

供需矛盾料改善，价格或高位回落

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：

2021 年行情回顾： 2021 年棕油领涨油脂市场，棕油强于菜油强于豆油，四季度甚至上演了豆棕油负价差的一幕。究其原因，1) 美豆丰产，豆油预期供应压力增大；2) 加拿大干旱持续，加菜籽超预期减产，菜籽油持续强势；3) 棕油由于新冠疫情导致劳工短缺，产量超预期下降，印度降税增加进口，棕油供需持续偏紧。

2022 年行情展望： 展望 2022 年，大豆增产兑现，棕油增产预期增强，油脂牛市或终结，价格或高位回落。

首先，宏观上，美缩债计划于 11 月启动，虽然对未来加息节奏市场仍有分析，但大概率流动性收紧相对确定，外盘趋弱。中国稳中定向宽松，人民币兑美元贬值预期较强，一定程度上利多内盘。

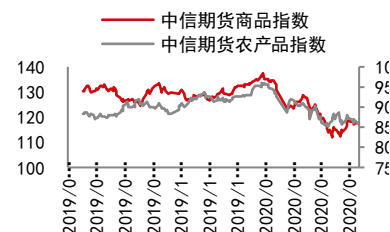
其次，供应端，大豆增产，豆粕需求高峰，预计春节后豆油累库加速。棕油劳工危机缓解，2 月开启季节性增产，低基数效应下，增产幅度预计突破 7%。菜系高价预计刺激原料增产。再次，需求端，2021 年餐饮消费超预期增长，2022 年高基数效应下，需求增幅回归均值略偏低水平。

综合看，油脂供需矛盾有望在 2022 年得到解决，价格大概率从高位回落。（需要注意，全球疫情恢复是否原油价格上涨，以及双碳计划是否刺激生柴产量增长边际利好油脂需求。）

风险提示： 1) 棕榈油产量增幅不及预期；2) 油脂消费超预期增长；3) 资金炒作 CPI 做多油脂；4) 原油价格飙升；5) 生柴需求暴增。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



农产品组研究团队

研究员：

李兴彪
从业资格号 F3048193
投资咨询号 Z0013482

王聪颖
010-58135955
wcy@citicsf.com
从业资格号 F0254714
投资咨询号 Z0002180

目 录

摘要:	1
一、2021 年行情回顾	3
二、2022 年行情展望	3
2.1 宏观: 美缩债计划启动, 中国稳中定向宽松	4
2.2 供应: 棕油年度产量同比预增, 豆油上游原料供应压力大	4
2.3 库存: 油脂库存低点已过, 2022 年看增	8
2.4 需求: 印度关税下调刺激油脂进口增长, 中国 2022 年消费增幅料下降	9
2.5 总结: 增产预期在即, 价格或高位回落	11
三、风险提示	12
免责声明	13

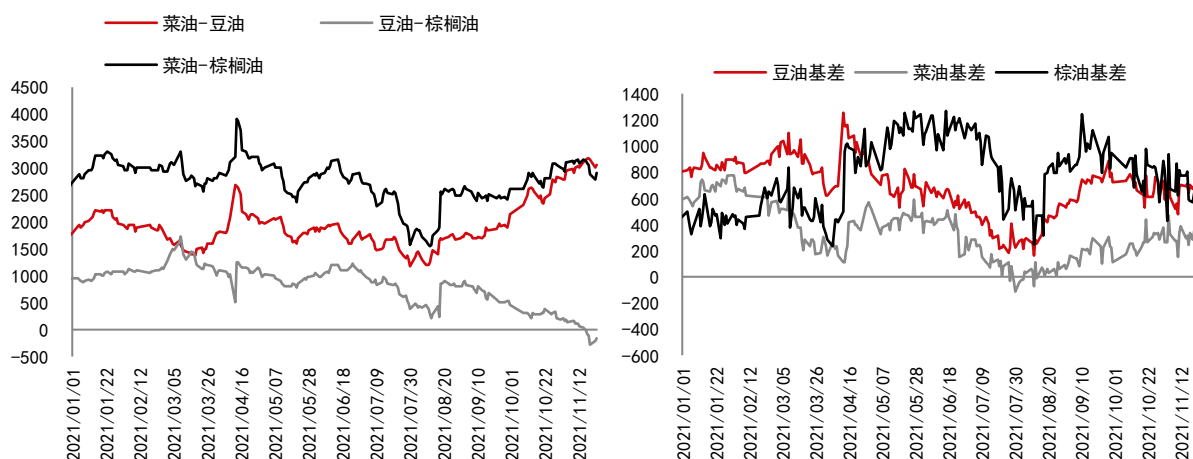
图表目录

图表 1:	菜棕油齐涨, 豆油表现最弱	3
图表 2:	美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳, TIP 收益率震荡略走升	4
图表 3:	马棕油库存消费比 2022 年会逐步走高	5
图表 4:	印尼棕油库消比预增	6
图表 5:	美豆供需平衡表逐渐改善, 中国进口大豆利润转正提振进口	6
图表 6:	全球油料供需基本稳定, 各原料期末库存消费比变化各异	7
图表 7:	加菜籽大幅减产 34%, 这决定全球菜籽油供需紧张	7
图表 8:	全球主要油脂期末库存消费比仍下跌, 仅棉籽油、花生油、葵籽油上升	7
图表 9:	棕油+豆油(显性、隐性)库存同比仍偏低	8
图表 10:	印度油脂进口利润回升, 刺激进口量增长	9
图表 11:	中国油脂进口微利, 植物油累计进口增幅明显	10
图表 12:	住宿餐饮较 2019 年累计同比-0.8%, 油脂消费同比 2019 年增幅超过正常年份	11
图表 13:	中国油脂供需平衡表	11

一、2021 年行情回顾

2021 年棕油领涨油脂市场，棕油强于菜油强于豆油，四季度甚至上演了豆棕油负价差的一幕。究其原因，1) 美豆丰产，豆油预期供应压力增大；2) 加拿大干旱持续，加菜籽超预期减产，菜籽油持续强势；3) 棕油由于新冠疫情导致劳工短缺，产量超预期下降，印度降税增加进口，棕油供需持续偏紧。

图表1：菜棕油齐涨，豆油表现最弱



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、2022 年行情展望

展望 2022 年，大豆增产兑现，棕油增产预期增强，油脂牛市或终结，价格或高位回落。

首先，宏观上，美缩债计划于 11 月启动，虽然对未来加息节奏市场仍有分析，但大概率流动性收紧相对确定，外盘趋弱。中国稳中定向宽松，人民币兑美元贬值预期较强，一定程度上利多内盘。

其次，供应端，大豆增产，豆粕需求高峰，预计春节后豆油累库加速。棕油劳工危机缓解，2 月开启季节性增产，低基数效应下，增产幅度预计突破 7%。菜系高价预计刺激原料增产。

再次，需求端，2021 年餐饮消费超预期增长，2022 年高基数效应下，需求增幅回归均值略偏低水平。

综合看，油脂供需矛盾有望在 2022 年得到解决，价格大概率从高位回落。需要注意，全球疫情恢复是否原油价格上涨，以及双碳计划是否刺激生柴产量增长边际利好油脂需求。

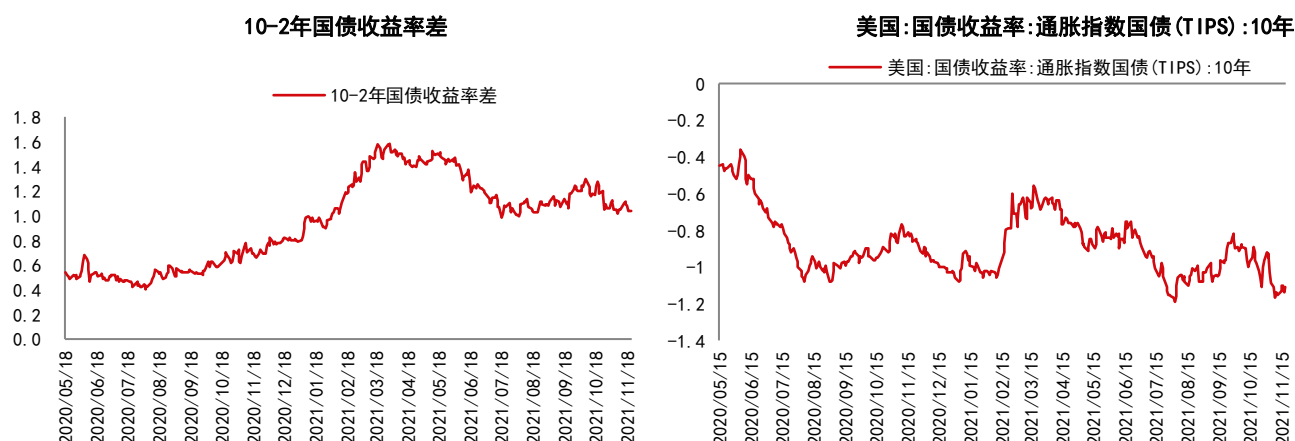
2.1 宏观：美缩债计划启动，中国稳中定向宽松

美国时间 2021 年 11 月 3 日下午，美联储 11 月 FOMC 会议维持政策利率不变，宣布开始缩减购债，11~12 月每月购债额度都减少 150 亿美元，若经济进展符合预期，可能保持类似速度直到 2022 年年中结束购债。

市场更担心的是接下来美联储对加息进程的安排。会议透露出的信号是美联储希望保留对加息时点的灵活性，并根据 2022 年通胀风险的发酵程度来相机抉择加快或放慢 Taper 的速度。会议声明提到“若经济前景的变化有需要，就会调整缩减购债的速度”。

央行通过碳减排支持工具来实施定向的降息和再贷款。三季度货币政策执行报告则体现了中期更趋宽松的政策取向，以及短期“以稳为主”的政策状态。可见中美货币政策的相对独立性。

图表2：美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳，TIP 收益率震荡略走升



资料来源：Wind 中信期货研究部

2.2 供应：棕油年度产量同比预增，豆油上游原料供应压力大

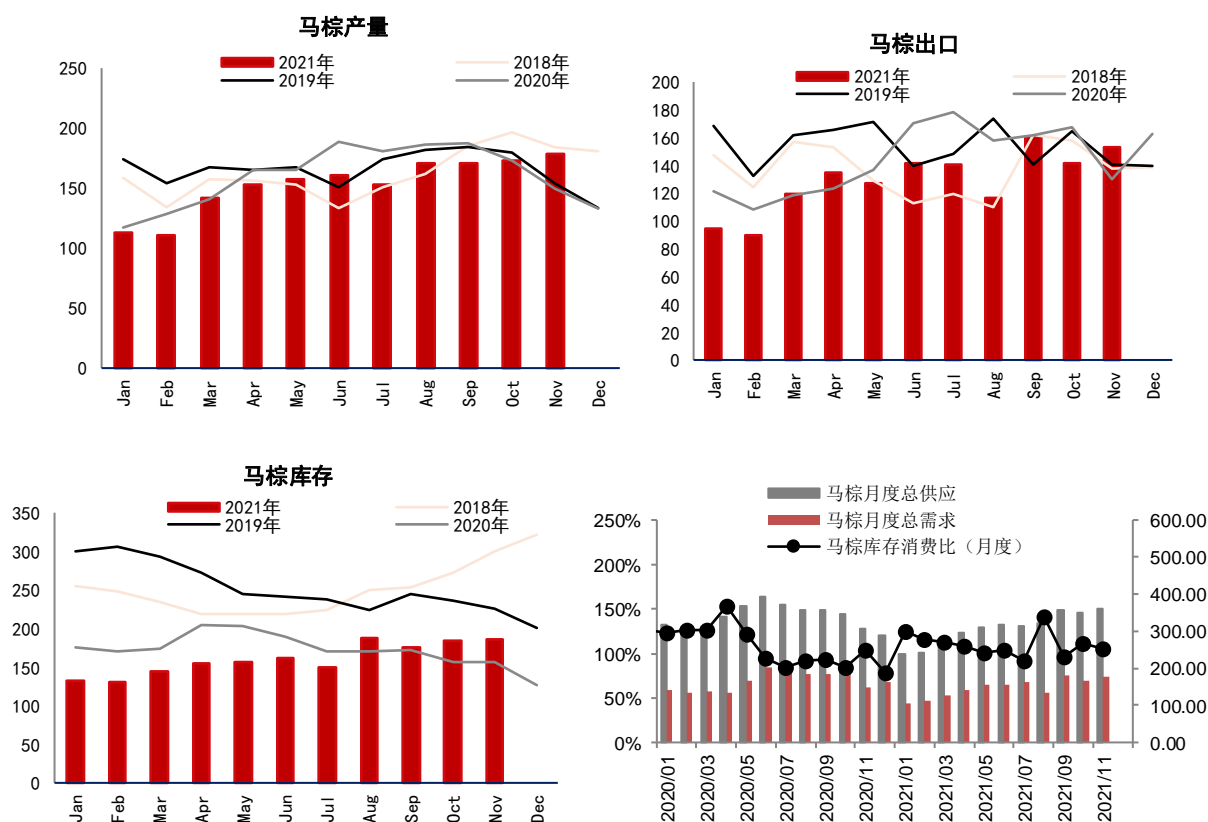
MPOB 数据显示，MPOB11 月数据：10 月棕油产量 172.58 万吨(环比+1.3%，同比+0.07%)，出口 141.79 万吨(环比-12%，同比-15%)，消费 23 万吨，月末库存 183 万吨(环比+4.4%，同比+16.57%)。

马来棕油库存消费比在 10 月显著回升，但 11 月库存存疑，回升或不可持续。马来西亚棕油 11 月 1-20 日产量环比增加 0.35%，显著好于季节性水平。但马来西亚棕油出口增幅更高。马来西亚 Amspec 出口数据：2021 年 11 月 1-20 日累计出口 1,066,899 吨，上月同期 978,917 吨，增加 87,982 吨，增幅 8.99%。马来西亚 ITS 出口数据：2021 年 11 月 1-20 日累计出口 1,130,410 吨，上月同期 956,987 吨，增加 173,423 吨，增幅 18.12%。

更长时期看，低库存短期难以完全改善，但基本反映在价格中，市场转而交

易未来供需缓解甚至转松。2021 年 1-11 月马棕油累计产量预计 1681 万吨，同比-5.6%；全年产量预计 1815 万吨，同比-5%。随着马来疫情明显好转，叠加外籍劳工引进政策，未来低产格局有望得到改善。2022 年产量如果恢复到正常水平，考虑 2021 年产量被压制的低基数效应，2022 年产量增幅预计达到 7-10%。回顾历史，2016 年减产 13%，年度价格涨幅 40%；2017 年增产达到 15%。年度棕油价格跌幅 18%。2020、2021 年马棕分别减产 3.5%和 5%。累计减产 8.5%，由于市场流动性宽松，2020、2021 年价格分别上涨 10%、40%，累计涨幅超过 50%，价格涨幅远超 2016 年。从最低点算，累计涨幅 120%。

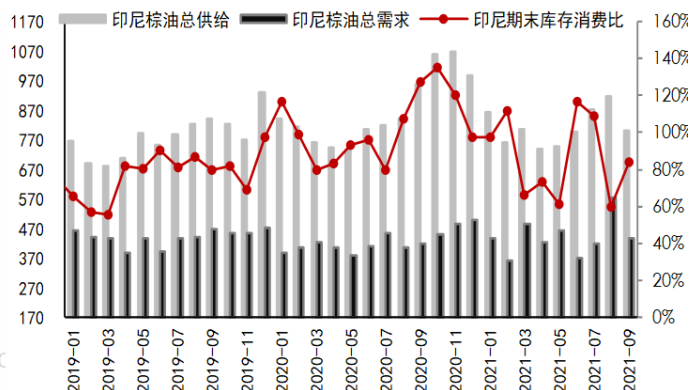
图表3: 马棕油库存消费比 2022 年会逐步走高



资料来源: Wind 中信期货研究部

印尼棕榈油数据公布滞后实际产量 2 个月。我们根据降水与产量走势关系，参考马来产量变化，大致估算，预计印尼棕榈油期末库存消费比 2022 年走高。同时随着印尼 B40 计划执行后延，2021 年内生柴需求对棕油拉动力度大大减弱。但需要指出的是，与马来相仿，印尼棕油库存消费比回升的持续性也有待进一步确认。

图表4: 印尼棕油库消比预增

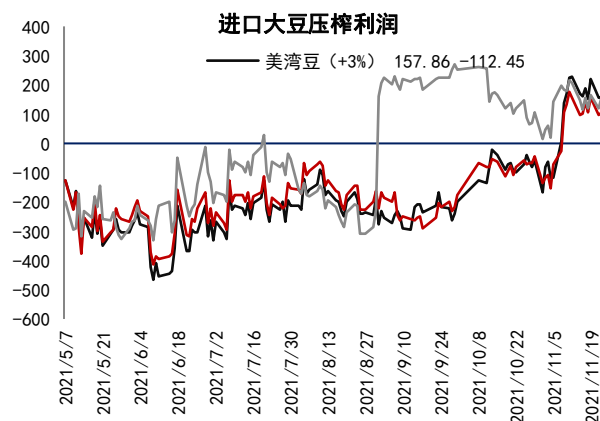


资料来源: Wind 中信期货研究部

国内豆油率先反映了美豆增产的利空, 近期大豆进口压榨利润转正也提振进口预期, 以致于豆棕价差跌到负区间, 处于近 10 年同期最低水平。随着春节消费旺季备货来临, 以及巨大价格优势, 豆油需求表现强劲。但上游大豆转宽松格局已定, 供应压力增加, 豆油成本下行, 价格偏弱。

图表5: 美豆供需平衡表逐渐改善, 中国进口大豆利润转正提振进口

美豆	美豆供需平衡表						同比%
	2019/20	2020/21 预测 (10月)	2020/21 预测 (11月)	2021/22 预测 (10月)	2021/22 预测 (11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%
薄式耳/英亩							
单产	47.4	51	51	51.5	51.2	-0.6%	0%
百万薄式耳							
期初库存	909	525	525	256	256	0.0%	-51%
产量	3552	4216	4216	4448	4425	-0.5%	5%
进口	15	20	20	15	15	0.0%	-25%
总供应	4476	4761	4761	4719	4696	-0.5%	-1%
压榨	2165	2141	2141	2190	2190	0.0%	2%
出口	1679	2265	2265	2090	2050	-1.9%	-9%
留种	97	101	101	104	102	-1.9%	1%
损耗	11	-3	-3	15	15	0.0%	-600%
总需求	3952	4505	4505	4399	4356	-1.0%	-3%
期末库存	525	256	256	320	340	6.3%	33%
农场均价 (美元/蒲)	8.57		10.8	12.35	12.1	-2.0%	12%
库消比	13.3%	5.7%	5.7%	7.27%	7.81%	0.5%	2.12%

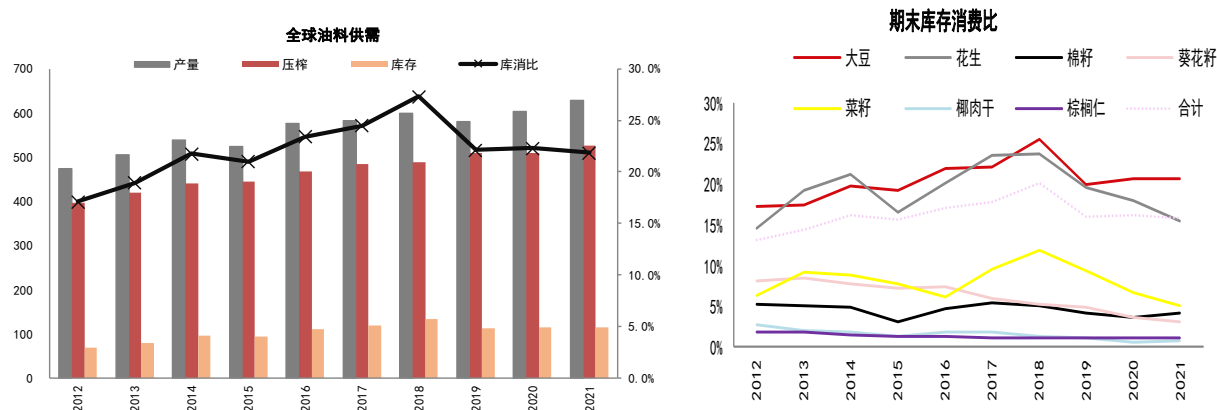


资料来源: Wind 中信期货研究部

放眼全球油料市场, 2019 年库存消费比大幅下跌, 2021 年环比基本稳定, 2022 年环比预增。分品种看, 全球油料供应稳定的力量来自大豆。棉籽增幅更大。而花生、菜籽呈现大幅下跌, 成为全球油料供需转松最大拖累。油料间强弱预计, 棉籽<大豆<葵花籽<椰肉干<棕榈仁<菜籽<花生。

油粕供需年度环比持平, 各品类期末库存消费比环比变动各异。最大品类豆粕环比大致持平。环比增幅最大是葵花籽粕。

图表6: 全球油料供需基本稳定, 各原料期末库存消费比变化各异



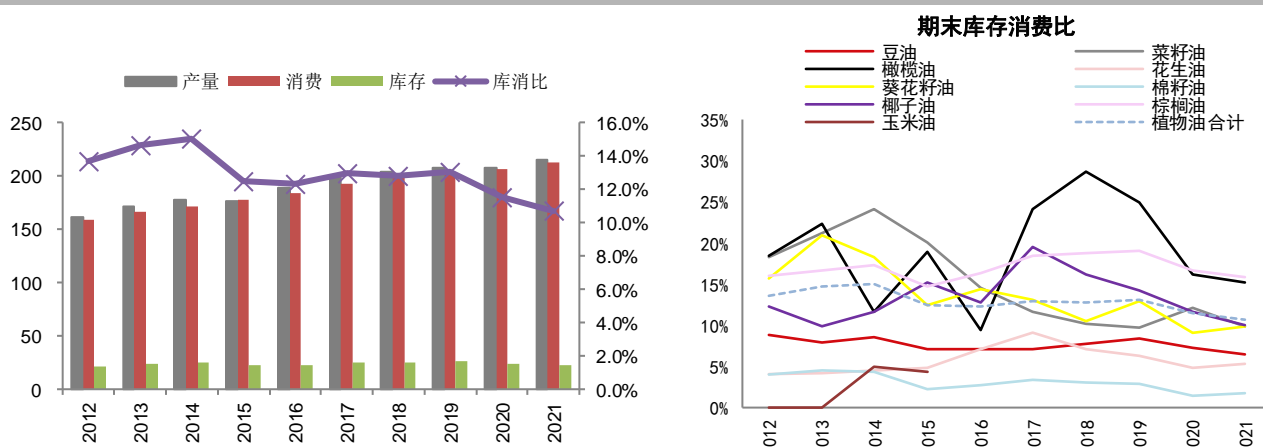
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表7: 加菜籽大幅减产 34%, 这决定全球菜籽油供需紧张

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)	2021-2022 (9月)	2021-2022 (10月)	环比	较去年	较去年%	较去年%
种植面积 (千公顷)	8363	8236	9313	9232	8572	8410	9097	9097	0%	687	8%	8%
收获面积 (千公顷)	8322	8119	9273	9120	8471	8325	9002	9002	0%	677	8%	8%
单产 (吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.4	2.3	1.42	1.4	0%	-0.92	-39%	-39%
产量 (千吨)	18377	19601	21328	20343	19912	19485	12782	12782	0%	-6703	-34%	-34%
进口量 (千吨)	105	95	108	146	155	123	150	150	0%	27	22%	22%
总供应量 (千吨)	21055	21786	22778	22988	24502	23042	14699	14699	0%	-8343	-36%	-36%
出口量 (千吨)	10299	11016	10783	9141	10040	10534	6500	6500	0%	-4034	-38%	-38%
食用及工业用量 (千吨)	8315	9191	9269	9295	10129	10410	7500	7500	0%	-2910	-28%	-28%
种用及损耗 (千吨)	365	163	160	397	838	265	148	148	0%	-117	-44%	-44%
国内总需求 (千吨)	8740	9422	9496	9754	11028	10741	7699	7699	0%	-3042	-28%	-28%
期末库存量 (千吨)	2016	1348	2499	4094	3435	1767	500	500	0%	-1267	-72%	-72%
平均价格 (美元/吨)	509	529	539	497	484	730	940	960	2%	230	32%	32%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	16.3%	8.3%	3.5%	3.5%	0.0%	-4.8%	-4.8%	-4.8%

资料来源: Wind 中信期货研究部

图表8: 全球主要油脂期末库存消费比仍下跌, 仅棉籽油、花生油、葵籽油上升



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.3 库存：油脂库存低点已过，2022 年看增

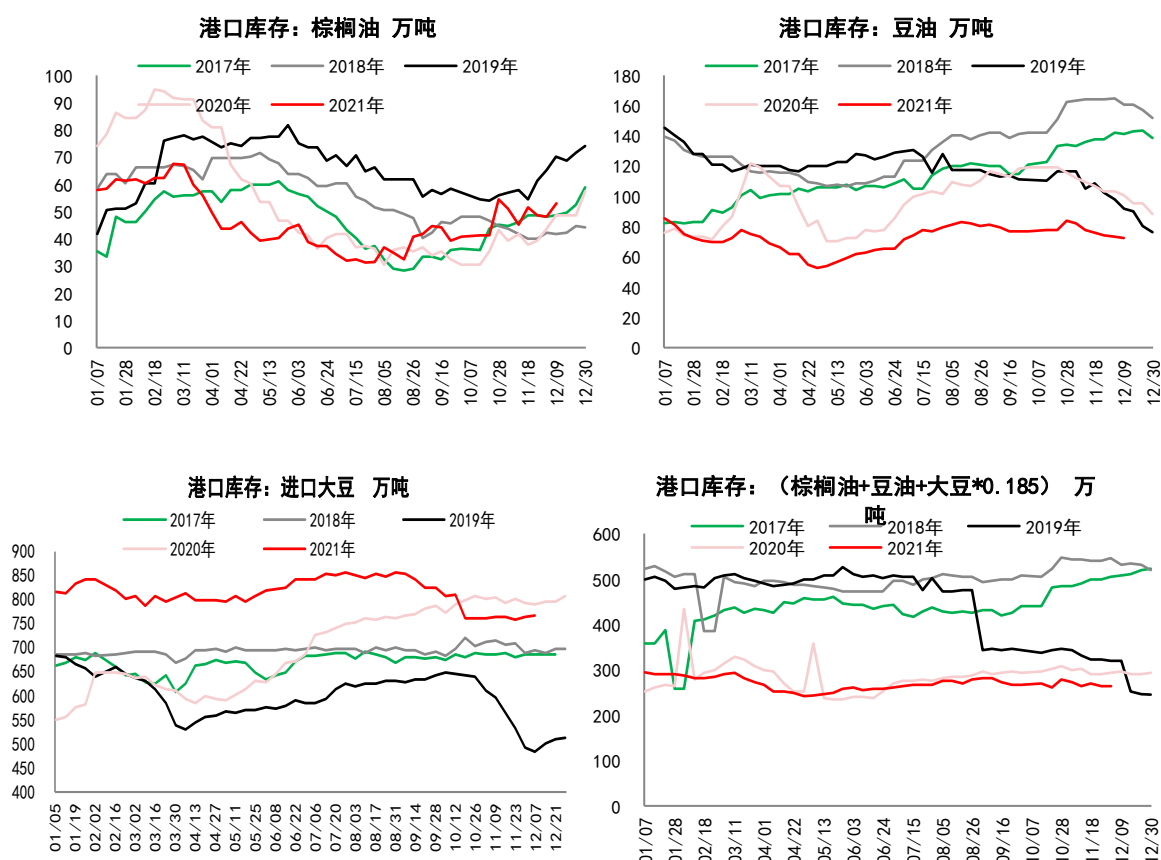
我们四季度报告预计，国内油脂静态供应量仍偏紧，四季度消费旺季，油脂库存回升幅度或有限。动态看，棕油库存四季度或增，豆油库存四季度或减，豆油更受益于消费旺季。

数据显示，港口大豆库存同比降低，处于 2017 年以来同期次高水平，大豆消耗或季节性走低。11 月 20 日当周，港口大豆库存 762.93 万吨，环比+0.72%，同比-4.66%。11 月 20 日当周，港口大豆消耗 160 万吨，环比-12.9%；2021 年 1 月至今，港口大豆累计消耗量 7653 万吨，同比-3%。

11 月 20 日表观库存：棕榈油 48.1 万吨（环比-0.6%，同比+23%），豆油 73.15 万吨（环比-1.9%，同比-29%）。隐形库存：（棕油+豆油+大豆*0.185）合计 262.39 万吨（环比+0.7%，同比-5%）。

产量、消费预期导致库存变化。假设消费变动不大，产量预增，则库存预增。基于前文所述，棕油产量，豆油产量有望同比增长，预计对应库存同比趋增。

图表9：棕油+豆油（显性、隐性）库存同比仍偏低



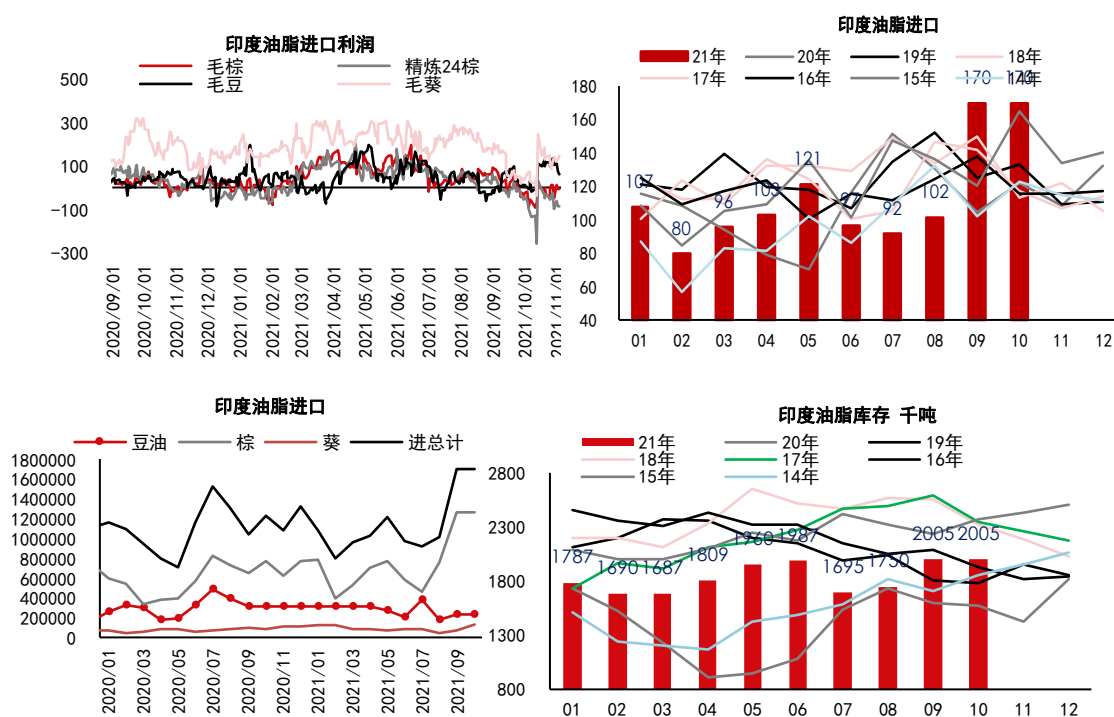
资料来源：Wind 中信期货研究部

2.4 需求：印度关税下调刺激油脂进口增长，中国 2022 年消费增幅料下降

作为全球油脂消费和进口大国，为平抑国内物价，印度从 2021 年 8 月不断下调油脂进口关税。最近一次印度下调植物油进口关税，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。

印度关税下调刺激油脂进口增长，因印度进口油脂利润止跌回升。9 月印度进口：油脂 170 万吨，环比+67%。其中葵油进口 18 万吨，环比+153%；豆油进口 23 万吨，环比+29%；棕油进口 126 万吨，环比+68%。2021 年 1-9 月累计进口：油脂 967.4 万吨，同比-11.6%。其中，葵油 132 万吨，同比-35%；豆油 253 万吨，同比-18%；棕油 623 万吨，同比+7.8%。

图表10： 印度油脂进口利润回升，刺激进口量增长

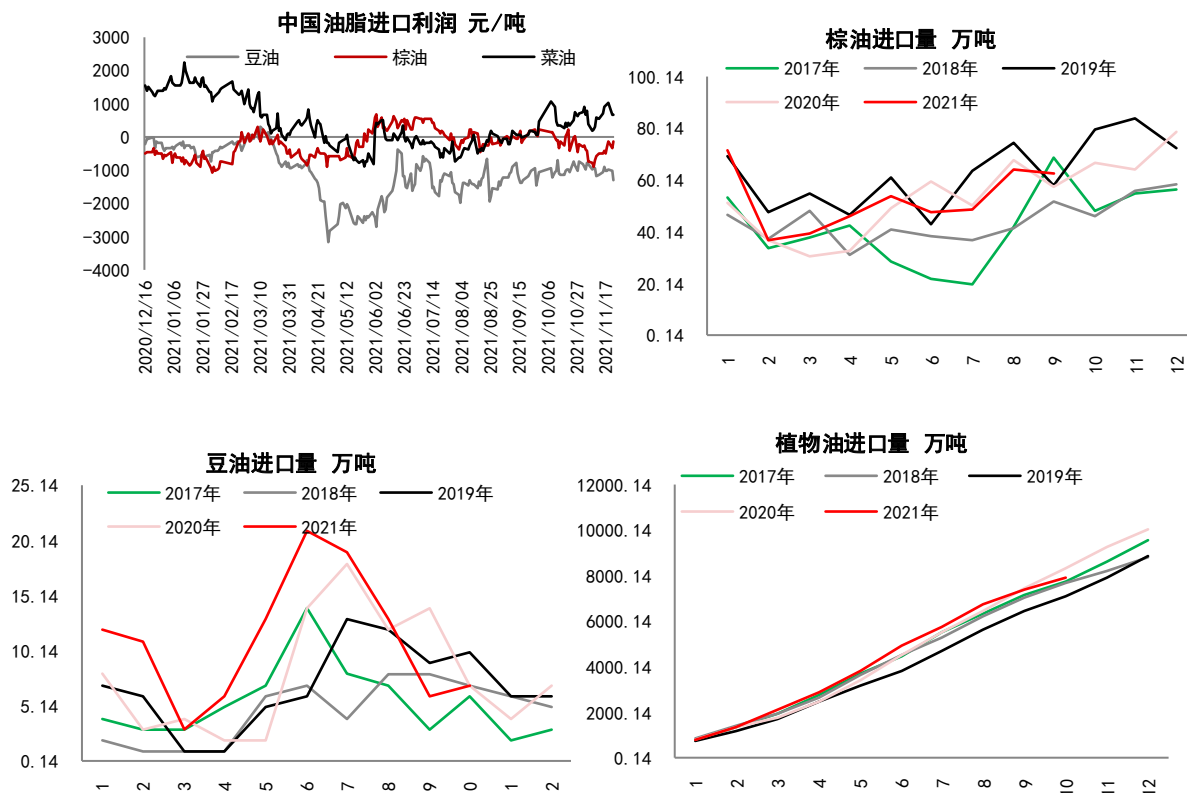


资料来源：Wind 中信期货研究部

2021 年 1-9 月中国累计进口棕榈油 471.8 万吨，同比+8%。1-9 月累计进口豆油 104 万吨，同比+35%。1-10 月累计进口植物油 891.3 万吨，同比+15%。10-12 月豆油进口预报依次为 10 万吨、7.5 万吨、7.5 万吨。预报累计值环比-34%，同比-38.9%。10-12 月棕油进口预报依次为 66 万吨、73 万吨、70 万吨。预报累计值环比+19%，同比-0.5%。10-12 月豆油+棕油进口预报累计值环比+9.5%，同比+2.6%。2021 年中国油脂进口微利，但油脂进口仍保持增长。油脂成本传导性强，

尤其棕油，中国作为进口国，是价格接受者。预计 2022 年随着产区库存回升，马棕油价格回落，带动国内油脂板块价格偏弱运行。

图表11： 中国油脂进口微利，植物油累计进口增幅明显

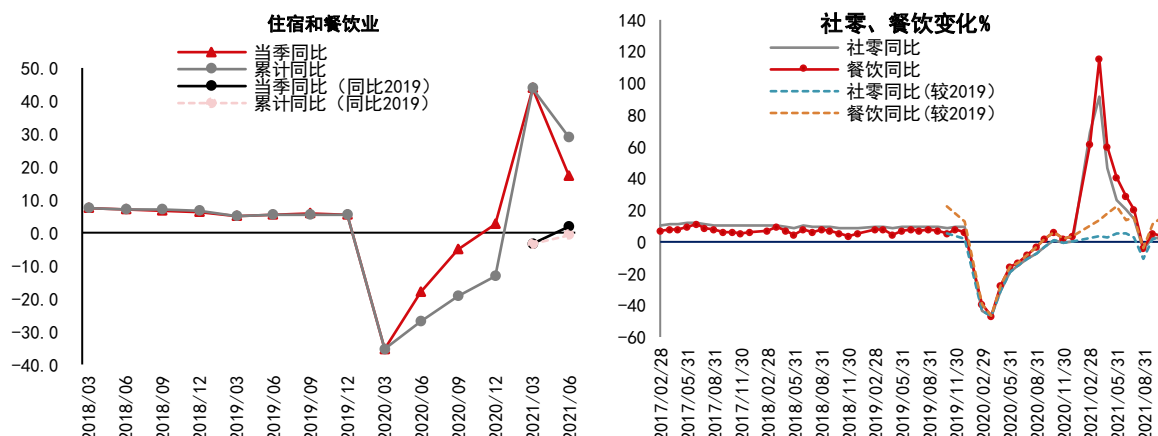


资料来源：Wind 中信期货研究部

国内油脂消费较为分散，我们尝试从住宿餐饮数据分析。数据显示：1) 住宿餐饮 2021 年上半年较 2019 年同期累计同比-0.8%，住宿餐饮整体消费并不乐观。2) 2017-2019 年社零同比增速均值 9.8%，区间[8.5-11.9]。餐饮同比增速均值 7%，区间[4-11]。3) 2021 年社零同比 2019 年增速均值 1.6%，区间[-10, 5]，均低于 2017-2019 年水平；2021 年餐饮消费同比 2019 年增速均值 13%，区间[-3.5, 22]，均值及最高增速高于 2017-2019 年水平。这反映了，一方面全国社零增速并未完全恢复到正常年份，另一方面，疫情限制的出行等服务迁移到餐饮消费，促使餐饮消费增速均值和最高水平超过疫情前正常年份。这也解释了为什么油脂价格 2021 年延续强势，低供应是涨价基础，强需求是涨价动力。

当然需要指出的是，油脂价格目前处于较高水平，尤其历史价格分位数菜油处于 80%，棕油 76%，豆油最低 66%。豆棕负价差抑制棕油消费，高价也限制菜油消费增长。如果油脂转弱，预计棕油领跌，豆菜油跟随。2021 年餐饮修复较好，高基数效应下，预计 2022 年同比增幅将回落。

图表12: 住宿餐饮较 2019 年累计同比-0.8%，油脂消费同比 2019 年增幅超过正常年份



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.5 总结: 供需矛盾料将改善, 价格或高位回落

综上, 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 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, 供需矛盾有望明显改善, 油脂价格将从高位回落。

图表13: 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) 棕榈油产量增幅不及预期; 2) 油脂消费超预期增长; 3) 资金炒作 CPI 做多油脂; 4) 原油价格飙升; 5) 生柴需求暴增。

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。