

油脂油料半年报

2022年7月1日

中银期货研究部

周新宇

投资咨询号：TZ013174

从业资格号：F3000475

联系方式：021-61088084

行情波澜壮阔，转势路向何方？

摘要：

豆粕：

进入下半年美豆价格大幅下调可能性不大，美豆播种面积不及预期，新季美豆的容错空间被压制至极限，如果美国天气正常，那么美豆和国内豆粕将会承受一定的压力，但下方空间也相对有限，美豆1400-1600美分/蒲一线有较强支撑。而但凡美豆产区出现天气异常情况，美豆上方空间有望再度打开。

连粕自身驱动有限，主要还将跟随美豆运行。波段关注价格重心能否顺利上移至3900-4000，短线豆粕受累于油厂开机率高位运行，豆粕供给宽松的压力，豆粕基差整体承压，下游企业遇价格回落把握补货机会，对下半年豆粕不做过分悲观判断，油粕比有望走低，关注美豆产区天气状况。

棕榈油：

此前棕榈油受到印尼出口政策扰动使得价格回归迟滞，目前看印尼政策对于其国内的产业造成了负反馈，目前已从之前的出口限制政策转向出口推动。在进入6月中旬后，以棕榈油为代表的油脂板块出现了快速的回落，我们认为后续油脂整体重心依旧会向下运行，国内三大油脂的强弱关系依次为菜油、豆油、棕榈油。

对于油脂价格未来的最大不确定因素来自于美豆产区，若美豆本年度产量出现问题，则有望推动油脂板块再度出现阶段性走强，但豆油相对于棕榈油的强势预计将维持，豆棕价差有望进一步修复。

风险提示

俄乌冲突进展、美豆产区天气、东南亚产区天气、印尼出口政策变化。

1. 油脂油料商品半年度行情回顾

图表 1：国内油脂油料期货主力合约

日期	代码	开盘价 元/吨	收盘价 元/吨	涨跌幅 (%)	成交量 手
20220104			20220630		20220630
豆油	Y2209. DCE	8584	10280	19. 758	534243
棕榈油	P2209. DCE	7896	9564	21. 125	754788
菜籽油	O1209. CZC	11559	12053	4. 274	168762
大豆	A2209. DCE	5788	5976	3. 248	74024
豆粕	M2209. DCE	3262	3909	19. 834	669970
菜粕	RM209. CZC	2820	3428	21. 560	49873

资料来源：Wind，中银期货

2. 逻辑分析：豆类商品

2.1 外围市场

图表 2：美豆连续合约走势（美分/蒲式耳）



资料来源：WIND，中银期货

图表 3：美国大豆 6 月供需平衡表（百万吨）

时间	2020/2021		2021/2022		2022/2023	
	6 月	5 月	6 月	5 月	6 月	5 月
期初库存	14. 28	14. 28	6. 99	6. 99	5. 58	6. 39
产量	114. 75	114. 75	120. 71	120. 71	126. 28	126. 28
国内压榨	58. 26	58. 26	60. 28	60. 28	61. 37	61. 37
国内消费	61. 05	60. 05	63. 47	63. 47	64. 78	64. 78
出口	61. 52	61. 52	59. 06	58. 34	59. 87	59. 87
期末库存	6. 99	6. 99	5. 58	6. 39	7. 61	8. 43

资料来源：USDA，中银期货

图表 4: 全球大豆 6 月供需平衡表 (百万吨)

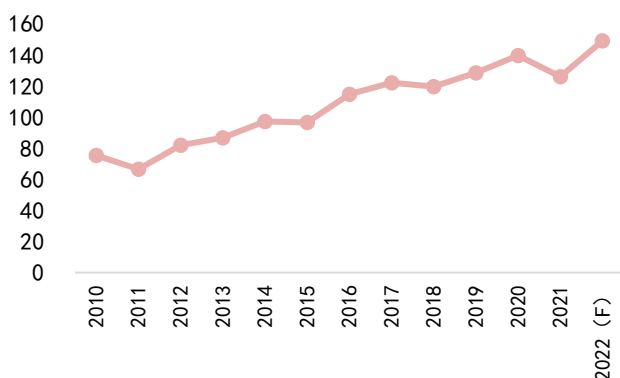
时间	2020/2021		2021/2022		2022/2023	
	6 月	5 月	6 月	5 月	6 月	5 月
期初库存	94.65	94.66	99.89	99.91	86.15	85.24
产量	368.13	368.12	351.99	349.37	395.37	394.69
进口	165.47	165.47	154.81	154.46	169.12	169.12
国内压榨	315	315	315.37	313.68	327.18	326.76
国内消费总量	363.85	363.84	364.65	362.93	377.86	377.44
出口	164.51	164.51	155.9	155.57	170.31	170.01
期末库存	99.89	99.91	86.15	85.24	100.46	99.6

资料来源: USDA, 中银期货

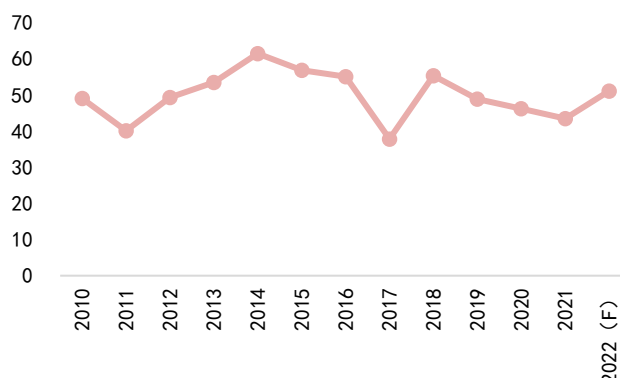
进入 2022 年后, 全球大豆价格高位运行, 南美大豆在 2021/22 年度经历了史诗级的减产为拉动价格上行的最主要因素。除此以外, 全球宏观面利多大宗, 俄乌战争引发全球粮食危机均加剧行情波动, 抬升豆类商品整体运行重心。

受到不良天气影响, 21/22 年度南美两大主产国巴西、阿根廷大豆产量均受到较大冲击, 美国农业部最新的月度供需报告给予了巴西 1.26 亿吨、阿根廷大豆 4340 万吨的产量预估, 在此年度, 南美大豆的整体产量损失达到了创记录的 2800 万吨, 直接致使全球大豆宽松供应预期逆转, 并将整体供应压力推向美国。

图表 5: 巴西大豆产量 (万吨)



图表 6: 阿根廷大豆产量 (万吨)



资料来源: Wind, 中银期货

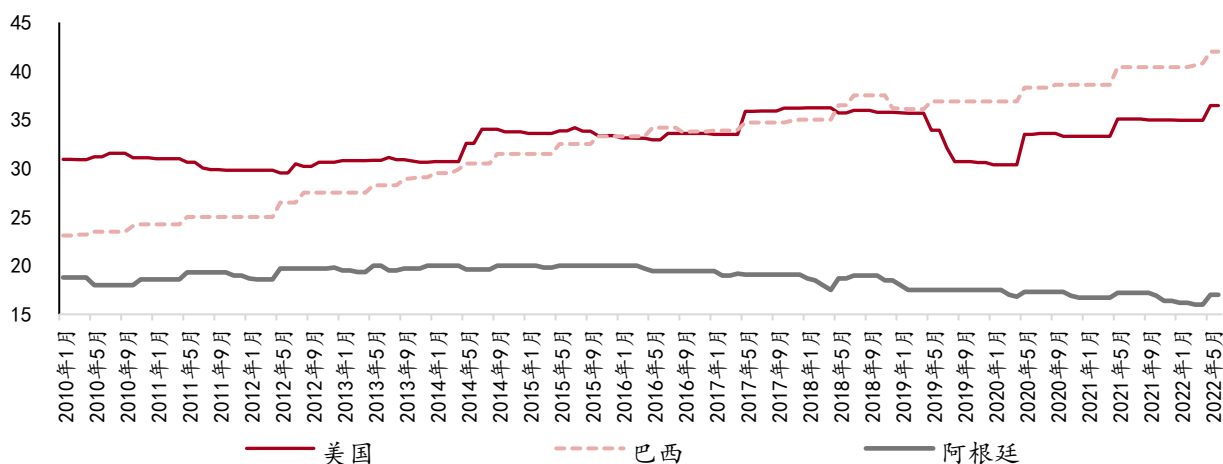
目前, 南美大豆收割基本完成, 后续可调整的空间非常有限, 因此对于南美产量的炒作基本结束。巴西供应能力的下降直接体现在其出口下滑, 2022 年 1-5 月巴西累计出口 4302 万吨, 较上同期的 4647 万吨减少 345 万吨。相比于上一自然年度的 9200 万吨的出口, 本年度巴西大豆的出口预计将下滑至 8500-8600 万吨一线。

USDA 从 5 月开始正式引入对 2022/23 新作年度全球大豆供需形势的估计。由于南美播种为时尚早, 市场关注的焦点集中在当前正在生长期的美豆。而对于美豆的炒作点, 则集中在种植面积与单产两项。

种植面积方面,美国农业部 6 月 30 日公布的数据显示,美国农民种植的玉米面积高于最初计划,而美豆种植面积则低于美国农业部 3 月意向面积数据。

2022 年美豆种植面积预计为 8832.5 万英亩,较 2021 年实际种植面积为 8719.5 万英亩增加 113 万英亩或同比增幅 1.29%, 低于市场此前预估的 9044.6 万英亩以及 3 月意向面积预估的 9095.5 万英亩。与去年相比,29 个生产州中有 24 个州的种植面积增加或不变,其中待播种面积为 1580.6 万英亩, 另外 2022 年美国大豆收割面积预计为 8,751.1 万英亩。

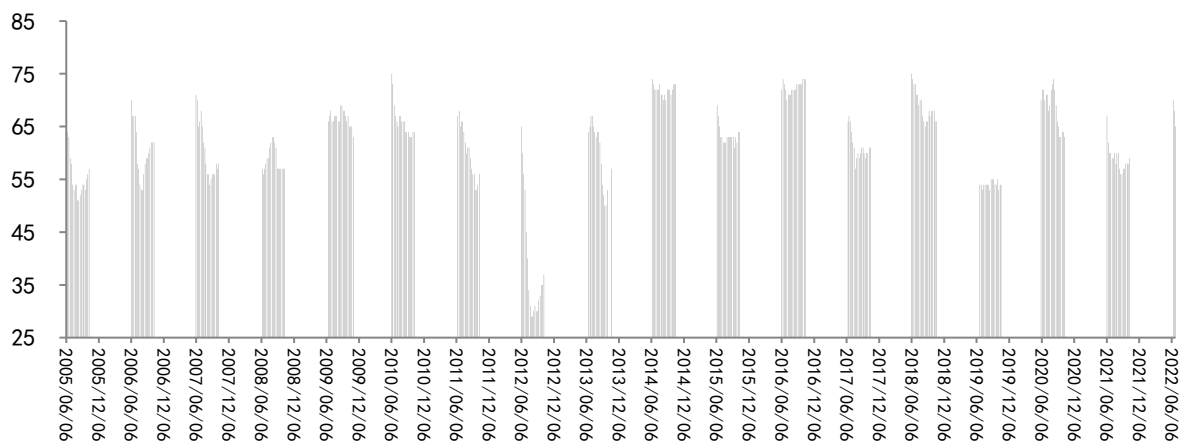
图表 7: 大豆主产国播种面积 (百万公顷)



资料来源: USDA, 中银期货

而单产方面, 21/22 年度拉尼娜导致南美大幅减产, 目前美豆播种结束, 截至 6 月 26 日, 98% 的大豆作物已经种植完。但是由于中西部东部和中南部各州的农作物受到炎热干燥天气影响, 全国玉米和大豆优良率降幅超预期。其中印第安纳州大豆优良率下降 9 个百分点, 肯塔基州下降 24 个百分点, 田纳西州下降 14 个百分点。美国大豆整体优良率为 65%, 较前一周 68% 减少 3 个点。目前全球还处于弱拉尼娜气候中, 7—8 月美国中西部产区的温度或较正常水平偏高, 而降雨水平偏低, 特别是爱荷华附近的中西部产区以及南、北达科他州所在的北部大平原地区中期存在干旱风险, 给未来美豆天气炒作留出想象空间。

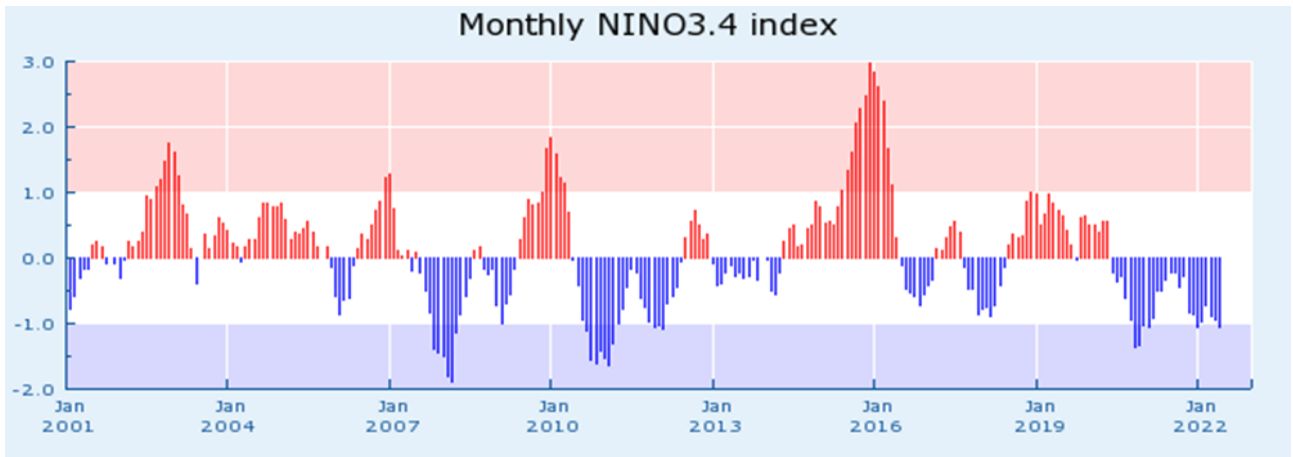
图表 8: 美豆优良率 (%)



资料来源: USDA, 中银期货

天气方面,当前拉尼娜现象始于2020年9月前后,此后多数时间都处于轻度至中度状态,到2022年4月,它愈演愈烈,导致赤道东太平洋上空出现自1950年以来罕见的寒流。世界气象组织6月10日发布最新预测显示,当前拉尼娜现象持续到7月或9月的可能性为50%至60%。美国国家海洋和大气管理局预测,拉尼娜现象持续到2023年初的可能性为51%。

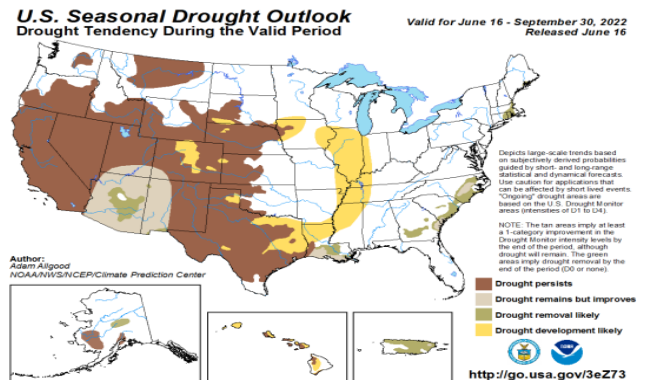
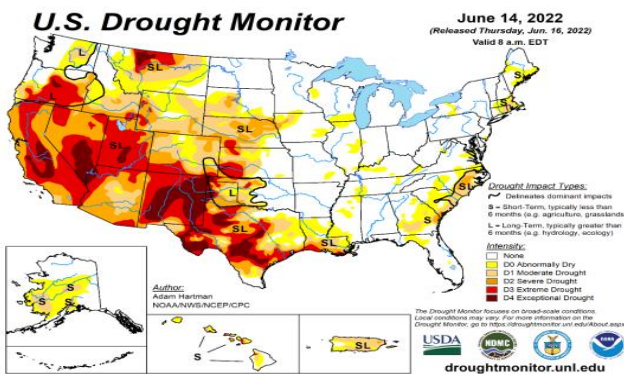
图表 9: NINO3.4 指数



资料来源: ELDERS Weather, 中银期货

图表 10: 美国干旱监控

图表 11: 美国季度干旱预测



资料来源: NOAA, 中银期货

21/22 年度美豆单产为 51.5 蒲式耳/英亩,目前美国农业部依旧沿用趋势单产预估,我们经过推算,若 22/23 年度美豆单产分别达到 51.5、52、52.5 水准,美豆均不能实现累库。在单产超过 52.5 蒲式耳/英亩后,美豆的结转库存会逐步向 21/22 年度靠拢。

图表 12: 美豆供需平衡表与预估(万英亩, 百万蒲式耳)

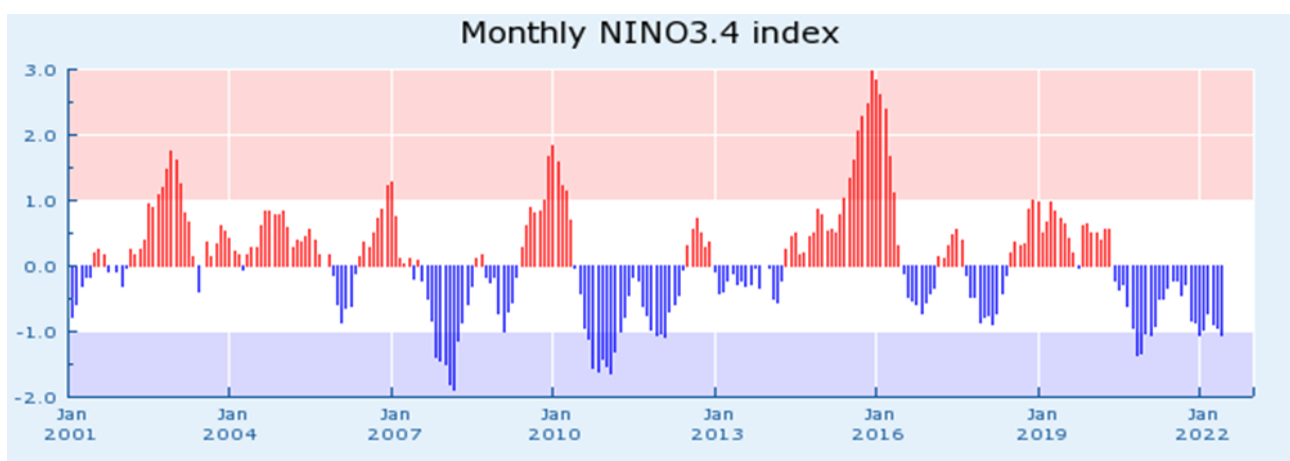
年份	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23(预计)	22/23 (预计)	22/23 (预计)
种植面积(百万英亩)	89.2	76.1	83.4	87.2	88.32		
收获面积	87.6	74.9	82.6	86.3	88.3		
收获比例	98.2%	98.5%	99.0%	99.0%	99.2%		
单产	50.6	47.4	51	51.4	51.5	52	52.5
产量	4428	3552	4216	4435	4547	4592	4636
期初库存	438	909	525	257	245		
进口	14	15	20	15	15		
总供给	4880	4477	4761	4707	4905		
国内消费	2219	2270	2243	2332	2367		
出口	1752	1682	2261	2130	2300		
总消费	3971	3952	4504	4462	4667		
期末库存	909	525	257	245	141	186	230
库存消费比	22.9%	13.3%	5.7	5.5%	3%	3.9%	4.9%

资料来源: USDA, 中银期货

整体而言, 美国农业部 6 月的报告中一方面旧作数据明确了短期全球大豆的紧缺局面, 一方面对于 22/23 年度产量打足预期, 若客观因素扰动不强, 各主产国的大豆种植面积将呈现显著增长。

其中巴西大豆随着种植面积同比增长近 3%, 单产恢复到 20/21 的水平, 巴西产量预计为 1.49 亿吨, 高于 2020/21 年度的 1.44 亿吨。阿根廷的大豆种植面积同比增长 6%, 单产的恢复将使作物产量增至 5100 万吨。

图表 13: NINO3.4 指数



资料来源: ELDERS Weather, 中银期货

2.2 国内豆类市场

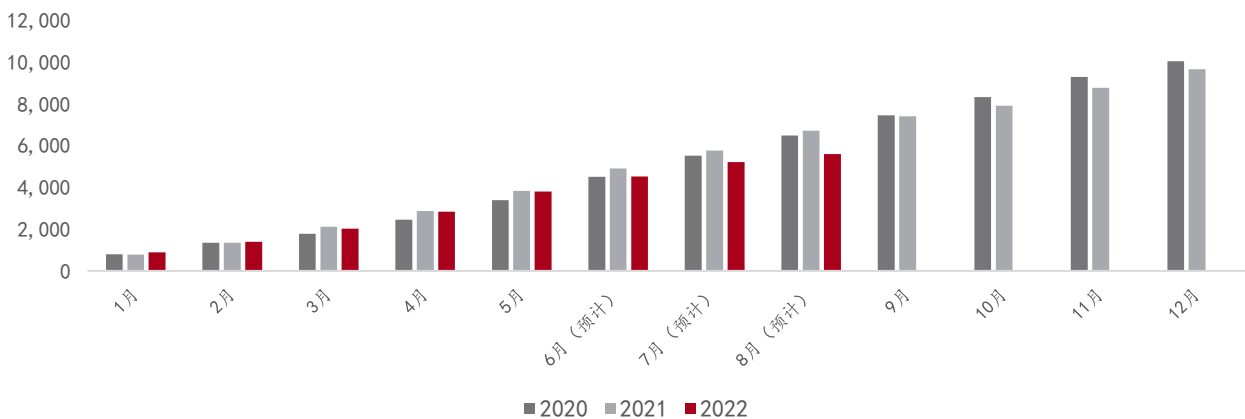
图表 14: 中国大豆供需平衡表 (千吨)

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
年初库存	6260	7580	12800	13680	7830
产量	15700	16950	17590	16420	17995
种植面积	8510	9350	9710	8550	9750
收获面积 (千公顷)	8424.9	9163	9612.9	8960	9653
收获率 (%)	99	98	99	99	99
调整后单产 (吨/公顷)	1.86	1.85	1.83	1.93	1.85
进口量	82600	98520	99780	97500	98500
总供给	104560	123050	130170	130600	124325
种用量	660	800	900	850	900
食用消费	16500	18600	19200	19800	19800
压榨 (全部)	79490	90350	95550	98270	97730
国产大豆压榨	2590	2850	3050	2870	3230
进口大豆压榨	76900	87500	92500	95400	94500
损耗量	100	250	250	250	250
国内消费量	96750	110000	115900	119170	118680
出口量	230	250	590	600	600
总消费	96980	110250	116490	119770	119280
年末库存	7580	12800	13680	7830	5045
年末库存/消费量 (%)	7.82	11.61	11.74	6.54	4.23

资料来源: 汇易, 中银期货

2022 年至今, 中国进口大豆维持稳定状态 21/22 年度国内预估累计采购 8860 万吨。截至 5 月底, 国内进口大豆采购量 3803 万吨, 较去年同期的 3823 万吨基本持平。但由于压榨利润不佳, 三季度采购目前依旧存有大约 300 万吨缺口, 后续需加快采购进度。

图表 15: 中国大豆进口累计值 (万吨)

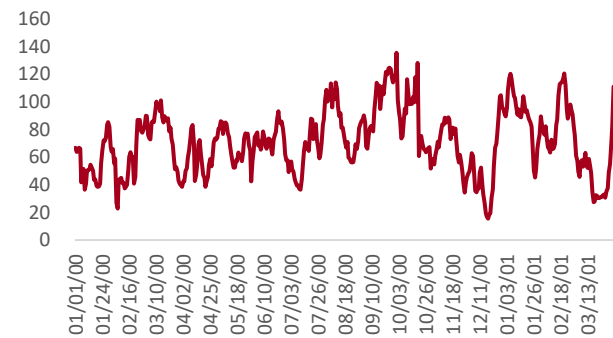


资料来源: Wind, 中银期货

目前国内大豆供应宽松，大豆及豆粕库存均处于相对高位。根据我的农产品统计，截至6月24日，国内主要区域大豆库存为561.2万吨，同比去年减少49.43万吨，减幅8.09%。豆粕库存为111.75万吨，同比去年减少4.9万吨，减幅4.2%。

图表 16: 中国大豆港口库存

图表 17: 中国豆粕库存量 (万吨)

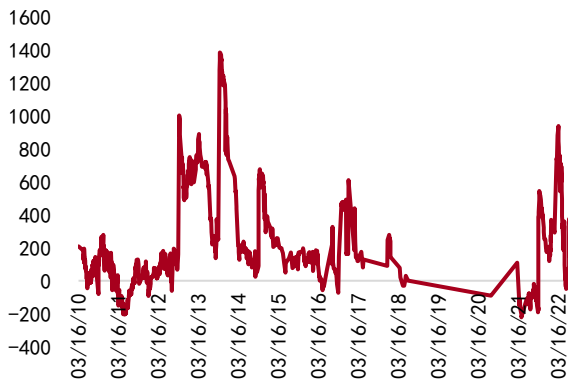


资料来源: Wind, 中银期货

国内大豆及豆粕的供应短期看较为宽松，但后续由于采购不足目前存在转为紧张的可能性。其次国内的驱动相对较弱，决定国内豆类商品走势的关键依旧在外围，美豆新作的生长情况至关重要，若新季美豆生长遭遇气候问题，则全球大豆的运行中枢有望再度上行。

图表 18: 豆粕 9 月基差情况 (元/吨)

图表 19: 豆粕 5 月基差情况 (元/吨)



资料来源: 大商所, 中银期货

3. 逻辑分析：油脂

3.1 产区棕榈油基本面情况

进入 2022 年以来，尤其是俄乌问题爆发后，除了油价飙升引发关注以外，全球的农产品价格也在大涨。油脂板块上半年巨幅波动，5 月底，棕榈油期货价格涨幅高达 45%，最高时涨幅接近 60%，豆油期货涨幅超 50%。但进入 6 月后，油脂板块大幅下挫，截至 6 月 30 日，半年涨幅跌去大半。

对于本轮农产品涨价的起始，很重要的背景就是新冠疫情和为了应对疫情开始的货币超发。其次，2021 年“双拉尼娜”的形成对多地的农产品生长造成了冲击。因而在气候因素影响下，多种粮食普遍面临供给下调、库存偏低，去年四季度农产品价格就重新开始了上行趋势。除此以外，全球贸易保护主义的升温，或将在供给整体偏紧的背景下加剧结构性矛盾。

图表 20：主要机构预估马来西亚供需情况（万吨）

	产量	进口	出口	国内消费	库存
MPOB5 月	146	5.08	135.9	27.4	152.2
MPOB4 月	146	7.6	105.4	31.5	164
MPOB3 月	141	8.4	126	27.6	151.8
MPOB2 月	113.7	14.98	109.8	22.2	151.8
MPOB1 月	125.3	7.0	115.7	22.8	155.2
MPOB12 月	145	10.2	141.4	37.3	158.3
MPOB11 月	163.5	9.7	147	28.2	181.7
MPOB10 月	172.5	5.04	141.7	27.08	183.4
MPOB9 月	170.3	7.4	159.7	31.2	174.6
MPOB8 月	171	9.1	116.2	25.2	187.4
MPOB7 月	152.3	5.4	140.8	28.6	149.6
MPOB6 月	160.6	11.3	142	25.6	161.4
MPOB5 月	157.1	8.9	126.5	37.2	156.8
MPOB4 月	152.2	10.9	133.8	19.1	154.5
MPOB3 月	142	13.7	118.2	23.9	144.6
MPOB2 月	110	8.7	89.6	32.2	130.1
MPOB1 月	112.6	16.5	94.7	28.5	132.4

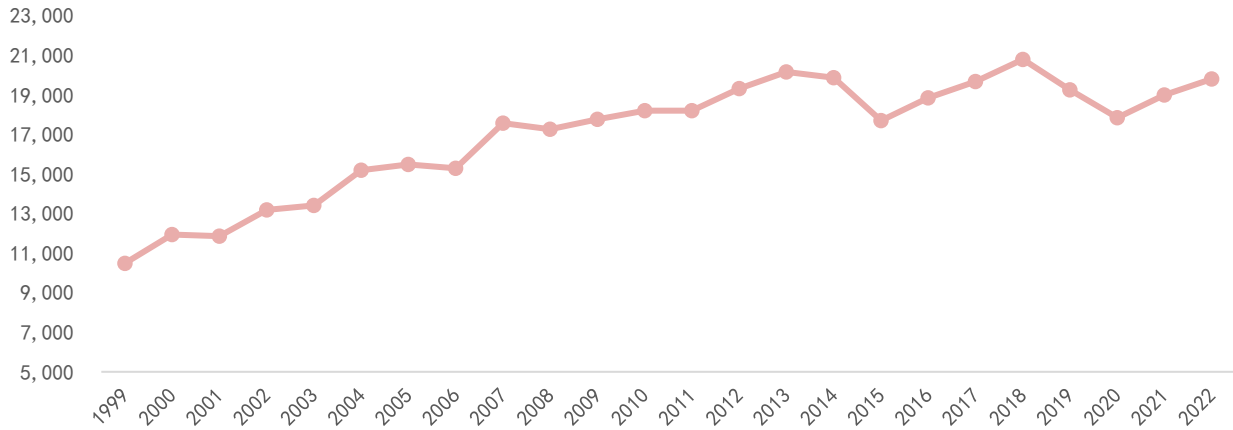
资料来源：MPOB，中银期货

棕榈油依旧引领油脂市场，而马来与印尼作为主产区在 2022 年上半年演绎了精彩的故事。

马来在产量方面表现的相对平淡，2022 年 1-5 月马来棕榈油累计产量与 2021 年基本持平。在上半年，马来受到天气、劳动力、疫情影响，并没有表现出明显的增产迹象。美国农业部预计马来 2022 年棕榈油产量 1980 万吨，较上一年度抬升 80 万吨。

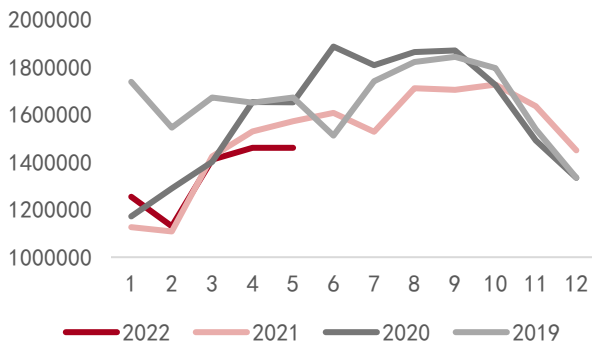
从季节性角度看，马来前 5 个月表现一般，出口处于历史平均水准。进入 6 月后，预计马来将重新进入增产、累库节奏。SPPOMA 数据显示 2022 年 6 月 1-25 日马来西亚棕榈油单产增加 18.29%，产量增加 17.19%。整体看 6 月产能值得期待。

图表 21: 马来西亚棕榈油产量 (千吨)

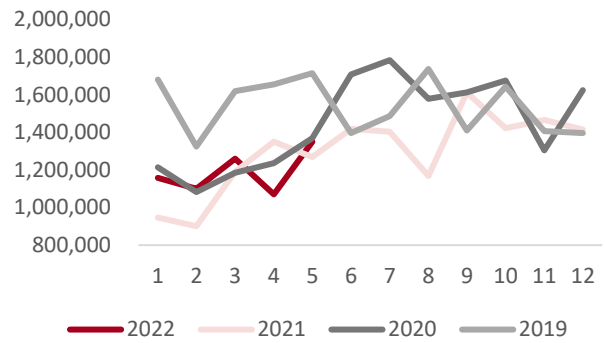


资料来源: USDA, 中银期货

图表 22: 马来棕榈油产量季节性 (吨)

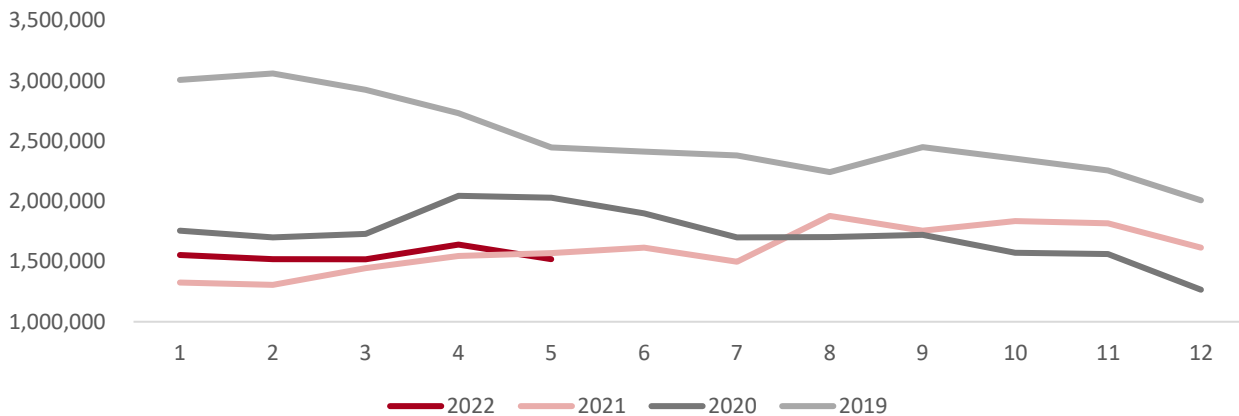


图表 23: 马来棕榈油出口季节性 (吨)



资料来源: MPOB, 中银期货

图表 24: 马来西亚棕榈油库存 (千吨)

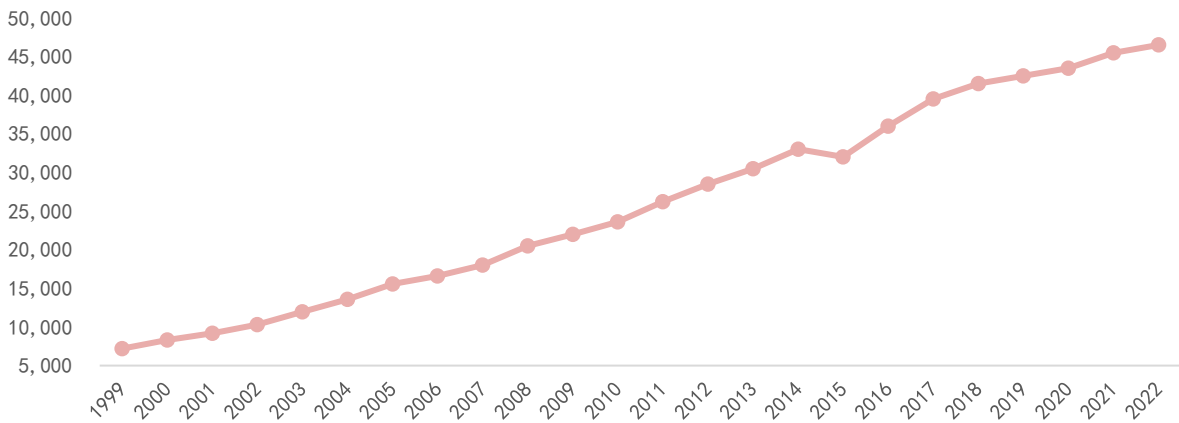


资料来源: MPOB, 中银期货

库存方面，马来库存处于历史低位水准，但预计 6 月公布的供需数据马来会重回累库节奏。

相比马来，印尼表现出不错的增产节奏。2022 年 1-3 月印尼棕榈油累计产量约 1221 万吨，同比增幅接近 9.5%。美国农业部预计印尼 2022 年产量达到 4650 万吨，较上一年度抬升 100 万吨。

图表 25：印尼棕榈油产量（千吨）



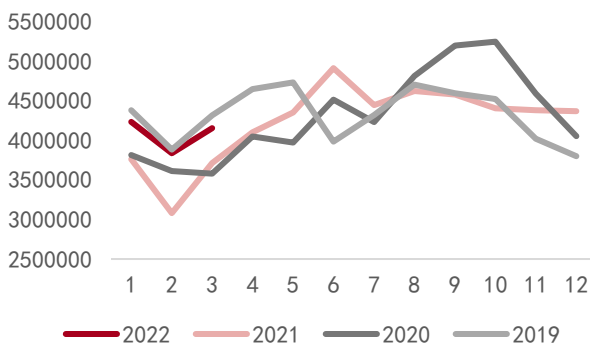
资料来源：USDA，中银期货

马棕库存处于低位，但印尼却几乎是满库状态，亟待去库存。

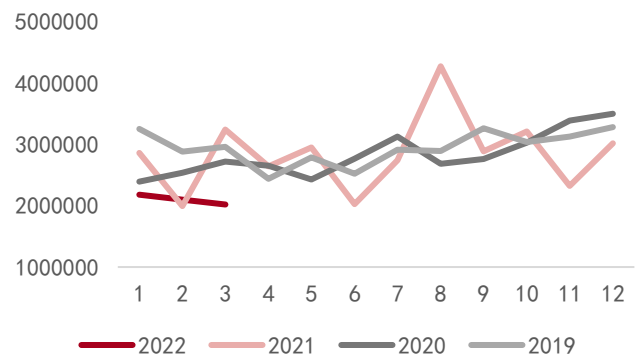
当前棕榈出口国在棕榈油出口贸易上获利颇丰，印尼作为全球最大的棕榈油出口国，极力想在出口量与出口单价之间寻找平衡以获得利益最大化，因此我们看到在短短的几个月内，印尼政府对于其棕榈油出口政策做出了超过 10 次调整。

印尼的出口政策抬升了价格重心，但带来的另一个后果是棕榈油消费端的不畅以及产地库存的累计。因出口限制问题，印尼 1-5 月累计出口量预计仅在 880 万吨左右，同比下降 36%。印尼本身棕榈油并不短缺，3 月印尼国内棕榈油库存达历史新高的 568 万吨。出口低迷使得印尼本国的库存将迅速抬升，承受非常大的库存压力。

图表 26：印尼棕榈油产量季节性（吨）

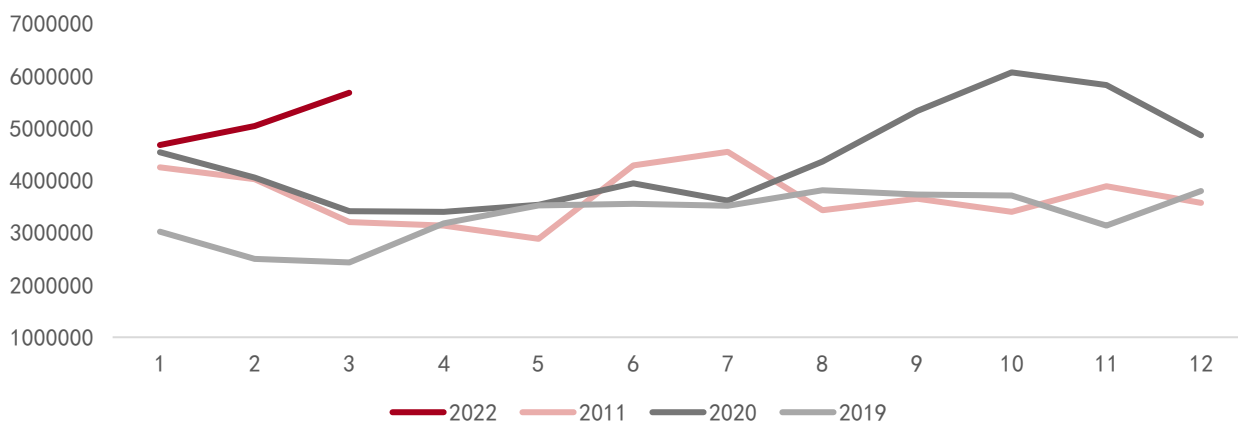


图表 27：印尼棕榈油出口季节性（吨）



资料来源：GAPKI，中银期货

图表 28: 印尼棕榈油库存 (千吨)



资料来源: GAPKI, 中银期货

因此在短暂的出口禁令后, 印尼调整政策试图提振其国内棕榈出口。6月7日, 印尼调升毛棕榈油出口税的同时调降出口专项税, 二者的费用总计由先前的 575 美元降至每吨 488 美元, 此外政府对于不愿意等待 DMO 销售核实的出口商设定了 200 美元的特别税, 此做法也存在变相鼓励增收特别税嫌疑。

5月23日印尼重新实施 DMO 政策以来, 截至6月8日, 印尼已发放与 DMO 挂钩的 45 万吨棕榈油出口许可证, 同时印尼政府宣布将通过特别许可分配 100 万吨棕榈油出口。

6月13日, 印尼政府表示将根据出口加速计划批准 116 万吨棕榈油的出口许可, 并宣布将允许在国内供应的基础上出口 225 万吨棕榈油产品。截至6月28日, 印尼政府已签发总计 189 万吨出口许可。

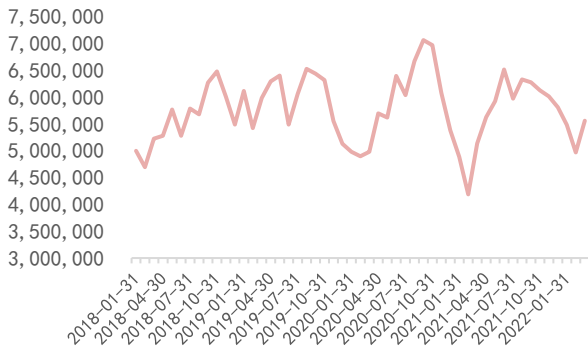
根据历史数据, 印尼5、6月历史同期的出口量基本在 250 万吨左右, 截至6月底印尼已签发的出口许可仍未达到正常水平, 实际出口的货物数量更是由于物流问题远远低于签发的水平。

图表 29：2022 年以来印尼植物油政策简介

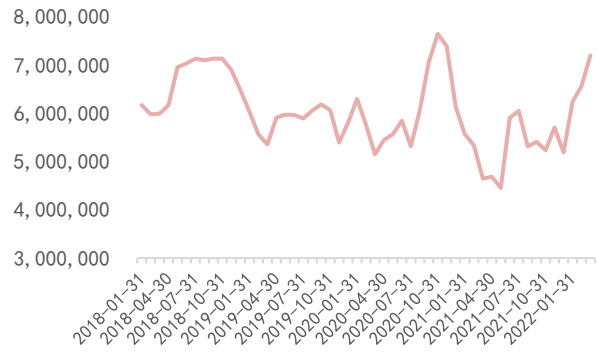
日期	内容简介
2022-01-05	印尼政府宣布通过从棕榈油出口中征收 3.6 万亿印尼盾出口税补贴棕榈油国内价格。
2022-01-18	印尼贸易部规定自 1 月 19 日起实施零售食用油单一价格为每升 14000 印尼盾, 时间为期 6 个月。
2022-01-18	印尼要求毛棕榈油、油脂产品和二手食用油的出口商提前报告其出口计划, 因为政府正在密切监测国内供应情况。
2022-01-24	从 1 月 24 日起的六个月里, 印尼对棕榈油出口实施出口许可证制度。出口商必须提交未来六个月的出口计划和当地供应部分的详细信息。
2022-01-27	从 1 月 27 日起印尼将实施一项名为"国内市场义务" (DMO) 的新规定, 强制要求食用油出口商必须在国内销售一定数量的食用油; DMO 规定将适用于所有食用油出口商, 计划出口食用油的 20% 必须在国内市场销售。
2022-02-09	印尼已将其对棕榈油产品的出口许可要求扩大到包括其他衍生品。
2022-03-09	印尼贸易部长表示印尼将棕榈油 DMO 出口规定从 20% 提高至 30%, 新的 DMO 规定是为了维持国内食用油价格的稳定。
2022-03-17	印度尼西亚贸易部长穆罕默德鲁特菲表示, 印尼将取消 DMO 政策, 转而提高棕榈油出口税。他表示棕榈油出口税将从 375 美元/吨的综合上限提高到 675 美元/吨。当价格达到 1500 美元/吨时, 将适用最高毛棕榈油 (CPO) 税。
2022-04-22	印尼总统佐科维多多宣布禁止出口食用油吸其原材料。
2022-04-28	4 月 27 日, 印尼宣布将扩大出口禁令, 将毛棕榈油、精炼 33 度、精炼 24 度、酸化油、餐厨废油、从工厂废水捞出来的油均列入其中, 该禁令相当于推翻了此前只适用于精炼 24 度棕榈油的禁令内容。
2022-04-28	印尼棕榈油局会议中表示, 随着大宗食用油供应的改善, 价格将很快达到印尼政府的要求, 预计食用油出口禁令将在 5 月解除。他表示, 印尼国内对散装食用油的需求约为每月 20 万吨, 这个数量不难满足。
2022-05-19	印尼总统 Jokowi 表示印尼政府从下周一起解除棕榈油出口禁令。
2022-05-20	印尼首席经济部长艾兰加·哈尔塔托周五表示, 在下周一棕榈油出口禁令取消后, 印尼将对棕榈油实施国内市场销售义务 (DMO) 要求。
2022-06-10	印尼已修订棕榈油出口税规则, 当 CPO 参考价高于 1500 美元/吨时, 毛棕榈油出口关税 (tax) 从此前 200 美元/吨上调至最高 288 美元/吨。将毛棕榈油的出口专项税 (EXPORT LEVY) 最高限额自每吨 375 美元下调至 200 美元/吨, 自 6 月 14 日起生效, 直至 7 月 31 日;
2022-05-15	自 8 月 1 日开始, 当毛棕榈油官方参考价格超过每吨 1,500 美元时, 毛棕榈油的出口专项税最高限额将为每吨 240 美元。

资料来源: 新闻资料, 中银期货

图表 30: 印尼+马来棕榈油产量 (吨)



图表 31: 印尼+马来棕榈油库存 (吨)



资料来源: GAPKI, MPOB, 中银期货

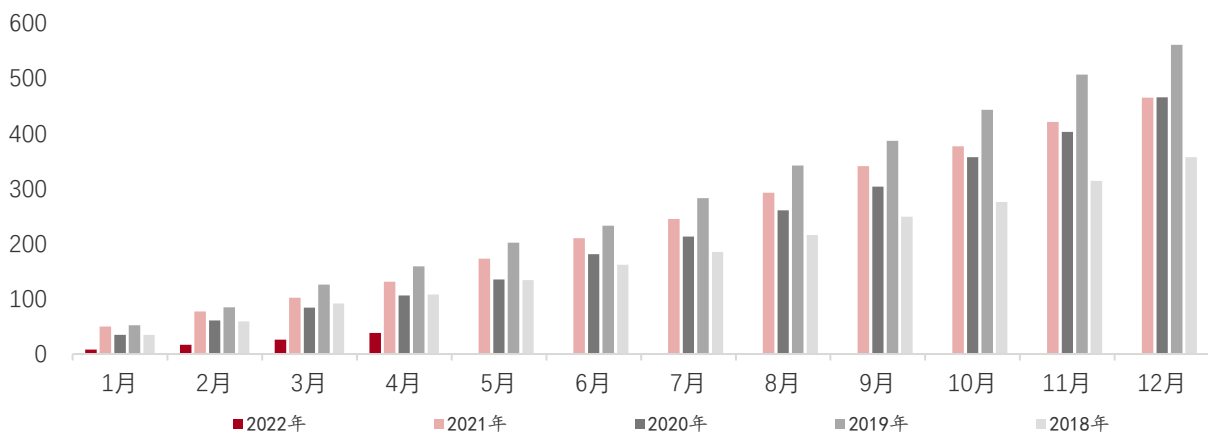
棕榈油主产国基本面方面, 马来的供需情况相对健康, 但印尼面临着相对严峻的胀库风险。根据 Gapki 最新发布的数据, 印尼 4 月底的棕榈油库存就已高达 610 万吨。若产量出口无重大变化, 印尼 5 月份棕榈油库存将达 804 万吨, 六月底库存将超过 950 万吨, 或将超出印尼本国的库存能力。

3.2 中国棕榈油基本面情况

由于棕榈油进口利润长期处于倒挂, 国内卖家面对高价下的棕榈油望而却步, 导致国内一季度棕榈油进口量始终不及往年同期进口水平。一季度我国棕榈油进口约 50 万吨, 主要进口国为印度尼西亚和马来西亚, 其中印度尼西亚进口棕榈油 25.83 万吨, 占比 52%, 从马来西亚进口棕榈油 24.28 万吨, 占比 48%。

进入二季度, 国内棕榈油进口状况依旧未有好转, 2022 年 4 月中国棕榈油进口量为 12 万吨, 5 月进口棕榈液油 10.57 万吨, 1-5 月累计进口 49 万吨, 同比下滑 71%。

图表 32: 中国棕榈油进口累计值 (万吨)



资料来源: 海关总署, 中银期货

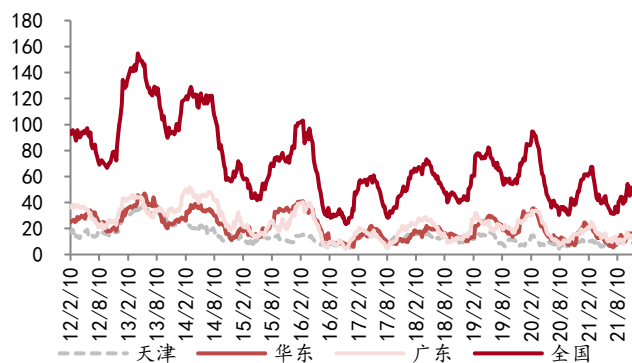
因性价比的关系抑制消费，中国棕榈油液油的消费基本维持在每月 15 万吨左右的刚需。库存依旧处于低位运行。截至 2022 年 6 月 24 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 20.93 万吨，同比 2021 年第 25 周棕榈油商业库存减少 19.69 万吨，降幅 48.47%。

目前棕榈油厂家走货情况一般，新增订单零星；销区市场走货不快，市场需求清淡。目前市场供应端缩量明显，当下经济环境低迷，叠加高温天气及疫情限制，需求端表现依旧疲软。由于市场供需均偏弱，贸易商存在一定上货压力。

图表 33：中国棕榈油港口库存（万吨）



图表 34：中国棕榈油商业库存（万吨）



资料来源：Wind，中银期货

4. 行情前瞻

4.1 豆类商品

图表 35：美豆种植意向情况(万英亩)

年度	3月意向面积	6月播种面积	1月定产面积	变化幅度
2010/11	7809	7890	7740	-0.89%
2011/12	7661	7521	7498	-2.13%
2012/13	7390	7608	7720	4.47%
2013/14	7713	7773	7653	-0.78%
2014/15	8149	8484	8370	2.71%
2015/16	8464	8514	8265	-2.35%
2016/17	8224	8369	8343	1.45%
2017/18	8948	8951	9014	0.74%
2018/19	8898	8956	8920	0.25%
2019/20	8462	8004	7610	-10.07%
2020/21	8351	8380	8310	-0.49%
2022/23	9095	8832	-	-

资料来源：USDA，中银期货

2022年3月31日的种植意向报告中，美豆面积高于玉米，这在历史上仅是第三次，但在6月30日的种植面积报告中，玉米又重新夺回了美国产量最大作物的称号，不过美豆面积8832.5万英亩仍然是四年来最高水平。

在季度库存报告方面，截至6月1日当季美豆库存为9.7144亿蒲式耳，此前市场预估为9.65亿蒲式耳，去年同期为7.6904亿蒲式耳。数据显示，6月1日当季美国大豆农场内库存为3.314亿蒲式耳，去年同期为2.199亿蒲式耳；农场外库存为6.4004亿蒲式耳，去年同期为5.4914亿蒲式耳。

美国农业部5月的报告中一方面旧作数据明确了短期全球大豆的紧缺局面，一方面对于22/23年度产量打足预期，若客观因素扰动不强，各主产国的大豆种植面积将呈现显著增长。

在22/23年度，巴西大豆随着种植面积同比增长近3%，单产恢复到20/21的水平，巴西产量预计为1.49亿吨，高于2020/21年度的1.44亿吨。阿根廷的大豆种植面积同比增长6%，单产的恢复将使作物产量增至5100万吨。但南美播种为时尚早，整体变量较高，尚不足以对当前盘面造成较大波动。

美国方面，21/22年度美豆单产为51.5蒲式耳/英亩，若22/23年度美豆单产分别达到51.5、52、52.5水准，美豆均不能实现累库。在单产超过52.5蒲式耳/英亩后，美豆的结转库存会逐步向19/20年度靠拢。

此外，全球粮食短缺和安全仍然是一个国际问题，俄乌冲突尚未结束，如果接下来出现全球肥料短缺，这一问题可能会加剧。在俄乌战争结束之前，谷物应该会得到进一步支持，豆类市场成为追随者，农产品将在萧条中继续得到支撑。

我们认为进入下半年美豆价格大幅下调可能性不大，美豆播种面积不及预期，如果三季度美国天气正常，那么美豆和国内豆粕将会承受一定的压力，但下方空间也相对有限，美豆 1400-1600 美分/蒲一线有较强支撑。而一旦美豆产区出现天气异常情况，美豆上方空间有望再度打开。

连粕自身驱动有限，主要还将跟随美豆运行，关注价格重心能否顺利上移至 3900-4000 点，短线豆粕受累于油厂开机率高位运行，豆粕供给宽松的压力，豆粕基差整体承压，下游企业遇价格回落把握补货机会。目前美豆容错率被压制至极限，对豆类商品不做过分悲观判断，关注美豆产区天气状况。

4.2 油脂

棕榈油受到印尼出口政策扰动使得价格回归迟滞，目前看印尼政策对于其国内的产业造成了负反馈，目前已从之前的出口限制政策转向出口推动。因此在进入 6 月中旬后，以棕榈油为代表的油脂板块出现了快速的回落，我们认为后续油脂整体重心依旧会向下运行，国内三大油脂的强弱关系预计依次为菜油、豆油、棕榈油。

棕榈油主产国产能逐步恢复，整体库存处于高位，尽管马来西亚在 5 月产能因为节假日较多及劳动力不足受到损失，但 6 月产能恢复值得期待。棕榈油最大生产国印尼的产量在增产周期恢复较快，除了今年 2 月产量低于 400 万吨，过去 13 个月已累计 12 个月产量超过 400 万吨。整体看，棕榈油主产国叠加的库存量目前已处于历史高位，印尼的库存压力尤其明显，而前期核心的驱动因素之一就是印尼对棕榈油实行出口限制。近期印尼关税和出口限制的放松，可以说是对之前高压出口限制的一种缓解，加上市场本就存在供应加速预期，棕榈油高位出现了回落走势。

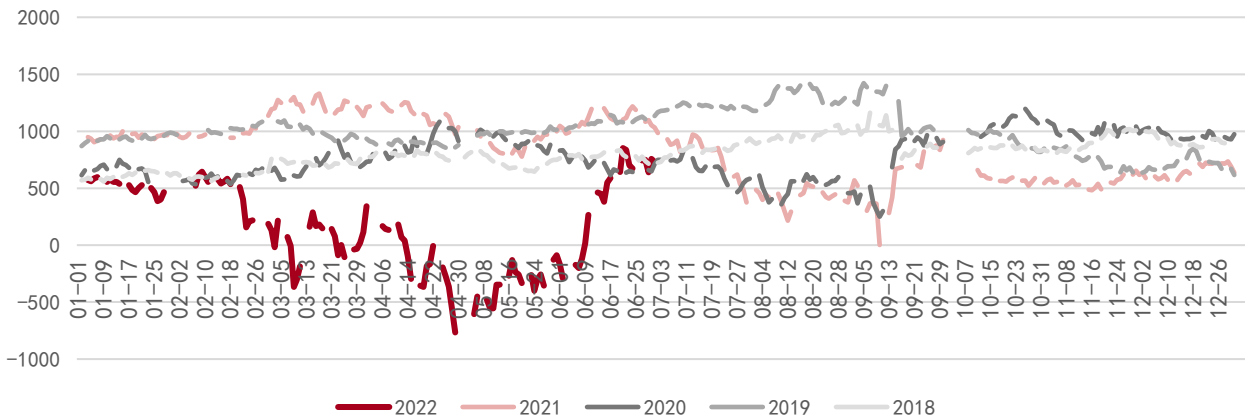
此外，宏观因素对商品有利空效应，美元加息预期和美元指数走势对于高位运行中的大宗商品也存在不利因素。美联储的超预期加息将会导致全球大宗商品进入下跌区间，从某种程度上来说，美联储已经开启抵御通胀的新篇章，而能源价格下降则成为美国控制通胀的关键。原油依旧在通过生物柴油链条对油脂价格构成明显影响。短期内，一旦原油价格出现调整，将对整体大宗商品价格构成压制。长期来看，需要观察加息对通胀的抑制作用。

棕榈油性价比缺失影响消费，长期以来，油脂价格主要由生产成本与食用安全属性决定，棕榈油产量极高，通常情况下棕榈油的生产成本仅为美豆油生产成本的一半。而食品安全方面，棕榈油富含饱和脂肪酸，在食品健康方面无优势，此外欧洲标准食品机构 EFSA 曾发布警告说，棕榈油加工过程中会产生致癌物—缩水甘油脂肪酸酯(GE)。因此在供应正常化的情况下，棕榈油的价格低于豆油是产品属性决定，不具备长时间倒挂的基础。在 2022 年，棕榈油价格大幅高于豆油，消费端选择能替尽替，棕榈油消费压至刚需，2022 前四个月 24 度棕榈油的月度消费均值不到 20 万吨，而正常年份的月度消费量接近 50 万吨，豆油作为当前最具性价比的油脂需求增幅最为明显。若豆油的长期替代形成消费习惯，棕榈油此前依靠廉价占据的市场地位有可能遭受冲击，在全球油脂供需恢复正常后，棕榈油想要重新获得市场份额或许需要在价格上做更多的让步。

国内库存或缓慢抬升，由于棕榈油进口成本处于历史高位，2021 年下半年以来进口利润倒挂，长期为负值，进口商进口动力不足，买船稀少。印尼出口禁令解除后，远月新增部分买船，但近月供应仍然紧张。5 月下旬随着现货价格的大幅上涨，印尼出口放开使得进口成本有所降低，进口利润得到修复，回归正值，刺激进口商买船意愿提升。后期若进口增加，或可以改善国内供给紧张、成交低迷的格局。

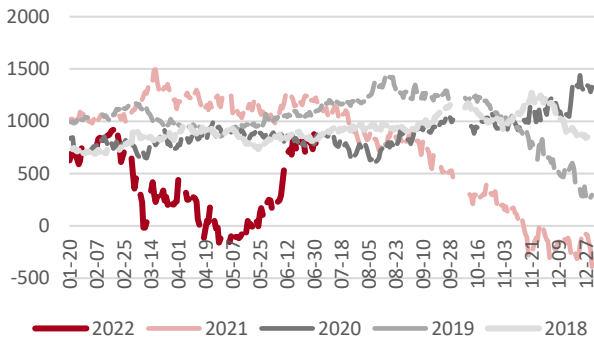
综上所述，我们认为棕榈油现货价格见顶，对于油脂价格未来的最大不确定因素来自于美豆产区，若美豆本年度产量出现问题，则有望推动油脂板块再度出现阶段性走强，但豆油相对于棕榈油的强势预计将维持，豆棕价差有望进一步修复。

图表 36: 豆油-棕榈油 09 合约价差 (元/吨)

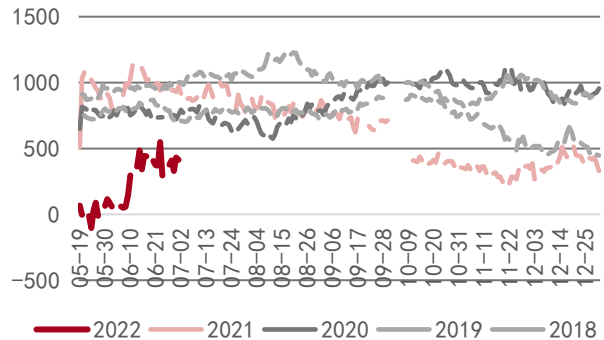


资料来源：大商所，Wind，中银期货

图表 37: 豆油-棕榈油 01 合约价差 (元/吨)



图表 38: 豆油-棕榈油 05 合约价差 (元/吨)



资料来源：大商所，Wind，中银期货

图表 39 豆棕价差分析与展望 (元/吨)

	2301 合约	2305 合约
价差均值	1027	852
价差中位数	950	848
第一目标	1100-1300	1000-1200
第二目标	1500-2500	1200-2000

资料来源：大商所，Wind，中银期货

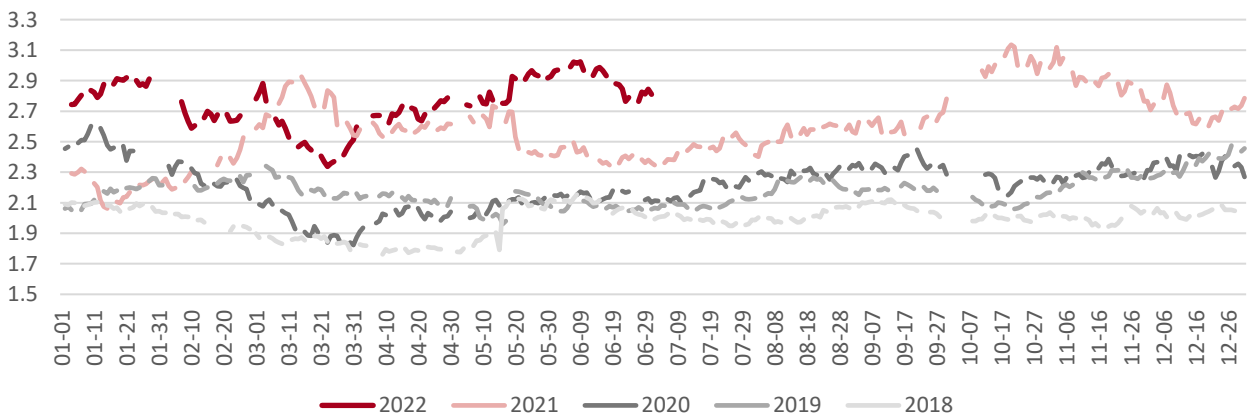
油粕比各合约处于高位。短期看，全球市场油脂的供应热度依旧高于豆粕，但放长周期看，我们认为远月油粕比有逐步回归的需求。

豆油与豆粕比价关系的核心在于大豆压榨的驱动，底层逻辑在于油与粕需求对比。对于未来走势的预判，我们认为油脂步入宽松的可能性更大。

相比于豆油，豆粕作为全球最重要的蛋白饲料原材料，可替代性远不及豆油。因此当大豆出现短缺，对于豆粕的边际影响将大于豆油。在上文中我们提到，全球大豆现货紧缺，而目前处于种植期的美豆将左右未来一年全球大豆的供应格局，一旦美豆产区出现天气问题，对于全球豆粕的供应影响将会明显大于豆油。

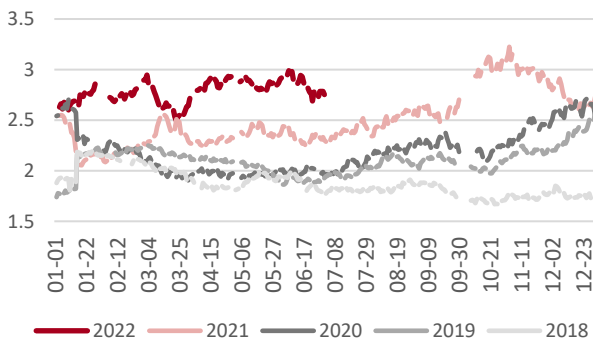
整体而言，我们觉得 2301 及 2305 合约的豆油、豆粕比价值得关注，2301 合约及 2305 合约当前油粕比预期注入过满，处于历史高位的油粕比或将随全球植物油产量恢复及库存重建而出现回落。

图表 40：豆油/豆粕 05 合约比价（元/吨）

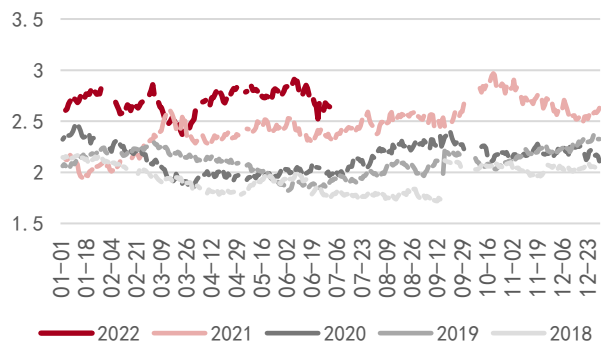


资料来源：Wind，中银期货

图表 41：豆油/豆粕 01 合约比价（元/吨）



图表 42：豆油/豆粕 09 合约比价（元/吨）



资料来源：Wind，中银期货

5. 风险提示

美国大豆生长收获情况，俄乌冲突进展，东南亚棕榈油产能恢复状况。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513