



物产中大
WZ GROUP

物产中大期货有限公司
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO.,LTD.

油脂年报

供需矛盾缓解 油脂或见顶转弱

研究院农产品组
2021-12-24

PART 1

行情回顾



三大油脂主力合约走势 单位：元/吨



数据来源：WIND 中大期货研究院

- ①棕榈油方面：新冠疫情导致劳工短缺下，产量超预期下降，叠加印度下调关税出口增加，棕榈油供需偏紧，叠加历史性低库存，盘面单边上涨至今，仅在四季度由于原油下跌和豆油偏空基本面拖累下开始高位震荡；
- ②豆油方面：2021年初豆油涨势在6月因EPA掺混疑云而中止，随后在棕榈油带动下继续上涨。四季度随着美豆丰产，大豆供给逐步宽松，豆油预期供应压力增大，在三大油脂中率先走弱；
- ③菜油方面：加拿大干旱持续导致菜籽超预期减产35%，国内低库存叠加中加关系影响下，菜油维持强势。

三大油脂价差走势 单位：元/吨



数据来源：WIND 中大期货研究院

PART 2

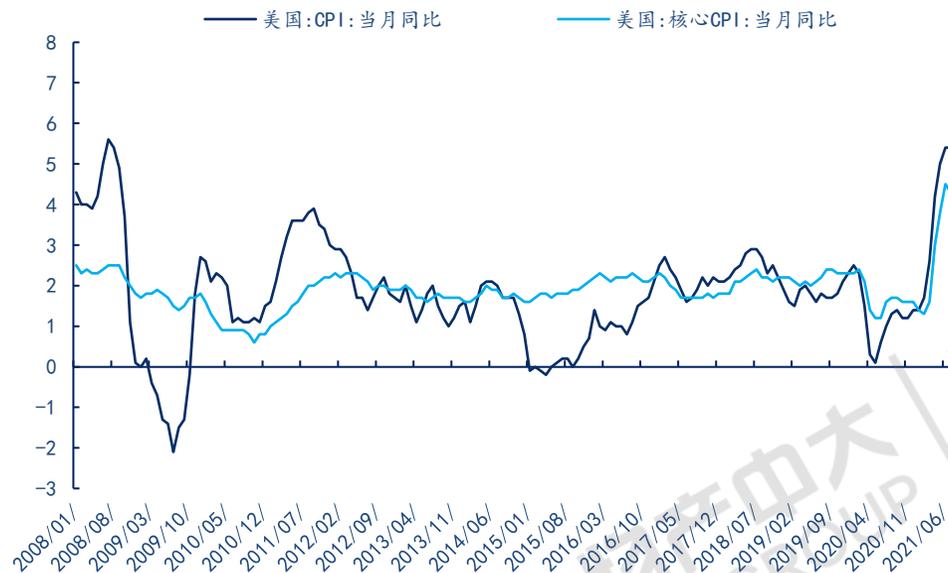
利空要素渐多

- ⊕ 宏观原油影响
- ⊕ 生柴需求下滑
- ⊕ “拉尼娜”天气
- ⊕ 21/22年度植物油脂产量料增390万吨



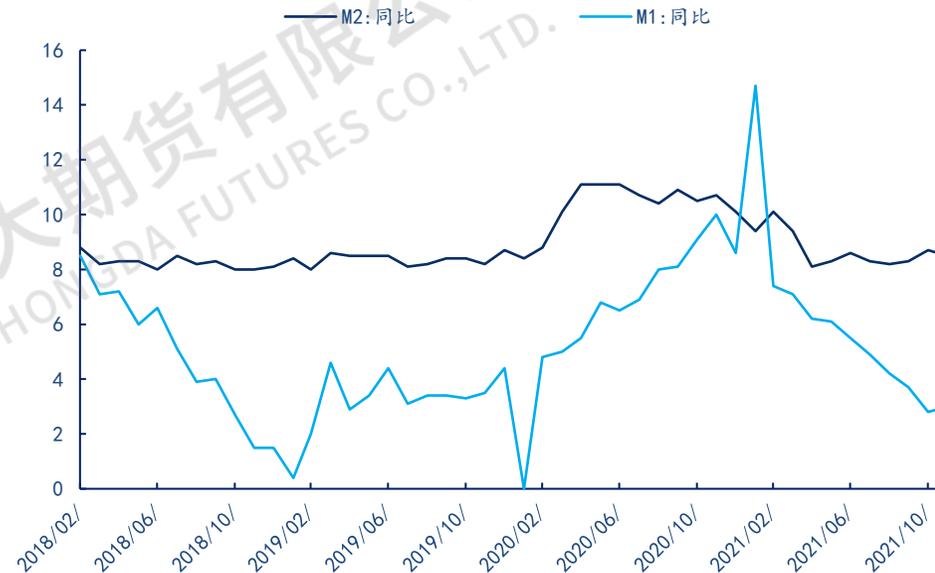


美国CPI 单位：%



数据来源：WIND 中大期货研究院

中国M2增速 单位：%

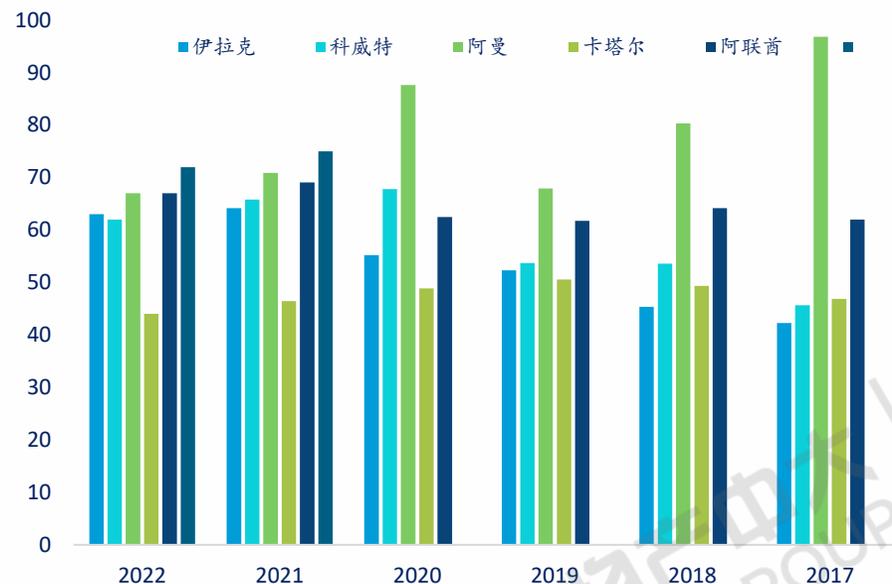


数据来源：WIND 中大期货研究院

由于中美货币政策相对独立，美国收紧流动性的同时，国内可能适度放松流动性，人民币汇率有望走强，外盘豆油、棕榈油或趋弱，内盘三大油脂或趋强。

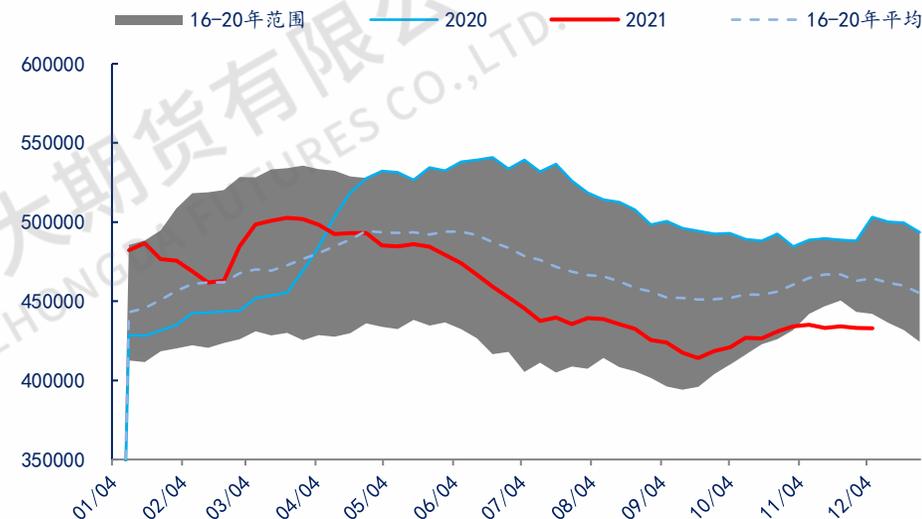


产油国财政平衡对应的油价 单位：美金/桶



数据来源：WIND 中大期货研究院

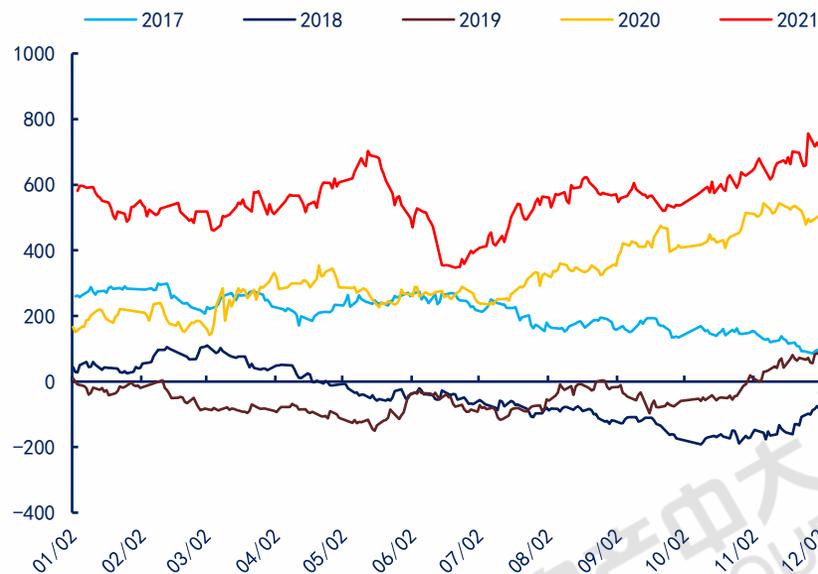
美国商业原油库存 单位：千桶



数据来源：WIND 中大期货研究院

而根据我们2022年历青年报《供需边际转好 或区间上移》一文中的观点，在经历2021年三季度能源阶段性紧缺后，在Omicron新冠变种袭来后，原油再度陷入区间整理，而根据今年OPEC+会议主张，欧佩克料将主观调控增产政策至油价维持在财政盈亏平衡价格附近，预计2022年国际原油将由供需紧平衡向供需宽松过度，原油价格或在2022年一季度二次筑顶后震荡下行，在60美金/桶附近偏弱震荡，深度下行风险来自于对未知病毒的恐慌和伊朗原油回归。

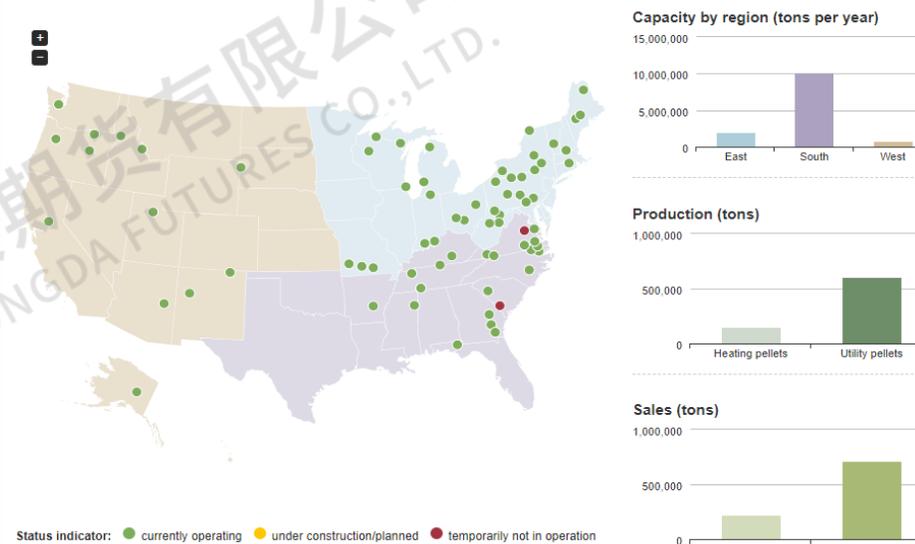
POGO价差 单位：美元/吨



数据来源：WIND 中大期货研究院

美国生物柴油产能图

Manufacturing facilities with capacity and status, September 2021

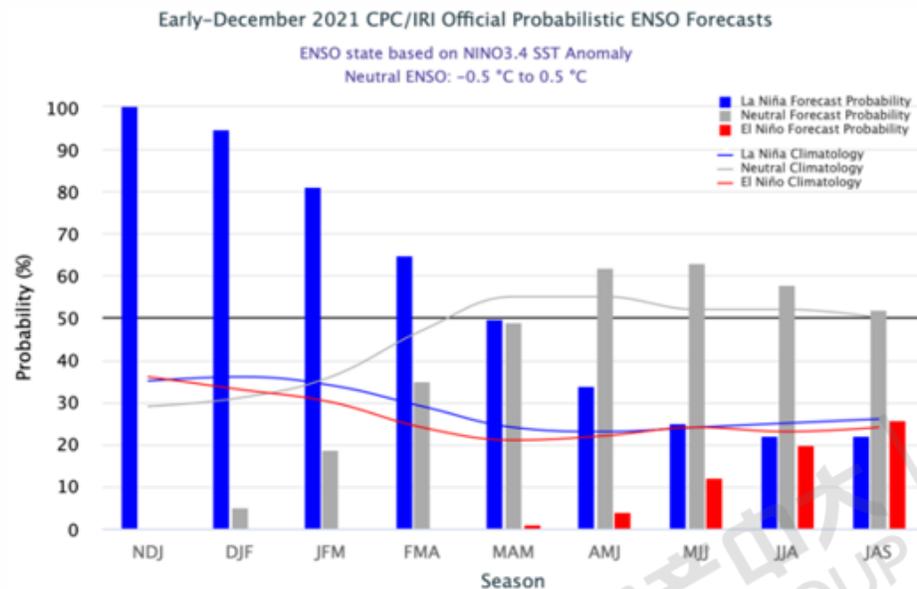


数据来源：EIA 中大期货研究院

2021年10月，印尼公布推迟B40计划。11月，巴西宣布2022年生柴强掺标准维持在10%而非之前宣布的14%；阿根廷随后宣布将掺混比例从10%下调至5%。12月7日，EPA正式公布可再生能源掺混目标，2022年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，明显不及USDA美豆油平衡表中预计的24.3%增幅。

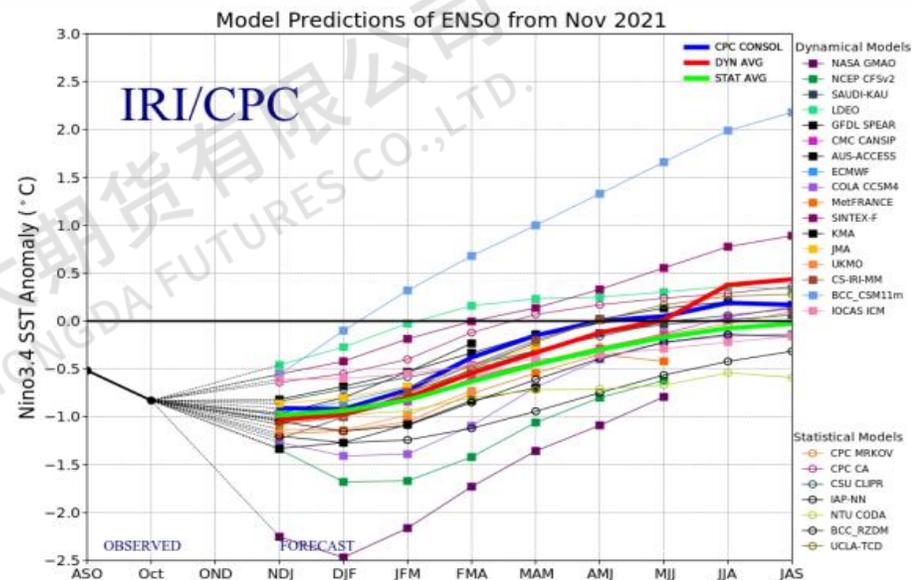
综上所述，在生物柴油性价比不再的当前，各国掺混政策相继下调目标或直接导致植物油脂需求预期下滑，棕榈油生物柴油需求或下滑80-100万吨，豆油生物柴油需求或下滑150-180万吨。

CPC/IRI ENSO概率预测



数据来源：NOAA 中大期货研究院

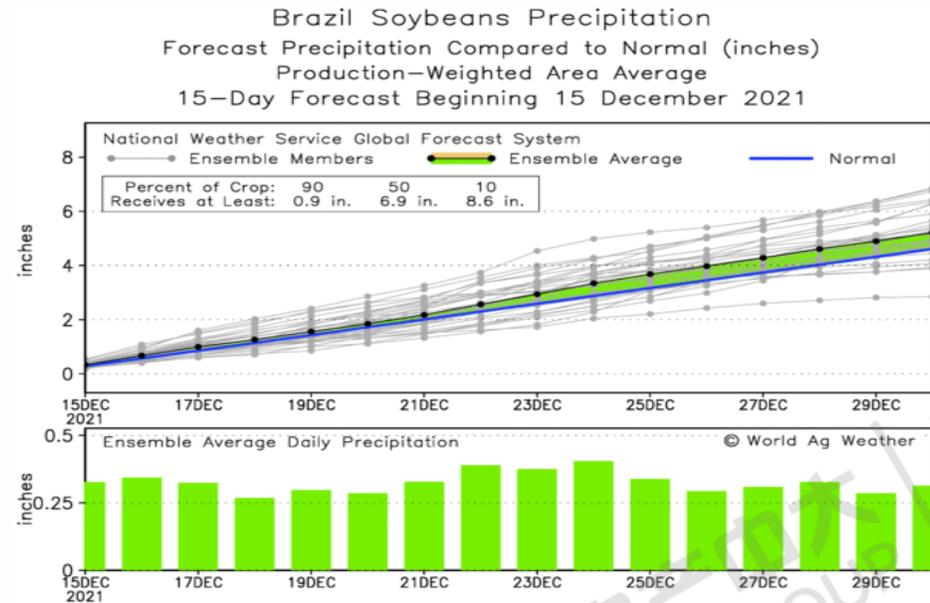
ENSO模型预测海表温度异常



数据来源：NOAA 中大期货研究院

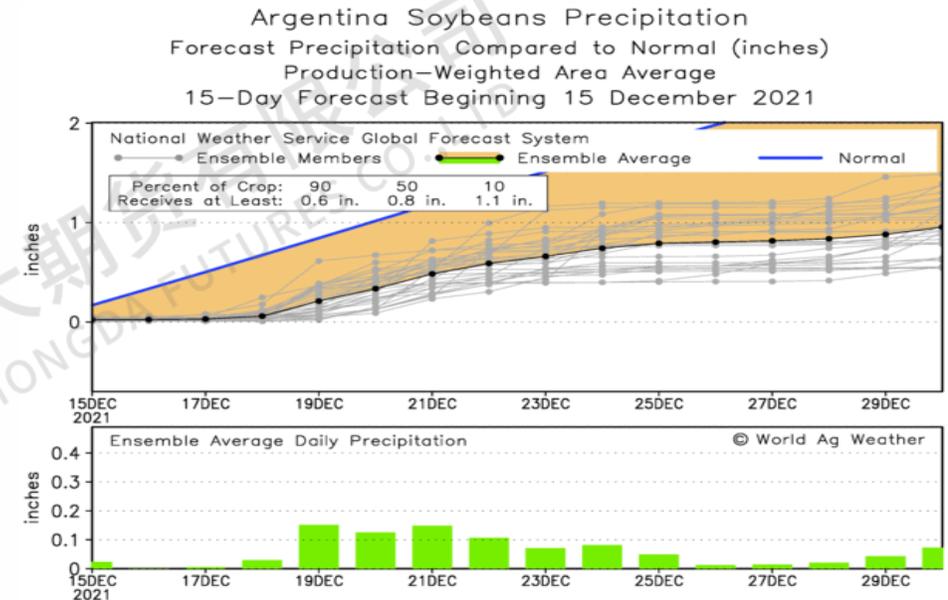
截至2021年12月15日，“拉尼娜”气候已在发展过程中，根据NOAA对NINO-3.4 SST指数的IRI/CPC平均预测显示，本次“拉尼娜”现象影响时间较往年有所延后，影响力达峰将在2022年2月份-4月份，并将在2022年晚春过渡到中性范围。影响程度方面维持中等强度的判断，较去年相比偏弱，预计东南亚降水强度将小幅弱于去年，降水集中在西加里曼丹及其周边的一些区域，马来和印尼主产区基本不受负面影响，利好棕榈油产量恢复。

巴西降水预测图



数据来源: AgWeather 中大期货研究院

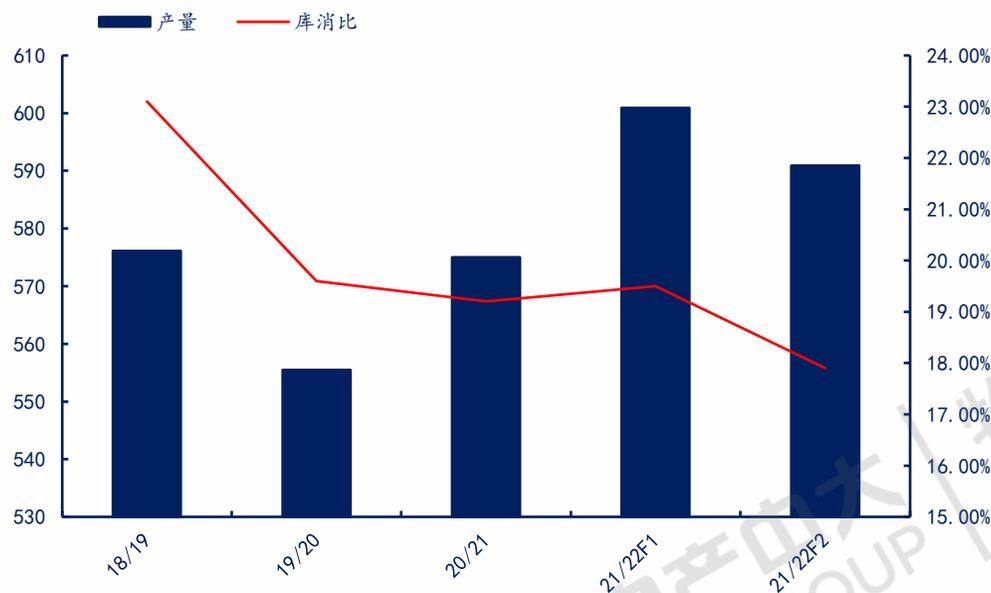
阿根廷降水预测图



数据来源: AgWeather 中大期货研究院

而南美方面, 历年“拉尼娜”气候对巴西影响较小, 仅南部产区 (主要是南里奥格兰德州) 会受到一定影响, 当前巴西积温接近最适宜值且降水丰沛, 丰产预期较强。但“拉尼娜”天气对阿根廷影响较为明显, 2020/21年度阿根廷大豆单产下滑9.3%, 当前未达峰值的“拉尼娜”气候已致使巴西南部 and 阿根廷大部分产区不同程度的干旱。考虑到NOAA对本次“拉尼娜”中等强度 (59%以上概率) 的判断, 大概率阿根廷减产幅度与去年持平, 南美大豆整体维持增产。但小概率情况下, 如“拉尼娜”强度高于预期, 南美产区干旱严重, 则仍不排除产量下滑的可能。

全球油籽产量及库消比 单位：百万吨,%



数据来源：USDA 中大期货研究院

全球大豆产量及库消比 单位：百万吨,%



数据来源：USDA 中大期货研究院

根据USDA报告和第三方机构油世界的预测中，由于20/21产季种植利润较好，南美新季大豆种植面积进一步增加，东欧葵花籽持续增产，马来劳工问题有望得到解决使得棕榈果增产预期上升，全球油籽产量料增2600万吨。且由于市场情绪普遍看涨，20/21产季油籽压榨持续不及预期，直接导致植物油脂供应偏紧，油籽结转库存增近600万吨至1.163亿吨的纪录第二高水平。

随着市场情绪转弱，农民销售积极性上升，油籽供给或逐渐转向宽松，压榨量或有所回升，21/22年度植物油脂料增390万吨至1.286万吨。值得注意的是当前计算中预测南美大豆因“拉尼娜”天气减产在200-300万吨，如出现小概率事件，阿根廷产量收到严重影响，21/22年植物油脂产量将下滑至1.106万吨，库消比或继续走低。



物产中大
WZ GROUP

物产中大期货有限公司
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO., LTD.

PART 3

结论

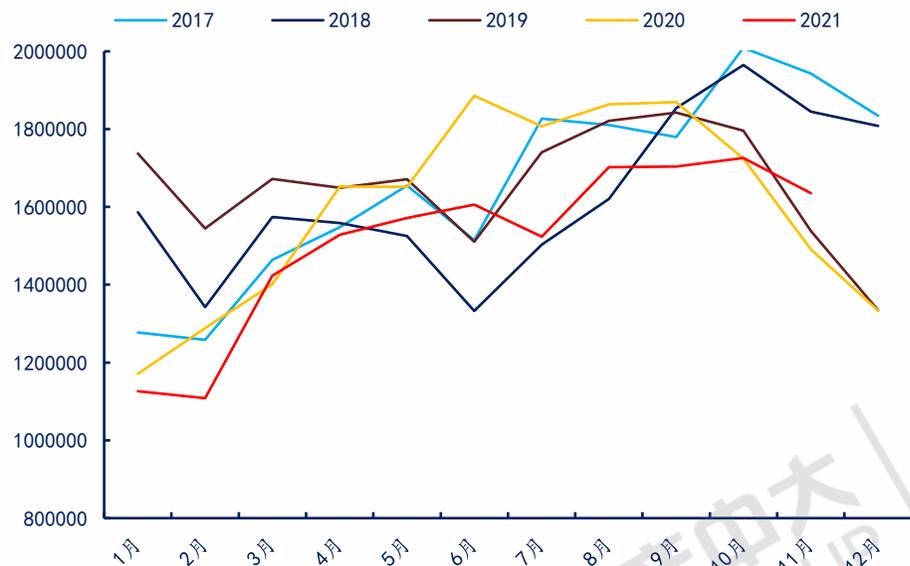


物产中大
WZ GROUP

物产中大期货有限公司
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO., LTD.

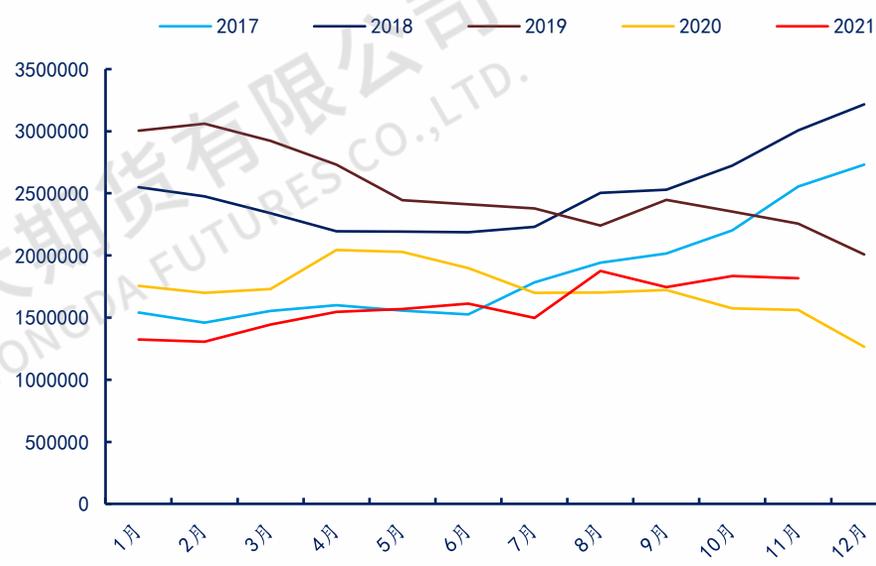


马来西亚棕榈油产量 单位：吨



数据来源：MPOB 中大期货研究院

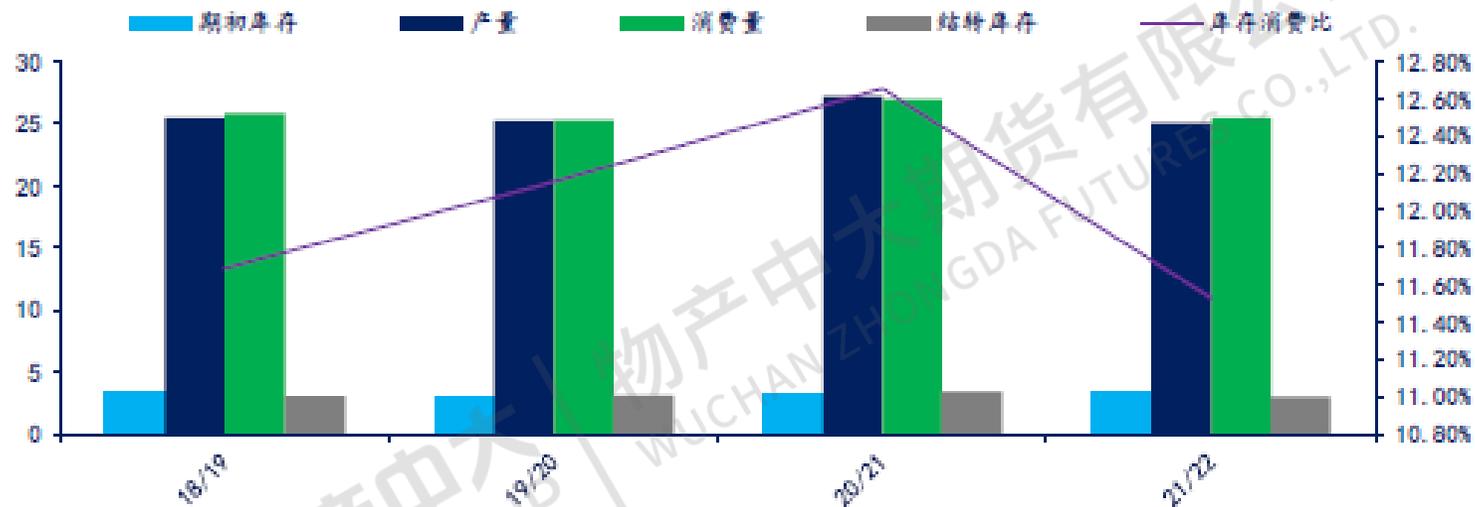
马来西亚棕榈油库存 单位：吨



数据来源：MPOB 中大期货研究院

2021年依照厄尔尼诺天气带来的周期性降雨，原本预期全年产量回升，但由于新冠疫情影响，外来劳工无法入境马来西亚，根据MPOA首席执行官6月的看法，预计存在油棕榈收获存在4万人的缺口。9月17日，马来西亚人资部批准引进3.2万名外来劳工，并在吉隆坡机场建立一个可容纳2000人的区域用作外劳的隔离中心。如Omicron疫情未影响马来政府的后续决策，预计马来政府将加速外来劳工的移民签证工作，并显著改善马棕生产效率，oil world预计21/22年度（今年10月-明年9月）马棕产量同比增加100万吨。且尽管11月MPOB数据季节性下滑5.27%，但12月及2022年初，马来劳动力缺乏对产量的影响将可能随着产量的季节性环比下滑自然消失，虽然产量可能继续环比下滑，但有望恢复至正常水平。所以，在2022年一季度，马来的产量有很大概率会实现一个高于预期的同比增幅，后续马棕产量或将逐步有减产向增产发生转变。而由于新棕榈成熟面积增速明显放缓，印尼21/22年度棕榈油或同比增长180万吨。

全球菜油供需情况 单位：百万吨



数据来源：USDA 中大期货研究院

由于20/21年度美豆丰产确定，根据上文分析，虽然南美产量仍有疑虑，大概率仍将增产，无论是USDA还是oil world均认为豆油库消比或转好，结合上文讨论的生物柴油需求下滑，豆油供应宽松的局面或已确定。而菜油端来看，加拿大20/21年度的大幅减产导致菜籽结转库存仍处于历史低位，澳大利亚菜籽的丰产未能改变全球菜油供应偏紧的结论，新产季菜籽供应情况仍等待加拿大播种预报确认，但考虑到中加关系影响，预计菜油2022年供给恢复或有限。



综上所述，我们对油脂供需情况做以下总结：

1) 供应方面：①“拉尼娜”天气对2022年东南亚棕榈油产量存在利好，马来劳工问题有望在2022年得到解决，2022年一季度马来产量或迎来大幅同比增长，但由于印尼一季度存在洪水季减产的预期，棕榈油累库节点或发生在2022年二季度；②巴西大豆增产预期奠定了2022年大豆库消比回升的基调，但因巴西南部产区及阿根廷受拉尼娜影响发生大旱，全球大豆库销比存在回升和下滑调整预期。③菜籽产量不确定仍强，需等待加拿大播种预报确认，但考虑到中加关系影响，预计菜油2022年供给恢复或有限。

2) 需求方面：①新冠疫情抑制的餐饮消费有修复预期；②EPA生物柴油掺混目标较为保守，美豆油需求预期下调；③巴西生柴调整掺混比，存在50-100万吨的豆油需求缩量。

展望2022年，在南美大豆尚未定产、东南亚一季度产量存疑、生柴需求缩量未兑现的情况下，维持明年一季度油脂偏强的判断；若上述利空切实兑现，植物油脂开始累库复苏，则油脂供需矛盾将得到缓解，价格或将见顶转弱，预计品种间价差如豆棕价差将回归历史均重，前强后弱的格局也为月间价差策略提供了机会。品种间强弱关系上，维持菜油>棕榈油>豆油的判断。

套利策略：棕榈油05-09正套 豆棕05价差扩大

关注马棕一季度产量恢复情况和南美大豆产量实现

风险提示：棕榈油产量增幅不及预期；油脂消费超预期增长；资金炒作CPI做多油脂；原油价格飙升；生柴政策提高掺混率

农产品分析师：陶圣炎

0571-8778888-8702

期货从业资格：F3076056

邮箱:taosy@wzgroup.cn



免责声明

本报告中的信息和数据由物产中大期货整理分析，均来源于已公开的资料，报告中的信息分析和所表达的意见仅供参考，不直接构成投资建议，投资者据此进行投资与我公司和分析师无关。版权仅为物产中大期货有限公司所有，未经许可，不得转载。



物产中大研究



农产品分析师 陶圣炎

地址：浙江省杭州市拱墅区大关路179号远洋国际中心B座9楼

电话：0571-8778-8888

网址：www.zdqh.com



物产中大
WZ GROUP

物产中大期货有限公司
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO.,LTD.

请多指正！