

AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

油脂产业周报

消费复苏会否如期而至？

第 025 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、国内预期推动油脂大幅反弹至阶段性高点，我们认为后期继续走强的空间有限。
- 2、美豆价格维持高位，高成本下，国内豆油价格尚能维持。
- 3、维持国内菜油价格区间震荡的观点，供应端难成为菜油价格大幅上行的驱动。

上周核心观点:

- 1、认为棕榈油远月利空已经充分交易，后期存好转预期；
- 2、国内豆油价格过于悲观，如消费见起色，豆油较大概率向上修复；
- 3、全球菜油供应边际宽松，菜油弱势，对国内菜油持区间震荡的观点。

消费复苏会否如期而至

在上周的周报中，我们认为此前市场对于油脂板块过于悲观，**如果市场的情绪发生转变，国内油脂存在价格修复的空间。**

在对疫情放开之后消费增长的乐观预期中，本周国内市场发生大逆转，三大油脂均呈现大幅上涨。其中棕榈油 05 主力合约单周上涨 732 元/吨，9.62%，豆油 05 主力合约周度上涨 624 元/吨，7.54%，菜油 05 主力合约单周上涨 604 元/吨，5.96%。

从供需的格局上来看，国际油脂并未在过去一周发生实质的变化，市场波动纯为情绪的扰动，**消费复苏未至，预期先至。**

消费复苏的核心并不在于消费意愿，而是在于可支配收入的增加。不少机构以海外从疫情中消费复苏的轨迹来简单判断国内消费复苏的前景，我们认为欠妥的。

在应对疫情的冲击中，欧美采取的直接释放流动性至居民领域，增加了居民的可支配收入，而我们虽然采取了宽松的货币政策，但并未实际往居民领域注入直接流动性，

在疫情期间居民收入未增反降，且疫情延续的周期并不一致，海外疫情扰动的周期较短，而国内疫情冲击长达三年，对消费的影响是深远的。

从即期来看，疫情的突然放开并不会导致经济能够迅速的复苏和收入的快速增长，在居民收入未形成可持续增加的预期前，消费意愿并不会得到明显的提升。

针对国内超额储蓄增加的分析，天风证券报告认为：“目前国内超额储蓄或主要集中在高收入群体，而低收入群体的收入端明显承压且缺乏财政转移收入来源，2022年储蓄率不升反降。**明年高收入群体的收入预期改善，储蓄率回落，高端可选消费如奢侈品消费有望率先改善，但是高收入群体的边际消费倾向低，对整体消费反弹的支持力度有限。**明年低收入群体的实际收入修复，储蓄率可能先回升，初期部分收入可能用于回补近年来低收入群体的储蓄下降，**这意味着低收入群体的初期消费力度偏弱**，但如果收入能有持续改善，未来必需消费或将得到持续支撑。”对于此观点我们表示认同。

从中短期来看，年底的消费旺季并没有如期而至，且春节过后历来为油脂的季节性需求淡季。在整体油脂供应端并无较大的紧张驱动的情况下，我们认为国内油脂市场难有大的价格突破。

棕榈油

国内棕榈油库存已经回归至高位，且棕榈油 05 合约在预期的推动下，进口利润窗口全面打开，且需求从近端来看，并未有大幅的向上改善动能，**单从国内的供需来看，并不足以支撑棕榈油价格的大幅上行，国内棕榈油的价格上行驱动更多来自于产地。**

从走到终点的棕榈油 1-5 月月间价差表现来看，也印证了上述判断，本周棕榈油 1-5 月间价差缩小至 -270 元/吨，即便是在月间价差能够完全覆盖现货持仓转月交割成本的情况下，1 月现货亦缺少现货承接意愿。



从历史的月间价差格局来看, 今年的月间价差和 2019 年年底类似, 而在回溯 2020 年棕榈油的价格走势之后我们会发现, 2020 年上半年油脂价格在疫情的扰动下下行明显。尽管我们并不能简单的以历史进行参照, 但我们必须要承认, 国内棕榈油的现实方面并不足以支撑其维持较高的绝对价格。

从产地方面来看, 历来并不按照常理出牌的印尼再度调整了国内的棕榈油出口政策, 印尼确定将棕榈油 DMO 政策的比率由 1: 8 调整为 1: 6, 新规则将于 2023 年 1 月 1 日正式执行。

从目前来看, 印尼政策的调整是为了控制国内的通胀, 根据最新的数据, 印尼 12 月通胀出人意料的上升至 5.51%。对于印尼国内来说, 马上要面临 3-4 月的斋月消费旺季, 如果油脂价格进一步上行, 国内政府面临的压力较大。

尽管政策调整增加了国内义务, 看上去对出口供应有所限制, 但按照当前印尼国内食用油的消费情况来看, 月度大约 80-90 万吨/月, 对应可供出口量的配额为 480 万吨/月, 而印尼的棕榈油系列产品的月度出口量 5 年均值为 286 万吨/月, 并不会导致印尼出口量的减少。

从产地方面出口的高频数据来看, 出口方面并无较大的亮点, 根据船运机构的出口数据来看, 马来西亚 12 月的月度出口较上月有所降低。据马来西亚独立检验机构 AmSpec, 马来西亚 12 月 1-31 日棕榈油出口量为 1456986 吨, 较 11 月同期的 1498862 吨减少 2.8%。另一家船运调查机构 ITS 数据显示, 马来西亚 12 月棕榈油出

口环比下降 2%至 1552637 吨。

从产量方面来看，我们认为经历了疫情的三年周期之后，最为困扰产地的劳工流动已经逐步趋于正常化，除非产地出现因为天气原因造成的大规模减产，我们认为棕榈油的供应亦不会成为问题。

豆油

29/12/2022

SOYABEAN OIL

CBOT			JAN (F)	MAR (H)	MAY (K)	JUL (N)	AUG (Q)	SEP (U)	OCT (V)	DEC (Z)
		LAST	6580	6497	6433	6369	6303	6240	6180	6148
		TODAY	6640	6636	6562	6492	6431	6372	6313	6285
		DIFF	60	139	129	123	128	132	133	137
FOB MARKET AT CLOSE:						INDEX PRICE				
						VS LAST				
Jan '23	PREM	-850	VS	-950	-30	H				
	FLAT EQ.	1276		1254	24					
Feb '23	PREM	-850	VS	-950	-20					
	FLAT EQ.	1276		1254	26					
Mch '23	PREM	-850	VS	-950	0					
	FLAT EQ.	1276		1254	31					
Apr '23	PREM	-850	VS	-950	-50					
	FLAT EQ.	1259		1237	17					
MJJ '23	PREM	-850	VS	-1000	0					
	FLAT EQ.	1249		1216	28					

未考虑本周五的 CBOT 豆油大幅下跌情况，本周国际豆油 FOB 价格出价比上周小幅下跌，买方出价下跌 12 美元/吨，南美豆油贴水较 12 月 23 日下跌 1 美分/磅。

由于市场仍然在交易阿根廷的天气干旱，国际大豆市场处在极度不稳定的高波动之中，油粕比交易让市场处于此高彼低的跷跷板之中。

在阿根廷的产量未敲定之时，市场很难去证伪阿根廷的产量究竟对全球的大豆供需格局产生多大的影响。

从理性的产量预估，截至目前巴西天气风调雨顺，市场对今年巴西大豆的产量维持在 1.53 亿吨以上的高位，巴拉圭产量亦恢复正常，在去年的基础上增加 1000 万吨，仅此 2 地，全球大豆的供应将比去年增加 3000 万吨，即便阿根廷事实造成减产，全球大豆仍然较去年整体供应大幅增加。从供应方面来看，并不足以支撑国际大豆价格进一步走高。

对于国内来说，豆油的定价锚仍然是中国的大豆进口成本，当前高企的美豆价格抬升了国内的豆油价格重心，如若美豆价格长期维持在偏高位置，国内豆油价格亦难以下跌。

当然，从长期的视角来看，如果国际大豆供需格局事实宽松，大豆价格的下行只是时间的问题，在利率高企的情况下，国际投机资本并不足以长时间支撑大豆价格维持在高位。

但是，从国内豆油的长期前景来看，眼下国内的豆油库存处于同期偏低水准，国内豆油价格的走低仍然需要依靠今年的巴西大丰收完成补库。

菜油

在 01 合约进入交割月时，国内 01 期货合约价格大幅走低，仅周五一日大幅下跌 261 元/吨，1 月菜油对 3 月菜油的溢价大幅降低，所展示的是产业下游对于未来 2 月菜油的悲观看法。

从即期的供应来看，我们认为 1 月合约的走低是符合供需格局的。尽管现货仍然维持在较高的绝对价格，但市场成交并不活跃，高价成交更多是预定货源延期到港所导致的被迫补库行为。

从进口方面来说，延期到港终究会到港，这意味着国内的供应端仍然呈现缓慢增加的趋势，且从远期的基差报价情况，海外远期货源进口成本亦打开，后续的进口通道仍支持国内供应增加；从压榨方面来说，前期采购的菜籽也在陆续到港中，且国内菜籽压榨保持着较高的压榨开工率，且从远期的榨利上看，亦可以支持国内菜籽的后续采购。国内菜油更应该担心的是国内对于高价的承接力度和消费能力。

在上周的报告中，我们认为国内菜油远期的价格区间为 10800-9800，我们仍然维持国内菜油区间波动的观点。

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。