

从领涨到领跌，棕油永远是最靓那个仔

报告要点

目前看，棕油这根市场下跌的导火索或正在引燃，也许 12 月最终库存还会有变数，但油脂供需矛盾改善势在必行。考虑供需差异和转变节奏，预计棕油领跌，豆油、菜油依次跟随。油脂积极布局逢高空为宜。

摘要：

12 月 10 日以来，油脂主力纷纷换月至 2205，尽管 2205 合约较 2201 合约有一定贴水，但市场并未走出一波月差修复。尽管基差仍居高不下，但随着春节备货进程过半，市场已然开始交易节后供需转松的基本面。马棕 12 月前半月出口大降，棕油角色转换，从领涨到领跌，带崩油脂市场。

具体分析看：美豆出口偏弱预期未去，生柴需求又添新愁；12 月前半月出口降幅明显，棕油带崩油脂市场；菜油跟随油脂走弱，相对偏强；供需改善势在必行，油脂积极逢高空。

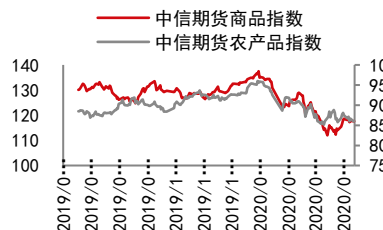
如我们 2022 年度油脂策略报告《供需矛盾料改善，价格或高位回落》中所述：
 供应端：棕榈油 2022 年产量或修复性增长，低基数效应下，同比增幅预计可达 7-10%。豆油上游大豆增产，供应趋增，成本将持续回落。中国油脂受外围成本传导下跌。菜籽减产大背景下，菜油价格或最抗跌。需求端：2021 年餐饮修复较好，高基数效应下，2022 年同比增幅将回落。预计 2022 年伴随着增产预期逐渐增强和兑现，供需矛盾改善，油脂价格将从高位回落。

目前看，棕油这根市场下跌的导火索或正在引燃，也许 12 月最终库存还会有变数，但油脂供需矛盾改善势在必行。考虑供需差异和转变节奏，预计棕油领跌，豆油、菜油依次跟随。油脂积极布局逢高空为宜。

风险提示：马棕减产超预期；中国油脂消费超预期增长

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、美豆出口偏弱预期未去, 生柴需求又添新愁	3
二、12 月前半月出口降幅明显, 棕油带崩油脂市场	5
三、菜油跟随油脂走弱, 相对偏强	9
四、供需改善势在必行, 油脂积极逢高空	9
五、风险提示	10
免责声明	11

图表目录

图表 1:	12 月供需报告未下调美豆出口, 豆类市场暂时支撑, 但长期看, 供需继续转宽松	3
图表 2:	大豆当年销售总量和未装船量同比降幅分别为 26.5% 和 33.7%	4
图表 3:	美豆压榨 11 月或仍保持高位, 但后续增长乏力	5
图表 4:	马棕产量环比继续走低, 但出口增幅明显不及预期	5
图表 5:	1-11 月马棕出口累计降幅 10%, 出口至中国累计降幅 33%, 出口至印度累计增幅 48%	6
图表 6:	印度棕油进口利润重回负值, 毛豆毛葵油进口利润不高, 料油脂进口量进一步增长乏力	7
图表 7:	中国油脂进口利润不佳, 12-1 月进口预报同比预降	7
图表 8:	棕油库存持续回升, 豆油库存消费走低	8
图表 9:	加菜籽 2021/22 年度减产 34%, 决定了菜系供需偏紧	9
图表 10:	菜豆、菜棕价差高位震荡, 豆棕或逐步回正	10
图表 11:	棕油波动率高, 主导油脂涨跌节奏; 油脂市场加速调整	10

12月10日以来，油脂主力纷纷换月至2205，尽管2205合约较2201合约有一定贴水，但市场并未走出一波月差修复。尽管基差仍居高不下，但随着春节备货进程过半，市场已然开始交易节后供需转松的基本面。马棕12月前半月出口大降，棕油角色转换，从领涨到领跌，带崩油脂市场。

一、美豆出口偏弱预期未去，生柴需求又添新愁

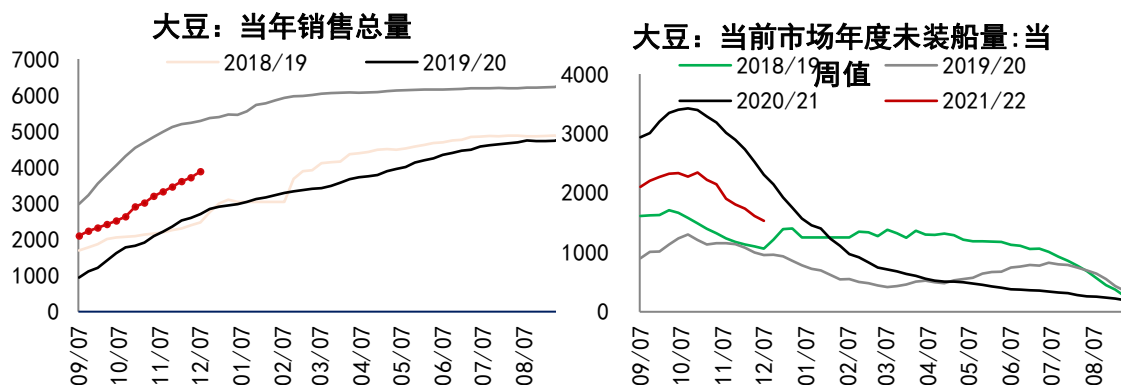
12月供需报告市场预期USDA将下调美豆出口，但最终预期落空。12月供需报告与11月各项目保持一致，使得报告公布后美豆暂获支撑，甚至小幅走高。但本周出口检验低于预期，预计美豆出口同比降幅或将扩大；尤其南美天气目前较正常，巴西豆上市后，将抢夺美豆出口市场，美豆出口预期偏弱这一事实仍难以扭转。

图表1：12月供需报告未下调美豆出口，豆类市场暂时支撑，但长期看，供需继续转宽松

美豆	美豆供需平衡表						同比%
	2019/20	2020/21预 测(11 月)	2020/21预测 (12月)	2021/22预测 (11月)	2021/22预 测(12月)	环比%	
种植面积	76.1	83.4	83.4	87.2	87.2	0.00%	4.6%
收割面积	74.9	82.6	82.6	86.4	86.4	0.00%	5%
蒲式耳/英亩							
单产	47.4	51	51	51.2	51.2	0.0%	0%
百万蒲式耳							
期初库存	909	525	525	256	256	0.0%	-51%
产量	3552	4216	4216	4425	4425	0.0%	5%
进口	15	20	20	15	15	0.0%	-25%
总供应	4476	4761	4761	4696	4696	0.0%	-1%
压榨	2165	2141	2141	2190	2190	0.0%	2%
出口	1679	2265	2265	2050	2050	0.0%	-9%
留种	97	101	101	102	102	0.0%	1%
损耗	11	-3	-3	15	15	0.0%	-600%
总需求	3952	4505	4505	4356	4356	0.0%	-3%
期末库存	525	256	256	340	340	0.0%	33%
农场均价(美元/蒲)	8.57		10.8	12.1	12.1	0.0%	12%
库消比	13.3%	5.7%	5.7%	7.81%	7.81%	0.0%	2.12%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2: 大豆当年销售总量和未装船量同比降幅分别为 26. 5%和 33. 7%

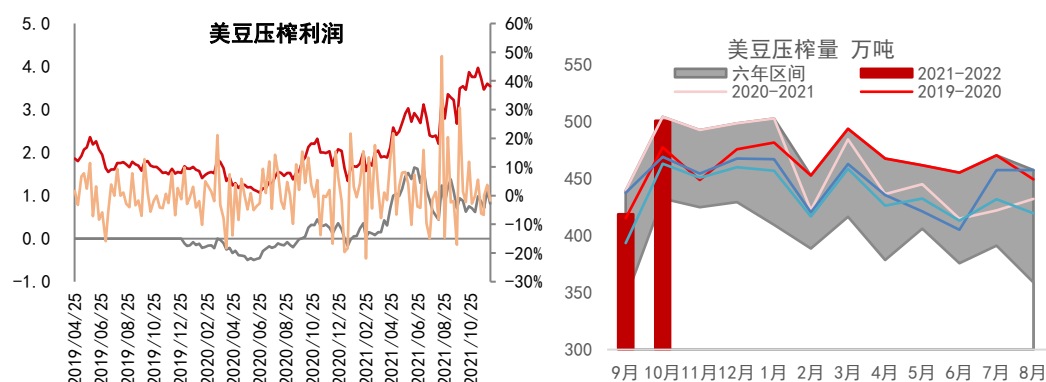


资料来源: Wind 中信期货研究部

唯一的利多，可能还是美国国内的压榨需求。美国全国油籽加工行业协会 (NOPA) 计划在 12 月 15 日发布月度压榨数据。2021 年 11 月份的大豆压榨量预计为 494.3 万吨 (合 1.8164 亿蒲)，比 10 月份的压榨量 500.7 万吨 (1.83993 亿蒲) 减少 1.3%，但是比去年 11 月份的 492.7 万吨 (1.81018 亿蒲) 高出 0.3%。如果预测成为现实，这也将是历史上排行第五的月度压榨量，也是历史同期的最高压榨量。

美豆油库存预增，但需求并不乐观。分析师们预计 2021 年 11 月底的豆油库存环比增长 3.7%，这也将是连续第五个月库存增长。调查显示 11 月底 NOPA 会员企业的豆油库存预计为 19.03 亿磅，高于 10 月底的 18.34 亿磅。预测区间为 18.17 亿磅到 21.50 亿磅。中值为 18.75 亿磅。但 12 月 7 日美国环境保护署 (EPA) 将 2020 年的可再生燃料强制掺混数量定为 171.3 亿加仑，较之前确定的掺混总量少了 200.9 亿加仑。豆油的生柴需求下降，预计拖累后续美豆压榨量增长。如果后续美豆出口走弱得到数据印证，美豆平衡表供需或转过剩。

图表3: 美豆压榨 11 月或仍保持高位, 但后续增长乏力



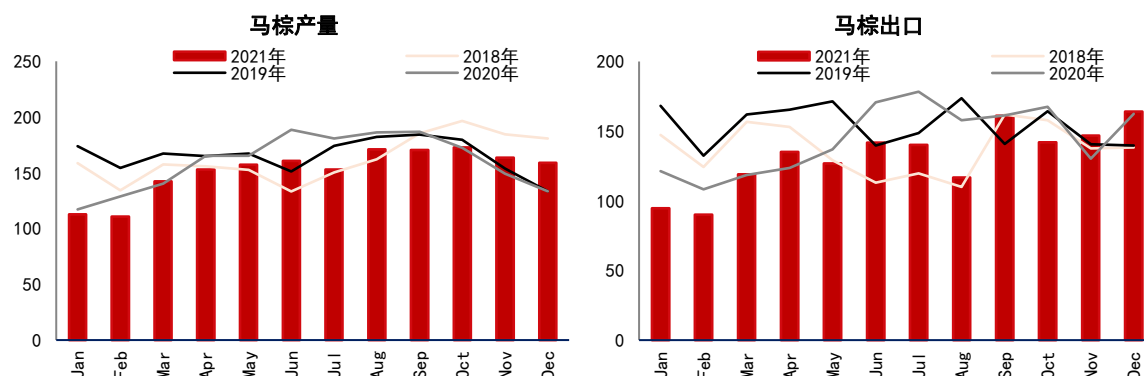
资料来源: Wind 中信期货研究部

二、12 月前半月出口降幅明显, 棕油带崩油脂市场

11 月棕油库存降幅不及预期, 季节性减产季市场等待的利空失约。MPOB 数据: 11 月棕油产量 163.49 万吨 (环比-5.27%, 同比+9.65%), 出口 146.75 万吨 (环比+3.3%, 同比+12.6%), 消费 23 万吨, 月末库存 181.69 万吨 (环比-1%, 同比+16.29%)。

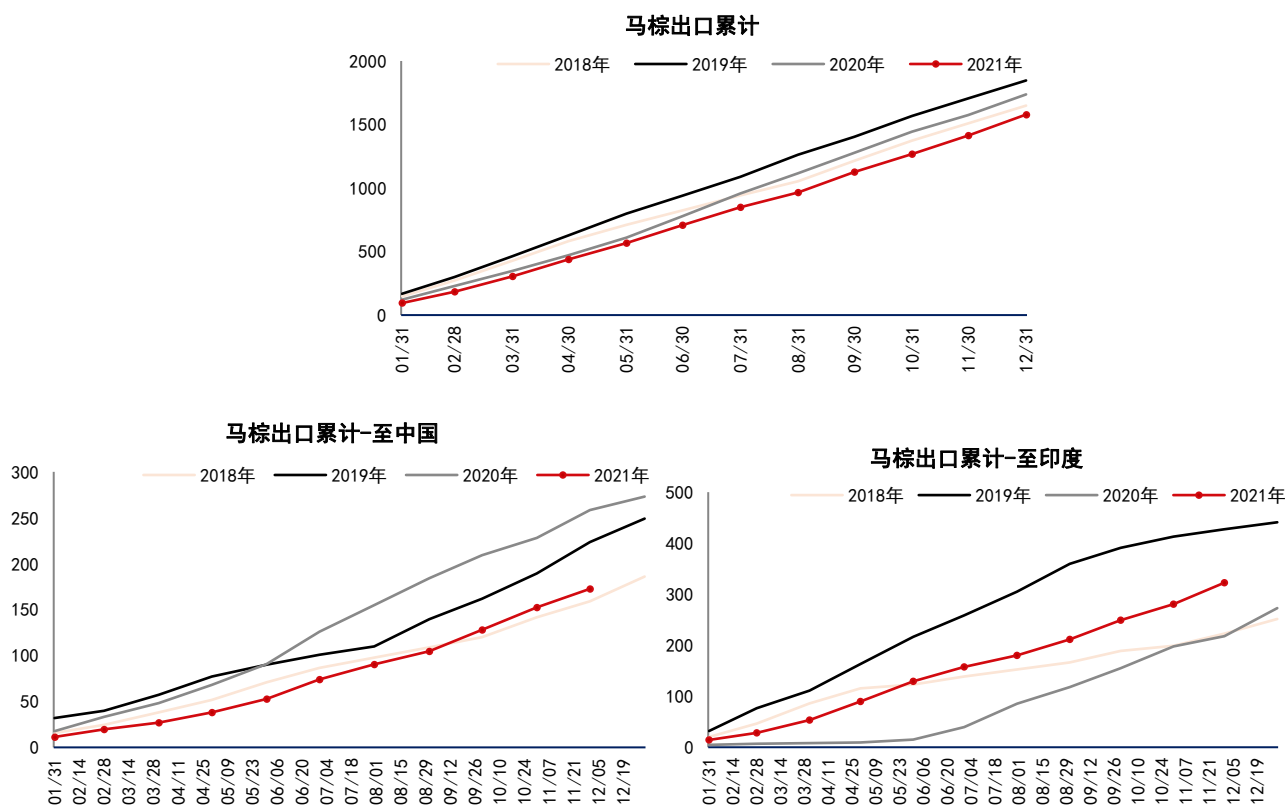
旧伤未愈, 又添新伤。12 月前半月出口降幅明显。马来西亚 AmSpec 出口数据: 2021 年 12 月 1-15 日累计出口 725,600 吨, 上月同期 798,399 吨, 减少 72,799 吨, 降幅 9.12%。马来西亚 ITS 出口数据: 2021 年 12 月 1-15 日累计出口 772,137 吨, 上月同期 882,385 吨, 减少 110,248 吨, 降幅 12.49%。尽管日前, 南马来西亚棕榈油公会 (SPOMMA) 数据显示, 12 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比减少 2.8%, 反映出种植园劳动力不足继续对生产造成不利影响。但马来西亚对外来劳工的引入决心之大, 预计劳动力将源源不断得到补充。

图表4: 马棕产量环比继续走低, 但出口增幅明显不及预期



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表5: 1-11 月马棕出口累计降幅 10%，出口至中国累计降幅 33%，出口至印度累计增幅 48%



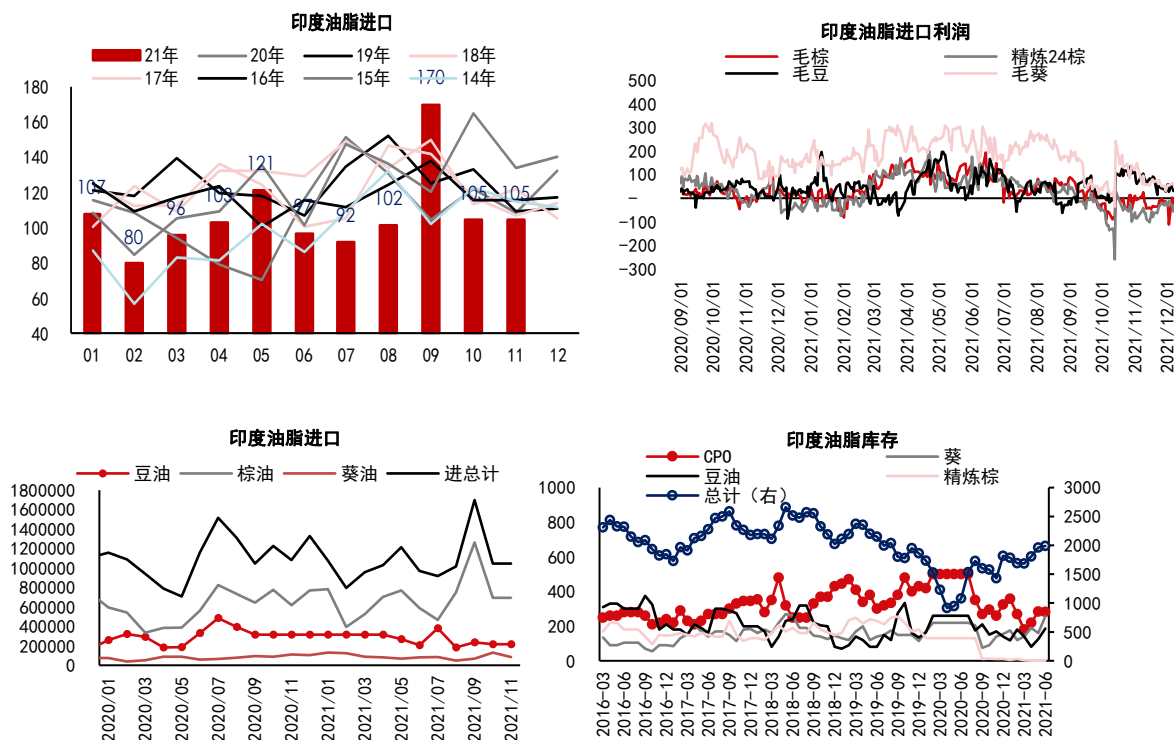
资料来源: Wind 中信期货研究部

实际上,需求转弱早有端倪,我们周报、年报也屡次提到。尤其印度降税措施仅仅提振了 9 月的进口量,四季度尽管处于消费旺季,但进口利润快速回落,给印度油脂进口量增长带来变数。

印度 8 月底开始降税,到 10 月初下调植物油进口关税,当时大大提振了油脂进口利润。毛棕油进口关税从 24.75%下调至 8.25%,精炼棕榈油的实际关税从 35.75%下调至 19.25%,毛葵油毛豆油进口关税从 24.75%下调至 5.5%。精炼植物油进口关税由 35.75%下调至 19.25%。维持菜籽油进口关税在 38.5%。从 2021 年 10 月 14 日生效,到 2022 年 3 月 31 日结束。

但很快,政策让利被油脂价格上涨吞噬,进口商利润实际改善非常有限,进口量也没有出现预期中的增长。10 月印度进口:油脂 104.6 万吨,环比-38%。其中葵油进口 11.7 万吨,环比-35%;豆油进口 21.7 万吨,环比-8%;棕油进口 69 万吨,环比-45%。从前文马来 12 月前半月出口累计降幅,大致可以预判,11 月印度棕油进口量或继续下降。

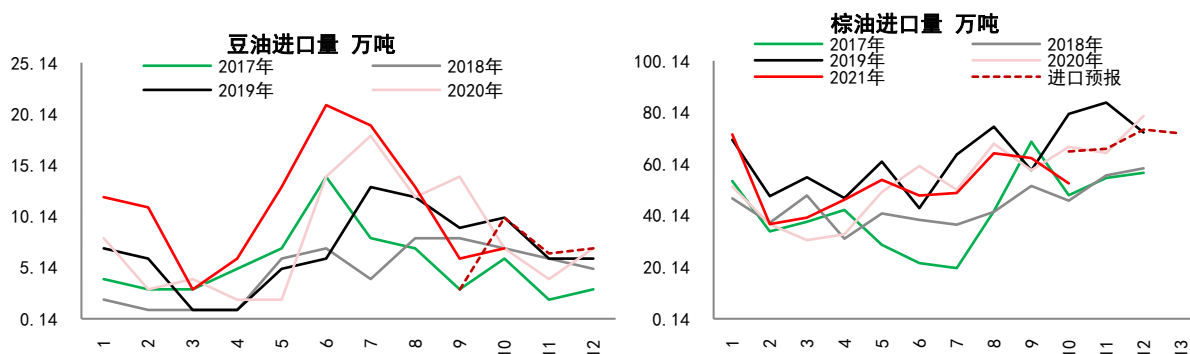
图表6: 印度棕油进口利润重回负值, 毛豆毛葵油进口利润不高, 料油脂进口量进一步增长乏力

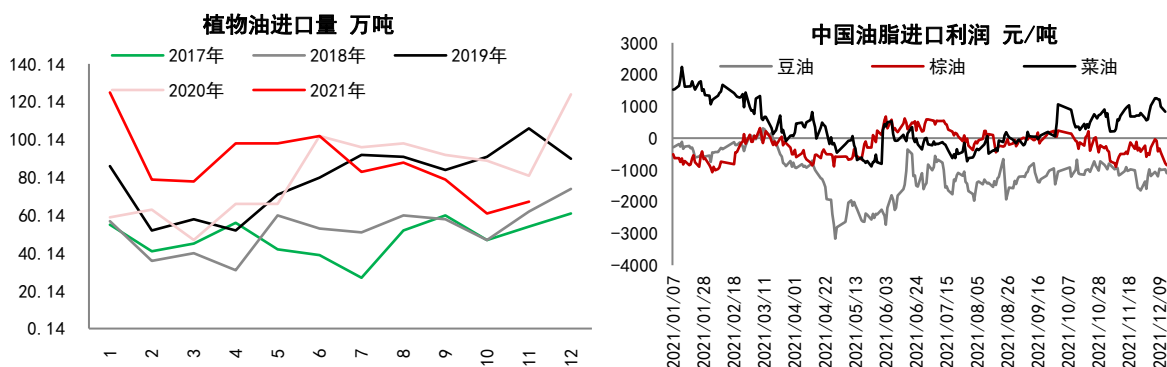


资料来源: Wind 中信期货研究部

中国方面, 油脂进口早就呈亏损状态, 12-1 月进口预报同比预降。2021 年 1-10 月中国累计进口棕榈油 524.4 万吨, 同比+4%。1-10 月累计进口豆油 111 万吨, 同比+32%。1-11 月累计进口植物油 958 万吨, 同比+12%。12-1 月豆油进口预报依次为 7 万吨、10 万吨。累计环比-30.8%, 同比-10.5%。12-1 月棕油进口预报依次为 72 万吨、66 万吨。累计环比+20%, 同比-8.2%。12-1 月菜油进口预报依次为 19 万吨、19 万吨, 累计环比+100%, 同比-38%。12-1 月豆油+棕油+菜油进口预报累计值 193 万吨, 环比+31%, 同比-17%。

图表7: 中国油脂进口利润不佳, 12-1 月进口预报同比预降

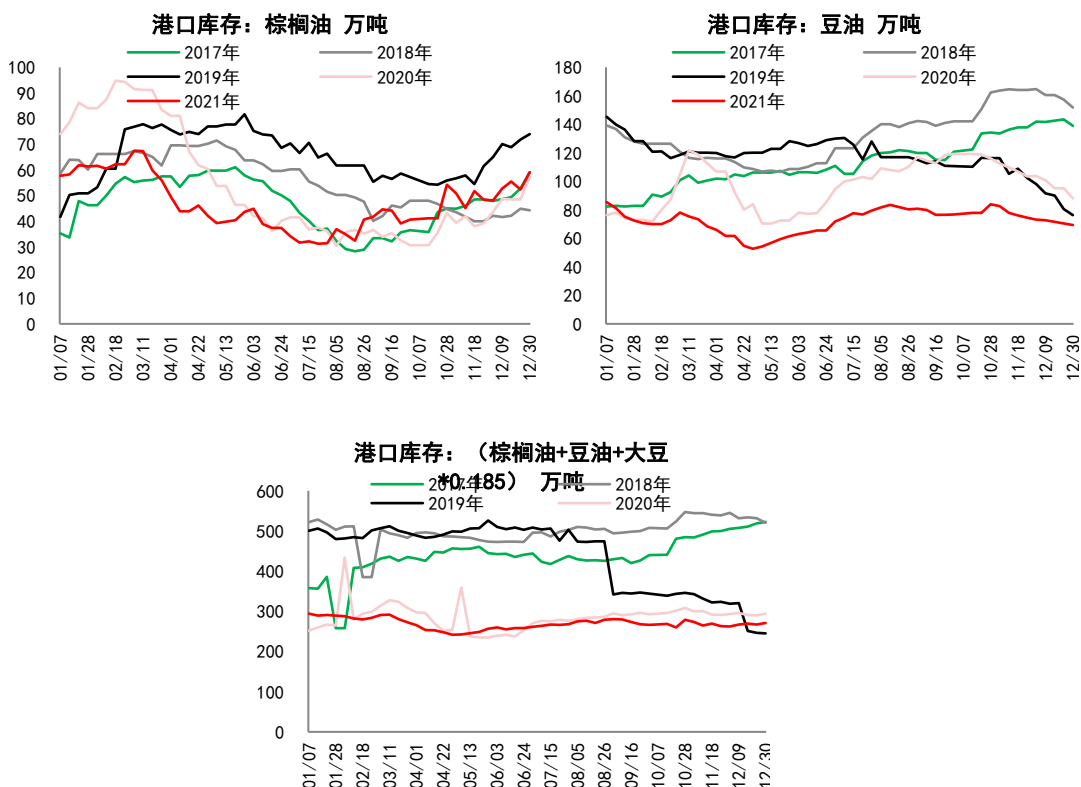




资料来源: Wind 中信期货研究部

高价抑制需求, 棕油库存持续上升, 使得棕油转弱, 呈补跌走势。12月15日表观库存: 棕榈油 59.1 万吨(周环比+12.89%, 同比+21.86%), 豆油 69.4 万吨(周环比-1.49%, 同比-27.10%)。隐形库存:(棕油+豆油+大豆*0.185)合计 270.73 万吨(周环比+1.38%, 同比-6.80%)。

图表8: 棕油库存持续回升, 豆油库存消费走低



资料来源: Wind 中信期货研究部

三、菜油跟随油脂走弱，相对偏强

因 2021/22 年度加菜籽大幅减产 34%，奠定了菜系相对强势；且加菜籽含油率低，进一步加剧了菜籽油的供应紧张格局。菜油跟随油脂板块下跌，但相对最抗跌。菜豆价差和菜棕价差 2021 年下半年以来继续扩大。

图表9：加菜籽 2021/22 年度减产 34%，决定了菜系供需偏紧

加拿大农业部油菜籽供需平衡表												
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021 (10月)	2020-2021 (11月)	2021-2022 (10月)	2021-2022 (11月)	环比	较去年	较去年%
种植面积 (千公顷)	8363	8236	9313	9232	8572	8410	8410	9,097	9097	0%	687	8%
收获面积 (千公顷)	8322	8119	9273	9120	8471	8325	8325	9002	9002	0%	677	8%
单产 (吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.4	2.3	2.3	1.42	1.4	0%	-0.92	-39%
产量 (千吨)	18377	19601	21328	20343	19912	19485	19485	12782	12782	0%	-6703	-34%
进口量 (千吨)	105	95	108	146	155	123	123	150	150	0%	27	22%
总供应量 (千吨)	21055	21786	22778	22988	24502	23042	23042	14699	14699	0%	-8343	-36%
出口量 (千吨)	10299	11016	10783	9141	10040	10534	10534	6500	5500	-15%	-5034	-48%
食用及工业用量 (千吨)	8315	9191	9269	9295	10129	10410	10410	7500	8500	13%	-1910	-18%
种用及损耗 (千吨)	365	163	160	397	838	265	265	148	148	0%	-117	-44%
国内总需求 (千吨)	8740	9422	9496	9754	11028	10741	10741	7699	8699	13%	-2042	-19%
期末库存量 (千吨)	2016	1348	2499	4094	3435	1767	1767	500	500	0%	-1267	-72%
平均价格 (美元/吨)	509	529	539	497	484	730	730	960	1000	4%	270	37%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	16.3%	8.3%	8.3%	3.5%	3.5%	0.0%	-4.8%	-4.8%

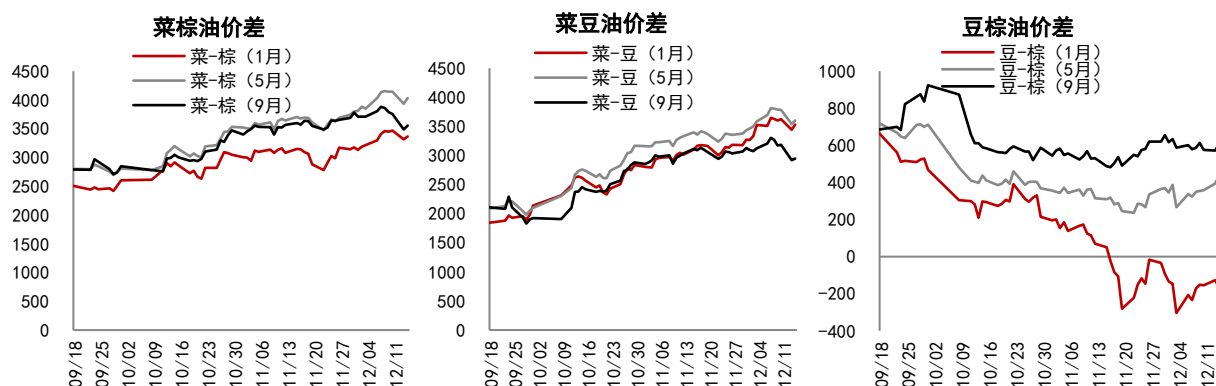
资料来源：Wind 中信期货研究部

四、供需改善势在必行，油脂积极逢高空

如我们 2022 年度油脂策略报告《供需矛盾料改善，价格或高位回落》中所述：供应端：棕榈油 2022 年产量或修复性增长，低基数效应下，同比增幅预计可达 7-10%。豆油上游大豆增产，供应趋增，成本将持续回落。中国油脂受外围成本传导下跌。菜籽减产大背景下，菜油价格或最抗跌。需求端：2021 年餐饮修复较好，高基数效应下，2022 年同比增幅将回落。预计 2022 年伴随着增产预期逐渐增强和兑现，供需矛盾改善，油脂价格将从高位回落。

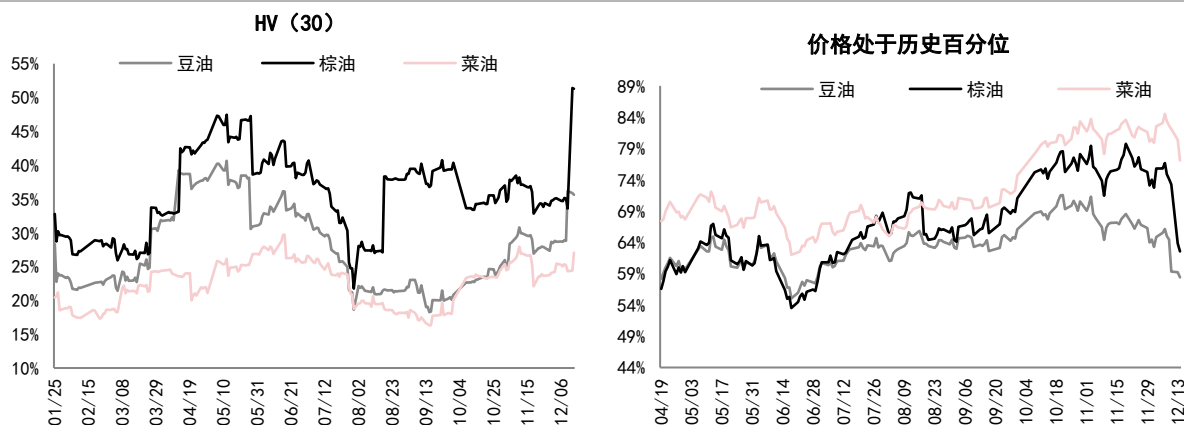
目前看，棕油这根市场下跌的导火索或正在引燃，也许 12 月最终库存还会有变数，但油脂供需矛盾改善势在必行。考虑供需差异和转变节奏，预计棕油领跌，豆油、菜油依次跟随。油脂积极布局逢高空为宜。

图表10： 菜豆、菜棕价差高位震荡，豆棕或逐步回正



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 棕油波动率高，主导油脂涨跌节奏；油脂市场加速调整



资料来源：Wind 中信期货研究部

五、风险提示

风险提示：马棕减产超预期；中国油脂消费超预期增长

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，且不担保任何投资及策略适合阁下。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。