

## 油脂贸易：格局、生存与发展

### 引言

油脂油料产业链环节繁多，从上游的种植、出口，再到中游的加工精炼、贸易分销，最后到消费终端，各环节各司其职，也均有自己的生存之道。在产业发展初期，压榨、精炼工厂主要集中于沿海、沿江地区，往内陆地区的拓展并不多，且基差报价尚未得到大面积推广，报价整体处于一种不透明的状态。彼时的贸易商作为沟通工厂供给与终端需求的桥梁，在国内油脂市场中扮演着重要的角色，也从中获得了丰厚的贸易利润回报。

时过境迁，国内油脂供应随大豆压榨及油脂进口的增长而飞速增长，当前的油脂市场已从起初的买方市场向卖方市场转变，基差报价的推广也令价格变得十分透明。2008年以来油脂价格的暴涨暴跌淘汰了一大批赌单边行情失败的贸易商，可较好对冲单边价格大幅波动风险的基差交易获得流行，油脂贸易商对期货的运用也越来越娴熟，贸易商间的核心竞争力逐渐落在对行情的研判能力及期现结合的能力上。

然而，随着中粮、益海等粮油集团不断完善在全国的布局，从产业链上游的压榨、精炼、分提向下游的需求终端不断延伸，面临着大集团既有资金又有团队还有渠道的竞争压力，贸易商已经很难再凭借单纯的贸易业务而屹立不倒了。贸易商要么逐步打通产业链上下游，要么增加其服务的附加值，方能在油厂的激烈竞争中活下去。作为曾经沟通着油脂供应与需求的桥梁，未来贸易商的角色与功能可能将越来越多的由带有压榨、精炼、分提等业务的综合性粮油集团来承担，纯贸易业务也将逐渐聚集在少数贸易巨头手中，而更多的中小贸易商或将逐步淡出历史的舞台。

## 农产品产业链专题报告

作者姓名：石丽红

电话：023-81157334

期货投资咨询从业证书号：Z0014570

发布日期：2020年05月14日

### 报告体系

日报	每日8点50前发布
周报	每周日上午10点前发布
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

### 农产品研究团队

**田亚雄** 首席研究员  
联系电话：023-88367400  
投资咨询资格编号：Z0012209

**牟启翠** 豆类研究员  
联系电话：023-81157334  
投资咨询资格编号：Z0001640

**石丽红** 油脂研究员  
联系电话：023-81157334  
投资咨询资格编号：Z0014570

**魏鑫** 生鲜研究员  
联系电话：023-81157271

**邵航** 商品期权研究员  
联系电话：023-88060455

**蒋欣然** 玉米研究员  
联系电话：023-81157271

**吴新扬** 软商品研究员  
联系电话：023-88369577

## 一、油脂贸易格局变化：数轮洗牌，利润逐步缩窄

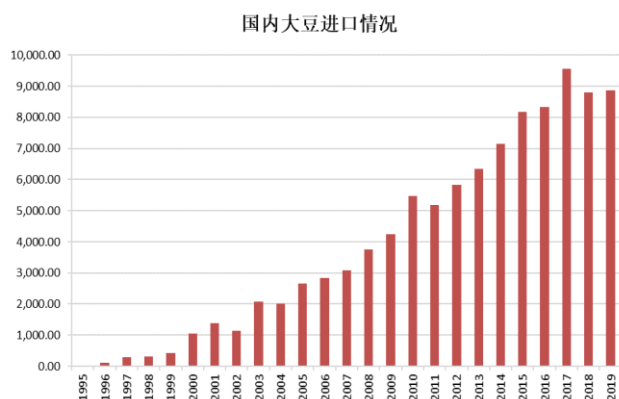
贸易商的利润主要来源于油脂买卖间的价差，贸易利润的高低与国内油脂供需格局变化密切相关。国内植物油消费以豆油为主，传统食用油还包括菜油、花生油，棕榈油则100%来源于进口。在过去的几十年间，跟随国内压榨产业及进口格局的变化，油脂的供需格局逐渐由紧张走向宽松，这期间贸易行业出现了几轮洗牌，贸易利润也在这过程中逐步缩窄，主要可分为以下几个阶段：

**1、1995年以前的计划经济时期，贸易利润丰厚。**1995年以前，我国处于计划经济时代，粮油物资十分匮乏，油籽压榨企业规模不大，以国营为主。在这时期，粮油产品的价格并不市场化，少一部分人通过通过一定方式与油厂建立了紧密联系，通过将政治或人脉等资本变现，赚取了十分丰厚的贸易利润。

**2、1996-2001年的市场逐渐放开时期，贸易利润较丰厚。**市场经济开放以后，为了满足国内日益增长的油脂需求，我国从1996年起逐渐放开大豆及植物油进口市场，对其进口实行关税配额制，配额外关税较高。这期间，国内油籽压榨及进口初步形成规模，但由于国内油籽产量较低，进口配额又限制了供应增长，油脂市场的竞争并不充分。彼时国内油脂油料产业发展不久，相应的人才培育还没那么多，供应的稀缺性使得新贸易商的进入具有较高门槛，因而贸易商能维持较丰厚的利润。

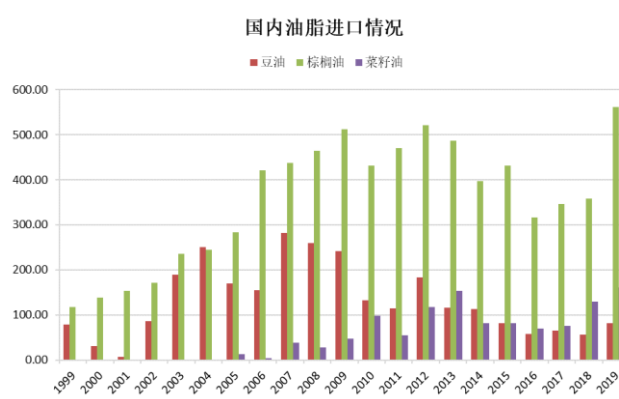
**3、2001-2006年的供应不断扩张时期，贸易利润逐步收窄。**2001年加入WTO后，为了履行入世承诺，国内进一步放开油脂油料进口。随着大豆进口的放开，价格低廉的进口大豆大量涌入，国内大豆压榨产能及压榨量随之迅速增长。此外，国内在2006年取消了对豆油、棕榈油、菜籽油的进口配额管理，植物油进口获得了快速增长。与此同时，油脂油料产业在发展数年后，培育了一批粮油行业的人才，他们在高利润的吸引下纷纷进入贸易领域，令贸易行业竞争有所加剧。在油脂供应及贸易商间竞争增长的背景下，油脂市场格逐渐从卖方市场转变为买方市场，贸易利润被不断压缩。

图表 1：国内大豆进口情况（万吨）



来源：海关总署，中信建投期货

图表 2：国内油脂进口情况（万吨）

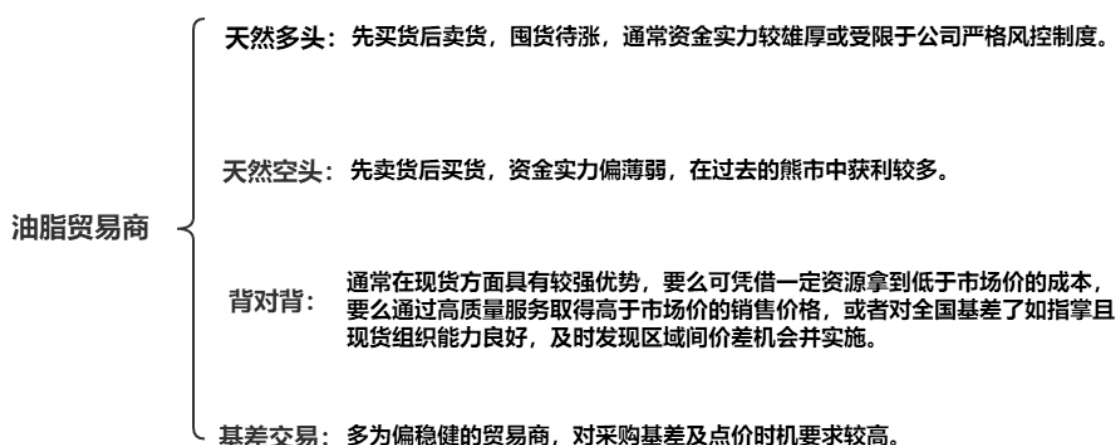


来源：海关总署，中信建投期货

**4、2006年以后的后期货时代，贸易商夹缝中生存。**传统的贸易方式多为低位囤货，待价格上涨后出售，贸易商天然具备偏多头的属性。2006年豆油期货在大商所上市，随后是07年的郑商所菜籽油期货及大商所的棕榈油期货，给了贸易商在现货以外更多的操作空间。此外，油脂类期货的上市，使得油厂可通过基差销售将盘面波动风险较好地转移给下游贸易商，给予了油厂积极推广基差定价的动力。

带杠杆的油脂类期货上市使得贸易对资金要求有所降低，贸易门槛的降低不断吸引新的参与者加入，令贸易商之间的竞争变得越发激烈；而压榨集团在不断并购整合后，也开始将工厂选址从沿海沿江地区向内地市场扩张，与贸易商的直接竞争日益加剧，从油厂到终端的模式探索不断挤压贸易商生存空间。更为不利的是，信息技术的发展及基差的广泛运用导致报价变得十分透明，在这个几乎完全竞争的市场上，出现背对背贸易利润的情况并不多见，偶尔在极端情况下出现也很快在对全国报价了如指掌的大贸易商的套利中消失，大多数贸易商再想通过传统方式赚取搬运费变得越来越困难。

**图表 3：油脂贸易商主要派别**



来源：中信建投期货

在此背景下，贸易商在期现货市场上的投机属性越发凸显。2008年的油脂出现了一轮振幅高达七八千点的暴涨暴跌行情，在上涨后期追涨或急于抄底的贸易商受伤严重。有幸存活下来的贸易商，在短暂的喘息之后，又经历了2012年以来的漫漫熊途，很多以单边为主的贸易商惨遭淘汰，行业迎来新一轮的洗牌。当前存活下来的贸易家中，大多都是靠着期现结合在激烈的竞争中搏杀胜出的，对行情的研判、期现结合能力的成为决胜的关键因素。但相对来看，棕榈油精炼分提及进口菜籽压榨多分布在沿海，往内地的扩张并不像大豆压榨那么多，棕榈油、菜油及其他小油种贸易仍能在市场上获得相对大些的生存空间，中小贸易商也多转向这些品种。

## 二、贸易商利润来源：逐步由单边向基差过渡

贸易商的利润主要来源于油脂买卖之间的价差。在早期的油脂贸易中，贸易商从工厂采购，运至销区后加

价销售，从中赚取买卖差价，日子过得十分滋润。这时贸易商赚取的利润，一方面来自于人脉、特权等资源，另一方面则来源于信息不对称，报价的不透明给予了贸易商充分的加价空间。

然而，随着国内油脂供应的增长，油脂市场逐渐从卖方市场转变为买方市场，人脉、特权等资源已经不再像以前那么容易变现，贸易商相对终端的议价权也在受到不断的侵蚀。此外，随着粮油集团不断并购整合，工厂选址逐渐从沿海沿江地区向内地扩张，与贸易商的直接竞争日益加剧。而随着基差报价的推广，油脂报价变得越发透明，贸易商很难再挣到从工厂到终端的信息不对称的钱。

在油厂与终端的双重夹击下，贸易商的利润来源收窄，生存空间被不断压缩，对行情的研判能力成为决胜的关键所在。由于主流贸易商从工厂拿货再销售到终端，正常情况下相对于工厂并无明显的价格优势。只有在基差相对低位时买入，或是在盘面相对低位时点价，贸易商才能够拿到低于油厂销售价格的成本，在油厂的竞争中夹缝中生存的空间。在此背景下，贸易商采购基差及点价的时机十分重要。然而，因产销区价格顺挂并不多见，贸易商无法获得稳定的贸易利润来源，导致“赌”行情的意愿比较强烈。

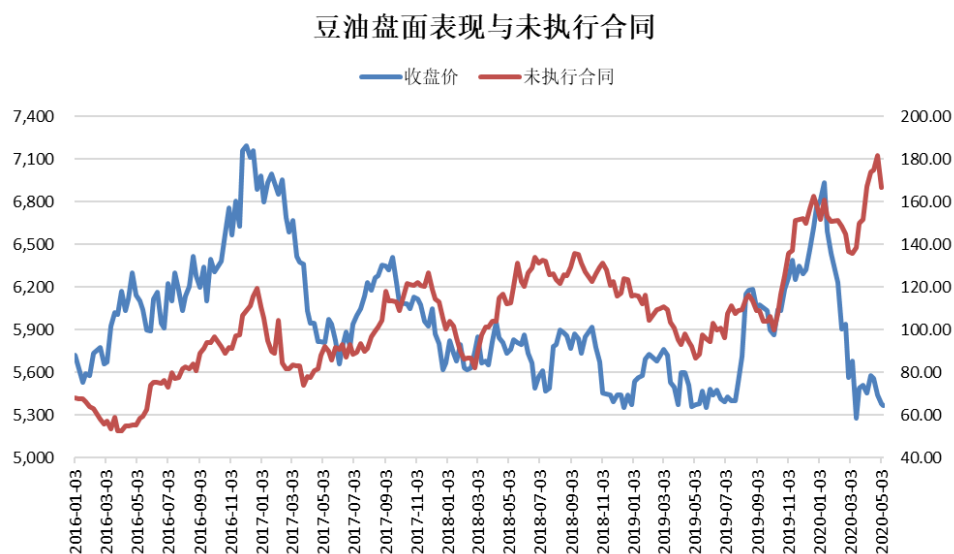
但贸易商的“赌”行情也并非同样的手法，具体可细分为“赌单边”和“赌基差”。赌单边很容易理解，贸易商在认为价格处于相对低位时采购，等待价格上涨后销售，这时贸易商的风险来源于两个方面——盘面及基差。当盘面或基差走势不利，均可能会使贸易商蒙受损失。在过去几次油脂单边的大涨大跌行情中，贸易商淘汰率飙升，行业洗牌较快。为了规避及减少单边价格波动风险，更长久的在市场上生存下来，能对冲盘面波动风险“只赌基差”的基差交易应运而生。

相比于单边，基差的波动率明显更小，很多时间常常在某个区间内波动，相对更易于把握。此外，基差交易并不需要对盘面单边走势做出判断，只需要结合当前市场供需、历史情况等判断未来基差走势，收益较为稳健，近些年在贸易商中的运用越来越多。当预期基差走强时，买入现货沽空盘面，做多基差；当预期基差走弱时，卖出现货做多盘面，做空基差。当然，贸易商也可以结合自身对单边行情的判断，灵活地保留一定的多头或空头风险敞口，以达到增强收益的目的。基差交易配合价差交易、交割等手段，一些期现结合能力较强贸易商做得风生水起，行业的聚集度也变得越来越高。

### 三、贸易商行为是如何影响行情的？

“雪崩之时，没有一片雪花是无辜的”，这句话可能也适用于贸易商。因更贴近市场需求，且具备一定的多头属性，贸易商多喜欢“追涨杀跌”，这也常常使得他们成为行情暴涨暴跌的助燃剂。我们以豆油为例，用“未执行合同”来衡量贸易商囤货的意愿，通过分析未执行合同的变化对盘面及基差的影响，以此来分析贸易商的行为是如何对行情产生影响的。

图表 4：豆油盘面表现与未执行合同（元/吨，万吨）



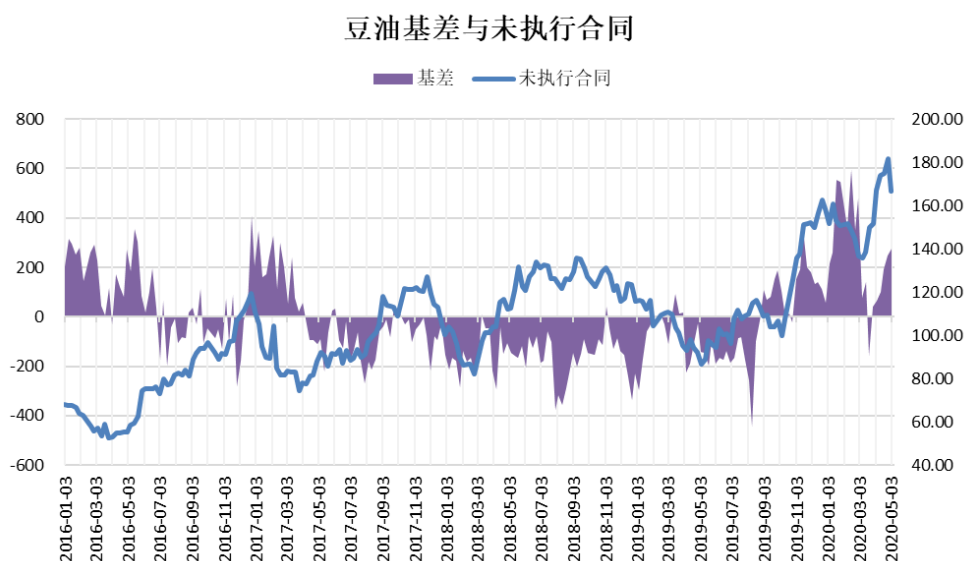
来源：天下粮仓，Wind，中信建投期货

很容易看出，豆油的未执行合同与收盘价之间整体具有较一致的正向相关关系，虽有时也有例外。当盘面从高位回落时，终端观望情绪增长，贸易商出货减少放缓向上游的采购，与此同时低位甩货意愿也在增加，从而导致“下跌→观望→需求恶化→进一步下跌”，贸易商的行为由此助长行情的进一步下跌；而当行情从低位上涨时，终端采购意愿增加，贸易商出货较好使其加大采购，与此同时惜售情绪也在增加，从而导致“上涨→采购→需求好转→进一步上涨”，贸易商的行为由此助长行情的进一步上涨。

在大多数情况下，贸易商是倾向于追涨杀跌的，但在行情发展到阶段性顶部及底部区域附近时，贸易商往往可以通过现货成交的高低最先感受市场的冷暖，因而有时也会有抄底、逃顶的操作。可以看到，在价格跌至阶段性底部区域徘徊时，未执行合同的数量反而出现较明显增加，贸易商抄底意图明显；而当价格在高位滞涨时，未执行合同的数量也会有明显回落，反应贸易商趁高出货。很难说清究竟是价格的涨跌影响了贸易商行为，还是贸易商行为影响了价格涨跌，但更可能是二者兼有之的相互促进、不断加强。



图表 5：豆油基差与未执行合同（元/吨，万吨）



来源：天下粮仓，Wind，中信建投期货

随着基差交易在贸易商中的推广，若能以低基差买进高基差卖出，或者卖出高基差再买进，就无需再考虑何时点价这个伤脑筋的问题，这也变相鼓励了贸易商针对基差的投机。但相比于对价格的追涨杀跌，贸易商对基差的态度则更倾向于低买高卖。不同于价格较强的趋势性，无论是从学院派的统计学还是贸易商的实操经验来看，基差的波动都更偏向于在某个区间内震荡，给了高抛低吸操作较好的发挥空间。

因而，当基差处于高位区间时，贸易商做空基差意愿偏强，对应未执行合同数量的回落；而当基差处于低位时，贸易商做多基差意愿较强，对应未执行合同数量的增长。除了通过历史数据来判断基差的高低，贸易商也会结合现货的供需等基本面对后市基差做预判。当预期基差走弱时做空基差，加大现货销售力度并减少采购，令未执行合同数量减少，但现货销售力度的增强会进一步打压基差；当预期基差走强时做多基差，现货惜售并增加采购，令未执行合同数量增加，但现货惜售将会进一步助长基差强势。从这点来看，贸易商针对基差的投机也是带有一定的助涨助跌作用的。

综合来看，无论是针对单边还是基差的投机，贸易商的行为都毫无疑问地对市场产生了影响。贸易商的“追涨杀跌”行为常常成为行情暴涨暴跌的助燃剂，但也在无意识间压缩了自己的生存空间。随着油厂在全国布局的完善，从长远来看，油脂油料产业可能正在经历着一个“去贸易商”化进程，油厂与终端的直接对接成为大势所趋，贸易商将很难再凭借单纯的贸易业务而屹立不倒。作为曾经沟通着油脂供应与需求的桥梁，贸易商的角色可能将越来越多的由带有压榨、精炼、分提等业务的综合性粮油集团来承担，纯贸易业务也将逐渐聚集在少数贸易巨头手中，而更多的中小贸易商或将逐步淡出历史的舞台。

## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

### 湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903号

电话：0731-82681681

### 南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室  
电话：0791-82082701

### 河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

### 漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼B座1203

电话：0596-6161566

### 合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路130号万达广场6号楼1903-1905室

电话：0551-62876855

### 西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层6G

电话：029-89384301

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融服务中心1809-1810

电话：0574-89071687

### 北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号中电信息大厦9层912

电话：010-82129971

### 太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

### 北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号乔大厦A座向东20米

电话：010-85951101

### 济南分公司

地址：济南市冻源大街150号中信广场A座1016、1018、1020

电话：0531-85180636

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901、2904、2905、2906室

电话：0411-84806305

### 河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道69号未来大厦2205、2211、1910室

电话：0371-65612356

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房

电话：020-28325302

### 重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1

电话：023-88502030

### 成都营业部

地址：成都武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1802、1803

电话：028-62818708

### 深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙NEO大厦A栋11楼I单元

电话：0755-33378736

### 杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场3号楼702室

电话：0571-28056982

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899号1幢1601室

电话：021-33973869

### 武汉营业部

地址：武汉市汉江区香港路193号中华城A写字楼（阳光城·央座）1306/07室

电话：027-59909521

### 南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路2号黄埔大厦11层D1座、D2座

电话：025-86951881

### 广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰广场B座1406

电话：020-22922100

### 上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1777号3楼F1室

电话：021-68597013

## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)