

跻攀分寸不可上，失势一落千丈强

——油脂油料 2022 年中期投资策略

2022-06-17

农产品策略组

研究员

贾利军

从业资格证号: F0256916
投资咨询证号: Z0000671
电话: 021-68757181
邮箱: Jialj@qh168.com.cn

联系人

刘兵

从业资格证号: F03091165
联系电话: 021-68757827
邮箱: liub@qh168.com.cn

李根

从业资格证号: F3079958
电话: 021-68757023
邮箱: lig@qh168.com.cn

王小东

从业资格证号: F3091619
联系电话: 021-68758771
邮箱: wangxd@qh168.com.cn

投资要点:

◆**市场环境:** 全球能源和粮食危机背景下, 尽管 2022/23 年油脂油料供应预计将大幅增加, 但在市场通胀环境下, 对油脂油料依然存在一定的风险溢价, 且新季作物种植成本较高, 油脂油料整个板块估值不能过低。此外, 能源供应矛盾突出, 价格高企, 生物柴油具备良好的消费前景, 这或成为下半年驱动油脂油料走强的一条主线, 重点关注原油行情, 以及生物柴油掺混利润变化。

◆**油料方面:** 目前油料市场仍然处于有效的天气市场, 虽然目前油料产区天气形势整体良好, 北美普遍高温天气及局部干旱天气仍存在交易空间; 加拿大受过度潮湿天气影响的马尼托巴省, 较慢的播种面积值得关注; 此外, 萨斯喀彻温省生长末期或面临霜冻风险, 美国秋冬飓风天气风险也在增大。预计下半年整个油料作物整个生长季都会有天气升水存在。

◆**油脂方面:** 下半年东南亚棕榈油增产预期或将兑现, 受外劳短缺因素影响货币市场预期的小, 叠加新季油料产量预期兑现, 油脂边际改善预期强。国内菜油、棕榈油需求弹性差, 需求回归幅度或不及预期, 这将使得国内较难出现较大的进口利润, 库存修复或较慢, 高基差结构稳固; 豆油在当前豆棕现货价差下, 性价比优势依然明显, 需求相对较好, 三季度豆棕价差有望继续走扩。

◆**蛋白粕:** 豆粕属于成本定价的品种, 在 2022/23 年供需转向宽松的预期下, 豆粕和美豆的价格重心均有望下沉。关注面积和天气对预期的修正。新季油籽上市之前, 国内豆粕现货有望在 7 月初见顶, 此后或面临供需双弱问题, 基差较难有突破行情; 菜粕水产旺季不旺, 供需维持平衡, 这样很难背离豆粕出现独立期现行情。目前菜豆粕比值仍处于高位, 豆菜粕价差有望走扩。

◆**结论及操作建议:** 关注豆菜粕价差、油粕比走扩行情

◆**风险因素:** 加拿大和美国产区天气恶化

相关研究报告

重要事项: 本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者, 请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料, 我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险, 投资需谨慎。

正文目录

1. 2022 年上半年行情回顾	3
2. 2022/23 年度油料油料供需形势展望	3
2.1. 2022/23 全球大豆供需形势	4
2.2. 2022/23 年全球菜籽供需形势	4
2.3. 2022/23 年全球棕榈油供需形势.....	5
3. 2022 年下半年油料产区天气形势分析	5
3.1. 美国大豆产区天气形势.....	5
3.2. 加拿大菜籽产区天气.....	6
4. 2022 年下半年油脂市场要点解析	7
4.1. 全球粮食危机下，油脂油料供应改善也难有较大调整	7
4.2. 美国生物柴油政策长期利好油料油脂消费	8
4.3. 劳工短缺、化肥不足、树龄结构将限制马来西亚棕榈油增产幅度	9
5. 2022 年下半年蛋白粕市场要点解析	10
5.1. 美国新季大豆种植面积或下调，供用边际改善或不及预期	10
5.2. 下半年国内豆粕平衡表推演	11
5.3. 下半年菜粕平衡表推演及豆菜粕价差分析	12
6. 结论及操作建议	14

图表目录

图 1 CPC/IRI Official Probabilistic ENSO Forecasts	6
图 2 Model Predictions of ENSO from May 2022.....	6
图 3 美国 6 月气温预报展望.....	6
图 4 美国 6 月降雨预期展望.....	6
图 5 Growing Season Precipitation Percentiles	7
图 6 Canadian Drought Monitor	7
图 7 CRB 食品项同比 vs 美国 M2 同比.....	8
图 8 食品价格指数 vs 原油价格	8
图 9 食品价格指数 vs 原油价格	8
图 10 CBOT 谷物及油脂价格行情	8
图 11 马来西亚棕榈油产量.....	10
图 12 马来西亚棕榈油产量季节性推演.....	10
图 13 美国大豆玉米种植利润率.....	10
图 14 美国大豆种植利润（美元/英亩）	10
图 15 USDA 美国大豆平衡表	11
图 16 全国主要油厂大豆库存.....	12
图 17 全国主要油厂豆粕库存.....	12
图 18 华东地区豆粕基差.....	12
图 19 山东地区豆粕基差.....	12
图 20 豆菜粕现货价差.....	13
图 21 菜粕期价/豆粕期价.....	13
图 22 国内菜粕供给边际核算.....	13

1.2022 年上半年行情回顾

2022 年上半年，油脂油料市场表现较为强势，基于供应改善预期，而不断被现实修正的多头行情下，供应端的矛盾依然是市场交易的核心变量。2021 年被“外围市场+基本面”双支撑下多头行情趋势，在年底的时候，多头边际均出现松动，当时 2022 年市场筑顶及拐点到来基本成为市场共识。回过头来看，2021 年尾，在北半球大豆、葵籽增产兑现之后，南半球春播初期天气形势良好，且在较高的种植回报刺激下，南半球油料作物面积预期也比较高，因此 2021/2022 年全球油料增产预期非常强。油料供应增加带来了油脂供应边际的修复也同样可期，且东南亚棕榈油受劳工短缺而出现产量不足的问题，当时马来在政策上也放开了限制，并宣称积极引导外劳入境，这都对当时的油脂高位行情形成了很大的顶部压力。三是，宏观及原油对油脂油料边际的支撑和提振效用也在减弱。然而，2022 年上半年，全球极端气候风险增多，且随着南美干旱影响范围扩大，大豆增产题材出现反转，使得 CBOT 大豆突破 2021 年预期压力，一路高歌猛进；油脂方面，油料供应不足及劳工短缺的问题依然存在，供应边际改善预期也不断被修正，且随能源危机愈演愈烈，油脂也是一路突破。此外，黑海爆发冲突成为了 2022 年市场最大的黑天鹅，一方面能源、谷物、油脂供应链断裂风险加大，逐步加剧了市场供应矛盾；另一方面，加剧了全球性能源和粮食危机，使得通胀问题也日趋严重，更是让油脂油料由供应矛盾引发的突破行情，上了一个新高度。上半年，外围市场环境及系统性风险，也加剧了整个油脂油料市场的波动。

2022 年进入下半年，油脂油料季节性行情仍是交易的主线，目前北半球农作物播种基本结束，围绕新季作物供应题材的交易就此展开。油料市场以作物种植面积和生长季天气为主线；油脂市场的核心品种棕榈油，除天气因素之外，影响产量的劳工短缺、施肥不足和树龄老龄化问题也是市场交易的热点问题。油脂油料需求端，关注更多的是供应改善带来的需求回归，特别注意的是，生物柴油消费带来的需求弹性对价格的影响。除此之外，目前这种由供应边际改善带来的顶部行情，不得不考虑整个市场环境的影响。宏观视野下的商品牛，除了可以带给品种风险溢价，也会一定程度影响着品种自身的供需结构，进而决定了商品的定价，尤其是油脂油料这种国际化的品种。下半年，粮食危机、能源危机、地缘政策，以及可能出现的美国滞涨带来的外溢风险，是评估油脂油料市场风险溢价的主要维度，也是把握行情波动的要点。

2.2022/23 年度油料油料供需形势展望

2022/23 年，全球油籽产量预计将增长 8%，达到 6.47 亿吨。这主要是由于世界大豆产量的增长，预计将增长 13%，达到 3.95 亿吨，其中巴西的大豆产量增幅最大，增长 18%。此外，全球菜籽油产量预计将增长 13%，达到 8000 万吨。随着加拿大种植区从干旱中恢复，预计加拿大将推动全球油菜籽产量的增长。

2021/22 年，全球植物油产量 2.12 亿吨，增幅为 2.46%，棕榈油增加 25.2%，贡献最多；期末库存 2765 万吨，环比增加 0.7%。2022/23 年，全球植物油产量 2.18 亿吨，幅度 2.87%，其中豆油增加 3.5%，菜油增加 7.8%，葵油减少 2.4%，此外，棕榈油增加 2.8%；全球植物油消费 2.12 亿吨，同比增加 2.4%；期末库存 2912 万吨，增幅 5.32%。

2.1.2022/23 全球大豆供需形势

2022/23 年全球大豆产量预计将达到创纪录的 3.947 亿吨，同比增长 13%。这主要是预种植面积的扩增和基于良好天气形势下趋势单产的实现。今年巴西的种植面积预计延续 2017 年以来的增长态势，尽管化肥等农资价格高昂，当前的大豆价格以及有利的汇率下，巴西农户仍能有较高的种植回报率。USDA 预计新季巴西大豆产量将增加 2300 万，达到创纪录的 1.49 亿吨，出口增加 625 万至 8850 万吨，依旧保持全球最大的出口国地位。美国由于玉米种植投入成本大要远大与种植大豆，预计新季大豆将扩种且面积也有望达到 9100 万英亩，历史新高。如果以上预期兑现，全球大豆可能都会有个创纪录的收成。

全球大豆供应的增加使得主要出口国供应更加充足，预计巴西大豆出口将增加 624 万至 8850 万，美国出口增加 81 万至 5987 万。中国大豆的进口占全球进口贸易增量的 56%，最终能出口多是大豆仍会由中国需求所主导。USDA 预计 2022/23 年中国大豆消费会回升，国内压榨量有望增加 600 万达到 9500 万，进口或增加 700 万至 9900 万。2022/23 年度，全球大豆库存将增加 1400 万至 1 亿吨，同比增加 16.6%，其中 G3 国家期末库存将增加 28.6% 至 6187 万吨，仍低于近五年均值。

2.2.2022/23 年全球菜籽供需形势

随着加拿大产量从去年的严重干旱中恢复，2022/23 年全球油菜籽供应量预计将增长 10%，达到创纪录的 1.005 亿吨，其中欧盟菜籽产量 1825 万吨，印度 1100 万吨，中国 1470 万吨，加拿大 2000 万吨；全球菜籽的出口约 1700 万，同比增长 25.4%，其中加拿大菜籽出口 880 万，占比全球出口量的 51.8%。全球主要的进口国家中，日本进口量稳定，约 240 万吨左右；欧盟进口增加 60 万至 560 万吨。中国进口将恢复至 250 万吨，低于 2020/21 年的 280 万。USDA 预计新作年度，全球菜籽库存将增加 171 万至 602 万，与 2020/21 年度相当。

2022/23 年全球菜籽产量的增加，主要是因为种植面积增加。据市场预期，欧盟菜籽种植面积将达到 570 万公顷，比去年增加 8.3%；澳大利亚的种植面积或增加 10%，达到创纪录的 340 万公顷。不过加拿大面积却缩减 6.8%，至 850 万公顷，主要是因为去年的大干旱，让今年一些风险地区，转播了比较抗旱的作物。2022/23 年加拿大菜籽产量的增加，较依赖一个良好的天气环境。据 AAFC 预计，2022/23 年度加拿大菜籽单产有望达到 2.14 吨/公顷，去年仅有 1.4 吨/公顷。随着加拿大国内供应的反弹，加拿大油菜籽的消费预计将恢复，出口增长 380 万至 880 万吨，同比增加 76%，但低于 2020/21 年的创纪录的 1059 万吨；国内消费预计将从去年的 866 万吨上升至 1030 万吨。结转库存预计将增长 25%，达

到仍然非常紧张的 182 万吨。据 AAFC 预计，温哥华油菜籽价格将降至 1000 美元/吨，比 2021/22 年的历史高点下降约 10%。如果实现，这也将是有记录以来第二高的油菜籽价格。

2.3.2022/23 年全球棕榈油供需形势

2021/22 年度，全球棕榈油产量为 7696 万吨，增产 382 万吨。其中印尼产量 4550 万吨，增产 200 万吨；马来西亚产量 1900 万吨，增产 115 万吨。21/22 年度全球棕榈油库存为 1546 万吨，增 117 万吨。

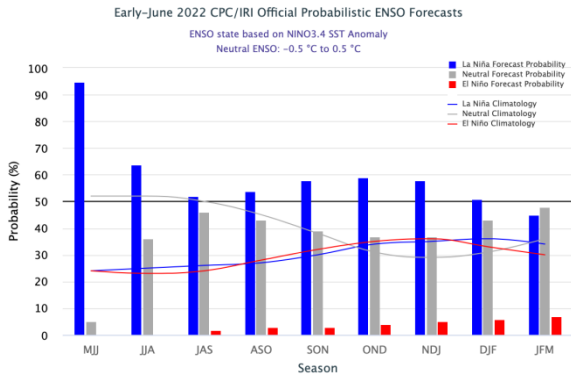
展望新的作物年度，随着有利天气模式回归东南亚，且马来西亚将解决 2019 冠状病毒疾病大流行造成的劳动力短缺问题，预计 2022/23 年全球棕榈油产量将上升至 7900 万，其中马来西亚产量增加 80 万至 1980 万吨；印尼产量增加 100 万至 4650 万吨。棕榈油仍然是用于食品和工业用途的最大植物油。产量上升和需求增加推动了全球棕榈油贸易。市场预计印尼棕榈油出口量将增加 400 万吨，达到 2900 万吨；马来西亚也将增加 60 万吨至 1672 万吨。预计包括欧盟、中国、印度和其他国家在内的主要市场将有更高的需求，具体来看，中国进口量增加 270 万吨，达到 720 万吨；欧盟进口量增加 40 万吨，达到 620 万；印度进口量增加了 33 万吨，达到 813 万吨。2022/23，全球棕榈油期末库存将增加 145 万至 1691 万。

3. 2022 年下半年油料产区天气形势分析

3.1. 美国大豆产区天气形势

厄尔尼诺和拉尼娜现象往往在 4 月至 6 月期间发生，往往在 10 月至 2 月期间达到最大强度，通常持续 9-12 个月，但偶尔会持续长达 2 年。通常每 2 到 7 年重复一次。今年拉尼娜否会在夏季转变为 ENSO 中性仍然存在不确定性，预测人员预测，拉尼娜现象进入北半球夏末的几率会下降(2022 年 7 月至 9 月的几率为 52%)，然而在北半球秋季和 2022 年初冬略有上升(58-59%的几率)拉尼娜给全球天气状况带来了破坏。这种现象可能会在北美冬季将太平洋风暴转移到加州和其他西海岸州，加剧该地区的干旱状况。在大西洋，拉尼娜的影响可以减少飓风季节核心的风速，并允许更多风暴形成和加强。

图 1 CPC/IRI Official Probabilistic ENSO Forecasts



资料来源：NOAA

图 2 Model Predictions of ENSO from May 2022

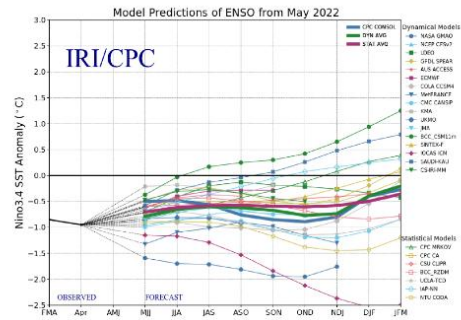
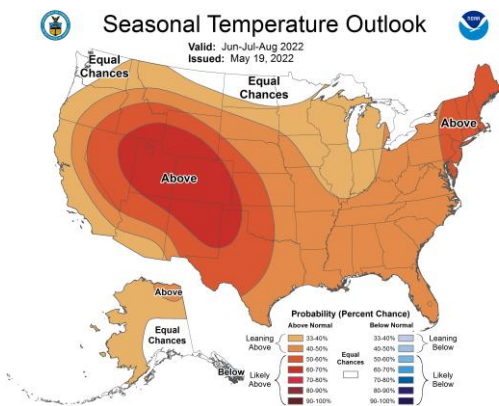


Figure 6. Forecasts of sea surface temperature (SST) anomalies for the Niño 3.4 region (5°N-5°S, 120°W-170°W). Figure updated 19 May 2022.

资料来源：NOAA

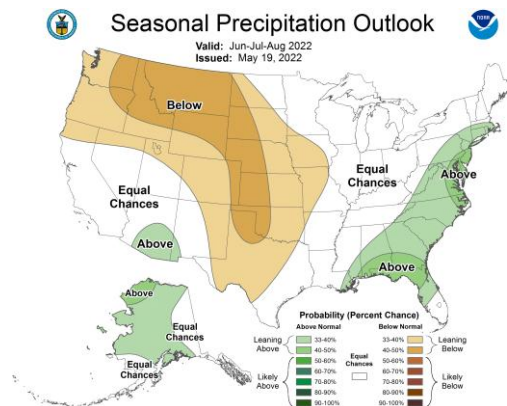
概括讲，当季整体发生极端气候的风险较小，大部分地区降雨和温度对作物生长有利，即便在北半球秋冬季的时候，南美产区有出现极端气候的风险存在，但对当季形不成可以交易的市场环境，像风调雨顺的天气背景下的市场较普遍的增产预期或收割期内集中上市后的供应压力，这种季节性的行情预计都会出现。不过两点值的关注，一是近期美国中西部地区天气变得高温干燥，气象预报说未来两周的温度将高于正常水平，这可能影响大豆作物的初期生长，市场或将继续对天气发展形势做出反应；二是，收割尾期天气转干和飓风风险也需要注意。去年巴西大豆播种初期降雨充沛，天公作美，播种进度非常快，但中后期干旱气候回归，造成大规模减产。因此，无论是从结转库存水平，还是和去年的天气情况做参照，今年即便初期天气形势较好，但也很难形成像往年幅度的回撤。

图 3 美国 6 月气温预报展望



资料来源：NOAA

图 4 美国 6 月降雨预期展望



资料来源：NOAA

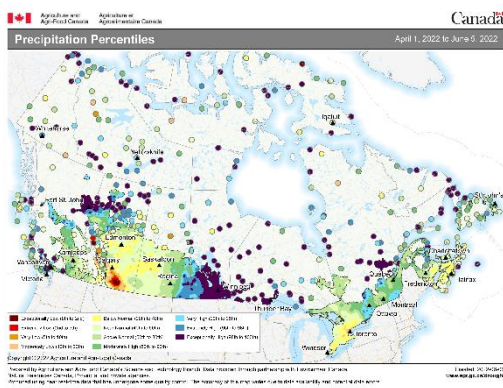
3.2.加拿大菜籽产区天气

今年春天，不到 2%的加拿大农业区，降雨量非常少。相反，25%的农业地区获得了极高的降水量。萨斯喀彻温省东部、马尼托巴省和安大略省西北部的春季降水量极高。阿尔伯塔省尽管东部和北部大草原的水分状况有所改善，但西南部降雨量极低，极端干旱状况仍在持续。不过目前阿尔伯塔省菜籽播种基本完成。根据最新统计数据显示，阿尔伯塔省

菜籽播种进度 98.7%，高于 5 年均值 91.72%；萨斯喀彻温省作物种植进度 91%，略低于 5 年均值 97.2%，种植户播种进展顺利。值得注意的是，马尼托巴省受过量的降雨影响，目前作物播种进度仅有 65%，仍远低于 5 年均值 96%。

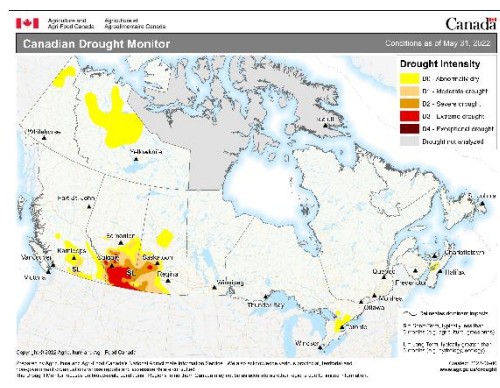
六月中旬的天气预报包括接近或高于正常温度，预计大部分草原地区气温将高于正常水平。近期加拿大阿尔伯塔省南部预计会有降水，这将有助于改善阿尔伯塔省南部的干旱状况。萨斯喀彻温省东部、马尼托巴省和安大略省西北部的降水概率较低，这将改善过剩的水分条件，为播种创造条件。目前整体市场依旧还是很乐观，但是后期两个风险点依然值的关注，一是萨斯喀彻温省，由于播种较晚，生长末期或面临霜冻风险；二是马尼托巴省播种面积或不及预期。

图 5 Growing Season Precipitation Percentiles



资料来源：AAFC

图 6 Canadian Drought Monitor



资料来源：AAFC

4.2022 年下半年油脂市场要点解析

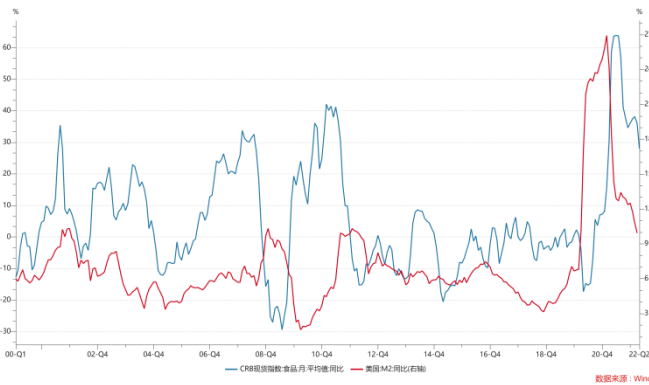
4.1.全球粮食危机下，油脂油料供应改善也难有较大调整

粮食危机也就是粮食安全出了问题，联合国粮农组织对粮食安全概念做的表述：让所有的人在任何时候都能享有充足的粮食，过上健康、富有朝气的生活。这个定义包括三个方面的内容：要有充足的粮食（有效供给）；要有充分获得粮食的能力（有效需求）；以及这两者的可靠性。这三者中缺少任何一个或两个因素，都将导致粮食不安全。近几年全球极端气候频发，天气不稳定越来越成为常态，这使得全球粮食的稳定供给出现问题。今年百年变局与世纪疫情交织叠加，地缘政治演绎下的冲突和争端不断，使得当前日益严峻的通胀问题愈发突出，食品通胀压力下粮食价格居高不下，这又限制了有效需求，一场全球性粮食危机正在上演。想要彻底解决粮食安全问题，既需要解决好供应，又要彻底解决价格问题。

良好的天气条件可以带来粮食丰收，但价格是由什么来决定的呢？传统理论认为的供需决定价格中枢，并伴随季节性波动的规律，在这里也出现偏差。市场有研究发现，近二十年小麦产量和长期价格的负相关性是逐渐走弱的。通过把 CRB 食品项同比和美国 M2 同比走势对比发现，两者表现出较强的相关性。除了以上货币周期对粮食价格的影响，通

过对比能源和食品价格发现，两者也有很高的相关性。所以，如果通胀和能源价格下不来，仅仅通过丰收年来稳定粮食供应，食品价格依然会居高不下，粮食危机便不过消退。从长周期来看，油脂和谷物价格也有非常高得相关性。因此，在全球性粮食危机未得到缓解之前，油脂油料的风险溢价也是有安全边际的。

图 7 CRB 食品项同比 vs 美国 M2 同比



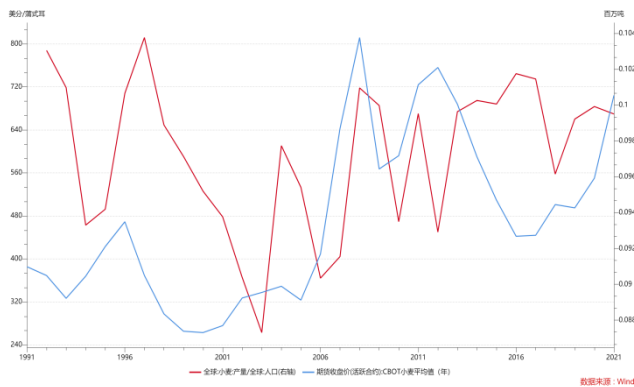
资料来源：WIND

图 8 食品价格指数 vs 原油价格



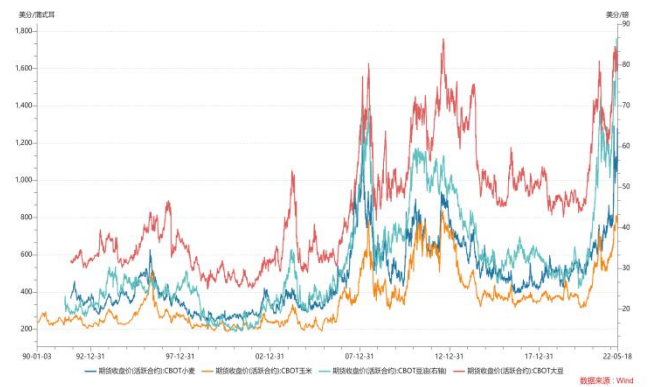
资料来源：WIND

图 9 食品价格指数 vs 原油价格



资料来源：WIND

图 10 CBOT 谷物及油脂价格行情



资料来源：WIND

4.2. 美国生物柴油政策长期利好油料油脂消费

回顾 2007-2008 年也爆发了一场席卷全球的粮食危机，原油价格居高不下，美国、欧盟和巴西等国将大量原本出口的玉米、菜籽、棕榈油转用于生产生物燃料。尽管生柴消费增加，也必然提振农产品价格，但也一定程度上缓解了原油的供应压力。无论是能源价格还是农产品价格，哪一个下不来都解决不了根本问题。因此，在农产品增产且可以稳定供应的时候，增加生柴投放，也是看似荒诞却也是必然的选择。这也解释了为什么自 08 年以来原油价格和农产品价格关系表现更为紧密。

美国是全球最大的生物柴油生产和消费国家。主要以豆油作为原料植物生物柴油。2022 年 6 月 3 日，美国最终确定 2021 年和 2022 年的可再生燃料掺混义务量 (RFS)，分别为 188.4 亿加仑和 206.3 亿加仑，并将追溯削减 2020 年生物燃料混合配额至 171.3 亿加仑。当日，美国农业部(USDA)宣布也将投资 7 亿美元帮助降低成本，以补贴 25 个州的近 300 家生物燃料生产商，因新冠肺炎疫情而面临意外的市场损失。在食品和能源通胀

压力下，拜登政府最终还是选择了忽视食品价格而执意增加本土生物燃料的供应，这也可以看着拜登政府对清洁能源政策的坚定态度。市场预计美国可再生燃料标准计划将进入增长模式，并推动市场对基于石油的汽油和柴油替代品的需求，这为 RFS 项目提供了确定性和稳定性保证。

具体来看，生物质柴油义务量较此前草案未做变动，2021 年为 24.3 亿加仑，2022 年为 27.6 亿加仑，比去年目标高出 13.6%。2022 年可再生燃料义务总量为 20.63 亿加仑，这就要求乙醇义务量维持在 150 亿加仑。目前 EPA 承认的乙醇掺混混合要求是无法实现的，有义务的炼厂很可能会依靠生柴 D4 RIN 来弥补乙醇合规义务方面的不足。根据市场测算，可能会有额外的 10 亿加仑生物质柴油生产以支持乙醇要求。此外，EPA 还处理了最近的一项法院裁决，该裁决裁定 EPA 在 2016 年将 RFS 减少 5 亿加仑时“越权”。作为对法院判决的回应，EPA 将在 2022 年实施 2.5 亿加仑的补充授权，该补充授权将具有与将 2022 年可再生燃料总量要求增加 2.5 亿加仑相同的实际效果。去除为满足 D4 要求而每年接近 5 亿加仑的进口量，粗略估计，2022 年美国生产的生物质柴油的总要求为 35 亿加仑。这里按照 50% 豆油投料比例及每加仑生柴需要 3.5 磅原料测算，则需要消费 122.5 亿磅美豆油。2022/23 年 USDA 预期目标是 120 亿磅，平衡表仍有收紧的潜力。

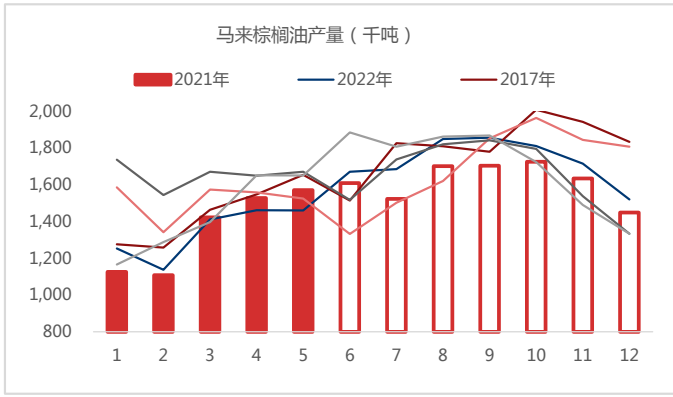
4.3. 劳工短缺、化肥不足、树龄结构将限制马来西亚棕榈油增产幅度

5 月马棕产量跌幅不及预期，这使得此前对后期增产持相对悲观的态度有所改善，但在同期高产数据兑现之前，丰产季劳工不足、施肥不足和树龄老龄化问题或依然是多头关注及交易的热点。当下气候条件对产量多是促进作用，因此目前除了无法定量分析的化肥问题以外，外劳是限制马来产量恢复的最大问题。

马来西亚棕榈种植业 80% 以上的工人来自海外。早在疫情发生之前，马来西亚就已经经历了较长时间的人手短缺。2022 年 4 月 1 日起，马来西亚完全开放了边境，取消国内多项防疫限制，允许完成疫苗接种者入境后免于隔离。然而，尽管采取了如此多的措施，但截至目前马来西亚引入外籍劳工的进度依然缓慢。据路透消息称，今年 1 到 4 月，马来西亚在线续签外籍工人，及外籍工人“临时工作证”的申请数量比往年同期大降超过 30%。种植园劳工缺口问题进一步加剧。马来西亚棕榈油理事会也因此将今年马来西亚棕榈油产量预期下调 30 万吨，从 1890 万吨下调至 1860 万吨。

目前针对外劳问题依然存在很大分歧，根据市场天风期货分析师观点，“目前纯粹由外劳导致的月度产量差幅在 5%-10% 左右，若 5 月产量数据与均值的差幅小于 5% 并出现明显好转，可以理解为外劳情况有所缓解。”结合目前市场主流的产量预期目标，通过季节性分析，推演出未来马来西亚月度产量数据。从结果看，预计下半年马来西亚棕榈油的产量受外劳不足的影响将减弱。

图 11 马来西亚棕榈油产量



资料来源: WIND 东海期货整理

图 12 马来西亚棕榈油产量季节性推演

产量	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	5年均值	5年最大值	5年最小值	历史偏差
Jan	1,277	1,587	1,737	1,166	1,126	1,253	1,379	1,737	1,126	-9.1%
Feb	1,259	1,343	1,545	1,289	1,108	1,137	1,309	1,545	1,108	-13.1%
Mar	1,464	1,574	1,672	1,397	1,423	1,411	1,506	1,672	1,397	-6.3%
Apr	1,548	1,559	1,649	1,653	1,528	1,462	1,587	1,653	1,528	-7.9%
May	1,654	1,525	1,671	1,651	1,572	1,461	1,615	1,671	1,525	-9.5%
Jun	1,514	1,333	1,518	1,886	1,610	1,671	1,572	1,886	1,333	6.3%
Jul	1,827	1,503	1,738	1,808	1,523	1,685	1,680	1,827	1,503	0.3%
Aug	1,811	1,621	1,822	1,863	1,702	1,850	1,764	1,863	1,621	4.9%
Sep	1,780	1,854	1,842	1,869	1,704	1,857	1,810	1,869	1,704	2.6%
Oct	2,009	1,965	1,796	1,725	1,726	1,811	1,844	2,009	1,725	-1.8%
Nov	1,943	1,845	1,538	1,491	1,635	1,716	1,690	1,943	1,491	1.5%
Dec	1,834	1,808	1,334	1,334	1,450	1,521	1,552	1,834	1,334	-2.0%
JFM	3,999	4,504	4,954	3,852	3,658		3,965	4,504	3,392	
AMJ	4,717	4,417	4,839	5,190	4,710		4,444	4,717	4,198	
JAS	5,417	4,977	5,402	5,540	4,929		5,132	5,417	4,977	
OND	5,786	5,618	4,668	4,549	4,811		5,377	5,786	4,727	
上半年	8,716	8,921	9,793	9,042	8,368		8,409	8,921	7,591	
下半年	11,203	10,596	10,070	10,089	9,740		10,509	11,203	9,729	
累计	19,919	19,516	19,863	19,131	18,108	1,880	18,918	19,919	17,319	1.9%

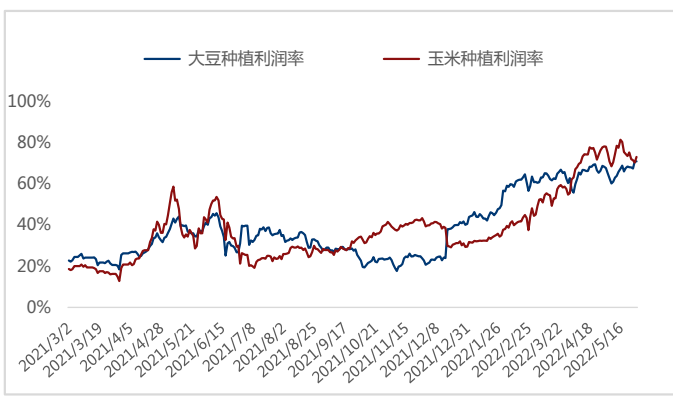
资料来源: 东海期货研究所

5.2022 年下半年蛋白粕市场要点解析

5.1. 美国新季大豆种植面积或下调，供用边际改善或不及预期

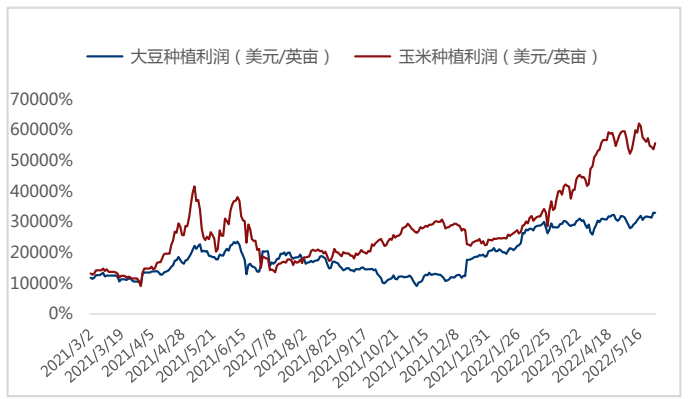
当前市场行情下，尽管美豆种植玉米的投入成本高，但玉米种植依然比大豆有更好的利润，美国玉米最终的种植面积或相较于此前 8900 万英亩的预期要高，大部分地区播种进度目前都赶超了历史均值水平也是佐证，但也必须考虑北达科他州和南达科他州种植面积可能出现的缩减。目前大平原北部作物保险限定的“，像最后播种期”已过，北达科他州和南达科他州地区就此结束玉米播种的可能性很高，这将很大程度上限制玉米面积调整的空间。预计 6 月底 USDA 面积报告中，玉米或有 50-100 万英亩的调整空间，相应的大豆种植面积或调整到 9000 万英亩左右。

图 13 美国大豆玉米种植利润率



资料来源: 东海期货研究所

图 14 美国大豆种植利润 (美元/英亩)



资料来源: 东海期货研究所

新旧大豆供应收缩或被兑现，叠加短期天气炒作，美豆容易出现偏差行情。

图 15 USDA 美国大豆平衡表

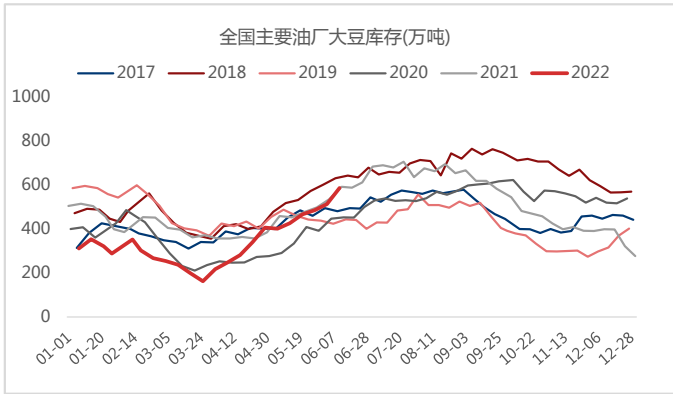
USDA 美国大豆平衡表										较 差 预期	中 性 预期	较 好 预期
名称				USDA5月	USDA6月	USDA5月	USDA6月	旧作	新作			
百万英亩/蒲				旧作	旧作	旧作	新作	调整	调整			
项目	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22	2022/23	2022/23	21/22	22/23	22/23	22/23	22/23
种植面积	89.2	76.1	83.4	87.2	87.2	91	91			90.00	90.50	91.50
收获面积	87.6	74.9	82.6	86.3	86.3	90.1	90.1			89.10	89.60	90.59
收获率	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%					
单产	50.6	47.4	51	51.4	51.4	51.5	51.5			51.5	51.5	51.5
期初库存	438	909	525	257	257	235	235			185	185	185
产量	4428	3552	4216	4435	4435	4640	4640			4589	4614	4665
进口	14	15	20	15	15	15	15			15	15	15
总供给	4880	4476	4761	4707	4707	4890	4890			4789	4814	4865
压榨	2092	2165	2141	2215	2215	2255	2255			2250	2255	2265
出口	1752	1679	2261	2140	2190	2200	2200	50		2200	2200	2210
种用	88	96	101	106	106	102	102			102	102	102
残余	39	12	1	12	12	23	23			23	23	23
总需求	3971	3952	4504	4472	4472	4580	4580			4575	4580	4600
期末库存	909	525	257	235	185	310	310	-50		214	234	265
库需比	22.9%	13.3%	5.7%	5.3%	4.1%	6.8%	6.8%		0.0%	4.7%	5.1%	5.8%
农场价格	8.48	8.57	10.80	13.25	13.50	14.40	14.40	0.25	0.00	14.6	14.5	14.2

资料来源：USDA 东海期货研究所

5.2. 下半年国内豆粕平衡表推演

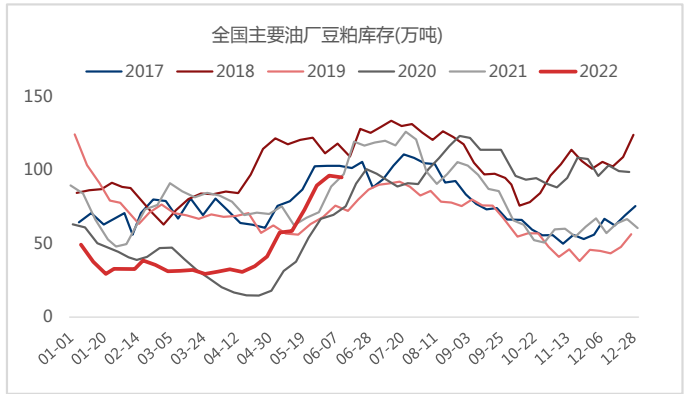
据 mysteel 船期数据推演，6 月国内主要油厂将有 923 万吨大豆到港，7 月到港 720 万，8 月进口大豆到港 690 万。目前 6 月前三周压榨量较去年同期减少 13%，粗略推断，2022 年 6 月国内主要油厂大豆压榨量仅为 700 万吨左右。预计 6 月末大豆库存约有 680 万左右，和去年同期水平相对，处近五年来高位。6 月豆粕产出约 560 万，目前的主要油厂的周度的出货速度大概 130 万吨左右，将往年近 140-150 万的水平，下滑 10%，粗略推断，6 月油厂出货约 530 万吨。预计 6 月末豆粕库存将达到 110-120 万吨左右，与去年水平相当。如果达到 120 万的库存水平，全国主要油厂的豆粕整体的库存压力会更加明显。然而，6 月底油厂大豆库存预估值，较近 5 年最高的库存水平，仍有 100 万的弹性空间。从当前的压榨趋势季下游消费趋势看，油厂或继续放缓开机，以保证豆粕基差处于合理水平。因此，预计 6 月底 7 月初大豆的库存或在 700 万水平，豆粕库存或在 110 万左右，并且从后期的到港预期来，此时国内主要油厂的大豆、豆粕库存将处于今年的顶峰。今年或将早早的进入去库周期，从当前的下游消费形势看，预计 7 月国内大豆并不会明显的缺口，8-10 月月均缺口将在 100-150 万左右。由于今年早期的库存累积量看，在新季美豆供应上市前，国内油厂大豆库存底部大概在 320-350 万水平，这样的季节性去库曲线和低部库存预期下，对目前主流地区销售的 M09+250 以上的远期合同，定价偏高。

图 16 全国主要油厂大豆库存



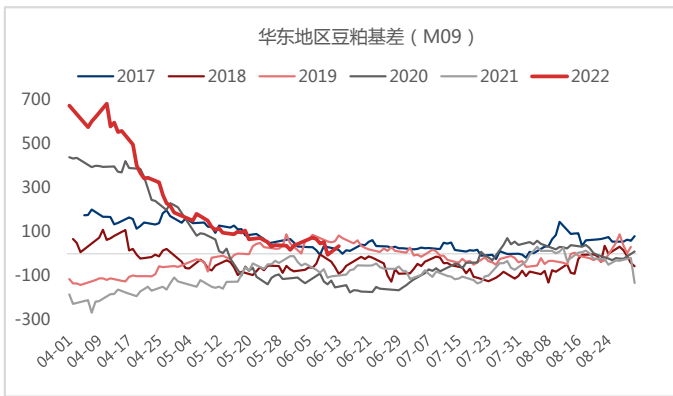
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 17 全国主要油厂豆粕库存



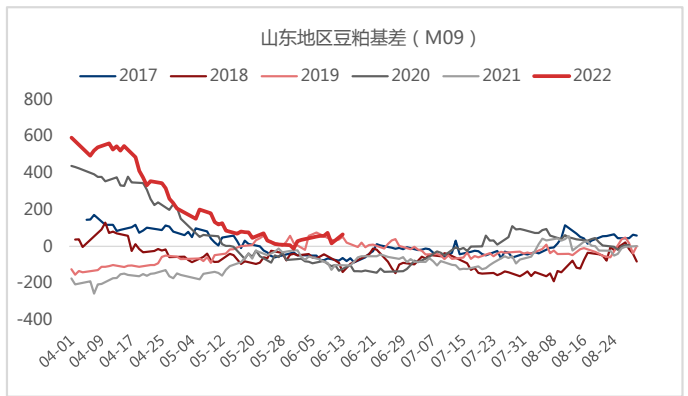
资料来源：我的农产品网 东海期货整理

图 18 华东地区豆粕基差



资料来源：WIND 东海期货整理

图 19 山东地区豆粕基差



资料来源：WIND 东海期货整理

5.3. 下半年菜粕平衡表推演及豆菜粕价差分析

目前豆菜粕价差结构下，国内菜粕在水产饲料中的投料比例收缩在 5%-8%。

豆粕和菜粕都是国内主要的饲料蛋白原料，是农产品中相关性较高的两个品种。豆粕是应用最广泛也是最优质的蛋白原料，而且粗蛋白平均含量高达 43%，因此价格也比较贵。菜粕主要应用于水产饲料中，由于菜粕中含有不易消化的戊聚糖，粗纤维含量也比较高，可利用的能量偏低，而且菜粕中含有单宁、芥子酸等康营养因子，所以在一些禽料和猪料中使用受到限制。此外，菜粕相较于豆粕，粗蛋白平均含量仅有 36%，约占豆粕蛋白含量的 84%，因此也价格比较便宜，主要用于水产饲料，约占菜粕消费的 86%。

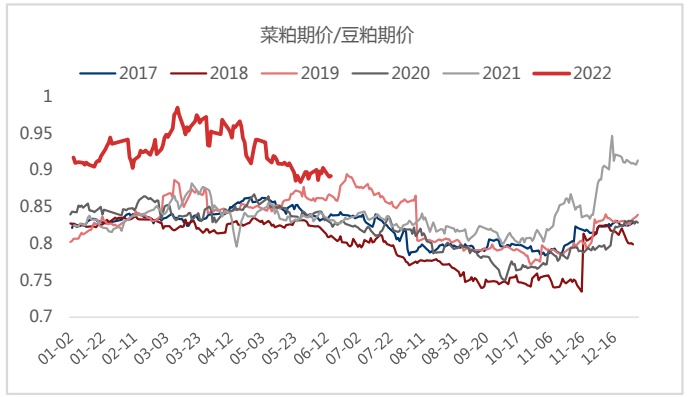
不考虑饲料中豆菜粕吸收比例的差异，一般菜粕/豆粕比价在 0.84 以下时，在水产饲料中添加菜粕菜具有价格优势菜粕。实际情况中，菜粕和豆粕的价格比值在 0.75-0.85 之间属于相对合理的水平，超过该值，饲料厂会逐步增加豆粕的用量，反之菜粕的用量则会逐步提升。需要注意的是，菜籽在一些低端额度水厂饲料中存在一定的刚需，这会导致异常高的价差才能抑制这一部分相对刚性的需求。据了解，目前国内水产饲料中，菜粕投入比例已经下调到 5%-8%，很大程度限制了菜粕的消费。

图 20 豆菜粕现货价差



资料来源: WIND 东海期货整理

图 21 菜粕期价/豆粕期价



资料来源: WIND 东海期货整理

下半年国内菜粕供需相对平衡，并不会出现明显缺口。

按照中国工业饲料协会数据,2022 年 1-4 月水产饲料产量 542 万吨,同比增加 32.7%,按照 8%菜粕投入核算,菜粕用于水产饲料的消费约 44 万吨,反推国内菜粕总消费量在 50 万吨左右。2022 年国内 1-4 月菜粕直接进口量就有 70 万,菜粕整体有较为稳定的供应。

推演加拿大新季菜籽供应上市之前,国内菜粕的供需结构。2022 年 5-8 月按照 30%的同比增长核算,国产水产饲料产量累计有 1580 万吨,按照 5%-8%投入比例,用于水产饲料消费的菜粕量为 80-125 万,反推国内总需求量为 90-145 万吨。截止 4 月统计菜籽和菜粕进口量,国内进口菜籽压榨和直接进口可提供的菜粕供给约有 100 万吨,抛去前 4 个月的 50 万吨消费,5-8 月期初供给量有 50 万,还需 40-95 万吨菜粕才能保障国内供给。去年 5-8 月菜粕可供给量有 135 万,即便供给边际有 50%的折扣,国内供应并不会出现明显的缺口。此外,国内菜籽上市初期,油厂大榨利润丰厚,国产产粕的供应也在增加。总体来说,在新季供应上市之前,豆菜粕价差均值回归的预期强。

图 22 国内菜粕供给边际核算

进口菜籽压榨产粕量+菜粕直接进口量									
Month	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	同比	五年均值同比
1	88767	316292	347643	569341	245167	288258	275128	-4.6%	-84.4%
2	300569	400968	281351	343551	245167	241906	216475	-10.5%	-85.7%
3	168423	236054	258634	167806	225343	239069	236167	-1.2%	-79.0%
4	228698	351484	256654	311831	326680	267670	303891	13.5%	-79.9%
5	366637	313433	412871	217338	460571	381547			
6	210619	451146	452397	277572	330167	320644			
7	215668	298739	368616	176554	300344	341204			
8	309111	277639	486432	267846	254742	311449			
9	244785	258503	320821	231343	383837	341216			
10	105193	232623	327320	276611	232011	349123			
11	184718	401029	308681	200921	415898	253968			
12	224795	253758.8	331439	182171.3	322770	344092			
全年进口	2647984	3791669	4152858	3222886	3742697	3680146			
全年进口同比		43.2%	9.5%	-22.4%	16.1%	-1.7%			
1-4月供给	786457	1304798	1144282	1392529	1042357	1036903	1031661	月均供给量(吨)	
1-4月供给同比		65.9%	-12.3%	21.7%	-25.1%	-0.5%	-0.5%	257915	

资料来源: 海关总署 东海期货研究所

6. 结论及操作建议

市场环境：全球能源和粮食危机背景下，尽管 2022/23 年油脂油料供应预计将大幅增加，但在市场通胀环境下，对油脂油料依然存在一定的风险溢价，且新季作物种植成本较高，油脂油料整个板块估值不能过低。此外，能源供应矛盾突出，价格高企，生物柴油具备良好的消费前景，这或成为下半年驱动油脂油料走强的一条主线，重点关注原油行情，以及生物柴油掺混利润变化。2022/23 年全球油脂油料消费预期将会恢复，而中国是拉动全球消费复苏的重要力量，需要注意下半年国内疫情复发风险，关注疫情对消费边际的影响。

油料方面：产地旧作供应紧缩，见底的结转库存，让近月合约价格有很高的安全边际，后期南美大豆产量调整空间不大，不过目前中国大豆进口预期目标可能会下调，进而影响目前市场对旧作供需紧缩预期，需要关注。新作方面，注意 6 月底 7 月初美国和加拿大农业部将公布大豆和菜籽种植面积的预估数据，这是决定新作供应的核心指标，目前预期美国面积下调 50-100 万英亩，预计对市场影响中性偏多。目前油料市场仍然处于有效的天气市场，虽然目前油料产区天气形势整体良好，北美普遍高温天气及局部干旱天气仍存在交易空间；加拿大受过度潮湿天气影响的马尼托巴省，较慢的播种面积值得关注；此外，萨斯喀彻温省生长末期或面临霜冻风险，美国秋冬飓风天气风险也在增大。预计下半年整个油料作物整个生长季始终会有天气升水存在。

油脂方面：下半年东南亚棕榈油增产预期或将兑现，受外劳短缺因素影响货币市场预期的小，叠加新季油料产量预期兑现，油脂边际改善预期强。国内菜油、棕榈油需求弹性差，需求回归幅度或不及预期，这将使得国内较难出现较大的进口利润，库存修复或较慢，高基差结构稳固；豆油在当前豆棕现货价差下，性价比优势依然明显，需求相对较好，三季度豆棕价差有望继续走扩。

蛋白粕：豆粕属于成本定价的品种，在 2022/23 年供需转向宽松的预期下，豆粕和美的价格重心均有望下沉。关注面积和天气对预期的修正。新季油籽上市之前，豆粕现货有望在 7 月初见顶，然而下半年国内生猪存栏下滑，豆粕存量消费受限，且新季供应增加预期强，豆粕或进入供需双弱局面，基差较难有突破行情；菜粕供需维持平衡，很难背离豆粕出现独立期现行情。目前菜豆粕比值仍处于高位，豆菜粕价格有望走扩。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn