

牛年将逝，牛市渐远？

引言

2021年的植物油再度走出波澜壮阔的上涨行情，上半年美国可再生柴油的炒作刚刚偃旗息鼓，马来西亚棕榈油减产题材很快进入投资者视野。这期间，全球央行大放水带来的充裕流动性形成推波助澜，豆棕菜纷纷站上万元大关，牛气哄哄的走势与这牛年交相辉映。

产地棕榈油供应偏紧令棕榈油变得高不可攀，国内进口利润持续倒挂，国内油脂低库存迟迟未能重建，这令油脂基差升至历史高位。利润倒挂、低库存、高基差令油脂成为资金配置多头的优选，又进一步对资金形成正反馈，不断推动油脂期价升至历史性高位。跟随单边上涨，豆油与棕榈油月间价差不断走向极端，品种间极端的豆棕价差、油粕比、菜豆价差也纷纷涌现。

丰厚利润带来的是蛛网模型的收敛，马来西亚这几个月以来一直致力于解决劳工问题，预计产量恢复只是时间问题。在全球大豆及葵花籽丰产的背景下，小范围的菜籽减产并不改变油脂供应转宽松的大势，我们可能已经来到本轮油脂牛市尾声，但全球棕榈油产增放缓及可再生柴油产能扩张或为未来数年新一轮的牛市埋下伏笔。随着马来棕榈油产量恢复，豆棕价差有望获得修复但油粕比预计将受到产业变局的支撑而出现底部抬升。

随着大宗商品专业投资者占比不断扩大，油脂市场的有效性也得以不断提升，但对预期升水的快速注入带来的是入场节奏的难以把握。弱预期及盘面深度贴水，我们很可能继续见证一个高波动的油脂市场，这将对投资者素质提出较大挑战。

2022 年油脂年度报告

作者姓名：石丽红

电话：023-81157334

期货投资咨询从业证书号：Z0014570

发布日期：2021 年 12 月 25 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日晚上 8 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

目 录

一、对 2021 年的反思与总结	2
二、牛熊转换，市场关注焦点何在？	3
（一）棕榈油产量是重要关注点	3
1、劳动力是重要但非唯一影响因素	4
2、天气尤其是降水影响不能忽略	5
3、产地油棕树龄老化值得关注	6
（二）油 or 粕？油厂如何抉择？	8
（三）印度棕榈油进口或保持稳定	10
（四）植物油生柴需求暂缺亮点	12
（五）全球棕榈油库存重建情况	15
三、2021 留给 2022 年的悬念？	17
（一）极端豆棕价差将如何修复？	17
（二）长趋势油粕比将如何变化？	19
（三）菜油强势还能持续多久？	21
四、高波动率市场下的现货贸易思路	26
（一）弱预期叠加盘面深贴水，套保如何下手？	26
（二）预期基差走弱，如何对基差进行保护？	28

一、对 2021 年的反思与总结

回顾2021，油脂价格在市场的持续看衰声中不断创出新高，走出了超预期的表现。在2020年底，市场对油脂的主流预期是复产背景下价格的震荡下跌，空头甚至早到2020年国庆前就已先行在盘面作出一番抢跑，但马来西亚棕榈油在随后的四季度出现同比大幅减产，一千多点的暴力上涨让空头幻想灰飞烟灭，只得将复产希望寄托在2021年上。但事与愿违，2021年产地出现频繁洪涝，下半年马来西亚的劳动力短缺愈演愈烈，令棕榈油产量表现进一步恶化。这期间还夹杂了美国可再生柴油产能扩张题材炒作，油脂市场在题材接力下不断创出新高，豆、棕、菜油主力期价一度全线站上万元关口，令市场叹为观止。我们近期也在不断地反思，油脂在持续的看衰声中上涨，究竟是如何发生的？价格为何频频与市场共识相悖？我们该如何应对？

比较典型的案例是棕榈油2109，它一度随美国可再生柴油题材炒作转弱跌至6600，但很快随马来西亚棕榈油减产炒作快速拉涨，甚至临近交割月还走出一轮修复基差的上涨行情，二个月涨幅高达2500点。这期间，棕榈油的高基差、低库存、进口利润倒挂令其尤其受到大类资产配置资金的青睐。资金的集中流入加剧了市场强者恒强、弱者恒弱的马太效应，极端的单边行情催生出相应的极端价差，继几乎平水的09豆棕价差后我们看到了01豆棕价差倒挂370，而紧接着近800的P91价差的是近1300的P15价差，不断打破大众的均值回归信仰。

随着今年期货市场保证金规模迅速突破万亿，更多金融资本的入场使得商品市场运行逻辑发生很大变化，玩法也随玩家的变化发生了改变。金融资本的大量涌入令原本处于优势的产业资本实力被一定程度削弱，令盘面多空博弈变得更加激烈。此外，越来越多的量化资金入场对盘面走势起到了助涨助跌的作用，油脂市场的波动率被显著地放大，这对相关产业套保提出了较大挑战。今年的油脂市场还有一个特征，基于供需的产业资本在面临基于大类资产配置的金融资本时遭遇了降维式打击，由资金主导的盘面令众多参与者感到无所适从。

在过去几年的油脂油料研究中，我有个比较深的体会，随着市场中专业投资者占比越来越高，油脂油料期货市场变得越来越成熟，也越来越有效，但赚钱却相应地越来越难。在这样有效的市场里，数据或消息一经公布可能就很快被消化，投资者很难根据已有公开信息获取超额收益。随着市场有效性不断提高，期货价格变动的驱动越来越多来自对市场预期的不断修正，我们越来越多地发现，“买预期卖事实”在不断地重复上演，这对我们把握市场预期差及反共识的能力提出了较高要求。站在当前的时点，我们似乎又回到了类似去年的局面——2022年的全球油植物油复产及价格下行预期，能多大程度兑现？有何风险？有重蹈2021年覆辙的可能吗？

二、牛熊转换，市场关注焦点何在？

根据油世界的预估，2021/22年度全球7种油籽预计将有近2600万吨的产量增长，其中大豆增产1700万吨、葵花籽增产720万吨。加拿大菜籽减产难改全球油籽丰产格局，预计随着油籽压榨推进，将对处于高位的植物油价格形成压力。此外，东南亚棕榈油产量恢复也逐渐进入市场预期，油世界预计2021/22年度全球棕榈油产量将取得350万吨的恢复，其中马来西亚产量增长100万吨，印尼产量增长160万吨，这进一步加剧了油脂市场的看空情绪，近期油脂市场一度出现空头抢跑的情况，令市场风声鹤唳。

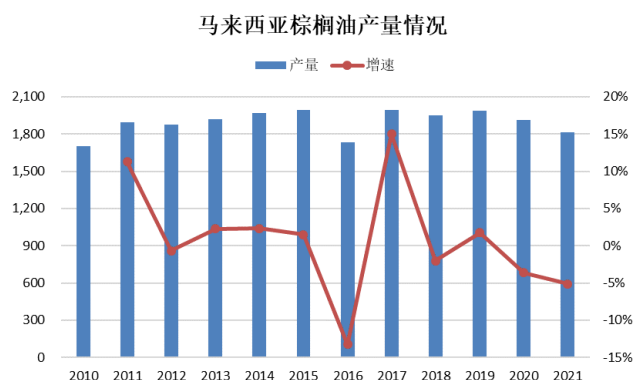
然而，虽然大趋势是增产，但在05及之后合约大幅贴水01的情况下，价格已一定程度体现当前增产预期，新合约后续下跌空间还有多大？即便价格还有较大趋势性下跌空间，但在高波动率的油脂市场中一旦没踩准节奏，面对阶段性的大幅度反弹可能也难逃被洗出的结局，这对投资者把握市场节奏提出了较高的要求。

除了宏观之外，我们认为今年油脂的上涨主要受到两轮驱动：一是上半年美国可再生柴油产能扩张及植物油需求的炒作，二则是下半年东南亚尤其是马来西亚棕榈油的减产炒作。在12月美国环保署公布令人失望的可再生燃料掺混目标后，美国可再生柴油的题材炒作已然偃旗息鼓，市场关注重点落在植物油尤其是棕榈油供应何时恢复的问题上，预计这仍将是后期油脂走势的核心驱动因素。因此，对油脂行情节奏的把握也应该着重于供应恢复的节奏，包括油籽的压榨节奏及棕榈油产量恢复节奏。

我们近期关注到，通胀背景下全球农户出现普遍惜售情绪，比如黑海地区的葵花籽、南美的大豆等，这极大地放緩了油籽压榨节奏，并对中短期油脂价格形成支撑。那么后期国内大豆压榨就值得重视，油厂会如何面对油与粕的抉择？此外，随着马棕12月阶段性产量数据转差，棕榈油的复产又变得更像空中楼阁。

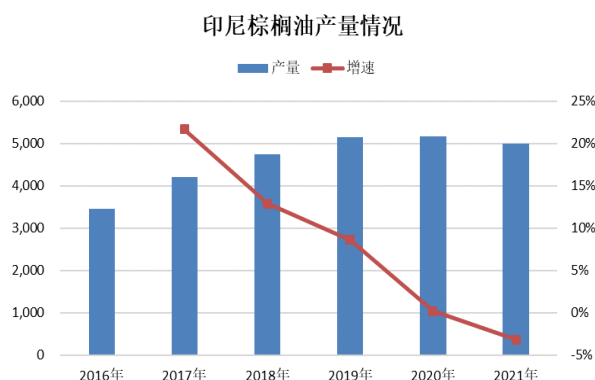
（一）棕榈油产量是重要关注点

图 1：2021 年马来西亚棕榈油产量进一步下滑



来源：MPOB，中信建投期货

图 2：2021 年印尼棕榈油产量或出现罕见的同比降幅



来源：GAPKI，中信建投期货

在2019年干旱引致2020年产量大降的情况下，市场原本预期降雨改善将带来2021年东南亚棕榈油较好的产量恢复，但天不遂人愿，复产预期狠狠地落空了。根据MPOB及GAPKI统计数据，2021年1-11月，马来西亚棕榈油产量1674万吨，较去年同期下滑107万吨，不及2019年同期的1852万吨，全年产量预估或仅在1820万吨左右。2021年1-10月，印尼棕榈油及棕榈仁油产量4256万吨，较去年同期下滑43万吨，不及2019年同期的4405万吨，全年产量预估或仅在5000万吨左右。如何理解2021年东南亚棕榈油产量的下滑和不及预期？

1、劳动力是重要但非唯一影响因素

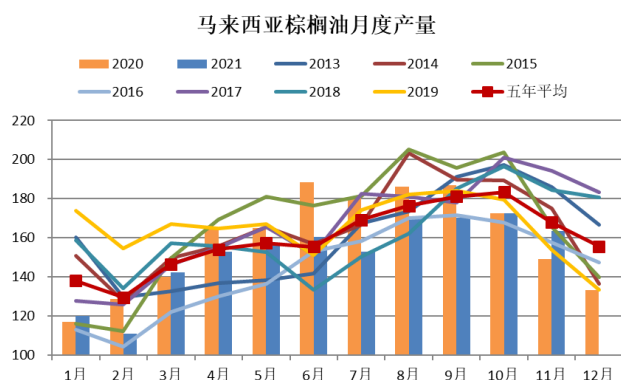
劳动力短缺被视为今年马来西亚棕榈油产量恢复不及预期的罪魁祸首，因疫情影响国外工人入境，马来西亚极度依赖外籍劳工的棕榈种植园出现严重的劳动力短缺，这极大地限制了产量潜力兑现。根据MPOB数据，截至2019年底，马来油棕产业工人共计33.7万人，其中84%左右来自印尼、孟加拉、印度等周边国家。其中，从事棕榈果串收割工作的外籍劳工占比高达95.3%，以印尼人为主，这也是今年劳动力短缺最严重的领域。

表 1：截至 2019 年底的马来西亚棕榈种植园劳动力分布情况

工人类别	本地劳工	外籍劳工	外劳占比
管理人员	10,445	12,238	54.0%
收割与采集工	7,473	153,179	95.3%
田间工人	24,799	130,397	84.0%
普通工人	21,045	41,152	66.2%
合计	63,762	336,966	84.1%

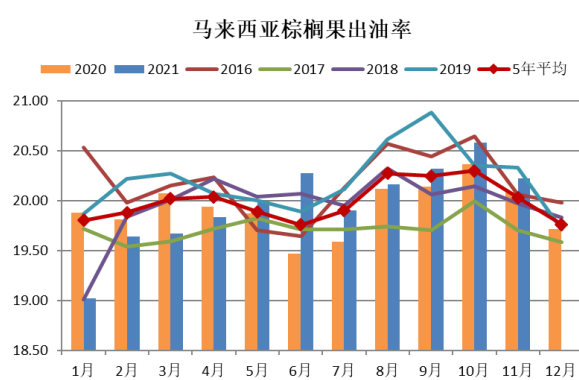
来源：MPOB

图 3：2021 年马棕月度产量上限明显受到劳动力短缺限制



来源：MPOB，中信建投期货

图 4：5 月以来出油率同比好转暗示问题在棕榈果单产上



来源：MPOB，中信建投期货

新冠疫情蔓延下今年马来西亚继续严控边境，很多外籍劳工返乡后再也没能返回马来西亚。而棕榈果串收割是一个机械化严重不足的行业，铲果工使用的工具数十年来没有太多变化，收割工作兼具危险性与技术性。马来本地工人大多难以适应如此难度及高强度的工作，因此种植园很难通过推进机械化或新增本国工人招聘的

方式来弥补铲果工的短缺，这使得部分棕榈果串没来得及收获就烂在了树上，或因收获不及时而出现单产及品质的损失。此外，持续的劳动力短缺还使得油棕未能得到较好养护，病虫害等增多对棕榈油产量增长也形成了拖累。MPOA首席执行官在今年9月曾表示，自2020年3月外国劳动力无法入境以来，马来种植园短缺的劳动力已经从去年的5万名增加到7.5万名，这带来了潜在20%-30%的棕榈油产量损失。

油棕种植业作为马来西亚的支柱产业，政府看在眼里急在心里。今年9月，马来政府特别批准了棕榈种植业3.2万名外籍劳工入境，还制定了相关标准作业程序，在吉隆坡国际机场建立了一个随时可容纳2000人的隔离中心，但外劳引入进度依然缓慢。市场预计外劳的集中入境将在2022年2-3月左右，因需要隔离及培训，对产量的影响还需一段时间才能体现，可能需要等到5月下旬穆斯林斋月后马棕产量才有望获得真正恢复。

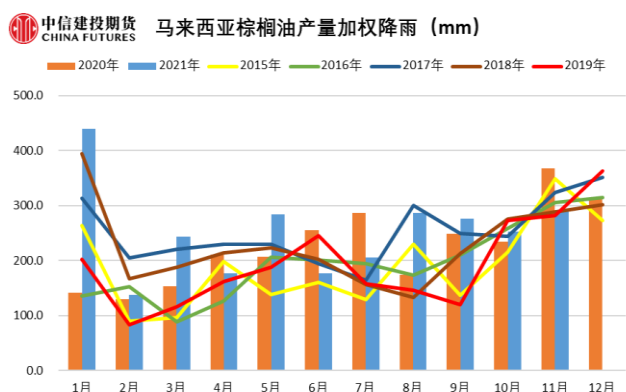
劳动力短缺的问题有望随着外劳入境的推进得到改善，但市场又逐渐发现另一个问题：进入季节性减产期，按理说劳动力短缺对产量的约束将减弱，因产量潜力下滑对劳动力的需求也在减少，但马棕产量却并未随季节性减产期的到来出现明显修复。马棕11月产量的同比增长是基于2020年同期的大幅减产，且可能包含部分10月没来得及收获的产量，因而无法作为产量修复的评判依据。12月产量则出现明显转差，MPOA给出12月1-20日产量环比降13.18%的预估，降幅明显高于7%的季节性减产幅度，按此预估马棕12月产量仅142万吨左右，仍显著低于五年同期平均的156万吨。

马棕产量在劳动力约束减弱条件下表现依然偏差，这不禁让市场重新思考影响今年产量的究竟还包括哪些因素。就我们的理解，劳动力固然是阻碍今年马棕产量恢复的重要因素，但却未必就是唯一因素。影响棕榈油产量的因素是错综复杂且较难量化的，过多降雨、物流限制、树龄老化、缺乏养护、干旱滞后影响等均会限制棕榈油产量的发挥。我们在前期与种植园朋友的交流中也了解到，今年马来西亚除了面临劳工短缺限制旺产期产量兑现的问题之外，还出现由于树龄老化、缺乏养护、19年干旱的第二波冲击等导致的棕榈果串偏少，这与进入减产季劳动力短缺状况缓解但产量恢复偏慢是自洽的。理解了这一点，我们也能更好理解为什么并没有出现劳动力问题的印尼也会出现棕榈油产量不及预期的情况。

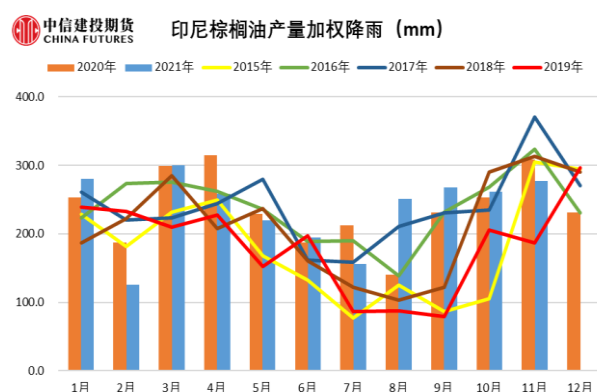
2、天气尤其是降水影响不能忽略

除了劳动力之外，今年东南亚棕榈油的产量还受到了天气主要是降水的扰动。不仅是2021年年初及年末的洪涝灾害对当期收割及运输工作的阻碍，还包括前期干旱对产量带来的滞后影响。一般来说，干旱对棕榈油产量的影响主要有两波冲击，第一波滞后8-10个月，因严重的水分不足引发开花前大约四个月雄性和雌性花序败育；第二波冲击滞后20-22个月左右，花序原始细胞性别分化时遭遇干旱导致更多雄性花序被分化出来。市场大多关注的是降雨对产量滞后8-10个月的影响，我们在此前报告中也曾数次研究过，在此不赘述。市场没有太关

注到的是降雨滞后20-22个月的影响，因时间跨度太长且常与其他产量影响因素掺杂在一起，较难识别，但我们仍可通过一些典型的案例予以佐证。例如，马来西亚2015年2-9月的干旱就对2016年底至2017年上半年的产量恢复造成了影响，而当时的市场还一度对产量恢复不及预期感到十分费解。

图 5：马来西亚棕榈油产量加权降雨（mm）


来源：路透，中信建投期货

图 6：印尼棕榈油产量加权降雨（mm）


来源：路透，中信建投期货

今年2月份马来西亚及印尼均遭遇低于正常水平的降水，对应的产量影响时期正是10-12月份，所以我们见到这期间东南亚不及预期的棕榈油产量不应感到奇怪。而按照降雨滞后20-22个月推算，马来西亚2019年2-4月及7-9月的干旱影响正好能对应到去年底至今年2月以及今年4-7月产量的同比大降。考虑到2020年1-3月马来西亚降雨也偏少，这可能将继续导致今年年底至明年初棕榈油产量表现偏差。

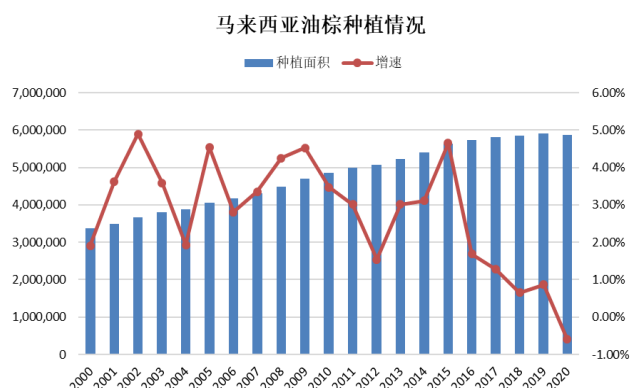
3、产地油棕树龄老化值得关注

不止是劳动力及降雨，树龄也是公认的影响油棕产量的重要因素。一般来说，油棕在栽种至种植园后，经过3-4年的生长期开始结果，4-7年产量逐年增加，7-14年后进入旺产期，15-18年后产量逐渐衰退，整体树龄结构将直接影响棕榈油产量趋势的发展方向，且影响的持续性超过劳动力、降雨等扰动因素。

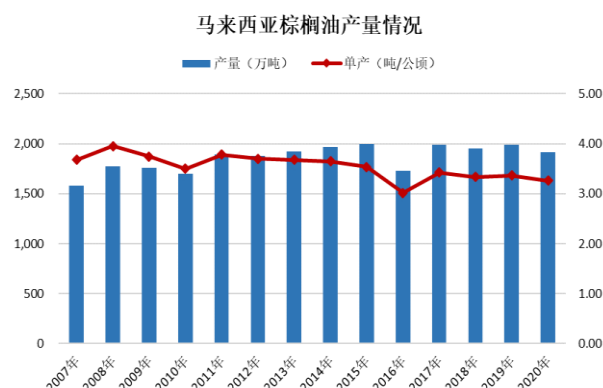
由于东南亚油棕种植在起步初期的野蛮扩张给市场留下了不好印象，2015年的雨林大火后，环保组织压力倒逼马来西亚和印尼收紧土地许可证发放，使得油棕种植面积增长显著放缓。而此前持续低迷的价格也影响了翻种积极性，翻种不足导致油棕树龄老化加速。利用官方公布的种植面积数据，我们测算出当前马来西亚油棕平均树龄在15-16年，整体处于产量衰退期；而印尼油棕平均树龄在12-13年，虽然仍整体处于7-14年的旺产期，但已基本进入旺产期尾声，这预示着印尼棕榈油单产及产量拐点可能将在未来几年里很快到来。

根据MPOB数据，2020年马来西亚油棕种植面积587万公顷，较2019年甚至还小降0.6%，显示出多年来从未有过的负增长。多年来马来西亚棕榈油年产量持续在2000万吨上下徘徊，单产呈现阶梯式回落，侧面反映油棕树龄结构老化对棕榈油产量的制约。继马来西亚油棕树龄老化、产量见顶后，平均树龄达12-13年的印尼油

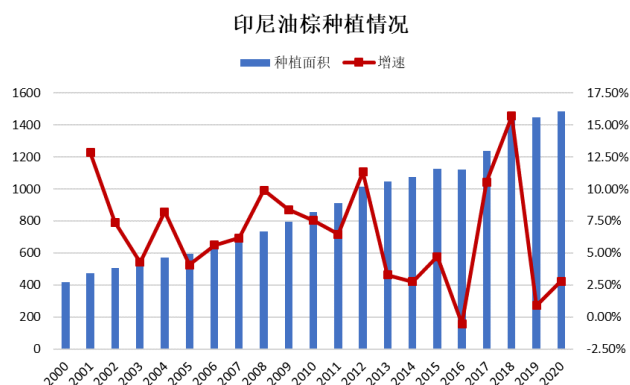
棕也开始显示出增产放缓的端倪。根据印尼中央统计局预估，印尼2020年油棕种植面积1486万公顷，较2019年小增40万公顷；产量4830万吨，较2019年仅增120万吨；测算出的平均单产3.25吨/公顷，较2019年小幅下滑，但已比较接近马来西亚同时期单产水平。

图 7：2020 年马来西亚油棕种植面积出现难得的负增长


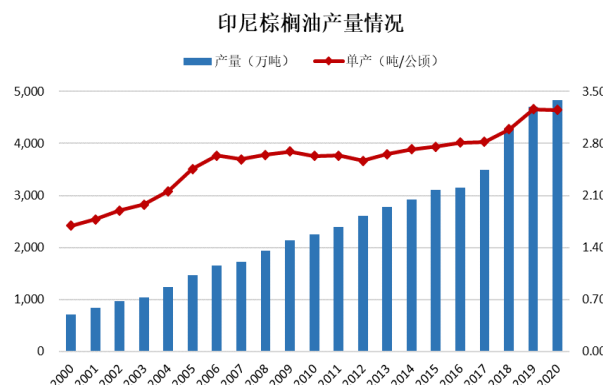
来源：MPOB，中信建投期货

图 8：马来西亚棕榈油产量早在几年前就已见顶


来源：MPOB，中信建投期货

图 9：印尼油棕种植面积增速放缓明显


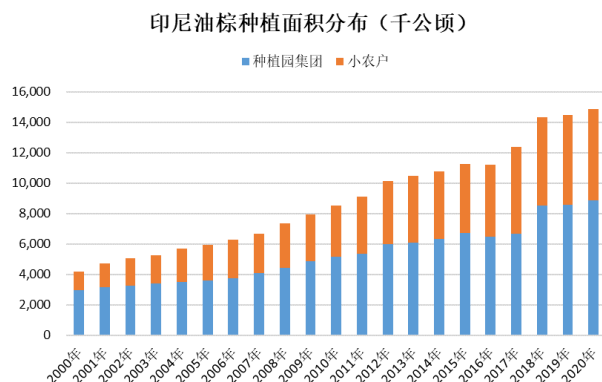
来源：印尼中央统计局，中信建投期货

图 10：印尼棕榈油产量及单产增速放缓


来源：印尼中央统计局，中信建投期货

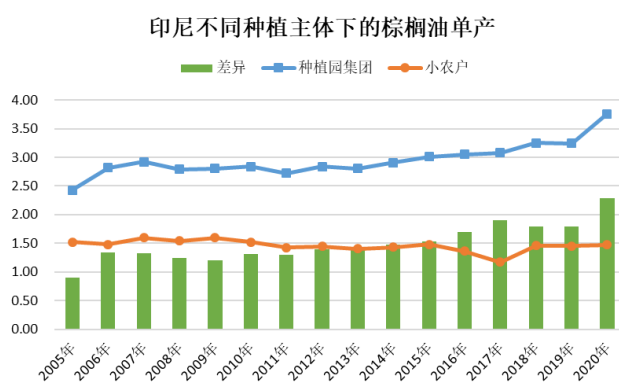
考虑到到印尼种植园基础设施建设相对不足，且较高的小农户种植面积占比制约单产提升空间，预计印尼棕榈油最大潜力单产将低于马来西亚。2020年，马来西亚小农户油棕种植面积占比仅有28%，而印尼高达40%。根据过往统计，印尼种植园集团与小农户的单产差异高达1.5-1.8吨/公顷，仅考虑到种植主体占比的差异将给印尼带来逊于马来西亚0.18-0.22吨/公顷的单产。若再考虑其他方面的因素，印尼巅峰时期的棕榈油单产可能仅有3.5-3.6吨/公顷左右。按照1500万公顷的种植面积，对应印尼棕榈油产量天花板在5250-5400万吨附近，距离印尼当前的产量已经没有太多提升空间，这可能也在暗示印尼产量高增长拐点的到来已不太远。

图 11：印尼油棕种植面积分布（千公顷）



来源：印尼中央统计局，中信建投期货

图 12：印尼不同种植主体下的棕榈油单产（吨/公顷）



来源：印尼中央统计局，中信建投期货

劳动力短缺、前期干旱冲击、树龄老化等因素，共同促成了2021年东南亚棕榈油产量不及预期的局面。如前文所述，前期干旱对产量的影响可能会持续到2022年初，此外拉尼娜引发的东南亚洪涝风险也尚未解除，马来西亚的外劳集中入境将在2022年2-3月左右，可能需要等到明年5月下旬穆斯林斋月后棕榈油产量才有望获得真正的恢复，这可能限制2022年1季度前棕榈油的产量回升及棕榈油05合约下跌幅度。但总体上看，在2021年较充沛的降雨下，随着劳动力供应改善，明年下半年棕榈油产量恢复概率较大，价格可能随产量恢复趋于下跌，下跌过程中需警惕印尼出口税费下调引致的报价崩塌及跌速加快。

从长线来看，油棕树龄老化值得重视，这可能导致未来数年全球棕榈油产量见顶，而这期间棕榈油年产量增速也很可能将明显放缓，这也是油世界将2021/22年度马来西亚及印尼产量增幅放得较为克制的原因。在持续十多年的大幅扩产后，棕榈油产量增速放缓或显著放缓全球植物油供应增速，叠加全球可再生柴油产能扩张预期，预计植物油价格底部区间将得以抬升，我们可能已经很难再见到5000元/吨以下的棕榈油了。

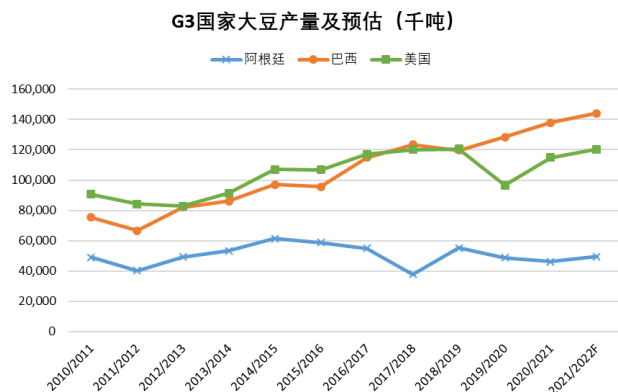
（二）油 or 粕？油厂如何抉择？

今年南美大豆生长期再度遭遇拉尼娜，但对市场神经的挑动明显弱于去年，主要有两个原因：1、随着2021/22年度美豆丰产及库存重建确认，市场对南美大豆产量的容错空间变大了。2、拉尼娜对巴西的影响区域主要在南部非核心产区，对全国单产的不利影响较为有限，巴西大豆在面积扩种背景下仍有较强增产预期。而拉尼娜虽然对阿根廷影响较大，但在去年经历严重减产产量大降至4620万吨后，产量进一步下跌的空间已十分有限。这意味着只要南美天气不极端恶化超预期，南美大豆的同比产量增长将是可以得到保障的。

油世界预计2021/22年度全球大豆产量增长将高达1700万吨，美国、巴西、阿根廷分别增630万吨、620万吨、120万吨。这将近1700万吨的大豆产量增量，除了将补充此前较低的库存之外，也将为大豆压榨增长创造机会。特别是在当前豆棕价差及菜豆价差均利好豆油替代，且美国可再生柴油产能扩张利好豆油投料增长的情

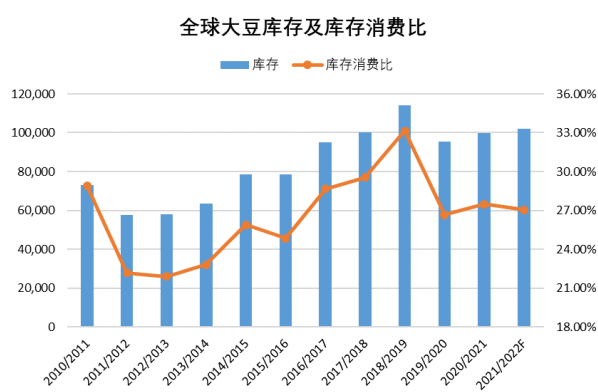
况下，我们预计2021/22年度全球大豆压榨将取得进一步的增长。

图 13：21/22 年度 G3 国家大豆产量同比将取得增长



来源：USDA，中信建投期货

图 14：21/22 年度全球大豆库存预计将继续修复

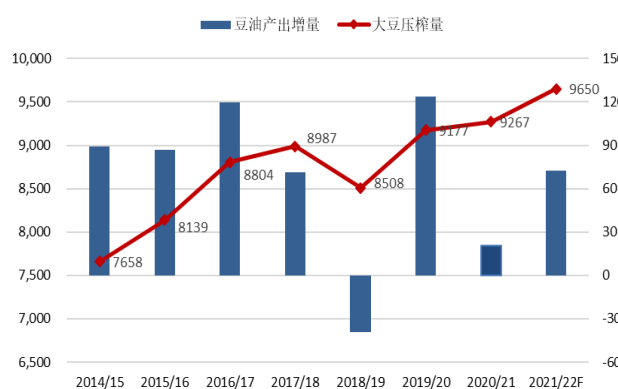


来源：USDA，中信建投期货

在过去一年里，全球植物油价格飙涨令豆油在压榨中的价值占比不断提升，油厂的各种决策也都围绕着豆油进行。近期油脂价格虽然从高位整体有所回落，但豆油在压榨产品中的价格占比依然处于高位区间，依然是油厂的优先选择。在全球大豆丰产的背景下，美豆期价预计将承压于供应端压力，豆粕很难看到趋势性的上涨机会，这可能使得21/22年度的大豆压榨延续以豆油作为主要驱动，尤其在2022年上半年。

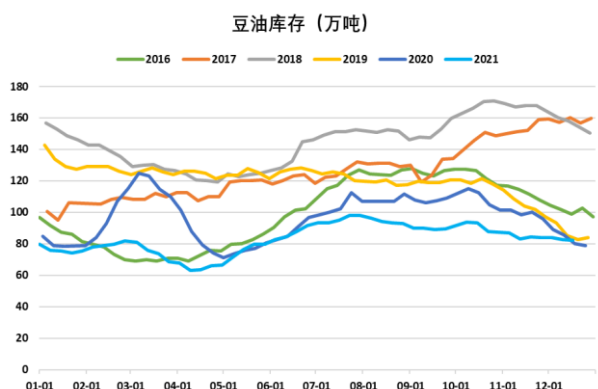
在此背景下，我们预计国内豆油产量并不会随大豆压榨增长出现太明显的过剩情况。USDA预计2021/22年度国内大豆压榨9700万吨，油世界的预估则在9600万吨，较20/21年度的近9300万吨增长300-400多万吨，对应豆油产量增长60-80万吨。但考虑到国内植物油食用消费每年有2-3%左右的增长，且当前豆棕价差及菜豆价差均利好豆油替代消费增长，豆油处于历史偏低水平的库存也需要修复，创纪录的豆油进口量将随入储完成而回落，预计2021/22年度国内豆油累库压力并不会太大，将一定程度上限制豆油价格下跌空间。

图 15：21/22 年度国内大豆压榨及豆油产出预计有所增长



来源：我的农产品网，中信建投期货

图 16：国内处于历史偏低水平的豆油库存需要修复



来源：我的农产品网，中信建投期货

表 2：预计 2021/22 年度国内豆油累库幅度有限

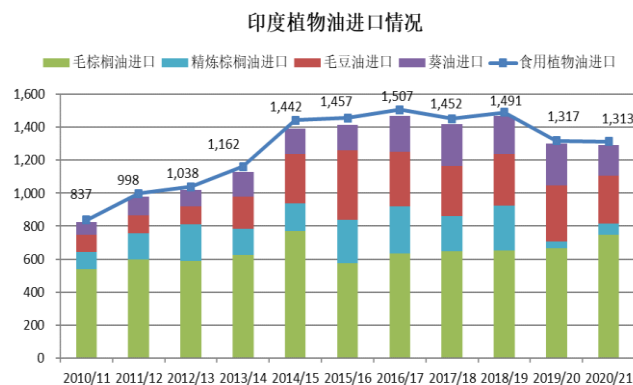
豆油	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22F
期初库存	131	97	118	148	171	135	134	87
国内产量	1378	1465	1585	1656	1617	1740	1761	1834
进口	74	53	58	48	80	100	122	75
总供给	1583	1615	1761	1852	1868	1975	2017	1996
国内消费	1492	1500	1594	1627	1638	1779	1929	1870
食用消费	1348	1356	1452	1477	1488	1429	1629	1710
其它消费	144	144	142	150	150	350	300	160
出口	10	8	11	12	19	18	4	12
总使用量	1502	1508	1605	1639	1657	1797	1933	1882
期末库存	97	118	148	171	135	134	87	114
库存消费比	6.46%	7.82%	9.22%	10.43%	8.15%	7.46%	4.52%	6.05%

来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

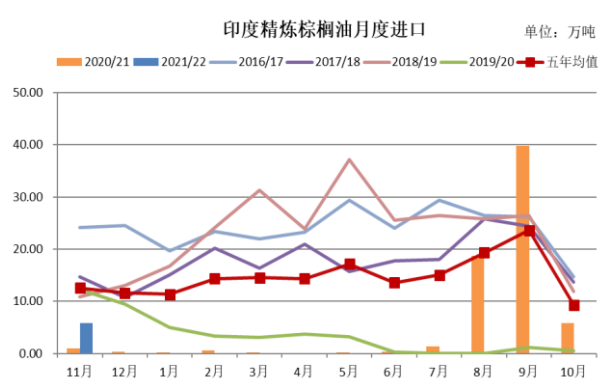
（三）印度棕榈油进口或保持稳定

作为一个植物油进口依赖度较高的发展中国家，印度对植物油价格的变化是敏感的，进口结构对价差调整的反应也是迅速的。虽然偏低的国际豆棕价差不利好棕榈油需求，但受益于印度较好的精炼棕榈油进口政策，2021/22年度印度棕榈油进口量或继续保持稳定。

从总量上看，疫情冲击已令印度植物油进口出现连续两个市场年度的萎缩，1300万吨出头的进口量较巅峰时期的1500万吨左右下滑明显，预计21/22年度的进口量有望随疫情好转而有所恢复。从结构上来看，近两年印度精炼棕榈油市场进口份额大幅缩水，这主要受到政策性的扰动——为了保护国内精炼产业，印度在2020年初将精炼棕榈油设为限制进口，直到今年7月才暂时性放开，直接导致这期间精炼棕榈油进口出现停滞。但随着印度政府将精炼棕榈油进口限制延期至2022年底，并单独下调其进口关税5%至12.5%，精炼棕榈油进口的性价比凸显，预计进口份额有望获得恢复性的增长。

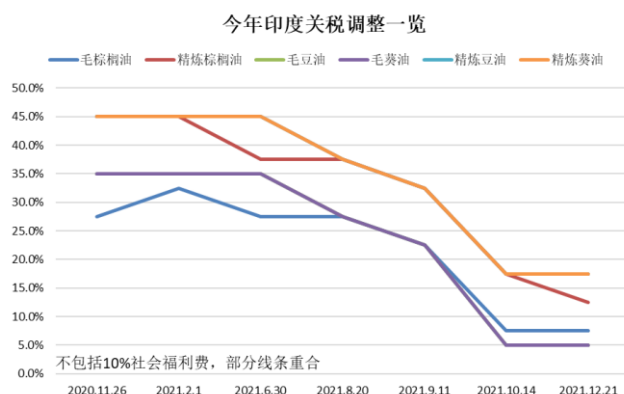
图 17：印度植物油进口量出现连续两个市场年度的萎缩


来源：SEA，中信建投期货

图 18：近两年印度精炼棕榈油进口受到政策较大冲击


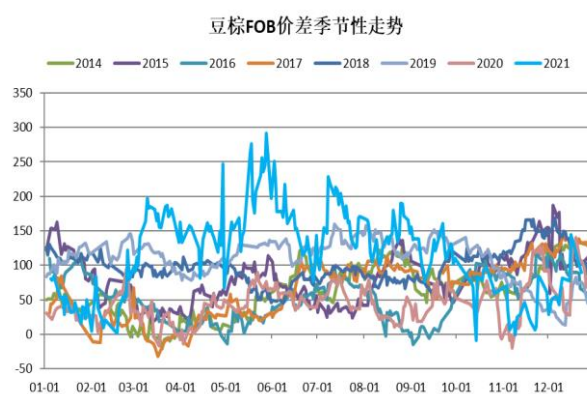
来源：SEA，中信建投期货

图 19：今年印度频繁调降植物油进口关税以减缓通胀压力



来源：SEA，中信建投期货

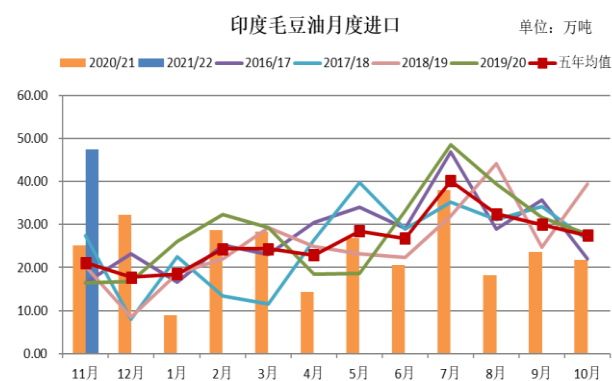
图 20：近期豆棕 FOB 价差修复迅速



来源：Wind，中信建投期货

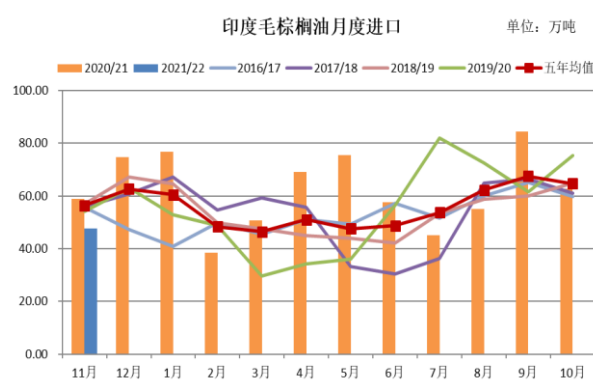
由于油炸食品在热带地区更易于保存，棕榈油相对低廉的价格及其在煎炸中的优越特性令印度消费者对其有较强偏好。但在显著低于正常水平甚至一度倒挂的豆棕价差之下，11-12月印度仍出现了较为积极的豆油采购。近期印度数次采购大单美豆油，11月豆油进口也环比大增119%，以毛棕榈油进口减少为代价。然而，全球豆油年贸易量仅1200万吨，远不及高达5000多万吨的棕榈油贸易量。豆油如此量级的出口供应很难满足印度进口的大幅增长，印度的频繁采购很快将国际豆棕价差买起来。考虑到印度近期有利的政策调整，且棕榈油复产有助于豆棕价差向正常水平回归，预计21/22年度印度植物油进口依然将以棕榈油为主，豆油对棕榈油的替代总量可能将较为有限，印度进口结构的调整将以精炼棕榈油替代毛棕榈油为主。

图 21：印度 11 月毛豆油进口增长明显



来源：SEA，中信建投期货

图 22：印度毛棕榈油进口增长以棕榈油进口下滑为代价



来源：SEA，中信建投期货

图 23：与 2018/19 年度相比，2020/21 年度印度棕榈油进口占比几乎没有变化！2021/22 年度可能也不会有



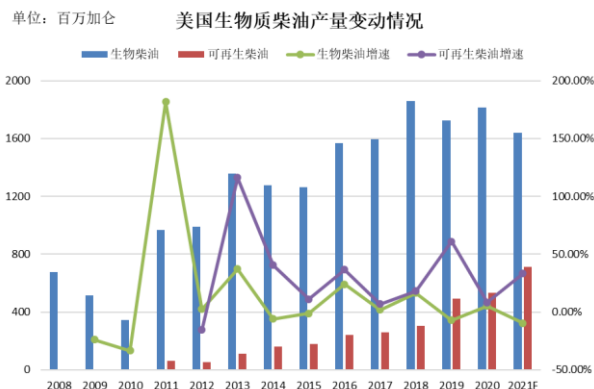
来源：SEA，中信建投期货

（四）植物油生柴需求暂缺亮点

在近几年植物油价格的持续强势下，2019年四季度以来的生物柴油商业掺混利润快速恶化，这使得全球植物油的生物柴油消费主要依赖于政策性掺混，主要国家的生物柴油政策成为市场关注的重点。今年上半年，拜登政府的对可再生燃料政策支持，以及美国国内激进的可再生柴油产能扩张计划就引发了资金的疯狂入场炒作，这一度推升美豆油期价至刷新2008年能源危机炒作时的高点。

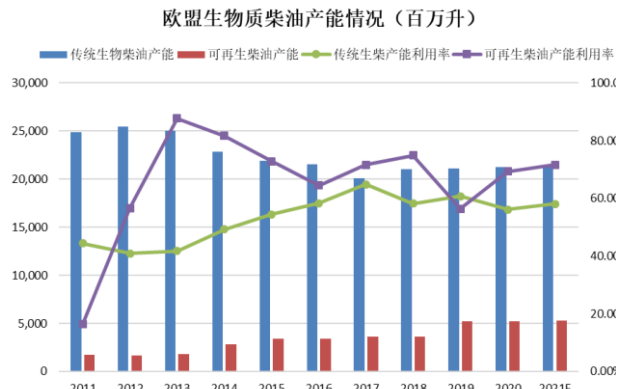
美豆油在工业上主要用于生物质柴油的生产，除了大家耳熟能详的生物柴油之外，还包括可再生柴油。与生物柴油相比，可再生柴油的使用不受混合比例的限制，且原料来源多样，除了植物油、动物脂肪等传统生物柴油原料，还包括农作物秸秆等纤维素原料，具有更强的碳减排效果，因而随着技术不断成熟越来越受到市场的青睐。不止是美国，近些年欧洲在RED II框架下开始逐步限制生物燃料原料中包括棕榈油在内的粮食作物的使用，使用较多动物脂肪、餐饮回收油也因此更低碳的可再生柴油产能也因此获得一定扩张机遇。

图 24：美国可再生柴油产能扩张成为主要趋势



来源：EIA，中信建投期货

图 25：RED II 框架下欧盟可再生柴油产能也处于扩张中



来源：FAS，中信建投期货

在减排目标及税收抵免政策的支持下，美国国内的石油巨头及大粮商纷纷入场布局可再生柴油产能，并制定了较激进的产能扩张计划。虽然可再生柴油的原料并不只来源于植物油，长期来看其产能扩张将引致豆油投料占比下滑。但从目前的技术水平看，可再生柴油中仅以脂质为原料的氢化植物油HVO被用于商业化生产，而动物脂肪、回收油等原料供应增长有限，可再生柴油原料供应的增量仍将落在更具增长潜力的豆油上。

图 26：美国大量可再生柴油产能计划建设中

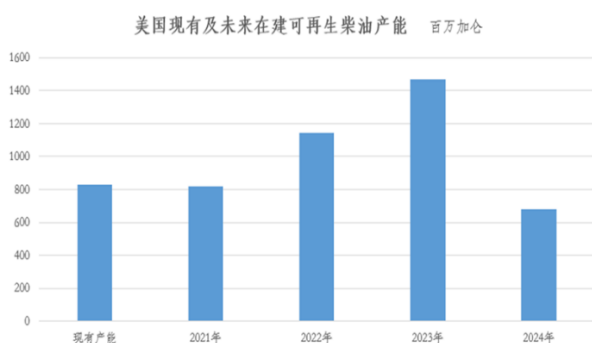


表 3：USDA 新季首份平衡表大幅上调美豆油生物燃料需求

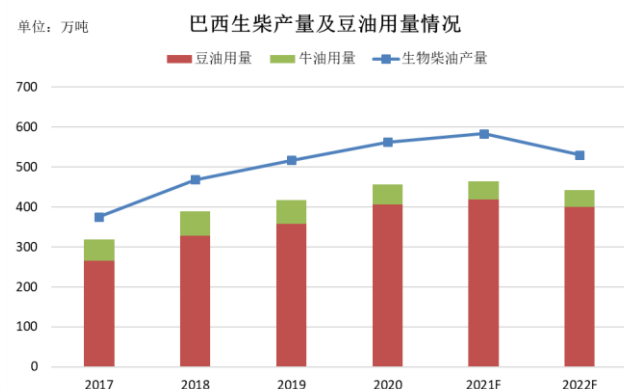
SOYBEAN OIL	2019/20	2020/21 Est.	2021/22 Proj. Apr	2021/22 Proj. May
	Million Pounds			
Beginning Stocks	1775	1853	NA	1818
Production 4/	24911	25515	NA	25945
Imports	319	350	NA	600
Supply, Total	27006	27718	NA	28363
Domestic Disappearance	22314	23600	NA	25400
Biofuel 3/	8658	9500	NA	12000
Food, Feed & other Industrial	13656	14100	NA	13400
Exports	2839	2300	NA	1450
Use, Total	25153	25900	NA	26850
Ending stocks	1853	1818	NA	1513
Avg. Price (c/lb) 2/	29.65	55	NA	65

来源：EIA，中信建投期货

来源：USDA，中信建投期货

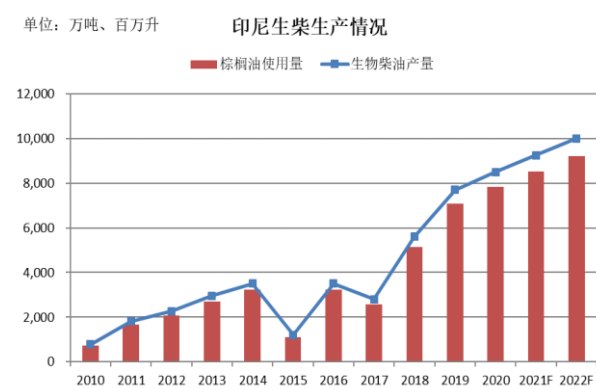
虽然发展前景广阔，发展可再生柴油既符合全球减碳需求，又能增强能源独立性及就业，可谓是一举数得。但伴随着近两年植物油价格大幅上涨，全球生物质柴油生产与消费普遍面临较大压力。在新冠疫情长达两年的冲击之下，供应链问题与货币泛滥的双重叠加令大宗商品走出明显的牛市，各国政府已经被通胀搞得焦头烂额，而以大豆、玉米、甘蔗等作物为原料的生物燃料生产被视为进一步加剧物价上涨压力的罪魁祸首。在此背景下，包括美国在内的主要需求国不得不放缓生物燃料发展的激进步伐。

图 27：2022 年巴西豆油生物柴油投料量或同比小幅下滑



来源：ANP，中信建投期货

图 28：2022 年印尼棕榈油生物柴油投料量或难有亮点



来源：FAS，中信建投期货

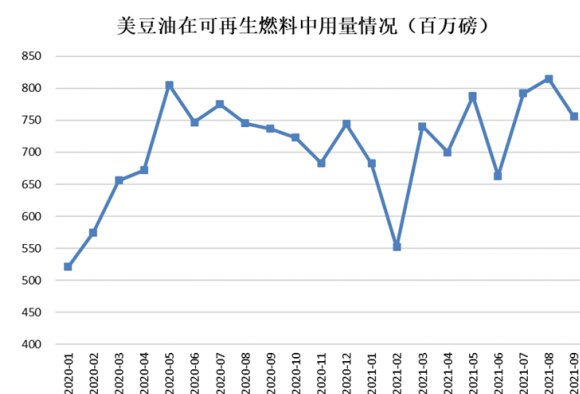
高价原料及补贴压力之下，2021年巴西频繁调降生物柴油掺混率，并放弃2022年进一步提高掺混率的计划，这预计将带来同比20万吨左右的豆油需求减量。印尼在勉强完成B30对应的2021年920万千升的掺混目标后，推迟B40项目至2025年之后，2022年1000万千升的掺混目标对应70万吨左右的棕榈油需求增量，但该增量

只能算是符合预期。阿根廷将国内生物柴油掺混比例要求从10%调降至5%，虽然此前掺混率要求执行得不好，但也或多或少地反应了政府的态度。而此前备受市场关注且被寄予厚望的美国，当前的豆油生物燃料使用量出现停滞不前，投料占比面临下滑问题，EPA在12月公布的2020-2021年的可再生燃料义务掺混量还出现追溯性调降，令人大失所望。纵观全球，生物质柴油需求兑现明显不及预期。

表4： EPA最新可再生能源掺混方案令市场大失所望

	2018	2019	2020原	2020新	2021	2022
可再生燃料总量	19.29	19.92	20.09	17.13	18.52	20.77
传统可再生燃料	15.00	15.00	15.00	12.50	13.32	15.00
高级生物燃料	4.29	4.92	5.09	4.63	5.20	5.77
生物质柴油	2.10	2.10	2.43	2.43	2.43	2.76
纤维素生物燃料	0.29	0.42	0.59	0.51	0.62	0.77
补充义务	—	—	—	—	—	0.25

来源：EPA，中信建投期货

图 29： 2021 年美豆油生柴投料增长出现停滞不前


来源：EIA，中信建投期货

根据EPA最新的可再生能源掺混目标，2022年美国生物质柴油的强制掺混量将仅由24.3亿加仑增长13.6%至27.6亿加仑，增幅明显不及USDA此前预估。即便考虑到高级生物燃料掺混义务主要由生物质柴油来完成，高级生物燃料11%的掺混义务增幅明显不支持美豆油生物燃料用量的如此增长，这意味着随着RVOs尘埃落定，美豆油平衡表将面临可再生燃料需求的下调压力。参考生物质柴油掺混义务量的增幅，2021/22年度的美豆油需求可能落在100-105亿磅左右，且市场担忧2020-2021年度调降的可再生燃料掺混总量可能将使更多的生物质柴油可再生能源D4识别码被结转，这一度打压RIN-D4报价大幅回落。

表5： 美豆油供需平衡表及预估

美豆油	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22
		估计值	12月预测	可能的情况
		百万磅		
期初库存	1775	1853	2131	2131
产量	24911	25023	25735	25735
进口	320	302	450	450
总供应	27006	27177	28316	28316
国内消费	22317	23323	25150	24500
生物燃料	8658	8850	11000	10000
食用、饲用及其他工业	13659	14473	14150	14500
出口	2837	1723	1250	1500
总需求	25154	25046	26400	26000
期末库存	1853	2131	1916	2316

来源：USDA，中信建投期货

图 30： RIN-D4 价格一度受到 EPA 可再生燃料方案打压


来源：路透，中信建投期货

但好消息在于，EPA在回溯性降低2020-2021年可再生燃料掺混目标的同时也拒绝了所有等待审批的小型炼油厂豁免申请，还在2022年207.7亿加仑的可再生燃料掺混义务之外额外增加了2.5亿加仑的补充义务，且预计2023年也将有2.5亿加仑的补充义务，这合计5亿加仑的补充义务将足够覆盖2014年以来发放的所有豁免额度，长期来看美国可再生能源的掺混量增长依然可以期待，可能成为2022年植物油需求增长的潜在亮点。

今年10月来自天然气、煤炭及原油短缺的危机让各国普遍感受到了能源独立的重要性，为避免再被从能源上卡脖子，也为完成巴黎气候协定框架下的“碳达峰”及“碳中和”目标，预计包括可再生燃料在内的全球可再生能源发展在未来将是大势所趋。但考虑到现实条件的制约，在植物油偏紧的供应、历史高位的价格及政府与日俱增的财政补贴及利益集团游说压力下，短期相关产能扩张速度将呈现阶段性放缓的情况，但这不改长期趋势。随着南美、东南亚、欧洲、美国等地区的最新可再生能源政策出台，预期修正后的植物油市场在生物柴油题材上将逐渐出尽利空，长周期的产业扩张趋势在未来可能会再度进入投资者的视野。

（五）全球棕榈油库存重建情况

综上所述，预计2021/22年度全球棕榈油产量将较2020/21年度有所恢复，但增幅可能放缓，需求将到低豆棕价差压制有所回落，将有利于全球棕榈油库存重建。油世界预计2021/22年度全球棕榈油产量将取得350万吨的恢复，其中马来西亚产量增长100万吨，印尼产量增长160万吨。产增放缓将使产地库存重建进度偏慢，尤其是马来西亚库存，在当前马印价差有利于马来西亚出口的情况下。从节奏上看，考虑到劳动力改善情况及此前降雨滞后影响，预计产地产量及库存恢复需到明年2季度后甚至下半年，这可能限制05棕榈油价格下跌空间。

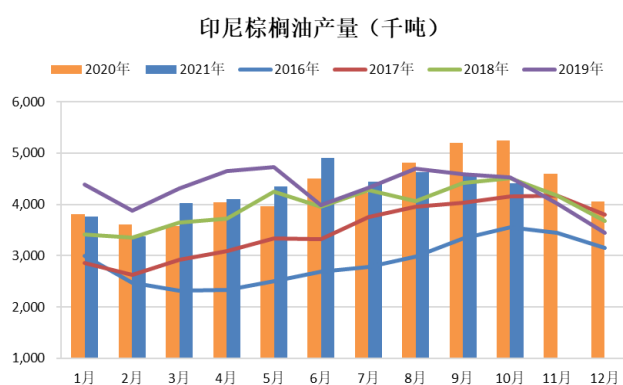
表 6：全球棕榈油供需平衡表及预估

	2017/18年度	2018/19年度	2019/20年度	2020/21年度	2021/22年度预估
期初库存	1,169	1,463	1,490	1,253	1,237
产量：	7,367	7,798	7,416	7,562	7,914
马来西亚	1,968	2,081	1,926	1,786	1,890
印尼	4,197	4,423	4,260	4,510	4,670
进口量：	5,036	5,531	5,070	5,162	5,270
中国	542	689	684	702	705
印度	884	1,004	768	878	850
出口量：	5,128	5,528	5,083	5,132	5,290
印尼	2,838	3,015	2,759	2,900	2,950
马来西亚	1,647	1,836	1,722	1,588	1,650
消费量	6,986	7,774	7,640	7,608	7,780
期末库存：	1,459	1,490	1,253	1,237	1,351
印尼	600	550	505	500	540
马来西亚	253	245	172	176	195
库存消费比	20.88%	19.17%	16.40%	16.26%	17.37%

来源：油世界，中信建投期货

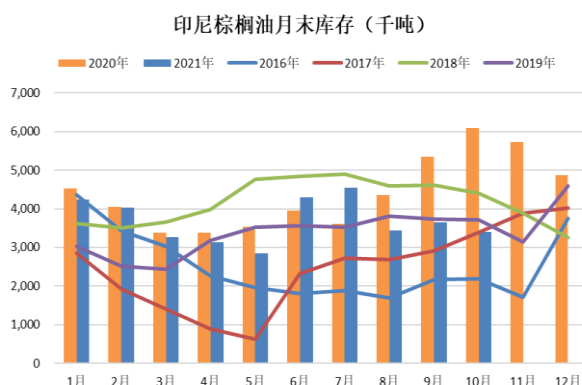
虽然今年市场将对棕榈油的关注点更多放在马来西亚上，但印尼的情况也不能太过忽视。产量增长放缓导致库存同比大降，政府为保障B30实施而自2020年11月起征收的更高出口税费，均对印尼棕榈油出口报价形成较强支撑。在印尼产量暂时没有看到太大问题的情况下，我们仍持续看到了印尼毛棕榈油报价显著高于马来西亚精炼棕榈油的情况。考虑到印尼公开数据较难获取且滞后，我们认为对印尼的情况有必要进行适当关注，马来与印尼棕榈油报价的价差将成为监测印尼情况的重要及更及时的指标。对印尼的关注一方面在其产需库存，另一方面则在棕榈油产品出口税费的变化。在当前印尼棕榈油产品的出口tax及levy均处于较高水平的情况下，需警惕出口参考价下调引发印尼报价螺旋式崩塌的可能。

图 31：今年印尼棕榈油产量同比增长有限



来源：GAPKI，中信建投期货

图 32：8 月后印尼棕榈油库存较去年同期回落明显



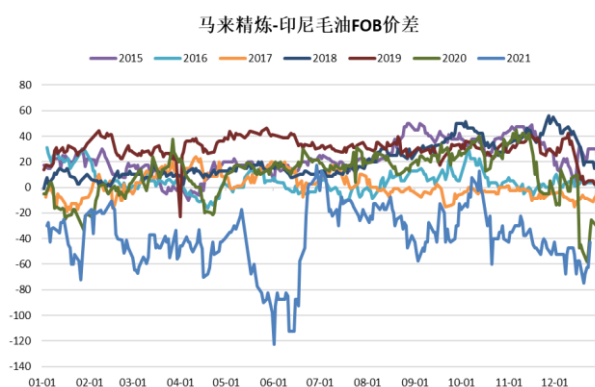
来源：GAPKI，中信建投期货

图 33：今年以来，印尼棕榈油报价持续呈现较坚挺状态



来源：路透，中信建投期货

图 34：马来与印尼棕榈油价差处于历史低位水平



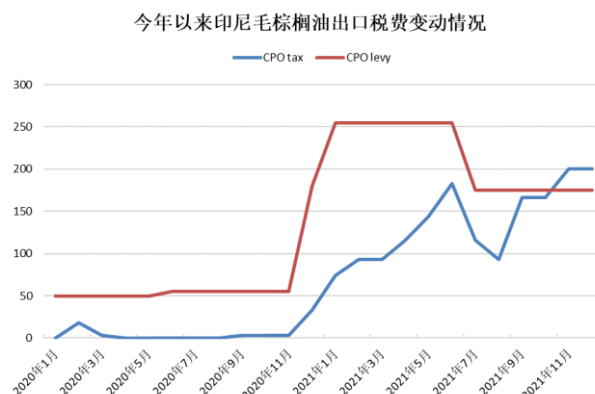
来源：路透，中信建投期货

表 7：为保障 B30 实施，印尼三次修订棕榈油出口 levy

HS Code	Description	Progressive Levy (Before June 2020)	Flat Levy (June to Dec 9, 2020)	Progressive Levy (Since Dec 10, 2020)
1511.1000	Crude palm oil (CPO)	0 - 50	55	55 - 255
1513.21.10	Crude Palm Kernel Oil (CPKO)	0 - 50	55	55 - 255
1511.90.20	Refined Bleached Deodorized (RBD) Palm Oil	0 - 20	25	25 - 192.5
1511.90.42 1511.90.49	Crude Palm Olein	0 - 50	55	55 - 255
1511.90.41	Crude Palm Stearin	0 - 50	55	55 - 255
3823.19.20	Palm Fatty Acid Distillate (PFAD)	0 - 40	45	45 - 212.5
3823.19.30	Palm Kernel Fatty Acid Distillate (PKFAD)	0 - 40	45	45 - 212.5
3826.00.90	Biodiesel contains Palm methyl ester (PME) more than 96.5 percent	0 - 20	25	25 - 192.5

来源：印尼财政部，中信建投期货

图 35：2021 年印尼毛棕榈油出口税费显著增长



来源：印尼贸易部，中信建投期货

三、2021 留给 2022 年的悬念？

2021年即将结束，油脂市场极端的单边及价差走势依然给2022年留下了不少尚未解决的悬念。比如，极端的豆棕价差将如何修复？行业变化驱动下的长趋势油粕比又将如何变化？在近期豆棕油大幅下跌的情况下，菜油跌势较为克制，其强势还能持续多久？何时才是沽空菜油的好时机？菜豆价差、菜棕价差能回归吗？

（一）极端豆棕价差将如何修复？

今年棕榈油复产不及预期令棕榈油成为油脂上涨的核心驱动，豆棕价差出现趋势性下跌，01合约豆棕价差甚至一度倒挂370。截至目前，主力05合约豆棕价差仍处于400左右的低位区间，而现货豆棕价差还处于倒挂中，看起来似乎有较大向上修复空间。市场预期在超低的豆棕价差水平下，豆油对棕榈油消费的替代将导致豆油去库加速及棕榈油累库，豆油及棕榈油库存变动的差异将引发豆棕价差修复，但这可能陷入一个认知误区。

从实际情况来看，豆油对棕榈油的替代受到使用场景的限制，在价差有利于替代时真实替代未必就能发生。棕榈油拥有较高比例的饱和脂肪酸使得它性状比较稳定，在食品加工领域受到广泛青睐，豆油不太容易对其进行替代。在工业消费领域，豆油主要用于药厂、回归助剂和油漆行业，而棕榈油常用于制造肥皂、化妆品、清洁用品等，二者的工业用途几乎没有重叠也很难相互替代。豆油能对棕榈油形成替代的领域主要在饲料养殖及烹饪用油上。但棕榈油并非我国传统食用油，国内进口的棕榈油大部分用于食品加工或油化工，只有约20%用于烹饪餐饮，据估算每年仅在120-150万吨左右，而饲料添加需求仅有1-2万吨/月，实际上豆油可以替代棕榈油的量十分有限，该量级也基本注定了需求替代难以驱动豆棕价差走出趋势性行情。

图 36：国内豆油消费结构分布

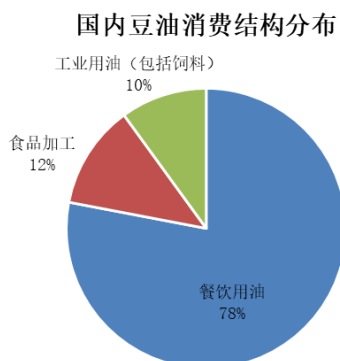
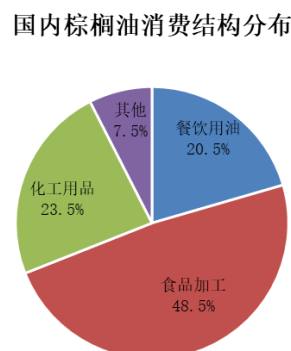


图 37：国内棕榈油消费结构分布（包括棕榈硬脂）

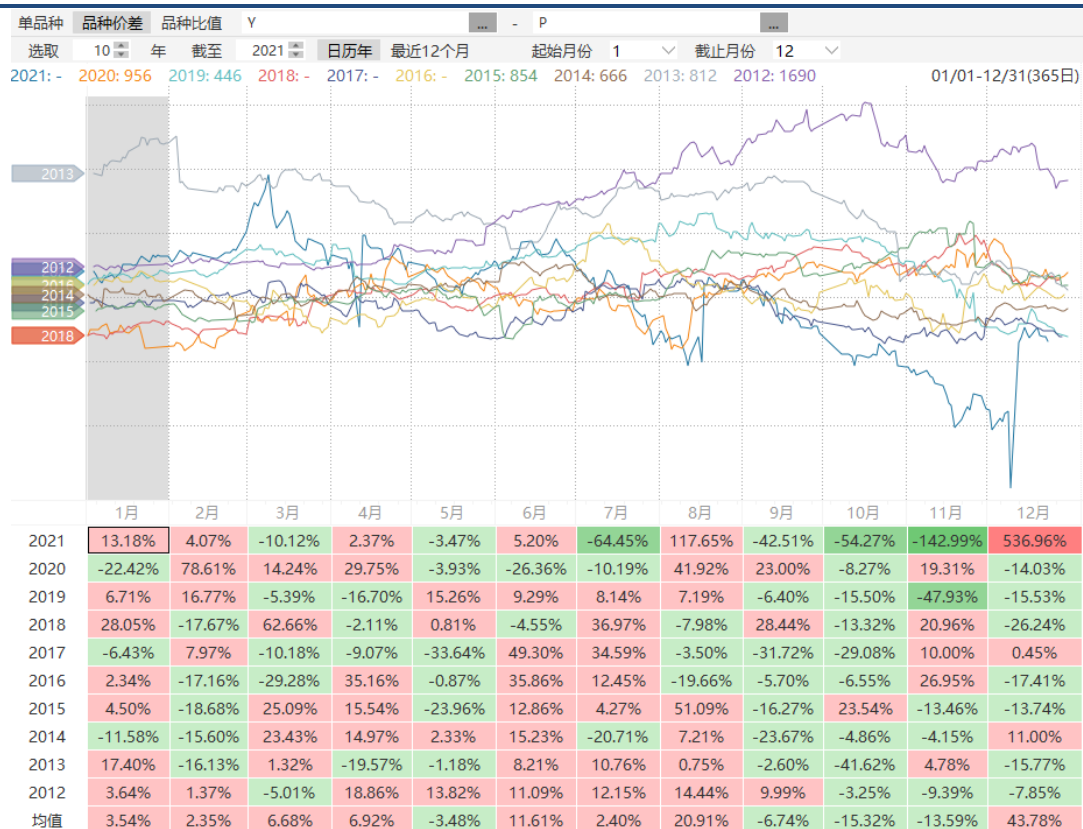


来源：中信建投期货根据公开资料整理

来源：MPOC，中信建投期货

从驱动豆棕价差运行的底层逻辑来看，作为更关注供应的农产品，豆油对棕榈油的替代也是难以引发单边趋势性行情的。因性价比高而催生出的替代需求最终将难免随着价格上涨而重新失去，因此豆棕价差的趋势性变化关键还是在于更具持续性的供应端变化。从历史豆棕价差的变动规律来看，我们也能很容易地发现豆棕价差趋势性走势更多由供应端而不是需求端主导。

图 38：豆棕价差走势具有较强的季节性

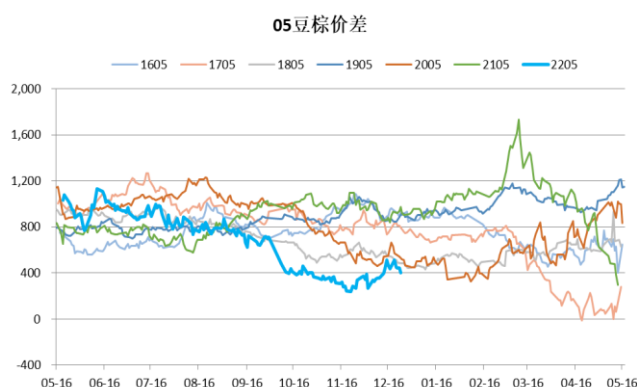


来源：Wind，中信建投期货

按照需求替代的逻辑，6-8月棕榈油需求旺季的豆棕价差本应走低，但实际上却在走高；而在9-12月棕榈油需求逐步下降的季节，豆棕价差本应走高，但实际上却有较大概率走低。这正完美诠释了豆棕价差变化的驱动在供应而不在需求端上。6-8月虽为棕榈油消费旺季，但棕榈油也在此期间步入季节性增产期，产地库存回升对其价格施压，且此时正值美豆天气炒作期，导致这期间豆棕价差倾向于走高。9-10月处于美国新季大豆上市季，豆油价格随新豆上市而承压，而11月-12月为棕榈油季节性减产期，因而这期间豆棕价差倾向于走低。

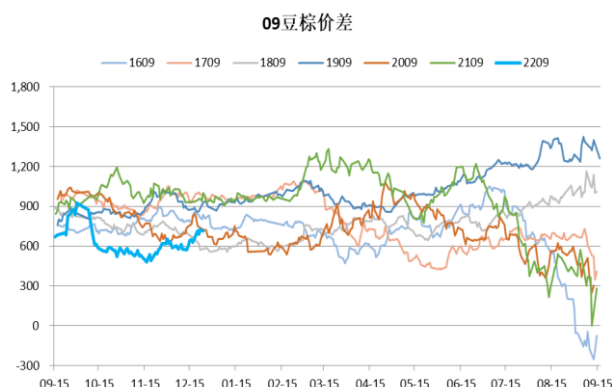
理解了这点，我们也能更好地理解为何近期盘面豆棕价差的向上修复之路出现停滞。12月以来，05豆棕价差在领先现货豆棕价差修复一波后，已经一定程度注入了市场对于明年1季度左右马棕产量的恢复预期。但随着12月马棕阶段性产量预估数据不断恶化，复产预期面临修正需求，这导致近期05豆棕价差从高位回落，并整体陷入震荡盘整的状态。预计未来该价差的走势仍将较大程度取决于产地供应恢复情况，需对马棕的阶段性产量数据作及时的跟踪，并根据预期差对该头寸作出相应的调整，以更好地匹配交易节奏。相比之下，09合约留给棕榈油产量恢复的时间更久，且处于季节性增产期，该合约的豆棕价差修复确定性也会更大一些。

图 39：05 豆棕价差走势



来源：Wind，中信建投期货

图 40：09 豆棕价差走势



来源：Wind，中信建投期货

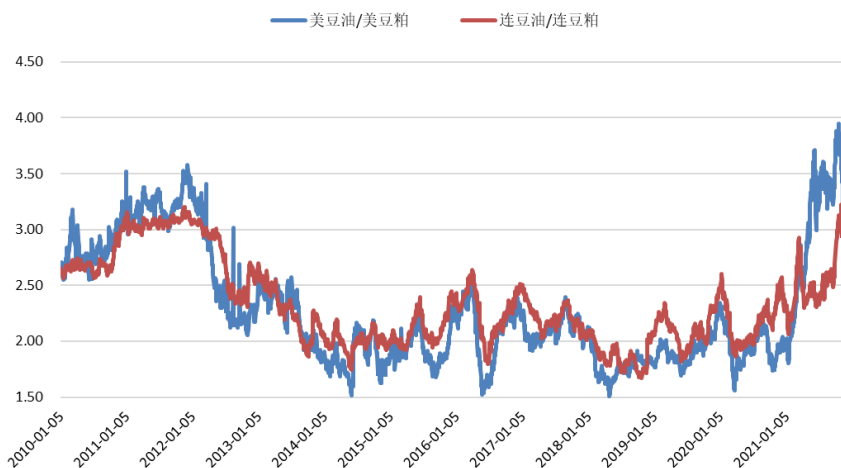
（二）长趋势油粕比将如何变化？

今年的油粕比升至历史高位，其背后受到相关产业变局的支撑。豆油与豆粕比价关系的核心在于大豆压榨的驱动，底层逻辑在于油与粕需求对比。由于油厂在计算压榨利润时会综合油与粕的收益，这使得油厂开机的驱动并不固定为油或粕。当油厂面临油粕二选一局面时，需求较好、价值占比较高的产品会更容易占据压榨主导地位，另外的压榨产品就容易进入被动累库状态引发价格走弱，从而导致油粕比产生较强趋势性。长周期内油粕比驱动取决于油与粕需求增速差异，需要立足于相关行业变化。

2019年以前，连盘油粕比整体呈现偏弱走势，因国内大豆压榨主要受到豆粕需求的驱动。经济水平的发展令居民增加对动物蛋白的消费，豆粕需求增速明显快于油脂，且油脂在东南亚棕榈油的持续增产下库存压力普

遍较大，这令油粕比持续承压。转折点发生在2019年，彼时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，油粕比重心开始出现上移，随后的生物柴油需求增长则进一步加速了油粕比的上行。2019年印尼的B20全面推广，2020年印尼的B30实施，均给油粕比添了一把火，直到2021年上半年美国接棒。

图 41：长周期油粕比走势有较强的趋势性，背后对应的是相关行业格局的变化



来源：Wind，中信建投期货

今年初，拜登政府激进的减碳目标及对生物燃料的政策支持引人遐想，石油巨头及大粮商们纷纷入场布局可再生柴油产能，2021-2024年规划的可再生柴油产能超过40亿加仑，而截至今年初的产能仅不到8亿加仑。在此背景下，市场对美豆油的生物燃料需求前景十分看好，且预期美豆油工业需求将在未来几年超过食用需求，这推动美盘油粕比升至历史性高位。然而，疯狂炒作之后，相关利益集团的游说令拜登政府陷入摇摆，历经大半年的纠结，最终以EPA削减2020-2021年可再生燃料掺混量而收场。在EPA12月公布的最新掺混方案中，虽然提议的生物质柴油掺混义务并未像可再生燃料总量那般出现追溯性下调，但2022年的增幅仍明显低于市场预期，可再生燃料题材炒作的进一步降温令油粕比从高位继续回落。

表8：EPA的可再生能源掺混方案对比

	2018	2019	2020原	2020新	2021	2022
可再生燃料总量	19.29	19.92	20.09	17.13	18.52	20.77
传统可再生燃料	15.00	15.00	15.00	12.50	13.32	15.00
高级生物燃料	4.29	4.92	5.09	4.63	5.20	5.77
生物质柴油	2.10	2.10	2.43	2.43	2.43	2.76
纤维素生物燃料	0.29	0.42	0.59	0.51	0.62	0.77
补充义务	—	—	—	—	—	0.25

来源：EPA，中信建投期货

图 42：美豆油在可再生燃料中的用量增长停滞不前

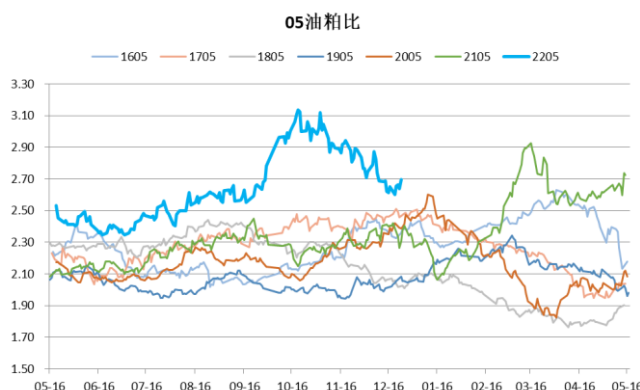


来源：EIA，中信建投期货

不过，在今年长期的植物油偏紧供应、历史高位价格及相关利益集团较大的游说压力下，虽然EPA可再生燃料掺混方案的公布姗姗来迟，但在持续偏低的美豆油生物燃料投料量下，市场对美国可再生柴油题材的降温已经早有预期，这反应在美豆油6月的见顶及随后美盘油粕比的回落。看起来事态似乎在向2012年油粕比开启的持续性大跌发展，但与2012年不同的是，“双碳”背景下美国的减排压力更大，未来数年美国可再生柴油的发展将会更为紧迫。此外，在连续多年高速增产后，印尼油棕树龄或将在未来2-3年步入老化期，难以维持此前高速的产量增长，而在全蛋白粕需求限制油籽压榨增长的背景下，未来的全球植物油产量增量可能难以满足工业需求增量，这预计将令全球植物油进入去库周期，进而对油粕比起到托底作用。

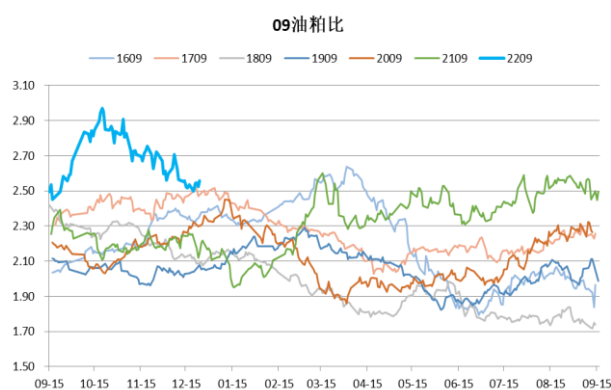
具体到2022年，处于历史高位的油粕比或将随全球植物油产量恢复及库存重建而出现阶段性回落，随后保持历史高位区间运行。近两个月连盘主力油粕比在的时间里由此前超过3.1的高位迅速回落至2.6左右，正不断向2.3-2.5的正常高位区间靠近，留给油粕比继续向下修复的空间可能并不会太多了。

图 43：05 油粕比正在向正常高位区间迈进



来源：Wind，中信建投期货

图 44：09 油粕比已经接近此前历史高位区间



来源：Wind，中信建投期货

（三）菜油强势还能持续多久？

在10月下旬以来的豆油及棕榈油大幅回落的走势中，菜油自顾岿然不动，显示出了较好的抗跌性。在国内库存不断消化的背景下，市场普遍对菜油后市较为看好，认为其将是最可能走出独立行情的品种。但在豆棕油震荡走弱的大背景下，菜油的强势应该也是有限度的，菜油市场的强势还能持续多久？

2021/22加拿大菜籽大幅减产题材虽然早已被交易，但其对市场的影响并没有结束。作为全球菜籽产品头号出口国，加拿大菜籽产量大降将极大限制其菜籽出口及压榨，并进一步作用于2021/22年度中国乃至全球的菜籽及产品供应格局。加拿大统计局对2021/22年度菜籽产量的最新预估为1260万吨，较去年的1948万吨降近700万吨，如此大的降幅很难通过乌克兰、俄罗斯、澳大利亚等国的增产进行弥补，全球菜籽产量预估依然下降300万吨。考虑到加拿大在菜籽及菜油出口市场上的地位，这也意味着全球菜籽及菜油贸易将大幅收紧。

表 9：2021/22 年度加菜籽出口及压榨潜力预期大降

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22F
种植面积（千顷）	9,313	9,232	8,572	8,410	9,097
收获面积（千顷）	9,273	9,120	8,471	8,325	9,002
单产（吨/公顷）	2.31	2.27	2.35	2.34	1.40
产量（万吨）	2,146	2,072	1,991	1,948	1,260
进口量（万吨）	11	15	16	12	15
出口量（万吨）	1,078	920	1,004	1,053	530
压榨量（万吨）	927	930	1,013	1,041	850
其他用量（万吨）	22	57	90	33	22
结转库存（万吨）	264	443	343	177	50

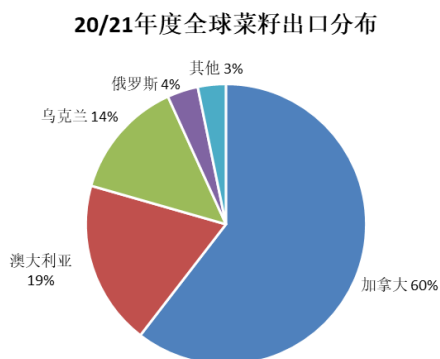
来源：加拿大农业部，中信建投期货

表 10：2021/22 年度全球菜籽供需平衡表将进一步收紧

	2021/22F	20/21	19/20	18/19	17/18
期初库存	6.56	8.60	10.04	9.48	6.31
产量	63.64	66.61	62.89	65.71	67.70
欧盟27国	17.34	16.92	15.56	18.05	19.80
俄罗斯	2.88	2.57	2.06	1.99	1.51
乌克兰	3.06	2.70	3.48	2.88	2.38
加拿大	13.40	19.48	19.91	20.72	21.46
美国	1.18	1.63	1.55	1.64	1.39
中国	6.20	6.00	5.70	5.30	5.20
印度	9.40	8.50	7.40	7.55	7.10
澳大利亚	5.73	4.52	2.30	2.37	3.72
总供应量	70.22	75.20	72.93	75.19	74.01
压榨量（7月-次年6月）	62.91	66.20	61.85	62.64	61.99
其他用量	2.33	2.43	2.49	2.51	2.54
结转库存	4.98	6.58	8.59	10.04	9.48
欧盟27国（6月底）	0.72	0.94	1.01	1.78	1.90
加拿大（7月底）	0.47	1.77	3.44	4.44	2.64
库存消费比	7.6%	9.6%	13.4%	15.4%	14.7%

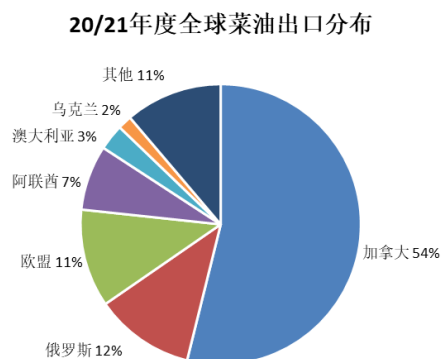
来源：油世界

图 45：加拿大在全球菜籽出口中占比高达 60%



来源：USDA，中信建投期货

图 46：加拿大在全球菜油出口中占据半壁以上江山



来源：USDA，中信建投期货

在加拿大菜籽供应有限的情况下，我们预计受影响较大的将是菜籽出口，因为加拿大会更倾向于把压榨利润留在国内，在维持相对高的菜籽压榨量后，这可能使得21/22年度加拿大菜籽出口量从20/21年度的超过1000万吨直接折半至500万吨左右。考虑到这区区500万吨的菜籽出口还需要供应欧盟、阿联酋、墨西哥、日本等，加拿大留给中国的菜籽可出口量将极为有限。而目前除了加拿大之外，国内仅允许从澳大利亚、俄罗斯、蒙古进口菜籽，但蒙古及俄罗斯菜籽供应十分有限，21/22年度澳大利亚菜籽虽然丰产，但在中澳的紧张关系下国内采购谨慎，预计对澳菜籽的采购需要一定的压榨利润水平来支持，这将极大收紧后期国内菜籽进口。不仅如此，加拿大、欧盟、阿联酋可出口菜油量的减少也可能导致国内菜油进口来源堪忧，将极大影响后期国内进口来源的菜油供应情况。

表 11：21/22 年度可对华出口菜籽国家的出口潜力下降明显

单位：千吨	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022F
菜籽产量	加拿大	18,377	19,599	21,458	20,724	19,912	19,485
	俄罗斯	1,001	997	1,497	1,989	2,040	2,800
	澳大利亚	2,775	4,313	3,893	2,366	2,299	5,500
	合计	22,153	24,909	26,848	25,079	24,251	20,900
菜籽出口	加拿大	10,282	11,022	10,848	9,202	10,043	5,300
	俄罗斯	32	73	323	559	423	715
	澳大利亚	1,985	3,101	2,429	1,532	1,663	4,600
	合计	12,299	14,196	13,600	11,293	12,129	10,615

来源：USDA，中信建投期货

表 12：21/22 年度全球主要菜油出口国出口潜力也受到一定影响

单位：千吨	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022F
菜油产量	欧盟	10,157	9,355	9,252	8,998	8,862	9,324
	加拿大	3,616	4,017	4,143	4,048	4,434	3,500
	俄罗斯	381	347	462	539	616	791
	阿联酋	284	365	375	225	407	490
	澳大利亚	318	330	330	330	350	371
	乌克兰	130	72	58	145	183	163
	合计	14,886	14,486	14,620	14,285	14,852	15,600
菜油出口	加拿大	2,767	3,106	3,170	3,155	3,429	2,850
	俄罗斯	240	241	342	591	671	735
	欧盟	352	387	328	260	343	722
	阿联酋	308	367	328	211	368	479
	澳大利亚	150	162	153	156	176	190
	乌克兰	155	70	60	145	184	103
	合计	3,972	4,333	4,381	4,518	5,171	5,668

来源：USDA，中信建投期货

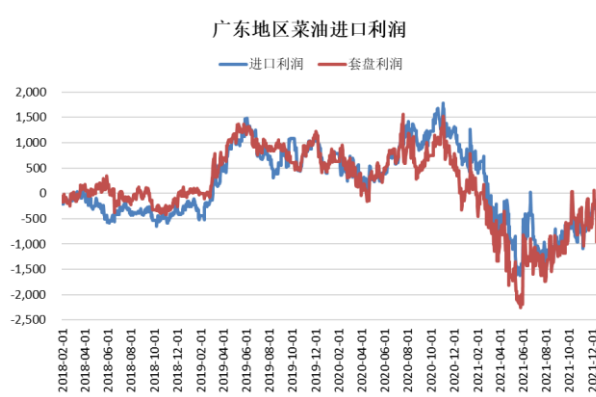
在去年丰厚利润的刺激下，今年上半年市场见证了超高水平的菜油进口量。然而，过去两年菜油与其他植物油的高价差已经深深地伤害到国内菜油需求，随着菜油入储完成及疫情后家庭小包装消费下滑，今年的菜油需求出现断崖式下跌，这导致今年上半年国内菜油库存迅速回升，并最终导致利润大幅恶化及持续倒挂。

图 47：国内进口菜籽压榨利润持续倒挂中



来源：Wind，中信建投期货

图 48：国内菜油进口利润持续倒挂中



来源：Wind，中信建投期货

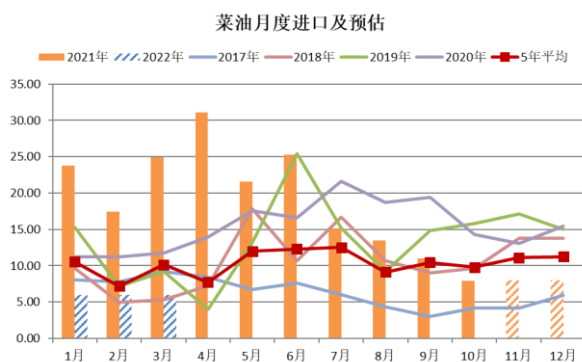
持续的利润倒挂令进口商采购意愿明显不足，今年下半年以后的菜籽及菜油到港显著缩水。根据我们的了解，2022年2月前国内菜籽月均到港2-3船，2月后基本无到船。当前沿海菜籽库存25万吨左右，按照国内每月压榨20万吨菜籽测算，可供压榨至明年2-3月左右。国内规模企业进口菜油年需求300万吨左右，对应每月菜油需求在20-25万吨。据了解，明年3月前国内菜油月均到港5-8万吨，此后基本无到船。菜油每月新增到港无法满足需求，将令港口菜油库存继续回落。

图 49：若无新增买船，后期国内菜籽进口将极为有限



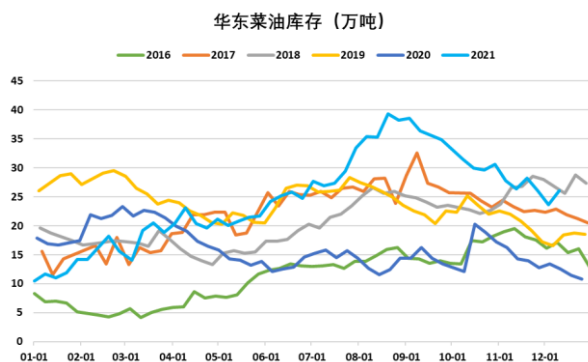
来源：海关总署，中信建投期货

图 50：若无新增买船，后期国内菜油进口将极为有限



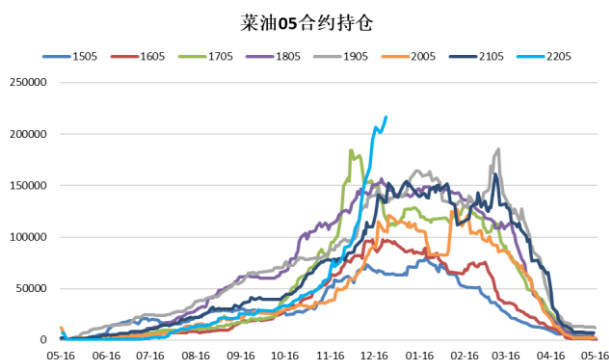
来源：海关总署，中信建投期货

图 51：到港大降，华东菜油库存持续走低中



来源：我的农产品网，中信建投期货

图 52：菜油 05 合约持仓快速升至历史性高位



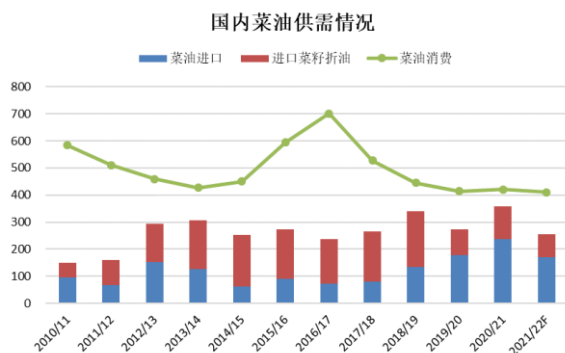
来源：Wind，中信建投期货

当前华东及华南菜油显现库存30万吨出头，后续菜籽压榨产油30万吨左右，此外还有内地库存及储备轮换，总供应可能在百万吨以上，可供应未来4-5个月的需求。但从时间节点来看，若后期无进一步采购，预计明年4-6月国内菜油供应将面临捉襟见肘的局面，这预计将对菜油05合约的强势。在加拿大菜籽大幅减产的背景下，我们很难指望加拿大会主动降价给出中国进口利润，因而国内价格上涨可能才是修复进口利润的重要路径，这将显著支撑菜油05合约价格。资金闻风而动，菜油05合约持仓升至历史性高位，可能仍在酝酿一波单边行情，菜油05合约仍将是资金配置多头的优选，相关价差或继续走向极端。

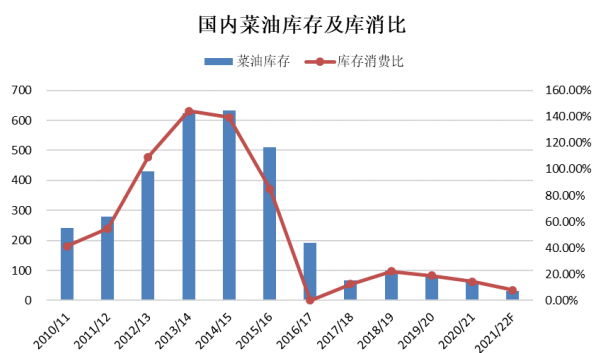
表 13：菜油供需平衡表预估（包含国产菜籽压榨的菜油）

菜油	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22F
期初库存	260	230	280	430	616	627	510	193	80	99	78	60
产量	470	491	456	496	404	388	313	320	331	215	245	212
进口量	96	67	153	126	63	89	72	81	133	178	238	170
总供给	826	789	889	1052	1083	1104	894	593	544	493	561	442
总消费	584	510	459	427	450	594	701	527	445	415	420	410
期末库存	242	279	430	625	633	510	193	66	99	78	60	32
库存消费比	41.43%	54.67%	109.34%	144.26%	139.33%	85.00%	27.57%	12.56%	22.25%	18.81%	14.29%	7.80%

来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

图 53：2021/22 年度国内菜油将存在供应缺口


来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

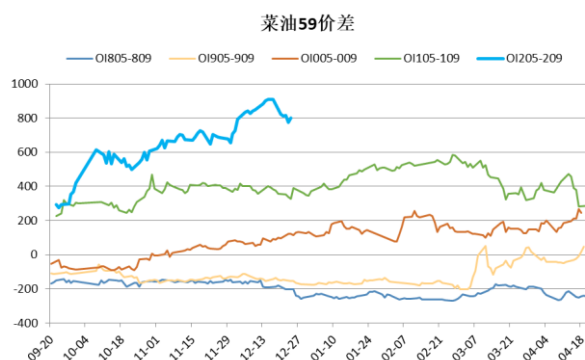
图 54：2021/22 年度国内菜油库存及库消比将进一步走低


来源：我的农产品网，中信建投期货

图 55：明年 6 月后 22/23 年度的新菜籽将迎来上市

国家	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
全球菜籽播种时间分布												
加拿大					种植期				收获期			
欧盟						收获期		种植期				
中国					收获期					种植期		
印度				种植期						收获期		
澳大利亚				收获期						种植期		
乌克兰/俄罗斯					种植期		收获期	种植期				

来源：USDA，中信建投期货

图 56：休整一番后，菜油 59 价差可能进一步走向极端


来源：Wind，中信建投期货

但菜油价格的强势也不是没有限度，逃不过的蛛网模型，利润是最好的驱动。就如去年下半年国内丰厚的菜油进口利润孕育着今年上半年菜油的弱势，21/22 年度丰厚的菜籽种植利润也孕育着 22/23 年度全球（主要是加拿大）菜籽的大规模复产及菜油价格下行。随着明年 5-6 月后全球多个国家与地区新季菜籽上市的开启，预

计菜油2209合约将很难保持当前强势。此外，从价差角度来看，虽然目前菜油59价差超过800元/吨，但菜油05及09合约极端分化的供需面可能令该价差进一步走向极端。

四、高波动率市场下的现货贸易思路

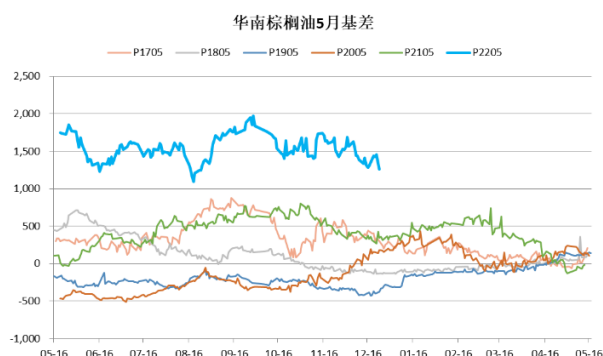
今年大宗商品价格大幅上涨让产业普遍感受到通胀压力，但对于处于产业链不同层级的企业来说，感受是不尽相同的。从产业链上游、中游再到下游，压力在逐级递增。今年最难的应该是包装油企业，小包装限价、保供政策压力及市场份额维护，让他们即使亏损也得含泪生产；上游压榨企业能相对好些，虽然今年3-9月国内大豆压榨经历了较长时间的亏损，但下半年的利润修复也是迅速的；中游的贸易商分化较大，有赌单边赚得盘满钵满的，有碍于价格高位不敢买货而市场份额缩水的，但更多的是在油脂如此的高波动中被反复打脸的。

展望2022年，全球大豆丰产预计将带来更多供应，压榨量的回升需要较好榨利作为保障。在此前巴西给出较好2-5月大豆榨利的情况下，国内油厂采购远月大豆积极，预计明年产业链上游的日子并不会太难过。而随着植物油价格重心下移，包装油及终端企业的成本也在走低，这将有助于其经营利润的改善。2022年产业链处境比较艰难的可能是在上游与终端间夹缝中生存的贸易商，面对油脂市场的空头预期及盘面深跌水，期货价格大概率将处于高波动率状态，现货贸易该如何做？此外，高基差及高月差背景下换月成本很高，市场对油脂价格的看空预期可能令当前油脂高基差难以维持，如何对手里的基差头寸进行保护？该如何减少经营风险？

（一）弱预期叠加盘面深贴水，套保如何下手？

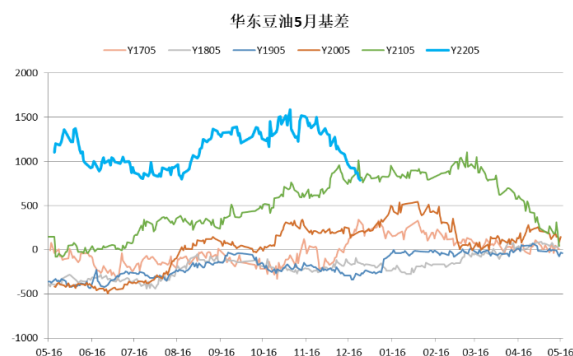
在2022年全球植物油供应恢复的大背景下，后市植物油价格重心下移普遍成为市场共识，但高15价差（尤其是棕榈油）遗留下来一个问题——对01合约的基差换月至05后依然保持在历史高位区间，这导致盘面延续深度贴水状态。但在盘面深度贴水时沽空单边安全边际不高，一旦出现植物油供应恢复不及预期的情况，在盘面深贴水下很容易出现报复性拉涨，这势必将加剧油脂单边波动的剧烈程度。

图 57：换月后棕榈油 5 月基差仍将处于历史极高水平



来源：Wind，中信建投期货

图 58：换月后豆油基差虽有回落但仍处于历史高位区间



来源：Wind，中信建投期货

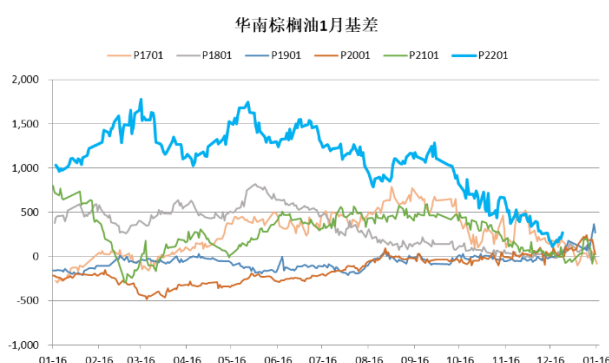
对于油脂贸易商来说，他们其实并不担忧趋势性行情，趋势性上涨或下跌均有应对方法，或逢低囤货待涨，或高位超卖放空。相比之下，贸易商最担心的是价格高波动，在这种市场环境中，节奏把握稍有不慎很容易被洗。相对于贸易几十块每吨的微薄利润，动辄三五百点甚至千八百点的盘面波动实在是难以承受，如何控制风险实现稳健经营是个难题。

对于这个问题，其实最好的解决方法是严格控制期现货净头寸敞口。按照日常销售量的一定比例进行备货，比例根据市场成交热度进行实时动态调整，现货净多头寸严格做好套期保值。这样既能维护好客户，又不至于把自己的净头寸过多暴露在风险之中。虽然人们总说亡羊补牢也为时不晚，但出现问题后再去想办法进行补救势必需要付出一定代价，所以最好的方法就是做好事前及事中风控。

然而，严控期现货净头寸虽然能控制住一部分价格风险，但可未必能够赚钱。我们很难总是做到在价格低位点价，并在价格高位顺利销售或完成空头套保，严格套期保值未必能套出贸易利润，持续的小幅亏损并不是贸易商们想要的稳健经营。此外，套期保值无法规避基差风险，一旦基差震荡下行，卖出套期保值以规避价格下跌风险的效果将会大打折扣，所以需要特别关注基差走势。

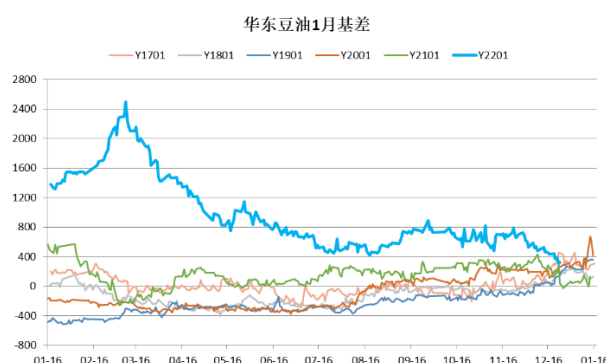
当前豆油及棕榈油基差处于历史高位，统计上有向下回归倾向，且从基本面来看全球植物油供应恢复有利于国内植物油库存重建，高基差也不可持续。而从过往豆棕油期货市场的运行经验来看，再高的基差也将在逼近交割月的过程中不断收敛，不论是通过期货向现货靠拢还是现货向期货回归的方式。

图 59：棕榈油对 01 高基差随交割月临近不断收敛



来源：Wind，中信建投期货

图 60：豆油对 01 高基差随交割月临近不断收敛



来源：Wind，中信建投期货

看起来空基差的确定性比较高，但有时候空基差并不是一件太容易操作的事情，尤其是在价格持续下跌的过程中。空基差要求持有现货空头及期货多头，但在价格下跌的过程，下游谨慎的采购心态会影响现货销售，现货的流动性将大幅降低。此外，期货多单在价格下跌的过程中可能面临大幅亏损导致的追保压力，这对于贸易商的资金实力也是一个挑战。但如果能够克服以上困难，空基差带来的收益应该是不错的。

综合来看，在当前油脂的空头预期及盘面深贴水局面下，贸易商在现货经营的过程中有必要严控期现净头

寸，一方面控制现货采购头寸，另一方面适时在盘面上做好套保，以应对未来油脂市场单边的高波动率。此外，如果条件允许，可以考虑做空基差代替单边投机。月间价差大幅波动下，基差头寸转月是另一个挑战，我们的建议是尽量减少待转月的头寸，以盘面对月间价差替代的方式参与投机，以此规避转月的实务操作难度。

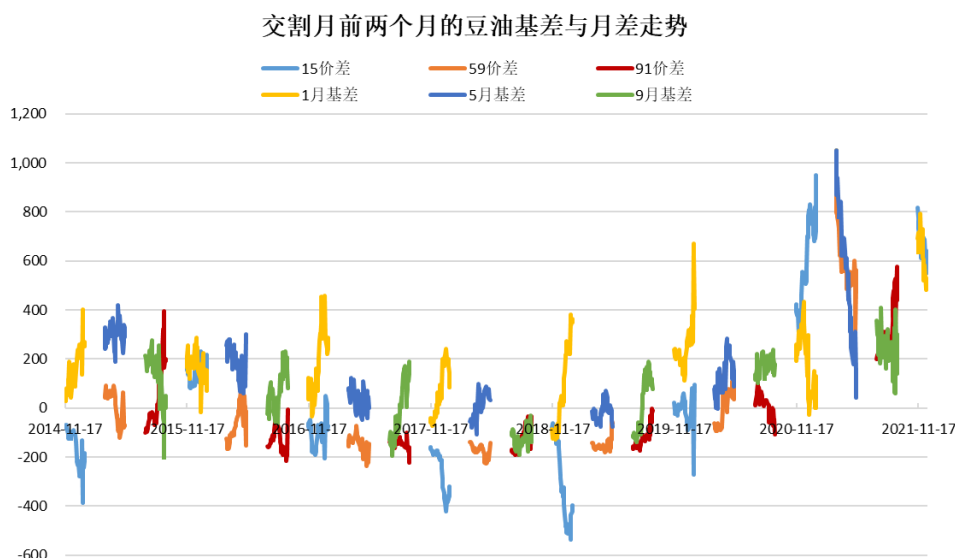
应对波动是我们理解的油脂贸易行业的重大难题，2021年植物油板块吸引了大量资金流入，被放大的波动让产业非常不适应，现货拿一拿可能就回本了，但期货面临的低参与成本和高流动性反而放大了贸易行业交易择时欠佳的弱势。

（二）预期基差走弱，如何对基差进行保护？

在过去服务产业的过程中，我们发现产业最沉重的时刻是应对基差和单边价格的双杀，单边价格大幅下挫尚有期货卖出套保可以保全，但基差的敞口套保一直是个很尖锐的问题，这个问题在近两年的油脂油料现货市场尤为突出。在单边价格回落的过程中，市场自然买兴阑珊，补库存意愿的降低也顺势加速了基差的下跌。贸易商作为通常的基差多头，承担的是上游压榨厂转移出来的风险，且风险暴露期可能长达3-10个月。

通过上文分析，似乎未来油脂基差走弱将成为大概率事件。那么，如果贸易商不巧持有较多远月基差头寸，该怎么办？可以采取什么手段对基差进行保护？部分朋友可能会考虑通过月间价差反套来保护基差，认为月间价差走势与基差基本一致，月间价差反套获取的盈利将有助于弥补基差亏损，但这可能陷入一个误区。

图 61：交割月前两个月的豆油基差与月差走势存在诸多不一致的地方



来源：Wind，中信建投期货

当距离交割月较远时，现货基差交易的是当前供需，因而与交易未来供需的期货月间价差走势并没有趋同的基础。而即便是临近交割月，基差与月间价差走势也存在较多不一致的地方，我们在统计2015年以来临近交

割月的豆油基差与月差走势后发现这个问题。二者走势的分化在近月基差不收敛的情况下表现尤其明显，这意味着，使用月差反套对冲基差下跌风险可能陷入期货及现货的双重亏损。

这其实也好理解，只有在近月基差收敛时，现货价格才能不断贴近期货近月合约价格，此时期现基差与近远月价差走势才能呈现较好的一致性。若因产业与资金在近月上的逻辑存在较大分歧，资金迟迟不肯向远月移仓将使近月合约继续走资金逻辑，而现货价格走产业逻辑，基差与月差走势将出现较明显的分化。

由于豆油基差和月差走势劈叉的情形经常出现，用后者去保护前者的方法行不通，而这对盘面投机度更高的棕榈油以及产业力量偏弱容易受资金扰动的菜油来说就更行不通了，这可能也是油脂期货品种上市十余年但市场仍未出现太有效的针对基差套保方法的重要原因。虽然可以通过反弹卖一口价的方式对基差亏损进行一定弥补，但这对贸易商能否踩准节奏是个考验，本质上依然带有投机色彩。既然无法通过盘面操作来对基差进行保护，那么在形势不利时及时止损持有的基差头寸就比较重要。人在面对亏损时的下意识可能是掩盖，也常常不敢直面自己内心，但将头埋在沙子里的鸵鸟心态可能导致亏损进一步加剧，直到最终无法挽回被踢出棋局。

基差是油脂油料行业最有智慧的发明，巧妙地帮助寡头压榨厂在保证榨利后转移了风险，站在食物链的顶端，这类风险转嫁的难度天然低于下游基差买方面临的基差风险的处理难度。与其在风控端内卷，我们理解不如退而分析如何增加基差预判的胜率，正如在期货交易的风控里，最大的风险就是看错了，最好的风控就是不要看错，风控本质是认知和纠错的问题。在基差预判上，我们仍旧推荐月度平衡表的分析思路，其中远期大豆到港量预期、压榨厂买船进度和渠道库存多寡是最核心的信息，为获得这类重要信息，做大贸易规模，建立有门槛的物流渠道是重要的破局思路。

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: 中国(上海)自由贸易试验区浦电路490号, 世纪大道1589号8楼10-11单元

电话: 021-68765927

济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话: 0531-85180636

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室

电话: 0731-82681681

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号房间

电话: 0411-84806336

河南分公司

地址: 郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话: 0371-65612397

河北分公司

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

电话: 0316-2326908

深圳分公司

地址: 深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话: 0755-33378759

杭州分公司

地址: 浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话: 0571-87380613

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F座1809室

电话: 0574-89071681

西安分公司

地址: 西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话: 029-89384301

重庆渝北分公司

地址: 重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话: 023-67380500

上海浦东分公司

地址: 中国(上海)自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话: 021-68597013

四川分公司

地址: 成都市武侯区科华北路62号(力宝大厦)1栋2单元18层2、3号

电话: 028-62818701

重庆分公司

地址: 重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话: 023-86769600

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

南昌营业部

地址: 江西省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: 0791-82082702

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话: 020-28325286

漳州营业部

地址: 福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话: 0596-6161588

合肥营业部

地址: 安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话: 0551-2889767

上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话: 021-64040178

武汉营业部

地址: 武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼13层1301-06、07号

电话: 027-59909521

南京营业部

地址: 南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话: 025-86951881

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9层912

电话: 010-82129971

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