

# 【中粮视点】油脂油料：彷徨

原创 贾博鑫 张如峰 中粮期货研究中心 2023-03-28 08:57 发表于浙江



## 摘要

记住这次的教训，等待印尼开闸以及美豆新季天气炒作后的机会。

## 1 避免宏大叙事

近期市场宏观风险骤升，对应的VIX也在走高。与之相对应的油脂油料近期的基础面并无重大明显利空，但是盘面走势羸弱，不少研究机构将油脂的利空归咎于宏观因素的打压，但是简单的丢锅给宏观似乎并不合理，或者是更多的在掩饰研究工作的无力感。

背景确实是宏观波动加剧，但是为了避免宏大叙事，这边更多通过油脂油料领域较长时间维度的解析来理解当下的交易以及对于未来的预期。

## 2 回归基本面

首先将供给增量分成两个部分，第一是年度产量端，第二是过往年度结转库存端。

产量端的问题，对于当前的价格下跌趋势，利多的产量端目前看来只有棕榈油，相反的剩下两大籽类均具备明显的增产趋势（以下研究仅限于棕榈油、大豆、菜籽）。

从00/01年至今的历史数据来看，产量同比增速中最高的是棕榈油5.5%，菜籽4.2%，大豆仅有3.8%。棕榈油一端主要是97/98年马来的扩种以及11/12年印尼的扩种带来的种植面积以及相对应的产量高增速，与之相对应的是棕榈油常规状态下都作为最便宜的油脂（另一方面是其成本低，并且由于每月持续产出【非季产年消】的特点年度间环比波动小），相反的最主要的大豆增速最慢（但是基数大）。

**以上是表象，深入来看棕榈油端的产量在18/19年度已经见到了历史高位，近些年由于厄尔尼诺、劳工以及主动减产等因素产量并没有再创新高。**在起初的棕榈油研究过程中，企图通过棕榈树面积、树龄结构、天气降雨等因素来逼近理论产量（这个也是美豆单产模型的延申），但是美豆种植模型的基本假设是农民期待能够获得最高的产量，而这个假设可能在棕榈油产量模型中并不适用，所以我们需要更深刻的去区分理论产能以及实际产量。现在时间节点最新数据看到马来前两个月产量略低于过往五年均值（263万吨 VS 266万吨），并且三月可能环比减产，马来产量恢复可能落空。印尼端近期的DMO政策也相应带来了出口端的疲软，至于后续是否还有胀库反向抑制产量尚未可知，因此印尼端今年的产量还存在人为意愿干扰。

**以上棕榈油端的产量大幅增量可能指望不上了。**

反观大豆端的产量，除去极端天气年份目前大豆的年度增产趋势还存在，包括趋势单产的提升以及种植面积的增加（现在的种植面积增量主要在南美巴西，从00/01年度至今年复合增长率9.6%）。因此在近期拉尼娜现象消退回归中性状态下，市场对于23/24的大豆产量端是非常乐观的，目前市场对于阿根廷的产量还存在争议，但是大概率将会落在2200-2500万吨区间（比USDA目前水平再下调800-1100万吨）。

对于豆系00/01年度之后的年度同比增幅超过2000万吨以上的年份进行统计，出现过以下六次，大幅度的产量同比增加基本上都是建立在上一年度的产量受损状态下，第二年的良好恢复因此形成了产量同比大增。

天气是主要影响因素（仅20/21年度的增量是由于上一季度大豆价格低迷，美国农场主主动减少种植面积，并在价格抬升之后主动恢复面积带来了产量跃升），其中厄尔尼诺现象对于大豆的产量没有抑制作用，但是拉尼娜现象下南美大豆生长季降雨将会明显减少从而压制产量，**因此09/10、12/13和16/17均是在前一年减产状态下的良好恢复，这真是市场对于23/24年度的预期。**

**图：过往大幅增产年份**

WT	2004/2005	2009/2010	2012/2013	2014/2015	2016/2017	2020/2021
同比增量	2901	4868	2780	3801	3473	2768
天气情况	没有极端天气	前一年度为拉尼娜现象	前一年度为拉尼娜现象	厄尔尼诺现象	前一年为厄尔尼诺现象	拉尼娜现象
增产详情	三个国家一起增产，主要是前一年的单产低（美国干旱，南美种植延期）	前一年的单产低，主要增量来自于单产恢复	前一年的单产低，主要增量来自于单产恢复和种植面积增加	主要增量来自于单产的显著增加	主要增量来自于巴西的单产增加	主要增量来自于美国种植面积恢复

数据来源：公开信息整理，中粮期货研究院整理

以目前布交所的2500万吨预估为依据，明年大豆端的产量增幅可能会达到以下水准，其中巴西产量预估是近十年的同比增速大致预估，美国产量基于USDA展望论坛预估，阿根廷的弹性比较大，此处已经是较为保守的阿根廷产量预估。建立在以上假设上的G3在23/24年的同比增产幅度有望高达3600万吨。

这便是豆系旧作偏强以及新作偏空的基本定调，对应的7-11价差走高。

图：大豆产量预期

WT	2022/2023	2023/2024F	增量
Brazil	15,300	16300	1,000
United States	11,640	12270	630
Argentina	2500	4500	2,000
G3合计	29,440	33,070	3,630

数据来源：PSD、BCR，中粮期货研究院整理

另外菜籽端由于基数较小，并且产地和出口国更加集中，因此对应的供需紧张程度变化快，与之匹配的便是节奏变化快。重点关注的是具备百万吨级出口的国家，加拿大，澳大利亚以及乌克兰。

自2022年九月加拿大AAFC给定2.23T/HA的单产后，菜籽的供给紧张便得到了缓解，但是最终敲定菜籽供给走向宽松是等到10月澳大利亚菜籽的收获，加拿大菜籽从上一季度的历史性干旱损失中大幅反弹同比增产超530万吨（这个减产再恢复是不是很熟悉），叠加澳大利亚增产接近150万吨至830万吨（过往十年的产量均值在390万吨水准），因此3月上旬传出澳大利亚菜籽滞销事件。乌克兰虽然目前陷在俄乌冲突泥淖中短期难以看到和平迹象，但是这并没有妨碍菜籽产量达到历史新高的预期，预计22/23年度的产量有330万吨（过往十年的均值在200万吨水准）。另外南美乌拉圭自12/13年度开始种植菜籽目前产量已经到了56万吨，并且对应出口量达到48万吨，这是新的增量。

**菜油的弱势基本是加拿大7月份确定丰产预期后奠定的，至于后来的澳大利亚乌克兰都是继续往已经失衡的天平中继续添加筹码，去年油脂牛市最高点时国际市场棕榈油的价格都没有超过菜油，但是近期在荷兰鹿特丹报价看到了下行过程中的棕榈油价格没能跌得过菜油。**

另一个需要关注的是结转库存端，严格的平衡表派中供给包括新季产量加上上季结转库存，一个是增量一个是存量，之前俄乌冲突伊始对于葵油的影响预期中，交投的并不是当季的供给减量，而是当季大幅减产带来的低库存状态难以迅速修复（需要多个作物年度）。如果可以将产量端下滑带来的牛市称为供给牛市，那么在供给没出问题状态下的结转库存持续走低是否可以定义为需求牛市？

根据USDA最新的三月预估，食用油需求端的食用需求22/23年度增量放到了530万吨量级，但是过往五年的同比增量均值仅有240万吨，可能是USDA希望今年将去年因疫情造成的减量一并找补回来，但是长期看这个年度增量可能就落在240万吨水准。另一个值得关注的需求端是工业端，其增量驱动在于生物柴油端，22/23年度需求增量放了430万吨（过往五年均值状态为170万吨），增幅预期主要还是寄托于燃料需求端的提升以及掺混比例的提升，在生物柴油炒作热情过后，后面可以看见的是棕榈油端的掺混比例提升上限（印尼二代生物柴油产能局限），美国豆油掺混占比下降，最重要的是原油价格中枢下行状态下，未来的年度增量也很难超出预期。

若是基于以上食用需求年度增量240万吨外加工业需求年度增量170万吨，那么对应的食用油年度需求增量在400万吨左右，即使是在棕榈油产量没有增量的背景下，400万吨食用油对应的大豆增量在2200万吨水准，这都还不考虑菜籽和葵籽，这样难以达成么？

**在此基础上，可以大致认为棕榈油及油籽类的产量年度增幅是大于需求端年度增幅，这便会造成结转库存走高，这个长期逻辑在当前的天气背景下可以持续几个季度，对应后来的库销比走高，这也是油脂价格基于基础面逻辑下牛短熊长的根本原因。**

### 眼下近期

自棕榈油去年高位崩盘在7月中寻底后，周线维度已经连续八个月横盘了，油脂供需的紧张程度是自07/08年以来的中位值左右，净库销比13.9%，其实对应的价格确实存在高估，但是不能无视美联储货币宽松漫灌后对于油脂价格底部的抬升，所以在宏观危机没有出现的背景下可能也见不到4开头的棕榈油。

**图：棕榈油价格走势**

棕榈油价格走势



数据来源：WIND，中粮期货研究院整理

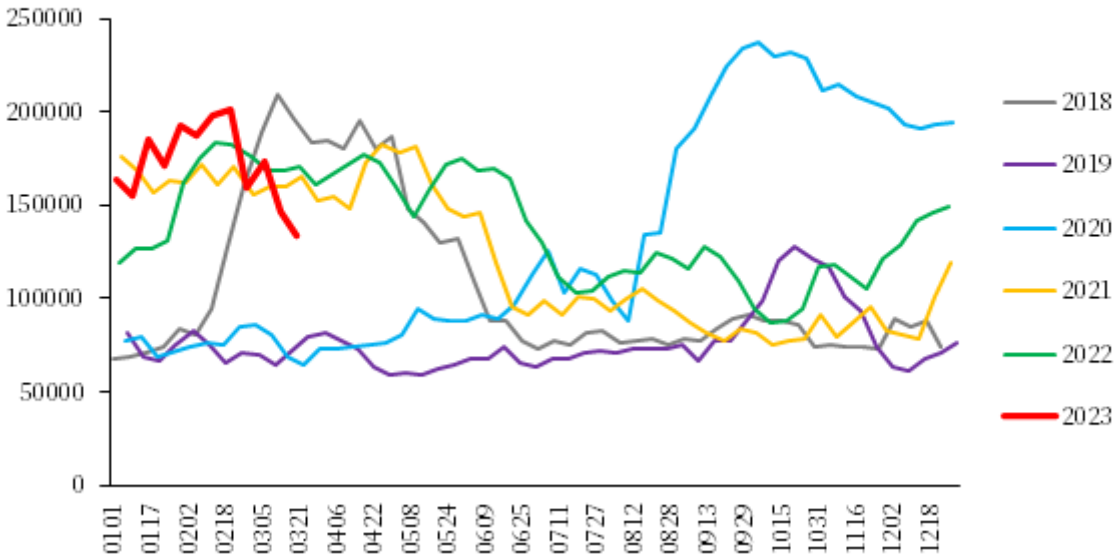
菜油是油脂横盘走势终结并拐头向下的始作俑者，然而近期的表象则是巴西贴水走低以及国内豆粕需求差，甚至可以归罪于宏观环境恶劣。

近期油脂油料的基本面而言，东南亚棕榈油的产量并没有过多的利空，豆系方面美国旧作接近2亿蒲式耳的结转库存真的很难看见旧作深跌的空间，等待四五月份巴西卖压过后紧接着美国天气炒作，可能的下跌可能要前置到美国的天气炒作结束前，会逐步的注入后续豆系G3同比大增的产量预期。

至于近期的急跌，什么时候能止住可能更好的还是从资金面来着手，外盘可以看CFTC的基金持仓变化，内盘可以关注品种席位的变动。

图：美豆多单

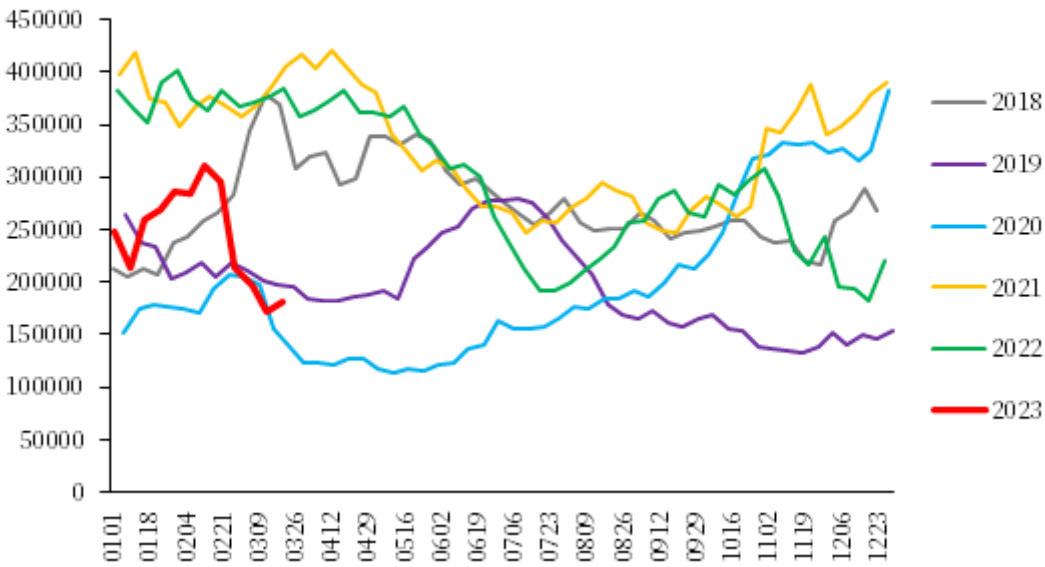
美豆多单



数据来源：CFTC，中粮期货研究院整理

图：美玉米多单

美玉米多单



数据来源：CFTC，中粮期货研究院整理

以上是CBOT美豆和美玉米的管理基金多单变化（非净多单），用相关品种的多单持仓以及相对应的盘面走势来解释本轮下跌行情的主要驱动（同一时期），主要是为了控制变量。其中美玉米3月14日当周的多单为近期最低值，对应的美玉米5月合约在3月13日为近期低点，并在上周企稳反弹（对应的多单也在企稳上行）。反观美豆方面，最新一期3月21日美豆多单还在走低，对应的盘面上周仍然是跌势。因此可以理解为前期大豆方面因为阿根廷的减产，基金对于大豆并不看空，但是在银行业可能引起的宏观风险面前，基金主动选择了避险，过往确实存在避险情绪下的商品集中抛售。

图：上周P2305空单席位

	券商系			外资系		产业系
	中信	国君	海通	乾坤	摩根	中粮
3月20日	4862	1954	4553	3847	1031	-720
3月21日	-2808	145	-1238	-89	1104	-1915
3月22日	5556	10792	3615	3430	6397	-1798
3月23日	-3134	-406	-1403	-1542	3192	-992
3月24日	-1722	-1121	-3834	685	-2026	1610

数据来源：公开信息整理，中粮期货研究院整理

以上是DCE上周P2305的主要席位空单变化，这边大致区分了三个系或者说是三种风格，券商外资和产业。在上上周硅谷银行以及瑞士信贷事件后，上周一券商系以及外资系都是一致加仓做空，周三的大跌也是券商系和外资系的大幅加仓做空。反观产业系中粮席位前四天连跌时，空单在减仓，周五反弹空单加仓，做基本面的产业内参与者在上周受伤惨重。相比而言，农产品产业链中对于宏观的认知还有待提升。

自上周五企稳后，美豆打破了原先的区间下沿，国内油脂也打破了盘整已久的均势。近期可能仍然是混沌的，长期看大豆23/24季度的大幅增产预期可能将会逐步注入。

上方压制在，下方空间有，安心等风起。

作者简介

贾博鑫

中粮期货研究院 油脂油料高级研究员  
投资咨询资格证号：Z0014411

张如峰

中粮期货研究院 油脂油料研究员

风险揭示

- 1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
- 2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
- 3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
- 4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

喜欢此内容的人还喜欢

【中粮视点】美豆：六月USDA月度供需报告解读

中粮期货研究中心



【中粮视点】国内小麦：存量结构变化

中粮期货研究中心



【中粮视点】花生：期现背离仍有想象空间

中粮期货研究中心

