

供需转向大势不再，油脂进入波折筑顶期

【摘要】

单边：对于 2022 年油脂单边行情，我们持震荡偏空看待，中长期风险端在于马棕复产累库、美国、巴西生柴政策调整继续降低植物油用量、国内政策调控，短期支撑在于国内油脂、马棕油库存绝对值低位，以及南美天气炒作推高美豆、美豆油价格。

2022 年需关注马棕产量拐点以及国内库存拐点到来，当短期利空支撑退场之后，油脂中长期利空将占据盘面运行逻辑，2022 年上半年豆油 05 合约运行区间看 7500-9500 元/吨，棕榈油 05 合约运行区间看 6500-9000 元/吨，菜油 05 合约运行区间看 10500-13000 元/吨。

套利：从油粕比来看，随着南美天气炒作升温，美豆反弹助推粕类上行，而马棕劳工政策预期落地、出口受限，油脂上方压力明显，出现筑顶行情，驱动油粕比回归，可考虑波段空单。

豆棕价差来看，2021 年豆棕油出现明显分化，而随着马棕复产预期强烈，南美天气升水注入美豆盘面于成本端支撑国内豆油，05 合约豆棕价差有持续回归预期，可考虑空棕油多豆油的套利操作，目标区间 800-1000。09 合约上豆棕价差处于靠近正常区间之内，暂以观望为主。

豆菜油差来看，在美豆丰产、EPA 提议削减生物燃料授权降低美豆油工业需求预期之下，美豆油上方压力仍较为明显，马棕产量恢复的预期也将打压国内豆油价格，而加拿大菜籽减产将持续提振菜系板块，菜油盘面支撑较强，但需关注的是，加拿大 22 年度种植面积及单产均有恢复预期，豆菜油价差高位存在回归逻辑，可考虑于 05 合约上空菜油多豆油操作，目标价差区间 1500-2000。

姜振飞 刘金鹭
电话：010-84555100

邮箱
yjzx@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3073825
F03086822

投资咨询资格号
Z0016238

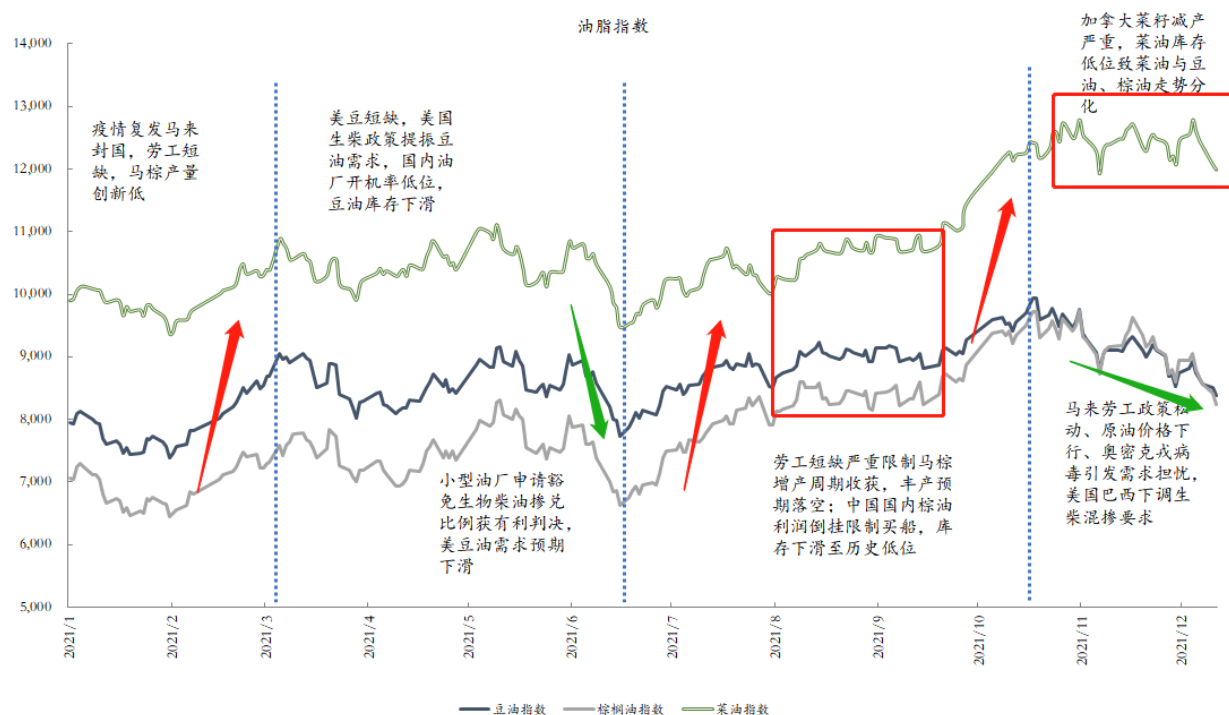
【目 录】

一、行情回顾.....	4
二、全球植物油市场供需情况	5
2.1 全球植物油产量情况.....	5
2.2 全球植物油消费及库存情况.....	5
三、豆油市场供需情况	7
3.1 全球大豆供需——产量及期末库存调高，未来较宽松看待	7
3.2 全球豆油供需	8
3.2.1 全球豆油供需平衡表.....	8
3.2.2 豆油工业需求——2022 年主要国家生物柴油政策	10
3.3 中国豆油供需	11
3.3.1 中国豆油平衡表	11
3.3.2 国内豆油供应情况.....	12
3.3.3 国内豆油消费及库存情况.....	13
四、棕榈油市场供需情况.....	14
4.1 全球棕榈油供需.....	14
4.2 主产区棕榈油供需	15
4.2.1 马来西亚棕榈油供需——风险点在于劳工政策，关注 22 年上半年复产情况	15
4.2.2 印度尼西亚棕榈油供需——棕榈价格高企，关注 B40 实行情况	16
4.3 主销区棕榈油供需	18
4.3.1 印度棕榈油供需——软油替代作用增强，棕榈进口关税再降.....	18
4.3.2 中国棕榈油供需——进口同比增长，库存缓慢爬升	19
五、菜油市场供需情况	20
5.1 全球菜油供需——加拿大菜籽减产，国内外菜油库存低位.....	20
5.2 加拿大菜籽供应情况——大幅减产，全球菜籽紧张.....	21
5.3 中国菜油供需——进口、压榨下滑，库存低位.....	22
六、2022 年展望	24
6.1 基本面风险提示.....	24
6.1.1 2022 年油脂供应偏宽松看待	24
6.1.2 生物柴油政策松动，油脂需求增量有限	24

6.1.3 国内油脂仍处于缓慢累库阶段，需关注政策调控风险	24
6.2 行情展望.....	25
6.2.1 单边行情行情展望及投资机会	25
6.2.2 套利机会提示.....	26

一、行情回顾

图表 1 2021 年三大油脂指数走势



数据来源：Wind、国元期货

2021 年油脂板块延续 2020 年牛市，上半年宽幅震荡为主，下半年马棕供应紧张格局加剧，叠加美豆天气炒作推高 CBOT 豆油，国内油脂受外盘带动及国内低库存支撑，呈现强势拉涨走势，在连盘油脂双双破万后，在马棕劳工政策松动、原油走低打击以及病毒放大市场恐慌之下，开始震荡下行走势，整体来看，21 年度油脂板块走势分为四个阶段：

第一阶段：年初-3 月上旬，美豆旧作库存紧张推高 CBOT 大豆及豆油价格，马来疫情复发封国，海外劳工引入受阻，国内劳工缺口达 3 万，致马棕月度产量跌至历史低位；中国国内油脂库存不断下降，盘面支撑力度较强，内外盘双重推动下油脂强势走高；

第二阶段：3 月中旬-6 月中下旬，油脂板块以宽幅震荡为主。马棕出口下滑叠加产量小幅恢复，库存超预期增长，马棕回落拖累国内油脂回调，但随后美国新能源法案出台提振豆油工业需求叠加 NOPA 报告美豆油库存下降至历史低位，国内油脂跟随美豆油反弹至 3 月中旬高位。6 月初，美国小型油厂申请豁免生物柴油掺兑比例获有利判决，美豆油需求预期下滑，国内油脂受拖累大幅下挫，回吐自 2 月起涨幅；

第三阶段：6 月下旬-10 月中下旬，油脂震荡上行为主，其中连盘油脂一度突破万元高点，但豆棕油走势出现较为明显分化，01 合约豆棕价

差一度跌至负值。马棕进入增产周期，受制于劳工短缺，马棕 21 年度丰产预期落空，推高马棕油价格，另外国内棕榈油利润倒挂限制买船，国内油脂补库并不顺利。与此同时，美豆进入收获期，天气忧虑在 Pro Farmer 的实际调研报告结果出来后得到缓解，美豆支撑松动，同时降低国内豆油成本端支撑。国内油脂基差高企，在大宗商品各版块见顶之时，投机资金注入油脂板块，油脂一定程度上脱离基本面支撑超涨，豆棕、豆菜油价差出现分化：

第四阶段：11 月初-至今，油脂震荡回落跌至前期运行平台，菜油与豆油、棕榈油出现明显分化。马棕劳工政策松动、出口不及预期，原油回落，奥密克戎病毒蔓延加剧市场恐慌情绪，美国、巴西生柴混掺政策松动，多重利空打压之下，国内外油脂纷纷走弱，油脂市场有见顶趋势。预计 22 年上半年油脂市场核心问题仍在马棕复产与美国生柴政策变动之上，油脂牛市行情是否收尾需继续关注马棕产量拐点的出现。

二、全球植物油市场供需情况

2.1 全球植物油产量情况

2021 年全球植物油产量达 2.14 亿吨，同比增长 4.13%，其中棕榈油、豆油、菜油、葵花油合计占比超 87%，其中棕榈油、豆油分别占比 35.6%、28.7%，仍稳坐全球油脂核心定价品种地位，另菜籽油作为全球第三大油脂，受加拿大菜籽减产影响，21 年同比下滑 5.86%，葵花油产量同比增长 15.26%，定价能力提高。

全球棕榈油生产集中在印尼和马来，其中印尼占比 58%，马来占比 26%，两国产量合计占全球的 84%。2019 年东南亚棕榈油生产受到干旱较大冲击，油脂进入去库存周期。

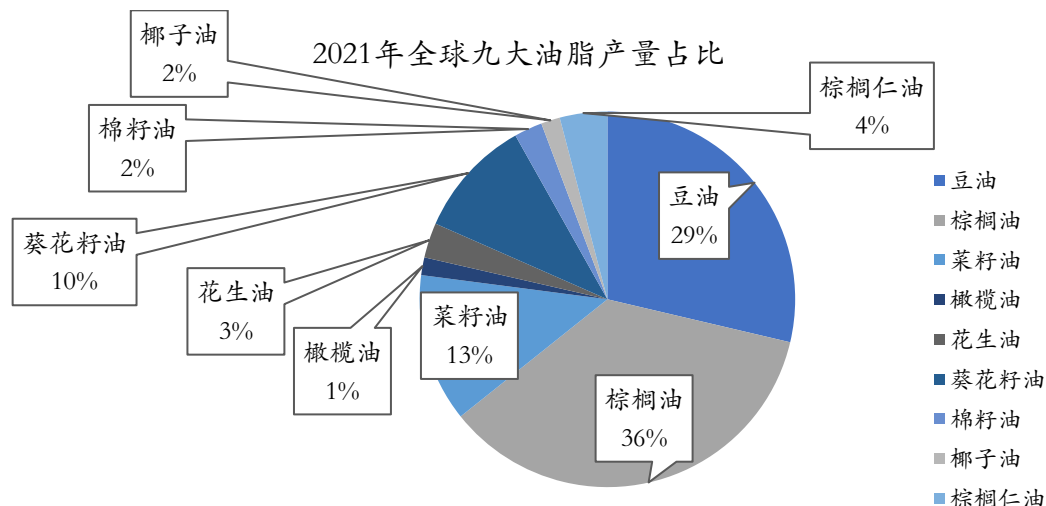
新冠疫情的爆发，马来封锁边境后，种植园出现持续的外籍劳动力短缺，劳动力不足导致棕榈油产量低迷，最终导致 21 年度棕榈油产量不及预期。

2.2 全球植物油消费及库存情况

2021 年全球植物油总消费维持增长态势，同比增长 2.63%，其中葵花籽油消费增长较为明显，主要在于豆油、棕榈油价格高企，软油存在一定替代作用，以印度较为明显。

受需求端增长带动，21 年全球植物油库存下滑至 2398 万吨，为历年近 7 年低位，同比下降 3.27%，其中菜籽油和豆油库存分别下滑 4.3%和 24.17%，全球油脂库存紧张格局仍存，而美豆丰产致豆油产量有一定保障，市场视线更多关注 22 年马棕以及加拿大菜籽产量恢复情况。

图表 2 2021 年全球九大油脂产量占比



数据来源：USDA、国元期货

图表 3 全球植物油供需平衡表（分品种；单位：百万吨）

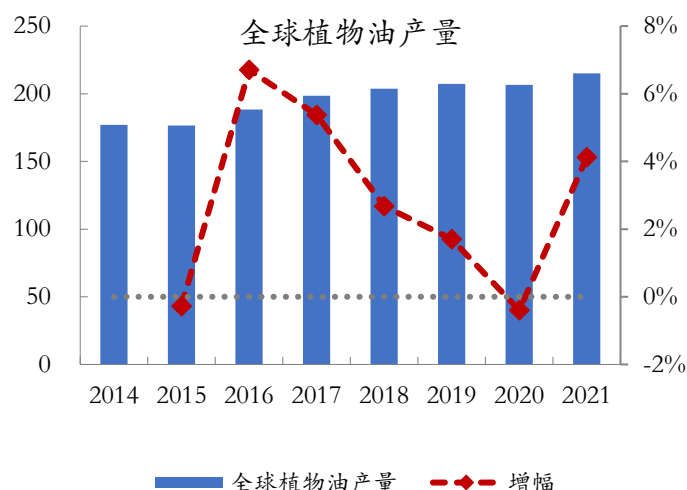
全球植物油产量											
单位：百万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比	占比	
棕榈油	61.78	58.92	65.25	70.54	74.17	72.97	72.87	76.54	5.04%	35.60%	
豆油	49.20	51.56	53.72	55.13	55.98	58.53	59.27	61.64	4.00%	28.67%	
菜籽油	27.41	27.34	27.54	28.13	27.79	28.08	29.19	27.48	-5.86%	12.78%	
葵花籽油	14.97	15.40	18.22	18.61	19.62	21.20	19.13	22.05	15.26%	10.26%	
棕榈仁油	7.32	7.18	7.64	8.25	8.59	8.53	8.40	8.79	4.64%	4.09%	
花生油	5.38	5.43	5.69	5.89	5.86	6.22	6.43	6.47	0.62%	3.01%	
棉籽油	5.12	4.25	4.38	5.10	4.97	5.15	4.80	5.21	8.54%	2.42%	
椰子油	3.37	3.34	3.41	3.55	3.64	3.47	3.44	3.51	2.03%	1.63%	
橄榄油	2.40	3.13	2.49	3.29	3.17	3.12	2.92	3.28	12.33%	1.53%	
植物油：合计	177.02	176.54	188.38	198.51	203.82	207.28	206.45	214.97	4.13%	100.00%	

全球植物油消费量											
指标名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比	占比	
豆油	47.88	52.07	53.41	54.59	55.11	57.24	59.03	60.69	2.81%	28.74%	
棕榈油	58.22	59.38	61.41	66.02	71.12	71.59	73.48	74.83	1.84%	35.44%	
菜籽油	27.04	28.27	28.89	28.93	28.21	28.19	28.41	28.13	-0.99%	13.32%	
橄榄油	2.65	2.81	2.76	2.87	2.93	3.04	3.08	3.20	3.90%	1.52%	
花生油	5.37	5.41	5.52	5.71	5.96	6.26	6.48	6.48	0.00%	3.07%	
葵花籽油	14.12	15.02	16.38	17.51	18.19	19.10	18.59	20.57	10.65%	9.74%	
棉籽油	5.05	4.36	4.33	5.03	4.97	5.13	4.87	5.11	4.93%	2.42%	
椰子油	3.28	3.24	3.23	3.31	3.44	3.51	3.46	3.52	1.73%	1.67%	
棕榈仁油	7.21	7.00	7.22	7.81	8.31	8.17	8.34	8.61	3.24%	4.08%	
植物油：合计	170.68	177.57	183.22	191.59	198.29	202.21	205.74	211.15	2.63%	100.00%	

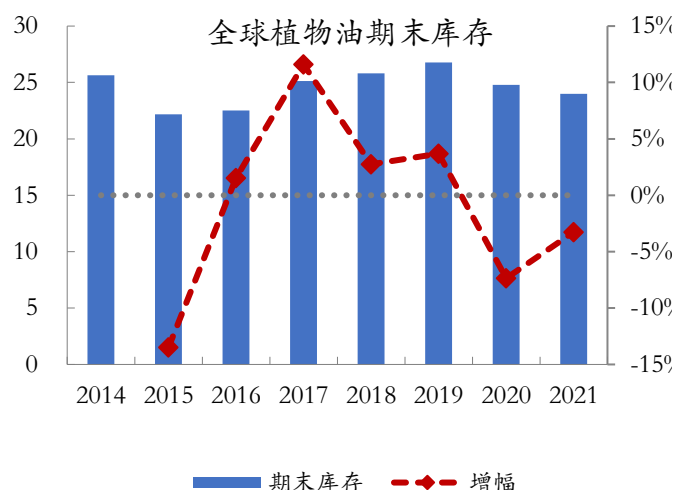
全球植物油期末库存											
单位：百万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比	占比	
棕榈油	10.06	8.74	10.01	12.41	13.76	13.91	12.93	12.99	0.46%	54.17%	
豆油	4.07	3.67	3.79	3.84	4.31	4.74	4.19	4.01	-4.30%	16.72%	
菜籽油	6.52	5.66	4.20	3.41	2.90	2.73	3.31	2.51	-24.17%	10.47%	
葵花籽油	2.59	1.87	2.36	2.29	1.92	2.59	2.09	2.29	9.57%	9.55%	
棕榈仁油	0.86	0.68	0.70	0.93	0.87	0.96	0.87	0.74	-14.94%	3.09%	
椰子油	0.38	0.49	0.41	0.65	0.56	0.50	0.54	0.49	-9.26%	2.04%	
橄榄油	0.31	0.53	0.26	0.72	0.88	0.80	0.49	0.47	-4.08%	1.96%	
花生油	0.24	0.26	0.39	0.52	0.41	0.38	0.30	0.32	6.67%	1.33%	
棉籽油	0.22	0.10	0.12	0.17	0.15	0.15	0.08	0.15	87.50%	0.63%	
植物油：合计	25.63	22.17	22.51	25.12	25.81	26.76	24.79	23.98	-3.27%	100.00%	

数据来源：USDA、国元期货

图表 4 全球植物油产量 (单位: 百万吨)



图表 5 全球植物油期末库存 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

三、豆油市场供需情况

3.1 全球大豆供需——产量及期末库存调高，未来较宽松看待

美国、巴西、阿根廷是全球主要三大大豆主产国，其中 USDA 报告数据已验证美豆新作丰产，巴西大豆种植面积连续增长，市场对其产量仍维持乐观估计，而阿根廷大豆种植面积受玉米挤压，致其大豆产量有进一步下滑预期，而且拉尼娜已至，南美大豆天气炒作将持续升温，阿根廷预计将成为炒作的重点。

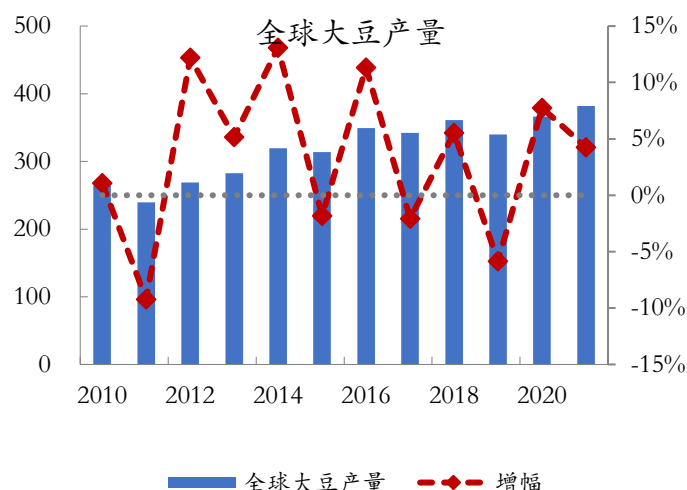
据 USDA 12 月报告显示，2021/22 年度全球大豆产量达到创纪录的 3.81 亿吨水平，较上一年度增产 1555 万吨，其中主产国美国增产 568 万吨，巴西增产 600 万吨，阿根廷小幅增产 330 万吨，中国产量小幅回落 320 万吨，全球大豆期末库存达 1.02 亿吨，较上一年度增加 219 万吨，主要在于美豆及巴西大豆丰产累库，全球大豆库销比回落至 18.57%，较 20/21 年度下降明显。整体来看，全球大豆供应偏宽松变动，主要风险在于 20/21 年度南美大豆生长期天气情况，天气升水将注入 CBOT 大豆盘面之上。

图表 6 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)

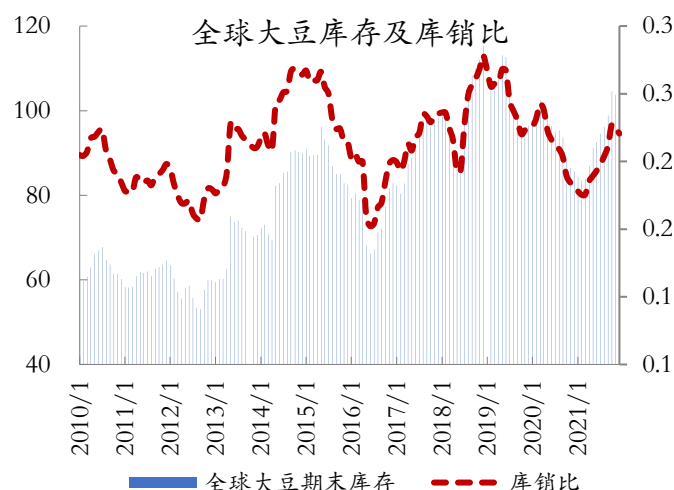
全球大豆供需平衡表									
单位: 百万吨		期初库存	产量	进口	压榨量	国内消费	出口	期末库存	库销比
2020/21 年	12 月	95.53	366.23	165.84	315.77	363.04	164.75	99.81	18.91%
	11 月	95.49	366.23	166.24	316.04	363.05	164.8	100.11	18.97%
	较 11 月变动	0.04	0	-0.4	-0.27	-0.01	-0.05	-0.3	-0.05%
	2019/2020 年度	114.09	339.88	164.97	312.42	358.35	165.06	95.53	18.25%
	较上一年度变动	-18.56	26.35	0.87	3.35	4.69	-0.31	4.28	0.66%
2021/22 年	12 月	99.81	381.78	169.78	327.75	377.03	172.34	102	18.57%
	11 月	100.11	384.01	169.78	328.82	378.03	172.09	103.78	18.86%
	较 11 月变动	-0.3	-2.23	0	-1.07	-1	0.25	-1.78	-0.30%
	2020/2021 年度	95.53	366.23	165.84	315.77	363.04	164.75	99.81	18.91%
	较上一年度变动	4.28	15.55	3.94	11.98	13.99	7.59	2.19	-0.34%

数据来源: USDA、国元期货

图表 7 全球大豆产量 (单位: 百万吨)



图表 8 全球大豆期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

3.2 全球豆油供需

3.2.1 全球豆油供需平衡表

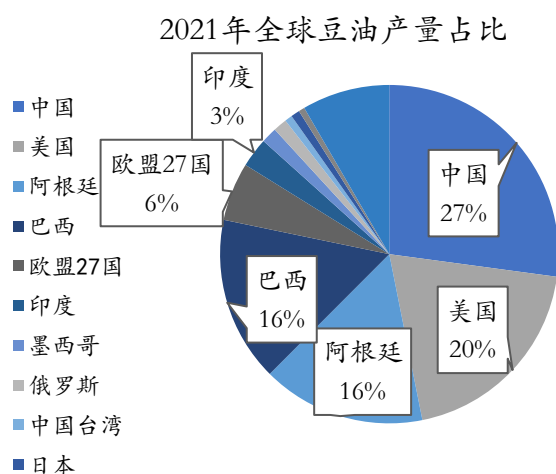
由供需平衡表可见,全球豆油年度总产量自2014年以来整体呈现逐年递增趋势,2021年一度涨至6164万吨水平,同比增长4%,而四大主产国中国、美国、巴西及阿根廷油脂产量皆同比增长,分别同比增长4.3%、2.85%、2%和5.7%,其中中美两国豆油产量均破前期记录;消费端看,全球豆油消费量同比增长2.81%,除巴西因生柴政策未及预期消费同比回落外,其他三大主要消费国家仍保持增长态势;库存方面,全球豆油再度调低至401万吨,库销比随之回落,支撑全球豆油价格。

图表 9 全球豆油供需平衡表 (单位: 万吨)

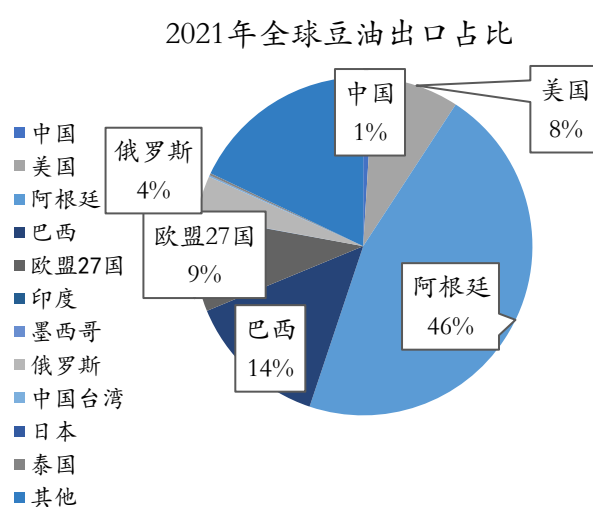
全球豆油供需平衡表									
	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	同比
期初库存	381	431	375	399	393	436	474	419	-11.60%
产量	4,920	5,156	5,372	5,513	5,598	5,853	5,927	6,164	4.00%
中国 (27%)	1,335	1,461	1,577	1,613	1,523	1,640	1,667	1,738	4.30%
美国 (20%)	971	996	1,004	1,078	1,098	1,130	1,135	1,167	2.85%
巴西 (16%)	776	763	776	849	818	900	900	918	2.00%
阿根廷 (16%)	769	843	840	724	804	770	790	835	5.70%
进口	1,004	1,164	1,097	986	1,075	1,140	1,160	1,159	-0.09%
国内消费总计	4,788	5,207	5,341	5,459	5,511	5,724	5,903	6,069	2.81%
中国 (30%)	1,420	1,535	1,635	1,650	1,589	1,709	1,781	1,828	2.68%
美国 (18%)	860	915	901	970	1,038	1,012	1,058	1,141	7.85%
巴西 (13%)	622	629	657	694	717	777	796	786	-1.26%
印度 (9%)	410	525	515	467	475	512	493	510	3.36%
出口	1,109	1,177	1,124	1,054	1,124	1,232	1,239	1,272	2.66%
阿根廷 (46%)	509	570	539	416	527	540	614	625	1.87%
巴西 (14%)	151	155	124	151	109	116	127	145	14.26%
欧盟27国 (9%)	101	92	97	107	98	93	105	95	-9.44%
美国 (8%)	91	102	116	111	88	129	78	57	-27.49%
总消费	5,897	6,384	6,465	6,513	6,635	6,956	7,142	7,341	2.79%
期末库存	407	367	379	384	431	474	419	401	-4.30%
库销比	8.50%	7.05%	7.10%	7.03%	7.82%	8.28%	7.10%	6.61%	-6.91%

数据来源: USDA、国元期货

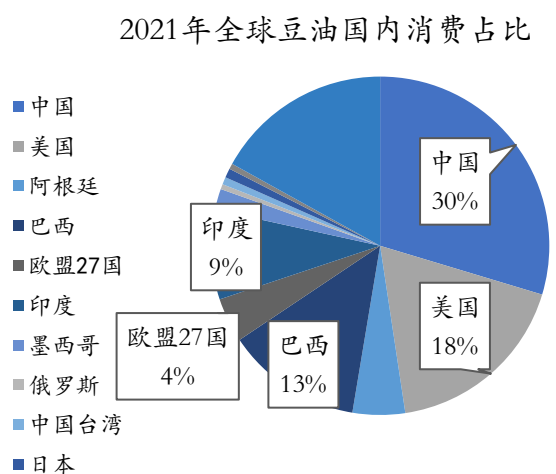
图表 10 2021 年全球豆油产量占比



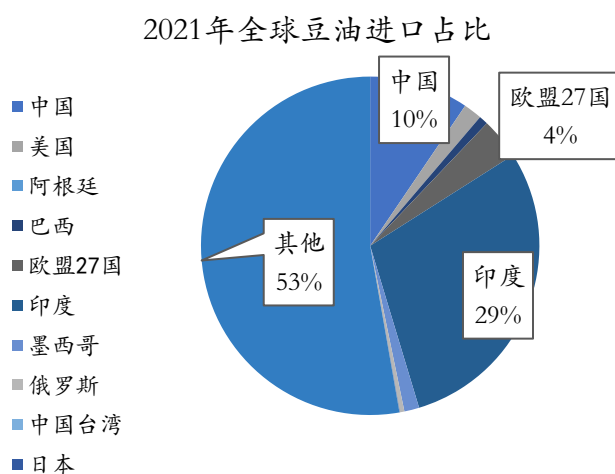
图表 11 2021 年全球豆油出口占比



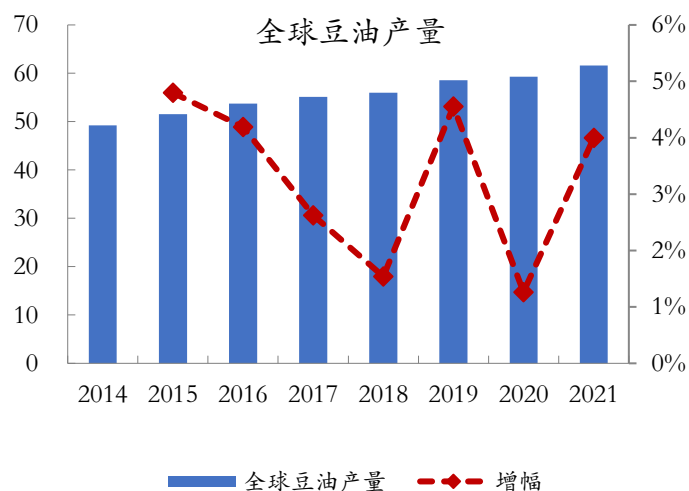
图表 12 2021 年全球豆油国内消费占比



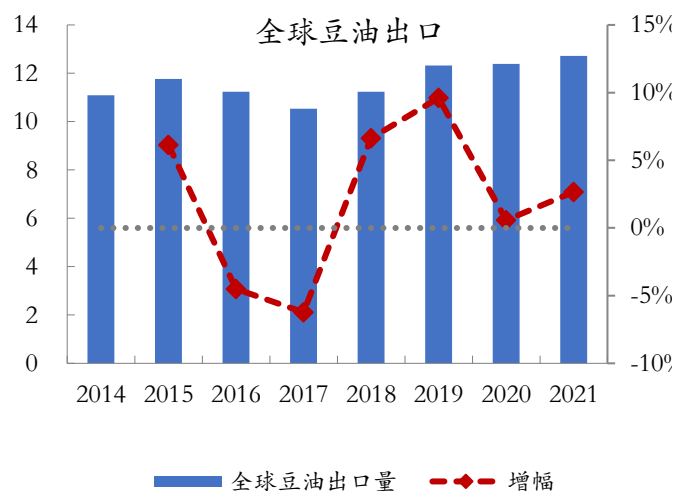
图表 13 2021 年全球豆油进口占比



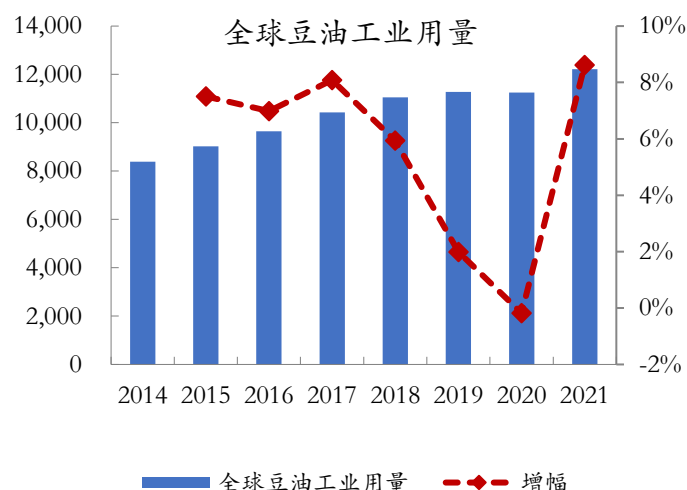
图表 14 全球豆油产量（单位：百万吨）



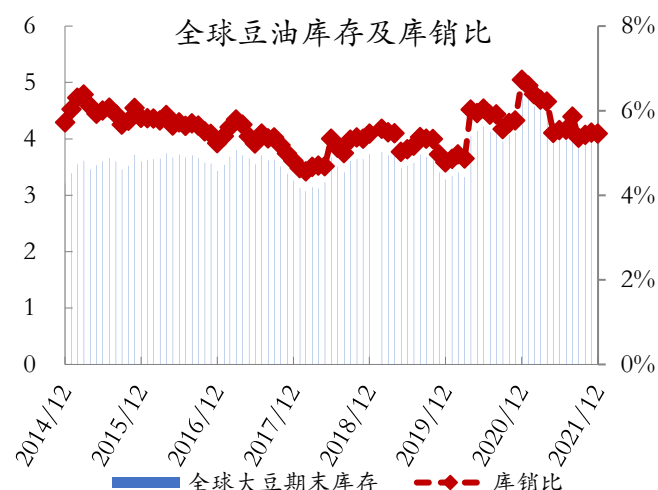
图表 15 全球豆油出口量（单位：百万吨）



图表 16 全球豆油工业用量 (单位: 百万吨)



图表 17 全球豆油期末库存情况 (单位: 百万吨)



数据来源: USDA、国元期货

3.2.2 豆油工业需求——2022 年主要国家生物柴油政策

全球豆油产量连续增长，但期末库存却仍显短缺，主要在于消费端增量，尤其在于美国、巴西生物柴油政策下，豆油的工业用量有了明显的增长，据 USDA 统计，21 年全球豆油工业用量达 1.22 亿吨，同比增长超 8%。22 年度全球豆油供需平衡的主要风险点在于美国、巴西及阿根廷生柴政策的调整，据最新消息，美国及巴西均有放松生柴掺混比例的趋势，可能对豆油需求端有一定打击。

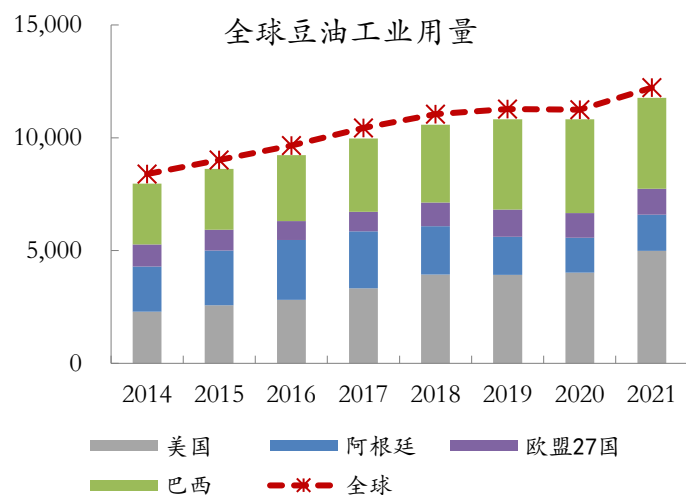
2021 年 12 月初，EPA 提议削减生物燃料授权，将 2020 年的可再生燃料 RVO 总量设定为 171.3 亿加仑，低于此前最终确定的 2020 年 200.9 亿加仑。其还将 2021 年的产量设定为 185.2 亿加仑，到 2022 年为 207.7 亿加仑。同时，将生物质柴油 RVO 设定为与此前持平的 24.3 亿加仑，到 2022 年为 27.6 亿加仑。

9 月份，但是巴西国家能源政策委员会（CNPE）已经将 2021 年生物燃料最低掺混率从最初计划的 13% 下调至 10%。12 月初，CNPE 将 2022 年巴西柴油中的生物柴油强制掺混率下调到 10%。巴西原计划从 2022 年 3 月起实施 14% 的生物燃料掺混率，11 月下旬决定在 2022 年维持 10% 的掺混率。豆油占到巴西生物柴油生产原料的 75%，若该政策无调整，则豆油工业需求有下滑预期。

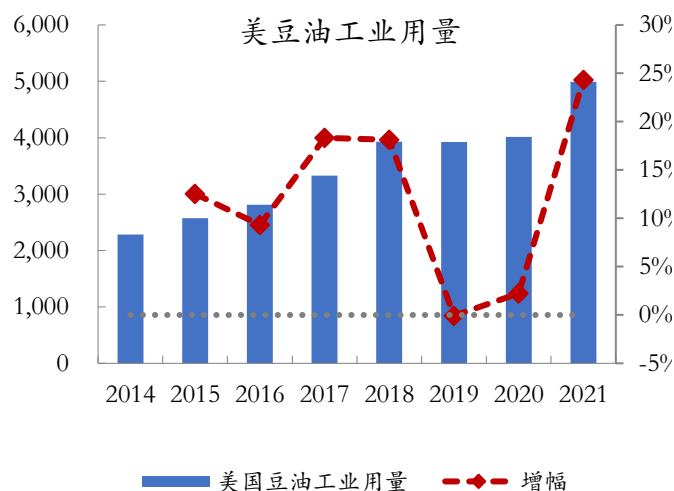
而阿根廷在 2021 年中调整生柴政策至 B5，即生物柴油的混合要求降至 5%，低于此前 10% 的掺混要求。该法律将实施到 2030 年 12 月，届时政府可以再延长五年，长期同样降低豆油工业需求。

据政策端来看，三大主要以豆油为生柴掺混配料的国家，美国、巴西、阿根廷 2022 年豆油工业用量均有降低趋势，但整体来看，工业用量增长将是大势所趋，豆油库存紧张短期内难有翻转性改变，生柴炒作仍将是全球豆油市场价格一大风险因素。

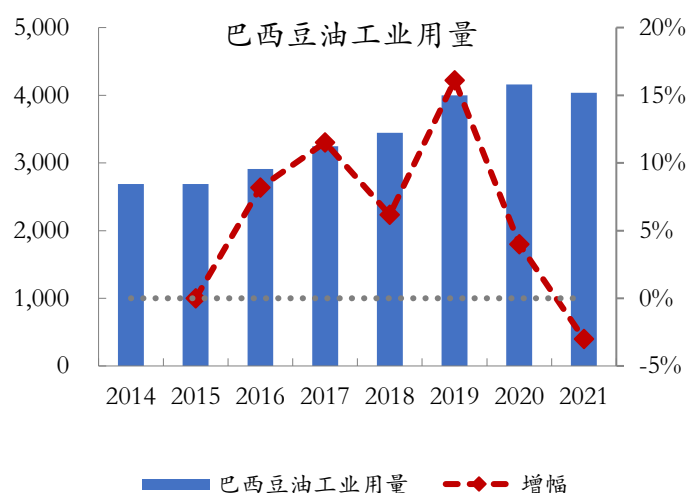
图表 18 全球豆油工业用量 (单位: 万吨)



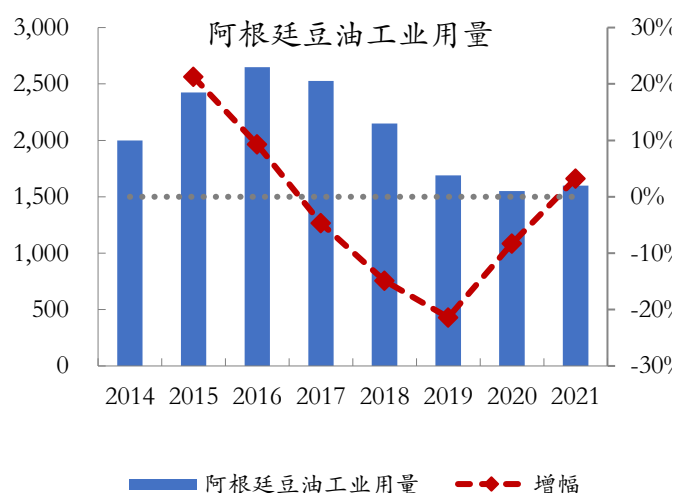
图表 19 美国豆油工业用量 (单位: 万吨)



图表 20 巴西豆油工业用量 (单位: 万吨)



图表 21 阿根廷豆油工业用量 (单位: 万吨)



数据来源: USDA、国元期货

3.3 中国豆油供需

3.3.1 中国豆油平衡表

从供应形势来看, 2021 年全年大豆到港量相较往年偏高, 尤其 6 月进入南美市之后, 大豆巨量到港推高国内大豆港口库存, 达近 7 年高位。受南美大豆储存时长较短影响, 6 月后国内油厂被动提高开工率, 压榨量出现显著增长, 而榨利不佳、豆粕胀库等又再度限制压榨量, 8-9 月压榨量呈现明显回落。目前油厂大豆及豆油库存处于相对偏低位置, 基本面角度对盘面支撑力度较强。

图表 22 中国豆油供需平衡表 (单位: 万吨)

中国豆油供需平衡表									
	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	同比
期初库存	109.6	91.2	65.7	67.0	56.8	50.1	65.0	70.0	7.69%
产量	1,335.0	1,460.5	1,577.0	1,612.8	1,523.2	1,639.7	1,666.6	1,738.2	4.30%
进口量	77.3	58.6	71.1	48.1	78.3	100.0	123.1	110.0	-10.64%
出口量	10.7	9.6	11.8	21.1	19.7	15.5	4.2	15.0	257.14%
压榨量	7,450.0	8,150.0	8,800.0	9,000.0	8,500.0	9,150.0	9,300.0	9,700.0	4.30%
总供应量	1,521.9	1,610.3	1,713.8	1,727.9	1,658.3	1,789.8	1,854.7	1,918.2	3.42%
国内消费总计	1,420.0	1,535.0	1,635.0	1,650.0	1,588.5	1,709.3	1,780.5	1,828.2	2.68%
期末库存	91.2	65.7	67.0	56.8	50.1	65.0	70.0	75.0	7.14%
库消比	6.42%	4.28%	4.10%	3.44%	3.15%	3.80%	3.93%	4.10%	4.35%

数据来源: USDA、国元期货

3.3.2 国内豆油供应情况

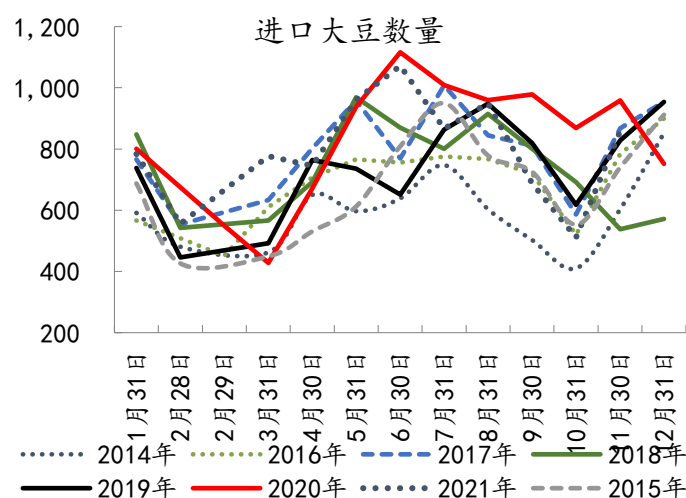
(1) 国内大豆进口情况

2021 年 12 月 7 日, 海关总署公布的数据显示, 11 月进口大豆 857 万吨, 环比 10 月增加 346 万吨, 增幅 67.7%; 同比减少 101.6 万吨, 减幅 10.6%。2021 年 1-11 月累计进口大豆 8,765 万吨, 同比减少 5.5%, 进口均价 3558.7 元/吨, 上涨 30.7%。

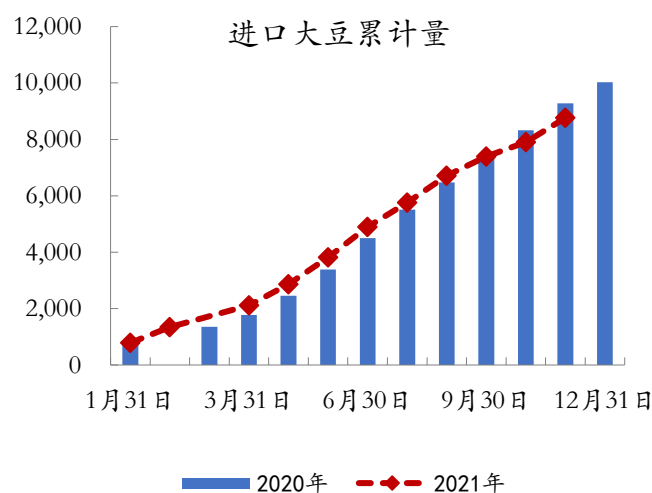
2021 年国内进口于 5 月大豆全年顶峰, 主要受到南美大豆巨量到港影响, 后受制于国内生猪养殖利润不佳, 农户补栏积极性较差, 叠加动物饲料中豆粕比例下滑, 进口大豆需求相对偏弱, 8 月-10 月大豆采购偏弱, 叠加飓风影响美豆港口, 进口量一度下滑, 11 月随着美豆出口窗口开放以及前期积压, 大豆进口进入增长周期。

据我的农产品网数据统计, 2021 年 12 月份进口大豆到港量预计为 828.75 万吨; 2022 年 1 月进口大豆到港量预计为 850 万吨, 2022 年 2 月进口大豆到港量预计为 650 万吨。

图表 23 月度大豆进口数量 (单位: 万吨)



图表 24 进口大豆累计量 (单位: 万吨)

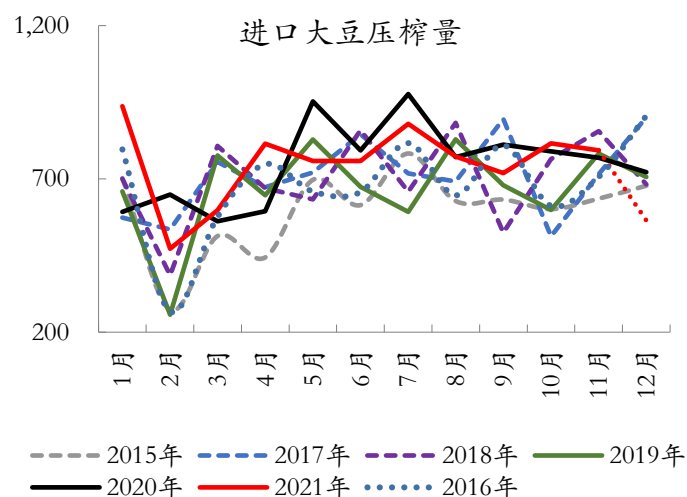


数据来源: 海关总署、国元期货

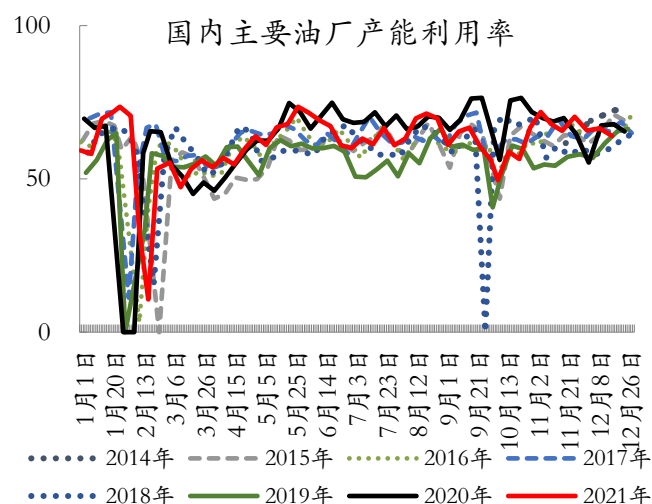
(2) 国内豆油进口及大豆压榨情况

据海关统计,我国 2021 年 1-10 月累计进口豆油 111.45 万吨,同比增加 26.38 万吨,增幅 31.01%。据我的农产品网统计,截止 2021 年 11 月 30 日,中国大豆压榨量 8320.83 万吨,若按去年 12 月同期压榨量计算,预估 2021 年全年压榨量达 9042.88 万吨,略高于去年全年 8985.96 万吨水平,增长主要在于上半年生猪市场不明朗,以及南美大豆巨量到港下油厂被动提高开机率。

图表 25 月度进口大豆压榨量 (单位: 万吨)



图表 26 国内主要油厂产能利用率 (单位: %)

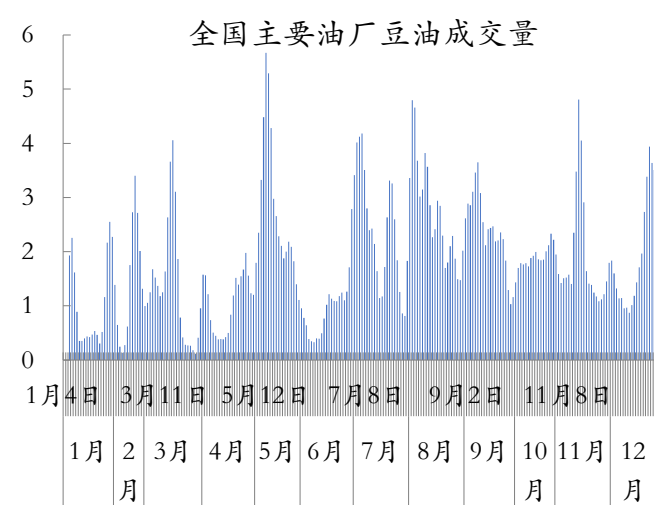


数据来源: 我的农产品网、国元期货

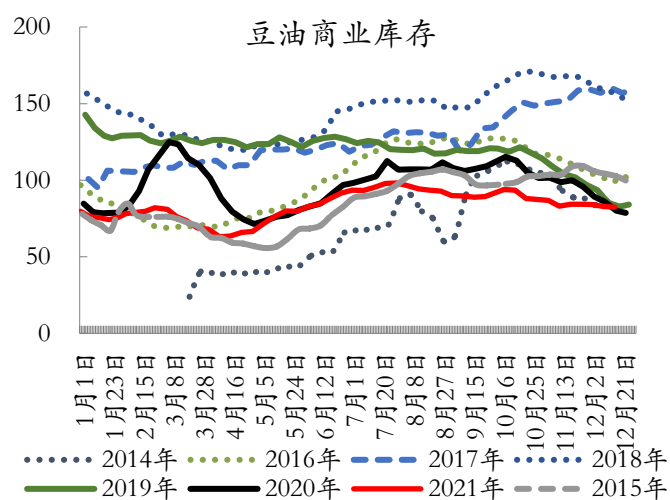
3.3.3 国内豆油消费及库存情况

据我的农产品网统计,截至 12 月 24 日,2021 年全国主要油厂豆油成交量为 427.61 万吨,商业库存为 82.42 万吨,仍处于历年低位。

图表 27 全国主要油厂豆油成交量 (单位: 万吨)



图表 28 全国豆油商业库存 (单位: 万吨)



数据来源: 我的农产品网、国元期货

四、棕榈油市场供需情况

4.1 全球棕榈油供需

USDA12 月份报告显示 2021/22 年度全球棕榈油产量达同比增幅达 5.04%，其中马来产量同比增长 10.34%，但期末库存只是小幅累增 6 万吨，仍未见大幅上涨趋势。库销比同比呈现下降的状态。

图表 29 全球棕榈油供需平衡表（单位：万吨）

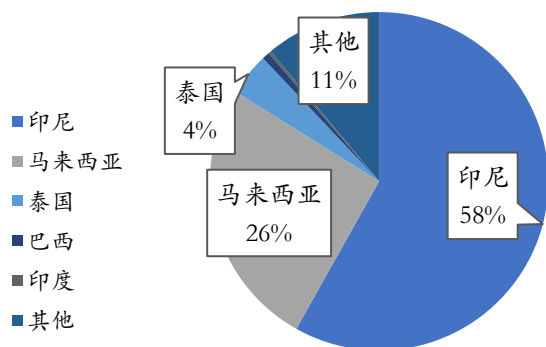
全球棕榈油供需平衡表									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比
产量	6,178	5,892	6,525	7,054	7,417	7,297	7,287	7,654	5.04%
印尼 (58%)	3300	3200	3600	3950	4150	4250	4350	4450	2.30%
马来西亚 (26%)	1987.9	1770	1885.8	1968.3	2080	1925.5	1785.4	1970	10.34%
进口量	4,479	4,242	4,643	4,659	5,021	4,721	4,757	5,054	6.24%
印度 (17%)	913.9	885.7	934.1	860.8	971	739.8	841.1	860	2.25%
中国 (14%)	569.6	468.9	488.1	532	679.5	671.9	681.8	720	5.60%
欧盟27国 (14%)	693.5	671.7	696.4	683.4	707	711.4	620	685	10.48%
出口量	4,739	4,387	4,907	4,883	5,191	4,845	4,794	5,218	8.84%
印度尼西亚 (57%)	2950	2687.4	2624.9	2827.9	2696.7	2763.3	2290.6	2596.4	13.35%
马来西亚 (33%)	1722	1586.6	1721.2	1836.2	1647.2	1631.3	1666.7	1740.3	4.42%
总供应量	11,615	11,205	12,020	12,725	13,679	13,395	13,435	14,001	4.21%
国内消费量	5,822	5,938	6,141	6,602	7,112	7,159	7,348	7,483	1.84%
印度尼西亚 (21%)	706.5	912	912.5	1155.5	1348.5	1454.5	1527.5	1544.5	1.11%
印度 (12%)	915	899.7	906	875.1	908.5	840.9	901	870	-3.44%
期末库存	1,006	874	1,001	1,241	1,376	1,391	1,293	1,299	0.46%
库销比	17.28%	14.72%	16.30%	18.80%	19.35%	19.43%	17.60%	17.36%	-1.35%

数据来源：USDA、国元期货

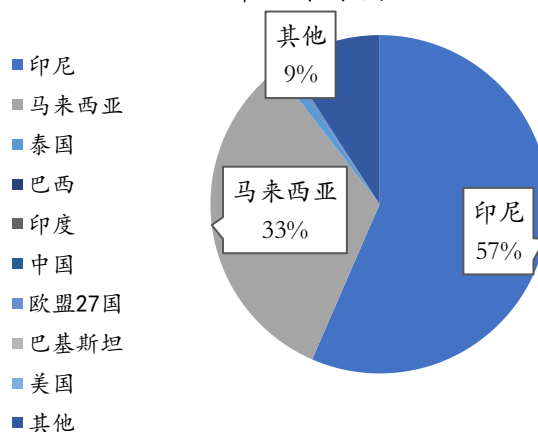
图表 30 2021 年全球棕榈油产量占比

图表 31 2021 年全球棕榈油出口占比

2021 年全球棕榈油产量



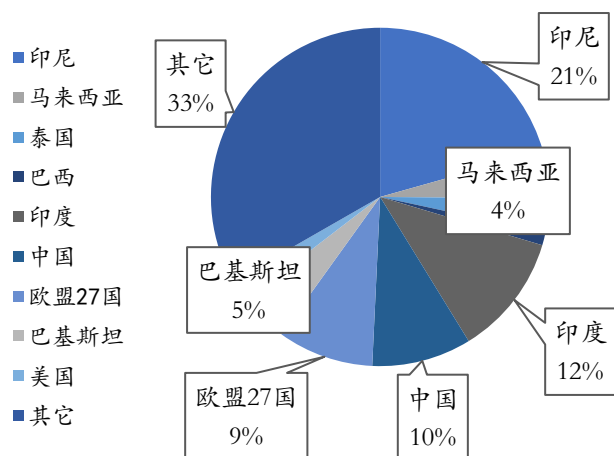
2021 年全球棕榈油出口



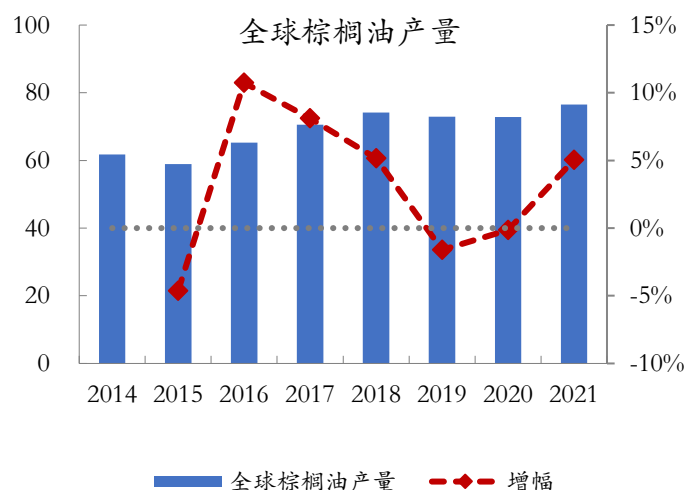
图表 32 2021 年全球棕榈油国内消费占比

图表 33 2021 年全球棕榈油进口占比

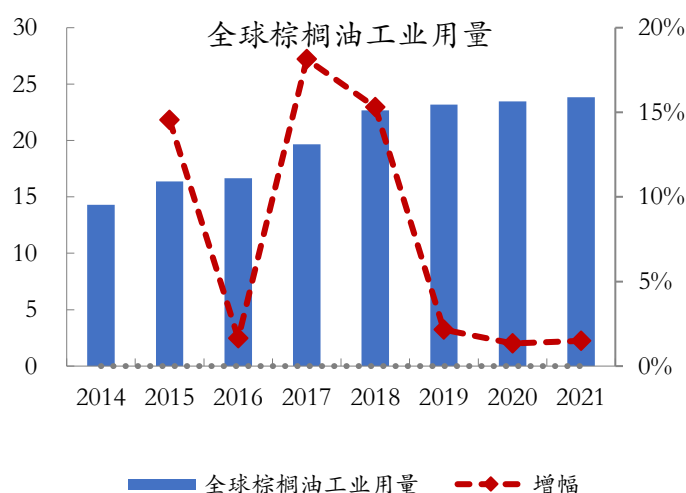
2021全球棕榈油国内消费



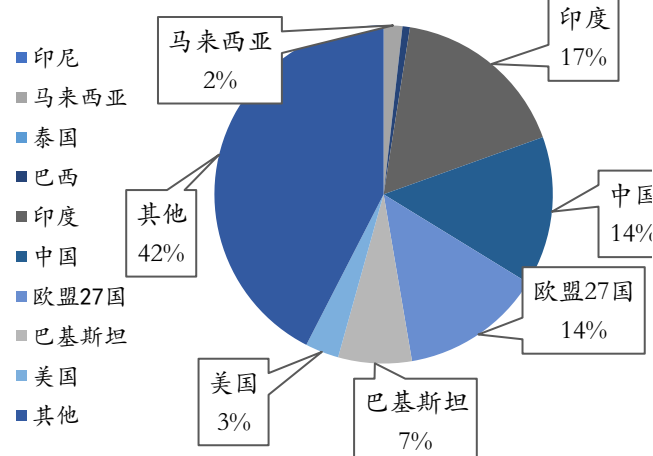
图表 34 全球棕榈油产量（单位：百万吨）



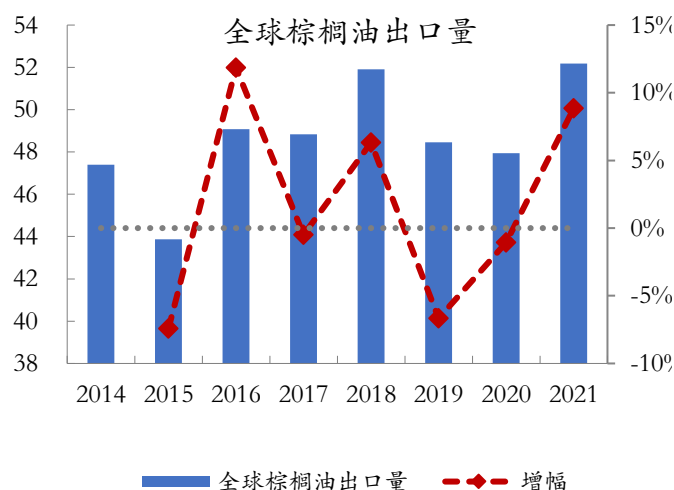
图表 36 全球棕榈油工业用量（单位：百万吨）



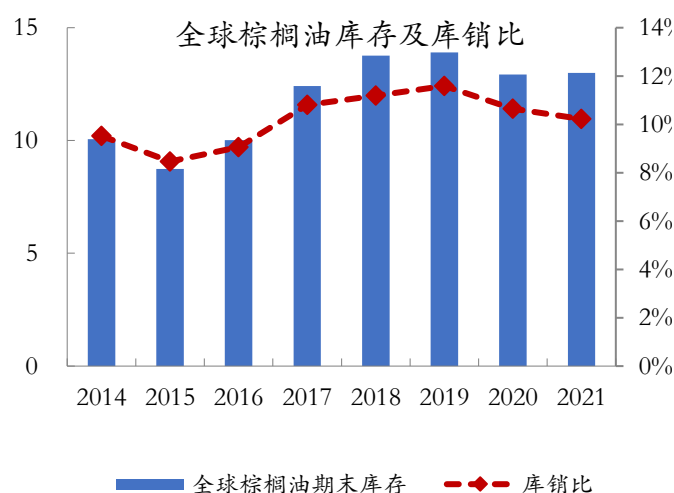
2021年全球棕榈油进口



图表 35 全球棕榈油出口量（单位：百万吨）



图表 37 全球棕榈油期末库存情况（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

4.2 主产区棕榈油供需

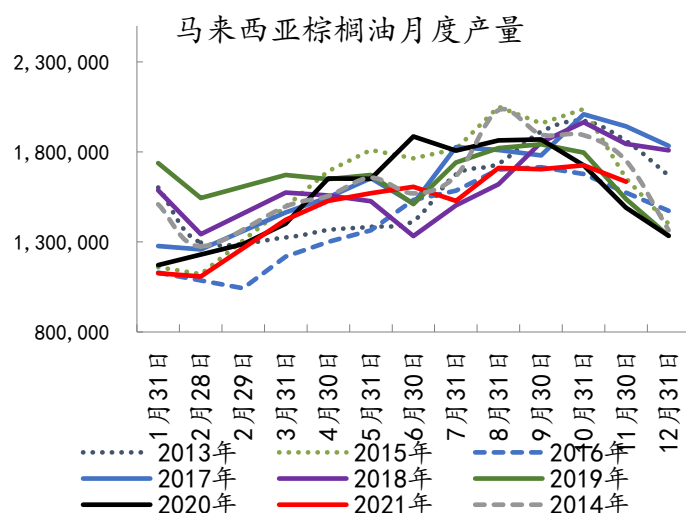
4.2.1 马来西亚棕榈油供需——风险点在于劳工政策，关注 22 年上半年

复产情况

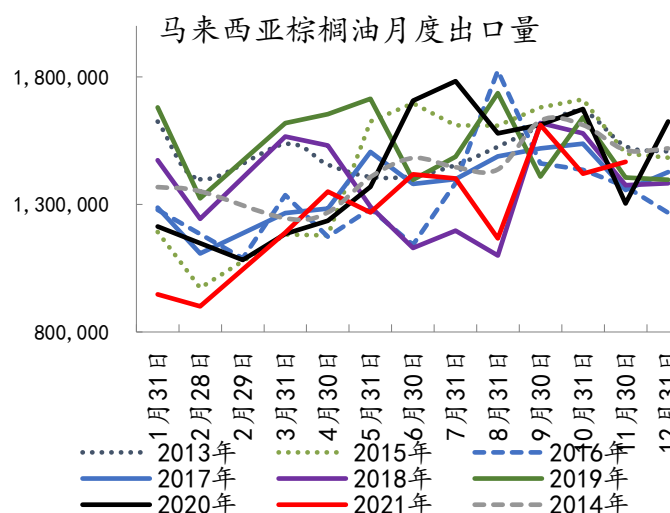
2021 年马棕处于库存缓慢修复周期，11 月末库存比 2020 年的库存低点 126 万吨增加了 55 万吨，增长相对有限，在于劳工限制政策下的增产预期落空。据 MPOB11 月报告数据显示：马来西亚 11 月棕榈油进口为 9.71 万吨，环比增长 92.45%。马来西亚 11 月棕榈油出口为 146.75 万吨，环比增长 3.30%。马来西亚 11 月棕榈油产量为 163.49 万吨，环比减少 5.27%。马来西亚 11 月棕榈油库存量为 181.6 万吨，环比减少 0.96%。

12 月初马来西亚政府宣布，马来西亚内阁会议同意所有已获准领域重新向外籍劳工开放，若能达到此前所提 3.2 万人数，叠加拉尼娜现象在马来棕榈果生长期带来充沛降水，马棕将有望于 22 年实现复产目标，库存拐点的出现将意味着本轮自 2020 年开始的牛市转向。

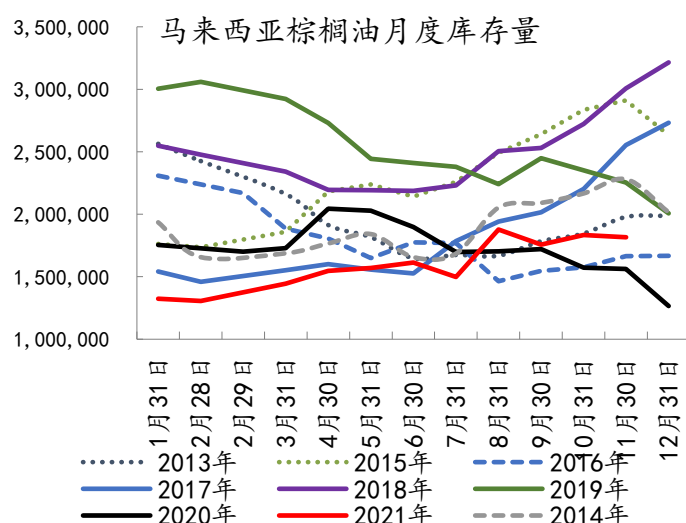
图表 38 马来西亚棕榈油月度产量（单位：吨）



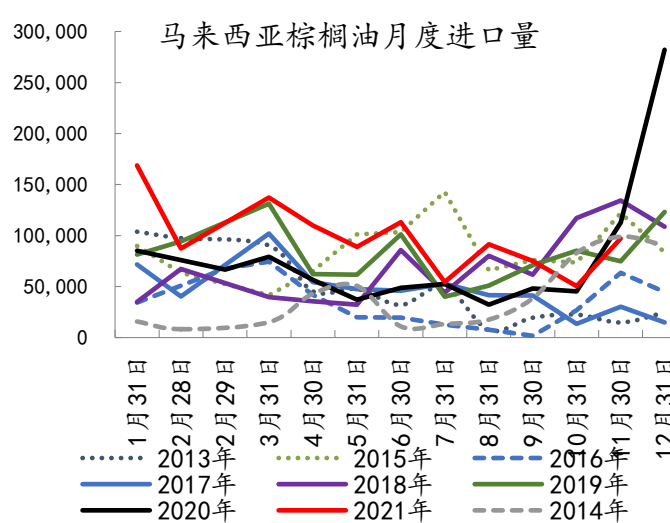
图表 39 马来西亚棕榈油月度出口量（单位：吨）



图表 40 马来西亚棕榈油月度库存量（单位：吨）



图表 41 马来西亚棕榈油月度进口量（单位：吨）



数据来源：MPOB、国元期货

4.2.2 印度尼西亚棕榈油供需——棕榈价格高企，关注 B40 实行情况

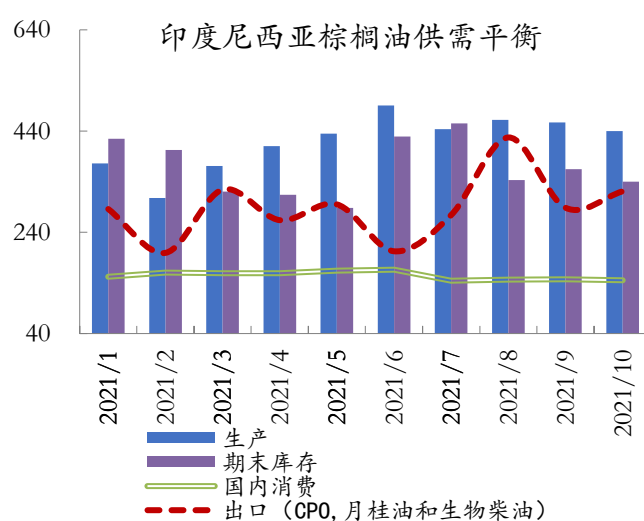
(1) 供需平衡

印度尼西亚是世界最大的棕榈油生产、世界棕榈油消费最多的国家，种植年增长保持在 8%-13%。2021 年印度尼西亚棕榈油产量占全球棕榈油总产量的比重为 58%。据印尼棕榈油协会（GAPKI）最新数据显示，由于天气恶劣，下调印度尼西亚 2021 年毛棕榈油产量至 4670 万吨，此前预测为 4750 万吨，2020 年产量为 4703 万吨；维持 2022 年毛棕榈油产量预测在 4800 万吨不变。印度尼西亚是世界上最大的棕榈油种植国，预计 2021 年棕榈油出口量为 3440 万吨，国内消费为 1850 万吨，期末库存为 322 万吨；预计 2022 年底期末库存将降至 136 万吨。

另据印尼能源部消息，2022 公历年印尼的未混合生物柴油消费预计为 1000 万千升（KL），高于今年的目标 920 万千升。

图表 42 2021 年印尼棕榈油供需平衡表（单位：万吨）

2021 年印度尼西亚棕榈油供需平衡表				
单位：万吨	生产	出口（CPO, 月桂油和生物柴油）	国内消费	期末库存
2021 年 1 月	376	286	152	425
2021 年 2 月	307.9	199.4	160.4	402.5
2021 年 3 月	371.2	324.4	158.9	320.2
2021 年 4 月	410	264	159	314
2021 年 5 月	435	295.2	164.5	288.4
2021 年 6 月	490.8	202.6	166.2	429
2021 年 7 月	444.1	274.2	144.4	454.9
2021 年 8 月	461.9	427.4	146.5	343.3
2021 年 9 月	457.3	288.6	147.5	364.9
2021 年 10 月	440	321	145	340
2021 年预测	4670	3440	1850	322



数据来源：GAPKI、国元期货

（2）印尼生柴政策

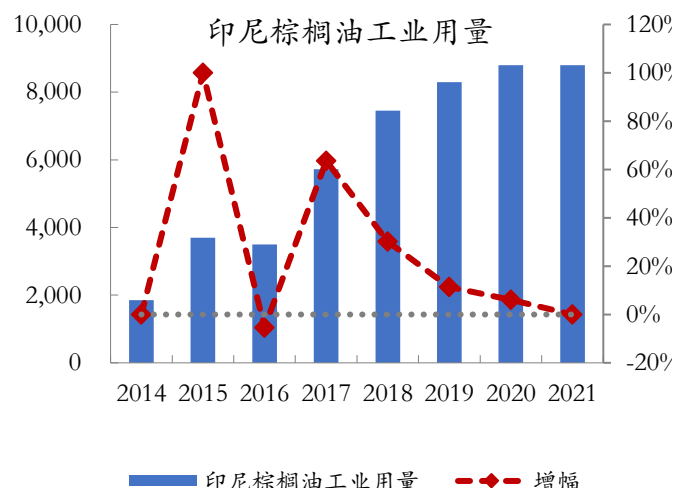
印尼棕榈油生产商众多，当地棕榈油年精炼能力可能达到 4500 万吨以上。由于印尼棕榈油精炼的产能过剩，造成国内毛棕榈油的竞争加剧。为吸收印尼棕榈油过剩产能，促进了国内消费，自 2014 年开始，印度尼西亚开始在燃料，主要是生物柴油中掺混部分棕榈油。2016 年，印尼政府成功实施 B10 计划，即在生柴中掺加约 10% 的棕榈油。自此印尼国内开始逐步提高生柴中掺混棕榈油的量。截至 2021 年，印尼已完成 B30 计划，但受棕榈油价格高企影响，B40 计划推迟到 2022 年以后，前期利好落空。若 B40 计划实行，则会造成全球棕榈油供应量减少，从而提着市场价格。

印度尼西亚今年将减少在生物柴油中使用棕榈油。印尼棕榈油协会副主席，2021 年印尼将消耗 707 万吨生物燃料，而去年为 723 万吨。他说，今年棕榈油产量将下降 1.1%，至 4652 万吨，出口将下降 0.3%，至 3389 万吨，流通库存年底可能为 337 万吨。考虑到缺乏新种植、再植和肥料的使用，产量可能在 2025 年前停滞不前。短期内不需要征税调整，而且资金应该足够维持到明年上半年。

图表 43 印度尼西亚生物柴油政策

时间	政策
2013年	补贴燃油必须掺加10%的生物柴油，非补贴燃油必须掺加3%的生物柴油，而工业和商业用油必须掺加5%，发电油须掺加7.5%
2015年	生物燃油在柴油中强制掺混比例由10%提高至15%
2016年	生柴强制掺混比例上调至20%，2025年达到25%
2019年	能源矿产部称于2020年1月1日启动B30生柴计划
2020年	于2021年7月完成B40计划
2021年	棕榈油价格过高，B40计划延至2022年后

图表 44 印尼棕榈油工业用量（单位：万吨）



数据来源：新闻整理、USDA、国元期货

4.3 主销区棕榈油供需

4.3.1 印度棕榈油供需——软油替代作用增强，棕榈进口关税再降

（1）棕榈油进口占比有所下滑，豆油、葵花油等软油替代作用增强。

印度炼油协会（SEA）的数据显示，11月份印度豆油进口量翻了一番，而毛棕榈油进口量环比下降，因为棕榈油价格上涨，令其在全球市场上的价格竞争力减弱。

11月份印度进口了47.4万吨毛豆油，较10月份的21.6万吨增长了118.58%。阿根廷和巴西占到印度豆油进口的主要份额。11月份印度的毛葵花油进口量增加到12.5万吨，高于10月份的11.6万吨。

11月份印度棕榈油进口量降至47.7万吨，低于10月份的62.6万吨。不过，11月份印度进口的24度精炼棕榈油达到5.83万吨，略高于10月份的5.82万吨。11月份印度从马来西亚进口了24.4万吨毛棕榈油和7,500吨24度精炼棕榈油，从印度尼西亚进口了19.2万吨毛棕榈油和5.08万吨24度精炼棕榈油。

截至12月1日，印度各港口的食用油库存估计为70.4万吨（11月1日为56.5万吨），流通渠道的库存为95万吨（11月1日为114万吨）。12月1日的食用油总库存为165.4万吨，较11月1日的170.5万吨减少了5.1万吨。

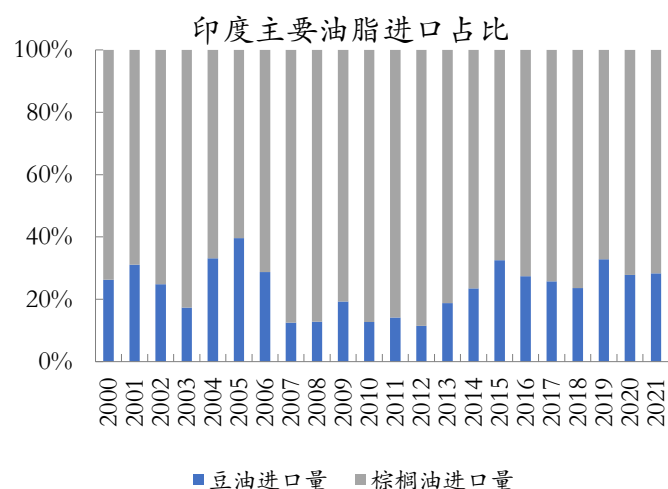
11月印度植物油（包括食用油和非食用油）进口总量为117.3万吨，而10月为106万吨，2020年11月为110.2万吨。

图表 45 印度棕榈油供需平衡表 (单位: 万吨)

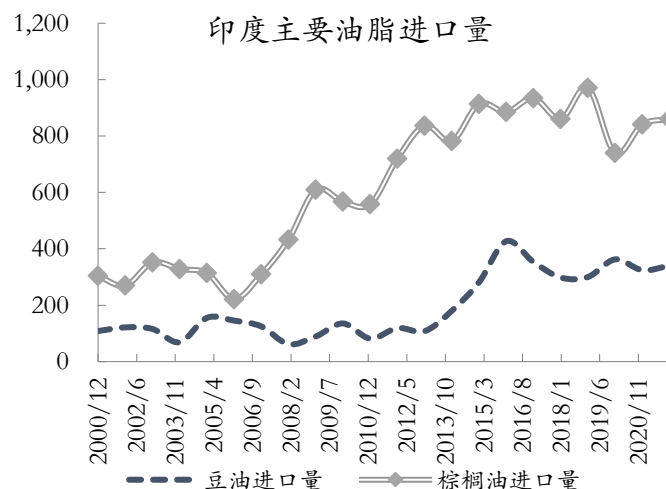
印度棕榈油供需平衡表										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比	
期初库存	37.0	53.9	59.9	108.0	113.7	196.2	115.0	75.0	-34.78%	-----
产量	18.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	0.00%	=====
进口量	913.9	885.7	934.1	860.8	971.0	739.8	841.1	860.0	2.25%	=====
总供应量	968.9	959.6	1,014.0	988.8	1,104.7	956.0	976.1	955.0	-2.16%	-----
出口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-100.00%	=====
食品用量	875.0	850.0	836.0	808.1	831.0	800.0	858.9	835.0	-2.78%	-----
工业用量	40.0	49.7	70.0	67.0	77.5	40.9	42.1	35.0	-16.86%	-----
国内消费量	915.0	899.7	906.0	875.1	908.5	840.9	901.0	870.0	-3.44%	-----
期末库存	53.9	59.9	108.0	113.7	196.2	115.0	75.0	85.0	13.33%	-----
库消比	5.89%	6.66%	11.92%	12.99%	21.60%	13.68%	8.32%	9.77%	17.37%	-----

数据来源: USDA、国元期货

图表 46 印度主要油脂进口占比



图表 47 印度主要油脂进口量 (单位: 万吨)



数据来源: USDA、国元期货

(2) 印度棕榈油进口关税再度下调

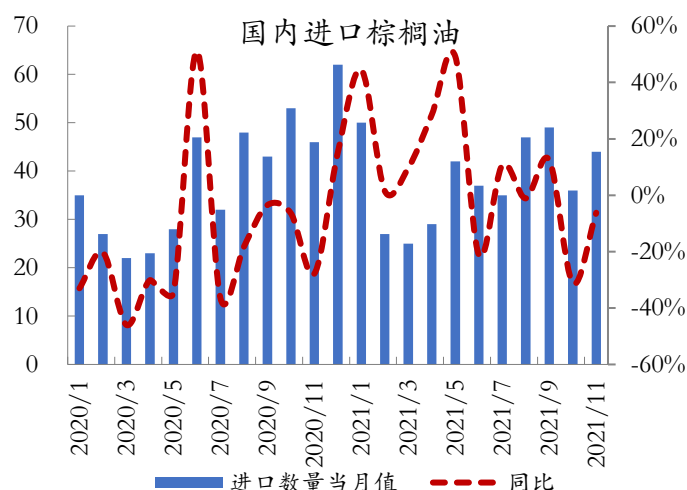
印度财政部将精炼棕榈油进口关税自此前的 17.5% 下调至 12.5%，旨在控制国内食用油价格涨势。该国政府将允许进口商进口精炼棕榈油直至 2022 年 12 月为止。

4.3.2 中国棕榈油供需——进口同比增长，库存缓慢爬升

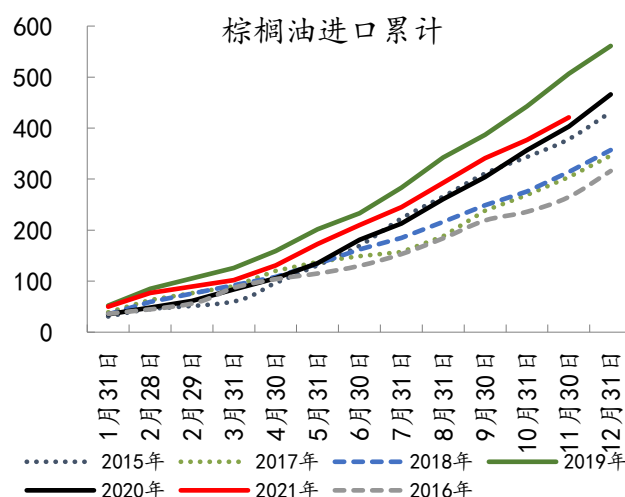
(1) 进口

11 月中国进口食用棕榈油 44 万吨，同比下降 6.2%。今年迄今，食用棕榈油进口量增长 4.4%，达到 421 万吨。2021 年 1-11 月累计进口棕榈油 578.70 万吨，进口量同比去年 11 月增加 15.93 万吨，同比涨幅 2.83%。1-11 月进口棕榈液油 417.89 万吨，较去年同期累计进口增长 19.22 万吨，同比增长 4.82%。1-11 月进口棕榈硬脂 160.81 万吨，较去年同期累计进口量减少 3.29 万吨，同比减少 2%。

图表 48 国内月度棕榈油进口量



图表 49 国内棕榈油累计进口量



数据来源：海关总署、国元期货

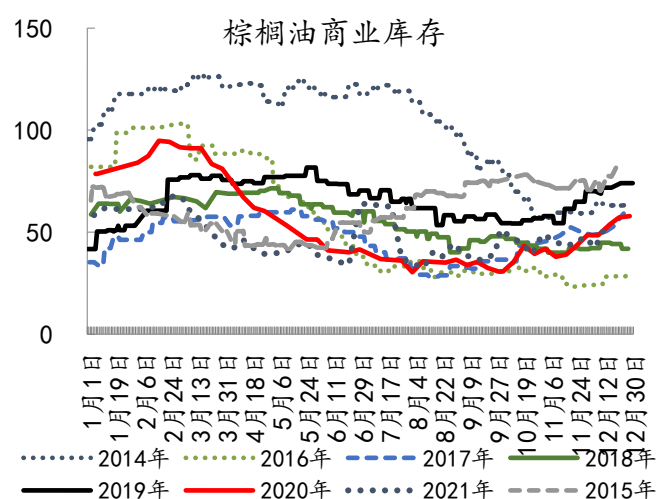
（2）库存——进口利润倒挂，买船少库存低

2021年国内棕榈油盘面及现货利润倒挂较为严重，限制棕榈油买船，受进口量偏低影响，国内棕榈油库存全年低位运行，7月后的累库周期明显进行得并不顺畅，近期棕榈油库存有较为明显的增长，但绝对值仍处于历年同期低位。据Mysteel调研显示，截至2021年12月17日第50周，全国重点地区棕榈油商业库存约55.14万吨，环比第49周减增加2.27万吨，环比增长4.29%；同比2020年第50周棕榈油商业库存67.96万吨减少12.82万吨，同比减少18.86%。

图表 50 棕榈油进口利润



图表 51 国内棕榈油商业库存（单位：万吨）



数据来源：Wind、我的农产品网、国元期货

五、菜油市场供需情况

5.1 全球菜油供需——加拿大菜籽减产，国内外菜油库存低位

2021 年，由于恶劣天气影响，加拿大菜籽大幅减产，作为全球主要的油菜籽供应出口国，加拿大油菜籽减产造成全球油菜籽库存走低，其压榨产物菜粕、菜油产量库存也呈现大幅下滑趋势。USDA12 月报告显示全球菜油产量同比下滑 5.86%，为 2748 万吨，期末库存同比锐减 24.17%，仅为 251 万吨，库销比为 8.9%，低于前一年的 11.65%。

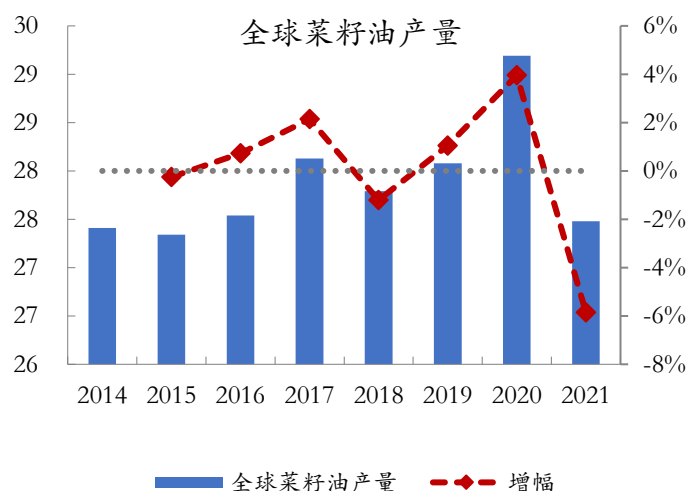
2022 年预计随着加拿大减产题材的收尾，全球菜油补库预期较强，菜油价格支撑端力度将减弱。

图表 52 全球菜籽油供需平衡表（单位：万吨）

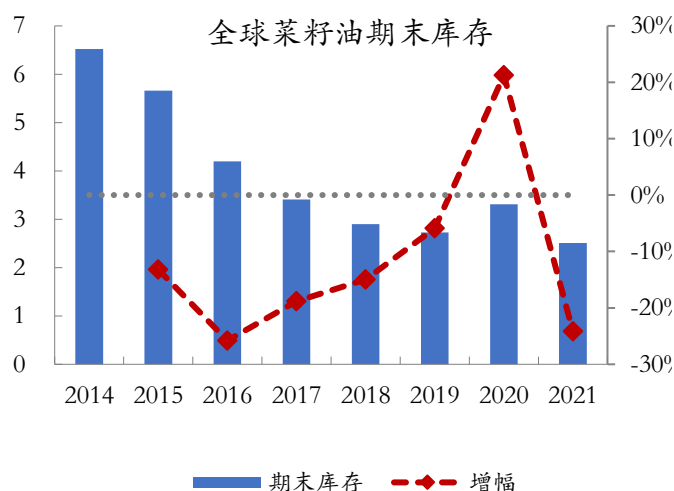
全球菜籽油供需平衡表									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比
期初库存	627	666	565	421	341	290	273	331	21.25%
产量	2,741	2,734	2,754	2,813	2,779	2,808	2,919	2,748	-5.86%
欧盟27国	1,059.60	1,015.70	935.50	925.20	899.80	886.20	932.40	882.00	-5.41%
中国	702.00	682.50	655.20	674.70	642.50	603.90	624.00	616.20	-1.25%
加拿大	323.00	361.60	401.70	414.30	404.80	443.40	452.80	350.00	-22.70%
进口量	395	412	455	482	517	579	619	540	-12.76%
美国	180.50	186.90	182.80	177.40	185.20	200.00	179.70	167.50	-6.79%
中国	164.00	236.50	194.00	150.70	106.70	80.20	76.80	73.20	-4.69%
欧盟27国	40.00	31.40	46.70	49.40	28.80	23.20	20.70	26.10	26.09%
出口量	407	417	463	483	526	585	638	554	-13.17%
加拿大	240.9	276.7	310.6	317	315.5	342.9	343.9	285	-17.13%
欧盟27国	35.7	35.2	38.7	32.8	26	34.3	72.2	52.5	-27.29%
俄罗斯	34.6	24	24.1	34.2	59.1	67.1	73.5	76	3.40%
总供应量	3,767	3,815	3,780	3,717	3,637	3,677	3,811	3,619	-5.04%
国内消费量	2,704	2,827	2,889	2,893	2,821	2,819	2,841	2,813	-0.99%
期末库存	652	566	420	341	290	273	331	251	-24.17%
库销比	24.11%	20.02%	14.54%	11.79%	10.28%	9.68%	11.65%	8.92%	-23.41%

数据来源：USDA、国元期货

图表 53 全球菜籽油产量（单位：百万吨）



图表 54 全球菜籽油期末库存（单位：百万吨）



数据来源：USDA、国元期货

5.2 加拿大菜籽供应情况——大幅减产，全球菜籽紧张

2021/2022 年度加拿大遭遇严重干旱，菜籽大幅减产，期末库存降至历史性低位。而 11 月以来，加拿大油菜籽受洪涝灾害及疫情反复拖累，出口问题较为严峻。作为菜籽主产国，加拿大菜籽产量占到全球产量超 1/4，其减产给全球菜籽供应的打击严重。据加拿大官方统计局数据显示，

12月初,其再度下调2021年油菜籽产量至1260万吨,比上次预测的1280万吨再度下调20万吨,仍为14年最低水平,较2020年减产670万吨,同比减少34%;数据显示,加拿大菜籽2021年度期末库存下调至51万吨水平,同比下降超70%,处于近20年低位。

外盘价格高企或推动加拿大提高2022年菜籽种植面积,而加拿大菜籽种植期通常于二季度开始,此前加拿大菜籽库存低位炒作余威仍存。

图表 55 加拿大菜籽耕作周期

	分类	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
加拿大油菜籽耕作时间分布	春油菜				种植期		开花期		收获期				

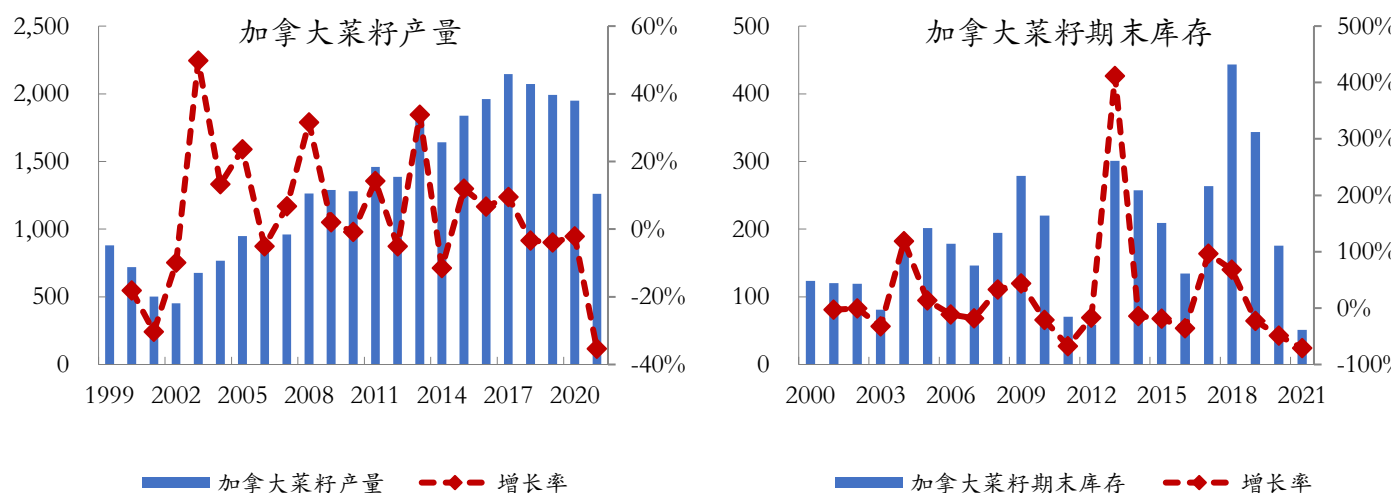
数据来源: 新闻整理、国元期货

图表 56 加拿大菜籽供需平衡表 (单位: 万吨)

单位: 万公顷/万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	变动
收获面积	839.2	836.4	826.3	927.3	912	847.1	832.5	900.5	
期初库存	300.8	257.3	209.1	134.2	263.6	443.5	343.5	175.7	
产量	1641	1837.7	1959.9	2145.8	2072.4	1991.2	1948.5	1260	
压榨量	736	831.5	919.1	926.9	929.5	1012.9	1042.5	850	
进口量	7.7	10.5	9.5	10.8	14.6	15.5	12.5	11.5	
出口量	921.6	1028.2	1102.2	1084.8	920.2	1004.3	1051.8	530	
饲料用量	34.6	36.7	23	15.5	57.4	89.5	34.5	16.2	
食品用量	0	0	0	0	0	0	0	0	
总供应量	1949.5	2105.5	2178.5	2290.8	2350.6	2450.2	2304.5	1447.2	
国内消费量	770.6	868.2	942.1	942.4	986.9	1102.4	1077	866.2	
期末库存	257.3	209.1	134.2	263.6	443.5	343.5	175.7	51	

数据来源: USDA、国元期货

图表 57 加拿大菜籽产量及期末库存 (单位: 万吨)



数据来源: USDA、国元期货

5.3 中国菜油供需——进口、压榨下滑, 库存低位

中国菜籽进口量主要来自加拿大, 孟晚舟事件致中国自加拿大进口菜籽量降低, 另菜籽进口成本偏高限制国内菜籽榨利修复, 进一步抑制买船热情, 多重因素下国内菜籽供应仍处于偏低水平, 据我的农产品网统计, 截止到12月24日, 沿海地区主要油厂菜籽库存为25.1万吨。

我国菜油供应结构为压榨与进口双管齐下, 据USDA统计, 我国菜油

国内消费量仍维持年度 820 万吨左右，但压榨量和进口同比下滑较为明显，致菜油期末库存仅为 110.8 万吨，同比下滑 26.67%，处于历年低位。

图表 58 中国菜籽供需平衡表

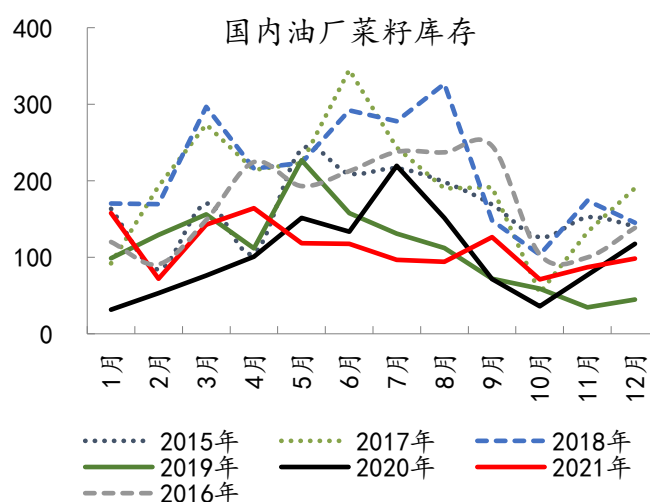
中国菜籽油供需平衡表									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	同比
期初库存	477.1	471.7	380.7	254.3	174.1	127.1	110.0	151.1	37.36%
产量	702.0	682.5	655.2	674.7	642.5	603.9	624.0	616.2	-1.25%
进口量	73.2	76.8	80.2	106.7	150.7	194.0	236.5	164.0	-30.66%
出口量	0.6	0.3	1.8	1.6	1.5	0.4	0.2	0.5	150.00%
压榨量	1,800.0	1,750.0	1,680.0	1,730.0	1,647.5	1,548.5	1,600.0	1,580.0	-1.25%
食品用量	780.0	850.0	860.0	860.0	838.7	814.6	819.2	820.0	0.10%
总供应量	1,252.3	1,231.0	1,116.1	1,035.7	967.3	925.0	970.5	931.3	-4.04%
国内消费量	780.0	850.0	860.0	860.0	838.7	814.6	819.2	820.0	0.10%
期末库存	471.7	380.7	254.3	174.1	127.1	110.0	151.1	110.8	-26.67%
库消比	60.47%	44.79%	29.57%	20.24%	15.15%	13.50%	18.44%	13.51%	-26.74%

数据来源：USDA、国元期货

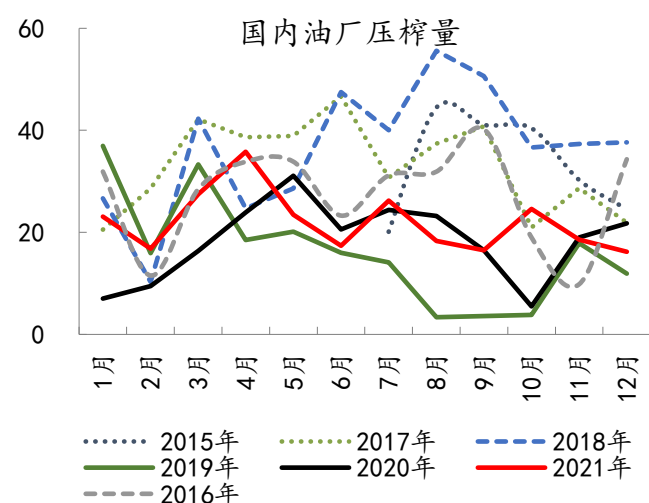
图表 59 中国菜籽油期末库存（单位：万吨）



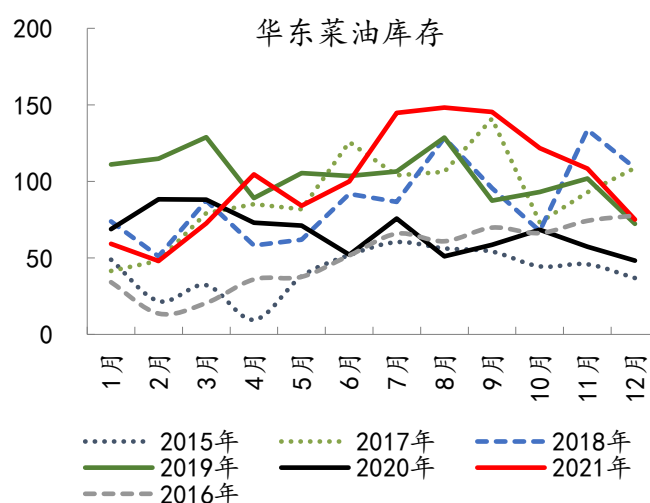
图表 60 国内油厂菜籽库存（单位：万吨）



图表 61 国内油厂压榨量（单位：万吨）



图表 62 华东菜油库存（单位：万吨）



数据来源：USDA、我的农产品网、国元期货

六、2022 年展望

6.1 基本面风险提示

6.1.1 2022 年油脂供应偏宽松看待

近期市场视线仍在于马棕高频供需与南美大豆生长情况之上。马棕四季度进入减产周期，12 月高频产量数据也验证了这一点，而需求端也表现并不亮眼，据船运公司数据显示，马棕出口较 11 月环比下滑，供需两弱之下，马棕近期多空博弈较为胶着。另南美大豆产区受拉尼娜影响日渐明显，巴西南部产区已初现干旱现象，天气炒作升温，美豆、美豆油盘面注入升水，支撑力度较强。

但中长期来看，美豆与马棕供应仍朝向宽松看待。油脂板块定价逻辑主要在于美豆油供需与东南亚棕榈油供需。2021 年美豆丰产叠加美国国内榨利高企，美豆油产量及期末库存同比增长，豆油紧缺局面有所改善。马棕受到疫情防控影响，2021 年劳工短缺较为严重，限制产量，库存恢复较为缓慢，仍处于绝对值低位，但随着近期马来内阁政策出台，2022 年劳工引入基本可于一季度落地，叠加降水良好助推棕榈丰产，新一年度马棕复产为大概率事件。因此，2022 年全球油脂供应端有趋于宽松预期。

6.1.2 生物柴油政策松动，油脂需求增量有限

而相较之下，全球油脂消费端预期表现则偏弱，植物油食用用量增幅表现平平，而作为生物柴油的主要成分，植物油的工业用量似乎也没有像此前预期那样连续走高，一方面，高企的棕榈油价格使得全球第一大植物油进口国印度加大对其它油脂的进口量，葵花油等软油替代作用日趋明显，另一方面，印尼、巴西、美国生物柴油政策预计植物油用量均未达此前预期，此前印尼 B40 政策推到 2022 年达成，但在棕榈油价格偏高之下，该政策或有再一次延期可能，巴西将 2022 年生物柴油中的植物油掺混量调低至 B10，美国 EPA 提议削减生物燃料授权，将 2020 年的可再生燃料 RVO 总量设定为 171.3 亿加仑，低于此前最终确定的 2020 年 200.9 亿加仑。在此背景之下，2022 年植物油的消费增量亮点不足，期末库存或因此有调高概率。

6.1.3 国内油脂仍处于缓慢累库阶段，需关注政策调控风险

国内基本面来看，2021 年国内油脂库存处于低位运行，倒挂的棕榈油进口利润持续限制买船，下半年累库周期运行得并不顺畅。国内油厂开工率走高，豆油供应较为充足，库存预计将持续爬升。短期油脂库存的绝对值低位支撑价格，但中长期累库预期将奠定油脂盘面近强远弱格局。

另外，在大宗商品各版块纷纷见顶之下，高价运行的油脂版块面临一定的政策调控风险，豆油抛储 50 万吨的市场传闻或并非空穴来风，需持续关注库存拐点的到来。

6.2 行情展望

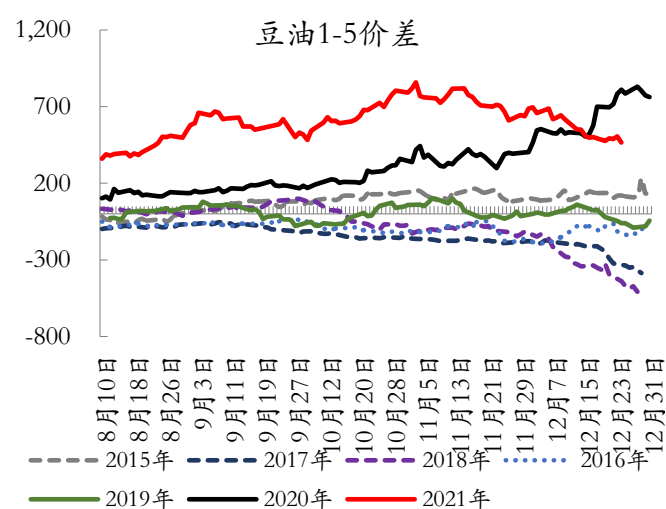
6.2.1 单边行情行情展望及投资机会

对于 2022 年油脂单边行情，我们持震荡偏空看待，中长期风险端在于马棕复产累库、美国、巴西生柴政策调整继续降低植物油用量、国内政策调控，短期支撑在于国内油脂、马棕油库存绝对值低位，以及南美天气炒作推高美豆、美豆油价格。2022 年需关注马棕产量拐点以及国内库存拐点到来，当短期利空支撑退场之后，油脂中长期利空将占据盘面运行逻辑，2022 年上半年豆油 05 合约运行区间看 7500-9500 元/吨，棕榈油 05 合约运行区间看 6500-9000 元/吨，菜油 05 合约运行区间看 10500-13000 元/吨。

图表 63 豆油月间价差



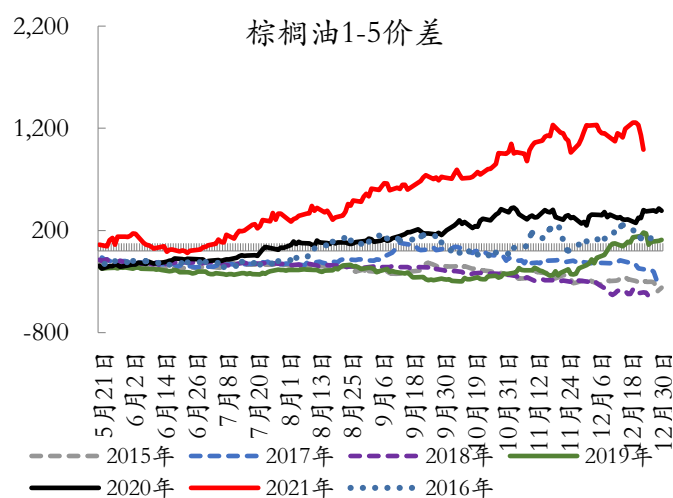
图表 64 豆油 1-5 价差季节性分析



图表 65 棕榈油月间价差



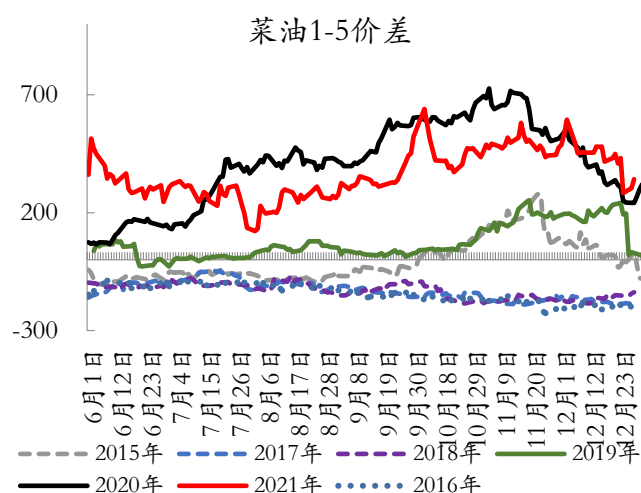
图表 66 棕榈油 1-5 价差季节性分析



图表 67 菜油月间价差



图表 68 菜油 1-5 价差季节性分析



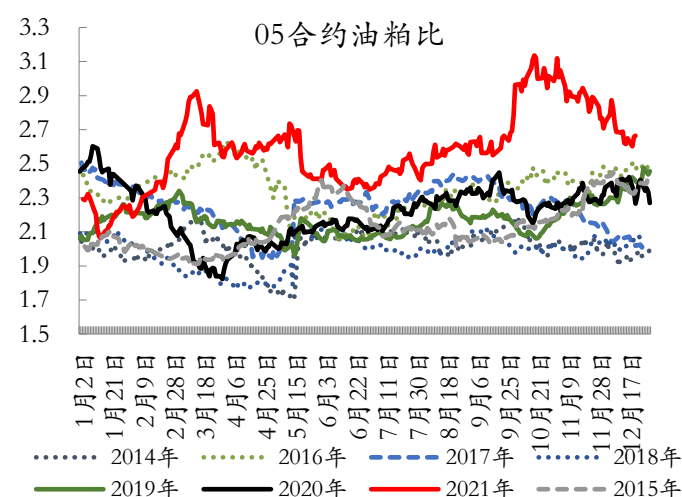
数据来源：Wind、国元期货

6.2.2 套利机会提示

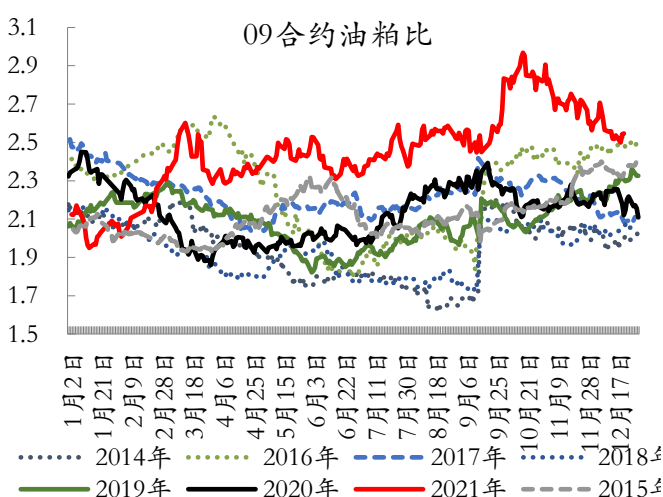
(1) 油粕比

2021 年国内油粕比整体处于高位运行，一度冲高至 3 之上，超过 1.7-2.7 区间，主要逻辑在于国内油粕行情出现明显分化，劳工不足致马棕减产，印度棕榈油关税一降再降提振马棕需求，库存降至历年低位，油脂短缺的恐慌推高内外盘油脂，而进入四季度，随着南美天气炒作升温，美豆反弹助推粕类上行，而马棕劳工政策预期落地、出口受限，油脂上方压力明显，出现筑顶行情，油粕比也逐渐回归，且有继续下行趋势，可考虑波段空单。

图表 69 05 合约油粕比



图表 70 09 合约油粕比



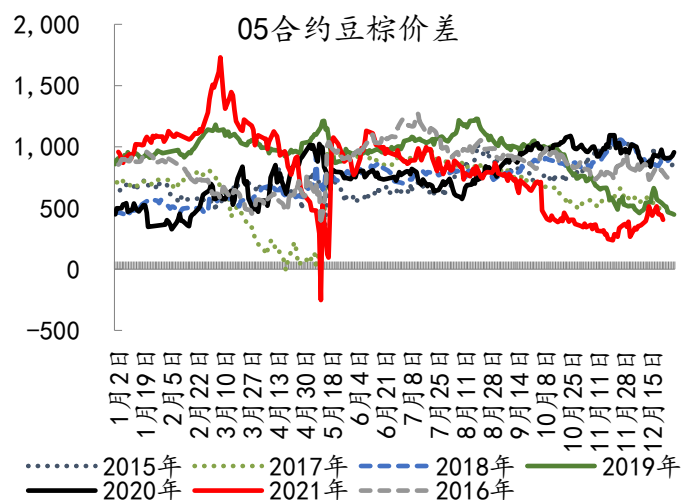
数据来源：Wind、国元期货

(2) 豆棕价差

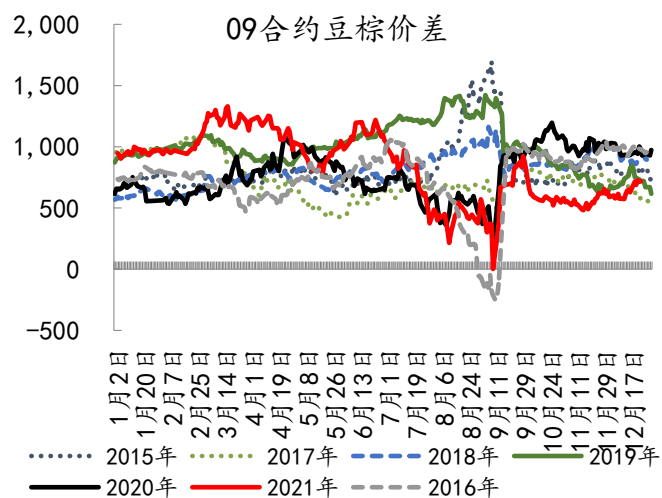
2021 年豆棕油出现明显分化，其背后逻辑在于美豆丰产与马棕库存低位之间的博弈，该分化在 01 合约之上表现尤为明显，棕榈油价格反超豆油，豆棕价差跌破至历史性低位。而随着马棕复产预期强烈，南美天气升水注入美豆盘面于成本端支撑国内豆油，05 合约豆棕价差有持续回归

预期，可考虑空棕油多豆油的套利操作，目标区间 800-1000。09 合约上豆棕价差处于靠近正常区间之内，暂以观望为主。

图表 69 05 合约豆棕价差



图表 70 09 合约豆棕价差

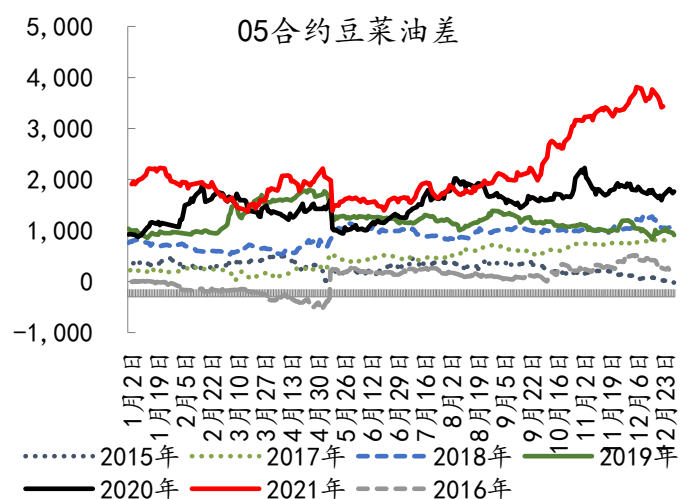


数据来源: Wind、国元期货

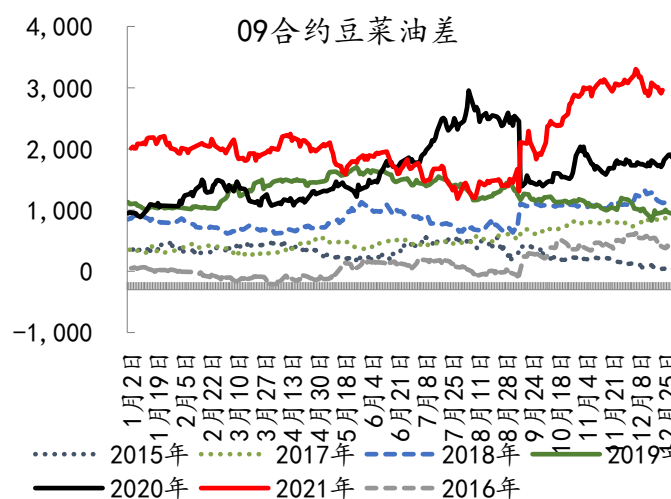
(3) 豆菜油价差

2021 年加拿大菜籽减产与美豆丰产之间的博弈，叠加国内菜油库存修复困难，是豆菜油价差走高的主要逻辑，在美豆丰产、EPA 提议削减生物燃料授权降低美豆油工业需求预期之下，美豆油上方压力仍较为明显，马棕产量恢复的预期也将打压国内豆油价格，而加拿大菜籽减产将持续提振菜系板块，菜油盘面支撑较强，但需关注的是，加拿大 22 年度种植面积及单产均有恢复预期，豆菜油价差高位存在回归逻辑，可考虑于 05 合约上空菜油多豆油操作，目标价差区间 1500-2000。

图表 69 05 合约豆菜价差



图表 70 09 合约豆菜价差



数据来源: Wind、国元期货

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 室
电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818