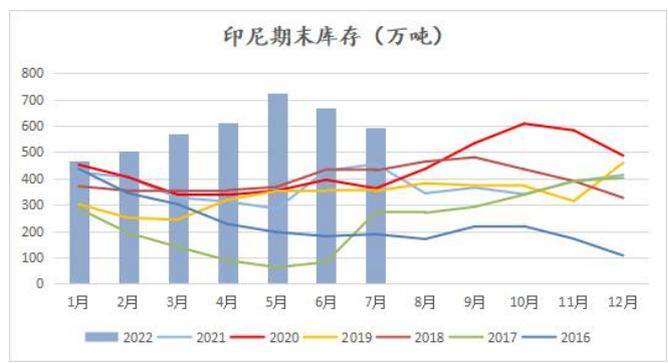
资料来源：GAPKI，优财研究院

图 6：印尼棕榈油消费（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

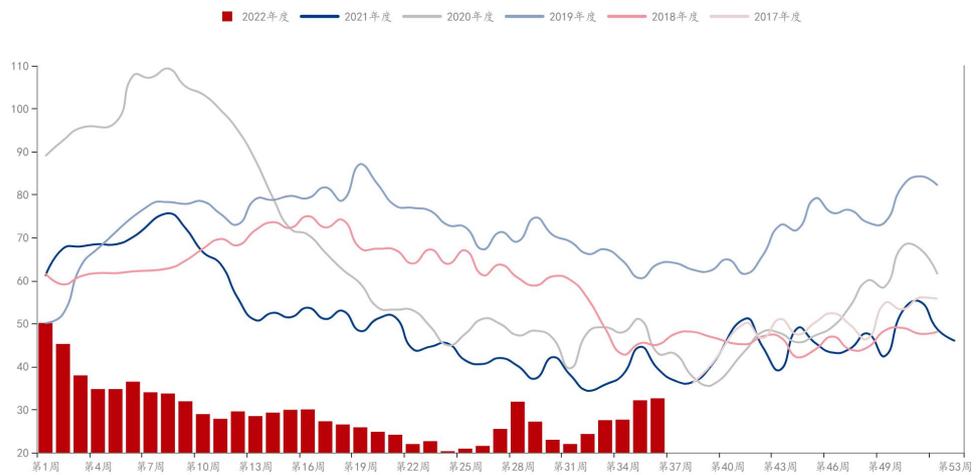
图 8：印尼棕榈油库存（万吨）



资料来源：GAPKI，优财研究院

截至9月9日，国内棕榈油库存 32.63 万吨，环比增加 0.45 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+800 下降至 01+700；华东地区基差由 01+690 下降至 01+650；华南地区基差由 01+450 下降至 01+350。近月到港数量激增，预计 9-10 月国内棕榈油到港超 100 万吨，短期库存将快速累增，基差将继续受到压制。

图 9：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

豆系方面本周最重要的无疑是完全超出市场预期的 USDA9 月供需报告：9 月美国 2022/2023 年度大豆单产预期 50.5 蒲式耳/英亩，8 月预期为 51.9 蒲式耳/英亩，环比减少 1.4 蒲式耳/英亩；9 月美国 2022/2023 年度大豆产量预期 43.78 亿蒲式耳，8 月预期为 45.31 亿蒲式耳，环比减少 1.53 亿蒲式耳；9 月美国 2022/2023 年度大豆压榨量预期 22.25 亿蒲式耳，8 月预期为 22.45 亿蒲式耳，环比减少 0.20 亿蒲式耳；9 月美国 2022/2023 年度大豆出口量预期 20.85 亿蒲式耳，8 月预期为 21.55 亿蒲式耳，环比减少 0.70 亿蒲式耳；9 月美国 2022/2023 年度大豆期末库存预期 2 亿蒲式耳，8 月预期为 2.45 亿蒲式耳，环比减少 0.45 亿蒲式耳。全球 2022/23 年度大豆产量预估为 3.8977 亿吨，8 月预估为 3.9279 亿吨。全球 2022/23 年度大豆期末库存预估为 0.9892 亿吨，8 月预估为 1.0141 亿吨。

50.5 的单产几乎打了全市场的脸包括上个月的 USDA 月报，毕竟 8 月报告单产从 7 月的 51.5 提升至了 51.9，且 Profarmer 的田间调查结果也是较高的 51.7，报告公布后 CBOT 应声上涨，美豆粕接近涨停，结果国内开盘油脂油料大幅跳空高开。当然可以承认 8 月初美种植区天气确实较差降雨偏少影响产量，但是真的能降这么多么？而且 8 月初 Profarmer 正值田间调查，当时干旱影响没有计算在内么？我们对美豆今年的产量一直是乐观的丰产预期，原因之前提到多次，今年的拉尼娜对美种植区的干旱影响要远好于去年，而目前 USDA 的大幅调降后，在面积还高于去年的情况下，产量甚至不及去年水平了。从市场后续的反应来看，CBOT 和国内油脂油料在报告公布上涨后也是出现大幅回落，虽然本周美国 CPI 数据大幅超预期，美联储加息预期增强压制整体商品走势，不过若真按 USDA 报告来计算，目前全球库存经过去年的大减产已经在 6 年最低位，叠加美豆新作减产，全球大豆供应要等明年初的南美豆收割才能缓解，那即使宏观情绪走差，油脂油料在如此巨大的减供情况下应该有非常大的反抗力量。所以对 9 月的 USDA 报告暂时抱有质疑的态度，等待 10 月报告数据。

图 10: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Aug	2022/23 Proj. Sep
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	88.0	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	87.2	86.6
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.4	51.9	50.5
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	225	240
Production	4,216	4,435	4,531	4,378
Imports	20	15	15	15
Supply, Total	4,761	4,707	4,771	4,633
Crushings	2,141	2,205	2,245	2,225
Exports	2,266	2,145	2,155	2,085
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	16	24	21
Use, Total	4,504	4,467	4,526	4,433
Ending Stocks	257	240	245	200
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.35	14.35
SOYBEAN OIL				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	2,101	2,151
Production 4/	25,023	26,105	26,310	26,075
Imports	302	325	500	500
Supply, Total	27,177	28,561	28,911	28,726
Domestic Disappearance	23,314	24,635	25,700	25,500
Biofuel 3/	8,920	10,200	12,000	11,800
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,435	13,700	13,700
Exports	1,731	1,775	1,400	1,400
Use, Total	25,046	26,410	27,100	26,900
Ending stocks	2,131	2,151	1,811	1,826
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	73.00	69.00	69.00
SOYBEAN MEAL				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	400	400
Production 4/	50,565	51,734	52,850	52,350
Imports	784	625	450	600
Supply, Total	51,691	52,700	53,700	53,350
Domestic Disappearance	37,674	38,700	39,200	39,200
Exports	13,675	13,600	14,000	13,700
Use, Total	51,350	52,300	53,200	52,900
Ending Stocks	341	400	500	450
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	440.00	390.00	390.00

资料来源: USDA, 优财研究院

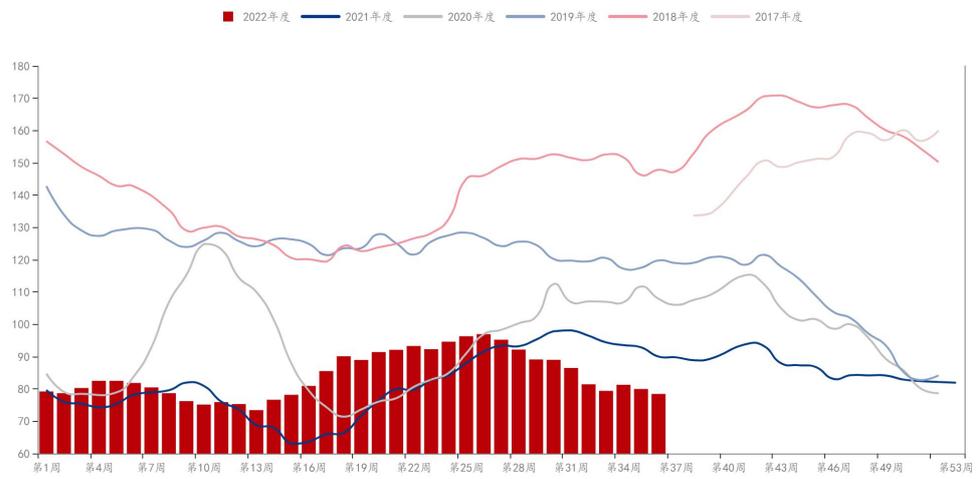
图 11: 全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.73	368.44	165.49	315.41	363.76	164.86	100.04
World Less China		70.12	348.84	65.73	222.41	251.02	164.79	68.88
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.45	253.70	164.95	257.15	302.86	103.20	93.05
Major Exporters 3/		47.41	197.31	5.86	90.21	100.84	94.81	54.93
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/		27.97	23.25	133.41	122.10	149.81	0.27	34.55
China		24.61	19.60	99.76	93.00	112.74	0.07	31.16
European Union		1.72	2.60	14.79	15.80	17.36	0.19	1.56
Southeast Asia		0.97	0.59	9.68	4.74	10.05	0.01	1.18
Mexico		0.37	0.25	6.10	6.20	6.25	0.00	0.46
2021/22 Est.								
World 2/		100.04	353.24	152.73	313.85	362.96	153.36	89.70
World Less China		68.88	336.84	62.73	226.85	256.24	153.26	58.96
United States		6.99	120.71	0.41	60.01	63.20	58.38	6.53
Total Foreign		93.05	232.54	152.32	253.84	299.76	94.99	83.17
Major Exporters 3/		54.93	176.67	4.11	92.88	103.41	87.15	45.15
Argentina		25.06	44.00	3.50	40.55	47.76	2.25	22.55
Brazil		29.40	126.00	0.55	50.25	53.50	80.00	22.46
Paraguay		0.45	4.20	0.05	2.00	2.08	2.50	0.13
Major Importers 4/		34.55	20.16	121.54	115.30	142.87	0.38	33.00
China		31.16	16.40	90.00	87.00	106.72	0.10	30.74
European Union		1.56	2.71	13.60	15.10	16.67	0.27	0.93
Southeast Asia		1.18	0.53	8.84	4.50	9.67	0.01	0.86
Mexico		0.46	0.29	5.80	6.20	6.25	0.00	0.30
2022/23 Proj.								
World 2/	Aug	89.73	392.79	166.22	327.77	378.25	169.08	101.41
	Sep	89.70	389.77	165.02	327.07	377.68	167.88	98.92
World Less China	Aug	58.99	374.39	68.22	232.77	262.66	168.98	69.96
	Sep	58.96	371.37	68.02	232.07	262.09	167.78	68.47
United States	Aug	6.13	123.30	0.41	61.10	64.53	58.65	6.66
	Sep	6.53	119.16	0.41	60.56	63.91	56.74	5.44
Total Foreign	Aug	83.60	269.49	165.81	266.67	313.72	110.43	94.75
	Sep	83.17	270.61	164.61	266.52	313.77	111.14	93.48
Major Exporters 3/	Aug	45.30	212.50	5.57	94.58	105.34	102.23	55.80
	Sep	45.15	212.50	5.57	94.83	105.59	102.63	55.00
Argentina	Aug	22.45	51.00	4.80	41.00	48.25	4.30	25.70
	Sep	22.55	51.00	4.80	41.00	48.25	4.70	25.40
Brazil	Aug	22.71	149.00	0.75	50.25	53.60	89.00	29.86
	Sep	22.46	149.00	0.75	50.50	53.85	89.00	29.36
Paraguay	Aug	0.13	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.23
	Sep	0.13	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.23
Major Importers 4/	Aug	33.21	22.00	132.73	124.80	153.50	0.33	34.10
	Sep	33.00	22.02	131.33	124.10	152.75	0.33	33.27
China	Aug	30.74	18.40	98.00	95.00	115.59	0.10	31.46
	Sep	30.74	18.40	97.00	95.00	115.59	0.10	30.46
European Union	Aug	1.13	2.57	15.20	15.90	17.53	0.22	1.15
	Sep	0.93	2.60	14.80	15.20	16.78	0.22	1.33
Southeast Asia	Aug	0.86	0.50	9.88	4.85	10.22	0.02	1.00
	Sep	0.86	0.50	9.88	4.85	10.22	0.02	1.00
Mexico	Aug	0.30	0.30	6.35	6.55	6.60	0.00	0.35
	Sep	0.30	0.29	6.35	6.55	6.60	0.00	0.34

资料来源: USDA, 优财研究院

截至9月9日，国内豆油库存78.43万吨，环比下降1.54万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由01+1130下跌至01+1100；华东地区一级豆油基差由01+1070上涨至01+1100；华南地区一级豆油基差由01+1000下跌至01+900。尽管阿根廷新增旧作供应及全国疫情反弹抑制消费，不过豆油现货紧缺态势不变，预计高基差态势将在11月前持续。

图 12：豆油油全国库存（万吨）



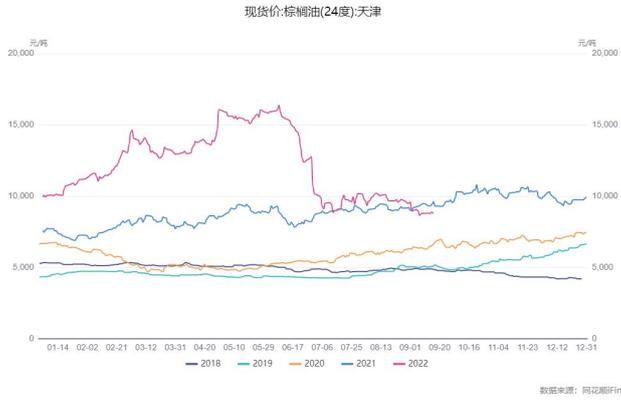
数据来源：钢联数据

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)



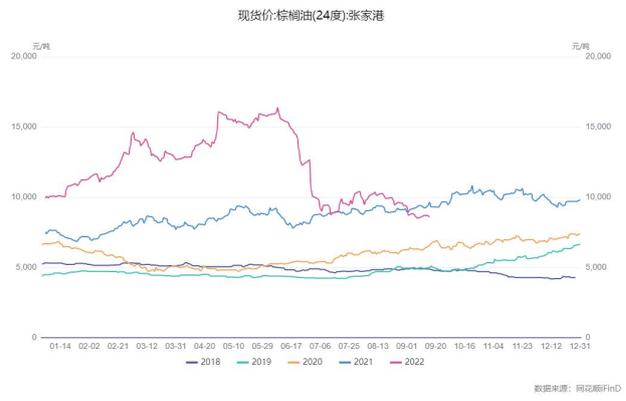
资料来源: ifind, 优财研究院

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

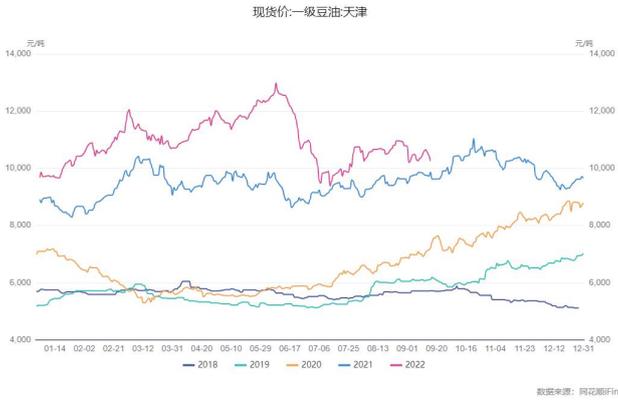
图 14: 张家港 24 度棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 优财研究院

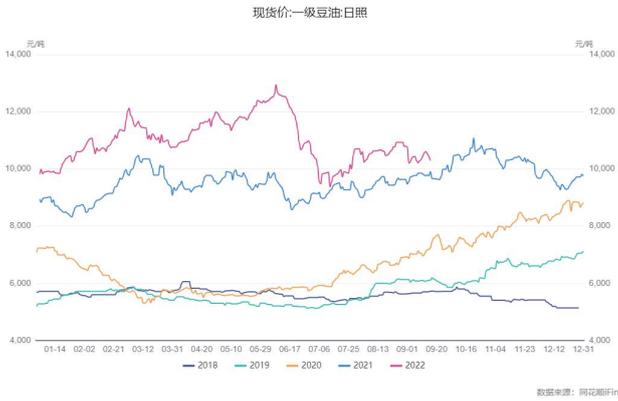
2、豆油现货市场价格

图 16：天津一级豆油现货价格（元/吨）



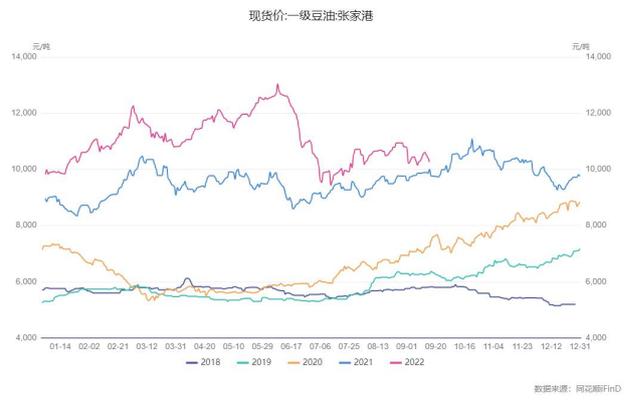
资料来源：ifind，优财研究院

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

宏观情绪不佳美联储预计在下周加息 75BP，基本面看多空交织，近月豆菜油的紧缺以及 USDA 意外的减产对抗马来棕榈油不断累库，印尼继续在释放库存以及南美新豆的丰产预期，油脂或继续保持宽幅震荡的走势。价差套利也因报告数据远超预期走势变得不明朗。短期操作建议暂时谨慎观望。

风险提示

美豆新作产量及南美早播情况；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/>