



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

周昱宇

期货从业证号：
F03091976

油脂供给边际修复，油料消费或成焦点

摘要

对于国际油脂油料市场，下半年需要重点关注天气对产区的影响，下半年为北半球油籽作物的种植季，尤其在7-9月是主要油籽作物大豆及油菜籽的生长关键期，对天气的反应将表现的更加敏感。前期俄乌危机始终在影响农作物的供应问题，包括供应链和贸易政策两方面的影响。在后期俄乌局势态度的转变也将会对国际整体油脂油料总供给造成影响，尤其在当前乌克兰无法出口，其国内油厂压榨的葵花籽已经胀库的情况下，一旦局势转好，乌克兰油脂油料可以顺利通过黑海港口正常出口将会显著给与国际油料市场压力。油脂端则需要仔细评估印尼和马来棕榈油的平衡表，前期作为全球最大的棕榈油产出供给国，印尼在棕榈油上不断变化的限制出口措施显著的影响了全球棕榈油的供给，并且由于全球棕榈油贸易占据了全球油脂贸易的一半左右，棕榈油供给的变化对全球植物油价格均造成了明显影响。由于前期的限制，当前印尼棕榈油库存正面临着胀库的压力，在胀库压力下，全球棕榈油价格上方压力较强，后市印尼的具体库存变化和胀库导致的产量损失情况将成为植物油市场关注的重点。

展望后市，油脂油料价格重心预期将较上半年回落，上半年集中的利好基本兑现，下半年在通胀背景下，全球加息节奏将成主旋律。

风险点：产区天气状况异常、俄乌局势反复、能源价格波动、美联储加息节奏变化

目录

第 1 章 行情回顾	4
第 2 章 行情展望——全球油脂油料格局	6
2.1. 天气&气候：拉尼娜概率降低利好新产季油籽产量	6
2.2. 全球油籽市场情况	7
2.2.1. 全球主要油籽情况概论	7
2.2.2. 大豆	8
2.2.2.1. 关注美国大豆生长情况	8
2.2.2.2. 国内大豆情况	9
2.2.3. 油菜籽	11
2.2.3.1. 加拿大油菜籽	11
2.2.3.2. 乌克兰葵花籽	12
2.2.4. 棕榈油	13
第 3 章 行情展望	17
免责声明	18

图表目录

1. 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: ENSO 官方合集概率预测	7
表 2. 1. 2: 7、8、9 月全球海温距平概率预测	7
图 2. 2. 1. 1: 全球主要油籽供需平衡表	7
图 2. 2. 2. 2. 1: 全球大豆供需平衡表	8
图 2. 2. 2. 2. 2: 美国豆油平衡表	9
图 2. 2. 2. 2. 3: 美国豆粕平衡表	9
图 2. 2. 2. 2. 1: 国内豆油提货情况	9
图 2. 2. 2. 2. 2: 国内豆粕提货情况	9
图 2. 2. 2. 2. 3 中国大豆平衡表	10
图 2. 2. 2. 2. 1: 国内豆油库存	11
图 2. 2. 2. 2. 2: 国内豆粕库存	11
图 2. 2. 3. 1. 1: 全球油菜籽供需平衡表	12
图 2. 2. 3. 1. 2: 加拿大油菜籽供需平衡表	12
图 2. 2. 2. 1: 乌克兰部分谷物及油脂油料出口情况	13
表 2. 3. 4. 1: 全球棕榈油供需平衡表（百万吨）	14
表 2. 2. 4. 2: 印尼棕榈油供需平衡表（百万吨）	15
表 2. 2. 4. 3: POGO 价差	16

第 1 章 行情回顾

在 2022 年上半年，CBOT 美黄豆先受到南美产区天气不利导致的减产影响后受到俄乌冲突爆发导致的供应链不畅影响，在一季度大幅上涨。到二季度，由于新公布的美国新机大豆面积种植预期出现大幅增加，美黄豆的涨势被一定程度抑制。此外，俄乌局势在中间出现了不断地反复，导致了国际农产品价格包括油籽价格在期间出现宽幅波动。行至五月，由于国内前期买船进度缓慢且受到疫情影响卸货进度偏慢，国内油厂出现了短期缺豆状况而不得不在 CBOT 美盘集中点价，再次推高了国内蛋白粕价格和 CBOT 美豆价格。截至目前，国内旧季大豆压榨的蛋白粕对应主力合约——09 合约，依旧在高位波动，当前产区天气未出现明显异样，而俄乌计划进行下一轮谈判，预期解决乌克兰油籽及其压榨品出口问题。如果俄乌谈判顺利，乌克兰前期无法出口的大量旧季葵花籽及其压榨产物将得以通过海运的方式出口，政策可能导致的利空令目前的全球的油籽和蛋白粕承受压力。

油脂方面因去年下半年开始棕榈油一直处在减产低库存状态，今年一季度南美大豆再次减产，全球油脂供给持续短缺，紧供给基本面延续。同时，一季度能源大幅上涨，油脂由于存在生物柴油的增量消费兼具能源属性，配合自身强势基本面跟随原油价格加速上涨。二季度则主要受到印尼出口政策影响，作为棕榈油最大主产国，印尼因为能源及粮食价格高企而国内通胀严重，当地政府为控制国内通胀压力不断改变对棕榈油的出口政策，政策的持续时间和限制力度反复多变造成了二季度国际油脂价格出现宽幅震荡。而国内由于进口利润持续倒挂导致进口始终无法打开，国内库存持续低位运行，在内外库分化的情况下，内库长期的低库存将油脂价格一路买高。但行至二季度末，随着印尼棕油单产水平的恢复，本国对棕油消费能力有限的情况下，政策端持续对出口的限制将大部分棕油库存留在国内导致了国内库存压力极大，棕油生产企业由于缺乏库容而被迫暂停压榨，作为印尼的支柱性行业，棕榈产业链的停摆将对其大部分民众生活生产造成极大影响。因此自最近一次解除出口禁令以后，印尼政府态度大变，希望加速出口棕油以释放库存，在预期全球油脂供给将会有明显增量的情况下，植物油供给由紧张边际转松，棕榈油带领的全球油脂价格集体自高位回落。除此之外，由于美国 5 月 CPI 数据的高企，美联储的加息力度增强，在未来经济预期转差导致的全球消费走弱背景下，供给宽松消费变差成为了油脂下跌的催化剂，截至目前，国内三大油脂盘面价格平均较前期下跌超过 15%。

1.1: 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——全球油脂油料格局

对于国际油脂油料市场，下半年需要重点关注天气对产区的影响，下半年为北半球油籽作物的种植季，尤其在 7-9 月是主要油籽作物大豆及油菜籽的生长关键期，对天气的反应将表现的更加敏感。前期俄乌危机始终在影响农作物的供应问题，包括供应链和贸易政策两方面的影响。在后期俄乌局势态度的转变也将会对国际整体油脂油料总供给造成影响，尤其在当前乌克兰无法出口，其国内油厂压榨的葵花籽已经胀库的情况下，一旦局势转好，乌克兰油脂油料可以顺利通过黑海港口正常出口将会显著给与国际油料市场压力。油脂端则需要仔细评估印尼和马来棕榈油的平衡表，前期作为全球最大的棕榈油产出供给国，印尼在棕榈油上不断变化的限制出口措施显著的影响了全球棕榈油的供给，并且由于全球棕榈油贸易占据了全球油脂贸易的一半左右，棕榈油供给的变化对全球植物油价格均造成了明显影响。由于前期的限制，当前印尼棕榈油库存正面临着胀库的压力，在胀库压力下，全球棕榈油价格上方压力较强，后市印尼的具体库存变化和胀库导致的产量损失情况将成为植物油市场关注的重点。

2.1. 天气&气候：拉尼娜概率降低利好新产季油籽产量

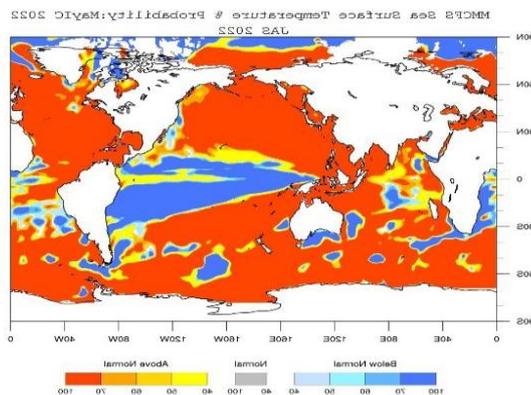
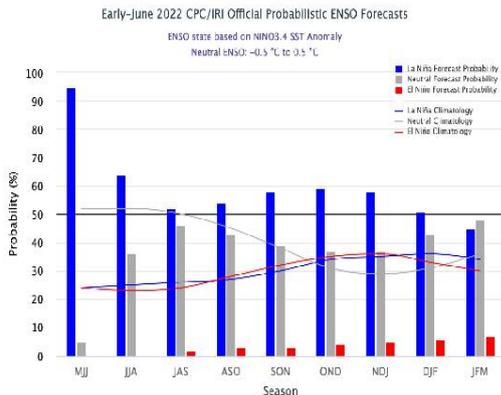
对于气候状况，相比于前期拉尼娜预期贯穿前年的预测，最新一期预测拉尼娜现象可能逐渐走弱，于年底结束。拉尼娜影响的主要区域在太平洋东部沿岸，低于平均状态的海洋温度不利于沿海水汽相互作用的进行，将会导致干旱少雨天气。此外，还会削弱太平洋东部的高空环流活动，令西风带控制下的高压和低压活动变得更不活跃。在高压长期活动的大陆地区，拉尼娜的存在将可能令该高压滞留更长时间导致长期高温天气，因此拉尼娜现象非常不利于太平洋东海岸地区的农作物的生长。随着拉尼娜现象的减弱，预期海气活动将会变得更加活跃，温度及降水均会更加有利于作物的单产水平。

拉尼娜现象的强弱在当前主要会影响到的油籽作物是美国大豆和加拿大油菜籽，同时相比于油菜籽，大豆将会受到更小的影响。主要原因在于美国大豆的产区主要围绕密西西比河流域，由于位于美东地区，其海气活动更多受到大西洋影响，在未来三个月的海温预测中，可以看到哈德莱环流在大西洋西海岸依旧表现活跃，美豆产区上空水汽源较充裕；而加拿大油菜籽产区位于西南三省，靠近太平洋东海岸地区，其水汽主要由太平洋东海岸的海气活动提供，未来随着拉尼娜现象预期不断走弱，其上空的水汽条件同样有转好趋势。

总体来看，在气候条件上，当前并未出现不利于产区的天气情况，在今年美国大豆和加拿大油菜籽种植面积均高于去年的情况下，同比更优的气候条件可能在新年度提供更多的产量。

表 2.1.1: ENSO 官方合集概率预测

表 2.1.2: 7、8、9 月全球海温距平概率预测



资料来源: CFS CPC NOAA 南华研究

2.2. 全球油籽市场情况

2.2.1. 全球主要油籽情况概论

对于 22/23 年度，考虑到在气候尺度上全球天气存在相较上一年度有好转的预期，且部分油籽种植国在种植面积或单产水平上的提升，22/23 年度全球主要油籽供给可能增加。21/22 年度，加拿大油菜籽及南美大豆由于天气影响导致大幅减产，在本年度假设天气条件正常运行的情况下，新年度大豆及油菜籽供给相较上一年度分别可能增加超过 3000 万吨和 700 万吨。21/22 年度由于俄乌冲突，乌克兰葵花籽尽管丰产但无法顺利运输造成了供应链导致的供给紧张。新一年度，考虑到乌克兰葵花籽播种季与俄乌冲突时间重叠且种植区与冲突区同样重叠，葵花籽产量考虑调减 600 万吨。总体来看，由于大豆和油菜籽预期的增加明显，全球主要油籽供给同比增加明显。

22/23 年度的全球油籽消费预期同样会走强，最核心的因素是生物柴油的产能增量，在全球布局生柴推行绿色能源的背景下，油脂的增量需求将会激发更多的油籽压榨和消费。同时，由于当前全球通胀压力较大，宏观经济预期整体在相对悲观的氛围中，前期受疫情影响减少的肉类消费是否可能回补存疑，相应的对于全球蛋白粕更具体的需求增量需要保持谨慎态度。

图 2.2.1.1: 全球主要油籽供需平衡表

	全球主要油籽平衡表 (百万吨)									
	期初库存 21/22	期初库存 22/23	产量 21/22	产量 22/23	压榨 21/22	压榨 22/23	总消费 21/22	总消费 22/23	期末库存 21/22	期末库存 22/23
全球10种主要油籽	113.4	104.4	584.7	620.5	318.7	513.77	593.7	608.3	104.4	116.7
其中										
大豆	100.1	85.7	351.3	385.1	318.7	324.6	365.7	372.8	85.7	98
油菜籽	6.4	5.3	65.4	72.8	63.72	68.1	66.5	70.6	5.3	7.6
葵花籽	2.6	8.3	57.8	51.9	46.31	48.2	52.1	53.7	8.3	6.5
花生仁	2.11	2.37	34.39	33.5	11.58	10.9	36.76	33.84	2.37	2.03

资料来源: 油世界 南华研究

2.2.2. 大豆

2.2.2.1. 关注美国大豆生长情况

对于国际大豆,由于 21/22 年度南美出现了明显的天气异常导致大豆产量大幅减少,据最新一期 USDA 全球的大豆平衡表,全球期初库存由于南美减产而大幅减少到 8615 万吨,奠定了 22/23 年度的期初紧供给基础。新年度美国大豆种植面积由于相较于玉米更少承受化肥价格大幅上涨的影响而在与玉米争夺种植面积上胜出,在 3 月末的种植意向调查中,美豆种植面积破纪录的预估到 9095 万英亩,截至目前 USDA 仍然未调减面积预期,但受到开播前后的的美豆与美玉米比价影响,市场对美豆的面积预期略微悲观于 USDA 报告。北京时间 7 月 1 日凌晨即将出具定产报告,在定产报告后,美豆产区将正式进入生长关键期。因为有南美大豆受天气影响而大幅减产的前车之鉴,配合大豆期初的紧库存,新产季预期市场对美豆产区天气的敏感度将更胜以往。

图 2.2.2.2.1: 全球大豆供需平衡表

	期初库存 21/22	期初库存 22/23	产量 21/22	产量 22/23	进口 21/22	进口 22/23	压榨 21/22	压榨 22/23	总消费 21/22	总消费 22/23	出口 21/22	出口 22/23	期末库存 21/22	期末库存 22/23
全球	99.89	86.15	351.99	395.37	154.81	167.12	315.37	327.18	364.65	377.86	155.9	170.31	86.15	100.46
全球除中国	68.73	55.4	335.59	377.87	62.81	68.12	226.37	232.18	255.93	262.27	155.8	170.21	55.4	68.9
美国	6.99	5.58	120.71	126.28	0.41	0.41	60.28	61.37	63.47	64.78	59.06	59.87	5.58	7.61
全球除美国	92.9	80.57	231.29	269.09	154.4	166.71	255.09	265.81	301.18	313.08	96.84	110.44	80.57	92.85
主要出口国	54.92	42.6	175.62	212.5	2.87	5.57	90.38	93.33	100.95	104.09	89.85	102.13	42.6	54.46
阿根廷	25.06	20.65	43.4	51	2.4	4.8	40.25	41	47.46	48.25	2.75	4.7	20.65	23.5
巴西	29.4	21.86	126	149	0.45	0.75	48.5	49	51.75	52.35	82.25	88.5	21.86	30.76
乌拉圭	0.44	0.09	4.2	10	0.01	0.01	1.55	3.25	1.67	3.41	2.9	6.5	0.09	0.19
主要进口国	34.39	33.32	20.19	21.53	125.69	133.53	118.75	125.2	146.59	154.15	0.36	0.33	33.32	33.89
中国	31.16	30.74	16.4	17.5	92	99	89	95	108.72	115.59	0.1	0.1	30.74	31.56
欧盟	1.4	0.96	2.73	3	14.7	15	15.9	16.1	17.62	17.93	0.25	0.22	0.96	0.81
东南亚	1.18	0.94	0.53	0.5	9.49	9.88	4.95	5	10.24	10.42	0.01	0.02	0.94	0.88
墨西哥	0.46	0.5	0.29	0.3	6.2	6.35	6.4	6.6	6.45	6.65	0	0	0.5	0.5

资料来源: USDA 南华研究

虽然在假设天气正常运行的情况下美豆本年度供给将创下记录,但大豆的消费增量同样需要关注。根据平衡表来看,美国的大豆压榨和消费明显增幅明显,主要原因在美豆油的生物柴油增量方面。自拜登政府上台以来,其对环境的重视导致了大幅推进清洁能源计划,其中对生物柴油的产能布局也有五年预期在现有产能上翻一倍的预期。22/23 年度美豆油的消费因此直接增加 12%,由于压榨产能的限制,美国国内豆油的食用消费甚至都将会让步于生物柴油消费。作为全球主要大豆生产国之一,美豆油需求的提升预期利多油脂,偏长期来看,由于对美豆油的主动压榨,美豆粕可能存在被动累库的可能,油粕比中枢将被动抬升。

总体来看,在天气情况无重大影响的情况下,全球大豆的供给可能首先在美国逐步恢复,全球大豆价格水平预期下半年震荡偏弱,有利于我国进口成本的降低和进口及压榨利润的打开。

图 2.2.2.2.2：美国豆油平衡表

美豆油	2020/21	2021/22	2022/23
		6月估计	6月预期
百万磅			
期初库存	1853	2131	1951
产量	25023	26205	26430
进口	302	400	500
总供给	27177	28736	28881
国内消费	23323	24985	25800
生物柴油	8850	10700	12000
饲料及其他工业	14473	14285	13800
出口	1723	1800	1400
总消费	25046	26785	27200
期末库存	2131	1951	1681
均价（美分/磅）	56.87	75	70

图 2.2.2.2.3：美国豆粕平衡表

美豆粕	2020/21	2021/22	2022/23
		6月估计	6月预期
千短吨			
期初库存	341	341	400
产量	50565	51859	53050
进口	783	500	450
总供给	51689	52700	53900
国内消费	37580	38300	39000
出口	13768	14000	14400
总消费	51348	52300	53400
期末库存	341	400	500
均价（美元/短吨）	392.31	425	400

资料来源：USDA 南华研究

2.2.2.2. 国内大豆情况

作为最主要的大豆消费国，我国的在 21/22 市场年度的大豆进口量持续弱势运行，主要原因在于前期我国油厂压榨利润持续低迷导致买船进度始终偏慢，进入今年，南美大豆减产及俄乌冲突导致了国际大豆价格大幅上涨，国内买船成本显著上升，油厂压榨利润进一步恶化导致了后续的压榨厂原料短缺。虽然在期间因为原料上涨下游库存走低导致了价格的阶段性上涨，国内现货榨利短期被打开，但总体来看，持续偏低的压榨利润依旧在拖累国内的进口速度和买船进度。截至目前，根据市场调查，我国的进口大豆已采购量大约在 8750 万吨左右，21/22 年度已经到港总量大约在 6000 万吨上下，截至今年底可以到港大豆数量来看，当前已采购但未装船量约 4200 万吨。假设已采购未装船的大豆全部可以按时到港，对比我国往年豆油及豆粕的提货情况，该采购量依旧存在一定缺口，缺口量大约在 650 万吨左右。

图 2.2.2.2.1：国内豆油提货情况

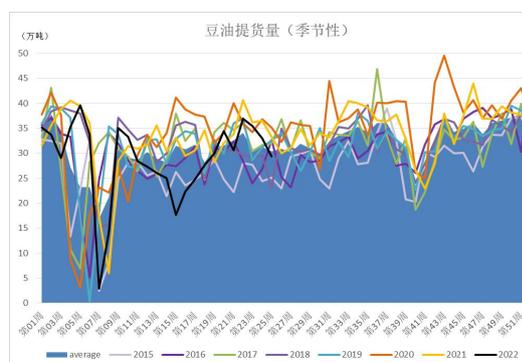
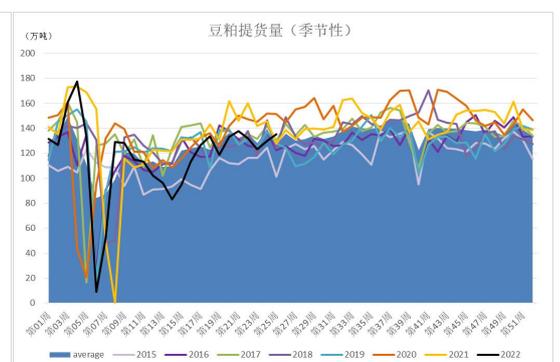


图 2.2.2.2.2：国内豆粕提货情况



资料来源：我的农产品网 南华研究

但本年度的大豆缺口可能可以通过本年度我国对油脂油料的重视而补充。2022 年初的中央一号文件提出，要大力实施大豆和油料产能提升工程，包括推广玉米大豆带状复合种植，开展粮豆轮作。农业农村部表示，2022 年要把扩大大豆和油料生产作为必须完成的重大政治任务。

根据农业农村部农情调度，全国大豆的春播意向种植面积基本已全部完成。由于今年各级政府高度重视大豆油料生产，提高了大豆生产者补贴，加快推广大豆玉米带状复合种植。预计黑龙江、吉林、内蒙古等省区大豆播种面积均将不同幅度增长，华北黄淮地区也将增加。从我国本年春播以来的天气情况来看，东北地区温度条件较好，中北部大部墒情适宜，东部出现较明显降水，总体利于大豆播种萌芽，天气条件正常的情况下，大豆产量有望创历史新高。预计 2022 年全国大豆平均单产约为 2 吨/公顷，同比增长 1.6%；大豆产量预期可以达到 1970 万吨，同比增长 20.1%，创历史新高。

图 2.2.2.2.3 中国大豆平衡表

中国大豆供需平衡分析

单位：千公顷，吨/公顷，千吨

	2020/21	2021/22 6月预估	2022/23 6月预估
播种面积	9,882	8,415	9,960
其中：黑龙江	4,832	3,810	4,580
单位产量	1.983	1.949	1.978
其中：黑龙江	1.905	1.853	1.889
生产量	19,600	16,400	19,700
进口量	99,787	92,000	95,000
年度供给总量	119,387	108,400	114,700
种用	740	850	830
食用及工业消费	17,330	16,050	16,450
压榨消费	99,150	93,800	96,800
其中：国产大豆	2,000	1,000	1,600
进口大豆	97,150	92,800	95,200
年度国内消费量	117,220	110,700	114,080
出口量	63	70	80
年度需求总量	117,283	110,770	114,160
年度结余量	2,104	-2370	540

资料来源：国家粮油信息中心 南华研究

因此按照当前的大豆采购进度来看，虽然存在一定的缺口，采购进度偏慢，但存在国内大豆产量对进口大豆缺口进行补充的预期。而在消费端，由于下半年相较于全球通胀压力，我国通胀水平相对温和，宏观调控的灵活性会更好，下游养殖的利润及市场情绪较前期略有好转，因此下游消费暂时预估平稳有增，国内豆粕的价格水平可能会有到港节奏问题导致的阶段性上涨，但在总到港按时到港，区域间无明显无风险套利价差的情况下，我国豆粕下半年度预期震荡偏弱。

图 2.2.2.2.1：国内豆油库存

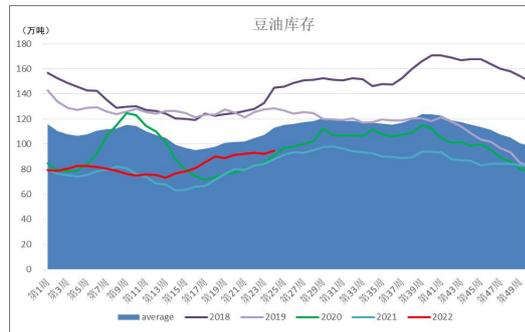
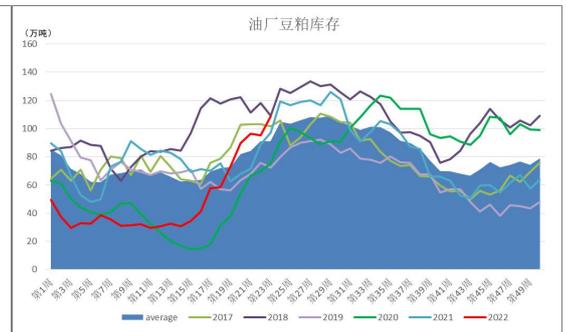


图 2.2.2.2.2：国内豆粕库存



资料来源：我的农产品网 南华研究

2.2.3. 油菜籽

2.2.3.1. 加拿大油菜籽

加拿大油菜籽又进入播种季，当前来看，加拿大菜籽种植三省基本完成播种。最大产量省份萨斯喀彻温省当前的降水表现良好，总体有利于作物的生长，根据土壤观测数据，全省基本土壤湿度良好，作物积温水平稳步推进。第二大种植省阿尔伯塔省同样完成了种植，并且气象水平表现正常，根据作物生长优良率来看，新年度优良率为 73.1%，低于去年同期 80%，但高于上周 71.1%。第三大种植省曼尼托巴省由于种植前期过量的降水导致部分产区发生了洪水灾害，根据最新一期省农业报告，该省已经重新播种，部分作物进入发育阶段。由于补种及时且后续土壤湿度适中温度适中，后种作物生长情况表现更加良好。

根据加拿大农业部报告看来，2022/23 年度加拿大油菜籽种植面积预期减少 7%，原因在于部分农民选择了种植风险更低的谷物作物。预计收获面积 840 万公顷，按照天气正常条件预测，新年度单产为 2.14 吨/公顷，预计产量为 1795 万吨。对于全球的油菜籽供给将形成有利补充。

本年度乌克兰葵花籽的减量将成为葵籽及菜籽的交易重点，但随着澳洲、欧盟、印度及中国的油菜籽均丰产，加拿大油菜籽的产量也恢复的情况下，全球油菜籽和葵花籽的供给总量并无需过度担心，全球的菜籽总平衡表表现相对宽松。

图 2.2.3.1.1: 全球油菜籽供需平衡表

全球油菜籽供需平衡表 (百万吨)				
	19/20	20/21	21/22	22/23F
期初库存	10.04	8.58	6.4	8.33
全球产量	62.95	66.65	65.43	10.18
欧盟	15.56	16.94	17.39	18.62
加拿大	19.91	19.48	12.59	17.95
乌克兰	3.48	2.7	3.13	2.6
中国	5.7	6	6.3	6.6
印度	7.4	8.55	10.3	10.1
澳大利亚	2.3	4.52	7	6.5
全球压榨	61.91	66.42	64.04	67.1
其他消费	2.5	2.41	2.46	2.51
结转库存	8.58	6.4	5.33	6.55

图 2.2.3.1.2: 加拿大油菜籽供需平衡表

加拿大油菜籽供需平衡表 (百万吨)				
	19/20	20/21	21/22	22/23F
期初库存	4.43	3.43	1.72	0.52
产量	19.91	19.48	12.59	17.95
进口量	0.16	0.13	0.14	0.13
出口量	10.36	10.53	5.26	7.46
压榨量	10.13	10.41	8.38	8.98
其他消费	0.58	0.38	0.3	0.33
结转库存	3.43	1.72	0.52	1.82

资料来源: 油世界 加拿大农业部 南华研究

2.2.3.2. 乌克兰葵花籽

本年度受到俄乌冲突影响,乌克兰葵花籽种植预期大幅减少,根据政府数据,乌克兰谷物及油籽的春播已全部完成,播种面积达到 1420 万公顷,同比去年减少 16%。其中葵花籽的种植面积为 460 万公顷,同比去年 640 万公顷减少 28%。同时考虑到乌克兰缺乏能源及化肥,其施肥能力和机械化种植水平将受到影响,并且开播时间较往年偏晚,预期单产水平同样会受到显著影响,因此葵花籽全球产量暂时预估在 5200 万吨左右。

当前乌克兰最大的影响因素是供应链问题,由于黑海港口无法出口,乌克兰的出口主要以通往欧洲的铁路和汽车等陆运为主。根据乌克兰农业部数据,乌克兰 5 月谷物及油料的总出口为 163 万吨,环比上月 106 万吨增加 53%,但同比去年 367 万吨减少 55. %。

总体来看,乌克兰的出口依旧极大地依赖于港口海运,陆运运力表现十分有限。未来乌克兰谷物及油脂油料是否可以运输取决于俄乌谈判。截至报告前,乌克兰与俄罗斯计划在土耳其就乌克兰出口举行谈判,当前谈判情况并不明朗。如果乌克兰未来运输问题得以解决,那么短期内乌克兰国内大量的葵花籽、葵花油及将要胀库的葵花粕大量释放,全球油脂和蛋白粕市场的供给将会得到明显的增加,当前已经边际转松的油脂油料价格将有进一步下跌空间,尤其国际蛋白粕的价格。

图 2.2.2.1：乌克兰部分谷物及油脂油料出口情况

乌克兰部分谷物及油脂油料出口情况（千吨）				
	2021.5	2022.5	2021(1-5)	2022(1-5)
大豆	36	67	429	444
葵花籽	4	342	482	40
豆油	21	16	107	91
葵花油	502	203	2240	1501
小麦类	858	44	3485	2667
玉米	2251	959	11970	10973

资料来源：乌克兰农业部 油世界 南华研究

2.2.4. 棕榈油

棕榈油当前的核心矛盾在于全球各地的库存水平分布不均，今年以来由于马来和印尼的棕榈油单产水平开始改善预期供给将得到修复，去年高企的价格将会回落。但今年初由于全球原油相关产业的产能限制问题导致了能源供给紧张，价格大幅上涨，推动了植物油价格同步上行。而二月份俄乌冲突的开启让全球各个国家开启了不同领域的制裁和贸易保护，作为主要农产品加工产品，植物油价格忽视了产出国供给的边际修复而大幅上涨。在全球能源和粮食价格高企的情况下，通胀压力令各个原材料产出国家开始采取各种措施去抑制本国通胀水平。印尼作为主要的棕榈油生产国，且其生产力的恢复显著好于马来西亚，其出口成为全球棕榈油的主要供给来源，但年初以来印尼出台了一系列的出口限制政策希望压制本国植物油价格水平，但并未得到很好效果反而导致棕榈油在本国被大量积累而国际供给大幅减少。由于印尼本国消费只占到每月产量的一半，印尼将有一半的棕榈油产量需要出口来消耗，在印尼一系列出口限制政策下其本国出现了胀库问题。作为印尼的支柱性产业，棕榈油库存胀库将会导致整个产业链被迫停滞并且存在影响未来单产水平的风险，因此为了解决其国内的库存问题，印尼一改之前出口限制的态度开始加快本国棕榈油的出口，随着印尼棕榈油开始加速出口，全球供给相应得到恢复，国际棕榈油价格因此回落。

表 2.3.4.1.： 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	21/22	22/23F
期初库存	14.66	14.97	12.76	12.34	14.43
产量	78.14	74.54	75.93	77.44	80.47
出口量	55.32	50.86	51.45	48.63	51.7
进口量	55.29	50.84	51.78	48.39	51.5
消费量	77.79	76.76	76.68	75.11	79.2
期末库存	14.97	12.76	12.34	14.43	15.5

资料来源：油世界 南华研究

展望后市，最近一个季度对于棕榈油需要核心关注的始终是印尼的出口情况，根据对印尼棕榈油平衡表的推演，将会出现两种情况：

一种情况是前期出口的限制对未来棕榈果的单产水平造成了影响。由于限制出口以来，印尼棕榈油无法出口导致本国库存大量积压，当地对鲜果串的收购价格也一直低位运行，棕榈园种植利润因此受到影响，在假设压榨厂的鲜果串收购价格无法覆盖种植园采摘成本的情况下，种植园的采摘进度将会减缓，成熟果串在树上不及时采摘将会影响棕榈树未来的单产能力。在未来单产能力持续被影响的情况下，印尼的库存压力将会因为单产降低而明显改善。印尼未来三个月的出口总量预估在 600 万吨左右的正常偏低水平，且其卖货压力相应减小，议价能力更高，库存转移中的价格主导权依旧在生产国手中。在供给主导的市场节奏中，未来棕榈油价格预期仍有向上修复空间，但受到能源价格预期回落和全球宏观经济悲观预期的限制，向上幅度可能无法到达前期的高价区间，表现为震荡偏强运行。

另一种情况是前期出口的限制并没有对未来棕榈果的单产水平造成影响，那么则代表尽管鲜果串价格低位运行，但棕榈园的生产经营并未显著影响，虽然会有部分鲜果串品质受损压榨出的毛棕油总产出降低，但该单产的降低预计仅出现在 5 月，到 6 月棕榈油的单产又将恢复到正常水平，按照未来一个季度到半年来卡，印尼当前的高库存依旧会为其带来较大的出货压力，供需两国在库存转移时对价格的主导权将从生产国向消费国转移。在消费主导市场节奏中，由于生产国更加积极地卖货心态将会导致价格持续承压，配合能源价格预期回落以及全球宏观经济悲观的情绪，棕榈油将继续震荡下行。

表 2.2.4.2： 印尼棕榈油供需平衡表（百万吨）

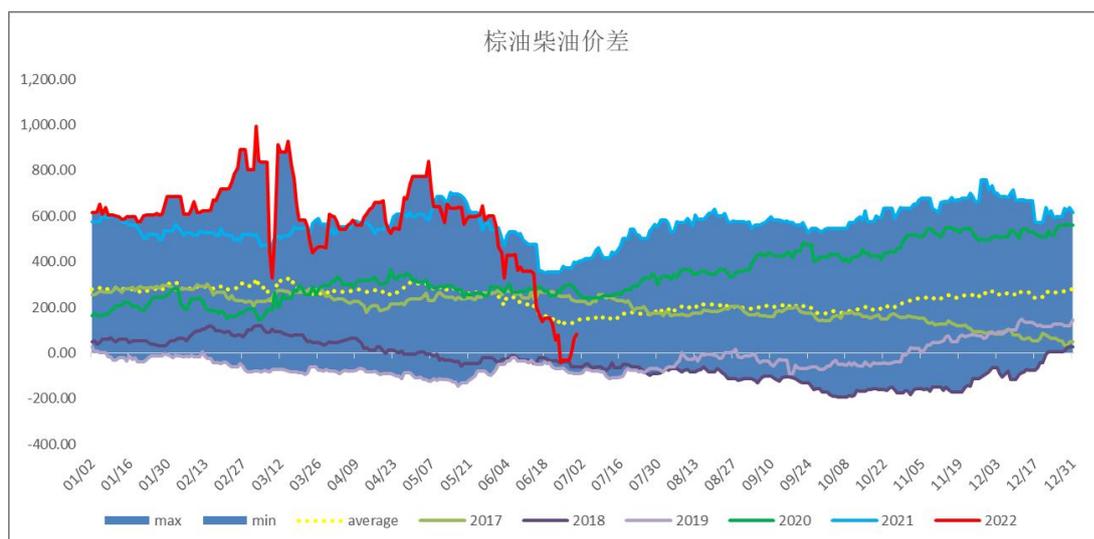
单位：千吨	2021	2022												2022 合计
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
期初库存	4,867	4,129	4,678	5,051	5,683	6,103	6,837	6,545	6,391	6,222	6,282	6,138	5,880	4,867
棕榈油产量	46,888	3,863	3,505	3,782	3,882	2,800	3,400	3,500	3,600	3,700	3,600	3,500	3,400	42,532
棕榈仁油产量	4,411	365	329	368	373	269	327	336	346	356	346	336	327	4,077
进口	58	5	6	7	5	0	0	0	0	0	0	0	0	23
总供给	51,357	4,233	3,840	4,157	4,255	3,069	3,727	3,836	3,946	4,056	3,946	3,836	3,727	46,627
消费														
食物	8,954	591	489	635	812	850	700	700	730	700	750	750	750	8,457
化学油脂	2,126	183	178	175	184	180	188	185	180	180	180	180	180	2,173
生物柴油	7,342	732	710	697	755	850	850	850	850	850	880	880	880	9,784
国内消费量	18,422	1,506	1,377	1,507	1,751	1,880	1,738	1,735	1,760	1,730	1,810	1,810	1,810	20,414
出口														
棕榈原油	2,482	63	27	59	55	0	150	120	150	100	100	100	100	1,024
精炼油	25,480	1,696	1,687	1,549	1,634	0	1,600	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	18,266
棕榈仁油	60	1	4	2	1	0	3	20	30	20	30	20	15	146
月桂油	1,451	99	75	65	69	100	150	150	120	80	80	90	80	1,158
生物柴油	165	3	7	1	10	5	8	15	15	15	20	25	50	174
化学油脂	4,037	317	298	342	319	350	370	350	340	350	350	350	300	4,036
总出口	33,673	2,179	2,098	2,018	2,089	455	2,281	2,255	2,355	2,265	2,280	2,285	2,245	24,805
结转库存	4,129	4,678	5,042	5,683	6,103	6,837	6,545	6,391	6,222	6,282	6,138	5,880	5,551	3,570

资料来源：GAPKI 南华研究

而对于马来西亚，其一该国的棕榈树龄平均偏大本身进入了产量下行阶段；其二棕榈园劳工问题始终无解，棕榈园的运营情况将持续变差。未来马来的劳工问题导致的供给紧张对全球棕榈油价格向上的驱动力愈发减小。

总体来看，由于马来供给绝对量的减少，已经抬高了棕榈油的价格中枢水平。在全球生物柴油推行的大背景下，棕榈油在生物柴油端的消费将会持续增加，长期支撑棕榈油的价格底部。但短期来看，当前毛棕油价格的大幅下行给生物柴油的自由掺混利润打开了窗口，在能源价格短期依旧坚挺的情况下尽管未来棕榈油供给逐步恢复，但继续向下空间考虑有限，同样由于印尼库存的压力持续存在，前期的极端高价将较难再现，下季度棕榈油预期将会处在跟随能源价格宽幅震荡中。

表 2.2.4.3. : POGO 价差



资料来源: Wind 南华研究

第 3 章 行情展望

后市展望，对于国内蛋白粕来说，虽然我国的蛋白粕消费以国内压榨消费为主，但主要油籽依旧以进口为主，因此未来价格驱动因素依旧围绕海外市场运行情况为核心。对于接下来一个季度的美豆，由于种植面积在如此高位向下调整空间更大，同时在生产期单产水平的变化无法被证明时，天气的扰动将有利于向上炒作，在本年度国内买船进度偏慢，未来国内到港和库存情况可能不乐观的情况下，短期国内蛋白粕市场向下空间有限。长期来看，由于国内蛋白粕消费受下游养殖利润影响较大，养殖始终不振的情况下，国内消费会抑制蛋白粕的向上动力。此外，外部变量乌克兰出口也会预期压制蛋白粕走势，如前文所述，乌克兰当前由于油脂利润较好而持续压榨导致蛋白粕被迫累库，但受到运输限制，蛋白粕无法有效出口，未来如果俄乌局势缓和，乌克兰在黑海港口可以出口其产品，则全球蛋白粕将迎来巨大供给增量而价格受到压制。

对于国内油脂来说，由于我国油脂同样进口依赖度较高且与国际市场链接较为紧密，基本跟随国际油脂市场波动。消费端由于我国植物油消费以食用消费为主，因此消费量上除有季节性淡旺季特征外，总体表现稳定。当前国际植物油市场的重要新增变量是生物柴油，许多油籽产出国为了调整和丰富能源结构而鼓励植物油用于本国的生物柴油掺混消费，在缓解能源进口压力之余还可以通过提升本国消费支撑植物油价格。长期来看，全球植物油由于生柴大幅消费增量其价格中枢必将上移，油粕比长期走势也将会愈发走强。但在当前能源价格高企预期回落，宏观经济受通胀压力而预期下行的背景下，植物油价格将先跟随能源价格和宏观情绪回落再交易自身基本面。而国际油脂的代表品种棕榈油，短期同样面临较大的库存压力而亟须解决库存转移的问题。因此油脂在库存转移未完成前，将持续在产国胀库宽松供给和消国低库紧张供给的逻辑之间切换，价格也将保持宽幅震荡，直至库存转移结束。

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

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点