

2022年12月11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



## 油弱粕强预计持续

### 内容提要

本周油脂表现相对疲软，棕榈油周线录得 3.7% 跌幅，跌破 8000 元关口收于 7966 元/吨；豆油震荡周线录得 0.11% 涨幅，收于 9252 元/吨；菜油独立行情偏强，周线录得 0.62% 涨幅，收于 11190 元/吨。整体油脂相对较弱，一方面由于 EPA 对未来的生物燃料掺混量大幅不如预期，美豆油大幅下跌拖累整体国内外油脂下行；国内方面疫情防控全面放开，不过消费恢复的速度偏慢，消费者对疫情的恐慌还需要较长时间消化；另一方面原油价格大幅走低，单周下跌超 10%，接近 70 美元/桶，植物油作为生物燃料的主原料与原油价格相关性较强，拖累下跌。

### 操作建议

油脂近期预计维持低位震荡行情，整体基本面不强，棕榈油本周新增大量买船，1-5 合约开始倾向反套逻辑，可在 -100 左右介入，单边注意前低支撑，7800-7850 左右可短多 P2305 合约。豆油受到美豆油拖累，不过国内依旧低库存，走势或呈窄幅震荡。菜油独立走势偏强，在消费还没完全复苏情况下，菜油有还储的“被动消费”消耗库存，价差方面关注 1-5 价差 900 以上进行反套。

### 风险提示

国际能源价格

国内消费复苏进度

## 一、基本面分析

### 1、棕榈油

棕榈油本周基本上没有什么变化，市场在等待下周一公布的 MPOB 数据。

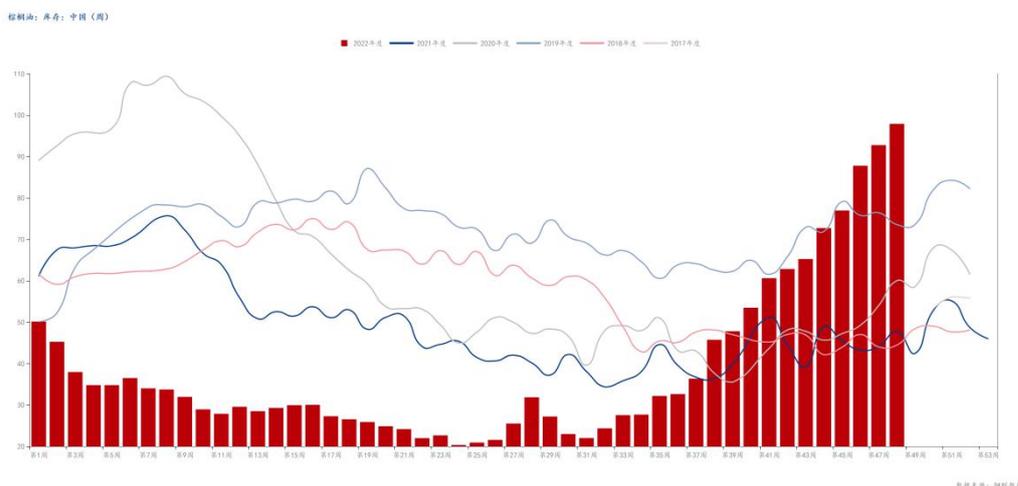
高频数据方面：马来产量：MPOA：马来西亚 11 月 1-30 日棕榈油产量预估减 6.09%，其中马来半岛减 8.17%，马来东部减 2.76%，沙巴减 3.82%，沙捞越增 0.83%。SPPOMA：2022 年 12 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产减少 9%，出油率减少 0.03%，产量减少 9.16%。马来出口：ITS：马来西亚 12 月 1-5 日棕榈油出口量为 223757 吨，较 11 月同期出口的 256028 吨减少 12.6%。Amspec：马来西亚 12 月 1-5 日棕榈油出口量 480404 吨，较 11 月同期出口的 420477 吨增加 14.25%。

对于 11 月底的马来库存，市场稍有分歧，由于今日减产季产量开始出现环比下滑且 11 月出口表现较好，市场预计 11 月马来库存维持在 10 月底的 240 万吨附近，市场预测区间为 239-247 万吨之间，我们倾向在 238-240 万吨之间的水平，11 月马来还没有出现明显的去库，但是由于 11 月-明年 3 月都将是棕榈油季节性减产季，马来的库存将逐步消化，预计短期高点已经出现，从产地供需情况看棕榈油基本面不弱，价格上前低有较强的支撑，风险点在于国际原油价格是否继续大幅下跌，植物油作为生物燃料的主原料与原油价格相关性较强，其中棕榈油较豆菜油的相关性又最强，所以当原油价格大幅走低时，棕榈油价格会受到最明显的抑制。

印尼本周再次提出明年开始实施 B35，印尼能源部官员 Dadan Kusdiana 周五表示，印尼可能从 2023 年 1 月开始实施 B35 生物柴油计划，即将生物柴油中棕榈油的掺混率上调至 35%，目前印尼实施的是生物柴油 B30 政策。Dadan Kusdiana 表示，预计 2023 年生物柴油 B35 计划中将掺混 1300 万千升棕榈油。印尼今年开始多次提出 B35 或 B40 计划，再三炒作下利多程度有限，且原油价格大幅下跌，棕榈油对比柴油价格没有优势，印尼半年没收 LEVY 是否有足够补贴支撑 B35 也是问题，在政府文件未发布前可暂时忽略印尼生物燃料的炒作。

截至 12 月 2 日，国内棕榈油库存 97.88 万吨，环比增加 5.13 万吨。库存继续累升，消费才刚刚起步复苏，政策的突然变化，全面放开让消费者目前对病毒有所畏惧，消费信心的重拾需要政策的激励及时间的消化，本周现货基差基本维稳，华北地区基差维持 01+50；华东地区基差由 01+30 上涨至 01+40；华南地区基差由 01+0 上涨至 01+50。不过由于美豆油的大幅下跌，国际豆棕价差快速修复，叠加印度进口开始减缓，本周国内进口窗口打开，国内大量采购 1-2 月船期超 25 万吨，近月供应端也面临大幅增加，棕榈油 1-5 正套逻辑变化至 1-5 反套，国内棕榈油库存预计维持高位。

图 1：棕榈油全国库存



资料来源：钢联数据，优财研究院

## 2、豆油

USDA11月供需报告:12月美国2022/2023年度大豆单产预期50.2蒲式耳/英亩,11月预期为50.2蒲式耳/英亩,环比持平,产量预期43.46亿蒲式耳,11月预期为43.46亿蒲式耳,环比持平;12月美国2022/2023年度大豆压榨量预期22.45亿蒲式耳,11月预期为22.45亿蒲式耳,环比持平;12月美国2022/2023年度大豆出口量预期20.45亿蒲式耳,11月预期为20.45亿蒲式耳,环比持平;12月美国2022/2023年度大豆期末库存预期2.2亿蒲式耳,11月预期为2.2亿蒲式耳,环比持平。巴西2022/23年度大豆产量预估为1.52亿吨,11月预估为1.52亿吨。阿根廷2022/23年度大豆产量预估为4950万吨,11月预估为4950万吨。全球2022/23年度大豆期末库存预估为1.0271亿吨,11月预估为1.0217亿吨。数据上美国并没有就本国的大豆数据做出任何调整,而市场最关注的美豆油数据上,也并未如预期般大幅下调美豆油生物燃料的需求量,仅仅调低2亿磅需求,之前我们的简评中提到若按EPA对23年义务量的规定来算美豆油生物燃料需求需要减少约7亿磅,而且美豆油生物燃料需求量的调减相应的增加至了食用消费上,导致整体美豆油库存只调高不到0.5亿磅。

南美大豆的调整就更加超出市场预期,巴西大豆维持1.52亿吨的产量,虽然没有较StoneX及Conab等巴西机构一样再次少量调高,但是维持1.52亿吨的高产也是比较合理的数据。不过最近美豆上涨的主要原因就是阿根廷干旱高温,播种进度及优良率大幅不及去年及往年同期水平,而本月USDA月报并未对阿根廷大豆做出哪怕50-100万吨的减产调整,维持了4950万吨的产量,从报告数据上来说对盘面偏空,但是从实际角度出发,由于与市场预期大相径庭,多头的热情可能并不会因未调整的数据而出现松动。

图 2: 美豆平衡表

SOYBEANS	2020/21	2021/22 Est.	2022/23 Proj. Nov	2022/23 Proj. Dec
		<i>Million Acres</i>		
Area Planted	83.4	87.2	87.5	87.5
Area Harvested	82.6	86.3	86.6	86.6
		<i>Bushels</i>		
Yield per Harvested Acre	51.0	51.7	50.2	50.2
		<i>Million Bushels</i>		
Beginning Stocks	525	257	274	274
Production	4,216	4,465	4,346	4,346
Imports	20	16	15	15
Supply, Total	4,761	4,738	4,634	4,634
Crushings	2,141	2,204	2,245	2,245
Exports	2,266	2,158	2,045	2,045
Seed	101	102	102	102
Residual	-4	2	22	22
Use, Total	4,504	4,465	4,414	4,414
Ending Stocks	257	274	220	220
Avg. Farm Price (\$/bu) 2/	10.80	13.30	14.00	14.00
<b>SOYBEAN OIL</b>				
		<i>Million Pounds</i>		
Beginning Stocks	1,853	2,131	1,999	1,991
Production 4/	25,023	26,143	26,310	26,310
Imports	302	303	500	300
Supply, Total	27,177	28,578	28,809	28,601
Domestic Disappearance	23,314	24,813	25,650	25,600
Biofuel 3/	8,920	10,348	11,800	11,600
Food, Feed & other Industrial	14,394	14,465	13,850	14,000
Exports	1,731	1,773	1,300	1,100
Use, Total	25,046	26,587	26,950	26,700
Ending stocks	2,131	1,991	1,859	1,901
Avg. Price (c/lb) 2/	56.87	72.98	69.00	68.00
<b>SOYBEAN MEAL</b>				
		<i>Thousand Short Tons</i>		
Beginning Stocks	341	341	311	311
Production 4/	50,565	51,811	52,839	52,839
Imports	784	649	600	600
Supply, Total	51,691	52,800	53,750	53,750
Domestic Disappearance	37,674	38,966	39,700	39,700
Exports	13,675	13,524	13,700	13,700
Use, Total	51,350	52,490	53,400	53,400
Ending Stocks	341	311	350	350
Avg. Price (\$/s.t.) 2/	392.31	439.81	400.00	410.00

资料来源: USDA, 优财研究院

图 3：全球大豆平衡表

2020/21		Beginning Stocks	Production	Imports	Domestic Crush	Domestic Total	Exports	Ending Stocks
World 2/		94.73	368.52	165.54	315.43	363.76	164.99	100.03
World Less China		70.12	348.92	65.80	222.43	251.02	164.92	68.89
United States		14.28	114.75	0.54	58.26	60.91	61.67	6.99
Total Foreign		80.45	253.77	165.00	257.18	302.86	103.33	93.04
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
<b>2021/22 Est.</b>								
World 2/		100.03	355.61	157.14	314.78	363.38	153.82	95.59
World Less China		68.89	339.21	65.58	227.28	256.16	153.72	63.80
United States		6.99	121.53	0.43	59.98	62.78	58.72	7.45
Total Foreign		93.04	234.08	156.71	254.80	300.59	95.10	88.14
Major Exporters 3/		54.94	178.17	4.44	91.90	102.44	87.25	47.85
Argentina		25.06	43.90	3.84	38.83	46.04	2.86	23.90
Brazil		29.40	127.00	0.54	50.75	54.00	79.14	23.81
Paraguay		0.45	4.20	0.05	2.25	2.33	2.25	0.13
Major Importers 4/		34.56	20.16	123.85	116.28	143.50	0.42	34.65
China		31.15	16.40	91.57	87.50	107.22	0.10	31.79
European Union		1.56	2.71	14.55	15.40	16.97	0.29	1.55
Southeast Asia		1.20	0.53	8.32	4.45	9.27	0.02	0.75
Mexico		0.46	0.29	5.96	6.35	6.40	0.00	0.30
<b>2022/23 Proj.</b>								
World 2/	Nov	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17
	Dec	95.59	391.17	166.21	329.32	380.88	169.38	102.71
World Less China	Nov	62.88	372.13	68.28	233.28	263.58	169.04	70.67
	Dec	63.80	372.77	68.21	233.32	264.29	169.28	71.21
United States	Nov	7.45	118.27	0.41	61.10	64.48	55.66	5.99
	Dec	7.45	118.27	0.41	61.10	64.48	55.66	5.99
Total Foreign	Nov	87.22	272.26	165.87	268.18	315.69	113.49	96.17
	Dec	88.14	272.90	165.80	268.22	316.40	113.72	96.72
Major Exporters 3/	Nov	47.39	214.00	5.57	95.28	106.29	104.88	55.79
	Dec	47.85	214.00	5.57	95.33	106.36	105.28	55.79
Argentina	Nov	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.20	24.00
	Dec	23.90	49.50	4.80	39.75	47.00	7.70	23.50
Brazil	Nov	23.34	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.24
	Dec	23.81	152.00	0.75	51.75	55.35	89.50	31.71
Paraguay	Nov	0.13	10.00	0.01	3.70	3.86	5.75	0.53
	Dec	0.13	10.00	0.01	3.75	3.93	5.65	0.56
Major Importers 4/	Nov	34.19	21.82	132.38	125.10	153.73	0.33	34.32
	Dec	34.65	21.82	132.03	124.80	153.43	0.37	34.70
China	Nov	31.79	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	31.50
	Dec	31.79	18.40	98.00	96.00	116.59	0.10	31.50
European Union	Nov	1.13	2.47	14.80	15.20	16.78	0.22	1.40
	Dec	1.55	2.47	14.40	14.90	16.48	0.25	1.69
Southeast Asia	Nov	0.80	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.96
	Dec	0.75	0.50	9.88	4.85	10.20	0.02	0.92
Mexico	Nov	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.32
	Dec	0.30	0.23	6.40	6.55	6.60	0.00	0.33

资料来源：USDA，优财研究院

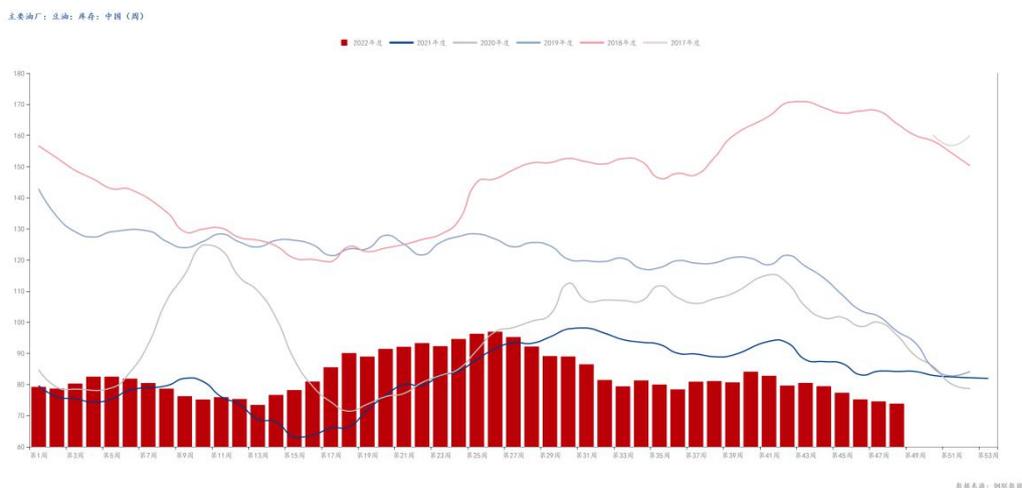
图 4：巴西大豆播种率

Unidade da Federação	Semana até:		
	2021	2022	
	4/Dec	26/Nov	3/Dec
Tocantins	93.0%	75.0%	95.0%
Maranhão	65.0%	49.0%	56.0%
Piauí	95.0%	70.0%	88.0%
Bahia	98.0%	73.0%	89.0%
Mato Grosso	100.0%	99.1%	99.9%
Mato Grosso do Sul	100.0%	98.0%	99.0%
Goiás	99.0%	85.0%	93.0%
Minas Gerais	100.0%	85.0%	94.0%
São Paulo	99.0%	100.0%	100.0%
Paraná	99.0%	92.0%	96.0%
Santa Catarina	91.7%	74.0%	75.0%
Rio Grande do Sul	80.0%	65.0%	68.0%
<b>12 estados</b>	<b>95.1%</b>	<b>86.1%</b>	<b>90.7%</b>

资料来源：CONAB，优财研究院

截至 12 月 2 日，国内豆油库存 73.84 万吨，环比下降 1.72 万吨。本周豆油现货基差，华北地区一级豆油基差由 01+600 下跌至 01+450；华东地区一级豆油基差由 01+700 下跌至 01+680；华南地区一级豆油基差由 01+700 下跌至 01+630。豆油库存依旧在历史同期最低值，今年下半年基本都是这个情况，但是消费没有快速恢复之前对价格形成的支撑有限，基差还在下跌，最然周四周五开始有所放缓，但我们不认为此时开始维稳，只是在快接近交割月且前期跌幅较大情况下有一点缓冲放缓了下跌的速度，豆油基差预计还是会偏向走弱。

图 105：豆油油全国库存（万吨）

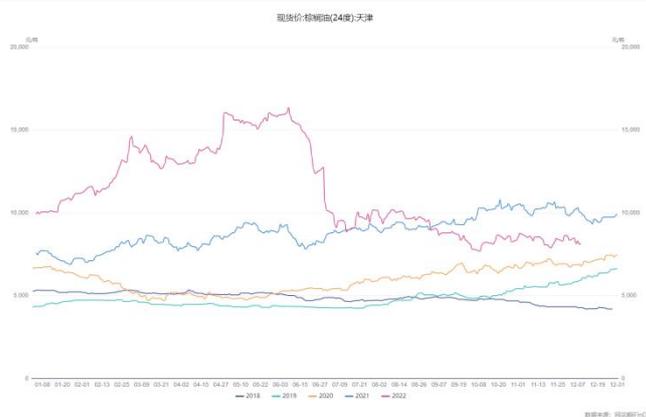


资料来源：钢联数据，优财研究院

## 二、市场价格

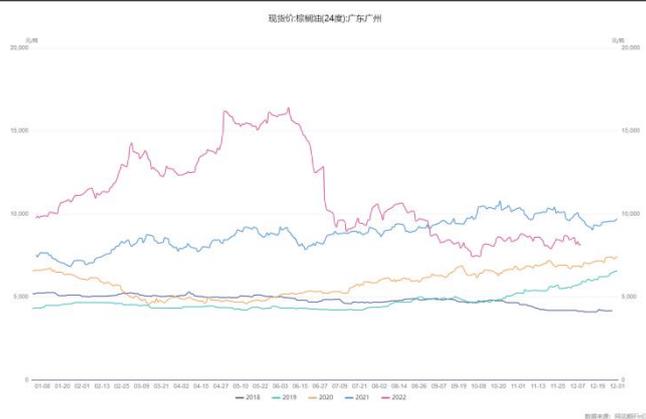
### 1、桐油现货市场价格

图 6：天津 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



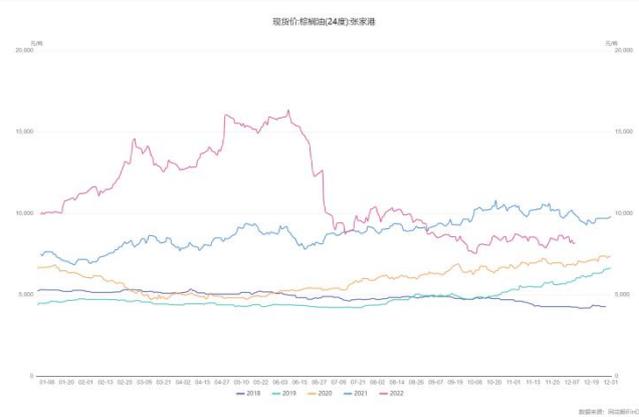
资料来源：ifind，优财研究院

图 8：广东 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

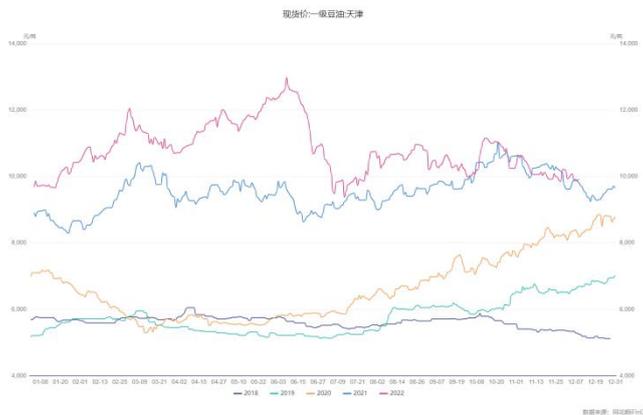
图 7：张家港 24 度棕榈油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

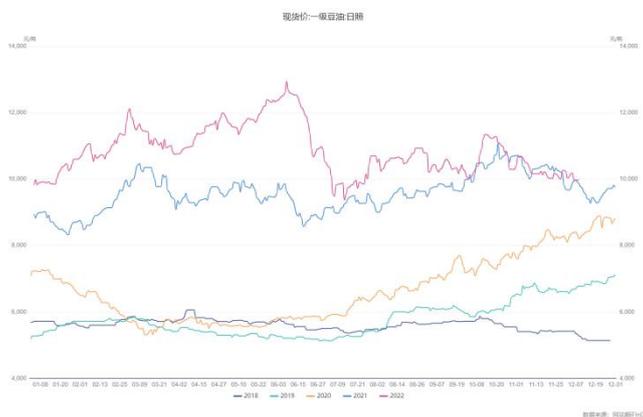
## 2、豆油现货市场价格

图 9：天津一级豆油现货价格（元/吨）



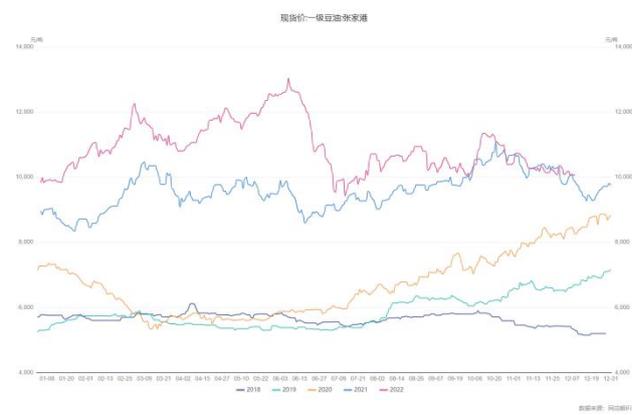
资料来源：ifind，优财研究院

图 11：山东一级豆油现货价格（元/吨）



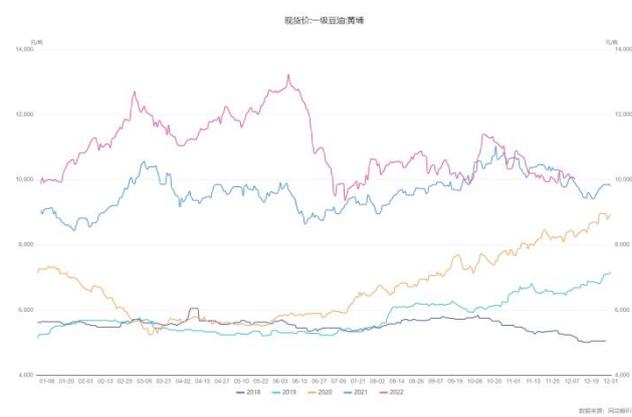
资料来源：ifind，优财研究院

图 10：张家港一级豆油现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，优财研究院

图 12：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

油脂近期预计维持低位震荡行情，整体基本面不强，棕榈油本周新增大量买船，1-5 合约开始倾向反套逻辑，可在-100 左右介入，单边注意前低支撑，7800-7850 左右可短多 P2305 合约。豆油受到美豆油拖累，不过国内依旧低库存，走势或呈窄幅震荡。菜油独立走势偏强，在消费还没完全复苏情况下，菜油有还储的“被动消费”消耗库存，价差方面关注 1-5 价差 900 以上进行反套。

## 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/>