

豆粕内外分化 油脂供需双增

摘要

2022 年国内外油脂油料市场经历了宏观大起大落、新冠疫情供需双干扰、油籽主产国灾年减产、国际地缘政治影响粮食安全、人民币汇率大幅贬值等等复杂多变的驱动因素，从而运行出近十年未遇的史诗级行情。个人将从行情回顾、全球各主产&消费国油籽&油脂供需、国内油脂油料供需特点等方面阐述个人认为的核心价格驱动及影响路径。

一、 行情回顾

2022 年豆粕价格在国际大豆主产国相继减产、国际粮食安全隐患与人民币汇率贬值等多因素下保持强势运行，现货价格屡创历史新高。以 DCE 豆粕指数价格为例，价格变化可分为以下四个阶段：1、南美大豆关键生长期遭遇拉尼娜气候触发的少雨天气，巴拉圭、阿根廷以及巴西南部组成的大面积大豆产区出现高温少雨天气，严重影响南美大豆生长，国内豆粕价格跟随国际大豆上涨。同期 2 月 24 日，俄罗斯对乌克兰发动特别军事行动，俄罗斯与乌克兰的地缘冲突正式开启，国际市场对粮食与化肥的供给担忧驱动豆粕价格接力上行。2、豆粕价格延续上涨至 3 月末，我国大豆出现集中买船与套盘，叠加俄乌局势缓和，本轮上涨结束。随后在美元加息下的宏观多空转换、摇摆的美国大豆种植面积意向、俄乌地区出口松动以及美豆新作丰产预期等复杂因素下宽幅震荡，价格中枢有所回落。3、2022 年 7-8 月，国内豆粕价格跟随美豆产区复杂的天气形势反复波动。4、美国大豆丰产预期落空，CBOT 大豆价格维持高位运行。同期人民币汇率大幅贬

值，造成国内盘面压榨利润深度亏损，导致国内大豆买船缓慢，进而加剧国内供需紧张，叠加下游较好的养殖利润对高价豆粕接受度尚可，豆粕现货价格继续强势上涨，DCE 豆粕指数价格因由远期合约共同加权而并未明显上涨，但盘面深度贴水的近月合约轮流向上运行修复基差。

图 1.1 2022 年豆粕价格指数走势



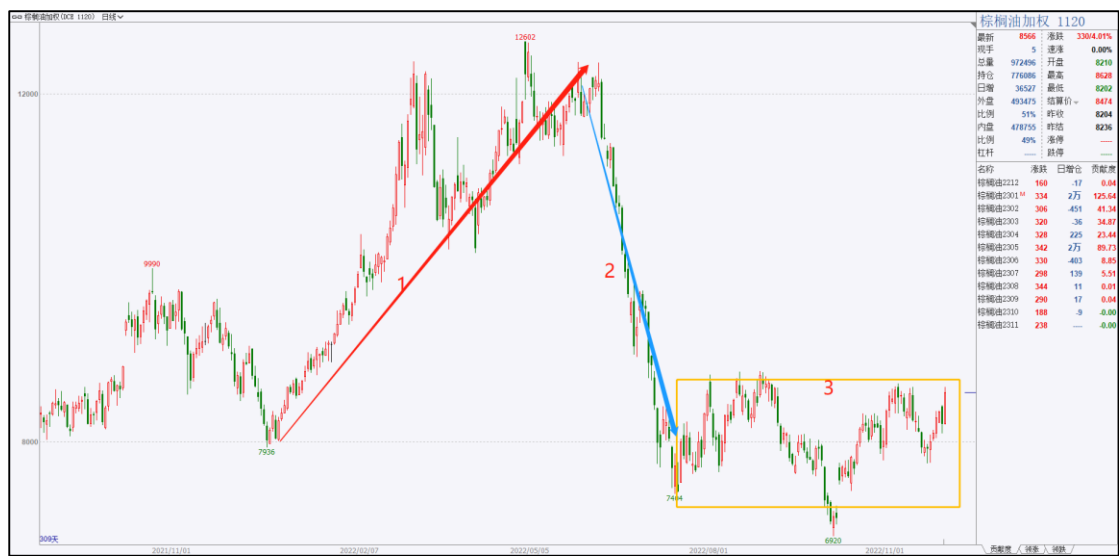
数据来源：文华财经 永安期货研究中心

2022 年油脂板块价格可以用波澜壮阔形容，上半年以极大的波动率上涨至近十年新高，随后进入快速下行，仅一个半月的时间就跌穿年初起点。以 DCE 棕榈油指数为例价格变化可分为以下三个阶段：

- 1、南美大豆减产与马来西亚棕榈油产量恢复不及预期，共同在供给端支撑国际油脂价格偏强，并因金融属性与强势的原油价格共振、俄乌冲突引起的葵系菜系等油籽油脂供给突发性收紧、以及印尼棕榈油出口限制政策共同作用，将国际油脂价格上涨的幅度不断放大。期间国内油脂盘面进口利润倒挂，买船持续偏少，期货价格深度贴水于现货，加剧的供给短缺与估值偏低，驱动期货合约以更猛烈的涨幅运行。
- 2、美元加息开启宏观转向导致原油价格回落，同时 6 月初印尼棕榈

油出口放开，国内棕榈油在价格历史绝对高位完成多空转换并出现踩踏式下跌。3、情绪充分释放后，油脂板块在缺少趋势性驱动的情况下进入宽幅震荡。

图 1.2 2022 年棕榈油价格指数走势



数据来源：文华财经 永安期货研究中心

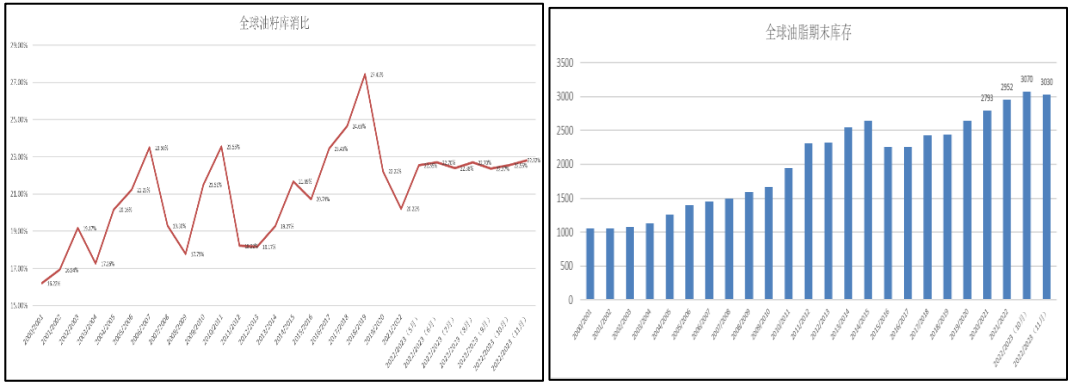
二、全球油籽与油脂供需情况

2.1 全球油籽&油脂供需平衡边际向宽

2022/23 年度全球油籽与油脂供需平衡转向边际宽松，按 USDA 数据全球油籽库消比较上一作季年度环比增加 2 个百分点以上，油脂期末库存较上一作季年度环比增加 2.64%。全球油籽的库存消费比恢复主要依赖于全球大豆与菜籽的产量增加，其中预期全球大豆产量恢复超过 3000 万吨，菜籽产量恢复超过 900 万吨，抵消掉葵花籽约 400 万的减产后仍有大量结余，进而给全球油籽供需平衡提供边际宽松。此外，预期 2022/23 年度全球油脂消费在工业消费带动下出现快速增长，其年度期末库存量的增长得益于产量恢复的绝对数量大于消费

增量。这也就意味着 2022/23 年度全球油籽&油脂供需平衡对南美大豆的产量增加有极强的依赖度，特别是巴西大豆的产量恢复情况。

图 2.1.1&2.1.2 全球油籽库消比&油脂期末库存

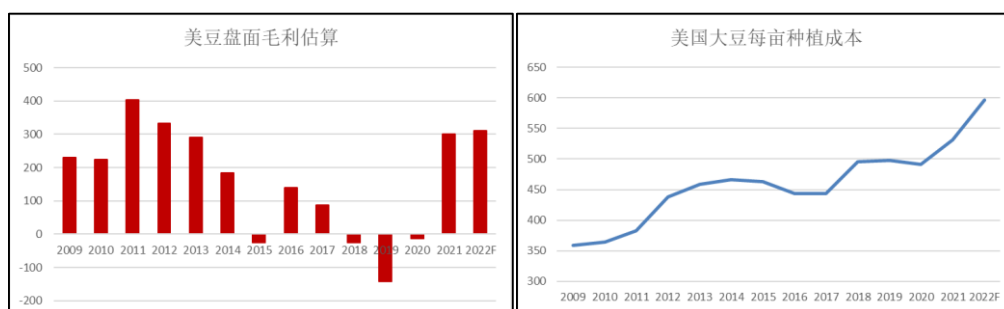


数据来源：USDA 永安期货研究中心

2.2 成本与利润水平驱动油籽产量增加

预期 2022/23 年度全球油籽产量出现增长。一方面是基于巴西大豆等作物灾后年份的产量恢复，另一方面是当前的国际油籽价格水平所代表的种植收益会驱动生产端积极扩产。以美国大豆种植成本与收益为例，2022 年预估美国大豆每亩种植成本显著增加，主要是由于原油价格上涨带动的化肥、燃料等成本增加，叠加雇佣劳工等成本自然增长，预估美国大豆 2022 年每亩种植成本已达到 600 美金。然而由于全球大豆灾年减产等因素导致国际大豆价格居高不下，按 CBOT 大豆盘面价格作为出售价测算的美国大豆每亩种植收益依然为近年高位水平，预期此利润水平会刺激种植面积增加，本作季的巴西大豆的种植面积增加也可佐证此观点。此外，国际大豆种植成本的显著增加也对未来国际大豆价格形成长期底部支撑，按 USDA 最近月报中的美国大豆 50.2 蒲式耳/亩单产推算 CBOT 大豆盘面支撑约在 1180 美分，即便未来单产回升至 54 蒲式耳/亩，在此种植成本下支撑也在 1100 美分左右。这也在一定程度上对全球油籽与油脂的底部形成强支撑。

图 2.2.1&2.2.2 美国大豆种植成本与盘面毛利

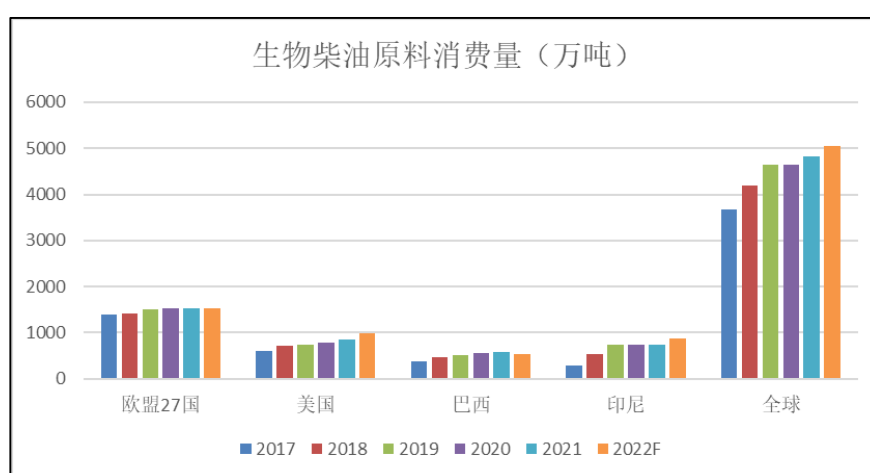


数据来源：USDA 永安期货研究中心

2.3 生物柴油产量稳步增长带动全球植物油消费环比转增

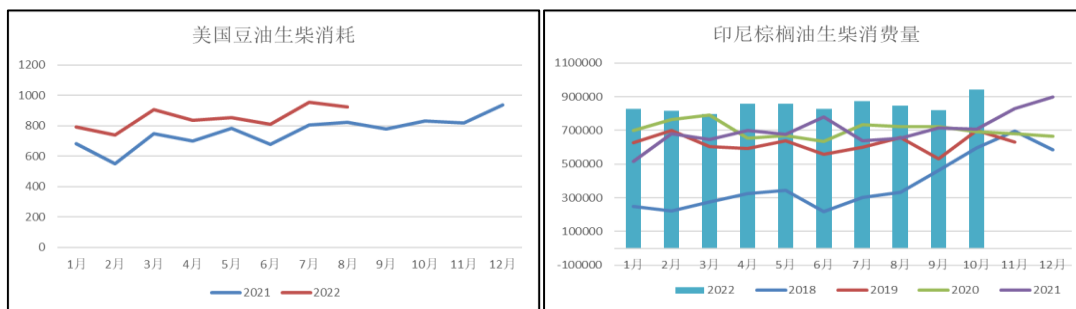
如果供给端最大的边际变量是南美大豆产量恢复情况，那么消费端最大的边际变量则是全球生物柴油产量增长情况。预期 2022 年全球生物柴油用途的植物油需求环比增长约 4.6%，增幅较去年同期的 3.9%继续扩大，且增幅主要得益于美国与印尼的生物柴油对植物油消费增长。2022 年美国生物柴油产量预计环比增长 16%，同期印尼生物柴油产量预计环比增长 16.5%，两者总计就带来了约 260 万吨的生物柴油产量增长。

2.3.1 全球生物柴油消费量



数据来源：油世界 永安期货研究中心

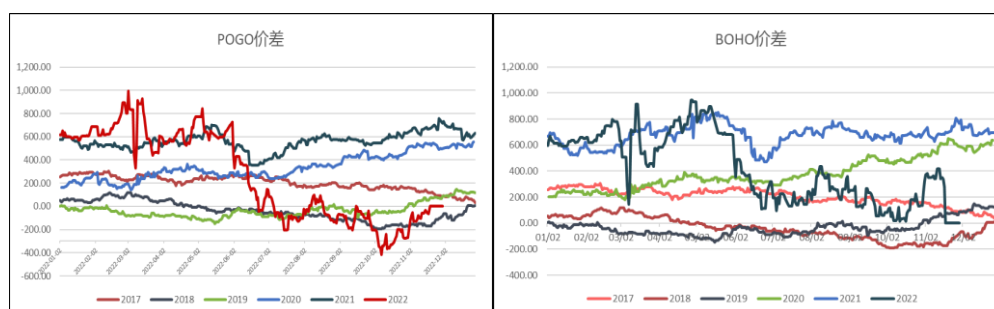
2.3.2&2.3.3 美国&印尼生物柴油消费量



数据来源：EIA 印尼生物燃料生产商协会 永安期货研究中心

预期 2023 年生物柴油产量保持增长,尤其在现有的 POGO 和 BOHO 价差下, 强制掺混政策持续推行和市场化自由掺混均能够得到保障。首先, 美国坚定推行绿色能源计划, 其国内生物柴油与可再生柴油的合计产能快速增长, 截至目前 EPA 虽尚未公布新年度的掺混政策, 但政策大概率符合产能建设趋势, 很难出现政策倒车。其次, 印尼政府目前正在积极进行 B40 生物柴油的道路测试, 印尼将生物柴油中棕榈油含量调高到 40%(B40), 棕榈油消费量将额外增加 250 万吨。再有, 巴西矿业和能源部表示, 在 2023 年 3 月 31 日之前, 巴西生物柴油的强制掺混比例将保持在 10%, 并从 2023 年 4 月起提高到 15%。那么巴西 2023 年用于生产生物柴油的大豆总用量将大幅增长至 3000 万吨以上。因此, 2023 年生物柴油生产对油籽和植物油的需求带动作用依然强劲, 除非原油价格崩盘。

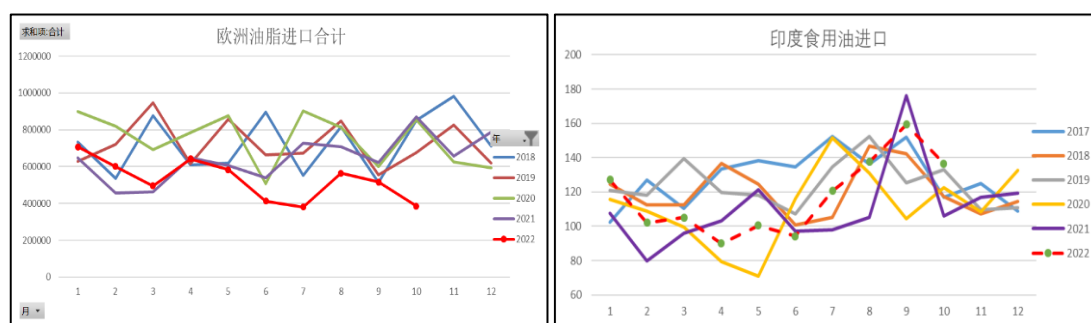
2.3.4&2.3.5 POHO&BOHO 价差



数据来源：WIND 永安期货研究中心

预计 2022/23 年全球植物油消费转为增长，尤其生物柴油项目带来较大增量，同时全球植物油食用消费因价格大幅回落而得到释放，其中欧盟随能源问题解决工业端开机率提升，进而其植物油进口有待回升；印度植物油进口已开始呈现增加态势；我国植物油进口因疫情防控不确定性较高，但 2022 年上半年进口量骤降的情况大概率不会再现，如果疫情防控政策更为精准，将出现显著的需求增量。预期全球 2022/23 年植物油消费总计回升 3-4%，从而逆转过去一年植物油消费环比下滑的状况。

2.3.6&2.3.7 欧盟与印度植物油进口情况



数据来源：欧盟统计局 印度炼油协会 永安期货研究中心

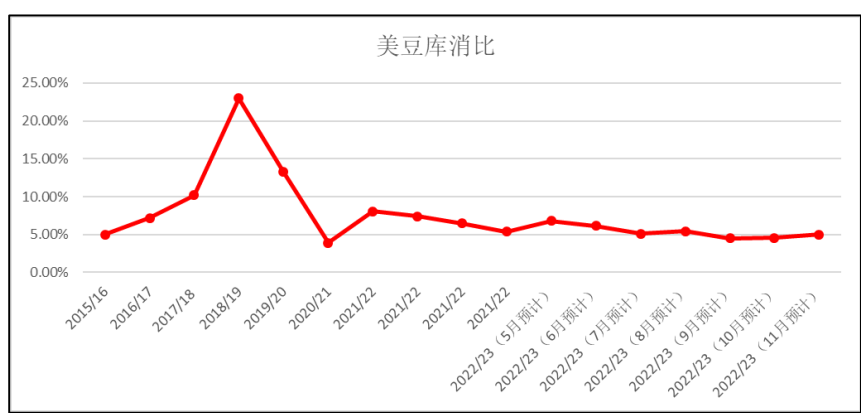
二、 国际大豆、油菜籽与棕榈油供需情况

3.1 国际大豆矛盾集中于南美产量与美豆压榨

本年度美国大豆已收获定产，由于今年夏季美国爱荷华州中西部、堪萨斯、内布达拉斯加、南达科他、北达科他等大豆主产州复杂多变

的天气状况，美国大豆优良率与单产较种植初期的预期大幅下滑，最终美豆产量略低于去年。在美国大豆产量基本框定的情况下，其消费端的矛盾集中在压榨量的增幅，因为其出口多寡更多取决于其他主产国的出口竞争，换言之，如果南美大豆再度减产，国际大豆需求对美豆依赖度增加，反之亦然，因此当前主要需关注美国大豆压榨量对其平衡表的影响。

图 3.1.1 美国大豆库存消费比



数据来源：USDA 永安期货研究中心

表 3.1.1 美国大豆供需平衡

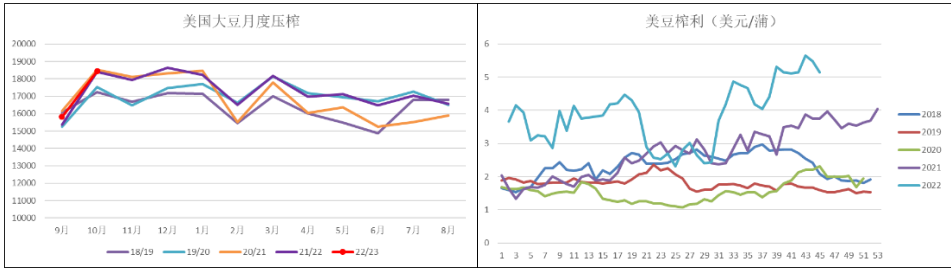
美国大豆	2021/22	2021/22	2021/22	2021/22	2021/22	2021/22	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	2022/23	2022/23	2022/23	2022/23	2022/23
	1月 预计	2月 预计	3月 预计	4月 预计	5月 EST	6月 EST	7月 EST	9月 EST	5月 预计	6月 预计	7月 预计	8月 预计	9月 预计	10月 预计	11月 预计
播种面积 (百万英亩)	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	87.2	91	91	88.3	88	87.5	87.5	87.5
收割面积 (百万英亩)	86.3	86.3	86.3	86.3	86.3	86.3	86.3	86.3	90	90	87.5	87.2	86.6	86.5	86.5
单产 (蒲式耳/英亩)	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4	51.5	51.5	51.5	51.9	50.5	49.8	50.2
期初库存	257	257	257	257	257	257	257	257	235	205	215	225	240	274	274
产量	4435	4435	4435	4435	4435	4435	4435	4435	4640	4640	4505	4531	4378	4313	4346
进口量	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
供应总量	4707	4707	4707	4707	4707	4707	4707	4707	4890	4860	4735	4771	4633	4602	4634
压榨量	2190	2215	2215	2215	2215	2215	2205	2205	2255	2255	2245	2245	2225	2235	2245
出口量	2050	2050	2090	2115	2140	2170	2170	2145	2200	2200	2135	2155	2085	2045	2045
种子用量	102	102	102	106	106	106	103	102	102	102	102	102	102	102	102
损耗	16	16	15	12	12	12	15	16	23	23	23	24	21	20	22
消费总量	4357	4382	4422	4447	4472	4502	4492	4467	4580	4580	4505	4526	4433	4402	4414
期末库存	350	325	285	260	235	205	215	240	310	280	230	245	200	200	220
库存消费比	8.03%	7.42%	6.45%	5.85%	5.25%	4.55%	4.79%	5.37%	6.77%	6.11%	5.11%	5.41%	4.51%	4.54%	4.98%

数据来源：USDA 永安期货研究中心

当前 USDA 美国大豆平衡表中的国内压榨量增幅较难证伪，由于美国生物柴油与可再生柴油扩产大幅拉动豆油需求（前文），美国豆油保持价格强势，且库存持续下降，进而对美国大豆压榨利润形成强支撑，再传导到美国大豆月度压榨量连续数月维持高位。未来美国大

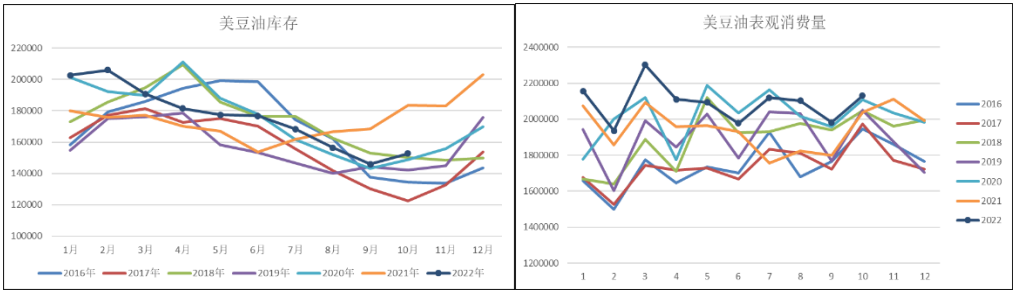
豆压榨项的调整需等待 EPA 公布生物柴油掺混新政的指引，除此消费项外，国际大豆供需矛盾转向南美大豆产量恢复情况。

图 3.1.2&3.1.3 美国大豆压榨利润与月度压榨量



数据来源：NOPA 永安期货研究中心

图 3.1.4&3.1.5 美国豆油库存与表观消费



数据来源：NOPA 永安期货研究中心

3.2 南美大豆产量恢复情况成为全球油籽供给压舱石

在经历了上年度的大幅减产，2022 南美大豆产量预期大幅恢复。其中以巴西大豆产量恢复为重要基础，阿根廷、巴拉圭产量恢复为边际增量。首先，巴西大豆在利润驱动下种植面积较去年再次扩大，据 CONAB 月报数据显示，2022/2023 年度巴西大豆种植面积达到 4324.2 万公顷，较去年同期增长 4.2%。同时预期单产达到 3.55 吨/公顷，较去年同期增加 17.3%，最终巴西大豆产量预估达到 1.536 亿吨（USDA1.5 亿吨），较去年同期增长 22.3%。如果其产量能够如预期增加，将对全球大豆提供 1000 万吨的出口增量，进而在供给端承压

国际大豆价格。

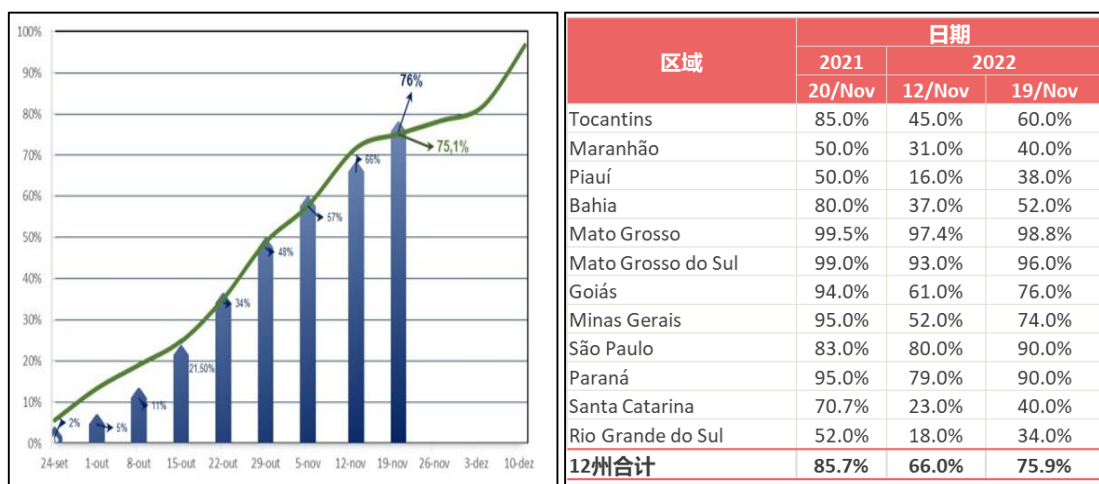
表 3. 2. 1 巴西大豆供需平衡表

巴西	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	总消费	出口	期末库存
2021/22	5月	2204	14400	65	4770	5035	9300	2334
	6月	2304	14400	65	4770	5035	9300	2434
	7月	2634	14400	65	4770	5035	9300	2764
	8月	2610	14400	65	4770	5035	9300	2740
	9月	2660	14400	65	4770	5035	9300	2790
	10月	2695	14400	65	4770	5035	9300	2825
	11月	2795	14400	65	4770	5035	9400	2825
	12月	2795	14400	65	4770	5035	9400	2825
	1月	2795	13900	45	4720	4985	9400	2355
	2月	2795	13400	45	4690	4955	9050	2235
	3月	2795	12700	45	4625	4890	8550	2100
	4月	2940	12500	45	4725	5055	8275	2161
	5月	2940	12500	45	4750	5075	8275	2136
	6月	2940	12600	45	4850	5175	8225	2186
	7月	2940	12600	55	4925	5250	8100	2246
	8月	2940	12600	55	5000	5325	8000	2271
	9月	2940	12600	55	5025	5350	8000	2246
	10月	2940	12700	55	5100	5425	7955	2316
	11月	2940	12700	54	5100	5425	7936	2334
22/23	7月	2246	14900	75	4950	5285	8900	3036
	8月	2271	14900	75	5025	5360	8900	2986
	9月	2246	14900	75	5050	5360	8900	2936
	10月	2316	15200	75	5150	5510	8950	3131
	11月	2334	15000	75	5175	5535	8950	3124

数据来源：USDA 永安期货研究中心

截至 2022 年 11 月中旬，巴西大豆播种完成 75.9%，略落后于去年同期的 76%，期间借助有利降水赶上了播种开局较晚的落后进度。分区域来看，马托格罗索、南马托格罗索、圣保罗、帕拉纳等州已基本完成播种。未来两个月巴西各主产州陆续进入关键种植期，天气状况愈发重要，密切关注降水等能否帮助巴西丰产预期落地。如果天气状况良好，未来 2300-2500 万吨的产量增长将稳住上半年全球油籽供给的基本盘。

图 3. 2. 1&表 3. 2. 2 巴西大豆种植进度及分区域情况



数据来源：CONAB 永安期货研究中心

其次，阿根廷产量预期较去年的灾年产量大幅恢复 550 万吨。但目前阿根廷播种面积与产量存在忧患，因阿根廷作物主产区前期少雨，导致玉米小麦等作物播种采收延迟，进而影响今年大豆播种进度，截至 2022 年第 48 周，阿根廷大豆播种仅完成 20%，远远落后于过去五年均值的 40%。未来阿根廷大豆种植面积是因播种过慢减少亦或因其他作物空缺而补种增加尚不确定，但如果天气无忧，阿根廷产量将以增加为变化方向。再有，巴拉圭未来产量也由同期天气决定，但大概率较去年灾年的 420 万吨产量显著恢复至常规 900-1000 万吨的水平。截至目前，巴西大豆种植进度与种植条件等符合常规状态，未来即便阿根廷与巴拉圭合计产量恢复不及当前预期的 1000-1100 万吨水平，只要巴西基本盘稳住，南美大豆依然可以贡献 3000 万吨以上的产量恢复，进而确保上半年油籽供给边际向宽。

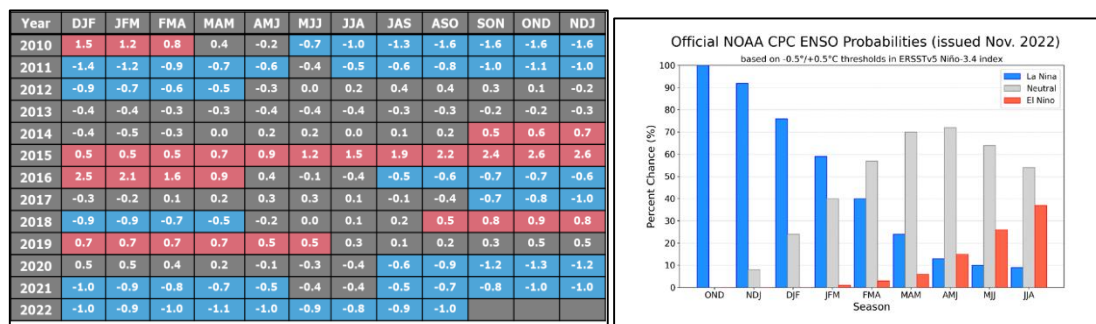
表 3.2.3 阿根廷大豆供需平衡表

阿根廷	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	总消费	出口	期末库存
2021/22	5月	2335	5200	470	4250	4985	635	2385
	6月	2335	5200	470	4250	4985	635	2385
	7月	2550	5200	470	4300	5035	635	2550
	8月	2530	5200	470	4300	5035	635	2530
	9月	2460	5200	470	4300	5035	635	2460
	10月	2575	5100	470	4200	4940	635	2570
	11月	2506	4950	480	4200	4940	535	2461
	12月	2506	4950	480	4200	4940	535	2461
	1月	2506	4650	450	4120	4860	485	2261
	2月	2506	4500	310	4000	4720	375	2221
	3月	2506	4350	290	4000	4721	275	2150
	4月	2506	4350	220	4000	4721	275	2080
	5月	2506	4200	220	4000	4721	275	1930
	6月	2506	4340	240	4025	4746	275	2065
	7月	2506	4400	290	4040	4761	225	2210
	8月	2506	4400	340	4055	4776	225	2245
	9月	2506	4400	350	4055	4776	225	2255
	10月	2506	4400	385	3975	4696	280	2315
	11月	2506	4390	384	3883	4604	286	2334
22/23	7月	2210	5100	480	4100	4825	470	2495
	8月	2245	5100	480	4100	4825	430	2570
	9月	2255	5100	480	4100	4825	470	2540
	10月	2315	5100	480	4050	4775	700	2420
	11月	2334	4950	480	3975	4700	720	2400

数据来源：USDA 永安期货研究中心

此外，南美大豆乃至全球油籽上半年的供需平衡最大风险因素仍是去年给南美大豆产量带来巨大打击的拉尼娜气候。按美国国家气象局数据显示，从2021年7月至今尼诺3.4区域水温持续低于 -0.5° ，当前气候状态仍处于拉尼娜气候现象之中。同时依据NOAA预测模型来讲，直至2023年2-4月气候状态才会回归中性水平，这也就意味着2022/23年度南美大豆仍有较高概率遭遇干旱少雨天气。气候状态虽不一定造成主产区减产，但随后南美大豆进入灌浆期后的产区天气，尤其是巴西南部及阿根廷全境的产区天气仍需密切关注。

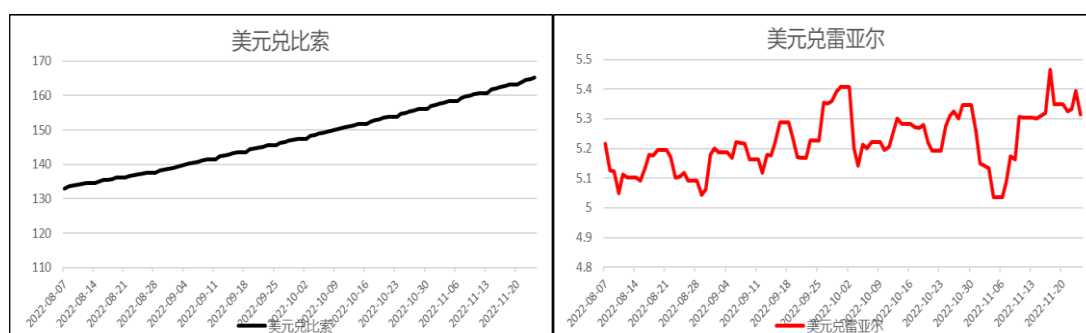
表 3.2. 3&图 3.2. 2 尼诺 3.4 区域海水温度及拉尼娜气候



数据来源：CPC 永安期货研究中心

最后，美联储加息以来美元持续走强，巴西、阿根廷货币兑美元不断贬值，造成其国内农户惜售大豆，阿根廷政府也通过出口农产品可享受优惠汇率的方式促进国内农户销售大豆，但根源的问题依然未得到解决。汇率的大幅波动是造成国际产销地供需分化的重要原因，美元汇率不断走强造成包括我国在内的主要消费国采购放缓，同时造成其他主产国尤其是阿根廷出现农户惜售等情况，最终导致供给到消费传导不畅，加剧供需矛盾。未来汇率变化仍是南美主产国销售节奏与我国买船进度的重要影响因素，预期我国大豆进口节奏将延续偏慢的节奏。

图 3.2.3&图 3.2.4 巴西&阿根廷汇率



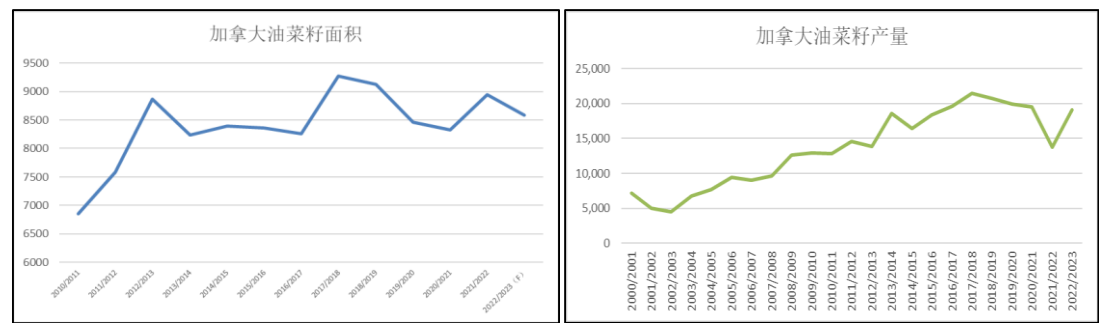
数据来源：WIND 永安期货研究中心

3.3 国际菜籽&葵籽产量恢复压力向国内传导

全球油菜籽产量在加拿大产量恢复的带动下供需大幅转向宽松，预期 2022/23 年度全球油菜籽产量增长 950 万吨，其中加拿大油菜籽产量增长 530 万吨。此外，预期 2022/23 年度全球葵花籽产量减少 400 万吨，其中主要是由于乌克兰葵花籽种植生产不确定性增加。同时未来黑海出口走廊的延期与关闭，及其对葵花籽、散油出口速度与路径的影响也不确定，尽量规避长期供需平衡的预测。预期 2022/2023 国际菜籽与葵籽产量合计增长约 550 万吨，并对期末库存形成约 200

万吨的累积量。其中加拿大菜系商品对我国出口恢复，主产国产量恢复的压力或将不断向我国传导。

图 3.3.1&图 3.3.2 加拿大油菜籽种植面积与产量



数据来源：加拿大统计局 永安期货研究中心

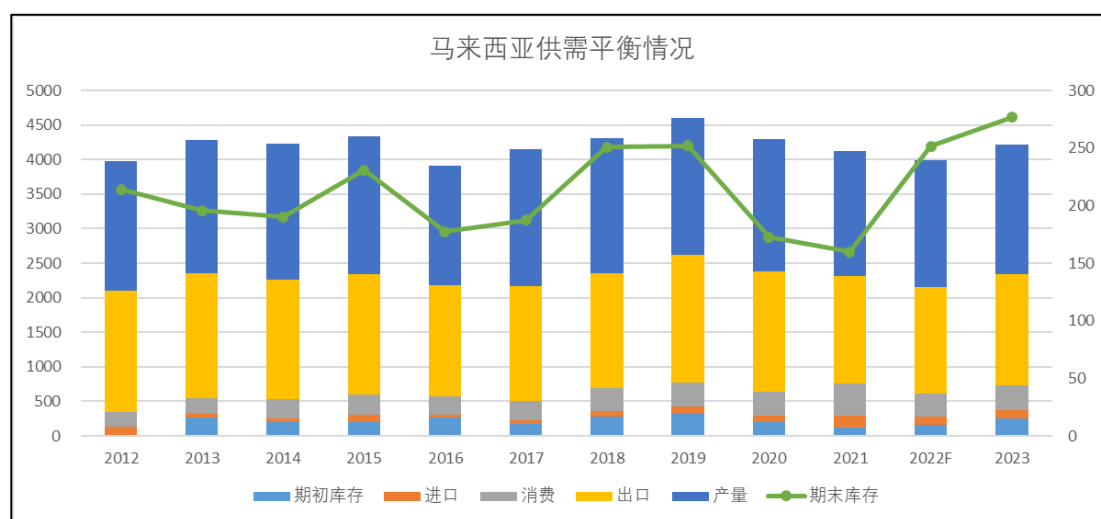
3.4 全球棕榈油供需情况

预期 2022/2023 年度全球棕榈油产量达到 8020 万吨，较去年环比增加 290 万吨；同期消费达到 7950 万吨，较去年环比大幅增加 550 万吨，最终期末库存累积至 1570 万吨，较去年同期积累 60 万吨。因最大主产国印尼长期出口政策与生物柴油政策不确定性较高，全球棕榈油供需平衡情况受到产地政策因素干扰较大。

首先，2022/2023 年马来西亚棕榈油产需双增，年末库存继续累积，且对国际棕榈油定价话语权降低。产量方面，预期 2022 年马来西亚棕榈油产量 1840 万吨，2023 年产量 1880 万吨，环比小幅增长 2.1%。老生常谈的马来西亚劳工问题已经成为常态，其国内棕榈油产业链加工单位数量、在线续约外籍劳工人数均持续处于历史低位，同时马来西亚棕榈果出油率持续偏低也很有可能是此前长期劳工不足导致的滞后期影响，因此个人对马来西亚棕榈油产量恢复幅度十分审慎。消费方面，马来西亚棕榈油国内消费相对稳定，在食用油价格已经大幅下行的情况下预期恢复自然增长率，生物柴油端未见政策调整，且马来西亚消费占产量比较低，对年度平衡影响不大。出口方面，长

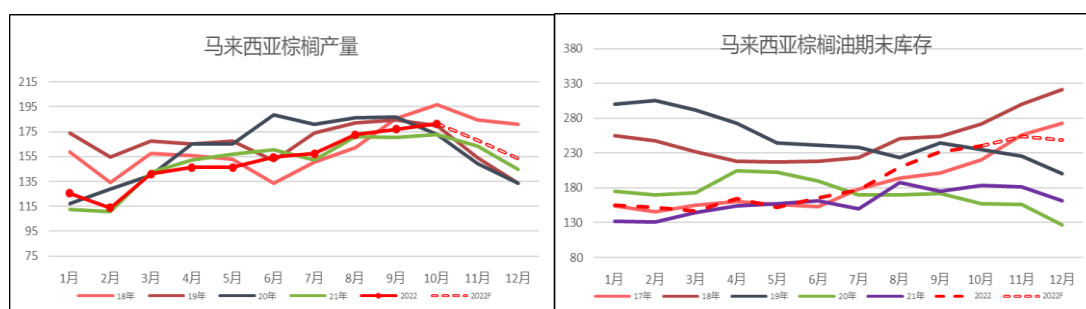
期视角下马来西亚与印尼两国出口呈现竞争关系，由于印尼出口政策反复摇摆，马来西亚棕榈油出口反而成为被动跟随变量。在假设静态的印尼出口政策下，预期马来西亚 2023 年期末库存或将继续累积 20 万吨至 275 万吨左右。那么马来西亚的库存变化就在很大程度上取决于其自身缓慢恢复的产量与印尼的出口政策，因此未来马来西亚棕榈油供需情况对国际棕榈油价格的影响权重显著降低，MPOB 月度数据主导定价的时段一去不返。

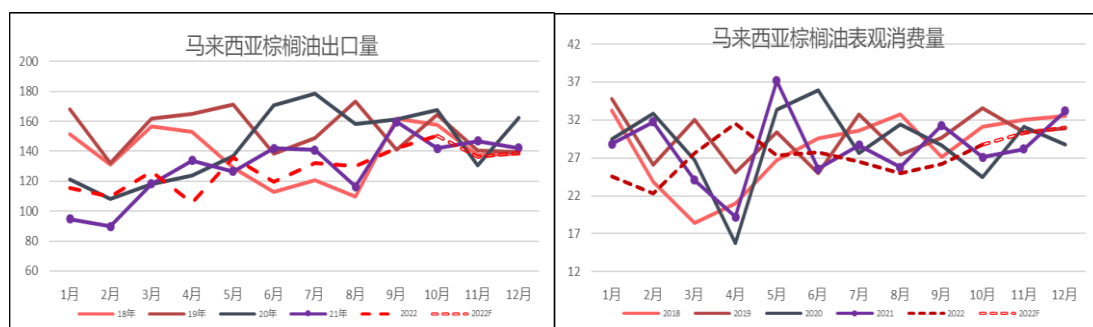
图 3.4.1 马来西亚棕榈油年度供需平衡



数据来源：MPOB 永安期货研究中心

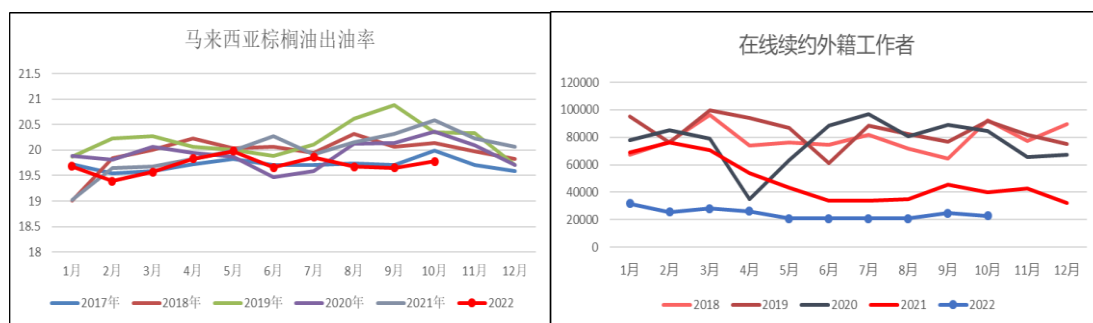
图 3.4.2-3.4.5 马来西亚棕榈油月度供需平衡情况





数据来源：MPOB 永安期货研究中心

图 3.4.6-3.4.7 马来西亚棕榈果出油率与劳工情况

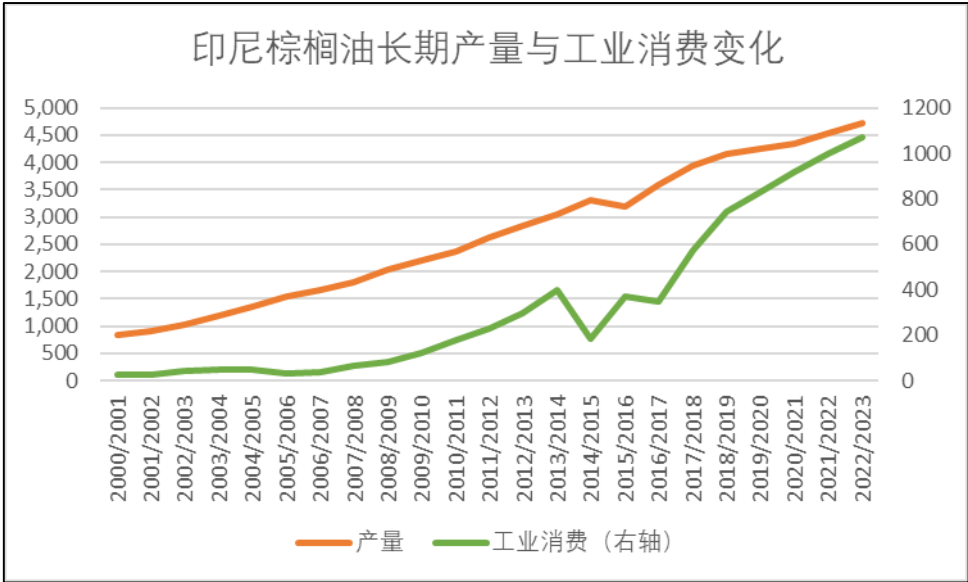


数据来源：IMI MPOB 永安期货研究中心

然后，印尼棕榈油供需平衡情况其实主要集中在政策层面，本身的供需平衡表以趋势定性分析为主。一方面印尼棕榈油出口与生产情况与其政策密切相关，例如 2022 年 5 月印尼国内棕榈油产业链因出口限制政策导致各环节严重胀库，油厂暂停棕榈油果收购，直接导致棕榈油产业短期停摆。另一方面，GAPKI 月度产销库数据的准确性一直被市场诟病，不排除其官方部门为了更好的推行政策人为干预数据发布的可能性。未来印尼棕榈油长期供需关注三个主线，一是印尼棕榈油产量保持稳定增长，预计 2022/23 年印尼棕榈油产量继续保持 4-5% 的增长速度，全年产量超过 4700 万吨。二是印尼国内棕榈油工业消费随政策刚性增长，预计 2022/23 年印尼棕榈油工业消费保有 1000 万吨以上的刚性消费量，如果印尼生物柴油政策如期上至 B40，或再带来 250 万的棕榈油消费加成。三是棕榈油库存压力大幅缓解，虽然

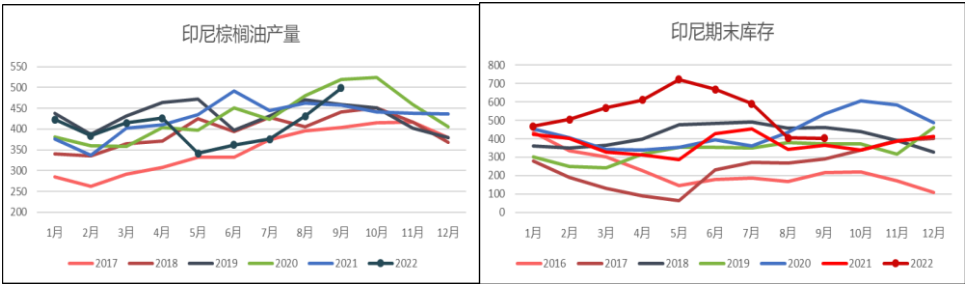
市场对于 GAPKI 给出的库存绝对量不太认可，但不可否认出口政策放开后库存压力大幅缓解，这也与主要消费国的进口贸易节奏匹配。那么未来印尼出口系列政策调整又出现了主观调节空间。此外，印尼棕榈油出口系列政策的“辗转腾挪”对供需平衡和当期价格影响有决定性作用，目前印尼政府将棕榈油出口的各类税收政策制定做成一门生意经，预期未来在印尼棕榈油库存压力降低，价格回升后再度进入强政策干预时段，需密切关注 DMO&DPO、LEVY 等政策调整是否产生当期强驱动。

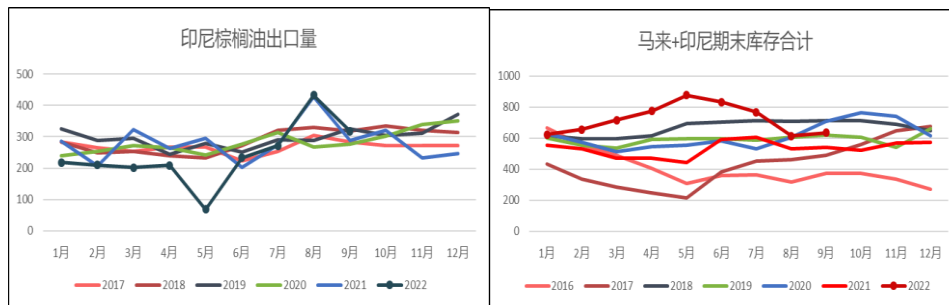
图 3.4.8 马来西亚棕榈油年度供需平衡



数据来源：USDA 永安期货研究中心

图 3.4.9-3.4.12 印尼棕榈油供需平衡

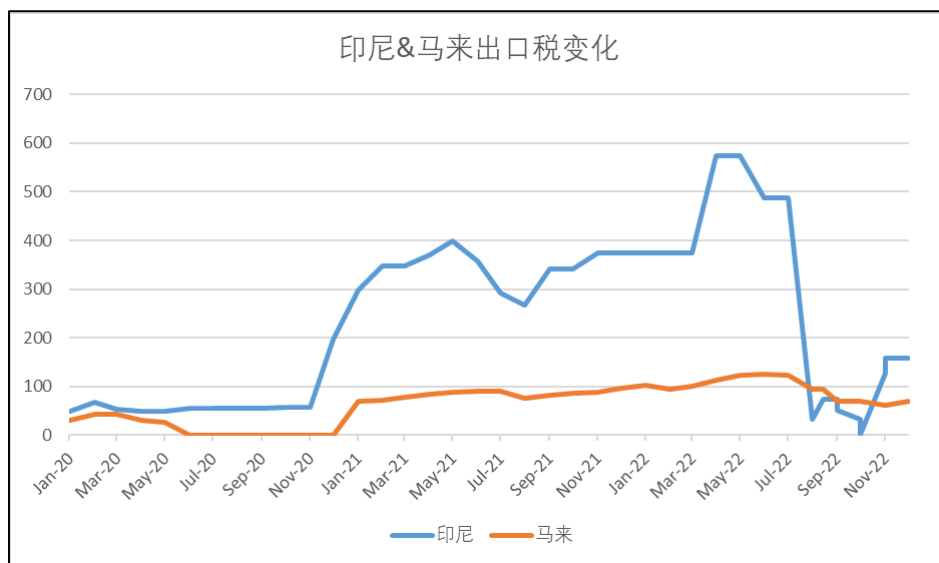




数据来源：GAPKI MPOB 永安期货研究中心

综合上述内容，2022/23 年全球棕榈油供需主要矛盾较往年相比从生产因素转向人为干预因素，从棕榈油产量变化转向印尼的生物柴油政策与出口政策变化，目前预测印尼政策变化方向为生物柴油 B40 势在必得，出口税调整有增无减。

图 3.4.13 印度尼西亚与马来西亚棕榈油出口税



数据来源：印尼财政部 BDPKS 永安期货研究中心

四、国内油脂油料供需情况

我国油脂油料商品进口依赖度极高，往年供需与定价基本跟随国际供需形势，通过相对稳定的进口贸易流向国内传导。但 2022 年因国际供给减产、地缘政治突发、贸易保护政策频繁变化、等因素导致国际形势复杂多变，叠加美联储加息开始人民币对美元汇率快速贬值，导致我国盘面进口利润倒挂，买船进度大幅放缓，国内外供需与定价的传导路径不畅，甚至在个别品种上出现脱钩的情况。预期 2022/23 年这种情况仍会维持，部分油脂油料商品继续以慢买船、大基差的贸易模式将风险不断向下游传导。因当前可预期的进口买船排船计划，以及个人认知的局限性，建议以季度或月度为周期评估国内供需情况，具体细分板块来看。

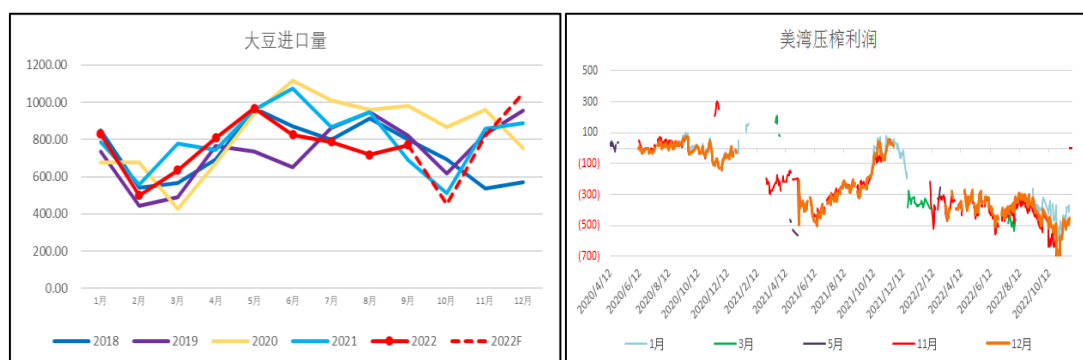
4.1 豆系商品以“慢买船+大基差”实现压榨利润

我国进口大豆盘面压榨利润因汇率等问题大幅下跌，且长期维持深度亏损，但现货压榨利润又持续存在客观利润。豆系商品期现结构尤其是豆粕的期现结构呈现出“近月合约大幅贴水于现货，远月合约又大幅贴水于近月”的特殊结构，进而陷入了远期没有套盘利润，进口买船无法上量，临近近端又呈现供给增量不足，现货持续偏强，近月合约临近收贴水的局面。因此，叠加前文提到美元商品产消国供需传导不畅的问题，国内豆系商品供需在一定程度上与国际供需脱钩，例如美豆价格走平的情况下国内豆粕现货屡创新高，而菜、棕类商品也面临相似的问题，但豆系商品表现的尤为突出，最终高价风险通过基差贸易模式不断向下游传导，头部油厂和进口商减量加价，增加市场占有率，也就不急于打破现有的“慢买船+大基差”局面。

截至目前排船计划，我国大豆进口 2022 年 11 月份超过 800 万

吨，2022 年 12 月份进口或超过 1050 万吨，2023 年 1 月进口量或超过 750 万吨，那么 22 年 11 月到 23 年 2 月我国大豆供给量充裕，完全扭转了前期到港不足的情况。但 2023 年 3 月开始进口情况依然存在较大不确定性，一方面南美产量尚不明确，另一方面深度亏损的盘面压榨利润继续拖缓买船进度，2023 年 3 月后进口情况主要关注南美大豆产量与阿根廷农业出口优惠汇率政策。

图 4. 1. 1&4. 1. 2 大豆进口与美湾大豆盘面榨利

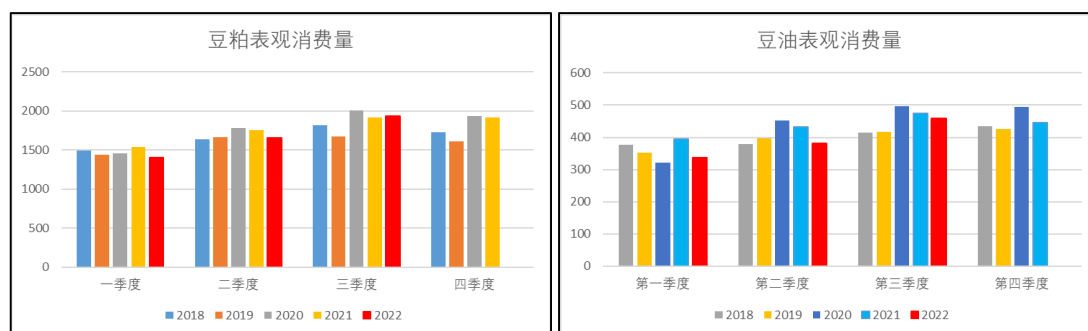


数据来源：海关总署 邦成粮油 永安期货研究中心

我国豆粕 2022 年消费量预计环比下降 3.5-4%以上，其中第一季度较去年同期下降 8.6%，第二季度较去年同期下降 5.7%，三季度小幅恢复，预期四季度消费同比向好，但依然难以覆盖上半年消费下滑量，其中消费端最大的边际变量产生于其他蛋白粕替代与生猪端需求的起落。此外，同样基于生猪存出栏与价格的变化，预计 2023 年上半年消费状态较 2022 年下半年有所回落，但显著高于 2022 年上半年。生猪养殖情况可查阅生猪年报。我国豆油 2022 年消费量预计环比下降 7.5-8%以上，其中第一季度较去年同期下降 14.9%（储备干扰），第二季度较去年同期下降 11.8%，第三季度小幅下降 3.2%。而 2023 年我国豆油消费因终端居民疫情防控情况发展趋势尚不明确而较为不确定。预计消费以增量为主，但疫情管控政策调控初期或出现

消费滑坡，未来盘面合约或同时受到弱现实和强预期的主导，具体交易选择主要关注整体大宗市场氛围。综合上述情况，豆粕 2023 年第一季度供需平衡边际向宽，但盘面大幅贴水，驱动与估值相悖；豆油预期供需双增，库消比或降低，且盘面大幅贴水与现货和国际价格。

图 4.1.3&4.1.4 国内豆粕与豆油表观消费量



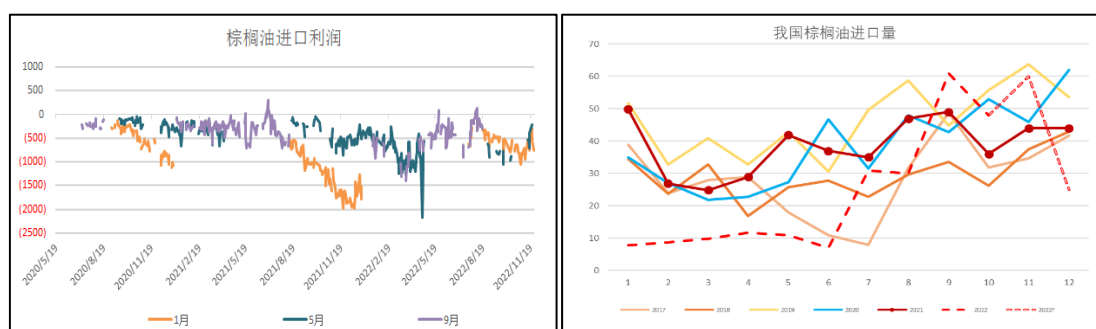
数据来源：我的农产品网 永安期货研究中心

4.2 棕榈油进口贸易或继续呈现 “波浪式” 采销

2022 年我国棕榈油进口呈现波浪式采销，每当进口利润窗口打开时集中批量进口，当进口利润窗口关闭时买船骤降并伴随集中销售。此外，由于 2022 年上半年国际棕榈油价格暴涨叠加印尼出口保护，我国棕榈油进口量处历年最低值，因此预计 2022 年全年进口量仅 310 万吨左右，大幅低于过去两年的 460 万吨进口水平。作为纯进口依赖品种，棕榈油消费情况与进口情况趋势变化较为一致，预计 2022 年全年消费量较去年同期下降 41.4%。

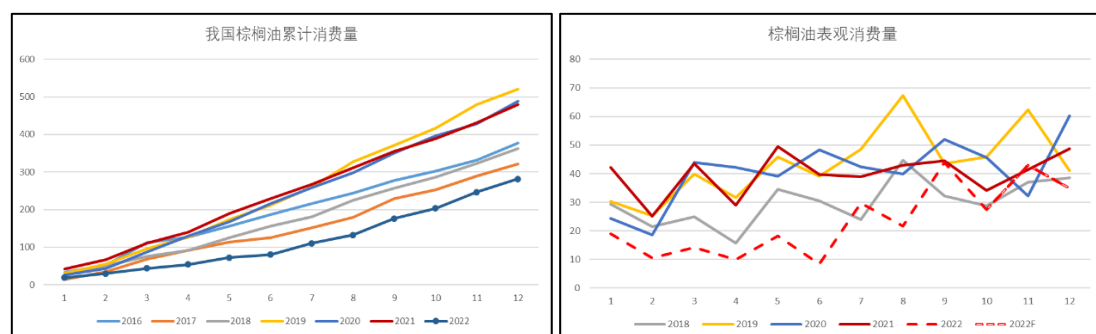
个人预期 2023 年进口贸易流依然呈现 “波浪式” 采销，截至目前 2022 四季度进口量或超过 135 万吨，但 2023 年一季度买船鲜有问津，剔除部分食品加工刚需消费，未来棕榈油采销量以进口利润情况为锚。此外，2023 年 DCE 棕榈油盘面价格或依托国际供需为定价主权重，而国内买船多寡与消费强弱以现货基差的方式表达。

4.2.1&4.2.2 我国棕榈油进口量与进口利润



数据来源：海关总署 邦成粮油 永安期货研究中心

4.2.3&4.2.4 我国棕榈油消费情况



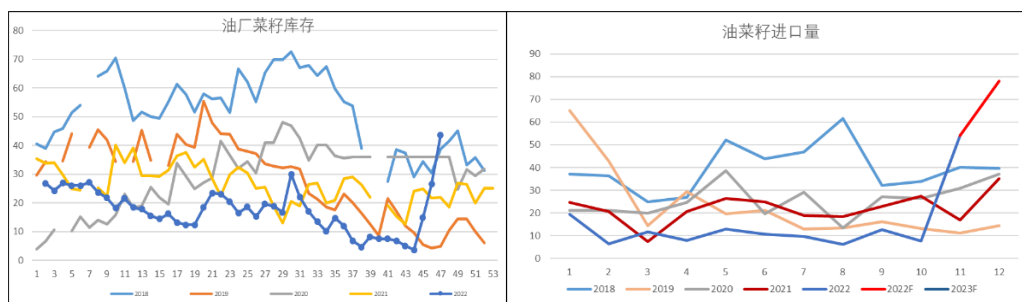
数据来源：海关总署 我的农产品网 永安期货研究中心

4.3 菜系商品因国际产量&贸易关系恢复承压

因我国菜系商品供需平衡分为国产压榨、进口压榨与产品直接进口三个部分，长期供需平衡复杂多变。而个人对于 2023 年菜系商品主要关注四条逻辑主线：第一，主产国产量显著恢复，同时中加贸易关系恢复，产地供应增加压力向国内顺畅传导，预计 2022 年 11 月到 2022 年 3 月我国油菜籽进口量超过 300 万吨，而当前剔除假期因素月均压榨量可达 55-60 万吨以上，油菜籽进口压力终会传导至菜油与菜粕。第二，油菜籽压榨利润与国内压榨产品估值相对合理，长周期内并未出现豆系商品持续深度亏损的情况。第三，菜油目前国内消费

基本以刚性小包装为主，因此菜油定价集中于供给端。第四，菜油国家与地方储备轮换的本质意义是平抑远端和近端的供需差异，而非放大市场矛盾。因此，个人认为 2023 年一季度菜系商品的独立供需转向宽松，完全扭转了 2022 年 8-11 月的供需紧张情况。

4.3.1&4.3.2 我国油菜籽进口与油菜籽库存



数据来源：海关总署 我的农产品网 永安期货研究中心

五、结论

综合上述内容，个人预期 2023 年上半年豆粕内外分化，国际大豆在目前供需平衡下框定 CBOT 盘面运行区间在 1180-1510 美分/蒲式耳之间，国内豆粕现货价格主要由压榨利润决定，同时前文提及“慢买船+大基差”的特殊情况会滚动支撑近月合约价格。预期 2023 年上半年油脂供需双增，国内外油脂价格维持底部宽幅运行，但由于国际油籽种植成本抬升、消费端恢复驱动库消比下降，油脂价格长期运行重心将较过去十年显著抬升，国际棕榈油在目前供需平衡下暂时框定 3200-4400 令吉/吨的价格区间。此外，上半年影响油脂油料长期供需平衡的最核心供给端要素是拉尼娜气候下南美大豆丰产预期最终落地情况，而最核心的消费端要素是原油价格或绿色能源政策影响下的生物柴油产量增长预期最终实施情况，两者间若有一边出现变数，则供需平衡将被重塑。最后，国内外定价传导路径与方式发生改变，国

内油脂油料商品定价中估值对价格的决定性作用增强，而驱动的定价权重降低。

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。