

双月报相继落地，油脂油料涛声依旧

发布日期：2022 年 02 月 10 日 分析师：石丽红 电话：023-81157334 期货投资咨询号：Z0014570

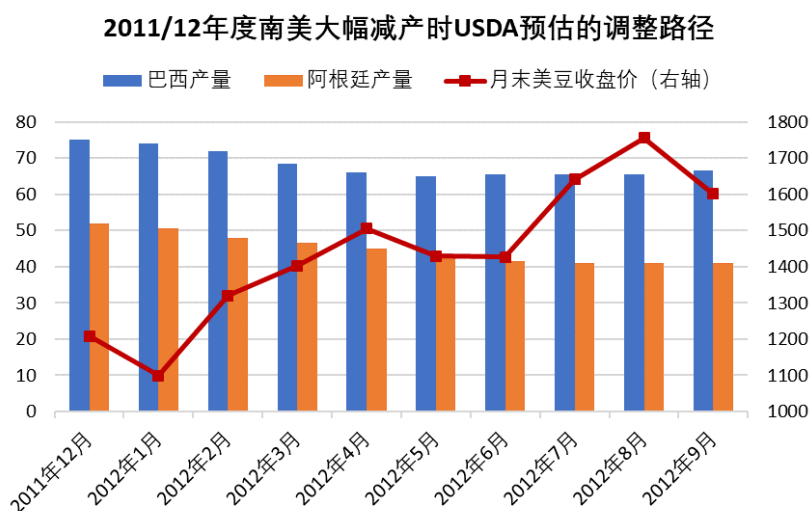
春节后油脂油料市场各种消息不断，盘面上下翻飞，南美大豆产量预估调降、印尼出口政策调整、国内豆油抛储传言、国内菜籽买船传言，均对市场走势形成了较大影响，也令盘面波动率急剧走高。在昨天下午印尼计划将所有棕榈油产品纳入 DMO 计划后，油脂出现止跌反弹，连棕 05 合约再度回升至 10000 附近。今天凌晨 USDA 及中午 MPOB 月报相继公布，美豆及马棕市场获得一定指引，中期怎么看？

1、USDA 月报利好不及预期，但市场关注点并不在此

凌晨美国农业部 2 月供需报告出炉，USDA 上调美豆国内压榨预期并下调美豆本季期末库存至 3.25 亿蒲，全球大豆本季产量下调近 900 万吨（巴西-500 万吨，阿根廷-150 万吨，巴拉圭-220 万吨），不论是对南美大豆产量的调降还是对美豆需求的调增幅度均呈现不及预期的情况，报告略偏空。

在 21/22 年度南美大豆生产遭受拉尼娜较大影响的情况下，USDA 对南美产量的调整并没有跟上市场预期步伐，但这也符合 USDA 一贯的谨慎作风。对比历年南美大豆出现大幅减产的年份，如 2012 年，我们很容易发现 USDA 存在调整节奏偏慢的问题，几乎直到 6 月才将南美产量基本调整到位。而在彼时南美大幅减产的背景下，针对美豆种植面积及天气的炒作也让美盘强势格局得以延续至美豆收割。

图 1：南美在 2011/12 年度出现 2000 万吨级别的减产时，USDA 对其产量预估的调整节奏也偏慢（百万吨）

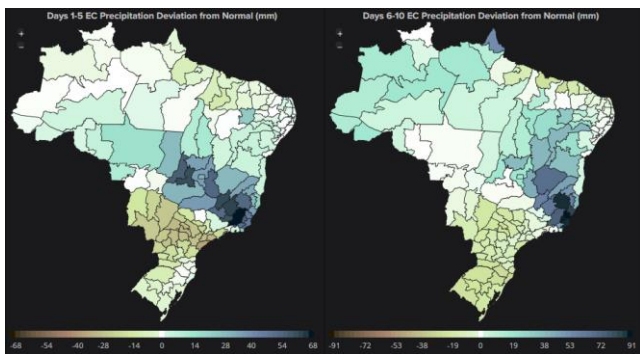


来源：USDA，Wind，中信建投期货

由于市场本就对 USDA 在本月供需报告的调整不抱太多期待，故而报告公布后美豆暂时小跌后又重回升势，市场主要交易点仍落在南美偏干天气预期对大豆单产的进一步压力，以及美豆因近期南美贴水大涨

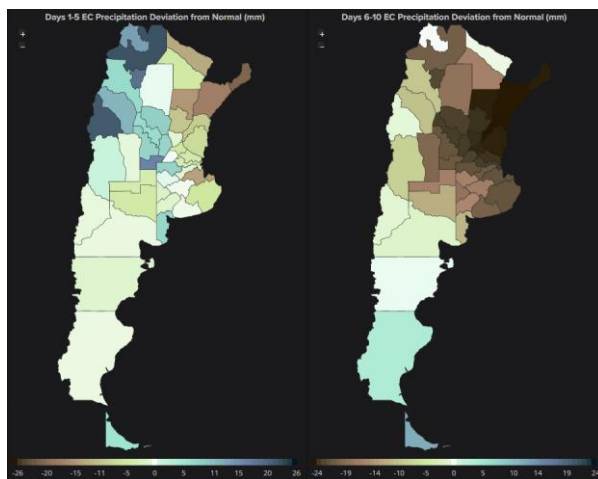
而频繁新增的大单销售上。在南美同比大幅减产带来的全球及美豆平衡表改善预期下，资金看涨 CBOT 大豆后市的意愿依然较强，隔夜美豆主力逼近 1600 美分并于早盘升穿压力，背后是南美减产幅度继续扩大及美豆新季种植面积、单产、需求等题材炒作预期的加持。

图 2：南里奥格兰德州未来 10 日天气依然偏干燥



来源：路透，中信建投期货

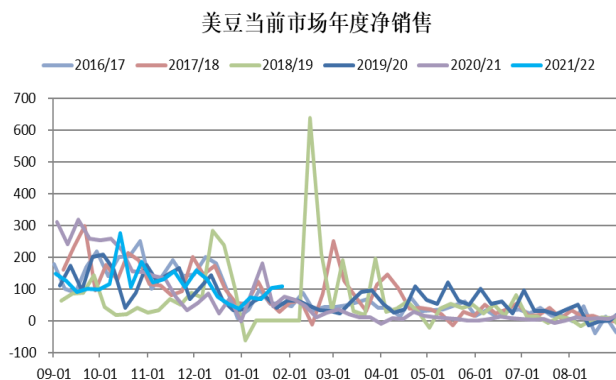
图 3：阿根廷大豆主产区未来 10 日降雨仍低于正常水平



来源：路透，中信建投期货

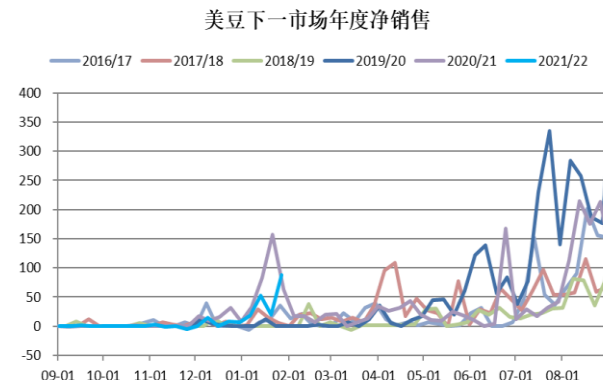
根据欧洲气象模型，未来 10 天大豆处于关键生长期的巴西南里奥格兰德州及阿根廷大豆主产区依然面临降雨不足的问题，这可能导致作物单产前景进一步恶化，或使南美总产量下降超过 2000 万吨。在这种情况下，全球大豆需求除了部分被高价所抑制之外，还有望部分向北美转移。随着全球对美豆供应的依赖度提升，美豆不论是出口还是压榨量都有望得到提振，这将极大改善美豆平衡表。我们预计南美减产引发的需求转移将主要集中在其市场年度末期，对应美豆 22/23 年度，这从近期美豆新增的大单销售集中于 22/23 年度也能见到一丝端倪，这也将意味着 21/22 年度南美大豆减产的影响有望持续至 22/23 年度。

图 4：21/22 年度美豆净销售增长较为平稳（万吨）



来源：USDA，中信建投期货

图 5：22/23 年度美豆净销售出现一定放量（万吨）



来源：USDA，中信建投期货

图 6：近期南美大豆相对北美的贴水优势迅速缩窄



图 7：21/22 及 22/23 年度的美豆平衡表难见太多压力

美豆	2019/20	2020/21估计	2021/22预测	2021/22预测 2月	2021/22预测 调整方向	2022/23 情形1	2022/23 情形2
种植面积	76.1	83.4	87.2	87.2		88	90
收获面积	74.9	82.6	86.3	86.3		87.0	89.0
单产	47.4	51	51.4	51.4		52	52
期初库存	909	525	257	257		260	260
产量	3552	4216	4435	4435		4524	4628
进口	15	20	15	15		15	15
总供应	4476	4761	4707	4707		4799	4903
压榨	2165	2141	2215	2250		2270	2300
出口	1679	2265	2050	2080		2150	2200
种用	97	101	102	102		105	110
残余	11	-4	16	15		15	15
总需求	3952	4504	4382	4447		4540	4625
期末库存	525	257	325	260		260	280

来源：Wind，中信建投期货

来源：USDA，中信建投期货

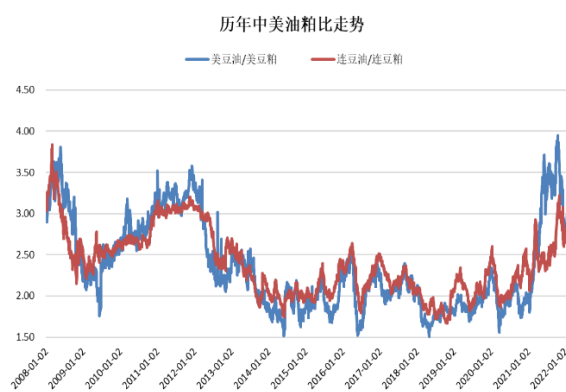
南美减产将使市场对美豆 22/23 年度新季产量的容错度大幅降低，未来几个月针对美豆种植面积的炒作，以及随后针对美豆种植期天气的炒作将使得美豆走势呈现易涨难跌的表现。2 月 24-25 日美国农业展望论坛将给出美豆新季种植面积基线，紧接着是 3 月底的种植意向报告，6 月底的种植面积报告，美豆关键天气炒作期在 7-8 月，随后全球将面临美豆供应的一家独大，美豆价格或更难回落，进口成本的显著抬升将支撑包括豆油、豆粕在内的豆系品种单边价格强势。

图 8：11/12 及 19/20 年度亦有类似 21/22 年度级别的减产



来源：USDA，中信建投期货

图 9：大豆大幅减产年份无一不对应着油粕比的明显回落



来源：Wind，中信建投期货

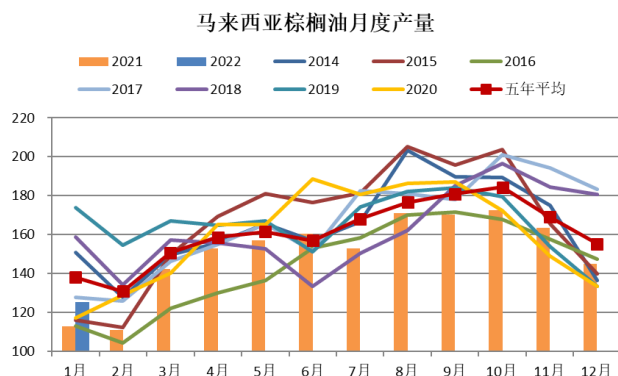
除了单边之后，南美大幅减产可能将带来阶段性沽空油粕比的交易机会。从供应弹性来看，由于缺乏如棕榈油般体量的替代品，蛋白粕的供应弹性明显小于植物油，这使得蛋白粕价格对大豆减产更为敏感，往往出现大豆大幅减产的年份油粕比也更倾向于回落，且空间并不小。但考虑到近些年较以往的植物油供

需格局已有所变化，全球可再生柴油产能增长对植物油需求的带动潜力不低，以及随着树龄走向老化东南亚棕榈油产量增速已经明显放缓，我们对长期的油粕比看得并不太悲观，认为其虽有回落需求但比价重心有望较以往的减产年份有所抬升，且充分回调后可能会给出后续的做多机会。

2、MPOB 月报略偏利好，奠定棕榈油中期强势基础

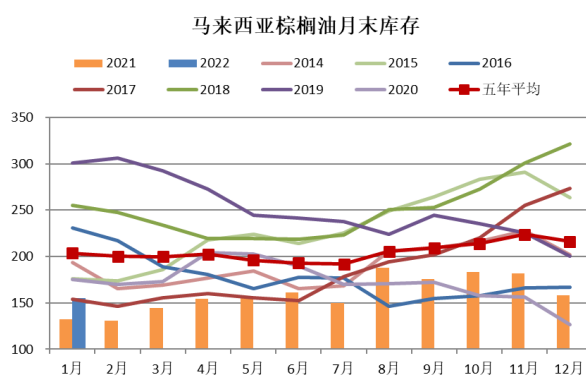
MPOB 月报显示，马棕 1 月产量 125 万吨，环比降 13.54%；出口 116 万吨，环比降 18.67%；月末库存 155 万吨，环比降 3.85%。虽然国内消费环比下滑明显，但出口好于预期令马棕 1 月末库存降幅略超主流机构 156-159 万吨的预期，报告略偏利好。在马棕偏慢的库存重建速度下，我们预计中期棕榈油价格将维持偏强运行格局，P05 合约有望继续在 10000 关口展开争夺，关注其后续表现。

图 10：马棕 1 月产量仍差于五年均值，且差距出现扩大



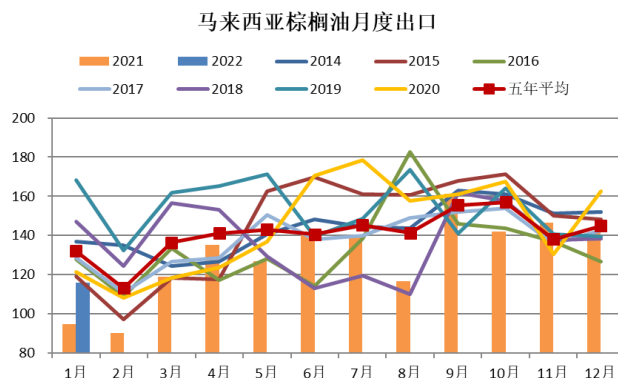
来源：MPOB，中信建投期货

图 11：马棕 1 月末库存同比增长但仍处于历史极低水平



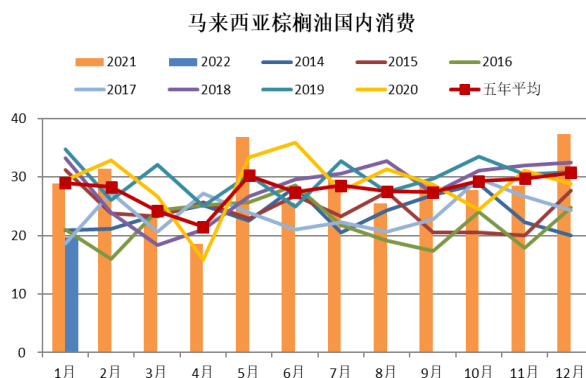
来源：MPOB，中信建投期货

图 12：马棕 1 月出口环比下滑但好于去年同期



来源：MPOB，中信建投期货

图 13：马棕 1 月国内消费环比大减，反应补库节奏差异



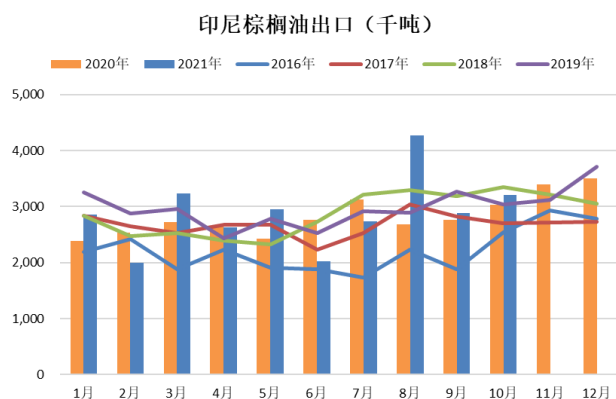
来源：MPOB，中信建投期货

自近期马来西亚称最快从 3 月起全面开放边境之后，市场对后期该国种植园劳动力及棕榈油产量恢复

出现回暖预期，但我们觉得可能偏乐观了。考虑到马来西亚政府的执行力，全面开放边境未必会那么快。即使可以做到，全面开放边境可能首先引发的是现有劳工的返乡潮，而 4 月斋月入境的外劳数量预计也难有多少，劳动力状况反而可能出现恶化。此外，全面开放边境还可能为疫情反扑带来的压力，种植园运营也面临潜在风险。从时间节点上看，5 月前的马来种植园劳动力及产量恢复情况可能都难言乐观，这预计将继续拖累其库存重建进展并支撑棕榈油价格偏强运行。

此外，印尼要求将 20% 的计划出口强制供应国内的新规将限制其出口能力，在利好马棕出口的同时也将延缓马棕库存累积的速度。获得出口许可带来的官僚式障碍可能造成出口瓶颈，目前印尼仅发放了 31 万吨的毛棕榈油及 1 万多万的精炼棕榈油出口许可，发放进度显然没有与印尼每月二三百万吨的出口量相匹配，出口商为履行前期订单可能不得不增加从马来西亚的发货量，利好马棕出口回暖。而从量级上来看，印尼出口 20% 的减量对应每月 50 万吨左右，部分需求在向豆蔻油转移的同时也将一定程度上向马来西亚棕榈油转移，为此我们看到近期马来与印尼棕榈油棕榈油报价的大幅回升。

图 14：印尼每月棕榈油出口高达二三百万吨



来源：GAPKI，中信建投期货

图 15：近期马印价差回升明显，反应马棕报价相对强势



来源：路透，中信建投期货

随着 MPOB 报告落地，我们预计棕榈油市场短期关注点将转向马棕 2 月阶段性产量及出口情况。航运调查机构 ITS 预计马棕 2 月 1-10 日出口 31.8 万吨，较上月同期降 4.98%。在 1 月出口基数较低的情况下，出口进度相对往年偏慢，但印尼出口限制新规制约其短期出口能力，关注后续马棕出口改善情况。从中期来看，我们对未来几个月马棕产量恢复及库存重建并不太乐观，考虑到劳动力短缺状况难以得到较快缓解，且印尼出口限制新规将利好马来西亚出口，预计中期棕榈油强势格局难改，对沽空操作依然维持谨慎观点。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室
电话：0791-82082701

河北分公司

地址：廊坊市广阳道吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话：0551-62876855

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 1809-1810

电话：0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

电话：010-85951101

济南分公司

地址：济南市泺源大街 150 号中信广场 A 座 1016、1018、1020

电话：0531-85180636

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话：028-62818708

深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话：0571-28056982

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话：021-33973869

武汉营业部

地址：武汉市汉江区香港路 193 号中华城 A 写字楼（阳光城·央座）1306/07 室

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话：020-22922100

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室