

油脂专题： 原油价格对油脂影响

2018-11-29

张秀峰

软商品研究员

投资咨询号：Z0011152

电话：0571-28132619

邮箱：zhangxiufeng@cindasc.com

王瑞

油脂研究员

执业编号：F3032591

电话：0571-28132638

邮箱：wangrui@cindasc.com

何曙慧

农产品研究员

执业编号：F3030450

电话：0571-28132618

邮箱：heshuhui@cindasc.com

核心观点

回顾油脂历史行情可以发现，油脂价格与原油价格的相关性比较高。原油价格大幅上涨，能源危机刺激全球研发生物柴油的积极性，油脂工业消费的增速超过了食用消费，油脂价格跟随原油上涨；反之，原油价格下跌，降低生物柴油利润，减少油脂工业消费，油脂价格跟随原油下跌。基于生物柴油的影响，使得油脂不仅具有农产品的属性，还具备了一定程度的工业品属性。

然而随着蛋白粕增速高于油脂消费增速，使得油脂成为压榨副产品，棕榈油产量逐年增加，导致油脂供给偏紧转向了供给宽松，油脂进入高库存周期。油脂的工业消费增速放缓，原油对油脂的实质性影响转变为概念性炒作，原油价格下跌致使油脂价格重心下移。

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大

厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

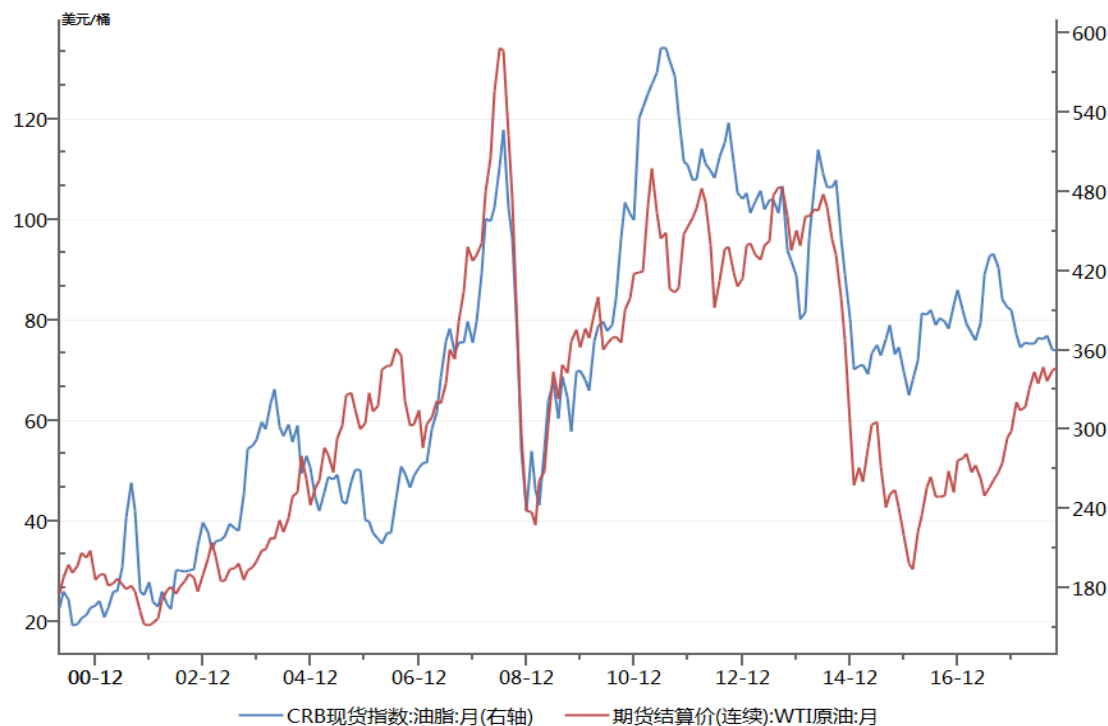
信达期货网址：www.cindaqh.com

一、油脂工业消费增速放缓，生物柴油实质性需求减弱

随着全球一次性能源产量减少与原油价格的剧烈波动，依托油脂为原料生产的生物柴油备受关注，美国、欧盟等国在环境保护与能源战略下增加了生物质能源的需求，这也刺激了阿根廷与印度尼西亚等国增加油脂工业化生产，并出口到欧美国家。尤其是在 2000-2011 年，全球油脂工业消费增速处于 10% 以上，而同期的食用消费增速只有 4%，这导致了油脂工业消费对油脂供需的边际弹性增强，导致油脂价格与原油价格的联动性增强。

原油价格与油脂现货指数

单位：美元/桶



资料来源：文华财经，信达期货研发中心

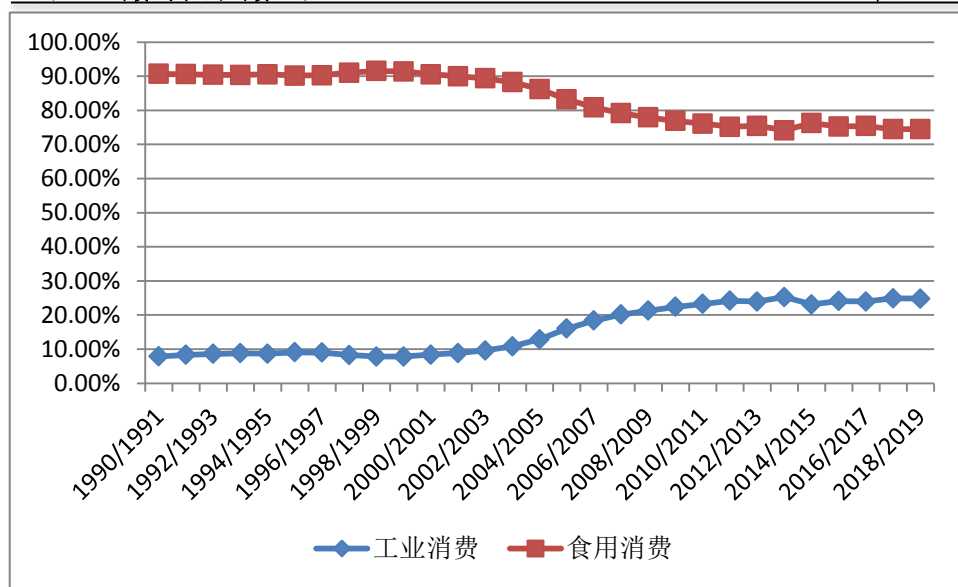
由于生物柴油的需求变动，使得农产品除了受天气扰动下供需错配导致价格波动之外，还受到原油价格波动的影响，尤其是当全球天气恶化导致农产品歉收，供不应求，与原油价格大幅上涨同时发生时，更是加剧了农产品的价格波动。例如在 2008 年与 2011 年农作物减产与原油价格上涨同时发生，农产品价格创下最大涨幅，价格也是历史最高。同时，农产品价格的上涨推升了全球通胀，CPI 在这段时间也是历史最高。基于环境保护与能源战略下的生物质能源需求遭到各国抵制，尤其是一些农产品净进口国，备受输入型通胀后果影响。因此农产品的工业需求被不断弱化，从油脂的工业消费增速降低也能窥探一二。

近五年来油脂工业消费增速均值为 3.38%，甚至低于食用消费增速均值的 3.73%。尤其是在 2014 年下半年，原油价格从 100 美元/桶以上大幅下跌到 50 美元/桶以下时，油脂的工业消费增速出现罕见的负增

长，当年增速为-5.78%。油脂食用消费与工业消费的比重也趋于稳定，其中食用消费比重为 75%，工业消费比重为 25%，而在 2000 年以前，油脂的工业消费比重只有不足 10%。油脂的工业消费比重趋于稳定，消费增速放缓，也意味着生物柴油需求弹性减弱，油脂的工业属性被弱化，那么油脂价格对于原油价格变动的弹性变得越来越小，基于自身食用供需的基本面将决定油脂价格的大方向，毕竟在油脂食用消费与工业消费弹性相似的情况下，占比 75% 的食用消费情况比工业消费更能决定油脂的价格方向。

油脂工业消费与食用消费比重

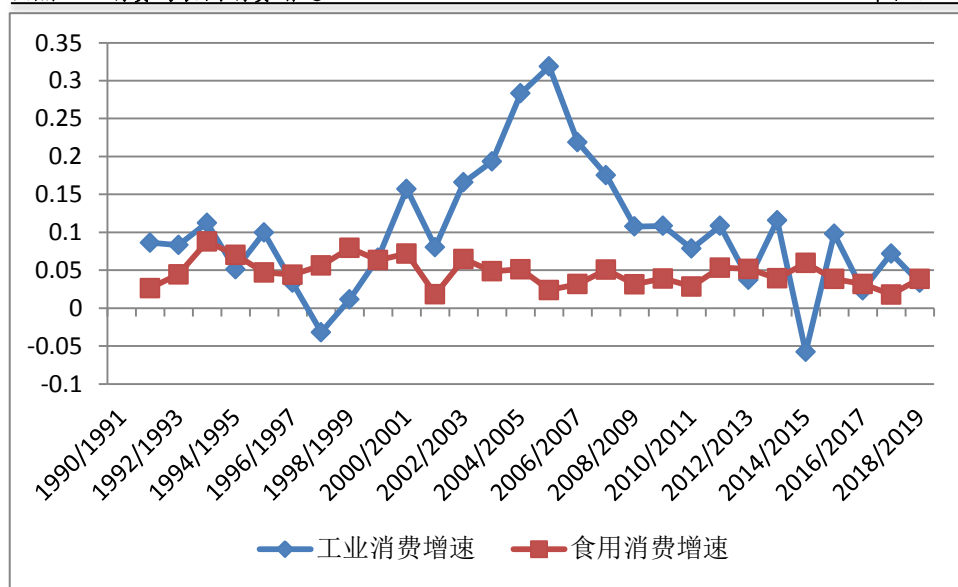
单位：%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

油脂工业消费与食用消费增速

单位：%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

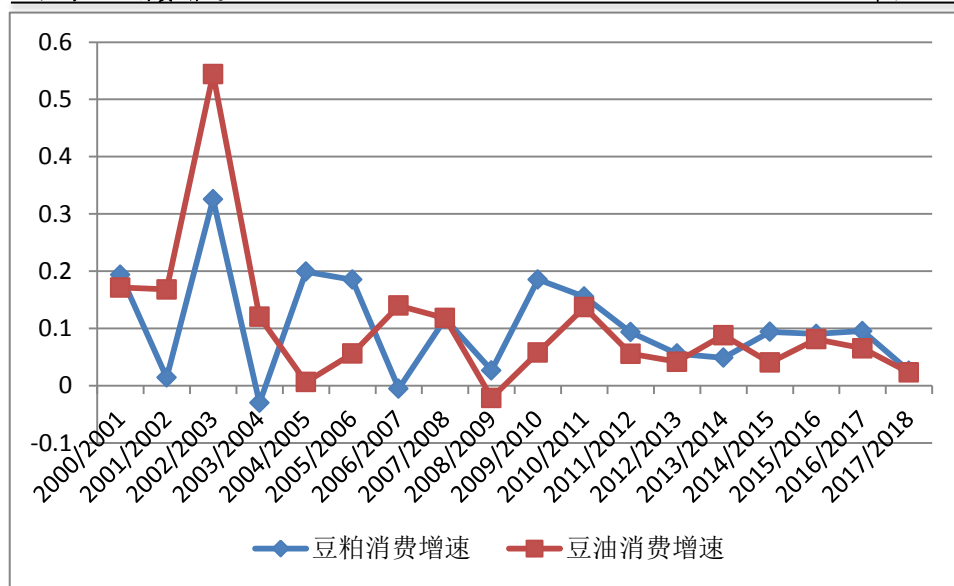
原油价格从去年 6 月份的 42 美元/桶一路上涨到今年 10 月份的 77 美元/桶，不断上涨的原油价格使得市场资金逐渐放大油脂生物柴油的概念，毕竟高位的原油价格与低位的油脂价格形成可观的生物柴油利润，因此市场预期原油价格的上涨将增加油脂的工业消费量，进而带动油脂价格上涨。然而通过油脂工业消费历程来看，原油价格上涨带动油脂工业消费的实质性影响在不断减弱，在此预期下的油脂多单缺乏坚实的基本面支撑，当原油价格下跌后，生物柴油概念的炒作就会备受冲击，在油脂供应充足的情况下导致油脂价格一路下跌。

二、蛋白粕增速快于油脂，油脂变为压榨副产品

大部分的油脂油料能同时生产出油脂和蛋白粕，只是油和粕的比例不同，在我国最重要的油脂油料就是大豆，1 吨大豆可以压榨出约 0.8 吨的豆粕和 0.185 吨的豆油。我国一年大概消费 3500 万吨的油脂，其中豆油年消费量约为 1700 万吨，菜油和棕榈油的消费大概都在 500 万吨左右，这三个油脂年消费量为 2700 万吨，占我国油脂年消费量的 80%，剩下的花生油、葵花籽油、棉籽油等消费量约为 800 万吨左右。国内蛋白粕一年的消费量大概在 9000 万吨左右，其中豆粕消费量最多，约为 7200 万吨，占蛋白粕消费的 80%，菜粕消费排在第二位，年消费量约为 600 万吨，剩下的棉籽粕、花生粕、葵花籽粕等消费合计占比约为 13%。而在 2000 年豆粕消费占我国蛋白粕消费的 50%左右，随着国内人均肉蛋奶的消费增加，对于稳定的蛋白来源需求迫切，美国与巴西的大豆供应正好满足了我国对于蛋白和食用植物油的需求，豆粕稳定供应与价格优势不断替代其他蛋白份额。

豆粕与豆油消费增速

单位：%

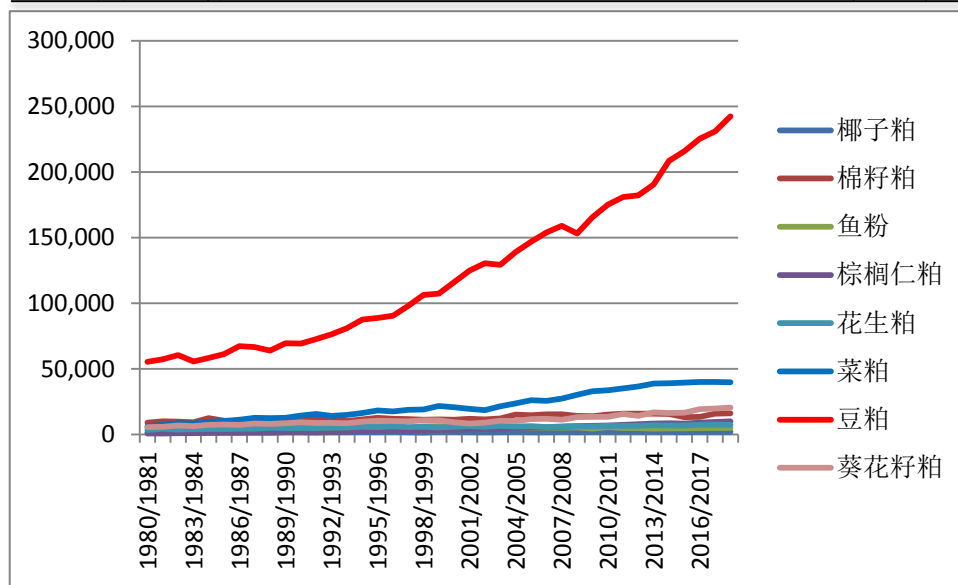


资料来源：USDA，信达期货研发中心

在 2000-2011 年期间，国内进口大豆主要以压榨豆油为主，豆粕作为副产品生产，油厂的压榨利润锚定于豆油价格，这段时间的油粕比趋势跟随豆油价格走势而波动，与豆粕价格走势相关性较低。随着豆粕性价比的优势被不断挖掘，替代其他杂粕的比例也逐渐增加，豆粕在蛋白粕的消费比例从 2000 年的 50% 上升到 2011 年的 70%，再到目前 80% 的比例，使得油厂转变利润管理模式，豆粕作为进口并压榨大豆的主要下游产品，而豆油作为副产品生产，豆粕的库存与基差与大豆压榨利润高度相关，豆粕价格也主导油粕比走势与变动节奏。2011 年之后豆油的消费增速平均为 5.5%，而豆粕的平均消费增速为 6.8%，油厂为了销售更多的豆粕而进口压榨大豆，而豆油的产量超过其消费量，库存水平不断增加。

全球各种蛋白粕消费量

单位：千吨



资料来源：USDA，信达期货研发中心

三、棕榈油产量增加，导致油脂进入高库存周期

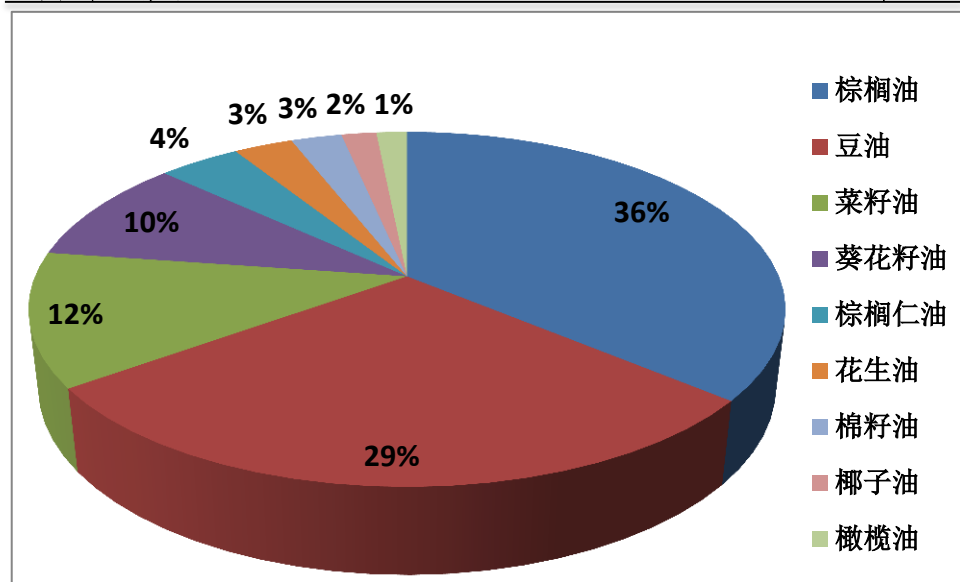
棕榈油是全球产量与贸易量最大的油脂，目前全球一年生产油脂约 2 亿吨，其中棕榈油产量为 7200 万吨，占全球油脂产量的 36%；豆油产量为 5800 万吨，占全球油脂产量的 29%，菜油产量为 2500 万吨，占全球油脂产量的 12%，这三个油脂年产量合计为 1.55 亿吨，占全球油脂产量的 77%。相比较，在 1980 年代，全球油脂产量最多的是豆油，占比在 35%，而棕榈油的产量占比只有不足 15%。此后随着东南亚棕榈油主产国种植面积增加，棕榈油产量以年均 7.5% 的速度增加，在此期间，豆油与菜油的产量增速分别为 4.2% 和 5.7%。

棕榈油从油棕树果实中压榨得到，而油棕树作为一种生长在热带雨林的木本植物，对于天气的抵抗能力比较强，除非遇到如 2015-2016 年的强厄尔尼诺，否则其产量不会减少。从 2000 年以来，油棕树种植

面积年均增速 4.7%，单产年均增速为 1.53%，大部分时间中，棕榈油的产量正增长。大豆和菜籽作为豆油与菜油的油料来源，属于草本植物，面对天气变化的抵抗能力弱于油棕树，因此产量增速不及棕榈油。另外棕榈油的性价比较高，低价与高产使得棕榈油消费不断挤占豆油与菜油消费市场。

全球各种油脂产量比重

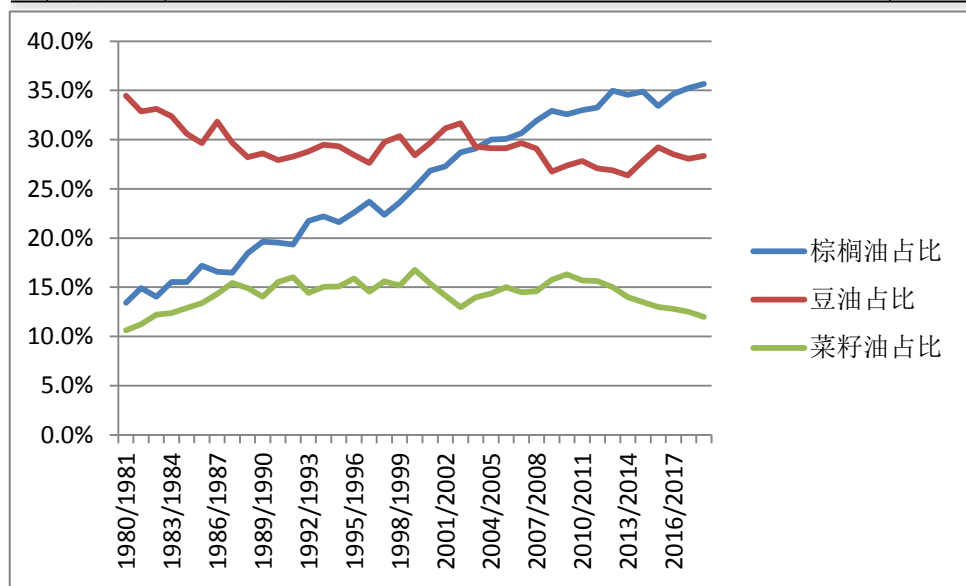
单位：%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

历年棕榈油、菜油、豆油占比

单位：%



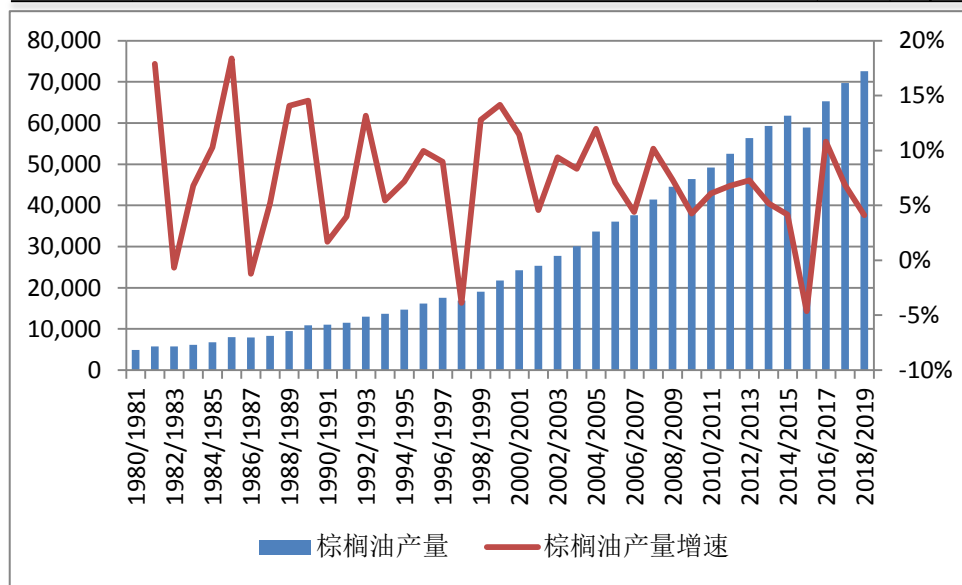
资料来源：USDA，信达期货研发中心

由于棕榈油产量的增加，使得全球油脂库存上升，从 1980 年至今，全球油脂库存水平年均增速为 5.2%，

油脂库存从当初的 400 万吨增加到目前的 2400 万吨，足足增加了 5 倍库存量。只有在 2015-2016 年间厄尔尼诺恶劣天气导致东南亚棕榈油减产的时候，全球油脂库存水平才有所下降，其他时期库存均处于增长状态。随着天气好转，棕榈油产量快速复苏，全球油脂库存量也不断上升，油脂进入增库存周期，目前油脂库存水平接近历史最高位，对于油脂价格上涨形成较大的压力。

全球棕榈油产量与增速

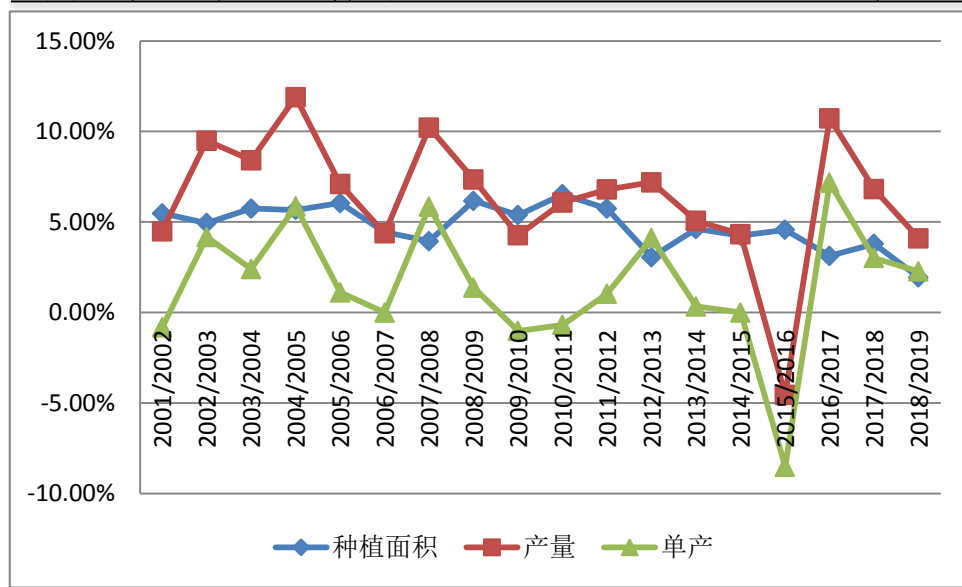
单位：千吨，%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

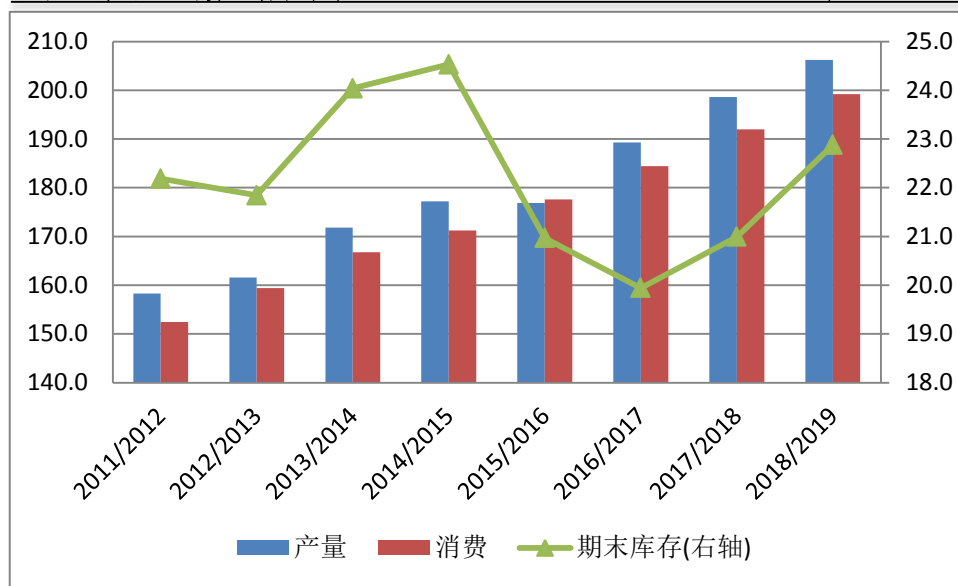
全球棕榈油产量、种植面积、单产增速

单位：%



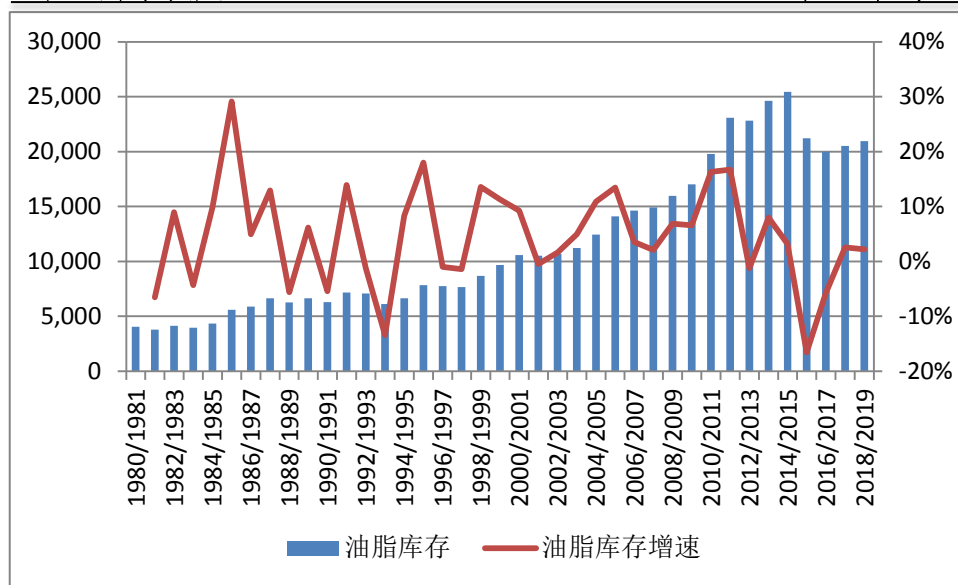
资料来源：USDA，信达期货研发中心

全球油脂产量、消费、期末库存 单位：百万吨



资料来源：USDA，信达期货研发中心

全球油脂库存与增速 单位：千吨，%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

四、油料库消比增加，油脂油料基本面走弱

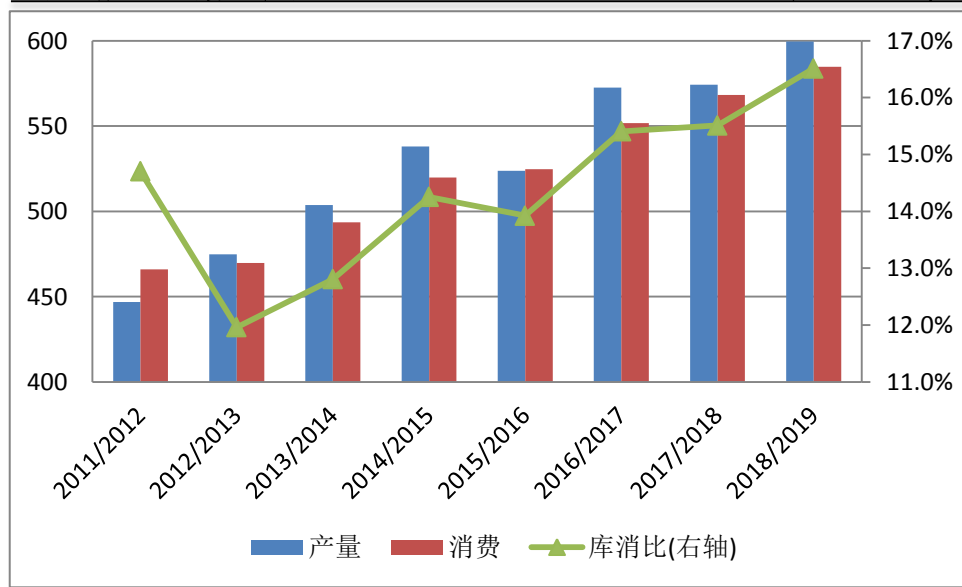
大部分油脂都是从油料作物中压榨得出，油料的供需库存情况对于分析油脂供需具有指引性作用。根据 USDA 最新预估，2018/2019 年度全球油料作物的产量为 6 亿吨，较上年度的 5.74 亿吨增加 2500 万吨或 4.4%，而消费量为 5.85 亿吨，较上年度的 5.68 亿吨增加 1700 万吨或 2.9%；最终年度末库存量为 1.26 亿吨，较上年度的 1.16 亿吨增加 1100 万吨或 9.2%，库消比水平为 16.5%，上年度为 15.5%。值得一提的是从 2012/2013 年度开始，除了 2015/2016 年度全球油料的库消比小幅下降之外，其他时间的油料库消比都在不断上升。

在全球主要的七种油料作物中，大豆的产量占比高达 62%，排在第二的菜籽与第三位的葵花籽占比分别为 11%与 9%，远远落后于大豆比重。因此全球大豆的供需情况直接影响油料的走势，根据 USDA 最新预估，2018/2019 年度全球大豆的产量为 3.67 亿吨，较上年度的 3.39 亿吨增加 2900 万吨或 7.9%，而消费量为 3.52 亿吨，较上年度的 3.37 亿吨增加 1500 万吨或 4.3%；最终年度末库存量为 1.12 亿吨，较上年度的 1 亿吨增加 1200 万吨或 11.1%，库消比水平为 31.8%，上年度为 29.6%，全球大豆的库消比水平连续不断上升。

中国猪瘟事件，国内豆粕消费减少，且中美贸易战迟迟没有解决，美国大豆出口大幅下滑，在贸易战有效解决之前，美国大豆仍然将保存在其国内，这也导致了 CBOT 大豆期货价格下跌吧，并在底部震荡。从目前来看，南美天气没有问题，阿根廷的复产与巴西的增产将进一步增加全球大豆供应。

全球油料产量、消费、库消比

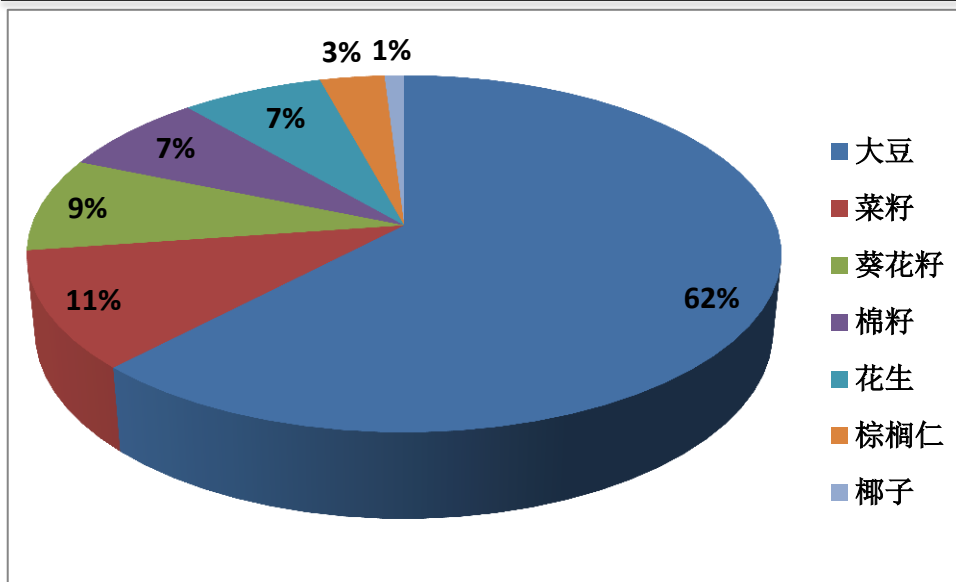
单位：百万吨，%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

全球各种油料产量占比

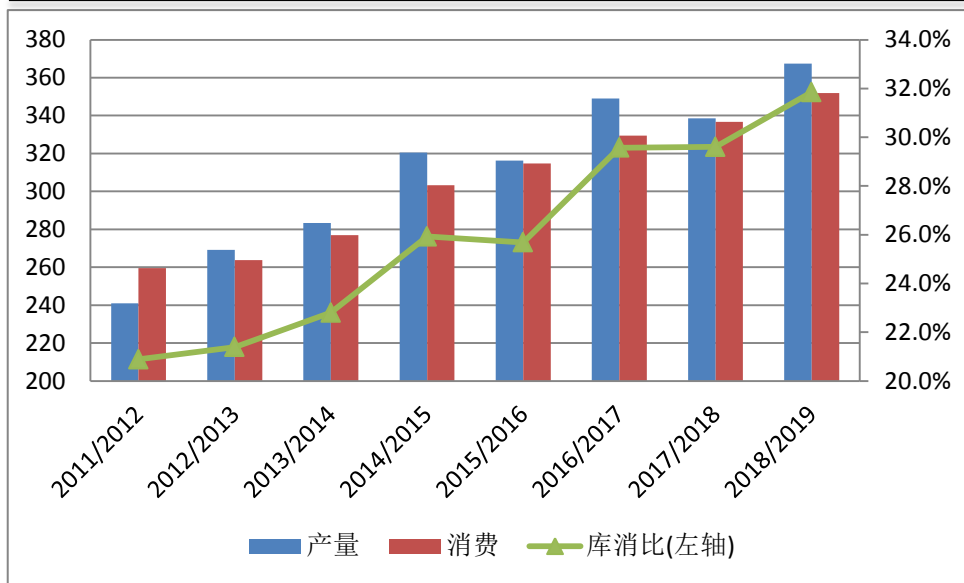
单位：%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

全球大豆产量、消费、库消比

单位：百万吨，%



资料来源：USDA，信达期货研发中心

五、供过于求，原油价格走向熊市

在美国制裁伊朗及全球原油减产的背景下，原油价格一路上升到 10 月份 76.9 美元/桶的高位，可是随着美国对伊朗制裁态度缓和，并豁免一些国家进口伊朗原油的情况发生，同时美国与沙特增加原油生产，原油价格一路下跌，在不到两个月的时间，油价跌幅已经超过 30%，市场甚至有人预期原油可能朝着 40 美元/桶的价格下跌。

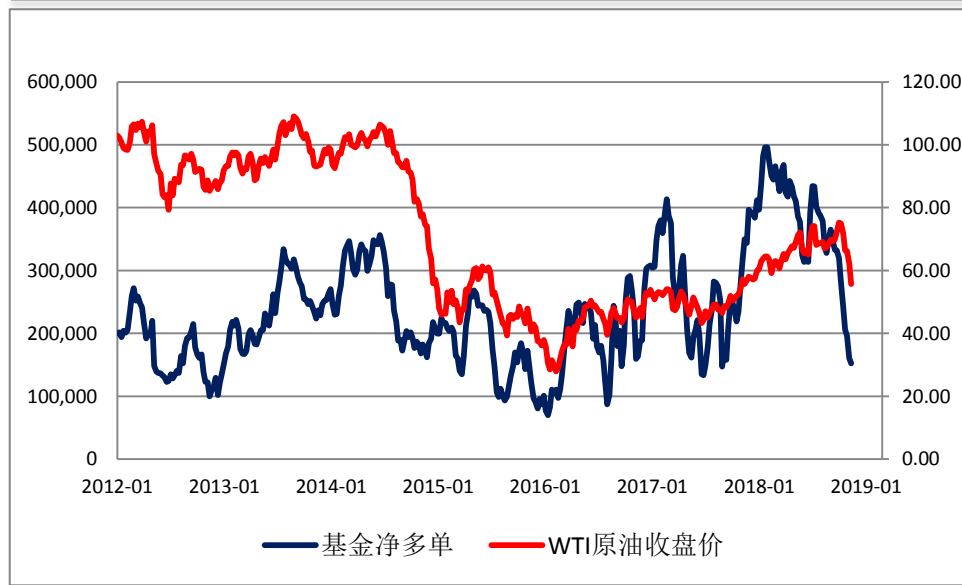
根据美国 EIA 的最新数据显示，11 月 16 日美国原油产量将上升到 1170 万桶/日，而去年同期只有 966 万桶/日，一年的时间美国的原油产量增加了 200 万桶/日，增幅超过 20%。相比较沙特 1063 万桶/日和俄罗斯 1141 万桶/日的生产水平，美国已经超过沙特与俄罗斯，成为全球第一大原油生产国。另外随着 11 月美国对产区运输原油的管道投产，EIA 预计 2019 年 4 月份，美国的原油产量就将突破 1200 万桶/日的水平。

除了供给端影响外，原油需求减弱也对油价下跌起到推波助澜的作用。今年在中美贸易摩擦及美国对伊朗的制裁，不断扰动全球经济正常运行，市场对于全球经济增长倍感担忧，IMF 将全球增长率下调到 3.7%，OPEC、IEA 等机构也不断下调全球原油需求增速。

特朗普不断通过政策增加原油供应，增加市场对于油价下跌的预期。全球基金不断增持 WTI 原油空单，并减少原油多单，从 10 月份以来，CFTC 显示基金增加 6 万手空单，同时多单减少 10 万手，基金净多单减少 16 万手。原油的远期价格曲线也从 Back 结构转变为 Contango 结构，符合原油的熊市特征。

原油 WTI 价格与 CFTC 基金净多单

单位：美元/桶



资料来源：USDA，信达期货研发中心

六、原油价格下跌带动油脂重心下移

回顾油脂历史行情可以发现，2011年之前油脂价格与原油价格的相关性比较高。原油价格大幅上涨，能源危机刺激全球研发生物柴油的积极性，油脂工业消费的增速超过了食用消费，油脂价格跟随原油上涨；反之，原油价格下跌，降低生物柴油利润，减少油脂工业消费，油脂价格跟随原油下跌。基于生物柴油的影响，使得油脂不仅具有农产品的属性，还具备了一定程度的工业品属性。尤其是在2008年与2011年，原油价格冲高至100美元/桶之上，油脂价格也上升到10000元/吨以上，达到历史绝对高位。正因如此，原油价格增加带动油脂油料为主的农产品价格上涨，推升了CPI的上升，加剧了宏观经济的通胀担忧。

基于对全球通胀的控制，避免农产品价格大幅上涨，各国对生物柴油的热度下降，油脂工业消费增速放缓。另外随着我国人均消费水平提高，肉蛋奶的消费需求增加，豆粕作为主要的蛋白饲料增速不断增加，并超过了对于豆油的消费增速，油脂沦为油脂油料的副产品，其生产量不仅取决于自身需求变化，也受制于蛋白消费增速，越来越多的豆油被动生产，超过了消费需求，库存水平逐年抬升。同时，东南亚棕榈油的种植面积与产量也逐渐增加，致使棕榈油的产量与全球贸易量成为油脂中的老大，更是与原本相对过剩的豆油竞争市场份额，油脂的供给压力越来越大。

在全球没有恶劣天气导致油脂油料产量大幅减少的情况下，油脂整体供应充足，生物柴油逐渐从实质性增加油脂需求变为资金在期货市场上的概念炒作。随着原油价格下跌，生物柴油的利润被压缩，此前的生物柴油产能若要维持，便需要主产国政策补贴，这也导致增加油脂工业消费的预期政策执行力下降。例如马来西亚曾计划在2015年10月1日执行10%生物柴油参混率的B10生物柴油政策，直至今日仍未执行。上周马来西亚宣布将在12月1日分阶段实施B10生物燃料项目，2019年2月起将该方案变为强制性计划。不过经过测算，即使马来西亚可以按期执行该方案，也仅仅增加15-20万吨的年消费量，跟目前该国270万吨的高库存相比，去库存效果有限。如果未来原油价格进一步下跌到40美元/桶，油脂价格重心将进一步下跌，甚至跌破自期货上市以来最低水平。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 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 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。