

# 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。

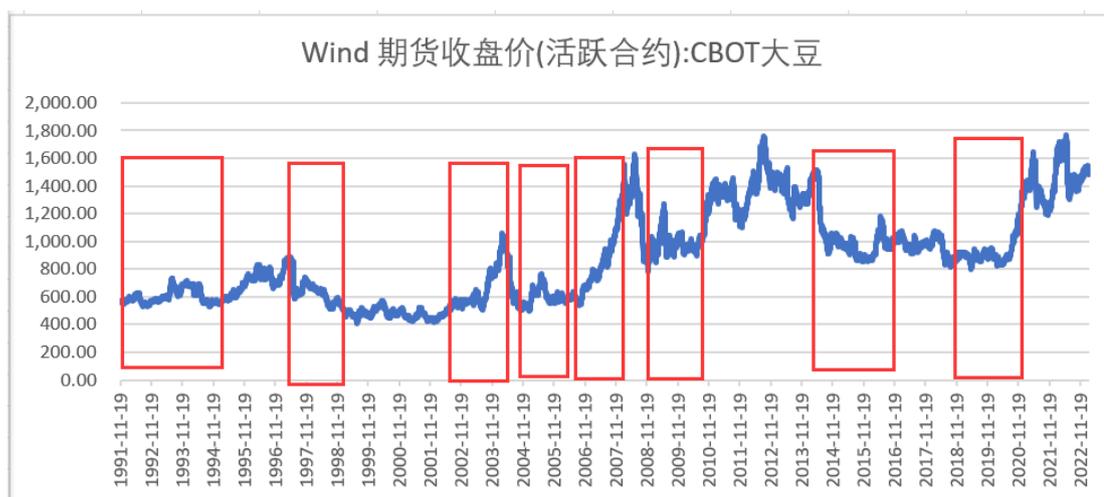
厄尔尼诺现象可能导致今年夏天更热。东南亚棕榈油主产区面临干旱的风险，但全球大豆不一定会遭遇大幅减产的厄运。厄尔尼诺通常会给太平洋东部带来充沛的降雨，如果不出现极端洪涝灾害，这反而有利于改善南美及美国南部地区的深层土壤墒情。

## 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图



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。

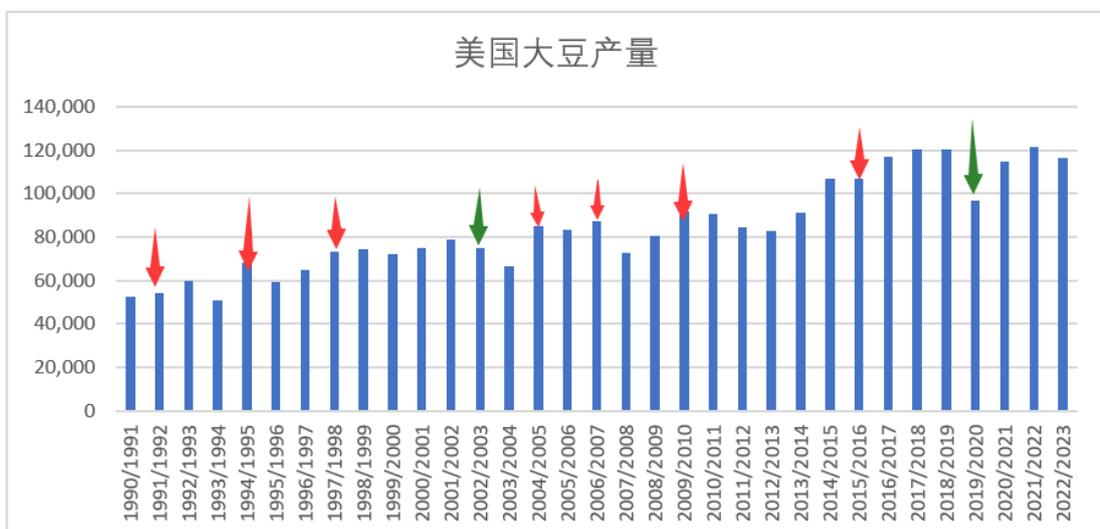
图 2：厄尔尼诺气候下豆粕价格走势



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产生内涝，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。

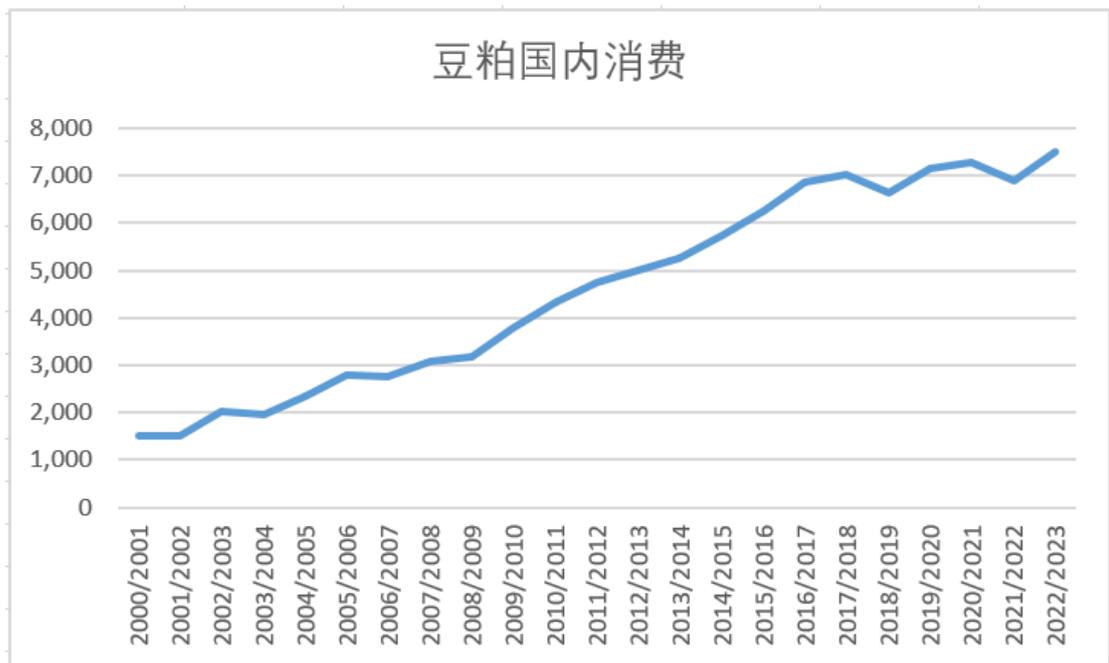
图 3：1990-至今厄尔尼诺气候下美国大豆产量



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？主要是因为在过去的 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 月以来中国对 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）

### 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

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，约占印尼产量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粽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。