

2023/3 月报

油脂去库，价格有支撑

——2023年3月油脂油料市场展望

2023年2月27日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

农产品研究组

李伟 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F0283072/Z0010384

何濛 分析师

从业/投资咨询证号：

F3033829/Z0014543

电话：0551-62839067

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1. 国际大豆有下行压力；
2. 进口大豆供应偏紧；
3. 棕榈油基本面有望好转；
4. 菜油供应趋宽松。

市场展望与投资策略：

南美天气题材进入尾声，随着巴西收获工作的推进，其丰产带来的利空影响也将逐步释放，CBOT大豆价格或走弱。由于2-3月进口大豆到港数量偏低，3月较多油厂有停机检修计划，豆油预计也将继续去库，基差下方空间不大，豆油价格预计仍以宽幅震荡为主。

印尼为稳定其本土食用油价格以及为B35的实施保驾护航，政策上持续收紧棕榈油出口，而3月下旬将进入斋月，节前备货需求较好，不过印度、中国棕榈油过高的库存限制了棕榈油的上空间。

国内进口菜籽库存较高，而受开机率低的影响导致菜油库存偏低，当前处于供需双弱的格局，菜油价格跟随其它植物油走势为主。

随着气温的回升，油脂消费将逐渐好转，接下来一段时间国内油脂以去库为主，对价格将产生较强支撑。后续关注进口大豆的到港节奏。

目录

一、行情回顾.....	1
二、供需分析.....	1
2.1 国际大豆有下行压力.....	1
2.2 进口大豆供应偏紧.....	2
2.3 棕榈油基本面有望好转.....	3
2.4 菜油供应趋宽松.....	4
2.5 基差、波动率分析.....	5
三、市场展望与投资策略.....	6
免责声明.....	7

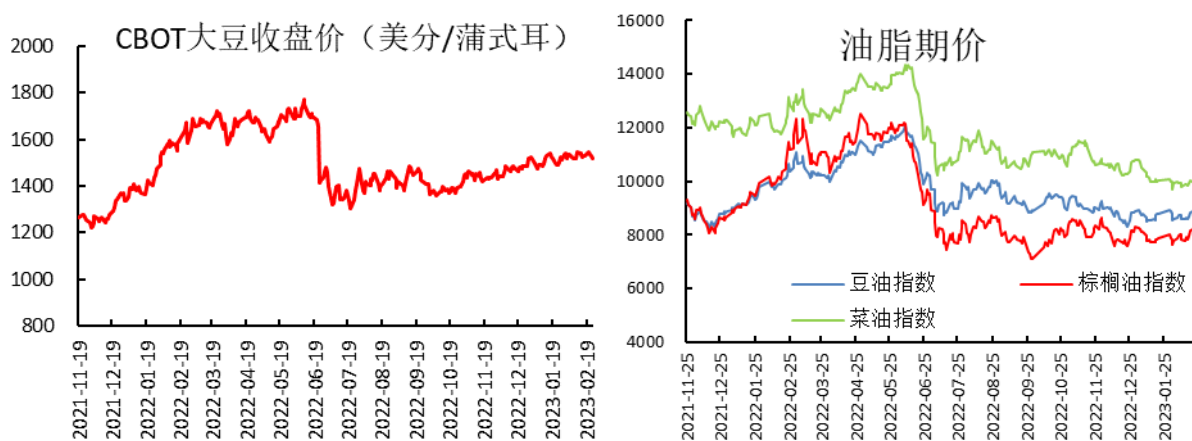
图表目录

图表 1: CBOT 大豆期价 (美分/蒲式耳)、油脂期价 (元/吨)	1
图表 2: 全球大豆供需平衡表调整.....	1
图表 3: 美豆周度出口 (万吨)、进口大豆升贴水 (美分/蒲式耳)	2
图表 4: 进口大豆现货压榨利润 (元/吨)、我国月度大豆进口量预估 (万吨)	3
图表 5: 进口大豆港口库存 (万吨)、豆油库存 (万吨)	3
图表 6: 马来西亚棕榈油库存 (万吨)、国内棕榈油商业库存 (万吨)	4
图表 7: 在榨进口菜籽油厂菜油库存 (元/吨)、进口菜籽油厂菜籽库存 (元/吨)	4
图表 8: 张家港四级豆油-豆油主力合约基差 (元/吨)、广州 24 度棕榈油-棕榈油主力合约基差 (元/吨)	5
图表 9: 豆油历史波动率 (%)、棕榈油历史波动率 (%)	5

一、行情回顾

2月CBOT大豆市场的主旋律依旧是阿根廷旱情题材，推动豆价不断走高，而国内因春节卸货偏慢，导致2-3月进口大豆到港数量偏低，豆油供应收紧，期价较为坚挺；国际棕油价格在斋月备货，需求转好，叠加印尼收紧的出口政策背景下持续走高；菜油因国内进口菜籽供应充裕，价格相对偏弱。

图表 1：CBOT 大豆期价（美分/蒲式耳）、油脂期价（元/吨）



数据来源：华安期货研究所；WIND

二、供需分析

2.1 国际大豆有下行压力

图表 2：全球大豆供需平衡表调整

单位：百万吨	2020/21	2021/22	2022/23		年度变化
			1月预测	2月预测	
期初库存	94.55	99.75	98.22	98.83	-0.92
产量	368.52	358	388.01	383.01	+25.01
出口	164.99	153.89	167.53	167.47	+13.58
压榨	315.94	312.89	327.32	323.9	+11.01
总消费	363.87	362.11	379.49	376.41	+14.3
期末库存	99.75	98.83	103.52	102.03	+3.2
库存消费比	27.41%	27.29%	27.28%	27.11%	-0.18%

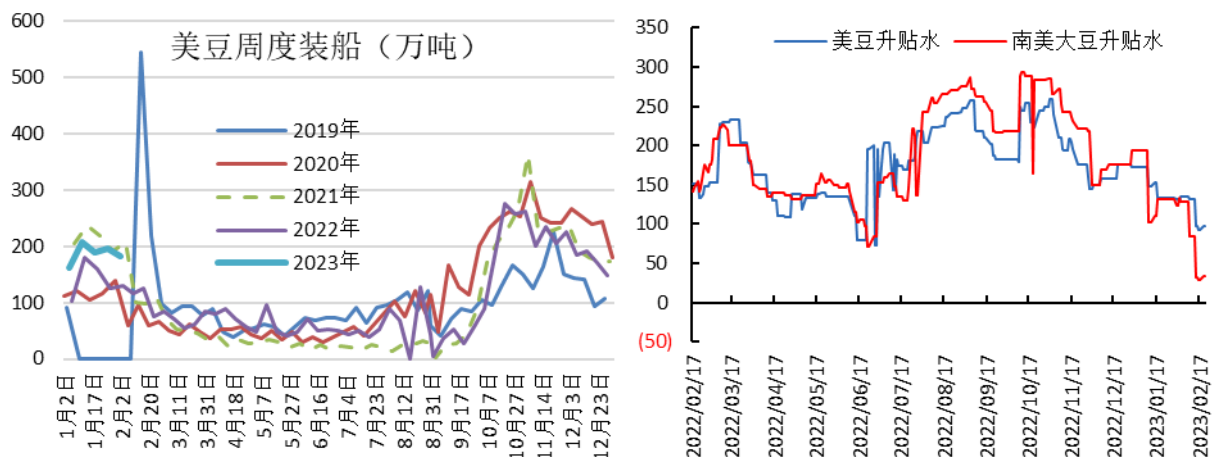
资料来源：华安期货研究所；USDA

自本年度大豆播种工作进行以来，阿根廷产区就持续干旱，尽管间或迎来若干场降水，但对旱情的缓解作用只是杯水车薪。各统计机构也不断下调阿根廷大豆产量的预估水平，目前 USDA 预估阿根廷新作大豆产量为 4100 万吨，罗萨里奥

谷物交易所预估仅为 3450 万吨,而布宜诺斯艾莱斯谷物交易所预估为 3350 万吨。

随着干旱、霜冻题材的轮番上演,阿根廷大豆产量还存在较大变数,但收获也在临近,阿根廷新作产量也将渐渐清晰。从目前的预估基本能够确定,今年南美大豆至少增产一千万吨以上,随着巴西收获工作的持续推进,增产数量也将进一步得到验证。届时国际大豆市场的目光也将渐渐转向出口需求上,天气题材窗口也将逐渐关闭。

图表 3: 美豆周度出口(万吨)、进口大豆升贴水(美分/蒲式耳)



数据来源: 华安期货研究所; USDA; WIND

巴西除了南部地区遭遇旱情,其余产区天气总体正常,据农业咨询机构 AgRural 统计,截至 2 月 16 日巴西农户已经收割了 25%大豆,去年同期为 33%,因降水阻碍了收获进度。

在巴西如火如荼的收获中,近期美豆出口需求较好,但随着南美大豆的大量上市,美豆出口将季节性转淡。

整体来看,在南美大豆丰产及上市的压力下,未来国际大豆有一定的下行压力。

2.2 进口大豆供应偏紧

因春节期间装卸缓慢,影响国内 2-3 月份大豆供应,造成进口大豆阶段性供应紧张。据钢联数据预估,2 月大豆到港量预计 702 万吨,3 月进口大豆到港量预计 650 万吨,第一季度到港量较去年同期下降约 100 万吨。

图表 4：进口大豆现货压榨利润（元/吨）、我国月度大豆进口量预估（万吨）

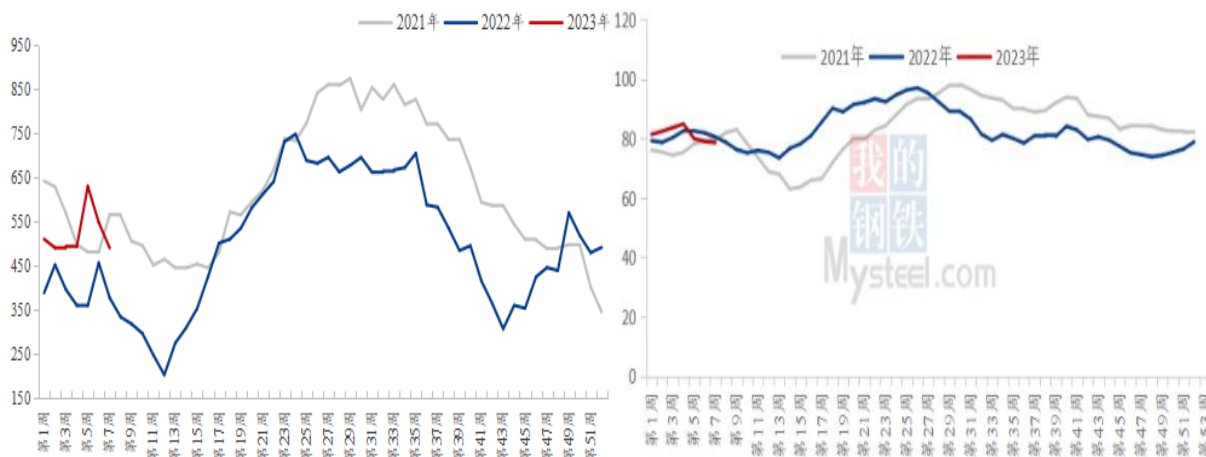


数据来源：华安期货研究所；Wind；钢联数据

钢联数据显示，截至 2 月 17 日，本周全国港口大豆库存为 490.18 万吨，较上周减少 57.94 万吨，减幅 11.82%，同比去年增加 113.06 万吨，增幅 29.98%，随着进口大豆到港量的减少，库存有望继续下降。

全国重点地区豆油商业库存约 78.59 万吨，较上次统计减少 0.46 万吨，降幅 0.58%。尽管当前油脂消费依旧处于淡季，但低开机率令豆油供应整体并不宽裕，豆油预计将继续去库。

图表 5：进口大豆港口库存（万吨）、豆油库存（万吨）



数据来源：华安期货研究所；钢联数据

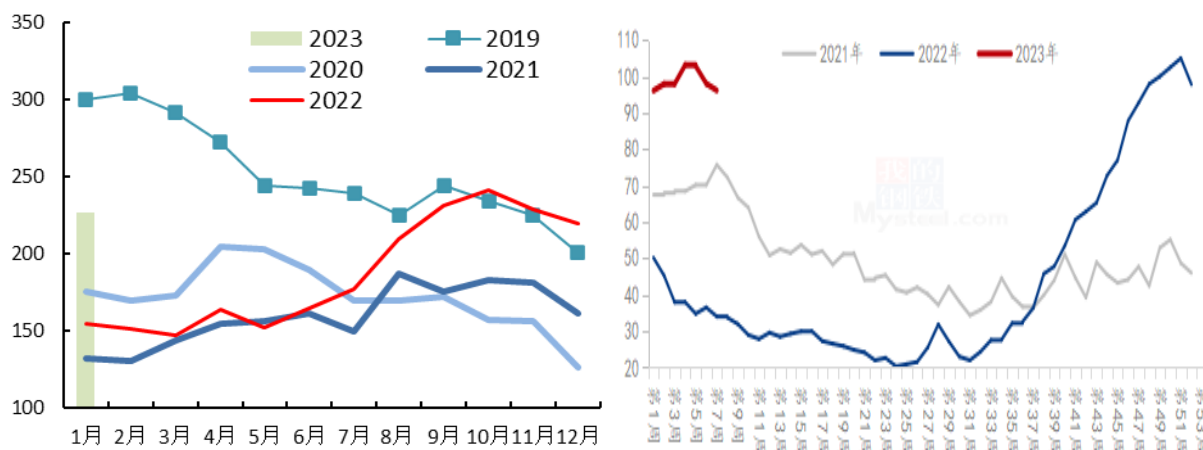
2.3 棕榈油基本面有望好转

印尼棕榈油的出口政策自年初便有收紧的趋势，一时是收紧 DMO 政策，一时是冻结出口额度，目的均在于稳定其本土食用油价格以及为 B35 的顺利实施保驾护航，但以上素材并未明显推动国际棕榈油价格的抬升。

MPOB 月报显示 1 月底马棕油为 227 万吨，较前月增加 3.26%，为三个月来的首次回升，除了主产国库存高之外，主要消费国印度、中国的棕榈油库存也不遑

多让。印度炼油协会公布截至2月1日，印度食用油库存达到创纪录的349万吨，其中包括45.2万吨毛棕，19.1万吨24度精炼棕油；钢联数据显示截至2月14日，我国重点地区棕榈油商业库存约96.11万吨，同比去年增加62.09万吨，增幅182.51%。由于国内棕榈油价格偏弱运行，导致进口棕榈油利润不佳，近期国内买船较少，接下来我国棕榈油有望进入去库。

图表 6：马来西亚棕榈油库存（万吨）、国内棕榈油商业库存（万吨）



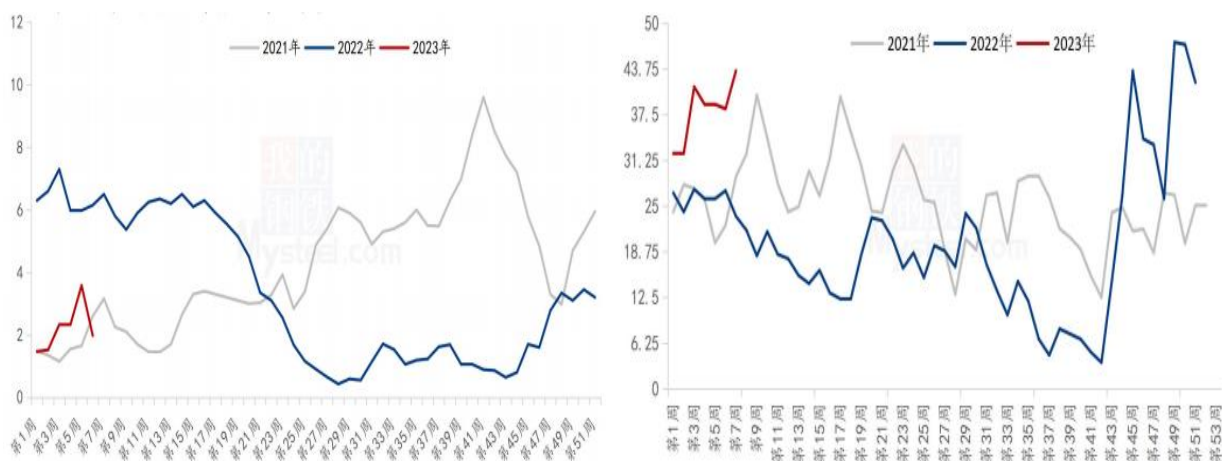
数据来源：华安期货研究所；MPOB；钢联数据

随着天气转暖，棕榈油需求也将回暖，国内18度棕榈油近两周成交大幅转好，棕榈油供需双弱的格局有望得到改变。

2.4 菜油供应趋宽松

自加拿大去年菜籽产量恢复正常之后，我国油厂积极买船，造成进口菜籽库存一路飙升，不过由于春节期间装卸缓慢，菜籽到港量不及预期，近期菜籽库存下滑，但仍处于三年同期高位。且2-3月多数油厂有停机检修计划，造成开机率偏低，菜油库存也偏低。

图表 7：在榨进口菜籽油厂菜油库存（元/吨）、进口菜籽油厂菜籽库存（元/吨）



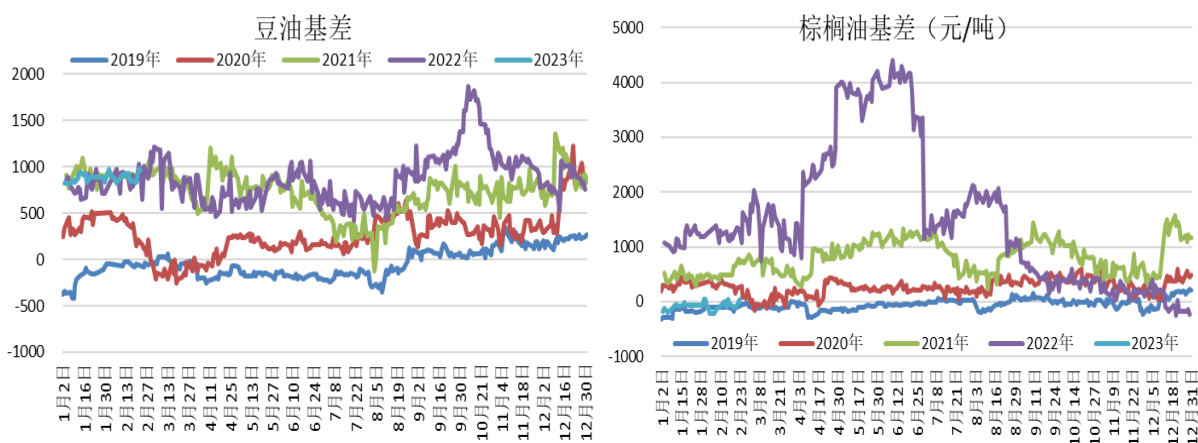
数据来源：华安期货研究所；钢联数据

整体来看，当前进口菜籽供应充裕，在油脂消费有起色前，菜油供应整体趋向宽松，施压菜油价格。

2.5 基差、波动率分析

由于 2-3 月大豆到港量较少，叠加部分油厂检修，大豆压榨量整体偏低，受此影响，豆油基差预计坚挺为主，待大豆到港情况改善后，豆油基差有望下行。棕榈油在高库存的背景下，基差仍以低位徘徊为主。

图表 8：张家港四级豆油-豆油主力合约基差（元/吨）、广州 24 度棕榈油-棕榈油主力合约基差（元/吨）

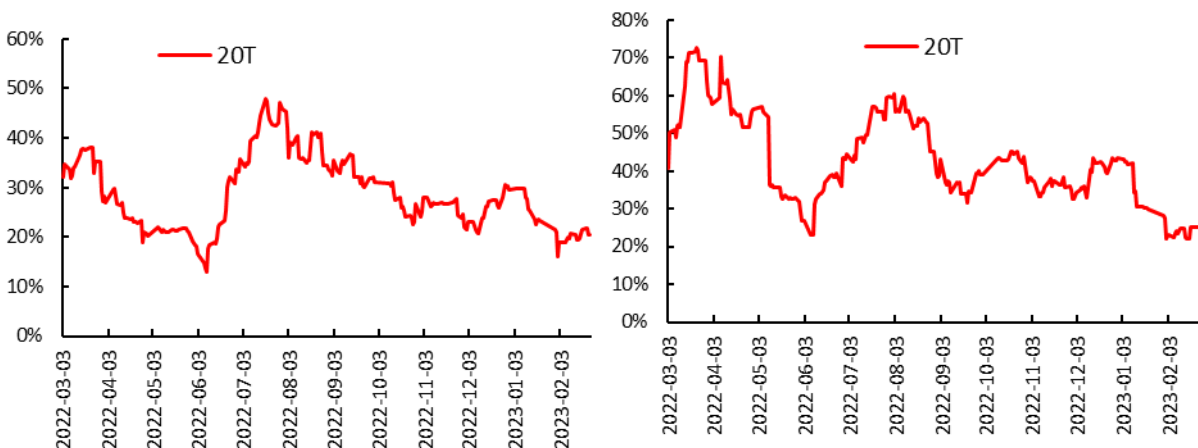


数据来源：华安期货研究所；Wind

豆油合约 1M 历史波动率 20.37%，较一个月之前减少 3 个百分点，场内标的为 05 合约的平值期权波动率近一个月也下降了 3 个百分点；棕榈油合约 1M 历史波动率 25.18%，较一个月之前下降 4 个百分点，场内标的为 05 合约的平值期权隐含波动率近一个月也下降了 7 个百分点。

当前油脂波动率处于低位，而油脂需求有限，建议投资者考虑买入虚值看跌期权。

图表 9：豆油历史波动率（%）、棕榈油历史波动率（%）



数据来源：华安期货研究所；Wind

三、市场展望与投资策略

南美天气题材进入尾声，随着巴西收获工作的推进，其丰产带来的利空影响也将逐步释放，CBOT 大豆价格或走弱。由于 2-3 月进口大豆到港数量偏低，3 月较多油厂有停机检修计划，豆油预计也将继续去库，基差下方空间不大，豆油价格预计仍以宽幅震荡为主。

印尼为稳定其本土食用油价格以及为 B35 的实施保驾护航，政策上持续收紧棕榈油出口，而 3 月下旬将进入斋月，节前备货需求较好，不过印度、中国棕榈油过高的库存限制了棕榈油的上方空间。

国内进口菜籽库存较高，而受开机率低的影响导致菜油库存偏低，当前处于供需双弱的格局，菜油价格跟随其它植物油走势为主。

随着气温的回升，油脂消费将逐渐好转，接下来一段时间国内油脂以去库为主，对价格将产生较强支撑。后续关注进口大豆的到港节奏。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。