



作者简介

陶圣炎，物产中大期货研究院农产品组组长。毕业于美国佩珀代因大学金融学硕士，曾从事农产品供应链工作多年，现专注于养殖产业链全品种研究，对农业现货与期货结合有深刻理解。

期货从业资格：F3076056

期货咨询资格：Z0018038

电话：
0571-87788888-8702

邮箱：
taosy@wzgroup.cn

油脂：近端利空明显，远端谨慎看好

一、回顾2022：年库存转向恢复，行情历史级别波动

1.1 供需格局转空，油脂见顶回落

回顾2022年，油脂市场经受了美联储加息、原油大级别波动等前所未有的宏观因素影响，同时双重拉尼娜、干旱、火山爆发、台风等极端气候频发，以及俄乌冲突、印尼修宪等地缘政治问题也加剧了油脂市场的供需矛盾。自年初以来，三大油脂均创下新高，随后又在6月全球经济衰退、原油大幅下跌的大背景下，跟随其他大宗商品一同回落，并在四季度维持震荡。但三大油脂品种间略有分化，其中棕榈油虽多次尝试通过印尼税收、洪水减产、B40计划及DMO政策等驱动进行交易，但随着预期兑现失败，国内港口库存持续宽松，盘面在【6900-8900】元/吨的区间内宽幅偏弱震荡，而豆菜油由于国内低库存支撑，走势相对较强。但随着新季美豆和加菜籽持续到港，强现实弱预期下豆菜油先后下跌，基差持续走弱。综合来看，基本上2022年的库存修复预期为油脂市场的走势定下了主基调，而宏观、原油因素和外部干扰带来的供需变化，是2022年驱动油脂市场变动的主逻辑。

图 1：三大油脂主力合约走势 单位：元/吨



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

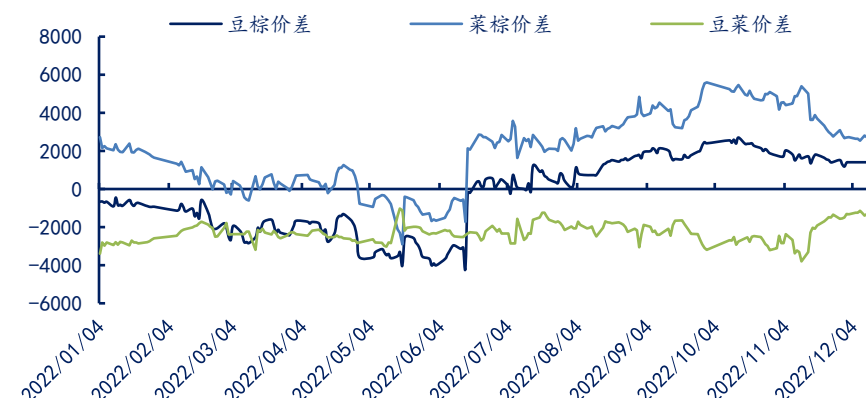
而在2021年年报中，我们认为2022年一季度供需仍偏紧，但随着南美大豆定产，棕榈油产量季节性修复，加菜籽从减产中恢复，全球油脂将进入库存恢复期，库消比逐步修复，供需格局转空，届

时，油脂价格或将见顶转弱，强弱关系上菜油>棕榈油>豆油，并据此提出了P05-09正套和P-Y05价差扩大的策略。市场实际运行过程中，自年报发布到5月合约进入交割月前，P05-09价差从500元/吨上涨到3000元/吨，P-Y05价差从0轴上涨至3500元/吨，策略获利颇丰，充分体现了油脂品种供需趋势的持续性和爆发力之强。同时，2022年交易过程中长期出现了高基差、高月差、高比价不收敛的情况，往往会在交割月前发生大级别的波动，充分体现了农产品供给难以调节的确定性，在预期难以兑现的情况下，往往会给近月多头较高的安全边际，我们预计在2023年库消比仅小幅恢复的预期下，类似的交易机会仍将存在。

1.2 现实确定性叠加高流动性，统计套利失去意义

2021年年报中，我们曾预言2022年品种间价差将走向均值回归，但由于农产品供给难以调节的确定性，叠加盘面资金高流动性，博弈倾向于第一时间将预期打满，统计套利在2022年期间失去意义。以豆棕价差为例，在4月28日印尼宣布禁止棕榈油出口后，豆棕价差在4月29日即达到年内极值-4000元/吨，而在5月印尼宣布恢复出口后，仅一周内畸形的豆棕价差即回归零值，而在11月美豆到港前夕，在历史低位的豆油低库存支撑下，豆棕价差仍达到了2400元/吨的历史正值，充分体现了2022年现实确定性叠加流动性带来的盘面特色。同理，2022年加菜籽丰产，国内放松进口加菜籽限制，11月后预期菜籽大量到船，但在同样历史低位的库存支撑下，菜棕价差一度涨至5200元/吨的历史高位。我们预计在2023年，随着国际国内油脂库存的持续恢复，这样的现象将得到缓解，基本面驱动下，品种间价差将回归均值交易，但值得注意的是，由于产业周期的错配，油粕比仍有较高的交易性价比。

图 2：三大油脂连续合约价差走势 单位：元/吨



数据来源：WIND、物产中大期货研究院

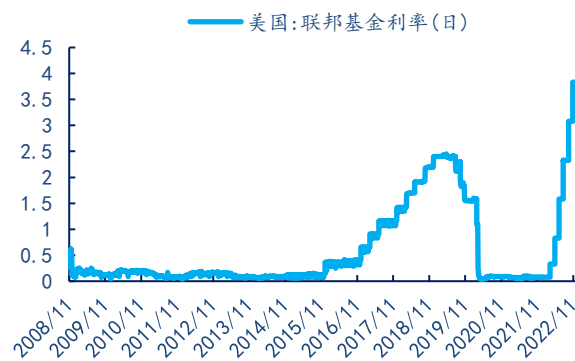
二、2023年宏观利空仍在，天气干扰有所减少

2.1 汇率要素利空内盘，原油区间高波动

我们延续上文对行情的回顾总结继续展开讨论，既然2022年驱动油脂市场变动的主逻辑是宏观、原油因素和外部干扰带来的供需变化，那么在讨论油脂板块自身基本面前，我们必须首先来讨论一下宏观因素对油脂板块可能存在的影响，其中影响最大的莫过于汇率和原油的影响。

根据我们2022年宏观年报《静水流深 或成在渊》一文中的观点，在2022年，伴随着美联储大幅加息及中国经济增速在新冠疫情、房地产拖累下的放缓，人民币经历了快速且大幅的贬值，自2022年4月底开始至10月人民币汇率从6.3附近一路贬值到7.37附近，如此幅度的贬值大幅提高了国内进口大宗商品的成本，一度对进口依赖度较高的油脂油料走势形成了支撑。然而，随着美联储释放放缓加息的信号，美元指数阶段性出现见顶回落，而国内在防疫政策大幅调整及对房地产的救市政策下也迎来政策拐点，这驱动近期人民币兑美元汇率从7.2上方升破7.0，带来油脂油料进口成本的大幅下移。按照大豆、菜籽、棕榈油650、700及1000美元/吨的CNF到岸价粗略估算，汇率波动带来的大豆、菜籽及棕榈油进口成本下移幅度分别达到150、170、240元/吨，这也导致了2023年1-2月船期国内大豆、菜籽及棕榈油大量买船的出现，对相应品种价格走势形成了压制。而尽管2023年中国对外出口增速回落，贸易顺差收窄，但随着美联储加息进入尾声，全球金融条件边际改善，最重要的是中国经济企稳复苏，在中美经济周期错位的背景下，预计人民币汇率有望向6.5方向升值，幅度超过5%，这可能带来油脂油料进口成本的进一步下移。

图3：美联储加息进程进入尾声 单位：%



数据来源：Wind 物产中大期货研究院

图4：消费有望恢复至疫情前水平 单位：%

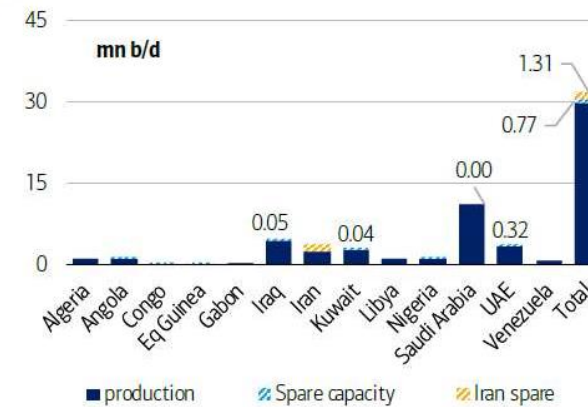


数据来源：Wind、物产中大期货研究院

而根据我们2022年历青年报中的观点，明年原油市场可能进入供需双增的格局，从拍出的增量量级来看，需求增长的幅度或大于供给，因此，油价在目前基础(布伦特70-75美元/桶)继续大幅回撤的概率并不高，我们认为布伦特价格较难回落至70美元/桶以下，预计全年重心维持布伦特[70, 100]美元/桶的判断。此外，考虑到潜在的不确定性因素，市场或延续高波动状态，参与者需注意风险。

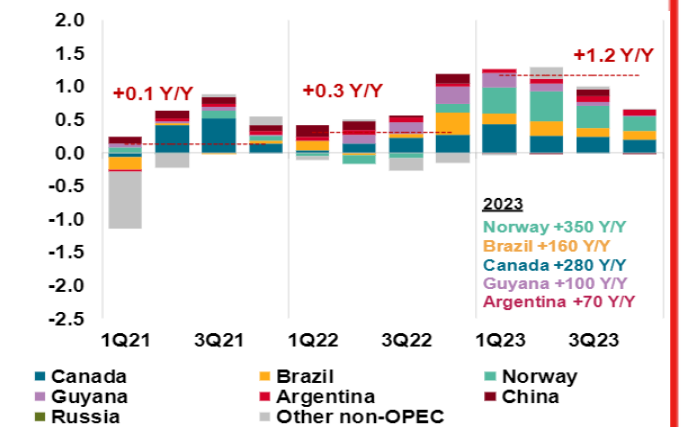
我们预计2023年，汇率对油脂价格有一定利空作用，而原油价格仍对油脂价格给予一定支撑作用。

图5：欧佩克剩余产能 单位：百万桶/日



数据来源：IEA Bofa Global Research、物产中大期货研究院

图6：非美非欧国家的剩余产能 单位：百万桶/日



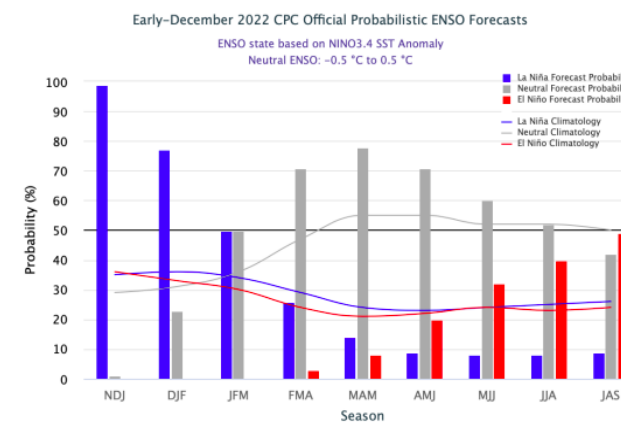
数据来源：Platts, 物产中大期货研究院

2.2 NINO与IOD逐渐回归中性，削弱天气带来的减产预期

截至12月12日，NOAA模型预测拉尼娜发生的概率将逐步降低，2-4月，ENSO中性的概率升高到71%，拉尼娜在冬季影响持续，但在冬末春初逐渐减弱转向中性。因此，北半球春季与夏季都将属于ENSO-中性的范围，对北半球春播作物生长期不会造成影响。然而需要警惕的是在北半球夏秋交替的7-9月，厄尔尼诺的概率有所提升，但从NINO3.4的模型来看，届时SST平均值将落在0.5与0.7之间，即使发生厄尔尼诺现象，强度也将会较弱，预计影响较小，不会对秋收作物的成熟与收割造成太大阻碍。

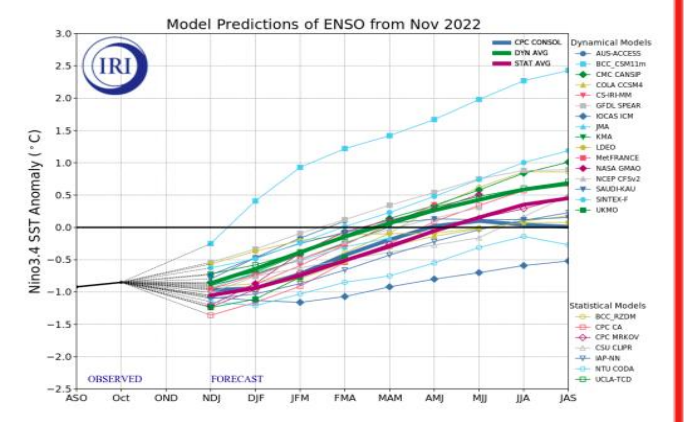
前拉尼娜冬季影响将造成美国南部墨西哥湾沿岸降水偏少，对大豆产区影响不大。冬季拉尼娜对南美洲影响较小，但前期秋季拉尼娜引起的巴西南部与阿根廷降水偏少，阿根廷北部干旱迹象较为明显，但随着南美洲湿季的深入，降水可能在南半球夏季的1-2月小幅改善。另外，冬季拉尼娜在东南亚造成局部地区降水偏多，但是对棕榈油产区影响有限。

图7：CPC/IRI ENSO概率预测



数据来源：NOAA、物产中大期货研究院

图8：ENSO模型预测海表温度异常



数据来源：NOAA、物产中大期货研究院

三、2023年展望：油脂供需双增，谨慎看多远月消费

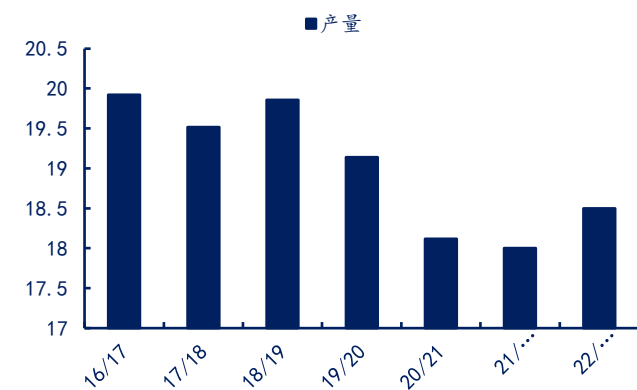
3.1 22/23年度棕榈油增产400-500万吨

根据GAPKI报告来看，2022年1-10月棕榈油累计产量相比2021年同期下降3.8%，虽然我们对GAPKI的月度数据多有怀疑，但从印尼的CPO报价以及供给压力可以确认，印尼政策变动和5-8月期间的罐容不足导致了今年的产量损失，预计2021/22产季印尼棕榈油产量在5000万吨左右。展望2022/23年度印尼棕榈油产量，由于印尼种植园政策及可用土地影响，印尼近3年的种植面积增速在3%以下，GAPKI预计22/23年度的面积增幅仅在1.6%左右，因此22/23年度的产量增长潜力主要来源于单产的增长，而从天气情况来看，三重拉尼娜对印尼产区的影响主要集中在苏门答腊及周边一些岛屿的降水偏多，其余岛屿影响有限，气候性增产幅度与2022一季度相仿，平均产量增幅在9%左右，按该比例推算，则印尼理论产量在5450万吨。

而马来西亚方面，根据MPOB报告来看，2022年1-11月马来棕榈油累计产量相比21年同期略增0.8%，在外来劳工问题始终没有得到解决的情况下，预计今年产量将与去年基本保持一致，全年产量预期在1820万吨左右。展望2022/23年度马来西亚棕榈油产量，由于树龄老化问题及马来西亚一直谋求维持MOSC的清洁能源来源国认证，马来西亚种植面积近3年来的增速在0.9%，预计22/23产季种植面积保持不变。而单产方面，马来西亚的气候性增产比例约在3%左右，而外劳问题始终困扰马来西亚，由于印尼和马来西亚在棕榈油贸易上的竞争性关系，短期来看该话题没有政策驱动也难见趋势性好转走势，预计马来西亚理论产量在1850万吨。

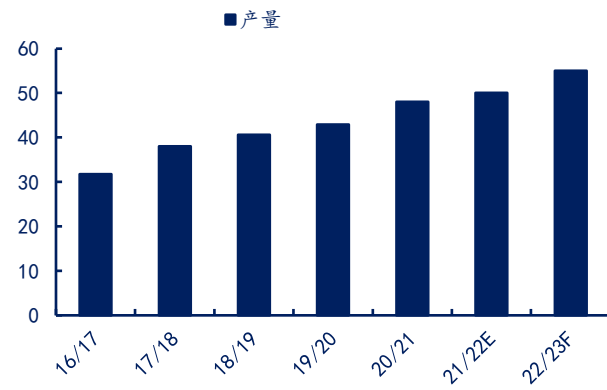
整体来看，22/23年度东南亚两国的棕榈油产量将处于历史产量区间上沿，增产幅度在500万吨左右。同时，USDA预估22/23年印尼产量增幅为2.6%，马来产量增幅为3.6%，增产幅度在200万吨左右，我们觉得USDA由于今年二三季度的减产而低估了印尼的增产潜力，我们将观察其中可能存在的预期差。

图 9：马来西亚棕榈油产量 单位：百万吨



数据来源：MPOB、物产中大期货研究院

图 10：印尼棕榈油产量 单位：百万吨

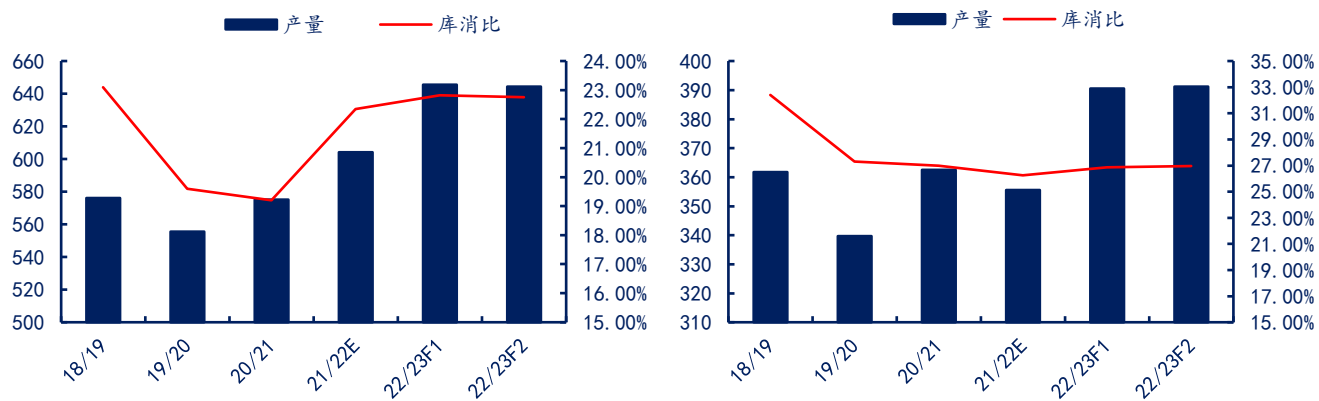


数据来源：GAPKI、物产中大期货研究院

3.2 保守预计22/23年度全球大豆较去年增产3000万吨左右

从USDA报告的预计来看，22/23年度全球大豆的丰产预期主要来源于巴西，增产幅度在3500万吨左右。截止12月10日，巴西大豆播种率为95.9%，种植进度顺利且面积上有望超预期，但由于三重拉尼娜天气影响，可能导致巴西1-2月降水低于正常水平，部分机构预估谨慎，产量估计在1.5-1.53亿吨。而阿根廷方面则再度陷入了拉尼娜天气影响的困局当中，其核心产区潘帕斯平原正遭受历史性干旱的打击，新作大豆种植进度较正常水平落后两周多，根据布宜诺斯艾利斯谷物交易所，截至12月14日，阿根廷大豆播种率为50.8%，大幅落后于去年同期的65%及五年平均值。因此第三方机构普遍预估阿根廷大豆产量将低于4000万吨，甚至低于3500万吨，这将部分抵消巴西的增产，我们保守估计22/23年度大豆增产幅度约3000万吨左右，折合豆油540万吨预期增量。

图 11：全球油籽产量及库消比 单位：百万吨,% 图 12：全球大豆产量及库消比 单位：百万吨,%



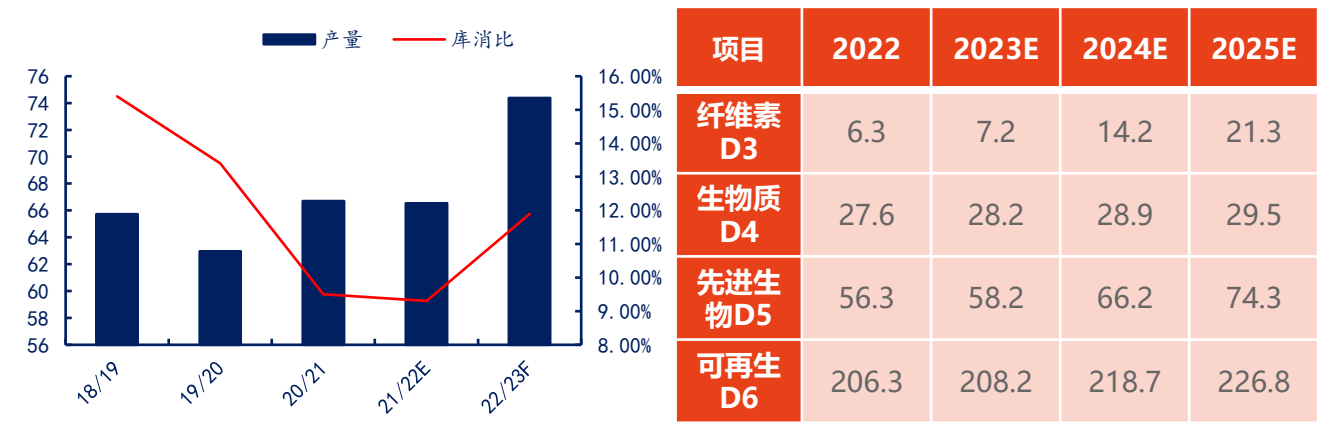
数据来源：USDA 物产中大期货研究院

数据来源：USDA 物产中大期货研究院

3.3 预计全球菜籽22/23年度较去年增产800万吨左右

图 13：全球菜籽产量及库消比 单位：百万吨,%

表1：RVO生物柴油产量 单位：亿加仑



数据来源：USDA 物产中大期货研究院

数据来源：EPA、物产中大期货研究院

截止12月，权威机构对全球菜籽、葵籽22/23年的供需情况在四季度初的基础上进行过调整。虽然加拿大统计局在12月的数据中，将22/23年预期产量由11月的1900万吨下调至1817万吨，且欧盟

也在前期基础上下调了约10万吨的菜籽产量，但由于澳大利亚和俄罗斯菜籽产量的上调，最终22/23年度全球菜籽的期末库存与库消比并未发生太大变化，我们估计22/23年度菜籽增产幅度约800万吨，折344万吨的菜油预期增量。

3.4 掺混政策支撑走弱，生柴需求存隐忧

今年油脂市场行情另一个比较大的特点是，自从5月底印尼棕榈油出口再度放开后、南美大豆丰产确认、加菜籽增产预期后，市场关注点逐渐从供给端转向了需求端，但在全球宏观经济衰退的大背景下，国内外消费需求均出现了较大幅度的下滑，生物柴油需求成为了支撑油脂行情的重要支柱，棕榈油主力合约和布伦特的相关性一度超过0.87。但值得注意的是，生物柴油发展过程中始终存在两大瓶颈：一是在商业掺混上很难较传统燃料有成本优势，尤其是随着掺混比例的持续增加，生物柴油生产成本不断增加，为达到印尼B35乃至后续B40掺混要求，必须使用二代生物柴油，较一代产品相比，加工成本就增加超过100美元/吨，随着2023年预计POGO价差回正，后续发展仍较为依赖政策补贴。二是生物燃料发展与环境保护的南辕北辙，生物柴油原材料本身消耗大量的植物性资源，一直以来棕榈油种植就受到欧盟方面的抨击，根据欧盟《可再生能源指令》（修订）淘汰棕榈油作为生柴原料的规定，棕榈油制生柴将于2030年完全淘汰，而后续，豆油也将加入淘汰行列。

而12月份，美国能源署（EPA）公布了2022年美国可再生燃料掺混义务草案，提议将2023至2025年可再生燃料掺混义务量分别设定为208.2亿加仑、218.7亿加仑、226.8亿加仑，虽逐年呈现增长态势，但2023年增幅不及此前预期，且2024年后RFS将纳入电力将挤占生物质柴油掺混需求。经测算后，即便高级生物燃料的掺混义务增量全由豆油生柴来完成，美豆油2023年需求增量仅不到6亿磅。美国农业部（USDA）12月报告调降美豆油生物燃料需求预估200万吨，但依然存在一定高估，后期面临进一步下修的可能。欧美国家生物柴油的需求前景存在隐忧。

而单纯依靠主产国自身的消费需求，以印尼为例，在B30框架下，印尼政府制定的2022年掺混目标为1010万千升，B40对应掺混需求大致在1350万千升，印尼当前产能足以支撑B40的掺混需求。根据此前印尼能源部的评估，B40将带来年250万吨的棕榈油新增需求，B35对应的增量在125万吨左右。

综合来看，2023年生物柴油方面，预计豆油需求增量约220万吨，棕榈油需求增量约100万吨；而同时，为调平欧盟淘汰棕榈油造成的缺口，以及美国RVOs新政对菜油的影响，预计菜油需求增量约50万吨，但后续前景上仍存在隐忧。

3.5 消费需求存较大增量空间，2023年下半年恢复有望

在2022年上半年棕榈油出口禁令和下半年疫情影响餐饮消费的情况下，国内油脂整体消费受到较大冲击，三大油脂消费均出现大幅下滑。2022年1-10月国内豆油累计消费1350万吨，较去年同期减

少153万吨，同比下降10%；棕榈油累计消费211万吨，较去年同期减少172万吨，同比下降45%；菜油累计消费140万吨，较去年同期减少115万吨，同比下降45%。三大油脂累计消费同比下滑21%，预计2022年较2021年消费下滑450-500万吨。

而根据海外国家面对第一波疫情冲击的情况来看，预计在3个月后即2023年2月后我国将越过第一个传播高峰，全国餐饮、食堂、学校消费将回归正常，而居民收入的预期也就普遍回升，根据2023年宏观年报《静水流深 或成在渊》的观点，预计2023年社会消费品零售总额增速接近7%，显著高于2022年的水平，低于疫情前的8%左右的水平，预计宏观方面带来餐饮消费需求方面的提升在10%左右，折合200-250万吨。

但节奏上来看，在防控力度宽松之后，社会感染面大幅提升，在未来1-2个月内，我国居民第一波感染高峰即将到来，近月油脂现实需求再度面临压力。而考虑到国内人口众多及疫情发展形势复杂，餐饮消费的恢复往往缓于耐用品和生活消费品，目前预计2023年下半年油脂消费将有所好转。

3.6 油脂供需双增，谨慎看多远月消费，油粕比做缩仍可配置

综上所述，2023年三大油脂预计供需双增，目前来看新季油脂供给的预期增量略高于可以看到的需求增量，全球油脂库存进入恢复周期，库消比预期继续小幅回升，大方向上油脂价格走势相对偏弱。而从宏观角度来看，人民币汇率升值预期将给国内油脂价格以较大压力，但值得注意的是，在中国疫情开放、需求逐步扩大的大方向被确定后，根据其他国家的经验推断，2023年下半年油脂消费将有所好转，因此国内油脂库存将面临一个先宽松后收紧的变化趋势。而从扰动的角度看，棕榈油在产地DMO政策调整、LEVY和DUTY疑云仍在、B40计划尚未上线的情况下，相对有更多的潜在利多驱动，BMD马棕的走强可能在一定程度上带动棕榈油走强，相较于豆菜油更具操作空间。

因此在供需驱动偏弱、生柴需求不及预期、人民币汇率潜在利空的共同影响下，预计2023年油脂板块整体偏弱。而强弱关系上，基于当前国内三大油脂的库消比和当前的价差关系来看，对于近月合约，菜油>豆油>棕榈油；而对于2305以后的合约，棕榈油>豆油>菜油，届时，价差关系或回归统计均值水平。因此当菜棕价差涨到3000以上时，逢高沽空菜棕价差具有较高胜率。

同时，由于阿根廷的减产预期和我国国内旺盛的养殖需求，油弱粕强的格局或持续，油粕比缩小的策略仍具有配置价值。因此，从策略上来看，在南美天气未发生明显改善的情况下，从当前豆油豆粕的消费周期来看，油粕比或回归2019/20年所在的2.0以下比价区间，建议2.3以上逢高做缩油粕比。