

产量回落难掩消费不振，棕榈油走势难言乐观

中证期货研究部 农产品小组

王聪颖	陈树韦	侯峻
电话：0755-83273347	电话：	电话：0755-83212747
邮件：wcy@citicsf.com	邮箱：chensw@citicsf.com	邮件：houjun@citicsf.com
杨文新	吴向科	
电话：0755-83212744	0755-82537903	
邮件：ywx@citicsf.com	wxk@citicsf.com	

❖ 短期维持弱势振荡，二季度或小幅走高

- 1、马来西亚：棕榈油产量开始回落，但消费进入淡季，去库存化过程缓慢
- 2、中国：港口库存高企，春节后棕榈油消费恐大幅回落
- 3、明年一二季度调准预期强烈，油脂或现小幅上涨

❖ 长期依旧偏空，反弹或在年末

- 1、棕榈油2012年产量预期继续增加至5056万吨，增幅5.48%
- 2、欧盟：印尼和马来西亚发展精炼棕榈油的政策恐导致欧盟限制棕榈油进口保护性措施出台
- 3、中国：食品行业受宏观经济增速放缓影响，产量下滑；地沟油严打工作减少了棕榈油作为散装油勾兑的需求；食用油终端利润降低进一步压制油脂价格
- 4、美国：美豆销售数据不佳库存高企，棕榈油进口受限
- 5、第四季度随着国内宏观经济的好转，消费水平提升或带动油脂走强

❖ 投资策略

我们预计，短期内虽然马棕榈油产量回落，但出口减少导致去库存化过程依旧缓慢，加之国内外宏观环境并不乐观，棕榈油或以弱势振荡为主，投资者可逢高轻仓沽空。从长远来看，随着棕榈油产量再度攀升以及全球经济增速放缓导致消费回落的出现，走势依旧难言乐观；而到了明年年末，随着宏观经济的好转以及消费水平的提升，油脂或能出现一定的反弹。

2012 年度油脂投资策略

目录

一、 产量库存持续走高，棕榈油全年振荡下行	1
二、 油脂供需喜忧参半，经济放缓或致前景暗淡	2
全球棕榈油产量持续攀升，供应充足	2
主要消费国需求不振，消费放缓	4
美国：美豆销售不佳库存维持高位，棕榈油需求量恐继续放缓	5
欧盟：印尼精炼棕榈油出口关税下调，欧盟恐保护国内工厂限制进口	6
三、 经济前景堪忧，国内需求或逐渐回落	7
棕榈油进口量高位回落	7
棕榈油消费趋于缓和	8
食品需求：方便面食品等产量依旧维持高位，但长期恐受经济回落影响	9
食用油需求：油脂压榨利润降低，油厂开工率不足	10
地沟油严打：散装食用油需求受压制	12
四、 统计数据显示油脂延续弱势	12
油脂品种表现弱势	12
豆油棕榈油价差回落，内外价差倒挂仍未解除	13
五、 后市操作建议	14
免责声明	16

产量回落难掩消费不振，棕榈油走势难言乐观

一、产量库存持续走高，棕榈油全年振荡下行

在过去的一年中，油脂油料市场可谓是“跌跌不休”。马来西亚棕榈油 BMD 主力合约在年初由于产量回落大幅上涨之后便进入了漫长的下行轨道，究其原因主要在于两个方面：其一，马来西亚毛棕榈油产量从 2 月份开始持续上涨，供过于求的现象长期存在。其二，欧债危机的愈演愈烈导致全球金融市场动荡，美元飙升引发大宗商品持续走低，拖累油脂油料市场。马来西亚 BMD 毛棕榈油指数全年下跌 18.12%，跌幅仅次于 2008 年金融危机时，而大连期货交易所棕榈油指数全年累计跌幅也已经达到了 18.33%。

图1：棕榈油指数期货价格走势



图2：马棕榈油指数期货价格走势



资料来源：文华财经 中证期货研究部

产量方面，马来西亚从二月份开始毛棕榈油产量便进入上行轨道，从年初的单月产量 109 万吨直至 10 月份的 190 万吨。与此同时，尽管马来西亚毛棕榈油出口量同样大幅攀升至 184 万吨的历史最高水平，还是难掩库存逐渐高企的局面，截至 10 月末马来西亚毛棕榈油库存仍然维持在 210 万吨的高位，连续两个月保持在 200 万吨以上的水平，去库存化过程十分缓慢。从各个机构对于马来西亚和印尼 2012 年棕榈油产量来看，增长势头依然强劲，预期 2012 年马来西亚棕榈油产量将达到 1870 万吨，年比增长 2.74%，印尼棕榈油产量将增至 2480 万吨，增长幅度为 5.08%。

需求方面，在产量持续攀升的同时，对于未来一个年度棕榈油消费的判断并不乐观，主要是对经济增长回落预期的增强。而棕榈油主要消费方向的方便面，糖果，饼干，散装油勾兑等领域的产量和需求量多少会受到经济回落的影响而出现下滑，并且马来西亚和印尼旨在提高国内棕榈油精炼能力而提高毛棕榈油出口关税的政策间接引发欧盟地区对本国生物燃料的保护性措施，限制东南亚棕榈油的进口，对于本就高企的库存而言更是雪上加霜。

尽管下一年度的供需状况并不乐观，但是短期来看似乎并不用过于悲观。最近一段时间，拉尼娜现象导致马来西亚棕榈油的主产地遭受暴雨的袭击，棕榈油产量也开始不断回落。据分析师和当地种植园主预期，11 月份至明年 1 月份平均每个月棕榈油产量下降的幅度都会保持在 10%-15% 左右。而年末这段时间里随着元旦的到来，食品饮料行业的产量提升也能在一定程度上带动棕榈油的走货，对需求产生一定的刺激。

国内方面，我国棕榈油需求状况也并不理想。上半年，限价令的存在使得油脂压榨毫无利润可言，众多油厂停工，内外价差倒挂，棕榈油勾兑需求清淡，而随着原材料价格上涨，终端食品成本高企，利润微薄，严重地打击了食品行业的生产积极性。尽管随着限价令的放开以及各大食品厂商的涨价潮的来临，棕榈油消费逐渐回暖，但是紧接着随着食品安全严打的开展，地沟油查处越来越严格，很大程度上减少了棕榈油作为散装油勾兑的消费用途。与此同时，我国棕榈油港口库存也开始不断高企至 59.2 万吨的水平，内外价差继续大幅倒挂。预计食品安全的查处工作将在未来一年内持续开展，对于棕榈油勾兑需求的抑制作用也会更加强烈。

国际形势上，欧债危机的肆意蔓延也成为压制大宗商品价格走势的重要因素。债务危局使得欧猪五国政坛动荡，领导人交替更换，但是高企的国债收益率仍然表明了悲观的市场预期。早些时候全球六大央行联手向市场注入流动性的举措很难从根本上解决债务问题，而欧洲央行一个月内连续两次降息又令全球商品市场一片恐慌。市场寄希望于最近召开的欧盟领导人峰会，但是更多的分析人士对于结果并不乐观。总而言之，债务问题非一日之寒，解决也不是一朝一夕的事情，所以投资者对于全球商品价格的走强始终显得信心不足。

总体来看，尽管近期马来西亚棕榈油产量回落以及年末备货的增加使得基本面暂时好转，但是宏观环境的悲观氛围特别是欧债危机的愈演愈烈使得油脂市场维持弱势。而从长期来看，2012 年上半年，受制于欧债等宏观因素的影响以及主要消费国需求的减缓，棕榈油的走势同样难言乐观；而到了第四季度，随着宏观环境的转好以及消费水平的提升，油脂或能迎来反弹。

二、 油脂供需喜忧参半，经济放缓或致前景暗淡

全球棕榈油产量持续攀升，供应充足

全球棕榈油产量大幅攀升。马来西亚种植园行业及商品部长今年三月份曾经表示，今年马来西亚棕榈油产量可能从上年的 1700 万吨增至 1760 万吨。而最近，马来西亚棕榈油局 (MPOB) 局长 Choo Yuen May 表示，今年马来西亚棕榈油产量将达到 1830 万吨，因有利的天气条件令产量改善。马来西亚财政部 10 月 7 日在其年度经济报告中表示，受益于大规模的补种，预计明年毛棕榈油产量较 2011 年的预估

2012 年度油脂投资策略

产量1830万吨增长2.2%，至1870万吨。

另一方面，印尼贸易部长今年六月中旬曾表示，印尼棕榈油供应有望保持每年10%到12%的速度增长。2010/11年度（10月到次年9月）印尼棕榈油产量可能达到2,540万吨，高于上年的2,360万吨，因种植面积增长较快。可见，印尼和马来西亚两大棕榈油主产国的产量持续攀升成为压抑棕榈油价格走势的主要力量。

对于2012年棕榈油的产量而言，来自美国农业部的预测数据显示，产量仍处于继续上涨的态势，长期来看棕榈油产量的增加对于其价格的压制作用仍将存在。

图 3：世界植物油年度产量（千吨）

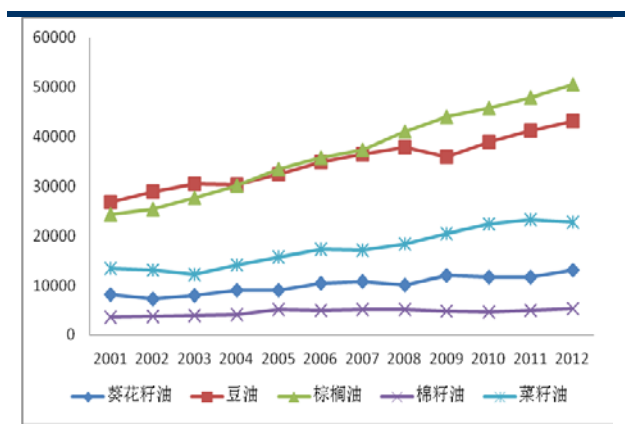
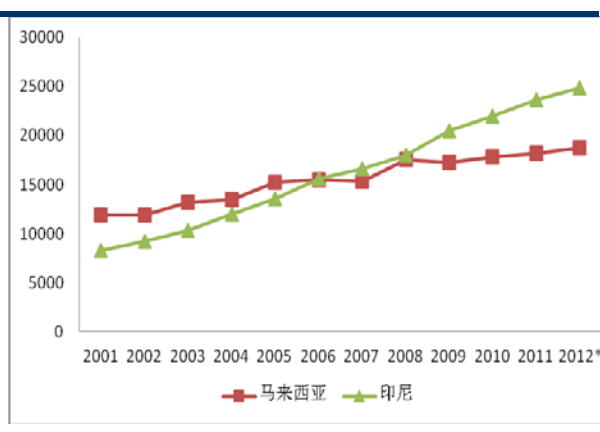


图 4：马来西亚和印尼棕榈油年度产量（千吨）



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

但是，从短期来看，由于东南亚地区拉尼娜气候逐步形成，并可能造成局部地区地区降雨过量进而对棕榈油产量以及运输造成影响，棕榈油产量短期似乎具备回落的可能。从ONI（Oceanic NINO Index）指数来看，当ONI指数大于0.5时，表示厄尔尼诺气候，而当ONI指数小于-0.5时则表示拉尼娜气候。一般而言，拉尼娜气候将引起东南亚地区降雨量超过平均水平，特别是目前季风降雨与拉尼娜气候共振的情况下，马来西亚棕榈油的收获和运输工作都可能被迫中断。以去年为例，从去年9月份开始，ONI指数就一直维持在-1.3~-1.4，彼时马棕榈油单月产量也从去年10月的164万吨一路下滑至今年1月的106万吨。

最新的ONI指数显示为-0.4，从近年历史情况看，当ONI指数为-0.4时，马来西亚棕榈油月度产量将维持在150万吨附近。由于今年前10个月马来西亚棕榈油产量已经完成1572万吨，剩下两个月平均单月产量只需达到134万吨即可完成此前产量预期。从十一月到十二月期间，Johor地区、Pahang地区和沙巴岛等一些油棕榈主产区的降雨量可能比长期平均水平高出20到40%左右。这些地区占到马来西亚棕榈油总产量的60%以上，因此短期马来西亚棕榈油产量下滑之势不可避免。12月14日，马来西亚棕榈油协会数据显示，在收获高峰季节结束之后11月棕榈油产量下降15%，降至163万吨，预计12月份将继续下滑。

总体来看，全球棕榈油产量持续增长的趋势仍将延续，对于棕榈油的价格走势而言，后市并不乐观。但是，短期受到拉尼娜现象的影响，马来西亚和印尼棕榈油产区受到暴雨的影响产量会出现一定

的回落。

主要消费国需求不振，消费放缓

从 2008 年开始，棕榈油就超越豆油成为世界第一大食用植物油。从消费量年度走势图来看，棕榈油的年消费量处于稳步上升，2011 年年消费量预期为 4707 万吨，而 2012 年的预期年消费量为 4947 万吨，同比上涨 5.09%。

图 5 中给出了马来西亚棕榈油月度产量，出口量和库存数据。从图中可以看到，尽管马来西亚棕榈油的产量从 2 月份开始便逐步上升至 10 月份的 190 万吨，但是在消费的拉动下，出口量也达到，从 7 月份开始就一直维持在 150 万吨以上的水平，大大缓解了库存的压力。然而，最近两个月的库存仍旧维持在在 210 万吨以上的水平，而棕榈油已经进入消费淡季，消费恐有回落的趋势，使得本就偏空的供需局面更加堪忧。

据船运调查机构 SGS 最新发布的数据显示，今年十一月份马来西亚棕榈油出口量为 154 万吨。另外一家船运调查机构 ITS 上午表示，马来西亚十一月份棕榈油出口量为 153 万吨，比上月减少了 9%。SGS 的数据显示，今年十一月份马来西亚向中国出口了 361,324 吨棕榈油，相比之下，上月为 366,089 吨。同期马来西亚向欧盟出口了 227,912 吨棕榈油，相比之下，上月为 317,002 吨。而根据马来西亚棕榈油协会公布的 11 月份数据来看，库存下降 1.5%，降至 207 万吨，出口减少 10%，降至 166 万吨，总体来看出口量开始回落。

另外，根据最新得到的消息，船运调查机构 SGS 称，马来西亚 12 月 1-15 日棕榈油出口量为 649,138 吨，较 11 月同期减少 19%。该数据低于市场预期的 700,000-730,000 吨。另一船运调查机构 ITS 今日稍早预估马来西亚 12 月 1-15 日棕榈油出口量较 11 月同期减少 17% 至 668,385 吨。

图 5：马来西亚棕榈油月度出口库存数据统计（千吨）

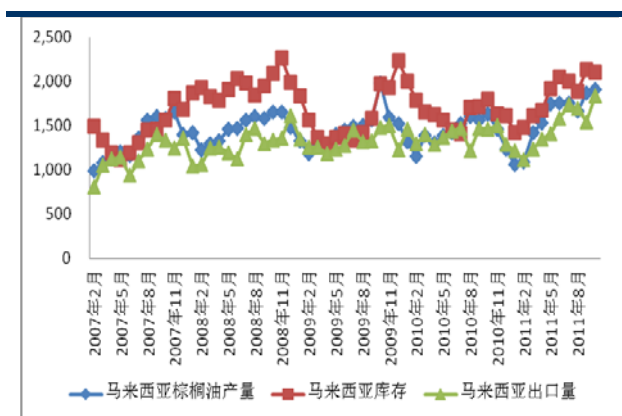
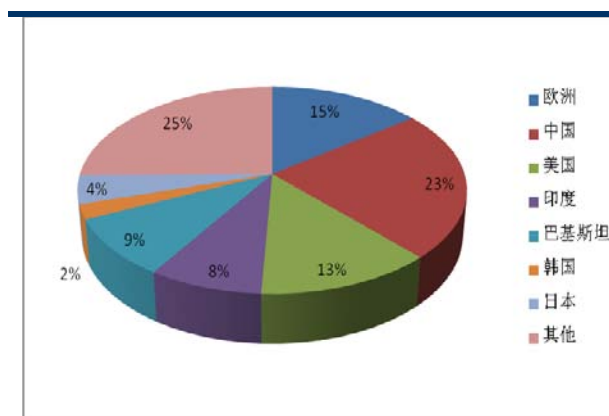


图 6：全球棕榈油消费占比



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

造成棕榈油出口数据下滑主要是由于棕榈油目前进入到了消费淡季，各国进口量逐渐减少所致。然而，放眼 2012 年，棕榈油的消费恐将长期保持低迷的状态。

从图 6 中马来西亚棕榈油出口数据来看，中国，欧盟和美国是棕榈油消费的主要地区。马来西亚棕榈油出口到上述三个国家和地区的占比分别为 23%，15% 和 13%，其次，日本，印度和巴基斯坦等地的进口量也维持在一定的水平。对于中国国内棕榈油的消费情况，受到散装油勾兑减少的影响和对宏观经济预期回落的考虑，会出现一定的回落，我们在第三部分会详细阐述。另外对于美国的消费情况，根据最近 USDA 的库存报告，美豆的库存受到销售状况不佳的影响处于高位，一定程度上对棕榈油的消费产生抑制作用。而欧盟出于对本国生物燃料产业的保护，也有计划减少马来西亚和印尼棕榈油的进口，总体来说，未来的消费状况并不乐观。

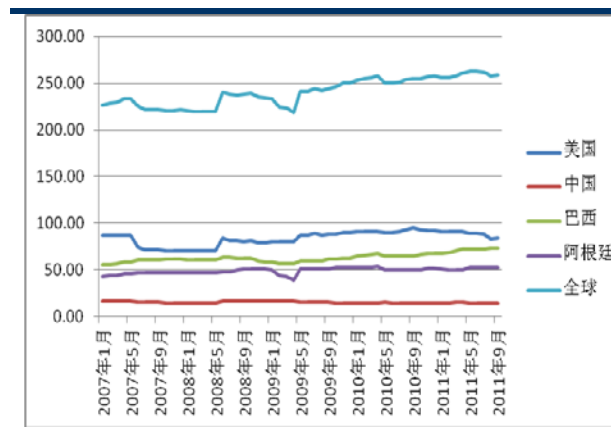
随着出口的回落，去库存化过程变得越发缓慢。更令人担忧的是，从长期来看，由于欧债危机的愈演愈烈，世界各大评级机构纷纷下调了对于 2012 年全球经济增速的预期。随着当拉尼娜现象的影响消散，棕榈油产量再次走高的时候，若疲软的经济形势无法形成对于油脂需求的有力支撑，棕榈油的价格恐更将难以为继。

美国：美豆销售不佳库存维持高位，棕榈油需求量恐继续放缓

图 5：美国大豆单产（万吨/公顷）



图 6：大豆主产国产量数据（百万吨）



资料来源：Wind 中证期货研究部

图5和图6给出了大豆各个主产国今年产量的预期数据，可以看到作为大豆的主产国，美国大豆产量下滑幅度比较大，接近10%的水平。此外，阿根廷和中国受天气和种植面积减少的原因产量均有不同程度的下降。但是由于巴西大豆产量小幅攀升，全球大豆产量预估值维持在25899万吨，与此前估计值26329万吨相比，减少幅度在5%之内，影响并不显著。

11月，美国农业部(USDA)公布最新月度供需预估报告。该次报告市场聚焦于产量预估值和年末库存预估值的调整。且值得注意的是美国农业部一般不会对单产和产量数据进行调整，

2012 年度油脂投资策略

USDA不会在12月报告中对美国谷物产量进行调整,因此此次的预测将是2012年1月12日最终产量报告前的最后一次预测。

根据美国农业部的报告,11/12年度美国大豆单产意外下调至41.3蒲式耳每英亩,较上月预测值下调0.2蒲,较去年下调2.2蒲式耳。如果维系该平均单产,该数字为2003年来最低值。大豆产量同比下滑8.5%至30.46亿蒲式耳,较上月下调0.5%,主要因为单产的小幅下调。收获面积也在上月报告中下调10万英亩至7370万英亩。该数据对比去年大幅下滑,对比上月小幅下调,低于市场平均预期,利多大豆价格。

11/12年度美国大豆期末库存预估值为1.95亿蒲式耳,对比10月报告值1.6亿蒲式耳小幅上调。超出市场平均预期1.75亿蒲式耳。其主要原因是10月份美国大豆销售进度下滑导致出口数据减少0.5亿蒲式耳至13.25亿蒲式耳。该滞销数据未能被环比减产的0.14亿蒲式耳抵消。库存数据考察高于市场预期值和上月环比绝对值,且逼近于去年数值,该库存数据利空大豆期货价格。

大豆单产的意外小幅下调超出市场预期利多大豆价格,但是库存数据的上调幅度较大,将在一定程度上压制大豆价格的继续表现,报告对大豆市场的影响中性偏空。而且,随着美豆库存的不断攀升,美豆油的供应处于相对饱和的状态,美国对于棕榈油的进口量也出现了小幅回落。充足的大豆库存使得豆油价格出现回落,因而棕榈油的价格优势更难以显现,价格也必然会受其所累。

11/12 年度美国大豆单产预估值 (单位: 蒲式耳/英亩) :

2010-11 年度	平均预测	预测区间	USDA10月报告	11月报告
大豆	41.5	40.4-42.2	41.5	41.3

数据来源: Bloomberg USDA 中证期货研究部

11/12 年度美国大豆产量预估值 (单位: 亿蒲式耳) :

2011-12 年度	平均预测	预测区间	USDA10月报告	11月报告
大豆	30.59	29.75-31.1	30.6	30.46

数据来源: Bloomberg USDA 中证期货研究部

11/12 年度期末库存数据 (单位: 亿蒲式耳) :

2011-12 年度	平均预测	预测区间	USDA10月	USDA11月	10/11年度
大豆	1.75	1.50-2.54	1.6	1.95	2.15

欧盟: 印尼精炼棕榈油出口关税下调, 欧盟恐保护国内工厂限制进口

印尼财政部8月15日将毛棕榈油的最高出口关税从25%下调到22.5%,将精炼棕榈油出口关税从25%下调到13%。印尼贸易部还表示,印尼毛棕榈油参考价格将根据鹿特丹、BMD或雅加达交易所的平均价格而定。

11月马来西亚商品部长表示,马来西亚官员建议修正印尼的精炼棕榈油产品出口关税,下调马来

西亚毛棕榈油的出口关税，同时印尼毛棕榈油经由马来西亚港出口可以享受免税出口配额。马来西亚对毛棕榈油出口征收27%的关税，旨在提振国内下游精炼行业。马来西亚精炼商每月还从印尼采购8到10万吨毛棕榈油。而印尼政府8月份上调出口关税制约了毛棕榈油的出口能力，使得马来西亚精炼商的进口成本提高。尽管磋商结果仍无进一步消息，但是马来西亚和印尼棕榈油出口重点将逐步从毛棕榈油转向精炼棕榈油。

然而，据总部设在德国汉堡的行业期刊《油世界》称，印尼下调出口关税，使得棕榈油生物燃料出口更加低廉。欧盟可能减少进口印尼棕榈油生物燃料，旨在保护欧盟生物燃料工厂。欧盟官员表示，欧盟支持提高欧盟生物燃料产量，目前欧盟正在积极建设生物燃料工厂。如果海外竞争过于激烈，那么这些新厂将无法生存。考虑到印尼棕榈油生物燃料比欧洲菜籽油生物燃料便宜22%，因而市场准入条件应该适当的调整。

其实早在三年前，印尼率先将棕榈油生物燃料的出口关税定的比毛棕榈油出口关税还要低，带动了印尼公司生产棕榈油生物燃料，满足欧洲市场需求。近些年随着产量的不断攀升，马来西亚和印尼都寄希望于提升本国精炼行业同时增加棕榈油出口的附加价值，而如果因此而导致欧盟地区出台限制棕榈油进口的保护性措施，则对疲软的供需层面而言更显艰难。

综上所述，短期马来西亚和印尼棕榈油产量将会出现回落，出口量随着年末行情的拉开基本能够维持在高位。另一方面，压榨利润不佳导致美豆库存高企的局面可能对豆油价格产生一定的压制作用，从而影响棕榈油的走势。总体来看，棕榈油在短期将继续维持弱势筑底的格局。

三、经济前景堪忧，国内需求或逐渐回落

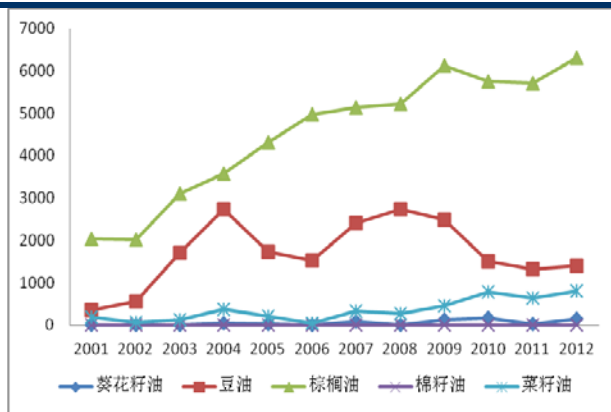
棕榈油进口量高位回落

图7给出了我国食用植物油的年度进口情况。豆油，棕榈油和菜籽油为我国主要三大食用植物油，其中豆油的供应主要以进口大豆压榨为主，每年进口大豆为6000万吨左右，因而豆油进口量相对偏低。菜籽油方面，我国长江中下游地区是菜籽油的主要产区，每年菜籽油的年产量也维持在500万吨左右，基本实现自己自足。而对于棕榈油，由于天气因素的制约，我国棕榈油供应全部依赖进口，且进口量基本保持逐年攀升的状态。从2009年开始，我国棕榈油的年进口量便稳定在600万吨左右的水平，2011年约为571万吨，2012年预估值为630万吨。

我国棕榈油进口主要来自印尼和马来西亚两国，分别占33%和67%。我国本年度棕榈油的月度进口量参照图8所示，由于马来西亚和印尼减产以及我国食用油限价令的存在，第一季度的棕榈油进口量明显偏低，2,3月份仅维持在30万吨左右的水平。而到了7月份以后，受到食用油价格的上涨以及对于双节消费提升的预期，棕榈油的进口量攀升至60万吨左右的水平。10月份随着地沟油严打的开展以及CPI的小幅回落，棕榈油需求出现放缓迹象，再度回落至45万吨左右的水平。

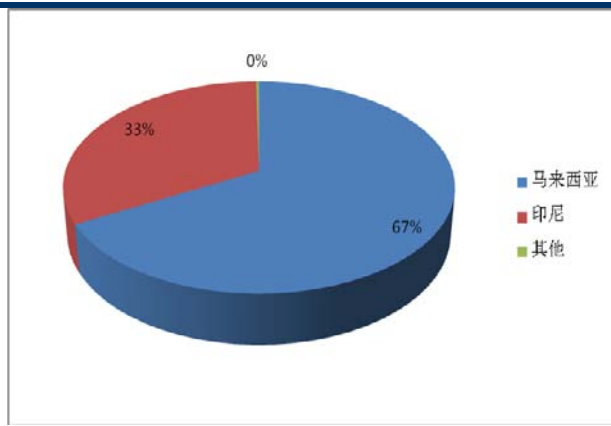
2012 年度油脂投资策略

图 7：中国年度食用油年度进口量（千吨）



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

图 9：2011 年中国棕榈油进口来源分析



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

由于今年我国的春节在2012年1月份，因此，进入12月份以后，由于食品饮料的消费也往往在年底达到峰值，对于原料棕榈油的依赖在年关将至的时候也显得尤为重要。因此，短期对于棕榈油的进口量我们依然持比较乐观的态度。但是，从长期来看，限于地沟油的严打和对经济增长减缓的预期在一定程度上压制了作为散装油勾兑和食品原料的棕榈油的需求量，因此，阴霾并未消散。

棕榈油消费趋于缓和

豆油，棕榈油和菜籽油是我国三大食用植物油，其中豆油消费量每年在1200万吨左右，菜籽油和棕榈油年消费量在600万吨左右。图11给出了三大油脂每年的消费情况预估值，其中2011年棕榈油预计年消费量为579万吨，2012年预估消费量为619万吨。

尽管如此，我们发现，棕榈油明年的消费情况并不乐观。图13给出了我国棕榈油消费的构成，其中方便面和食用油勾兑是棕榈油在我国消费的主要流向，占比分别为28%和27%，饼干糕点糖果等用量总计约占20%左右，工业用途约占比10%左右。因此食用油需求量以及方便面糖果等食品产量将直接决定着棕榈油的终端消费情况。然而，近期地沟油严打力度的加强降低了棕榈油散装勾兑的需求，

图 8：中国棕榈油月度进口数据（千吨）

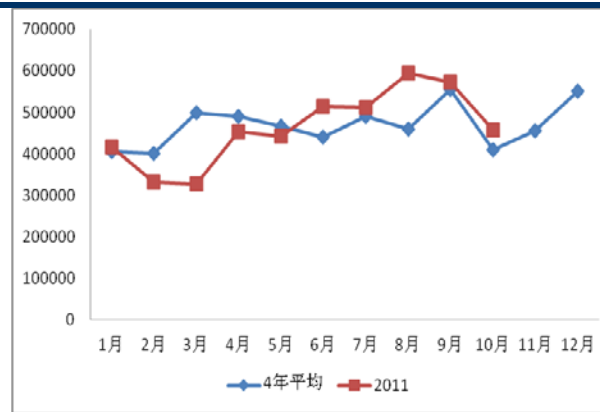
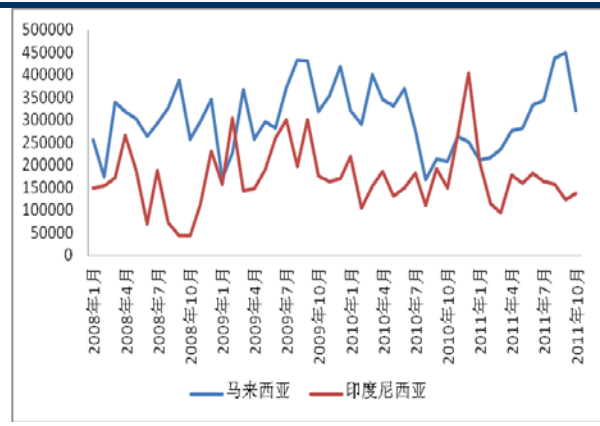


图 10：中国棕榈油月度进口量（马来西亚 V.S. 印尼）



2012 年度油脂投资策略

而明年经济增长预期回落则进一步降低棕榈油作为食用油的需求量。另一方面，尽管目前方便面饼干等食品行业产量同比增长逐月攀升，但是考虑到春节过后的增速锐减，对于棕榈油的强劲需求量恐难维持，而且长期来看也会受到经济回落的影响。因此，对于棕榈油在2012年的整体需求量而言，我们预期供过于求的现象将成为常态。

图11: 中国食用油年度消费数据 (千吨)

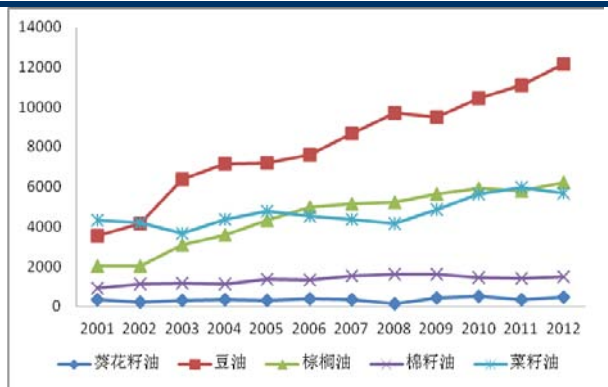
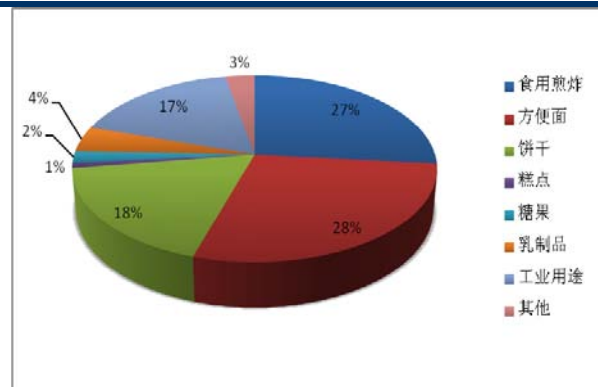


图12: 棕榈油消费分类



资料来源: wind 资讯 中证期货研究部

根据中信证券 2012 年宏观经济报告，明年上半年我国经济总体呈回落态势，而下半年随着年末行情的到来，宏观经济状况将会得到逐渐好转，消费不断走高。而油脂类消费尽管较为刚性，但是食用油，方便面等食品的产量依然会一定程度上受到经济前景的影响。因此，我们预期国内消费真正转好应该出现在明年四季度左右，而前三个季度的缓慢下跌似乎难以避免。

食品需求：方便面食品等产量依旧维持高位，但长期恐受经济回落影响

图17: 我国方便面月度产量数据

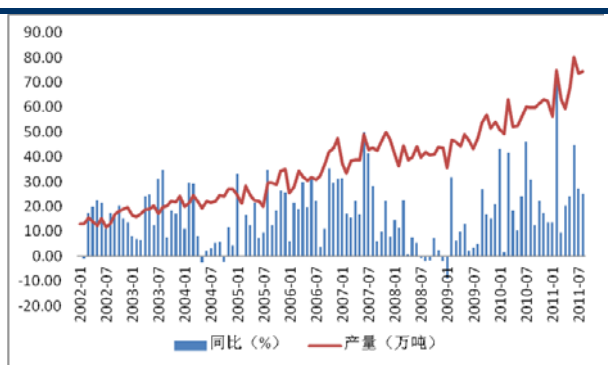
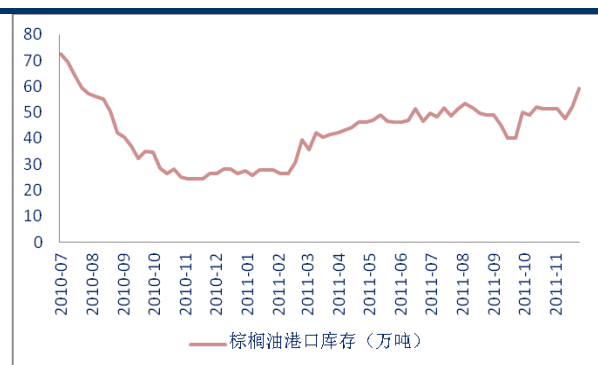


图18: 我国棕榈油港口库存 (万吨)



资料来源: wind 资讯 中证期货研究部

尽管终端食用油价格年内曾现大起大落，但是方便面饼干月饼等食品则出现了量价齐升的局面。从图17中可以看到，我国方便面的产量仍处于不断攀升的状态，最近几个月的同比产量增速一直维持在20%以上的水平。尽管6月份被相关媒体报出塑化剂事件，但方便面的产量并没有受此影响，整个

行业可谓是“红红火火”。

在产量不断增长的同时，方便面的涨价声也不绝于耳。中国市占率最高的方便面龙头企业康师傅近日表示，公司自本月起调涨部分容器面出厂价4.79%，调涨的产品是容器面里的“桶面”，占总销量的30%，每件涨价幅度为0.3元人民币。而后，统一企业中国发言人也表示，基于成本上升，也自日前上调容器面的价格，调涨幅度为每件0.3元人民币。原物料和工资的价格持续上涨使得企业调高了超市以外部分通路的出厂价格，这次“涨价”卷土重来似乎已在意料之中。在大品牌纷纷上调价格的同时，中小厂家的方便面价格也水涨船高，据不完全统计，方便面整体零售价格上涨幅度在10%以上。

除了方便面以外，饼干，糖果，乳制品等其他涉及棕榈油的食物行业产量也纷纷节节高升。最新数据显示，截至10月份我国糖果产量累计为178万吨，同比增长24%，饼干累计生产434万吨，同比增幅同样超过20%。方便面，饼干，糖果等食品类棕榈油消费占我国棕榈油总需求量的50%左右，极大地刺激了棕榈油的需求。

短期来看，随着春节的临近，食品行业的迅猛势头将继续维持一段时间，但是从历史数据来分析，每当春节过后，方便面，饼干等食品类的产量将会出现大幅度的下滑，考虑到油脂生产的备货期需要比春节提前一个月左右，近期棕榈油需求量已经达到或者超过了食品行业用量高峰期，后续去库存化过程会显得更加艰难。图18给出了我国棕榈油港口库存的情况，截至目前我国棕榈油港口库存为59.2万吨，库存高企的局面仍将继续存在下去。

长期来看，由于欧债危机导致各国调低了经济增长预期，尽管我国受欧债的影响较小，但是随着经济增速的回落，对于食品行业的冲击也势必将随着时间的推移而慢慢显现。考虑到方便面等食品类棕榈油用量达到棕榈油总体需求量的48%左右，需求的减少将在所难免。因此，对于2012年整体食品类产量进而对棕榈油需求的判断，我们持总体偏空的观点。在一季度回落后，二三季度会逐渐企稳，而预计随着第四季度宏观环境的转好和年末行情的拉开，或将迎来回升。

食用油需求：油脂压榨利润降低，油厂开工率不足

今年，食用油零售价格可谓是一波三折。年初，在发改委约谈金龙鱼等大型油脂企业后，国内终端食用油价格在“限价令”的淫威下纷纷振荡回落，油脂企业开工率不足40%，油脂压榨行业可谓一片惨淡。

接着，在7月初国家发改委人员辟谣“限价令”前后，国内各大油企掀起了一场轰轰烈烈的涨价热潮。7月12日，北京、济南、重庆等地超市已陆续接到来自鲁花的涨价通知。益海嘉里集团8月2日确认，该公司旗下金龙鱼品牌食用油8月1日起调价，幅度约在5%左右，调价主要品类是豆油、菜油和调和油3个品类。8月中旬，福临门所属的中粮集团相关负责人表示，本月中下旬集团已对福临门大豆油、调和油等几大主力油品进行提价，提价幅度在5%至10%之间，提价通知已经发到全国各大超市。

9月份，随着中秋和国庆双节的到来，各大超市的食用油供货一度出现紧张的局面，部分地区和

2012 年度油脂投资策略

城市甚至出现了食用油限购的政策，这进一步刺激了食用油市场的价格攀升。

图13: 我国食用油人均消费量 (千克)

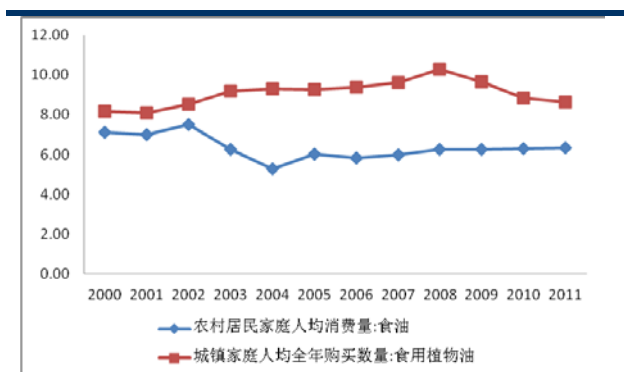
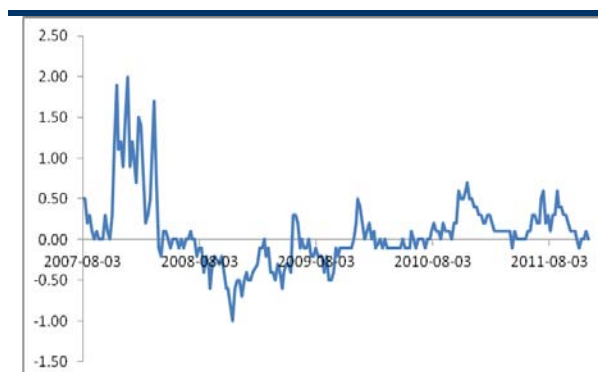


图14: 我国食用油价格周度环比数据 (%)



资料来源: wind 资讯 中证期货研究部

监测数据显示,我国食用油价格从年中以来呈一路上涨的状态,图14给出了我国食用油价格周度环比涨幅数据。6月下旬开始,全国食用油价格持续上涨,7月底开始涨势明显加快,同比涨幅也随之扩大。据商务部门地统计,截至9月底全国食用油价格上涨幅度已超过10%,而从市场上得到的反馈来看,食用油特别是花生油价格上涨幅度已经达到了15%-20%的水平。

然而,好景不长,随着欧债危机拖累全球大宗商品下跌,油脂期货价格带动现货成交价一路下挫。截至目前,我国一级豆油现货价格从9月份的10000元/吨回落至8700元/吨左右,棕榈油价格回落至7600元/吨,菜籽油也跌至万元以下至9800元/吨。而随着现货成交价格的走低,终端食用油价格的涨幅开始出现回落,从10月中旬开始,食用油终端零售价格开始维持在平稳甚至负增长的局面。

图15: 国产大豆压榨利润



图16: 进口大豆压榨利润



资料来源: wind 资讯 中证期货研究部

与此同时,油脂现货价格的回落开始影响到压榨利润的降低。从10月份开始,原本趋于好转的豆油压榨利润再度急转直下,产区大豆压榨利润再度由正转负至-100元/吨左右,而进口大豆压榨利润更是跌至-500元/吨左右的水平,这进一步导致了港口大豆积压严重,油厂开工率普遍偏低。终端食用油利润下降直接导致了棕榈油作为勾兑食用油需求的减少。

地沟油严打：散装食用油需求受压制

9月公安部指挥浙江、山东、河南公安机关破获一团伙生产销售食用地沟油案件。据不法商贩的员工称，地沟油从采集到销售整套下来总成本一般不会超过4000元/吨，而出售价格动辄就在5000元/吨以上，利润相当惊人。目前国内豆油价格在8700元/吨，棕榈油7600元/吨，菜籽油9800元/吨，相比于目前国内主要三大油脂的价格而言，地沟油的销售价格极具吸引力。

11月因“地沟油”事件引发广泛关注，北京等地开始禁止散装油的流通。今年7月，工商部门即向各大农产品批发市场下发通知，要求禁止销售散装食用油并拆除油罐。截至10月底，各商户的油罐已基本拆除完毕，这意味着散装食用油已退出北京市场，目前各家商户的油罐已基本拆除完毕。

目前地沟油主要使用在我国餐饮行业，估计年消费量在300万吨左右，相比于我国食用油消费量1800万吨左右的水平而言可谓影响深远。而随着国家食品安全打击力度的增大，地沟油的制作流通将变得越发困难起来，更多的餐饮企业和零售点选择进口正规食用油，这将极大地刺激我国油脂消费市场。然而，另一方面来看，由于我国棕榈油消费流向的一个很重要的渠道是散装油勾兑，而此次地沟油查处使得散装油转中包装油成本增加，极大地阻碍了棕榈油的勾兑需求。经初步估算，我国每月棕榈油勾兑食用油的总消费量约为15万吨左右，而散装油中棕榈油勾兑的总量约为9.47万吨，约占每月我国棕榈油总消费量的20%左右。因此，棕榈油的勾兑需求将随着地沟油的严打而变得越发萎靡。

四、 统计数据显示油脂延续弱勢

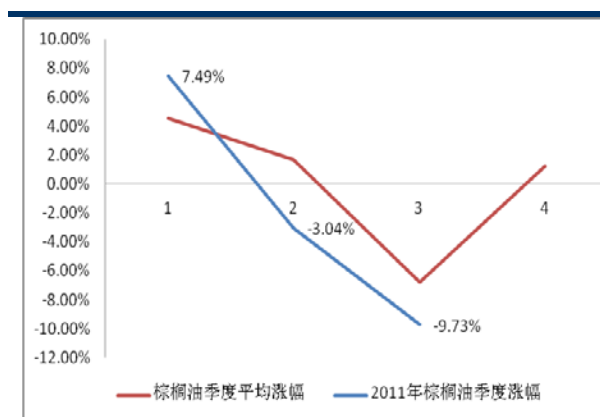
油脂品种表现弱勢

农产品的季节性波动规律相较于其他品种而言特别明显。因为随着产品生长，成熟到投放市场的一系列过程，供求关系层面也在不断地发生着变化，我国油脂类期货合约也存在着明显的季节性走势规律。因此，我们运用统计学的方法，将各个油脂类品种相对于每个月份的走势特征做了详细的统计分析，如下图所示。

图19：棕榈油月度价格波动规律



图20：棕榈油季度价格波动规律



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

2012 年度油脂投资策略

图21: 菜籽油月度价格波动规律

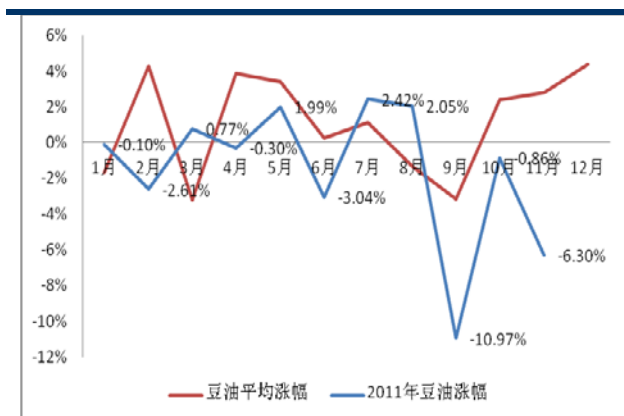


图22: 豆油月度价格波动规律



资料来源: Bloomberg 中证期货研究部

从图19-22中红色曲线的走势中我们可以比较清楚地看到, 油脂类期货合约的价格随着月份的变化有比较一致的走势特征, 在1-3月在经历了农历新年后需求转弱, 价格分别呈现出小幅的下跌; 从4月份开始进入的第二季度随着需求的恢复带动了小幅上涨; 紧接着在8,9月份, 国内油菜籽的压榨结束以及马棕榈油的产量季节性增加而导致供应放大, 期货价格掉头向下, 单月跌幅创全年之最; 然后第四季度随着供应的逐渐萎靡又开始大幅上涨, 单月涨幅均能达到4%左右。

在了解了油脂类合约的季节性走势规律之后我们可以进一步分析今年油脂类合约的走势特征。从图19-22中蓝色曲线我们可以发现, 今年油脂类合约的走势与往年平均水平大致相同, 但走势相对较弱。这主要是由于国家为了维持价格稳定从去年10月份实行了限价政策, 限制国内各个企业小包装食用油价格上涨, 这就导致国内外油脂价格出现不同程度的倒挂, 国内油脂类合约价格也在一定程度上被“压制”住了, 在价格上就表现为上半年涨幅偏低的特点。而另一方面, 第三季度开始蔓延的欧债危机导致全球大宗商品持续下跌, 油脂品种亦被其拖累, 阴跌持续不断。

根据以上分析我们预计, 今年受到政策性限价的出现和欧债危机的拖累, 导致国内油脂类合约走势与往年平均水平相比较为弱势, 尽管往年第四季度大多出现上涨行情, 并且当前棕榈油基本面有趋于好转的迹象, 但是从国内外的宏观环境综合来看, 市场上投资者的信心依旧较弱, 油脂上行空间依旧有限。因此, 我们预计, 短期内油脂合约仍将维持弱势振荡的走势, 棕榈油主力合约将继续在7700-8200一线振荡筑底。

豆油棕榈油价差回落, 内外价差倒挂仍未解除

由于限价令的影响, 从去年十月份以来, 国内棕榈油现货价格偏低, 内外价格严重倒挂。在相当长的一段时间里, 内外价差徘徊在-800元/吨左右的水平。由于终端食用油价格一直低位运行, 国内棕榈油交投价格一直偏低, 严重影响了贸易商的进货热情, 甚至导致很多贸易商由于面临巨大亏损不得不重新洽谈进口合同, 以拖延船期减少损失, 进一步降低棕榈油的进口数量。严重扭曲了市场。

2012 年度油脂投资策略

而尽管10月份随着限价令的取消，棕榈油内外价差曾一度由负转正，达到200元/吨左右的水平，但是随后则继续下探，目前已经达到了-900元/吨左右的历史低位。国内一些分析师经调研表示，造成棕榈油内外价差倒挂的现象主要有两方面。一是国内棕榈油需求较弱。受到地沟油严打事件的影响国内棕榈油勾兑需求出现下滑，导致港口棕榈油出货较为缓慢，这是国内棕榈油现货价格偏低的一个主要原因。另一方面棕榈油的融资功能维持着内外价差倒挂的局面。由于国内银根收紧，棕榈油船期短周期短的融资特点进一步显现出来，而具有海外种植园的企业采用外卖内买的方式来控制原料成本在一定程度上也支撑着大幅倒挂的价差。总体来说，尽管内外价差出现大幅倒挂的局面，对于国内棕榈油期现价格的关联性并不明显。

图23：我国棕榈油内外价差（元/吨）

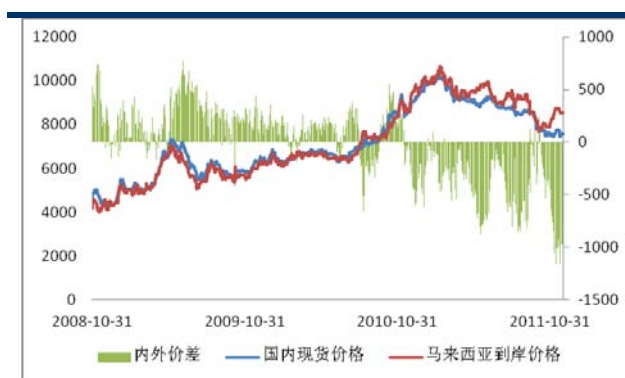
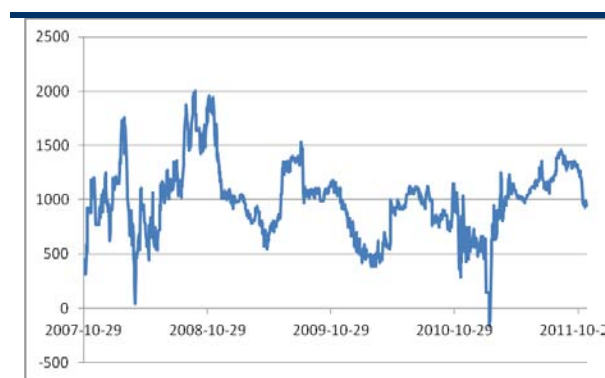


图24：豆油棕榈油价差（元/吨）



资料来源：Bloomberg 中证期货研究部

豆油棕榈油价差从高位回落至平均水平。图18给出了国内豆油和棕榈油主力合约期货价格价差走势图，近五年二者的价差平均值维持在970元/吨左右，此前二者价差却一直在1400-1500元/吨附近徘徊，棕榈油对豆油的价格大幅度偏离，而经过了前期棕榈油的上涨，二者之间的价差基本已经得到修复，回到970元/吨附近。价差的回归意味着油脂间的后市走势将愈发地趋于一致，短期棕榈油上涨的动力基本消耗殆尽。

五、 后市操作建议

棕榈油方面，尽管马来西亚毛棕榈油产量已经出现回落的迹象，但是受到消费不振以及欧债风波的影响，期货价格上并没有明显变动。而随着前期豆油棕榈油价差的修复，短期上涨因素仍然更为匮乏，目前仍以继续在7700-8200点一带筑底振荡为主。对近期欧盟峰会的救助机制我们持比较悲观的态度，而欧洲央行一个月内连续两次降息更是让市场面临再度下探的风险。

介于市场的信心尚未恢复，建议投资者近期以观望为主，短期可适当逢高轻仓沽空，待到明年二季度左右，伴随着国内存款准备金的继续下调或能出现短期的上涨，但第三季度油脂的产量增加仍是困扰上行的重要阻力，而随着宏观经济的好转和年末行情的拉开，反弹或要等到明年第四季度才能出现。

图25: 棕榈油价格走势 (元/吨)



图26: 菜籽油价格走势 (元/吨)



资料来源: Bloomberg 中证期货研究部

菜籽油方面, 价格走势如图20所示。由于我国对于菜籽油采取收储政策, 介于2.3元/斤的收储价格, 菜籽油实际成本在10300元/吨左右, 因此前期菜籽油价格一直维持在10300元/吨上方。尽管随后由于欧债问题的拖累下挫至目前的9300点一线, 但走势依然较为平稳。对于菜籽油后市, 由于成交量较小, 投机交易比例较低, 走势上仍将主要以跟盘为主, 振荡幅度较小。我们建议投资者持谨慎的态度, 以观望为主。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司 2011 版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场二期 14 层

邮编：518031

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道
1777 号东方希望大厦 9 层 H 室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 14 号
顺驰第一国际 18 层 1803 号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连
国际金融中心 A 座期货大厦 2508 室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路 6 号
世贸中心 B 座 105 室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路 515 号
国信大厦 11 楼 1117 室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街
8 号国际财源中心 A 座 8 层 801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999