

光期农产品：油脂油料库存何时能够累库？

油脂油料分析师 侯雪玲

从业资格号：F3048706

投资咨询资格号：Z0013637

摘要：

2021/22 年度全球油脂去库存，牛市难结束。2022/23 年度全球油脂油料累库困难重重，油脂的牛市或将继续。对于 2022/23 年猜想如下：

1) 油脂需求每年至少 200 万吨刚性增长，总库存低于安全库存，还有一部分补库需求待释放。

2) 在低库存刚需求背景下，市场对产量的要求越来越苛刻，市场需要产量保持较高速增长，容不得任何的损产担忧，甚至产量仅小幅增长。未来市场对作物关注度在完全收割之前不会放松，资金不会放弃任何一次作物产量的炒作机会。

3) 需求中性增长（600 万吨）预估下，2022/23 年度油脂产量在实现 2021/22 年度产量外，还要实现或者棕油产量增长 714 万吨、或者油菜籽增产 1785 万吨、或者大豆增产 3570 万吨，才勉强能实现油脂库存不再下降。

4) 油脂油料的价格供给弹性在下降（油料的面积增长放缓、棕油增产能力放缓），丰产只能过多的依赖于天气配合，天气又是一个非常大的不确定不可控因素，这样的结果就是油脂的供需矛盾容易激化。在需求格局延续的背景下，供需矛盾的缓解或许需要一个甚至多个市场年度才能解决。

光大期货研究所

农产品研究团队

研究总监：王娜

品种：玉米、玉米淀粉

分析师：侯雪玲

品种：豆类、油脂

分析师：孔海兰

品种：鸡蛋、生猪

分析师：吕品

品种：大豆、生猪

期市有风险

入市需谨慎

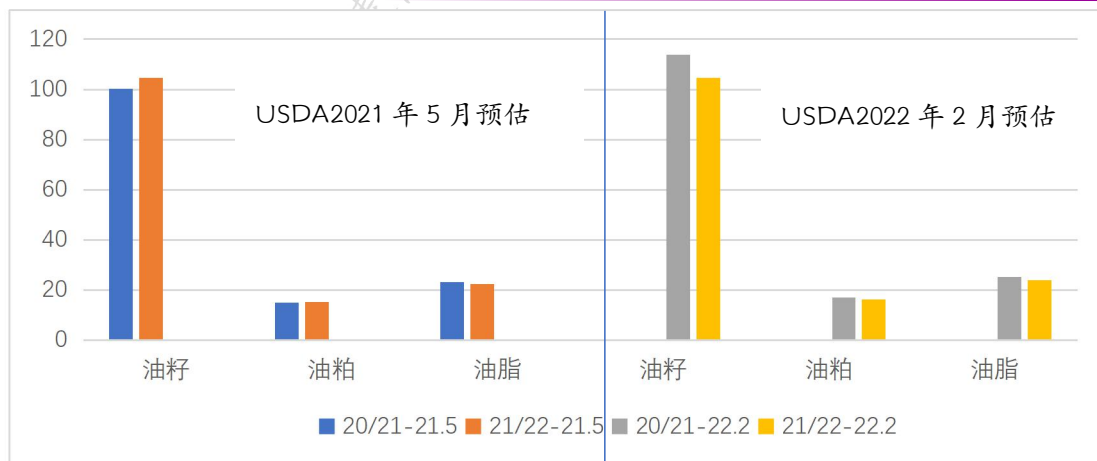
一、2021/22 年度市场延续去库存格局

1.1 2021/22 年度全球油料、油脂均预期去库存

2021 年 5 月美国农业部第一次展望 2021/22 年度全球油脂油料的时候，对未来预期乐观，认为 2021/22 年度全球油料、油粕将有望重新累库，库存分别增加 443 万吨、44 万吨，全球油脂将继续去库 66 万吨。背后基于 2021/22 年度全球大豆、葵花籽等油料将增产 3263 万吨，比需求增幅的 1834 万吨多 1429 万吨，最终实现全球油料和油粕累库；全球油脂产量增幅仅 774 万吨，不及需求增幅的 989 万吨，最终库存下降。

9 个月过去了，经过了北半球、南半球作物生长季，全球油料的产量增幅并没有最初预期的那么乐观，棕榈油产量也不及预期，导致全球油脂油料预期继续去库存，供给紧张进一步加剧。美国农业部 2 月供需报告预计 2021/22 年度全球油料库存 1.0473 亿吨，同比下降 915 万吨；2021/22 年度全球油脂库存 2401 万吨，降幅扩大至 114 万吨。

图表 1：USDA 对 2021/22 年度全球油脂油料库存最初和最新数据对比（单位：百万吨）

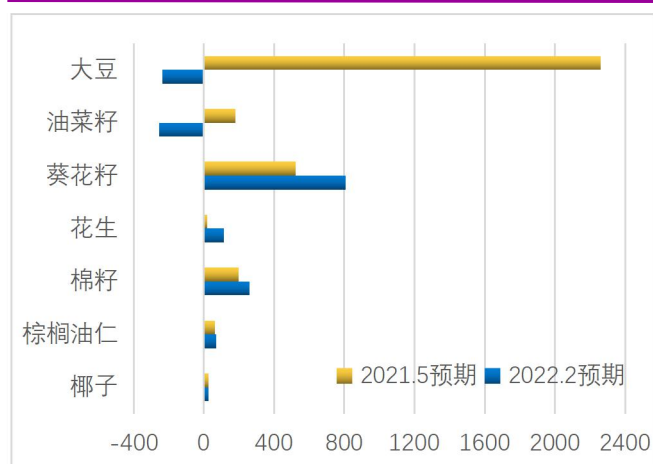


数据来源：USDA、光大期货研究所

1.2 南美大豆意外减产是油脂油料去库的最大原因

和最初的预估相比，葵花籽、花生和棉籽等都超额实现了增产，但也没有抵消大豆和油菜籽的意外减产，尤其大豆产量从预期增产 2258 万吨到预期减产 237 万吨，下调了近 2500 万吨，因干旱天气导致南美大豆减产。考虑到巴西南部、阿根廷、巴拉圭等大豆还未进行收割，油料产量依然存在变数。目前看巴西南部、乌拉圭等大豆损产难以挽回，阿根廷大豆得益于近期的降雨产量仍有变数，预计南美三国（巴西、阿根廷、巴拉圭）大豆产量还有 1200 万吨以上的下调空间。

图表 2：全球油料产量增幅对比（单位：万吨） 图表 3：南美大豆产量预估对比（单位：百万吨）



2021/22	USDA 22.2	油世界	官方
巴西	134	127	125.47
阿根廷	45	40.5	
巴拉圭	6.3	5.3	4
2020/21	USDA 22.2	油世界	官方
巴西	138	138.8	138.18
阿根廷	46.2	43.8	46
巴拉圭	9.9	9.54	9.9

数据来源：USDA、光大期货研究所

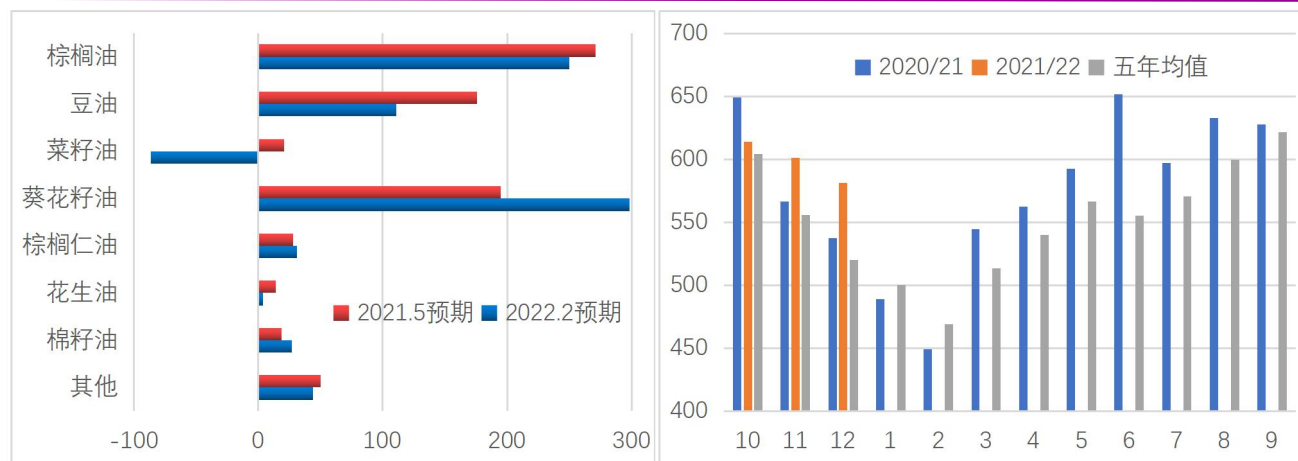
数据来源：公开信息、光大期货研究所

对于油脂来说，供给受到了双重打击。草本油料制油脂产量增量较最初预期减少了 77 万吨，葵花籽油增产部分被豆油等其他油脂减少消耗。木本油料制油脂产量增量较最初预估减少 18 万吨，因马来西亚劳动力匮乏、19 年少施化肥滞后影响等导致棕榈油产地产量不及预期。

和油料中大豆产量有变数一样，棕榈油产量也存在变数。众所周知，全球第二大棕榈油生产国和出口国马来西亚，种植园的工人主要靠外务，劳动力缺乏导致棕油产量不及潜在水平。疫情全面爆发前（2020 年 4 月），马来西亚棕榈油种植园的外来劳工人数量预计 33.7 万人，占总工人数约 80%。随着疫情爆发，外来劳动力或返乡后回不来，或因无证被逐出境，导致马来西亚劳动力缺口越来越大。截至 2021 年底，种植园劳动力缺口扩大到 7.5 万人。马来西亚政府也认识到了这个问题，计划 2022 年 3 月全面放开防疫管控，引进 3.2 万劳动力。单不说劳动力引进的实际速度

能否如愿，即便顺利，劳动力缺口问题也没有完全解决。所以，2021 年 3-9 月的马棕榈油产量不及潜在水平的概率仍较大。

图表 4：全球油脂产量增幅对比（单位：万吨） 图表 5：马来印尼棕榈油产量（单位：万吨）



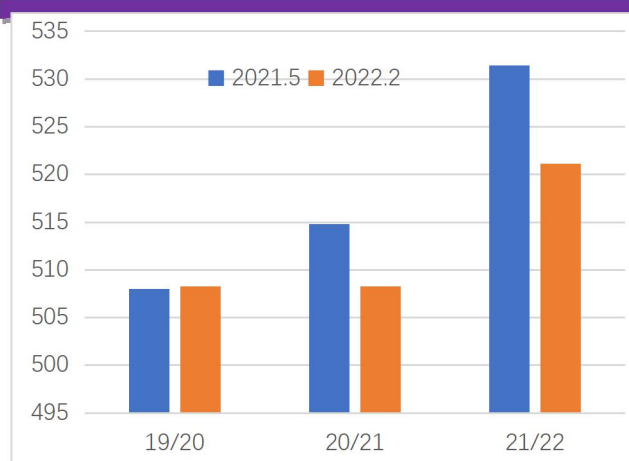
数据来源：USDA、光大期货研究所

数据来源：USDA、光大期货研究所

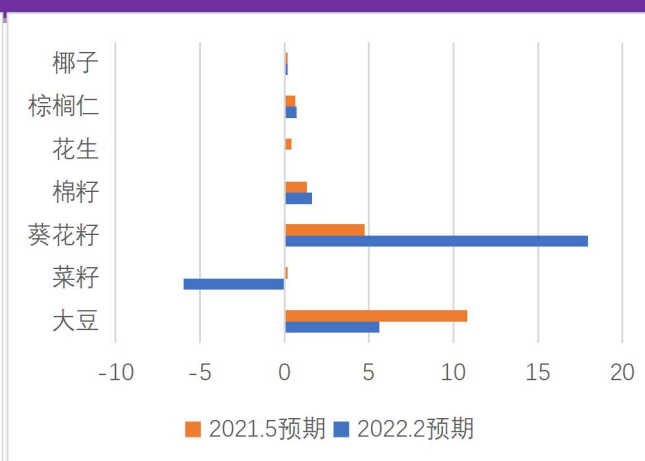
1.3 十年高价下，油脂油料消费仍保持刚性增长

美国农业部 2 月供需报告预计 2020/21 年度全球油料消费量为 5.0825 亿吨，同比增长 26 万吨或 0.05%，2021/22 年度全球油料消费量为 5.2116 亿吨，同比增长 1291 万吨或 2.5%；预计 2020/21 年度全球油脂消费量为 2.0519 亿吨，同比增长 221 万吨或 1.1%，2021/22 年度全球油脂消费量为 2.1028 亿吨，同比增长 509 万吨或 2.5%。分品种看，菜籽、豆系、棕榈油等需求预估下调，葵花籽系需求预估数据上调。

图表 6：全球油料需求预估对比（单位：百万吨） 图表 7：油料需求增幅对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA、光大期货研究所

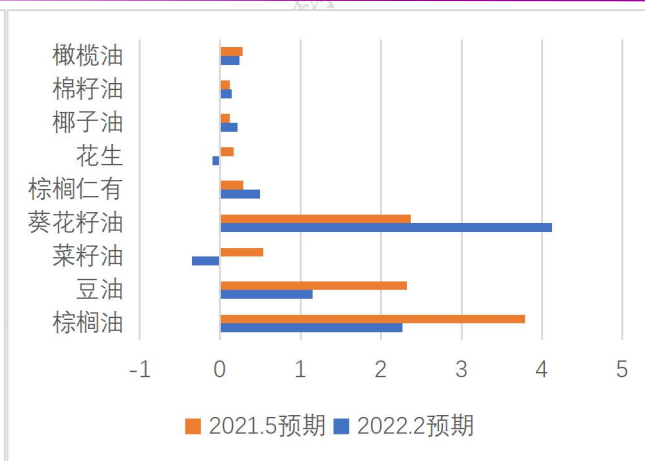


数据来源：USDA、光大期货研究所

图表 8：全球油脂需求预估对比（单位：百万吨） 图表 9：油脂需求增幅对比（单位：百万吨）



数据来源：USDA、光大期货研究所



数据来源：USDA、光大期货研究

2020/21 年度油脂油料市场面临多个需求不利因素：高价对需求的抑制、新冠疫情及经济封锁的升级、蛋白饲料需求的下降、油脂生物柴油需求下调等。油脂油料需求增长是近二十年最少的一年。但即便如此，油料需求依然实现了持平，油脂需求实现正增长，再一次验证了油脂油料消费的刚性。

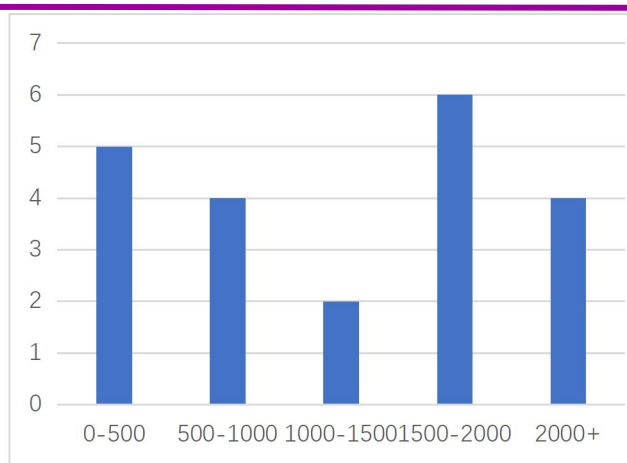
二、2022/23 年度油脂油料重回累库困难重重

2.1 消费量刚性增长 补库需求待满足

回顾 2000/01-2020/21 年度，油脂油料的需求一直保持正增长。近五年油料需求大起大落，相对之下油脂需求更加稳定。

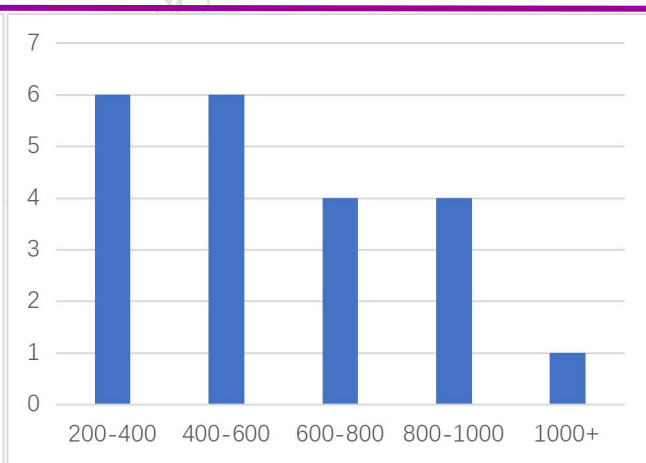
数据显示，近 21 年全球油料消费量最低同比增长 26 万吨，平均增长 1240 万吨，其中需求年增长 1500-2000 万吨的年份最多（6 次），其次是年增长 500 万吨以下（5 次），年增长 1000-1500 万吨的年份最少（2 次）。近 21 年全球油脂消费量最低同比增长 221 万吨，平均增长 580 万吨，其中一半以上的年份的油脂需求年增长在 200-600 万吨间，四成概率年需求增长在 600-1000 万吨间，而年需求增长在 1000 万吨以上很少（仅有 1 年）。

图表 10：油料需求增量分布（单位：次）



数据来源：USDA、光大期货研究所

图表 11：油脂需求增量分布（单位：次）



数据来源：USDA、光大期货研究所

库存既可能是需求也可能是供给，视当年供需情况而定。2020/21 年度以来，全球油脂油料库存处于历年偏低水平，库存体系脆弱，抗风险能力差，市场有补库意愿，但暂时还没具备补库条件。未来若全球油脂油料产量大丰产，超过需求部分必然会有一部分用于各国重建安全库存。

2.2 市场对产量的要求越来越苛刻

对于 2022/23 年度市场来说，油脂油料市场要想实现库存不降，产量需要在 2021/22 年产量基础之上，至少增产 2021/22 年度油脂油料库存减少部分和 2022/23 年度需求刚性增长部分的总和。

图表 12 以供需最为紧张的油脂进行测算，油脂折油料选择出油率最高油菜籽和出油率偏低的大豆两种，出油率分别按照 40%和 20%进行粗略测算，具体过程及数据如下图。可见，需求中性增长（600 万吨）预估下，2022/23 年度油脂产量实现 2021/22 年度产量，额外还要实现，或者棕油产量增长 714 万吨、或者油菜籽增产 1785 万吨、或者大豆增产 3570 万吨，才勉强能实现油脂库存不再下降。换个说法，需要 2021/22 年度丰产的油脂油料继续丰产，减产的全部恢复，并且还需要再增加近 500 万吨油脂产量。显然，达到如此产量要求是有难度的。

所以，在低库存刚需求背景下，市场对产量的要求越来越苛刻，市场需要产量保持较高速增长，容不得任何的损产担忧，甚至产量仅小幅增长。未来市场对作物关注度在完全收割之前不会放松，资金不会放弃任何一次作物产量的炒作机会。

图表 12：油脂产量需增产幅度推算（单位：万吨）

21/22 库存 降幅	22/23 消费 增量	22/23 产量 增量	实现 来源	100%油料	50%油料+50%棕油	100% 棕油
114	200	314	油料 增产	油菜籽 785 或大豆 1570	油菜籽 393 或大豆 785	0
			油脂 增产	0	157	314

	600	714	油料	油菜籽 1785	油菜籽 893	0
			增产	或大豆 3570	或大豆 1785	
	800	914	油脂	0	357	714
			增产			
	600	714	油料	油菜籽 2285	油菜籽 1143	0
			增产	或大豆 4570	或大豆 2285	
	800	914	油脂	0	457	914
			增产			

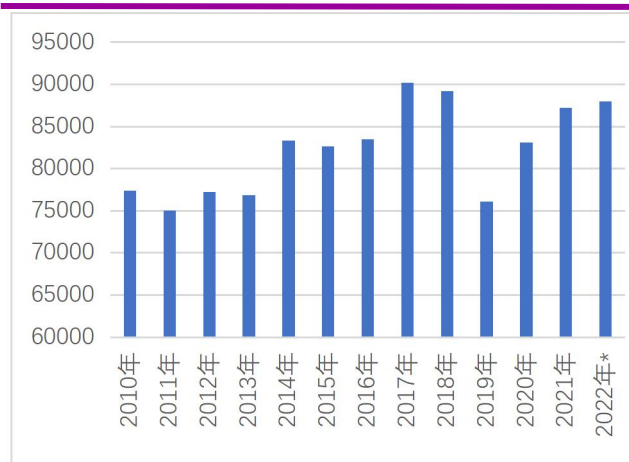
数据来源：USDA、光大期货研究所

2.3 油脂油料价格供给弹性在下降，丰产对天气依赖上升

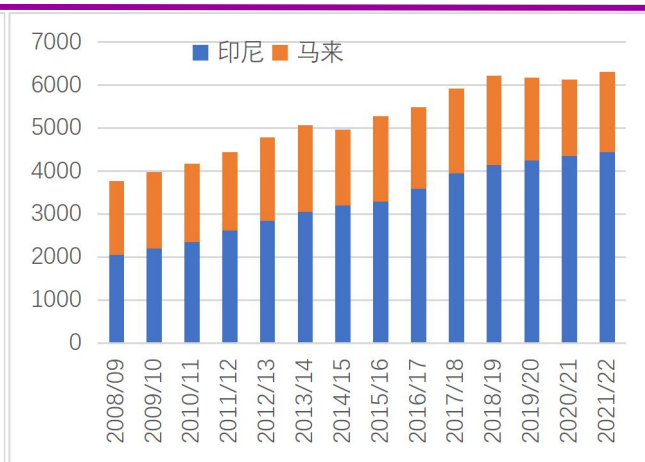
油脂油料的价格供给弹性在下降。近二十年来，收益于油料种植效益的提高，全球油料种植面积增加。但是经过持续的扩张，可新增耕地有限。而且不仅油料种植效益好，谷物、经济作物等种植效益也好，它们也急需增加耕地以满足日益增长的需求。在这种情况下，油料价格供给弹性将下降，也就是油料价格需要比以往涨的更多才能换来耕地面积的增长。

这点在 2021 年低阿根廷大豆播种面积下降，2022 年美豆农业论坛上认为美豆面积仅从 8760 万英亩增长到 8800 万英亩等实例中就初见端倪。与此类似，棕榈油产量增速也在放慢。受到树龄老化等一系列问题，印尼和马来棕榈油产量增量呈现缩小趋势。近五年产量平均增幅不到 200 万吨，还不能满足油脂需求的最低增长幅度。

在这种情况下，期盼油脂油料产量大丰产只能过多的依赖于天气配合，天气又是一个非常大的不确定、不可控因素，这样的结果就是油脂的供需矛盾容易激化。在需求格局延续的背景下，供需矛盾的缓解或许需要一个甚至多个市场年度才能解决。

图表 13：美豆播种面积（单位：千英亩）


数据来源：USDA、光大期货研究所

图表 14：印尼马来棕油产量（单位：万吨）


数据来源：USDA、光大期货研究所

三、结论

1、2021/22 年度全球油脂去库存，牛市难结束。逻辑在于去库存的预期下，南美大豆产量和棕榈油产量还有继续下调空间，大概率超过需求下调幅度。

2、2022/23 年度全球油脂油料累库困难重重，油脂的牛市或将继续：

1) 油脂需求每年至少 200 万吨刚性增长，总库存低于安全库存，还有一部分补库需求待释放。

2) 在低库存刚需求背景下，市场对产量的要求越来越苛刻，市场需要产量保持较高速度增长，容不得任何的损产担忧，甚至产量仅小幅增长。未来市场对作物关注度在完全收割之前不会放松，资金不会放弃任何一次作物产量的炒作机会。

3) 需求中性增长（600 万吨）预估下，2022/23 年度油脂产量在实现 2021/22 年度产量外，还要实现或者棕油产量增长 714 万吨、或者油菜籽增产 1785 万吨、或者大豆增产 3570 万吨，才勉强能实现油脂库存不再下降。

4) 油脂油料的价格供给弹性在下降（油料的面积增长放缓、棕油增产能力放缓），丰产只能过多的依赖于天气配合，天气又是一个非常大的不确定不可控因素，这样的结果就是油脂的供需

矛盾容易激化。在需求格局延续的背景下，供需矛盾的缓解或许需要一个甚至多个市场年度才能解决。

光期农产品研究团队成员介绍

王娜，光大期货研究所农产品研究总监，大连商品交易所优秀分析师，2019 年大商所十大投研团队负责人。连续多年获得中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师“最佳农产品分析师称号”，带领团队荣获大商所十大投研团队称号。新华社特约经济分析师，CCTV 经济及新闻频道财经评论员，曾多次代表公司在《经济信息联播》、《环球财经连线》中发表独家评论。

从业资格号：F0243534

投资咨询资格号：Z0001262

E-mail:wangn@ebfcn.com.cn

联系电话：0411-84806856

侯雪玲，光大期货油脂油料分析师，期货从业十年。2013-2016 年连续四年获得中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师“最佳农产品分析师称号”。2013 年所在团队荣获大连商品交易所最具潜力农产品期货研发团队称号，2019 年所在团队获大连商品交易所十大研发团队称号。先后在《期货日报》、《粮油市场报》等行业专刊上发表多篇文章。

从业资格号：F3048706 投资咨询资格号：Z0013637

F-mail:houxl@ebfcn.com.cn 联系电话：0411-84806827

孔海兰，光大期货农产品分析师，经济学硕士。现任光大期货研究所鸡蛋行业研究员，主要负责鸡蛋及生猪的产业链及期货的相关分析工作。担任第一财经频道嘉宾分析师。

从业资格号：F3032578 投资咨询资格号：Z0013544

E-mail:konghl@ebfcn.com.cn 联系电话：0411-84806842

吕品，光大期货农产品分析师，大连理工大学工学硕士，现任光大期货农产品研究员。

从业资格号：F3079825

E-mail:lvpin@ebfcn.com.cn 联系电话：0411-84806842

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。