

# AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

油脂产业周报

## 品种间强弱洞察：基差差异

第 017 期

[www.agradar.cn](http://www.agradar.cn)



关于我们：

AgRadar Consulting ([www.agradar.cn](http://www.agradar.cn) 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

本周核心观点：

1、棕榈油走强至阶段性压力位，国内基差弱勢表明国内驱动不足，如海外走弱，国内跟随走弱。新一周产地供需数据是新的驱动。

2、豆油核心仍在于消费，但我们认为豆油高基差下如果消费走强，国内豆油四季度强于棕榈油。

3、菜油我们认为震荡偏强，走势强于豆油。

上周核心观点：

1、黑海出口的不确定性让市场从消费驱动切换至供应紧张逻辑，国际油脂市场将进入反弹。

2、我们认为国内油脂中豆油较容易受消费端影响，整体品种间我们认为豆油偏弱。

3、我们改变对于菜油长期偏空的看法，阶段性认为菜油跟随国际市场走势反弹。

## 品种间强弱洞察：基差差异

如我们上周周报的判断所言，在极度悲观情绪的打压下，国内期货市场油脂价格大幅偏离国际油脂市场走势，在海外油脂价格上涨驱动下，国内油脂期货市场迎来了大幅的上涨修复。

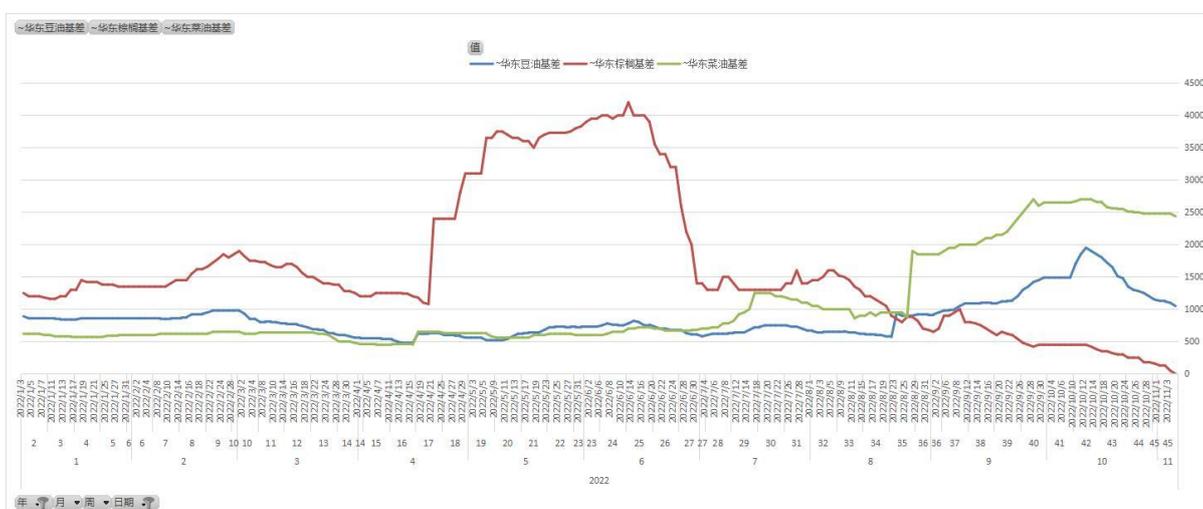
从周度品种间涨幅来看，亦符合我们上周判断，棕榈油反弹幅度最大，菜油其次，而豆油偏弱。棕榈油主力期货 01 合约周度上涨 668 元/吨，菜油主力期货 01 合约周度上涨 575 元/吨，豆油主力期货 01 合约周度上涨 500 元/吨。

由于国内消费受疫情影响仍然偏弱，本次价格上涨更多的驱动来自于海外，棕榈油由于进口成本更为刚性，价格表现走势更强，豆油、菜油则更多体现为进口大豆、进口

菜籽的成本刚性，整体表现稍弱于棕榈油。

在现货基差方面，油脂间的走势与期货市场则表现不同，油脂现货基差均周度呈现走弱格局，棕榈油基差已经接近于 0，豆油基差仍然在 1000 左右震荡，而菜油跌幅则相对稳健。

基差的强弱反映为油脂间月差的差异，棕榈油 1-5 月间价差无限接近于 0；豆油 1-5 月差呈现震荡走势，难突破进一步走高；而菜油 1-5 月差则再度走高。



对于油脂后期的阶段性走势我们认为仍然以海外驱动逻辑为主。产地棕榈油仍然受益于对于其他油脂的比价优势，**仍然在全球油脂出口竞争中偏强**。在没有明显利空驱动下，**我们认为棕榈油维持阶段性震荡偏强走势**。

下周会有新的 MPOB 数据出炉，市场会密切关注马来西亚的产销数据。**核心关注点仍然是出口受印尼竞争的挤压情况与季节性减产的逻辑是否会证伪**。

如果马来西亚季节性减产的逻辑被证伪，且出口继续受挤压导致马来西亚库存进一步走高，我们倾向于产地棕榈油价格会承压下行。

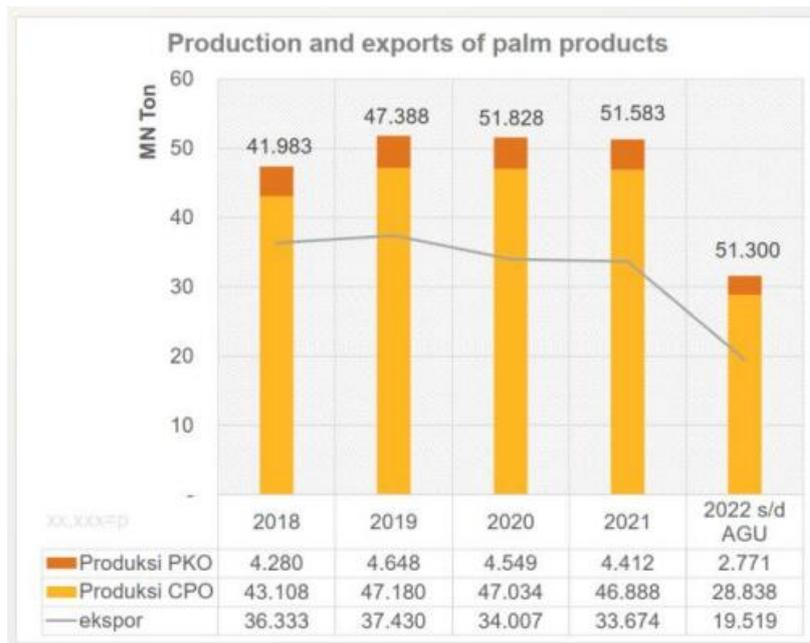
如果马来西亚出现较大的季节性减产，且出口超出预期，马来西亚累库不及预期，我们倾向于产地棕榈油仍然会有一定上升空间。

从上周的印尼 Gapki 的会议主题发言中，印尼的棕榈油总产量增长陷入停滞，近 2

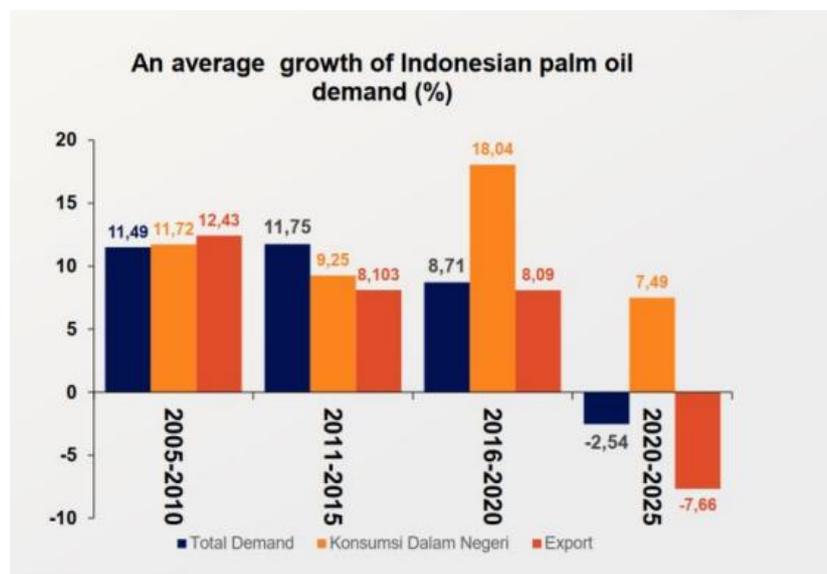
年甚至出现了小幅的减量，另外在生柴的刺激下，国内消费占比增加，在价格表现上来看，棕榈油延续了较长时间的牛市。

从Gapki的预估上来看，在2020-2025年期间出口增长将出现明显下降，为-7.66%。

但是，由于国内强制性的生物燃料项目启动，2015-2020年期间国内消费大幅增长，为18.04%。



因此，印尼棕榈油的需求构成发生了转变，从以出口为导向转向更多的以国内消费为主导。现在，国内消费所占的产量份额约为34%。



## 豆油

根据 CFTC 管理型基金的持仓数据来看，美国市场对于美豆油的上涨押注仍在持续。南美贴水本周走势偏弱，南美豆油仍然承受着棕榈油低价对于出口份额竞争的压力。

03/11/2022

SOYABEAN OIL

CBOT									
		DEC (Z)	JAN (F)	MAR (H)	MAY (K)	JUL (N)	AUG (Q)	SEP (U)	OCT (V)
	LAST	7561	7328	7113	6943	6789	6663	6561	6476
TODAY	7529	7318	7122	6951	6800	6685	6590	6504	
DIFF	-32	-10	9	8	11	22	29	28	
FOB MARKET AT CLOSE:					INDEX PRICE				
				VS LAST					
Nov	PREM	-1050	VS	-1220	30				
	FLAT EQ.	1428		1391	-0				
Dec	PREM	-1000	VS	-1200	50				
	FLAT EQ.	1439		1395	4				
JF 23	PREM	-700	VS	-990	10				
	FLAT EQ.	1437		1373	2				
Mch 23	PREM	-750	VS	-920	80				
	FLAT EQ.	1405		1367	20				
MJJ 23	PREM	-700	VS	-1000	0				
	FLAT EQ.	1356		1290	2				

从美国国内来说，大豆供应充足，榨利保持较高水平运行，美豆油供应方面并不会存在长周期的紧张。从周期上看，美豆油的价格上涨并不符合传统的季节性特征，美豆油强势的核心在于美国本土旺盛的柴油需求和高企的柴油价格，受益于美国的生物柴油补贴，美豆油的盈亏价格基准进一步提升。

美国豆油、南美豆油和国内豆油在现阶段的表现既相关又脱节，相关方面为整体成本的相关性，而脱节则主要表现为强弱的驱动逻辑差异。

从后期国内供应来看，集中采购的大豆即将到港，在豆粕绝对价格仍然高于往年同期，现货榨利较高的情况下，国内豆油的供应端驱动较弱，后续的核心仍然在于消费。

如果国内消费大幅恢复，从品种间价差来看，我们认为豆油和棕榈油价差会再度表现为扩大。

扩大的原因主要有两个，首先，在于临近冬季，国内棕榈油消费会相对萎靡；其次，基差表现上来看，期现回归的角度，如果国内豆油消费强劲，那么豆油巨大的基差收敛将导致盘面价格上涨，再度拉开与棕榈油的差距。

## 菜油

在上周我们改变了对于菜油的核心判断，核心在于市场交易节奏与基本面的深层理解。

在此前消费转弱，今年采购加拿大菜籽增加的背景下，市场交易供应增加，价格向较低榨利靠拢。

而由于商业库存仍然保持低位，且前期依靠储备补充商业库存，该部分量需要补充回储备。如果说今年采购菜籽总量增加表现为表观供应增加，那么储备的轮入则表现为实际的商业库存增幅有限，**菜油的博弈仍然在于实际商业库存的多寡。**

伴随着菜籽船陆续到港，国内菜油的有效供应仍然会处于增加周期。除了菜籽压榨的增量之外，我们需要考虑菜油现货进口利润打开情况之下，菜油进口是否能带来巨大的增量。

如果两者叠加形成较大的新增供应，**而消费无法形成有效的增量，我们则倾向于菜油价格会承压向进口成本看齐。**

近期国际菜籽价格也呈现为分裂的走势，欧洲菜籽较弱，加拿大菜籽较强，加菜籽走强的原因在于美国的生柴补贴，加菜籽走强会挤压中国进口菜籽压榨利润，造成后期菜籽采购量减少。

从欧洲来说，欧菜籽走弱会降低菜油压榨成本，由于中国能从欧洲直接进口菜油，在衡量国内进口菜油方面我们需要进行两个维度的考量，菜油价格究竟是向加拿大菜籽进口榨利看齐还是向欧洲直接进口成本看齐。

但总体来看，我们认为在此背景下，**菜油价格整体应该呈现区间震荡的走势，如国际市场偏强，那么国内市场则走强。**

品种间强弱来看，我们认为菜油走势略强于豆油走势。

关于我们：

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、

## AgRadar Consulting

诚瑞有道农业咨询

在伦敦设有办公室的专业农产品咨询公司，主要业务领域覆盖国际大宗粮食采购、国际国内农产品咨询、企业经营风险管理咨询等。

中国粮食进口市场是一个规模庞大、需求稳定的长期繁荣市场，根据海关统计数据，中国年进口大豆规模超过 9000 万吨、油脂超 1000 万吨、玉米 2000-3000 万吨、小麦、大麦超 2000 万吨。AgRadar 致力于帮助中国粮食上下游产业链掌握全球粮食市场动态、降低采购成本、对冲市场风险。

AgRadar 利用全球化的产区资源，致力于将具有性价比的全球粮食资源进口至中国，满足生产商、贸易商的需求。

免责声明：《AgRadar 油讯》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 油讯》不承担任何法律责任。