

CIFCO
CIFCO

农产品 油脂

策略研究 · 年报

中国国际期货·研发产品系列 2022 年 12 月 30 日星期五

供需回归常态 油脂弱势下跌

内容摘要：

预计 2023 年豆油期货价格运行区间为【7000，9000】，预计 2023 年棕榈油期货价格运行区间为【6000，8500】，预计 2023 年菜油期货价格运行区间为【8000，10000】，以弱势下跌对待，不排除豆油、棕榈油、菜油期价特定时间段还会创近 2-3 年阶段低点。

关注进口量阶段增加下供给冲击，需求对价格的指引，政策调控预期等。下游企业或贸易商等在期价下跌至阶段低点时可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在期价脉冲上涨时可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

中期研究院

www.cifco.net

吴媛瑾

投资咨询号

Z10010184

目 录

一、2022 年豆油、棕榈油、菜油市场回顾	3
二、豆油基本面	5
1、价格.....	5
2、供需分析.....	5
3、价差分析.....	10
三、棕榈油基本面	11
1、价格.....	11
2、供需分析.....	12
3、价差分析.....	15
四、菜籽油基本面	15
1、价格	15
2、供需分析.....	16
3、价差分析.....	19
五、观点总结及操作策略.....	19

一、2022 年豆油、棕榈油、菜油市场回顾

2022 年豆油期货主力合约期价区间运行【8000-12500】，2022 年上半年豆油价格震荡上涨，先有南美大豆预期由增变减，导致市场供需不平衡；第 1 季度俄乌冲突，国际原油价格上涨，带动油脂价格上涨；全球对生物柴油需求量的不断增加，提振油脂价格。第 3 季度，欧央行首次加息，美联储超预期加息，持续收紧流动性，外盘油脂期货弱势下跌，拖累豆油期货。第 4 季度以来，美联储加息的节奏的变化，随着最新结果显示，2023 年美联储加息利率上限将会更高，施压大宗商品价格，豆油期现价格再次下跌。

2022 年棕榈油期货主力合约期价区间运行【6500-13000】，2022 年 1-5 月棕榈油期价以上涨为主，2022 年 6-12 月棕榈油期价以下跌为主。2022 年元旦后到 3 月中旬，东南亚棕榈油处于减产周期，马棕油持续刷新高点。印尼限制棕榈油出口政策加剧市场供应缩减情况。叠加俄乌局势紧张，国际油价再创新高，全球棕油价格重心不断上移。6 月初至 12 月底，市场多空快速转换。马来西亚进入增产季，印尼库存面临胀库压力，加速棕榈油出口，接连调整棕榈油出口政策，美联储激进加息打压大宗商品价格。国内远月买船增多，市场供应有增加预期。宏观利空与产业供给宽松共振之下，棕榈油价格以跌为主。

2022 年菜油期货主力合约期价区间运行【9500-15000】，2022 年 1-5 月菜油期价以上涨为主，2022 年 6-12 月棕榈油期价以下跌为主。2022 年上半年，2021/2022 年度加拿大菜籽减产，导致全球油菜籽供应偏紧，国内外菜籽价格不断攀升，国内油厂菜籽买船不积极，叠加洗船等因素影响，沿海油厂菜籽频繁出现断籽停机现象。上半年

俄乌局势背景下，全球燃料和能源价格处于高位，叠加气候干旱和疫情的冲击，2022年6月8日菜油价格震荡偏强后创下近一年新高。2022年下半年在宏观利空，全球菜籽供给偏紧格局改善，进口菜籽到港量稳步改善，菜油库存整体处于高位，市场供应有增加预期。宏观利空与产业供给宽松共振之下，菜油价格以跌为主。

图1-1：豆油期货价格历史走势

图1-2：棕榈油期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院

图1-3：菜油期货价格历史走势



资料来源：博易云，中期研究院

二、豆油基本面

1、价格

图2-1：主流豆油成交价（元/吨）

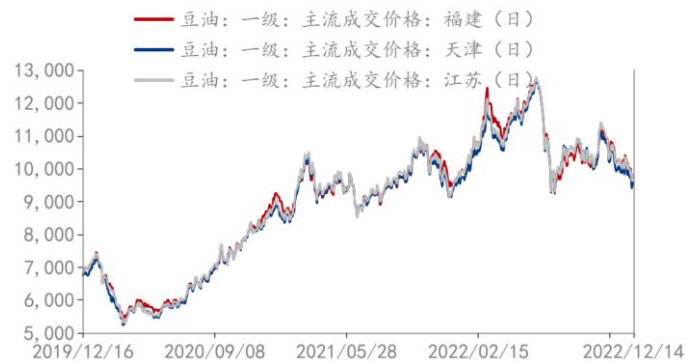
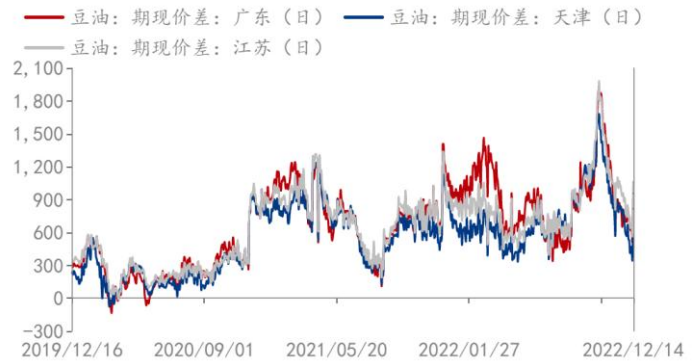


图2-2：豆油期现价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，豆油现货价格上涨，其他时间段豆油现货价格下跌为主。2022年8-12月初，豆油期现价差巨幅波动，创近3年高点。

2、供需分析

2022/2023年度，USDA 预估全球油料作物产量回升明显，达到6.45亿吨，比上年增长4100万吨，而需求从6.07亿吨增加至6.32亿吨。全球油料产量回升，全球油料库存消费比预期升高。

分品种来看，从USDA最新预估来看，全球七大主要油料产量四增两减一持平，其中增加最大贡献来自大豆，2022/2023年度全球大豆产量为3.9053亿吨，同比增加3494万吨。其次全球菜籽产量2022/2023年度明显修复，创历史新高8482万吨，同比增加1096万吨。棉籽、棕榈油仁同比增加710万吨、520万吨，椰籽未有增减。减少最大的油料是葵花籽，2022/2023年度产量为5130万吨，比上年同期减少602万吨。

从时间序列方面来看，豆油市场呈现出近强远弱态势。

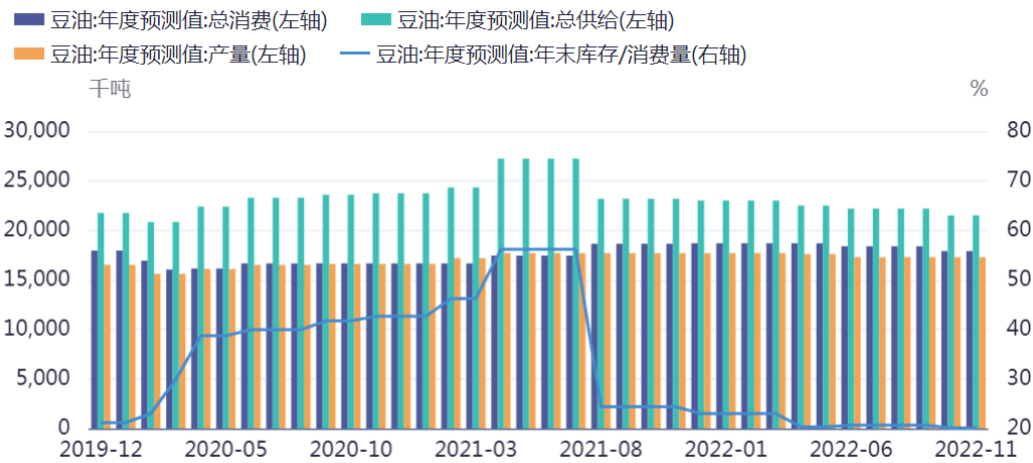
图2-3：中国食用植物油供需平衡表 (万吨)

中国食用植物油供需平衡表				
	2020/21	2021/22 (12月估计)	2022/23 (11月预测)	2022/23 (12月预测)
万吨 (10000 tons)				
生产	2864	2755	2921	2921
其中：豆油	1714	1594	1675	1675
菜籽油	572	573	653	653
花生油	337	342	338	338
进口	1074	578	843	843
其中：棕榈油	502	303	450	450
菜籽油	237	97	150	150
豆油	123	29	120	120
国内消费	3635	3584	3634	3634
城镇消费	2783	2945	2948	2948
农村消费	612	459	459	459
出口	27	15	27	27
结余变化	276	-266	103	103

资料来源：农业农村部，中期研究院

2021/2022 年度中国豆油供需双弱，除了 2022 年第 1 季度可炒作点丰富，随后因年度内豆油价格攀升至十年来高点，且各地餐饮业恢复有限，消费量出现十年来首次缩减。2022 年第 3 季度开始，国内不定期拍卖进口大豆补充油厂库存，国内豆油现货基差走弱。2022 年第 4 季度至 2023 年第 1 季度，大豆到港增加豆油供给，豆油库存已进入累库周期。供应的改善预期以及，疫情扰动使得未来下游消费依旧不乐观。随着大豆到港量增加，近几周油厂压榨量有望保持在 200 万吨左右，豆油产出稳定增长，后期豆油供应将呈现宽松趋势。

图2-4：中国豆油库存消费比 (%)



资料来源：汇易网，iFind，中期研究院

图2-5：美国豆油产量-NOPA (千磅)

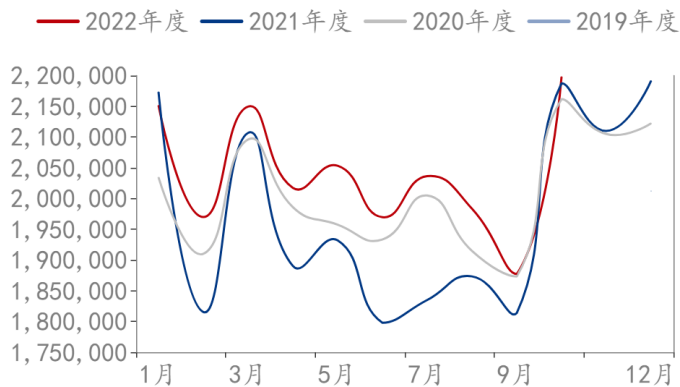
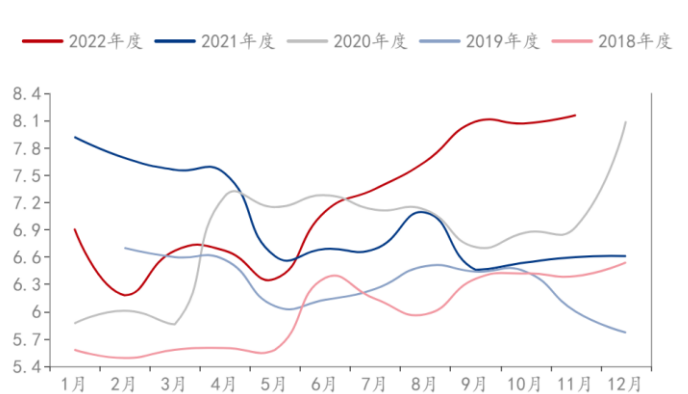


图2-6：全球豆油库存消费比预测 (%)

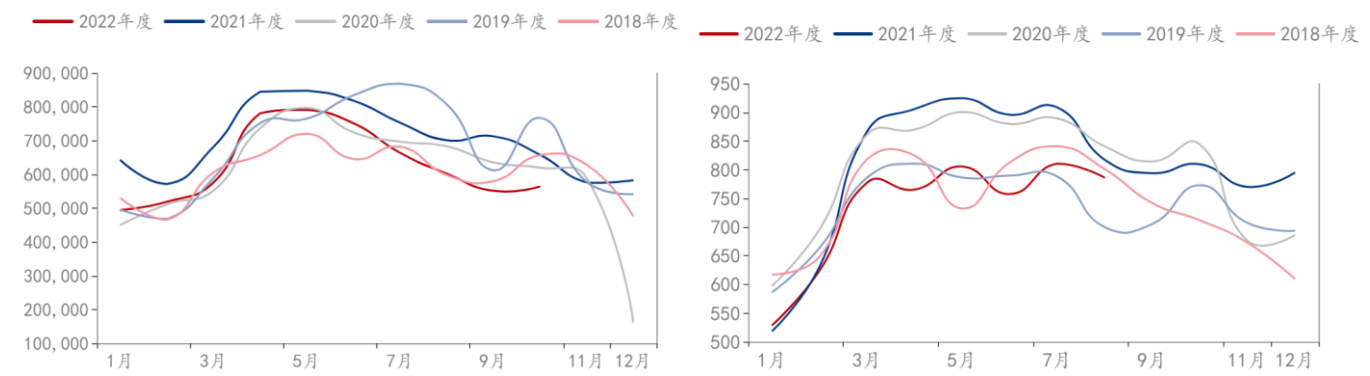


资料来源：钢联数据，中期研究院

美豆油方面，2021/2022 与 2022/2023 年度美豆油库存出现持续下降，一度将至 0.84 百万吨。美国豆油库存连续两年的快速下降，令美豆油的库存消费比同样出现快速下降。

图2-7：阿根廷豆油产量 (吨)

图2-8：巴西主要油厂豆油产量-Abiove (千吨)

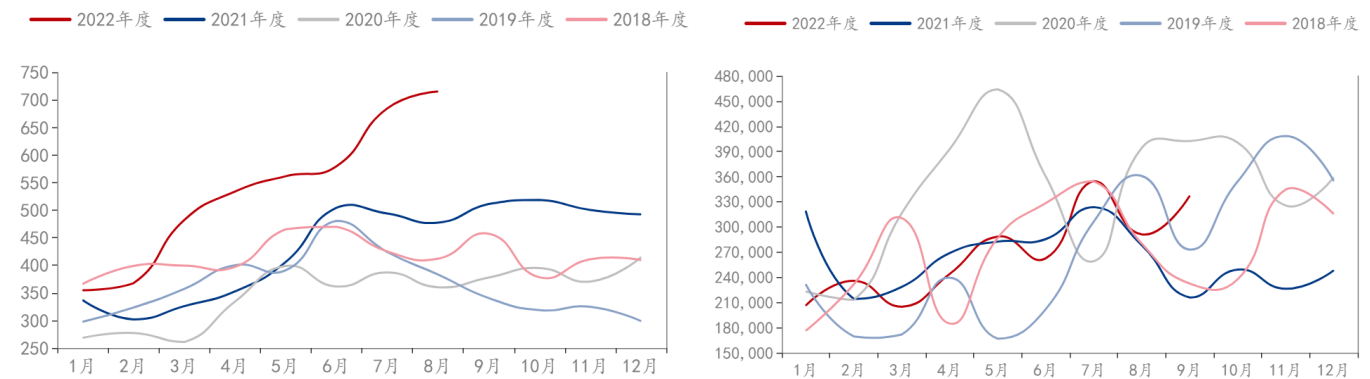


资料来源：钢联数据，中期研究院

阿根廷豆油方面，2019/2020 和 2020/2021 年度阿根廷大豆减产，2019/2020 年度大豆产量仅为 48.8 百万吨，2020/2021 年大豆产量更是降至 46.5 百万吨。阿根廷大豆产量的减少也就限制了其豆油产量，阿根廷大豆出口量近几年一直波动较大。

图2-9：巴西豆油库存-Abiove (千吨)

图2-10：阿根廷豆油工业库存 (吨)

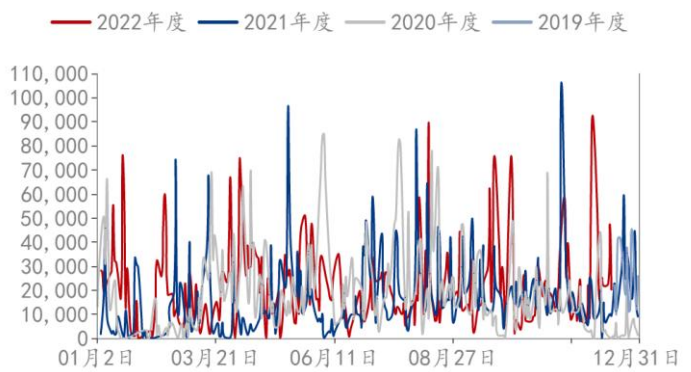
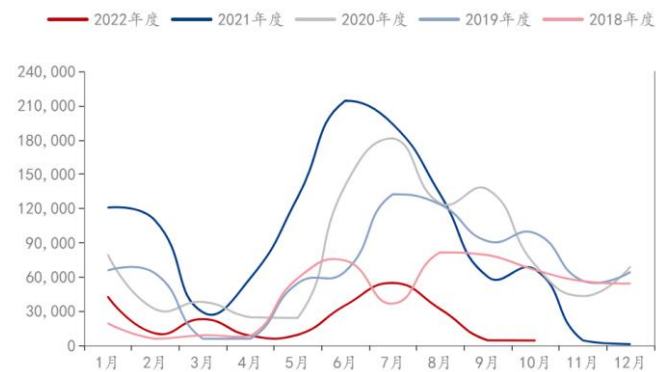


资料来源：钢联数据，中期研究院

巴西豆油方面，近年来巴西豆油产量不断震荡上升，且屡创新高。以最近的 2022/2023 年度巴西豆油产量数据来看，达到 9.92 百万吨。出口量的旺盛需求和其生柴政策的变动拉动巴西豆油需求量上升。目前市场普遍预期巴西新作大豆产量将再创纪录，因此巴西豆油产量与出口量也将出现回升态势，库消比预期回升。

图2-11：豆油进口数量合计 (吨)

图2-12：中国豆油成交量 (吨)

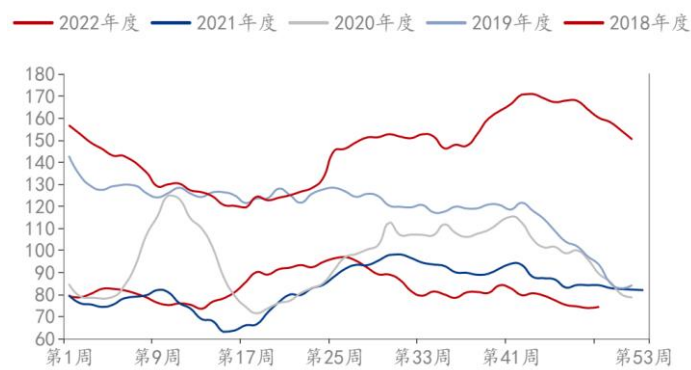


资料来源：钢联数据，中期研究院

受 2023 年春节较往年同期偏早，且散点疫情扰动，豆油旺季不旺，2022 年第 4 季度豆油成交量持续低位运行。2022 年第 4 季度，港口进口大豆库存恢复至往年常态水平，油厂大豆不足现象改善，未来豆油供给恢复至往年常态水平。2022 年第 4 季度至 2023 年第 1 季度豆油将进入累库周期。据 Mysteel 农产品统计，2022 年第 51 周（12.17-12.23）国内主要地区的油厂大豆到港共计 28.5 船，（本次船重按 6.5 万吨计）约 185.25 万吨大豆。全国重点地区豆油商业库存约 75.302 万吨，较上周增加 0.962 万吨，涨幅 1.29%。12 月下旬豆油商业库存或将继续回升，但仍维持在历年同期最低水平。

图2-13：中国主要油厂豆油库存 (万吨)

图2-14：中国大豆港口库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

大豆的逐步到港，油厂开机率逐步提高，大豆压榨逐步增量，豆油产量增加，供应方面逐步宽松，关注豆油需求对于价格的指引。

3、价差分析

图2-15: 豆油成交价 (元/吨)

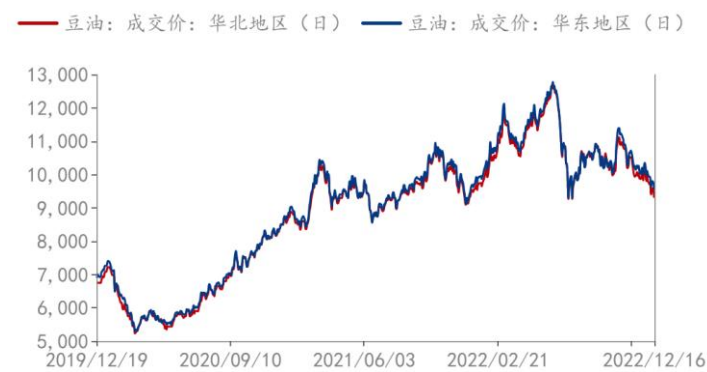


图2-16: 豆油地区价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图2-17: 油粕比价-张家港 (元/吨)



图2-18: 豆棕现货价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

2022年4-6月, 油粕比价上涨, 其他时间段油粕比价以下跌为主。2023年油粕比价或存回归常态需求, 油粕比价存扩大预期。

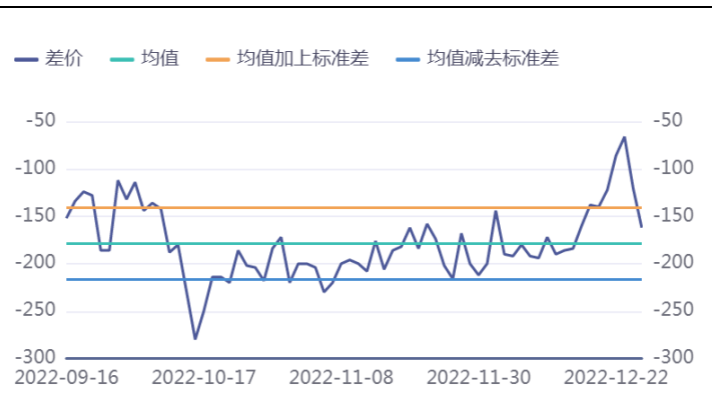
2022年1-4月, 豆棕价差由-100变为-4000, 且创造近4年负极值。2022年6-10月, 豆棕价差由-4000变为3000, 且创造近4年正极值。2022年全年, 豆棕价差变动

之大远超近5年均值。

图2-19: Y2301, Y2305价差 (元/吨)



图2-20: Y2305, Y2309价差 (元/吨)



资料来源: ifind, 中期研究院

2022年9月中旬至10月中旬, 豆油01-05合约价差急速变动, 其余时间都在均值加减标准差范围内波动, 特定时间存在跨期价差缩小交易机会。豆油05-09合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差, 需要耐心等待套利机会出现。

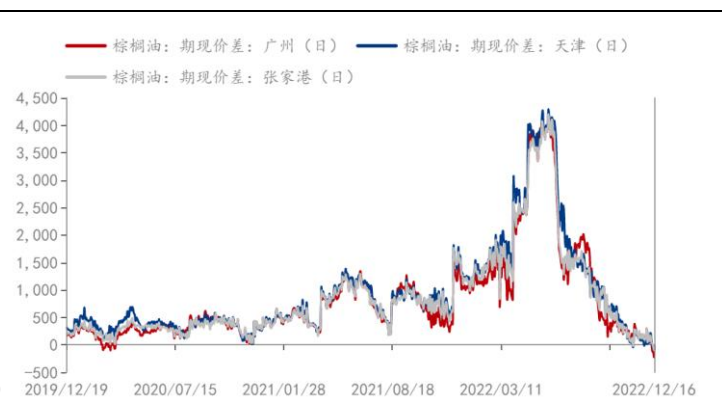
三、棕榈油基本面

1、价格

图3-1: 棕榈油成交价格 (元/吨)



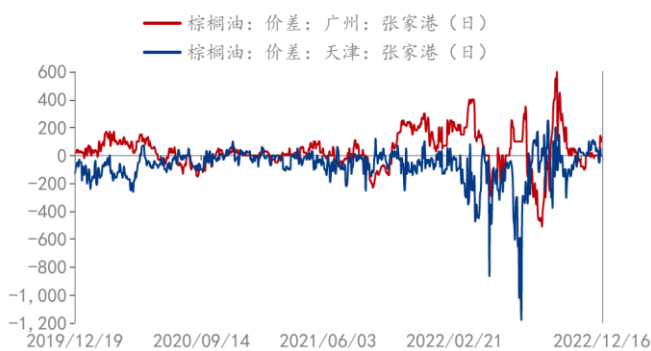
图3-2: 棕榈油期现价差 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图3-3：棕榈油地区价差（元/吨）

图3-4：国际棕榈油价格（美元/吨）

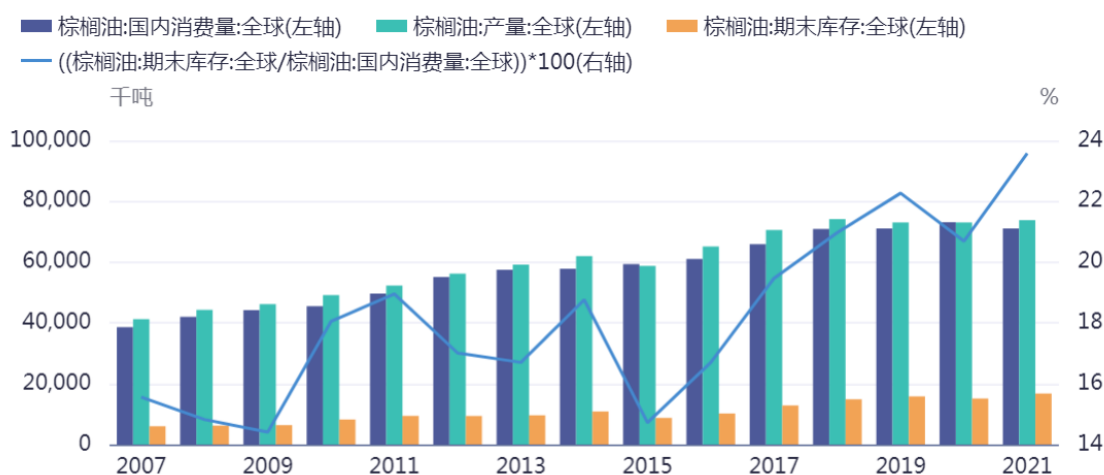


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，棕榈油现货价格上涨，其他时间段棕榈油现货价格下跌为主。2022年1-6月初，棕榈油期现价差大幅上涨，创近3年高点。2022年6-12月，棕榈油期现价差巨幅下跌，又回到2022年1月低点。

2、供需分析

图3-5：世界棕榈油库存消费比（%）



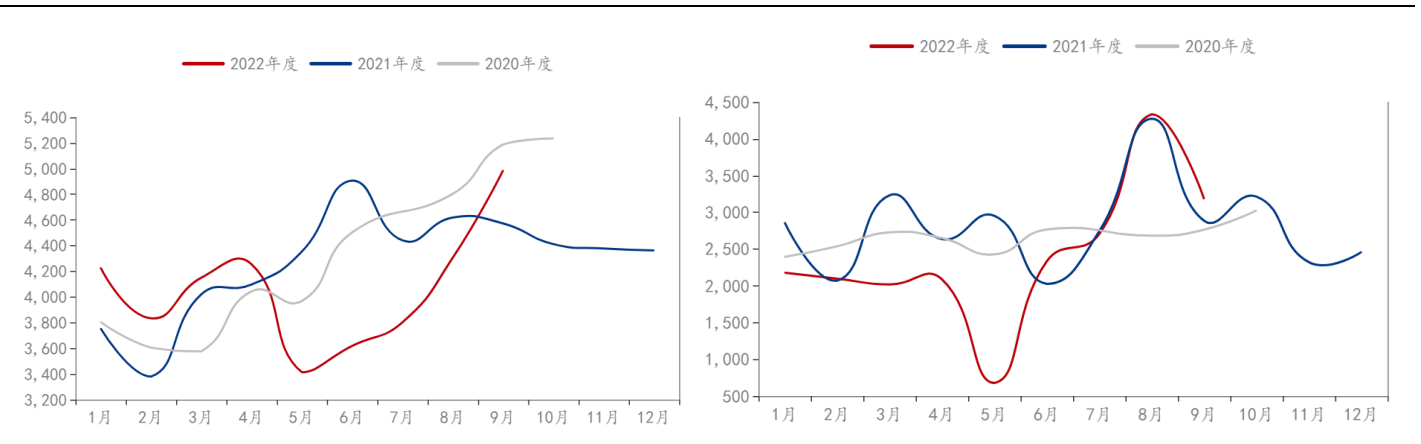
资料来源：USDA，iFind，中期研究院

美国农业部预计，2022/2023年度全球棕榈油产量从7592万吨增至7821万吨，增长3.02%；全球棕榈油消费量为7674万吨；全球棕榈油期末库存为1695万吨，期末库

存消费比为 13.3%。马来西亚产量相对稳定，马来西亚劳工问题解决后，马棕榈油单月产量将逐步回到正常水平。

全球棕榈油产量的主要增长点在于印尼。印尼多变的各类政策，使得 2022 年国际棕榈油价格剧烈波动。随着印尼出口政策落地，产地发运节奏恢复，主产国棕榈油出口回归常态。持续需要关注的是新一年度消费端变动情况，全球及主要经济体宏观形势，以及国际原油价格、能源价格变动的止盈。棕榈油方面，2022/2023 年度随着极端气候影响转弱，棕榈油主产区产量恢复并积极出口，棕榈油价格也将承压。

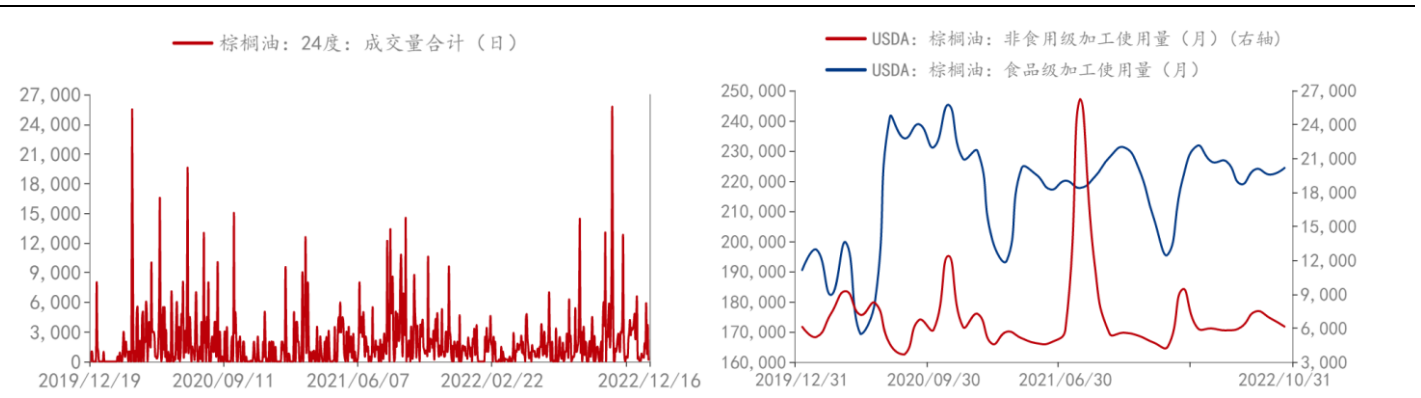
图3-6：棕榈油产量-印尼棕榈油协会（千吨） 图3-7：棕榈油出口数量-印尼棕榈油协会（千吨）



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-8：棕榈油成交量（吨）

图3-9：棕榈油使用量（千磅）



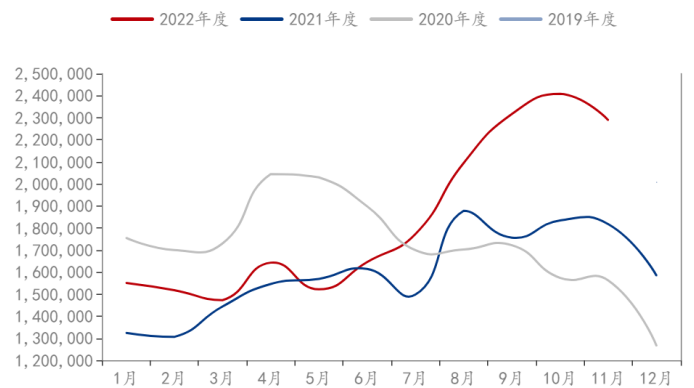
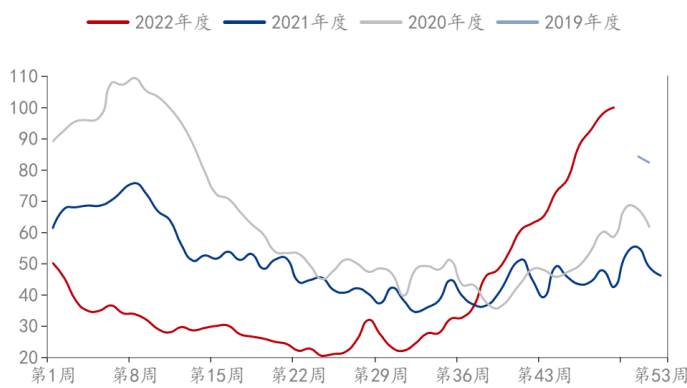
资料来源：钢联数据，中期研究院

棕榈油消费平淡，往年的节日备货今年也未见起色，2022年第4季度棕榈油快速累库。11月船期到港延迟，12月到港压力依旧较大。北方受制于气温下降且库存较高，需求疲态仍存，华东与华南出货明显不佳。

餐饮业油脂消费清淡。2022年底油脂需求复苏难言可观，预计2023年春节前节备货旺季不旺概率大。

图3-10：棕榈油商业库存 (万吨)

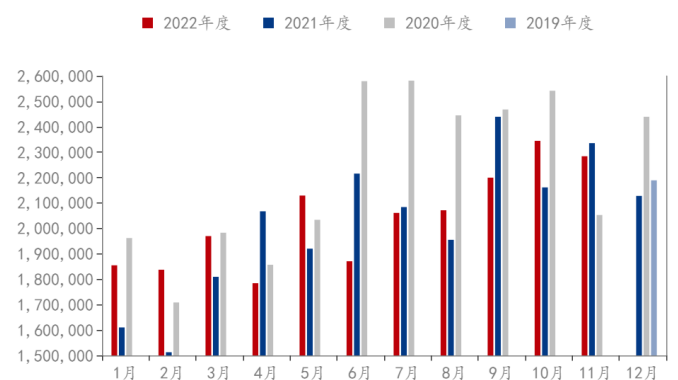
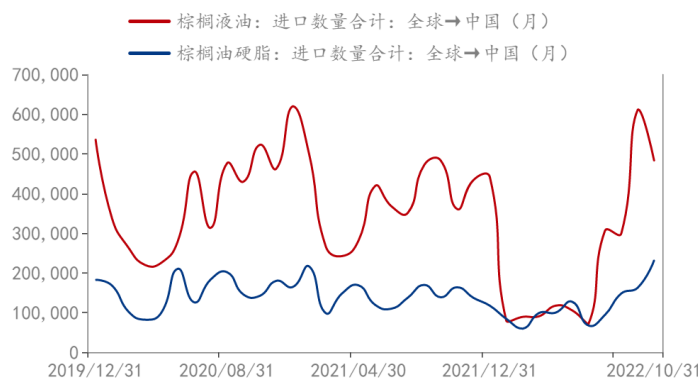
图3-11：马来西亚棕榈油库存 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图3-12：棕榈液油，棕榈油硬脂进口 (吨)

图3-13：马来西亚棕榈油出口数量合计 (吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

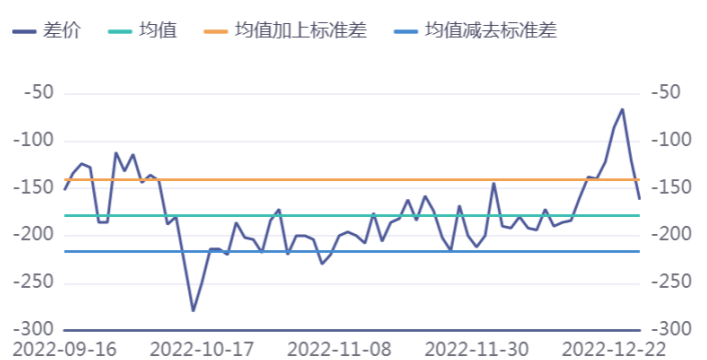
近期到港仍在增量，而国内多地疫情反复，加上冬季消费量季节性下滑，国内高供应低需求下棕榈油下行压力仍存。

3、价差分析

图3-14: P2301, P2305价差 (元/吨)



图3-15: P2305, P2309价差 (元/吨)



资料来源: ifind, 中期研究院

2022年9月中旬至10月中旬, 豆油 01-05 合约价差急速变动, 其余时间都在均值加减标准差范围内波动, 特定时间存在跨期价差缩小交易机会。豆油 05-09 合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差, 需要耐心等待套利机会出现。

四、菜籽油基本面

1、价格

图4-1: 四级菜油市场价 (元/吨)

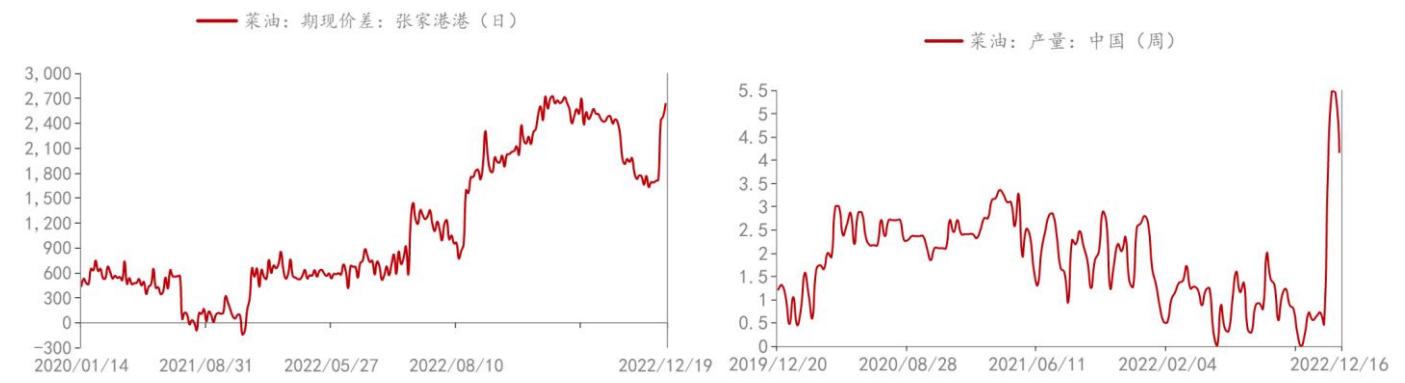
图4-2: 菜油出口价格-加拿大统计局 (加拿大元/公吨)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

图4-3：四级菜油市场价（元/吨）

图4-4：菜油产量（周度）（万吨）

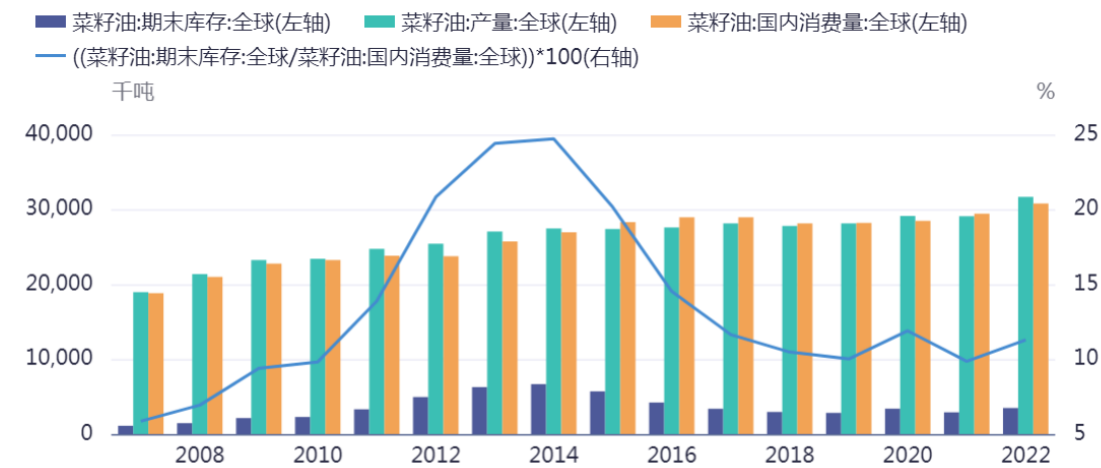


资料来源：钢联数据，中期研究院

2022年1-6月初，菜油现货价格上涨，其他时间段菜油现货价格下跌为主。2022年8-12月初，菜油期现价差波动大，创近2年高点。

2、供需分析

图4-5：世界菜籽油库存消费比（%）



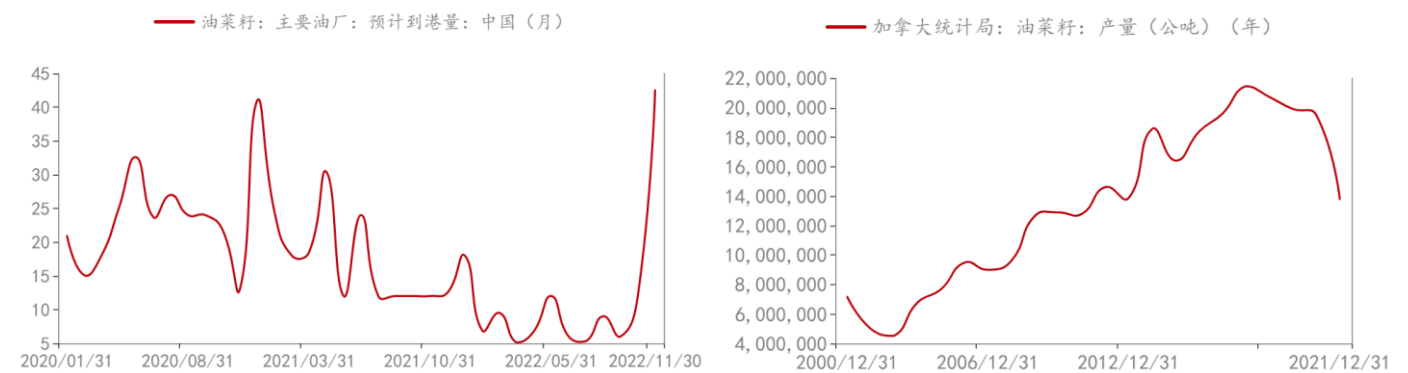
资料来源：USDA，iFind，中期研究院

美国农业部12月USDA供需报告，全球油菜籽产量预计为8434万吨，环比上月下调47.5万吨，但同比去年增产1038万吨，涨幅14.05%。全球菜籽以及菜油的贸易量也依旧呈现回升态势，2022/2023年度全球菜籽、菜油的出口量同比上年分别增长

29.5%、20.8%。全球菜籽以及国内进口菜籽供应端均处于宽松态势，国产菜籽价格受到冲击有限。展望 2022/2023 年度加拿大菜籽产量预估增长，将抑制中国菜油市场价格，2023 年菜籽油价格波动区间预期下移。

图4-6：油菜籽预计到港量 (万吨)

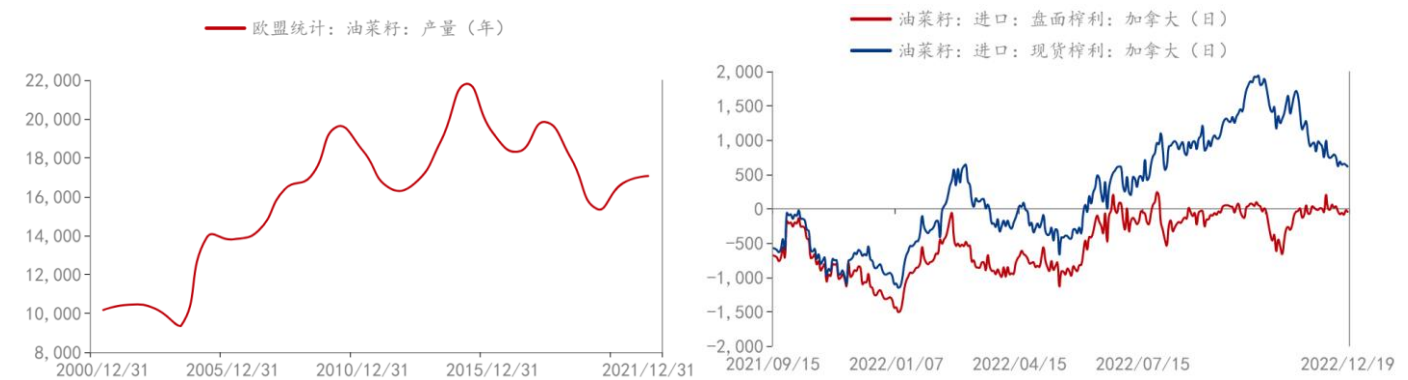
图4-7：加拿大油菜籽产量 (公吨)



资料来源：钢联数据，中期研究院

图4-8：欧盟油菜籽产量 (千公吨)

图4-9：进口菜籽压榨利润 (元/吨)



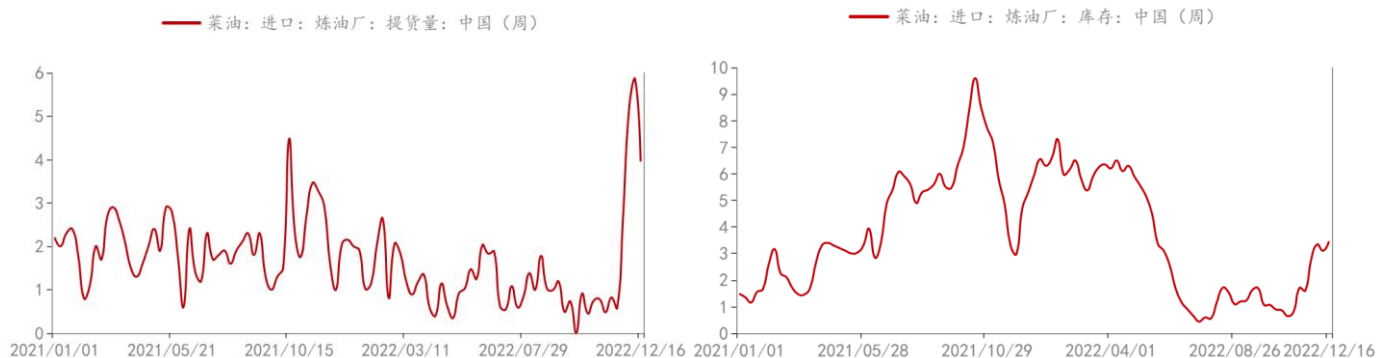
资料来源：钢联数据，中期研究院

2022 年第 4 季度至 2023 年第 1 季度，国内进口菜籽已陆续到港，国内油厂开机率上升明显。未来到港量也将稳步回升。2022 年 12 月进口菜籽压榨量增加明显，产油量、产粕量随之增加，全国菜油库存保持增量。

2022 年全年进口油菜籽现货榨利持续较差。国内买船不积极，压榨进口菜籽的油厂陆续进入断籽停机状态，菜系价格长期维持坚挺状态。

图4-10: 沿海油厂菜油提货量 (万吨)

图4-11: 沿海油厂菜油库存 (万吨)



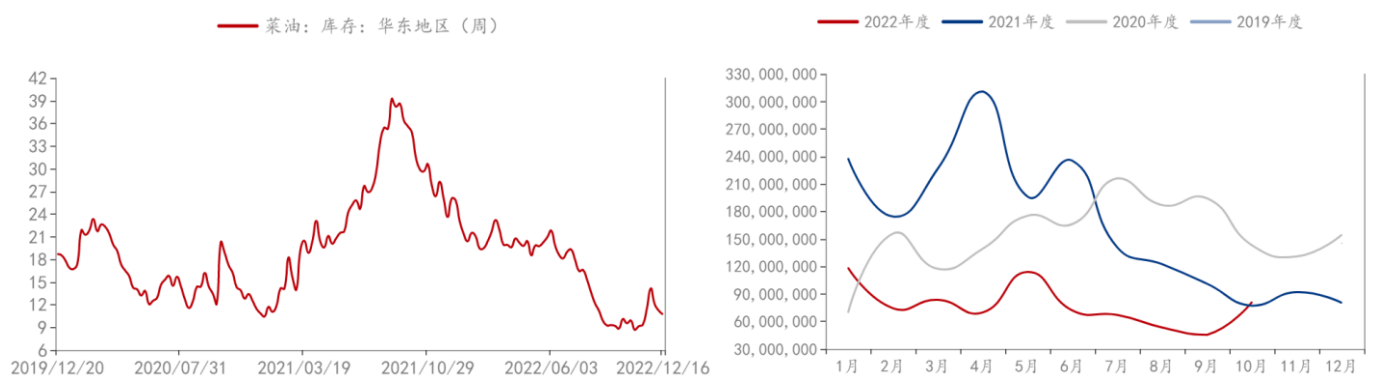
资料来源: 钢联数据, 中期研究院

2023 年第 1 季度, 进口菜籽供应量预期增加, 菜油供给预期增加。从国内买船情况来看, 据 Mysteel 调研的 19 价样本企业显示, 2022 年 12 月沿海地区进口菜籽到港船数 11 条, 菜籽数量约 65 万吨。2023 年一季度进口加籽买船预计在 11-12 条船, 预计 80 万吨左右。随着进口菜籽买船增量以及陆续到港, 国内进口菜籽供应量处于稳步增加态势, 油厂压榨量也已得到恢复, 预计后期将继续延续往年同期水平。

2023 年上半年, 菜油也存在累库的趋势。

图4-12: 企业商业库存 (万吨)

图4-13: 初榨低芥子酸菜籽油进口数量合计 (千克)



资料来源: 钢联数据, 中期研究院

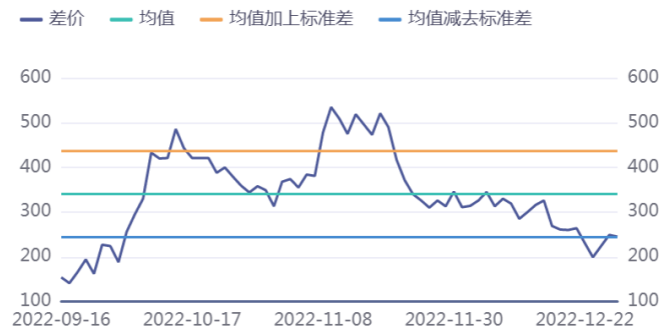
加籽大量到港, 产油量随之增加, 同时进口菜油到港量增量明显, 下游提货略有增加, 全国菜油库存 11 月呈现累库态势。菜油后市需重点关注 2022 年第 4 季度压榨、

菜油还储及相关油脂走势。

3、价差分析

图4-14：01301, 01305价差 (元/吨)

图4-15：01305, 01309价差 (元/吨)



资料来源：ifind，中期研究院

2022年11月至12月，菜油01-05合约价差急速变动，其余时间都在均值加减标准差范围内波动，特定时间存在跨期价差缩小交易机会。菜油05-09合约价差目前暂无出现急速变动或超预期价差，需要耐心等待套利机会出现。

五、观点总结及操作策略

预计2023年豆油期货价格运行区间为【7000，9000】，预计2023年棕榈油期货价格运行区间为【6000，8500】，预计2023年菜油期货价格运行区间为【8000，10000】，以弱势下跌对待，不排除豆油、棕榈油、菜油期价特定时间段还会创近2-3年阶段低点。

关注进口量阶段增加下供给冲击，需求对价格的指引，政策调控预期等。下游企业或贸易商等在期价下跌至阶段低点时可以择机进行现货点价或买入套期保值，油厂、贸易商等在期价脉冲上涨时可以择机进行现货点价或卖出套期保值。也可以灵活利用

期货期权等多种工具进行价格风险管理。

需要关注的风险事件（包括但不限于）：全球经济衰退预期，中国、美国流动性超预期收紧，美元指数暴跌，原油期价重挫至新低点，资金风险偏好下降，资金对于农产品市场失去兴趣，中国农产品宏观调控超预期，等。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	客服热线	95162
分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州 南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁	官方网站	www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司	客服热线	010-65807861
北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号		

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 中国中期证券有限公司	客服热线	(852)25739868
香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室		4001 200 939
	官方网站	hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET