

# 市场过分恐慌，砸出短多布局良机

## 报告要点

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。

## 摘要：

11 月 30 日，油脂市场大跌。一方面可以理解为美原油下跌次日，油脂和国内其他商品补跌。另一方面也与巴西 2022 年生柴掺混比例不达市场预期有关。

油脂从此一蹶不振？笔者认为：

**市场短期可能过分恐慌。**

对于前者，笔者认为作为商品之母的原油，其价格下跌，从成本下移角度看，商品成本趋于下行，价格支撑力度会减弱。但原油下跌带崩油脂，其实是误杀。

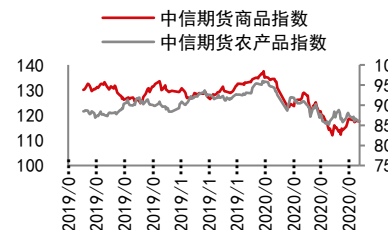
对于后者，数据计算很专业，大方向也没有问题。但笔者认为实质影响需要在 2022 年数月来兑现，而且其中仍存变数。

**短多布局良机，长线仍偏弱。**

油脂的现实供需矛盾仍未完美解决，这决定了价格一旦被超卖，短期布局多单良机出现。

当然长线看，油脂供需矛盾料改善，价格或高位回落。

**风险提示：**1) 春节消费弱于预期；2) 大豆进口增幅超预期；3) 油脂进口超预期。



## 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、一则消息引发的“血案” .....	3
二、市场短期可能过分恐慌 .....	3
三、短多布局良机，长线仍偏弱 .....	4
三、风险提示 .....	6
免责声明 .....	7

## 图表目录

图表 1: 中国大豆进口量 .....	4
图表 2: 马棕油库存消费比短期内仍有下行可能, 2022 年或增产, 但仍有变数 .....	5
图表 3: 中国油脂供需平衡表 .....	5

## 一、一则消息引发的“血案”

11月30日，油脂市场大跌。一方面可以理解为美原油下跌次日，油脂和国内其他商品补跌。另一方面也与巴西2022年生柴掺混比例不达市场预期有关。

对于后者，网上流传这样一段话，分析缜密，计算精准，足以表达市场的担忧：媒体报道了巴西国家能源政策委员会决定将该国2022年全年的生物柴油掺混比例维持在10%。这个决定不太有利于大豆市场，全年维持这样，对全球大豆形成利空背景。去年4月，巴西政府因国内柴油价格高企，通胀严峻一度将本已实施的13%掺混比例下调到10%。按原先计划2022年这一比例应至少调到14%，并于2023年调到15%。在2022年巴西大豆将大为丰产的当下，这次巴西政府决定掺混比例仍然维持在10%，让人不可思议。据个人估算，巴西每上调一个百分点的掺混比例，大体多消耗40万吨-50左右的豆油，相当于210-260万吨的大豆压榨原料需求。如果2022年巴西掺混比例确实最终全年维持在10%，那么2021/22年度巴西的大豆压榨只需要4500万吨就可以满足，这甚至低于最近两个年度4650万吨左右的实际压榨。但如果按之前的计划将2022年的掺混比例逐渐提高到14%，并且能够完全履行，压榨需求至少要达到5000万吨以上。在10%的掺混比例下，同时预计大豆的产量达到14600万吨的情景下，2021/22年度的期末库存，即2023年1月底的巴西大豆库存将可能高达865万吨以上，这一数量对巴西来说是非常高的一个数量，有利于巴西向全球，特别是中国持续出口充足的大豆，对美豆的出口前景形成较大的利空背景。

那么事实果真如此？油脂从此一蹶不振？笔者难以苟同。

## 二、市场短期可能过分恐慌

对于前者，笔者认为作为商品之母的原油，其价格下跌，从成本下移角度看，商品成本趋于下行，价格支撑力度会减弱。但我们也要看到，原油在80美元上方不过一个月，尚不足刺激生柴生产大幅增长；而油脂下半年的上涨，来自于疫情导致人工不足，限制了棕油潜在产量兑现。而目前棕油产量尚未恢复，库存重建依然困难重重，新毒株也增加了明年增产的变数。因此，原油下跌带崩油脂，其实是误杀。

对于后者，数据计算很专业，大方向也没有问题。但笔者认为实质影响需要在2022年数月来兑现，而且其中仍存变数。长期逻辑看，一是，原油价格决定

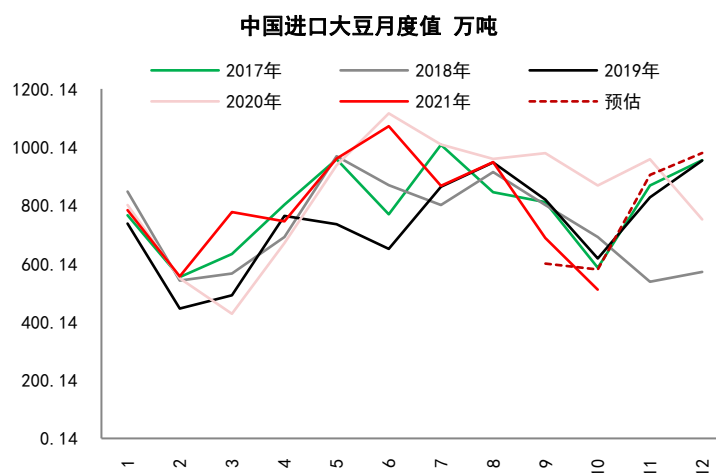
了生柴生产动力。原油生产国后续动作仍需密切关注，但需求测大概率同比走低。二是，宏观层面，随着美国收紧流动性，全球商品见顶回落压力较大，原油难以独善其身。相较而言，油脂的短缺，尤其棕油短缺，可能持续时间更长。于是，生柴经济性的重要来源：原油高价或原料成本低，但这两点似乎难以在 2022 年见到。油脂自身相对偏强的供需主动限制了生柴用量。但问题在于，巴西政策向来多变，一旦原油价格大幅走低，国内通胀缓解，巴西又会继续推行生柴掺混计划。

### 三、短多布局良机，长线仍偏弱

油脂的现实供需矛盾仍未完美解决，这决定了价格一旦被超卖，短期布局多单良机出现。现货需求端目前一般，但预计 12 月下旬备货刺激需求走高；同时供应趋紧，部分工厂限产或停机，同时大豆到港不及预期。11、12、1 月月进口预估 905、980、860 万吨，累计 2745 万吨，环比+27.8%，同比+10%。据粮油商务网数据，11 月进口到港确认 872 万吨，较此前预期低 33 万吨，或 3.6%。

盘面在筑底，短期内反弹，重回区间运行概率大。

图表1：中国大豆进口量

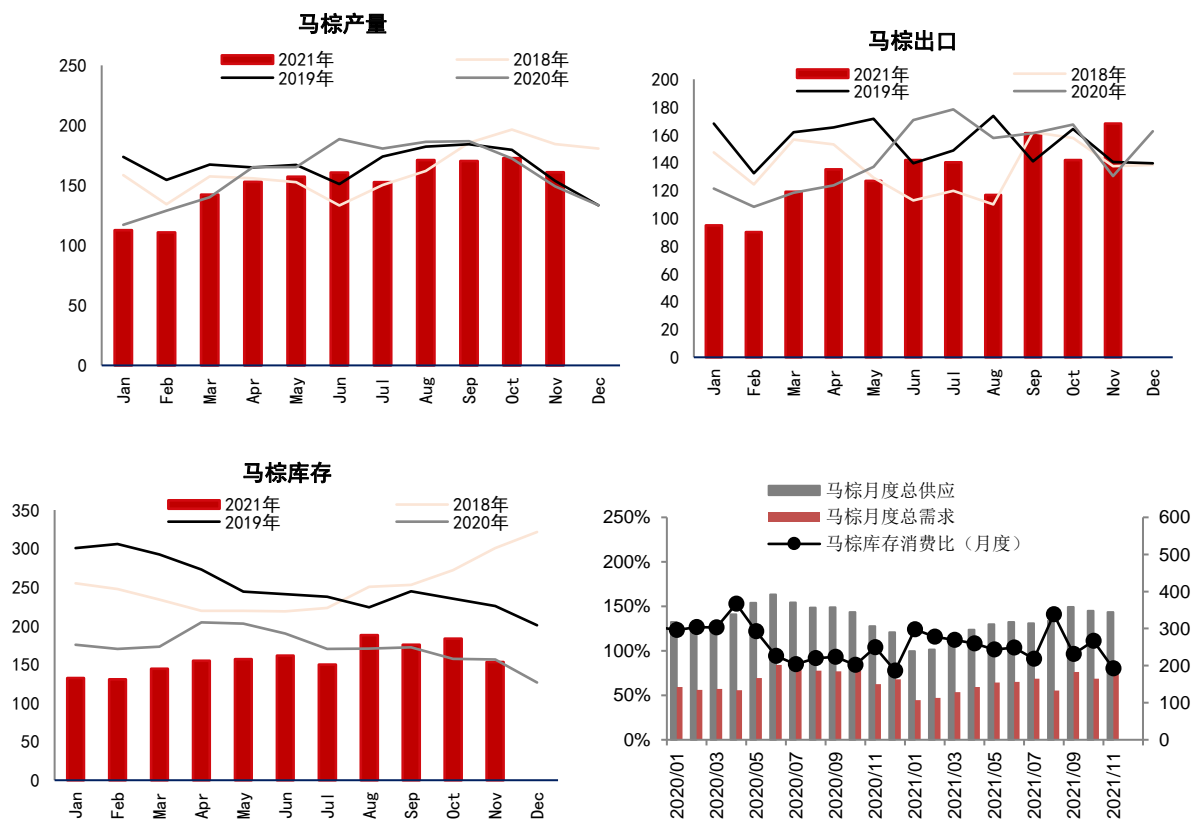


资料来源：Wind 中信期货研究部

当然长线看，油脂供需矛盾料改善，价格或高位回落。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。（具体分析可参考 11 月 28 日发布的 2022 年度策略报告）。

图表2：马棕油库存消费比短期内仍有下行可能, 2022 年或增产，但仍有变数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：中国油脂供需平衡表

供需平衡表(油脂, 万吨)										
作物年度	期初库存	产量	进口	总供给	食用	其他	出口	总消费	结转库存	库消比
2017年	125	1716	573	2413	2058	142	15	2215	198	8.9%
2018年	198	1617	589	2404	2039	150	24	2213	191	8.6%
2019年	191	1575	837	2603	2277	151	22	2451	152	6.2%
2020年	152	1623	741	2517	2014	335	23	2371	145	6.1%
2021年	145	1518	809	2472	2221	219	23	2462	10	0.4%
2022年	10	1500	860	2370	2080	200	17	2297	73	3.2%

供需平衡表(豆油, 万吨)										
作物年度	期初库存	产量	进口	总供给	食用	其他	出口	总消费	结转库存	库消比
2017年	89	1716	65	1870	1575	142	13	1731	139	8.0%
2018年	139	1617	56	1812	1493	150	22	1665	147	8.8%
2019年	147	1575	82	1805	1557	151	20	1728	76	4.4%
2020年	76	1623	95	1794	1354	335	20	1709	85	5.0%
2021年	85	1518	126	1729	1520	219	20	1759	-30	-1.7%
2022年	-30	1500	130	1600	1400	200	15	1615	-15	-1.0%

供需平衡表(棕油, 万吨)										
作物年度	期初库存	产量	进口	总供给	食用	其他	出口	总消费	结转库存	库消比
2017年	36		508	544	483	0	2	485	59	12.2%
2018年	59		533	592	546	0	2	548	43	7.9%
2019年	43		755	799	720	0	2	722	76	10.5%
2020年	76		646	722	660	0	3	663	60	9.0%
2021年	60		683	743	700	0	3	703	40	5.7%
2022年	40		730	770	680	0	2	682	88	12.9%

资料来源: Wind 中信期货研究部

### 三、风险提示

- 1) 春节消费弱于预期; 2) 大豆进口增幅超预期; 3) 油脂进口超预期

## 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。