



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号:

Z0012647

## 供给侧因俄乌局势再生变数

### 摘要

2022 年一季度油脂油料呈上涨态势，前期预计将会恢复的马来劳工问题直至今目前依旧没有被解决。季节性减产叠加前期劳工不足与天气影响共同导致的供给不足令库存长期低位运行。由于消费端生物柴油的影响，棕榈油在原油价格不断上涨的推动下，棕榈油在一季度领涨油脂油料板块，国内盘面几乎到达 08 年创下的历史最高纪录，而马来西亚棕榈油更是创下历史新高，高出 08 年的前历史最高值近 70%。另一主要油籽大豆，也出现了由于缺乏降水导致的欠产，相比于 21 年底预计南美产区将创纪录丰产 2.06 亿吨，当前最新一期 USDA 数据预测南美产量将减少到 1.78 亿吨，与 12 月与其相比减产近 3000 万吨。

全球主要油籽作物的集体减产令油脂油料出现了供应短缺，产量的巨大变化给与油脂油料冲高的底气，而俄乌局势的升级加强了本轮油脂油料上涨的幅度。战争导致的供应链收紧与品种的错配使得本就紧张的情绪瞬间被点燃，在原油上涨提振大宗商品整体情绪的背景下，油脂油料一马当先，棕榈油、豆粕以及菜粕纷纷上涨至 10 年以来的最高水平。

展望二季度，由于当前已经进入乌克兰葵花籽开播的季节，俄乌谈判的不确定可能会影响种植——乌克兰葵花籽的种植区域大部分位于俄乌交战区。种植面积可能的减少将会影响新一年度全球油脂及油料的总供应量令油脂油料的高价继续延续。而随后北美地区将开始种植大豆及油菜籽，拉尼娜预期的持续可能会导致北美产区天气出现不利情况。而当前美国大豆及玉米的比价以及两者之间种植利润之差两方面因素均有利于农名选择种植更多的玉米而非大豆，唯一的变数是化肥原料的供给紧张令种植成本高企且提货可能出现困难限制了玉米的种植面积。棕榈油方面，马来及印尼进入了季节性增产期，产量可能的上升将有利于油脂供给的增加，降温高企的油脂价格。总体来看，油脂价格可能在二季度继续延续高位波动，油料价格还有上涨的动力。

**风险点：原油价格大幅回落 产区天气持续向好 美豆种植面积大幅增加 俄乌局势反复。**

## 目录

第 1 章	行情回顾.....	4
第 2 章	行情展望——原料端：全球供给再生波折.....	5
2.1.	大豆：全球大豆供给由松转紧.....	5
2.1.1.	北美即将进入大豆种植季.....	6
2.1.2.	南美大豆收获情况.....	7
2.1.3.	国际大豆供给形势.....	8
2.2.	油菜籽：油菜籽与葵花籽同步出现供给紧张.....	8
2.2.1.	油菜籽偏紧供应格局下葵花籽凸显替代作用.....	9
2.2.2.	俄乌局势使得供给增量葵籽成为最大变数.....	9
2.3.	棕榈油：印尼政策反复横跳马来复工遥遥无期.....	11
2.3.1.	印尼政策带来的市场高波动.....	12
2.3.2.	马来劳工恢复依旧遥遥无期.....	13
第 3 章	行情展望——国内油脂油料偏紧供给可能持续.....	14
3.1.	国内油料.....	14
3.2.	油脂.....	17
第 4 章	行情展望.....	20
	免责声明.....	21

## 图表目录

图 1: CBOT 美黄豆 (美分/蒲)、BMD 马棕油 (林吉特/吨)、DCE 豆油、豆粕、棕榈油、CZC 菜油、菜粕价格走势图 (元/吨) .....	5
表 2.1.1.1: 全球大豆供需平衡表 (百万吨) .....	6
图 2.1.2.1: 国际尿素价格 (美元/吨) .....	6
图 2.1.2.2: CBOT 大豆/玉米比价.....	6
图 2.1.2.1: 巴西部分主产州天气与预产值偏离分析.....	7
图 2.1.2.2: 21/22 年度巴西前五大主产州单产预测.....	7
图 2.1.3.1: 美国大豆周度出口量 (吨) .....	8
图 2.1.3.2: 美国大豆季度库存 (千蒲式耳) .....	8
图 2.2.1.1: 全球油菜籽产量、全球葵花籽产量 (百万吨).....	9
图 2.2.2.1: 全球油菜籽出口、全球葵花籽出口、全球菜籽油出口、全球葵油出口 (百万吨) .....	10
图 2.2.2.2: 乌克兰葵花籽种植区域、乌克兰油菜籽种植区域.....	10
表 2.3.1.: 全球棕榈油供需平衡表.....	11
图 2.3.1.1.: 印尼棕榈油出口 (全球) .....	12
图 2.3.2.1.: 马来棕榈油出口 (全球)、马来棕榈油库存.....	13
资料来源: ITS MPOB 南华研究.....	13
图 3.1.1.1.: 我国大豆到港量、CNF 大豆压榨利润.....	14
表 3.1.1.2.: 中国大豆供需平衡表.....	15
图 3.1.1.3.: 国内油厂大豆库存、国内大豆压榨量、国内油厂豆粕库存、国内油厂未执行合同 (万吨) .....	16
图 3.1.1.4.: 我国油菜籽库存、菜粕库存 (万吨) .....	16
图 3.2.1.1.: 我国三大油脂库存合计 (吨) .....	17
图 3.2.1.2.: POGO 价差、BOHO 价差.....	18
图 3.2.1.3.: 我国棕榈油当月进口、我国棕榈油库存 (吨)、国内棕榈油基差.....	18
图 3.2.1.4.: 我国豆油库存 (吨)、国内豆油基差.....	19
图 3.2.1.5.: 我国菜油葵油进口量 (万吨)、我国菜油库存 (吨) .....	19

## 第 1 章 行情回顾

在 2022 年第一季度，CBOT 美黄豆虽然未直接受到俄乌局势的影响，但南美产区的减产以及战争导致的以粮油作物为主的农产品整体大幅上涨让 CBOT 美黄豆的凸显其战略属性。此外，除却农产品以外，国际原油价格的大幅上涨令美豆油作为生物柴油的原材料凸显出性价比。同样作为生物柴油原材料的棕榈油除却原油上涨带来的提振作用外，更主要的是因为其供给端本身由于前期天气影响以及近期劳工不足导致大幅减产，历史低位的库存以及一直未能恢复的供给令国际棕榈油价格持续上涨。全球最大主产区印尼由于原油上涨的通胀压力以及过去受天气影响导致的供给端减产宣布了限制出口的政策，加剧了全球油脂供给的紧张。仅靠马来西亚一个主产国完全无法覆盖印尼限制的那一部分出口，全球油脂供给的紧张将马来西亚棕榈油期货盘面价格推上历史最高水平。

由于油脂油料的进口依赖度整体较高国际化程度也较高，国内油脂油料盘面受到外盘影响再创辉煌集体上涨至近十年来最高水平，背后原因主要在于前期预计将会恢复的马来劳工问题直至目前依旧没有被解决。季节性减产叠加前期劳工不足与天气影响共同导致的供给不足令库存长期低位运行。由于消费端生物柴油的影响，棕榈油在原油价格不断上涨的推动下，棕榈油在一季度领涨油脂油料板块。另一主要油籽大豆，也出现了由于缺乏降水导致的欠产，相比于 21 年底预计南美产区将创纪录丰产 2.06 亿吨，当前最新一期 USDA 数据预测南美产量将减少到 1.78 亿吨，与 12 月与其相比减产近 3000 万吨。由于当前已经进入乌克兰葵花籽开播的季节，俄乌地缘政治问题将会影响种植——乌克兰葵花籽的种植区域大部分位于俄乌交战区，葵花籽在消费上与油菜籽的重合度较高，新季节的油菜籽还未开始种植，加拿大油菜籽减产的影响依旧存在。因此前期国际棕榈油、大豆、油菜籽及葵花籽由于各种原因导致的供给紧张或供给错配使得全面国内油脂油料盘面大幅上涨。

图 1：CBOT 美黄豆（美分/蒲）、BMD 马棕油（林吉特/吨）、DCE 豆油、豆粕、棕榈油、CZC 菜油、菜粕价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺 IFind 南华研究

## 第 2 章 行情展望——原料端：全球供给再生波折

自去年底至今，市场预期的原料端并未出现任何转松的迹象，甚至出现不断转紧的情况。国际大豆的南美产区相比去年的乐观预期表现尤其糟糕，超预期的减产推高了全球油脂油料的价格中枢；在加菜籽减产的背景下，本来其他主产国的丰产部分缓解了对加菜籽的需求，而葵花籽的丰产更是直接给市场的供给宽松带来希望。但自春节以来，俄乌局势的不断发酵令葵花籽的供给被切断，甚至新一年度葵花籽的种植可能都成问题，如此情况直接点燃本就紧张的市场情绪。而马来西亚劳工恢复遥遥无期，印尼政府层层加码对出口的各项政策变相限制棕榈油的供给直接让油脂油料的国际供给端紧张的情绪完全沸腾。外盘带动内盘创下 3 个月油脂油料相关品种品种平均最大涨幅超过 20% 的超级大牛市。观之后续，供给紧张的格局依旧有延续之势，供给转松可能依旧只能存在于预期之中

### 2.1. 大豆：全球大豆供给由松转紧

相较年报，全球大豆供需平衡表在供给端发生了较大幅度的变化，主要是南美大豆产区的产量预期出现了较大变化。自 12 月初以来，南美部分大豆产区（主要在巴西南部及以南的主要种植区域）由于受到拉尼娜气候影响出现了较大幅度较长时间的干旱少雨天气，早播的巴西南部地区的大豆及巴拉圭大豆已经遭遇了产量上的巨大损失。而播

种相对较迟阿根廷大豆由于关键生长期后期出现了较为及时的降水，可能可以挽回部分损失。但总体来看，南美产量的减少预计在 3000 万吨左右，去年 11 月底预估的 2.06 亿吨的创纪录大豆供给宽松格局已然不再。

表 2.1.1.1：全球大豆供需平衡表（百万吨）

全球大豆供需平衡表																												
单位：百万吨（市场年度：10月-次年9月）																												
	期初库存				产量				进口				国内压榨				国内总消费				出口				期末库存			
	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22
	3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估		3月估计	2月预估	3月预估	
全球	114.74	96.83	100.42	101.74	339.88	366.23	363.86	353.8	165.05	165.24	162.76	156.73	312.11	315.19	320.24	315.26	357.67	362.08	369.17	363.68	165.17	164.48	165.03	158.63	96.83	101.74	92.83	89.96
全球除中国外	95.28	70.04	65.93	67.26	321.79	346.63	347.46	337.4	66.52	65.48	65.76	62.73	220.61	222.19	226.24	223.26	248.47	250.48	255.47	251.98	165.08	164.41	164.93	158.53	70.04	67.26	58.75	56.87
美国	24.74	14.28	6.99	6.99	96.67	114.75	120.71	120.71	0.42	0.54	0.41	0.41	58.91	58.26	60.28	60.28	61.85	61.05	63.47	63.46	45.7	61.52	55.79	56.88	14.28	6.99	8.84	7.77
全球除美国外	90	82.55	93.42	94.75	243.21	251.48	243.16	233.09	164.63	164.7	162.35	156.32	253.2	256.93	259.95	254.98	295.82	301.03	305.7	300.22	119.47	102.96	109.24	101.75	82.55	94.75	83.99	82.19
主要出口国	61.73	46.99	53.47	53.47	189.54	195.81	187.9	177.82	5.45	5.85	3.57	3.37	89.09	90.29	89.18	88.18	99.05	100.37	99.2	98.21	110.68	94.81	100.93	93.8	46.99	53.47	44.81	42.65
阿根廷	28.89	26.65	25.06	25.06	48.8	46.2	45	43.5	4.88	4.82	3.1	2.9	38.77	40.16	40	40	45.92	47.41	47.2	47.21	10	5.2	3.75	2.75	26.65	25.06	22.21	21.5
巴西	32.47	20	27.95	27.95	128.5	138	134	127	0.55	1.02	0.45	0.45	46.74	46.75	46.9	46.25	49.39	49.41	49.55	48.9	92.14	81.65	90.5	85.5	20	27.95	22.35	21
乌拉圭	0.35	0.33	0.44	0.44	10.25	9.9	6.3	5.3	0.01	0.01	0.01	0.01	3.5	3.3	2.2	1.85	3.66	3.47	2.37	2.02	6.62	6.33	4.15	3.6	0.33	0.44	0.24	0.14
主要进口国	22.36	30.05	36.69	37.64	21.76	23.24	20.22	20.19	131.94	133.38	131.13	127.66	119.98	122.1	123.83	121.45	145.67	148.76	151.8	149.3	0.34	0.27	0.35	0.34	30.05	37.64	35.89	35.86
中国	19.46	26.79	34.48	34.48	18.09	19.6	16.4	16.4	98.53	99.76	97	94	91.5	93	94	92	109.2	111.6	113.7	111.7	0.09	0.07	0.1	0.1	26.79	34.48	34.08	33.08
欧洲	1.52	1.76	1.17	1.57	2.62	2.58	2.75	2.74	15.02	14.79	14.8	14.5	15.6	15.8	16	15.7	17.17	17.37	17.72	17.37	0.23	0.19	0.23	0.23	1.76	1.57	0.77	1.21
东南亚	0.71	0.84	0.77	0.96	0.6	0.58	0.53	0.53	9.32	9.64	9.85	9.69	4.48	4.75	4.98	4.9	9.77	10.1	10.39	10.25	0.02	0.01	0.02	0.01	0.84	0.96	0.74	0.91
墨西哥	0.44	0.37	0.1	0.46	0.24	0.25	0.3	0.29	5.74	6.1	6.2	6.2	6	6.2	6.4	6.4	6.05	6.25	6.45	6.45	0	0	0	0	0.37	0.46	0.15	0.5

资料来源：USDA 南华研究

### 2.1.1. 北美即将进入大豆种植季

由于南美大豆大幅减产，全球大豆期末库存由松转紧，新一季北美大豆的种植将成为市场关注的焦点。根据主流机构的调查预测，美国大豆的种植很可能会在今年增加，而玉米的种植面积将会下降。USDA2 月论坛对大豆的种植面积预估为 8800 万英亩，较去年种植上调 80 万英亩；玉米的种植面积预估为 9200 万英亩，较去年减少 136 万英亩。而 3 月 31 日出具的种植意向报告将对 2 月论坛数据做出修正，当前处在报告前夕，根据市场的平均预估，大豆的种植面积可能增加 50-500 英亩不等，增加的种植面积可能来自于玉米种植面积的减少。

做出此番推论的主要原因是自去年底开始，全球化肥价格的大幅上涨。由于玉米相较于大豆将会有更多的化肥需求。以化肥折纯用量为比较，玉米用量大约是大豆的三倍左右，尤其氮肥，大豆与根瘤菌的共生关系使得其对氮肥的依赖度相比玉米更低，大约是玉米用量的八分之一。因此，美国尿素受供给短缺和成本抬升导致的价格上涨是影响农民种植意愿的重要因素。

图 2.1.2.1：国际尿素价格（美元/吨）

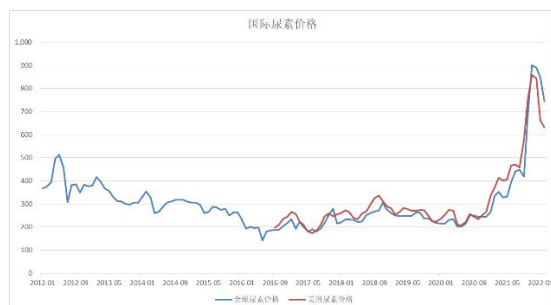


图 2.1.2.2：CBOT 大豆/玉米比价



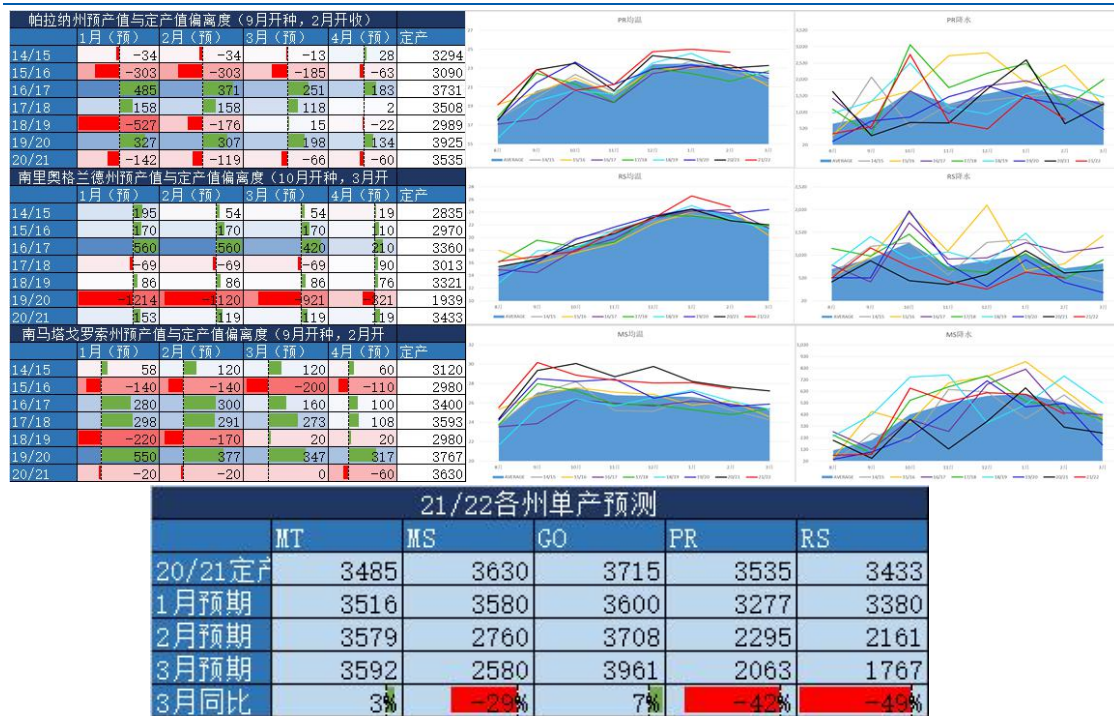
资料来源：Wind 南华研究

但后续是否可以到达如市场预期的如此多面积，仍然需要从多方推测。首先可以关注的一点是 CBOT 盘面美国大豆和玉米的比价关系，从比价关系来看，当前的比价其实处在历史的相对低位，且在 2 月末 USDA 种植展望会议后，两者之间的比价关系继续走弱，仅从比价方面来看，并不支持美国新季大豆种植面积的大幅提高。但考虑到美国农民并不会对于两者之间的比价关系有如此强的关注度，对于他们来说种植利润可能才是首先考虑的问题。以美国爱荷华州立大学农业决策研究组对于本州大豆和玉米种植成本收益情况的跟踪调查为例，2021 年该州玉米相较于大豆的种植利润高出了近 150 美元/英亩，这几乎处在历史的最高水平。以种植利润这一农户更易接触的指标来看，新一市场年度美国大豆的种植面积增长潜力可能有限，且增长的主要动力依赖于美国化肥供给的不足，以及化肥价格高企带来种植成本的大幅攀升。

### 2.1.2. 南美大豆收获情况

21/22 市场年度南美大豆的收获预期经历了大起大落，由前期的创纪录丰产直到当前进入收割期后基本确认减产。以巴西大豆收获情况为例，前期主要预计减产区域帕拉纳州及南里奥格兰德州在大豆生长的关键期经历了连续干旱少雨的情况，产量预期减少同比去年一半以上。作为巴西大豆第二大和第三大生产州，两州的大幅减产直接推动了 CBOT 美黄豆的盘面价格。前期出口良好的巴西大豆由于面临可能缺豆的局面，当前出口报价和基差报价均保持高企，巴西国内油厂还参与了出口份额的争夺，进一步推高了巴西的大豆价格水平。观察巴西主要减产州大豆的历史天气情况，帕拉纳州、南里奥格兰德州及南马塔戈罗索州的降水均低于平均水平，尤其帕拉纳州和南里奥格兰德州，基本处在近 8 年单月累计降水的历史最低水平，因此这两州的预计减产幅度也是最大。预估 21/22 市场年度巴西与上一市场年度收获相比减产基本确定在 1200 万吨以上。

图 2.1.2.1: 巴西部分主产州天气与预产值偏离分析 图 2.1.2.2: 21/22 年度巴西前五大主产州单产预测



资料来源: Conab ECMWF 南华研究

### 2.1.3. 国际大豆供给形势

总结来看，近期受益于巴西减产导致的出口减少，全球大豆买家的需求向其主要出口竞争对手美国转移，自 21 年 12 月以来最近 3 个月的美国大豆出口情况始终保持在近五年平均水平之上，表现出全球买家对美豆的良好需求。因此导致最近一季（去年 12 月至今年 2 月）美国大豆库存预估低于过去 5 年平均水平，根据美国大豆平衡表预估 22 年 1 季度库存约为 18.9 亿吨。因此未来一季市场对于美国大豆的种植面积表现可能会更加敏感，到 6 月底定产前，美国大豆的种植面积以及产区天气表现将十分重要，按照当前全球大豆预估期末库存来看，按照市场平均预计，美国大豆种植面积为 8900 万英亩，较上年度增加 180 万英亩，单产与上年度创纪录的 51.6 英亩/蒲式耳相当，则 22/23 年度美国大豆的总产量的增量大约为 3410 万吨，仅仅可以覆盖南美大豆 21/22 年度产量的减少量。在需求逐步增长，美国政策端以豆油为原料之一的生物柴油产能增加计划中，该增量可能无法满足未来一市场年度全球消费量。

而在俄乌局势依旧不明朗甚至可能会长时间持续的背景下，战争带来的供给错配和资源紧张可能持续存在，西方国家对俄罗斯的持续制裁可能会继续影响全球原油的供给，而与原油有着共同消费端的生物柴油将可能成为主产国发展的重要战略资源，其消费增量和消费潜力不容忽视。大豆作为生物燃料的其中一种主要供应源，除却具备战争背景下粮食安全的战略资源属性外，还将具备类似石油的金融属性。在现在及未来全球库存偏紧的格局下，国际豆价很难在本年第二季度出现深跌。

图 2.1.3.1：美国大豆周度出口量（吨）

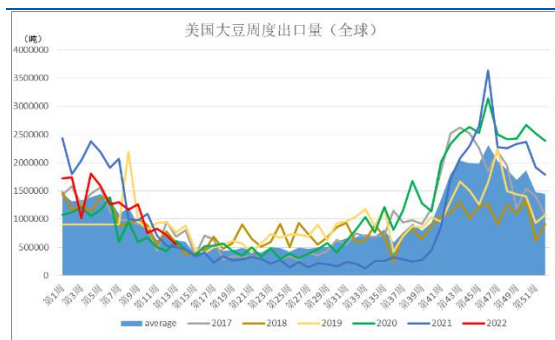
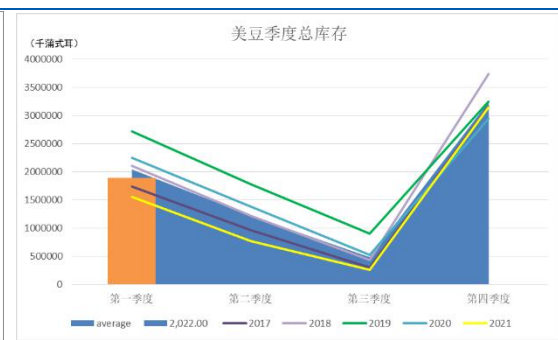


图 2.1.3.2：美国大豆季度库存（千蒲式耳）



资料来源：USDA 南华研究

## 2.2. 油菜籽：油菜籽与葵花籽同步出现供给紧张

2021/22 市场年度，由于加拿大菜籽产区遭遇了极端干旱，油菜籽产量大幅减少，作为全球最大油菜籽出口国，加菜籽的减产令全球油菜籽出现供给紧张，菜系产品价格整体抬升。甚至加拿大由于缺乏油菜籽，压榨产物菜籽油和菜籽粕也产出较少，需要大量进口美豆油和美豆粕来保证国内的油脂和蛋白粕的消费。直接刺激了 CBOT 美豆的价格上涨，形成 ICE 加菜籽与 CBOT 美豆盘面同步的情况。而年底对加菜籽所压榨的菜粕进行质量检测发现本季度加菜籽压榨菜粕蛋白含量较高，与美豆压榨出的豆粕蛋白仅差 2%。缘此，本年度的菜籽粕由于更具性价比导致豆菜粕价差不断走缩。

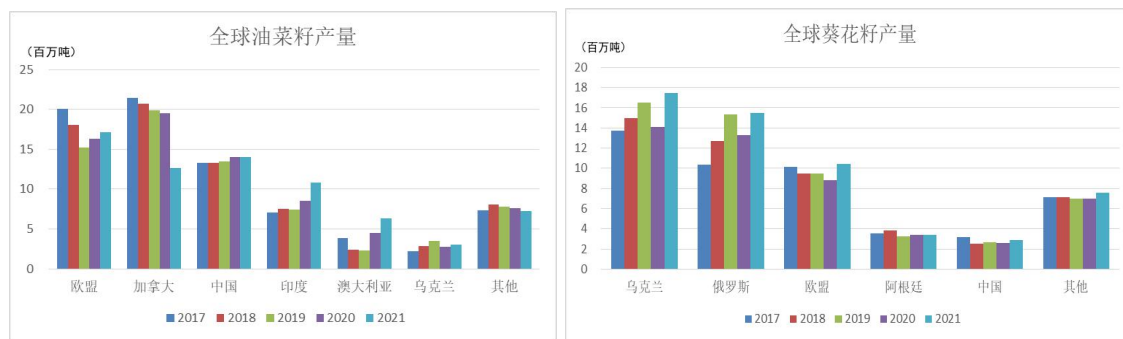


### 2.2.1. 油菜籽偏紧供应格局下葵花籽凸显替代作用

与加拿大大幅减产近 700 万吨相反, 本市场年度澳大利亚的菜籽产量增加近 200 万吨, 印度油菜籽产量增加约 200 万吨, 欧盟油菜籽产量增加约 100 万吨, 全球油菜籽总体供应减少仅 200 万吨。但由于印度是油脂消费大国, 欧盟油菜籽产量也无法完全满足本地区消费, 实际主要出口国是加拿大和澳大利亚。由于加拿大本年度收获菜籽量过少, 导致出口的大幅下降, 出口的缺口仅靠澳大利亚无法补足, 在菜籽端全球供给依旧存在缺口。

但作为油菜籽的消费互补品, 本年度葵花籽产量出现了较明显幅度的增加, 全球葵花籽产量的增加大大缓解了油菜籽供给不足带来的压力。同样的, 由于新季葵花籽的上市, 油菜籽的压榨产物菜籽油和菜籽粕的全球出口价格上行遇到压力。国内菜油期货价格前期更是因此而在三大油脂中表现弱势。

图 2.2.1.1: 全球油菜籽产量、全球葵花籽产量 (百万吨)



资料来源: USDA 南华研究

### 2.2.2. 俄乌局势使得供给增量葵籽成为最大变数

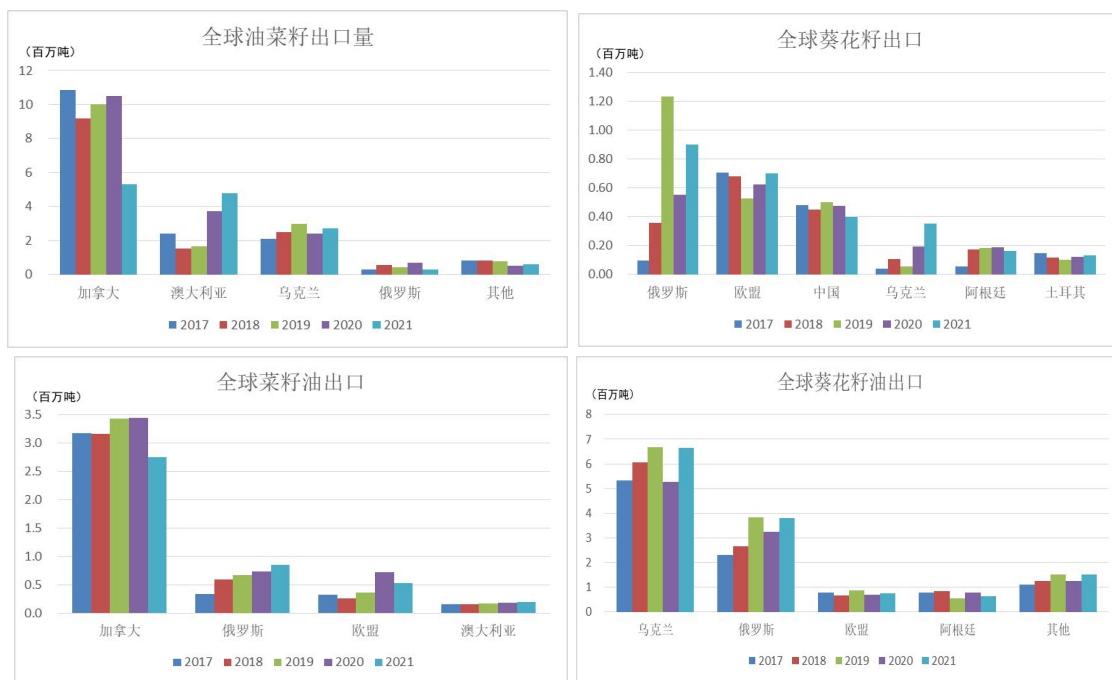
当前, 受到供给偏紧的限制, 油菜籽主产国加拿大优先选择将产能留在国内, 保证本国压榨产能效用最大化, 减少了原籽的出口, 改为出口初级压榨产品, 因此可以看出今年加拿大出口油菜籽量大幅减少, 但出口菜籽油的量同比去年降幅较小。而葵花籽由于本年度主产区乌克兰及俄罗斯产量较高, 因此本年度的原籽出口较上年有所增加, 葵花籽油出口量也出现了同比明显的增加。

尽管油菜籽主产国及主要出口国加拿大本年度经历了 700 万吨的大幅减产, 但主要消费国印度和欧盟的增产抵消了部分消费需求, 除加拿大外其他菜籽主产国的丰产令全球总供给仅仅出现 200 万吨的供给缺口。而本年度全球葵花籽大幅增产 700 万吨直接补足了菜籽的供给缺口甚至出现了盈余。

但自今年春节后, 俄乌冲突以超过大多数人的预期发酵升级, 俄乌冲突的不断升级甚至向着常态化方向的发展加剧了国际农产品市场的波动, 也持续影响大宗商品的供应链及供给问题。由于乌克兰及俄罗斯均为油菜籽及葵花籽的主产区, 2021/2022 市场年度两国的油菜籽出口合计占到了全球出口的 20%, 俄罗斯菜籽油出口占全球出口 15%; 两国葵花籽出口合计占全球出口的 33%, 葵花籽油出口合计占全球出口的近 80%。因此,

两国的冲突升级直接影响到油菜籽与葵花籽及其压榨产物的国际供给情况。而当下由于乌克兰的粮食出口途径主要是通过黑海的港口向外运输，黑海地处俄罗斯与乌克兰接壤的最南部，两国边境地区，作为本次军事冲突第一个打响的位置，当前已经被俄罗斯控制，乌克兰葵花籽因此压榨和出口都受到了限制。在港口运输工作受阻的情况下，全球油籽作物的供给将始终处在紧张状态下，直到两国关系出现明显缓和迹象。

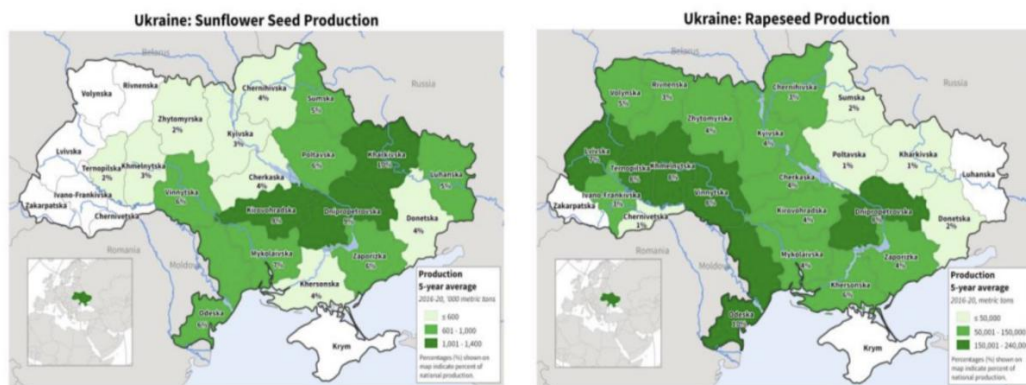
图 2.2.2.1：全球油菜籽出口、全球葵花籽出口、全球菜籽油出口、全球葵油出口（百万吨）



资料来源：USDA 南华研究

出本年度的供给出现问题外，新一年度乌克兰葵花籽已经处在了播种期，其中大片种植区域正处在俄乌的军事活动区，乌克兰的南部和东部区域。截止到目前，俄乌谈判依旧未出现实质性进展，乌克兰春播已经开始，如果错过今年的春播，预计葵花籽将会减少近一半的播种面积，直接导致下一年度供给出现约 700 万吨的缺口。

图 2.2.2.2：乌克兰葵花籽种植区域、乌克兰油菜籽种植区域



资料来源：USDA 南华研究

### 2.3. 棕榈油：印尼政策反复横跳马来复工遥遥无期

自上年 12 月以来，棕榈油成为全球植物油脂走势的领头羊，历史低位的库存，遥遥无期的复工，始终低迷的产量相互配合，再添政策之火，直接令全球棕榈油价格一飞冲天。同样作为生物柴油的主要原料之一，国际棕榈油目前与国际原油深度绑定，与原油走势高度重合。而 2 月中依靠着印尼出口政策的强力限制，马来产量及库存的持续低迷，马来西亚棕榈油期货盘价格突破历史最高后一路上涨，配合着紧供给低库存的优异基本面主力合约创下 7268 点，近月合约创下 8757 点的历史高价。与 12 月马棕油月线收盘价 4705 点相比，不到三个月最大涨幅达到 78.4%。

由于受到以棕榈油为首的全球植物油脂价格大幅上涨，叠加原油上涨带来的边际支撑，高通胀和高价格对植物油的食用及工业消费产生了巨大的影响，许多棕榈油进口国的消费均降低。同时国际棕榈油对国际豆油性价比的减少令主要油脂消费国如印度和中国将需求转移到其他植物油上。过去半年，全球棕榈油由于供给不断减少，库存不断降低，消费被高价抑制，主产国出口量也大幅下降至 2350 万吨，在假设 21/22 年度印尼及马来产量增加 150 万吨的情况下，全年出口量预估仅为 5045 万吨，依旧是近 4 年最低水平。

表 2.3.1.：全球棕榈油供需平衡表（百万吨）

全球棕榈油供需平衡表（百万吨）				
市场年度：10月-9月				
	18/19	19/20	20/21	21/22P
期初库存	14.63	14.9	12.56	12.07
产量	77.98	74.32	76.65	78.15
其中：印尼	44.23	42.76	45.17	46.12
马来	20.81	19.26	17.86	18.52
出口量	55.29	50.84	51.49	50.45
其中：印尼	30.15	27.59	29.35	27.68
马来	18.36	17.22	15.88	16
进口量	55.29	50.71	51.63	50.21
其中：印度	10.04	7.68	8.78	7.72
欧盟	8.36	88.05	7.49	7.45
中国	6.89	6.84	7.02	6.26
消费量	77.72	76.52	76.29	76.23
期末库存	14.9	12.56	12.07	13.75
其中：印度	1.37	0.84	1.18	1.1
中国	0.81	0.54	0.9	0.62
印尼	5.5	5.07	4.52	6
马来	2.45	1.72	1.76	2.05

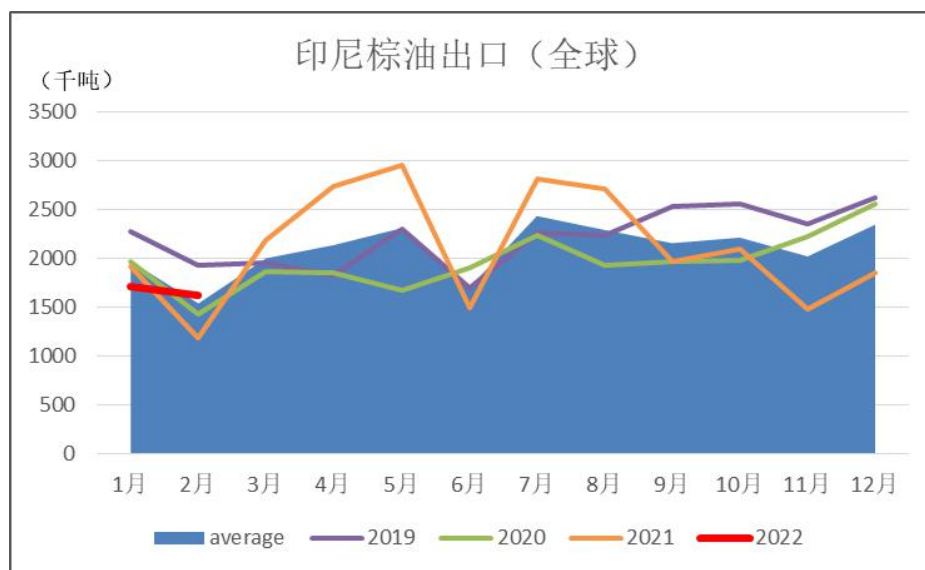
资料来源：油世界 南华研究

### 2.3.1. 印尼政策带来的市场高波动

今年以来，印尼政府对棕榈油的出口政策和国内供给义务不断做出调整，令全球植物油市场动荡加剧。在最初为了抑制全球能源和农产品价格大幅上涨带来的国内通胀压力，印尼政府宣布了国内市场义务来限制棕榈油出口，并设置国内市场价格来限制通胀增速，但由于对出口的限制进一步激化了全球对植物油供给紧张的情绪，在配合俄乌冲突导致的葵油供给中断情况下，国际棕榈油价格陷入疯狂。进一步加剧了全球通胀的程度，印尼国内同样难以独善其身。高价格的影响直接传导到下游消费，令全球主要的棕榈油进口国印度下调其进口的关税来保证印度本国贸易商降低进口的难度，及印度国内的物价水平。但极端的高价和低迷的供应量不得不将部分消费挤出，这主要体现在主产国的出口量超预期减少上。

在印尼的国内市场义务和国内价格义务推行不到两个月后，印尼政府再次做出对棕榈油出口政策的调整，取消了之前的国内市场义务和国内价格义务改为大幅增加出口关税，通过税收来补贴国内市场。但印尼出口限制解除之后，全球棕榈油供给增加，价格也较前期高点有所降温。当前来看，主要摇摆棕榈油的因素变成以棕榈油为原料的生物柴油政策。在整体棕榈油供给紧张库存保持低位，能源价格高企的情况下，预计印尼政府并不愿意放弃生物柴油计划的继续推进或降低生物燃料的掺混比例。印尼政府依旧倾向于将棕榈油留在国内消费，消费上升的主要驱动就是生柴，印尼在生柴上的消费增量预计本年度可能增加 60 万吨左右。在印尼增产预计 150 万吨的条件下，由于国内消费增加，未来印尼的棕榈油出口量可能依旧紧张。

图 2.3.1.1.： 印尼棕榈油出口（全球）（千吨）



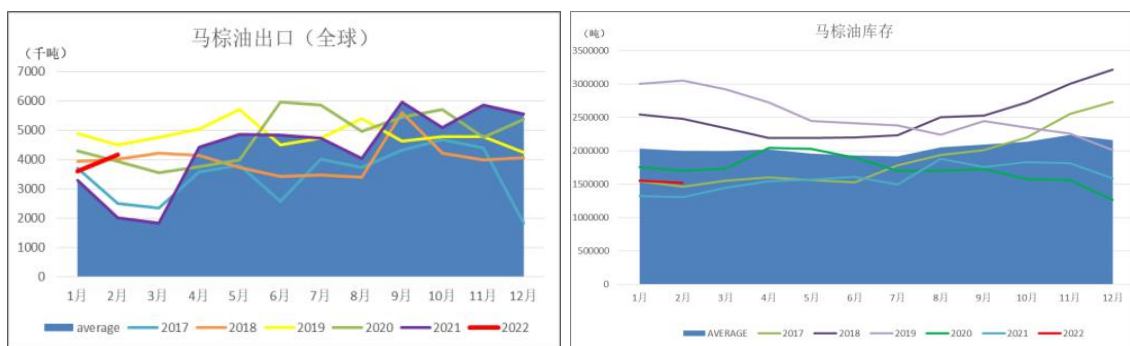
资料来源：ITS 南华研究

### 2.3.2. 马来劳工恢复依旧遥遥无期

马来自去年 9 月以来一直计划复工引进国外劳工恢复棕榈园的生产，在去年年报期间我们预期今年最早劳工恢复时间可能在一季度末，马来西亚棕榈园恢复正常生产在 6 月左右。但当前已经在一季度末，马来的劳工引进和恢复依旧没有太明显的成果，马来西亚的棕榈园可以恢复生产可能还要延后。马来的劳工问题直接限制了马棕油的产量和供给，再配合季节性减产，马来棕榈油的供给紧张甚至超出了市场的预期，上一市场年度同比减产超过了 150 万吨。而除了马来劳工问题以外，在 19 年末发生的干旱情况直接影响了前期棕榈果的单产情况，棕榈园在缺少劳工照料的情况下，前期受灾导致的后续减产也是影响盘面的重要因素之一。在考虑未来，马来西亚计划引入的 3.2 万名劳工预计在 6 月底之前可以抵达入境。而近两年产区天气保持良好为未来棕榈果的单产和出油水平奠定了良好的基础。新一市场年度马来西亚的棕榈油产量预计可能会同比上年度增加不超过 100 万吨，这其中主要要考虑即使劳工顺利入境，棕榈园还需要整理修缮，产量的恢复可能会需要更长的周期。

作为主要出口国之一，且马棕油的产量极大一部分用于出口，极少用于国内消费，产量和出口的变化基本是同步发生的。在当前马棕油库存极低的情况下，印尼出口的缓慢恢复令马来棕榈油的出口量依旧有良好支撑，预计在低库存的情况下，未来一季度国际棕榈油价格可能依旧会保持在较高的水平。同时，俄乌局势虽然未直接影响到棕榈油的供给和出口，但俄乌局势导致的油脂供给缺口让消费倾斜到包括棕榈油在内的其他全球的主要植物油上，替代油脂供给出现大幅缺口导致的供给支持会令棕榈油价格底部有明显支撑。

图 2.3.2.1.: 马来棕榈油出口（全球）（千吨）、马来棕榈油库存（吨）



资料来源：ITS MPOB 南华研究

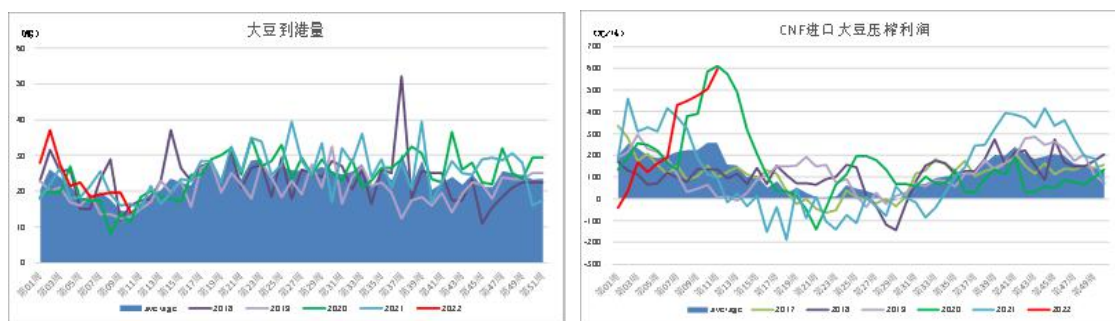
## 第 3 章 行情展望——国内油脂油料偏紧供给可能持续

俄乌局势当前作为农产品价格影响最重要的因素之一，其结束日期的不确定极大程度的影响了价格走势，根据第一季度的报价来看，一季度前期南美大豆干旱严重，市场十分担心供给出现问题，而不断交易供给紧张的预期，当前处在巴西大豆的收割季，巴西减产基本确认，虽然阿根廷大豆产量有望回升但供给总体依旧紧张。随后出现俄乌冲突，俄乌关系在紧张与缓和之间不断摇摆，农产品的波动也一直较大。俄乌关系的不确定除了影响供应链的运输还会影响本年度乌克兰主要农产品作物的种植，当前已经处在新季节乌克兰葵花籽的播种期，由于俄乌未宣布完全停战，军事活动区依旧保持活跃，处在战争地带的葵花籽种植带播种困难，种植面积下降使得新一年的全球主要油籽供给偏紧格局开始逐渐形成。对于国际棕榈油价格走势来看，前期棕榈油由于印尼出口政策改变及生物柴油政策传言，市场情绪一度悲观，自前高下跌两千余点。而后印尼生柴消息证伪，俄乌局势再度反转，乌克兰葵花籽的压榨出口及本年度种植均受影响的情况下，市场重燃对供给紧张的担忧，当前有所反弹。在下半年度全球棕榈油有预期改善的情况，但棕榈油的供给改善与消费需求相比可能仍旧偏慢。而当前生物柴油作为核心讨论的扰动因素之一，美国的生物柴油由于相比直接消费柴油来说仍具优势，美国对于生物柴油政策的改变可能性偏低；欧盟曾经建议放松生物柴油政策以保证食用供应，但燃料部门担心削减欧盟生物柴油的生产可能造成欧洲柴油短缺柴油价格暴涨。因此在全球油籽供给偏紧，原油价格高企的格局下，油脂和油料都将获得价格上的强支撑。

### 3.1. 国内油料

国内方面，受到主要油脂油料作物总体供给紧缺影响，进口大豆价格不断上涨导致了我国压榨利润在 1-2 月总体表现为亏损。因此油厂的采购积极性较低，我国 1 季度进口大豆到港量约为 1900 万吨，相比去年同期 2120 万吨减少约 10%。当前采购计划的完成度较往年表现相对偏差，预期未来采购可能会持续偏紧。

图 3.1.1.1.：我国大豆到港量（吨）、CNF 大豆压榨利润（元/吨）



资料来源：我的农产品网 Wind 南华研究

在今年中央 1 号文件中我国做出对今年的种植计划安排，其中着重提出了要扩大我国的油脂油料作物种植面积，确保供给的稳定性和多样性，满足人民生产生活的需求，预计我国今年大豆的种植面积可能会出现较大幅度的增加，但受限于我国大豆种源的单产能力，我国大豆供给增量还需观察。

表 3.1.1.2.：中国大豆供需平衡表（千公顷，吨/公顷，千吨）

2021/22年度中国大豆供需平衡分析				
单位：千公顷，吨/公顷，千吨				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
			3月估计	3月预估
播种面积	8,413	9,332	9,882	8,415
其中：黑龙江	3,568	4,279	4,832	3,810
单位产量	1.898	1.939	1.983	1.949
其中：黑龙江	1.848	1.824	1.905	1.853
生产量	15,967	18,091	19,600	16,400
进口量	82,534	98,525	99,787	96,000
年度供给总量	98,501	116,616	119,387	112,400
种用	800	860	740	820
食用及工业消费	15,000	15,830	17,330	16,050
压榨消费	86,600	92,600	99,150	97,500
其中：国产大豆	2,600	2,400	2,000	1,000
进口大豆	84,000	90,200	97,150	96,500
年度国内消费量	102,400	109,290	117,220	114,370
出口量	109	83	63	70
年度需求总量	102,509	109,373	117,283	114,440
年度结余量	-4,008	7,243	2,104	-2040

资料来源：国家粮油信息中心 南华研究

近三个月我国大豆进口进度偏慢，导致了二三月份接连有油厂由于缺豆停机。随后 CBOT 美豆的强势上涨与我国油厂大豆库存始终低位运行相配合，2 月之后我国蛋白粕上涨幅度一度强过其原料 CBOT 美豆价格上涨幅度。

根据当前国内数据来看，国内主要油厂大豆库存 198 万吨，由于到港持续不足，库存环比一直在去库，目前处在五年同期的最低水平。同时豆粕本季度库存也一直保持在低位，近一个月去库较为明显，主要是由于前期下游养殖备货偏慢导致当前不得不集中提货，进一步催化了蛋白粕价格的上涨势头。但行至三月下旬，在压榨量继续下降的情况下，油厂豆粕库存却止跌略有回升，体现出在养殖利润较差的情况下，下游消费对于饲料原材料高价的不认可。

有消息称三月底大豆可能集中到港，根据全月到港量 670 万吨计算，下周到港可能达到 300 万吨以上，该量极大缓解短时间内的油厂大豆供给紧张问题，但目前全国多个地区受到疫情反复影响将会出现供应链阶段性紧张的问题，短期影响大豆到港后的卸货

和运输。四月及五月大豆到港预计大约在每月 700-900 万吨之间，叠加国内抛储，总体来看，蛋白粕原料供给可能边际好转，当前现货价格处在有价无市的状态预计将会被打破。

图 3.1.1.3.：国内油厂大豆库存、国内大豆压榨量、国内油厂豆粕库存、国内油厂未执行合同（万吨）



资料来源：我的农产品网 南华研究

对于菜粕，由于黑海地区葵花粕的供给中断导致许多蛋白粕消费向菜粕倾斜。最近一月全球菜粕由于消费激增国际价格上涨近 30%，高企的菜粕价格部分抑制了我国的菜粕进口需求，叠加当前处在菜粕的消费淡季，国内菜粕的库存表现在健康水平。但由于全球菜籽供给短缺以及国内交割制度导致的可交割品的更加不足支持菜粕期货盘面价格。考虑到春末即将进入水产养殖季，水产养殖利润良好令下游有较好的消费意愿，05 合约在供给紧张消费良好的情况下将会表现更加强势。

图 3.1.1.4.：我国油菜籽库存、菜粕库存（万吨）



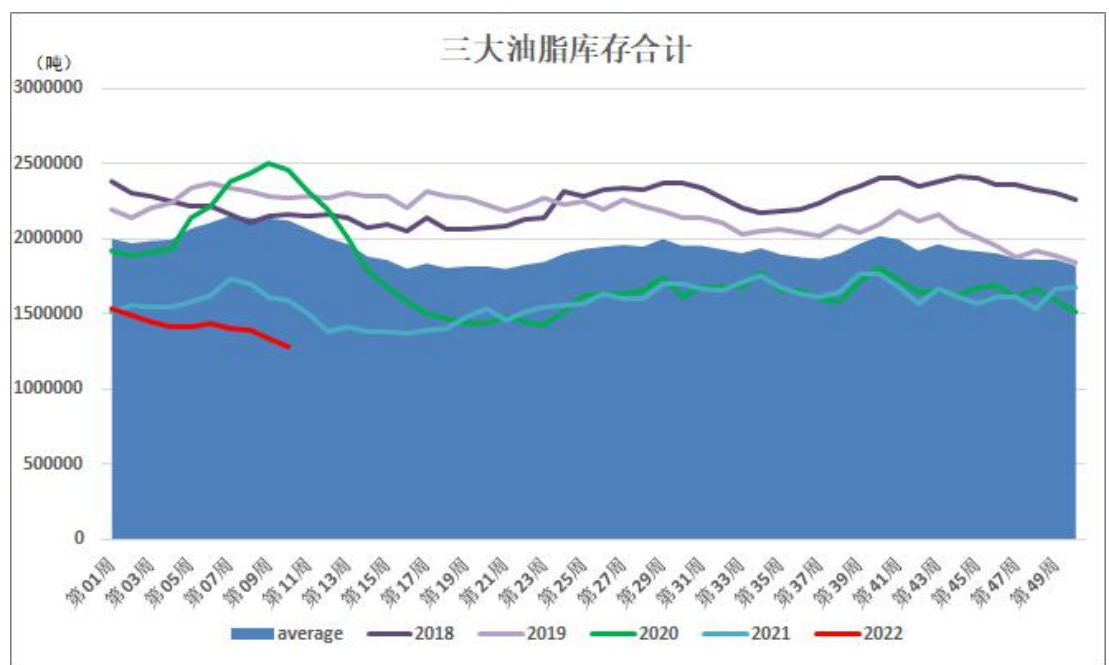
资料来源：我的农产品网 南华研究



### 3.2. 油脂

我国植物油脂由于存在较高的进口依赖度，因此我国植物油脂市场将可能与全球油脂市场高度联动。短期来看，对于全球油脂市场来说，核心逻辑依然是俄乌局势，俄乌冲突导致两国的植物油出口相较正常水平每月减少 120 万吨左右。对于全球植物油当前的供需情况来看，这 120 万吨缺口只能通过推涨价格来抑制需求。并且如果到四月中俄乌局势依旧无解，新一季葵花籽种植面积大幅减少将成定论，对于未来油脂供给侧影响较大，2021/22 市场年度，全球主要植物油供给预期增加值为 550 万吨，当前受到了俄乌冲突影响，乌克兰葵花籽油的供给增量预期是否能够实现依旧存疑。三大油脂作为替代油脂，如果全球油脂供给总量持续紧张，油脂牛市可能继续延续。

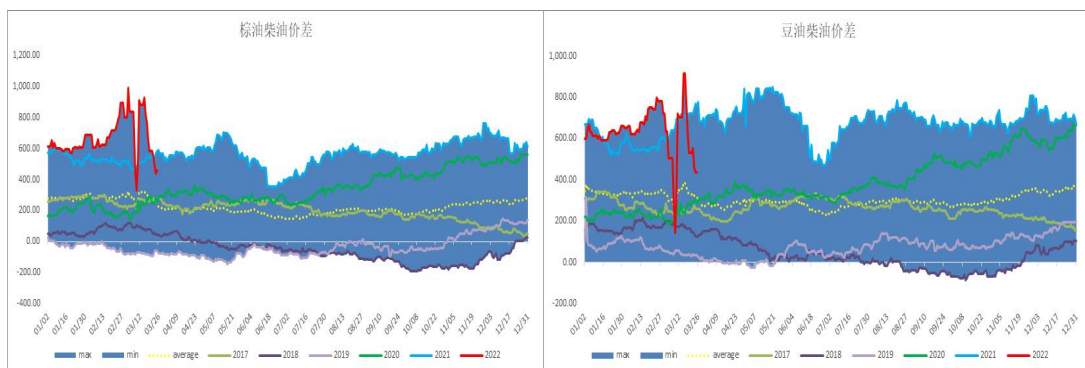
图 3.2.1.1.：我国三大油脂库存合计(吨)



资料来源：我的农产品网 南华研究

此外原油价格不断上涨的情况下，美国柴油裂解利润依旧维持高位，柴油价格表现极为坚挺，美豆油相对弱势的情况下令美国生物柴油利润表现良好，预计美国生物柴油政策将不会受到盈利方面的影响。而印尼同样将会继续推行本国的生物柴油政策以抑制国内受能源价格暴涨而导致的通胀压力。巴西政府由于本年度大豆大幅减产选择将生物柴油掺混义务继续维持在 10%，这个水平会有利于巴西豆油的出口，同样也会是后续巴西生柴比例调增，全球植物油脂供给减少的风险。在原油价格高企，推动柴油上涨的背景下，俄罗斯能源出口的限制可能会促进生物柴油的发展。

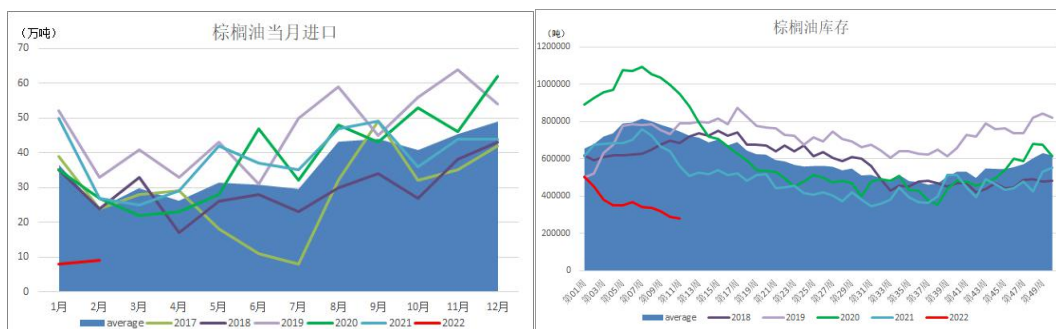
图 3.2.1.2. : POGO 价差、 BOHO 价差



资料来源: Wind 南华研究

从当前国内基本面来看，三大油脂本周库存继续去库，尤其棕油库存，继续保持五年历史最低水平。受消费疲弱影响现货价格，当前进口利润继续大幅倒挂，预计4月到港仅为10万吨，供给依旧紧张。尽管前期外盘有较大幅度下跌，但内外盘价差倒挂依旧严重，且国内库存极低，未来内盘受影响跌幅表现更加有限。

图 3.2.1.3. : 我国棕榈油当月进口（万吨）、我国棕榈油库存（吨）、国内棕榈油基差

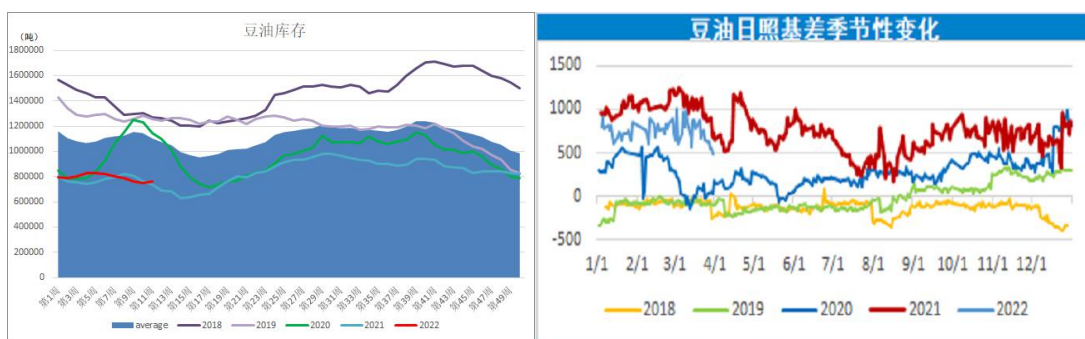


资料来源: 海关总署 我的农产品网 南华研究

棕油需求如此疲弱的最主要原因便是豆棕价差, 当前豆棕价差大幅倒挂令棕油极不

具备性价比，消费抑制明显。相较棕油，豆油当前作为性价比最高的油脂，其供给同样有偏紧的预期。当前供应国巴西大幅减产几成定论，观察远月，美豆与美玉米争夺播种面积的不确定性、北美产区天气的扰动以及替代油料乌克兰葵花籽播种的不确定性三方面将会给与美豆价格底部支持，使得美豆价格将表现出易涨难跌的格局，作为美豆下游，在全球油脂供给紧张的情况下，受成本端推动，豆油可能继续保持高位波动，09 可能表现更加强势。

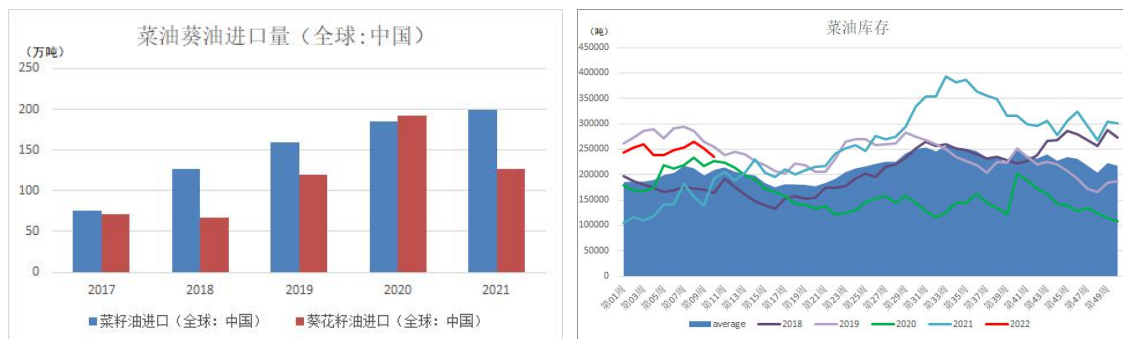
图 3.2.1.4.：我国豆油库存（吨）、国内豆油基差



资料来源：我的农产品网 南华研究

菜油方面，由于 2018 年以来，我国与加拿大贸易关系趋紧，我国对加拿大油菜籽的进口量大幅减少，油菜籽需求一部分向其他国家如欧盟或阿联酋转移，一部分向葵花籽转移。同时，由于受到进口量偏低进口难度较大的限制，我国由进口原籽进行压榨改为进口初级压榨产到国内加工，压榨产能被迫向境外转移。俄乌冲突导致的葵花籽油无法出口令我国菜油和葵油的供给共同紧张，进口量的减少和国内库存的持续去库令我国的菜油价格同样被抬升。

图 3.2.1.5.：我国菜油葵油进口量（万吨）、我国菜油库存（吨）



资料来源：海关总署 我的农产品网 南华研究

## 第 4 章 行情展望

观察后市，由于蛋白粕期货盘面价格受到 CBOT 美豆价格影响较大，美豆当前受俄乌局势导致的农产品战略地位及金融属性令其价格将处在高位震荡。新年度美国大豆种植季即将开始，种植面积的预期增加可能会成为美豆一大利空因素，另一利空因素在于后期如果俄乌局势缓和，美豆回吐战争升水，美豆的下跌将会带动国内盘面下行。但由于美国玉米相比大豆种植利润更加丰厚，当前玉米与大豆比价并不利于美豆面积的扩张，除却化肥原料供给困难外，其余因素并不支持美豆面积大量扩张，在六月最终定产前，美豆的种植面积将成为扰动市场的重要因素。而俄乌局势根据其谈判条件来看，短期可能难有定论。因此总体来看，美豆虽然存在利空因素，但总体表现保持强势，对于国内盘面来说，在进口大豆近期大量到港后，可能会有短期利空的调整，但大豆供给紧张的格局总体依旧不变，建议 09 豆粕合约逢低做多。

棕榈油将进入季节性增产，而南美大豆收获期确认减产且美豆新季度种植面积及生长期产区天气存在一定变数；俄乌局势的影响令乌克兰油脂对全球供给困难；原油价格在短期将持续保持强势在生物柴油端利多消费。而风险点其一在于国内的豆油抛储会缓解供给端紧张的压力令国内豆油继续表现弱势；其二在于马来及印尼棕榈油复产无望，库存的持续下行将支撑盘面价格。在供给端走势预期不同的情况下，可考虑逢低做多 09 豆油或做扩 09 豆棕价差。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点