

## 油脂顺畅下跌，底在何方？

### 报告要点

油脂本轮顺畅下跌，是产业拐点与金融拐点共振的结果。直接推动力来自印尼持续加大出口力度，中长期则在于产业供应增加，库存拐点已现，而需求环比回暖，但总体仍相对疲软。

### 摘要：

**印尼上调出口配额，棕油供应边际增幅继续扩大：**连棕油跟随外盘下跌，盘中触及跌停。近日，头号棕油主产国印尼称其在考虑上调出口配额以削减国内高库存，具体将国内销售义务出口配额从 5 倍上调到 7 倍。6 月预计印尼签发出口许可证约 240 万吨，预计 7 月印尼出口将较 6 月增长，或至少达到 336 万吨。印尼抛售库存，棕油供应边际增幅继续扩大，导致马棕油 6 月、7 月或持续累库。供应压力增长预期利空马棕油价格，国内价格由产区价格定价主导，难逃弱势。

油脂本轮顺畅下跌，是产业拐点与金融拐点共振的结果。直接推动力来自印尼持续加大出口力度，中长期则在于产业供应增加，库存拐点已现，而需求环比回暖，但总体仍相对疲软。

**展望后市，宏观面收紧，供需持续改善，技术仍在高位，料油脂震荡回落。**

首先，宏观层面压力巨大。美联储收紧流动性，金融市场面临的压力从预期转为现实。其次，供应端压力递增。短期棕油受印尼出口重启冲击，中期关注季节性增产幅度；豆油受南北豆增产主导偏空；菜油中短期看加菜籽新作播种和生长，料同比去年改善幅度有限。长期看，全球碳中和背景下，油脂生柴用量增长或提升油脂估值中枢。

再次，需求端，随着价格回落，高价抑制需求作用减缓，油脂进口利润打开，进口量或逐步恢复，对价格产生托举作用。

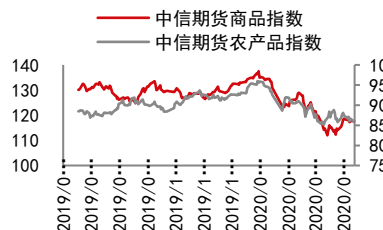
节奏上，当前 5 日均线压力较重，油脂仍在下跌趋势中。关注 7 月中旬能否止跌。宏观上，美联储 7 月加息幅度预计仍较大，或仍利空市场；产业上，一方面印尼出口许可证发放近尾声，进入 8 月印尼出口政策动向值得关注；且 7 月底或开启 B40 道路测试。另一方面，劳工短缺或仍存，棕油季节性增产或不及预期。同时美豆或炒作生长期天气，关注美国降水情况。

总体上，2022 年下半年，预计供应压力主导下，期价开启熊市周期。

**风险提示：**棕油产量增长乏力；美豆产量增幅不及预期；南美豆面积增长乏力；油脂需求超预期增长；产区政策变化。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



### 农产品组研究团队

李兴彪  
从业资格号 F3048193  
投资咨询号 Z0013482

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

## 目 录

摘要:	1
一、印尼上调出口配额，棕油供应边际增幅继续扩大	3
二、底在何方？	3
2.1 宏观：美加息力度大，商品承压	4
2.2 供应：产区增产且出口恢复，油脂有效供应预增	4
2.3 库存：棕油库存预计见底回升，豆油库存或见顶回落	8
2.4 需求：需求环比预计回暖，但仍处于偏低水平	9
2.5 总结：棕榈油领跌，油脂偏弱	11
三、风险提示	13
免责声明	14

## 图表目录

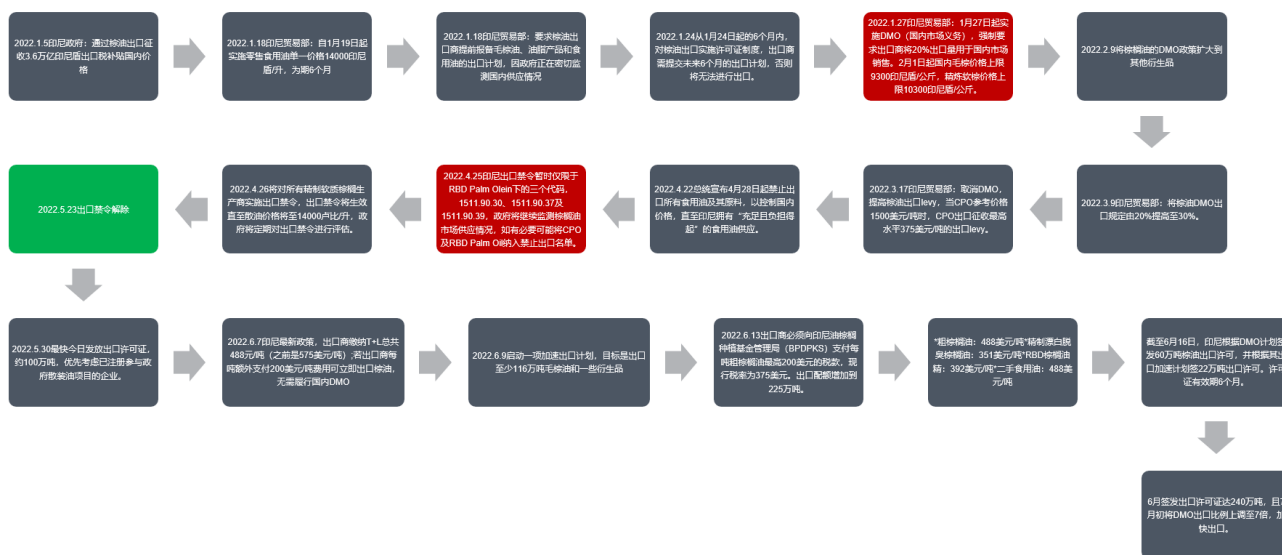
图表 1: 印尼出口政策变化主导国际棕油有效供应	3
图表 2: 美国 10-2 年国债收益率差回落，中美利差跌至负区间	4
图表 3: 马棕油库存消费比逐步走高	5
图表 4: 2022 年 6 月马来西亚棕榈油供需预估数据	6
图表 5: 印尼棕油库消比预增	7
图表 6: 马棕油库存消费比与马棕主力价格	7
图表 7: 美豆供需平衡表（6 月）及面积终值预期的测算	8
图表 8: 加菜籽 2022/23 年度供需平衡表	8
图表 9: 棕油库存预计见底回升，豆油库存或见顶回落	9
图表 10: 随着产区报价下调，进口利润打开，印度进口需求预计有所回升	10
图表 11: 棕油进口利润打开，豆油菜油进口利润回升，植物油进口量预增	11
图表 12: 全球油脂供需平衡表	12
图表 13: 中国油脂供需平衡表	12

## 一、印尼上调出口配额，棕油供应边际增幅继续扩大

连棕油跟随外盘下跌，盘中触及跌停。

近日，头号棕油主产国印尼称其在考虑上调出口配额以削减国内高库存，具体将国内销售义务出口配额从 5 倍上调到 7 倍。6 月预计印尼签发出口许可证约 240 万吨，预计 7 月印尼出口将较 6 月增长，或至少达到 336 万吨。印尼抛售库存，棕油供应边际增幅继续扩大，导致马棕油 6 月、7 月或持续累库。供应压力增长预期利空马棕油价格，国内价格由产区价格定价主导，难逃弱势。

图表1：印尼出口政策变化主导国际棕油有效供应



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、底在何方？

油脂本轮顺畅下跌，是产业拐点与金融拐点共振的结果。直接推动力来自印尼持续加大出口力度，中长期则在于产业供应增加，库存拐点已现，而需求环比回暖，但总体仍相对疲软。

**展望 2022 年下半年，宏观面收紧，供需持续改善，技术仍在高位，料油脂震荡回落。**

首先，宏观层面压力巨大。美联储收紧流动性，金融市场面临的压力从预期转为现实。其次，供应端压力递增。短期棕油受印尼出口重启冲击，中期关注季节性增产幅度；豆油受南北豆增产主导偏空；菜油中短期看加菜籽新作播种和生长，料同比去年改善幅度有限。长期看，全球碳中和背景下，油脂生柴用量增长

或提升油脂估值中枢。

节奏上，当前 5 日均线压力较重，油脂仍在下跌趋势中。关注 7 月中旬能否止跌。宏观上，美联储 7 月加息幅度预计仍较大，或仍利空市场；产业上，一方面印尼出口许可证发放近尾声，进入 8 月印尼出口政策动向值得关注；且 7 月底或开启 B40 道路测试。另一方面，劳工短缺或仍存，棕油季节性增产或不及预期。同时美豆或炒作生长期天气，关注美国降水情况。

再次，需求端，随着价格回落，高价抑制需求作用减缓，油脂进口利润打开，进口量或逐步恢复，对价格产生托举作用。

总体上，2022 年下半年，预计供应压力主导下，期价开启熊市周期。

## 2.1 宏观：美加息力度大，商品承压

美联储 6 月 15 日将联邦基金利率提高了 0.75 个百分点，至 1.5%-1.75% 的范围，是自 1994 年以来的最大幅度升息。主席鲍威尔在会后的新闻发布会上告诉记者，美联储可能会在 7 月下次会议上再次加息 75 个基点或 50 个基点，他先前宣称，在有“明确和令人信服的”证据表明通胀正在减弱之前，都将持续加息。”这也暗示了，美联储在 7 月会议上再次加息 75 个基点的可能性。从 2021 年宣布缩表计划，到 2022 年缩表+加息，美联储收紧流动性。近期美国 10-2 年国债收益率平水甚至负值。金融市场面临的压力从预期转为现实，大宗商品见顶回落正在逼近。同时中美周期错位，中美 10 年期国债利差跌至负区间，人民币贬值压力仍存。

图表2：美国 10-2 年国债收益率差回落，中美利差跌至负区间



资料来源：Wind 中信期货研究所

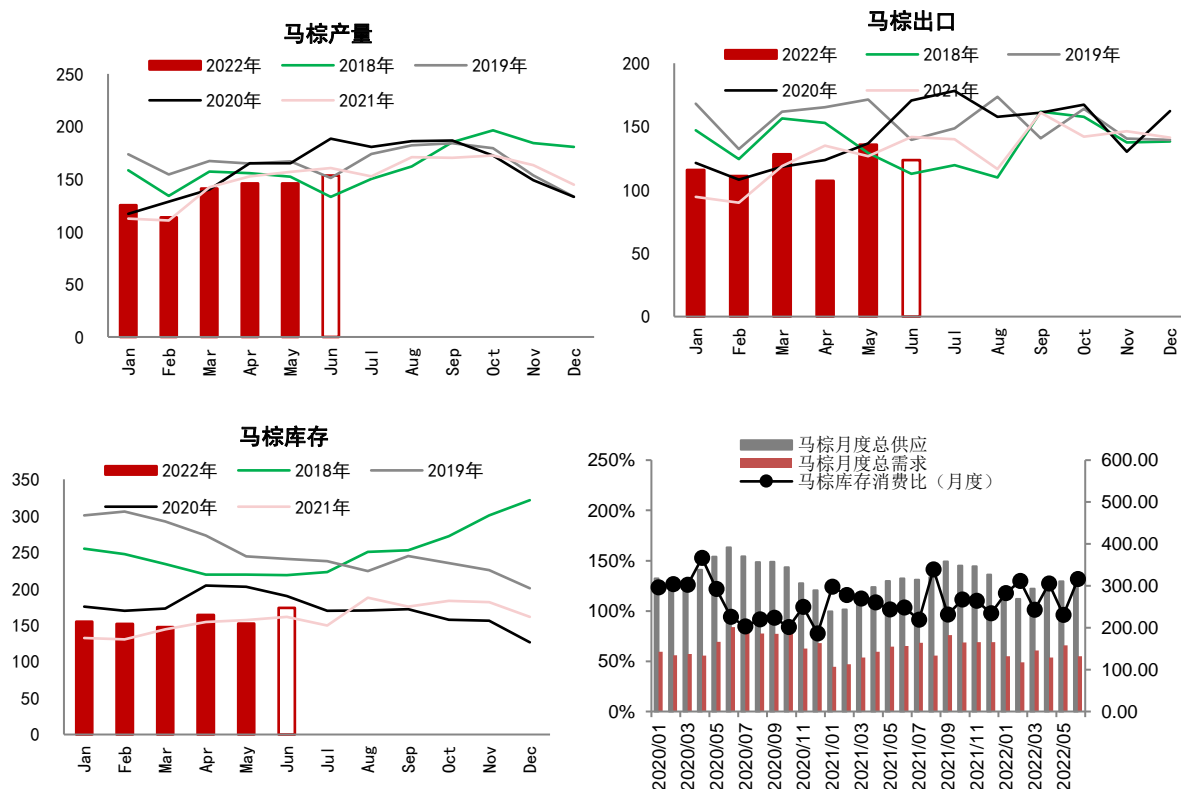
## 2.2 供应：产区增产且出口恢复，油脂有效供应预增

棕油季节性增产已开启，预计产量同比提高。MPOB 数据：5 月棕油产量 146.1 万吨（环比-0.07%，同比-7.03%），出口 135.92 万吨（环比+26.67%，同比+7.15%），

月末库存 152.18 万吨(环比-7.37%，同比-3.04%)。MPOB:1-5 月累计产量 672.53 万吨(同比-0.48%)；累计出口 598.56 万吨(同比+5.81%)。按照年产量 1900 万吨测算，年同比增幅 5%。

**6 月马棕库存预计走高。**根据船运调查机构 ITS 公布数据显示，马来西亚 6 月棕榈油出口量为 1268523 吨，较 5 月出口的 1415569 吨减少 10.4%。根据船运调查机构 SGS 公布数据显示，马来西亚 6 月棕榈油出口量为 1230997 吨，较 5 月出口的 1329186 吨减少 7.4%。马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，6 月马来西亚棕榈油产量环比增加 5.1%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加 3.89%，出油率（OER）环比下降 0.23%。按照目前产量和出口变动幅度，预估 6 月底期末库存消费比能达到 132%。

图表3：马棕油库存消费比逐步走高



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4: 2022 年 6 月马来西亚棕榈油供需预估数据

单位: 万吨

供需/机构		5月	6月	增减	环比%
调查	产量	140.4	158	17.6	12.6
	进口量	6	8	2.0	33.3
	出口量	126.5	122	-4.5	-3.6
	消费量	29.6	28.5	-1.1	-3.7
	库存量	154.3	171	16.7	10.8
Cimb Research	产量	144	153.8	9.8	6.8
	进口量	3	10	7.0	233.3
	出口量	129	129.1	0.1	0.1
	消费量	28.7	27	-1.7	-5.9
	库存量	153	159.9	6.9	4.5
Reuters	产量	140	158	18.0	12.9
	进口量	6	7	1.0	16.7
	出口量	127	122	-5.0	-3.9
	消费量	29.7	27	-2.7	-9.1
	库存量	154	172	18.0	11.7
Bloomberg	产量	140	158	18.0	12.9
	进口量	5	7	2.0	40.0
	出口量	127	122	-5.0	-3.9
	消费量	28.5	27	-1.5	-5.3
	库存量	151	172	21.0	13.9

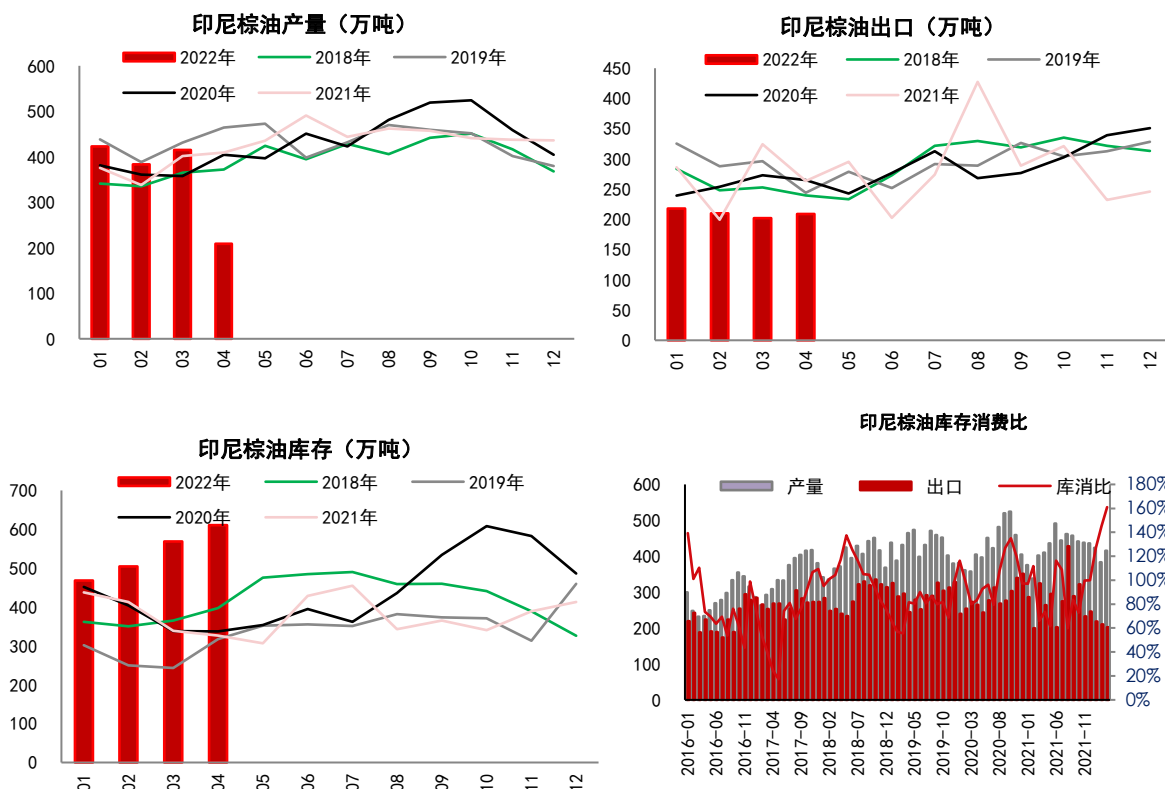
备注: 数据取市场调查结果中位数, - 代表无数据

资料来源: Wind 中信期货研究所

**印尼棕油库存消费比预计增长, 出口加速恢复。**印尼棕榈油协会 (GAPKI) 发布的数据显示, 印尼棕榈油协会 (GAPKI) 发布的数据显示, 2022 年 4 月印尼棕油产量 208.9 万吨, 环比-49.66%, 同比-49.01%; 出口量 208.9 万吨, 环比 3.42%, 同比-20.75%; 消费 175.1 万吨, 环比 15.96%, 同比 8.69%; 库存 610.3 万吨, 环比 7.39%, 同比 86.69%。库存消费比超过 150%。而经过 5 月全面禁止出口, 根据 CGS-CIMB 预估, 2022 年 6 月底印尼棕油库存可能上升到 800-850 万吨。

**截至 6 月 29 日, 印尼发放出口许可证合计 240 万吨。印尼出口恢复加速, 给棕油市场带来压力。**笔者在此前报告中提示, “印尼政策, 如 DMO, 出口关税等导致其出口受限, 短期利多市场, 但中期, 随着印尼棕油库存重回市场, 影响从利多转为利空。” 目前市场受此利空影响顺畅下跌。

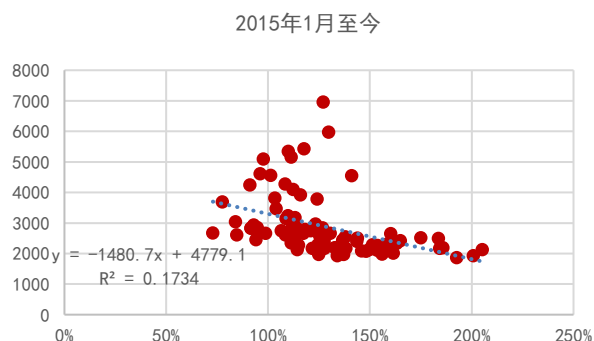
图表5: 印尼棕油库消比预增



资料来源: Wind 中信期货研究所

观察马棕油库存消费比与价格关系，可以发现，130%+的库存消费比，大部分时间对应价格低于 4000，甚至在 3000 以下。我们在二季报就指出“随着库存不断累计，供需改善逐渐兑现，料马棕油高价不可持续。”如今随着 6 月一轮暴跌，从 6400 上方下跌到 4000，跌幅高达 37%。假设跌倒 3000，下方空间依然有 25%。这需要多方面配合，宏观面收紧流动性，供需面不断转松，技术面持续承压。

图表6: 马棕油库存消费比与马棕主力价格



资料来源: Wind 中信期货研究所

尽管国内豆油预计二季度较棕油表现抗跌（我们在二季度报的观点），但随



着 6 月份棕油领跌，豆棕价差快速回升，豆油出现补跌。目前油脂仍在下跌趋势。豆油难以独善其身。从节奏看，拉尼娜年份预计美豆仍会炒作天气（可参考蛋白粕半年报中的详细阐述）。但过程曲折，结果美好，美豆新作增产概率较大，且南美接过增产接力棒后，全球豆类市场步入供需持续转松过程。预计豆油也延续弱势。

图表7：美豆供需平衡表（6 月）及按面积终值调整计算

美豆	美豆供需平衡表				2022/23 预 测（5月）	2022/23 预 测（6月）	2022/23 预 测（5月）	2022/23 预 测（6月）	环比%	同比%	2022/23 年 度预估
	2020/21 测（5月）	2021/22 预 测（5月）	2021/22 预 测（6月）	2022/23 预 测（5月）							
种植面积	83.4	87.2	87.2	91	91	0.00%	4.4%				88.3
收割面积	82.6	86.3	86.3	90.1	90.1	0.00%	4%				87.5
蒲式耳/英亩											
单产	51	51.4	51.4	51.5	51.5	0.0%	0%				51.5
百万蒲式耳											
期初库存	525	257	257	235	205	-12.8%	-20%				205
产量	4216	4435	4435	4640	4640	0.0%	5%				4504
进口	20	15	15	15	15	0.0%	0%				15
总供应	4761	4707	4707	4890	4860	-0.6%	3%				4724
压榨	2141	2215	2215	2255	2255	0.0%	2%				2255
出口	2261	2140	2170	2200	2200	0.0%	1%				2200
留种	101	106	106	102	102	0.0%	-4%				102
损耗	1	12	12	23	23	0.0%	92%				23
总需求	4504	4472	4502	4580	4580	0.0%	2%				4580
期末库存	257	235	205	310	280	-9.7%	37%				144
农场均价（美元/蒲）											
蒲	10.8		13.35	14.4	14.7	2.1%	10%				14.70
库消比	5.7%	5.3%	4.6%	6.77%	6.11%	-0.7%	1.56%				3.14%

资料来源：Wind 中信期货研究所

菜籽方面，加菜籽 2022/23 年度面积同比-7%，单产恢复性增长，产量预计同比+43%；同时需求增长+3%，期末库存+25%；期末库存消费比-0.1%。总体上，加菜籽平衡表与上年改善幅度有限，菜系强于豆系。

图表8：加菜籽 2022/23 年度供需平衡表

项目	加拿大农业部油菜籽供需平衡表											
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021	2021-2022（4月）	2021-2022（5月）	2022-2023（4月）	2022-2023（5月）	环比	较去年%
种植面积（千公顷）	8363	8236	9313	9232	8410	8572	8800	9097	8800	8457	-4%	-7%
收获面积（千公顷）	8322	8119	9273	9120	8325	8471	9002	9002	8732	8391	-4%	-7%
单产（吨/公顷）	2.21	2.41	2.3	2.2	2.3	2.4	1.4	1.4	2.3	2.1	-7%	53%
产量（千吨）	18377	19601	21328	20343	19485	19912	12595	12595	20200	17950	-11%	43%
进口量（千吨）	105	95	108	146	125	155	150	150	150	100	-33%	-33%
总供应量（千吨）	21055	21786	22778	22988	23044	24502	14467	14467	20750	18450	-11%	28%
出口量（千吨）	10299	11016	10783	9141	10589	10040	5150	5150	10000	8800	-12%	71%
食用及工业用量（千吨）	8315	9191	9269	9295	10425	10129	8300	8300	10000	9000	-10%	8%
种用及损耗（千吨）	365	163	160	397	243	838	566	566	99	99	0%	-83%
国内总需求（千吨）	8740	9422	9496	9754	10734	11028	8917	8917	10150	9150	-10%	3%
期末库存量（千吨）	2016	1348	2499	4094	1722	3435	400	400	600	500	-17%	25%
平均价格（美元/吨）	509	529	539	497	730	484	1100	1,100	900	1000	11%	-9%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	8.1%	16.3%	2.8%	2.8%	3.0%	2.8%	-0.2%	-0.1%

资料来源：Wind 中信期货研究所

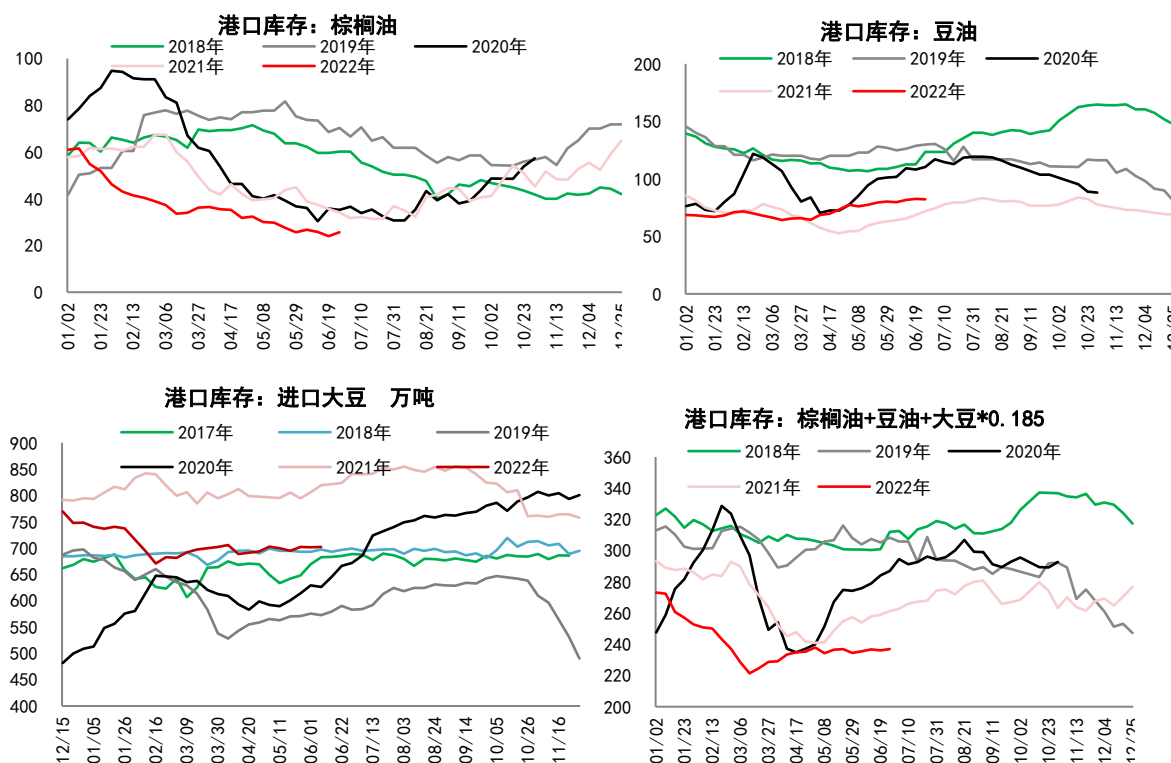
## 2.3 库存：棕油库存预计见底回升，豆油库存或见顶回落

随着棕油产区产量季节性回升，以及印尼出口恢复，中国采购重启，预计国内棕油库存见底回升。豆油库存随着消费旺季来临，预计见顶回落，但考虑外围大豆增产，以及国内豆粕消费尚可，豆油库存或高于 2021 年下半年。豆棕差或保持在较高水平震荡。7 月 9 日表观库存：棕榈油 25.65 万吨（周环比+6.87%，同



比-25.00%)，豆油 82.3 万吨（周环比-0.36%，同比+14.42%）。隐形库存：（棕油+豆油+大豆\*0.185）合计 107.95 万吨（周环比-54.26%，同比-100.00%）。

图表9：棕油库存预计见底回升，豆油库存或见顶回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2.4 需求：需求环比预计回暖，但仍处于偏低水平

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。印度最近一次 12 月 21 日，下调毛棕油进口关税至 5%，有效期至 2022 年 9 月 30 日。印度进口关税，毛棕 5%，毛豆油 5.5%，毛葵油 5.5%，精炼棕油 13.75%。

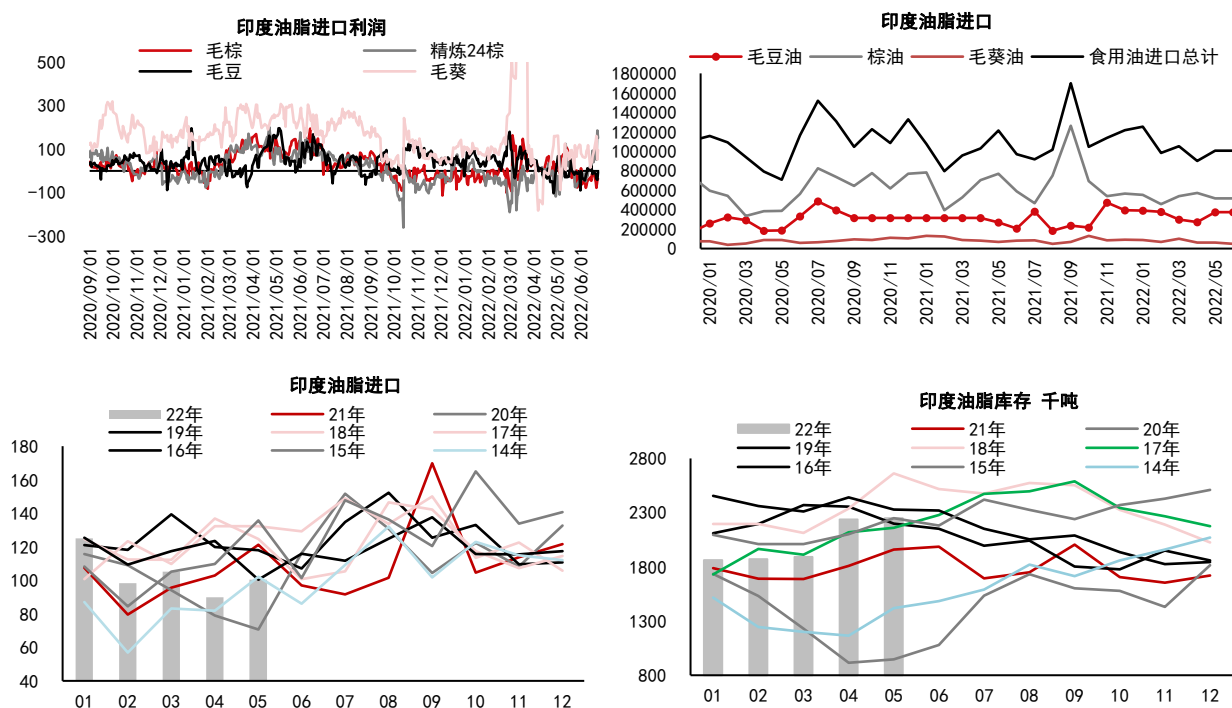
印度关税下调意在刺激油脂进口增长，但进口利润被不断上涨产区报价侵蚀，高价抑制需求。5 月印度进口：油脂 100.6 万吨，环比 11.7%，同比-17.1%。其中葵油进口 11.8 万吨，环比 117.7%，同比-32.6%；豆油进口 37.3 万吨，环比 36.6%，同比 39.3%；棕油进口 51.4 万吨，环比-10.2%，同比-33.2%；毛棕油进口 28.5 万吨，环比 0.0%，同比-62.3%；毛棕 24 度油进口 0.1 万吨，环比 0.0%，同比 0.0%；精炼 24 度进口 10.1 万吨，环比-32.7%，同比 4754.5%；非食用油进口 5.6 万吨，环比 375.0%，同比 53.0%。

印度 2022 年 1-5 月累计进口：油脂 519.2864 万吨，同比 2%。其中，葵油 84.5296 万吨，同比 2%；豆油 171.3367 万吨，同比 12%；棕油 263.4201 万吨，

同比-17%。其中精炼棕油 93.941 万吨，同比 5855%；毛棕油 141.1361 万吨，同比 -55%。

此前进口负利润抑制需求，印度国内油脂库存偏低；随着产区报价下调，进口利润打开，印度进口需求预计有所回升。2022 年 5 月底，印度国内油脂库存总计 224.9 万吨，其中渠道库存 176.5 万吨，港口库存 48.4 万吨。其中葵油 10 万吨，豆油 16.6 万吨，精炼棕油 10 万吨，菜油 0.4 万吨。

图表10： 随着产区报价下调，进口利润打开，印度进口需求预计有所回升



资料来源：Wind 中信期货研究所

2022 年中国油脂进口利润多亏损，限制进口增长。近期随着产区报价回落，进口利润有所好转。2022 年 07 月 06 日油脂进口利润豆油-889.78 元/吨，棕油 318.71 元/吨，菜油-1136.99 元/吨。

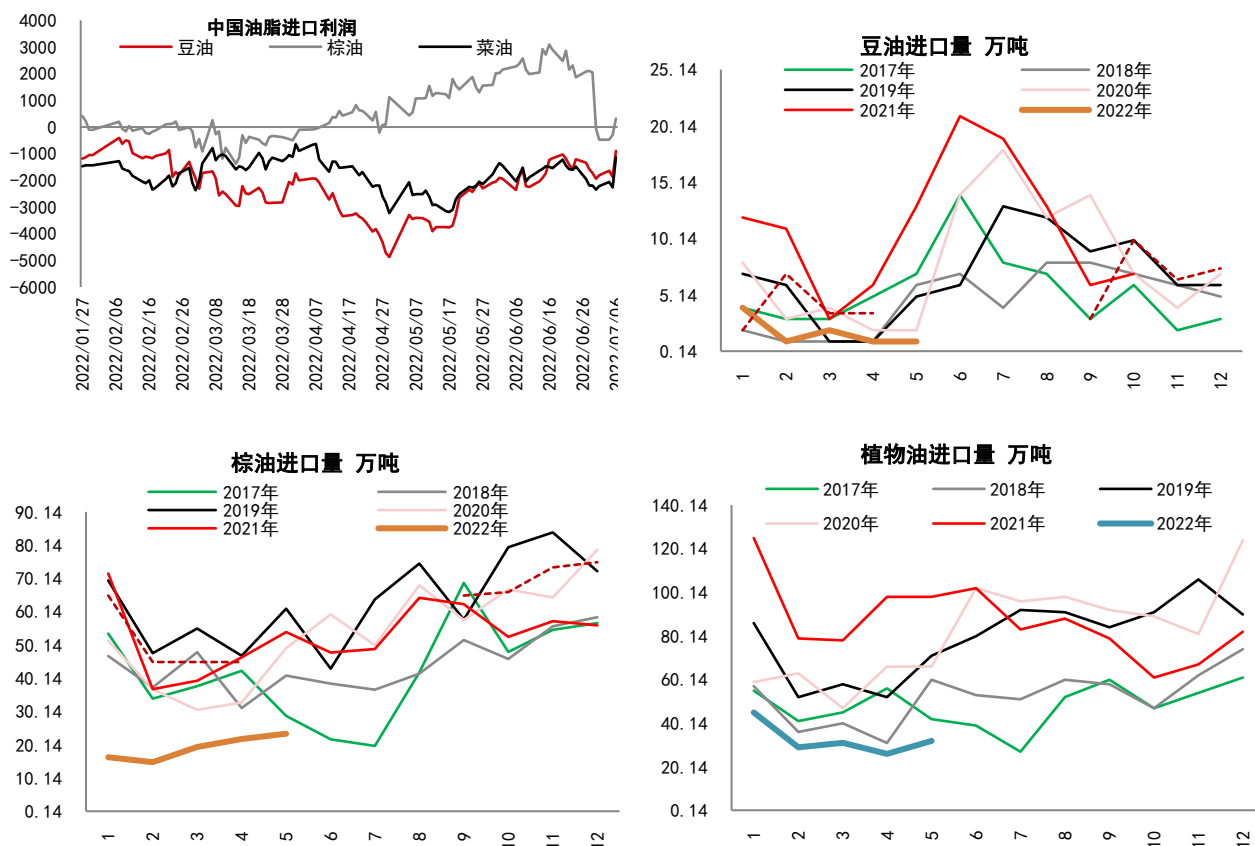
2021 年 1-5 月进口豆油累计 9 万吨，同比-80%；进口菜油累计 48 万吨，同比-62%，进口棕油累计 96 万吨，同比-61%。1-5 月进口油脂累计 163 万吨，同比-66%。

6-8 月菜油进口预报依次为 20(+0)、14(-1)、11(-1)万吨，累计环比+66.3%，同比-13.2%。6-9 月豆油进口预报依次为 1(-4)、1(-6)、1(-4)、1 万吨，累计环比+325%，同比-67.9%。6-9 月棕油进口预报依次为 30(+0)、39(+1.5)、49(+1.5)、40 万吨，累计环比 77.6%，同比-28.6%。6-8 月豆油+棕油+菜油进口预报累计值 51(-4)、54(-3)、61(-1)万吨，累计环比+72%，同比-38%。

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。

棕油进口利润打开，豆油菜油进口利润回升，植物油进口量预增。

图表11： 棕油进口利润打开，豆油菜油进口利润回升，植物油进口量预增



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2.5 总结：棕榈油领跌，油脂偏弱

综上，供应端：棕榈油季节性增产，料产量持续增长，库存有望回升。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。菜籽减产大背景下，菜油价格或最抗跌。需求端：随着价格下跌，进口利润好转，预计下游消费缓慢回升。

短期印尼出口恢复冲击市场，中期关注印尼出口和生柴政策调整，外劳不足是否导致季节性增产不及预期。长期，生柴用量需求增长，油脂估值中枢或抬升。价格大趋势或震荡偏弱，关注季节性消费回升带来价格反弹，以及油品间价差变动。

图表12: 全球油脂供需平衡表

	全球油脂	产量	进口	出口	消费	库存	库消比
2013	171.81	66.94	70.26	166.43	24.37	10.3%	
2014	177.02	71.05	76.54	170.68	25.63	10.4%	
2015	176.54	70.62	73.77	177.57	22.17	8.8%	
2016	188.38	76.95	82.11	183.22	22.51	8.5%	
2017	198.72	76.81	81.08	191.66	26.01	9.5%	
2018	203.89	82.66	87.11	198.08	27.38	9.6%	
2019	207.30	82.95	87.26	201.20	29.17	10.1%	
2020	206.55	82.06	85.31	205.01	27.46	9.5%	
2021	211.64	77.05	81.18	207.33	27.65	9.6%	
2022	217.72	84.05	88.04	212.25	29.12	9.7%	

资料来源: Wind 中信期货研究所

图表13: 中国油脂供需平衡表

棕榈油供需平衡表											
年份	期初库存	产量	进口量	出口量	食品用量	工业用量	饲料用量	总供应量	国内消费	期末库存	
2013	0.44	0.00	5.57	0.00	3.60	2.10	0.00	6.01	5.70	0.31	
2014	0.31	0.00	5.70	0.00	3.75	1.95	0.00	6.01	5.70	0.31	
2015	0.31	0.00	4.69	0.01	2.70	2.10	0.00	4.99	4.80	0.19	
2016	0.19	0.00	4.88	0.01	2.65	2.10	0.00	5.07	4.75	0.31	
2017	0.31	0.00	5.32	0.03	2.90	2.20	0.00	5.63	5.10	0.50	
2018	0.50	0.00	6.80	0.03	4.51	2.35	0.00	7.29	6.86	0.40	
2019	0.40	0.00	6.72	0.03	3.80	2.40	0.00	7.12	6.20	0.88	
2020	0.88	0.00	6.82	0.01	4.30	2.35	0.00	7.70	6.65	1.04	
2021	1.04	0.00	5.00	0.02	4.70	1.05	0.00	6.04	5.75	0.27	
2022	0.27	0.00	7.20	0.02	4.95	2.10	0.00	7.47	7.05	0.40	

豆油供需平衡表											
年份	期初库存	产量	进口量	出口量	压榨量	食品用量	饲料用量	工业用量	总供应量	国内消费	期末库存
2013	1.14	12.35	1.35	0.09	68.90	13.65	0.00	0.00	14.84	13.65	1.10
2014	1.10	13.35	0.77	0.11	74.50	14.20	0.00	0.00	15.22	14.20	0.91
2015	0.91	14.61	0.59	0.10	81.50	15.35	0.00	0.00	16.10	15.35	0.66
2016	0.66	15.77	0.71	0.12	88.00	16.35	0.00	0.00	17.14	16.35	0.67
2017	0.67	16.13	0.48	0.21	90.00	16.50	0.00	0.00	17.28	16.50	0.57
2018	0.57	15.23	0.78	0.20	85.00	15.89	0.00	0.00	16.58	15.89	0.50
2019	0.50	16.40	1.00	0.16	91.50	17.04	0.00	0.00	17.90	17.04	0.70
2020	0.70	16.67	1.23	0.04	93.00	17.63	0.00	0.00	18.60	17.63	0.93
2021	0.93	15.95	0.95	0.09	89.00	17.40	0.00	0.00	17.83	17.40	0.34
2022	0.34	17.02	1.10	0.09	95.00	18.05	0.00	0.00	18.47	18.05	0.33

菜籽油供需平衡表

年份	期初库存	产量	进口量	出口量	压榨量	工业用量	食品用量	饲料用量	总供应量	国内消费	期末库存
2013	3.86	7.02	0.90	0.01	18.00	0.00	7.00	0.00	11.78	7.00	4.77
2014	4.77	7.02	0.73	0.01	18.00	0.00	7.80	0.00	12.52	7.80	4.72
2015	4.72	6.83	0.77	0.00	17.50	0.00	8.50	0.00	12.31	8.50	3.81
2016	3.81	6.55	0.80	0.02	16.80	0.00	8.60	0.00	11.16	8.60	2.54
2017	2.54	6.75	1.07	0.02	17.30	0.00	8.60	0.00	10.36	8.60	1.74
2018	1.74	6.43	1.51	0.02	16.48	0.00	8.39	0.00	9.67	8.39	1.27
2019	1.27	6.04	1.94	0.00	15.49	0.00	8.15	0.00	9.25	8.15	1.10
2020	1.10	6.24	2.37	0.00	16.00	0.00	8.19	0.00	9.71	8.19	1.51
2021	1.51	6.20	1.50	0.00	15.90	0.00	8.20	0.00	9.21	8.20	1.01
2022	1.01	6.47	2.12	0.00	16.60	0.00	8.40	0.00	9.60	8.40	1.20

油脂供需平衡表

年份	期初库存	产量	进口量	出口量	压榨量	工业用量	食品用量	饲料用量	总供应量	国内消费	期末库存
2013	5.43	19.37	7.83	0.10	86.90	2.10	24.25	0.00	32.63	26.35	6.18
2014	6.18	20.37	7.20	0.11	92.50	1.95	25.75	0.00	33.75	27.70	5.93
2015	5.93	21.43	6.04	0.10	99.00	2.10	26.55	0.00	33.41	28.65	4.65
2016	4.65	22.32	6.39	0.15	104.80	2.10	27.60	0.00	33.37	29.70	3.52
2017	3.52	22.88	6.87	0.26	107.30	2.20	28.00	0.00	33.26	30.20	2.80
2018	2.80	21.66	9.09	0.24	101.48	2.35	28.78	0.00	33.55	31.13	2.17
2019	2.17	22.44	9.66	0.19	106.99	2.40	28.99	0.00	34.26	31.39	2.69
2020	2.69	22.91	10.41	0.06	109.00	2.35	30.12	0.00	36.01	32.47	3.48
2021	3.48	22.15	7.45	0.11	104.90	1.05	30.30	0.00	33.08	31.35	1.62
2022	1.62	23.50	10.42	0.11	111.60	2.10	31.40	0.00	35.54	33.50	1.93

资料来源: Wind 中信期货研究所

### 三、风险提示

棕油产量增长乏力; 美豆产量增幅不及预期; 南美豆面积增长乏力; 油脂需求超预期增长; 产区政策变化。

## 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。