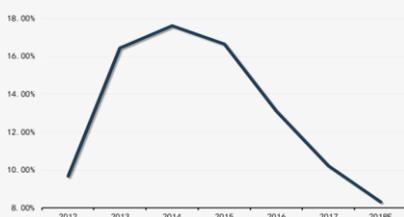


## 油脂供需边际趋紧

### 板块 油脂

中国植物油库存消费比下降：



### 前海期货有限公司

#### 投资咨询业务资格

#### 投资研究中心

期货分析师： 范国和

电话：021- 68770062

邮箱：fanguohe@qhfc.net

从业资格号：F3037508

期货分析师： 张蕾

电话：021- 68770057

邮箱：zhanglei@qhfc.net

从业资格号：F3033523

投资咨询号：Z0012812

### 报告摘要

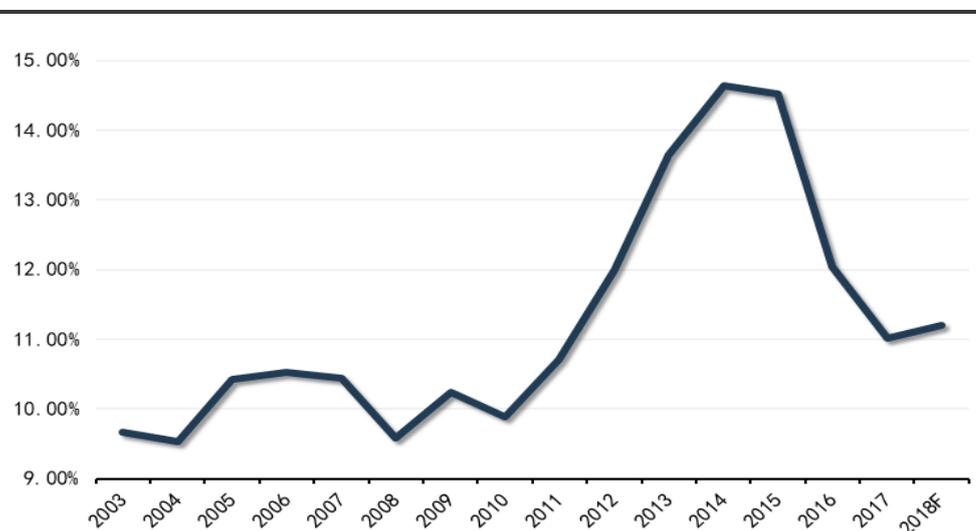
- 厄尔尼诺令植物油供给下降，全球库存消费比降至低位。中国植物油继续处于去库存进程，库存压力不断降低。
- 2018年豆油面临大豆供给下滑冲击，菜油在持续数年去库存后，目前国储菜油极为有限且库存大降九成，棕榈油产量增速亦趋缓，还可能遭遇马来西亚树龄老化带来单产持续下降的可能，总体上油脂供给将低于市场预期。
- 基于供给不及预期的展望，推荐逢低买入油脂，并可考虑做多油粕比及豆油基差。
  - 植物油供需格局偏紧
  - 豆油供给前景不乐观
  - 菜油持续去库存
  - 单产下滑或拖累棕榈油供给
  - 策略推荐

## 一、植物油供需格局偏紧

### （一）全球植物油库存消费比快速回调

得益于中国、印度等新兴经济体的快速发展及居民消费能力的提升，全球植物油供需总体呈现稳步增长态势。库存消费比则围绕 9-15% 波动，近期高点为 2014 年的 14.64%。但之后因厄尔尼诺气候，棕榈油减产幅度大于市场预期，带动全球植物油供应增速从 2014 年的 6% 大幅下滑至 2016 年的零增长。而需求持续约 3% 的增速，植物油快速去库存，库存消费比重回 11% 低点附近。

图 1 全球植物油库存消费比



数据来源：Wind

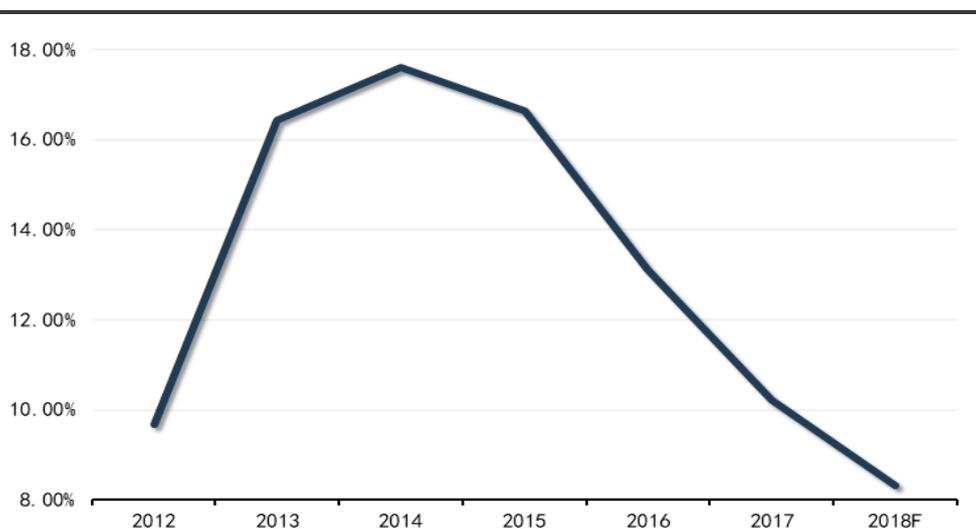
根据美国农业部数据，2017/18 年度全球植物油产量预计为 19,862 万吨，较上年增加 933 万吨，幅度 4.93%，创出历史新高。消费量为 19,151 万吨，较上年增加 740 万吨，幅度 4.02%。结转库存从 2,028 万吨上升至 2,144 万吨。库存消费比为 11.2%，将比上年略升 0.18 个百分点，但仍处于偏低水平。

### （二）中国植物油持续去库存

中国植物油对外依赖程度高逾七成，直接进口及来料压榨是主要供应方式。其中，棕榈油进口为重要来源之一，但近几年内外盘倒挂成为常态，进口量从 2012 年的 500 万吨以上缩减至近两年不足 350 万吨。菜油方面，受制于种植面

积下滑，菜籽供给下降，国储亦已大幅拍卖。其它小品种油虽然供应略增，但总体供应量仍然偏低。因此，国内的植物油供应继续处于去库存进程，压力不断降低。不过，植物油消费量预期持续增加，2016/17 年度食用植物油消费 3,361 万吨，2017/18 年度则将增至 3,447 万吨，其中豆油 1,730 万吨、菜油 722 万吨、棕榈油 485 万吨。此前，国内植物油库存消费比已经从 2014 年 17.61% 的高点大幅降至 2017 年的 10.23%，2018 年预期更将降至 8.32%。

**图 2 中国植物油库存消费比**

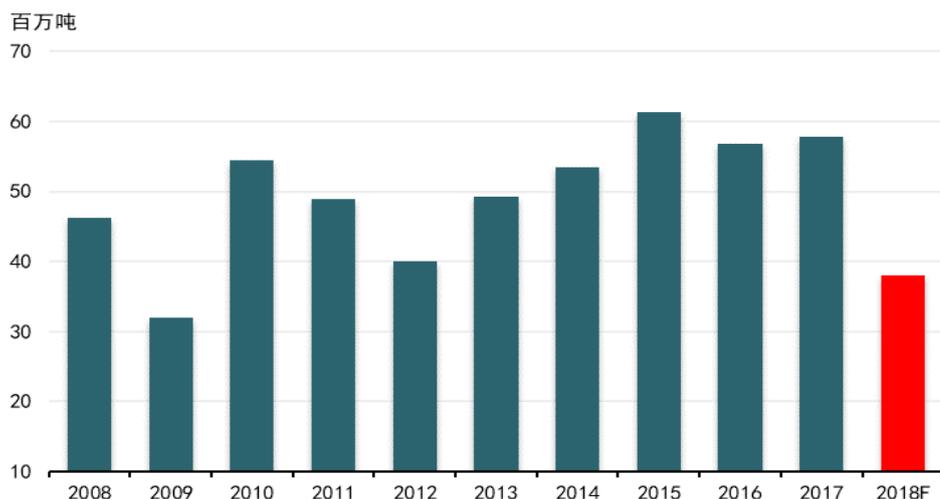


数据来源：Wind

## 二、豆油供给前景不乐观

### （一）大豆供应边际趋紧

就大豆供应来看，南北美洲供应全球约八成大豆，中国则是最大进口国。目前，南美洲 2017/18 年度大豆产量基本确定。巴西取代美国成为全球最大大豆生产国，产量达到 1.17 亿吨，同比去年的 1.145 亿吨增长 2.09%。阿根廷则经历了近三十年最为严重的高温干旱天气，根据最乐观的预估，减产幅度亦高达 31.66%。南美两国大豆一增一减，但阿根廷减产量是巴西增产量的近八倍，南美大豆减产趋势明确。

**图3 阿根廷大豆减产明显**


数据来源: Wind

展望下半年，影响大豆供应的主导因素在于美国。目前美豆顺利播种，最新进程达 77%，快于去年同期进程。我们判断，美豆最终种植面积大概率与 USDA 预期相符，将同比下降 1-2%。首先，自 2000 年以来，在种植面积大幅增加的随后几年，美豆种植面积通常相对稳定。而在 2017 年，美豆种植面积已大幅增长 8%。其次，就比价效应来看，2018 年至今美豆与玉米、小麦、棉花的比价均值分别为 2.71、2.18、12.41，低于去年同期的 2.74、2.33、13.05。近几年美国农产品种植面积稳定，其他作物价格更强预示美豆种植面积可能走低。再次，受益于汇率贬值，南美大豆竞争力上升，可能降低美农种植大豆的意愿。

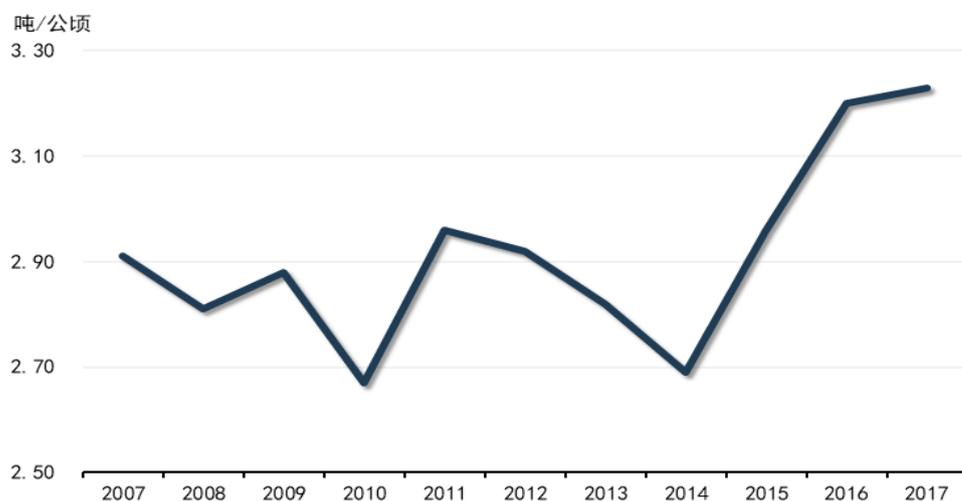
**表1 美国农作物种植面积对比**

农作物 (百万英亩)	2014	2015	2016	2017
玉米	90.6	88.0	94.0	90.2
<b>大豆</b>	<b>83.3</b>	<b>82.7</b>	<b>83.4</b>	<b>90.1</b>
小麦	56.8	55.0	50.1	46.0
棉花	11.0	8.6	10.1	12.6
总计	257.6	252.0	253.4	252.1

数据来源: USDA

此外，单产情况预期亦难乐观。前三作季，美国大豆单产已经从 2.69 吨/公顷大幅增长至 3.23 吨/公顷，幅度高达 20%。而且，美豆单产已连续三年超过趋势单产，预期继续提升的概率较低。从气温及降水情况来看，尽管 N011 及 S01 指数已经从拉尼娜气候回归至中性，但近三周美国国内干旱面积持续扩张。截至 5 月 15 日，美国大陆地区没有反常干旱或干燥的比例为 54.36%，而去年同期无干旱比例是 83.42%。因此，今年美豆还可能受制于天气干旱而出现单产下降的情况，进一步负面影响美豆产量，期末美豆库存消费比有望结束之前连续三年攀升的态势。

**图 4 美豆单产前三年大幅提升**



数据来源：Wind

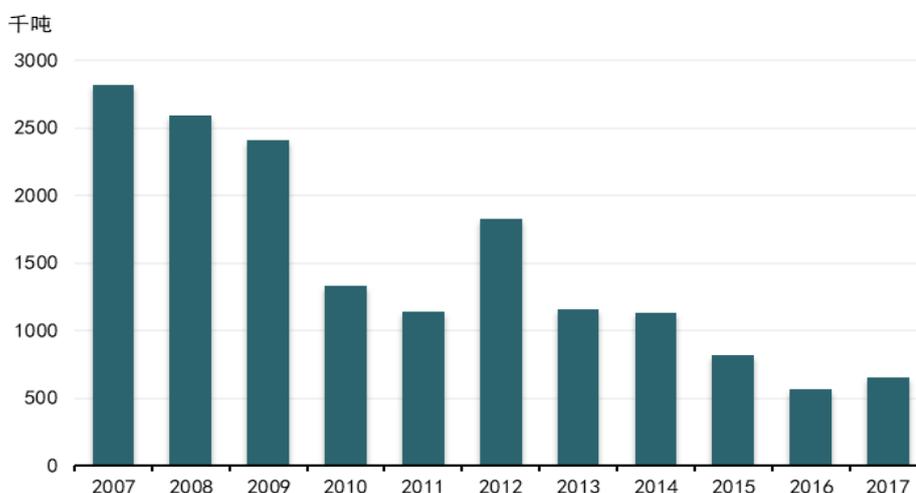
就国内来看，中国已持续在“镰刀湾”号召缩减玉米播种而改种大豆、水稻等作物，并对大豆种植加大补贴。2017 年大豆播种面积明显增加，总产量达至 1,494 万吨，同比增长 15.46%。2018 年，主产区继续加大补贴力度，如黑龙江对于大豆推出 150 元轮作休耕补贴及 200 元种植补贴共计 350 元/亩的补贴计划，预期将继续提升农民种植意愿。根据国家粮油信息中心预测，2018/19 年度中国大豆面积将增至 847 万公顷，产量则提升至 1,580 万吨。但是，考虑国产豆占比仅约 14%，且主要用于食用等领域，其对豆油供给影响极为有限。

## （二）豆油供需格局好转

国内豆油供给主要源于海外进口豆油及大豆压榨。不过，受制于国内压榨产能提升，近十年来豆油进口持续下降，已从 2007 年的 282 万吨大降至 2017 年的 65 万吨，2018 年以来依旧维持低位。因此，大豆压榨已经成为主要来源，而受制于种植成本的差异，压榨所需大豆主要来自进口。

但是，展望 2018 年大豆进口，美国及阿根廷大豆产量预期出现不同程度的下降，对外供给能力下降，阿根廷更从原先的出口转变为大幅进口。美国方面，尽管今年农产品对中国的销量将增长 35%-40%，但大豆出口预计难以增长。首先，贸易摩擦前大豆已经成为美国出口中国的主要农产品，年贸易金额高达 140 亿美元，继续增长空间有限。未来农产品贸易增长更有赖牛肉、乳品等增量产品。其次，南北美大豆竞争力原本相当，但从 4 月以来，因为通胀等因素影响，阿根廷比索、巴西雷亚尔快速贬值，幅度高达一成以上，令美豆价格竞争力下降，而且，随着美元持续升值，美豆将更难与南美豆竞争。

图 5 中国豆油进口持续下滑

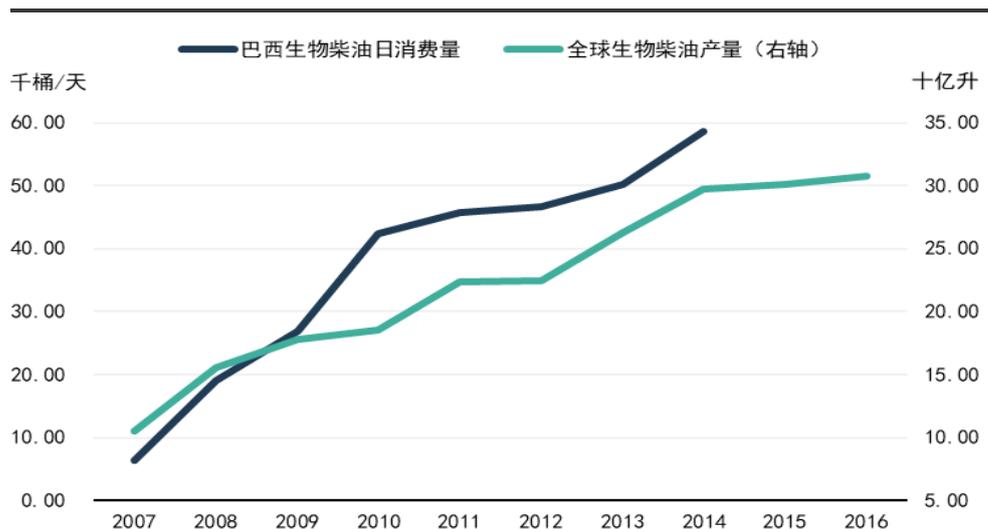


数据来源：Wind

因此，中国进口大豆增量主要有赖于巴西。但 2017/18 年度巴西大豆增产原本有限，随着国际原油价格再度攀上 80 美元/桶的高位，巴西生物柴油产业的发展还将挤占大豆出口。政策层面，因生物燃料加工业逾半产能闲置，今年 3 月份巴西政府将生物燃料掺混率上调 2 个百分点至 10%，较此前计划提前一年，

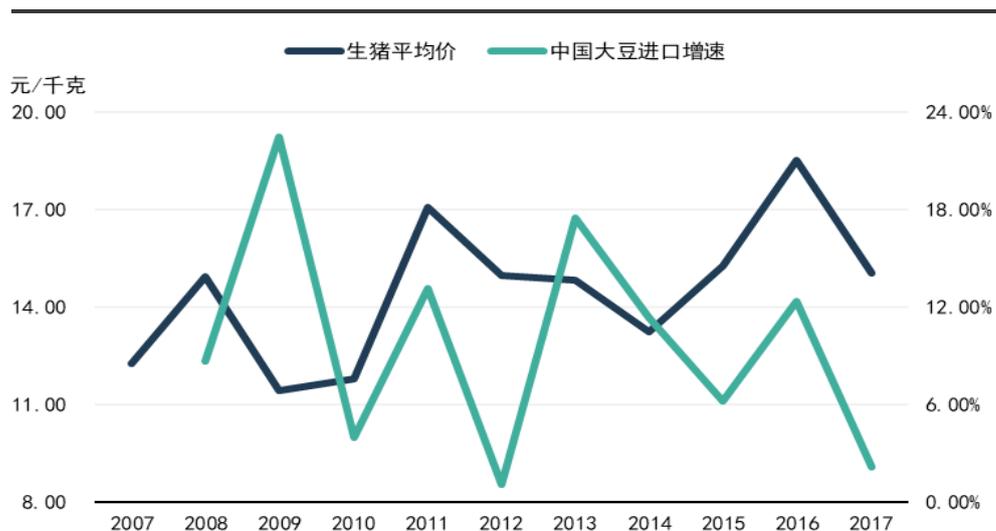
而且，巴西还计划到 2025 年将生物燃料掺混率提升至 15%。目前，其生物柴油主要来源为豆油，约占 75%。2017 年，巴西生物柴油产量达 4,300 百万升，豆油消耗 274.3 万吨，占比总产量 33%，据此测算，2018 年巴西生物柴油产量将达至近 5,400 百万升，预计消耗豆油近 350 万吨，将令其出口新增更为有限。

图 6 巴西生物柴油消费量快速增长



数据来源：Wind

而就中国本身来看，大豆进口量与猪肉价格高度相关，譬如 2008 年 2 月、2011 年 9 月、2016 年 6 月猪肉价格三次创新高，进而带动 2007/08 年度、2011/12 年度、2016/17 年度大豆进口量三次同比大幅增加，但之后的年份进口增幅明显放缓。但是，国内生猪价格近年来持续走软，近期更降至 10 元/公斤以下，预期今年大豆进口难有明显增长。从最新数据来看，截至今年 4 月中国大豆进口实际已经下降 3.88%。

**图 7 生猪价格高位带动大豆进口增长**


数据来源：Wind

同时，从利润层面来看，国内猪价持续下降，外购猪仔养殖已经产生逾 300 元/头的亏损，生猪存栏短期仍难恢复，可能继续压制粕类等饲料需求。而且，最新的进口大豆压榨利润已大幅下降至 100 元/吨以内，油厂开机率则降至近三年同期低位。综合而言，今年大豆进口量难有增长，油厂压榨积极性亦不高，豆油产量供给不容乐观。

### 三、菜油持续去库存

#### （一）菜籽供应边际趋紧

自 2014 年以来，全球菜籽产量增长维持低位，主要受制于播种面积的下滑。尽管 2017 年度播种面积大增 5.5% 带动产量增长 4.4%，但种植收益偏低预计拖累 2018 年度种植面积增速重回低位。根据 USDA 5 月报告，新作季面积仅将增长 2.32% 至 3,659 万英亩，外加单产下降，菜籽产量仅增 1.55% 至 7,543 万吨，为近十年第四低水平。主产国加拿大农业部亦预计，2018/2019 年度油菜籽产量预计仅为 2,170 万吨，同比仅增加 1.82%。这相比于近三年以来每年 6-12% 的增速大幅放缓。基于压榨等需求稳步增长，全球菜籽库存消费比将降至 9% 以内，较上年低 0.22 个百分点，更远低于 2014 年以前平均 11.59% 的水平。

图 8 加拿大油菜籽产量增速趋降



数据来源：Wind

图 9 全球菜籽库消比趋降



数据来源：Wind

同时,国内菜籽产量仍持续降低。由于 2015 年 6 月取消菜籽临时收储政策,且国内菜籽收购价格较低,油菜种植面积增速不断下滑,从 2014 年的 759 万公顷减少到 2017 年的 720 万公顷,三年总计缩减逾 5%。而且,鉴于菜籽种植收益持续下滑,农民种植意向下降,两湖地区种植面积尤为明显,预期下降趋势仍难改善。

## （二）菜油去库存效果明显

菜籽供应趋紧同样带来菜油增量的下滑。全球菜油年产量增速在 2013 年前总体维持 5% 以上的增速，但自 2014 年以来每年仅为 1-2%。期末库存虽然从十年前约 100 万吨增至 2017 年的 372 万吨，但库存消费比已从 2014 年 21.24% 的高点大幅下滑至 14.84%。而据 USDA 最新预计，2018 年菜油产量仅将增长 2.68% 至 2,952 万吨，但消费增长压制库存将降至 355 万吨，库存消费比将继续降至 12.77%，供需格局进一步趋紧。

中国菜油供给主要来自进口及内地压榨产量。目前，我国总进口量约九成来自加拿大，而且，近五年进口量已从此前的 126 万吨降至目前约 70 万吨水平，呈现持续下滑的态势。同时，近几年菜籽种植收益减少导致种植面积减少，国内菜油产量同样不断下滑，亦从此前 487 万吨降至 320 万吨左右。而国内菜油消费量却维持增长趋势，近五年增长 25%，因此，菜油供给依赖于更多地消耗库存，进而导致国内期末库存不断下滑，从此前的 600 万吨以上降至 2017/18 年度的 62 万吨，降幅高达九成，进而带动库存消费比亦逐年下降，从原先 144% 的高点降至目前的 11.52%。总体而言，菜油去库存效果非常明显。

图 10 全球菜油库消比快速下降



数据来源：Wind

**表 2 中国菜油供需平衡**

百万吨	期初库存	产量	进口量	消费量
2013/14	4.30	4.87	1.26	4.27
2014/15	6.16	3.98	0.63	4.50
2015/16	6.27	3.93	0.85	5.95
2016/17	5.10	3.12	0.71	7.00
2017/18	1.93	3.33	0.74	5.38

数据来源：布瑞克

需要指出的是，国储菜油持续减少，将进一步加剧菜油的紧张。中国于 2018 年 1 月抛储菜油近 21 万吨，另有 90 万吨国储菜油定向销售给中储粮，剩余库存仅为 13.56 万吨。考虑这批临储菜油基本为最后一批，货源的稀缺将令中储粮不会急于出库，更大可能是待价而沽，预计其对市场的冲击将低于以往的抛储。鉴于抛储菜油非常有限，未来国家通过储备油调剂市场供给的能力将逐渐减弱，菜油市场化供需的影响将更加重要。

不过，今年以来菜籽等供应继续呈下滑趋势。一季度，国内菜籽进口量仅为 98.54 万吨，较上年同期下降 21.13%。而且，二季度进口预估仅维持正常水平，上半年菜籽总进口量同比预期仍旧下跌二成以上。这使得沿海油厂菜籽压榨量下降，菜油供给存在隐忧。目前，菜油库存呈下滑迹象。根据天下粮仓数据，第 21 周全国港口菜油库存仅约 30 万吨，同比下降 29%，沿海油厂库存 10.4 万吨，同比大降 45%。因此，中国菜油供给形势不容乐观。

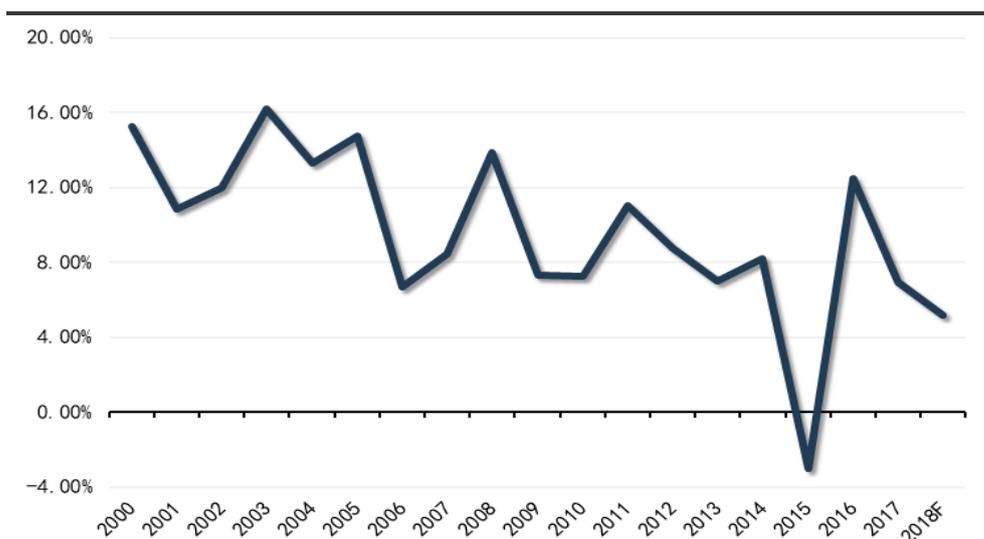
#### 四、单产下滑或拖累棕榈油供给

自 2000 年以来，全球棕榈油产量与消费年均增速均在 6-6.5% 区间，其中主要是印尼、马来西亚产量占比全球总产量达到 85% 左右。尽管 USDA 最新报告预期未来一年全球棕榈油产量将增长 445 万吨至 6,972 万吨，库存消费比从 14.7% 升至 16.44%，总体供给呈现偏宽松格局，但具体到各主产国，印尼产量增速已呈现趋缓迹象，马来西亚产量则可能受限于单产下降而不及预期。

印尼棕榈油产量已经占据全球 55% 的份额，而且，印尼棕榈树种植面积持续

扩大，树龄又相对年轻，再加上近年来良好的降雨条件，基于产量滞后于降雨约三个季度的历史数据预测，今年印尼棕油产量大概率保持较高增长，目前最新预期增长 6.94%至 3,850 万吨。但值得指出的是，虽然增速仍维持高位，但已明显低于前十年 8.14%的年均增速，更低于上年高达 12.5%的增速，呈现增长趋缓态势。

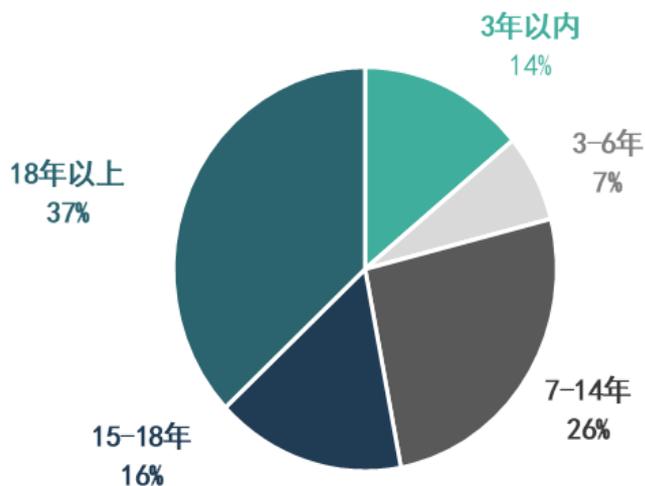
图 11 印尼棕榈油产量增速放缓



数据来源：Wind

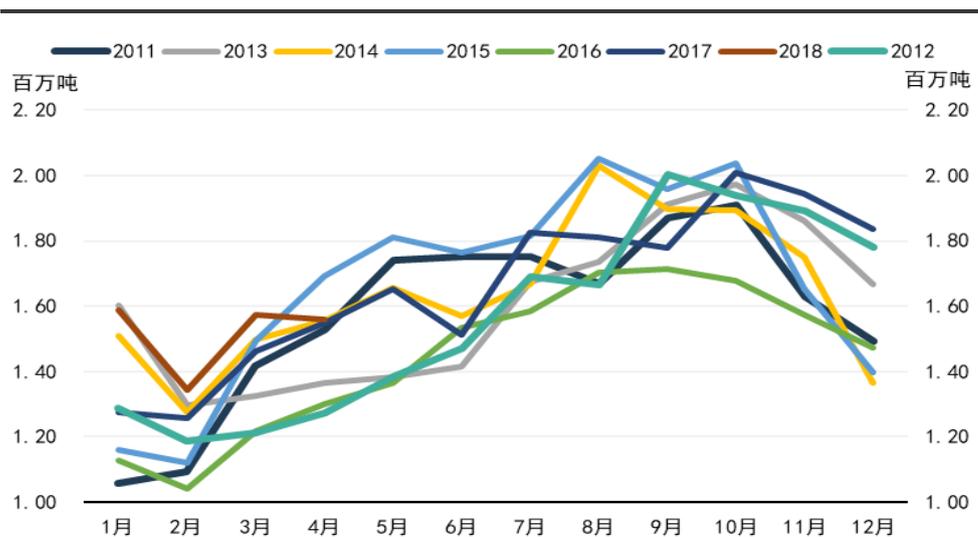
就马来西亚来看，其种植面积增速已从以前 6%的高点降至 3%左右，而且，由于树龄结构偏老，马来棕榈树单产开始呈现旺季不旺的特点，产量前景堪忧。具体而言，棕榈树龄 15-18 年时产量增长衰退，18 年以后老化淘汰。而据 Wilmar 集团数据，2015 年马来西亚种植超过 15 年进入产量衰退期和种植超过 18 年进入淘汰期的棕榈树占比高达 52%，之后随着时间的推移该比例还将继续增加。以种植时间测算，因为 1999 年前马来西亚棕榈树面积扩张很快，目前该批树龄已经进入淘汰期，亦即产量衰退期，这将对棕榈油的产量增长形成严重拖累。

图 12 马来西亚树龄结构



数据来源: Wilmar

目前，马来西亚最新 4-5 月产量已经开始出现该增不增的反常现象。根据历史数据，自每年 3 月起，马来棕榈油即进入季节性增产期，直至 9-10 月份。而且，马来西亚 2017 年大部分时间降水高于 5 年均值，顺延到今年，单产及产量表现应该趋升。但是，根据 MPOB 数据，4 月份马来西亚棕榈油产量仅为 155.83 万吨，环比上月减少 1.0%，打破了 2011-2017 年历年同期环比上升的统计，单产亦较 3 月的接近 1.4 吨/公顷小幅下降。而受益于出口及消费超过产出，4 月底马来西亚棕榈油库存已较上月下滑 6.4% 至 217 万吨，创去年 9 月来最低。在 5 月 1-15 日，马来毛棕油单产继续下滑 6.03%，产量则下降 9.45%，出油率下降 0.65%，延续下滑态势。

**图 13 马来西亚棕榈油月度产量**


数据来源: Wind

需求层面，今年冲击预计主要来自印度，其对进口依赖度偏高，达六成以上。2016/17 年度油脂进口总和 1,325 万吨，其中棕榈油为 940 万吨，占比 71%。为了保护本国农户，自 2016 年下半年起印度已连续 4 次调高油脂进口税率，最新是在今年 3 月，印度再将毛棕榈油和精炼棕榈油的进口关税调高到十多年来的最高水平，即棕榈油进口税调高到 44%，高于早先的 30%，精炼棕榈油的进口税也从 40%调高到 54%，高于其他油脂品种。但需要指出的是，印度 2015 年人均油脂消费仅 15.3 公斤/人，低于世界水平，且其人均 GDP 仅约 1000 美元。鉴于人均 GDP 与油脂消费在 30 公斤以内存在显著性相关，可以预期印度油脂消费仍处于长期增长趋势中。即使税率上调，其棕油进口增量可能遭受影响，但进口量预计仍将维持。

另外，鉴于国际油价重返 80 美元/桶关口，棕油的生物柴油需求有望重新启动。印尼于 2015 年成立基金支持国内生物柴油产业的发展。该基金由棕榈油出口税收作为资金来源，通过弥补生物柴油和常规柴油的差价来支持生物柴油消费。据印尼政府预计，2018 年其生物柴油产量将从上年的 295 万吨增长至 350 万吨，据此估算，将新增消耗 CPO 近 50 万吨。马来西亚方面，目前执行的仍是 2015 年推出的 B7 标准，但根据“第十一届马来西亚计划”（2016-2020），到 2020 年公路部门生物柴油混合标准将达到 15%。而在国际油价快速上涨的背景下，马来生物柴油混合比例提升有望重新启动。2017 年，该国生物柴油产量 480 百万

升，CPO 使用量 42.3 万吨，如果马来开始执行 B10 标准，CPO 使用增量亦有望接近 20 万吨。

## 五、策略推荐

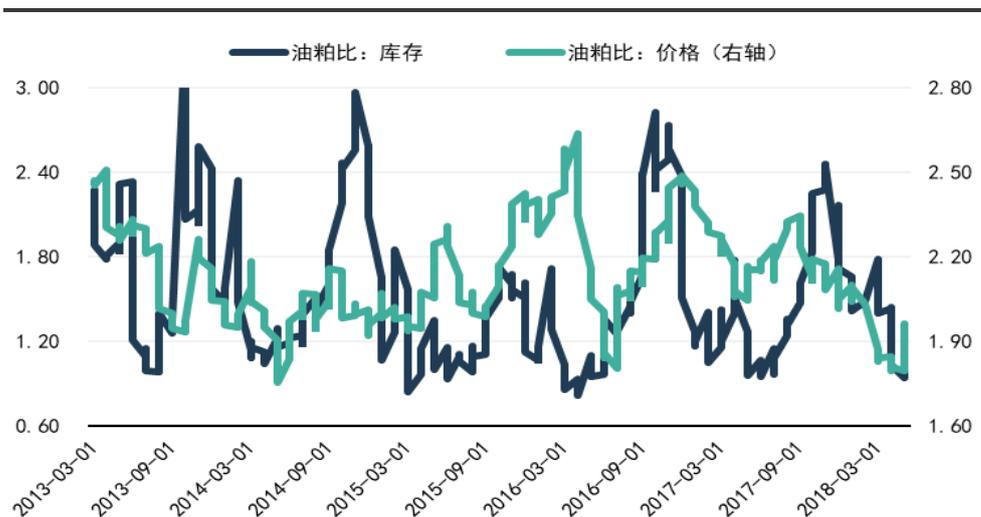
### （一）趋势策略：逢低买入

中国油脂需求总体为平稳增长格局，供给影响更为突出。豆油面临大豆供给下滑的冲击，库存消费比将趋降；菜油已经持续数年去库存，目前更面临国储菜油有限及库存大降九成的利好；棕榈油产量增速趋缓，还可能遭遇马来西亚树龄老化带来单产持续下降的可能。综上所述，总体上油脂供给将低于此前市场预期。再考虑油脂价格总体维持于历史低位，供给边际好转有望抬升价格中枢，建议考虑逢低买入。分品种而言，建议依次选择菜油、豆油、棕榈油。

### （二）跨品种套利策略：买豆油抛豆粕

统计规律显示，当油粕库存比触及低位后，价格比一般滞后 3-6 个月开始上涨。目前，油粕库存比已经下破至 1 以下的低位，价格比亦触及 1.8 左右的低位。而且，近期国内豆油库存持续下降，但豆粕库存偏高，猪价更已下破 10 元/公斤，生猪养殖短期仍难乐观，亦将为做多油空粕的策略提供支撑。

图 14 油粕库存比领先油粕价格比

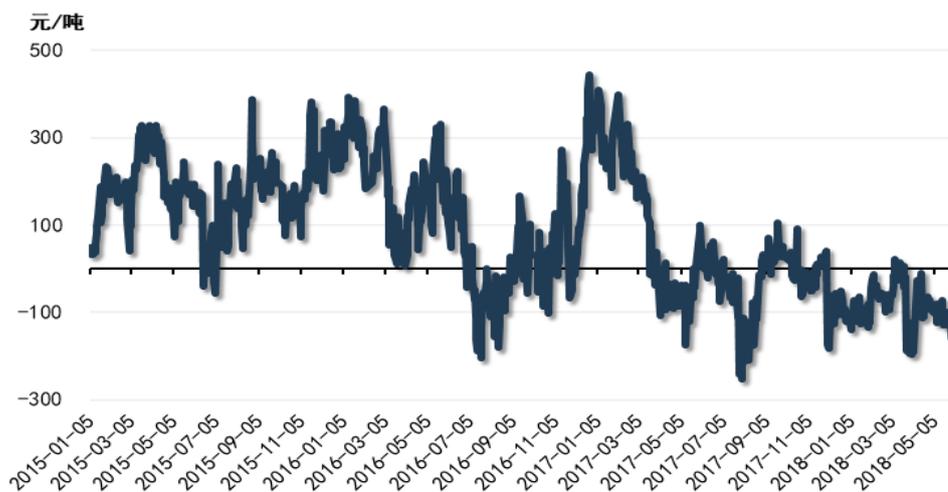


数据来源: Wind

### （三）期现套利策略：做多豆油基差

受制于库存偏高及消费淡季等因素，豆油基差已持续半年处于负值区间，并居于近三年-200 至 400 区间的偏低位置，仅为-143 元/吨，目前做多基差具备一定的安全边际。

图 15 豆油基差处于低位区间



数据来源：Wind

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net.cn>