

## 多重利好显现，油脂上涨驱动强

混沌天成研究院

农产品组

联系人：朱良

☎：15618653595

✉：zhuliang@chaosqh.com

从业资格号：F3060950

投资咨询号：Z0015274

联系人：汪雅航

☎：18616579812

✉：wangyh@chaosqh.com

从业资格号：F3077656

### 观点概述

本周回顾：由于MPOB报告显示超低库存，USDA月度报告下调单产和期末库存，给予油脂上涨动力，同时特鲁多不当发言使得市场重新担忧中加关系，使得菜油涨势迅猛，叠加超低库存支撑，整体来看油脂底部逐步抬升。

产量：马来10月棕榈油产量为172万吨，环比下降8%，SPPOMA称11月前10日马来棕榈油产量相比10月同期下降11.88%，减产延续，马棕供应减少；印尼9月产量为519万吨，环比增加8%，预计10月达到产量峰值；美豆收割进度良好，上周收割率为92%，不及市场预期的94%，但仍高于去年和五年均值，存在供应压力，USDA在本月供需报告中，将单产下调至50.7蒲/英亩，期末库存1.9亿蒲，库消比低至4.2%。

需求：马来10月出口棕榈油167万吨(+3.7%)，ITS和AmSpec两大机构数据显示，马来棕榈油11月前10日出口量环比下降17-19%，9月印尼棕榈油出口276万吨(+3%)；近期我国从美国进口大豆的数量有所减少，本周国内大豆压榨212万吨，处于历史同期最高位，豆油供应充足，同时收储支撑，表需较好。

库存：10月底马来棕榈油库存为157万吨，环比下降9.2%，处于超低位，预计11月马棕产量和出口量均不及预期，年底库存恐不及180万吨，印尼进入增产周期，9月库存为534万吨，印度9月底油脂库存下降明显，补库需求较强，我国上周三大油脂总库存降至183万吨(-4.6%)，维持低水平，其中棕榈油库存降幅明显(-9.6%)，豆油下降2.6%至121.84万吨，菜油库存下降6%。

### 策略建议：

当前马来疫情严重、降水偏多，马棕产量恢复难，出口良好，预计年底库存维持低位，叠加印尼高库存，整个产区库存依然压力不大，后期库存增加速度慢，现南美大豆播种进度赶上，但阿根廷产量担忧犹存，支撑植物油价格，但欧美疫情加剧、美国大选给进口带来的不确定性短期都有可能打压盘面，但整体来看，油脂向上驱动较强，供应格局偏紧，预计中长期还将上行。

### 风险提示：

疫情影响、南美天气、马棕产量、中美关系、中加关系

混沌天成期货研究院



## 棕榈油

### 一、供应

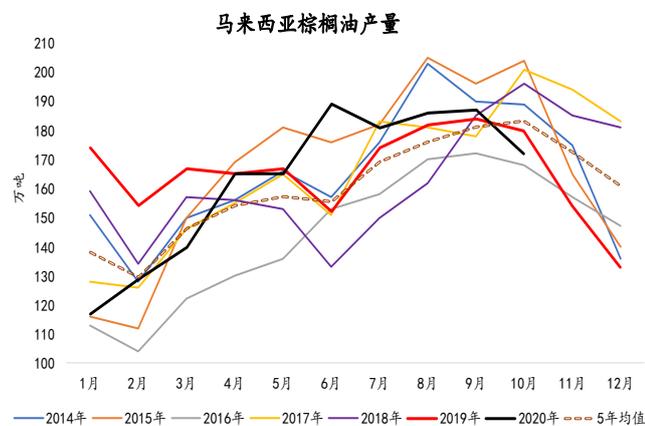
#### 1、马来西亚 - 四季度产量恢复放缓

MPOB 数据显示，马来 10 月棕榈油产量为 172 万吨（-7.75%），SPPOMA 称 11 月前 10 日马来棕榈油产量相比 10 月同期下降 11.88%，降幅明显高于前 5 日（-3.91%），单产降 12.51%，出油率增加 0.12%，加强产量无法恢复的预期。由于马来疫情再次爆发，当前沙巴州为马来疫情最严重的州，且尚未看到拐点，政府继续对其执行严格的管制，同时种植园和油厂实施管控措施，使得该州棕榈油产能减半，沙巴每年产量约占全国总产的 25%。同时因为降水过多和劳动力短缺，使得当值棕榈油产出旺季或造成 30% 的损失，若马来政府将无证移民合法化，后期将影响棕榈油供应，需关注相关政策。本月 USDA 预计 2020/21 年度马来棕榈油产量为 1990 万吨，印尼产量为 4350 万吨，均与 10 月预测值一致。

#### 2、印度尼西亚 - 天气影响产量恢复

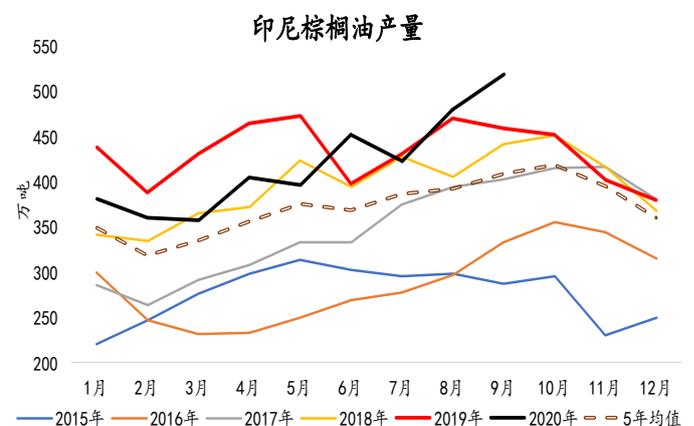
GAPKI 月度数据显示，印尼 9 月棕榈油产量为 519 万吨，环比增长 8%，为近六年最高位。印尼并未像马来一样出现劳工短缺问题，预计 10 月达到今年产量高峰，2021 年毛棕产量环比增长 11%。近期受拉尼娜影响，东南亚降水较多，短期内洪水影响可能会造成产量下降，支撑棕榈油价格，但长期来看，将改善土壤湿度利于明年棕榈油的产出。

图表 1：马来西亚棕榈油产量（黑色虚线为预测值）



数据来源：MPOB, 混沌天成研究院

图表 2：印度尼西亚棕榈油产量



数据来源：GAPKI, 混沌天成研究院

### 二、需求

#### 1、产地出口 - 10 月出口上升

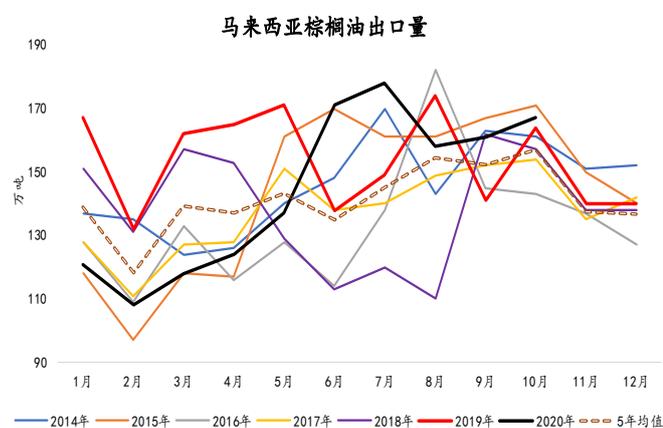
船运调查机构 ITS 公布的数据显示，马来西亚 11 月 1-10 日棕榈油出口量为 42.8 万吨，较 10 月同期出口下降 19.1%，其中向印度及次大陆出口 8.3 万吨，较上月同期的 16.7

万减少近一半，向中国出口 10.3 万吨，增长 76.3%，向欧盟出口 7 万吨，环比下降 3%。独立检验公司 AmSpec 称马来 11 月前 10 日出口棕榈油 44.4 万吨，环比减少 17.1%，其中降幅最大的为毛棕榈油，降至 10.2 万吨(-53%)，出口 24 度棕榈油 17.6 万吨(+30%)，44 度棕榈油 3.4 万吨(+47.7%)。预计 11 月马来棕榈油出口量低于 10 月。

目前印尼生柴消费并不理想，能源部工作人员称，1-9 月印尼利用棕榈油生产的未掺混生物柴油消费量为 617 万千升，预计难以完成本年度消费目标 960 万千升。惠誉评级表示，印尼今年可能无法实现生柴强制掺混目标，2021 年生柴需求和毛棕出口费用前景也不明确。

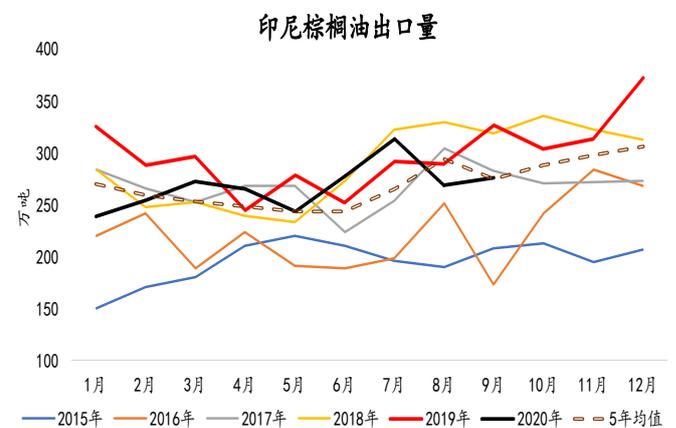
GAPKI 工作人员表示，2020 年印尼棕榈油出口量较去年同期的 3063 万吨下降 18.6%至 2492 万吨，并称若明年全球经济复苏，印尼植物油出口将达 3300-3500 万吨。

图表 3：马来西亚棕榈油出口量



数据来源：MPOB，混沌天成研究院

图表 4：印度尼西亚棕榈油出口量



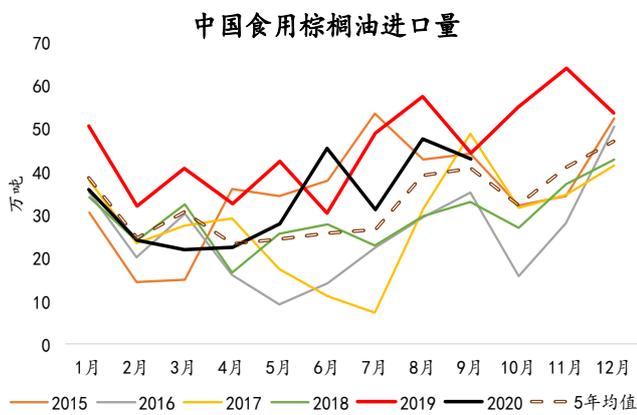
数据来源：GAPKI，混沌天成研究院

## 2、进口：

### a) 中国 - 10 月棕榈油需求回落

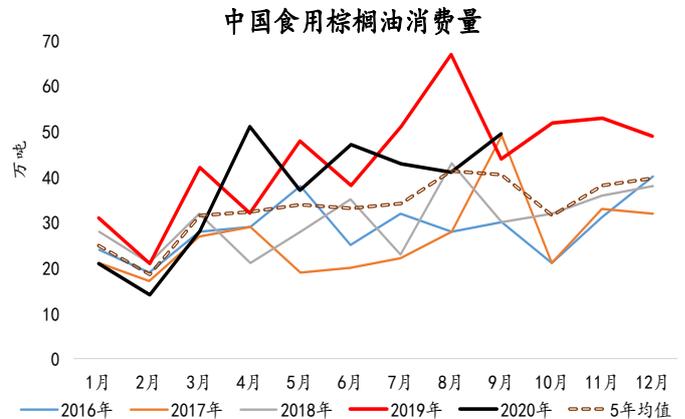
由于需求下滑，9 月我国棕榈油进口量为 57.5 万吨，比 8 月的 67.8 万吨减少 15%，其中进口食用棕榈油 43 万吨，环比下降 9.7%，进口工业棕榈油 14.6 万吨，较上月下降 28%。9 月我国从印尼进口 33 万吨，多于从马来进口的 24.5 万吨。国家大力提倡“节约粮食”，同时小部分地区疫情反复，冬季棕榈油需求减弱，估计 10 月食用棕榈油进口量与 9 月持平。9 月国内食用棕榈油表观消费为 49.5 万吨，高于 8 月的 41.1 万吨，预计 10 月国内棕榈油消费量在 43 万吨左右。

图表 5: 中国食用棕榈油进口量



数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 6: 中国食用棕榈油月度表观需求

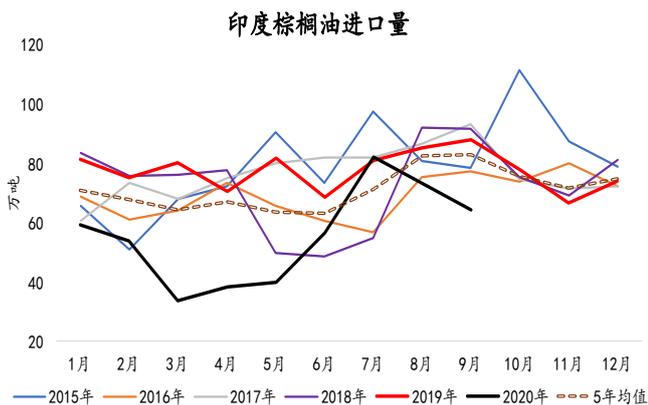


数据来源: 混沌天成研究院

b) 印度 - 10月进口预计增加

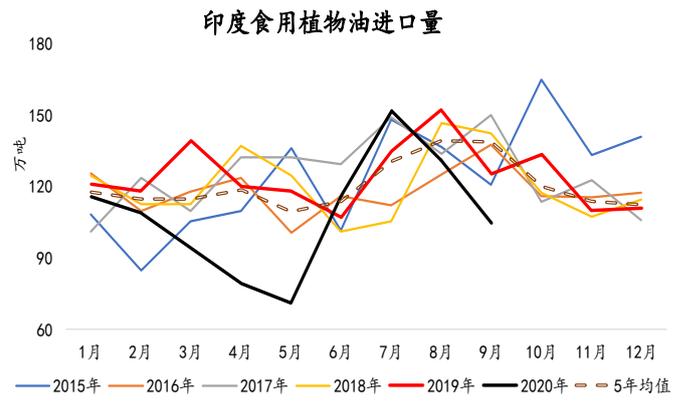
受疫情影响, 酒店和餐馆的需求减弱, 印度9月食用油总进口量为 104.4 万吨, 环比降 20.2%, 同比下降 16.8%, 其中棕榈油进口量为 64.4 万吨, 环比下降 12.3%, 同比降 26.8%, 植物油和棕榈油累计进口量保持近五年同期最低值。由于近两月的节日需求和上月底油脂的超低库存, 预计 10 月补库需求大, 约为 80 万吨, 环比增加约 20%, 食用油进口量可能升至 130 万吨, 较上月上升 22%。SEA 称因为疫情, 印度本年度食用油进口量预计为 1350 万吨, 较去年下降 9.4%。

图表 7: 印度棕榈油进口量



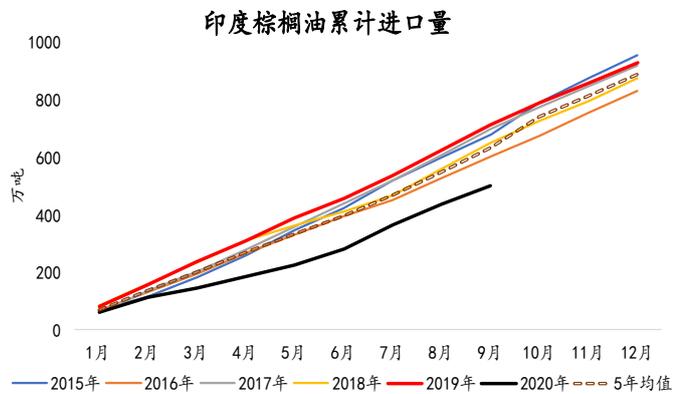
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 8: 印度食用植物油进口量



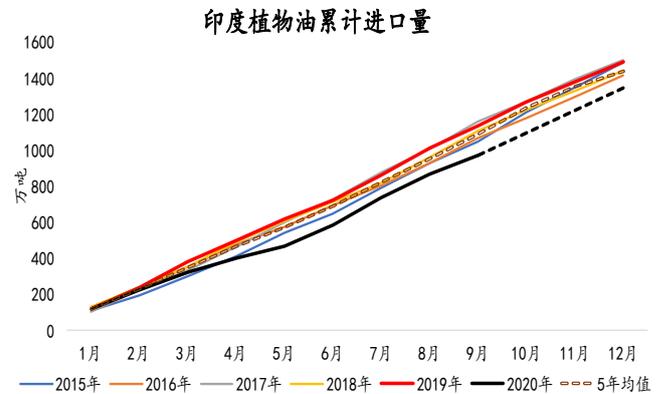
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 9：印度棕榈油累计进口量



数据来源：SEA，混沌天成研究院

图表 10：印度植物油累计进口量(黑色虚线为预估)



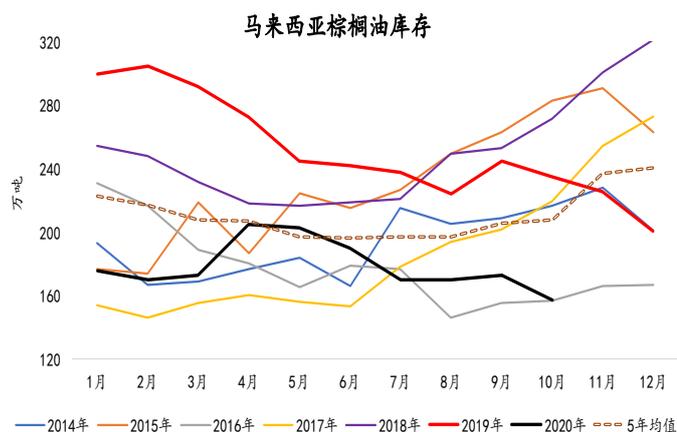
数据来源：SEA，混沌天成研究院

### 三、库存

#### 1、印尼和马来 - 马棕库存预期锐减

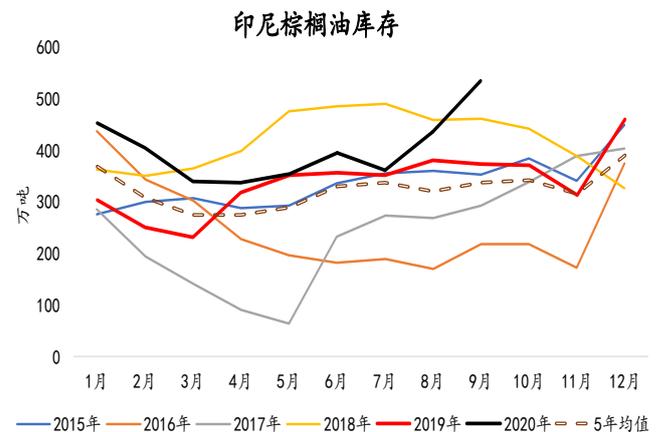
MPOB 数据显示马来 10 月底库存为 157 万吨，环比下降 8.63%，符合市场预期但偏低。现在看来 2020 年底库存难以超过 180 万吨，需关注马来疫情和劳工相关政策。印尼增产较为顺利，库存 9 月底升至 534 万吨，增幅较大，但产地库存总和不算高，持续关注东南亚降水和疫情状况。

图表 11：马来西亚棕榈油库存(黑色虚线为预测值)



数据来源：MPOB，混沌天成研究院

图表 12：印尼棕榈油库存



数据来源：GAPKI，混沌天成研究院

图表 13: 10 月 MPOB 数据预测值与真实值 (单位: 万吨)

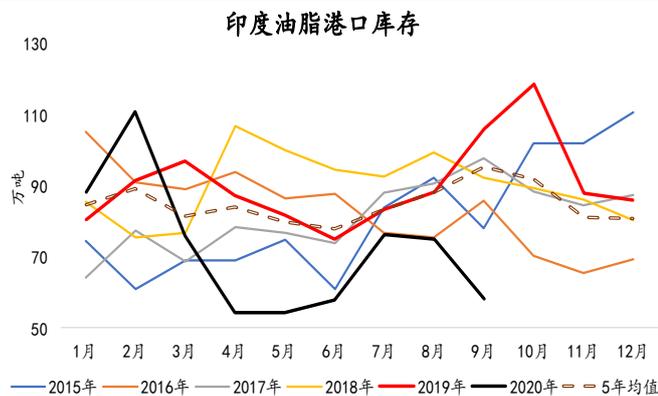
单位: 万吨	CIMB 预期	路透预期	彭博预期	MPOB 10 月	MPOB 9 月
产量	176 (-6%)	177 (-5.6%)	176 (-6%)	172	186.9
进口	5	5	5	4.5	4.8
出口	169 (+5%)	170 (+5.5%)	170 (+5.5%)	167	161
国内消费	25	28.3	26	25.5	28.6
库存	159 (-8%)	156 (-9.8%)	158 (-8.4%)	157	172.5

数据来源: CIMB, 路透, 彭博, MPOB, 混沌天成研究院

### 2、印度 - 库存下降明显

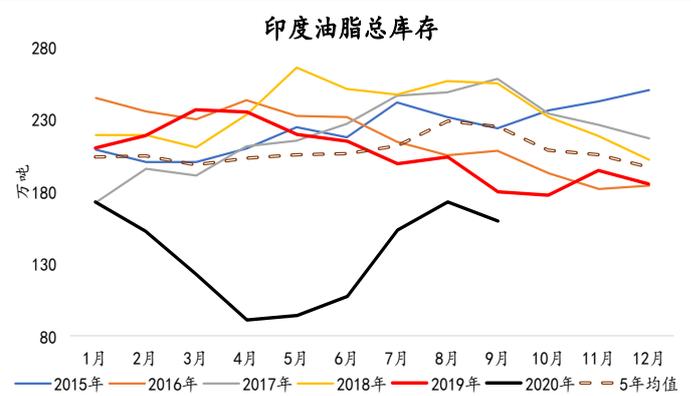
由于 9 月印度油脂进口量少, 而消费并未明显减弱, 9 月植物油总库存显著降至 160.2 万吨, 较 8 月下降 7.5%, 其中港口库存为 58.2 万吨, 环比下降 22.5%, 总库存和港口库存较往年处于最低位。现印度并没有因疫情而减少油脂消费, 9 月进口量远不及前两月, 从印度进口马来棕榈油数据来看, 当前采购量高于上月, 预计 10 月库存上升速度较慢。

图表 14: 印度油脂港口库存



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 15: 印度油脂总库存(含港口库存和管道库存)

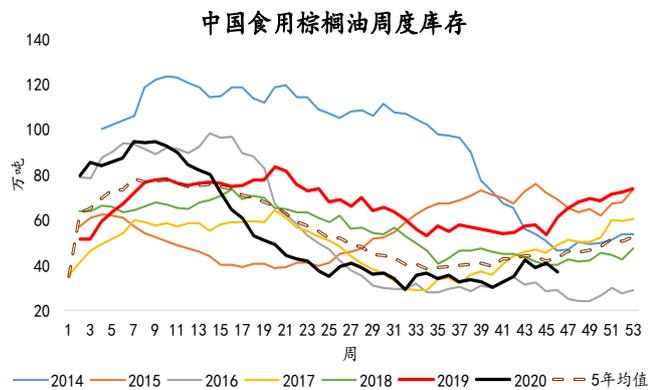


数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

### 3、中国 - 库存下降

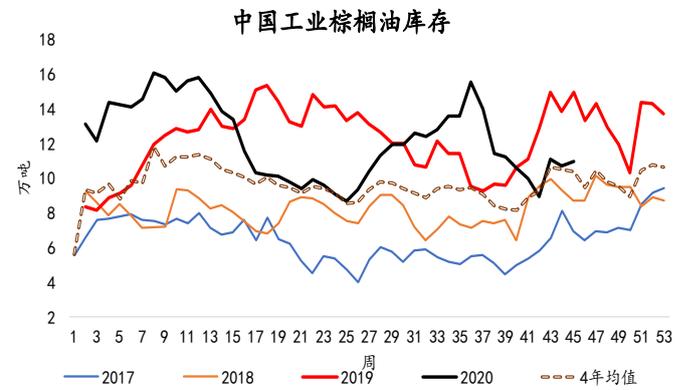
截至 11 月 8 日, 我国棕榈油食用库存为 36.97 万吨, 环比下降 9.6%, 工棕库存升至 万吨(+), 现食用库存处于历史低位, 当前我国供需双双减弱, 预计库存回升速度比较缓慢。同时我国豆棕菜三大油脂食用总库存继续下降至 183.04 万吨, 环比下降 4.6%, 远不及 5 年同期均值。

图表 16: 中国食用棕榈油周度库存



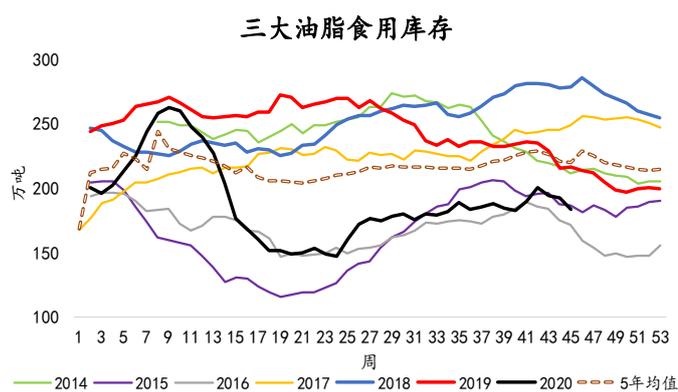
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 17: 中国工业棕榈油周度库存



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 18: 中国豆棕菜三大油脂食用库存



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

## 四、供需平衡

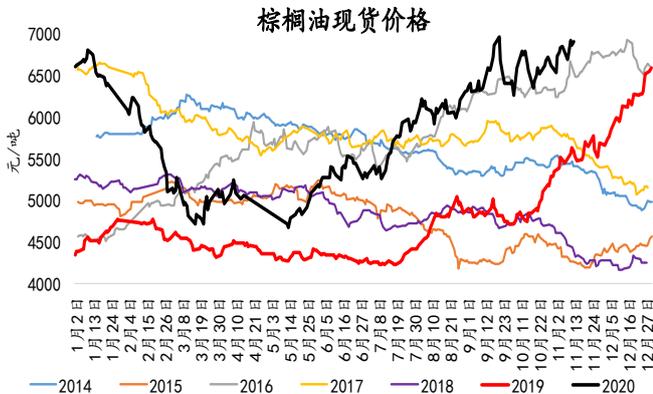
图表 19：中国棕榈油月度供需表（万吨）红色为预估

食用棕榈油（万吨）							工业棕榈油（万吨）							总计棕榈油（万吨）												
时间	期初库存	进口量	进口同比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存	时间	期初库存	进口量	进口同比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存	时间	期初库存	进口量	进口同比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存
2017年8月	33.0	31.0	0.1	64.0	28.0	0.0	3.0	36.0	2017年8月	5.6	10.4	0.0	16.0	16.2	0.2	-5.8	5.4	2017年8月	38.6	41.4	0.0	80.0	44.2	0.1	-2.8	41.4
2017年9月	36.0	49.0	0.4	85.0	49.0	0.6	0.0	36.0	2017年9月	5.4	19.9	0.5	25.3	25.6	1.0	-5.7	5.1	2017年9月	41.4	68.9	0.4	110.3	74.6	0.7	-5.7	41.1
2017年10月	36.0	32.0	1.0	68.0	21.0	0.0	11.0	47.0	2017年10月	5.1	16.4	0.5	21.5	20.5	0.4	-4.1	6.2	2017年10月	41.1	48.4	0.8	89.5	41.5	0.2	6.9	53.2
2017年11月	47.0	35.0	0.3	82.0	33.0	0.1	2.0	49.0	2017年11月	6.2	19.9	0.2	26.1	25.5	0.7	-5.5	6.8	2017年11月	53.2	54.9	0.2	108.1	58.5	0.3	-3.5	55.8
2017年12月	49.0	42.0	-0.2	91.0	32.0	-0.2	10.0	59.0	2017年12月	6.8	15.0	-0.1	21.8	20.4	0.6	-5.4	8.2	2017年12月	55.8	57.0	-0.2	112.8	52.4	0.0	4.7	67.2
2018年1月	59.0	34.0	-0.1	93.0	28.0	0.3	6.0	65.0	2018年1月	8.2	12.7	-0.2	20.9	20.6	0.3	-7.9	8.5	2018年1月	67.2	46.7	-0.1	113.9	48.6	0.3	-1.9	73.5
2018年2月	65.0	24.0	0.0	89.0	21.0	0.2	3.0	68.0	2018年2月	8.5	13.3	0.3	21.8	23.0	0.4	-9.7	7.4	2018年2月	73.5	37.3	0.1	110.8	44.0	0.3	-6.7	75.4
2018年3月	68.0	33.0	0.2	101.0	32.0	0.2	1.0	69.0	2018年3月	7.4	15.3	0.5	22.7	21.1	0.2	-5.8	8.9	2018年3月	75.4	48.3	0.3	123.7	53.1	0.2	-4.8	77.9
2018年4月	69.0	17.0	-0.4	86.0	21.0	-0.3	-4.0	65.0	2018年4月	8.9	14.4	0.1	23.4	24.7	0.2	-10.3	7.5	2018年4月	77.9	31.4	-0.3	109.4	45.7	-0.1	-14.3	72.5
2018年5月	65.0	26.0	0.4	91.0	28.0	0.5	-2.0	63.0	2018年5月	7.5	15.1	0.3	22.6	21.7	0.1	-6.6	8.5	2018年5月	72.5	41.1	0.4	113.6	49.7	0.3	-8.6	71.5
2018年6月	63.0	28.0	1.5	91.0	35.0	0.8	-7.0	56.0	2018年6月	8.5	10.7	0.0	19.2	19.3	0.1	-8.6	8.4	2018年6月	71.5	38.7	0.8	110.2	54.3	0.5	-15.6	64.4
2018年7月	56.0	23.0	2.3	79.0	23.0	0.0	0.0	56.0	2018年7月	8.4	13.7	0.1	22.1	23.3	0.4	-9.6	7.2	2018年7月	64.4	36.7	0.9	101.1	46.3	0.2	-9.6	63.2
2018年8月	55.0	30.0	0.0	85.0	43.0	0.5	-13.0	43.0	2018年8月	7.2	11.7	0.1	18.9	19.0	0.2	-7.3	7.2	2018年8月	63.2	41.7	0.0	104.9	62.0	0.4	-20.3	50.2
2018年9月	43.0	33.0	-0.3	76.0	30.0	-0.4	3.0	46.0	2018年9月	7.2	18.4	-0.1	25.6	26.3	0.0	-7.9	6.4	2018年9月	60.2	51.4	-0.3	101.6	56.3	-0.2	-4.9	52.4
2018年10月	46.0	27.0	-0.2	73.0	32.0	0.5	-5.0	41.0	2018年10月	6.4	18.6	0.1	25.0	22.2	0.1	-3.6	9.3	2018年10月	52.4	45.6	-0.1	98.0	54.2	0.3	-8.6	50.3
2018年11月	41.0	37.0	0.1	78.0	36.0	0.1	1.0	42.0	2018年11月	9.3	18.2	-0.1	27.5	27.1	0.1	-8.9	8.7	2018年11月	50.3	55.2	0.0	105.5	63.1	0.1	-7.9	51.7
2018年12月	42.0	43.0	0.0	85.0	38.0	0.2	5.0	47.0	2018年12月	9.7	15.3	0.0	25.0	25.9	0.3	-10.6	8.7	2018年12月	51.7	58.3	0.0	110.0	63.9	0.2	-5.6	55.7
2019年1月	47.0	51.0	0.5	98.0	31.0	0.1	20.0	67.0	2019年1月	8.7	17.8	0.4	26.6	26.2	0.3	-8.3	9.1	2019年1月	55.7	68.8	0.5	124.6	57.2	0.2	-11.7	76.1
2019年2月	67.0	32.0	0.3	99.0	21.0	0.0	11.0	78.0	2019年2月	9.1	14.4	0.1	23.5	20.2	-0.1	-5.8	12.5	2019年2月	76.1	46.4	0.2	122.5	41.2	-0.1	5.2	90.5
2019年3月	78.0	41.0	0.2	119.0	42.0	0.3	-1.0	77.0	2019年3月	12.5	13.6	-0.1	26.0	25.5	0.2	-11.9	13.0	2019年3月	90.5	54.6	0.1	145.0	67.5	0.3	-12.9	90.0
2019年4月	77.0	33.0	0.9	110.0	32.0	0.5	1.0	78.0	2019年4月	13.0	14.1	0.0	27.1	24.7	0.0	-10.6	15.4	2019年4月	90.0	47.1	0.5	137.1	55.7	0.2	-9.6	93.4
2019年5月	78.0	43.0	0.7	121.0	48.0	0.7	-5.0	73.0	2019年5月	15.4	17.9	0.2	33.3	34.6	0.6	-16.7	14.1	2019年5月	93.4	60.9	0.5	154.3	82.6	0.7	-21.7	87.1
2019年6月	73.0	31.0	0.1	104.0	38.0	0.1	-7.0	66.0	2019年6月	14.1	12.1	0.1	26.2	27.1	0.4	-15.0	13.1	2019年6月	87.1	43.1	0.1	130.2	65.1	0.2	-12.0	79.1
2019年7月	66.0	49.0	1.1	115.0	51.0	1.2	-2.0	64.0	2019年7月	13.1	13.8	0.0	27.0	29.3	0.3	-15.5	10.8	2019年7月	79.1	62.8	0.7	142.0	80.3	0.7	-17.5	74.8
2019年8月	64.0	58.0	0.9	122.0	67.0	0.6	-9.0	55.0	2019年8月	10.8	16.0	0.4	26.8	28.0	0.5	-12.0	9.6	2019年8月	74.8	74.0	0.8	148.8	95.0	0.5	-21.0	64.6
2019年9月	55.0	44.0	0.3	99.0	44.0	0.5	0.0	55.0	2019年9月	9.6	13.0	-0.3	22.6	21.5	-0.2	-8.5	10.6	2019年9月	64.6	57.0	0.1	121.6	65.5	0.2	-8.5	65.6
2019年10月	55.0	55.0	1.0	110.0	52.0	0.6	3.0	58.0	2019年10月	10.6	23.4	0.3	34.0	30.4	0.4	-7.0	14.2	2019年10月	65.6	78.4	0.7	144.0	82.4	0.5	-4.0	72.2
2019年11月	58.0	64.0	0.7	122.0	53.0	0.5	11.0	69.0	2019年11月	14.2	19.6	0.1	33.8	36.1	0.3	-16.5	11.9	2019年11月	72.2	83.6	0.5	155.8	89.1	0.4	-5.5	80.9
2019年12月	69.0	54.0	0.3	123.0	50.0	0.3	4.0	73.0	2019年12月	11.9	18.3	0.2	30.2	28.4	0.1	-10.2	13.7	2019年12月	80.9	72.3	0.2	153.2	78.4	0.2	-6.2	86.7
2020年1月	73.0	36.0	-0.3	109.0	22.0	-0.3	14.0	87.0	2020年1月	13.7	16.2	-0.1	29.9	29.5	0.1	-13.3	14.1	2020年1月	86.7	52.2	-0.2	138.9	51.5	-0.1	0.7	101.1
2020年2月	87.0	24.0	-0.3	111.0	18.0	-0.1	6.0	93.0	2020年2月	14.1	10.8	-0.2	24.9	24.0	0.2	-13.2	15.0	2020年2月	101.1	34.8	-0.2	135.9	42.0	0.0	-7.2	108.0
2020年3月	93.0	22.0	-0.5	115.0	36.0	-0.1	-14.0	79.0	2020年3月	15.0	8.2	-0.4	23.2	24.4	0.0	-16.2	13.8	2020年3月	108.0	30.2	-0.4	138.2	78.4	-0.1	-30.2	92.8
2020年4月	79.0	23.0	-0.3	102.0	51.0	0.6	-28.0	51.0	2020年4月	13.8	10.0	-0.3	23.8	27.4	0.1	-17.5	10.1	2020年4月	92.8	33.0	-0.3	125.8	78.4	0.4	-45.5	61.1
2020年5月	51.0	28.0	-0.3	79.0	37.0	-0.2	-9.0	42.0	2020年5月	10.1	21.0	0.2	31.2	31.7	-0.1	-10.7	9.6	2020年5月	61.1	49.0	-0.2	110.2	68.7	-0.2	-19.7	51.6
2020年6月	42.0	46.0	0.5	88.0	47.0	0.2	-1.0	41.0	2020年6月	9.6	12.6	0.0	22.2	21.4	-0.2	-8.8	10.4	2020年6月	51.6	58.6	0.4	110.2	68.4	0.1	-9.8	51.4
2020年7月	41.0	31.0	-0.4	72.0	43.0	-0.2	-12.0	29.0	2020年7月	10.4	18.3	0.3	28.7	26.6	-0.1	-8.3	12.5	2020年7月	51.4	49.3	-0.2	100.7	69.6	-0.1	-20.3	41.5
2020年8月	29.0	47.6	-0.2	76.6	41.1	-0.4	6.5	35.5	2020年8月	12.5	20.2	0.3	32.6	29.6	0.1	-9.4	15.5	2020年8月	41.5	67.8	-0.1	109.3	70.7	-0.3	-2.9	51.0
2020年9月	35.5	43.0	0.0	78.5	49.5	0.1	-6.5	29.0	2020年9月	15.5	14.6	0.1	30.1	35.4	0.6	-20.8	10.2	2020年9月	51.0	57.5	0.0	108.5	84.8	0.3	-27.3	39.2
2020年10月	29.0	50.0	-0.1	79.0	43.0	-0.2	7.0	36.0	2020年10月	10.2	24.1	0.0	34.3	20.0	-0.3	4.1	14.3	2020年10月	39.2	74.1	-0.1	113.3	63.0	-0.2	11.1	50.3
2020年11月	36.0	45.0	-0.3	81.0	40.0	-0.2	5.0	41.0	2020年11月	14.3	20.2	0.0	34.5	20.0	-0.4	0.2	14.5	2020年11月	50.3	65.2	-0.2	115.5	60.0	-0.3	5.2	55.5
2020年12月	41.0	45.0	-0.2	86.0	48.0	0.0	-3.0	38.0	2020年12月	14.5	18.8	0.0	33.3	15.8	-0.4	3.0	17.4	2020年12月	55.5	63.8	-0.1	119.3	63.8	-0.2	0.0	55.4

数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

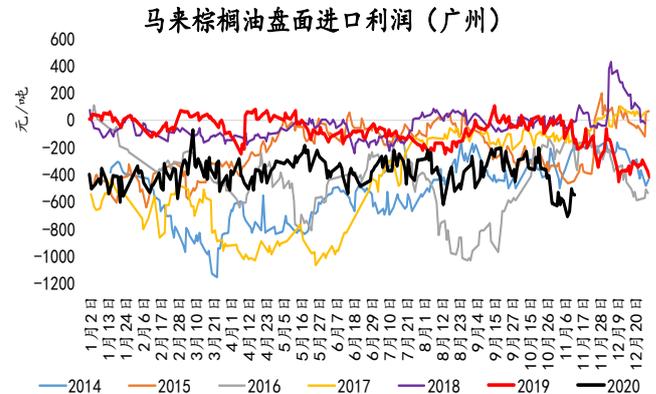
## 五、利润与价差

图表 20：棕榈油现货价格



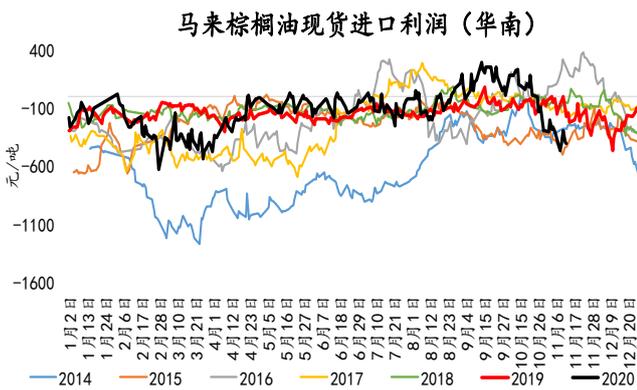
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 21：马来西亚棕榈油盘面进口利润（广州）



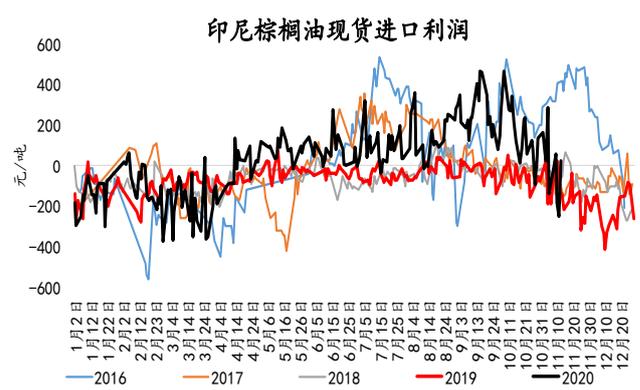
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 22：马来西亚棕榈油现货进口利润



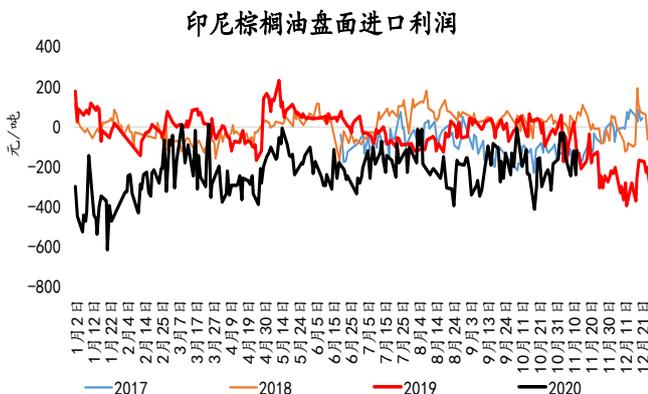
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 23：印度尼西亚棕榈油现货进口利润



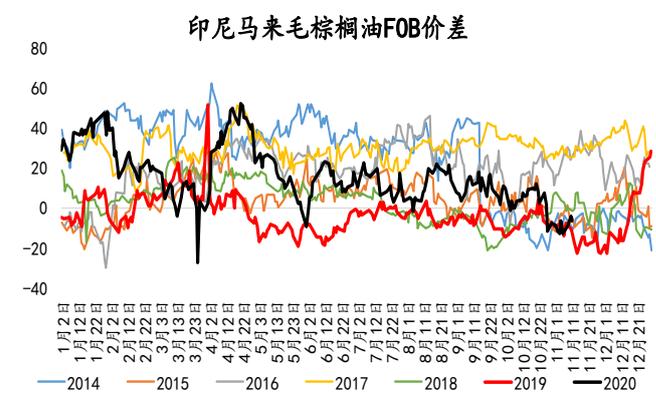
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 24：印度尼西亚棕榈油盘面进口利润



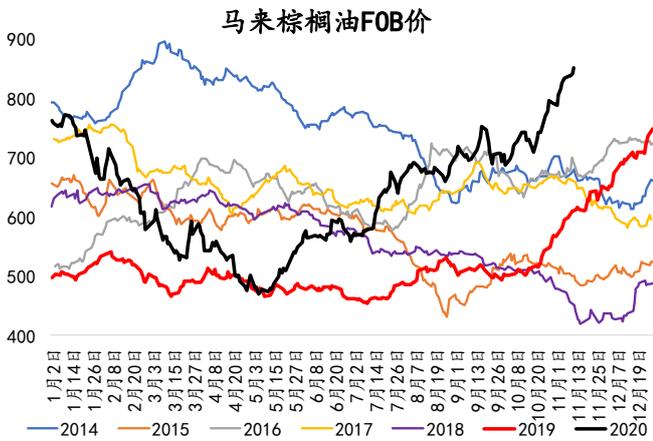
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 25：印尼马来毛棕榈油 FOB 价差



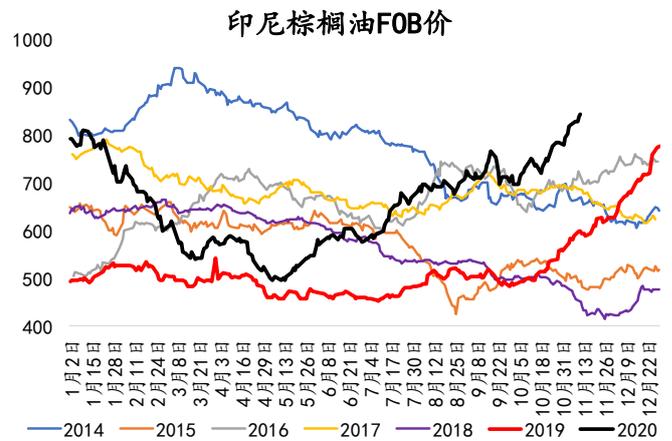
数据来源：路透，混沌天成研究院

图表 26: 马来西亚棕榈油 FOB 价



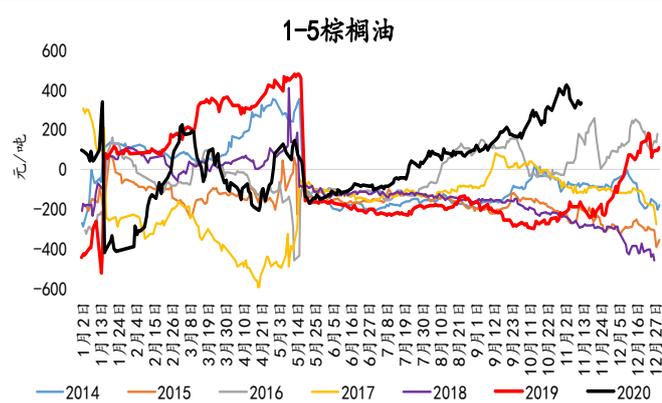
数据来源: 路透, 混沌天成研究院

图表 27: 印尼棕榈油 FOB 价



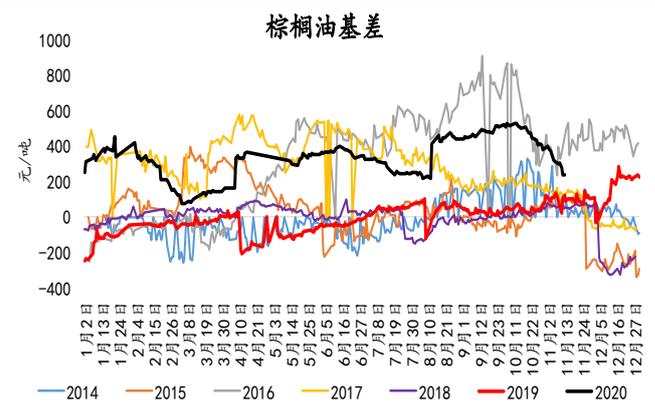
数据来源: 路透, 混沌天成研究院

图表 28: 1-5 棕榈油价差



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 29: 棕榈油基差



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

## 豆油

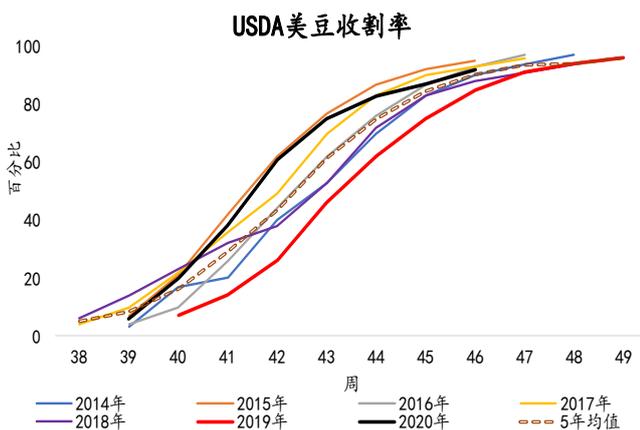
## 一、供应

## 1、美国 - 收割进度良好

由于今年作物生长早于往年，且收获天气大体良好，截至 11 月 18 日当周，美国大豆收割率为 92%，低于市场预期的 94%，不过仍高于去年同期值和五年同期均值 %。目前美豆收割工作进行良好，可能会带来供应压力。本周 USDA 将美豆单产由 51.9 蒲/英亩下调至 50.7 蒲/英亩，远小于市场预期的 51.6 蒲/英亩，产量随之降至 41.7 亿蒲，库存比低至 4%，给予美豆和连盘豆油向上驱动。

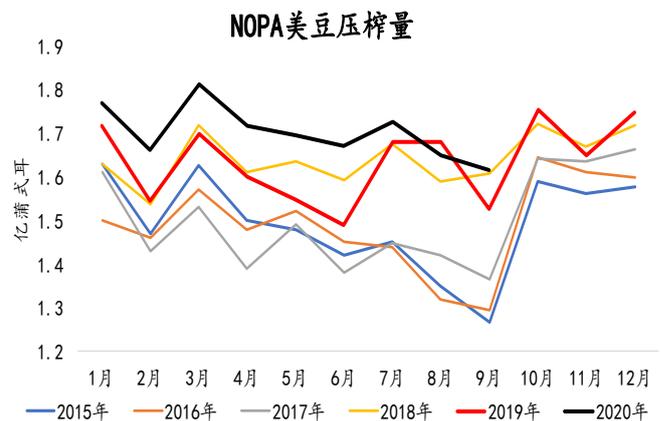
9 月 NOPA 大豆压榨量为 1.61 亿蒲(439.5 万吨)，略高于市场预期的 1.6 亿蒲(437.6 万吨)。

图表 30: USDA 美国大豆收割率



数据来源: USDA, 混沌天成研究院

图表 31: NOPA 美豆月度压榨量



数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

## 2、南美 - 阿根廷播种缓慢

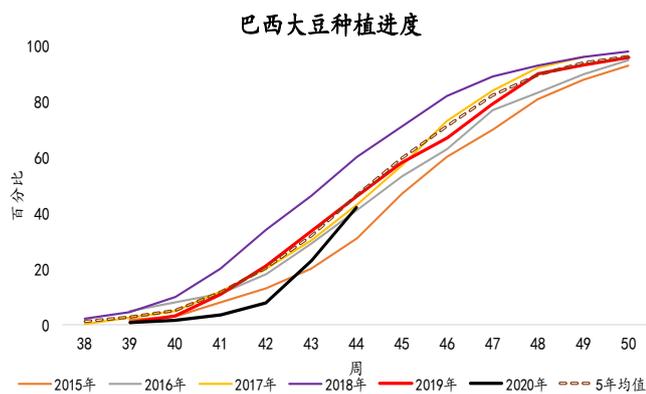
南美近期降雨增多，有助于大豆播种，信息咨询机构 AgRural 称，截至 11 月 5 日，巴西新季大豆种植率为 56%，种植进度赶上，五年同期均值为 57%，后两周降水正常，但南里奥格兰德州降水依然偏少，担忧犹存。依照目前形势，1 月难以收获到上年同期三分之一水平，所有收割活动将会在 2 月进行，对单产影响可能不大，但要警惕 12 月至 1 月大豆结荚期天气和锈病的发生。Conab 表示 2020/21 年度巴西大豆产量预计达到创纪录的 1.337 亿吨，Safras 则称新季大豆产量预计达 1.335 亿吨，较去年的 1.25 亿增加 6.5%，同时单产也有所提高。

IMEA 数据显示，截至上周，马托格罗索州大豆播种进度为 94%，远高于上周的 83%，虽不及去年同期的 97%，但也高于平均进度 91.8%，其中西部地区播种进度最快，约完成 97.3%，该州整体播种时间较去年晚了 2-3 周。

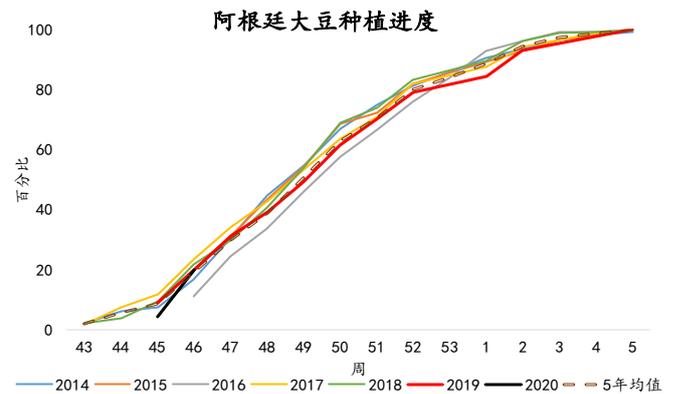
截至 11.11，阿根廷大豆已种植 19.9%，近期降水有助于改善墒情，但干旱还未结束，11 月是阿根廷大豆播种关键期，尽管拉尼娜现象可能导致降水不足，但高利润使

得农户坚持大豆种植计划。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示阿根廷种植面积预计为 1720 万公顷，较上一年度增加 10 万公顷，但由于拉尼娜，新季大豆的产量预测下滑至 4650 万吨(-5.1%)。

图表 32：巴西大豆种植进度



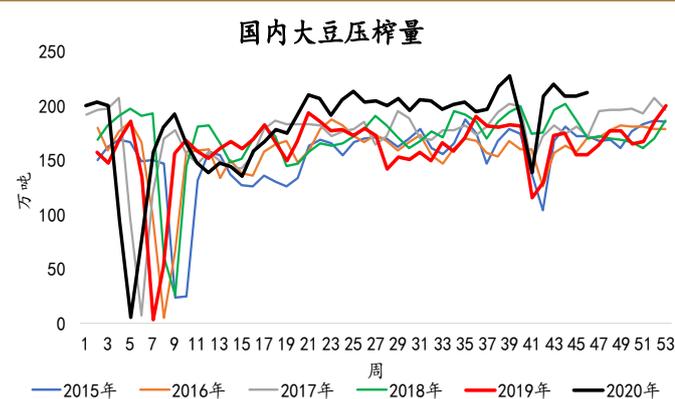
图表 33：阿根廷大豆种植进度



### 3、中国 - 压榨量维持高位

近期大豆大量到港，压榨量维持高位，这周压榨量继续攀升，截至 11.13 当周，我国大豆压榨量为 212 万吨，国内豆油供应充足，预计下周压榨量仍在 200 万吨以上。

图表 34：中国大豆周度压榨量



## 二、需求

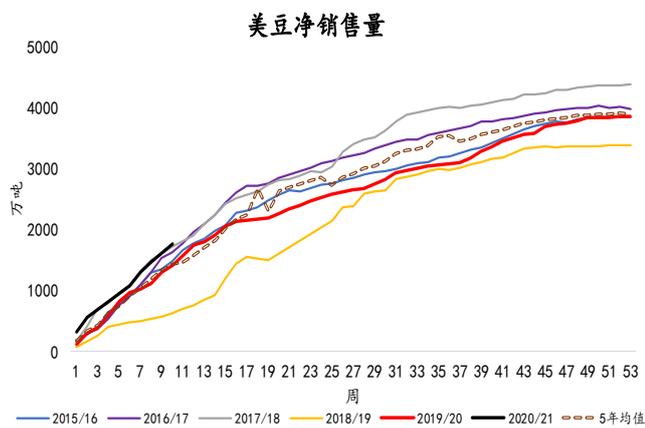
### 1、美国 - 维持大量出口

根据 USDA 周度出口销售报告，截至 11 月 5 日当周，美豆新季度大豆出口销售净增 147 万吨，创本年度新低，但符合市场预期的 80-180 万吨，其中对中国大陆销售净增 74.6 万吨，占比约为 51%。

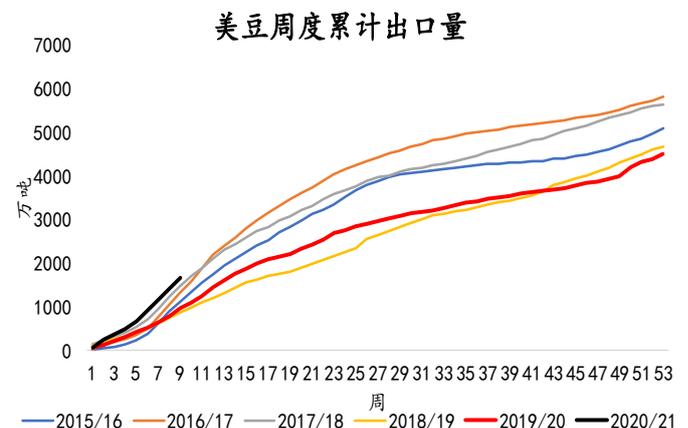
当周出口检验量为 249.6 万吨，超过预估区间 195-225 万吨，其中中国 182 万吨，占总量的 73%。第 43 周美豆出口装船量为 321 万吨，高于上周，对中国大陆出口装船 208.84 万吨。

由于南美天气可能导致作物收获时间推迟，美豆销售时间或延长，USDA10 月报告将新作大豆出口预估上调至 22 亿蒲。

图表 35：美国大豆周度净销售累计量



图表 36：美国大豆周度累计出口量

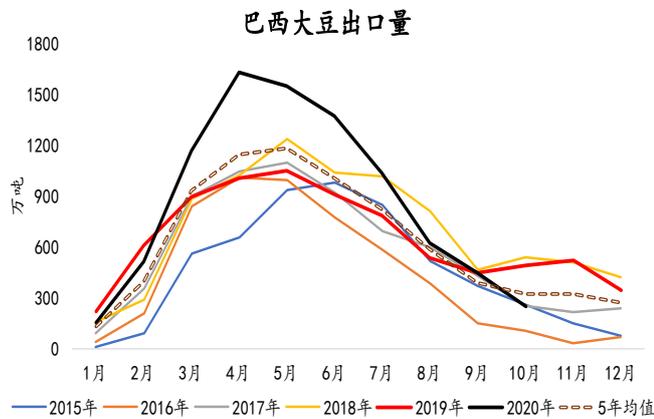


### 2、南美 - 巴西预售大量大豆

10 月巴西大豆出口量为 249 万吨，较 9 月下降 44%，远低于去年的 487 万吨和五年均值 324 万吨，豆油 8 月出口 10.7 万吨，较上一个月增加 16.3%，为近五年新低，预计 9 月豆油出口减弱。预计接下来几个月南美豆类出口降低，农户囤货意愿强，阿根廷已成为大豆净进口国。巴西大豆日均装运量较上周增加，Anec 预计 11 月巴西大豆出口量为 68.8 万吨，较 10 月再度下降。当前巴西已经从美国进口大豆 3.8 万吨，由于时间和成本较高，同时巴西和美国大豆品种有差异，这一行为预计不可持续。Conab 预测今年巴西将进口 100 万吨大豆，创近十年最高值。Safras 称上周五，巴西新季大豆预售 55.1%，远高于去年的 34.6% 和往年均值 30.3%，提前锁定利润，同时 2019/20 年大豆销售进度为由 98.4% 升至 98.7%。

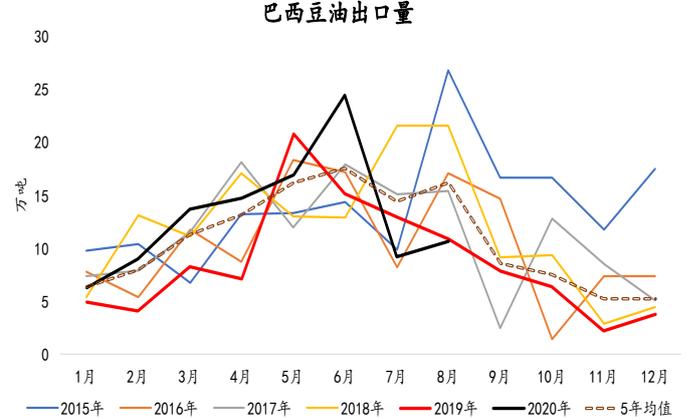
阿根廷下调了大豆及其副产品的出口税率，意在促进出口，但阿根廷比索持续走低，农民惜售情绪浓厚，视大豆为硬通货，还在等待更高价格出售。

图表 37: 巴西大豆出口量



数据来源: ABIOVE, 混沌天成研究院

图表 38: 巴西豆油出口量



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

### 3、中国 - 大量进口

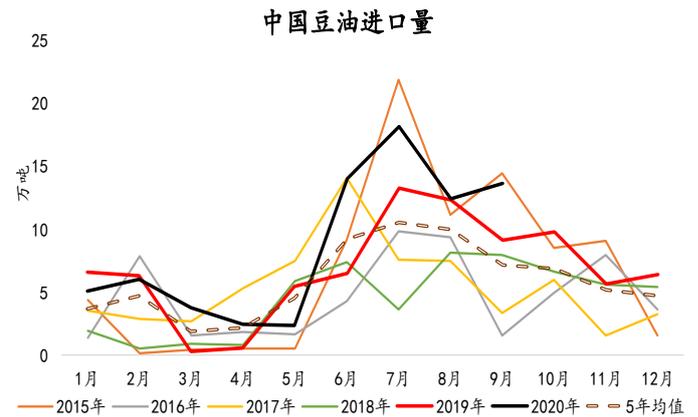
9月我国进口大豆979万吨,较8月增加18.7万吨,环比增加1.95%,今年前9个月累计进口大豆7453万吨,同比增长15.5%。9月豆油进口量为13.7万吨,环比增加9.8%。9月进口量增加,因为之前通关延迟的大豆货船开始清关,未来几个月进口将保持强劲,我国农业部预计下半年从美国进口大豆数量及大豆进口总量将增加,四季度采购大豆进度将加快,有收储支撑,豆油表需好过往年。

图表 39: 巴西大豆日均装运量



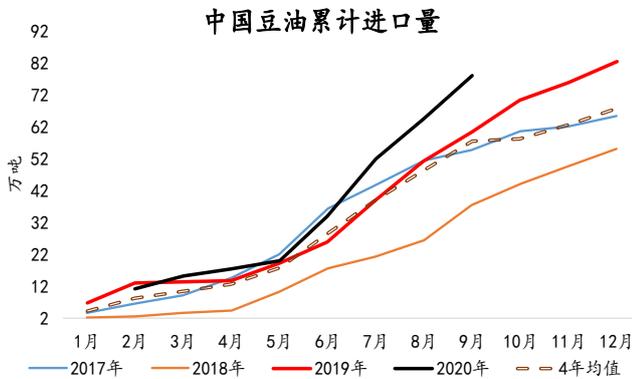
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 40: 中国大豆进口量



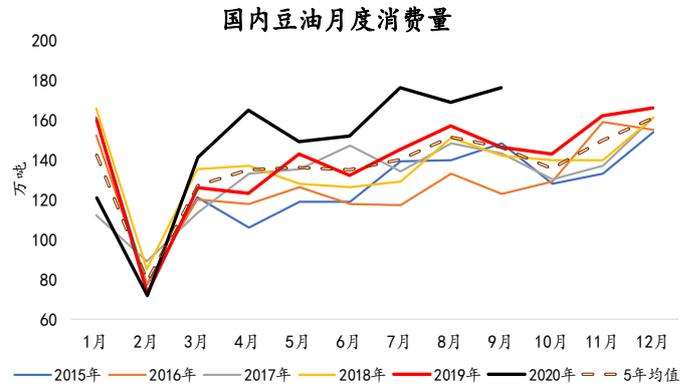
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 41：中国豆油累计进口量



数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 42：中国豆油月度消费量



数据来源：混沌天成研究院

### 三、库存

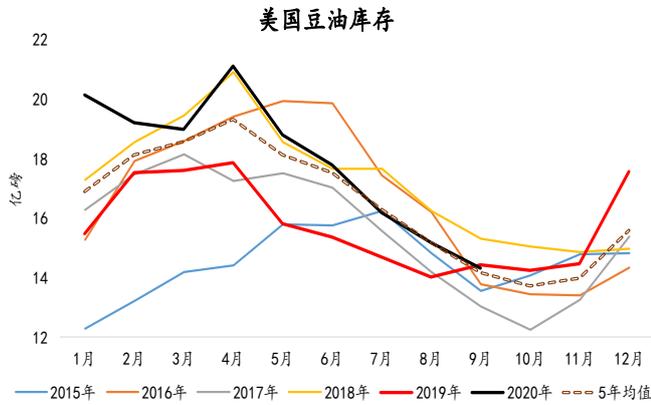
#### 1、美国 - 明显下降

美国大豆压榨较上月有所下滑，出口数据乐观，9月底豆油库存显著下降至 14.33 亿磅，环比下降 5.66%，预计 10 月底美国豆油库存继续下降。USDA 的 11 月供需报告预计，美国 2019/20 年度期末库存为 5.23 亿蒲，新作库存下调至 1.9 亿蒲，库消比低至 4.2%，支撑美豆和连盘豆油。

#### 2、中国 - 继续下降

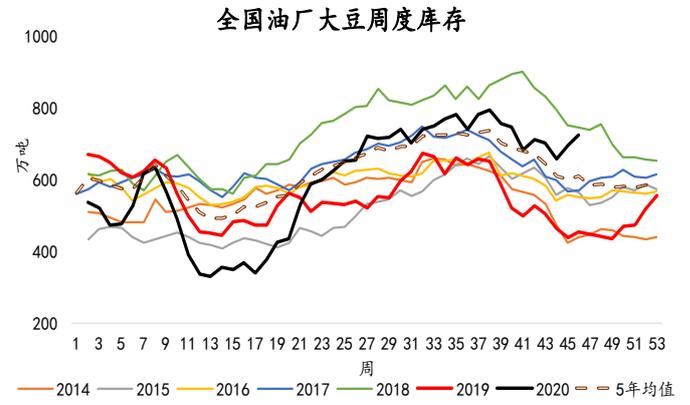
上周压榨量小幅下降，我国油厂大豆库存升至 724.04 万吨，增幅为 4%，豆油库存下降 2.6% 至 121.84 万吨，由于大豆到港量大，本周开机率为 59.85%，预计高压榨量维持，大豆库存继续下降，豆油库存维持低水平。

图表 43: 美国豆油月度库存



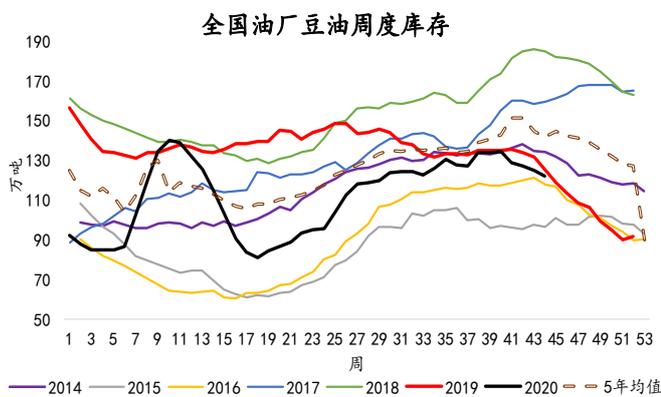
数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

图表 44: 全国油厂大豆库存



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 45: 全国油厂豆油库存



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

## 四、供需平衡

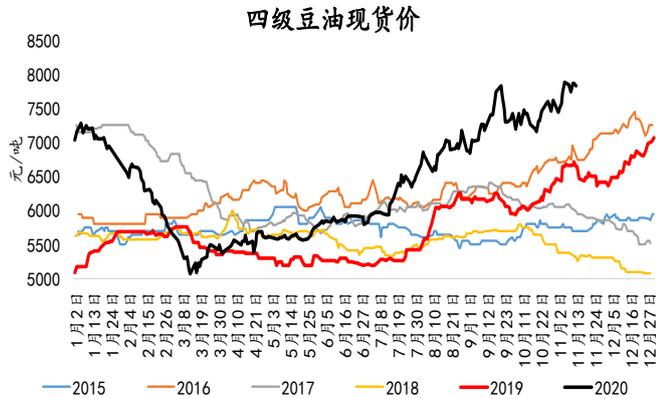
图表 46：中国豆油月度供需表（万吨）红色为预估

时间	豆油（万吨）									
	期初库存	国内产量	进口总量	总供给量	国内使用量	食用消耗	其他消耗	出口量	总使用量	期末库存
2017年8月	141.0	143.0	7.5	291.5	153.2	136.0	17.2	1.3	154.5	137.0
2017年9月	137.0	148.5	3.4	288.9	139.7	131.0	8.7	1.2	140.9	148.0
2017年10月	148.0	136.2	5.9	290.1	129.7	118.0	11.7	1.4	131.1	159.0
2017年11月	159.0	145.5	1.6	306.1	136.3	125.0	11.3	1.5	137.8	168.3
2017年12月	168.3	156.2	3.3	327.8	162.1	149.0	13.1	1.7	163.8	164.0
2018年1月	164.0	149.1	1.9	315.0	163.8	154.0	9.8	1.6	165.4	149.7
2018年2月	149.7	76.6	0.6	226.8	83.9	73.0	10.9	2.9	86.8	140.0
2018年3月	140.0	132.5	0.9	273.4	134.5	123.0	11.5	1.3	135.9	137.6
2018年4月	137.6	129.2	0.8	267.6	135.5	125.0	10.5	2.8	138.2	129.4
2018年5月	129.4	134.1	5.9	269.3	134.0	115.0	19.0	1.4	135.4	134.0
2018年6月	134.0	144.8	7.4	286.2	133.9	113.0	20.9	1.3	135.2	151.0
2018年7月	151.0	143.5	3.7	298.2	137.1	116.0	21.1	1.6	138.7	159.5
2018年8月	159.5	156.8	8.2	324.5	159.9	138.0	21.9	1.9	161.7	162.8
2018年9月	162.8	151.6	7.9	322.2	149.0	128.0	21.0	1.5	150.5	171.7
2018年10月	171.7	157.0	6.6	335.3	148.9	128.0	20.9	1.4	150.3	185.0
2018年11月	185.0	136.6	5.6	327.2	146.6	128.0	18.6	2.1	148.7	178.5
2018年12月	178.5	144.5	5.4	328.4	166.4	149.0	17.4	1.8	168.2	160.2
2019年1月	160.2	135.3	6.6	302.0	166.8	148.0	18.8	1.4	168.1	133.9
2019年2月	133.9	70.1	6.3	210.2	75.6	61.0	14.6	0.6	76.2	134.0
2019年3月	134.0	133.5	0.3	267.8	131.8	114.0	17.8	1.7	133.5	134.3
2019年4月	134.3	135.7	0.6	270.5	129.7	111.0	18.7	1.7	131.4	139.1
2019年5月	139.1	148.5	5.4	293.1	150.9	130.0	20.9	1.4	152.3	140.8
2019年6月	140.8	140.5	6.5	287.7	139.4	119.0	20.4	1.3	140.7	147.0
2019年7月	147.0	127.5	13.2	287.7	145.9	130.0	15.9	1.5	147.4	140.3
2019年8月	140.3	143.9	12.3	296.5	159.5	141.0	18.5	3.4	162.9	133.6
2019年9月	133.6	143.6	9.1	286.4	150.1	131.0	19.1	1.3	151.4	135.0
2019年10月	135.0	127.1	9.8	272.0	143.9	129.0	14.9	1.5	145.5	126.5
2019年11月	126.5	135.4	5.7	267.6	160.8	149.0	11.8	1.6	162.4	105.2
2019年12月	105.2	153.9	6.4	265.5	171.2	152.0	19.2	2.2	173.4	92.1
2020年1月	92.1	112.3	5.1	209.6	124.2	108.0	16.2	0.6	124.8	84.8
2020年2月	84.8	120.2	6.0	211.0	75.1	58.0	17.1	0.7	75.8	135.2
2020年3月	135.2	125.0	3.8	264.0	143.2	127.0	16.2	1.1	144.4	119.6
2020年4月	119.6	127.9	2.5	250.0	167.1	151.0	16.1	1.3	168.4	81.6
2020年5月	81.6	163.8	2.4	247.8	152.3	133.0	19.3	1.8	154.1	93.7
2020年6月	93.7	165.9	14.0	273.6	156.0	134.0	22.0	2.0	158.0	115.7
2020年7月	115.7	169.9	18.1	303.7	177.6	151.0	26.6	1.4	179.1	124.6
2020年8月	124.6	169.3	12.4	306.4	176.4	146.0	30.4	0.6	177.0	129.4
2020年9月	129.4	172.9	13.7	315.9	181.7	150.0	31.7	0.6	182.3	133.7
2020年10月	133.7	158.0	8.0	299.7	170.0	140.0	30.0	1.0	171.0	128.7
2020年11月	128.7	170.0	10.0	308.7	180.0	152.0	28.0	2.0	182.0	126.7
2020年12月	126.7	169.0	12.0	307.7	172.0	150.0	22.0	2.0	174.0	133.7

数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

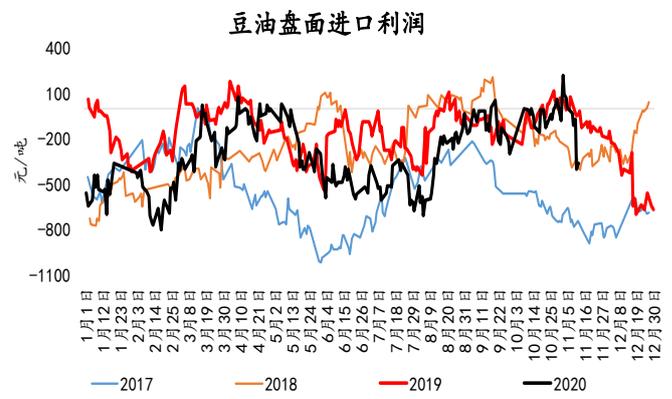
## 五、利润与价差

图表 47：四级豆油现货价格



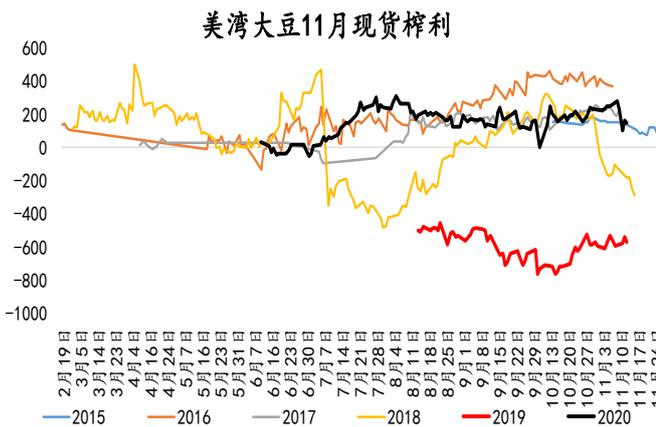
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 48：豆油进口盘面利润



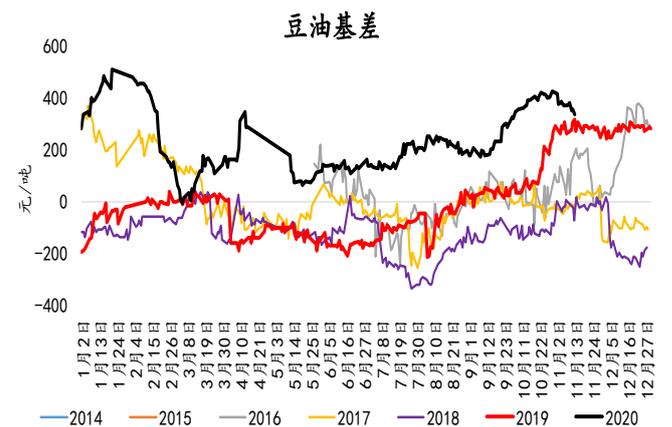
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 49：美湾大豆现货榨利



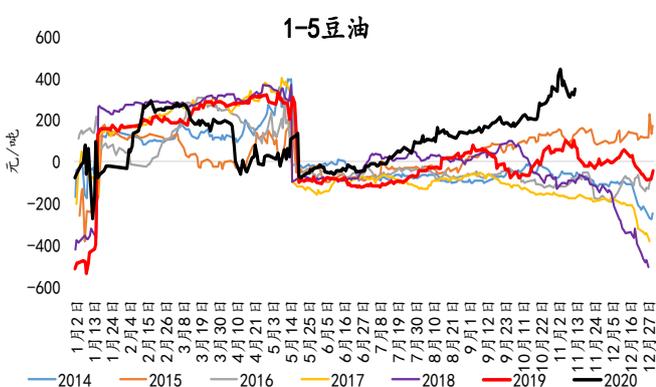
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 50：豆油基差



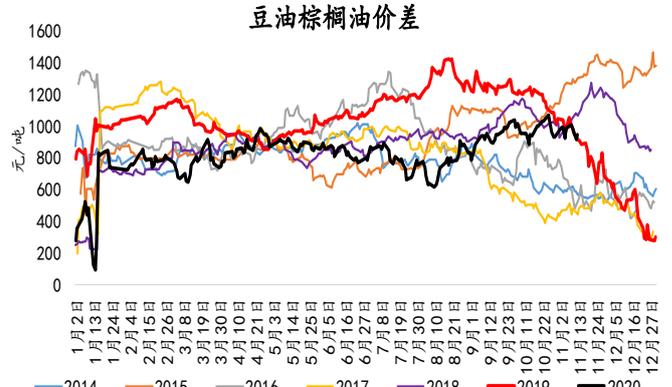
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 51：1-5 豆油价差



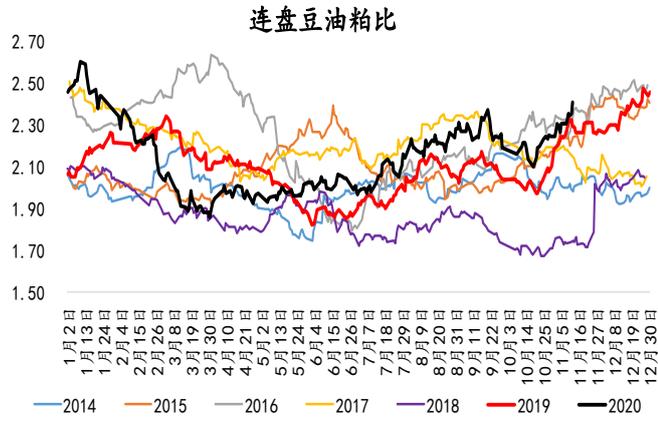
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 52：豆油棕榈油价差



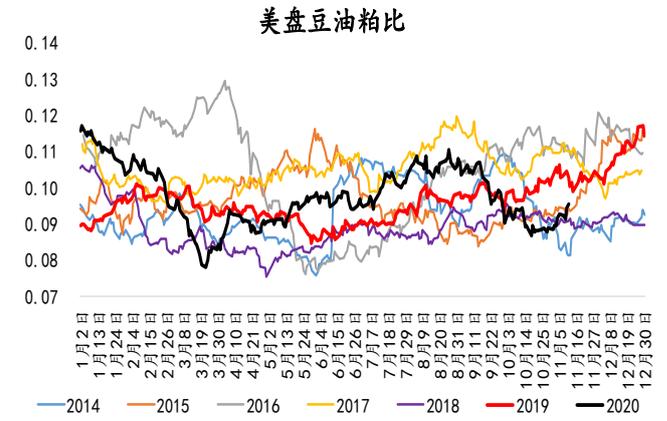
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 53: 连盘豆油粕比



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 54: CBOT 豆油粕比



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

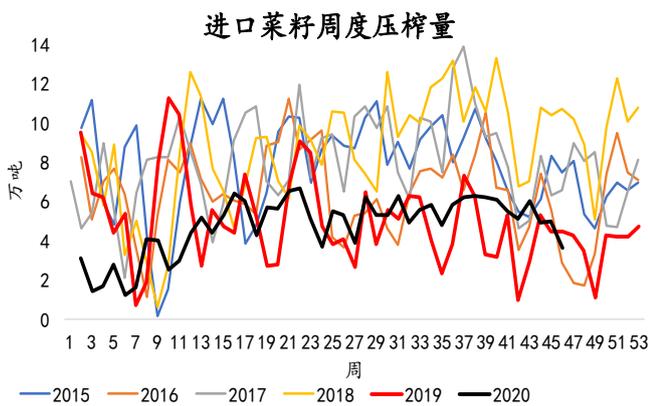
## 菜油

### 一、供需 - 偏紧格局还将持续

当前菜籽菜油进口限制减弱，供应较前几月有显著增长，但国内表观消费这两周也明显增加，菜油供需紧张格局暂时还难以改变。9月菜油进口量为19.4万吨，高于8月的18.7万吨，增幅3.8%，其中从加拿大进口9.7万，进口占比由上月的67.9%下降至49.9%。预估10-12月进口毛菜油总量约40万吨，全年预计进口90万吨，高于2019年的75万吨。菜籽进口27万吨，环比增加102.3%，其中加拿大进口占比为95.4%。当前美国大选的结果或将影响孟晚舟事件的走向，也决定了我国菜系进口的方向，需持续关注中加和中美关系。

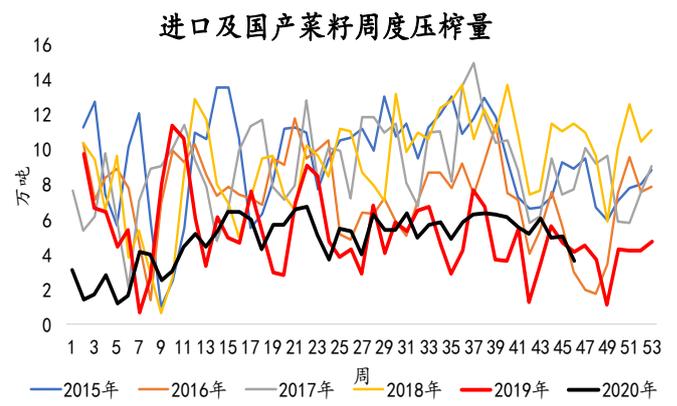
截至11.13当周，国内菜籽压榨量为3.9万吨，处于较低水平，基本为进口菜籽，预计下周压榨量约为5万吨，当前菜棕和菜豆价差逐渐回落，不过由于中加关系，价差又有扩大的可能，同时由于油脂可替代性，除小包装油的消费外，大都可能被豆油替代，菜油需求或减弱。随着菜籽和菜油进口量的增加，后期菜油和豆油、棕榈油之间的价差逐渐修复，菜油需求将逐步上升。

图表 55：进口菜籽周度压榨量



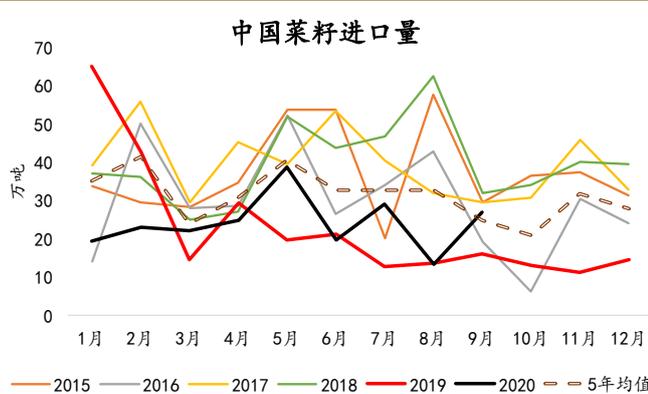
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 56：进口及国产菜籽周度压榨量



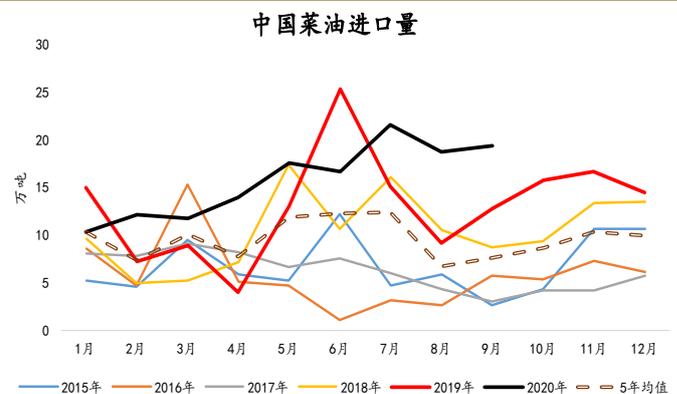
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 57：中国菜籽月度进口量



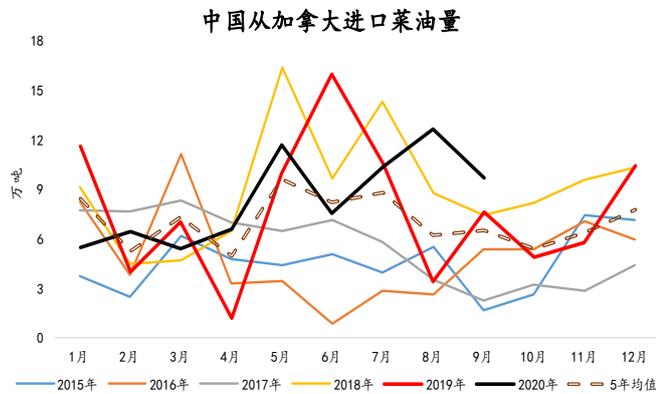
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 58：中国菜油月度进口量



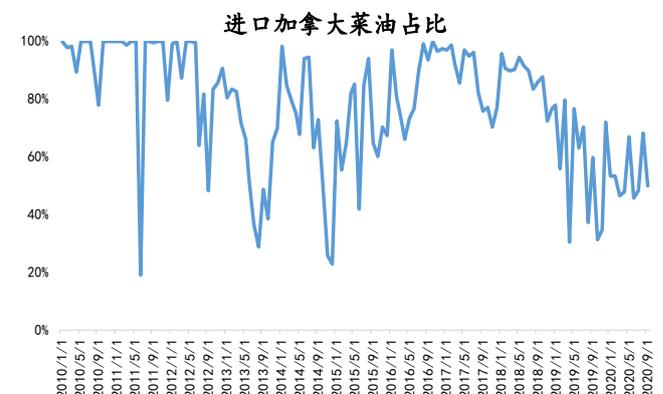
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 59：进口加拿大菜油占进口菜油总量



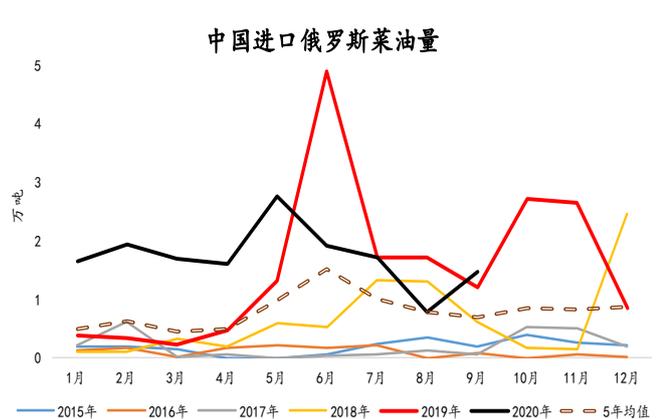
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 60：进口加拿大菜油占进口菜油总量比例



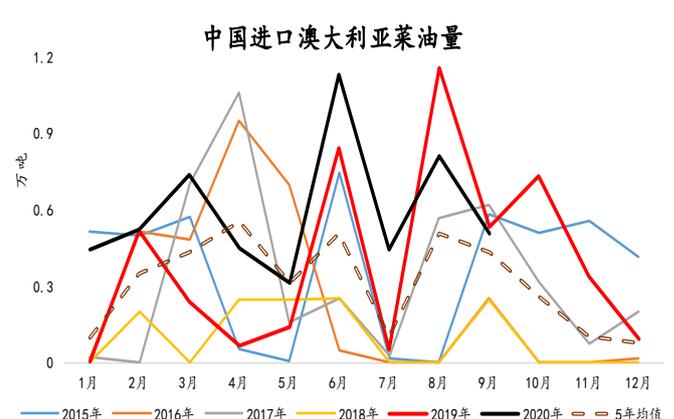
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 61：中国进口俄罗斯菜油量



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 62：中国进口澳大利亚菜油量

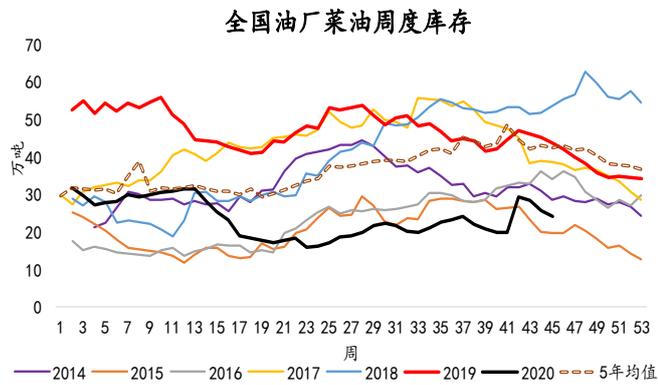


数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

## 二、库存 - 国内库存明显下降

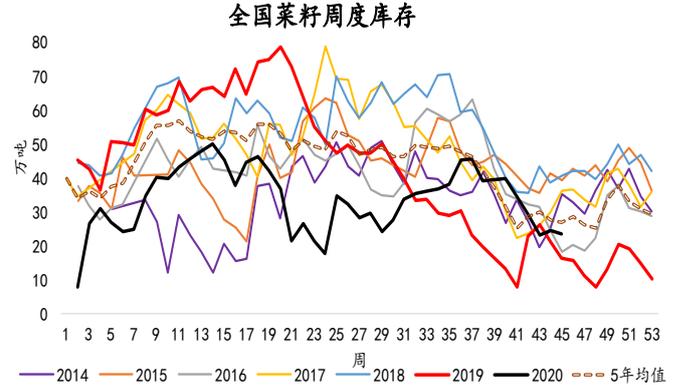
截至 11.6，沿海菜油库存为 24.23 万吨，较上周下降 6%，菜籽库存较前一周下降 4% 至 23.6 万吨，前期替代作用明显，高价差使得除小包装油外的菜油需求已多被豆油取代，当前菜籽和菜油进口数量增加，同时需求增强、压榨量上升，菜油表观消费较好，预计后期菜油库存增速较缓。

图表 63：中国油厂菜油周度库存



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

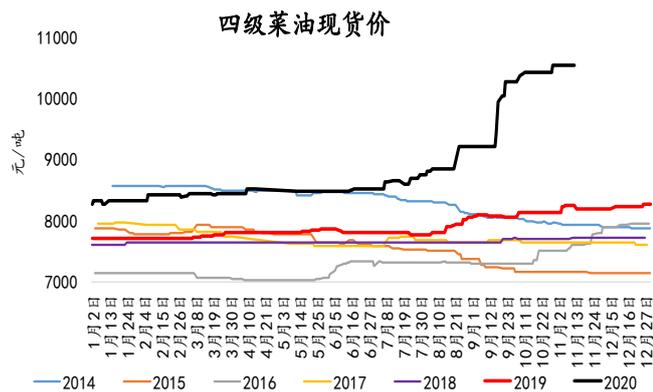
图表 64：中国菜籽周度库存



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

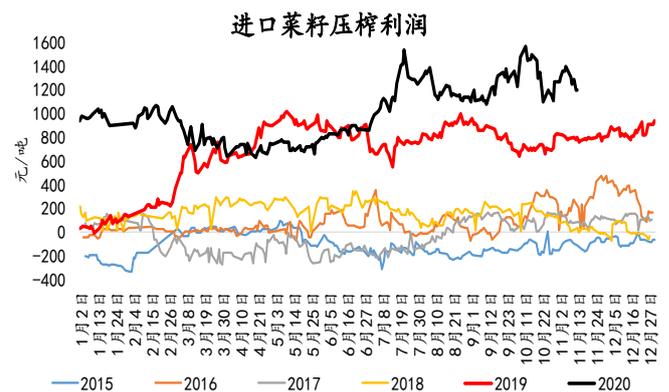
### 三、 利润与价差

图表 65：四级菜油现货价



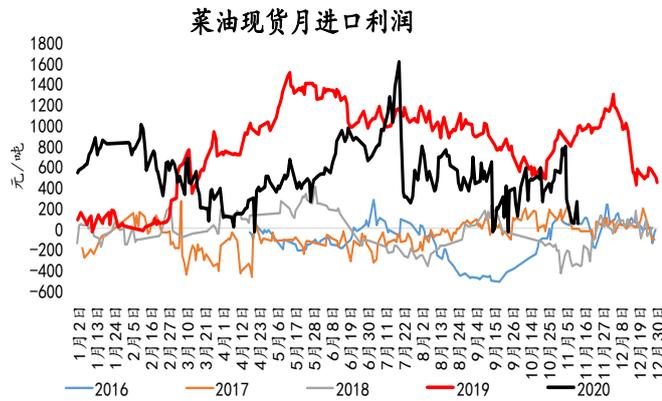
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 66：进口菜籽压榨利润



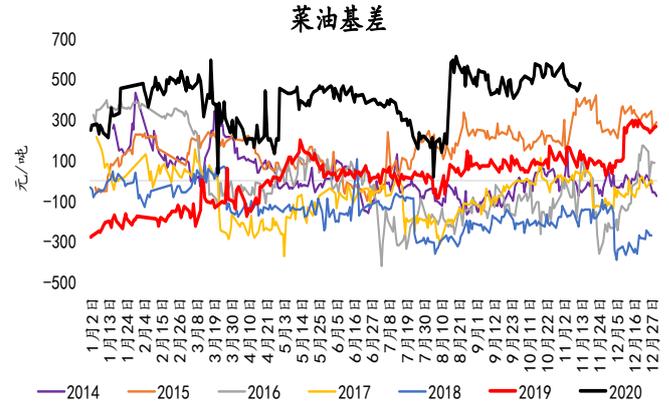
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 67: 菜油进口利润 (现货月)



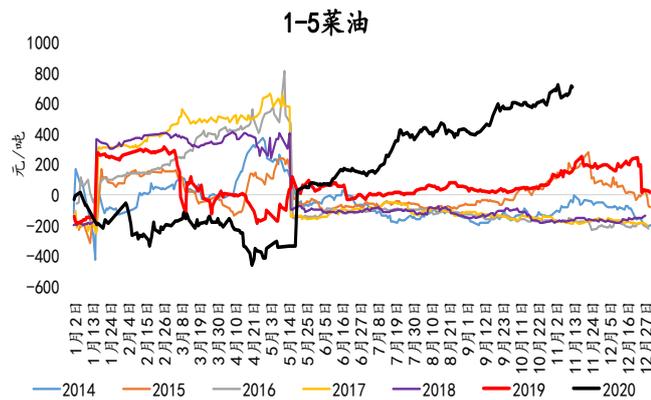
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 68: 菜油基差



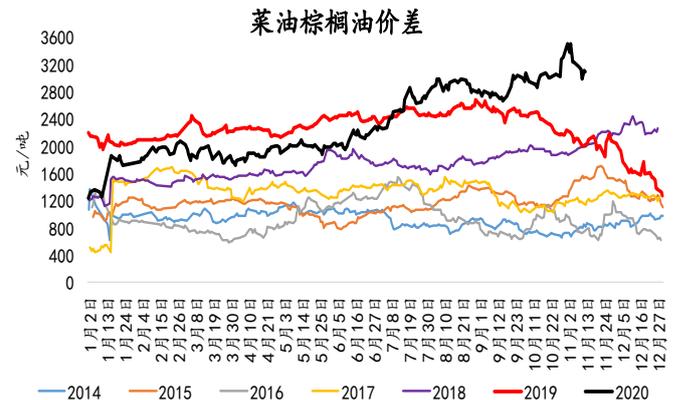
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 69: 1-5 菜油价差



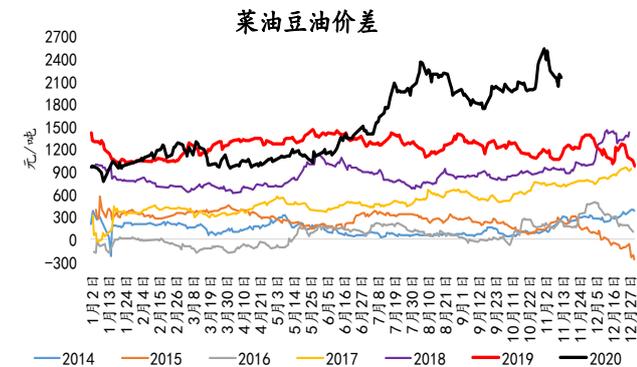
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 70: 菜油与棕榈油价差



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 70: 菜油与豆油价差



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

#### 四、策略观点

供应方面，马来疫情严重，政府发布相关限制种植园和油厂的措施，或使沙巴州近期棕榈油产量减半，同时马来由于降水偏多和缺少劳工，四季度产量减少预期加强，棕榈油整体供应减少，但近期需关注劳工相关政策；当前南美降雨增多，巴西和阿根廷大豆种植进度加快，但收获时间可能延迟 2 周，展望阿根廷大豆生长期降水不太乐观，我国本周大豆压榨近 210 万吨，豆油供应充足；菜籽和菜油进口增加，菜油供应压力或逐渐缓解，但加拿大方面的不当发言，或使菜系重添压力。需求方面，马棕和美豆出口强劲，我国油脂下游补货，成交量上升，同时政府收储豆、菜油，给植物油价格带来支撑，后续库存累积速度减缓。当前全球疫情反弹严重，抑制油脂需求，同时美国大选的结果也给中美和中加关系带来不确定性，影响大豆和菜系的进口，而目前强劲的美豆和棕榈油出口，叠加产销区低库存给油脂带来支撑，总体来说国际油脂供应偏紧的局面暂时难以缓解，短期由于宏观因素或使盘面回调，中长期预计油脂还将上行。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院