



张 利

农产品研究员

电话：0755-23375124

邮箱：zhanglb@wkqh.cn

强现实与弱预期博弈的延续

报告要点：

- 1、在全球油料产量屡创新高的背景下，全球植物油仍处于去库阶段，虽然受疫情影响需求被一定程度上压制，但并不影响全球植物油消费的稳定增长。
- 2、棕榈油市场是强现实和弱预期博弈的延续，强现实体现在当前国内外低库存和国内高基差。弱预期则体现着产地增产和累库预期，劳工紧缺问题能否有效改善仍是多空博弈的焦点。
- 3、棕榈油作为油脂的“龙头”同样影响着豆油和菜油市场，其在价格走势上的影响甚至大于豆油和菜油自身的基本面影响。
- 4、菜油市场除了受到棕榈油基本面的影响，还有加拿大菜籽大幅减产带来的加成，因此菜油在盘面上表现的尤为抗跌。反观豆油市场，则受到上游大豆丰产现实与预期的拖累，在盘面上表现较弱。
- 5、当下“油脂见顶”的声音不绝于耳，然而所谓的利空更多的是比较虚的预期，能否变为现实有待进一步确认，而强现实则是供需偏紧。正视短期的强现实，谨慎对待弱预期或不失为一种理性的思路。

观点和操作建议

- 1、在强现实与弱预期博弈延续的背景下，油脂全年的单边走势有诸多不确定性，鉴于此，建议更多地把握阶段性机会。如在马棕库存偏低的情况下，油脂深度调整后把握近月合约的做多机会，马棕增产后把握远月合约价格冲高后的做空机会。棕榈油指数参考区间 6500-9000 元/吨，豆油指数参考区间 7000-9500 元/吨，菜油指数参考区间 10000-13500 元/吨。
- 2、可以考虑逢低布局豆棕油 05 价差的扩大，参考区间 300-900 元。风险点在于马棕复产不及预期或南美大豆丰产进一步落实。

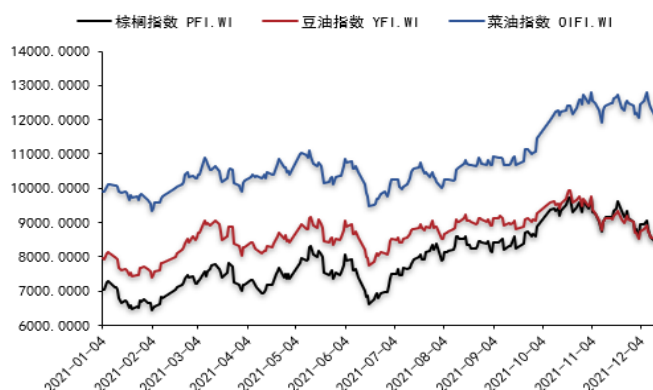


强现实与弱预期博弈的延续

一、2021 年行情回顾

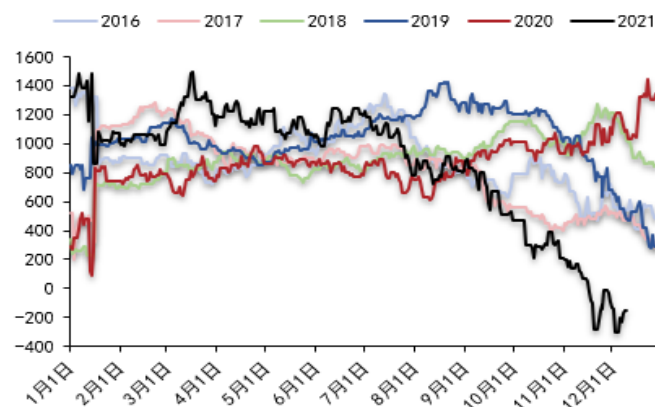
2021 年，油脂整体上处于偏强格局。以油脂 01 合约为例，从年初至今，棕榈油 01 合约最大涨幅 71.81%，豆油 01 合约最大涨幅 51.25%，菜油 01 合约最大涨幅 56.35%。

图 1：2021 年三大油脂指数走势



数据来源：五矿期货研究中心

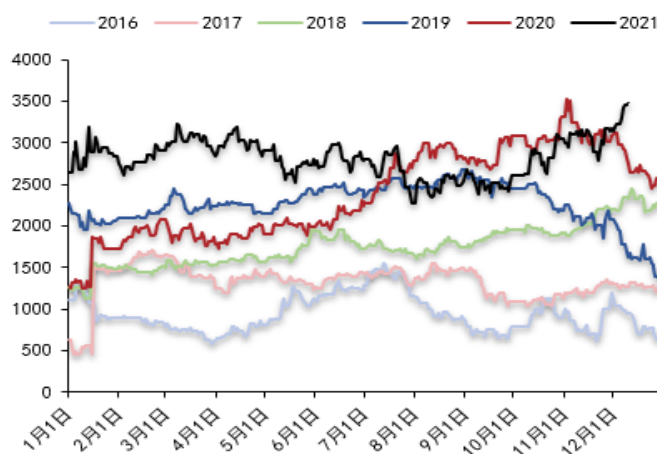
图 2：豆棕油 01 价差



数据来源：五矿期货研究中心

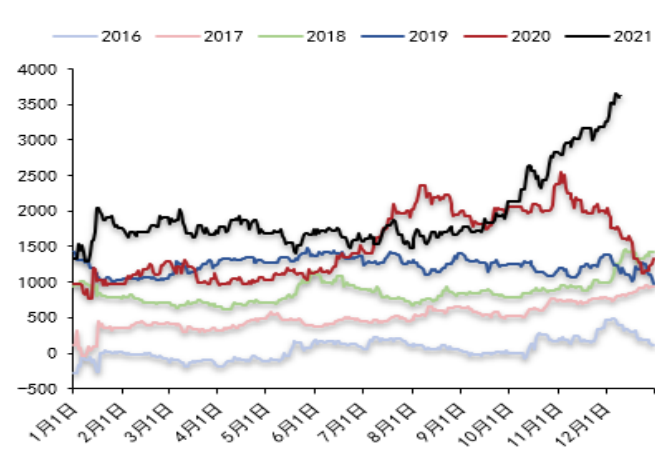
上半年，油脂市场上有着明显的强现实和弱预期的博弈，强现实体现在国内外油脂的历史低库存和国内油脂的高基差。弱预期则体现着马棕增产和累库预期，这样的背景下，油脂市场短期波动频繁，但整体价格重心上移。进入下半年，随着马来疫情的反复和劳动力的紧缺，马棕增产和累库预期逐步破灭，行情较上半年走势更为流畅。

图 3：菜棕油 01 价差



数据来源：五矿期货研究中心

图 4：菜豆油 01 价差



数据来源：五矿期货研究中心

2021 年油脂价格剧烈波动的同时，油脂间价差波动同样显著，今年最大的亮点是豆棕油价差的倒挂和菜豆油价格的扩大。由于豆油基本面相对于棕榈油和菜油更为宽松，最近豆棕油 01 价差一度倒挂至 -300 元/吨附近，菜豆油 01 价差则从 1500 元/吨附近扩大至 3500 元/吨附近。

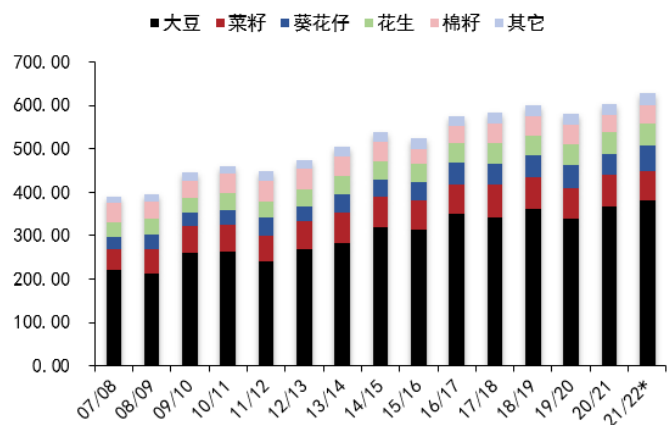


二、油脂油料基本面分析

(1) 全球油料产量和库存或将再创新高

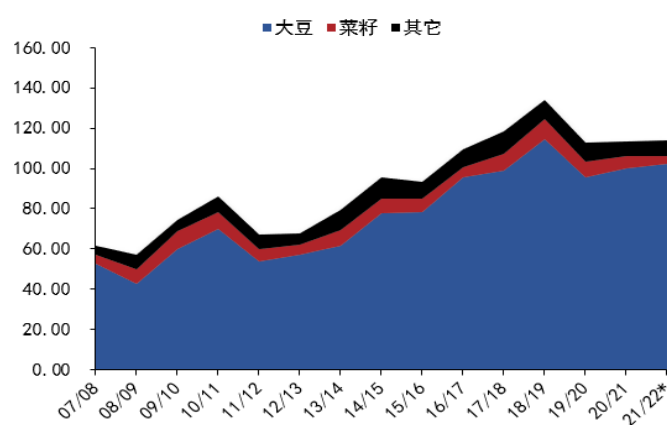
21/22 年度，全球油料产量将持续增长，库存或将有所累积。根据 USDA 最新数据显示，20/21 年度全球油料产量 6.03 亿吨，较 19/20 年度增产 2282 万吨，增产幅度 3.93%。库存方面，20/21 年度全球油料库存 1.13 亿吨，较 19/20 年微增 111 万吨。21/22 年度，油料将继续高产，根据 USDA 最新数据显示，21/22 年度全球油料产量 6.27 亿吨，较 20/21 年度增产 2401 万吨，增产幅度 3.98%，产量将再创新高。库存方面，21/22 年度全球油料库存 1.14 亿吨，较 20/21 年增微增 46 万吨。

图 5：全球油料产量 单位：百万吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 6：全球油料库存 单位：百万吨



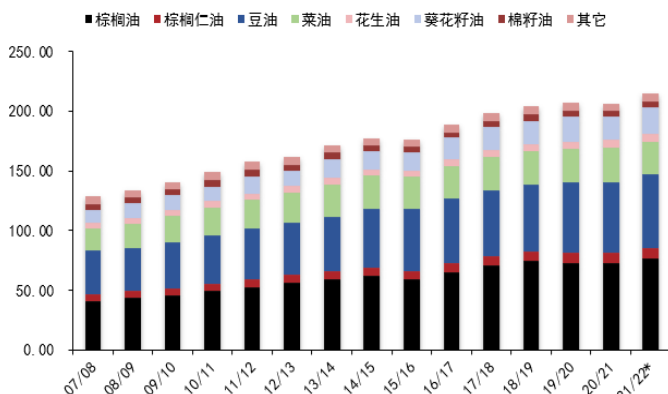
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

(2) 全球植物油仍在去库

在全球油料增产的背景下，植物油仍然处于去库阶段。根据 USDA 数据显示，20/21 年度全球植物油产量 2.06 亿吨，较 19/20 年度减少 83 万吨，降幅为 0.4%，十年增速均值为 4.08%。20/21 年度全球植物油库存 2479 万吨，较 19/20 年度降 197 万吨，降幅为 7.36%。进入 21/22 年度，全球植物油继续去库，21/22 年度全球植物油产量 2.14 亿吨，较 20/21 年度增加 852 万吨，增幅为 4.13%，高于过去十年均值 3.36%。21/22 年度全球植物油库存 2398 万吨，较 20/21 年下降 81 万吨，降幅 3.27%。

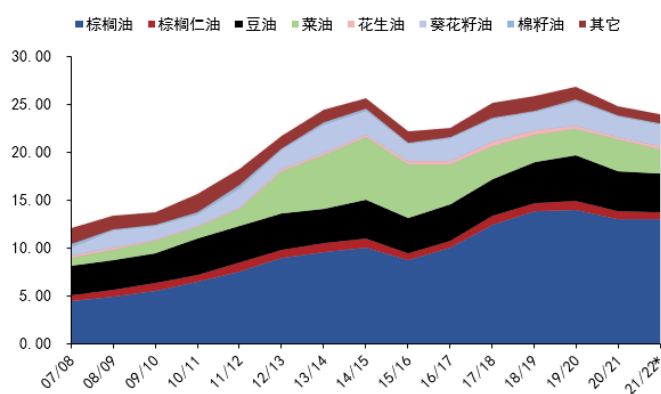


图 7：全球植物油产量 单位:百万吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 8：全球植物油库存 单位:百万吨

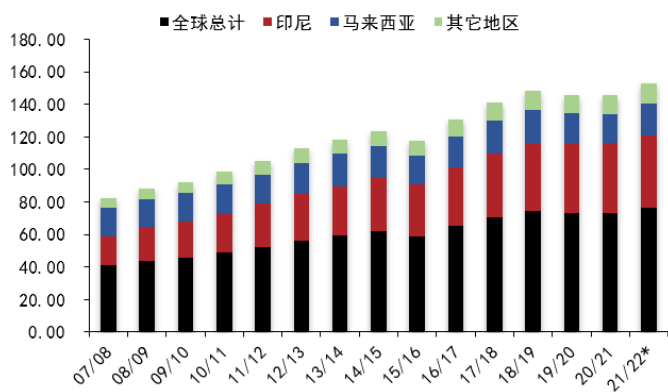


数据来源：USDA、五矿期货研究中心

（3）棕榈油：产地低库存+增产不确定性

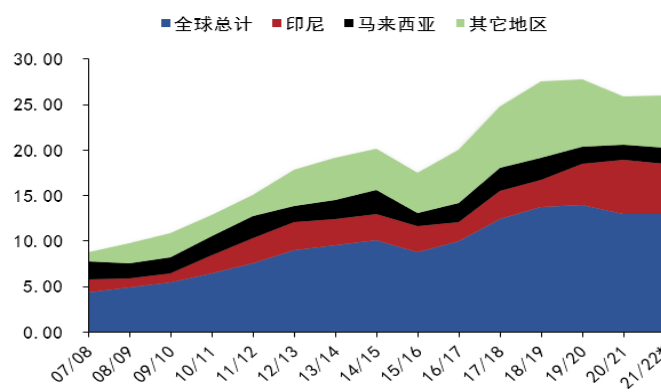
根据 USDA 数据显示，20/21 年度全球棕榈油产量为 7287 万吨，略低于上一年度。其中印尼产量 4350 万吨，增产 100 万吨；马来西亚产量 1785 万吨，减产 140 万吨。20/21 年度全球棕榈油库存为 1293 万吨，略高于上一年度。21/22 年度全球棕榈油产量为 7654 万吨，增产 367 万吨。其中印尼产量 4450 万吨，增产 100 万吨；马来西亚产量 1970 万吨，增产 185 万吨。21/22 年度全球棕榈油库存为 1299 万吨，略高于 20/21 年度。通过以上数据可以看到，全球棕榈油 21/22 年度有明显的增产预期，但并没有明显累库。

图 9：全球棕榈油产量 单位：百万吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 10：全球棕榈油库存 单位：百万吨



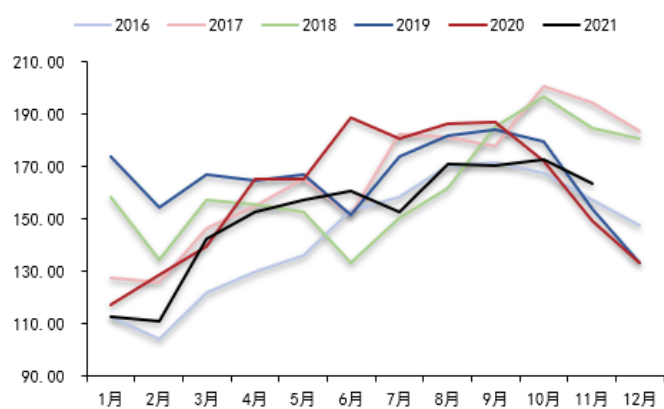
数据来源：USDA、五矿期货研究中心

棕榈油产量存在明显的季节性。以马棕为例，通常情况下，马棕每年 3 月进入增产周期，并在同年 10 月达到产量峰值，之后步入减产周期并持续到下一年度 2 月，目前马棕正进入减产周期。马来西亚棕榈油局 MPOB12 月供需报告显示，马来西亚 11 月棕榈油产量为 1634932 吨，环比减少 5.27%。受疫情影响及劳动力紧缺问题，今年马棕产量始终低于正常水平，库存也始终处于偏低水平，这也是棕榈油和其它油脂大涨的重要原因。下半年以来，马来西亚最近一直在为引进外籍劳动力做努力，但疫情的反复始终是其障碍，如果后期影响较为严重，引进外籍劳动力也存在大打折扣的可能性。劳动力的紧缺问题不得到根本解决，那么棕榈油产量恢复也将难以实现。再结合当前的减产周期，预计接下来的数月，马棕仍将维持动态低库存水平，之后



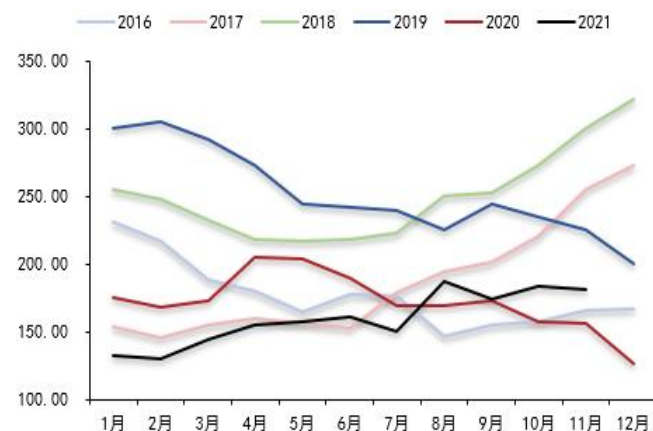
则有一定的不确定性。

图 11：马棕月度产量 单位：万吨



数据来源：MPOB、五矿期货研究中心

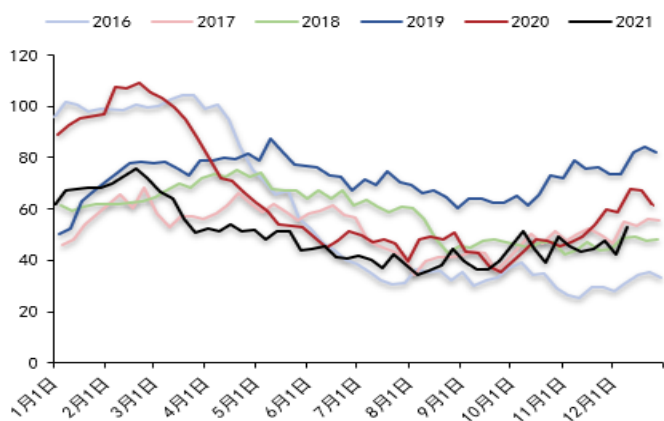
图 12：马棕月度库存 单位：万吨



数据来源：MPOB、五矿期货研究中心

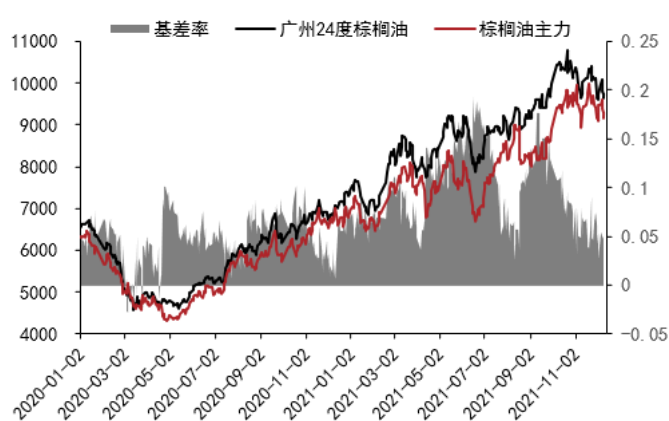
国内方面，国内棕榈油库存仍维持偏低水平。截止 12 月 10 日，全国棕榈油主要油厂库存 52.87 万吨，同比下降 22.20%。国内现货价格坚挺，基差长期处于偏强状态。进入 12 月，随着 01 合约临近交割月，基差正逐步收窄，不过 05、09 合约仍深度贴水现货，当然远月的贴水也反应了偏弱的价格预期。

图 13：棕榈油主要油厂库存 单位：万吨



数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

图 14：棕榈油基差率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

（4）豆油：供需平衡

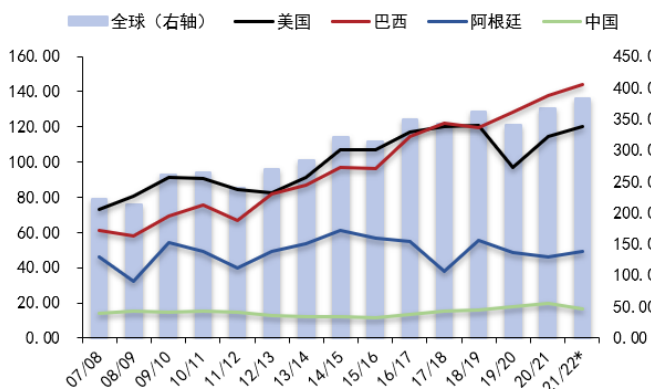
1、全球大豆产量将再创新高

根据 USDA 数据显示，20/21 年度全球大豆产量 3.66 亿吨，较 19/20 年度增产 2635 万吨，增产幅度 7.19%。20/21 年度全球大豆库存为 9981 万吨，较 19/20 年度增 428 万吨，增幅 4.48%。进入 21/22 年度，全球大豆产量继续新高，库存也将持续回升。21/22 年度全球大豆产量 3.81 亿吨，较 20/21 年度增产 1555 万吨，增产幅度 4.24%。21/22 年度全球大豆库存为 1.02 亿吨，



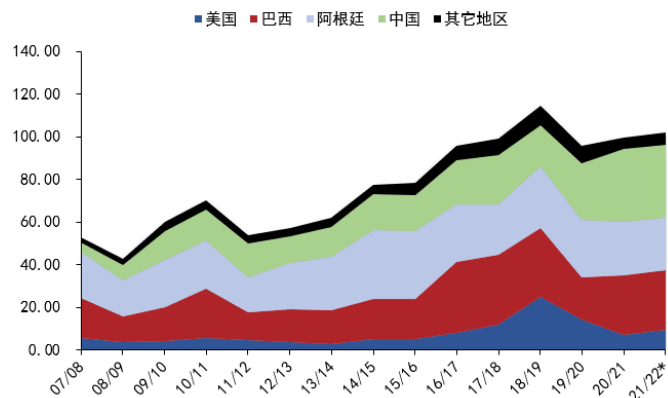
较 20/21 年度增 219 万吨，增幅 2.19%。

图 15：全球及各主产国大豆产量 单位：百万吨



数据来源：USDA，五矿期货研究中心

图 16：全球大豆库存 单位：百万吨



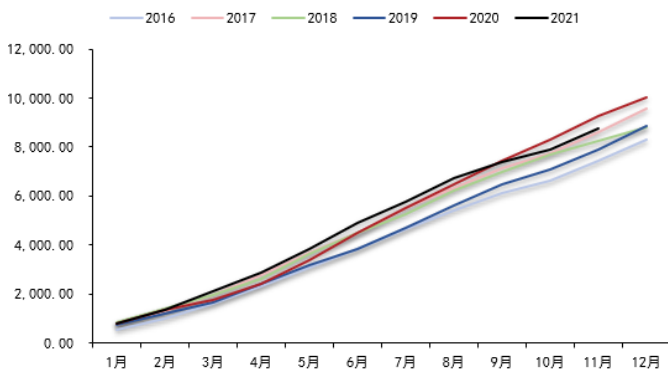
数据来源：USDA，五矿期货研究中心

2、美豆产量已恢复至正常水平，南美丰产预期强烈

USDA 数据显示，21/22 年度美国大豆产量 1.2 亿吨，较 20/21 年度增产 567 万吨，增产幅度 4.95%。21/22 年度美国大豆库存为 925 万吨，经过两年的丰产，美豆供需已从紧缺转为平衡状态，当前市场焦点也从美豆逐步转向南美大豆市场。

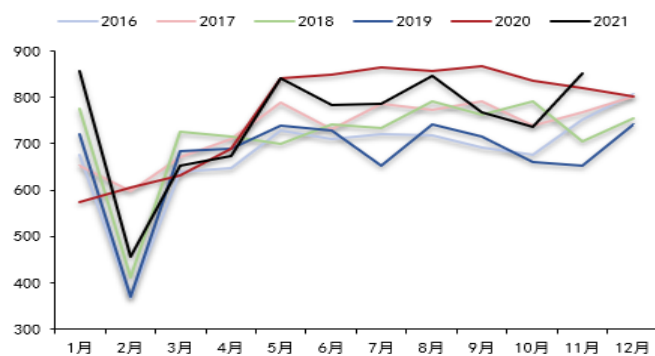
目前南美丰产预期强烈，根据 USDA 数据显示，21/22 年度巴西大豆产量 1.44 亿吨，将再创历史新高，21/22 年度巴西大豆库存为 2825 万吨，略高于上一年度。21/22 年度阿根廷大豆产量 4950 万吨，略高于上一年度，21/22 年度阿根廷大豆库存为 2461 万吨，较 20/21 年度略有回落。目前巴西播种结束，阿根廷播种进度也正在加快，整体播种进度顺利。在预期上巴西南部 and 阿根廷北部有干旱，但整体影响不大。未来数月是南美大豆的关键生长期，而不久前拉尼娜再次形成，虽然南美大豆丰产可以预期，但潜在的变数仍需在未数月持续关注。

图 17：大豆年度累计进口 单位：万吨



数据来源：海关，五矿期货研究中心

图 18：大豆月度压榨量 单位：万吨



数据来源：我的农产品网，五矿期货研究中心

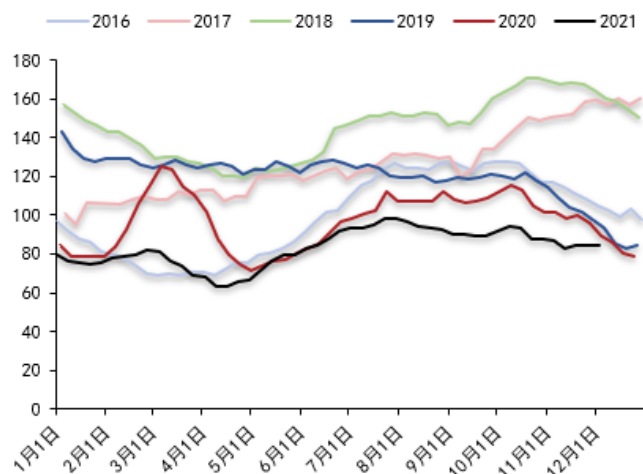
3、国内豆油市场供需平衡

2021 年我国大豆进口进度低于往年，海关总署数据显示，中国 11 月进口大豆 857 万吨，中国



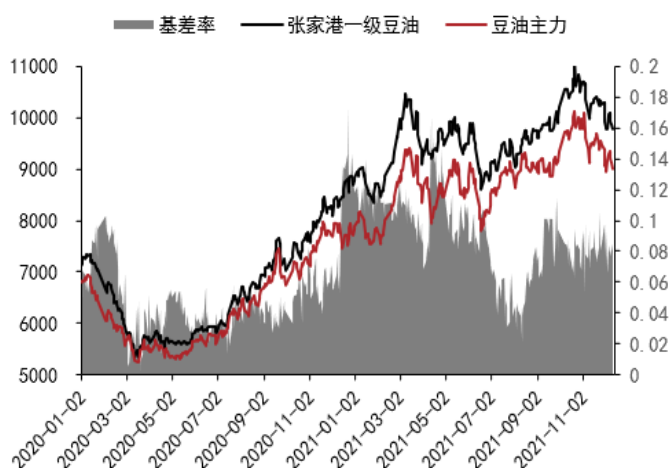
1-11 月大豆进口同比降 5.53%至 8767 万吨。与之对应的是中国的压榨量同样偏低，根据我的农产品网数据显示，中国 1-11 月油厂压榨总量为 8255 万吨，低于去年同期的 8442 万吨。抛开进口，可以简单理解为国内豆油供应略低于上一年度。豆油的需求端相对稳定，基差较强。根据我的农产品网数据显示，截至 12 月 10 日，国内豆油主要油厂库存 82.9 万吨，与去年同期的 85.77 万吨基本持平。

图 19：豆油主要油厂库存 单位：万吨



数据来源：我的农产品网、五矿期货研究中心

图 20：豆油基差率



数据来源：WIND，五矿期货研究中心

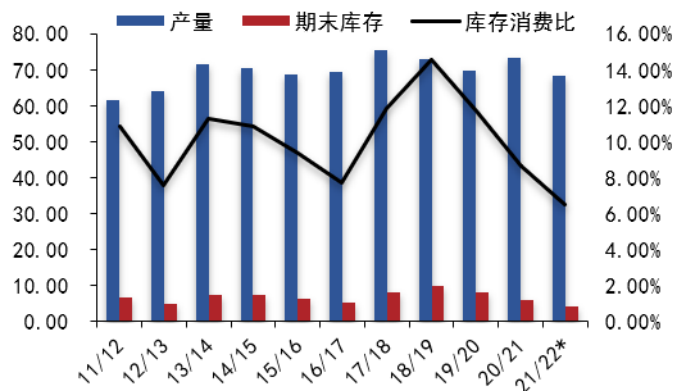
单看国内豆油的供需与高基差，豆油基本面同样偏强。不过上游大豆基本面较为宽松，令豆油在成本上受到了一定的压制，这也是豆油走势弱于棕榈油和菜油的重要原因。因此整体来看，豆油基本面相对供需平衡。

(5) 菜油：供应偏紧

根据 USDA 数据显示，21/22 年度全球菜籽产量 6835 万吨，较 20/21 年度减产 481 万吨，减产幅度 6.57%。21/22 年度全球菜籽库存 437 万吨，较 20/21 年度降 28.94%。21/22 年度全球菜油产量 2748 万吨，较 20/21 年度降 171 万吨，降幅 5.85%。21/22 年度全球菜油库存 251 万吨，较 20/21 年度降 24.16%。在全球菜籽减产的背景下，全球菜油再次减产并大幅去库。

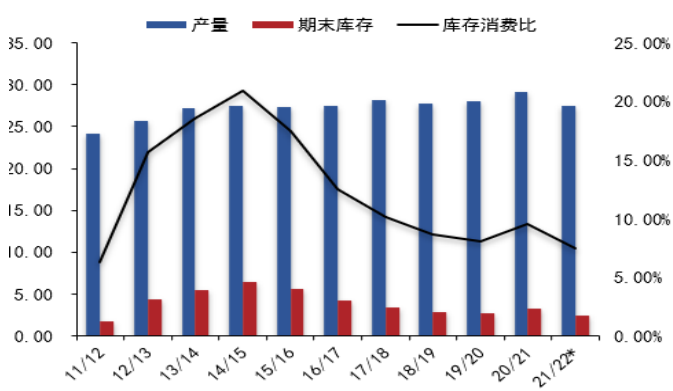


图 21：全球菜籽供需 单位：百万吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

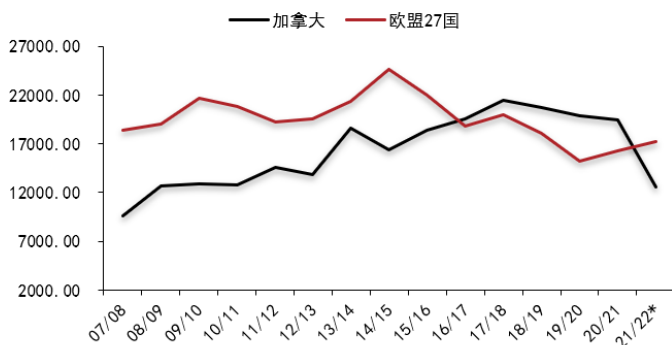
图 22：全球菜油供需 单位：百万吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

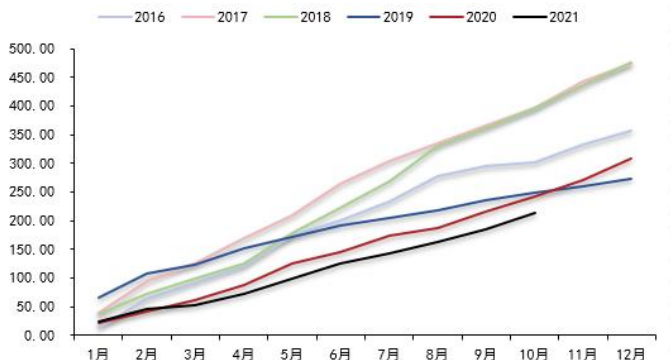
加拿大与欧盟是全球最大的菜籽生产国，因欧盟菜籽基本不出口，所以加拿大是全球菜籽及菜油的主要出口国。此次全球菜籽的减产主要来自于加拿大菜籽产量的锐减，根据 USDA 数据显示，21/22 年度加拿大菜籽产量仅为 1260 万吨，较上一年度减产近 700 万吨，减产幅度高达 35.33%。此次大减产令加拿大菜籽及菜油对全球出口供应更为有限。

图 23：全球菜籽主产国产量 单位：千吨



数据来源：USDA、五矿期货研究中心

图 24：菜籽月度进口 单位：万吨

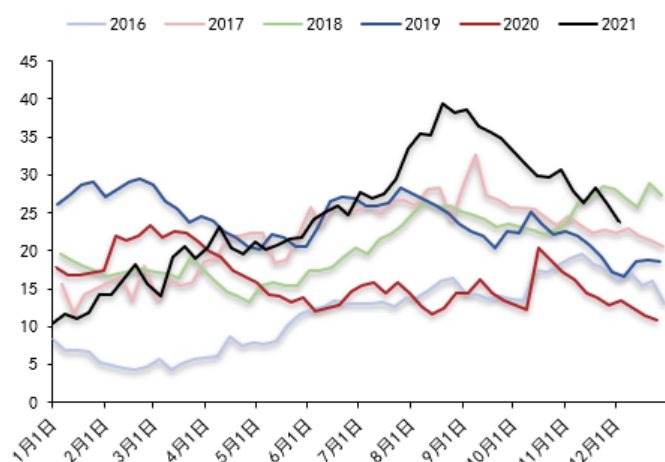


数据来源：海关、五矿期货研究中心

19 年至今我国菜籽进口量始终处于偏低水平，菜籽供应趋紧，油厂开机率降至极低水平，仅部分油厂有菜籽可榨。根据海关数据显示，2021 年 1-10 月，我国菜籽进口量仅为 212 万吨，并且进口量呈逐年下降水平。加之国产菜籽供应量有限，菜油基本面长期维持供需偏紧格局。

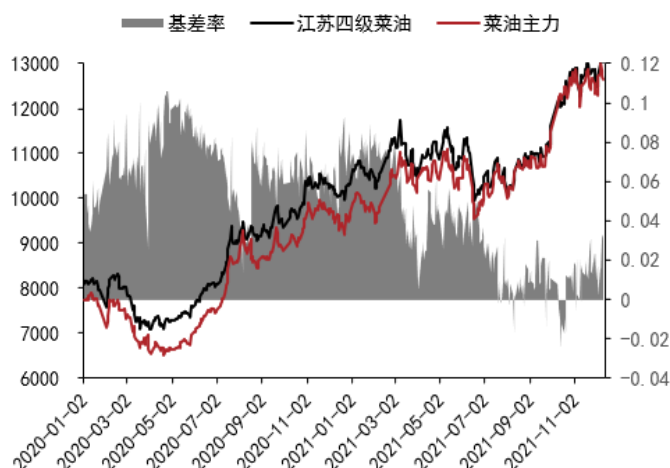


图 25：华东菜油库存 单位：万吨



数据来源：我的农产品网，五矿期货研究中心

图 26：菜油基差率



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

三、油脂行情综述与 2022 年行情展望

整体来看，在全球油料产量屡创新高的背景下，全球植物油仍处于去库阶段，虽然受疫情影响需求被一定程度上压制，但并不影响全球植物油消费的稳定增长。棕榈油方面，劳动力紧缺始终影响着棕榈油的生产，而未来数月，棕榈油仍处于季节性减产周期，马棕动态低库存仍将大概率维持，不过远月棕榈油有一定增产预期。马来西亚政府最近一直在为引进外籍劳动力做努力，但如果后期疫情影响仍然严重，劳动力的紧缺问题仍难以得到根本解决，棕榈油产量的恢复也将大打折扣。大豆方面，美豆经过两个作物年的丰产，已经由紧缺转为平衡。而南美大豆丰产预期强烈，目前巴西和阿根廷部分地区有干旱，但整体影响不大。未来数月是南美大豆的关键生长期，潜在的变数仍需持续关注。菜籽方面，加拿大菜籽的大幅减产令全球菜籽供应进一步收紧，我国有限的菜籽产量和偏低的菜籽进口量令菜油供需持续偏紧。

棕榈油市场是强现实和弱预期博弈的延续，强现实体现在当前国内外低库存和国内高基差。弱预期则体现着产地增产和累库预期，劳工紧缺问题能否有效改善仍是多空博弈的焦点。棕榈油作为油脂的“龙头”同样影响着豆油和菜油市场，其在价格走势上的影响甚至大于豆油和菜油自身的基本面影响。菜油市场除了受到棕榈油基本面的影响，还有加拿大菜籽大幅减产带来的加成，因此菜油在盘面上表现的尤为抗跌。反观豆油市场，则受到上游大豆丰产现实与预期的拖累，在盘面上表现较弱。当下“油脂见顶”的声音不绝于耳，然而所谓的利空更多的是比较虚的预期，能否变为现实有待进一步确认，而强现实则是供需偏紧。正视短期的强现实，谨慎对待弱预期或不失为一种理性的思路。

四、观点和操作建议

1、在强现实与弱预期博弈延续的背景下，油脂全年的单边走势有诸多不确定性，鉴于此，建议更多地把握阶段性机会。如在马棕库存偏低的情况下，油脂深度调整后把握近月合约的做多机会，马棕增产后把握远月价格冲高后的做空机会。棕榈油指数参考区间 6500-9000 元/吨，豆油指数参考区间 7000-9500 元/吨，菜油指数参考区间 10000-13500 元/吨。



免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我
您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。
但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

五矿期货分支机构

深圳总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦
13-16层
电话：400-888-5398

业务一部

业务一部

电话：0755-83252740

业务二部

电话：0755-88917165

业务三部

电话：0755-83752356

业务四部

电话：010-68331868-183

业务五部

电话：028-85053476

深圳营业部

深圳市福田区益田路6009号新世界中心2702
电话：0755-82771926

北京分公司

北京市海淀区首体南路6号新世纪世行饭店写
字楼1253室
电话：010-68332068

上海世纪大道分公司

上海市浦东新区向城路288号国华人寿金融大厦
902、903
电话：021-58784529

成都分公司

成都高新区天府大道北段1288号1幢3单元12层
1204、1205
电话：028-86131072

青岛分公司

山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼
409
电话：0532-85780820

北京广安路营业部

北京市丰台区广安路9号院6号楼408、409
电话：010-64185322

广州营业部

广东省广州市天河区珠江西路17号广晟国际大
厦24楼2407
电话：020-29117582

湛江营业部

广东省湛江市开发区乐山东路35号银隆广场12
层A1210室
电话：0759-2856220

天津营业部

天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广
场2101-2102
电话：022-23778878

西安营业部

陕西省西安市新城区纬什街新科路1号楼一层
电话：029-87572985

<p>宁波营业部</p> <p>浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼1205室</p> <p>电话：0574-87330527</p>	<p>重庆营业部</p> <p>重庆市江北区江北城西大街25号11-1</p> <p>电话：023-67078086</p>
<p>郑州营业部</p> <p>郑州市未来路69号未来大厦16层1612号</p> <p>电话：0371-65619030</p>	<p>南通营业部</p> <p>江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室</p> <p>电话：0513-81026015</p>
<p>杭州营业部</p> <p>浙江省杭州市江干区万银大厦1408室</p> <p>电话：0571-81969926</p>	<p>浙江台州营业部</p> <p>浙江省台州市椒江区爱华新台州大厦8-A</p> <p>电话：0576-89811511</p>
<p>济南营业部</p> <p>山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室</p> <p>电话：0531-83192255</p>	<p>昆明营业部</p> <p>云南省昆明市盘龙区北京路612号银海国际公寓D座3201室</p> <p>电话：0871-63338532</p>
<p>大连营业部</p> <p>辽宁省大连市沙河口区会展路大连国际金融中心A座大连期货大厦2001号</p> <p>电话：0411-84800452</p>	<p>唐山营业部</p> <p>河北省唐山市路北区军鑫里凤城国贸1楼21层2104号</p> <p>电话：0315-5936395</p>