

目 录

摘要:	1
一、2021 年三季度行情回顾	3
二、2021 年四季度展望	3
2.1 宏观: Taper 时间表或再度提前, 市场预期加息最快在 2022 年	3
2.2 供应: 棕油开启减产季, 豆油产量增幅或受限	4
2.3 库存: 油脂库存仍偏低, 四季度回升幅度或有限	8
2.4 需求: 印度关税下调或刺激油脂进口增长, 中国进口微利但成本传导性强	9
2.5 总结: 低库存支撑强现实, 三高行情酝酿高风险	11
三、风险提示	12
免责声明	13

图表目录

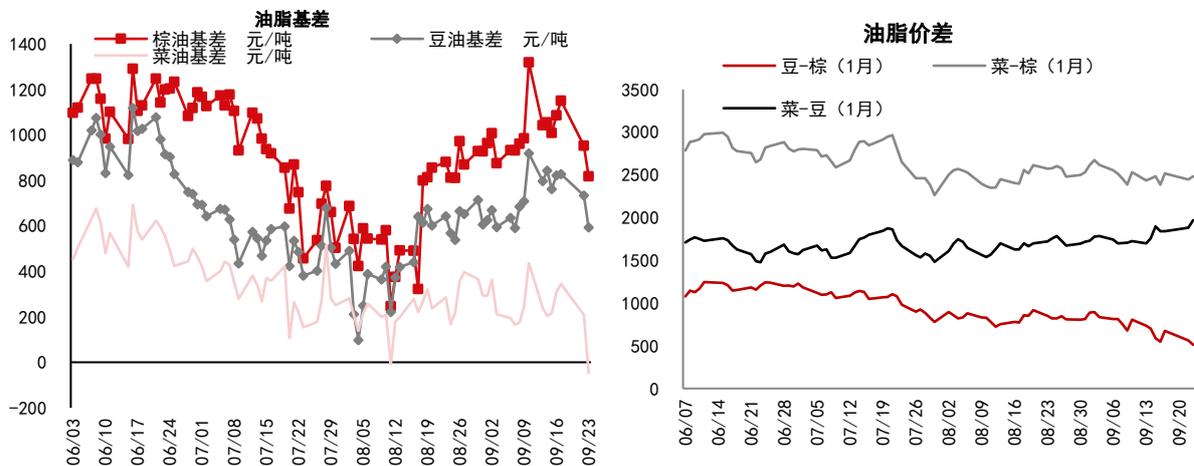
图表 1: 8 月以来油脂基差重新走高, 预计四季度保持高位, 棕、菜、豆油依次从强到弱	3
图表 2: 美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳, TIP 收益率震荡略走升	4
图表 3: 马棕油库存消费比回升或不可持续	5
图表 4: 印尼棕油库消比预增, 印马价差见顶回落	6
图表 5: 阿根廷豆油基差不断走高, 阿-巴西豆油基差差走强	6
图表 6: 美豆供需平衡表逐渐改善, 中国进口榨利限制大豆进口能力	7
图表 7: 全球油料供需基本稳定	7
图表 8: 加菜籽大幅减产 20%, 这决定全球菜籽油供需紧张	8
图表 9: 全球主要油脂期末库存消费比仍下跌, 仅棉籽油、花生油、葵籽油上升	8
图表 10: 棕油+豆油 (显性、隐性) 库存同比仍偏低	9
图表 11: 印度油脂进口利润回升, 或刺激进口量增长	10
图表 12: 中国油脂进口微利, 植物油累计进口增幅明显	10
图表 13: 一叶知秋, 住宿餐饮较 2019 年累计同比-0.8%, 油脂消费也不太乐观	11
图表 14: 中国油脂供需平衡表	12

一、2021 年三季度行情回顾

相比蛋白粕市场震荡走低及波动率回落，2021 年三季度油脂市场呈现高位震荡，波动加剧的特征。

6 月中旬油脂跟随整个市场调整后，快速步入上行通道，尤其棕榈油领涨油脂市场，主力合约在 8 月中旬甚至创 2020 年上涨以来新高。而豆油、菜油主力则逼近 2021 年 3 月份最高水平。9 月中旬马来宣布引进 3.2 万劳工，当日盘面大跌，但次日一交易日低开收高。显示市场对油脂累库仍持怀疑态度。在低库存现实面前，市场仍选择逢低买入。

图表1：8 月以来油脂基差重新走高，预计四季度保持高位，棕、菜、豆油依次从强到弱



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、2021 年四季度展望

首先，美联储基本定调 taper，时间表或提前至 2022 年中。流动性收紧仍会持续影响市场，尤其不断走高的商品的价格估值。

其次，从基本供需层面看，棕油四季度开启减产季，产量增幅或持续低于预期；豆油累库或偏慢，因油厂开机率偏低；菜油供应吃紧。需求端，四季度传统消费旺季，尽管疫情可能导致增幅不及预期，但需求总量增长趋势难改。

于是，宏观与供需相悖，预计油脂波动仍较大，呈现高价高位高波动特征，阶段性或再创新高。三高行情也酝酿高风险，做多需提高警惕，及时离场。

2.1 宏观：Taper 时间表或再度提前，市场预期加息最快在 2022 年

美联储决策层首次在声明中提到“放缓资产购买速度”。美联储 Taper 时间

表再度提前。

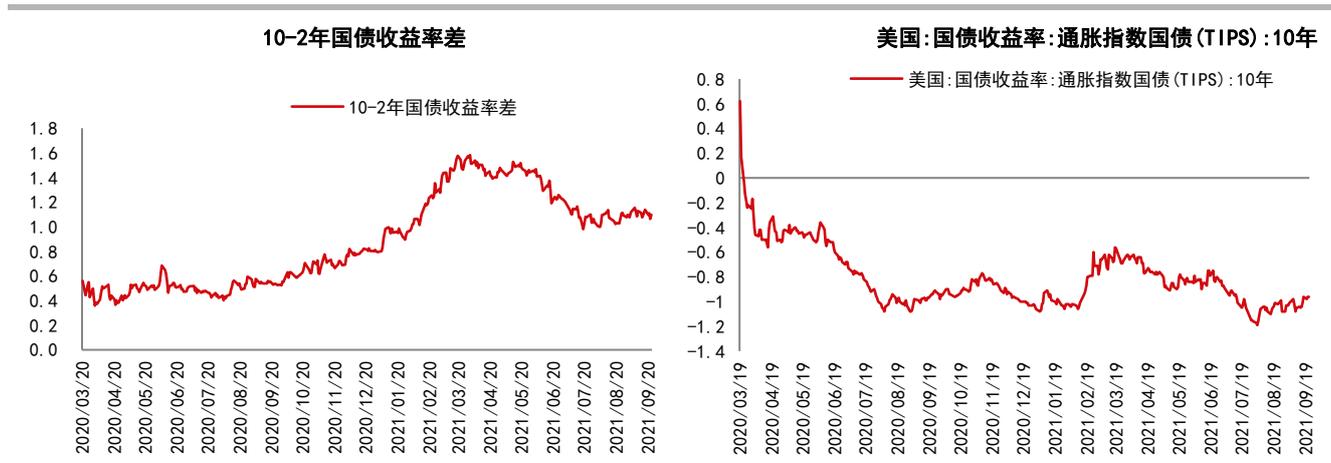
美国东部时间 9 月 22 日，美联储公布最新的利率决议，宣布维持联邦基金利率目标区间在零至 0.25% 之间，同时表示缩减购债规模可能将“很快开始”。此外，美联储大幅下调了今年的美国经济展望，并上调了通胀预期。美联储 22 日在结束为期两天的货币政策会议后发表声明强调，通胀居高不下，主要受一些暂时性因素影响。“经济的发展道路仍然取决于病毒的走向。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍然存在风险。”

11 月美联储是否会正式宣布取决于接下来的 9 月非农数据情况，如果 9 月非农数据没有超预期变差，保持正常水平的增长，那么 11 月的议息会议上美联储将大概率正式宣布 Taper。

随着美联储缩债的脚步日益临近，市场对美联储加息的关注度也在提高。越来越多的与会者认为 2022 年美联储将开始加息。今年 6 月时，更多的与会者认为加息将于 2023 年加息。

尽管新冠疫情仍在反复，美股也持续高歌猛进。投资者也习惯了逢低买入的投资策略，但需提防的是，VIX 指数处于低位，暗示市场孕育着回落风险。

图表2: 美国 10-2 年国债收益率差震荡平稳，TIP 收益率震荡略走升



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.2 供应: 棕油开启减产季, 豆油产量增幅或受限

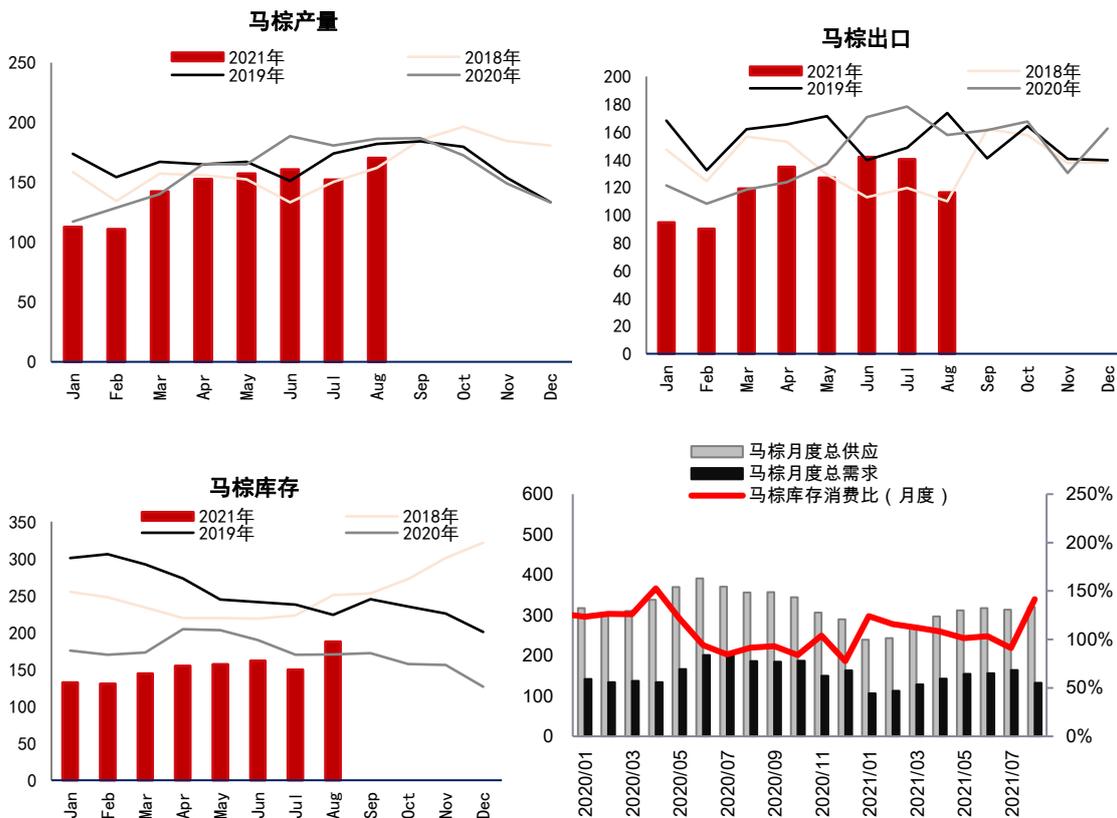
MPOB 数据显示, 马来西亚棕榈油 8 月产量 170 万吨, 环比+11.8% (预期 164.5 万吨, 环比增 8%); 出口 116 万吨, 环比+17% (预期 122.52 万吨, 环比-13%); 期末库存 187.4 万吨, 环比+25%; 8 月期末库存消费比 142%, 7 月为 91%, 去年同期为 92%。

马来棕油库存消费比在 8 月显著回升, 但回升或不可持续。马来西亚南半岛棕榈油生产商协会 9 月 21 日估计, 9 月 1-20 日期间马来西亚棕榈油产量较 8 月

同期下降 4.5%。船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口量为 1070096 吨，较 8 月同期出口的 783027 吨增加 36.66%。预计 9 月库存难以大幅回升，甚至不降反增。

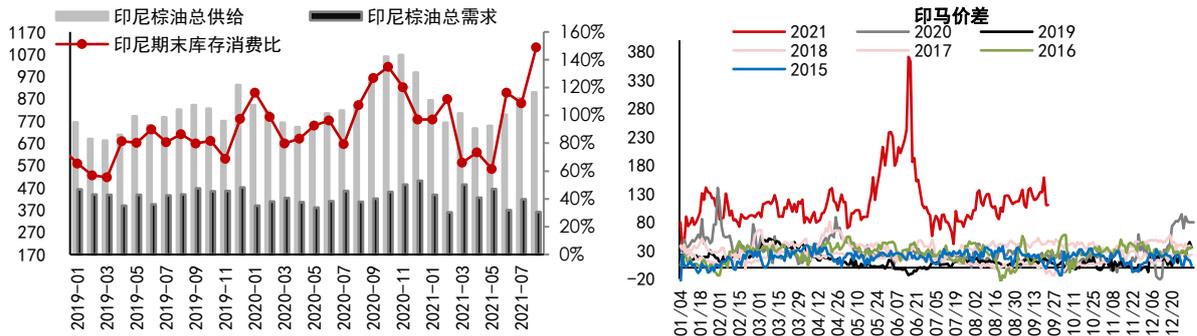
更长时期看，低库存仍支撑价格保持强势。10 月马棕油进入减产季，四季度产量环比大概率持平略降；出口环比大概率增加。考虑 1-8 月累计产量同比-9%，累计出口同比-13%，供需差或在四季度有所缓解，8 月库存回升难以持续，大概率季节性走低，对应库存消费比或重新回落。

图表3: 马棕油库存消费比回升或不可持续



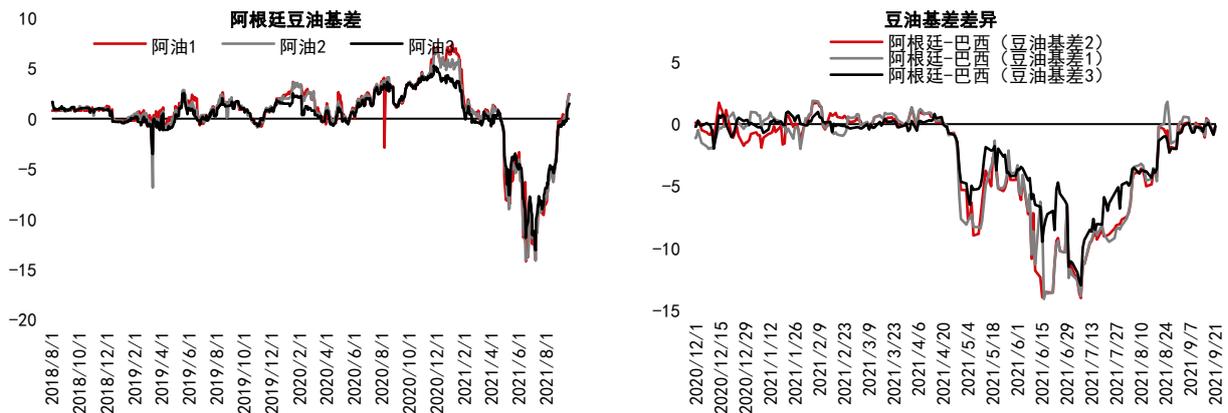
资料来源: Wind 中信期货研究部

印尼棕榈油数据公布滞后实际产量 2 个月。我们根据降水与产量走势关系，参考马来产量变化，大致估算，预计印尼棕榈油期末库存消费比在 7、8 月持续走高。同时随着印尼 B40 计划执行后延，2021 年内生柴需求对棕油拉动力度大大减弱。印马价差见顶回落。但需要指出的是，与马来相仿，印尼棕油库存消费比回升的持续性也有待观察。

图表4: 印尼棕油库消比预增, 印马价差见顶回落


资料来源: Wind 中信期货研究部

国际豆油价格偏紧。生物柴油分流, 削弱阿根廷豆油出口供应能力。标准普尔全球普氏分析预计, 阿根廷 2021 年的生物柴油出口量将从 2020 年的 65 万吨增至 90 万吨, 产量同比增长 12.4%, 至 130 万吨。对生物柴油的强劲需求最终会使部分大豆油供应转向当地生物柴油生产商, 阿根廷豆油出口供应减少, 这从阿根廷豆油基差报价不断走高以及与巴西基差的差距缩窄可以得到验证。

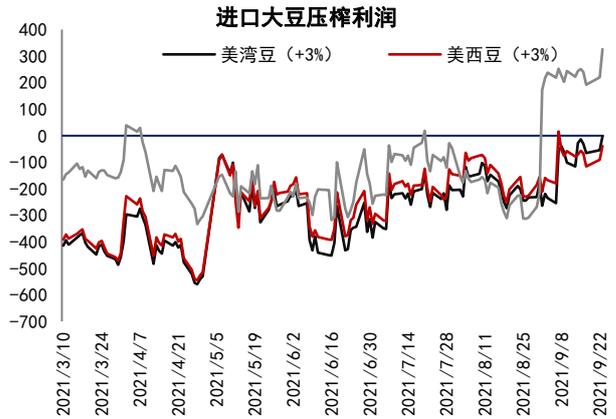
图表5: 阿根廷豆油基差不断走高, 阿-巴西豆油基差差走强


资料来源: Wind 中信期货研究部

国内豆油受到原料宽松和油厂开机率不足双重影响, 表现强于豆粕。1) 2021 年 9 月供需报显示, 美豆期末库存消费比从 3%+ 逐渐增长到 4%+。而如果按照 8 月巡查单产 51.2 蒲/英亩计算, 美豆供需还将降继续改善, 期末库存消费比上升到 5%+。2) 进口大豆压榨负利, 限制中国大豆进口能力, 预计四季度进口量同比 -7%, 环比 +17.5%; 3) 油厂豆粕胀库油厂开机率不高, 限制豆油产量增幅。不过“成败皆萧何”, 豆油累库偏慢更多是被动的, 豆油表现弱于棕油。当前豆棕价差处于近 10 年同期最低水平, 关注四季度消费旺季, 能否给豆油价格带来强提振。

图表6: 美豆供需平衡表逐渐改善, 中国进口榨利限制大豆进口能力

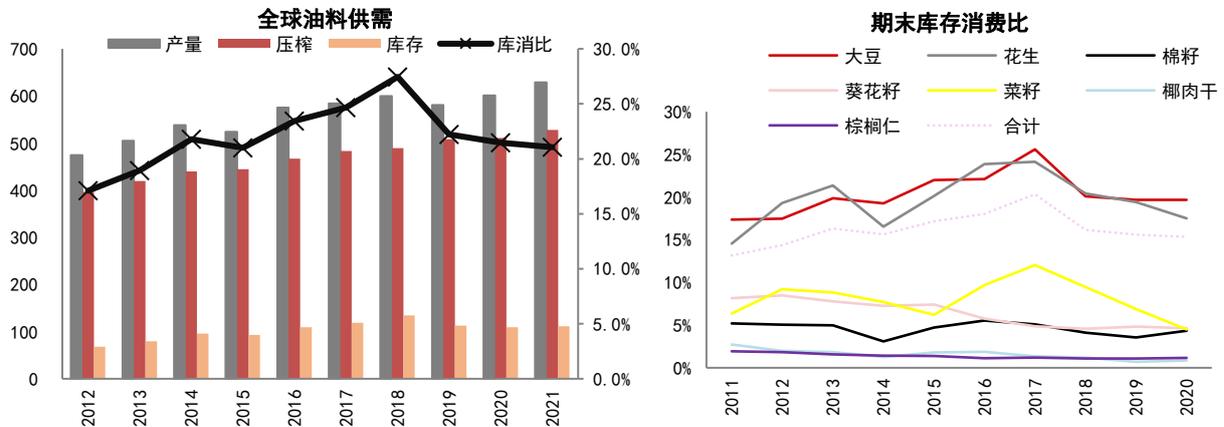
美豆	美豆供需平衡表					同比%	8月巡查
	2019/20	2020/21 测(8月)	2020/21 预测(9月)	2021/22预测 (8月)	2021/22 环 测(9月)		
种植面积	76.1	83.1	83.1	87.6	87.2	-0.46%	4.9%
收割面积	74.9	82.3	82.3	86.7	86.4	-0.35%	5%
单产							
	47.4	50.2	50.2	50	50.6	1.2%	1%
期初库存							
	909	525	525	160	175	9.4%	-67%
产量	3552	4135	4135	4339	4374	0.8%	6%
进口	15	20	20	35	25	-28.6%	25%
总供应	4476	4680	4680	4533	4574	0.9%	-2%
压榨	2165	2155	2140	2205	2180	-1.1%	2%
出口	1679	2260	2260	2055	2090	1.7%	-8%
留种	96	102	101	104	104	0.0%	3%
损耗	12	4	4	14	14	0.0%	250%
总需求	3952	4520	4505	4379	4389	0.2%	-3%
期末库存	525	160	175	155	185	19.4%	6%
农场均价(美元/蒲)							
	8.57		10.9	13.7	12.9	-5.8%	18%
库消比	13.3%	3.5%	3.9%	3.54%	4.22%	0.7%	0.33%



资料来源: Wind 中信期货研究部

放眼全球油料市场, 2019 年库存消费比大幅下跌, 2021 年环比基本稳定, 2022 年环比预增。分品种看, 全球油料供应稳定的力量来自大豆。棉籽增幅更大。而花生、菜籽呈现大幅下跌, 成为全球油料供需转松最大拖累。油料间强弱预计, 棉籽<大豆<葵花籽<椰肉干=棕榈仁<菜籽<花生。

主要油脂期末库存消费比仍下跌, 仅棉籽油、花生油、葵籽油上升。

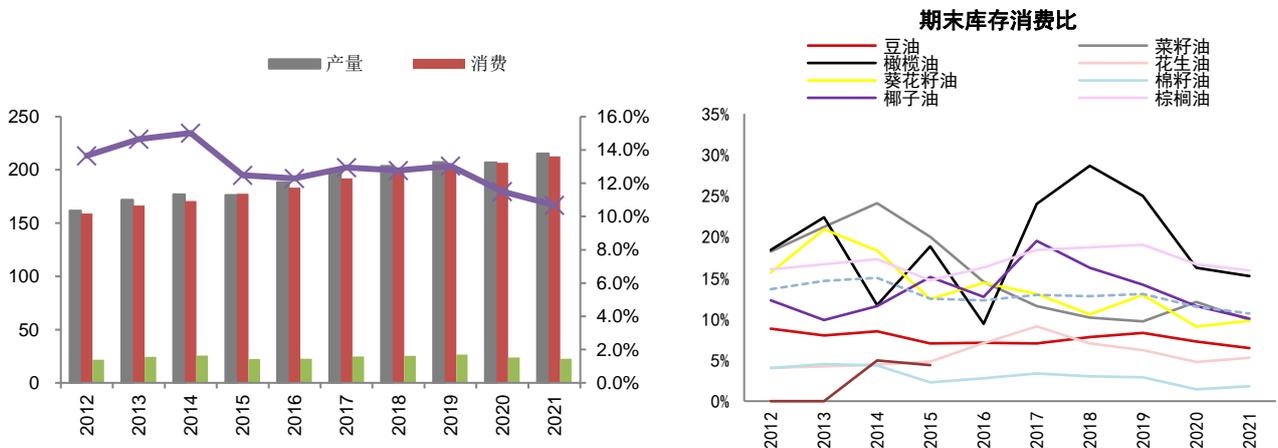
图表7: 全球油料供需基本稳定


资料来源: Wind 中信期货研究部

图表8: 加菜籽大幅减产 20%，这决定全球菜籽油供需紧张

项目	加拿大农业部油菜籽供需平衡表										
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021 (7月)	2021-2022 (7月)	2021-2022 (8月)	环比	较去年	较去年%
种植面积 (千公顷)	8363	8236	9313	9232	8481	8410	9097	9097	0%	687	8%
收获面积 (千公顷)	8322	8119	9273	9120	8456	8320	9041	9041	0%	721	9%
单产 (吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	1.7	-25%	-0.59	-26%
产量 (千吨)	18377	19601	21328	20343	19607	18720	19885	15000	-25%	-3720	-20%
进口量 (千吨)	105	95	108	146	155	100	150	150	0%	50	50%
总供应量 (千吨)	21055	21786	22778	22988	24197	21950	20735	15850	-24%	-6100	-28%
出口量 (千吨)	10299	11016	10783	9141	10042	10900	9900	7000	-29%	-3900	-36%
食用及工业用量 (千吨)	8315	9191	9269	9295	10129	10200	10000	8000	-20%	-2200	-22%
种用及损耗 (千吨)	365	163	160	397	835	90	84	99	18%	9	10%
国内总需求 (千吨)	8740	9422	9496	9754	11025	10350	10135	8150	-20%	-2200	-21%
期末库存量 (千吨)	2016	1348	2499	4094	3131	700	700	700	0%	0	0%
平均价格 (美元/吨)	509	529	539	497	484	730	750	950	27%	220	30%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	14.9%	3.3%	3.5%	4.6%	1.1%	1.3%	0%

资料来源: Wind 中信期货研究部

图表9: 全球主要油脂期末库存消费比仍下跌, 仅棉籽油、花生油、葵籽油上升


资料来源: Wind 中信期货研究部

2.3 库存: 油脂库存仍偏低, 四季度回升幅度或有限

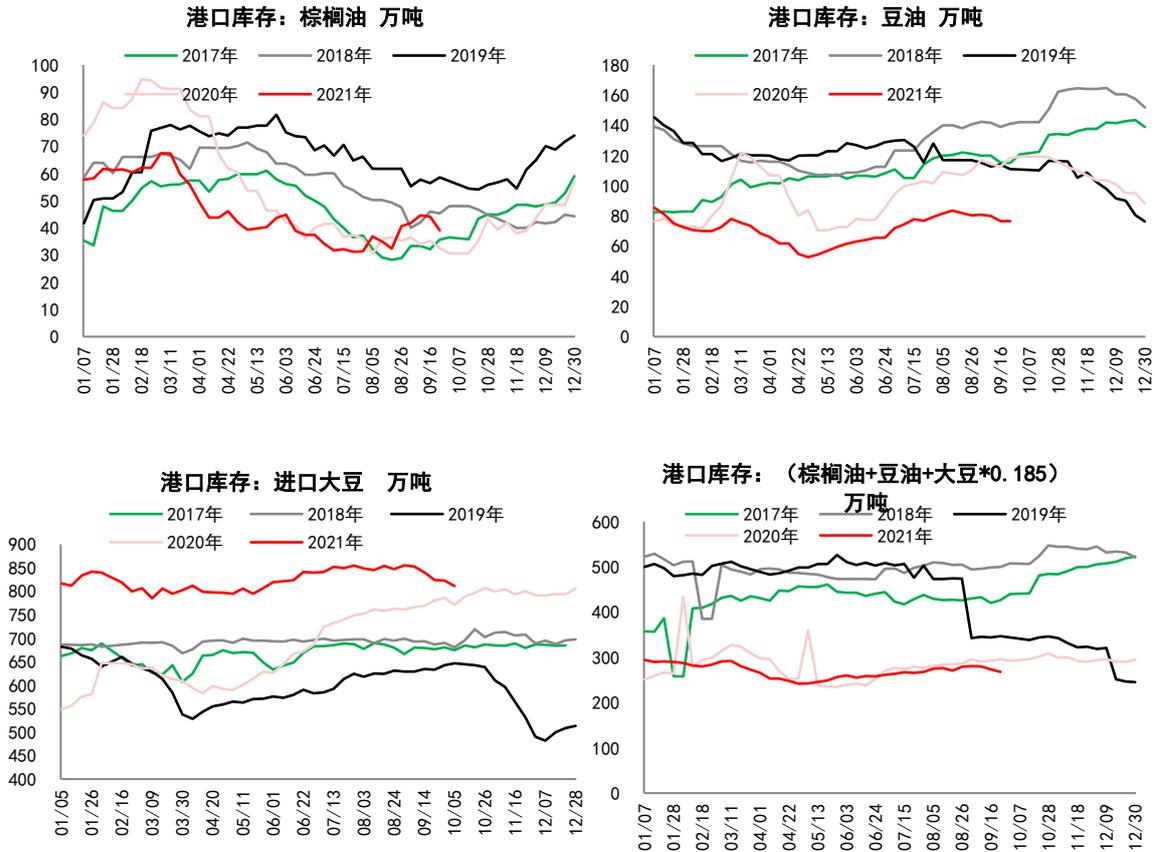
国内油脂静态供应量仍偏紧, 四季度消费旺季, 油脂库存回升幅度或有限。

港口大豆库存处于 2017 年以来同期最高水平。截至 9 月 23 日, 港口大豆库存 811.12 万吨, 处于近 5 年同期最高水平, 环比-1.38%, 同比+3.2%。9 月 23 日当周, 港口大豆消耗 165 万吨, 环比-30%。截至 9 月 23 日, 2021 日历年度港口大豆累计消耗量 6412 万吨, 同比+3.93%。

9 月 18 日表观库存: 棕榈油 39.1 万吨, 豆油 76.658 万吨。隐形库存: (棕油+豆油+大豆*0.185) 合计 267.83 万吨。

动态看, 棕油库存四季度或增, 豆油库存四季度或减, 豆油更受益于消费旺季。

图表10： 棕油+豆油（显性、隐性）库存同比仍偏低



资料来源：Wind 中信期货研究部

2.4 需求：印度关税下调或刺激油脂进口增长，中国进口微利但成本传导性强

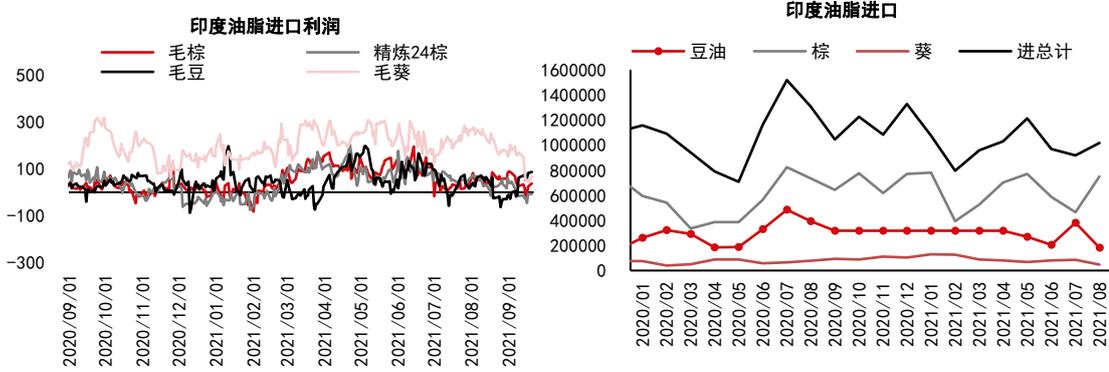
作为全球油脂消费和进口大国，印度不断下调油脂进口关税。继8月下调豆油、葵油关税之后，9月10日晚印度政府宣布，降低了棕榈油、豆油和葵花油的基本进口税，旨在为持续上涨的植物油价格降温。毛棕榈油的基本进口税从10%降至2.5%，毛豆油和毛葵花油的进口税从7.5%降至2.5%。精炼棕榈油、豆油和葵籽油的基本进口税从37.5%降至32.5%。

经过此次减税，毛棕榈油、豆油和葵花油的进口关税为24.75%，其中包括2.5%的基本进口税和其他税费；精炼等级的棕榈油、豆油和葵花油的进口关税合计为35.75%。

印度关税下调或刺激油脂进口增长。2021年1-8月印度累计进口油脂797.5万吨，同比-8%。印度SEA数据显示，8月进口植物油101.6万吨，较去年同期的130万吨下滑22%，环比下滑10.8%。其中棕榈油进口75万吨，同比下滑2%，环比下滑61%；7月印度豆油进口18万吨，同比下滑54%，环比增长52%；此外葵油进口量也大幅下滑。

9月10日印度下调基本进口关税，印度进口油脂利润止跌回升，预计9月进口量或增。

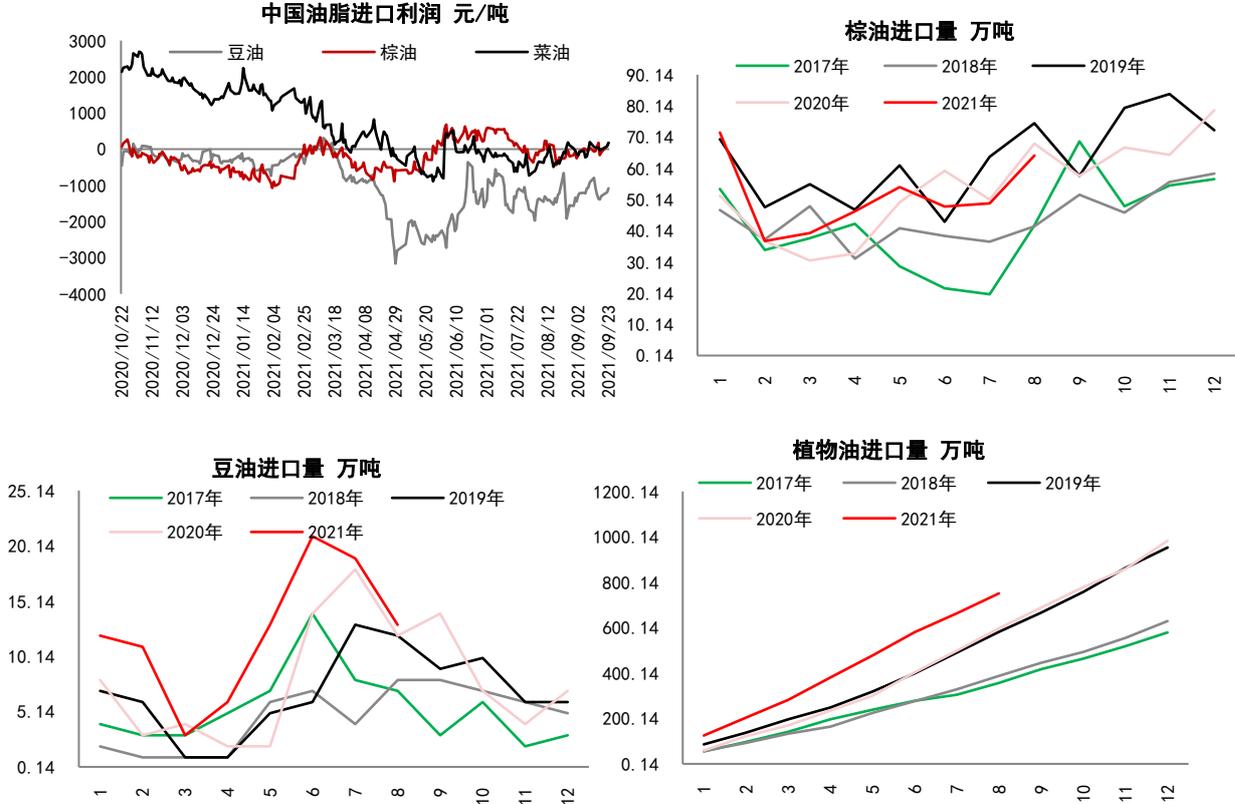
图表11： 印度油脂进口利润回升，或刺激进口量增长



资料来源：Wind 中信期货研究部

2021年1-8月中国累计进口棕榈油409.44万吨，同比增8%。1-8月累计进口豆油98万吨，同比+56%；累计进口植物油751万吨，同比+26%。中国油脂进口微利，或限制油脂进口增长。但棕榈油四季度进口或季节性增长，同时成本传导机制下，国内棕油市场价格保持偏强运行。

图表12： 中国油脂进口微利，植物油累计进口增幅明显

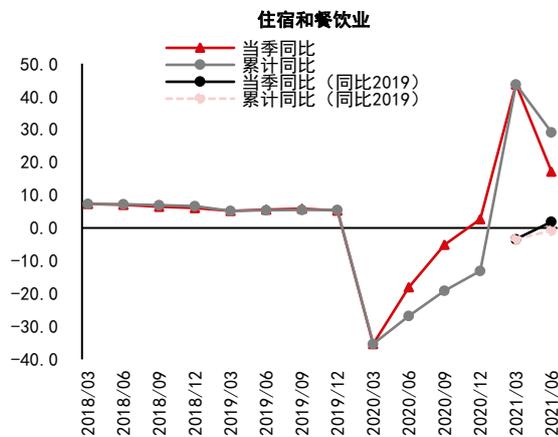


资料来源: Wind 中信期货研究部

国内油脂消费较为分散,从住宿餐饮数据看,2021年上半年较2019年同期累计同比-0.8%,一叶知秋,可以推断油脂消费也不并乐观。尽管油脂价格居高不下,但更多外围油脂价格带动国内上涨,而渠道商则扮演了库存缓冲器的角色。从草根调研看,中包装油走货情况降至冰点。原本预期的暑假消费,中秋消费因为新冠疫情,明显低于预期。当下福建、黑龙江疫情接连不断,预计国庆节出行受限,油脂消费仍将不及预期。

四季度是油脂传统消费旺季,叠加元旦、春节等节日提振,油脂需求支撑仍在。

图表13: 一叶知秋,住宿餐饮较2019年累计同比-0.8%,油脂消费也不太乐观



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.5 总结: 低库存支撑强现实, 三高行情酝酿高风险

综上,供应端:棕榈油9月产降需增,10月进入减产季,预计四季度库存消费比回升或难以持续。豆油阿根廷基差报价持续走高,推升国际豆油价格水平。中国油脂更多受外围成本传导而上涨。菜籽减产大背景下,菜油价格高位持续。需求端:四季度传统消费旺季,叠加库存仍偏低,强现实仍是行情主节奏。

预计四季度油脂价格高位震荡,波动仍较剧烈,不排除阶段性新高可能;但高位高价高波动的“三高”行情也同样酝酿着高风险;同时豆棕价差处于历史同期低位,油脂强弱排序或转为豆>棕>菜。

图表14： 中国油脂供需平衡表

作物月度	期初库存	产量	进口	总供给	食用	其他	出口	总消费	结转库存
2021/1/31	154	155	56	365	193	20	2	215	150
2021/2/28	150	109	31	290	98	17	1	116	174
2021/3/31	174	128	37	339	152	14	1	167	172
2021/4/30	172	137	36	345	175	20	1	196	149
2021/5/31	149	150	52	351	178	20	1	199	152
2021/6/30	152	155	56	363	176	22	2	200	163
2021/7/31	163	158	56	377	190	21	2	213	164
2021/8/31	164	161	62	387	192	17	2	211	176
2021/9/30	176	154	53	383	173	17	2	192	191

资料来源：Wind 中信期货研究部

三、风险提示

- 1) 棕榈油产量超预期增长；
- 2) 油脂消费大幅下滑；
- 3) 做多资金离场

免责声明

除非另有说明, 本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权, 任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明, 此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议, 且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠, 但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下, 我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议, 且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2021 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址: 深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场 (二期) 北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编: 518048

电话: 400-990-8826

传真: (0755) 83241191

网址: <http://www.citicsf.com>