

# 油脂油料仍有下行空间

邓丹 投资咨询从业证书号：Z0011401

## 一、拉尼娜正式结束，厄尔尼诺或将接棒

近日，澳大利亚气象局（BOM）和美国国家海洋和大气管理局（NOAA）同时宣布，自 2020 年年中开始的三重拉尼娜事件已经正式结束。与此同时，厄尔尼诺事件可能在今年下半年卷土重来，各大机构的预测中都出现了类似趋势。比如 WMO 预测，在上半年，厄尔尼诺形成的概率较低：4 月到 6 月为 15%，5 月到 7 月为 35%。但是，在下半年，厄尔尼诺形成的概率将大幅上升：6 月到 8 月为 55%，7 月到 9 月为 60%，8 月到 10 月为 65%，这意味着 2023 年下半年厄尔尼诺发展的苗头正在逐渐强盛起来。

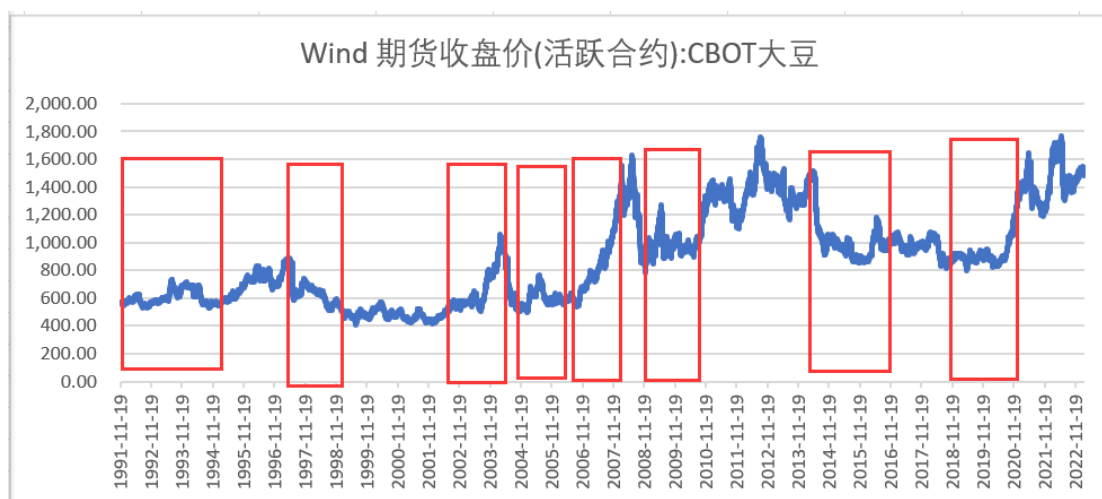
厄尔尼诺现象可能导致今年夏天更热。东南亚棕榈油主产区面临干旱的风险，但全球大豆不一定会遭遇大幅减产的厄运。厄尔尼诺通常会给太平洋东部带来充沛的降雨，如果不出现极端洪涝灾害，这反而有利于改善南美及美国南部地区的深层土壤墒情。

## 二、豆粕的基本面分析

### 1、厄尔尼诺现象带来降水，有利于大豆生长

先看厄尔尼诺年份美豆价格的走势，厄尔尼诺现象在如下年份出现：1991-1994、1997-1998、2002-2003、2004-2005、2006-2007、2009-2010、2014-2016、2018-2019。图 1 中画红色方框的是厄尔尼诺发生的时期，可以看出，美豆价格上涨的年份为 2002-2003、2006-2007、2018-2019，其他年份均是震荡或下跌的走势，也就是说，从 1991 年开始的 8 次厄尔尼诺现象中，美豆上涨的次数是 3 次。初步分析，厄尔尼诺与美豆价格上涨没有直接的关系。

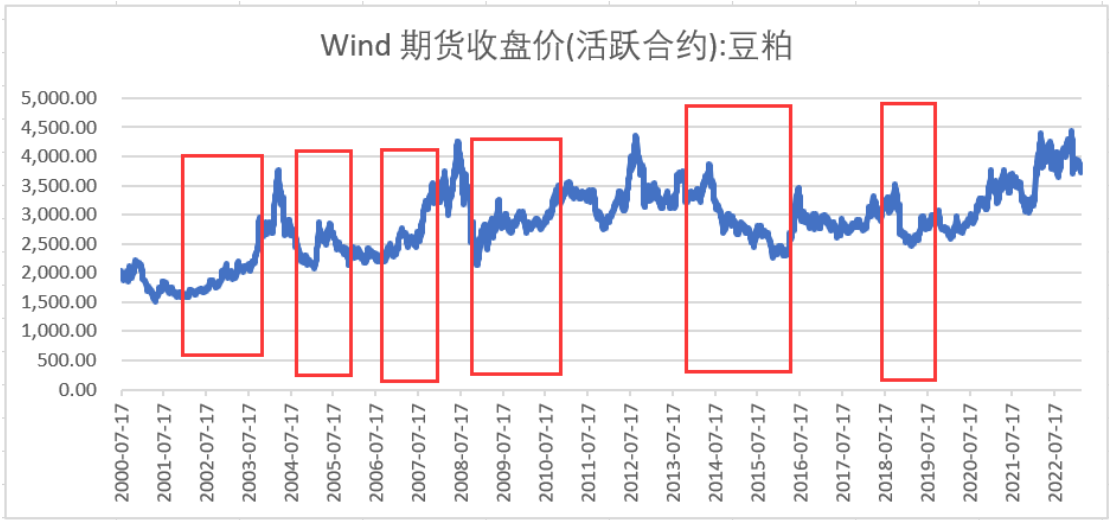
图 1：厄尔尼诺气候下美豆价格走势



再看厄尔尼诺年份豆粕价格的走势，厄尔尼诺现象在如下年份出现：1991-1994、1997-1998、2002-2003、2004-2005、2006-2007、2009-2010、2014-2016、2018-2019。图 2 中画红色方框的是厄尔尼诺发生的时期，可以看出，豆粕价格上涨的年份为 2002-2003、2006-2007、2018-2019，其他年份均是震荡或下跌的

走势，也就是说，从 2000 年开始的 6 次厄尔尼诺现象中，豆粕上涨的次数是 3 次。初步分析，厄尔尼诺与豆粕价格上涨没有直接的关系。

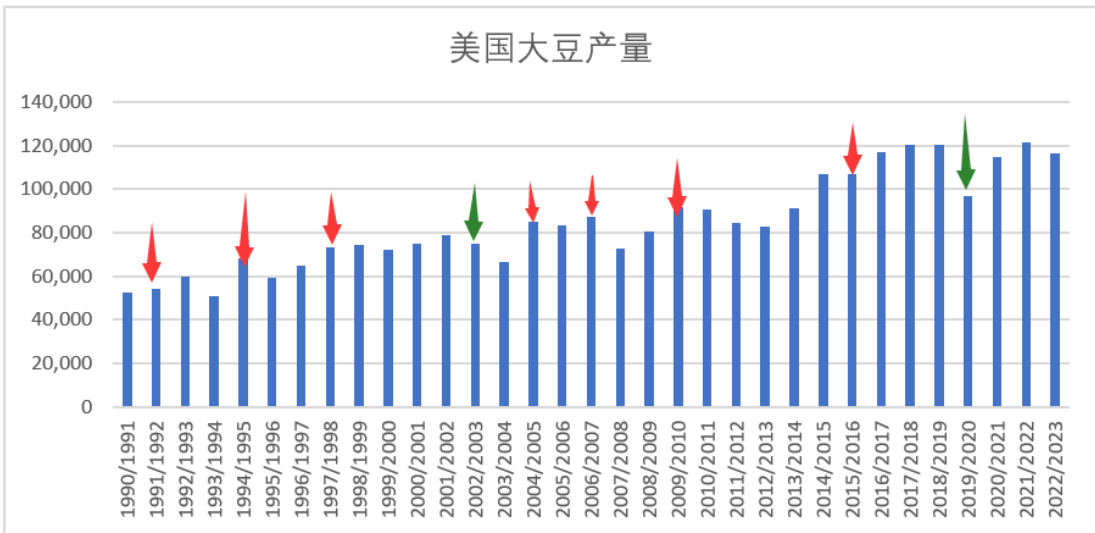
图 2：厄尔尼诺气候下豆粕价格走势



再来分析厄尔尼诺与美豆产量的关系。厄尔尼诺发生时，正值美国的种植、开花和灌浆期，有助于提升降水量，对大豆的开花与灌浆产生积极影响，有助于提升大豆单产。根据市场对于近 70 年 16 次覆盖美豆生长期的厄尔尼诺事件的统计，美豆单产同比增长的有 12 次，同比下降的仅 4 次，由此可初步判断厄尔尼诺对于美豆的单产有一定促进作用。但过多的降水有可能会内涝，影响播种，如 2019 年上半年美豆生长期的过度降雨，对年产量同样产生的较大影响。

从厄尔尼诺发生年各主产国大豆产量就可以看出，根据 NOAA 定义，20 世纪 90 年代至今共发生了强弱不同的 8 次厄尔尼诺气候现象，其影响程度各有不同。但基本导致美国南部及巴西、阿根廷等地区降水量增加，东南亚及澳大利亚及美国北部地区干旱的局面。厄尔尼诺现象在如下年份出现：1986-1987、1991-1994、1997-1998、2002-2003、2004-2005、2006-2007、2009-2010、2014-2016、2018-2019，下面来看一下，这些厄尔尼诺发生年对美国大豆产量的影响。

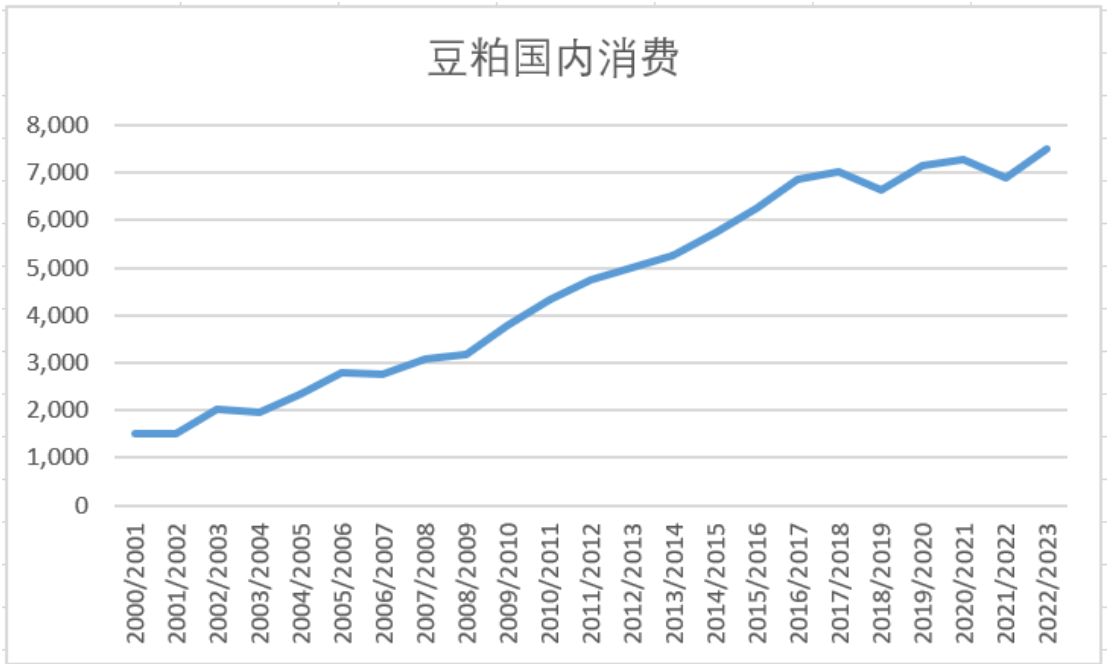
图 3：1990-至今厄尔尼诺气候下美国大豆产量



图中红色箭头表示该年大豆较前一年增产，绿色箭头表示大豆较前一年减产，从历史上厄尔尼诺对大豆的影响来看，美国只有两年由于厄尔尼诺减产，其余厄尔尼诺发生年份，三国大豆均较前一年增产。从产量角度来分析，厄尔尼诺会直接利多大豆产量。

那为什么在 2002-2003、2006-2007、2018-2019 这些大豆产量上涨的年份，价格反而上涨呢？主要是在过去的 20 多年里，国内生猪养殖行业中的散户逐步退出，大中型养殖户占比逐步提升，而原来散户用剩饭剩菜喂养变成了大中型养殖户用正规的饲料喂养，这也使得豆粕的消费量大增。豆粕的需求大增才是美豆和豆粕价格上涨的主因，而非天气原因。

图 4：2000-至今中国豆粕消费量



2、美豆出口预估后期大概率下调，利空美豆价格

3 月 USDA 报告继续小幅下调压榨符合目前的形势，但对出口的上调逻辑将可能与后期形势不符，由于出口报价较巴西差距较大，近一个多月来美豆出口疲势已现。进入 2 月来中国对 2022/23 年度装运的美豆采购已基本停滞，而除中国外的其它国家的采购目前也没有亮点。如要 2022/23 年度的美豆出口达到 20.30 亿蒲式耳水平，还将要求中国至少在 8 月底前（本年度结束）再采购约 160 万吨。目前中国可能不会在 8 月底前再采购这么多数量，主要原因是自 1 月中旬巴西新豆上市以来，巴西大豆出口报价持续走低并拉大了与美豆报价的差异，进入 3 月份以来这种差异达到 40-50 美元/吨，则一船的差异达到 260-325 万美元，折人民币约 1800-2250 万元，中国买家完全没有抵制巴西大豆而再采购美豆 160 万吨的理由，事实上其它国家也没有理由抵制巴西大豆的低价诱惑。从而我们看到截至 3 月 2 日当周本年度美豆的净销售量降至了-2.3 万吨，即净退货了 2.3 万吨，创年度内净销售量的新低。如果中国最终只采购 160 万吨中的 60 万吨，那么本年度美豆出口的潜力预计就在 19.95 亿蒲式耳，这恰好就是 1、2 月 USDA 预估的水平。

表 1：美豆供需平衡表

| 2023年3月美豆供需平衡表           |        |        |        |        |        |        |        |            |            |            |            |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|------------|
| 项目/年度                    | 14/15  | 15/16  | 16/17  | 17/18  | 18/19  | 19/20  | 20/21  | 21/22 (2月) | 21/22 (3月) | 22/23 (2月) | 22/23 (3月) |
| 期初库存                     | 2.5    | 5.19   | 5.36   | 8.21   | 11.92  | 24.74  | 14.28  | 6.99       | 6.99       | 7.468      | 7.468      |
| 播种面积                     | 8330   | 8270   | 8340   | 9010   | 8920   | 7650   | 8340   | 8720       | 8720       | 8750       | 8750       |
| 收获面积                     | 8260   | 8170   | 8270   | 8950   | 8760   | 7569   | 8260   | 8630       | 8630       | 8630       | 8630       |
| 收割率                      | 99.16% | 98.79% | 99.16% | 99.33% | 98.22% | 98.94% | 99.04% | 98.97%     | 98.97%     | 98.63%     | 98.63%     |
| 单产                       | 47.5   | 48     | 51.9   | 49.3   | 50.6   | 46.93  | 51     | 51.7       | 51.7       | 49.5       | 49.5       |
| 产量                       | 106.88 | 106.86 | 116.93 | 120.07 | 120.52 | 96.67  | 114.75 | 121.528    | 121.528    | 116.38     | 116.38     |
| 进口量                      | 0.9    | 0.64   | 0.61   | 0.59   | 0.38   | 0.42   | 0.54   | 0.433      | 0.433      | 0.408      | 0.408      |
| 年度供应量                    | 110.28 | 112.69 | 122.90 | 128.87 | 132.82 | 121.83 | 129.57 | 128.95     | 128.95     | 124.25     | 124.25     |
| 压榨量                      | 50.98  | 51.34  | 51.74  | 55.93  | 56.94  | 58.91  | 58.26  | 59.978     | 59.978     | 60.691     | 60.419     |
| 食用消费                     | 3.98   | 3.13   | 3.98   | 2.94   | 3.58   | 2.94   | 2.87   | 2.788      | 2.788      | 3.275      | 3.273      |
| 国内消费量                    | 54.96  | 54.47  | 55.72  | 58.87  | 60.52  | 61.85  | 61.05  | 62.766     | 62.766     | 63.966     | 63.692     |
| 出口量                      | 50.14  | 52.86  | 58.96  | 58.07  | 47.56  | 45.7   | 61.52  | 58.721     | 58.721     | 54.159     | 54.839     |
| 总消费量                     | 105.1  | 107.33 | 114.68 | 116.94 | 108.08 | 107.55 | 122.57 | 121.487    | 121.487    | 118.125    | 118.531    |
| 期末库存                     | 5.18   | 5.36   | 8.22   | 11.93  | 24.74  | 14.28  | 7.00   | 7.46       | 7.46       | 6.13       | 5.72       |
| 美豆库销比                    | 4.93%  | 4.99%  | 7.17%  | 10.20% | 22.89% | 13.28% | 5.71%  | 6.14%      | 6.14%      | 5.19%      | 4.83%      |
| 注：大豆市场年度为9月至次年8月（单位：百万吨） |        |        |        |        |        |        |        |            |            |            |            |

注：大豆市场年度为9月至次年8月（单位：百万吨）

### 3、阿根廷减产利多效应递减，后期难对价格产生影响

3月USDA报告主要对南美豆的供需数据进行了调整。报告将巴西新作期初库存上调7万吨至2689万吨，产量维持1.53亿吨不变，出口由9200万吨上调至9270万吨，结转库存由3222万吨下调至3154万吨。阿根廷产量由4100万吨下调至3300万吨，低于市场平均预期的3600万吨。虽然阿根廷产量下调利多，但从盘面的反应可以看出，阿根廷产量下调的利多效应已基本提前被市场消化，就算后期阿根廷产量再度下调，基本不能对价格产生持续的利多影响。

从巴西豆的供需平衡表可以看出，由于22/23年度巴西豆产量预估大幅增加，达到创历史记录的1.53亿吨，这导致巴西可供出口的量较去年暴增，完全可以弥补阿根廷的1000多万吨的产量损失。3月USDA报告预估巴西豆的出口量为9270万吨，高于21/22年度的7906.3万吨1363.7万吨，巨大的增幅在中国生猪存栏没有大幅增加的背景下，只能以牺牲价格下跌为代价。

表2：巴西豆供需平衡表

| 2023年3月巴西豆供需平衡表 |        |        |        |            |            |            |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| 项目/年度           | 18/19  | 19/20  | 20/21  | 21/22 (3月) | 22/23 (2月) | 22/23 (3月) |
| 期初库存            | 33.03  | 33.34  | 20.42  | 29.404     | 26.824     | 26.885     |
| 收获面积            | 35900  | 36900  | 39200  | 41500      | 43400      | 43400      |
| 产量              | 120.5  | 128.5  | 139.5  | 129.5      | 153        | 153        |
| 进口量             | 0.14   | 0.55   | 1.02   | 0.539      | 0.75       | 0.75       |
| 年度供应量           | 153.67 | 162.39 | 160.94 | 159.44     | 180.57     | 180.64     |
| 压榨量             | 42.53  | 46.74  | 46.68  | 50.25      | 52.75      | 52.75      |
| 国内消费量           | 45.44  | 49.84  | 49.88  | 53.495     | 56.35      | 56.4       |
| 出口量             | 74.89  | 92.14  | 81.65  | 79.063     | 92         | 92.7       |
| 总消费量            | 120.33 | 141.98 | 131.53 | 132.558    | 148.35     | 149.1      |
| 期末库存            | 33.34  | 20.41  | 29.41  | 26.89      | 32.22      | 31.54      |
| 美豆库销比           | 27.71% | 14.38% | 22.36% | 20.28%     | 21.72%     | 21.15%     |

（单位：百万吨）

表3：阿根廷大豆供需平衡表

| 2023年3月阿根廷大豆供需平衡表 |        |        |        |            |            |            |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| 项目/年度             | 18/19  | 19/20  | 20/21  | 21/22 (3月) | 22/23 (2月) | 22/23 (3月) |
| 期初库存              | 23.73  | 28.89  | 26.65  | 25.06      | 23.903     | 23.903     |
| 收获面积              | 16600  | 16700  | 16470  | 15900      | 15900      | 15500      |
| 产量                | 55.3   | 48.8   | 46.2   | 43.9       | 41.00      | 33.00      |
| 进口量               | 6.41   | 4.88   | 4.82   | 3.839      | 6.25       | 7.25       |
| 年度供应量             | 85.44  | 82.57  | 77.67  | 72.80      | 71.15      | 64.15      |
| 压榨量               | 40.57  | 38.77  | 40.16  | 38.825     | 37.3       | 35.25      |
| 国内消费量             | 47.45  | 45.92  | 47.41  | 46.035     | 44.55      | 40.95      |
| 出口量               | 9.1    | 10     | 5.2    | 2.861      | 4.2        | 3.4        |
| 总消费量              | 56.55  | 55.92  | 52.61  | 48.896     | 48.75      | 44.35      |
| 期末库存              | 28.89  | 26.65  | 25.06  | 23.90      | 22.40      | 19.80      |
| 美豆库销比             | 51.09% | 47.66% | 47.63% | 48.89%     | 45.95%     | 44.65%     |
| (单位: 百万吨)         |        |        |        |            |            |            |

#### 4、全球菜籽丰收，国内进口保持高位

受种植收益良好影响，农户扩种增产意愿较强，2022/23 年度全球菜籽产量预计为 8630.5 万吨，同比增长 16.58%，达到创纪录的水平，主要受益于主产国菜籽产量预期均出现不同程度的增长。其中加拿大是由于旧作减产，新作产量恢复到正常水平。欧盟产量的增长主要是受益于面积和单产的增长。澳大利亚是近年的一个亮点，连续三年大幅增产。随着菜籽产量的增加，菜籽消费也呈高增长的态势。产需同增的情况下，由于产量增幅大于消费增幅，期末库存和库存消费比同比回升，全球菜籽供需格局改善。

随着 2022/2023 年度油菜籽产量恢复，加拿大油菜籽出口价格大幅下跌，利润好转叠加中加关系缓和，国内买船量激增。据海关统计，去年 11—12 月油菜籽进口量分别为 47.67 万吨和 54.49 万吨。调研显示，今年 1 月，沿海地区进口菜籽数量 71.5 万吨，2 月约 62 万吨。这 4 个月进口量预计超过 230 万吨，同比超 200%。从压榨量看，去年 12 月沿海油厂菜籽压榨量为 50.40 万吨，今年 1 月受到春节油厂放假影响压榨量为 42.5 万吨，预计 2 月压榨量仍有上行空间。短期内菜籽供应相对较为充裕，叠加油厂开机率回升，菜粕供应明显增加。

#### 总结

豆粕：3 月 USDA 报告对出口进行了上调，但根据后期形势的预测，美豆出口预估后期大概率下调至 19.95 亿蒲；阿根廷产量下调的利多效应已基本提前被市场消化，就算后期阿根廷产量再度下调，基本不能对价格产生持续的利多影响；巴西可供出口的量较去年暴增，完全可以弥补阿根廷的 1000 多万吨的产量损失，出口的增量会带来大豆价格的下跌。随着菜籽产量的增加，由于产量增幅大于消费增幅，期末库存和库存消费比同比回升，全球菜籽供需格局改善。今年夏天或再迎来厄尔尼诺现象，通过数据分析，厄尔尼诺会直接利多大豆产量，产量的增加将利空美豆和豆粕价格。总的来说，在供应充足的背景下，预计国内豆粕价格长期下跌为主。

## 二、油脂的基本面分析

### 1、超强的厄尔尼诺才会造成棕榈油减产，支撑价格上涨



由于东南亚地区处于赤道附近的低纬度地区，厄尔尼诺发生年，一般会造成东南亚高温干旱，进而导致棕榈油产量/单产增速放缓甚至减少。图 5 是历年来发生厄尔尼诺气候下，马来西亚和印尼棕榈油单产的变化情况，红色圆圈部分是超强厄尔尼诺发生年份。可以看出，在超强厄尔尼诺气候下，单产无一例外均出现大幅下滑，但中等强度情况下影响不一，总体单产下降中值为 0.32 吨/公顷，影响力度相对有限。而弱强度下对棕榈油单产几乎没有影响。

表 4：1980 年以来厄尔尼诺历史事件表

| 起止年份             | 持续时间（月） | 峰值时间     | 强度等级 |
|------------------|---------|----------|------|
| 1982. 4-1983. 6  | 15      | 1983. 1  | 超强   |
| 1986. 8-1988. 2  | 19      | 1987. 8  | 中等   |
| 1991. 5-1992. 6  | 14      | 1992. 1  | 中等   |
| 1994. 9-1995. 3  | 7       | 1994. 12 | 中等   |
| 1997. 4-1998. 4  | 13      | 1997. 11 | 超强   |
| 2002. 5-2003. 3  | 11      | 2002. 11 | 中等   |
| 2004. 7-2005. 1  | 7       | 2004. 9  | 弱    |
| 2006. 8-2007. 1  | 6       | 2006. 11 | 弱    |
| 2009. 6-2010. 4  | 11      | 2009. 12 | 中等   |
| 2014. 10-2016. 4 | 19      | 2015. 12 | 超强   |

图 5：印尼和马来棕榈油历年单产情况



厄尔尼诺致使棕榈油单产下降，会直接导致价格出现不同程度上涨。如 1998 年和 2016 年的极强厄尔尼诺气候下，马来西亚和印尼均出现大幅减产，全球棕榈油产量在这两年分别减少 4%和 5%。其中 1997-1998 年严重厄尔尼诺，导致马来西亚棕榈油减产 8.2%，BMD 棕榈油价格涨幅近 130%。DCE 棕榈油上市以来经历了 16 年强厄尔尼诺气候，价格上涨超 48.8%。因此，今年如果发生厄尔尼诺现象，需要观察其强度。即使今年发生的是极强的厄尔尼诺现象，厄尔尼诺对棕榈油产量的影响一般也要滞后 6 个月，如果今年厄尔尼诺在 5-6 月开始出现，减产影响要在 11 月后才开始体现。

## 2、马来维持今年天气好转预期，棕榈油产量整体向好

2023 年 2 月，马来西亚棕榈油产量公布为 125.13 万吨，较 1 月减产 9.35%，产量数据低于三大机构预估的 126-130 万吨（减产 5.6%-8.7%），但居于历史同期中性水平。历年 2 月份产量波动幅度较大，居于减产 15%至增产 10%之间，本月减产程度相对来说比较大。

尽管天气状况很难预测，但是在拉尼娜本月将要退散的前提下，加上可能会出现厄尔尼诺现象，降雨继续维持高水平的可能性不大，再加上 2022 年已经是近十年来马来降雨量巅峰的一年，今年降雨量超过去年的可能性更小了。从未来一周的天气预报来看，暴雨逐渐往南部转移，马来产区降雨情况好转。印尼高降雨区域主要在加里曼丹岛，约含印尼产量 37%左右的区域，降雨将会对产量造成有限的抑制作用。但是印尼气象局发布的全月降雨预报显示 3 月印尼整体降雨水平仍将维持中性，减产忧虑不必过重。

## 3、中国消费恢复有潜力，但仍需等待兑现

由于去年四季度棕榈油价格维持低位，中国加大购买力度。而由于四季度天气寒冷，棕榈油在常温状态下容易凝固，因此处于棕榈油消费淡季，加上疫情封控政策仍未结束，压制了棕榈油的消费需求。由于封控措施解除，年后出行人群急剧增长，餐饮业快速恢复。因此，在棕榈油价格优势仍然维持的前提下，国内棕榈油消费具有较大提振空间。

但是，从当前数据来看，2 月消费并未如预期般上涨。2 月份国内商业买船大约在 20 万吨左右，而整个二月份几乎没有去库，这意味着消费仍然并未提升。前段时间出于对消费增加的预期，市场变得积极，但是预期未能兑现的前提下，价格上行仍然得不到支撑。而且，在当前棕榈油进口利润持续倒挂且豆棕价差逐渐回落前提下，短期内的消费增加也将首先反应到去库上来，对进口需求的提振有限。因此消费提升的空间虽有潜力，仍需时间等待。

## 总结

油脂：中等或弱厄尔尼诺对棕榈油单产几乎没有影响。而只有在超强厄尔尼诺气候下，单产会大幅下滑，会直接导致价格出现不同程度上涨。尽管天气状况很难预测，但是在拉尼娜本月将要退散的前提下，加上可能会出现厄尔尼诺现象，降雨继续维持高水平的可能性不大，再加上 2022 年已经是近十年来马来降雨量巅峰的一年，今年降雨量超过去年的可能性更小了，因此预计马来维持今年天气好转预期，棕榈油产量整体向好。在棕榈油价格优势仍然维持的前提下，国内棕榈油消费具有较大提振空间，但消费提升的空间虽有潜力，但仍需时间等待。因此，在需求向好预期未兑现的情况下，棕榈油产量整体向好，产销区库存压力抑制油脂上涨，预计油脂震荡偏弱为主。