



Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

何琳

0451-58896619

helin@nawaa.com

投资咨询号 TZ015285

助理分析师

刘冰欣

0451-58896619

liubingxin@nawaa.com

## 难关重重

### 摘要

- 2018 年是棕榈油的下跌年，经历了 2016 年的减产，2017 年的产量恢复，2018 年的供给增加+需求低迷是导致全年熊市的主要原因。展望 2019 年，原油的筑底和中性厄尔尼诺或能给棕油价格带去一丝希望，但马来和印尼庞大库存以底价换需求的方式，却并不能改变价格低迷的现状，明年上半年的去库存化依然任重道远。
- 中美贸易争端下半年对豆油影响弱化，因市场趋于理性。G20 会议后中国可以重新采购美国大豆，这对国内本就因库存压力疲弱不堪的油脂市场可谓是一记重击。尽管国内豆油先前的下跌已经提前部分反应了谈成的预期，市场继续杀跌空间预计不会太大，且年前的备货或对价格有一定的支撑作用，但豆油若真要走出颓势，必须要配合需求的拉动。基于全球经济增速下降，原油萎靡不振，美国大豆难有牛市，对国内豆油的带动力度也非常有限，豆油走出单边行情也较困难，建议投资者一季度可做扩豆棕价差，二季度逢高位做缩价差。
- 2018/2019 年度由于全球菜籽的减产，全球菜籽和菜油库存均有不同程度下降，不过得益于上一年度的高结转，整体供应并不会很紧张。国内的供给减少，加上年末的中加外交关系呈现紧张，决定了 2019 年菜油价格预计弹性空间最大，有望受到多头资金追捧。

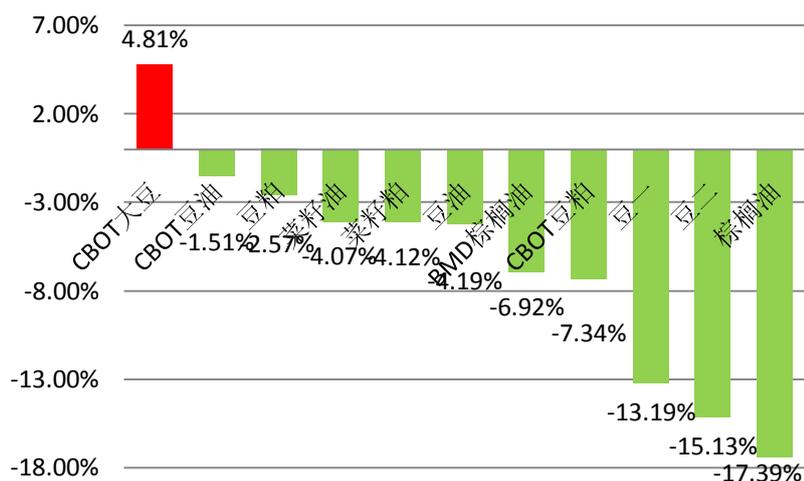
第 1 章	油脂全年走势回顾与展望 .....	4
1.1.	油脂油料下半年和全年涨跌统计 .....	4
1.2.	2018 全年油脂季度走势回顾 .....	5
第 2 章	棕榈油 2019 需求难有新增长 .....	6
2.1.	原油价格难有起色 .....	6
2.2.	厄尔尼诺导致棕榈油减产或有限 .....	8
2.3.	印度进口政策变化决定其需求潜力 .....	14
2.4.	国内进口节奏趋于谨慎 .....	16
2.5.	棕榈操作思路 .....	18
第 3 章	豆油熊市格局未变 .....	18
3.1.	美豆油 2018/19 年需求有望增长 .....	18
3.2.	国内豆油高库存是硬伤 .....	21
3.3.	中美 G20 谈判后对豆油价格压制 .....	22
3.4.	豆棕价差明年上半年先扩后缩 .....	23
3.5.	豆油操作策略 .....	23
第 4 章	菜籽油行情分析 .....	24
4.1.	全球菜籽减产幅度较小 .....	24
4.2.	加拿大“孟晚舟事件”引发贸易担忧 .....	26
4.3.	国内菜油临储库存寥寥 .....	27
4.4.	菜豆价差套利机会 .....	28
4.5.	菜籽油操作策略 .....	28
	南华期货分支机构 .....	29
	免责声明 .....	31

图表目录	
表 1.2.1: 2018 全年油脂走势大方向分析 .....	5
图 2.1.1.1: 全美原油周度库存近六年 (单位: 千桶) .....	6
图 2.1.2.1: 美原油期货价近六年 (单位: 美元/桶) .....	7
图 2.1.2.2: 中国原油进口量 (单位: 万吨) .....	7
图 2.2.2.1: 全球棕榈油供需平衡表 (单位: 百万吨) .....	9
图 2.2.2.1: 马来西亚棕榈油供需平衡表 (单位: 千吨) .....	9
图 2.2.2.1: 马来西亚棕榈油月度产量 (单位: 吨) .....	9
图 2.2.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口 (单位: 吨) .....	10
图 2.2.2.3: 马来西亚棕榈油月度库存 (单位: 吨) .....	10
图 2.2.2.4: 马来西亚生柴出口量 (单位: 吨) .....	11
图 2.2.3.1: 印尼棕榈油供需平衡表 (单位: 千吨) .....	11
图 2.2.4.1: 太平洋海温异常指数 .....	13
图 2.2.4.2: 海温异常指数历史数据 .....	13
图 2.2.4.3: 海温异常指数历史数据 .....	13
图 2.3.1: 印度油脂进口总量及棕榈油占比 (单位: 左百万吨, 右%) .....	15
图 2.3.2: 印度进口关税调整 (单位: %) .....	15
图 2.3.3: 印度国内豆棕价差 (单位: 卢比/吨) .....	15
图 2.4.1: 棕榈油月度进口量 (单位: 万吨) .....	16
图 2.4.2: 棕榈油内外价差年度 (单位: 元/吨) .....	17
图 2.4.3: 国内棕榈油库存 (单位: 万吨) .....	17
图 3.1.1: 美国大豆供需平衡表 (单位: 百万吨) .....	19
图 3.1.2: 巴西大豆供需平衡表 (单位: 百万吨) .....	19
表 3.1.3: 2018 年 12 月 USDA 豆油供需平衡 (单位: 百万磅) .....	20
表 3.1.4: NOPA 数据显示豆油月度库存七连降 (单位: 万磅) .....	20
图 3.2.1: 国内豆油商业库存分年度 (单位: 吨) .....	21
图 3.4.1: 豆棕 5 月价差年度对比 (单位: 元/吨) .....	23
图 4.1.1: 全球菜籽供需平衡表 (单位: 千吨) .....	24
图 4.1.2: 加拿大菜籽供需平衡表 (单位: 千吨) .....	24
图 4.1.2: 欧盟油菜籽供需平衡表 (单位: 千吨) .....	25
图 4.2.1: “孟晚舟被拘”事件时间轴 .....	26
图 4.3.2: 我国菜油进口量 (单位: 千吨) .....	27
图 4.3.2: 菜油 2018 临储拍卖成交价与成交率 (单位: 左元/吨, 右%) .....	27
图 4.4.1: 菜豆期价价差年度对比 (单位: 元/吨) .....	28

## 第1章 油脂全年走势回顾与展望

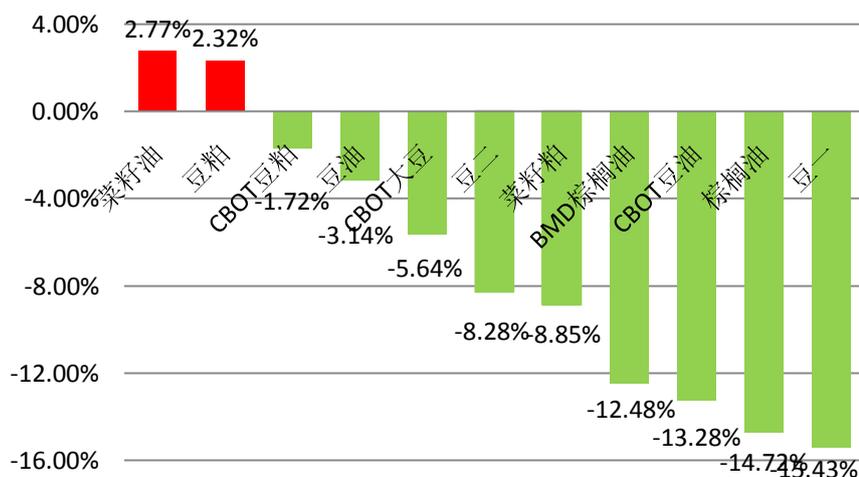
### 1.1. 油脂油料下半年和全年涨跌统计

#### 1.1.1. 油脂油料下半年涨跌排行



资料来源：WIND 南华研究

#### 1.1.2. 油脂油料全年涨跌排行



资料来源：WIND 南华研究

2018 下半年内盘棕榈油跌幅跌势最大，全年来看也是排名倒数第二的品种，这是由于其产地全年需求较差导致马来和印尼的不断累库导致。下半年油脂油料全品种集体“沦陷”，除了美豆在中美谈判积极的后期略有反弹，内盘与外盘其余的油脂油料均为不同程度的下跌，从侧面也反映了全球油脂油料的过剩局面。排行为 CBOT 大豆 > CBOT 豆油 > 豆粕 > 菜籽油 > 菜籽粕 > 豆油 > BMD 棕榈油 > CBOT 豆粕 > 豆一 > 豆二 > 棕榈油。

全年来看，跌幅最大的是国产豆，默默无闻的菜籽油却出人意料的“一鸣惊人”，

以 2.77% 的涨幅位列第一，这跟其自身供给压力相对小不无关系，豆粕紧随其后，此外其余品种全年均收跌。整体排名为菜籽油 > 豆粕 > CBOT 豆粕 > 豆油 > CBOT 大豆 > 豆二 > 菜籽粕 > BMD 棕榈油 > CBOT 豆油 > 棕榈油 > 豆一。

## 1.2. 2018 全年油脂季度走势回顾

表 1.2.1: 2018 全年油脂走势大方向分析

棕榈油	时间节点	价格方向及点位	走势区间及重要讯息
2018 走势	一季度	震荡整理	春节备货需求犹在，但接近尾声
	二季度	先扬后抑	欧盟印度进口保护政策减少棕油需求引发价格回落
	三季度	重心下移	季节性淡季需求回落导致累库
	四季度	跌势难止	马棕出口不济，库存压力压垮价格
豆油	一季度	纠结盘整	年前备货结束，价格横盘震荡
	二季度	神坛跌落	中美贸易争端对价格打压大过提振
	三季度	拍卖主导	拍卖的供给增加对价格压制明显
	四季度	库存压制	G20 峰会后的供给可能增加引发“累库”效应压制价格
菜籽油	一季度	横盘神游	年初的拍卖导致价格上行空间缩水
	二季度	冲高回落	新粮收割前后价格先涨后跌
	三季度	略微抗跌	拍卖成交一般，但中期的去库存效应对价格支撑
	四季度	旺季不旺	中加外交紧张提振，但进口原料中期充裕弥补国内缺口

资料来源：博弈大师 南华研究

表 1.2.2: 2019 年品种强弱预期表

		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
趋势	强烈看涨			
	看涨			

	中性	棕榈油、原油	豆油、美豆油	菜籽油
	看跌	马棕油		
	强烈看跌			

## 第2章 棕榈油 2019 需求难有新增长

马棕油全年从技术形态来看，每一次的反弹测试前高均宣告失败，库存的压力加上技术层面的迭创新低，注定了马棕油全年的熊市格局。内盘连棕油 2018 年全年可谓是油脂板块的“拖油瓶”，下半年更是跌的一塌糊涂。

7 月初因马来出口数据不佳，马棕持续回落，国内从最高的 4940 跟盘下跌至中旬的 4614，下跌了 6.6%，之后 MPOB 报告虽利空，但中旬后的出口降幅略有减缓，加上原油的止跌企稳，基本面的峰回路转助力连棕油开始缓步上行，价格一路行至 8 月下旬的 5000 大关，上涨了接近 8%，收复了之前的跌势。

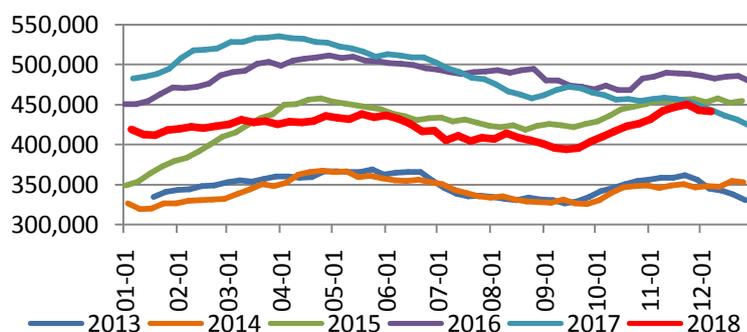
随后因国内油脂整体库存居高不下，拖累棕油价格，因此价格再度回到 4850~5000 的震荡区间，直到 9 月 MPOB 数据显示 8 月产量和库存均大增，连棕榈油价格从 9 月上旬最高的 5000 附近一直跟随马棕油下滑至 9 月下旬的 4666 附近，下滑幅度为 6.5%。

9 月下旬开始，马来由于之前将 9 月棕油出口税由 8 月的 4.5% 下调至零，刺激出口转暖，因此价格开始一路止跌上冲了 200 余点至 10 月中旬的 4880，但好景不长，紧随而来的 MPOB 报告中显示库存增加，以及当月出口的再度回落，棕榈油价格再度开启“滑梯”模式，尤其是 11 月 14 日马棕油下破 2000 整数大关创下与三年低位，对国内价格而言更是雪上加霜，到了 12 月下旬跌幅达 600 余点，市场做空动能减弱，市场才开始缓步止跌回升。

### 2.1. 原油价格难有起色

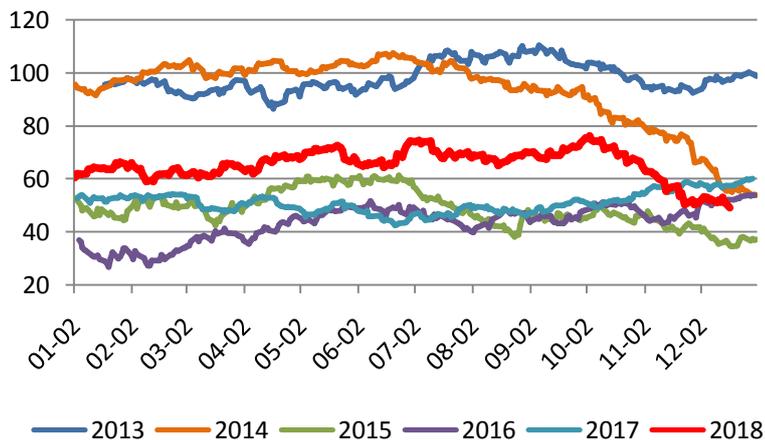
#### 2.1.1. 10 月后供需两弱导致价格回落

图 2.1.1.1: 全美原油周度库存近六年（单位：千桶）



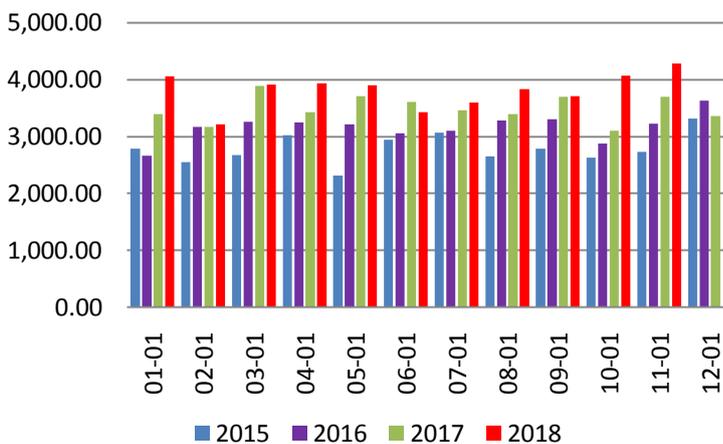
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2.1：美原油期价近六年（单位：美元/桶）



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2.2：中国原油进口量（单位：万吨）



资料来源：WIND 南华研究

近三年原油价格的持续反弹，主要建立在供需关系改善的大背景之下，尤其是 2017 年欧佩克实施减产措施之后。首先，欧佩克主导的减产政策进而推动的供需关系改善，是这两年油价复苏的根基所在。其次，中东、北非及南美等地区，产油国局势急剧动荡，导致原油产出出现风险。在供求关系紧平衡的基础上，地缘局势的不稳定进一步强化了原油市场利好基础。第三，在原油市场自身形势向好的同时，全球金融市场表现活跃，美股不断创出新高，风险偏好得到提振。所以，内外部利好条件建立并稳固之后，原油市场看多热情逐步被激发，大量资金涌入。2018 年 10 月前国际油价在供给关系改善的基础上，延续了过去两年的上涨势头，油价在年内不断创出新高。

到了 2018 年 10 月之后，供需出现了变化——油市出现需求低迷担忧盖过供应收紧担忧思潮：美国 EIA 库存数据显示，以汽油为代表的消费需求持续疲弱，导致库存不断攀升；中国 2018 进口原油的增速从 10% 回落至 7%，后市消费需求增长乏力，原油价

格自几年高位跌落也就不难理解。

### 2.1.2. 2019 原油价格大概率走稳

针对宏观经济层面而言，继摩根士丹利发布下调美股评级至减持的悲观展望报告之后，美银美林也发出了并不乐观的 2019 年预测研报。美银美林的分析师们认为，预计熊市氛围将延续到 2019 年。一旦利率预期升至高峰水平、全球收益预期跌至低谷，资产价格可能在明年上半年寻底。

2019 年原油市场的供给端关注两个关键点，即减产缺口和增产力度。主要包括伊朗制裁导致的缺口和沙特、俄罗斯等产油国的闲置产能情况以及美国页岩油增产趋势。

供给方面，由于制裁伊朗容易造成高油价，与特朗普本人的油价立场存在冲突，所以伊朗制裁问题最终产生的结果将不会超出市场预期，这从美国尝试给予部分国家豁免特权中也可以看出端倪。另一方面，沙特和俄罗斯虽然暂时拒绝增产要求，但出于维护市场稳定需要，将会在特定条件下提高闲置产能利用率，甚至不排除终止减产政策的可能性。除此之外，页岩油产业短期受到管输能力困扰，但增产预期依旧稳固。总之，从供给端来看，2019 年原油市场供应有望出现实质性增长。

需求方面，重点关注 2019 年全球经济的潜在风险。IMF 在最新一期的报告中，将全球经济增速预期下调 0.2 个百分点，而且这是 2016 年 7 月以来，IMF 首次调降对全球经济增长的预期。全球经济增速放缓，将对 2019 年全球原油需求增速产生负面影响。美联储持续加息、贸易保护主义等问题，也对全球经济构成持续冲击。此外，中国原油进口增速出现明显下滑，全球原油需求的牵引力开始趋弱。

综合来看，2019 年全球原油供需关系有望逐步趋于宽松，库存增长对油价的打压有望开始显现。2019 年产油国局势问题，类似伊朗和委内瑞拉的地缘事件，将会加剧 2019 年油价的波动性。

从几家分析机构预计来看，美国能源信息署、国际评级机构标普、沙特、摩根士丹利、欧盟、APPEC 针对 2019 年的油价走势，三家预测震荡走平，一家下跌，三家预测上涨。从概率的角度来看，各家对原油的预测为温和上涨。个人预计 2019 年原油先跌后升，底部区域在 40 美元附近，但未来供给趋于宽松，外围风险加大，上涨空间有限，压力区域在 65-70 美元一线。

## 2.2. 厄尔尼诺导致棕榈油减产或有限

### 2.2.1. 马来棕榈油 2019 产量增幅稳定

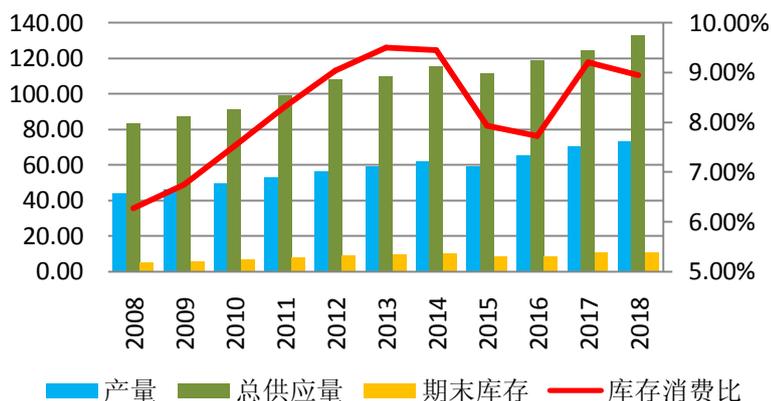
马来西亚棕榈油经历了 2016 年大幅减产后（也创下了近十年来库消比的最低值），2017 年增产节奏加快，2018 年产量持续高位，较 2017 年大幅增加约 800 万吨。

在过去的近 30 年中，马来棕油产量经历过六次的产量波动大周期（92/93、98/99、04/05、10/11、16/17），伴随着减产后第二年产量一般都有爆发式的增长，但从近十年的马来产量来看，灾害过后的年份产量增加不会超过 6%。2017 和 2018 年马来产量增幅都是 4% 附近，2019 预计棕榈油产量增幅预计不会超过这个水平。2018 年马来全年棕榈油产量为 2050 万吨，2019 年产量预计不会超过 2130 万吨水平，产量增速放缓意味着对价格的压力减弱。

马来西亚 2018 年全年的期末库存逼近 2014 年水平，但增库存的核心驱动不同，

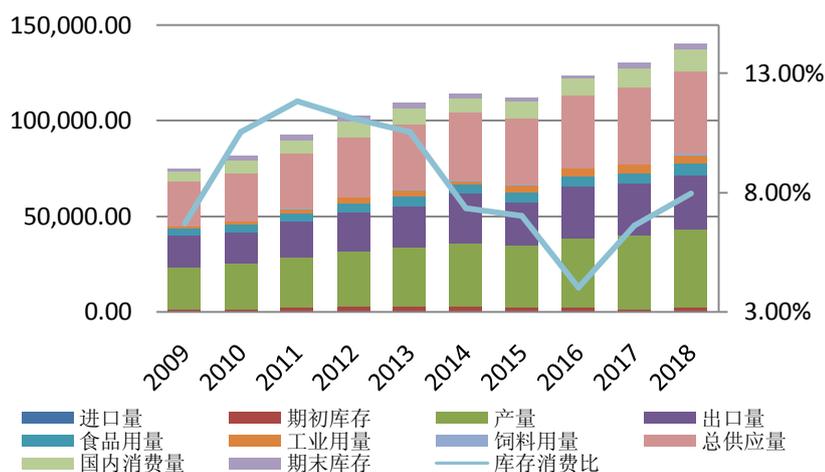
2014 年是由于原油暴跌，拖累棕榈油下跌也导致需求萎缩，而 2018 年是大幅增产+采购能力下降。因此后期，马来西亚棕榈油以低价换需求的格局难有改变。

图 2.2.2.1：全球棕榈油供需平衡表（单位：百万吨）



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2.1：马来西亚棕榈油供需平衡表（单位：千吨）

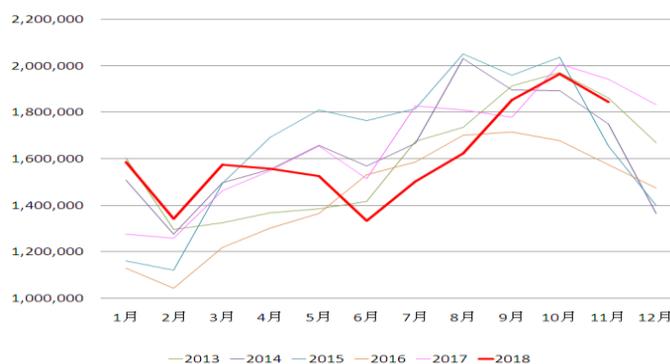


资料来源：WIND 南华研究

### 2.2.2. 马来各项政策对价格刺激作用不甚明显

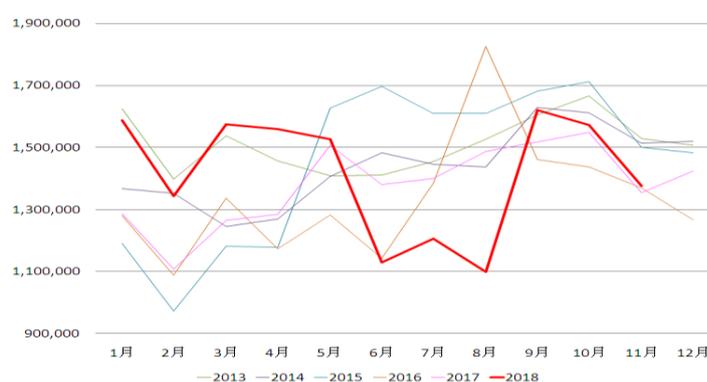
12 月 MPOB 报告中显示，马来西亚 11 月底棕榈油库存较前月增加 10.5%至 300.7 万吨，预期 300 万吨；马来西亚 11 月棕榈油产量较上月减少 6.09%至 185 万吨，预期 192 万吨；而出口环比减少 12.9%至 137.5 万吨，预期 142 万吨。本次报告产量低于市场预期，出口低于市场预期，库存基本符合市场预期，但进入了棕榈油传统的减产期，马来依然创下了近六年的库存最高值，市场采购能力下降导致库存压力向产地转移，因此价格近弱远强格局更明显。

图 2.2.2.1：马来西亚棕榈油月度产量（单位：吨）



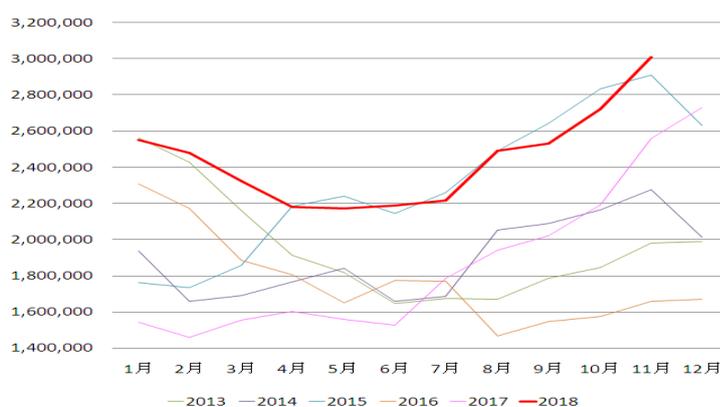
资料来源: WIND 南华研究

图 2.2.2.2: 马来西亚棕榈油月度出口 (单位: 吨)



资料来源: WIND 南华研究

图 2.2.2.3: 马来西亚棕榈油月度库存 (单位: 吨)

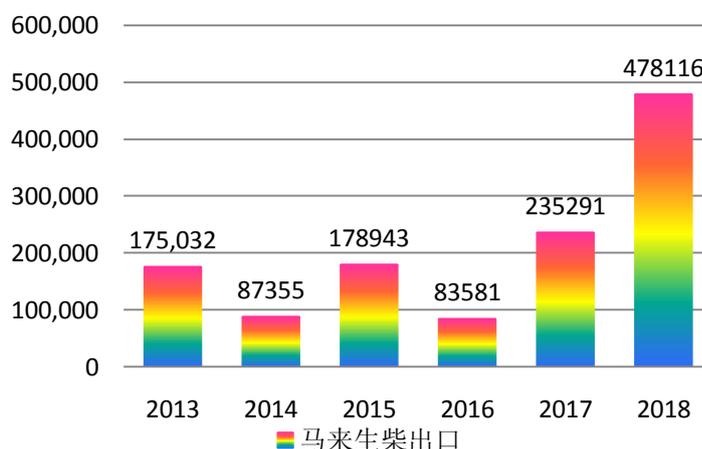


资料来源: WIND 南华研究

尽管马来西亚从 2018 年 9~12 月均施行棕榈油出口零关税, 但 10 月和 11 月数据  
显示出口依然在下滑, 说明零关税对出口的边际效应在逐渐递减。直到 12 月中旬对  
出口的刺激方才显现, 12 月 21 日船运调查机构 ITS 数据显示, 马来西亚 12 月 1-20  
日棕相油产品出口量为 808,061 吨, 较上月同期+2.9%; 船运调查机构 AmSpec Agri  
Malaysia 数据显示, 马来西亚 12 月 1-20 日棕榈油产品出口量为 846,725 吨, 较上月

同期+6.7%。三大船运机构显示数据出现好转，未来12月出口量预计增加，叠加季节性的减产，届时月度库存有望回到10月的270~280万吨水平。但即便如此，马来西亚的库存依然处于近六年来的最高水平。虽然2019年1月马来西亚继续免征毛棕榈油出口关税，若一旦后期马来结束零关税政策，出口刺激性会再度减弱，明年一季度末前马来的库存未能降至250万吨之下，出口转好对价格支撑依然有限。

图 2.2.2.4：马来西亚生柴出口量（单位：吨）



资料来源：WIND 南华研究

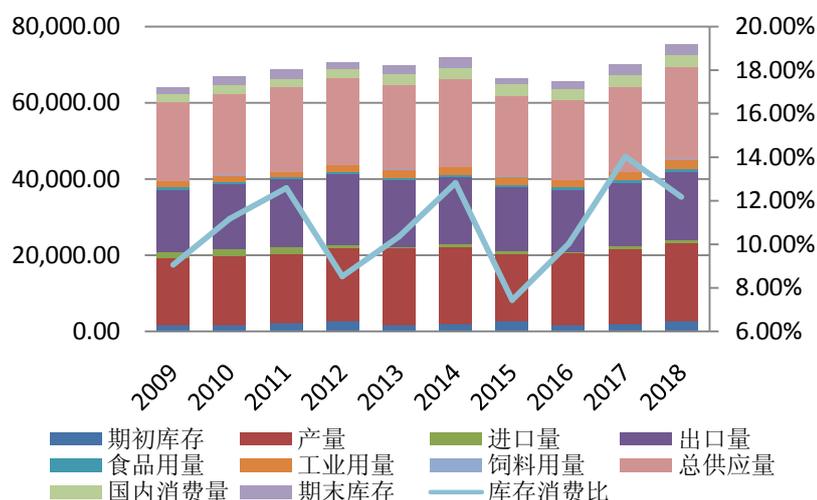
除了出台拉动出口的政策，马来西亚的棕榈油工业需求政策也紧随而来。11月末马来西亚公布，将在12月1日起分阶段在交通和其他补贴行业实施B10生物燃料项目，且自2019年2月起，该方案将成为强制性的计划。这一政策的公布说明马来已经将去库存从拉动出口，转变为内外需求一起抓的“内外并举”政策了。马来西亚棕榈油在国内的工业需求占总需求的比重近几年维持在75%左右，而在生柴中的掺兑量也占据不小的比重，马来的这一政策相当于能够增加国内80~100万吨左右的需求量。

2018年马来西亚近两年来的生柴出口呈现上升趋势，2017、2018年的出口增幅分别为182%，103%。2018年10月前原油的牛市，廉价的棕榈油需求替代在生柴中优势明显。但由于年末原油价格表现不佳，明年原油价格也难有大幅上行空间，加上近几年全球的棕榈油工业需求增速放缓，食品需求依然是拉动去库存的主要动力，预计明年马来生柴出口增速减缓，对去库存助益不大。B10政策对消费的拉动尚需时日方能显现。

### 2.2.3. 印尼积极出台政策抢占马来市场

印尼棕榈油产量为全球第一，2018年预计产量为4050万吨，消费量也是全球第一的1130万吨，2018年产量增幅也高于马来。由于印尼增产明显，库存快速增加，截至10月底，印尼国内棕榈油库存为441万吨，低于9月份的480万吨，但是仍然高于市场人士预期的435万吨，因此在今年12月印尼政府不得不出台政策，通过将毛棕榈油及棕榈油产品出口税降至零并通过低价优势挤压马来出口份额。

图 2.2.3.1：印尼棕榈油供需平衡表（单位：千吨）



资料来源：WIND 南华研究

棕榈油生产加工业是印尼经济发展的支柱产业之一，为了发展其国内棕榈油下游产业，推动经济发展，印尼政府出台了针对棕榈油产品的差异化的出口税收政策。印尼政府 2008 年以政府法规的方式对商品出口税推行一种基于国际价格的累进税率，用来稳定国内食用油的价格，并且刺激下游产业的生产，此后毛棕榈油出口税政策几经变动，精炼棕榈油的出口税则低于毛棕榈油，这有助于让更多的毛棕榈油留在国内，打压国内价格下跌，从而改善下游产业的利润。

印尼 12 月初宣布将毛棕榈油及棕榈油产品出口税降至零，随后印尼一家棕榈油精炼商团体称，印尼政府将毛棕榈油出口税从 50 美元/吨下调到零水平，将会打击国内业精炼商的积极性，由于缺乏政策激励，国内下游行业将会缺乏动力来生产油脂化学品和精炼产品。近几年许多离岸（也称为境外）植物油精炼商已经关闭工厂，取消出口税不太可能缓解庞大的库存压力或者防止棕榈油价格下跌。因此，印尼在 12 月 5 日当即采取了放宽征收棕榈油出口税的政策——当棕榈油价格低于 570 美元/吨时，将不予征收棕榈油出口税；价格在 570-619 美元/吨时，征收 10-25 美元/吨税费；价格高于 619 美元/吨时，税费升至 20-50 美元/吨。未税改前，不论棕榈油价格为多少，出口商都将支付 20-50 美元/吨的税费。这一消息出台短期会降低出口成本，打压价格，但中期或能刺激市场需求，拉动去库存。

整体而言，2019 年棕榈油全球主产区的增产趋势不变，只是产量增速平稳，进出口政策影响采购需求进而影响价格。关注生物柴油题材对消费的影响，一定程度上会影响棕榈油的底部价格水平。总的来说，印尼和马来西亚 2019 去库存化任重道远。

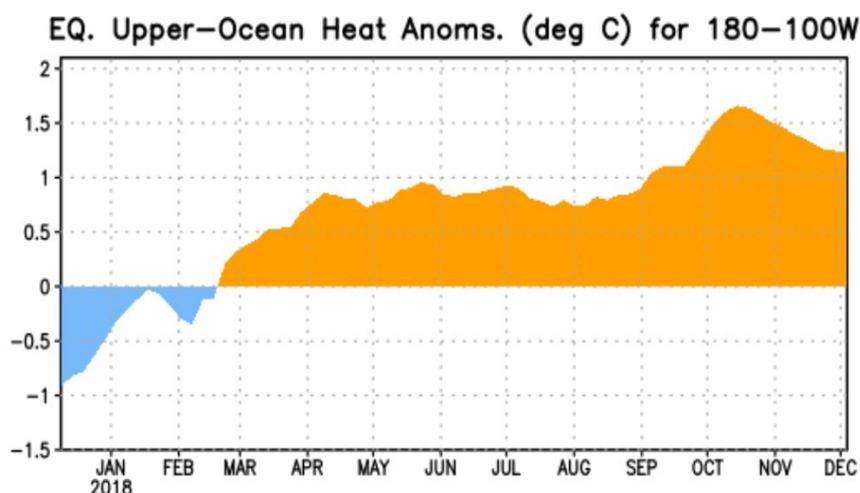
#### 2.2.4. 弱至中性厄尔尼诺对棕榈油减产作用有限

12 月中旬美国政府气象预报机构称，2018/19 年度北半球冬季出现厄尔尼诺天气的几率为 90%。美国国家气象局（NWS）下属的气候预测中心（CPC）发布的月度预测报告显示，官方倾向于认为今年冬季将出现弱的厄尔尼诺。持续到明年春季的几率为 60%。11 月 CPC 预计冬季出现厄尔尼诺的几率为 80%，延续到春季的几率为 55~60%。此前秘鲁气象机构 ENFEN12 月 9 日维持对厄尔尼诺的监测状态，称目前形势有利于厄尔尼诺发

展。至于 2018–2019 年冬季，ENFEN 维持其关于厄尔尼诺发生概率的预测，即赤道太平洋东部发生厄尔尼诺的概率为 67%，中部发生的概率为 84%。

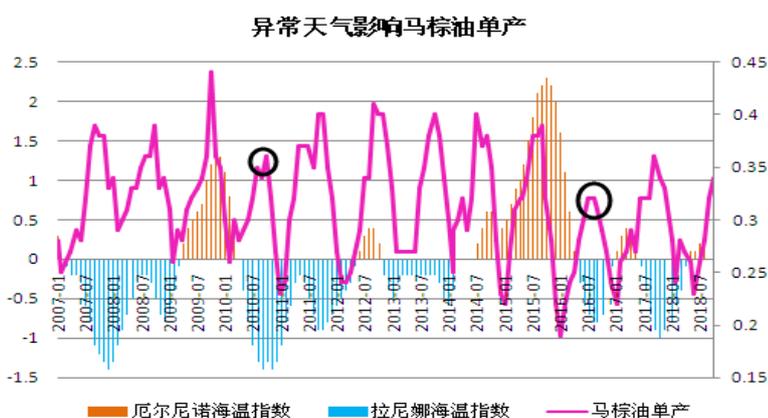
太平洋海温异常指数，自 2018 年 3 月中旬开始达到 0.5℃ 以后，到 9 月中旬已达 5 个月之久，意味着厄尔尼诺已然形成，但此后海温异常指数依然维持在 0.5℃ 之上，中旬最高达到了 1.6℃ 左右，到了 12 月海温维持在 1.2℃ 附近，若一直持续且继续上升至 2℃ 之上，则可能会出现偏强厄尔尼诺。但就目前海温异常指数来看，中性厄尔尼诺的概率较大。

图 2.2.4.1：太平洋海温异常指数



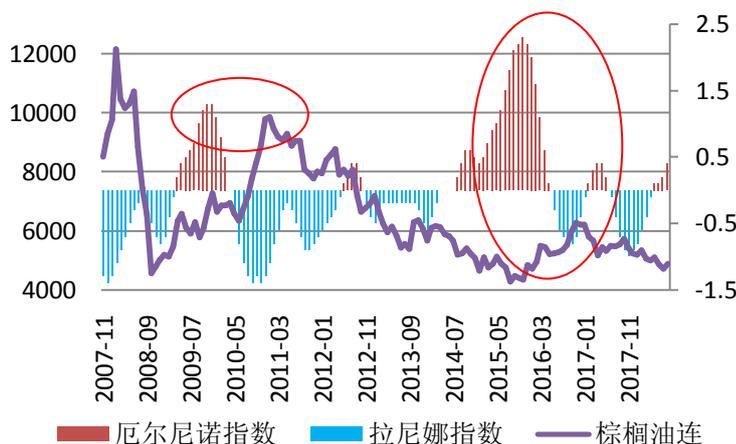
资料来源：NOAA 南华研究

图 2.2.4.2：海温异常指数历史数据



资料来源：NOAA 南华研究

图 2.2.4.3：海温异常指数历史数据



资料来源：NOAA 南华研究

作为一种热带木本植物油，由于棕榈树全年均有产量，因此天气变化对其产量影响作用较大。从近 10 年来看，厄尔尼诺以及拉尼娜的出现对棕榈油的产量均有不同的影响。2009/2010 年的厄尔尼诺后，马来棕榈油单产下降的很明显，全年的平均单产降到了 0.308 吨/公顷，而此前的平均单产均在 0.32~0.34 吨/公顷之间；2015/16 年的超强厄尔尼诺之后，2016 年单产更是降到了 0.268 吨/公顷，而近十年来马来棕榈油的年均单产在 0.31 吨/公顷之上。

2009 年 7 月至 2010 年 10 月发生的厄尔尼诺导致东南亚出现干旱，当年马棕油同时出现了一轮较大的上涨，马来西亚的 BMD 棕榈油期货收盘价从 2009 年年初的 1637 林吉特/吨上涨到 2011 年 2 月份 3930 林吉特/吨，涨幅达 140%。而 2015/16 年强厄尔尼诺后，造就了当年棕榈油全年的牛市行情，连盘棕榈油指数从年初的 4763 元/吨附近一路升至年末的 6540 元/吨附近，全年涨幅逾 35%。2015/16 年强厄尔尼诺后，马来和印尼的产量随着其后 2017 跟随而来的拉尼娜产量逐渐恢复，价格也缓步下移。

目前太平洋海温异常指数意味着当年厄尔尼诺已然形成，预计 2019 年 2 月厄尔尼诺对全球的影响将逐步显现。从目前海温异常指数来看，本次的厄尔尼诺无法复制 2015/2016 年的强度，但对目前全球库存压力如此庞大的棕榈油而言，中性的厄尔尼诺也或造成马来和印尼等油棕果主产区的干旱减产，其强度和影响需后期继续关注太平洋海温异常指数，2019 年年初的天气炒作一旦开始，棕榈油产量下降，有利于两国的去库存加速，对价格的利好不言而喻，但减产力度预计有限。

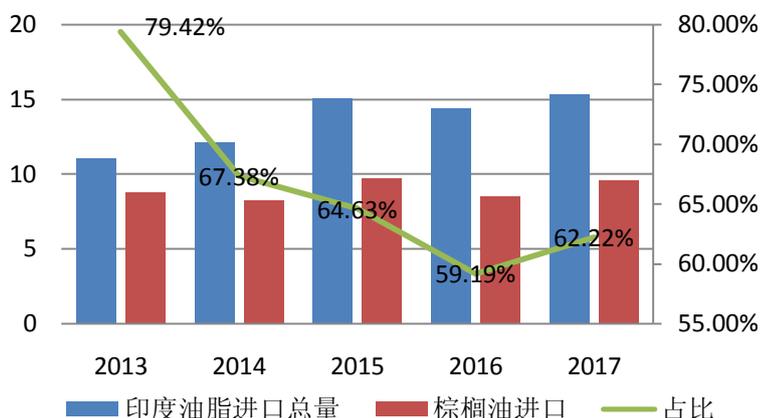
### 2.3. 印度进口政策变化决定其需求潜力

预计印度 2018/19 年棕榈油消费总量 1062 万吨，仅次于印尼屈居世界第二。近几年，由于印度本国的年轻人口占比高，可支配收入不断增加，消费者生活方式改变，以及城市职业女性增加，油脂的消费绝对值在逐年增加，但棕榈油的进口比重却呈现逐渐下降的趋势。

一直以来，印度都是全球油脂的主要消费力量，在 2013-2018 年 6 年的时间里，印度每年都要进口食用油 950~1400 万吨，较高的消费增速对于消耗全球产量增幅起

了非常大的作用。2016年之后印度油脂进口增速开始减缓，而今年印度政府开始的一系列对本国植物油的关税保护政策导致印度进口量持续下降。

图 2.3.1：印度油脂进口总量及棕榈油占比（单位：左百万吨，右%）



资料来源：彭博 南华研究

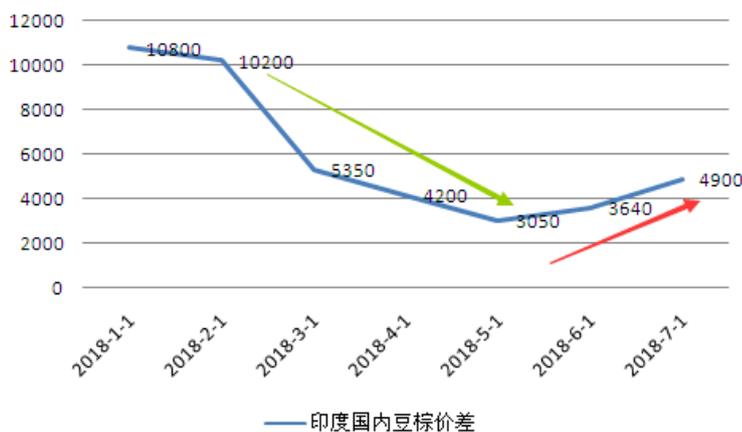
今年3月和6月印度两度上调其国内进口食用油的关税——2018年3月份印度将毛棕榈油进口税从30%调高到44%，精炼棕榈油的进口税也从40%调高到54%；2018年6月14日，再将毛豆油和精炼豆油、葵花油和菜籽油进口关税上调至十几年来的最高水平：将毛豆油进口关税从30%上调到35%，毛菜籽油和葵花油的进口关税从25%提高到35%；精炼豆油、菜籽油和葵花油的进口关税从35%提高到45%，上调部分天然食用油进口关税至35%，且将精炼食用油的进口关税上调至45%。

图 2.3.2：印度进口关税调整（单位：%）

	11.08.2017		17.11.2017		02.02.2018		01.03.2018		14.06.2018	
	基本关税	有效关税								
生棕榈油	15.00	15.45	30.00	30.90	30.00	33.00	44.00	48.40	44.00	48.40
棕榈油精	25.00	25.75	40.00	41.20	40.00	44.00	54.00	59.40	54.00	59.40
精炼棕榈油	25.00	25.75	40.00	41.20	40.00	44.00	54.00	59.40	54.00	59.40
生豆油	17.50	18.02	30.00	30.90	30.00	33.00	30.00	33.00	35.00	38.50
生葵花籽油	12.50	12.87	25.00	25.75	25.00	27.50	25.00	27.50	35.00	38.50
生菜籽油	12.50	12.87	25.00	25.75	25.00	25.75	25.00	27.50	35.00	38.50
精炼豆油	20.00	20.60	35.00	36.05	35.00	38.50	35.00	38.50	45.00	49.50
精炼葵花籽油	20.00	20.60	35.00	36.05	35.00	38.50	35.00	38.50	45.00	49.50
精炼菜籽油	20.00	20.60	35.00	36.05	35.00	38.50	35.00	38.50	45.00	49.50

资料来源：彭博 南华研究

图 2.3.3：印度国内豆棕价差（单位：卢比/吨）



资料来源：彭博 南华研究

由于印度进口食用油对棕榈油的税率要远高于豆油，导致二者在印度的价差急剧缩小，从年初的 10800 卢比/吨（约合人民币 1036.8 元/吨）缩至 5 月的 3050 卢比/吨，到了 7 月略有反弹至 4900 卢比/吨（约合人民币 470.4 元/吨），但半年多价差缩减了一半。关税差距拉大预计将导致 18/19 年度印度国内棕榈油消费量下降 13%（大约为 138 万吨需求），而棕榈油消费占比在印度 2018 年 5 月降到最低水平（40%），原因是 2018 年 3 月关税上调导致需求转向 5 月到岸的豆油，棕榈油进口量下降。在 6 月豆油关税调整之前，到岸棕榈油价格比豆油高 29 美元/吨（约合人民币 200.3 元/吨）。

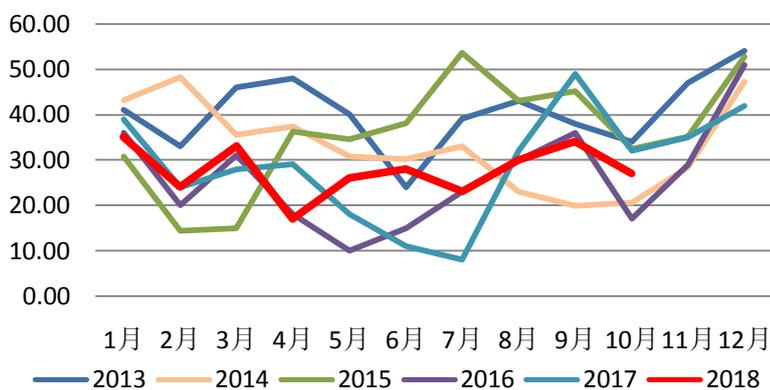
印度毛棕榈油在棕榈油类别中的份额在 2017 年 12 月达到最高水平（85%），由于关税上调，棕榈油总体进口量在 2018 年 5 月、6 月下降。而印度豆油在食用油中的进口量 2018 年 7 月达到最高水平（72%）。

除了因关税上调的原因，卢比贬值令进口成本增加也一定程度上抑制了棕榈油进口需求。作为食用油消费大国，印度对棕榈油的刚需依然存在，加上四季度和一季度棕榈油熔点低，棕榈油部分需求会被豆油挤占，到了明年二季度以后这种状况会明显得到改善，棕榈油被挤出的空间有望得到部分释放。12 月 17 日据印度炼油协会（SEA）称，2018 年 11 月份印度的毛棕榈油进口比上月减少 6.8%，因为买家等待印度政府根据印度与马来西亚的协议调低关税，若两国一旦达成协议，印度下调棕榈油进口关税，对马来印尼而言实为大大的利好。未来还需关注印度进口税，若其国产压榨企业的关税政策若没有改变，棕榈油食用需求端难有突破，消费潜力大打折扣，若马来西亚、印尼产量没有较大幅度的下降或者没有新的消费引擎出现，棕榈油价格想出现一波比较大的涨幅是较为困难的。

## 2.4. 国内进口节奏趋于谨慎

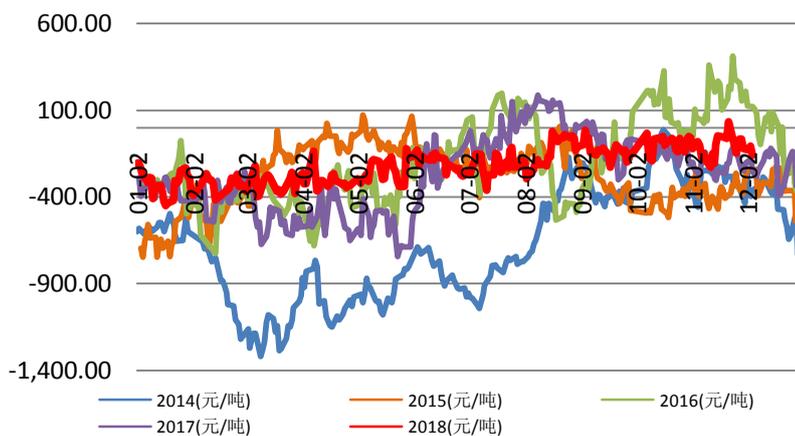
由于 2018 年全年棕榈油价格的持续下跌，国内棕榈油采购目前是相对谨慎的。2015 年融资规模下降，2016 年因减产套盘进口，2017 年产量恢复，2018 年进口增加，目前国内库存维持在 40 万吨水平。

图 2.4.1：棕榈油月度进口量（单位：万吨）



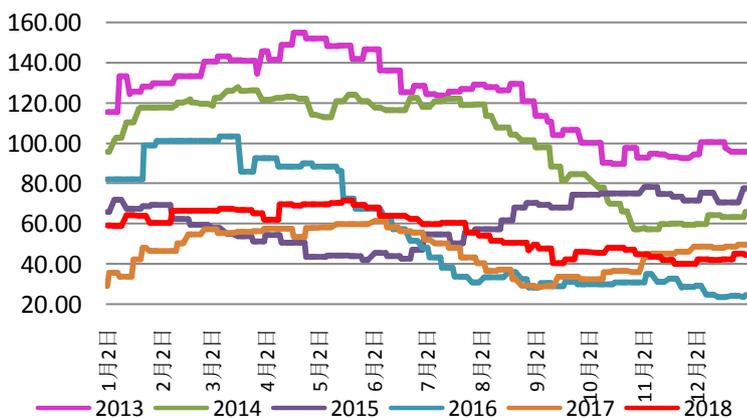
资料来源: WIND 南华研究

图 2.4.2: 棕榈油内外价差年度 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 南华研究

图 2.4.3: 国内棕榈油库存 (单位: 万吨)



资料来源: WIND 南华研究

截止 12 月下旬，马来西亚进口到港成本价为 4378.97 元/吨，较年中下跌 780 元/吨，较年初下滑了 1075 元/吨；国内广州棕榈油现货价格为 4100 元/吨，较年中下跌 740 元/吨，较年初下滑了 1110 元/吨；因此内外价差为 243 元/吨，较年中缩窄了 40 元/吨，但较年初扩大了 35 元/吨。由于今年的中美贸易争端对国内棕榈油几乎没有什么影响，因此贸易商的进口节奏始终也维持在相对平稳的水平，马棕油和连棕油价格全年低位运行，并未出现像样的大级别反弹，因此今年全年国内现货与马来的内外倒挂波幅趋窄，价差并未出现大幅波动，全年的震荡区间基本在-150~-250 元/吨，处于较平均的水平。预计明年棕榈油价格维持底部走势，国内贸易商的进口依然较为谨慎，而在国内外棕榈油倒挂较为稳定，难以刺激国内的需求，预计 2018/19 年中国棕榈油进口增幅有限，且印尼不断降低出口关税以刺激消费的前提下，我国预计会增加印尼的进口量。

## 2.5. 棕榈操作思路

2019 年马来棕榈油出口量依然不太乐观，仍面临印尼的竞争，一季度或是价格最黑暗阶段。二季度棕榈油被豆油挤占的空间有望被释放。从需求角度看，印度进口关税若如期下调，会适度减缓棕榈油价格压力，但空间不易看得过高。

2019 年棕榈油市场交易的重点，主要是市场采购节奏的把握+去库存化程度+生物柴油需求增幅，主要矛盾仍在库存压力的缓解程度。国内进口动作趋向谨慎，但内盘价格走势依然跟随马盘，价差的变化和汇率因素未来预计对价格影响弱化。操作上，由于单边风险较大，建议投资者进行可适度跨期套利操作。

## 第3章 豆油熊市格局未变

豆油 2018 年下半年整体为“慢熊”格局。

7 月 USDA 报告中将豆油库存调增利空价格，但市场之前的下跌已经提前反应了利空，且随后的 NOPA 报告显示豆油当月库存下降，因此在美豆油的带动之下，连盘 7 月中旬后开启了一波反弹走势，从最低 5500 一直反弹至 8 月下旬的 5920，上涨逾 400 点，期间有中美贸易形势变化引发后期豆源的担忧情绪发酵，且有粕弱油强的趋势。

8 月 24 日中美第二轮互加关税落地，豆油不涨反跌，开始回吐前期的升水，反映了国内市场做好了“持久战”的准备，且当时由于拍卖叠加市场累库，市场价格走出小 M 头部，九月下旬最低跌至 5710 附近，回吐了 200 余点的涨势。

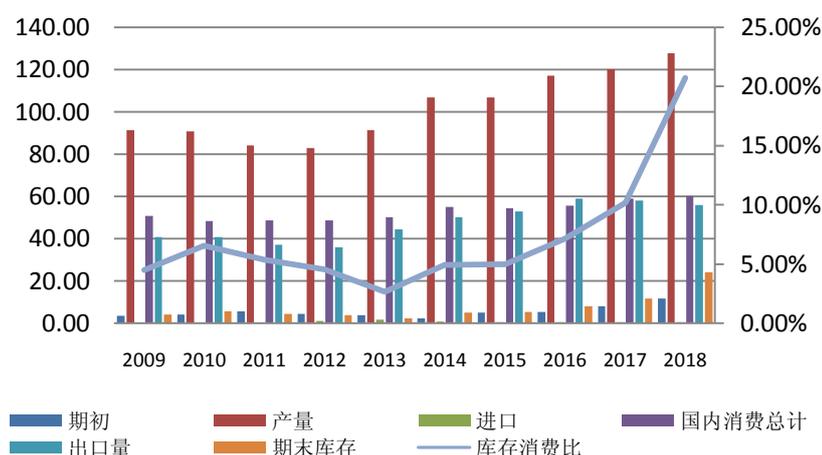
之后由于拍卖结束，且双节备货拉动市场去库存，倒是迎来了一波 270 余点的反弹至 10 月上旬的 5980 附近。但就在油脂的传统旺季到来之时，豆油库存的高企、11 月初习川的通话，都成了豆油价格雪崩的“雪花”，期价一路下跌至 12 月末的 5270 附近，一度创下逾三年的新低，在此期间 11 月中旬至 12 月初市场有半个多月的止跌横盘，但也并非因基本面改善，而是期价在不断的下跌后出现的一波技术上的止跌回抽。

### 3.1. 美豆油 2018/19 年需求有望增长

美国 18/19 年大豆丰产，产量预估为 1.25 亿吨，加上中国需求的减少，明年五月南美新豆上市前供给无虞。2017/18 年阿根廷大豆的减产，在 2018/19 年大概率会有所

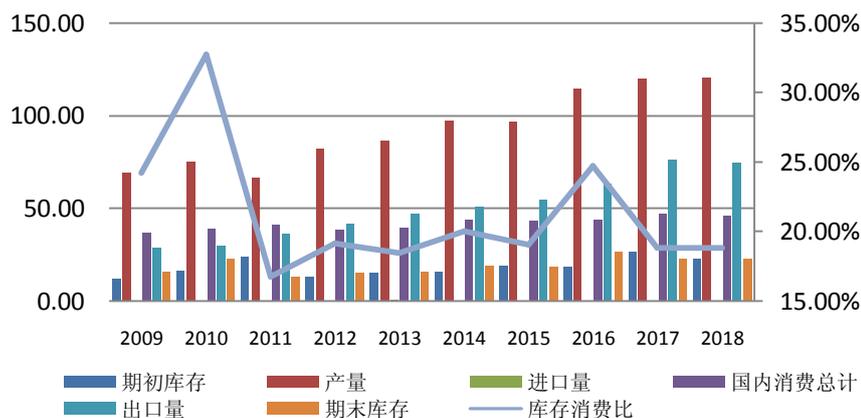
恢复，USDA 对阿根廷 2018/19 产量的预估为 5700 万吨，创下了近十年的第二高产量（第一高为 2014 年的 6140 万吨）。巴西大豆今年早播种所以早收，明年 2 月开始厄尔尼诺天气一旦为巴西带去高温和丰沛的降水，那么产量可能不止 1.22 亿吨。预计全球大豆库存消费比从 2017/18 的 19.73% 上升至 2018/19 年的 22.72%，明年上半年全球大豆依然会处于供给偏宽松的格局。

图 3.1.1：美国大豆供需平衡表（单位：百万吨）



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.2：巴西大豆供需平衡表（单位：百万吨）



资料来源：WIND 南华研究

12 月 USDA 报告里面并未调增美豆出口量，而是维持了 11 月的预估 5171 万吨，USDA 可能会在 12 月末的季度库存报告中将美豆的库存调降，因为中美和谈后，无论中国后续无论进口多少，对美豆的去库存都是利好。

而 12 月 USDA 中豆油的数据跟 11 月的预测数据完全一致，美豆油平衡表上的数据完全是跟随原料而预估，2018/19 年全球大豆供给大概率宽松，但相比之下美豆油的数据就相对好看一些，尽管 2018/19 年美豆油的期初库存和产量均有不同幅度的调增，出口也略有减少，但国内消费量却增加了 16 亿磅，消费总量整体也是增加的，这说明多出的供给国内就可以完全消化，库存因此出现下滑。但不可忽视的是，未来美豆油大概

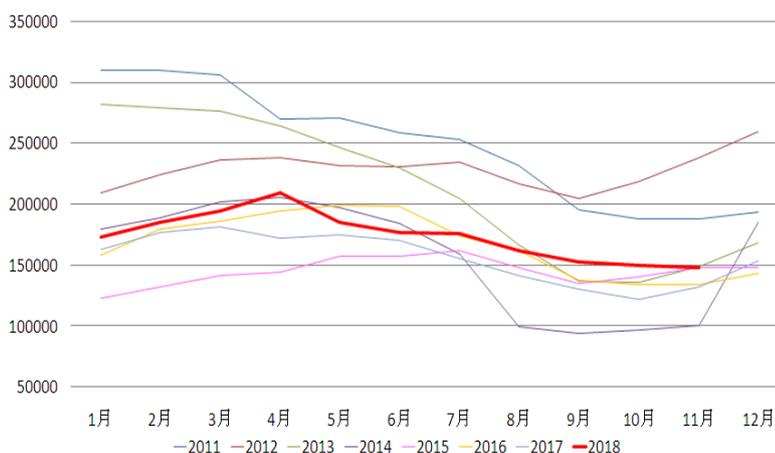
率还是要跟随美豆走势，而美豆的反弹力度依然是与中国的采购步伐和采购量休戚相关，若需求量并未达到市场预期，则美豆油的反弹空间十分有限。

表 3.1.3: 2018 年 12 月 USDA 豆油供需平衡 (单位: 百万磅)

注: 绿色下调, 红色上调	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2018/19	2018/19-2017/18
百万磅						11月预计	12月预计	
期初库存	1655	1165	1855	1687	1711	1990	1990	279
产量	20130	21399	21950	22123	23150	24025	24025	875
进口量	165	264	287	319	315	300	300	-15
供应总量	21950	22828	24092	24129	25176	26315	26315	1139
国内消费量	18908	18959	20162	19862	20600	22200	22200	1600
生物柴油用量	5010	5039	5670	6200	6800	7800	7800	1000
其他用量	13898	13920	14492	13661	13800	14400	14400	600
出口量	1877	2014	2243	2556	2400	2200	2200	-200
消费总量	20785	20973	22405	22418	23000	24400	24400	1400
期末库存	1165	1855	1687	1711	2176	1915	1915	-261
农场平均价格/(\$/bu)	38.23	31.6	32.48	32.48	30.5	28-32	28-32	0
库存消费比	5.61%	8.84%	7.53%	7.63%	9.46%	7.85%	7.85%	

资料来源: WIND 南华研究

表 3.1.4: NOPA 数据显示豆油月度库存七连降 (单位: 万磅)



资料来源: NOPA 南华研究

NOPA12月报告显示,截至11月30日豆油库存降至14.84亿磅,低于10月底的15.03亿磅。不过豆油库存要高于去年同期的13.26亿磅。数据显示,这是豆油库存连续第七个月下滑,且为一年来最低,分析师此前平均预期豆油库存为15.04亿磅。豆油库存的持续下滑,说明即便是全球大豆丰产的此时,美国的国内需求由于价格的下跌在持续增长,这一数据也正印证上面我们提到的,2019年美国豆油的消费依然是偏向乐观的,库存持续下滑的态势有望延续。

### 3.1.1. 阿根廷深陷反生柴倾销困局

2018年12月5日阿根廷政府官员表示,在阿根廷明年3月份收获新季大豆之后,中国将会提高进口阿根廷豆油,但是阿根廷和中国有关对华出口豆粕的谈判进展不力。中国同意购买30到40万吨阿根廷豆油,这笔协议是周末中国习近平总书记对阿根廷进行国事访问期间签订的,过去三年里阿根廷对中国出口的豆油只有12万吨。

欧盟委员会 12 月 5 日建议恢复对阿根廷生物柴油的反补贴关税，因为大量廉价阿根廷生物柴油涌入欧盟市场，威胁到欧盟生物柴油行业。欧盟生物柴油生产商要求对阿根廷生物柴油进行调查。去年欧盟遵守世贸组织的有关裁决，取消了对阿根廷生物柴油的反补贴关税。自那之后，欧盟生物柴油生产商一直受到廉价阿根廷生物柴油的冲击。欧盟委员会建议的关税从 25%到 33.4%，具体取决于公司。去年 9 月份欧盟取消对阿根廷和印尼的低价生物柴油关税，随后进口激增，迫使欧盟生产商减产。

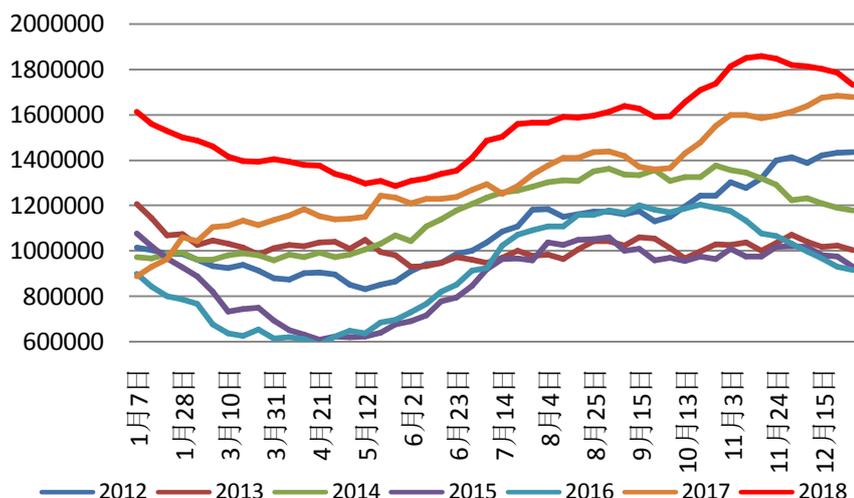
12 月 7 日世界贸易组织（WTO）文件显示，阿根廷已经向世贸组织提起申诉，质疑秘鲁对阿根廷生物柴油出口实施反倾销关税及反补贴关税。阿根廷的申诉显示，阿根廷和秘鲁未能解决 2016 年 10 月份爆发的争端，当时秘鲁对阿根廷生物柴油征收为期五年的关税。

阿根廷这厢中国刚刚同意增加豆油进口量，那边生柴又陷入“反倾销危机”，尽管全球食用油价格低迷，但由于原油价格近期的底部震荡，各国的生柴生产利润空间并不大，而从原料端看，阿根廷的豆油要比欧盟的菜籽油更具价格优势，若欧盟这一政策兑现，预计将缩减阿根廷豆油消费量。而秘鲁的生柴反倾销关税则属于“历史遗留事件”了，无论阿根廷能否申诉成功，都不会对市场有太多影响。

由于我国进口豆油的内外倒挂价差较大，近几年进口豆油量不大，2017 年我国进口阿根廷豆油只有 14 万吨，且目前内外倒挂达到 800~900 元/吨，因此明年二季度前预计不会造成过多的豆油供给增加，但二季度后若进口一旦增加，或对远月的 09 合约构成一定的压制作用。

### 3.2. 国内豆油高库存是硬伤

图 3.2.1：国内豆油商业库存分年度（单位：吨）



资料来源：WIND 南华研究

豆油的高库存一直是制约国内油脂反弹的桎梏，整个下半年这个情况并未得到改观，且有愈演愈烈的趋势。整个下半年豆油的库存一直呈现震荡上行，从年中的 150.17 万吨至年末的 169.5 万吨，整体库存增加了 12.85%，库存的峰值出现在 10 月下旬的 185.77 万吨，加上注册仓单量也是创下了上市以来的新高，因此豆油价格可谓鸭梨山大。而库

存越是增加，下游采购的动作就越谨慎，这样市场就形成了一种恶性循环，终端也不愿意囤积太多的库存。

今年 6 月 22 日至 9 月 5 日的拍卖给市场的负担不小，从拍卖的整体情况来看，进口豆油临储拍卖共计 12 次，计划总拍卖 56.67 万吨，实际成交 12.93 万吨，成交均价为 5000.2 元/吨，成交比例为 20.76%，其中四度流拍，整体成交一般。豆油第三季度的拍卖，给四季度供给增加埋下了隐患，四季度旺季不旺，油脂价格不涨反跌。明年一月预计在春节备货的拉动之下，豆油有望走出一波反弹，但空间和幅度预计都不会太大，毕竟目前豆油依然未能摆脱以底价换需求的境况。只要南美天气在关键生长期不出太多的问题，那么丰产的预期在二季度对豆油的压力更是不言而喻。

### 3.3. 中美 G20 谈判后对豆油价格压制

对于贯穿于全年的中美贸易争端，为不可不提的话题，尽管 12 月 G20 中美两国谈判取得积极进展后，市场的焦点依然围绕在此之上。

从整个下半年中美贸易争端的发展来看，美国 7 月 6 日对 340 亿美元中国产品加征 25% 的关税落地后，对豆油乃至整个油脂板块都没有太多的影响，因基于“买消息卖事实”前提下，市场对此反应较为平淡。

8 月 4 日北京时间凌晨国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。在新增的 25% 的税率细则上，第 77 项初榨豆油的分离品和 78 项精制的豆油及其分离品可看出豆油和豆粕均赫然在列。但此后一个月关于中美贸易争端的消息，尤其是美方于 8 月 23 日在 301 调查项下对自中国进口的 160 亿美元产品加征 25% 关税，互相加税应声落地，之前和当日豆粕不涨反跌，是对贸易争端打持久战的回应。

直到 9 月 12 日美国财政部长姆努钦已向中方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在美国政府对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，豆油也没有反映出太多空头进场。至此可看出，无论是继续加税还是中美有谈判意向，均未能掀起豆油走势的“涟漪”。

直到国家主席习近平 11 月 1 日应约同美国总统特朗普通电话消息传出，特朗普当日表示，期待着同习主席在阿根廷二十国集团领导人峰会期间再次会晤，我们可以就一些重大问题进行深入探讨。美方重视美中经贸合作，愿继续扩大对华出口。当日豆粕夜盘出现大幅减仓跌停，与豆粕不同的是豆油尽管当日价格下滑 2.16%，但市场持续的下滑之后，市场下跌动能减弱。中美关系“破冰”希望大增，对本就供给过剩的豆油市场来说实为雪上加霜。

12 月 1 日中美 G20 会谈结束后，双方同意暂缓加征新关税。美国同意在 2019 年 1 月 1 日暂缓对 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 提升至 25%。中国同意从美国进口大量（数额待定）农产品、能源、工业及其他产品。农产品的进口立即进行。同意立即就关税之外的一系列问题包括强制技术转让、保护，非关税贸易障碍，农业服务业等进行磋商，并在 90 天内达成一致。如不能达成一致，上一项中的 10% 关税将被提升至 25%。

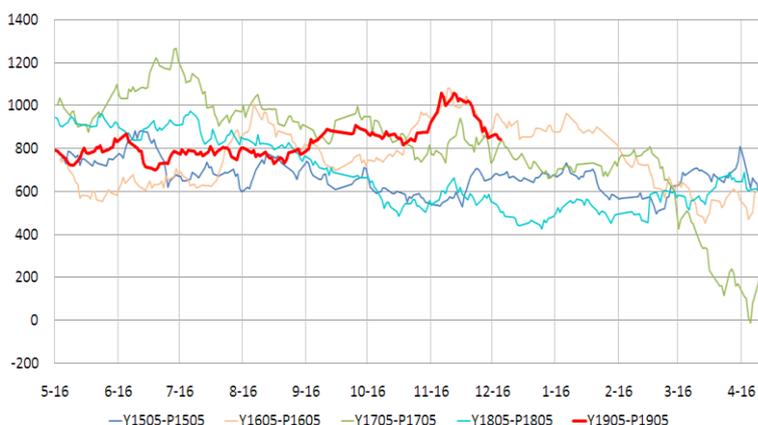
12 月 14 日国务院关税税则委员会今日决定对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税 3 个月，涉及 211 个税目。若大豆不效仿，那美豆的采购也只能作为政治储备需求，少量的被中储粮买走了；若后期若大豆也效仿取消 25% 关税，一是后期国内任何企业都可以随机进口美豆，供给将剧增，不加关税的美豆成本降低了，压榨利润也有空间了，

对于豆粕而言是一记重磅利空，将继续增加后期豆油的价格压力。

我国与美国的贸易摩擦已维持了大半年，到目前 2500 亿美元商品的关税落地，市场心态已经发生了巨大的改变。目前来看中美两国的碰撞绝不仅仅局限于贸易领域，更深层次的，是大国心态的较量，从贸易开始，向其它更广阔的领域蔓延。目前川普的心态跟中期选举之前已经大不相同，要赢得 2020 年大选的连任，就需要交出令民众满意的成绩单，维持股市表现是非常重要的的一环，与中国贸易谈判中为已经受伤的农民争取利益，也是一环。但中美短暂的“谈成了”，不代表长远问题的解决。这是由大国发展的路径决定的，当第二大经济体发展到一定阶段，与第一大经济体的博弈，就会成为一个常态化长期化的问题。如果中方在新一轮谈判中做出的让步不足以满足美方，中美贸易摩擦还将在 90 天后重燃战火。但未来细节达不成共识的可能依然存在，也给了市场多头的想象空间。

### 3.4. 豆棕价差明年上半年先扩后缩

图 3.4.1：豆棕 5 月价差年度对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

豆棕价差 1905 在 2018 年全年均为震荡上行的态势，下半年表现较为明显。下半年因中美贸易争端愈演愈烈，在 11 月前是普遍预期谈和希望渺茫，豆油尽管库存高企，但后续的供给缺口却在支撑价格；而棕榈油由于马来的库存始终是悬在价格上方的达摩利斯之剑，供给压力大于豆油，加上油脂整体底部震荡，但棕榈油最弱，因此理所当然成了套利的空头配置。

整体而言，2019 年豆棕的供给格局不会有太多变化，厄尔尼诺能否成为棕榈油上涨的推手还尚未可知，预计在明年一季度春节备货前豆油走势或强于棕榈油，因此一季度可逢二者价差低位进场做多，目标位 950~1100。二季度开始棕榈油的季节性需求增加，被豆油或其他食用油挤占的空间或得到释放，可择机适度做缩豆棕价差。

### 3.5. 豆油操作策略

中美贸易争端下半年对豆油影响弱化，因市场趋于理性。G20 会议后中国可以重新

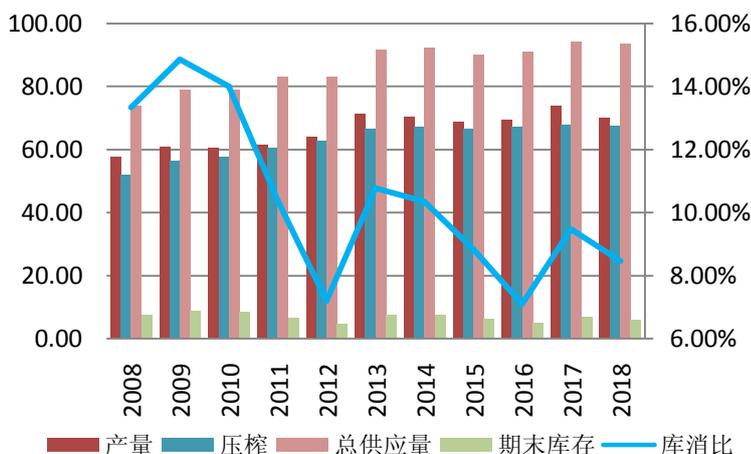
采购美国大豆，这对国内本就因库存压力疲弱不堪的油脂市场可谓是一记重击。尽管国内豆油先前的下跌已经提前部分反应了谈成的预期，市场继续杀跌空间预计不会太大，且年前的备货或对价格有一定的支撑作用，但豆油若真要走出颓势，必须要配合需求的拉动。基于全球经济增速下降，原油萎靡不振，美国大豆难有牛市，对国内豆油的带动力度也非常有限，豆油走出单边行情也较困难，建议投资者一季度可做扩豆棕价差，二季度逢高位做缩价差。

## 第4章 菜籽油行情分析

菜籽油整个下半年的价格大部分时间跟随豆油走势，但整体走势略强于豆油。七月初由于新粮大量上市，价格在 6600 附近震荡走低至 7 月中旬的 6330，下滑了 270 点，随后跟随豆油一路反弹至 8 月下旬的 6840 一线，涨幅逾 8%，在此期间尽管国储拍卖成交一般，但因中美贸易争端的持续，菜油价格也部分反映了市场对后期原料缺口的担忧情绪。随后由于基本面消息清淡，期价进入整理期，在 6600-6800 震荡区间纠结徘徊，期间有两次反弹行情，为中美贸易争端升级和中秋十一的双节备货炒作导致。好景不长，备货炒作结束，10 月上旬双节备货炒作过后，价格开启了缓跌模式直至 11 月下旬，随后由于油粕的历史低位，加上持续的下跌后做空动能减弱，开始有资金关注菜油菜粕比的反弹，加上 12 月 6 日开始孟晚舟在加拿大被拘的事件发酵，中加外交关系一度出现紧张对市场的影响持续，提振价格反弹至 12 月下旬。

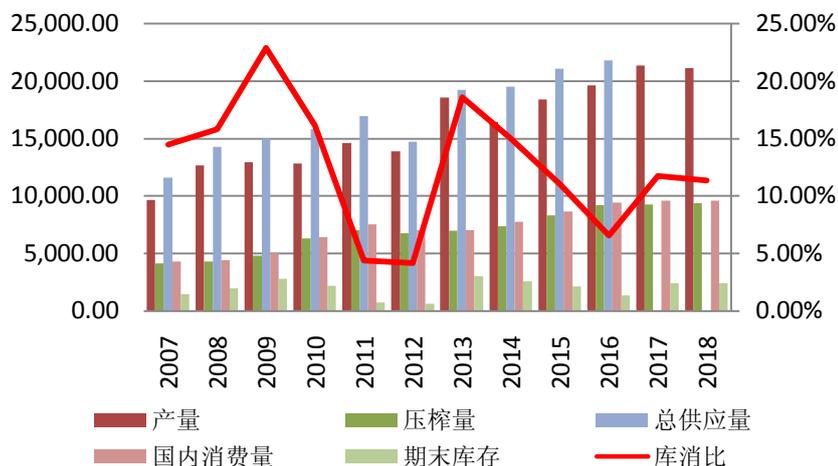
### 4.1. 全球菜籽减产幅度较小

图 4.1.1: 全球菜籽供需平衡表 (单位: 千吨)



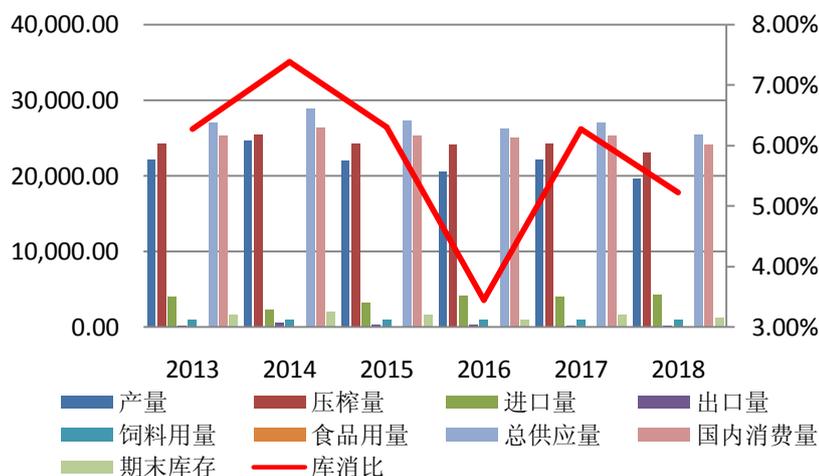
资料来源: 国家统计局 南华研究

图 4.1.2: 加拿大菜籽供需平衡表 (单位: 千吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

图 4.1.2: 欧盟油菜籽供需平衡表 (单位: 千吨)



资料来源: 国家统计局 南华研究

全球菜籽主产前四名分别为加拿大, 欧盟、中国和印度。而加拿大和欧盟的产量就占据了全球产量的 56%。2018/19 由于全球主产国加拿大和欧盟的减产, 在需求增速不变的前提下, 2019 年有望呈现紧平衡的状态。

12 月 7 日, 加拿大统计局 (StatsCan) 发布报告显示, 2018/19 年度加拿大油菜籽产量的最终预估值调低, 2018/19 年度的油菜籽产量最终数据为 2034.3 万吨, 比 9 月份的数据调低 65.6 万吨, 比 2017/18 年度的最终产量数据低了近 100 万吨。

而需求端, 今年 6 月 19 日欧盟达成一项非正式协议, 将在 2030 年前逐步淘汰棕榈油生产的生物柴油; 上文提到的 12 月初建议恢复对阿根廷生物柴油的反补贴关税, 因为大量廉价阿根廷生物柴油涌入欧盟市场, 威胁到欧盟生物柴油行业。这一系列动作若要理解是为了保护欧盟的菜籽油压榨企业, 但是近三年来欧盟的菜籽的饲料用量和出口量基本无明显增长, 并且菜籽油无论从食用还是工业需求均呈现增速变缓甚至负增长的情况。这就说明, 作为菜籽油全球第一消费体, 欧盟已无太多潜力可挖。倒是中国未来菜籽油的消费能力可圈可点。

## 4.2. 加拿大“孟晚舟事件”引发贸易担忧

图 4.2.1：“孟晚舟被拘”事件时间轴

时间	事件
12月6日	加拿大《环球邮报》报道称，某大企业 CFO 孟晚舟被加拿大当局逮捕，理由是“该企业涉嫌违反了美国对伊朗的贸易制裁规定”
12月9日	中财网报导，孟晚舟在加拿大不列颠哥伦比亚省温哥华机场转机被捕后，该省亚洲林业贸易代表团取消了他们的对华行程；加拿大外交部副部长舒加特（Ian Shugart）也推迟了原定于本周对北京的访问。
12月11日	被加拿大拘押的中国公民孟晚舟下午获得保释
12月11日	国际危机组织表示，其东北亚高级顾问、加拿大前外交官康明凯，近日被中国政府拘留
12月11日	继加拿大前外交官康明凯在华被拘后，加拿大公民迈克尔于12月10日，被辽宁丹东市国家安全局依法审查。

资料来源：彭博 南华研究

12月的年终岁尾对全球资本市场可谓是“多事之冬”，除了月初的G20峰会上中美会晤能否达成一致外，中加美的“孟晚舟被捕”时间也吸引了市场的主要关注度。此事一出，美国“长臂管辖”的霸道做法本就争议巨大、饱受诟病，加拿大当局虽一再辩称“是独立的司法行动”，但连一些美国学者都认为，加拿大此举有讨好美国之嫌。此后从事件发生到孟晚舟获得保释，且事情的后续发展影响中加的贸易关系，对后市我国进口菜籽以及菜籽油或有一定影响。

根据彭博社的统计，2015年中国已经超过加拿大，成为美国最大的贸易伙伴。与之相比，中加贸易发展则相形见绌。2015年中加贸易总额仅为502.6亿美元，略高于中美贸易额的1/9。在中国十大贸易伙伴中，加拿大根本排不上号。

在过去10年中，中加贸易额自身的成长幅度，还是非常明显的。目前，中国已成为加拿大第二大出口地和第二大进口来源地。加拿大向中国出口的，不再是当年的小麦，而是变成了植物产品、纤维素浆、纸张以及矿产品等；他们从中国进口的，则主要是机电、家具、玩具、金属及其制品。双方进出口商品的更新换代，还是显而易见的。更重要的是，从能源消耗和环保产业发展来看，中、加经济之间的互补性愈来愈明显，加、美之间的经济冲突越来越频繁。这意味着中加贸易的商机不仅会越来越多，升级的可能性也会越来越大。

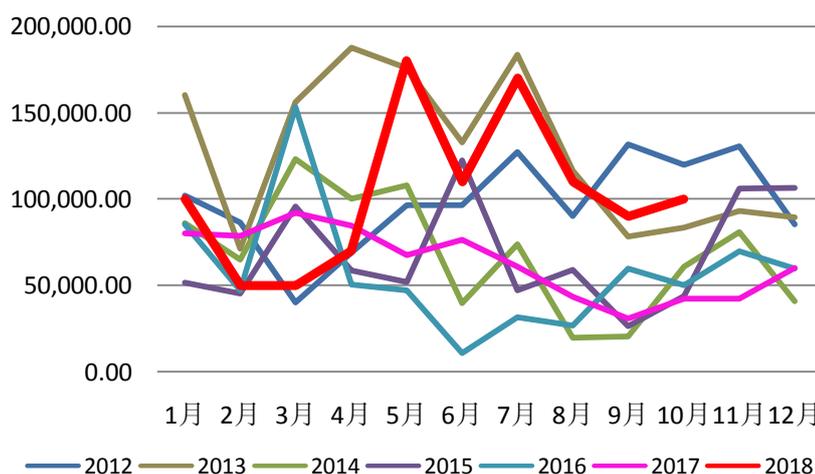
油菜籽和菜籽油是两国农产品贸易的重要农产品之一，近几年中国一直是加拿大菜籽全球最大买方，2017年从加拿大进口量为461万吨，占加拿大全年总出口量的42.71%，占我国总进口量的95%；我国2017年进口加拿大菜籽油66.92万吨，占加拿大总出口的21%，总我国总进口量的88.44%。其实2016年我国曾经一旦想减少家菜籽进口，因当时欧洲黑脚病流行，但之后加拿大总统访华跟习主席提出适度放宽菜籽的进口政策，

国内进口菜籽菜得以正常。预计 2018 我国 90% 以上的菜籽油均为加拿大进口，若中加外交关系继续呈现恶化，势必会影响到两国的外贸关系。短期我国菜籽到港量尚未看出减少，需关注进口的变化。

### 4.3. 国内菜油临储库存寥寥

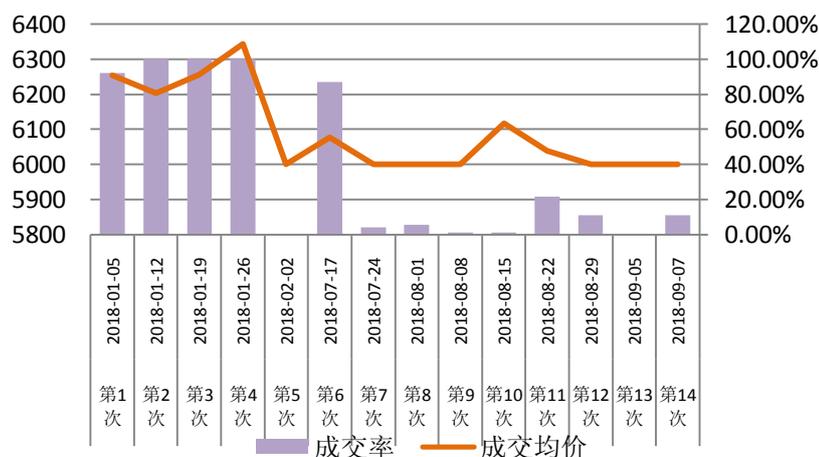
我国菜籽油 2018 年进口激增，据海关总署数据显示，1~10 月进口总量为 103 万吨，同比去年同期的 65.47 万吨增加了 57.32%，这一数据与此前预估大相径庭。因此前预计国内 2018 年进口最多为 100 万吨，但今年的进口超计划，加上菜籽供应的充裕，整体上挤压了价格因减产的升水空间。

图 4.3.2：我国菜油进口量（单位：千吨）



资料来源：中国海关 南华研究

图 4.3.2：菜油 2018 临储拍卖成交价与成交率（单位：左元/吨, 右%）



资料来源：南华研究

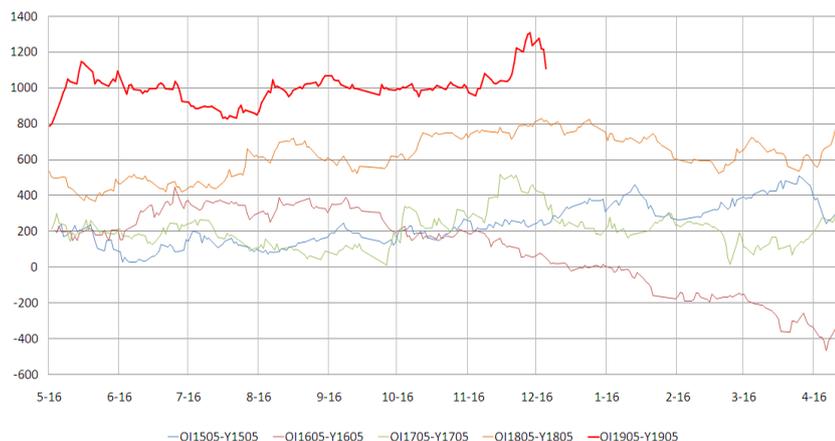
整个 2018 年菜籽油的拍卖共两轮，分别是上半年 1 月 5 日~2 月 2 日的 5 次临储拍卖，以及下半年 7 月 17 日~9 月 7 日的 9 次拍卖。下半年的拍卖 9 次计划拍卖 47.57 万

吨，实际成交总量 7.93 万吨，成交率均值为 15.79%，成交均价为 6025.78 元/吨。从整个下半年的拍卖过程来看，成交量价均远不如年初的拍卖，因年初的拍卖因春节前备货的原因，拍卖量价均较高；而下半年的本就处于油脂需求淡季的三季度，再加上临储豆油的同时拍卖，增加的市场供给更是给本就羸弱的价格打击，因此拍卖成交较为清淡，价格也基本维持在起拍价附近。

但不可忽视的是，由于国储菜籽从 2015 年开始停止收出改为直补，到今年临储菜籽油基本出清了大半，据笔者预估国储库中剩余已不足 20 万吨。因此关于菜籽的政策有两种猜测，一是明年将余下不多的菜油拍卖殆尽，6 月上市的新季菜籽有望收储一部分到临储库中用作储备，那么假如新季菜籽收储量大于 50 万吨（15 万吨菜籽油折合 43 万吨油菜籽），那么意味着明年的供给缺口进一步扩大。若明年拍卖陈菜籽油后国家不准备收储新季菜籽用作储备，那么意味着未来国内菜籽对国际市场的依赖度加大，一旦加拿大新季菜籽受到异常天气或两国外交关系紧张的影响，国内菜籽的低库存效应将被显著放大，2019 年菜油价格预计弹性空间最大，价格有望成为油脂板块最为抗跌的一环。

#### 4.4. 菜豆价差套利机会

图 4.4.1：菜豆期价价差年度对比（单位：元/吨）



资料来源：WIND 南华研究

菜豆油 1905 价差截止 12 月下旬创下了近五年来的新高，年内的最高点为 12 月 13 日的 1306，主要因豆油库存的不断增加，而菜籽油全球减产，供给压力相对较少所致。整体上菜油基本面情况好于豆油，明年价差大概率仍是震荡向上，但不可忽视的是由于二者价差的持续扩大，豆油对菜籽油的需求替代有望缩窄二者价差，可逢二者价差回落至 1000~1050 做扩。

#### 4.5. 菜籽油操作策略

2018/2019 年度由于全球菜籽的减产，全球菜籽和菜油库存均有不同程度下降，不过得益于上一年度的高结转，整体供应并不会很紧张。国内的供给减少，加上年末的中加外交关系呈现紧张，决定了 2019 年菜油价格预计弹性空间最大，有望受到多头资金追捧。

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层  
客服热线：400 8888 910

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元  
电话：021-20220312

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元  
电话：021-50431979

### 普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

### 南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房  
电话：020-38809869

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003  
电话：022-28378072

### 苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825

### 汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话：0754-89980339

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室  
电话：0351-2118001

### 桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层  
电话：0573-83378538

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室  
电话：0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话：0579-89292777

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
电话：0571-83869601

### 绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室  
电话：0577-89971808

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
电话：028-86532609

### 嘉兴营业部

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室  
电话：0573-89997820

### 慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼  
电话：0574-63925104

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88539900

### 青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 大连营业部

**重庆营业部**

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611588

**芜湖营业部**

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002  
电话: 0553-3880212

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路555号交易中心大楼  
三层3232、3233室  
电话: 0580-8125381

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话: 0579-85201116

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公楼  
1405室  
电话: 0791-83828829

**北京分公司**

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802室  
电话: 010-63161286

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路51号15层C室  
电话: 024-22566699

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  
期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

**郑州营业部**

郑州市商务外环路30号期货大厦1306房间  
电话: 0371-65613227

**兰州营业部**

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层001号  
电话: 0931-8805351

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、811室  
电话: 0451-58896600

**深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路4028号荣超经贸中心  
2701、2702室  
电话: 0755-82577529

**深圳营业部**

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室  
电话: 025-86209875

**济南营业部**

济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505  
电话: 0531-80998121

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)