



宏观风险加剧，油脂高开低走

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号: F3047125

投资咨询号: Z0015474

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

油脂观点

■ 市场分析

上半年全球油脂价格经历了大起大落，印尼收紧棕榈油出口，叠加南美大豆减产和俄乌冲突对葵油出口供应的冲击，三大油脂价格在5月之前持续上涨。但价格处于高位后，下游需求开始受到明显挤压，国内外油脂消费量大幅下降。同时前期助推油脂上涨的驱动因素出现松动，印尼受制于国内极大的库存压力，印尼政府在6月初提出棕榈油出口加速计划，刺破了短期油脂价格的泡沫，使得三大油脂价格在近一个月内出现快速回落。目前来看，在印尼短期集中出口和马棕平衡表累库预期下，三季度油脂价格或仍表现偏弱。但从长期来看，未来国际油脂产量瓶颈凸显，同时生物能源发展将为油脂需求注入新的动力，等待阶段性供应压力出清后，未来油脂价格仍有望重回上涨趋势。

■ 策略

单边中性

■ 风险

无

国产大豆观点

■ 市场分析

上半年虽然国际变化剧烈，但国内现货价格基本保持平稳运行态势，但由于价格一直处于高位，供需双方观望情绪严重，总体成交量清淡，期货市场跟随受外盘支撑，也受到众多国际因素的影响，震荡幅度略大，尤其6月后期受宏观的冲击显著。后期从基本面来看，产区余粮有限，供应较为紧俏，需求端依然疲软，市场主要以震荡为主，但也要关注一些事件如拍卖等对市场的影响。

■ 策略

单边中性

■ 风险

无

花生观点

■ 市场分析

2022/23 年花生全球压榨消费增速放缓，我国压榨增速和需求也趋缓，虽然较上年有所增加，但幅度有限，新作花生产量增速略高于压榨增速，不及消费增速。其原因一方面受天气状况和农户种植意向的影响，日益丰富的证据表明国内新作花生存在减产风险，另一方面现在正值传统市场淡季，叠加国内疫情反复，极大的冲击了市场需求。这种关系也加剧了购销观望态度，从供需来看未来市场还是偏紧俏。另一方面，据调研正阳地区目前最后一批进入冷库交割品成本在 9500 左右，而且 10 合约新米无法参与交割，冷库库存有限，长期来看 10 合约还是有上涨空间。在减产预期推动下，花生价格将呈现上涨趋势。

■ 策略

单边谨慎看涨

■ 风险

需求走弱

目录

策略摘要.....	1
油脂市场分析.....	4
国产大豆市场分析.....	6
花生市场分析.....	7

图表

图 1: 全球大豆库销比 单位: %.....	8
图 2: 全球菜籽库销比 单位: %.....	8
图 3: 马来西亚棕榈油产量 单位: 万吨.....	8
图 4: 马来西亚棕榈油单产 单位: 吨/公顷.....	8
图 5: 马来西亚棕榈油出口 单位: 万吨.....	8
图 6: 马来西亚棕榈油库存 单位: 万吨.....	8
图 7: 豆油库存 单位: 万吨.....	9
图 8: 棕榈油库存 单位: 万吨.....	9
图 9: 菜油库存 单位: 万吨.....	9
图 10: 三大油脂库存 单位: 万吨.....	9

油脂市场分析

■ 上半年行情回顾

2022 年上半年油脂价格经历了较大的波动，无论棕榈油、菜油还是豆油都屡创新高，一季度经历大幅上涨后震荡收场，二季度高开低走，纵观市场变化，上半年变化逻辑主要受供需变化和宏观政策等因素驱动。

具体而言，国际市场方面，年初马棕在劳动力短缺情况下产能受制，叠加美豆和国际原油大幅飙涨的环境，从 3601 林吉特开始一路上涨，2 月末一度出现 6 连阳局面，并在 3 月初创下 7268 林吉特的价格顶点，进入 3 月增产期后，马棕市场产量和出口均有所增加，根据 MPOB 公布数据分别增长 24.07% 和 14.14%，但受产能约束，两项指标均低于 19-21 年同期水平，加拿大菜籽大幅减产，南美大豆减产落实，全球油脂产量增长潜力下滑的预期下，供应端成为影响油脂价格的主要矛盾，叠加印尼出口政策多变，市场高位震荡于 6000-7000 之间。6 月中旬美联储大幅加息，大宗商品经受系统性冲击，叠加原油价格下跌，印尼出口提速等多种利空因素发酵，三大油脂承压大幅下跌，随后市场恐慌避险情绪蔓延，加速下跌一度至年初价格水平，直至 6 月末止跌并开始震荡。

国内市场方面，一季度春节前后国内棕榈油进口买船较少，大豆压榨开机压力不大，进口菜籽也存在明显缺口，导致供应局面较为紧张，同时现货维持低库存状态，现货价格坚挺，三大油脂现货基差显著升水于盘面。进入二季度，随着国内二季度进口大豆集中到港，豆油供应短期有所缓解，但国内棕榈油进口买船仍偏少，进口菜籽后期也存在明显缺口，国内油脂进口供应仍维持紧张格局。同时三大油脂库存降至 150 万吨，三大油脂现货价格升水于盘面，但因短期需求较差，现货基差自高位有所回落。叠加主产国政策变化，内盘供需两弱情况不改，跟随外盘市场调整，市场成交挤压至绝对刚需。

■ 国际供需分析

产量方面，马来西亚棕榈油局（MPOB）发布的数据显示，1-5 月份棕榈油产量 672.5 万吨，同比增加 0.50%，其中马来半岛产量累积 375.4 万吨，同比增加 1.10%；沙巴州产量累积 157.4 万吨，同比增加 5.90%；沙捞越产量累积 139.7 万吨，同比减少 6.00%。2022 年 1-5 月份马棕产量表现与去年同期基本持平，受制于劳动力不足和树龄结构老化等因素影响，今年马棕产量水平仍处低位，并未出现明显恢复。印度尼西亚根据印尼棕榈油协会（Gakpi）数据显示，1-4 月累积棕榈油产量为 1647 万吨，同比增加 7.13%，产量恢复状况良好。

出口方面，MPOB 数据显示，马来西亚 1-5 月棕榈油出口量 593.4 万吨，同比增加

4.95%；印尼受 4 月 28 到 6 月初的出口禁令影响 1-5 月棕榈油出口总量仅为 880 万吨，同比下降 36.00%，虽然后期推出加速出口计划，但想要完缓解高库存压力，后期需大幅增加出口量。印尼出口加速一定程度可以缓解大宗食用油供应的问题，但上半年出口量始终未超过出口限制前的月均 250 万吨，印尼油脂胀库情况依然存在，但可以看到出口许可在不断加速增长，随着运力的恢复，对马棕出口大概率会产生一定的冲击。

■ 国内供需分析

2022 年 1-5 月国内食用植物油累计进口 163 万吨，同比下降 65.90%。截止目前国内豆油商业库存 92.67 万吨，菜油商业库存 19.16 万吨，棕榈油商业库存 23.31 万吨，三大油脂合计库存 135.14 万吨。今年上半年国内三大油脂库存一直低位运行，为历史同期最低水平。

印尼棕榈油近月船期 CNF 报价 1815 美元/吨，棕榈油盘面进口利润-1800 元/吨；阿根廷豆油近月船期 CNF 价格 1987 美元/吨，豆油盘面进口利润-2490 元/吨；加拿大菜油近月船期 CNF 价格 1819 美元/吨，菜油盘面进口利润-2931 元/吨。

上半年油脂价格处于高位，抑制进口需求；同时，进口成本倒挂，进口意愿弱。三大油脂需求被不断压缩，仅剩刚需；叠加国内疫情反复，餐饮业持续萎靡，需求不振，但 5 月以来有所缓和，未来有向好迹象。

■ 后市展望

上半年全球油脂价格经历了大起大落，印尼收紧棕榈油出口，叠加南美大豆减产和俄乌冲突对葵油出口供应的冲击，三大油脂价格在 5 月之前持续上涨。但价格处于高位后，下游需求开始受到明显挤压，国内外油脂消费量大幅下降。同时前期助推油脂上涨的驱动因素出现松动，印尼受制于国内极大的库存压力，印尼政府在 6 月初提出棕榈油出口加速计划，刺破了短期油脂价格的泡沫，使得三大油脂价格在近一个月内出现快速回落。目前来看，在印尼短期集中出口和马棕平衡表累库预期下，三季度油脂价格或仍表现偏弱。但从长期来看，未来国际油脂产量瓶颈凸显，同时生物能源发展将为油脂需求注入新的动力，等待阶段性供应压力出清后，未来油脂价格仍有望重回上涨趋势。

国产大豆市场分析

■ 上半年行情回顾

2022 年上半年国内市场波动较大，期货方面，一季度低开高走，一度探底 5652 元/吨，2 月中站上 6370 元/吨高位，但随后保持震荡偏弱态势，该月 24、25 日因受国际市场的影响，豆一期货随国际大宗产品上涨而上涨，但在美豆走弱和大环境偏空影响下仅是昙花一现，进入 3 月后高位大幅震荡，4 月回调后 5 月以上涨为主，月线收涨 1.86%，越过 6403 元/吨价格高位，随后开始走弱，并于美国加息前后大幅跳水，触底 5800 元/吨上方。

现货市场，1-6 月现货高位运行，均价约 6000 元/吨，高于 2018-2021 历年均价；每月价格均高于历史同期，创出历年之最；且呈现持续小幅上涨态势。

■ 大豆供需分析

上半年国产大豆供应情况，1 月东北大豆外销较少以送粮库为主，南方略好，总体结余都在 4 成左右，进入 2 月走货量开始增长，东北地区大豆余粮基本都在 3 成，山东河南稍显紧俏已不足 3 成，但安徽、宿州等地余粮仍有五成，3 月底后各地余粮基本都降至 2 成，4 月各地大豆走货量下降，余粮基本在 1-2 成，5-6 月随着市场购销进入后期走货量更加疲软，各地余粮截止 6 月底大部分都不足 1 成。

需求方面，一季度总体需求高于二季度，春节后受下游市场补货驱动，出现需求小高峰，之后随着天气回暖，蔬菜挤压，叠加疫情导致的物流不畅需求逐步疲软，后期学校放假进一步抑制了需求。总体而言上半年市场较为清淡。

■ 后市展望

上半年虽然国际变化剧烈，但国内现货价格基本保持平稳运行态势，但由于价格一直处于高位，供需双方观望情绪严重，总体成交量清淡，期货市场跟随受外盘支撑，也受到众多国际因素的影响，震荡幅度略大，尤其 6 月后期受宏观的冲击显著。后期从基本面来看，产区余粮有限，供应较为紧俏，需求端依然疲软，市场主要以震荡为主，但也要关注一些事件如拍卖等对市场的影响。

花生市场分析

■ 上半年行情回顾

2022 年上半年，花生国内期货市场起伏较大，一季度花生先在需求不振的影响下震荡走弱，直至 2 月中，在棕榈油产量不足，俄乌冲突升级，葵油出口供应中断的共同作用下，价格被大幅推高，4 月市场情绪稳定和多种利多因素缓和后震荡回调，5 月在国内进口花生到港数量不及预期，和国际原油价格高涨背景下，叠加国内新作花生减产预期，花生价格一路走高，于 5 月 24 日达到 10766 元/吨价格高位，后开始震荡下行，并于美联储大幅加息后大幅下降，但在 5 月 14 日之前收盘价格一直低于去年同期水平。现货市场方面，1-6 月份现货价格均价为 8322.79 元/吨，2021 年同期为 9699.23 元/吨，同比减少 14.19%，环比减少 4.53%。

■ 花生供需分析

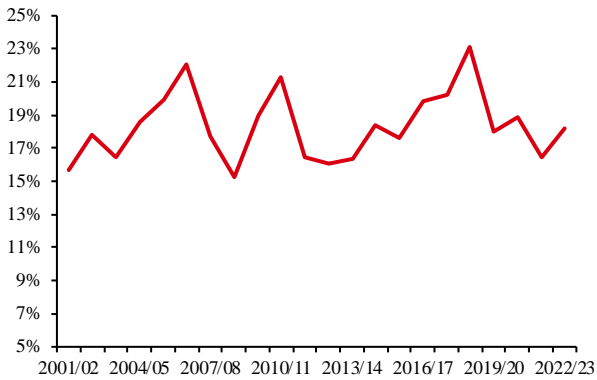
USDA 的 6 月报告显示，2021/22 年度全球花生产量 5022 万吨，下调 3 万吨；出口 463 万吨，下调 26 万吨；压榨 2006 万吨，下调 20 万吨；库存 433 万吨，下调 56 万吨。2022/23 年度全球花生预计增产 65 万吨，总消费增加 12 万吨，虽然供需双增，但程度有限。

国内旧作花生，据 Mysteel 农产品统计数据显示，目前产区余量零星，贸易商大量收购难度较大，油厂到货量有限，部分工厂收购缓慢，市场较为平淡。新作花生，据调研显示，今年河南产区种减种花生转种其他作物情况明显，减种幅度为 20%-30%，减产程度还有待后续观察，另一方面持续已久的干旱对于山东、河南麦茬花生的种植影响仍然较大，加上部分地区受白绢病影响，不得不换茬种植玉米大豆，导致今年麦茬花生整体种植面积和春茬花生一样，出现了一定幅度的减少。相比较而言，东北产区在连续有效降水影响下，前期干旱得到有效缓解，花生长势喜人，明显好于河南以及山东产区。

■ 后市展望

2022/23 年花生全球压榨消费增速放缓，我国压榨增速和需求也趋缓，虽然较上年有所增加，但幅度有限，新作花生产量增速略高于压榨增速，不及消费增速。其原因一方面是受天气状况和农户种植意向的影响，日益丰富的证据表明国内新作花生存在减产风险，另一方面现在正值传统市场淡季，叠加国内疫情反复，极大的冲击了市场需求。这种关系也加剧了购销观望态度，从供需来看未来市场还是偏紧俏。另一方面，据调研正阳地区目前最后一批进入冷库交割品成本在 9500 左右，而且 10 合约新米无法参与交割，冷库库存有限，长期来看 10 合约还是有上涨空间。在减产预期推动下，花生价格将呈现上涨趋势。

图 1：全球大豆库销比 | 单位：%



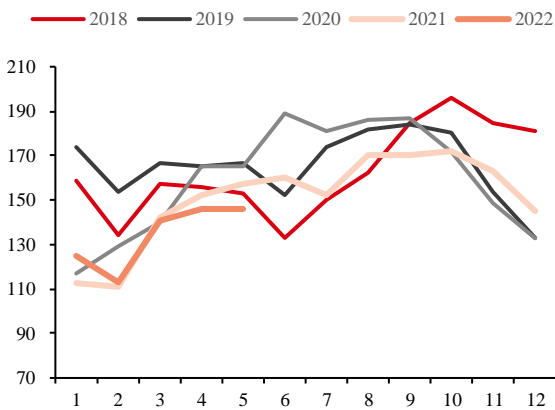
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 2：全球菜籽库销比 | 单位：%



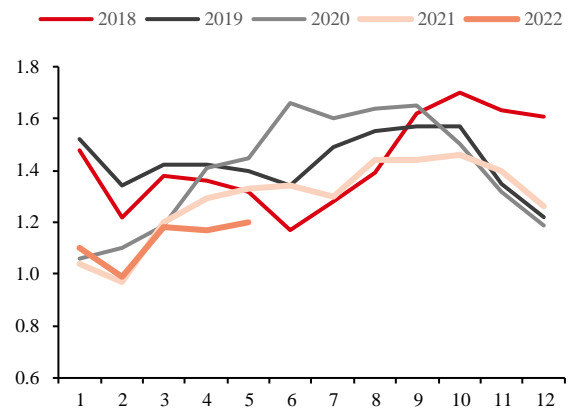
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 3：马来西亚棕榈油产量 | 单位：万吨



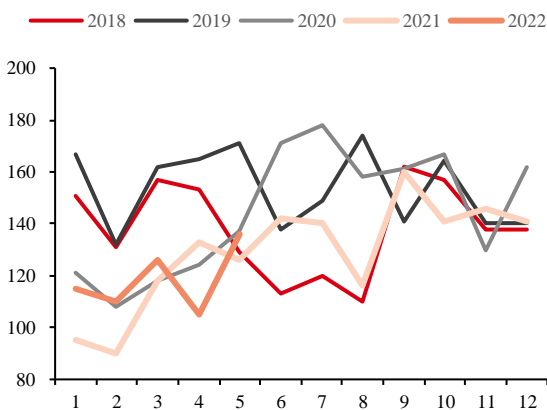
数据来源：MPOB 华泰期货研究院

图 4：马来西亚棕榈油单产 | 单位：吨/公顷



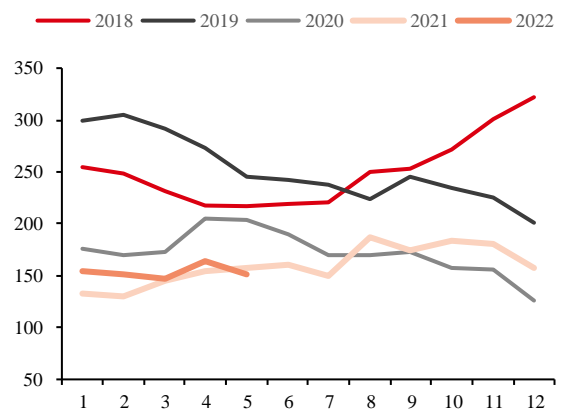
数据来源：MPOB 华泰期货研究院

图 5：马来西亚棕榈油出口 | 单位：万吨



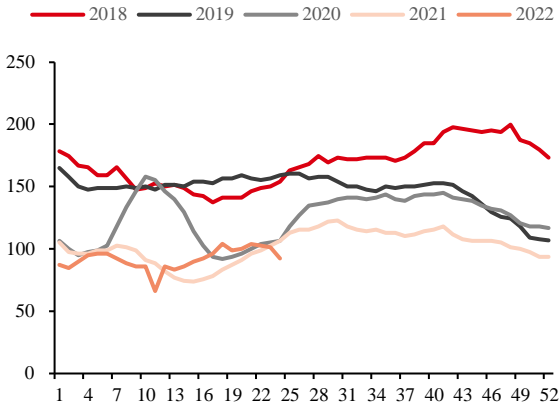
数据来源：MPOB 华泰期货研究院

图 6：马来西亚棕榈油库存 | 单位：万吨



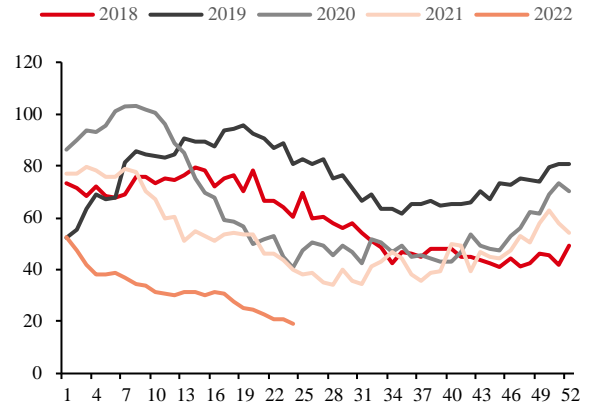
数据来源：MPOB 华泰期货研究院

图 7: 豆油库存 | 单位: 万吨



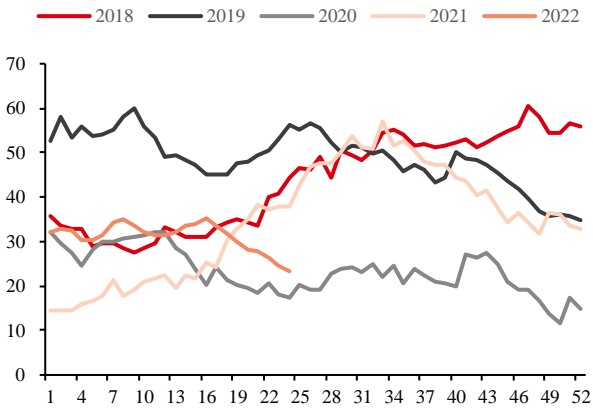
数据来源: 中国粮油商务网 华泰期货研究院

图 8: 棕榈油库存 | 单位: 万吨



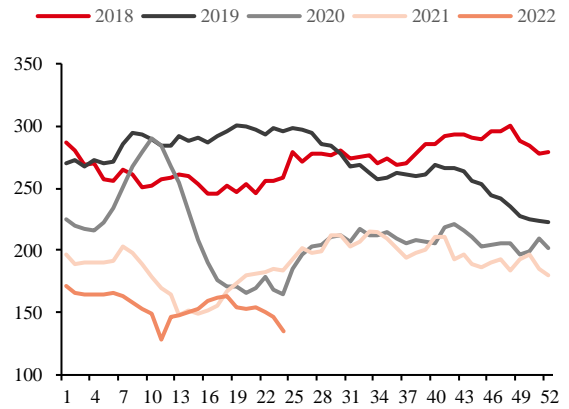
数据来源: 中国粮油商务网 华泰期货研究院

图 9: 菜油库存 | 单位: 万吨



数据来源: 中国粮油商务网 华泰期货研究院

图 10: 三大油脂库存 | 单位: 万吨



数据来源: 中国粮油商务网 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编: 510000

电话: 400-6280-888

网址: www.htfc.com