

在不确定性中寻找确定性

——2023 年油脂年报

农产品产业链专题研究

总 结

2022年的油脂市场经历了跌宕起伏的走势。年初油脂在南美减产、俄乌冲突、印尼禁止出口的多重题材加持下大幅攀升至历史性高位，但进入6月，在供应增长与宏观转弱的共振下很快出现崩盘下跌。然而，在提前走出一波悲观预期后，市场开始审视预期与现实的矛盾。7月底以来，在改善偏慢的现货供应及反复的宏观预期下，油脂市场仍经历了反弹-回落-再反弹-再回落的多轮往复。

当前油脂市场暂无突出矛盾，反而是不确定性更多一些。这些不确定性来自南美大豆在拉尼娜背景下的产量表现，包括乌克兰、印尼、印度在内的重点国家进出口的不确定性，国内防疫政策调整对后期需求节奏的影响，主要国家生物柴油政策变动，原油走势波动对商业生物柴油掺混需求的影响，以及美联储加息路径变化及其对主要经济体经济和商品需求的影响。这些大量不确定性的存在直接导致了油脂多空任何一方均暂时难以占据上风，价格陷入较长时间的宽幅震荡。

尽管诸多不确定性的存在预计将继续带来节奏上的反复，我们仍看到一些趋势性变化正在出现。随着全球央行为遏制高通胀持续收紧流动性，过去两年全球流动性泛滥带来的商品高溢价时代将成为过去式，我们预计油脂价格也将逐步回归基本面本身。

虽然油脂供应面临来自东南亚棕榈油及南美大豆产量的不确定性，但供应端边际改善的倾向依然较强。而在全球经济衰退的阴霾笼罩下，经济及商业活动下滑或令未来一段时间的餐饮油脂需求难有太好增量。不仅如此，衰退担忧及需求走弱制约原油表现，商业掺混利润大幅收窄不利于油脂原料需求增长。整体来看，2022/23年度油脂整体供需转向边际宽松的趋势较强，只是宽松的幅度存在一定不确定性。这些不确定性将在油脂走势整体承压的同时，带来一定的波动反弹机会，需要关注相应题材炒作的时间节点。

作者姓名：石丽红

电话：023-81157334

期货投资咨询从业证书号：Z0014570

发布日期： 2022 年 12 月 22 日

报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周一下午 5 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

目 录

一、引言.....	2
二、未来油脂市场面临诸多不确定性.....	2
（一）棕榈油产量恢复或仍面临一定阻碍.....	3
1、前期充足降雨提振远月产量前景.....	4
2、马来西亚产量仍受累于劳动力短缺.....	5
3、施肥不足对产量的影响逐渐显现.....	6
4、树龄趋于老化仍是产量增长的阻碍.....	7
（二）拉尼娜背景下，南美大豆产量恢复或不及预期.....	9
1、南美种植及天气趋势跟踪.....	9
2、南美大豆产量情景分析.....	11
（三）重点国家进出口政策存在不确定性.....	13
1、高库存压力缓解，印尼出口政策或有收紧可能.....	13
2、库存重建良好，印度植物油关税或有调整倾向.....	14
3、合作隐患仍存，黑海粮食出口协议延长存在不确定性.....	16
（四）国内防疫政策调整对油脂需求的影响.....	17
1、海外防疫政策放松对居民消费的影响.....	18
2、放松防疫对油脂需求的影响路径分析.....	18
3、放松防疫后油脂需求恢复仍有不确定性.....	20
（五）生柴投料需求面临政策及油价的扰动.....	20
1、主要国家生柴政策变动及调整趋势.....	21
2、油价运行方向及其对油脂需求的影响.....	25
（六）美联储加息路径对大宗商品的影响.....	26
1、美联储加息节奏或仍有反复.....	26
2、人民币升值趋势或成灰犀牛.....	27
三、2023年油脂市场展望.....	28
（一）油脂整体供需转向边际宽松.....	28
（二）油脂价格及价差波动预测.....	28
四、油脂市场投研体会及认知.....	33
（一）市场逻辑随投资者结构显著改变.....	33
（二）产业的新战场：近月及价差.....	34
（三）激烈博弈下的反预期、反共识.....	35

一、引言

2022年的油脂市场经历了跌宕起伏的走势。年初南美大豆在拉尼娜冲击下减产2000多万吨，俄乌冲突导致黑海农产品出口受阻，以及印尼为调控国内食用油价格而开启一系列出口限制政策，直接引爆了市场对全球粮食危机的担忧。供应骤然收紧叠加全球流动性泛滥，油脂价格在多重题材加持下大幅攀升至历史性高位。

然而，进入6月，油脂油料市场运行逻辑经历了根本性转变。通胀高企令美联储转向强鹰，激进的加息缩表进程导致2020年疫情后大放水带来的大宗商品上涨环境发生了颠覆性改变。不仅如此，印尼棕榈油出口政策由紧转松成为另一个标志性事件，这极大地缓解了市场对粮食危机的担忧。供应增长与宏观转弱形成共振，促成了油脂市场的快速大幅下跌。然而，虽然6月初至7月中旬的油脂跌势十分凌厉，但在提前走出一波预期后，市场开始审视预期与现实的矛盾。7月底以来，在改善偏慢的现货供应及反复的宏观预期下，油脂市场仍经历了反弹-回落-再反弹-再回落的多轮往复。尽管行情节奏变换较快，我们仍看到了一些趋势性的变化正在出现。

随着全球油籽产量及压榨恢复性增长，2023年的油脂市场有望从供需偏紧的状态向边际宽松过渡。2022/23年度全球菜籽增产1000万吨+的事实已基本得到确认，全球大豆产量也有望随南美大豆增产出现3000多万吨的产量增幅，这将令全球油脂供应随油籽产量及压榨的增长获得较大改善。2022年11月中旬后我们看到了国内油脂油料供应的大幅增长，近月供应紧张与远月供应宽松的矛盾已有所缓解。此外，在美联储持续加息的背景下，全球主要经济体增长开始显示出乏力迹象，需求走弱的预期正处于不断兑现的过程中。

面临着供给增长、宏观及需求转弱的多重压制，我们预期中长期油脂价格难以独善其身，但预计节奏上行情的流畅度将偏差，因未来的油脂市场仍面临诸多不确定性。这些不确定性来自拉尼娜背景下的南美大豆产量表现，来自包括乌克兰、印尼、印度在内的重点国家进出口政策，来自国内防疫政策大幅调整对油脂需求节奏的影响，来自主要国家生物柴油政策的潜在变动，来自原油走势波动对商业生物柴油掺混需求的影响，以及美联储加息路径对主要经济体经济增速和商品需求的影响。这些大量不确定性的存在直接导致了油脂多空任何一方均暂时难以占据上风，价格陷入较长时间的宽幅震荡之中，仍待更多不确定性消除带来的方向性指引。

二、未来油脂市场面临诸多不确定性

对于2022/23年度的油脂油料市场来说，全球油籽及油脂供应有望取得显著增长，USDA预计全球油籽将增产4000万吨（其中大豆3500万、菜籽1000万），植物油增产700多万吨（其中菜油250万、豆油250万、棕榈油340万），但仍存在一定不确定性。随着澳洲菜籽收获推进及其他地区菜籽收获完成，2022/23年度全球菜籽增产1000

万吨的事实已得到确认，供应端的不确定性主要来自正处于播种、生长初期的南美大豆及全年可收获的东南亚棕榈油。三峰拉尼娜为巴西南部及阿根廷的大豆产量带来风险，而东南亚棕榈油则受限于一系列因素，产量恢复可能存在一定瓶颈，这为2022/23年度的油脂供应恢复带来不及预期的可能。除了来自产量端的不确定性之外，人为导致的出口限制也可能造成供应受阻，对黑海地区及印尼的出口政策变化值得关注。

从需求端来看，国内放松防疫政策或有望带来中长期油脂需求的恢复性增长，但时间拐点何在取决于国内疫情发展形势，目前来看尚有不不确定性。此外，在全球经济衰退的阴霾笼罩下，经济及商业活动下滑制约未来一段时间的餐饮油脂需求，但国内放松防疫政策为其带来一些变数。除了食用需求之外，来自生物柴油投料需求的波动也不低，鉴于目前原油走势极具波动性，对商业掺混利润影响显著，且包括美国、巴西在内的主要国家生物柴油政策性掺混要求仍未真正尘埃落定。

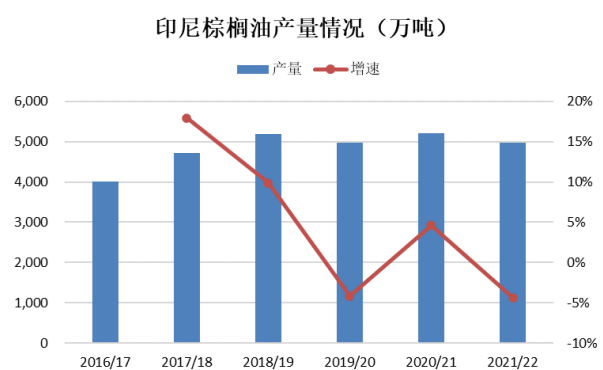
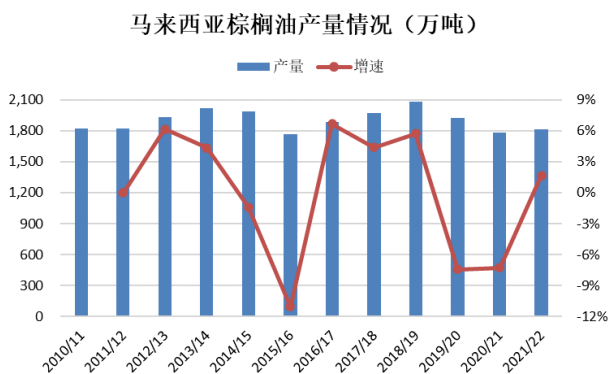
尽管诸多不确定性的存在预计将继续带来油脂节奏上的反复，我们仍看到一些趋势性变化正在出现。随着全球央行为遏制高通胀持续收紧流动性，过去两年全球流动性泛滥带来的商品高溢价时代将成为过去式，油脂价格有望逐步回归其基本面本身，供需对价格的影响权重有望得到一定程度的提升。当然，这期间包括美联储加息路径及汇率等在内的宏观因素对价格的影响仍不容忽视。

（一）棕榈油产量恢复或仍面临一定阻碍

从当前产量数据来看，2021/22年度的马来西亚和印尼棕榈油产量表现均不及年初市场预期水平。根据MPOB数据，2021/22年度马来西亚棕榈油产量仅1815万吨，较2020/21年度的1786万吨仅有小增，未能取得如市场预期般的恢复性增长。此外，2021/22年度的印尼棕榈油产量同比下滑，GAPKI口径的产量仅有4975万吨，同比降228万吨，也未能取得市场预期般的增长。

图 1：2021/22 年度马来西亚棕榈油产量同比仅有小增

图 2：2021/22 年度印尼棕榈油产量同比出现下滑



来源：MPOB，中信建投期货

来源：GAPKI，中信建投期货

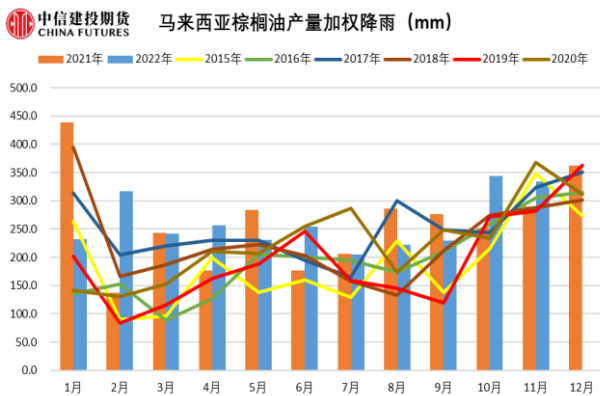
马来西亚偏差的产量与树龄老化、过量降雨、劳动力短缺及前期施肥不足相关，而印尼除了过多降雨引致

洪涝之外，出口限制引发的胀库及压榨厂停收也极大地阻碍了产量回升。那么，对于目前的棕榈油来说，阻碍其产量增长的深层次原因都有哪些？有哪些已经被消除了？哪些因素还将继续发挥作用？2022/23年度的棕榈油产量前景如何？有何值得关注的因素？

1、前期充足降雨提振远月产量前景

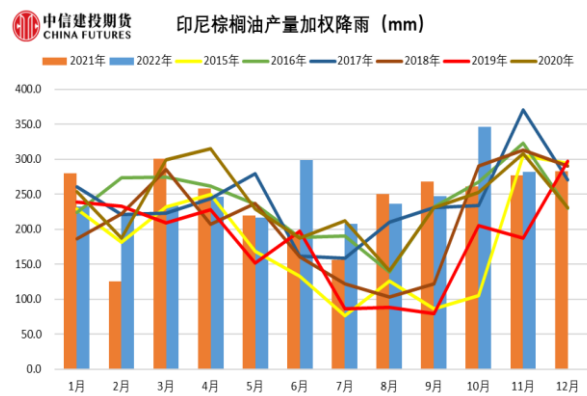
棕榈油作为喜好高温多雨的作物，天气尤其是降水对其产量的影响并不小。降水对棕榈油产量的影响主要体现在两个方面：1、过量降雨影响当期收获节奏及产量；2、干旱对产量有滞后影响，包括滞后8-10个月及滞后20-22个月的两波主要冲击。持续的拉尼娜及印度洋偶极子负相位为今年的东南亚带来较多降雨，2月、6月及10月的过量降雨引发洪涝，对当期产量带来了不利影响，但从降雨的滞后性推断将利好远期棕榈油产量恢复。

图 3：2022 年马来西亚棕榈产区降雨整体偏好



来源：路透，中信建投期货

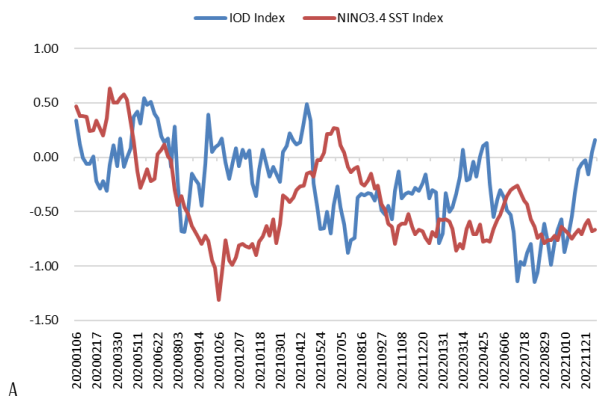
图 4：2022 年印尼棕榈产区降雨整体偏好



来源：路透，中信建投期货

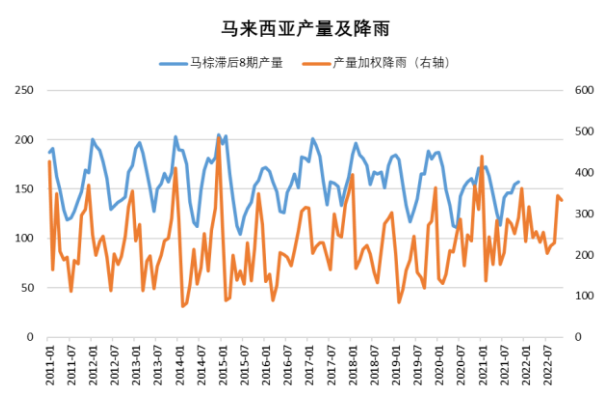
根据澳大利亚气象局的跟踪，当前印度洋偶极子已经回归中性，这有望令东南亚前期的过量降雨态势有所减轻。此外，太平洋拉尼娜正处于减弱中，所有模型预计其将于明年2月末回归中性，这将保障未来几个月东南亚整体偏好的降雨，在一定程度上为2023年的东南亚棕榈油产量恢复奠定了基础。

图 5：印度洋偶极子负相位已消退，太平洋拉尼娜持续中



来源：BOM，中信建投期货

图 6：棕榈油产量与降雨量存在 8 期左右的滞后性



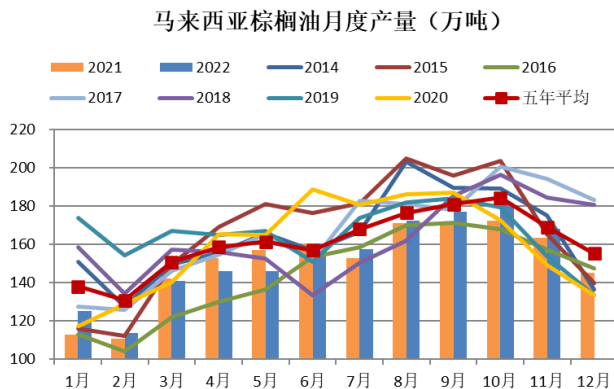
来源：路透，MPOB，中信建投期货

2、马来西亚产量仍受累于劳动力短缺

然而，仍有其他不利因素阻碍棕榈油产量回升，劳动力短缺就是其中一个。马来西亚棕榈种植业极度依赖外籍劳工，种植园80%以上的工人来自海外。根据MPOB数据，截至2019年底，马来油棕产业工人共计33.7万人，其中84.1%来自印尼、孟加拉、印度、尼泊尔等周边国家。

其中，从事棕榈果串收割工作的外籍劳工占比高达95.3%，以印尼人为主，而这也是马来西亚棕榈种植园劳动力短缺最严重的领域。由于地形及油棕情况的复杂性，棕榈果收割的机械化程度很低，且长期以来一直由技术熟练的印尼人主导，难以通过招募本地工人或推进机械化等方式进行替代。但铲果工又十分重要，因棕榈果串收获不及时将对棕榈油产量将产生直接影响，这在季节性旺产期体现得尤为明显。

图 7：马棕旺产期产量上限受到劳动力短缺的显著抑制



来源：MPOB，中信建投期货

图 8：马来西亚棕榈种植园劳动力分布情况

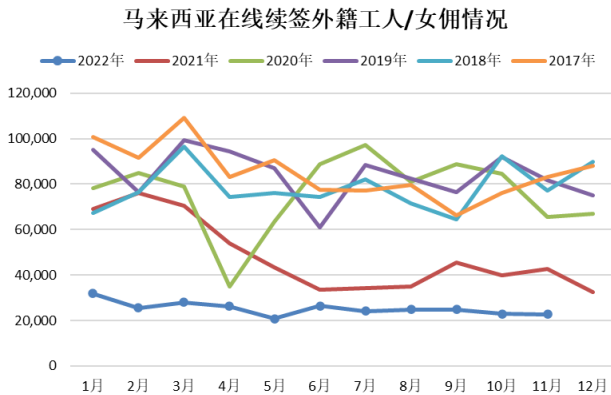
工人类别	本地劳工	外籍劳工	外劳占比
管理人员	10,445	12,238	54.0%
铲果工	7,473	153,179	95.3%
田间工人	24,799	130,397	84.0%
普通工人	21,045	41,152	66.2%
合计	63,762	336,966	84.1%

来源：MPOB，中信建投期货

早在新冠疫情爆发之前，马来西亚棕榈种植业就已经历了较长时间的劳工短缺，随着新冠疫情的爆发及2020年3月起马来西亚边境关闭，外籍劳工的返乡及入境停滞更进一步地导致了种植园劳工缺口的扩大。马来西亚不愿意给外劳更好的工资和福利，而马来西亚人不愿意从事辛苦的采果工作，铲果的机械化应用程度又不足，这导致种植园被迫延长铲果周期，极大地限制了棕榈油的产量潜力兑现。此外，持续的劳动力短缺还使得油棕树及园区基础设施未能得到较好的养护及维护，也一定程度对棕榈油产量增长也形成了拖累。

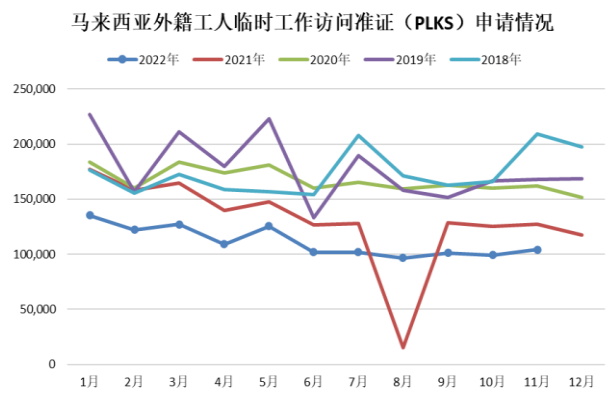
为解决外劳短缺的问题，马来西亚采取了一系列措施，包括对棕榈种植业外劳的特别入境批准，与印尼签署引进劳工谅解备忘录，甚至还在今年4月1日完全开放了边境，但取得的实际效果却远不及预期。从马来西亚出入境管理局的数据来看，截至今年11月，外籍劳工入境情况并没有取得预期般的增长，外劳续签及临时工作访问准证申请数量保持低位，同比仍有较大降幅，暗示劳工短缺仍对马棕产量恢复形成持续的抑制。

图 9：马来西亚在线续签外籍工人/女佣情况



来源：马来西亚出入境管理局，中信建投期货

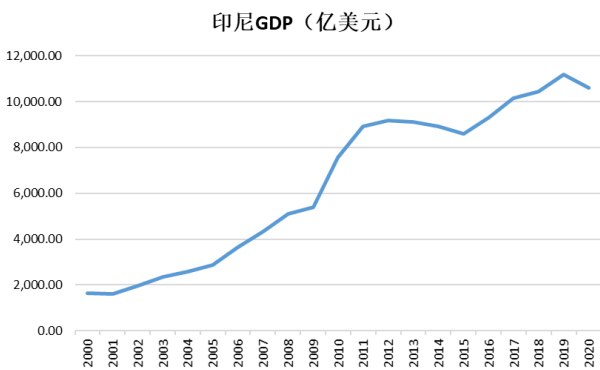
图 10：马来西亚外籍工人临时工作访问准证申请情况



来源：马来西亚出入境管理局，中信建投期货

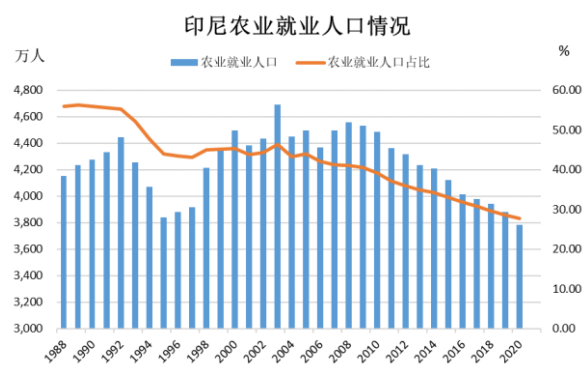
铲果工长期以来一直由印尼人主导，但随着近几年印尼经济不断发展，国内的就业机会也越来越多，这使得印尼劳工背井离乡到马来西亚工作的意愿明显下降。此外，在印尼试图获得棕榈油定价权的过程中，对相关领域人员的需求也在不断增加，印尼政府不太愿意与马来西亚加强在种植园劳工方面的合作，可能将在一定程度导致长期马来西亚棕榈种植园劳动力改善的艰难处境，对马来西亚棕榈油产量增长形成持续的抑制作用。

图 11：新冠疫情爆发前，印尼 GDP 年增速维持在 5-6%左右



来源：世界银行，中信建投期货

图 12：印尼近些年的农业就业人口及占比持续下滑

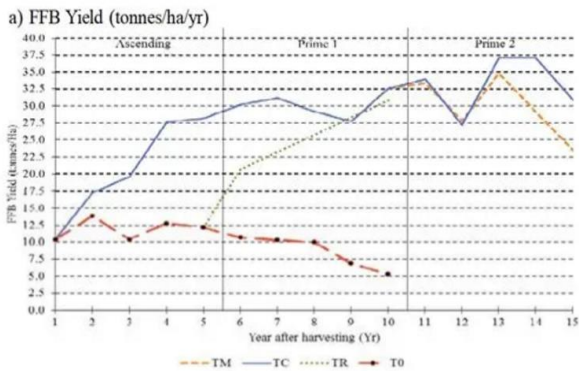


来源：世界银行，中信建投期货

3、施肥不足对产量的影响逐渐显现

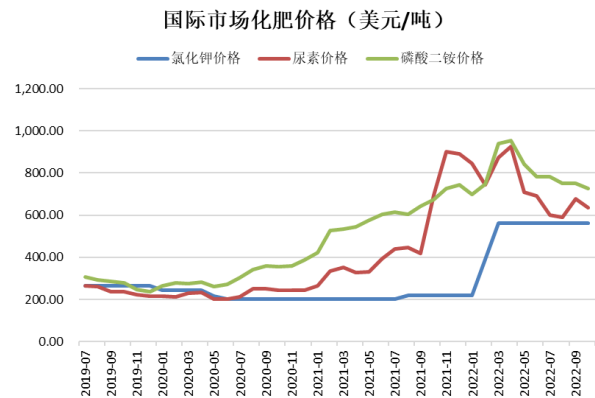
除了劳动力短缺之外，棕榈油产量回升还面临前期施肥不足的滞后影响。由于棕榈果生长周期较长，施肥不足对产量有明显的滞后效应，这使得前期施肥的影响也不容忽视。研究发现，长期缺乏肥料投入对于棕榈果单产下降有显著影响，降幅甚至能高达40%左右。停止施肥后3年，施肥不足对产量的影响逐渐体现；5年后影响进一步加大；即便后期恢复施肥，单产也无法在短期内迅速恢复。

图 13：不同施肥条件下棕榈果单产表现情况



来源：公开资料，中信建投期货

图 14：国际市场化肥价格出现大幅攀升



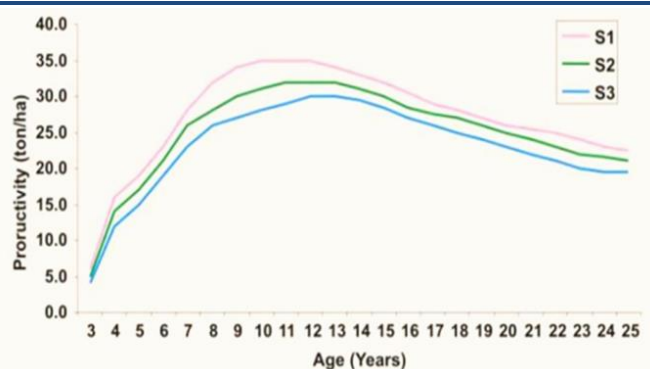
来源：世界银行，中信建投期货

2015-2019年间，棕榈油价格整体保持低迷，2016-2017年的价格反弹没持续多久又重回跌势，种植收益下滑使得这期间种植园被迫采取低肥料投入策略。按照3-5年的滞后期推算，目前正处于施肥不足对产量的影响进一步扩大的时期。此外，虽然2019年下半年以来棕榈油价格持续向好，但2020年下半年以来的原油走强带动化肥原料成本攀升，氮肥及磷肥价格翻了4倍多，而产地较集中的钾肥价格也在俄乌冲突爆发后出现大幅上涨。由于化肥成本占到生产成本的30%左右，化肥价格的大幅飙升也导致部分资金实力不足的中小种植园被迫减少施肥，为后期的产量下滑继续埋下伏笔。

4、树龄趋于老化仍是产量增长的阻碍

除了劳动力及施肥的制约之外，树龄也是公认的影响棕榈油单产及产量的重要因素，且它对棕榈油单产的影响更持久，几乎贯穿油棕的一生。一般来说，油棕在栽种至种植园后，经过3-4年的生长期开始结果，4-7年产量逐年增加，7-14年后进入旺产期，15-18年后产量逐渐衰退，树龄的高低将直接影响棕榈油单产趋势的发展方向，对产量有着十分关键的影响。

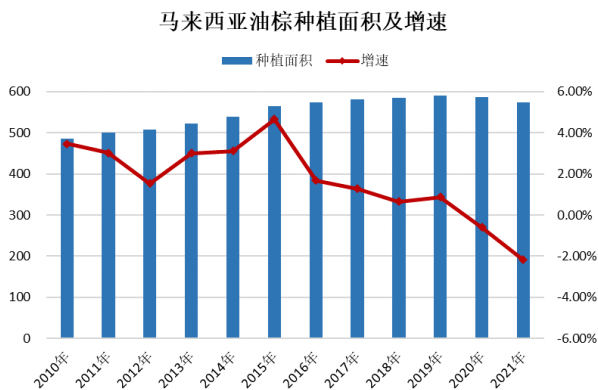
图 15：不同土壤条件下树龄对棕榈油单产的影响



来源：公开资料，中信建投期货

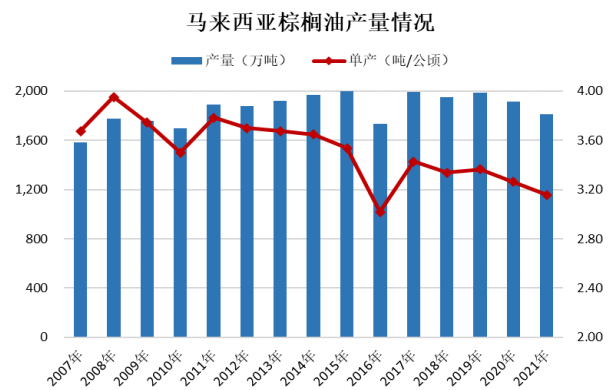
由于东南亚油棕种植在起步初期的野蛮扩张给市场留下了不好印象，2015年的雨林大火后，环保组织倒逼马来西亚和印尼收紧土地许可证发放，这令油棕种植面积增长出现了显著放缓。此外，前期或低迷或高企的价格还影响了翻种积极性，面积增长放缓及翻种不足加速了油棕树龄的老化。根据官方公布的种植面积数据，我们测算出的马来西亚油棕平均树龄在15-16年，整体处于产量衰退期，单产已进入趋势下行期；而印尼油棕平均树龄在12-13年，虽然仍整体处于7-14年的旺产期，但已基本进入旺产期尾声，未来单产及产量增速有望下滑。

图 16：马来西亚油棕种植面积在 2015 年后显著放缓



来源：公开资料，中信建投期货

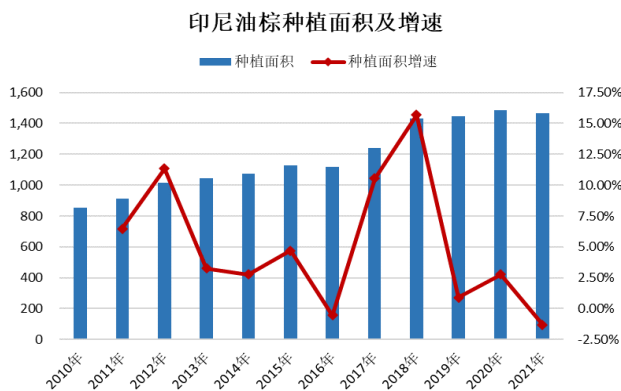
图 17：近些年马棕产量持续徘徊在 2000 万吨下方



来源：MPOB，中信建投期货

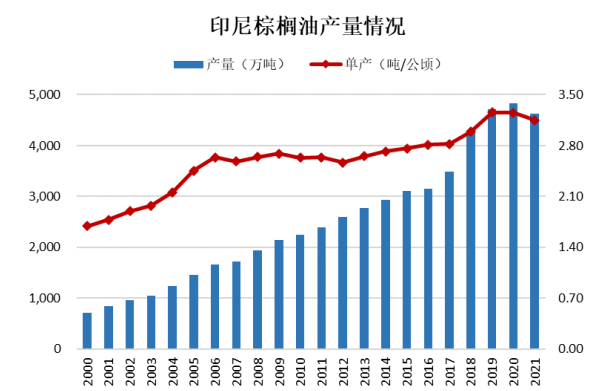
根据MPOB数据，2021年马来西亚油棕种植面积574万公顷，已连续两年负增长，叠加树龄老化带来的单产趋势性回落，这令多年来马棕年产量持续徘徊于2000万吨下方。而继马来西亚油棕树龄老化、产量见顶后，平均树龄达12-13年的印尼油棕也开始显示出产增放缓的端倪。根据印尼中央统计局预估，印尼2021年油棕种植面积1466.35万公顷，较2020年小降19.47万公顷；产量4622万吨，较2020年下降200万吨；测算出的平均单产3.15吨/公顷，较2020年小幅下滑，已比较接近马来西亚同时期单产水平，未来印尼棕榈油单产及产量增长放缓将是基本可以确定的事实。而由于缺乏印尼强劲增产的驱动，未来全球棕榈油产量增速放缓将成为大概率事件。

图 18：近些年印尼油棕种植面积增速也出现显著回落



来源：GAPKI，中信建投期货

图 19：印尼棕榈油产量增长速度出现明显放缓



来源：GAPKI，中信建投期货

综上所述，我们预期2022/23年度棕榈油产量有望取得恢复性增长，因前期东南亚较好降水形成一定保障，且印尼棕榈油产量已从今年5-7月的胀库减产中得到恢复，最近几个月其强劲的产量表现暗示其增产潜力仍存。然而，一些不利因素将限制东南亚棕榈油产量恢复幅度。马来西亚劳动力短缺的问题长期难以解决，且树龄老化限制其单产表现趋势；印尼油棕已进入旺产期末，单产及产量增长速度出现明显放缓。此外，2015-2019年持续的低肥料投入对棕榈油单产的影响正在逐渐显现，可能进一步制约后期棕榈油产量恢复空间。

（二）拉尼娜背景下，南美大豆产量恢复或不及预期

USDA在12月报告中预计2022/23年度美豆结转库存将落在2.2亿蒲，整体处于中性偏紧格局，这继续支撑中短期美豆价格。市场对2022/23年度全球大豆平衡表转宽松的预期更多来自南美大豆面积扩张及单产恢复，但面临潜在三峰拉尼娜带来的风险。南美已连续两年遭遇由拉尼娜引发的干旱及大豆产量损失，去年的双峰拉尼娜带来了南美2000多万吨的同比产量损失，而今年三峰拉尼娜为产量带来的风险并未解除。

图 20：美豆 2022/23 年度平衡表整体处于中性偏紧格局

美豆	2020/21年度	2021/22年度	2022/23预测	2022/23预测
			11月	12月
种植面积	83.4	87.2	87.5	87.5
收获面积	82.6	86.3	86.6	86.6
单产	51	51.7	50.2	50.2
期初库存	525	257	274	274
产量	4216	4465	4346	4346
进口	20	16	15	15
总供应	4761	4738	4634	4634
压榨	2141	2204	2245	2245
出口	2266	2158	2045	2045
种用	101	102	102	102
残余	-4	2	22	22
总需求	4504	4465	4414	4414
期末库存	257	274	220	220

来源：USDA，中信建投期货

图 21：市场对全球大豆丰产预期建立在南美产量大增上

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	Nov 2022/23	Dec 2022/23
Production	nr	nr	nr	nr	nr	nr
Brazil	120,500	128,500	139,500	127,000	152,000	152,000
United States	120,515	96,667	114,749	121,528	118,266	118,266
Argentina	55,300	48,800	46,200	43,900	49,500	49,500
China	15,967	18,092	19,602	16,400	18,400	18,400
India	10,930	9,300	10,450	11,900	11,500	12,000
Paraguay	8,510	10,250	9,900	4,200	10,000	10,000
Canada	7,417	6,145	6,359	6,272	6,500	6,543
Other	23,521	22,613	21,762	24,405	24,360	24,460
Total	362,660	340,367	368,522	355,605	390,526	391,169

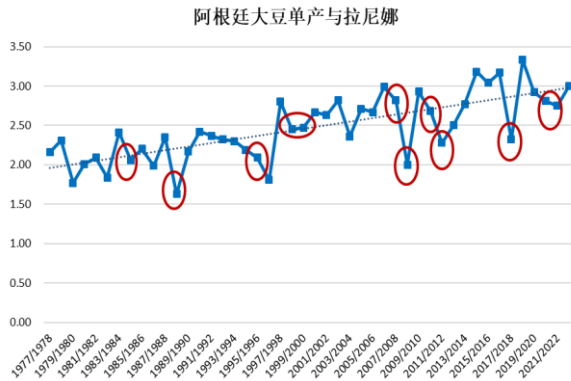
来源：USDA，中信建投期货

1、南美种植及天气趋势跟踪

当前太平洋拉尼娜仍在持续中，虽然处于减弱状态，但NOAA预计拉尼娜持续至今年12月至明年2月的概率高达76%，刚好跨越南美大豆种植及关键生长期。冬季拉尼娜为巴西南部及阿根廷带来偏低的降雨，为相应区域的大豆种植及生长带来潜在风险。

自有数据可考的1977年至今，南美大豆在生长期共经历了15次拉尼娜事件，其中阿根廷有12次单产出现明显下滑，而巴西仅有3次。拉尼娜有较高概率促成阿根廷大豆的减产，但对巴西大豆产量较大的影响多来自持续较久的双峰拉尼娜，需要持续关注今年三峰拉尼娜的影响。

图 22：拉尼娜对阿根廷大豆单产影响概率很高



来源：USDA, NOAA, 中信建投期货

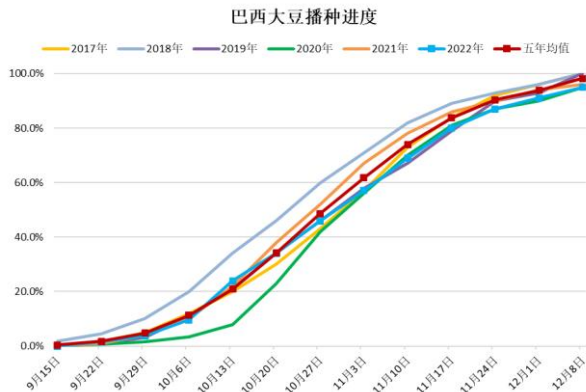
图 23：持续的拉尼娜对巴西大豆单产有一定影响



来源：USDA, NOAA, 中信建投期货

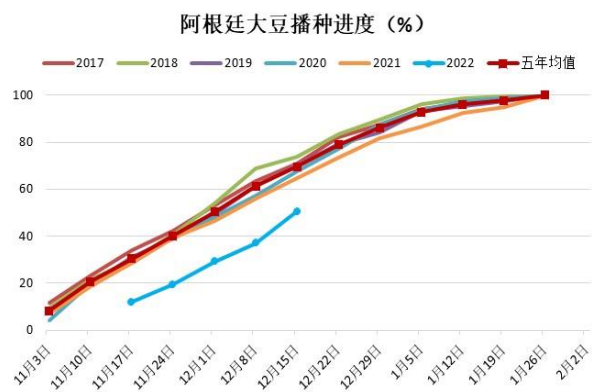
当前南美天气呈现典型的拉尼娜特征，巴西的南里奥格兰德及阿根廷大豆核心产区出现较长时间的干旱，且气象预报显示12月下旬前降水难有太好改善。因南里奥格兰德州持续偏低的降雨，巴西大豆中后期种植进度在较快的开局后出现放缓。此外，阿根廷核心产区的持续干旱导致其大豆播种进度大幅落后。根据布宜诺斯艾利斯谷物交易所，截至12月15日，阿根廷大豆播种率为50.6%，大幅落后于去年同期的64.7%及五年平均的69.5%，整体播种进度仍落后正常水平2周左右。

图 24：巴西中后期种植进度受南部拖累出现放缓



来源：Agrural, 中信建投期货

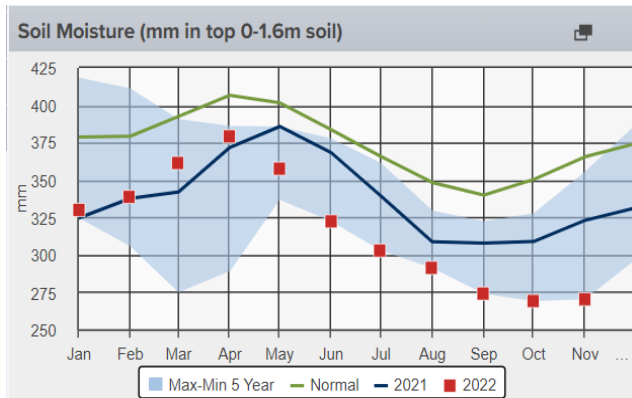
图 25：阿根廷大豆播种进度大幅落后于往年正常水平



来源：布交所, 中信建投期货

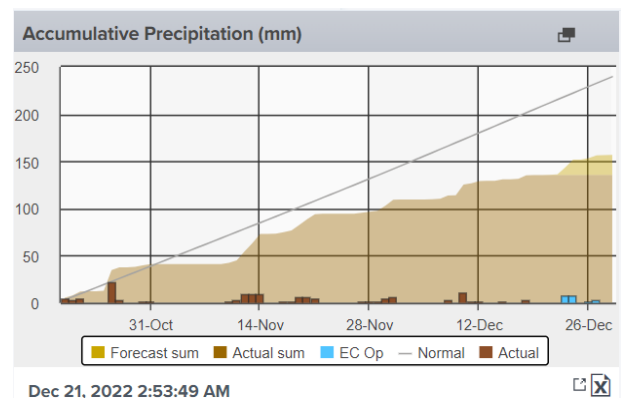
因持续降雨不足，当前阿根廷大豆核心产区潘帕斯草原的表层土壤湿度比去年还要更低，已经达到过去五年以来的最低水平。尽管模型显示本周阿根廷将迎来一些有利降雨，但随后将再度转干，中期预报显示阿根廷未来一个月雨势继续偏少，降雨持续性不足将继续为阿根廷大豆的种植面积及单产表现带来风险。巴西虽然多数地区土壤墒情及降雨较好，但在更靠近阿根廷的南里奥格兰德州，我们仍看到其自9月以来表层土壤湿度的快速下降，且后期面临与阿根廷相似的降雨形势，其后期单产面临潜在威胁。

图 26：阿根廷潘帕斯草原表层土壤湿度处于历史低位



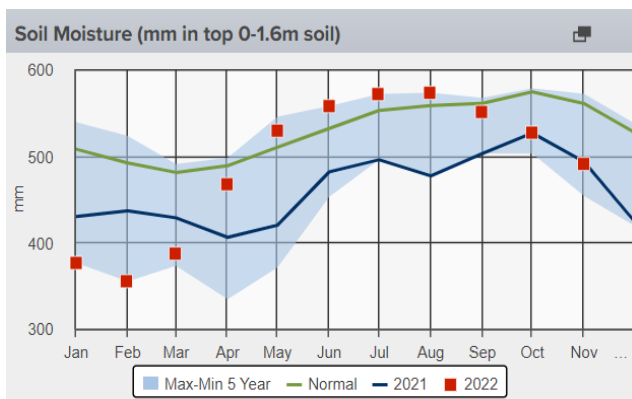
来源：路透，中信建投期货

图 27：阿根廷潘帕斯草原过去两个月累积降雨显著不足



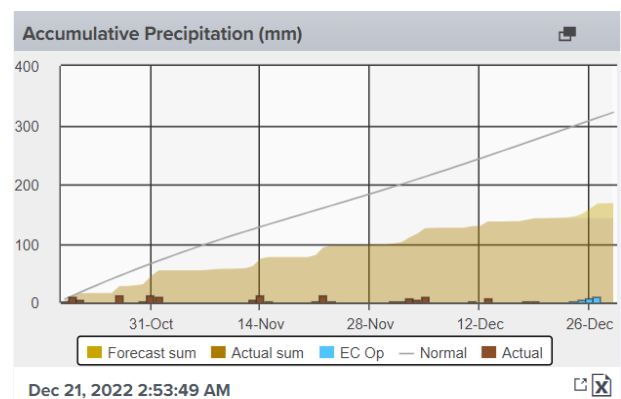
来源：路透，中信建投期货

图 28：巴西南里奥格兰德自 9 月以来表层土壤湿度快速下滑



来源：路透，中信建投期货

图 29：巴西南里奥格兰德过去两个月累积降雨低于常值

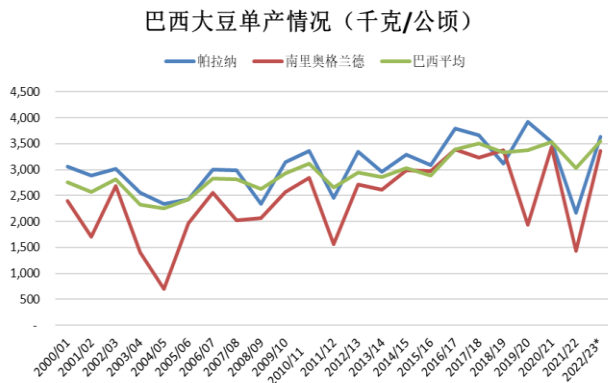


来源：路透，中信建投期货

2、南美大豆产量情景分析

不利天气对大豆产量的影响主要通过两个路径：1、不利天气如过度干旱或洪涝，可能导致种植时间窗口延误，最终影响种植面积；2、天气影响作物单产，进而影响产量。因此，我们在对2022/23年度的南美大豆产量进行情景分析时，将分别拆分巴西、阿根廷的种植面积和单产来进行。

考虑到当前巴西大豆种植已经基本完成，天气并没有导致播种延误及种植面积削减，天气对巴西大豆产量的影响将主要通过单产来作用。根据巴西商品供应公司CONAB预估，2022/23年度巴西大豆种植面积有望达到4340.78万公顷，较2021/22年度的4149.2万公顷增4.6%。其中，帕拉纳州种植面积预计将达573.68万公顷，大豆单产3.63吨/公顷，产量预估为2082万吨；南里奥格兰德州种植面积655.51万公顷，大豆单产将达3.36吨/公顷，产量预估为2200万吨。而去年正是上述两州大豆单产因干旱出现大降，对巴西整体产量表现形成了较大拖累。

图 30：2021/22 年度巴西大豆单产受南部产区较大拖累

图 31：不同天气状况下的南里奥格兰德大豆产量情况

	面积 (万公顷)	单产 (吨/公顷)	产量 (万吨)
2020/21	606	3.43	2,079
2021/22	636	1.43	911
2022/23*	656	3.36	2,200
2022/23*	656	3.00	1,967
2022/23*	656	2.50	1,639
2022/23*	656	1.50	983

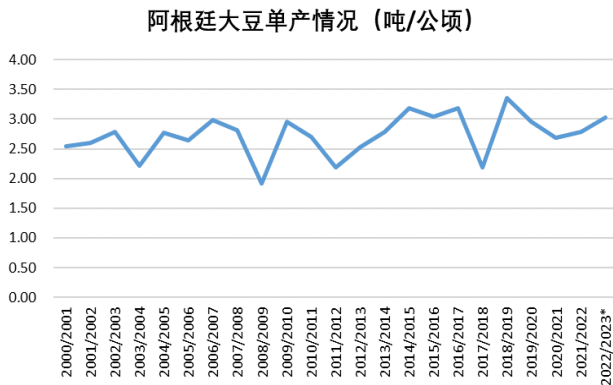
来源: CONAB, 中信建投期货

来源: CONAB, 中信建投期货

基于整体较好的天气状况, CONAB 预期 2022/23 年度帕拉纳州及南里奥格兰德州的大豆单产将恢复至正常水平, 在此预估下巴西大豆产量预计将达到 1.53 亿吨, 较去年大增 2800 万吨。然而, 南里奥格兰德州恶化的天气形势令其单产恢复面临风险, 可能导致巴西产量增长不及预期。在较差的天气状况下, 南里奥格兰德州大豆单产可能接近于 2021/22 年度 1.43 吨/公顷的水平, 这将导致南里奥格兰德州大豆产量降至 1000 万吨以下, 较当前市场预估下滑近 1200 万吨, 而即便是在一般差的天气状况下, 该州大豆实际产量也可能较当前预估有数百万吨的下调空间, 将令巴西新作大豆产量增长不及预期。

对于阿根廷来说, 其产量可能受到种植面积及单产不及预期的双重打击。在较好的种植收益下, 市场预期今年阿根廷将扩大大豆种植面积, 布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计 2022/23 年度阿根廷大豆种植面积将达 1670 万公顷, 较 2021/22 年度的 1630 万公顷增长 2.45%。然而, 当前阿根廷大豆种植进度达到 20 年同期最慢, 大幅落后的种植进度可能导致其最终种植面积不及预期。根据罗萨里奥谷物交易所报告, 由于缺乏播种必要的土壤湿度, 可能将有 60 万公顷的大豆播种面积转向二茬玉米, 这可能带来 100 多万吨的潜在产量损失。此外, 阿根廷新作大豆单产预计也将难逃极端干旱带来的冲击。

21 世纪以来, 2009 年、2011 年、2018 年、2020、2021 年和 2022 年阿根廷都遭遇了严重的干旱, 同步也对应着单产及产量的下滑和大豆价格的上涨。从当前阿根廷的土壤湿度情况来看, 目前的干旱已达到 2009 年以来最严重的干旱水平, 而且非常接近 2009 年的严重程度, 部分投资者已将最近的干旱与 2008/09 年度的减产进行了对比。若后期干旱形势不能得到及时改善, 不排除单产将向 2008/09 年度水平靠近的可能。目前 USDA 将阿根廷新作产量看在 4950 万吨, 布宜诺斯艾利斯谷物交易所的预估仍在 4800 万吨, 这些预估可能还是偏乐观的。

图 32：过去两年的阿根廷大豆单产受到不利天气打压


来源：布宜诺斯艾利斯谷物交易所，中信建投期货

图 33：不同单产假设下的阿根廷新作大豆产量预估

	种植面积 (万公顷)	收获面积 (万公顷)	单产 (吨/公顷)	产量 (万吨)
2008/09	1,775	1,666	1.92	3,201
2011/12	1,885	1,819	2.19	3,990
2017/18	1,720	1,629	2.18	3,550
2020/21	1,690	1,609	2.68	4,310
2021/22	1,630	1,553	2.79	4,330
2022/23*	1,670	1,587	2.80	4,442
2022/23*	1,670	1,587	2.70	4,284
2022/23*	1,610	1,530	2.50	3,824
2022/23*	1,610	1,530	2.30	3,518

来源：布宜诺斯艾利斯谷物交易所，中信建投期货

在极端天气状况下，阿根廷新作大豆产量有跌至4000万吨附近甚至3500万吨的可能，这将带来阿根廷新作大豆数百万吨的同比减产幅度，较市场预期的降幅还会更大。综合巴西及阿根廷潜在天气风险可能对大豆产量的影响，极端情况下南美新作大豆总产量将有超过1500万吨的下调空间。虽然即便极端情况发生南美新作大豆也将有接近2000万吨的增产幅度，但在当前市场对南美新作大豆产量形势还比较乐观，远月豆类合约相较近月的大幅贴水也在一定程度体现南美3000多万吨丰产预期的背景下，如此幅度的产量预期修正可能将带来远月一定幅度的补涨，值得我们进一步的关注。

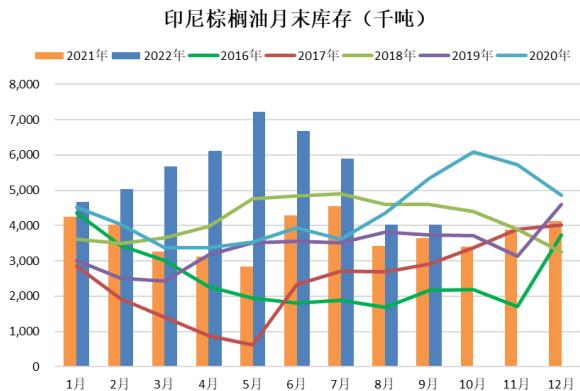
（三）重点国家进出口政策存在不确定性

除了东南亚棕榈油和南美大豆产量的不确定之外，一些重点国家进出口政策的调整可能也可能带来油脂油料市场的高波动，我们预计主要的进出口政策风险将来自印尼、印度及乌克兰。

1、高库存压力缓解，印尼出口政策或有收紧可能

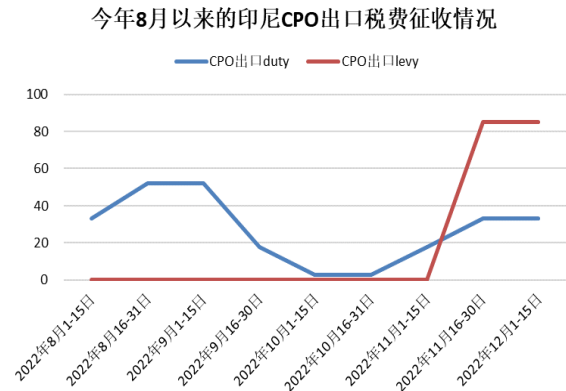
印尼在今年4月底实施的出口禁令一度令其国内棕榈油库存快速累积，并引发了毛油压榨厂胀库停机、棕榈果价格暴跌的恶果。为了缓解棕榈油胀库压力，印尼放弃了此前为调控国内食用油价格而对出口收紧的政策，自6月以来采取了一系列包括出口加速计划、大幅调降棕榈油出口税费、不断放松DMO比例等手段，还因此成为油脂价格崩盘的导火索。在过去几个月的大力度出口刺激下，当前印尼棕榈油库存已逐步恢复至正常水平，库存压力得到较有效地缓解。根据GAPKI数据，印尼10月末的棕榈油库存已降至338万吨，较5月723万吨的历史高点大降近400万吨，此前的出口激励政策取得了明显效果。

图 34：当前印尼棕榈油库存已恢复至正常水平



来源：GAPKI，中信建投期货

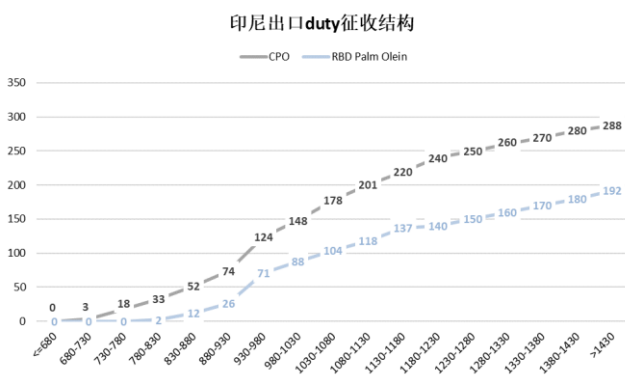
图 35：11 月以来印尼棕榈油出口税费稳步抬升



来源：印尼财政部，中信建投期货

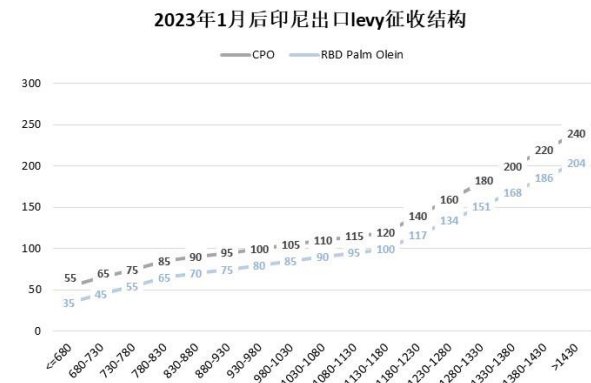
然而，随着印尼棕榈油高库存压力得到较好缓解，印尼的出口政策也开始出现收紧的迹象。首先是出口税费，11月下旬起印尼CPO参考价开始超过800美元/吨的征收门槛，这令其开始恢复对棕榈油出口专项税（levy）的征收。此外，印尼对棕榈油出口关税（duty）的征收标准也随着CPO参考价的回升出现稳步提升，这较为显著地增加了印尼棕榈油的出口税费成本。而随着11-12月的levy有条件豁免政策到期，明年1月起印尼的出口levy征收门槛将下调至680美元/吨，预计将进一步提升印尼棕榈油整体出口税费。

图 36：印尼棕榈油出口 duty 随 CPO 参考价提升而增加



来源：印尼财政部，中信建投期货

图 37：明年 1 月起印尼出口 levy 征收门槛将下调至 680



来源：印尼财政部，中信建投期货

不仅如此，在国内散油价格重新回升至14000印尼盾/升附近的情况下，不排除后期印尼为调控国内食用油价格而再度收紧出口政策的可能。虽然此前市场传言的DMO比例将从1:9下调至1:5的消息最终被证伪，但这背后暗示的仍是市场对多变的印尼出口政策的担忧。此外，印尼在11月1日起已经将原来DMO比例从1:9调整至1:8，已经显示出一定的收紧迹象，不排除后期可能继续收紧的可能。

2、库存重建良好，印度植物油关税或有调整倾向

为抑制国内通胀，印度近一年多以来植物油进口关税整体呈现下调态势，这在一定程度上对印度植物油进

口形成了促进。今年，印度实施了一系列减免进口关税的政策来刺激植物油进口，包括对毛棕榈油基础进口关税进行减免，以及给予毛豆油、毛葵油200万吨每财年的免税进口额度，取得了较明显的效果。2021年11月至2022年10月，印度食用植物油进口1403万吨，较2020/21年度的1313万吨增加近100万吨，增幅达6.84%。

图 38：2021/22 年度印度植物油进口出现恢复性增长

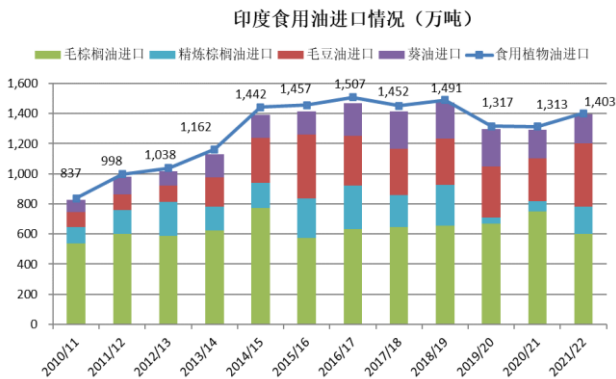
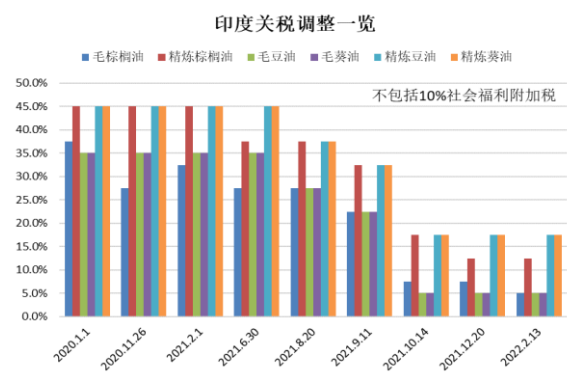


图 39：印度近一年多以来植物油进口关税整体呈下降态势

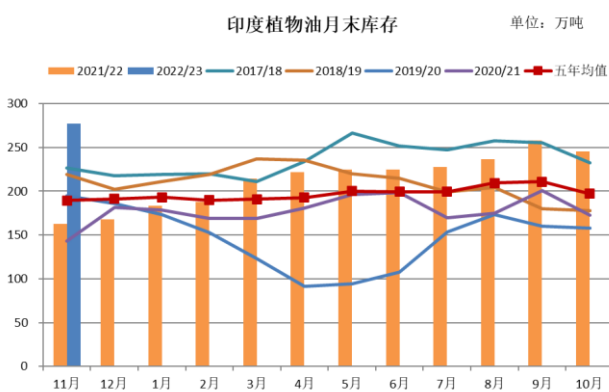


来源：SEA，中信建投期货

来源：SEA，中信建投期货

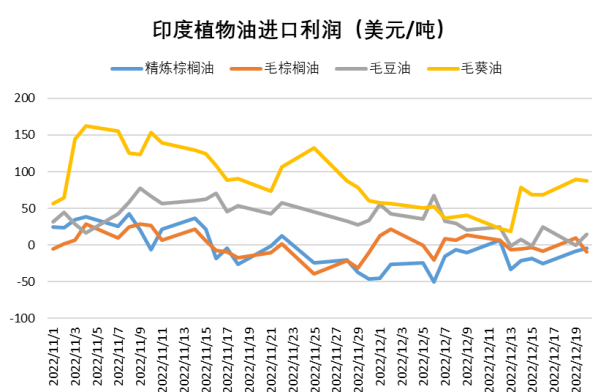
今年2月13日，印度将毛棕榈油基础进口关税调降至0，这令毛棕榈油的实际进口税率降至仅5.5%，在一定程度上促进了印度随后的棕榈油进口。随着2月底俄乌冲突爆发及随后黑海葵油出口停滞，以及4月底印尼开启棕榈油出口禁令，印度植物油进口再度面临风险。供应担忧下印度在5月底出台了一项政策，允许在2022至2024年3月的未来两个财年，每个财年可以免税进口毛豆油及毛葵油各200万吨，这在一定程度上刺激了印度对毛豆油的进口，较好地支撑了2021/22年度的印度植物油进口恢复。

图 40：当前印度植物油库存重建态势良好



来源：SEA，中信建投期货

图 41：印度植物油进口利润整体呈现走低状态



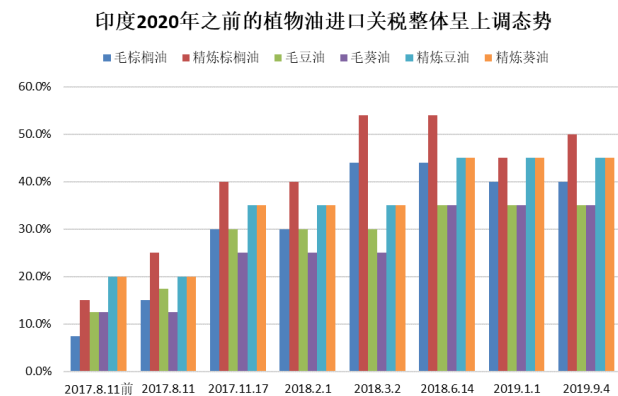
来源：Sunvin group，中信建投期货

随着进口恢复性增长，当前印度的植物油库存也取得了相应恢复。根据SEA数据，截至2022年11月底，印度国内植物油库存277.2万吨，其中港口库存74.9万吨，渠道库存202.3万吨，较去年11月末的162.9万吨增长114.3多万吨，已恢复至正常偏高水平。随着印度植物油库存恢复至偏高水平，其对继续大量进口的需求出现下滑，

这令国内植物油进口利润呈现走低状态，尤其是进口关税相对较高的棕榈油利润恶化明显。

为减少植物油进口依赖度，近些年印度在鼓励国内油籽种植的同时，也对植物油进口实施了整体较高的关税。在2020年全球植物油供应大幅收紧、印度不得不下调关税以避免国内价格过快上涨之前，印度的植物油进口关税整体呈现上调态势。其中，毛棕榈油进口关税从2017年8月的7.5%最高上调至44%，精炼棕榈油进口关税从最低的15%最高上调至54%，毛豆油和毛葵油进口关税也从12.5%提高至35%，调增幅度显著。

图 42：印度 2020 年之前的植物油进口关税整体呈上调态势 **图 43：最近几年印度油籽种植面积出现恢复性增长**



	夏播油籽		冬播油籽	
	面积（万公顷）	产量（万吨）	面积（万公顷）	产量（万吨）
2015/16	1,852	1,260	858	774
2016/17	1,903	1,776	919	918
2017/18	1,734	1,569	803	904
2018/19	1,768	1,563	836	889
2019/20	1,800	1,631	804	914
2020/21	1,968	1,706	840	1,076

来源：SEA，中信建投期货

来源：SEA，中信建投期货

伴随着这期间植物油进口关税调增，近几年的印度油籽面积取得了一定恢复性增长。2020/21年度，印度夏播油籽种植面积1967.8万公顷，较2017/18年度的1568.8万公顷增加近400万公顷；冬播油籽种植面积839.5万公顷，较2017/18年度的803.2万公顷增加36.3万公顷。其中，花生、大豆、菜籽种植面积增长明显，带来了油籽产量超过300万吨的增长，对印度降低植物油进口依赖度形成了一定帮助。随着印度继续鼓励国内油籽扩种，叠加全球油脂随供应增加逐渐转向买方市场，在印度国内库存已重建至正常偏高水平的情况下，不排除其在后期为保护国内油籽种植及压榨行业，再度提高对植物油进口关税的可能。若此发生，或为油脂市场带来较大波动，没有免税进口额度的棕榈油可能将首当其冲。

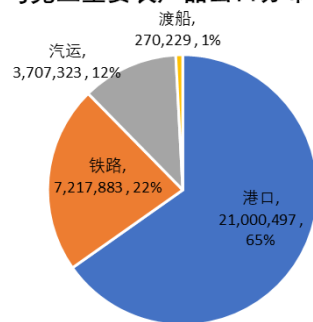
3、合作隐患仍存，黑海粮食出口协议延长存在不确定性

今年2月底爆发的俄乌冲突一度令黑海出口陷入停滞，铁路运力难以形成太好弥补，这导致乌克兰的谷物及油籽出口出现大幅缩减。为了释放更多粮食供应，防止出现全球粮食危机，在土耳其和联合国的积极斡旋下，今年7月底俄罗斯和乌克兰分别与联合国和土耳其签署协议，同意伊斯坦布尔设立联合协调中心，联合协调中心将由各方指派代表对进出港口的船只进行联合管理，对乌克兰谷物等农产品经黑海出口运输提供安全保障，也保障俄罗斯粮食与化肥进入国际市场。俄乌双方同意任何一方都不攻击运送农产品的船只，协议有效期为120天，应于11月19日到期，如无任何一方反对将自动延期。

正是得益于这条“黑海出口走廊”的建立，乌克兰的农产品出口在9月后大体上恢复到了接近俄乌冲突前的水平。联合国“黑海粮食倡议”出口协调中心（JCC）截至10月30日的数据显示，自8月1日首艘运粮船离开乌克兰港口敖德萨后，已从乌克兰境内外运了约952.1万吨谷物和其他食品。根据乌克兰农业政策和食品部数据，该国2022年9-11月月均谷物出口达400-500万吨，每月包括葵花籽、菜籽及大豆在内的油籽出口在100万吨以上，葵油及豆油出口在50万吨左右，这为全球粮食供应带来了较好改善。

图 44：港口为乌克兰十分重要的出口途径

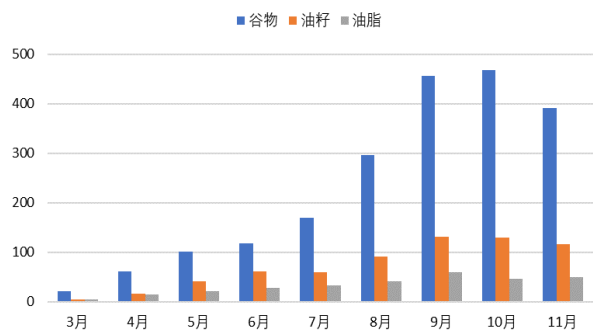
乌克兰主要农产品出口分布情况



来源：乌克兰农业政策和食品部，中信建投期货

图 45：粮食出口协议的执行带来了乌克兰出口的大幅回升

俄乌冲突爆发后乌克兰农产品出口情况 (万吨)



来源：乌克兰农业政策和食品部，中信建投期货

然而，因10月底乌克兰袭击参与保障海上粮食走廊安全的俄方船只，俄罗斯一度宣布暂停参与执行黑海港口农产品外运协议，但在土耳其及联合国的积极斡旋下，俄罗斯收到了乌克兰方面不利用黑海粮食运输走廊和乌克兰港口对俄进行军事行动的保证，最终又恢复了对协议的执行。此外，俄罗斯还确认从11月18日起，将黑海粮食出口协议延长120天，预计将于2023年3月下旬到期。

但值得注意的是，即便黑海粮食出口协议取得暂时的延期，并不能掩盖合作本身存在的隐患，特别是来自俄罗斯方面的不满。俄罗斯常驻联合国代表瓦西里·涅边贾曾多次提及，四方协议中有关俄罗斯出口粮食和化肥的部分一直没有奏效。虽然这些产品本身没有受到制裁，但在实际出口操作中充满了障碍。联合国虽承诺将“致力于”消除俄罗斯出口粮食和化肥的“剩余障碍”，可一旦后续俄罗斯谷物和化肥出口的问题没有取得太好进展，明年3月该粮食出口协议到期后还能否得到进一步的延长，将充满风险，这可能又将对相关谷物油籽的走势带来潜在的不确定性。

（四）国内防疫政策调整对油脂需求的影响

国庆后国内新冠疫情呈现多点散发的状态，并在11月后形势急转直下，包括郑州、北京、广州、重庆等在内的多个大中型城市接连遭遇新增病例激增，这令国内面临空前的防疫压力。在“动态清零”政策的指引下，多地采取大规模静默等较为严格的封控手段，对居民活动半径及商品、服务需求形成了较大冲击，国内一度遭

遇股债汇及商品的下挫，令原本就偏悲观的经济增长预期进一步转差。

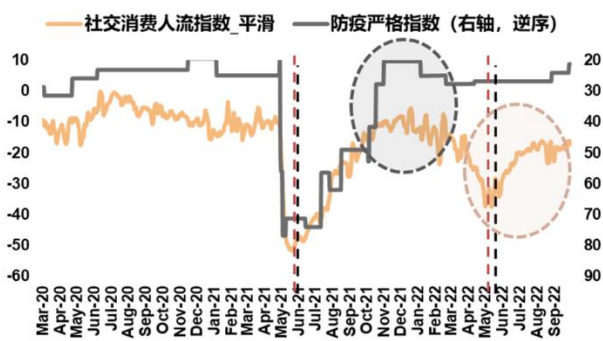
在此背景下，国家连接于11月18日、12月7日出台“防疫二十条”和“新十条”防疫新政，连续大幅放松防疫要求。在广州、北京等城市的示范效应下，全国各地也陆续放松了防疫政策。根据“新十条”防疫新政，当前除了养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所之外，不再查验核酸阴性证明及健康码，不再对跨地区流动人员查验核酸阴性证明和健康码，也不再开展落地检，在本质上已与完全放开无异。

1、海外防疫政策放松对居民消费的影响

通过参考海外市场表现，我们或能获得一些防疫政策放松后的居民消费及商品需求恢复思路。参考与中国习惯更为接近的中国台湾和新加坡情况，从社零数据来看，当防疫政策从最严水平开始放松，消费大概率将经历一个复苏进程，但完全放开之后，消费并不能持续转好，大多走平。

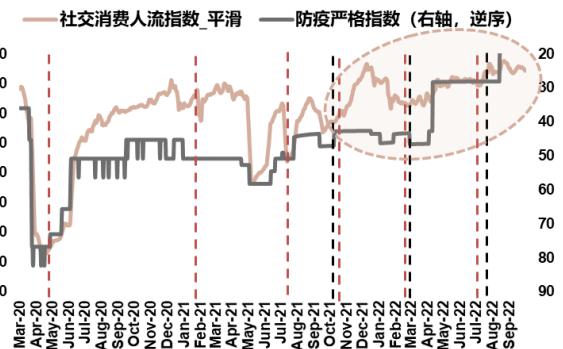
此外，防疫政策放松之后，社交消费（餐饮、旅游、电影等）虽在全面放开的最后阶段稳步转强，但中短期有走弱的可能。放开期间若出现疫情脉冲，线下消费复苏进程可能受阻；若形成新增死亡脉冲，社交消费或将受挫。新加坡在全面放开期间，因疫情脉冲不强，社交消费恢复较好；但台湾在放开前后经历了跨度较长的疫情脉冲，起初社交消费短暂恢复后反向转弱，在度过了疫情峰值后，社交消费才逐渐复苏，但由于疫情尚未完全消退，社交消费仅回到严格防控期的均值水平。

图 46：中国台湾社交消费人流指数与防疫严格指数



来源：长江证券研究所

图 47：新加坡社交消费人流指数与防疫严格指数



来源：长江证券研究所

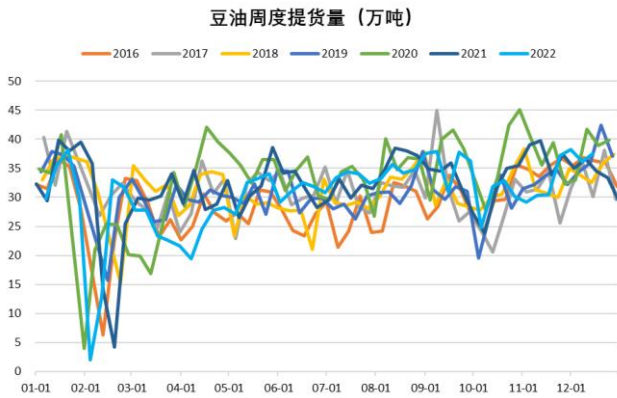
参考海外市场经验来看，对于餐饮这类依赖聚集性场景的消费来说，考虑到国内人口众多及疫情发展形势复杂，我们难以给予其快速复苏的预期。相应的，餐饮油脂需求在短期市场情绪提振一轮补库后，中短期或再度面临一定压力，需求拐点何时到来、恢复幅度能有多大，将取决于后续疫情发展形势及民众的行为应对。

2、放松防疫对油脂需求的影响路径分析

在“防疫二十条”出台之前，餐饮油脂需求受到封控较大的冲击，餐饮占比较高的豆油需求首当其冲，周度提货量持续徘徊于30万吨左右的偏低水平，现货市场成交也较为萎靡。随着近期国内防疫政策连续大幅放松，

需求恢复预期下豆油成交一度迎来放量，豆油提货量也出现一定恢复性增长。然而，伴随着感染人数快速攀升及居民恐慌情绪增长，餐饮豆油需求出现增长后劲不足的问题，这导致豆油现货市场高成交未能持续太久。

图 48：豆油近期提货有所回升，但整体呈现旺季不旺的特征 **图 49：防疫政策放松引发的豆油现货市场高成交昙花一现**



来源：我的农产品网，中信建投期货



来源：我的农产品网，中信建投期货

从直觉来看，防疫政策的放松首先引致居民活动半径的重新扩大，利好餐饮油脂需求的反弹。尽管在开放的初始阶段，居民对于外出频率和集体出行的安全性还有顾虑，但这对于线下消费是从0到1的变化，因而我们有看到油脂一度在乐观预期下出现底部反弹，市场情绪也有所好转。

然而，潜在消费人群的恢复只是前提条件之一，消费场景的恢复、居民消费意愿和有效需求仍待进一步讨论。近3年疫情的大环境对居民收入和收入预期产生了不利影响，在此情形下，居民的餐饮消费意愿和有效需求增长可能是不足的。此外，对于餐饮这类具有聚集性场景的需求来说，在防疫政策放开的初期，伴随着感染人数的快速上升，或难看到持续大幅修复的动能，这将制约中短期油脂需求及价格的反弹空间。而对于长期的餐饮油脂需求恢复节奏，我们预期将这取决于疫情发展形势和民众应对行为，存在三种可能的情景：

1) 乐观情景下，新冠病毒致病性持续减弱，疫情逐步消退，对餐饮消费场景的约束完全放开，居民收入回升提振其消费意愿和有效需求，餐饮油脂需求随经济快速回疫情前水平重回正轨。

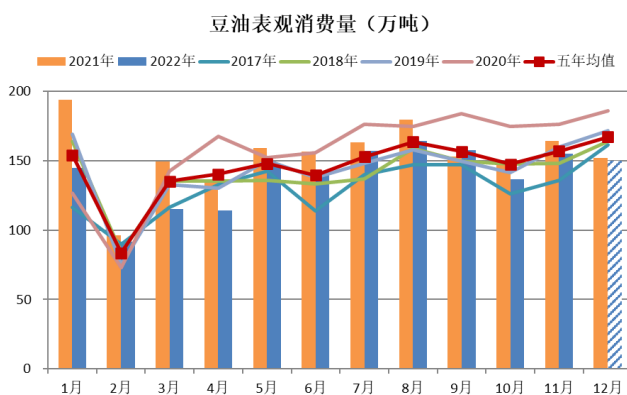
2) 中性情景下，人员流动加快引发的感染上升在可控范围，但餐饮油脂需求恢复需要一个过程，压力仍将持续一段时间，直至疫情逐渐消退，以及疫情对居民收入及身心健康的冲击逐步减退。从节奏上看，疫情首轮感染高峰期可能出现在2023年一季度，在二季度得到基本控制，餐饮油脂需求将有望在此期间迎来拐点，但缺乏报复性消费的动能，需求仅是恢复性增长。

3) 风险情景下，短期疫情大幅反弹，超过了经济社会的承受能力，引发医疗资源紧张、居民避险情绪上升等问题，可能导致餐饮油脂需求在较长时间的萎靡不振，但此种情形出现的概率较低。

3、放松防疫后油脂需求恢复仍有不确定性

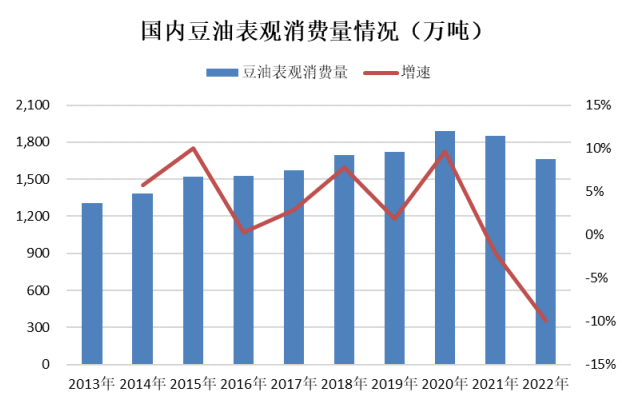
今年上半年及下半年国内部分地区均经历了大规模的封控，油脂的餐饮需求受到了较大冲击。根据我们的预估，2022年的豆油表观消费量或仅1666万吨，较去年的1850万吨大降近200万吨。此外，棕榈油及菜油的表观消费亦面临不同程度的下滑。虽然2021年的豆油表现消费较高与收储有些关系，实际需求的下滑程度并没有那么大，且今年油脂的整体需求下滑与海外市场供应大降、价格高企也不无关联，并不能全部归咎于疫情冲击，但疫情仍是不容忽视的原因。

图 50：2022 年国内豆油表现消费量同比大降



来源：我的农产品网，海关总署，中信建投期货

图 51：2022 年国内豆油表现消费量遭受多方面冲击



来源：我的农产品网，海关总署，中信建投期货

随着国内防疫政策放松及油脂供应恢复，我们预期2023年的包括豆油在内的油脂需求有望取得一定程度的恢复。但根据上文的分析来看，餐饮作为社交消费的一类，其恢复程度通常在完全放开的最后阶段转强，放开后的中短期表现甚至有走弱的可能。由于国内疫情发展形势暂不明朗，这将导致油脂需求恢复的幅度及节奏存在一定不确定性，取决于疫情发展形势及民众应对行为，三种可能存在的情景将对应不同的需求恢复节奏。从目前感染数快速攀升及死亡病例增加的情况来看，我们预计中性情景出现的概率较高，预计至少在明年1季度前餐饮油脂需求难有太好起色，但更长期还需继续跟踪疫情发展形势。

（五）生柴投料需求面临政策及油价的扰动

根据油世界估计，2022年全球包括一代及二代在内生物柴油产量将达近5000万吨，每年植物油高达20%的需求被用作生物柴油原料，这令生物柴油产量及其投料需求对油脂的边际需求及价格波动有着较大的影响，不容忽视。全球的生物柴油使用可大致分为两类，一类为政策性掺混，受到政策的鼓励或约束，具有一定强制性属性；另一类为商业掺混，受利润驱动，掺混量的多寡受到原油及石化柴油价格的影响，市场化程度较高。

2022年的生物柴油市场在政策性掺混领域并没有太多亮点可言：巴西因原料供应问题，早在2021年底就确立了2022年10%的生柴掺混标准；期间印尼因棕榈油胀库想强推B35，但最终却在计划实施的前一天紧急叫停；

美国环保署虽然驳回大量小型炼油厂的豁免申请，但其对2022年可再生燃料掺混义务量却没有达到市场预期。相比之下，生物柴油的商业掺混领域却伴随着6月油脂的大跌出现了较为积极的变化。今年的原油价格在OPEC+及欧美国家的激烈博弈下整体维持高位，令生物燃料的使用颇具性价比。6月的油脂暴跌更是令生物柴油掺混利润得到显著改善，这极大地促进了生物柴油的产量及投料需求增长。

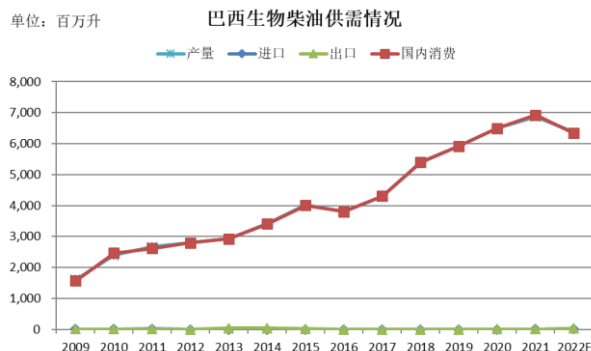
然而，2023年的油脂生柴投料需求却面临政策及油价的潜在影响。进入2022年底，包括美国、巴西及印尼在内的主要国家陆续迎来生物柴油相关政策的调整，此外，近期油价大幅下跌也导致生物柴油商业掺混利润显著恶化，这可能带来后期油脂生柴投料需求的一些边际变化。

1、主要国家生柴政策变动及调整趋势

(1) 巴西提高生柴掺混率，但政策存在一定变数

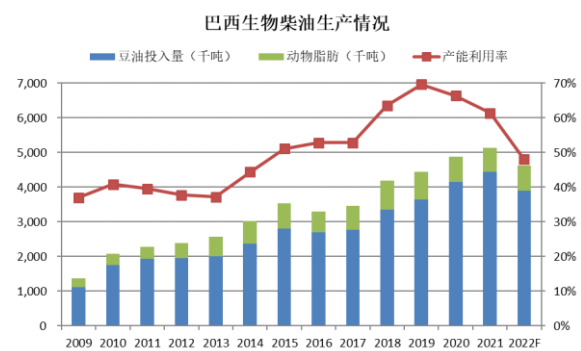
巴西是最先调整生物柴油政策的国家。在2022年全年实施B10后，今年11月巴西政府宣布将维持2023年初10%的生柴掺混率不变，直到2023年3月后提高至15%，而原本按照计划，明年1-2月应为14%，3月后上调至15%。巴西的生物柴油原料以豆油为主，豆油投料占比稳定在70-75%左右。1%的生柴掺混比例对应每年580至600万升左右的生物柴油需求，对应40万吨左右的豆油投料。如果按照2023年1-2月10%、3-12月15%的掺混率计算，14.2%的综合掺混率将较2021年的10%新增160万吨左右豆油需求，对应800多万吨的大豆压榨需求。

图 52：巴西生物柴油以国内消费为主



来源：USDA，中信建投期货

图 53：巴西生物柴油原料中豆油占比较高



来源：USDA，中信建投期货

巴西自2004年起设立国家生柴支持项目，生柴以国内消费为主。2018年10月的CNPE 16号决议将生柴掺混率逐年提高1%，直到2023年达到15%，该决议的实施推动了近几年巴西生柴产量及豆油需求的快速增长。不过，在近两年偏紧的大豆供应形势下，巴西的生物柴油掺混完成情况并不好，2020年以来遭遇数次调降。

然而，随着更支持可再生燃料发展的新总统上台，市场对巴西在2023年恢复原定的生柴掺混计划抱有一定期待。但就在新旧政府尚未完成交替之际，巴西先行宣布了2023年1-2月维持B10的决议，令市场略显失望，目前尚不清楚巴西新总统上台后是否会修改相关决议。但考虑到巴西大豆旧作供应所剩不多，在明年2月新作大豆

大量上市前国内大豆供应并不太充裕，1-2月维持10%的生柴掺混率也是适宜的，而即便1-2月的掺混率提升至14%，也仅能带来二三十万吨的豆油需求增量，对应100多万吨大豆压榨，对豆油走势的提振作用较为有限。

（2）美国可再生燃料掺混方案利好不及预期

巴西2023年的生柴政策性掺混需求增量在预期之中，增幅甚至略有些不及预期，而同样不及预期的还有美国的可再生燃料掺混义务方案。在12月1日姗姗来迟的提案中，EPA提议将2023-2025年可再生燃料掺混义务量（RVOs）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，但增幅却不及此前预期。

图 54：EPA 的可再生能源掺混方案情况（2023-2025 年为草案）

单位：十亿加仑	2022年	2023年	2024年	2025年
可再生燃料总量	20.63	20.82	21.87	22.68
常规可再生燃料	15.00	15.00	15.25	15.25
高级生物燃料	5.63	5.82	6.62	7.43
生物质柴油	2.76	2.82	2.89	2.95
纤维素燃料	0.63	0.72	1.42	2.13
补充义务	0.25	0.25	—	—

来源：EPA，中信建投期货

其中，2023年的可再生燃料总掺混义务仅较2022年高出1.9亿加仑，增幅来自包括生物质柴油在内的高级生物燃料。然而，按照1加仑生柴需投料7.6磅油脂，豆油投料占比45%左右测算，即便高级生物燃料的掺混义务增量全由生物质柴油来完成，也仅能带来2023年6亿磅左右的美豆油需求增长，更不用说菜油纳入可再生柴油和其他生物燃料原料后可能导致豆油投料占比的下滑了。

图 55：随着美国可再生燃料掺混义务量的公布，USDA 的美豆油平衡表将出现较高调整需求

美豆油（百万磅）	2020/21年度	2021/22年度	2022/23年度	2022/23年度	2022/23年度
			11月预估	12月预估	调整方向
期初库存	1853	2131	1999	1991	1991
产量	25023	26143	26310	26310	26100
进口	302	303	500	300	300
总供应	27177	28578	28809	28601	28391
国内消费	23314	24805	25650	25600	25000
生物燃料	8920	10350	11800	11600	11000
食用、饲料及其他工业	14394	14455	13850	14000	14000
出口	1731	1773	1300	1100	1300
总需求	25046	26578	26950	26700	26300
期末库存	2131	1999	1859	1901	2091

来源：USDA，中信建投期货

在此政策指引下，USDA在12月的美豆油平衡表中，将其2022/23年度生物燃料需求预估从118下调至116亿磅，但我们预计仍存在高估，后期面临进一步下修的可能。按照近几个月的美国生物质柴油生产情况及2023年

的生物质柴油掺混义务粗略测算，2022/23年度的美豆油生柴需求预估或降至110亿磅左右，此外其他平衡表项目也将跟随出现一定调整，这将为美豆油平衡表带来较大改变。具体来看，随着美豆油生物燃料需求驱动减弱，美豆当前高榨利或难维持，将有望带来美豆油产量预估的下调。此外，因预期美豆油需求预估下调，美豆油净出口潜力有望获得相应提高。但从整体来看，即便同时考虑美豆油产量下滑及净出口增长，2022/23年度的美豆油期末库存也恐将进一步出现上调，这或令美豆油价格重心进一步下移。

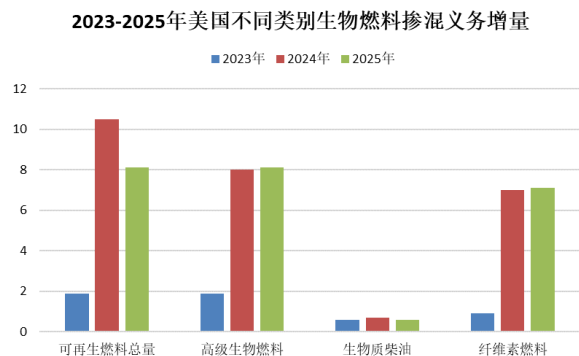
值得注意的是，虽然2024、2025年的可再生燃料掺混义务分别有10.5亿、8.1亿加仑的增量，但可能难以带来传统液体生物燃料掺混量的大幅增长。EPA在12月的方案中，提议创建一个e-RIN，将RFS计划扩大到电动汽车，如果使用可再生资源（如垃圾填埋场的沼气）作为电动汽车动力，就有资格生成D3类RIN，用于满足纤维素燃料或更高级别生物燃料的掺混义务。

图 56：D3 类 RIN 可用于满足多种类别的生物燃料掺混义务

编码类别	纤维素燃料	生物质柴油	高级生物燃料	可再生燃料
D3	√		√	√
D4		√	√	√
D5			√	√
D6				√
D7	√		√	√

来源：EPA，中信建投期货

图 57：2024-2025 年美国可再生燃料总掺混的增长将更多依赖于纤维素燃料来完成



来源：EPA，中信建投期货

随着e-RIN从2024年1月1日生效，纤维素燃料的掺混义务也将从2023年的7.2亿加仑大幅提高至2024年的14.2亿加仑及2025年的21.3亿加仑，这占据了大部分的高级生物燃料及总可再生燃料掺混义务增量。而在2024至2025年间，生物质柴油的掺混义务增量仅分别在0.7、0.6亿加仑。将电力纳入RINs交易意味着长期液体生物燃料掺混需求将被挤占，这可能阻碍部分待筹建的可再生柴油产能投产，且对美国已有的生物柴油产能利用率也会产生不利影响，美豆油的长期需求增量将面临挑战。虽然当前该方案尚未经过听证，在相关利益集团的游说下，明年6月的最终方案可能出现调整，但至少从目前的形势来看，美豆油的生物柴油题材暂时是偃旗息鼓了。

（3）印尼B35姗姗来迟，但掺混目标能否完成仍待观察

印尼作为全球数一数二的生物柴油生产国，有着全球最高的生物柴油掺混率。在B30的掺混政策支持及今年下半年以来较好的生柴出口利润下，2022年印尼生柴产量、国内消费及出口均出现较显著的增长。根据印尼棕榈油协会的预估，印尼2022年的生柴掺混量有望从去年的840万千升大增至1010万千升，叠加出口在较好掺混利

润下的增长，这或令印尼全年生柴产量达到11000万千升以上，折合产量近1000万吨。

图 58：2022 年下半年印尼生物柴油产量同期增长显著

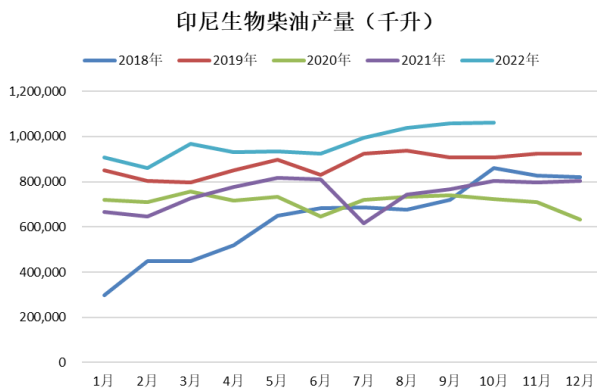
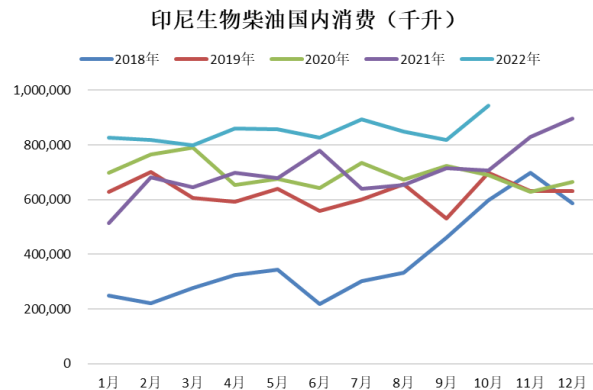


图 59：印尼生物柴油国内消费量同比增长明显



来源：APROBI，中信建投期货

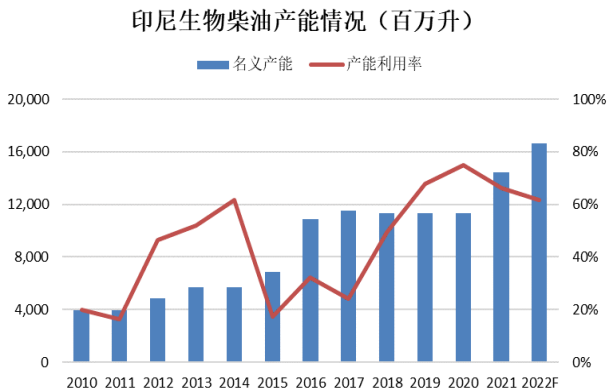
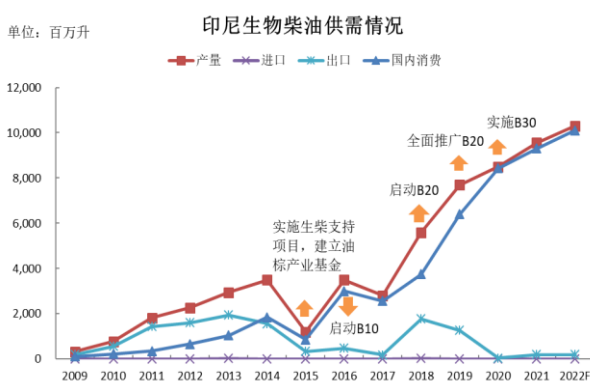
来源：APROBI，中信建投期货

印尼对生物柴油项目存在一定路径依赖，也有着最强的提高生柴掺混率的决心，因其曾数度拯救印尼于水火。2015年印尼生柴支持项目的实施把成功把生柴出口转向内需，拯救了被欧盟“双反”之后的印尼生物柴油产业；2019年下半年B20的全面推广则大量消化了印尼过剩的棕榈油库存，并对棕榈油价格形成大幅提振。在此前较好的实施效果下，印尼拥有进一步提高生物柴油掺混率的意愿并不难理解。

在今年5月印尼棕榈油胀库之际，印尼曾想强推B35掺混计划，但最终却在计划实施前一天紧急叫停，这之后印尼重启了B40和B30D10的道路测试，预计测试将在年底结束。近期印尼相关媒体及官员频繁喊话，向市场释放明年将进一步提高生物柴油掺混率的信号，最终得到相关政策的确认，印尼将于2023年1月1日起实施B35。

图 60：印尼近些年的生柴产业政策变动及生柴产需情况

图 61：印尼生物柴油产能利用率还有增长空间



来源：USDA，中信建投期货

来源：USDA，中信建投期货

在B35框架下，印尼能矿部制定的2023年生柴掺混目标为1315万千升，较2022年的1010万千升大增20%。印尼当前生物柴油年产能超过1700万千升，近两年还有100多万吨的HVO产能投产，产能足以支撑B35的生柴掺混需求。2023年近300万千升的掺混目标增量有望带来265万吨的棕榈油投料增长，但能否完成可能需要观察，

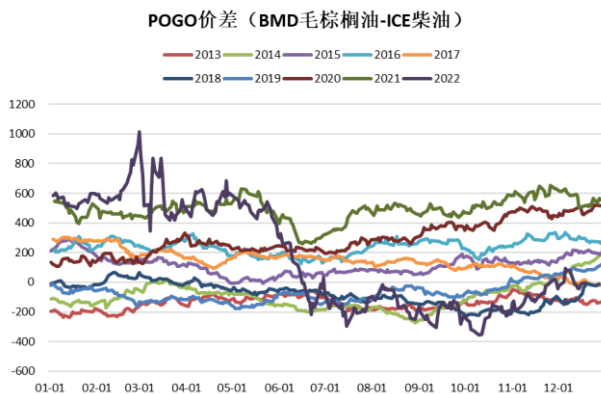
因印尼能矿部此前评估B40仅能带来250万吨左右的棕榈油需求增量。此外，考虑到2022年下半年印尼生柴在较好利润下有数十万吨的出口，且其他工业领域也在较好的掺混利润下大量增加生物柴油的使用，但随着近期原油及柴油价格大幅走弱，印尼生物柴油出口及商业掺混减少可能导致棕榈油需求增长被打折扣，需要继续关注印尼月度的生物柴油生产及掺混情况。

2、油价运行方向及其对油脂需求的影响

在油脂油料这个有效的市场中，相关生柴政策的调整一旦公布，将会在集中的几个交易日里被很快price in，很难为价格波动带来长期的影响。相比之下，油价波动会带来即时的生物柴油掺混利润打开或关闭，对油脂的边际需求及价格波动影响更大，反而成为更具不确定和更值得研究的变量。

今年原油的整体强势表现带来全球生物柴油产量及商业掺混需求的大幅增长，对上半年的油脂涨势形成了较好带动，并在6月开启的大跌中支撑了油脂阶段性底部的形成。然而，近期油价在经济衰退担忧下大幅下跌，导致生物柴油掺混利润出现显著恶化，对植物油的需求前景形成了较大打压。

图 62：POGO 随原油走弱大幅反弹，商业掺混利润随之大降 **图 63：油价处于高位时走势与植物油的联动性尤其强**



来源：Wind，中信建投期货



来源：Wind，中信建投期货

很容易发现，原油与植物油价格具有较强的相关性，尤其当油价处于高位时二者的联动性尤其高。因油价处于高位时生物柴油掺混利润较高，油价波动将带来油脂需求端的边际变化，对油脂价格的传导链条较为顺畅。然而，凡事皆有两面，油价大跌时原油常常也会成为油脂走势的催命符。当前全球经济衰退的阴霾笼罩，原油价格虽有OPEC+减产带来的支撑，但需求担忧下油价重心呈现不断下移的态势，整体面临的形势并不太妙。

随着俄罗斯在乌克兰战场失利，G20后沙特与美国关系有所回暖，这使得后期OPEC+的产量协议前景萌生一定不确定性。一旦以沙特为首的OPEC对继续减产的态度发生转变，这可能将成为压死油价这个骆驼的最后一根稻草。油价若出现大幅走弱，除了带来商品市场恐慌及风险偏好下滑，以及生产及运输成本的下行之外，也不利于生物柴油商业掺混的持续，将对油脂走势形成多重利空打击，需要警惕。

根据油世界的预估，2021年全球生物柴油产量在4800万吨左右，今年有望随美国及印尼政策性掺混及商业掺混的增长升至5000万吨上方。这其中，美国生物柴油政策性掺混增量预计110万吨左右，印尼增140万吨左右，巴西减50万吨左右，全球的政策性增量在200万吨。我们预计在今年下半年的高掺混利润下，2022年的商业生柴用量可能达到一二百万吨的级别，因阿根廷、印尼、中国及马来西亚生柴出口大增。在当前油脂与柴油价差随油价下行大幅反弹，且预计明年油价难有太好表现的情况下，2023年的生物柴油商业掺混或难继续进行，这可能带来油脂需求边际上一二百万吨的减量。虽然该降幅将会被巴西、美国抑或印尼的潜在政策性掺混增长所抵消，但预计仍将对油脂价格形成不太有利的冲击。

（六）美联储加息路径对大宗商品的影响

1、美联储加息节奏或仍有反复

今年6月，大宗商品在美联储激进的加息缩表预期下出现一轮崩盘式下跌之后，市场对宏观预期及情绪的关注变得十分密集。除了关注国内的防疫形势、房地产市场风险之外，市场对海外的关注点主要集中于美联储的加息路径上，包括对其加息节奏及加息终点的讨论。市场倾向于通过对美国就业、通胀数据及美联储官员的讲话来调整预期，但相关数据的波动及美联储对预期的刻意引导常常导致市场对加息预期的反复变化，从而带来商品走势的大幅波动，对投资者的交易带来不小影响。

图 64：当前市场对美联储后期加息路径的预期

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.9%	26.1%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	58.6%	17.7%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	49.2%	28.7%	4.8%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.0%	48.6%	29.1%	5.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	23.3%	44.7%	24.4%	4.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.2%	10.5%	31.0%	37.4%	17.1%	2.7%
2023/11/1	0.0%	0.7%	6.3%	21.6%	34.5%	26.4%	9.3%	1.3%
2023/12/13	0.5%	5.3%	19.0%	32.2%	27.8%	12.3%	2.7%	0.2%

来源：CME group，中信建投期货

图 65：当前美国 CPI 仍整体保持高位



来源：Wind，中信建投期货

虽然短期节奏变换较快难以把握，但从整体上看，当前美国的CPI距离联储2%的通胀目标仍相去甚远，预计在明年二季度前均将保持同比较高水平，这意味着美联储难以过快开启降息进程，市场也普遍预期在2023年四季度前美联储不会降息。而在此期间，美联储仍需通过预期管理引导市场情绪，一方面不能让市场太过乐观，因商品反弹将会阻碍通胀的进一步下行，但另一方面又不能让市场过于悲观，以免经济硬着陆、股市崩盘的概率增加。这意味着美联储需要对市场预期的引导保持一定平衡，将继续带来市场对美联储加息路径预期的反复，

将继续成为未来商品走势不确定性的重要来源。

2、人民币升值趋势或成灰犀牛

由美联储货币政策变动衍生出的除了经济发展前景变化之外，汇率也是重要的因素。过去大半年美联储的鹰派表现令美元指数整体呈现上涨态势，给许多国家的货币带来了较大贬值压力，对相关商品的进出口形成了较大影响。然而，随着美联储加息到后半程，加息对大宗商品的影响出现一定边际减弱。相比之下，我们对汇率的担忧却有所增加。

在过去的一年里，伴随着美联储大幅加息及中国经济增速在疫情、房地产拖累下的放缓，人民币经历了快速且大幅的贬值，在岸人民币从年初的6.3附近最低贬至7.3上方，如此幅度的贬值大幅提高了国内进口大宗商品的成本。典型例子如豆粕，在前期美豆回落走势下表现坚挺，除了来自国内现货偏紧供应的支撑之外，人民币大幅贬值导致的盘面榨利大幅倒挂亦是重要原因。

图 66：美元指数走势呈现一定见顶迹象



来源：博易大师，中信建投期货

图 67：近期人民币汇率出现大幅度升值



来源：博易大师，中信建投期货

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的迹象，而在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大幅升值，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，人民币兑美元汇率每升值1000bp，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70、80、120元/吨左右。

从当前驱动人民币汇率走向的底层逻辑来看，国内经济随防疫形势的好转及房地产风险的化解，有望得到恢复性增长，而随着美国通胀回落和经济增长放缓，美联储紧缩的预期逐渐松动，加息已接近尾声。无论是从货币政策周期还是经济复苏周期来看，未来人民币面临的升值压力依然较大，不排除未来人民币兑美元汇率由当前的7.0附近升值至6.5甚至6.0左右。一旦发生，这将带来国内油脂油料进口成本的大幅下移，为相应品种价格带来潜在利空，需要保持一定关注。

三、2023 年油脂市场展望

（一）油脂整体供需转向边际宽松

当前的油脂市场，不论是供应端还是需求端，均存在一定程度的不确定性，这导致其后期走势面临一些变数。然而，虽然油脂供应端面临来自东南亚棕榈油及南美大豆产量的不确定性，但同比增长趋势依然较为明显，供应端边际改善的倾向较强。劳动力短缺、树龄老化及施肥不足等因素可能制约棕榈油增产幅度，但在印尼解决其高库存问题后，胀库不再将有望带来2022/23年度印尼棕榈油产量的同比恢复。此外，在2022/23年度全球菜籽同比增产1000万吨的情况下，2022/23年度南美大豆同比增产也成为几乎确定的事实，这将带来相应油籽压榨及油脂产出的增长。即便是在极端情况下，阿根廷新作大豆产量降至3500万吨左右，同比800多万吨的减产幅度也足以被巴西及巴拉圭两三千兆的增产幅度所抵消，豆类远月合约在经历一定幅度的补涨之后仍将整体承压。

对于供应端的不确定题材，我们有一些跟踪指标和关键时间节点可对其进行证实或证伪。今年阿根廷大豆播种偏慢，预计关键生长期推迟至2023年1-2月，此后天气炒作窗口将关闭，针对单产的炒作也将结束，故而未来一两个月的阿根廷大豆播种进度、种植面积、主产区降雨情况及大豆优良率就成为较好的跟踪指标，这期间预计豆类尤其是豆粕合约走势波动将有所增加。对于棕榈油来说，由于其全年皆可生产，因而对其全年的增产幅度判断不是一件能够在短时间内完成的事情，但因施肥、树龄等皆为长期作用的因素，一般不会出现突变，故而观察其后续月份的产量同比变化幅度能从中窥见一些端倪。此外，对于马来西亚劳动力短缺的问题，则可通过对马来西亚出入境管理局的签证申请数据来跟踪，在未见入境数据有明显起色前均难以证伪。

油脂市场需求端的不确定性主要来自生物柴油需求及国内食用需求的恢复节奏上。生物柴油的商业掺混需求受到油价及掺混利润较大影响，但目前油价运行节奏仍具不确定性。此外，主要国家的政策性掺混亦未明确。印尼B35计划姗姗来迟，此前意向的B40了无声息；美国2023-2025年可再生燃料掺混提案虽已公布，但最终方案的明确仍待明年6月；巴西2023年的生物柴油掺混率虽已官宣，但新政府的上台带来政策变动的可能。而对于国内食用油脂需求恢复节奏，则需要关注疫情发展形势及民众行为应对。从目前感染数快速攀升及死亡病例增加的情况来看，我们预计至少在明年1季度前难有太好起色，但更长的周期还需继续跟踪疫情发展形势。

整体来看，2022/23年度油脂整体供需转向边际宽松的趋势较强，只是宽松的幅度存在一定不确定性。这些不确定性将在油脂走势整体承压的同时，带来一定的波动反弹机会，需要关注相应题材炒作的时间节点。

（二）油脂价格及价差波动预测

除了受到整体供需改善的压制之外，2022/23年度的油脂市场还面临着宏观环境的转弱。随着全球央行为遏

制高通胀持续收紧流动性，过去两年全球流动性泛滥带来的商品高溢价时代将成为过去式，我们预计油脂的价格也将逐步回归基本面本身。对比往年的库存及库存消费比情况来看，我们预计豆油价格主要波动区间将落在【7000, 9500】，棕榈油价格主要波动区间将落在【6000,9000】，菜油价格主要波动区间将落在【8000, 12000】。

图 68：2022/23 年度国内豆油供需平衡表预估

豆油	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23F
期初库存	118	148	171	135	134	89	81
国内产量	1585	1656	1617	1740	1761	1663	1805
进口	58	48	80	100	122	29	30
总供给	1761	1852	1868	1975	2017	1781	1916
国内消费	1594	1627	1638	1779	1924	1700	1800
出口	11	12	19	18	4	10	20
总需求	1613	1681	1733	1841	1928	1700	1820
期末库存	148	171	135	134	89	81	96
库存消费比	9.22%	10.17%	7.79%	7.28%	4.62%	4.74%	5.26%

来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

图 69：2022/23 年度国内 24 度棕榈油供需平衡表预估

24度棕榈油	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23F
期初库存	40	48	58	70	55	45	50
进口	335	359	495	479	502	303	400
总供给	375	407	553	549	557	348	450
国内消费	330	362	488	509	512	298	380
出口	0	0	0	0	0	0	0
总使用量	330	362	488	509	512	298	380
期末库存	45	45	65	40	45	50	70
库存消费比	13.64%	12.43%	13.32%	7.86%	8.79%	16.78%	18.42%

来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

图 70：2022/23 年度全球棕榈油供需平衡表预估

	2017/18年度	2018/19年度	2019/20年度	2020/21年度	2021/22年度*	2022/23年度*
期初库存	1,169	1,463	1,497	1,274	1,238	1,415
产量:	7,367	7,798	7,454	7,601	7,734	8,032
马来西亚	1,968	2,081	1,926	1,786	1,815	1,870
印尼	4,197	4,423	4,286	4,537	4,558	4,750
进口量:	5,036	5,531	5,073	5,165	4,730	5,200
中国	542	689	684	702	483	680
印度	884	1,004	768	878	828	850
出口量:	5,128	5,528	5,091	5,153	4,889	5,196
印尼	2,838	3,015	2,759	2,925	2,600	2,840
马来西亚	1,647	1,836	1,722	1,588	1,554	1,610
消费量	6,986	7,767	7,659	7,649	7,397	7,996
期末库存:	1,459	1,497	1,274	1,238	1,415	1,455
印尼	600	550	510	455	500	550
马来西亚	253	245	172	176	232	220
库存消费比	20.88%	19.27%	16.63%	16.19%	19.13%	18.20%

来源：油世界，中信建投期货

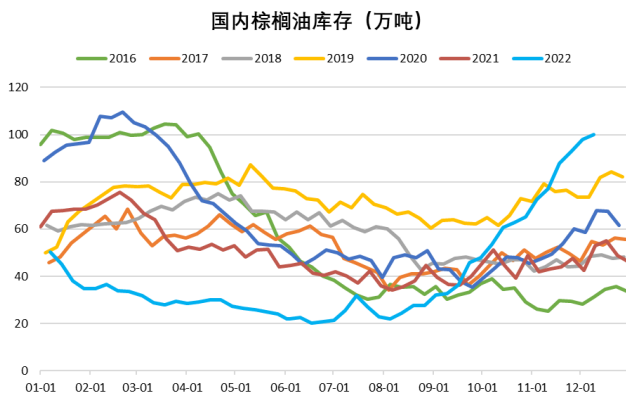
图 71：2022/23 年度国内菜油供需平衡表预估

菜油	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23F
期初库存	510	193	80	99	78	60	30
产量	313	320	331	215	245	219	284
进口量	72	81	133	178	238	138	100
总供给	894	593	544	493	561	417	414
总需求	701	527	445	415	420	387	360
期末库存	193	66	99	78	60	30	54
库存消费比	27.57%	12.56%	22.25%	18.81%	14.29%	7.75%	14.86%

来源：海关总署，我的农产品网，中信建投期货

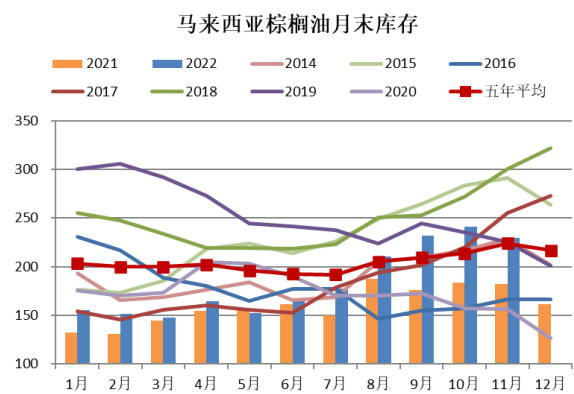
对于油脂相关的价差，基于豆油、棕榈油及菜油供需改善程度的差异，我们预计后期棕榈油将相对偏强，菜油相对偏弱，豆油强弱节奏预计将随南美产量形势逐渐明朗和国内疫情拐点出现而有所变化。虽然当前国内棕榈油港口库存接近100万吨高位，且近期随进口利润的开启有较多买船出现，可能导致后期国内进一步累库。但在当前马来西亚棕榈油库存见顶，印尼B35有望带来200多万吨的新增需求，印尼棕榈油出口税费随库存压力缓解稳步调增，甚至不排除后期进一步收紧出口可能的背景下，产地棕榈油的基本面利空基本出尽。连盘棕榈油走势有望得到定价中心BMD毛棕榈油的支撑，棕榈油基差及月间价差将较盘面承受更多的压力，未来棕榈油基差跌至负值或是大概率事件，而棕榈油15价差及59价差也将倾向于延续反套走势。

图 72：国内棕榈油港口库存逼近 100 万吨大关



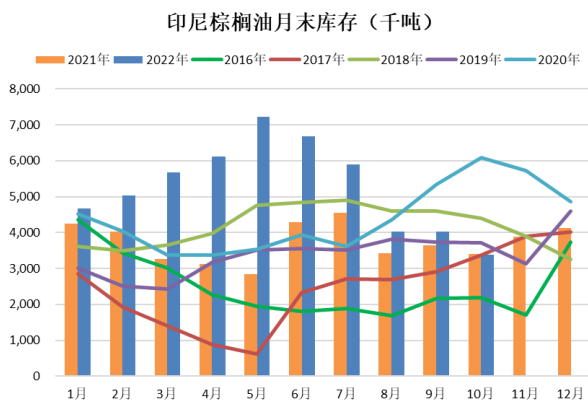
来源：我的农产品网，中信建投期货

图 73：马来西亚棕榈油库存高点已现



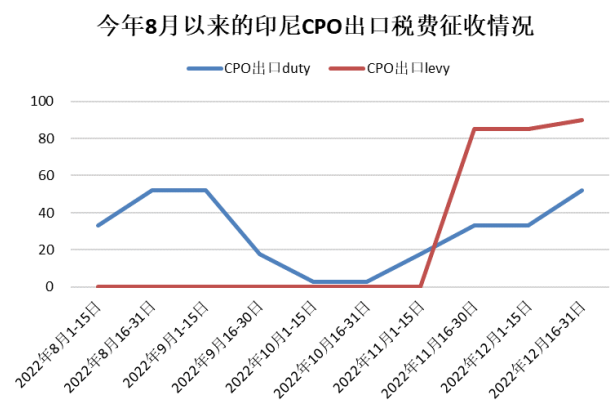
来源：MPOB，中信建投期货

图 74：印尼棕榈油库存进一步回归正常水平



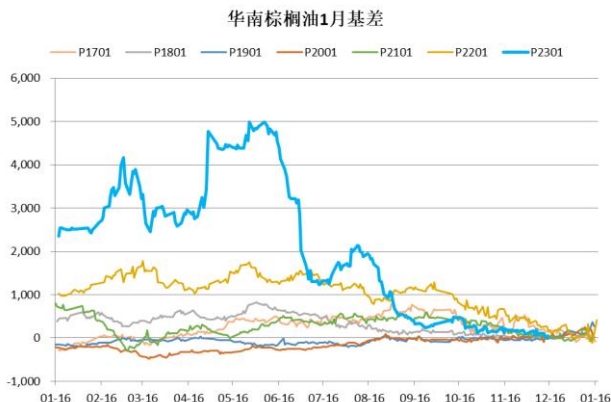
来源：GAPKI，中信建投期货

图 75：11 月以来印尼棕榈油出口税费稳步调增



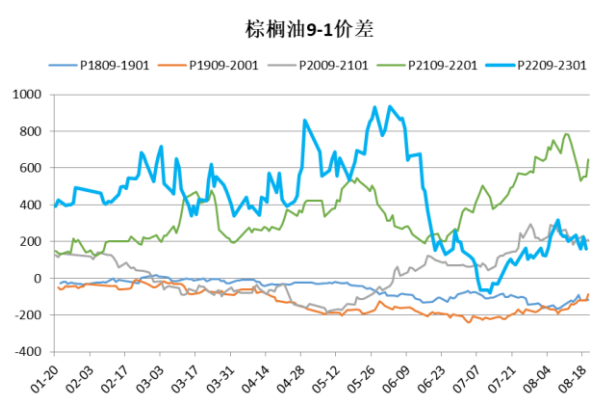
来源：印尼财政部，中信建投期货

图 76：棕榈油基差随供应改善预期及预期兑现出现两轮大跌



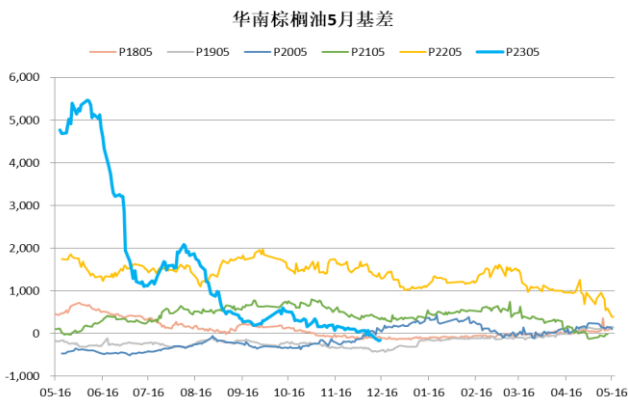
来源：Wind，中信建投期货

图 77：棕榈油月间价差随单边及基差崩溃走出大幅反套



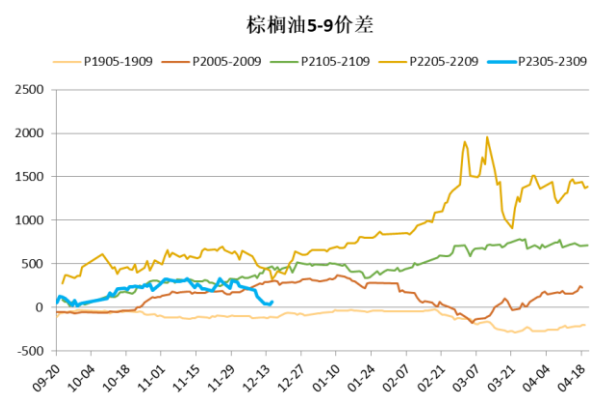
来源：Wind，中信建投期货

图 78：国内高库存但产地利空出尽背景下 P 基差或继续走弱



来源：Wind，中信建投期货

图 79：高库存压制下棕榈油 59 价差仍倾向于反套

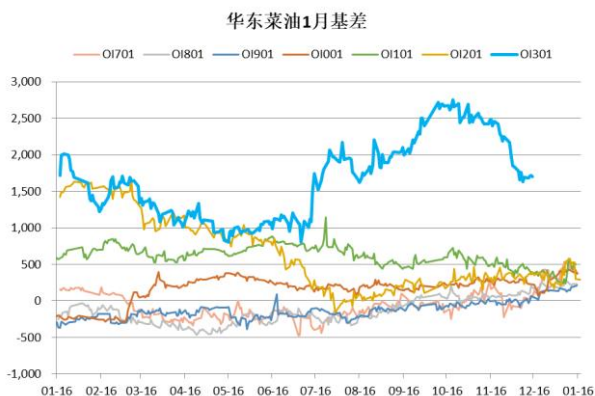


来源：Wind，中信建投期货

相比于棕榈油随供应改善预期的兑现而早早在6月及8月走出基差、月间价差崩盘的走势，菜油的单边、基差及月间价差走势直到12月还受到现货供应改善偏慢的较强支撑，相对拥有更多溢价。然而，在2022/23年度全球菜籽丰产1000万吨的背景下，菜籽压榨的增长将是大概率事件，而目前国内已经在较好的压榨利润驱动下，采购了将近400万吨加拿大新作菜籽，且不排除随人民币升值及进口成本的下移出现更多买船的可能。

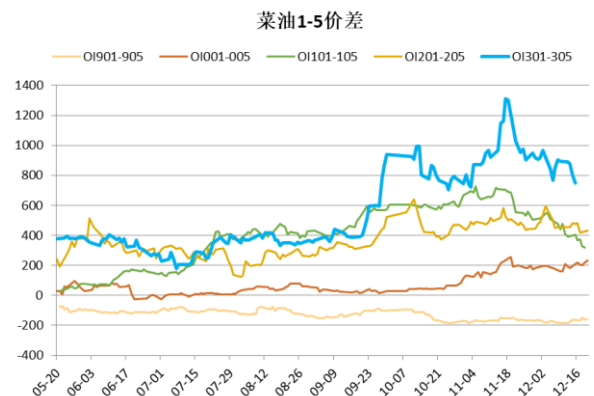
国内菜油供应有望随菜籽压榨回升出现显著恢复性增长，这对于后期菜油无论是单边还是基差、月间价差走势均不太有利。我们预期随着菜籽高压榨持续，菜油现货市场供应将在12月底左右迎来改善，远月的菜油基差将随供应增长从当前高位回落，月间价差则从35价差起将倾向于反套。此外，伴随着菜油现货供应改善及单边走势转弱，远月菜棕价差及菜豆价差将有望迎来高位沽空的机会，国内高菜油供应的消化也势必需要依赖于菜油相较其他植物油的低溢价，远月菜棕价差、菜豆价差较当前高位水平回落将是大势所趋。

图 80：港口菜油基差受到现货供应改善偏慢的较强支撑



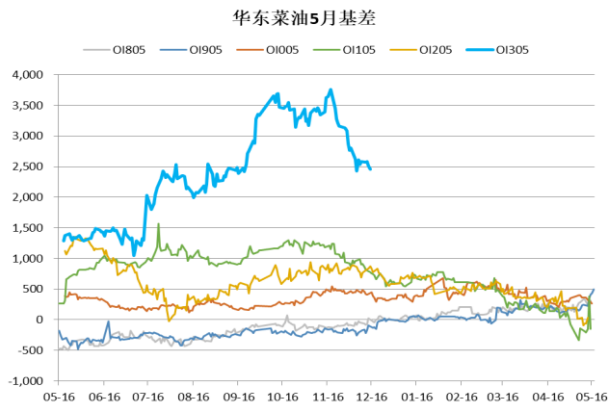
来源：Wind，中信建投期货

图 81：菜油 15 价差在偏紧现货供应下整体保持高位



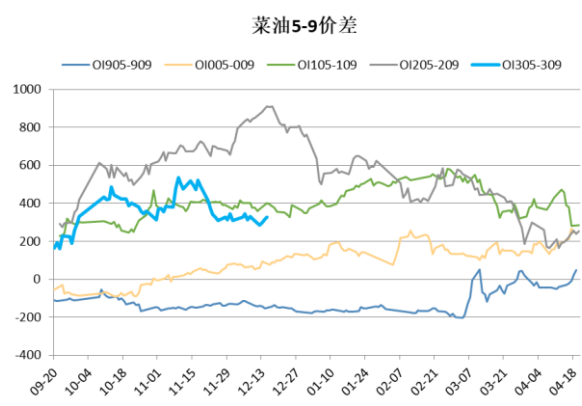
来源：Wind，中信建投期货

图 82：随菜油供应不断增多，菜油当前基差或难维系



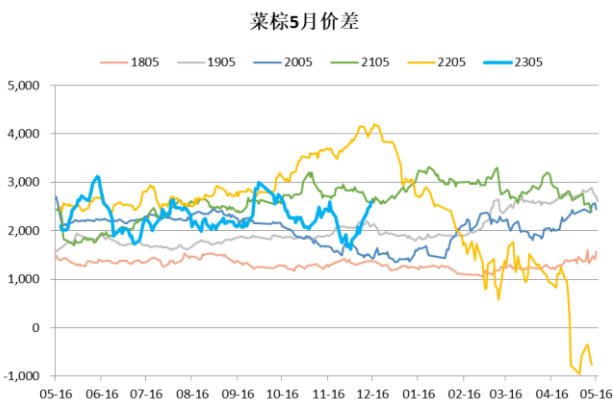
来源：Wind，中信建投期货

图 83：菜油 59 价差有望随现货供应改善出现回落



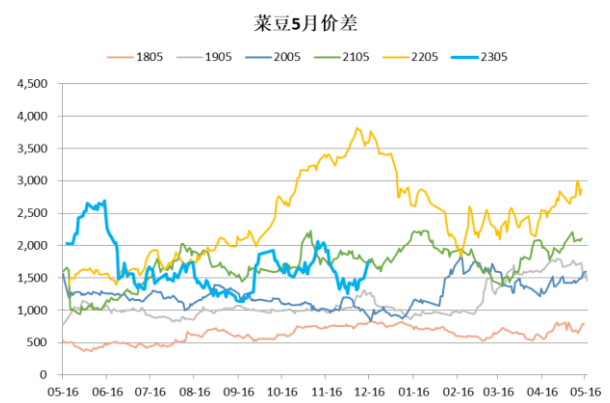
来源：Wind，中信建投期货

图 84：05 菜棕价差有望随远月菜油转弱而出现回落



来源：Wind，中信建投期货

图 85：05 菜豆价差有望随远月菜油转弱而出现回落

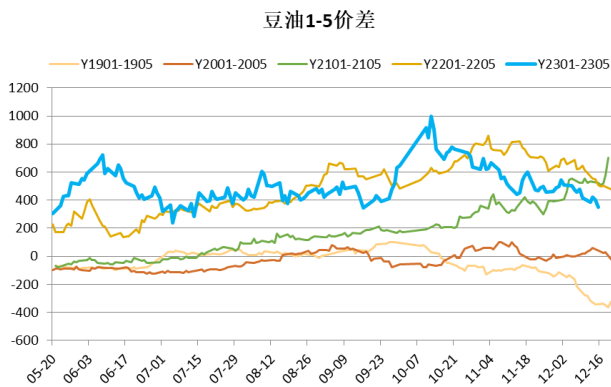


来源：Wind，中信建投期货

不同于棕榈油和菜油确定性相对较高的强弱表现预期，豆油的未来走势则拥有更多不确定性，这主要来自南美大豆产量形势及国内疫情发展形势的暂未明朗，这可能导致豆油在不同时期具有截然不同的强弱表现，对豆油月间价差走势的影响尤其大，此外还会导致豆油与其他植物油价差的波动出现相应变化。

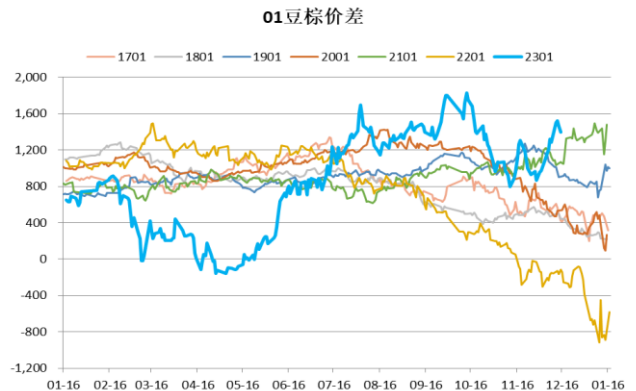
当前美豆偏紧的平衡表及南美天气炒作支撑CBOT大豆及升贴水报价，带来2月船期前国内较高的大豆进口成本，这在一定程度上支撑了近月豆油价格，助推了近期豆棕价差的反弹。然而，随着南美新作大豆产量形势逐渐走向明朗，CBOT大豆或有望结束当前高位震荡格局，这势必带来国内大豆进口成本的显著改变，并最终对豆油走势带来或向上或向下的作用。此外，国内防疫政策的放开带来短期感染病例的大幅攀升，对餐饮占比比较高的豆油近月需求不利，导致旺季需求不旺的情况，带来豆油15价差的反套走势。然而，随着明年疫情发展高峰过去，餐饮的日渐恢复将有望带来豆油需求好转，淡季不淡的需求可能提振远月豆油价格，但该时间拐点落在何处仍待进一步的观察，而这将影响未来豆油59价差的走向。

图 86：疫情及疫情放开初期需求不振，豆油 15 走出反套



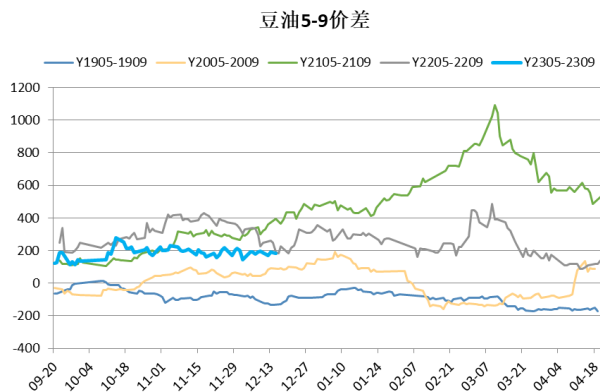
来源：Wind，中信建投期货

图 87：01 豆棕价差整体偏高运行受到较高大豆成本的支撑



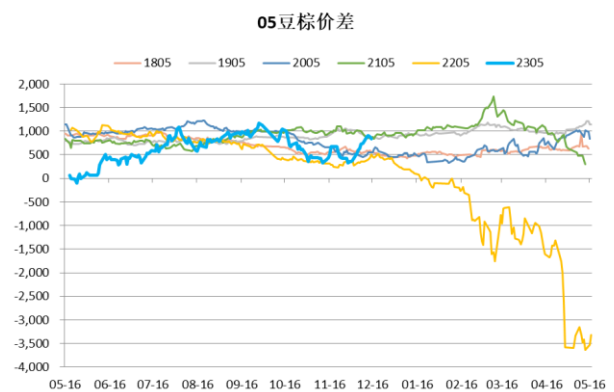
来源：Wind，中信建投期货

图 88：豆油 59 价差走向仍待国内疫情拐点的到来



来源：Wind，中信建投期货

图 89：05 豆棕价差走向预计将呈现明显波动特征



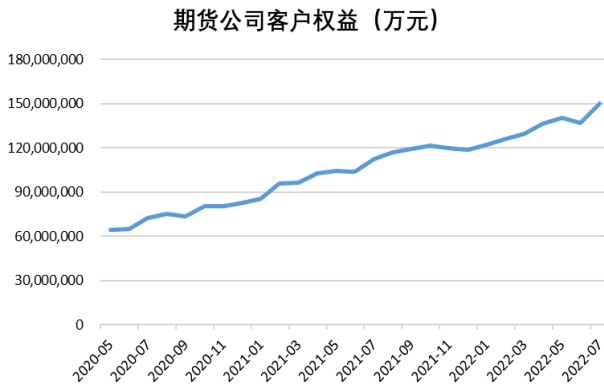
来源：Wind，中信建投期货

四、油脂市场投研体会及认知

（一）市场逻辑随投资者结构显著改变

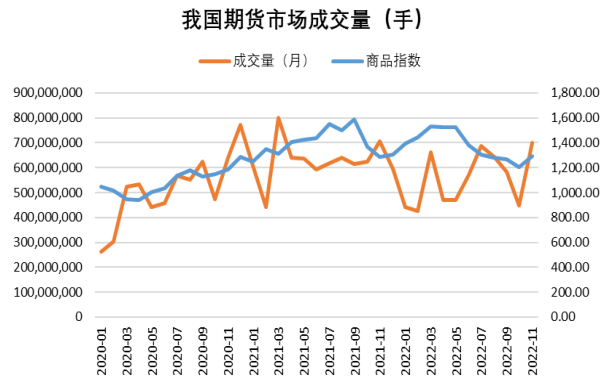
新冠疫情导致的全球供应链受阻及流动性泛滥，带来了过去两年的大宗商品牛市，吸引了大量配置资金的参与，而具备较多炒作题材的油脂市场更是吸引了较多资金的关注。根据中国期货业协会统计，国内期货市场权益从2020年1月的5066亿快速增长到2022年7月的15018亿，这背后是全天候策略和量化CTA策略正获得越来越多机构的青睐，FICC业务中的Commodity的重要性正在日益提升。

图 90：过去两年多来国内期货市场权益大幅增长



来源：中国期货业协会，中信建投期货

图 91：国内期货市场成交量保持高位



来源：Wind，中国期货业协会，中信建投期货

配置资金的大量入场极大地改变了商品市场的投资者结构，原本占据信息优势及市场主导的产业资本失去资金优势之后，开始在与资金的博弈中落了下风。这带来的后果是，相关产业逻辑在价格运行中的影响力出现减弱，特别是在距离交割月尚远的一些合约上，这也导致了一些产业及品种研究员的无所适从。

（二）产业的新战场：近月及价差

但东方不亮西方亮，产业很快开辟了新战场——近月及价差。近月合约因为距离交割月时间不多，配置资金早已移仓远月，这使得产业逻辑更容易占据主导。此外，产业掌握着相较资金更多的信息优势，对现货市场的供应、需求、库存等情况有着更为精准的把握，能够对期现价格如何收敛作出较好的预判。因而在过去的行情中，我们经常能看到临近交割月的某些合约走出波澜壮阔的行情，典型如棕榈油2203、菜油2209合约，其强势表现就是部分产业在预判到现货供应紧张局面难以缓解的情况下入场做多/接货所致，具有较高胜率和赔率。

图 92：棕榈油 2203 在 2 月中下旬后开启加速上涨修复基差



来源：Wind，中信建投期货

图 93：菜油 2209 临近交割月后开启暴力拉涨修复基差

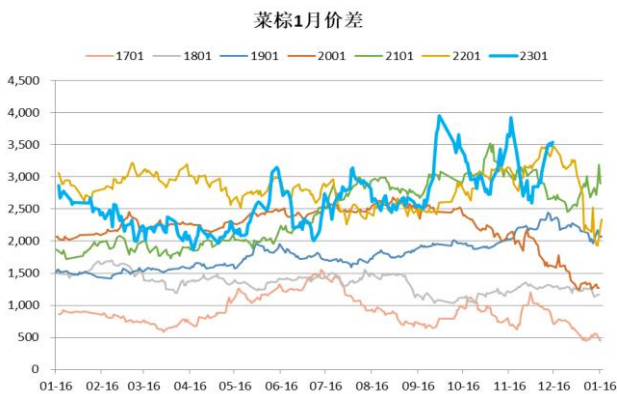


来源：Wind，中信建投期货

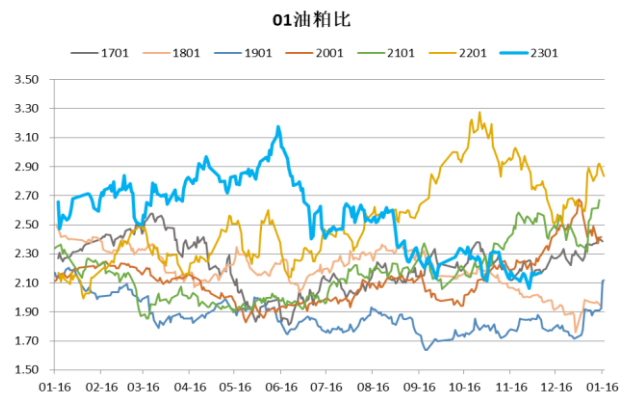
除了参与近月合约的期现收敛之外，产业逻辑的另一战场还在于价差，因价差能一定程度对冲宏观对单边走势的干扰，这在大家对油脂单边节奏普遍不太看得清楚的情况下，受到产业企业的青睐。此外，由于价差做

的是不同品种或不同月份合约的强弱，其底层驱动更多在于品种基本面，这显然落在产业企业的舒适圈内。也正是在许多企业积极参与价差套利的情况下，价差头寸的入场及出场对油脂单边波动的影响有所增加，我们有时看到没法用一般逻辑解释的波动，套入价差入场或出场后就能解释得通了，有时候我们甚至能看到价差波动基于单边的情况。典型如01菜棕价差及01油粕比，其套利交易就极大影响了相关品种单边走势。

图 94: 01 菜棕价差大幅波动带来菜油及棕榈油强弱快速变化 **图 95: 01 油粕比持续下行压制了油脂整体表现**



来源: Wind, 中信建投期货



来源: Wind, 中信建投期货

（三）激烈博弈下的反预期、反共识

在资金及产业的激烈博弈下，今年的我们比较强烈地感受到反预期、反共识走势的存在。身处油脂油料这个成熟度十分高的市场，市场的有效性体现于任何新增信息会被市场很快price in，大家很难凭借对公开信息的交易获得超额收益。由于场上专业投资者和产业太多，机构之间为了赚钱不得不开启疯狂内卷，在商品这个负和博弈的赛道，大家都在想方设法尝试站在比对手方更高的层次。“我预判了你的预判”、“我预判你预判了我的预判”……这导致了今年市场一些反市场预期及共识行情的频繁出现。

图 96: 棕榈油多次走出明显趋势后出现反转



来源: 博易大师, 中信建投期货

图 97: 豆粕在市场一片看衰声中的连创新高



来源: 博易大师, 中信建投期货

比如，在经历6-7月的商品暴跌后，大多数市场参与者仍沉浸于经济衰退担忧及商品崩盘的恐慌中时，文华

商品指数却以迅雷不及掩耳之势开启了10%的反弹，以棕榈油为首的油脂从低点的反弹幅度甚至高达20%以上，多头的这一轮反攻令新入场的空头受伤严重。又比如，尽管一度在原油暴跌拖累下在9月底出现向下破位，但棕榈油最终仍市场的风声鹤唳中顽强地收复失地并重回阶段性高点。以及，豆粕在市场一片看衰声中的连创新高。

这不禁让人思考，所谓的基本面分析或者说主流市场分析是否为主力资金提供了一种反向操盘的思路？这给我们带来的教训是，当市场预期过于一致时，不仅需要警惕预期落空可能带来的资金踩踏，还需警惕主力资金的反向反共识操作。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-68765927

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话：029-89384301

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6

电话：023-86769600

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com