

AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

油脂产业周报

供应宽松下的需求定价

第 023 期

www.agradar.cn



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、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、棕榈油产区压力缓解，如后续消费好转，价格优势下，棕榈油产地价格有较强支撑；国内近月受制于当前消费低迷，远月受惠于消费好转预期，近弱远强格局会持续存在。
- 2、国际豆油价格与国内豆油价格不匹配，国内豆油低库存与当前价格亦不匹配，国内受制于消费悲观和供应增加预期，如两点证伪，国内豆油表现强于其他油品。
- 3、压榨利润和进口成本支撑国内菜油估值，但如若澳大利亚菜籽进口开放，国内菜油定价逻辑发生转变，价格可能出现较大滑坡。

上周核心观点:

- 1、国内豆油、菜油即期合约仍然存在博弈的基础，但上升空间亦有限；
- 2、国内棕榈油料会长期弱势，关注市场短期驱动带来的价格高点机会，可考虑适量介入空头；
- 3、对于国内远期菜油持偏空观点，产业可考虑逢高介入空头进行套保。

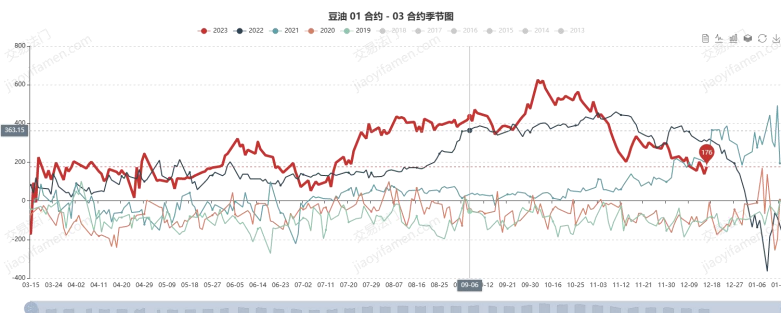
供应宽松下的需求定价

本周的国内油脂市场表现印证了我们上周的中期判断，全球油脂市场进入了新的再平衡周期，全球油脂产量从紧张向宽松的转变过程中，定价的锚已经悄然发生了转变，**需求在价格变化中的权重越来越高。**

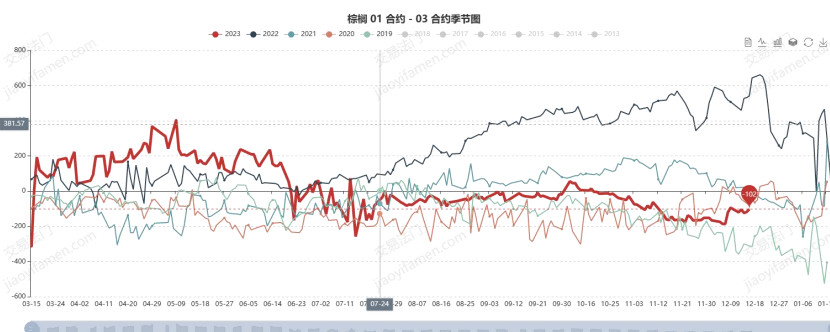
本周国内油脂市场价格均呈现弱势，其中棕榈油 01 合约周度下跌 310 元/吨，豆油 01 合约周度下跌 302 元/吨，菜油 01 合约周度下跌 159 元/吨。即期 01 合约的定价逻辑也如我们本周周报标题所言，向需求定价去靠拢。

从微观的视角来看，**01 合约的交割周期在春节之后**，叠加目前的疫情感染高峰期，

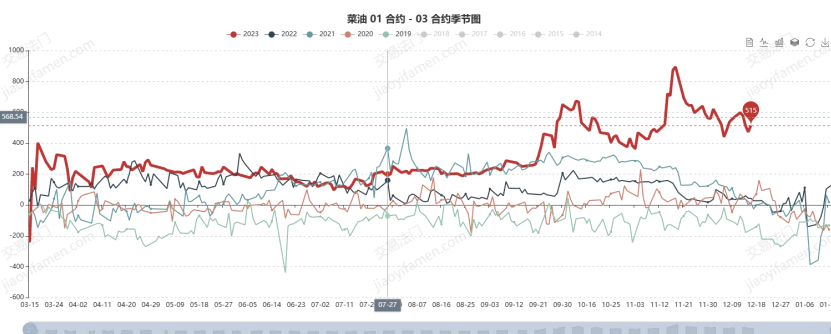
其交割时间节点恰属于国内消费最为弱势的时间周期，市场对于 01 的定价将大概率以 2-3 的需求定价。从期货市场的品种间月差表现来看，该逻辑显示的更为明确。



(豆油 1-3 月月间价差缩小)



(棕榈油 1-3 月月间价差缩小)



(菜油 1-3 月月间价差缩小)

菜油 1-3 月间价差的走势强于其他油品的原因在于国内菜油库存当前见底，供应尚处在缓慢增加的周期之中，且在 3 月份之前，市场预估供应仍未见到较大幅度的宽松。从产业链来看，下游渠道库存较空，从上游至终端处在正利润的传导之中，近端现货价格难看到价格的快速坍塌。

01 合约的运行周期已经接近终点，基于产业的视角去推演 05 甚至 09 合约的博弈

更具备价值。从当前市场的价格状况来看，在预期宽松的情况下，国内价格已经先行下跌，而真正的宽松格局尚未到来。尽管我们在上周的周报中看空国内油脂长期价格走势，但在国际油脂几乎已经下跌至阶段性低点的情况下，国内仍然倒挂于国际市场。如果国际市场出现阶段性的反弹走势，受预期驱动而处于过低价格的国内油脂市场隐藏着一定的价格向上风险。

棕榈油

本周的 MPOB 和印尼 10 月的供需数据均显示出对于棕榈油的利多驱动。

从 MPOB 来看，产量进入季节性减产周期，产量 168 万吨，略低于预估；月度出口 152 万吨，与上月几乎持平，略有增长，表明棕榈油低价的竞争力仍然存在；进口大幅下降，马来和印尼之间价差抹平。库存：近期首度录得库存下降，下降幅度 4.98%，但库存仍大幅高于去年同期，压力仍存。

根据印尼棕榈油协会 GAPKI 公布的 10 月数据，印尼 10 月棕榈油产量增至 500 万吨，出口为 365 万吨，库存降至 338 万吨。从印尼数据上来看，库存已经降至近 5 年同期的低点。

两地叠加来看，产地的库存压力似乎已经大幅缓解，如果需求强势，产地价格很难见到进一步的下跌。

让我们对于后续价格上升空间产生疑虑的是来自于销区的高库存忧虑，目前产地库存去化并不是消费的明显增加，而是低价刺激下库存从产区向销区的转移，**目前中国和印度的棕榈油库存均处于同期的历史高点。**

根据本周的公布的印度供需数据，截至 12 月 15 日，印度所有港口的食用油库存为 74.9 万吨，其中包括 38.5 吨毛棕榈油，16.9 万吨 24 度精炼棕榈油，8.4 万吨毛豆油以及 11.1 万吨葵花籽油。流通渠道的库存为 202.3 万吨，总库存量为 277.2 万吨，高

于 11 月 1 日的 245.5 万吨，也高于去年 12 月 15 日的 162.9 万吨。

根据国内市场调研机构公布的截至 12 月 9 日的棕榈油库存数据，国内主要港口棕榈油库存 98.41 万吨，预计本周继续增加。

从预期来看，国内经历了 3 年的疫情之后明年消费大概率会经历较强的复苏，**我们可以对于未来的需求持乐观的态度。**

从生柴的角度来看，印尼目前已经确定 B35 的计划即将实施，根据彭博资讯，印度尼西亚 2023 生物柴油配额 1315 万升，根据配额测算，明年印尼的生柴消耗 cpo 将增加 190 万吨。

整体来看，我们认为国内大概率会**维持近月交易现实，远月交易预期的节奏。**产地棕榈油对于其他油品的折价已经大幅缩小，国内棕榈油对于其他油品的折价也大概率会跟随产地走势缩小。

豆油

15/12/2022

SOYABEAN OIL

CBOT	15/12/2022									
	SOYABEAN OIL									
		JAN (F)	MAR (H)	MAY (K)	JUL (N)	AUG (Q)	SEP (U)	OCT (V)	DEC (Z)	
	LAST	6355	6284	6232	6189	6146	6102	6058	6038	
TODAY	6382	6298	6238	6188	6143	6103	6064	6047		
DIFF	27	14	6	-1	-3	1	6	9		
FOB MARKET AT CLOSE:					INDEX PRICE					
				VS LAST						
<i>Jan '23</i>	PREM	-600	VS	-700	100					
	FLAT EQ.	1275		1253	28					
<i>Feb '23</i>	PREM	-700	VS	-800	50					
	FLAT EQ.	1234		1212	14					
<i>Mch '23</i>	PREM	-750	VS	-850	0					
	FLAT EQ.	1223		1201	3					
<i>Apr '23</i>	PREM	-700	VS	-800	50					
	FLAT EQ.	1221		1199	12					
<i>MJJ '23</i>	PREM	-750	VS	-850	0					
	FLAT EQ.	1203		1181	0					

在经历美国 EPA 的预期落空，美豆油大幅下跌之后，本周有企稳回升向现货看齐的迹象，美豆油本周上涨 3.59%。南美豆油基差见底之后也呈现从低位攀升，基差大幅上涨，从 FOB 现货价格来看，买方出价周度上涨 105 美元/吨。

从国际油品间价差来看，豆油和菜油之间的价差格局已经逆转，去年菜油受惠于加

拿大菜籽减产，菜油大幅溢价于豆油。但在目前，国际豆油受惠于巴西大豆减产，国际菜油价格受加拿大、欧洲、澳大利亚菜籽丰产，供应增加压制价格，欧洲菜油 FOB 价格已经折价于南美豆油。

如果从国际价格来看，国内豆油在低库存下大幅折价于菜油似乎并不合理，我们认为长期来看，两者价差有缩小的可能。驱动并不在于豆油的价格大幅上涨，而是国内菜油在供应增加的情况下走弱。

在此前的报告中我们认为国内豆油在目前的供应并未转向宽松，截至目前仍然是同期最低库存，目前豆油价格的弱势主要是来自于豆粕的绝对高价分摊了更多的大豆进口成本和对于未来豆油供应增加和消费弱勢的悲观预期。

从供应上看，影响国内豆油价格的核心因素不在于国际豆油价格，而在于大豆的进口成本。国际市场当前豆油价格的强势在于市场提前交易了阿根廷产区天气干旱可能带来的大豆减产，而阿根廷是重要的豆油出口国。

对于中国市场来说，阿根廷虽然是中国的重要大豆进口来源，但所占比重有限。巴西产区的情况对于国内市场的影响权重更高。

目前巴西产区除巴西南部或有干旱忧虑外，其他地区大豆生长顺利，市场对于巴西今年大豆的产量较为乐观，因此，国内大豆供应短缺并不会出现。

如果阿根廷出现大豆减产，我们预计原来向阿根廷进口的需求会转向巴西，即便是巴西丰产，巴西大豆因丰产导致的价格下跌空间也会有限。如若大豆进口价格保持在高位，国内豆油库存较低的情况下难以通过低成本大豆进口完成补库，如果明年豆油消费有明显提升，那么国内豆油的价格亦会有支撑。

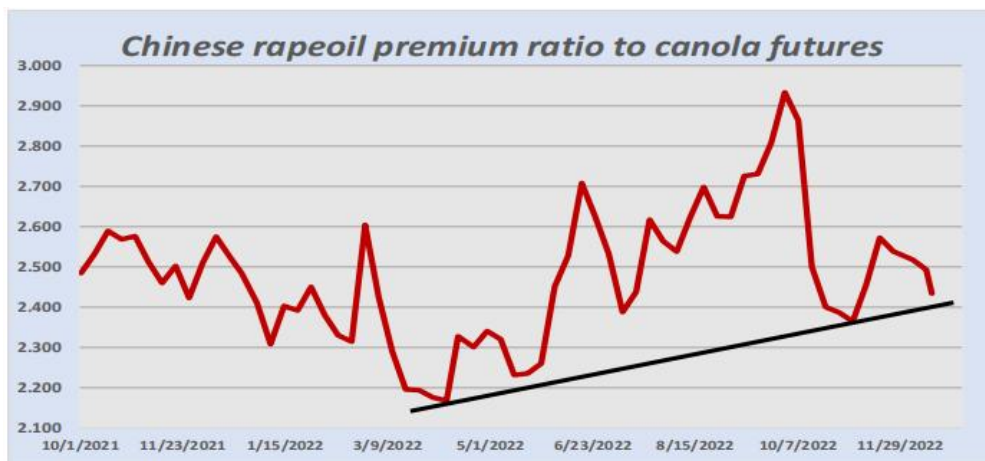
目前阿根廷大豆局势尚未明朗，我们很难判断后续的供应格局，因此，对于豆油我们倾向于中性判断。

菜油

根据 12 月 15 日国际菜油市场的最新报价，欧洲产区 1 月菜油 FOB 报价 1210 美元/吨，温哥华 1 月菜油 FOB1750 美元/吨。欧洲和加拿大菜油的巨大价差显示的是不同的供需定价逻辑。美国 EPA 将加拿大菜油纳入补贴体系，让低库存状况下的加拿大菜油和此前的美豆油一样，脱离了国际油脂竞争格局。

除了菜油出现欧洲和加拿大的较大价差之外，菜籽方面也出现了欧洲菜籽低于加拿大菜籽价格的情况。受惠于加拿大目前菜油高价带来的压榨利润，加拿大菜籽近期表现较为强势。

国内菜油市场的定价锚主要有个路径，其一是进口菜籽压榨利润，其二是俄罗斯和欧洲菜油进口成本。从目前来看，国内菜籽压榨利润对加拿大菜籽进口成本转负，欧洲菜油进口利润亦转负，从该视角来看，菜油价格即便是偏空，暂时很难看到更大的价格下跌空间。



近期我们比较明确的观点在于从即期来看，国际菜籽供应是大幅增加的，加拿大菜籽在应对来自澳大利亚和欧洲菜籽的折价竞争方面难以长期维持高价。

从远期上看，印度、欧洲、中国的菜籽面积继续呈现增加的趋势。如无大面积天气因素导致的减产，我们预计菜籽很难再见到供应端的独立驱动，我们倾向于菜油的价格

AgRadar Consulting

诚瑞有道农业咨询

难以见到大幅上行的驱动。

关于我们：

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