

农产品月报
2021 年 12 月 30 日 星期四

蛋白粕上方压力难减，油脂供需矛盾缓解

执笔：马晓鲁
电话：0591-87892521
从业资格证号：F3054024
投资咨询证号：Z0015931

一、2021 年行情回顾

（一）供需扭转美豆由牛转熊，低产量推升马棕和加菜籽走高

2021 年美豆走势先扬后抑。一季度因南美收获缓慢，美豆播种面积不及预期，美豆期末库存预期降至 1.2 亿蒲，全球大豆紧张局面加剧，美豆震荡上行。之后受美豆油生柴需求驱动，美豆突破 1600 关口，创下近 9 年多来最高水平。6 月美豆油生柴政策生变，美豆油暴跌，美豆开启下行通道。虽然种植期美豆优良率维持低位，但是 9 月季度库存报告中旧季库存超预期大增，新季大豆产量同样增加，以及中国采购需求放缓，低库存支撑松动，美豆下行幅度加大。另外，巴西旧季产量不仅未受拉尼娜扰动，还抵消阿根廷减产影响，且新季播种开局顺利，有望再迎丰产。全球大豆供需改善预期下，美豆牛市终结，价格重心下移。

图表 1：CBOT 美豆合约走势



数据来源：博易云

马棕期价震荡上行，期价创记录新高。一季度延续上年涨势，虽然 5 月下旬受美豆油下行拖累，加上马来西亚封国引发需求担忧，大幅下跌。但受劳动短缺影响，马棕增产季产量恢复不及预期，低库存状态延续，加上原油价格走高提振棕榈油生柴需求，上行趋势不改，10 月突破 5000 关口。之后虽因高价和疫情影响出口，加上马来称将全面放开劳工引进，期价出现大幅下跌，不过因正处减产季，且受拉尼娜降水负面影响，产地产量恢复仍有不确定性。故**库存重建缓慢，下方空间有限。**

图表 2：马来西亚棕榈油合约走势



数据来源：博易云

尽管上年度菜籽大涨，激发了农户的种植意愿，种植面积同比增 3.6%至 2152.99 万英亩。但因种植期加拿大遭遇恶劣气候，油菜籽优良率持续下降，产量降至十三年来的最低水平，加剧全球菜籽紧张程度。**低库存下加菜籽价格同样一路走高，创记录新高，为国内菜系价格提供强支撑。**

（二）美豆利空影响和油强粕弱压制，蛋白粕震荡向下

豆粕跟随美豆走弱，价格重心逐步下移。上半年虽然美豆成本支撑仍在，但因是部分地区非瘟再起和生猪价格下跌引发集中出栏，饲用需求不及预期，库存维持高位，期价在 3300-3800 附近震荡运行。尽管下半年因榨利不佳，进口量和压榨量下滑，库存大幅去化，但是受美豆累库拖累，加上生猪集中出栏现象再现和买油卖粕套利打压，期价一路下行，主力合约最低跌至 3023 元/吨。11 月上旬美豆粕因 DDGS 的替代需求增加，价格强势拉涨，豆粕随之止跌反弹，然而因大豆供应增加和生猪产能去化，豆粕累库预期强，预计向下趋势难改。

图表 3：大商所豆粕主力合约走势



数据来源：博易云

尽管加菜籽成本支撑强劲，但受豆粕拖累和水产需求季节性影响，期价宽幅震荡。由于体量较小，走势大多跟随豆粕运行。三季度前菜粕维持高位震荡，其中 5 月因加菜籽减产，水产养殖旺季来临，国内菜粕库存快速去化，主力合约创纪录新高。虽然成本支撑仍在，但 10 月后因豆粕走弱，单位蛋白性价比下滑，加上 11 月国内的两场寒潮天气，对于水产养殖造成不利影响，且之后需求淡季来临，价格重心缓慢下移。虽然近日因交割仓单过低，而 01 合约存在较多未结转仓单，在资金驱动下菜粕价格大涨，但是目前除了成本支撑外，国内供需偏弱，预计上涨持续性有限。

图表 4：郑商所菜粕主力合约走势



数据来源：博易云

（三） 库存重建缓慢，油脂再延牛市

虽然全球大豆供应趋于宽松，但本年度菜籽和棕榈油供需偏紧，成本支撑显著，加上国内库存重建缓慢，基差维持高位，油脂延续牛市，菜油创记录高位，棕榈油和豆油分别刷新逾十年来高位。全年上行过程中，共有出现四次大的回调整理。1 月马棕出口大降和产量降幅缩减，且国内外疫情担忧风险加重，节前资金回笼，油脂承压下行。3 月末 MPOB 和 USDA 报告双空，加上政策调控窗口打开，市场情绪受抑。6 月外盘暴跌拖累，端午节后直接跳空低开，油脂转势之言兴起。但是由于油脂低库存支撑稳固，且二季度有生柴需求驱动，回调后继续上行，尤其 10 月因马棕供需矛盾激化，能源危机推动原油走高，油脂价格重心进一步抬升。最后一次回调发生在年末，因为抛储传闻再起，加上新冠病毒变异引发需求担忧，但是产地产量恢复仍有不确定，整体库存维持低位，下方支撑稳固，近月强势难改。

图表 5：大商所豆油主力合约走势



数据来源：博易云

图表 6：大商所棕榈油主力合约走势



数据来源：博易云

图表 7：郑商所菜油主力合约走势



数据来源：博易云

价差方面，尽管豆油库存一直处于偏低水平，但受成本端美豆走弱拖累，加上加菜籽和马棕走势偏强，且国内棕榈油和菜籽进口利润倒挂，买船有限，棕榈油库存重建缓慢，菜油库存逐步去化，四季度豆棕和菜豆价差皆刷新历史极值。

二、2021 年油料供需分析

（一）豆粕：供强需弱，偏弱运行为主

1.成本端：全球大豆供需格局改善

1.1 美豆供强需弱，期末库存回升

因 9 月底季度库存报告将旧季种植面积和单产上调，分别增长了 30 万英亩和 0.8 蒲式耳/英亩，使得 20/21 年度期末库存升至 2.56 亿蒲式耳，虽然创下近五年来的新低，但是远高于此前 USDA 供需报告里 1.75 亿蒲的库存数据，低库存支撑开始松动。

同时，虽然 21/22 年度因弃种等原因，种植面积预估低于预期，叠加种植期大部分地区遭遇干旱，特别是南北达科他州和明尼苏达州，美豆整体优良率处于近十年低位。但是最终种植面积仍是达到 8720 万英亩，同比增 4.6%，并且鼓粒灌浆主产区迎来有利降水，单产回升至 51.2 蒲式耳/英亩，产量预估 44.25 亿蒲式耳，为历史第二高位。收割期后期进度放慢，不过天气影响弱化，丰产格局基本落实。

图表 8：美豆收获/种植面积



数据来源：USDA

需求方面，美豆压榨量尚可，同比增 0.49 亿蒲至 21.90 亿蒲，但出口同比下降 2.15 亿蒲，且还有继续下调可能。8-9 月飓风艾达严重破坏了美湾港口设施，导致窗口期本属于美豆需求转向南美，加上中国受养殖和压榨利润亏损影响，进口量减少，现美豆出口量仅完成目标的 73%，去年同期进度达到 88%。另外，由于本年度巴西不仅播种加快，新豆收获上市速度预计快于往年，而且陈豆库存较多，升贴水报价也更低，美豆出口竞争力下降。

图表 9：美豆月度压榨（百万蒲式耳），美豆累计出口数（万吨）



数据来源：NOPA，USDA

旧作数据调增高、新作产量乐观和出口需求走弱，21/22 年度期末回升至 3.4 亿蒲。同时，由于出口预计还有 0.5 亿蒲左右的下调空间，后期期末库存有望升至 4 亿蒲，处于历年偏高水平。另外，虽然 CBOT 大豆与玉米比价降至 2 年多来低位，但由于今年化肥价格大涨，而相对玉米，大豆的化肥投入偏少，市场预计 22/23 年度种植面积将小幅增长至 8750 万英亩。

图表 10：美豆供需平衡情况

美豆	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	
					预测值	与上一年度变化
种植面积(百万英亩)	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	3.8
收割面积（百万英亩）	89.5	87.6	74.9	82.6	86.4	3.8
单产（蒲式耳/英亩）	49.3	50.6	47.4	51	51.2	0.2
百万蒲式耳						
期初库存	302	438	909	525	256	-269
产量	4412	4428	3552	4216	4425	209
进口量	22	14	15	20	15	-5
总供应量	4735	4880	4476	4761	4696	-65
压榨量	2055	2092	2165	2141	2190	49
出口量	2129	1752	1679	2265	2050	-215
总需求量	4297	3971	3952	4505	4356	-149
期末库存量	438	909	525	256	340	84
库消比（%）	10.19	22.9	13.23	5.68	7.8	-

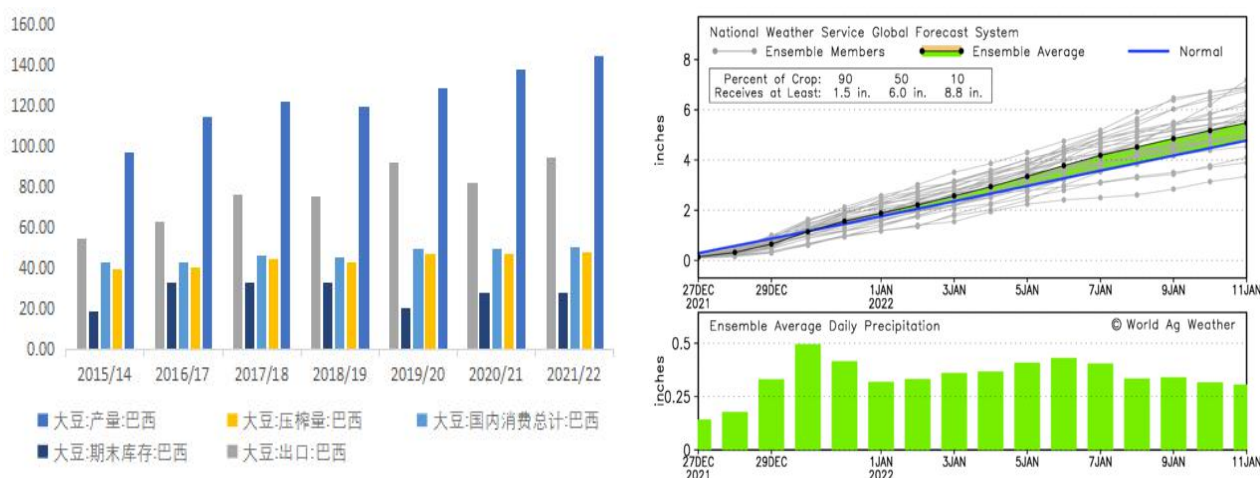
数据来源：USDA

1.2 巴西有望再迎丰产，阿根廷前景不用过分悲观

因种植期南美干旱问题，20/21 年度阿根廷产量同比下降 5.3%至 4620 万吨，但巴西产量同比增长 7.39%至 1.38 亿吨，南美产量创记录增长。22 年虽是双拉尼娜之年，不过今年强度中等，且结合去年经验来看，南美产量有望再次创记录增加。

巴西方面。因播种期天气状况良好，种植进度飞快。AgRural 数据显示，截至 12 月 13 日，播种率达到 96%，高于去年同期和五年均值，仅有部分南部的州还有剩余大豆未播。叠加上年度大豆价格上涨，种植面积预计同比增 4-5%，达 4000-4100 万公顷。目前虽然巴西部分地区因过湿阻碍收割，第一主产区马托格罗索州作物原先预计 12 月底上市的作物或推迟到 1 月中旬。同时，拉尼娜现象造成南部地区持续干旱，除了南里奥格兰德州，还有巴拉纳州，大豆生长状况出现明显恶化。对此，已有机构开始下调巴西产量预估，但是 1.4 亿吨左右的预估仍会是创纪录产量，且还存在改善的时间窗口，上市进度依旧快于去年，供应压力还是较为明显。

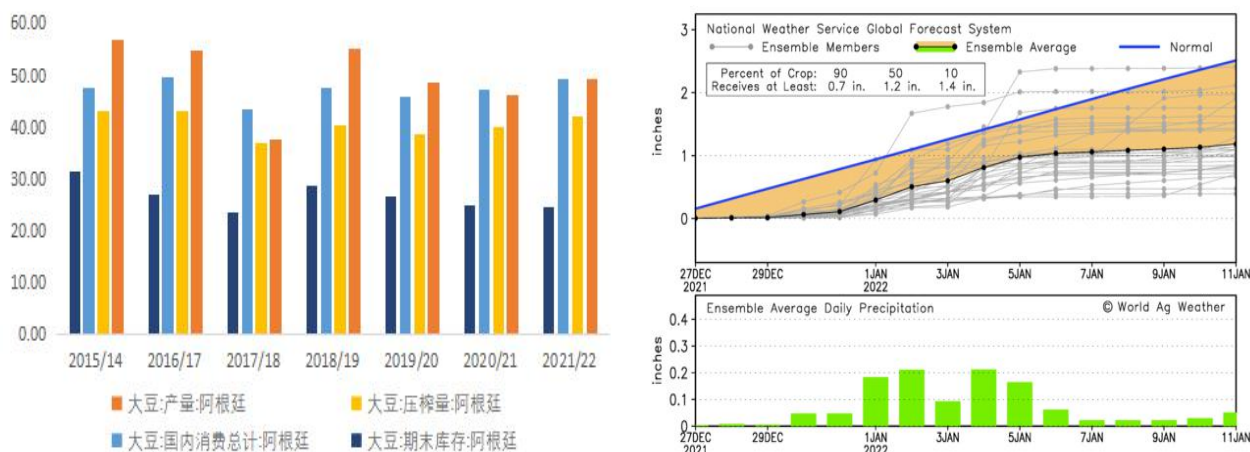
图表 11：巴西大豆供需情况（百万吨），巴西未来 15 日降雨



数据来源：USDA，World Ag Weather

阿根廷方面，从种植期开始天气情况就不理想，播种进度缓慢。布交所数据显示截止 12 月 23 日种植率达到 73.7%，略微落后于去年的 77.1%。同样已有机构开始下调产量预估，USDA 和布交所的预估分别是 4950 万吨和 4400 万吨。不过作物长势相对良好，优良率为 71%，去年同期 45%，早期种植的大豆已经长出叶子，且今年拉尼娜强度不及去年，持续干旱概率小，不用过分悲观。

图表 12: 阿根廷大豆供需情况 (百万吨), 阿根廷未来 15 日降雨



数据来源: USDA, World Ag Weather

1.3 中国产量下滑影响有限, 全球大豆库销比仍回升可能

因 12 月 USDA 报告下调了中国大豆产量 260 万吨和压榨 100 万吨, 且考虑到了巴拉圭产量的不利影响, 21/22 年度全球期末库存减少 178 万吨至 1.02 亿吨, 库存消费比回落至 18.57%。不过目前美豆正处收获期, 产量已基本确定, 巴西大概率亦再迎丰产, 且生柴政策推进放缓和中国需求走弱下, 全球新季大豆库销比仍回升可能。另外, 中国大豆主要用于国内消费, 对世界贸易影响有限。

图表 13: 全球大豆供需情况

百万吨	全球			巴西			阿根廷			中国		
	2020/21	2021/22		2020/21	2021/22		2020/21	2021/212		2020/21	2021/212	
		预估值	较上年度差值		预估值	较上年度差值		预估值	较上年度差值		预估值	较上年度差值
期初库存	95.53	99.81	4.28	20	27.95	7.95	26.65	25.06	-1.59	26.79	34.48	7.69
产量	366.23	381.78	15.55	138	144	6	46.2	49.5	3.3	19.6	16.4	-3.2
进口	165.84	169.78	3.94	1.02	0.65	-0.37	4.82	4.8	-0.02	99.76	100	0.24
压榨	315.77	327.75	11.98	46.75	47.7	0.95	40.16	42	1.84	93	97	4
国内总需求	363.04	377.03	13.99	49.42	50.35	0.93	47.41	49.4	1.99	111.6	116.7	5.1
出口	164.75	172.34	7.59	81.65	94	12.35	5.19	5.35	0.16	0.07	0.1	0.03
期末库存	99.81	102	2.19	27.95	28.25	0.3	25.06	24.61	-0.45	34.48	34.08	-0.4

数据来源: USDA

2. 供应端: 油厂开机率有望回升, 供应增加预期强

海关数据统计显示, 2021 年 1-11 月累计进口大豆 8,765 万吨, 同比减少 5.5%。据我的农产品统计, 12 月份进口大豆到港量预计为 828.75 万吨, 全年预计进口量 9593.75

万吨，同比下滑 4.38%。截止 12 月 17 日，港口大豆库存 397 万吨，同比下降 23.53%。同时，因为 2021 年二季度油厂榨利不佳影响进口，部分油厂出现断豆停机，加上之后能耗双控下油厂开机下滑，1-11 月油厂压榨量为 8255.22 万吨，较去年同期下降 2.22%。

图表 14：国内大豆进口量（万吨），国内大豆压榨量（万吨）



数据来源：海关总署，我的农产品

目前油厂巴西大豆榨利在 300 元/吨左右，美湾大豆榨利在 150 元/吨左右，预计后期随着南美大豆的陆续上市，进口量还有望增加。据我的农产品统计，2022 年 1 月进口大豆到港量预计为 850 万吨，2 月到港量预计为 650 万吨，合计较去年同期增加 11.88%。随着大豆到港量的增加，加上油厂限电停机影响减弱，豆粕供应将日趋增加。

3.需求端：生猪产能去化，饲用需求下滑

饲料工业协会数据显示，2021 年 1-11 月，全国工业饲料总产量达 26817 万吨，同比增长 13.8%，主要是受生猪、水产和反刍动物饲料增长带动。其中猪饲料增量最大，前 11 月产量达 11740 万吨，同比增长 44.9%。因为前期受利润驱动，养殖户积极补栏，生猪产能超预期恢复，虽然 5 月开始生猪价格大幅下跌，生猪集中出栏和能繁母猪淘汰，但总存栏依旧偏高，三季度末生猪存栏 43764 万头，同比增 18.2%，能繁殖母猪存栏 4459 万头，增长 16.7%。禽类由于上年补栏较少，加上养殖利润一般，存栏处于较低水平，导致同期蛋禽和肉禽饲料产量分别为 2885 万吨、8195 万吨，同比分别下降 9.2%、5.9%。

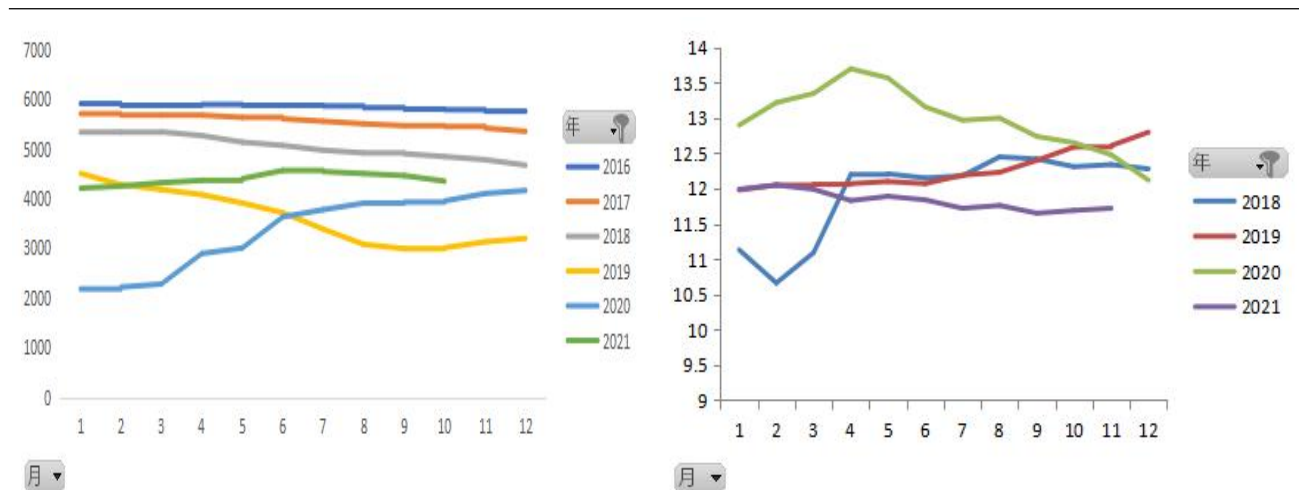
图表 15：全国饲料产量，不同品种饲料生产情况（万吨）



数据来源：饲料工业协会

根据目前的下游存栏结构来看，预计明年国内豆粕需求将先扬后抑，整体支撑减弱。一方面，能繁母猪淘汰从今年6月开始，不过淘汰的多为低产母猪，结构实为优化，且11月底仔猪价格触底反弹，补栏情绪回暖，故按时间推算预计明年上半年生猪存栏量仍将继续维持在正常偏高水平，随后开始逐步回落，整体饲用需求不及去年。另一方面，因下半年养殖利润修复，蛋鸡补栏开始增加，预计明年新开产蛋鸡存栏数稳中有升，但由于基数偏低，预计对饲料影响有限。

图表 16：全国能繁存栏（万头），在产蛋鸡存栏（亿只）



数据来源：卓创资讯

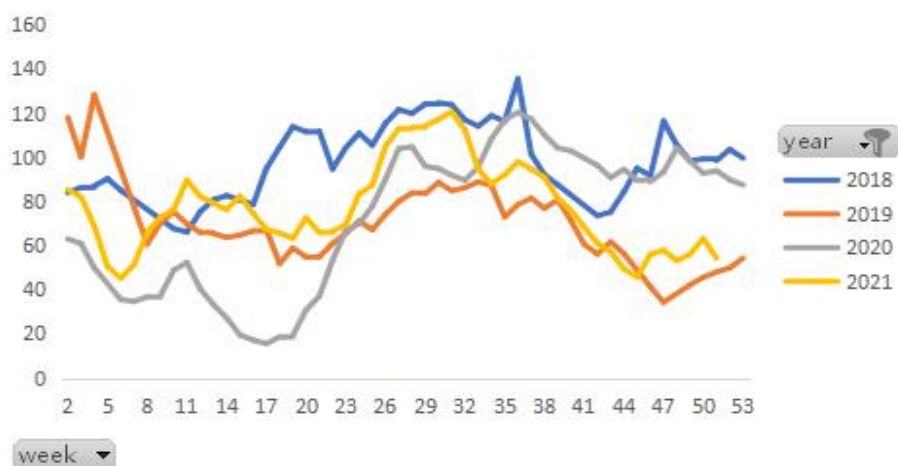
另外，今年3月中旬农业农村部畜牧兽医局发布《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，旨在大力推进稻谷、小麦、杂粕等原料在饲料中的使用，减少玉米和豆粕的用量占比。同时，我国现已率先实现了从一氧化碳到蛋白质的合成，并已形成万吨级工业产能。可见从长远看，在国家政策的

引导和技术支持下，我国对豆粕需求量将逐渐下移。

4.库存端：供强需弱，进入增库周期

如前文所述，因油厂开机率下滑，加上下游生猪惯性饲用需求仍在，2021 年豆粕库存压力明显缓解，基差走高。据我的农产品数据显示，截至 12 月 24 日，港口豆粕库存 66.76 万吨，同比下降 32.59 万吨，减幅 32.80%。但是 2022 年在全球大豆供应宽松背景下，豆粕供给将再度增加，且受生猪产能去化影响，下游整体饲用需求下滑，21/22 年度我国豆粕再次进入增库存周期中，供应压力增大。

图表 17：国内豆粕库存（万吨）



数据来源：我的农产品

（二）菜粕：成本支撑与国内压力相互博弈，关注水产旺季表现

1.成本端：全球菜籽紧张，价格维持高位

尽管 21/22 年度欧盟、澳大利亚和乌克兰产量增加，但难抵加拿大减产的影响，全球总产量降至 6835 万吨，是近 9 年来低位，并且由于产量的下降，需求用量被迫缩减，压榨量降至 6744 万吨。产不及需下最终期末库存降至 13 年来的低位 437 万吨。

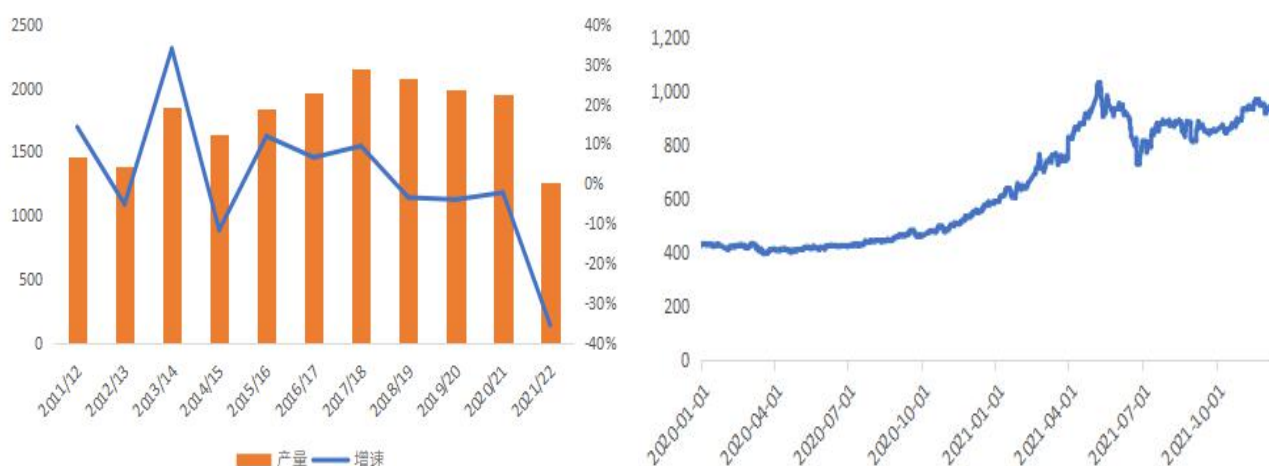
图表 18: 全球菜籽供需情况 (百万吨)



数据来源: USDA

起初受菜籽价格大涨影响,农户种植意愿高涨,但因种植期遭遇了严重的干旱天气,单产大幅下滑,产量预估不断下调,最终修正至 1260 万吨,为 08/09 年度来的最低水平,导致加拿大在全球产量占比降至 18.43%,往年皆超过 26%。大幅的减产不仅压缩了加拿大的压榨量和可供出口量,而且使期末库存降至 51 万吨,是历史上第三低位。本年度加油菜籽 CNF 均价突破 830 美元/吨关口,同比上涨 75.59%。由于新季加菜籽种植一般在 5 月上旬播种,8 月收获,预计上半年低库存状态难改。

图表 19: 加菜籽产量情况 (万吨), 油菜籽进口 CNF 价 (美元/吨)



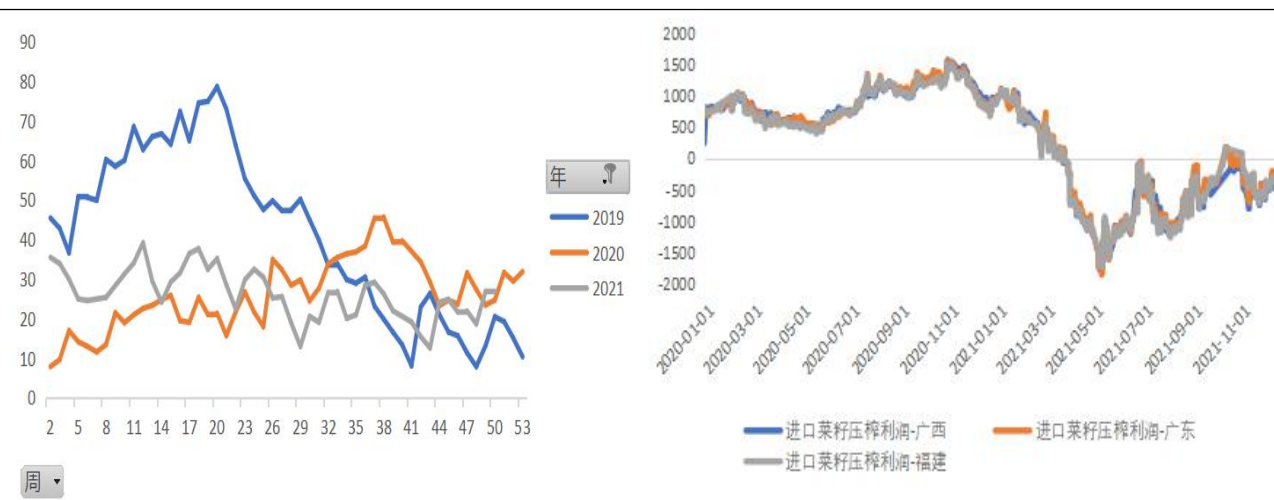
数据来源: 加拿大统计局, WIND

2.国内供需: 供需双弱, 等待水产驱动

供应端,上半年油厂压榨量回升,菜粕供应逐步增加,4月沿海油厂库存升至高点 8.66 万吨,但是由于 3 月下旬开始菜籽进口压榨利润转亏并逐步扩大,一度超过 1500 元/吨,买船积极性下降,

2021 年 1-10 月进口量约为 229.41 万吨，同比下降 16.34%，同时，截止 12 月 17 日，沿海菜籽库存 19.9 万吨。全年油厂开机先升后降，压榨量为 235.51 万吨，可见菜粕整体供应增量有限。

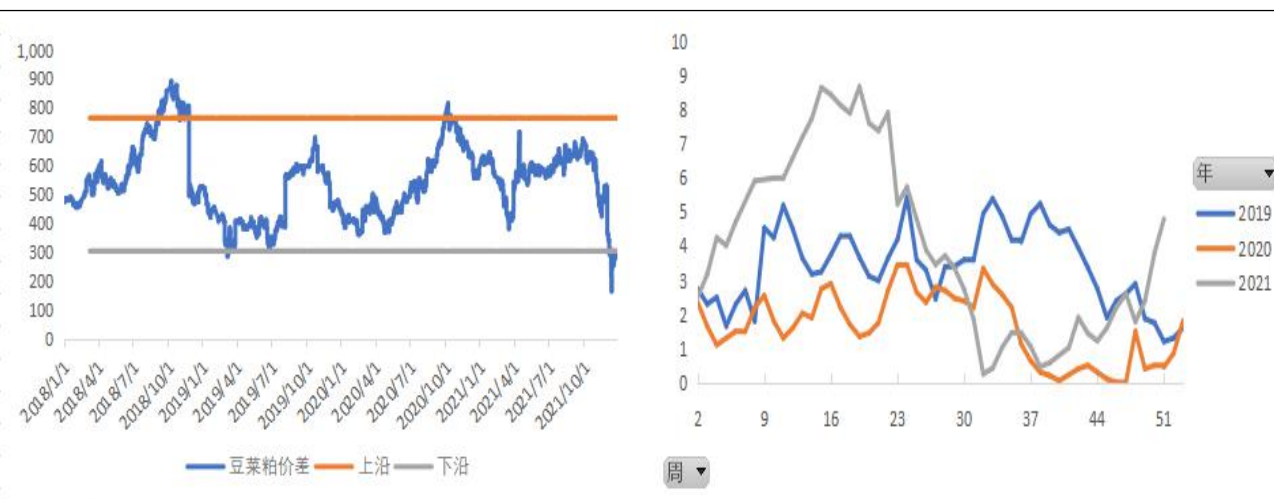
图表 20：沿海菜籽库存（万吨），菜籽压榨利润（元/吨）



数据来源：我的农产品，WIND

需求端，今年水产养殖规模扩大，5 月旺季来临时，市场整体供不应求，菜粕库存快速去化，最低降至 0.46 万吨。但是 10 月后因水产旺季接近尾声，加上豆菜粕价差走弱，菜粕单位蛋白性价下降，库存再度开始回升。截止 12 月 24 日，沿海油厂库存为 5.3 万吨，处于中等偏高水平。

图表 21：豆菜粕价差（元/吨），沿海菜粕库存（万吨）



数据来源：WIND，我的农产品

目前进口菜籽压榨利润仍然亏损 350 元/吨左右，加上全球菜籽供应紧缩，后期进口难有放量。但国内外大豆趋于宽松，豆粕库存逐步累积，豆菜粕价差将继续维持低位，菜粕下游需求市场被挤占，库存水平预计维持中等偏高水平。故在成本支撑与国内压力相互博弈下，菜粕宽幅震荡为主。不过今年水产价格高位将刺激养殖规模再度扩大，而菜粕是水产饲料中的重要配料，预计明年 5 月

随着水产需求的启动，以及加菜籽播种期天气炒作，菜粕或有望迎来突破上涨。

(三) 小结

虽然目前巴西南北干湿差异扩大，阿根廷干旱持续，但是根据去年经验和未来天气预测来看，巴西仍然有望迎来丰产，改善全球大豆紧张格局，且上市速度将快于往年，使美豆出口窗口期提前结束，美豆库存还有上调可能，低库存支撑瓦解，**预计价格重心下移至 1000-1100 之间**。同时国内方面，随着全球大豆供应增加和榨利修复，油厂开机维持高位，且由于国内生猪产能去化和禽类在产数量有限，饲用需求下滑。**预计明年豆粕市场供大于求，价格偏弱运行为主**。尽管受成本菜籽端支撑，但国内基本面较差，**菜粕难以走出趋势性行情，重点关注明年水产旺季表现情况**。

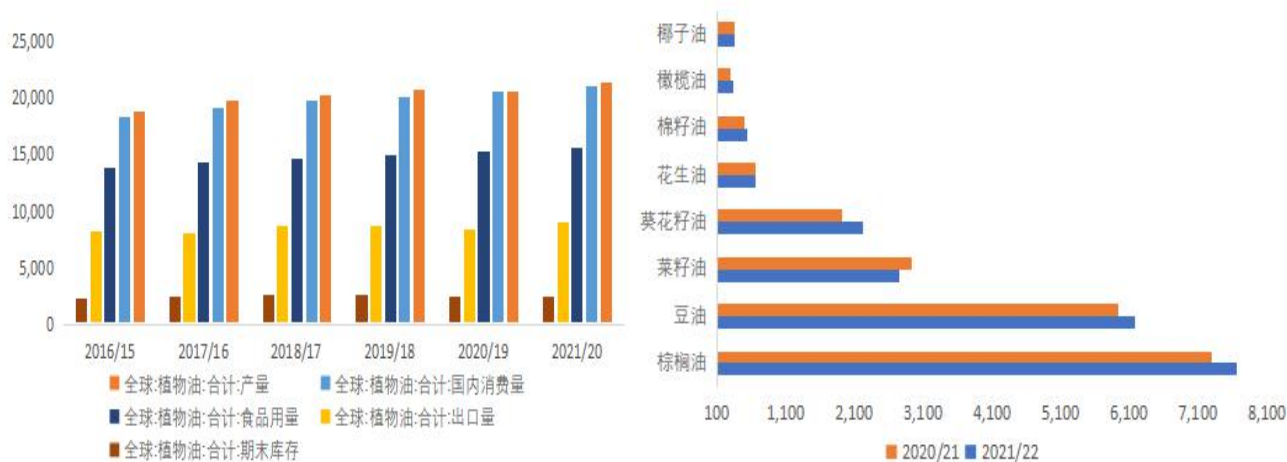
基差方面，由于目前豆粕库存偏低，且生猪产能去化前惯性饲用需求仍在，库存水平前低后高，**近月基差较为坚挺，供应压力主要体现在远月基差**。而菜粕整体供需已经相对宽松，基差偏弱，**走强还需等待水产旺季驱动**。

三、2021 年油脂供需分析

(一) 全球油脂产量增加，供需矛盾有望缓解

受种植利润驱动和天气状况转好，21/22 年度全球植物油产量预估为 2.15 亿吨，同比增加 852 万吨，仅菜籽油因加菜籽减产影响产量下滑外，其他植物产量都出现不同程度增长。具体来看，棕榈油仍是全球产量第一的植物油品种，占比达到 35.60%，其次是豆油和菜籽油，另外本年度葵花籽油产量增幅明显，同比增长 15.26%至 2205 万吨，接近菜籽油产量。虽然随着全球疫情影响的减弱，消费量显著增长，导致期末库存不增反降，环比下降 3.27%至 2398 万吨，库销比降至 11.36%。但是因为整体产量增速快于消费增速，再者从各月的 USDA 报告来看，产量预估逐月上调，消费预估却在下调，按此趋势来看，库存数据之后还有上调可能，预计全球油脂供需格局将走向平衡状态。

图表 22：全球植物油供需情况（万吨），全球主要植物油产量变化（万吨）



数据来源：USDA

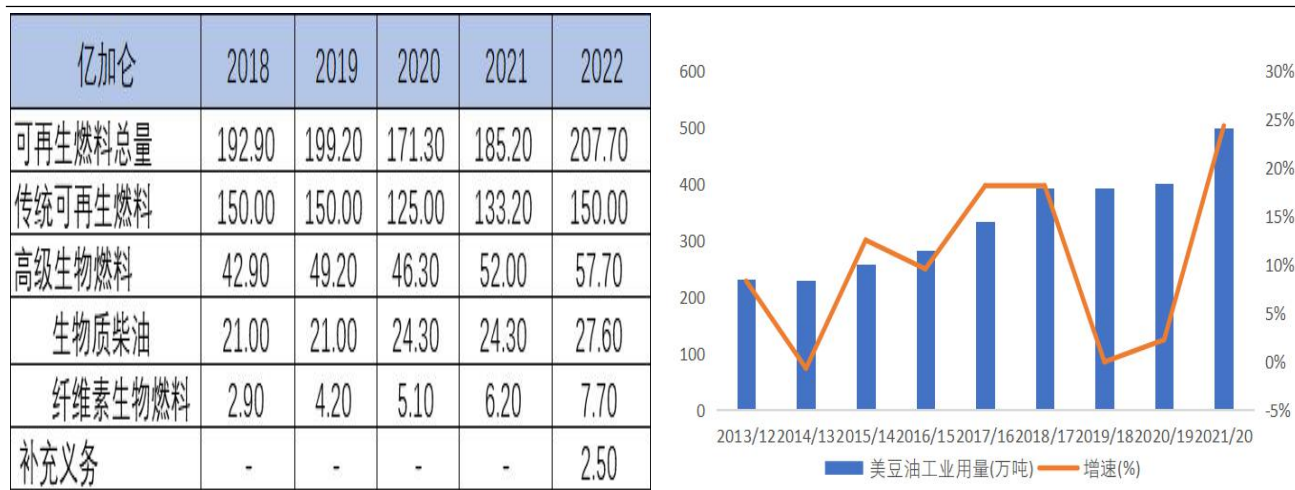
(二) 豆油：需求增速不及供应，价格承压

1. 国际需求：豆油的生物柴油需求短期难再起波澜

美豆油成也生柴政策败也生柴政策。因美国掺混税收抵免政策延期到 2022 年，加上 4 月美国农业部宣布投资建设生物燃料基础设施，推动豆油生柴需求大幅增长，进一步加剧美豆库存紧张程度，美豆油价格创历史高位。但之后因炼油厂经营压力加大，美国环境保护署（EPA）向白宫提议将 2021 年的联邦生物燃料掺混任务降至 2020 年水平以下，引发美豆油暴跌。随后因 EPA 一直未公布具体的可再生燃料法案(RFS)，加上原油价格高涨，市场对于豆油的生柴需求维持中性偏多判断，开启了震荡行情。但 12 月随着各国关于明年的生柴政策的陆续公布，利空集中打压下美豆油跌破震荡区间。

具体来看，先是巴西宣布在 2022 年将继续维持 B10 计划，而按原本的计划，2022 年 1-2 月掺混比例将提高到 13%，3 月上调至 14%；之后美国可再生能源掺混方案落地，EPA 提议将 2020-22 年的生物质柴油的强制掺混量分别设定为 24.3 亿加仑、24.3 亿加仑和 27.6 亿加仑，同比增幅明显低于 USDA 报告对于美豆油生柴需求增长的预期。短期来看，豆油的生柴需求增长放缓，但是对此不宜过分悲观，一方面，巴西该项决定预计仅使需求同比下降 45-85 万吨，实质影响有限；另一方面，EPA 拒绝了所有等待审批的小型炼油厂豁免申请，这意味着在可再生燃料掺混义务之外将有额外的补充义务，将反应在远期的需求上。

图表 23：EPA 可再生能源掺混方案，美国豆油工业需求



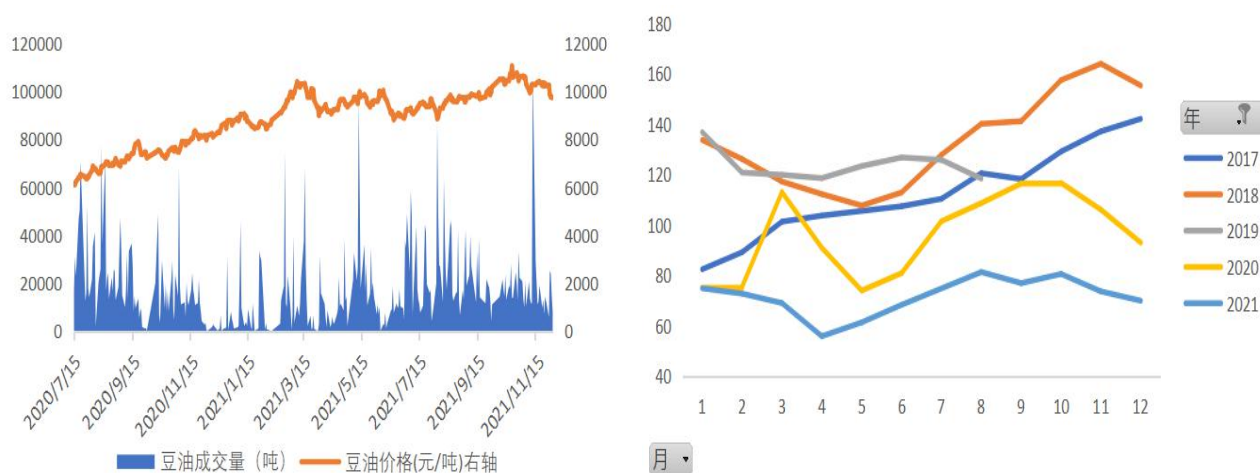
数据来源：EPA，USDA

因此，虽然植物油价格高企阻碍各国生柴政策推进，但在碳中和背景下，可再生燃料仍是未来发展趋势。随着价格回归至正常区间后，各国的可能再生能源政策又将重回正轨，中长线需求仍有增加预期，只是价格难回前高。

2.国内供需：供应压力增大，国内库存低点过去

上半年美豆涨幅基本被豆油吸收，下半年因其他植物油脂强势带动掩盖美豆和美豆油走弱影响，豆油价格一路走高，一度突破 1 万关口。虽然高价在一定程度上抑制下游，但是由于豆棕和棕价差刷新极值，豆油替代性优势显现，1-11 月豆油散油厂成交量约为 374.24 万吨，加上今年油厂开机下滑和豆油库存基数过低，库存继续下降。截至 12 月 24 日，全国重点地区豆油商业库存约 82.16 万吨，同比增 2.55%，处于近 5 年来低位。

图表 24：国内豆油成交情况，国内豆油库存（万吨）



数据来源：我的农产品

2022 年随着油厂压榨量的增加，豆油供应充足。虽然目前豆油性价比优势依旧，替代消费尚可，且后期疫情影响减弱，需求有望再度回升，但是需求增速料不及供应，预计库存将逐步累积，在二季度前就能恢复到往年平均水平。

（三）棕榈油：成本支撑近强远弱，关注国内库存恢复速度

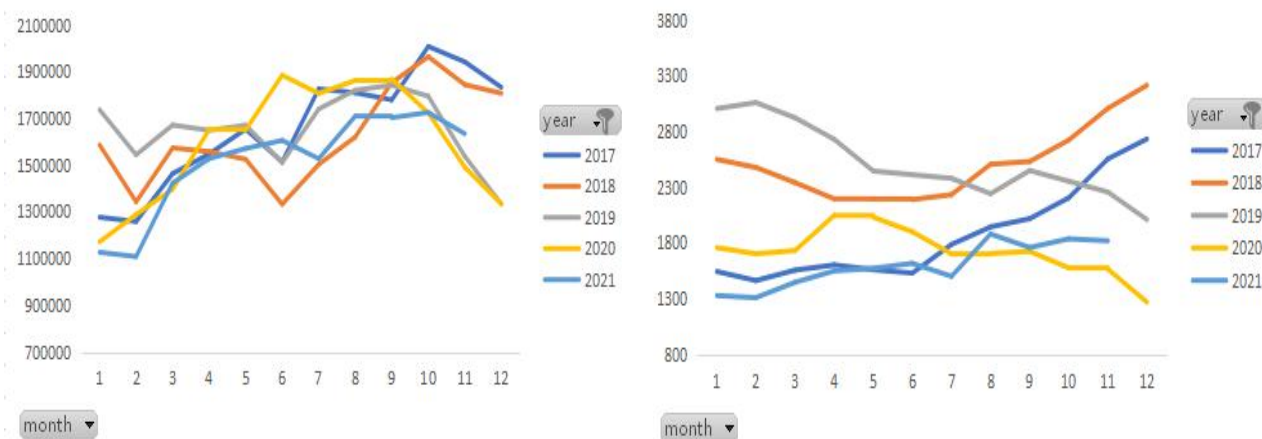
1.产地产量前低后高，成本支撑减弱

拉尼娜气候的滞后效应本应促进本年度马棕产量恢复，但是由于劳工短缺导致收割工作无法顺利进行，加上马棕树龄老化，产量不增反降，MPOB 数据显示 2021 年 1-11 月产量 1666.67 万吨，同比减少 6.8%，2021 年底马棕库存不及 200 万吨。印尼同样遭受劳动力不足问题，且化肥用量减少和种植园维护不善，GAPKI 预估今年印尼毛棕榈油产量预计为 4660 万吨，同比下降 0.9%，期末库存预计为 322 万吨。故尽管需求恢复缓慢，但产地产量增长不及预期，2021 年棕榈油成本维持高位。

近日来，因性价比走弱和消费淡季来临，加上马来政府宣布全面开放引入外籍劳工，市场对于明年马棕库存恢复预期加强，价格高位回落。但是目前为减产季，且受拉尼娜气候影响，预计 1-3 月马来将引来更多降雨，增加油棕种植地区的洪水风险，不利于棕榈果的收获和采摘。同时，根据

正常入境流程，劳工获批后全部流程还需 1.5-2 月，若加上隔离期，预计明年二三月外籍劳工才能入境，产量实质性增加还需等到明年 5 月。印尼明年一季度同样将遭受强降雨影响阻碍，产量或到 2 季度才能恢复，由于树龄相对年轻，产量增量快于马来。虽然印尼 B40 计划推进缓慢，欧盟生物柴油中棕榈油用量下降，但随着全球经济的恢复，食用需求有望增加，恢复至 2019 年水平。预计全年棕榈油库存量将随着产量的恢复而逐步累积，呈现先低后高，马棕价格重心将逐步下移。

图表 25：马来西亚棕榈油产量（公吨），马来西亚棕榈油库存（千吨）

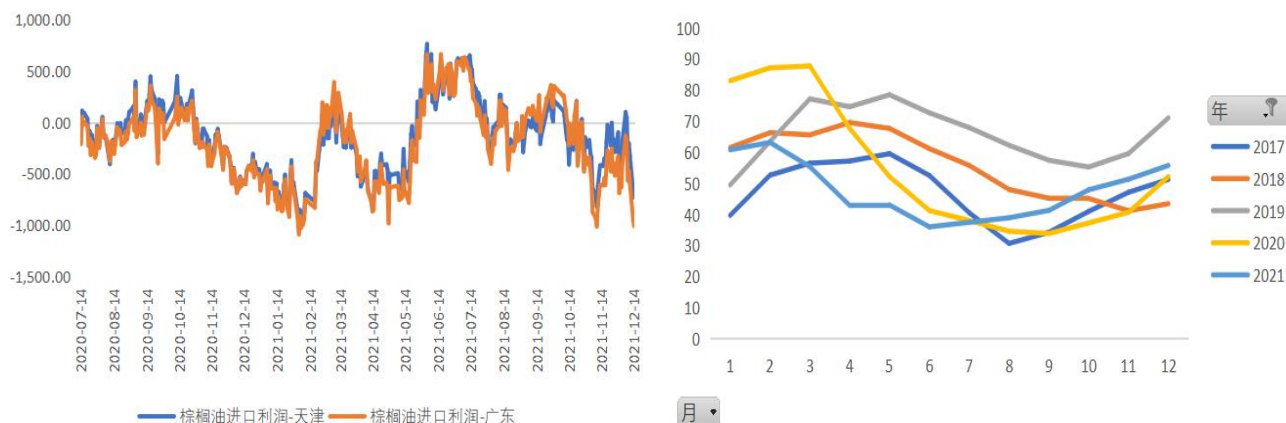


数据来源：MPOB

2.进口利润有望修复，库存缓慢累积

2021 年棕榈油进口利润基本处于倒挂状态，6-7 月情况有所好转，但是由于后期减产预期不断强化，进口利润再度转向亏损，买船数量较少，且时有洗船现象发生，1-11 月进口量为 377 万吨，仅较同比增 5.31%。同时，随着国内疫情得到控制，下游餐饮业基本恢复到疫情前水平，同期总成交量为 48.53 万吨。故在供给增量有限和消费稳步增长的背景下，国内库存恢复不及预期。

图表 26：国内棕榈油进口利润，国内棕榈油库存（万吨）



数据来源：WIND，我的农产品

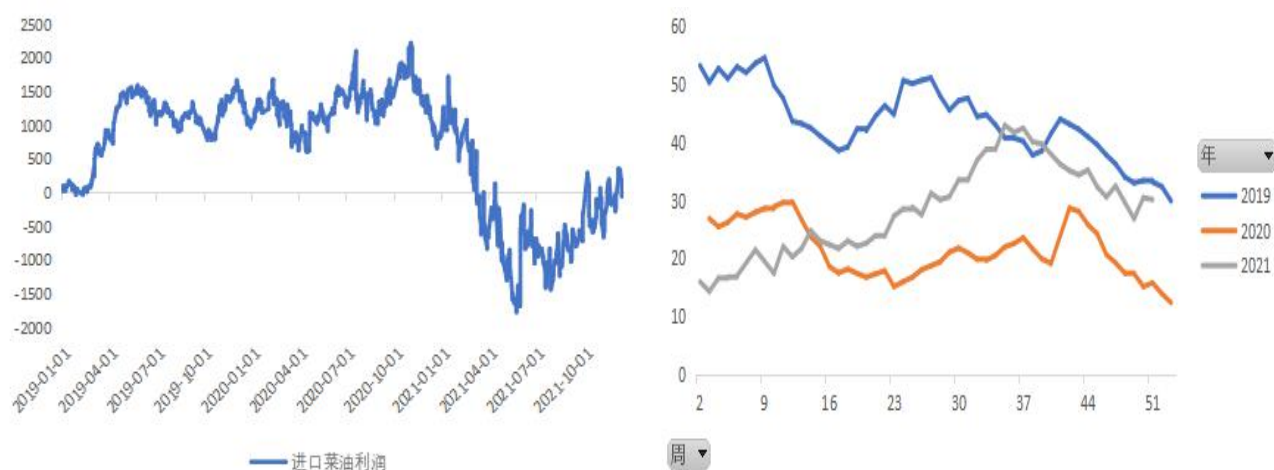
近期因冬季消费淡季来临，加上豆棕价差走低，棕榈油性价比下滑，成交量缩减。但由于进口利润仍然亏损严重，1月船期亏损600元/吨左右，2月船期亏损超千元，买船积极性不佳，根据我的农产品调研数据，12月棕榈油预报到港数量将继续下降，预计库存将继续处于偏低水平。截止12月24日，全国重点地区棕榈油商业库存约48.7万吨，同比减少27.7%。

短期来看，供需双弱下国内库存恢复缓慢，棕榈油价格将继续维持高位。预计在明年二季度，国内库存才能恢复到正常水平，因为随着产地库存的重建，进口利润将通过成本端价格下移来进行修复，进口量才能逐步增加补充库存。

（四）菜油：紧预期提振价格，走势较强

因2019年我国海关先后从加拿大油菜籽中检疫出有害生物，取消三家油加拿大菜籽公司的出口许可证，导致进口菜籽数量大幅下滑，为补充国内菜油供应，进口菜油数量开始增加。由于2020年底至2021年初，进口菜油利润尚可，1-4月进口量同比增108.57%，菜籽压榨量利润同样尚可，油厂开机率在30%左右，处于偏高水平，供应显著增加。一季度后，进口菜籽压榨利润和菜油利润相继转亏，最高超过千元/吨，买船积极性下降，许多厂商选择洗船或观望，菜油进口量显著下降。不过由于菜油价格偏高，下游多以刚需采购为主，且4月开始国储菜油拍卖启动，市场整体趋于宽松。四季度随着消费旺季来临，加上利润倒挂继续影响进口，菜油库存从高点回落，由于价格高企和菜豆价差过高，下游消费难以放量，库存去化速度缓慢。截止12月13日，华东和广西地区菜油库存为27.37万吨，较去年同期增加70.42%

图表 27：进口菜油利润（元/吨），国内菜油库存（万吨）



数据来源：我的农产品

目前菜油进口利润恢复到盈亏水之上，但是进口菜籽压榨利润仍然倒挂，加上本年度加菜籽因减产而惜售，在新季菜籽上市前价格将维持高位，且含油率又偏低，菜油供应难以放量。同时，因菜油消费多以小包装油家庭为主，高价已将需求压缩至刚需位置，继续下调幅度有限。故在供应增

量有限和需求相对稳定的情况下，菜油二季度前紧预期的逻辑不变，进口利润的修复预计将通过国内菜油的上涨来实现。

（五）小结

因加菜籽减产和产地棕榈油产量恢复不及预期，全球油脂供需依旧偏紧，国内油脂整体库存维持低位，在 150-200 万吨上下波动，不过随着后期植物产量的增加，供需将逐步转向平衡。具体来看：豆油方面，虽然生柴需求长期可观，但短期政策力度减弱，需求增速放缓。同时全球大豆趋于宽松，**成本端美豆率先走弱**，国内供应增加和需求相对稳定下，**累库预期较强，预计豆油表现最弱**。棕榈油方面，尽管高价抑制下游需求，但一季度受减产和拉尼娜降雨影响，产量难以上量，紧平衡状态持续。**二季度随着劳工引进作用的显现，产地库存开始累积，成本价格下跌修复进口利润，国内库存回升，棕榈油正式进入下行通道**。菜油方面，新季菜籽上市前成本端价格维持高位，进口利润修复或将通过下游涨价进行修复，且上年度菜籽含油率偏低，**预计上半年国内库存难增，菜油走势相对较强**。

基差方面，虽然对于供需结构转变预期日益加强，但由于**上半年低库存状态持续，市场可供流通货源有限，基差难跌，后期随着库存的实质性恢复，持续已久的高基差将开始回落**。其中棕榈油因产地恢复不确定性较大，进口利润严重到挂，且随着天气转暖，需求开始提升，预计基差表现较为坚挺。

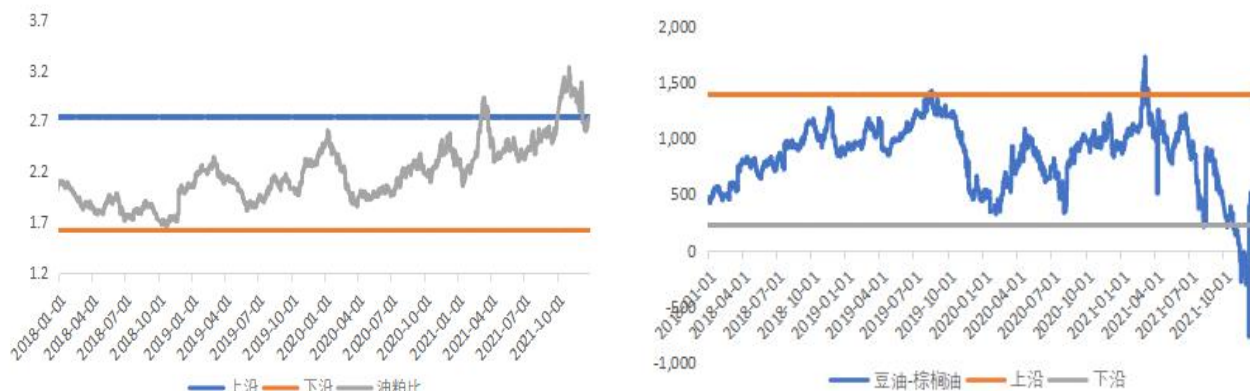
四、套利分析

2021 年油脂油料市场除了油脂价格大幅走高外，套利上豆系油粕比和豆棕价差也突破了历史的极值。油粕比方面，虽然豆粕库存压力缓解，但是豆油库存始终难增，加上美豆油生柴需求驱动，三季度前油粕比震荡上行。同时 10 月后，因美豆期末库存超预期增加，南美播种加速，全球大豆紧张格局有望缓解，豆粕跟随美豆价格重心不断下移，而豆油国内供需趋紧，且有棕榈油和菜油的加持，使得油粕比再上一个台阶，最高时突破了 3.2。豆棕价差方面，一季度前因美豆天气炒作，豆粕胀库影响豆油库存恢复，而棕榈油冬季消费冷清，累库预期加强，价差走扩。但是之后随着南美收割和美豆旧季库存的调整，全球大豆供应紧张局面开始缓解，且新季产量有望再创新高，供应宽松压制下豆油在三个油脂中涨势最弱。而棕榈油因产地劳动力不足，产地产量恢复不及预期，加上国内利润长期倒挂影响补库，库存难增，成为资金追捧对象。豆棕价差出现负值，且不断下探。

虽然目前两者已经回归到合理区间边界附近，但是从油粕需求长期发展来看，油粕比将继续维持高位，且豆棕价差要恢复到往年正常水平，还需等到明年二季度。一方面，在国家政策的引导和技术支持下，豆粕需求量易降难增，而在碳中和背景下，后期生物柴油产能仍会不断投放，豆油需求可观，可以说油粕需求的分化将在未来支撑油粕比高位运行。另一方面，虽然明年油脂库存都有

回升预期，但豆油受丰产预期影响，供应压力较大，而棕榈油目前产地产量恢复仍有不确定性，市场不乏炒作题材，预计豆棕价差的趋势性回升还需等到产地棕榈油库存恢复。

图表 28：豆系油粕比（元/吨），豆棕价差（元/吨）



数据来源：我的农产品

五、总结

回顾 2021 年，油脂油料走势继续分化，油强粕弱格局持续。美豆增产和巴西播种顺利的利空主要作用在豆粕，抵消了需求带动的库存去化利好，震荡下行。菜粕跟随豆粕走势，同样表现偏弱。反观油脂市场，因加菜籽大幅减产，劳工短缺影响马棕产量，加上国内进口利润倒挂，油脂库存重建困难，美豆利空影响有限，牛市延续，棕榈油和菜油表现亮眼。

展望 2022 年，**供强需弱下蛋白粕偏弱运行，油脂价格重心随着库存恢复下移**。根据去年经验和当前天气状况来看，巴西有望丰产改善全球大豆紧张格局，加上国内生猪产能去化，饲用需求下滑，豆粕库存压力加大。菜籽减产支撑菜粕，但受豆粕拖累，且性价比下降，上下两难。另外，因全球菜籽紧张局面延续和棕榈油产地产量恢复不确定性强，预计明年二季度国内棕榈油和菜油才能恢复，豆油则大豆供应增加和油厂开机回升，累库预期较强。

基于此，明年供需宽松将成为豆粕市场主旋律，**建议维持偏空思路**，菜粕因成本支撑与国内压力相互博弈，**预计宽幅震荡为主，重点关注水产养殖驱动**。同时，二季度前油脂高位宽幅震荡运行为主，其中菜油表现相对较强。之后随着库存恢复，价格高位回落，**届时可关注逢高沽空机会**。套利方面，虽然油粕皆有走弱趋势，但豆粕供应过剩矛盾更甚，且从需求长期发展来看，**预计豆系油粕比将继续维持高位，可考虑逢低做多油粕比，豆棕价差的回归关键在于产地棕榈油库存恢复情况**，预计在明年二季度。

风险点：马棕产量恢复不及预期、拉尼娜对南美产量造成不利影响、生柴需求暴增。

免责声明

以上作品（包括但不限于研究报告、分析评论文章、视频等）版权属于福能期货，仅作参考之用。不管在何种情况下，本作品都不能当作买卖所述品种的依据。作品是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得传播给其他人员。尽管我们相信作品中数据和资料的来源是可靠的，但我们不对它们的真实性、准确性和完整性等做任何的保证。我们也不承担因根据本作品操作而导致的损失。未经福能期货书面授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本作品的行为均可能承担法律责任。福能期货提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

福能期货经营机构办公地址信息

福州营业部

地址：福州市鼓楼区华林路93号1座5/6层
邮编：350003 电话：0591-88013378

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道1016号漳州碧湖万达广场A2地块9幢603、604室
邮编：362000 电话：0596-2038010

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路138号金融商务中心A1A2幢1203、1205室
邮编：364000 电话：0597-2219938

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融中心3号楼1401
邮编：362200 电话：0595-85610866

厦门分公司

地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东渡路61号B201、B202、B204室
邮编：361012 电话：0592-2619767

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路94号泓源·国际-1-607
邮编：352100 电话：0593-2999108

莆田营业部

地址：莆田市城厢区胜利南街1998号联创国际广场B区B4#201号
邮编：351100 电话：0594-2209090

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区津淮街16号中骏广场1号楼17F01
邮编：362000 电话：0595-36616716

永安营业部

地址：永安市含笑大道1196号阳光丽景1号楼1503-1507室
邮编：366000 电话：0598-3859578

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路36号招银大厦1601室
邮编：266001 电话：0532-82023816

南昌营业部

地址：南昌市青山湖区北京东路438号恒茂梦时代国际广场7栋2312室
邮编：330000 电话：0791-86213373

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路65号世外桃源广场B座19层17号
邮编：610042 电话：028-87590801

上海营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路969号8楼805室
邮编：200122 电话：021-61425182

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路183-187号4407-4408室
邮编：510620 电话：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦A座603、604
邮编：518000 电话：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路268号汇杰广场1508室
邮编：210000 电话：025-83209186

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街67号广泽大厦9层D户
邮编：430077 电话：027-88773007

公司总部

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路75号海西商务大厦31层
邮编：350003 电话：0591-87871692
网址：www.fnqh.com.cn