

2019 油脂年报

中粮期货研究院 油脂油料

2018-12-28

【观点】

油脂单边价格长期看多，整体价格波动区间中心上移，强度按照菜油>豆油>棕榈油排列。国际和国内都面临高企的库存压力，所以价格反弹空间有限，还需通过低价等待消费启动来促进去库存。

【分析师】

执笔：白杰

baijie1@cofco.com

从业资格号：F3045473

执笔：贾博鑫

jiaboxin@cofco.com

从业资格号：F3026375

阳林钦

yanglinqin@cofco.com

从业资格号：F0311519

投资咨询号：Z0011819

【综述】：总的来说，油脂经过了2018年连续的下跌行情，连破新低，下方空间有限。东南亚棕榈油产地正在通过给出进口利润的方式起到去库存的作用，主要需求国印度也有可能降低棕榈油进口关税，有利于产地棕榈油的需求。我们认为整体油脂国际供需宽松的环境将在2019年有所改善，但供大于求的基调还是存在，如果没有出现严重的天气问题，供应过剩的状态很难出现改变。

【核心因素】：产地棕榈油去库存 国际油脂需求企稳

【预期偏差】：东南亚厄尔尼诺天气 原油价格暴跌

第一部分 全球油脂供需概况

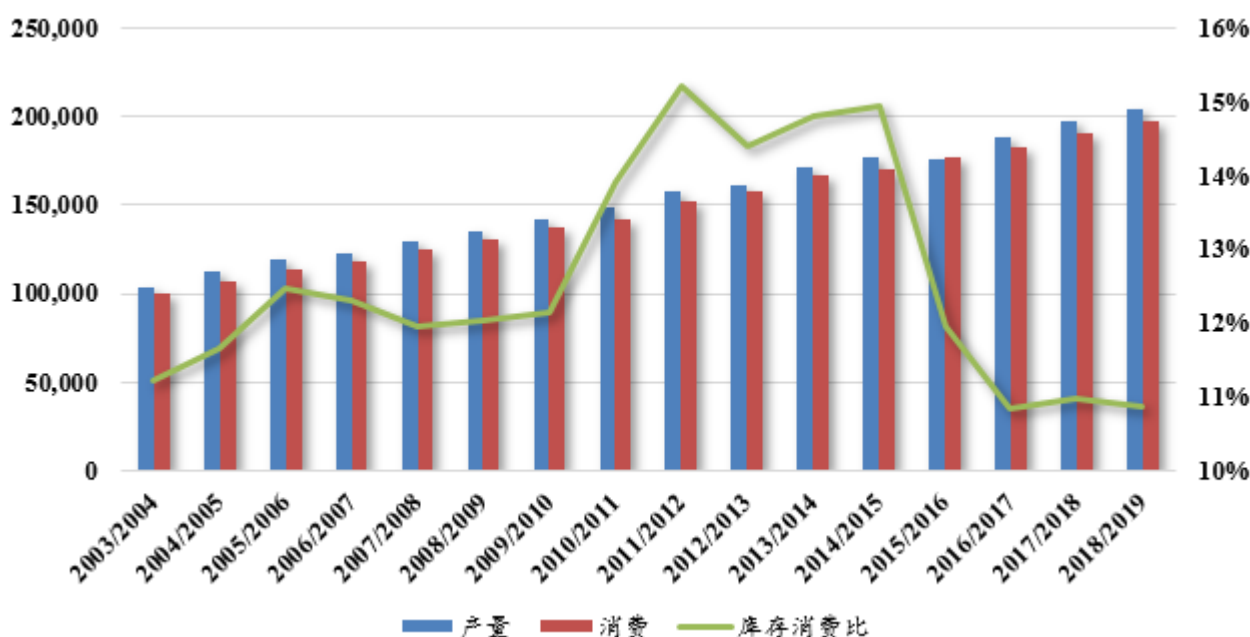
回顾 2017/18 年度，从供应端来看，全球各类植物油产量均出现上升的态势，其中棕榈油和豆油增量较大。17/18 年度全球油脂产量约为 2.04 亿吨，同比上升 5.1%，增速较 16/17 年的 6.9% 有所下滑。从需求端来看，17/18 年度全球油脂消费量为 1.91 亿吨，同比上升 4.2%，继续保持稳定增长的态势。其中，棕油的食用消费及工业消费贡献了主要的消费增长，增加值分别为 149 万吨和 210 万吨。工业消费占总消费的比例由 22.4% 提升至 23.2%。从库存来看，17/18 年度全球油脂止降反升，开始了累库存的进程，同比上升 5.6% 至 2.1 亿吨。总的来看，近两年由于棕榈油连续丰产，导致 16/17 和 17/18 连续两个年度均处于供大于求的状态，使油脂价格连续下跌，屡创新低，供应过剩的格局在 2019 年还将会延续。

展望 2018/19 年度，从油脂产量结构来看，2018/19 年度各油种占比变化不大，棕榈油产量占比 36%，继续占据主导地位。但由于东南亚存在厄尔尼诺天气风险，可能会给棕榈油产量造成损害，预估产量增幅有所放缓。豆油方面，18 年阿根廷大豆减产，导致压榨产出豆油减少，19 年预计会出现恢复性的增长。菜油方面，全球菜籽及菜油产量 19 年预计出现减产，供应端存在利好。总的来说，2018/19 年度油脂产量预计同比增加 3%，增速放缓，主要增量来自于棕榈油和豆油。

2018/19 年度全球油脂消费保持稳定增长，预计同比上升 3.3% 至 1.97 亿吨。与产量类似，消费增量也主要来自于棕榈油和豆油。食用需求增速保持平稳，工业需求稍有下滑，主要原因在于原油价格连续下跌，生柴利润表现不佳，后期仍需等待利润打开及政策刺激。

2018/19 年度全球油脂库存高企的情况将会出现好转，预计同比上升 2.2% 至 2143 万吨，累库存速度较前一年度出现放缓的情况，库存消费比也将减小。总的来说，国际油脂供大于求的态势将在 2018/19 年继续存在，但整体供需压力减小，油脂价格重心上移。

图 1 全球油脂产量、消费及库存消费比



数据来源：USDA 中粮期货研究院

第二部分 2019 年油脂市场核心因素分析

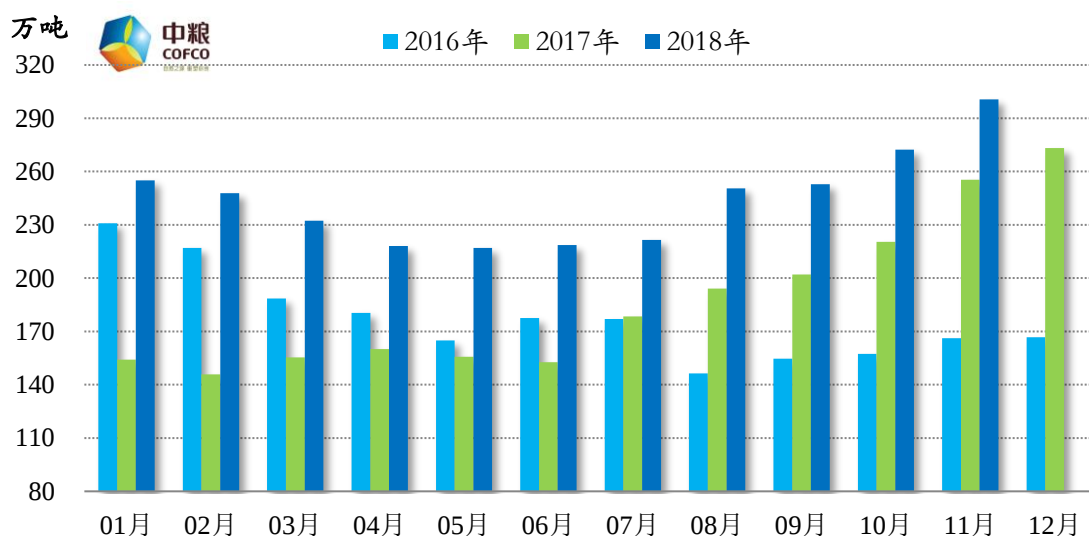
一、产地棕榈油等待库存压力缓解

2018 年印尼棕榈油迎来丰产，马来西亚虽然曾出现过劳动力缺失及树龄老化的问题，但全年产量还是出现了提升。从天气上来看，18 年马来降雨量与往年相比处于适中的状态，对于未来产量的滞后影响有限。展望 2019 年，目前市场主要关注的是厄尔尼诺的发展情况，我们认为厄尔尼诺与 15/16 年度相比强度很有限，且对于棕榈油产出的影响要滞后半年以后才能显现出来，如果没有出现意外的厄尔尼诺加剧的情况，棕榈油产量大概率会保持正常的增长，建议后期对于厄尔尼诺的情况要进行持续跟踪。

从需求端来看，东南亚棕榈油需求是未来影响盘面的重要因素。其中印度油脂需求及生物柴油需求将是需要关注的重点，我们也会在后文进行详细的分析。在目前棕榈油价格连续下跌的情况下，马来和印尼也均采取政策手段降低税费，给出进口利润来促进消费国的买货。总的来看，棕榈油价格处于历史低位，存在安全边际，后期需求端有望转好。

总的来说，产地库存高企的状态将会在 19 年开始好转，推动棕榈油盘面企稳，价格波动重心整体上移。但如果天气符合预期没有出现大的问题，油脂价格反弹空间也并不会太大。

图 2 马来西亚棕榈油库存

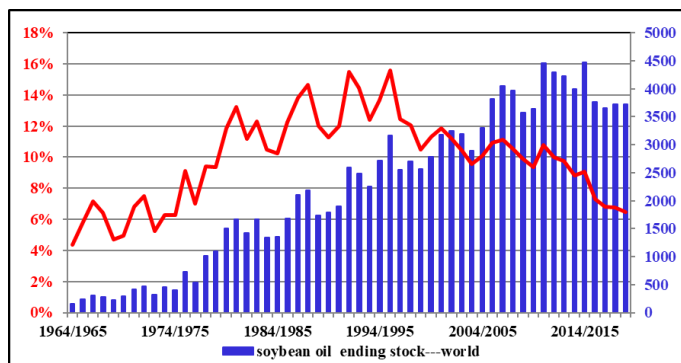


数据来源：MPOB 中粮期货研究院

二、国际豆油供需压力小于大豆

2018 年，CBOT 豆油价格持续走弱，主要是受美豆油高库存和美豆价格大幅下跌压制，美豆油库存高企因消费增量不及压榨供应增量，美豆粕出口需求的增加间接导致了美豆油的供应增加，美豆价格下跌因中美贸易争端。展望 2019 年，在主要产出国压榨产能充分释放以及全球豆油需求继续增加的情况下，国际豆油的供需压力要小于大豆。

图3 国际豆油库存



数据来源：USDA 中粮期货研究院

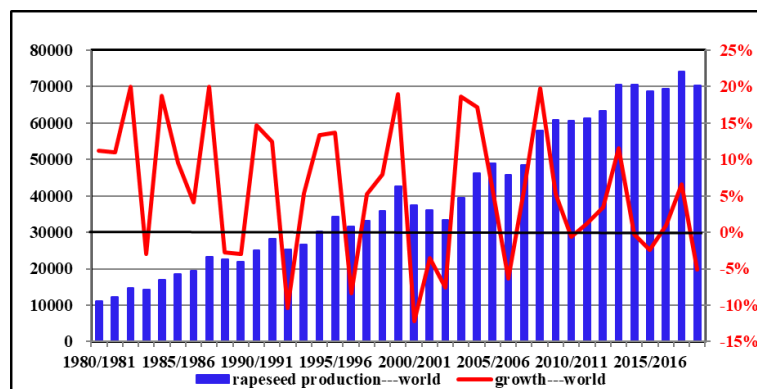
①供给端，美国和巴西的压榨产能在过去两年压榨利润大幅改善的情况下已经充分释放，豆油压榨产量继续提升的空间有限，2018/19 年度全球豆油供应的增加主要来自阿根廷压榨量的恢复性增长。

②需求端，2018/19 年度全球豆油需求增量主要来自食用消费的增加，食用消费增量或将超过最近三个年度的消费增量；豆油的工业消费增量可能有所放缓，但整体需求依旧保持强劲。整体看，全球豆油供需会出现小幅改善，在美国已经丰产以及南美丰产的预期下，全球豆油的供需压力要小于大豆。

三、全球范围内的菜籽减产奠定了菜油价格的偏强基调

2018 年全球菜籽主要产销地区较上一年度均遭受了不同程度的减产，同比减产幅度可能接近 400 万吨。欧盟因本年度菜籽减产，进口需求会出现增加；中国由于储备菜油所剩无几，叠加国内菜籽产量的下滑，菜籽产品进口依赖可能会逐渐增强。展望 2019 年，在全球菜籽及菜油供给出现收缩的情况下，奠定了菜油价格偏强的基调。

图4 国际菜籽产量情况

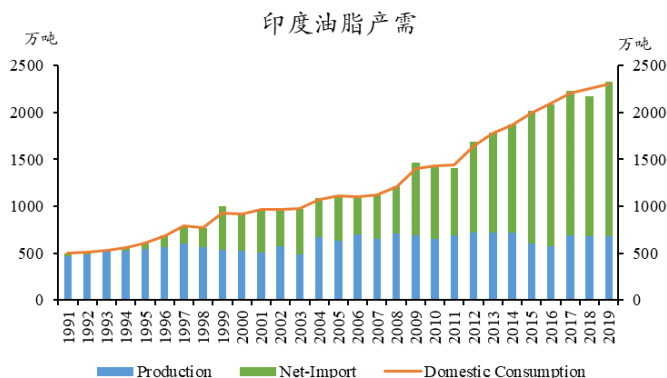


数据来源：USDA 中粮期货研究院

四、印度油脂进口需求可能面临恢复

2018 年，在全球主要食用油脂价格持续下跌的背景下，为了平抑印度国内油脂价格的波动，并保护其国内油籽种植产业，印度政府连续上调油脂进口关税。关税的上调大幅压缩了印度国内油脂的进口利润，同时，叠加印度卢比贬值的因素，使得 2018 年印度油脂进口量的缩减。展望 2019 年，在印度国内油脂需求有望继续增加，而其国内油脂供应提升艰难的情况下，我们认为印度的油脂进口量较 2018 年有望出现恢复性增加。

图5 印度油脂产量及需求



数据来源：USDA 中粮期货研究院

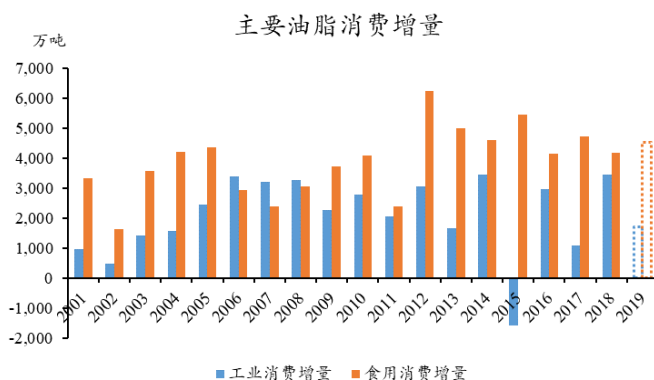
①印度国内油脂需求有望继续增加。人均 GDP 与人均油脂消费量高度相关，根据相关预测，2018~2020 年印度 GDP 增速将在 2015~2017 年出现连续滑坡后出现恢复性增长，2015~2017 年印度 GDP 增速从 8.2%下降至 6.6%左右，2018~2020 的 GDP 增速将恢复至 7.3%~7.5%左右；在印度人口持续增长的背景下，GDP 增速的恢复性增长将继续推动印度人均 GDP 的增加，进而有望推动印度油脂需求的继续增加。

②印度国内油脂供应提升艰难。首先，由于印度油脂油料进口政策导向和油籽产出效率低下的原因，印度对进口油脂的高度依赖在短期内无法改变。其次，据相关资料显示，印度 2018 年冬季作物由于受到季度干旱影响，油菜籽产量可能会出现减少，如果该情况最终实现，油菜籽的减产会恶化印度油籽的供应，提升印度油脂的进口依赖；反之，则不会加剧目前印度对进口油脂的依赖度。

五、原油价格的走弱不利于油脂的生柴消费

2018 年前三季度，原油价格持续上涨，主要的植物油价格走势偏弱；在原油和植物油价差快速扩大的过程中，大幅刺激了包括 PME 和 BME 在内的生物柴油的生产。2018 年四季度，原油价格的大幅下跌将生物柴油的生产利润挤压殆尽，利空油脂的生柴消费。展望 2019 年，上半年原油价格走势仍可能偏空，油脂的生柴消费可能更需要依赖政策的执行来推动。

图 6 国际油脂工业消费及食用消费增量



数据来源：USDA 中粮期货研究院

①利润方面，目前以印尼为代表的 PME 的生柴利润和以美国为代表的 BME 的生产利润已经被挤压殆尽，甚至跌为负值。如果以当前棕榈油价格不变进行测算，布伦特原油价格要回涨至 55~60 美元/桶以上，PME 的生产才开始出现生产利润；如果以当前豆油价格不变进行测算，WTI 原油价格要回涨至 55 美元/桶以上，BME 才会出现

生产利润。

②政策方面，印尼政府可能会在 2019 年将生柴掺混标准提升至 B30。印尼生物燃料协会预测 2019 年印尼的生柴产量将达 710 万吨，2018 年约为 480 万吨，折合棕榈油消费增量约 240 万吨。美国 2019 年 BBD 掺混量已经在 2017 年底确定，如果缺乏生产利润的刺激，美国 BME 可能仅会围绕义务掺混量进行生产。

六、国内油脂供需面临分化

2019 年，全球范围内油籽和油脂的供应过剩会继续压制油脂的绝对价格，但是国内油脂间的价格面临分化。国内菜油，在消费相对刚性的前提下，由于临时储备菜油已经消化殆尽以及国际范围内菜籽的减产会使得菜油的价格得到较好的支撑；国内豆油，非洲猪瘟、中美贸易争端以及杂粕的替代都意味着明年豆粕消费面临下降，豆油的压榨供应量随之收缩，库存压力面临缓解。国内棕榈油，短期看在国际棕榈油高库存暂时没有出现改善的前提下难有良好表现，长期看产地棕榈油产能在未来几年将持续释放，长期价格压力仍在。展望 2019 年，菜油将是三大油中表现最为强势的品种，棕榈油价格表现相对偏弱，国内菜豆及菜棕价格仍有走扩空间，而豆棕价差则长线看走扩。

第三部分 结论及预期偏差

总的来说，油脂经过了 2018 年连续的下跌行情，连破新低，下方空间有限。东南亚棕榈油产地正在通过给出进口利润的方式起到去库存的作用，主要需求国印度也有可能降低棕榈油进口关税，有利于产地棕榈油的需求。我们认为整体油脂国际供需宽松的环境将在 2019 年有所改善，但供大于求的基调还是存在，如果没有出现严重的天气问题，供应过剩的状态很难出现改变。

展望 2019 年，我们认为油脂单边价格长期看多，整体价格波动区间中心上移，强度按照菜油>豆油>棕榈油排列。国际和国内都面临高企的库存压力，所以价格反弹空间有限，还需通过低价等待消费启动来促进去库存。价差方面，建议采用基本面较强的菜油为多头配置，库存压力最大的棕榈油为空头配置。

2019 年的预期偏差有如下两点：1、东南亚天气：如果马来西亚和印尼出现剧烈的厄尔尼诺天气现象，将导致棕榈油产量出现大幅的下降，推动价格出现非预期的暴涨行情。2、原油价格：如果原油价格出现暴跌，将导致生物柴油利润恶化，并带动植物油价格整体下跌。



更多资讯，请关注中粮期货研究中心公众号

【风险揭示与免责声明】

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州三家期货交易所全权会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据其个人认可的公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议。相关人士不得依赖本报告取代其独立判断。**任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。**本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. **本公司及分析师对这些信息的真实性、准确性和完整性不做保证。**本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制、歪曲、修改本报告之内容。