

油脂见顶了吗？

报告要点

产量季节性回升，产业拐点已现。内外倒挂进口负利，高价抑制需求。能源属性和金融属性仍偏多。

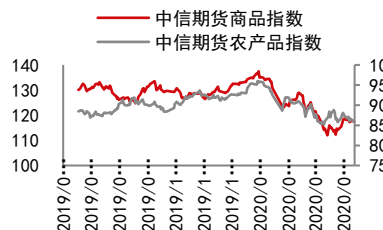
摘要：

过去两年油脂价格牛市是减产、地缘政治、投机（投资）需求等多重因素接力的结果，体现了产业、能源、金融三方面属性的共振。当前随着产量季节性回升，产业低库存有望得到改善；但地缘局势紧张导致能源价格居高不下，通胀预期下资产配置需求仍在。三属性不共振，尤其后两者仍对价格有较强利多。我们认为产业拐点正在兑现和加强，但主产国政策仍在扰动市场。能源、金融属性的拐点到来还需等待和观察。关注地缘局势、美联储加息节奏。

风险：棕油累库不及预期；原油继续冲高；美联储加息步伐放缓。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号



农产品组研究团队

王聪颖
010-58135955
wcy@citicsf.com
从业资格号 F0254714
投资咨询号 Z0002180

李兴彪
从业资格号 F3048193
投资咨询号 Z0013482

目 录

摘要:	1
一、牛市的尾巴?	3
二、产量季节性回升, 产业拐点已现	3
三、内外倒挂进口负利, 高价抑制需求	6
四、能源属性和金融属性仍偏多	8
五、总结与风险提示	9
免责声明	10

图表目录

图表 1: 马棕油季节性增产, 4 月库存稳步回升, 5 月继续回升难度较大	4
图表 2: 印尼棕油季节性增产不明显, 出口受限, 库存快速攀升, 库消比大增	5
图表 3: 美豆种植进度和出芽率都偏慢	6
图表 4: 美豆供需平衡表	6
图表 5: 中印油脂进口利润多数时候亏损	7
图表 6: 中国油脂进口量同比大幅减少	7
图表 7: 生柴生产不经济, 靠补贴难以为继	8
图表 8: 美联储收紧流动性导致长短期国债利差收窄, 中美国债利差回升	9

一、牛市的尾巴？

油脂自 2020 年以来价格翻倍，累计涨幅可观。油脂绝对价格也逼近历史极值，那么油脂价格见顶了吗？价格在相对平稳的市场环境下，通常供需决定。而在流动性明显变化和局势动荡时，油脂除了产业属性，往往还夹杂着金融属性和能源属性。

显然，从产业端看，拐点已现。尽管库存依然在低位，但产量已经步入季节性恢复周期。假以时日，库存有从低位回升的可能性。这也是资金继续做多的忌惮。

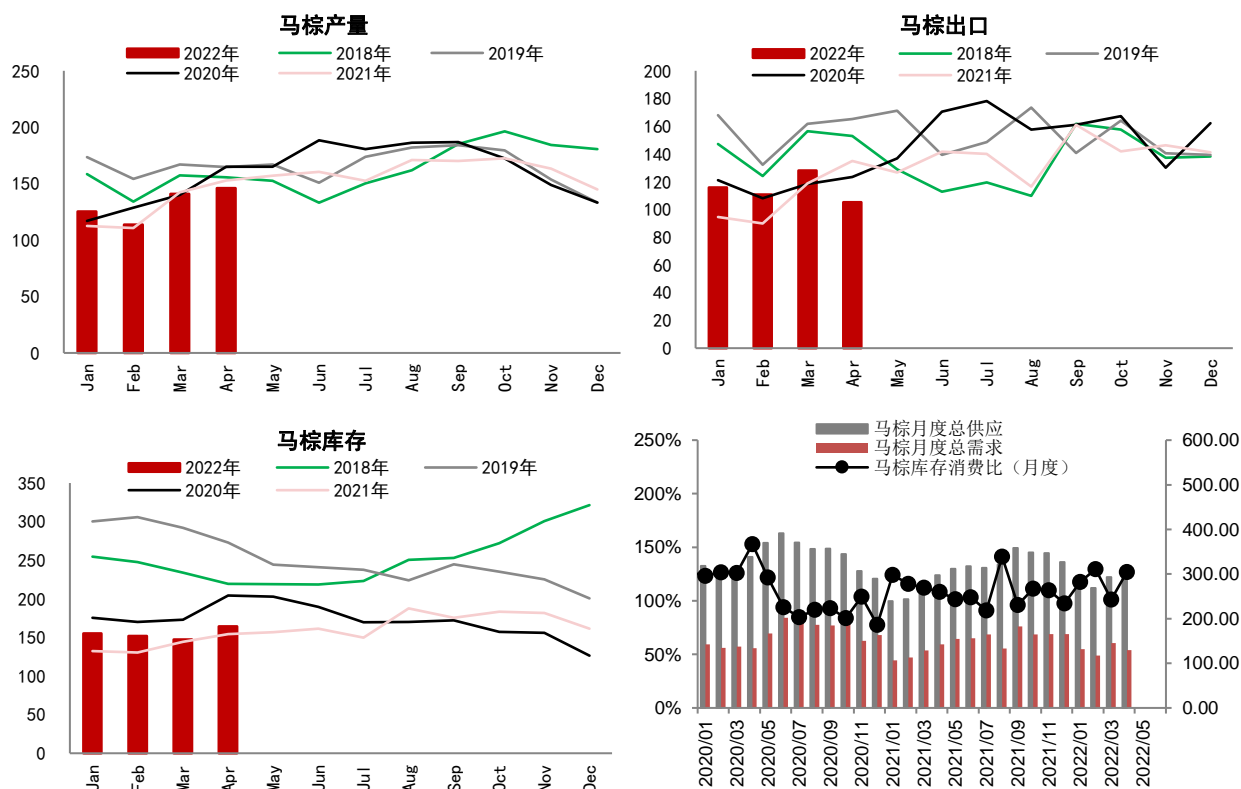
而从金融属性和能源属性来看，对油脂价格存在一定支撑或利多。金融属性方面，尽管美联储在收紧流动性，但流动性绝对水平仍相对偏高，价格从工业品传导到下游消费品，资金做多通胀的需求还在持续。能源属性方面，短期俄乌冲突，原油仍引领油脂保持强势。金融属性和能源属性的消退仍需时日。同时，需要注意的是，全球碳中和背景下，生柴新能源用量的提升将抬高油脂的价格中枢。

二、产量季节性回升，产业拐点已现

马来西亚棕榈油进入季节性增产，随着产量回升，4 月库存累积，产业拐点已现。MPOB 数据显示，马棕油 4 月产量 146.2 万吨(环比+3.6%，同比-4.3%)，出口 105.46 万吨(环比-17.73%，同比-21.93%)，消费 8.24 万吨，月末库存 164.2 万吨(环比+11.48%，同比+6.22%)。马棕油 1-4 月累计产量 526.43 万吨(同比+1.5%)；累计出口 460.47 万吨(同比+4.92%)。

不过印尼 4 月底开始暂停油脂出口，马来棕油出口预计 5 月增幅明显，而产量环比下降，预计马棕油 5 月底库存继续增长难度很大，预计棕油价格保持坚挺。马来西亚 AmSpec 出口数据：2022 年 5 月 1-15 日累计出口 563,633 吨，上月同期 436,548 吨，增加 127,085 吨，增幅 29.11%。马来西亚 ITS 出口数据：2022 年 5 月 1-15 日累计出口 569,233 吨，上月同期出口 472,181 吨，增加 97,052 吨，增幅 20.55%。SPPOMA：22 年 5 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比下降 45.87%。

图表1: 马棕油季节性增产, 4 月库存稳步回升, 5 月继续回升难度较大



资料来源: Wind 中信期货研究部

印尼继续主导了棕油市场供需变化节奏。自 2022 年 1 月底以来, 印尼多次调整出口政策, 主动收紧棕油出口, 直至 4 月底完全暂停棕油出口。

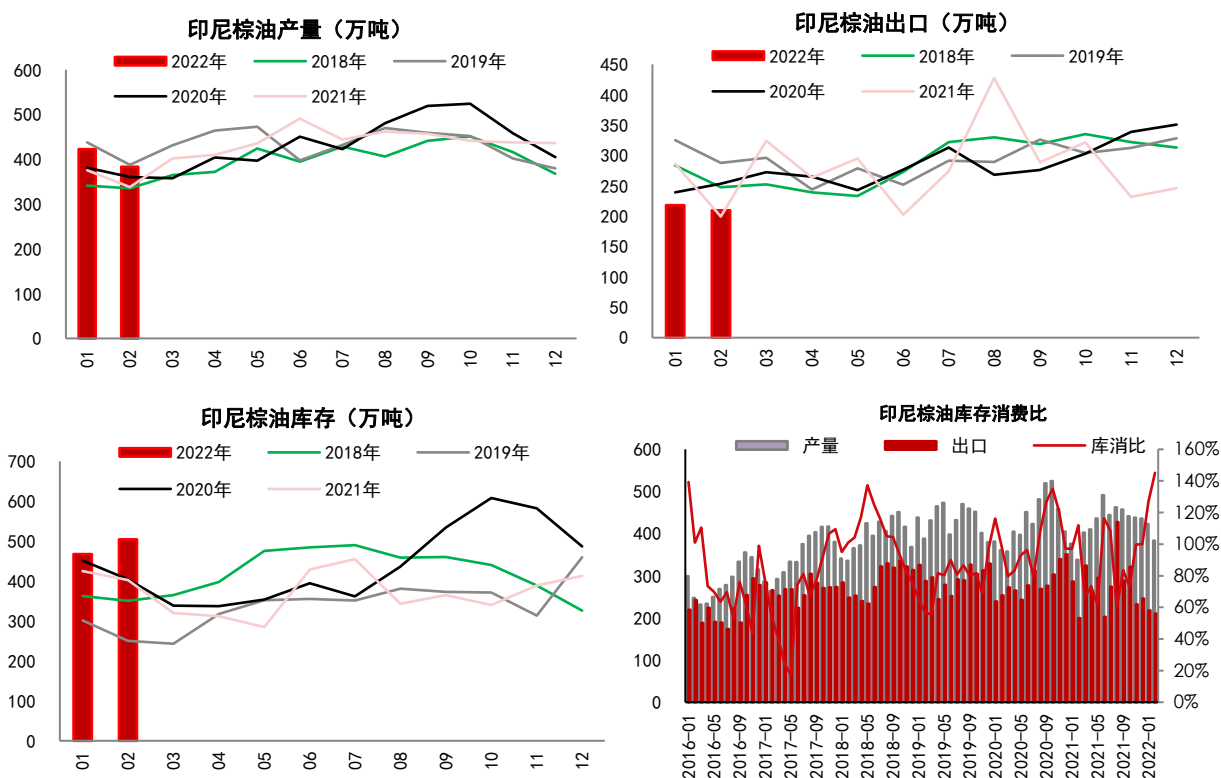
1 月 27 日以来, 为缓解国内高企的通胀, 印尼出台多种政策收紧棕油出口。最初印尼出台国内市场义务 (DMO) 政策, 要求棕榈油出口商必须将计划出口量的 20% 在国内销售; 3 月 9 日将这一比例提高到 30%。3 月 17 日印尼取消了 DMO 政策, 改为提高出口费 (DPO)。印尼 2022 年 5 月毛棕榈油出口税与上月持平, 维持在每吨 200 美元, 出口专项税 levy 为每吨 375 美元。参考价为每吨 1657.39 美元, 上月为每吨 1787.5 美元。4 月 28 日起禁止食用油及其原材料的出口, 具体日期待定。印尼政府继续监督和评估这项政策, 直到印尼拥有“充足且负担得起”的食用油供应。根据印尼贸易部监测, 5 月 9 日印尼散装食用油价格高达 17700 卢比/升, 距离政府 14000 卢比/升的调控目标依然相去甚远。

5.19 日路透消息, 印尼总统 Jokowi: 印尼政府从 5 月 23 日 (下周一) 起解除棕榈油出口禁令。实际上, 自其全面禁止棕油出口, 市场就普遍预计该政策不可持续, 5 月底印尼将重启棕油出口。一方面, 印尼国内散装食用油价格逐

步回落，但仍高于政策调控目标；另一方面，国内库存处于 2018 年以来同期最高水平，据悉油厂胀库，纷纷停止采购棕油果，已引起棕榈种植园的不满。印尼棕榈油协会（GAPKI）发布的数据显示，2022 年 2 月印尼棕油产量 383.4 万吨，环比-9.36%，同比 13.43%；出口量 209.8 万吨，环比-3.76%，同比 5.22%；消费 137.7 万吨，环比-8.81%，同比-14.15%；库存 504.2 万吨，环比 7.74%，同比 25.27%。

值得注意的是，印尼出口禁令并不是单纯解除，据路透 5.20 日消息，印度尼西亚政府为确保棕榈油农户利益，保障国内食用油有效供应，制定每年 1000 万吨的 DMO 政策，与此同时，并将继续监控食用油供应情况。因此，印尼棕油出口仍限，后续关注政策动向。

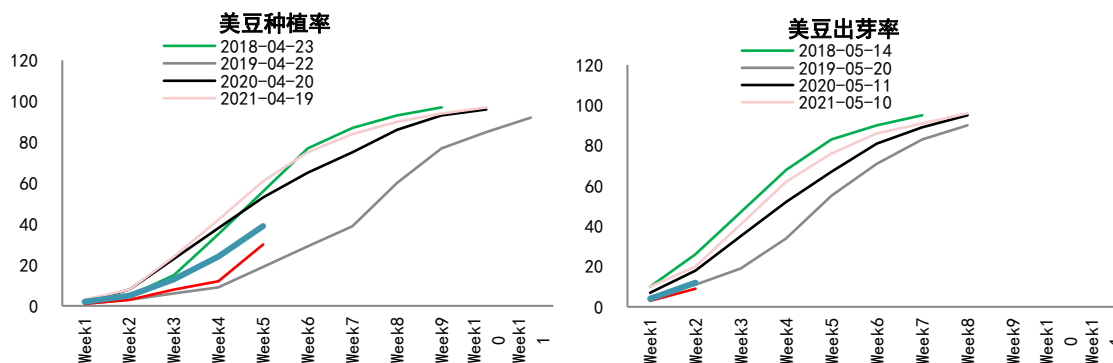
图表2：印尼棕油季节性增产不明显，出口受限，库存快速攀升，库消比大增



资料来源：Wind 中信期货研究部

美豆 22/23 年度供需平衡表或改善。尽管当前炒作春播，生长期或炒作天气，但鉴于面积增幅明显，美豆 22/23 年度产量增产概率较大。供需改善预期下，美豆顶部探明，待天气炒作结束，价格或震荡走弱。

图表3: 美豆种植进度和出芽率都偏慢



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表4: 美豆供需平衡表

美豆	美豆供需平衡表				
	2020/21	2021/22预	2021/22 预测	2022/23 预	同比%
		测 (4月)	(5月)	测 (5月)	
种植面积	83.4	83.4	87.2	91	4.4%
收割面积	82.6	82.6	86.3	90.1	4%
单产	51	51	51.4	51.5	0%
期初库存	525	525	257	235	-9%
产量	4216	4216	4435	4640	5%
进口	20	20	15	15	0%
总供应	4761	4761	4707	4890	4%
压榨	2141	2141	2215	2255	2%
出口	2261	2261	2140	2200	3%
留种	101	101	106	102	-4%
损耗	1	1	12	23	92%
总需求	4504	4504	4472	4580	2%
期末库存	257	257	235	310	32%
农场均价 (美元/蒲)	10.8		13.25	14.4	9%
库消比	5.7%	5.7%	5.3%	6.77%	1.51%

资料来源: Wind 中信期货研究部

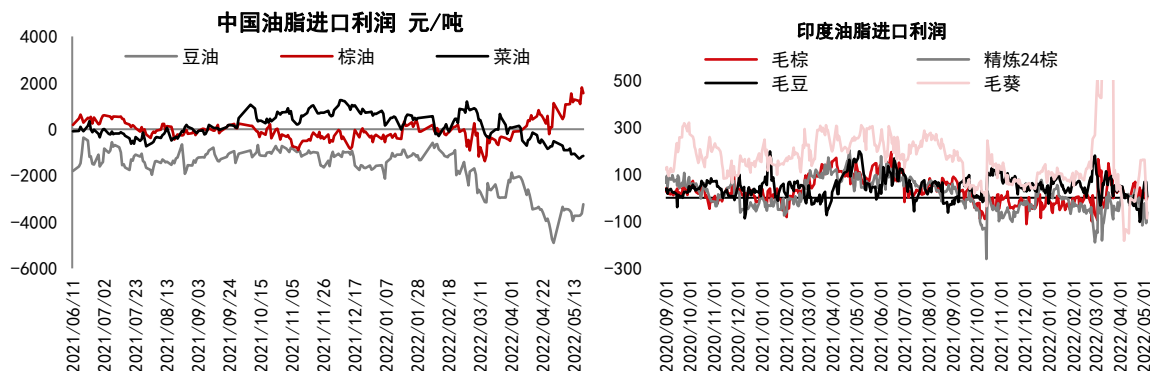
三、内外倒挂进口负利，高价抑制需求

中印作为全球油脂进口大国，其进口量影响全球油脂需求。大多数时候，中印内外倒挂进口负利，导致进口量同比大幅下降。这表明高价对食用需求抑制作用明显。

以中国为例，目前豆油菜油进口负利，棕油进口利润回升，预计5、6月棕油进口量增幅明显。但1—4月油脂累积进口量同比大幅下降。2022年05月19日油脂进口利润仍偏低，豆油-3642.33元/吨，棕油1800.80元/吨，菜油-

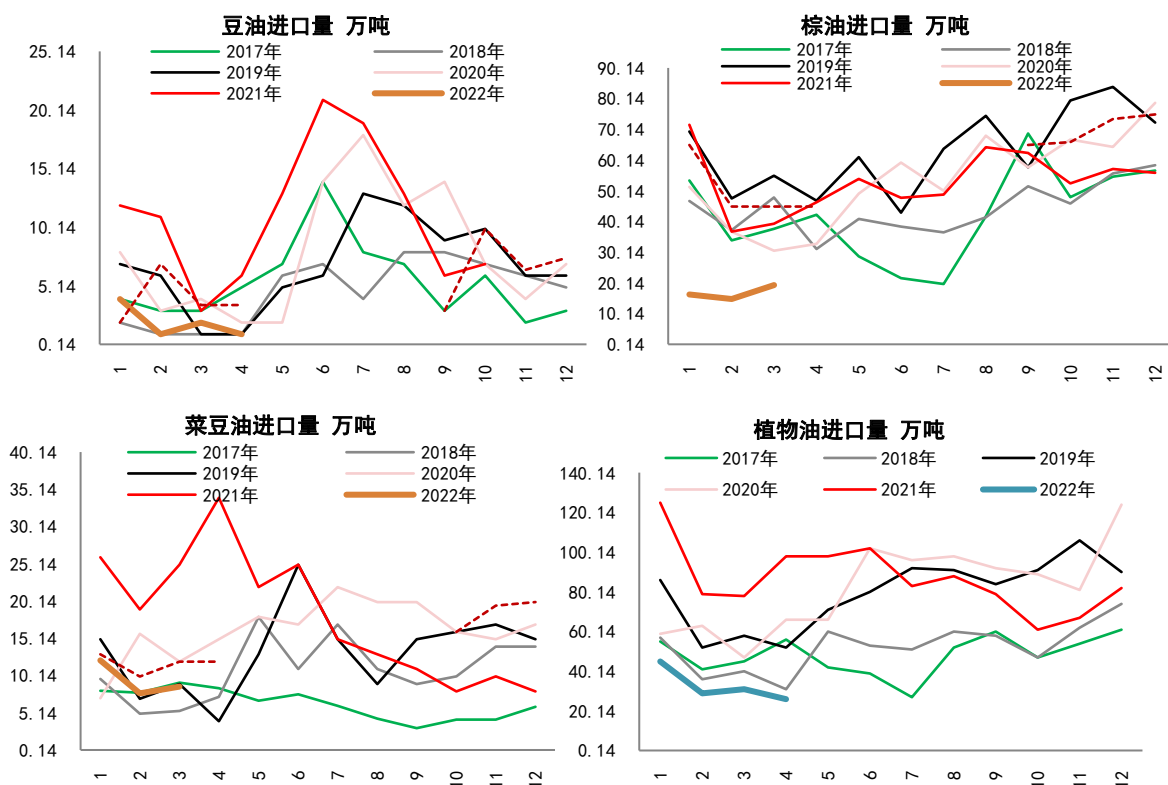
1152.60 元/吨。2021 年 1-4 月进口豆油累计 8 万吨，同比-75%；进口菜油累计 36 万吨，同比-65%，进口棕油累计 66 万吨，同比-55%，进口油脂累计 131 万吨，同比-66%。

图表5：中印油脂进口利润多数时候亏损



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：中国油脂进口量同比大幅减少

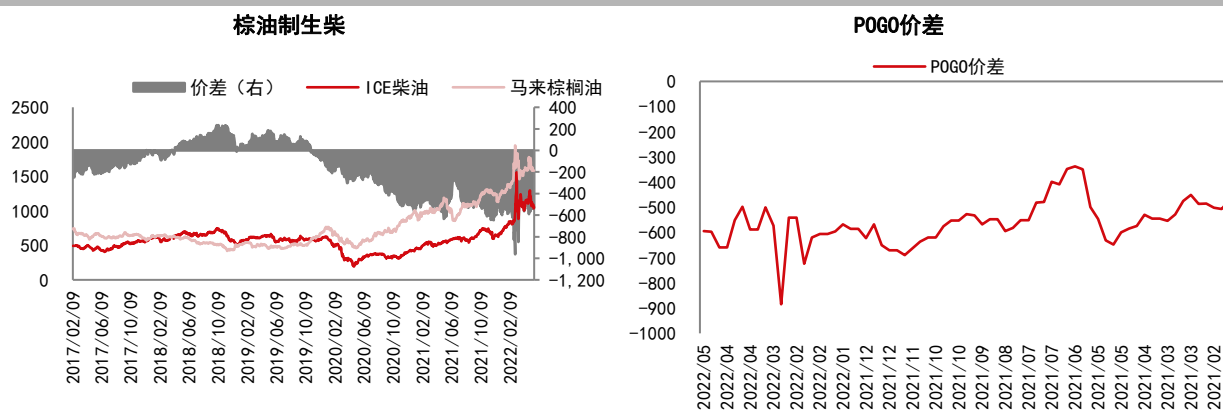


资料来源：Wind 中信期货研究部

四、能源属性和金融属性仍偏多

油脂是重要的生柴原料，生柴产量则与原油价格关系密切。通常原油价格高企时，生柴生产具有经济性，其产量也相应增长。不过我们也注意到，本轮油脂牛市更多是自身供需基本面偏紧，尤其是供应受限所致。尽管原油价格过百，但油脂本身价格靠近历史极值，生柴生产并不经济。好在各国通常有生柴补贴计划，通过政策性支持完成生柴的强制掺混义务。然而这种模式也面临挑战。印尼等国家生柴计划推行来自政府补贴支持，而政府补贴资金来源于棕油出口征税。当前高价抑制需求，印尼棕油出口受限，油棕产业基金面临枯竭，B40难以推进。因此，当前油脂价格依然受到能源价格波动影响，但油脂价格受产量影响更大。后续关注俄乌局势若缓解，能源属性或消退，彼时油脂将重回产业主导。

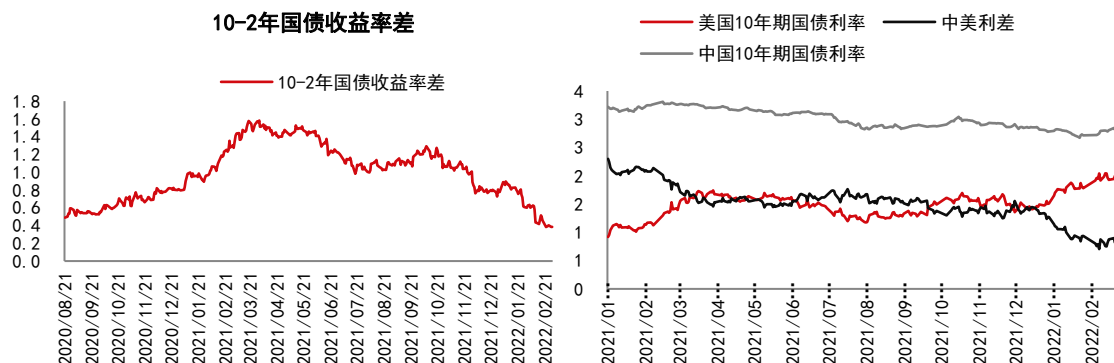
图表7：生柴生产不经济，靠补贴难以为继



资料来源：Wind 中信期货研究部

金融属性方面，疫情以来全球放水，推升大宗商品价格。农产品位于大宗产业链相对尾部，当 PPI 向 CPI 传导，农产品成为通胀预期下资金配置首选。不过随着美联储开启缩表和加息，处于历史高位的流动性正逐步回落，而受制于疫情的供应约束逐步解除，但疫情防控常态化导致需求永久性收缩。农产品价格或正逐步筑顶，金融属性或逐步消退。

图表8: 美联储收紧流动性导致长短期国债利差收窄, 中美国债利差回升



资料来源: Wind 中信期货研究部

五、总结与风险提示

过去两年油脂价格牛市是减产、地缘政治、投机（投资）需求等多重因素接力的结果，体现了产业、能源、金融三方面属性的共振。当前随着产量季节性回升，产业低库存有望得到改善；但地缘局势紧张导致能源高企居高不下，通胀预期下资产配置需求仍在。三属性不共振，但后两者仍对价格有较强利多。我们认为产业拐点正在兑现和加强，但主产国政策仍在扰动市场。能源、金融属性的拐点到来还需等待和观察。关注地缘局势、美联储加息节奏。

风险：棕油累库不及预期；原油继续冲高；美联储加息步伐放缓。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下的。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>