

2022年9月30日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing
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 F3095144

邮箱：zhengtian@jinxinqh.com

宏观压制 油脂四季度转势难度较大

内容提要

三季度初油脂延续自6月开始的下跌，在7月14日凿出低点后豆菜油由于近月供应紧缺及拉尼娜对产地种植区的影响开始反弹，棕榈油由于印尼加速释放高库存且产地进入增产季在底部宽幅震荡。宏观方面美联储7月和9月连续加息75bp，且9月美联储会议后强鹰态度不减，预期11月加息75bp12月加息50bp，美元指数持续走出新高，令大类资产价格承压。

四季度油脂基本上将面临比去年同期要好许多但依旧不是十分宽松的局面，印尼棕榈油库存预计继续去化，年底将降至较健康的水平；美豆新作产量不乐观，机构预计较去年更差，南美虽然有创纪录的丰产预期，但现在巴西刚进入早播期，阿根廷尚未开始，拉尼娜天气情况下不确定性较强。宏观方面高通胀压力依旧，或将继续压制整体商品价格走势重心下移。

操作建议

预计油脂四季度基本面多空交织，供应端不会特别宽松但好于去年水平。宏观方面情绪依旧较差，高通胀背景下大类资产价格或继续承压。四季度油脂价格重心或因宏观情绪继续下移，谨防拉尼娜对南美新作的影响及俄乌冲突升级黑海地区农产品出口再次停滞对供应端造成的冲击。

风险提示

供应国产量预期变化；地缘政治冲突；全球宏观经济走势等



一、基本面分析

1、行情综述

截止 9 月 30 日，国内棕榈油主力合约收于 7094 元/吨，较 6 月 30 日下跌 27.63%；国内豆油主力合约收于 8894 元/吨，较 6 月 30 日下跌 13.87%。现货基差方面，天津 24 度棕榈油基差 00+550；华东 24 度棕榈油基差 01+500；广东 24 度棕榈油基差 09+350；天津一级豆油基差 01+1250；华东一级豆油基差 01+1400；广东一级豆油基差 01+1150。国内棕榈油在 7 月初由于现货紧缺，基差一度超 01+3000，由于三季度进口激增库存不断累加，现货价差从高位快速下落，相反全球及国内旧作大豆紧缺，国内进口偏少，需求转好，豆油库存近期逐步下降，基差水涨船高。

图 1：棕榈油主力合约



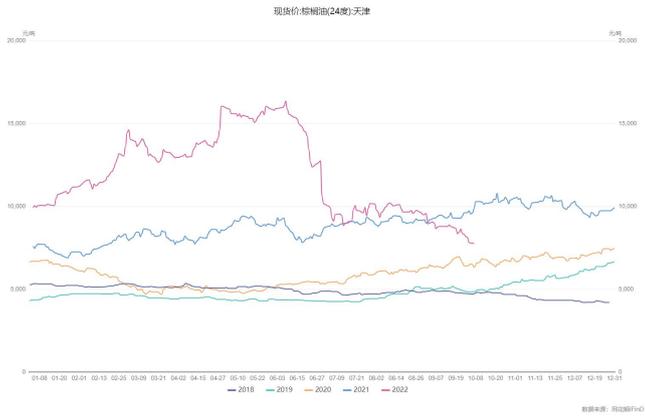
资料来源：博易，优财研究院

图 2：豆油主力合约



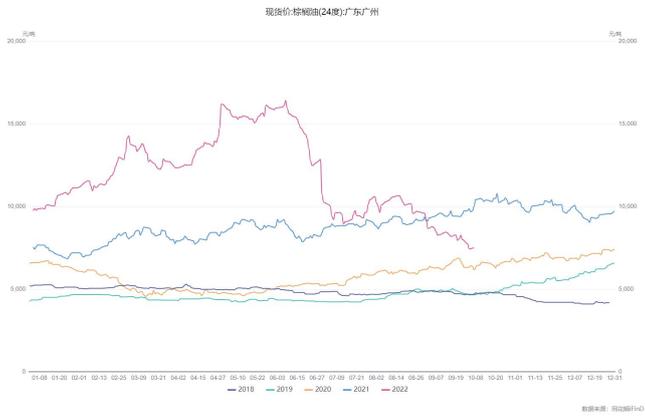
资料来源：博易，优财研究院

图 3：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 5：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



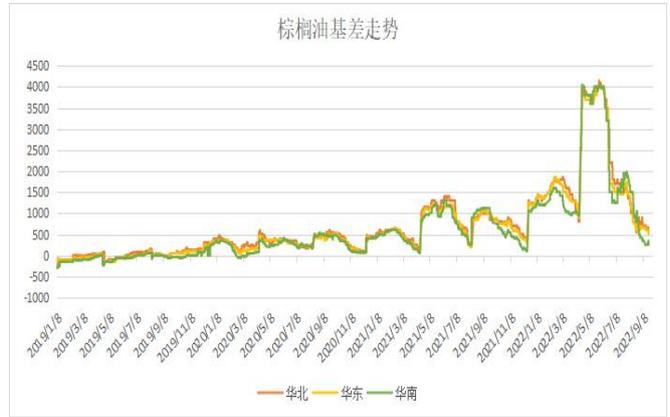
资料来源：ifind，优财研究院

图 4：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



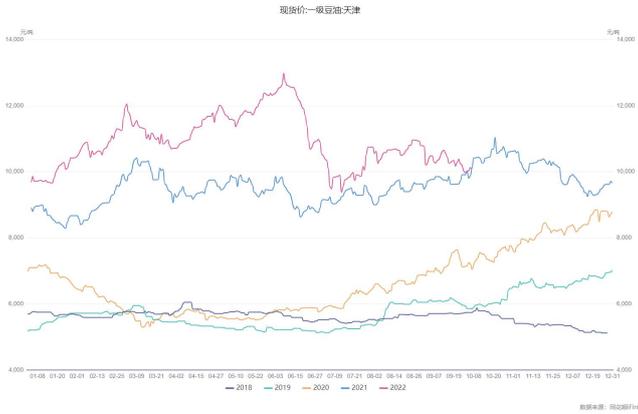
资料来源：ifind，优财研究院

图 6：棕榈油基差走势



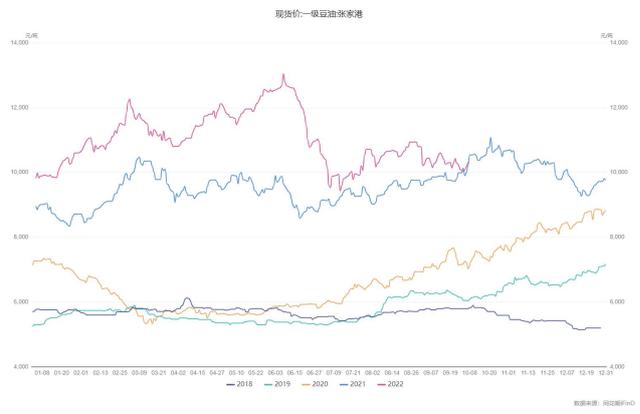
资料来源：优财研究院

图 7：天津一级豆油现货价格（元/吨）



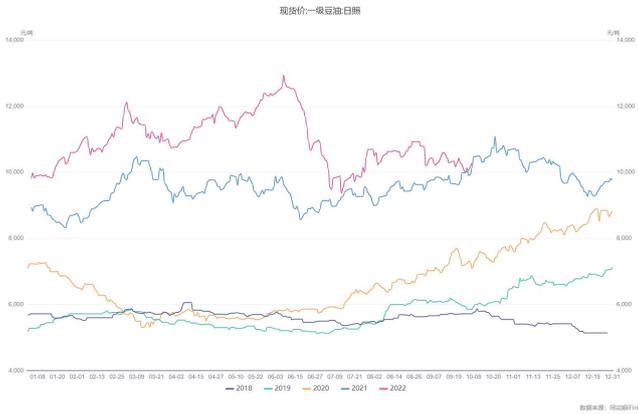
资料来源：ifind，优财研究院

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

图 9：山东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 10：广东一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 11：豆油基差走势



资料来源：优财研究院

2、棕榈油

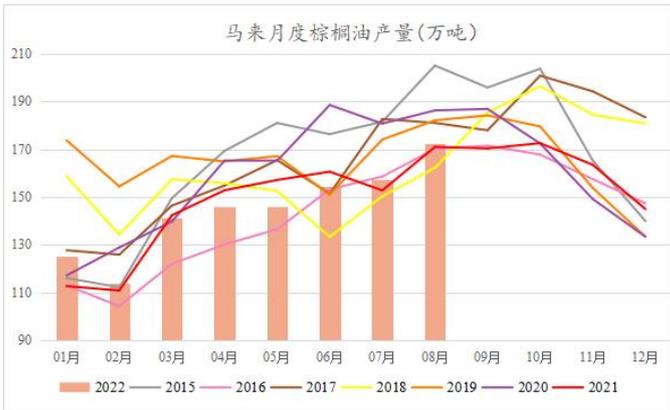
马来西亚：

三季度马来西亚库存不断累高，根据 MPOB8 月报告数据：马来西亚 8 月棕榈油库存 209.47 万吨，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。马来西亚棕榈油局称：马来西亚棕榈油出口将在未来 2 至 3 个月内放缓，预计马来西亚 2022 年棕榈油产量为 1850 万吨，而 2021 为 1810 万吨。截至 2022 年 12 月底，马来西亚棕榈油期末库存可能大幅增加至 250 万吨。

不过从今年产量来看，根据 MPOB 供需平衡表，马来 2022 年 1-8 月总产量 1157 万吨，同比去年 1-8 月的 1160 万吨减少 3 万吨，9 月高频数据显示：SPPOMA：2022 年 9 月 1-25 日马来西亚棕榈油单产减少 2.16%，出油率增加 0.09%，产量减少 1.7%；UOB：9 月 1-20 日棕榈油产量调查的数据显示：沙巴产量幅度为+4%至+8%；沙捞越产量幅度为-2%至+2%；马来半岛产量幅度为-2%至+2%；全马产量幅度为-1%至+3%。可以看出 9 月产量较 8 月小幅下滑，今年 6-9 月旺产季产量几乎与去年持平没有提高。今年全年马来西亚 1850 万的产量或许有所高估，我们认为今年马来产量在 1800-1810 万区间。

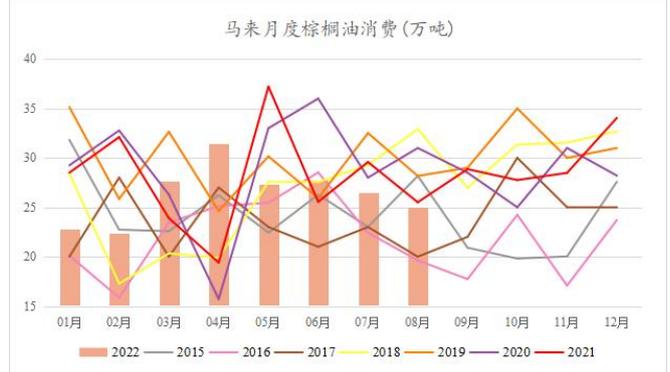
造成今年马来产量或连续第三年减产的主要原因还是劳工不足的问题，虽然今年马来打开国门重新引进外籍劳工，但由于薪资低及印尼政府的一些限制措施，导致马来引进劳工进度依旧缓慢，今年外籍劳工签证签发数量甚至不及去年同期，马来移民局数据显示 8 月外籍劳工工作证签发总数 121380 张，相比往年减少约 14 万张。由于棕榈油劳工的薪酬并不会随期价一样有高波动率，始终保持偏少的水平，叠加印尼棕榈油产量的逐年增加对劳工需求也相应增加，预计这个情况将会在未来很长一段时间持续，马来未来几年的产量增速或将放缓。

图 12: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)



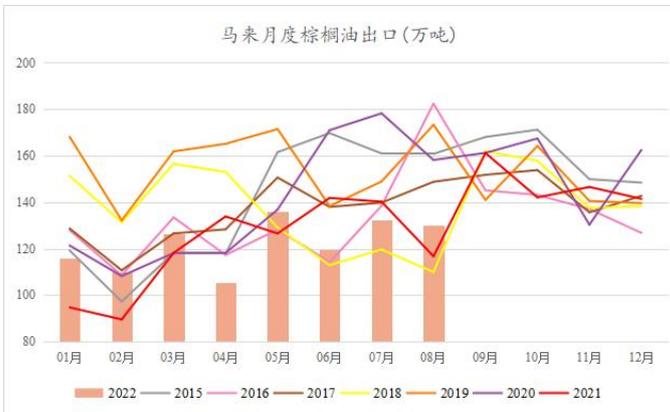
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 13: 马来西亚棕榈油消费 (万吨)



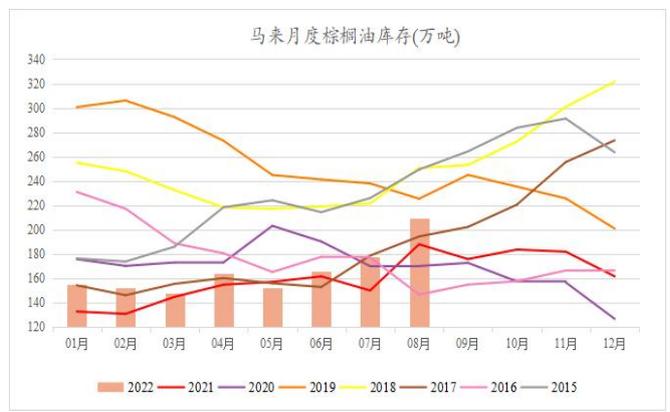
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 14: 马来西亚棕榈油出口 (万吨)



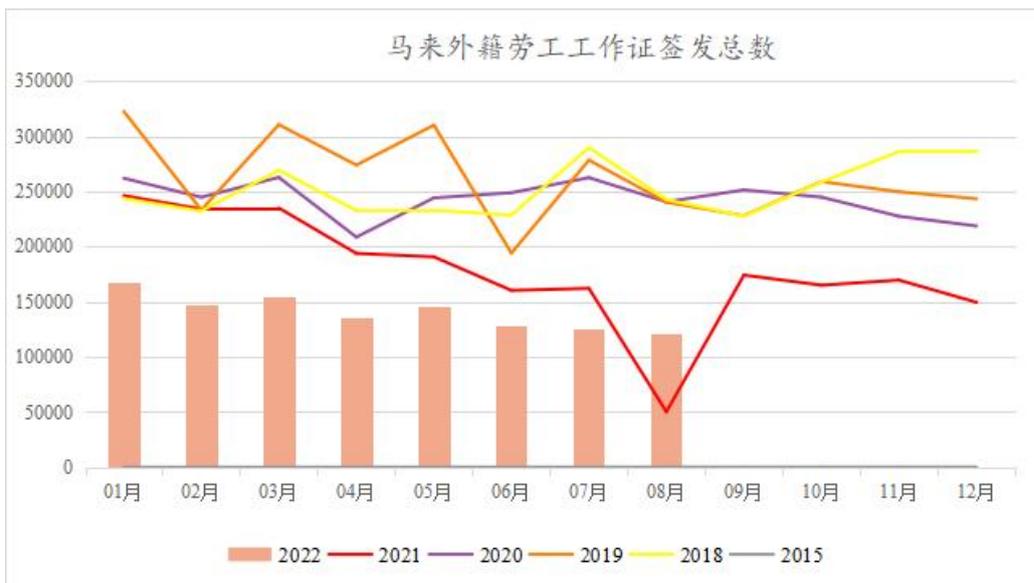
资料来源: MPOB, 优财研究院

图 15: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



资料来源: MPOB, 优财研究院

图 16: 马来外籍劳工工作证签发总数



资料来源: 马来移民局, 优财研究院

印度尼西亚：

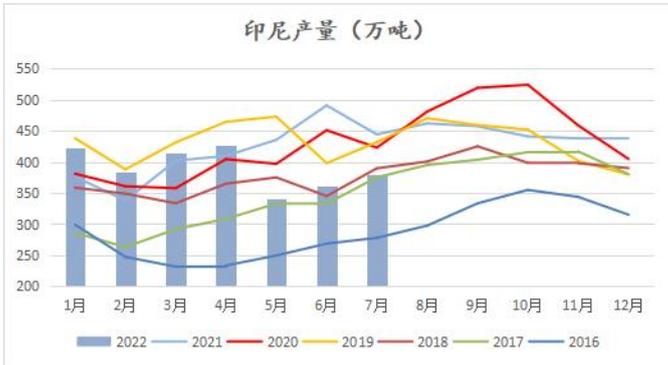
印尼整个三季度及未来四季度都将专注一件事——去库。从出口禁令开始放开之后，印尼政府实施了一系列措施以加速出口去化库存，包括不断放松 DMO 比例，从原先的 1:3 放宽至现在 1:9，大幅降低出口关税从 7 月最高的 288 美元/吨降至当前 52 美元/吨，取消出口专项税（levy）的收取，并且从原本的豁免至 8 月 31 日延长至 10 月 31 日。

从目前的结果来看，印尼加速出口的效果远超市场预期的好，印尼棕榈油协会最新公布的数据显示，截至 7 月底印尼棕榈油库存 591 万吨，较 5 月底最高点的 723 万吨降 132 万吨。而市场当初在 5 月预估的马来 7 月库存为 800-1000 万吨。印尼去库速度超预期的原因一方面因为产量受到涨库影响而严重减产，印尼 5-7 月产量 1083 万吨，同比去年 1370 万吨减少近 300 万吨；同时出口端的表现非常好，除了 5 月受出口禁令影响只有 67.8 万吨的出口，6-7 月出口超 500 万吨，接近往年平均水平，似乎完全没受到出口政策的影响；国内消费方面 5-7 月国内累计消费棕榈油 530 万，也是超出平均 150 万吨/月的消费水平。

尽管印尼去库速度很快，但市场并没有见到大幅的反弹，我们认为原因有三：①印尼大幅下调出口关税，和马来打价格战，成本端大幅下调；②印尼去库情况市场存疑，如果印尼库存高点在 5 月 723 万吨，那印尼当时的涨库情况应该不是非常严重，产量不至于每月下降 100 万吨，同时出口端印尼是 6 月 9 日确定出口关税且 6 月关税和 DMO 的限制还是很紧，至少 6 月的出口表现或许不应该这么好；③截至 7 月底印马整体库存依旧在 800 万高位，是除了 6/7 月以外的历史高位，产区高库存压力犹在，对价格形成压力。

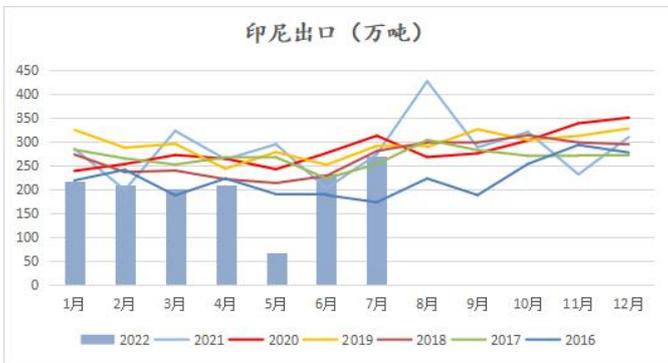
印尼棕榈油贸易部预计 12 月底印尼棕榈油库存将降至 500 万吨水平，去年为 410 万吨，库存将回到相对健康的水平，或许届时棕榈油才能重新找到上涨的动力。

图 17: 印尼棕榈油产量 (万吨)



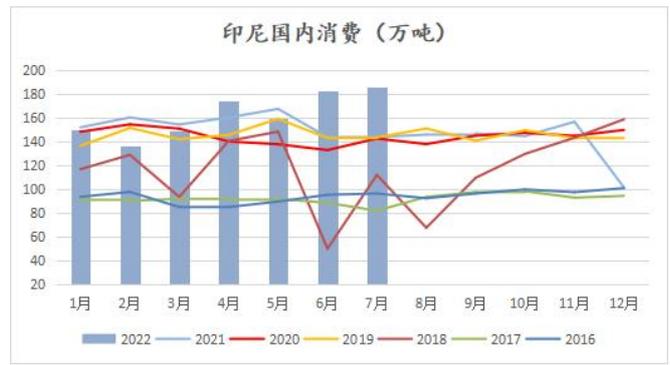
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 19: 印尼棕榈油出口 (万吨)



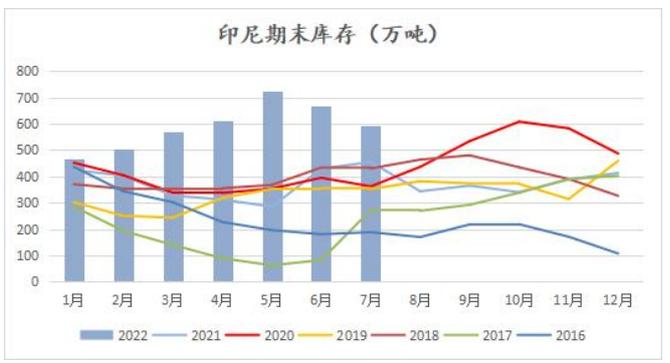
资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 18: 印尼棕榈油消费 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 20: 印尼棕榈油库存 (万吨)



资料来源: GAPKI, 优财研究院

图 21: 印尼棕榈油出口关税



资料来源: GAPKI, 优财研究院

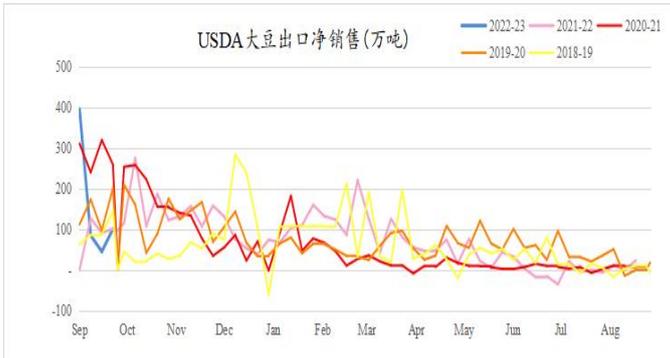
3、大豆

大豆三季度的情况就比较复杂了。宏观方面连续 3 次美联储 75bp 加息叠加俄乌战争或有所升级的情况下，美元指数屡创新高，压制以美元计价的大类资产商品价格。由于美元的不断升值，巴西及阿根廷货币贬值突出了南美旧作的性价比，挤压美豆出口市场，阿根廷政府在 9 月又提出“绿色汇率”政策，刺激阿根廷农民大量抛售前期囤积的旧作，缓解了全球尤其是国内的供应。

在众多利空压制下，USDA 在 9 月放出“大招”——将新作单产从 51.9 蒲式耳/英亩下调至 50.551.9 蒲式耳/英亩，全年产量 4378 百万蒲式耳，较 8 月预估 4531 百万蒲式耳下调 153 百万蒲式耳，较 21/22 年度减产 57 百万蒲式耳。9 月报告数据完全超出市场预期，毕竟 8 月报告单产从 7 月的 51.5 蒲式耳/英亩提升到了 51.9 蒲式耳/英亩，且报告前 Profarmer 刚刚进行了田间调查，结果也是较高的 51.7 蒲式耳/英亩。不过在 USDA 报告后，Profarmer 又发了一份报告改口称新作产量悲观甚至较 50.5 的单产更低。而且从高频作物生长报告来看，美豆新作的状况确实不太行，截至 2022 年 9 月 25 日当周，美国大豆生长优良率为 55%，符合预期，市场预期为 55%，前一周为 55%，去年同期为 58%。

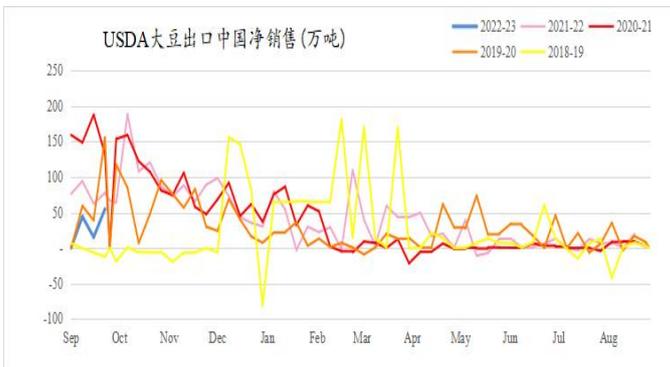
虽然短暂的对美豆形成了一定支撑，不过南美旧作的抛售以及新作的丰产预期将继续压制美豆走势。据市场报告，9 月阿根廷新增销售超 900 万吨，传其中超 200 万吨将运往中国，如此一来国内大豆库存的紧张情况将有一定缓解，不过在 11 月到港前，近月还是十分紧张的状况，盘面上豆油近月合约已经开始显现，现货基差也水涨船高。新作方面，USDA 给出了巴西 1.49 亿，阿根廷 5100 万吨“风调雨顺”般的产量预期，若如期丰产，那美豆再冲 1500 美分的压力将变得很大，从目前看，巴西 9 月上半月降雨偏少，利于新作的播种，而从 9 月中下旬起降雨开始恢复，不过进入 10 月后巴西南部的将回到干燥模式，南部各州的大豆很大程度上将会受到来自高温和干燥的威胁。阿根廷目前尚未开启播种，通常拉尼娜在 4 季度对南美南部的天气影响更大，阿根廷的作物产量将受到更大的威胁，如果干旱情况持续存在，那么从 11 月开始播种的大豆将可能受到损害。

图 22: 美豆出口净销售 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 24: 美豆出口中国净销售 (万吨)



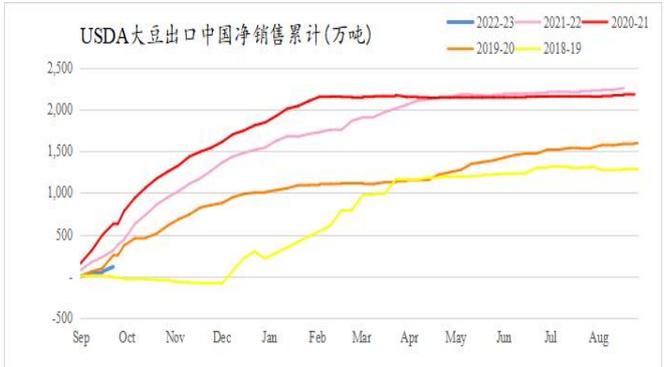
资料来源: USDA, 优财研究院

图 23: 美豆出口净销售累计 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 25: 美豆出口中国净销售累计 (万吨)



资料来源: USDA, 优财研究院

图 26: 美豆收割进度

State	Week ending			2017-2021 Average
	September 25, 2021	September 18, 2022	September 25, 2022	
	(percent)	(percent)	(percent)	
Arkansas	24	9	20	23
Illinois	9	-	2	10
Indiana	12	1	5	11
Iowa	16	-	7	11
Kansas	3	2	9	4
Kentucky	16	5	13	15
Louisiana	52	48	68	65
Michigan	11	2	8	7
Minnesota	27	1	4	16
Mississippi	35	34	44	39
Missouri	4	-	3	4
Nebraska	15	5	13	14
North Carolina	4	4	10	6
North Dakota	24	4	5	16
Ohio	5	-	3	7
South Dakota	15	2	9	11
Tennessee	8	6	13	13
Wisconsin	10	-	-	6
18 States	15	3	8	13

资料来源: USDA, 优财研究院

图 27: 美豆优良率

State	Soybean Condition – Selected States: Week Ending September 25, 2022				
	Very poor (percent)	Poor (percent)	Fair (percent)	Good (percent)	Excellent (percent)
Arkansas	3	8	35	41	13
Illinois	5	6	23	51	15
Indiana	4	9	32	47	8
Iowa	2	7	29	52	10
Kansas	20	23	30	25	2
Kentucky	6	15	33	37	9
Louisiana	19	28	33	20	-
Michigan	2	9	31	43	15
Minnesota	2	6	28	51	13
Mississippi	-	14	33	45	8
Missouri	5	12	36	40	7
Nebraska	14	19	26	34	7
North Carolina	3	6	26	58	7
North Dakota	2	6	38	50	4
Ohio	4	11	24	51	10
South Dakota	6	18	37	37	2
Tennessee	2	8	34	44	12
Wisconsin	1	4	18	52	25
18 States	5	10	30	46	9
Previous week	5	10	30	46	9
Previous year	4	10	28	47	11

资料来源: USDA, 优财研究院

图 28: 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

资料来源: USDA, 优财研究院

图 29: 2022/2023 年度全球大豆平衡表

2022/23 Proj.								
World 2/	May	85.24	394.69	167.12	326.76	377.44	170.01	99.60
	Jun	86.15	395.37	167.12	327.18	377.86	170.31	100.46
World Less China	May	54.48	377.19	68.12	231.76	261.85	169.91	68.04
	Jun	55.40	377.87	68.12	232.18	262.27	170.21	68.90
United States	May	6.39	126.28	0.41	61.37	64.78	59.87	8.43
	Jun	5.58	126.28	0.41	61.37	64.78	59.87	7.61
Total Foreign	May	78.84	268.41	166.71	265.39	312.65	110.14	91.17
	Jun	80.57	269.09	166.71	265.81	313.08	110.44	92.85
Major Exporters 3/	May	40.75	212.50	5.57	93.08	103.89	102.13	52.81
	Jun	42.60	212.50	5.57	93.33	104.09	102.13	54.46
Argentina	May	19.30	51.00	4.80	41.00	48.30	4.70	22.10
	Jun	20.65	51.00	4.80	41.00	48.25	4.70	23.50
Brazil	May	21.36	149.00	0.75	48.75	52.10	88.50	30.51
	Jun	21.86	149.00	0.75	49.00	52.35	88.50	30.76
Paraguay	May	0.09	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.19
	Jun	0.09	10.00	0.01	3.25	3.41	6.50	0.19
Major Importers 4/	May	33.30	21.53	133.53	125.20	154.15	0.33	33.88
	Jun	33.32	21.53	133.53	125.20	154.15	0.33	33.89
China	May	30.75	17.50	99.00	95.00	115.59	0.10	31.56
	Jun	30.74	17.50	99.00	95.00	115.59	0.10	31.56
European Union	May	0.93	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.79
	Jun	0.96	3.00	15.00	16.10	17.93	0.22	0.81
Southeast Asia	May	0.94	0.50	9.88	5.00	10.42	0.02	0.88
	Jun	0.94	0.50	9.88	5.00	10.42	0.02	0.88
Mexico	May	0.50	0.30	6.35	6.60	6.65	0.00	0.50
	Jun	0.50	0.30	6.35	6.60	6.65	0.00	0.50

资料来源: USDA, 优财研究院

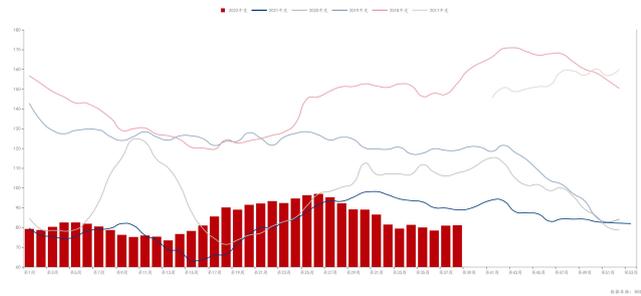
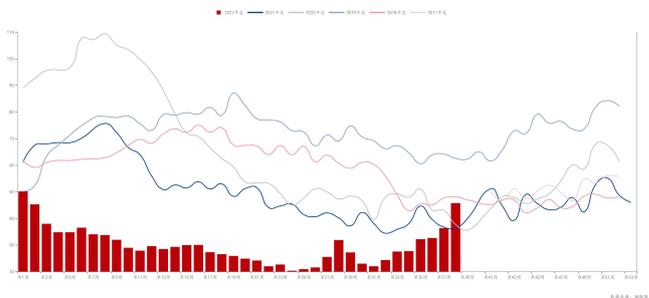
4、国内供需

截至 9 月 23 日，国内棕榈油库存 45.74 万吨；国内豆油库存 81.095 万吨。我们可以看到国内棕榈油库存自 8 月以来快速累增，因进口窗口打开国内积极采购，目前库存已超出 21 及 20 年同期水平，达到近 5 年均值，预计棕榈油库存将继续累高。豆油因国内进口大豆库存较低，且需求良好，豆油库存一直无法顺利累增，目前依旧处于 5 年低位，即使阿根廷 9 月大量出口大豆，国内也采购超 200 万吨，我国大豆及豆油库存预计还是预计将继续下降，豆油库存拐点或将延后至春节后。

进口方面棕榈油 10 月买船超 50 万吨，10 月已采购近 30 万吨，最近两周国内价格深跌，买船窗口重新关上，不过 11 月买船还有时间，国内棕榈油近期供应相对充足；大豆方面国内 9 月船期进口约 495 万吨，同比去年减少约 70 万吨，10-12 月船期约 3010 万吨，基本与去年持平，不过考虑到 10 月船期到国内约 11 月下旬至 12 月上旬，在此之前国内大豆将进入最紧缺的阶段，大豆及豆油豆粕库存都将呈现下降趋势，对现货价格及盘面形成一定支撑，这也是近期豆系正套走势流畅的原因。

图 30：棕榈油全国库存（万吨）

图 31：豆油全国库存（万吨）



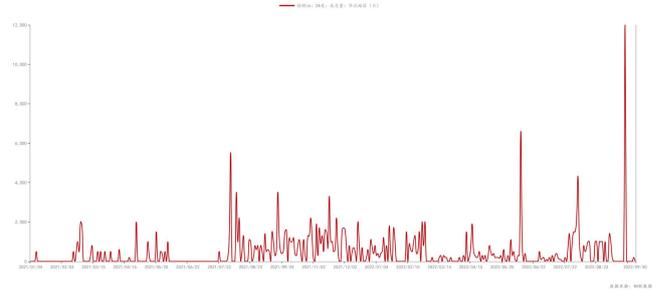
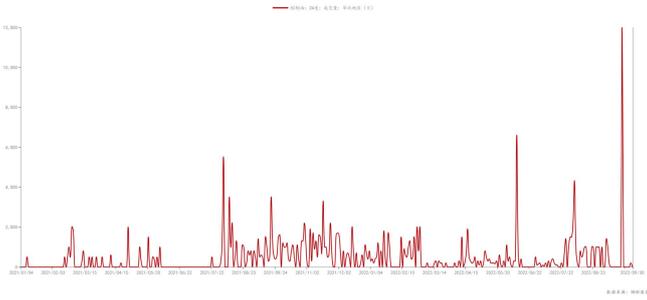
资料来源：钢联数据，优财研究院

资料来源：钢联数据，优财研究院

消费端一方面由于全国疫情的好转，餐饮的恢复整体消费正在复苏，另外由于今年和去年豆棕油完全不同的供需格局，今年的消费也将发生很大的变化，展望四季度，棕榈油关注是否可以在温度允许的情况下替代一切消费，目前华南棕榈油和一级豆油价差已高达 2600 元/吨，棕榈油成性价比之王，目前看餐饮、食品加工的渠道棕榈油已全部抢占，不过饲料厂还是相对保守，由于养殖利润较高并没有全部考虑切换至豆油，不过若高价差持续，应该还是会逐步切换，相反目前豆油的高基差及提货难将失去一部分终端消费。

图 32：24 度棕榈油成交量：华北地区（日）

图 33：24 度棕榈油成交量：华东地区（日）

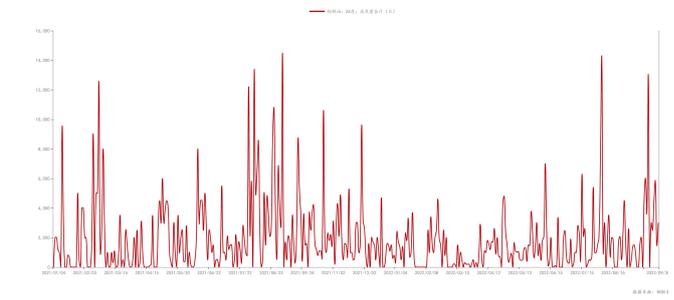
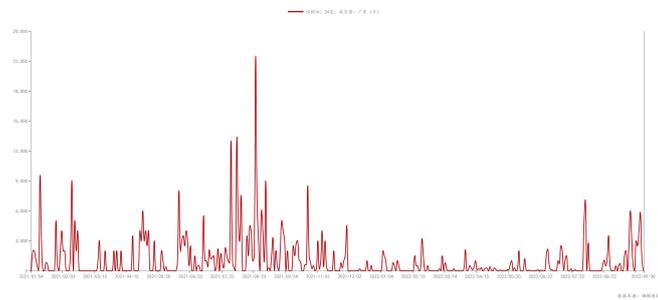


资料来源：钢联数据，优财研究院

资料来源：钢联数据，优财研究院

图 34：24 度棕榈油成交量：广东地区（日）

图 35：24 度棕榈油成交量：全国合计（日）

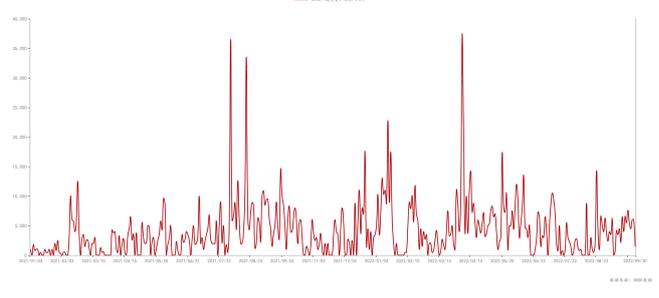
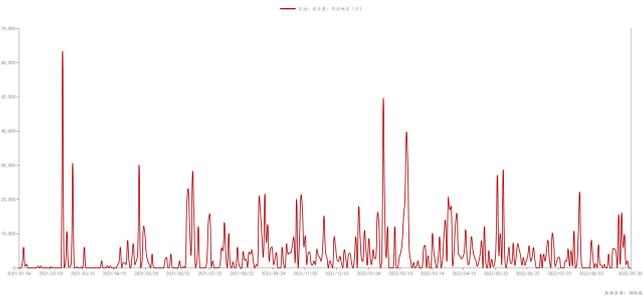


资料来源：钢联数据，优财研究院

资料来源：钢联数据，优财研究院

图 36: 豆油成交量: 华北地区 (日)

图 37: 豆油成交量: 华东地区 (日)

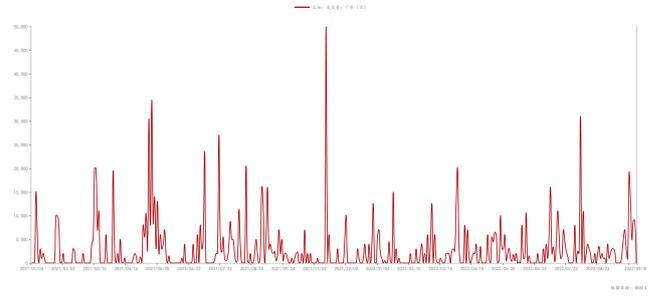
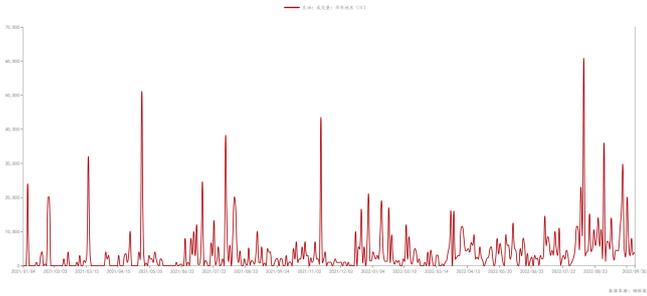


资料来源: 钢联数据, 优财研究院

资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 38: 豆油成交量: 山东地区 (日)

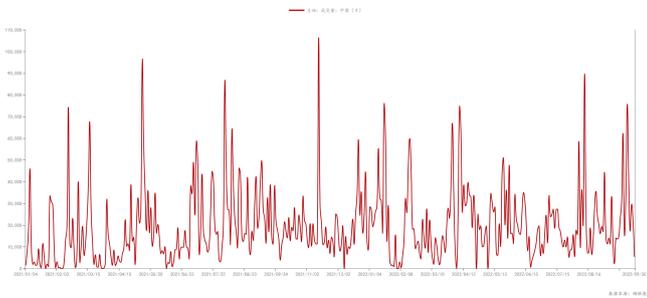
图 39: 豆油成交量: 广东地区 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

资料来源: 钢联数据, 优财研究院

图 40: 豆油成交量: 全国合计 (日)



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

二、后市展望

油脂三季度初延续下跌后，在7月中旬由于国内供应短缺现货紧张一度企稳反弹，不过随着美联储不断大力加息以抑制通胀及国内9-11月棕榈油大量进口情况下，9月末棕榈油再次跌破前期支撑下行，而豆菜油保持强势，因国内近月供应几乎无解，且原计划11月中上旬到港的新作菜籽或延期到港，密西西比河干旱影响美豆出口，新作大豆到港时间或也将延后，近月开始显现逼仓迹象。展望四季度，国内棕榈油供应在12月前都将保持充足，而11-12月船尚未买齐，近期连盘深跌后倒挂扩大，不过时间尚早，关注后续市场买船动态；豆油供应预计春节前都将保持紧张，现货基差不断上涨对盘面有较强支撑；菜油近月供应短缺比豆油更严重，11月合约逼仓明显，1月合约是否将有所宽松关注新作菜籽到港时间。油脂油料品种间将展现棕榈油弱豆菜油强的格局，关注价差套利机会，整体板块受宏观因素影响较强，若外围继续采取强力措施抗通胀，或将继续压制整体商品价格走势重心下移。

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。本报告清晰准确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/>