

阿根廷干旱持续，豆系驱动犹在

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：由于近期南美天气好转，盘面回调，后因豆油供应紧张及印尼增加 levy、马来明年不打算维持零关税，使得盘面走强。

产量：SPPOMA 称马来 11 月马来棕榈油产量相比 10 月下降 15.8%，降幅较前 25 日明显拉大（-10%），减产延续，马棕供应减少；当前巴西和阿根廷种植进度正常，近两周巴西大部分地区陆续有降水，尤其是南里奥格兰德州获得久违的大量降雨，但阿根廷地区仍不乐观，需关注后续大豆生长情况；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%，预计本月 USDA 将上调出口量，使得库消比继续下降。

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 月出口量环比下降约 1%，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回升，本周国内大豆压榨 179 万吨，与去年基本一致。

库存：由于印尼提高棕榈油 levy，可能使得更多国家优先购买马棕，预计马棕库存进一步下降，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。近日印度降低棕榈油进口税，同时 9 月底油脂库存下降明显，补库需求较强，预计后期棕榈油进口增加。我国上周三大油脂总库存微升至 182 万吨（+0.64%），保持稳定，菜油持续六周降库（-9.35%），现为往年同期最低水平（18 万吨），豆油减至 115.1 万吨（-2.11%），食用棕榈油库存上升 12.66%。

策略建议：

当前马来疫情严重、降水偏多，马棕产量恢复难，同时印尼增加 levy 估计促进后期马棕出口，预计年底库存维持低位，即使叠加印尼高库存，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正常，但天气担忧犹存，尤其是巴西南部 and 阿根廷减产可能性较大，支撑植物油价格，但全球疫情反复和南美天气好转等因素短期都将打压盘面，但油脂整体供应格局偏紧，预计中期还将上行。

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

SPPOMA 称 11 月马来棕榈油产量相比 10 月下降 15.78%，降幅明显大于前 25 日（-10%），单产降 13.6%，出油率下降 0.41%，加强产量无法恢复的预期。

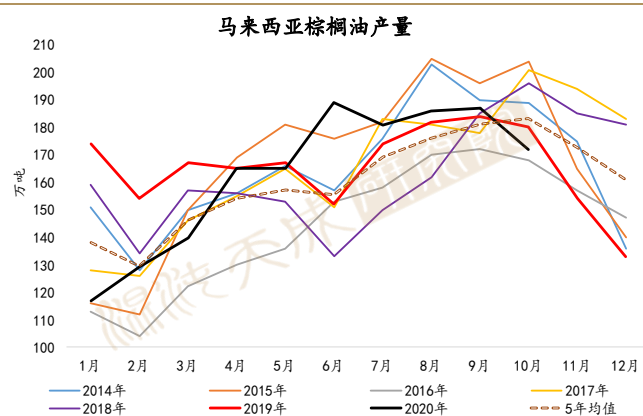
由于马来疫情再次爆发，当前沙巴州为马来疫情最严重的州，近期新增人数未见下滑，尚未见疫情拐点，截至 11 月 26 日，沙巴州共确诊 27238 人，当日新增 326 人，政府继续对该州实施行动管制。同时因为降水过多和劳动力短缺，使得棕榈油产出旺季或造成 30% 的损失。有传闻称马来政府可能将无证移民合法化，若执行后期则会影响棕榈油供应，需关注相关政策。

11 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 - 产量增长较快

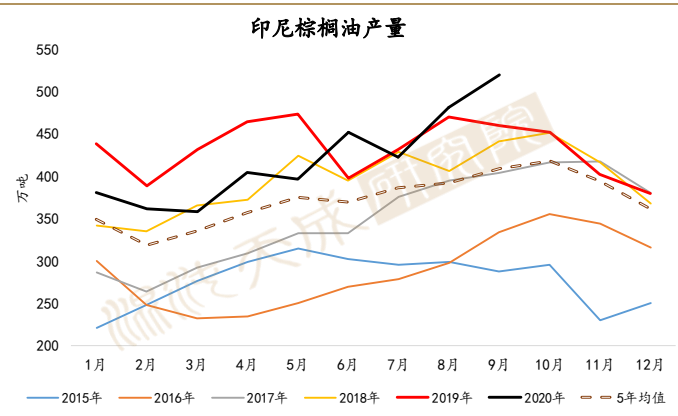
由于之前收益较好，本年度农户和种植园使用化肥得当，GAPKI 月度数据显示，印尼 9 月棕榈油产量为 519 万吨，环比增长 8%，为近六年最高位。印尼并未像马来一样出现劳工短缺问题，预估 10 月为今年产量高峰，后续产量将有所下滑，预计 2021 年毛棕产量环比增长 11%。近期受拉尼娜影响，东南亚降水较多，短期内洪水影响可能会造成产量下降，支撑棕榈油价格，但长期来看，将改善土壤湿度利于明年棕榈油的产出。

图表 1：马来西亚棕榈油产量



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

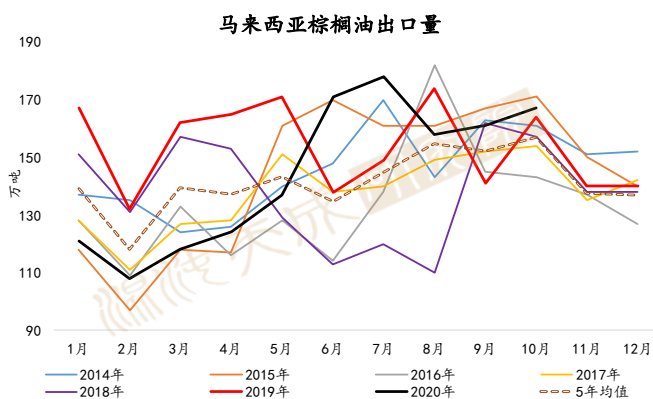
1、产地出口 - 马来 11 月出口下滑

船运调查机构 ITS 公布的数据显示，马来西亚 11 月棕榈油出口量为 141 万吨，较 10 月下降 16.6%，其中向印度及次大陆出口 29.2 万吨，较上月同期的 44.5 万吨减少 34.4%，向中国出口 31.6 万吨，增长 32.6%，向欧盟出口 35.6 万吨，略低于上月。独立检验公司 AmSpec 称马来 11 月出口棕榈油 142 万吨，环比减少 16.5%，其中降幅最大的为毛棕榈油，降至 45 万吨(-17.3%)，出口 24 度棕榈油 46.6 万吨(-2.4%)，44 度棕榈油 10.6 万吨（持平），预计 11 月马来棕榈油出口量远低于 10 月。

印尼若不执行之前所传的出口税上涨计划，之后印尼棕榈油出口量将增加，但生柴基金无法保障，目前印尼生柴消费并不理想，印尼生柴产商协会称，1-10 月印尼生柴产量为 720 万千升，消费量为 708 万千升，出口不足 2 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，因为经费问题，明年推行 B40 可能性极小。

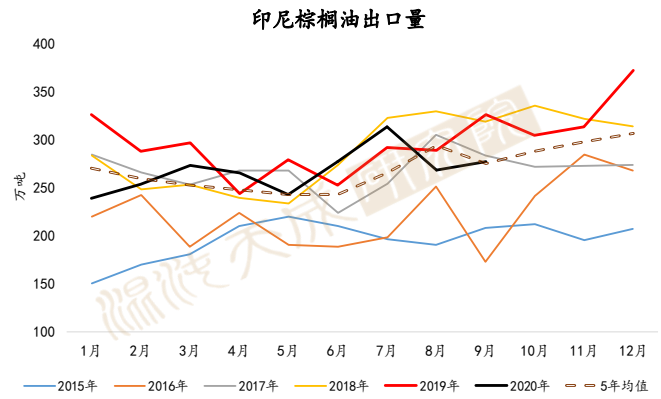
GAPKI 工作人员表示，2020 年印尼棕榈油出口量较去年同期的 3063 万吨下降 18.6% 至 2492 万吨，并称若明年全球经济复苏，印尼植物油出口将达 3300-3500 万吨。

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



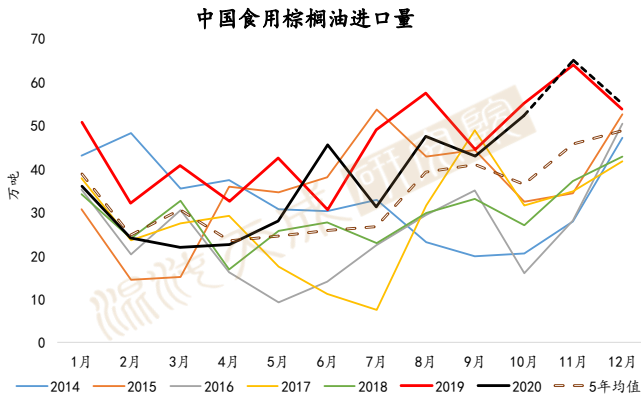
数据来源：GAPKI，混沌天成研究院

2、进口：

a) 中国 - 10 月棕榈油需求回落

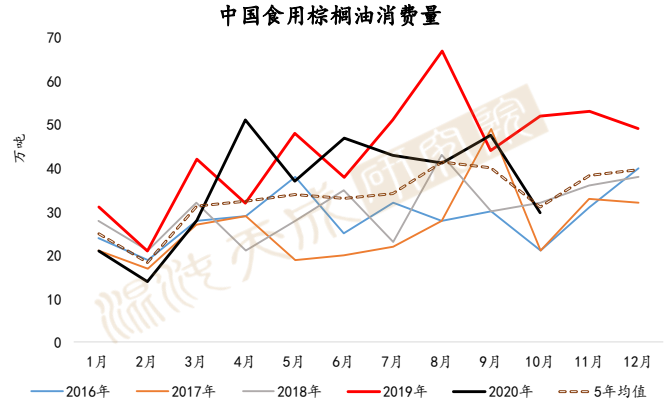
10 月我国棕榈油进口量为 66.5 万吨，较 8 月的 57.5 万吨上升 15.6%，其中进口食用棕榈油 52.3 万吨（占比 78.6%），环比增加 21.6%，进口工业棕榈油 14.2 万吨，较上月下降 2.3%。10 月我国从印尼进口 39.7 万吨，多于从马来进口的 12.6 万吨。从目前的买船估计 11 月食用棕榈油进口量高于 10 月，今年国家大力提倡“粮食节约”，同时小部分地区疫情反复，冬季棕榈油需求季节性减弱。10 月国内食用棕榈油表观消费为 29.8 万吨，明显低于 9 月的 47.5 万吨(-37%)，预计 11 月国内棕榈油消费量在 40 万吨左右。

图表 5: 中国食用棕榈油进口量(黑色虚线为预估)



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

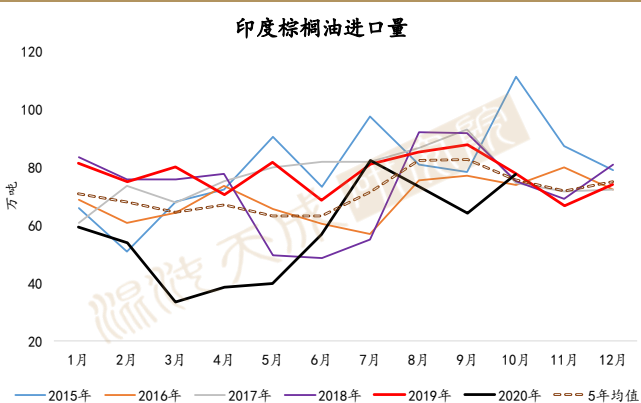


数据来源: 混沌天成研究院

b) 印度 - 10月进口增加

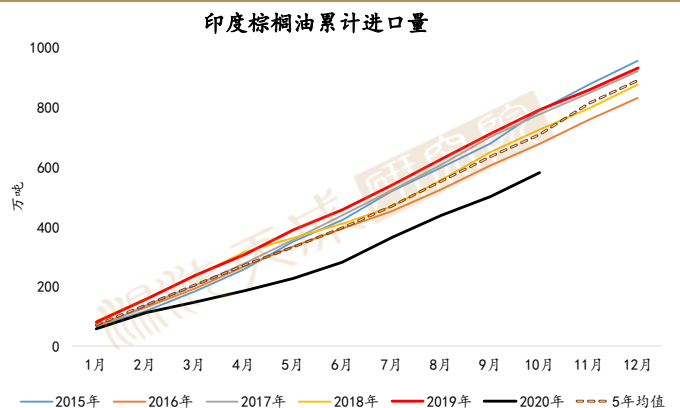
10月印度棕榈油进口量明显增加至77.6万吨,略高于五年均值,环比上升20.6%,同比持平,前10月棕榈油累计进口580.4万吨,远低于同期值,9月食用油总进口量为104.4万吨,环比降20.2%,同比下降16.8%,为近五年同期最低值。由于近两月的节日需求和上月底油脂的超低库存,预计10月油脂补库需求大,食用油进口量可能升至130万吨,较上月上升22%。SEA称因为疫情,印度本年度食用油进口量预计为1350万吨,较去年下降9.4%。

图表 7: 印度棕榈油进口量



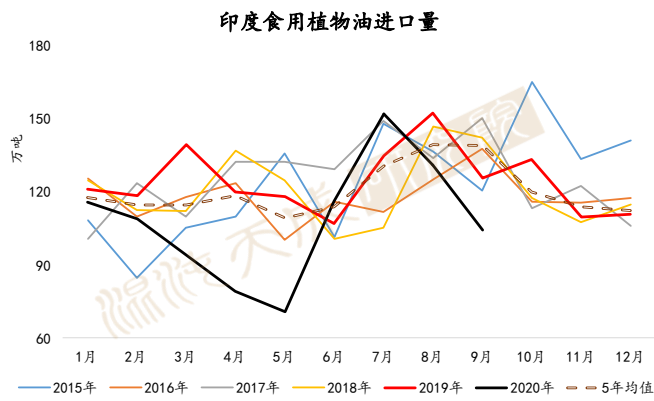
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 8: 印度棕榈油累计进口量



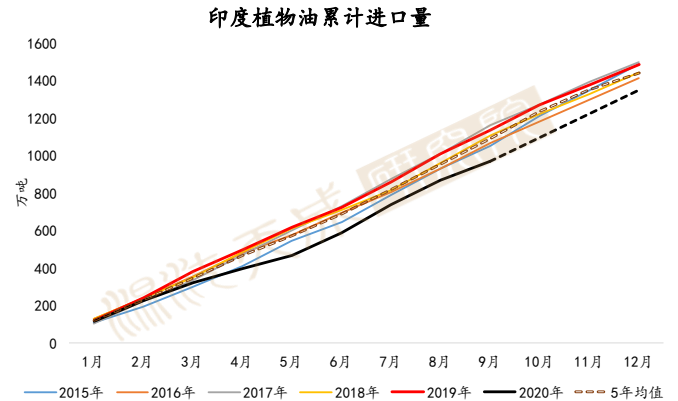
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 9: 印度食用植物油进口量



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)



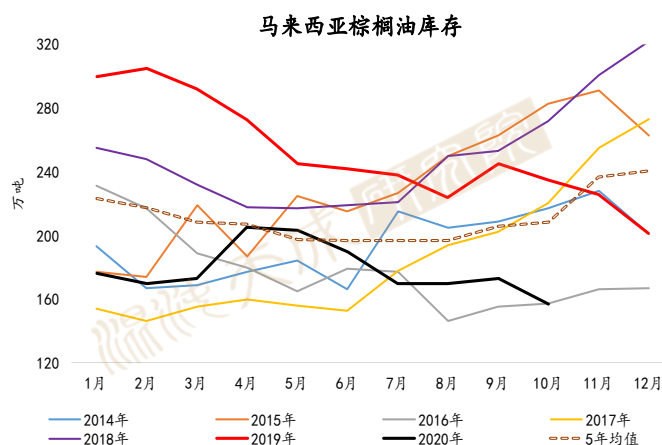
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

三、 库存

1、 印尼和马来 - 马棕低库存支撑

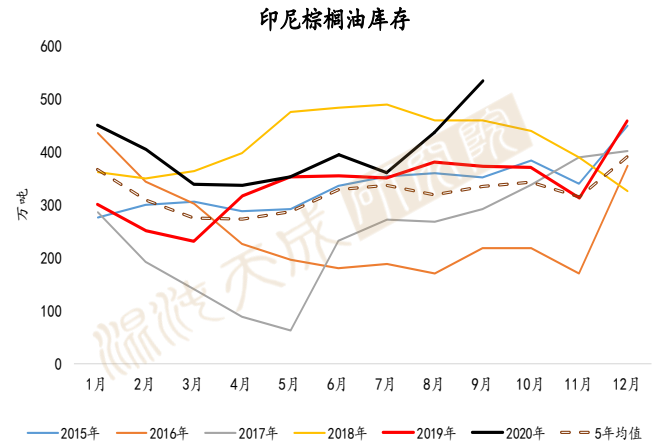
MPOB 数据显示马来 10 月底库存为 157 万吨, 环比下降 8.63%, 符合市场预期但偏低。现在看来 2020 年底库存难以超过 180 万吨, 需关注马来疫情和劳工相关政策。印尼增产较为顺利, 库存 9 月底升至 534 万吨, 增幅较大, 产地库存总和达到历史高位, 持续关注东南亚降水和疫情状况。

图表 11: 马来棕榈油库存



数据来源: MPOB, 混沌天成研究院

图表 12: 印尼棕榈油库存

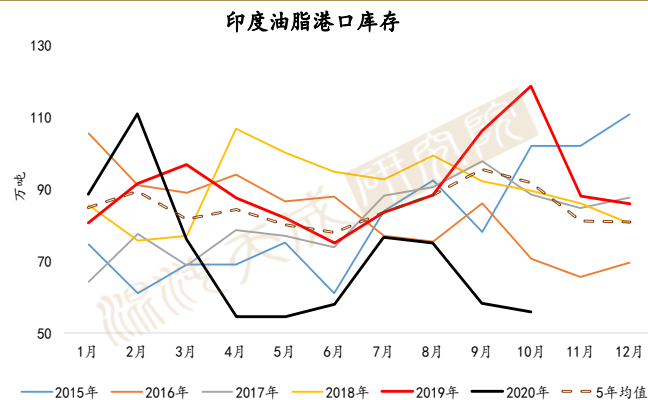


数据来源: GAPKI, 混沌天成研究院

2、印度 - 库存下降明显

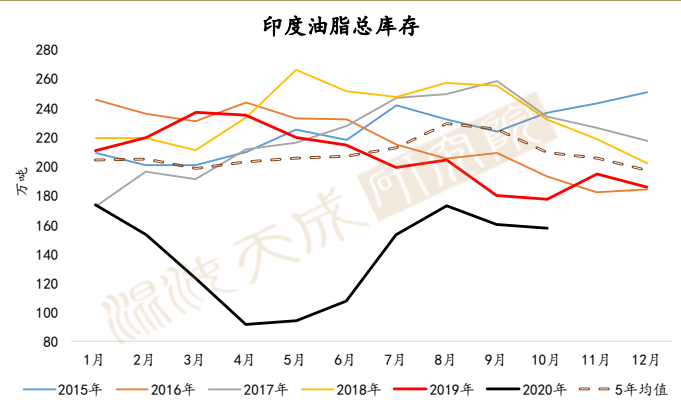
由于节日，印度油脂需求明显增加，油脂库存继续下降，10月植物油总库存降至157.8万吨，较9月减少1.5%，其中港口库存为55.8万吨，环比下降4.1%，总库存和港口库存较往年均处于最低位。现印度并没有因疫情而减少油脂消费，从印度进口马来棕榈油数据来看，本月采购量不及上月，预计11月库存上升速度较慢。

图表 13：印度油脂港口库存



数据来源：SEA，混沌天成研究院

图表 14：印度油脂总库存(含港口库存和管道库存)

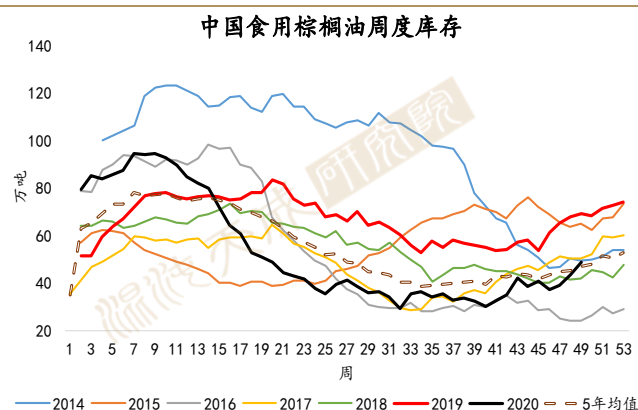


数据来源：SEA，混沌天成研究院

3、中国 - 库存上升

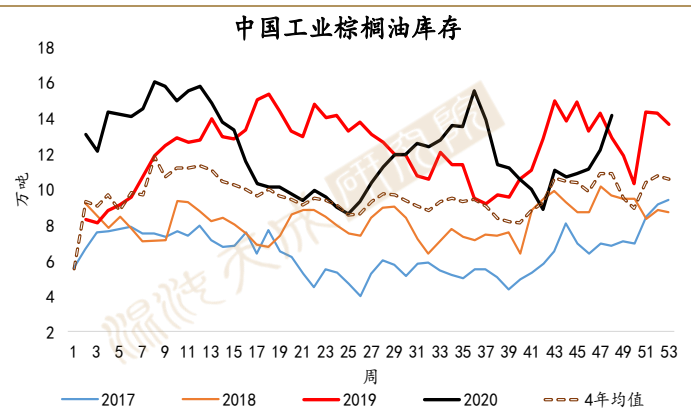
近期棕榈油到港量增加，截至11月29日，我国棕榈油食用库存为48.86万吨，环比上升12.7，工棕库存升至14.16万吨(+15.8%)，食用库存处于处在五年均值附近，工棕压力较大，当前我国供需双双减弱，预计棕榈油逐渐累库。同时我国豆棕菜三大油脂食用总库存继续微增至182万吨(0.64%)，远不及五年同期均值。

图表 15：中国食用棕榈油周度库存



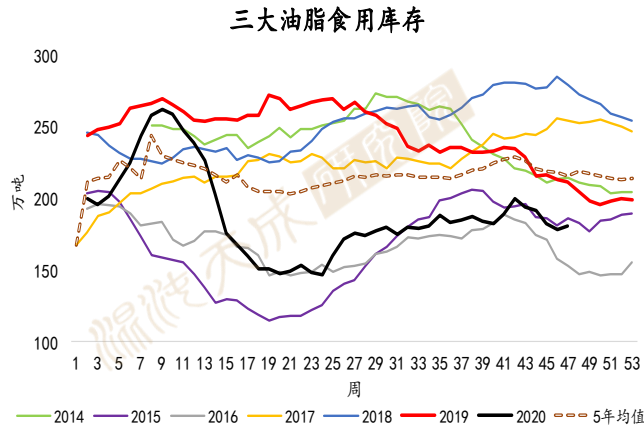
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 16：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 17: 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

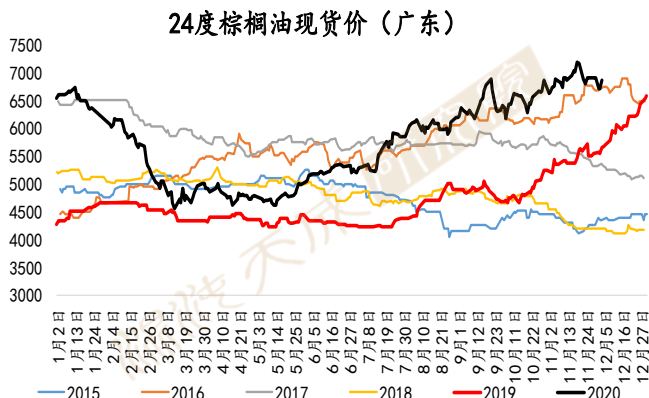
图表 18: 中国棕榈油月度供需表 (万吨) 红色为预估

时间	食用棕榈油 (万吨)							工业棕榈油 (万吨)							总计棕榈油 (万吨)									
	期初库存	进口量	进口占比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存	期初库存	进口量	进口占比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存	期初库存	进口量	进口占比	总供给量	消费量	消费同比	平衡	期末库存
2017年9月	36.0	49.0	0.4	85.0	49.0	0.6	0.0	36.0	5.4	19.9	0.5	25.3	20.2	0.6	-0.3	5.1	41.4	68.9	0.4	110.3	69.2	0.6	-0.3	41.1
2017年10月	36.0	32.0	1.0	68.0	21.0	0.0	11.0	47.0	5.1	16.4	0.5	21.5	15.4	0.0	1.0	6.2	41.1	48.4	0.8	89.5	36.4	0.0	12.0	53.2
2017年11月	47.0	35.0	0.3	82.0	33.0	0.1	2.0	49.0	6.2	19.9	0.2	26.1	19.3	0.3	0.6	6.8	53.2	54.9	0.2	108.1	52.3	0.1	2.6	55.8
2017年12月	49.0	42.0	-0.2	91.0	32.0	-0.2	10.0	59.0	6.8	15.0	-0.1	21.8	13.6	0.0	1.4	8.2	35.8	57.0	-0.2	112.8	45.6	-0.1	11.4	67.2
2018年1月	59.0	34.0	-0.1	93.0	28.0	0.3	6.0	65.0	8.2	12.7	-0.2	20.9	12.4	-0.2	0.3	8.5	57.2	46.7	-0.1	113.9	40.4	0.1	6.3	73.5
2018年2月	65.0	24.0	0.0	89.0	21.0	0.2	3.0	68.0	8.5	13.3	0.3	21.8	14.4	0.5	-1.2	7.4	73.5	37.3	0.1	110.8	35.4	0.3	1.8	75.4
2018年3月	68.0	33.0	0.2	101.0	32.0	0.2	1.0	69.0	7.4	15.3	0.5	22.7	13.8	0.3	1.6	8.9	75.4	48.3	0.3	123.7	45.8	0.2	2.6	77.9
2018年4月	69.0	17.0	-0.4	86.0	21.0	-0.3	-4.0	65.0	8.9	14.4	0.1	23.4	15.8	0.2	-1.4	7.5	77.9	31.4	-0.3	109.4	36.8	-0.1	-5.4	72.5
2018年5月	65.0	26.0	0.4	91.0	28.0	0.5	-2.0	63.0	7.5	15.1	0.3	22.6	14.1	0.1	0.9	8.5	72.5	41.1	0.4	113.6	42.1	0.3	-1.1	71.5
2018年6月	63.0	28.0	1.5	91.0	35.0	0.8	-7.0	56.0	8.5	10.7	0.0	19.2	10.8	0.0	-0.1	8.4	71.5	38.7	0.8	110.2	45.8	0.5	-7.1	64.4
2018年7月	56.0	23.0	2.3	79.0	23.0	0.0	0.0	56.0	8.4	13.7	0.1	22.1	14.9	0.3	-1.2	7.2	64.4	36.7	0.9	101.1	37.9	0.1	-1.2	63.2
2018年8月	56.0	30.0	0.0	86.0	43.0	0.5	-13.0	43.0	7.2	11.7	0.1	18.9	11.7	0.1	-0.1	7.2	63.2	41.7	0.0	104.9	54.7	0.4	-13.1	50.2
2018年9月	43.0	33.0	-0.3	76.0	30.0	-0.4	3.0	46.0	7.2	18.4	-0.1	25.6	19.2	-0.1	-0.7	6.4	50.2	51.4	-0.3	101.6	49.2	-0.3	2.3	52.4
2018年10月	46.0	27.0	-0.2	73.0	32.0	0.5	-5.0	41.0	6.4	18.6	0.1	25.0	15.7	0.0	2.9	9.3	52.4	45.6	-0.1	98.0	47.7	0.3	-2.2	50.3
2018年11月	41.0	37.0	0.1	78.0	36.0	0.1	1.0	42.0	9.3	18.2	-0.1	27.5	17.8	-0.1	0.4	9.7	50.3	55.2	0.0	105.5	53.8	0.0	1.4	51.7
2018年12月	42.0	43.0	0.0	85.0	38.0	0.2	5.0	47.0	9.7	15.3	0.0	25.0	16.2	0.2	-0.9	8.7	51.7	58.3	0.0	110.0	54.2	0.2	4.1	55.7
2019年1月	47.0	51.0	0.5	98.0	31.0	0.1	20.0	67.0	8.7	17.8	0.4	26.6	17.4	0.4	0.4	9.1	55.7	48.8	0.5	124.6	48.4	0.2	20.4	76.1
2019年2月	67.0	32.0	0.3	99.0	21.0	0.0	11.0	78.0	9.1	14.4	0.1	23.5	11.0	-0.2	3.3	12.5	76.1	46.4	0.2	122.5	32.0	-0.1	14.3	90.5
2019年3月	78.0	41.0	0.2	119.0	42.0	0.3	-1.0	77.0	12.5	13.6	-0.1	26.0	13.0	-0.1	0.5	13.0	90.5	54.6	0.1	145.0	55.0	0.2	-0.5	90.0
2019年4月	77.0	33.0	0.9	110.0	32.0	0.5	1.0	78.0	13.0	14.1	0.0	27.1	11.7	-0.3	2.4	15.4	90.0	47.1	0.5	137.1	43.7	0.2	3.4	93.4
2019年5月	78.0	43.0	0.7	121.0	48.0	0.7	-5.0	73.0	15.4	17.9	0.2	33.3	19.2	0.4	-1.3	14.1	93.4	60.9	0.5	154.3	67.2	0.6	-6.3	87.1
2019年6月	73.0	31.0	0.1	104.0	38.0	0.1	-7.0	66.0	14.1	12.1	0.1	26.2	13.0	0.2	-0.9	13.1	87.1	43.1	0.1	130.2	51.0	0.1	-7.9	79.1
2019年7月	66.0	49.0	1.1	115.0	51.0	1.2	-2.0	64.0	13.1	13.8	0.0	27.0	16.2	0.1	-2.4	10.8	79.1	62.8	0.7	142.0	67.2	0.8	-4.4	74.8
2019年8月	64.0	58.0	0.9	122.0	67.0	0.6	-9.0	55.0	10.8	16.0	0.4	26.8	17.2	0.5	-1.2	9.6	74.8	74.0	0.8	148.8	84.2	0.5	-10.2	64.6
2019年9月	55.0	44.0	0.3	99.0	44.0	0.5	0.0	55.0	9.6	13.0	-0.3	22.6	11.9	-0.4	1.1	10.6	64.6	57.0	0.1	121.6	55.9	0.1	1.1	65.6
2019年10月	55.0	55.0	1.0	110.0	52.0	0.6	3.0	58.0	10.6	23.4	0.3	34.0	19.8	0.3	3.6	14.2	65.6	78.4	0.7	144.0	71.8	0.5	6.6	72.2
2019年11月	58.0	64.0	0.7	122.0	53.0	0.5	11.0	69.0	14.2	19.6	0.1	33.8	21.9	0.2	-2.3	11.9	72.2	83.6	0.5	155.8	74.9	0.4	8.7	80.9
2019年12月	69.0	54.0	0.3	123.0	50.0	0.3	4.0	73.0	11.9	18.3	0.2	30.2	16.5	0.0	1.8	13.7	80.9	72.3	0.2	163.2	66.5	0.2	5.8	86.7
2020年1月	73.0	36.0	-0.3	109.0	22.0	-0.3	14.0	87.0	13.7	16.2	-0.1	29.9	15.8	-0.1	0.4	14.1	86.7	52.2	-0.2	138.9	37.8	-0.2	14.4	101.1
2020年2月	87.0	24.0	-0.3	111.0	18.0	-0.1	6.0	93.0	14.1	10.8	-0.2	24.9	9.9	-0.1	0.9	15.0	101.1	34.8	-0.2	135.9	27.9	-0.1	6.9	108.0
2020年3月	93.0	22.0	-0.5	115.0	36.0	-0.1	-14.0	79.0	15.0	8.2	-0.4	23.2	9.4	-0.3	-1.2	13.8	108.0	30.2	-0.4	138.2	45.4	-0.2	-15.2	92.8
2020年4月	79.0	23.0	-0.3	102.0	51.0	0.6	-28.0	51.0	13.8	10.0	-0.3	23.8	13.6	0.2	-3.7	10.1	92.8	33.0	-0.3	125.8	64.6	0.5	-31.7	61.1
2020年5月	51.0	28.0	-0.3	79.0	37.0	-0.2	-9.0	42.0	10.1	21.0	0.2	31.2	21.6	0.1	-0.6	9.6	61.1	49.0	-0.2	110.2	58.6	-0.1	-9.6	51.6
2020年6月	42.0	46.0	0.5	88.0	47.0	0.2	-1.0	41.0	9.6	12.6	0.0	22.2	11.8	-0.1	0.8	10.4	51.6	58.6	0.4	110.2	58.8	0.2	-0.2	51.4
2020年7月	41.0	31.0	-0.4	72.0	43.0	-0.2	-12.0	29.0	10.4	18.3	0.3	28.7	16.2	0.0	2.1	12.5	51.4	49.3	-0.2	100.7	59.2	-0.1	-9.9	41.5
2020年8月	29.0	47.6	-0.2	76.6	41.1	-0.4	6.5	35.5	12.5	20.2	0.3	32.6	17.1	0.0	3.1	15.5	41.5	67.8	-0.1	109.3	58.3	-0.3	9.6	51.0
2020年9月	35.5	43.0	0.0	78.5	47.5	0.1	-4.5	31.0	15.5	14.6	0.1	30.1	19.9	0.7	-5.3	10.2	51.0	57.5	0.0	108.5	67.3	0.2	-9.8	41.2
2020年10月	31.0	39.7	-0.3	70.7	29.8	-0.4	9.9	40.9	10.2	12.6	-0.5	22.8	12.9	-0.4	-0.3	9.9	41.2	52.3	-0.3	93.5	42.7	-0.4	9.6	50.8
2020年11月	40.9	65.0	0.0	105.9	40.0	-0.2	25.0	65.9	9.9	15.0	-0.2	24.9	12.0	-0.5	3.0	12.9	50.8	80.0	0.0	130.8	52.0	-0.3	28.0	78.8
2020年12月	65.9	55.0	0.0	120.9	45.0	-0.1	18.0	75.9	12.9	15.0	-0.2	27.9	13.0	-0.2	2.0	14.9	78.8	70.0	0.0	148.8	55.0	-0.1	12.0	90.8

数据来源: 海关总署, 天下粮仓, 混沌天成研究院

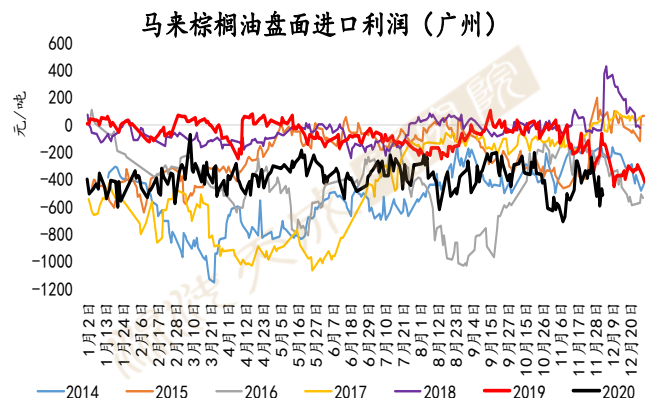
五、利润与价差

图表 19：棕榈油现货价格



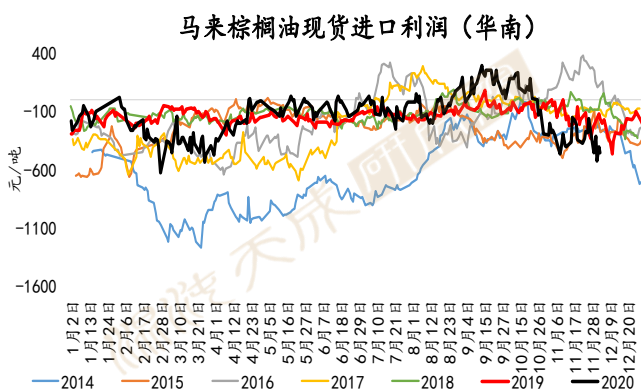
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 20：马来西亚棕榈油盘面进口利润 (广州)



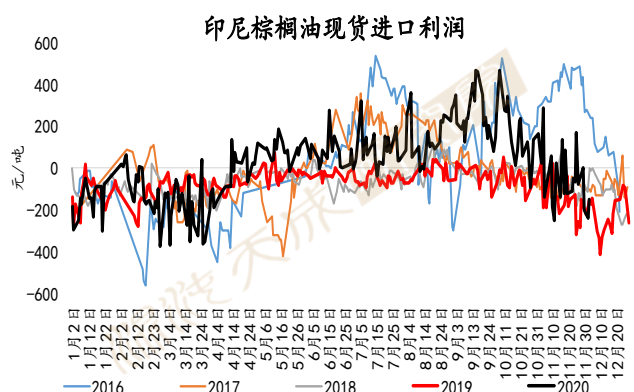
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 21：马来西亚棕榈油现货进口利润



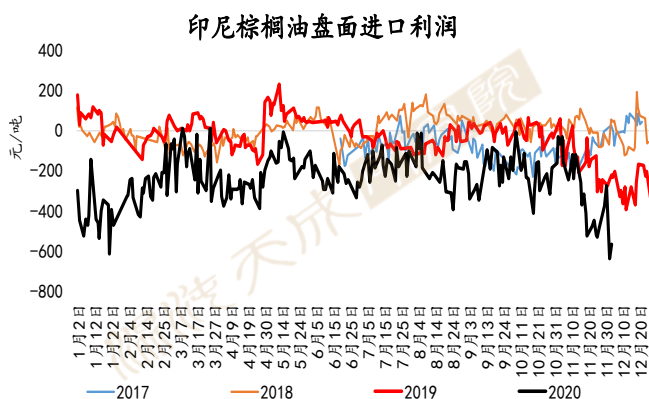
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 22：印度尼西亚棕榈油现货进口利润



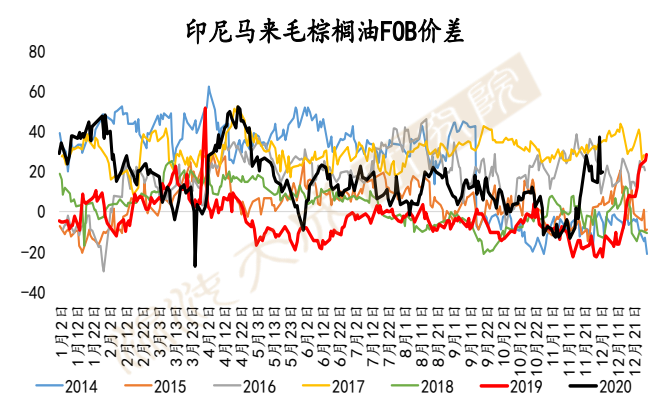
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 23：印度尼西亚棕榈油盘面进口利润



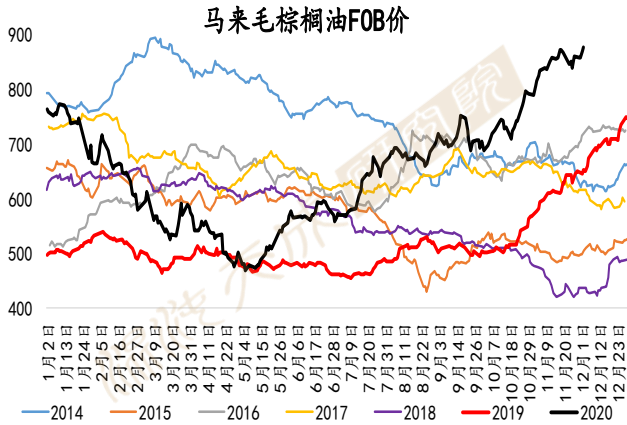
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 24：印尼马来毛棕榈油 FOB 价差



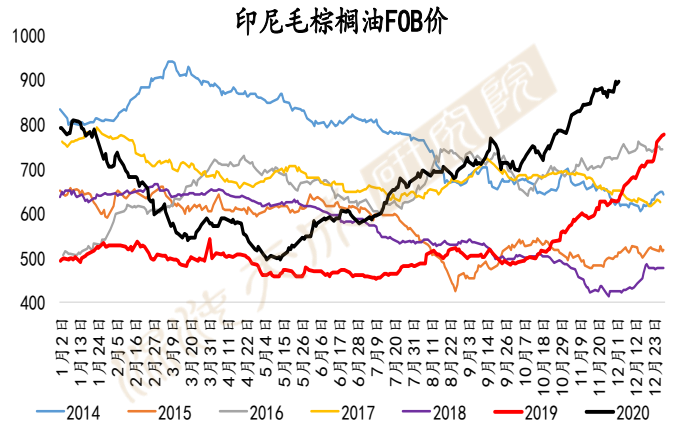
数据来源：Eikon，混沌天成研究院

图表 25: 马来西亚棕榈油 FOB 价



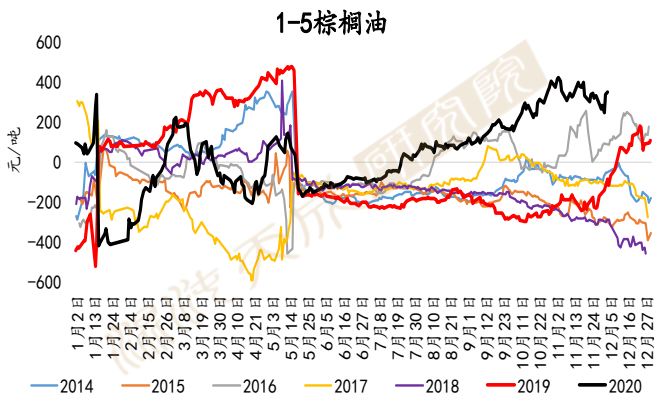
数据来源: Eikon, 混沌天成研究院

图表 26: 印尼棕榈油 FOB 价



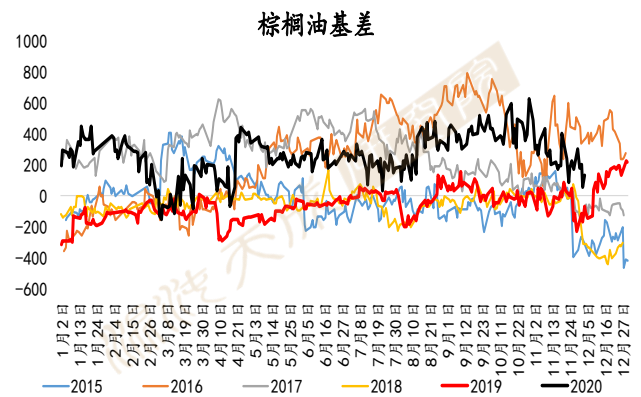
数据来源: Eikon, 混沌天成研究院

图表 27: 1-5 棕榈油价差



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 28: 棕榈油基差



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

豆油

一、供应

1、巴西 - 需关注生长期天气

近期巴西中西部地区降雨充足，种植速度自10月中旬以来加快，信息咨询机构 AgRural 称，截至11月26日，巴西新季大豆种植率为87%，去年同期值为90%，五年同期均值为89%，播种进度正常，不过由于部分作物生长不佳，30万公顷的大豆面临重新种植，近十天巴西南部帕拉纳州和南里奥格兰德州将获得显著降水。

截至12月3日，南里奥格兰德州播种进度为61%，上周为47%，目前墒情较差，尽管近期将迎来大量降水，但对土壤湿度的实质改善仍然存疑，减产担忧犹存。

Deral 数据显示，截至12.1，帕拉纳州大豆播种率为99%，其中4%的大豆开始萌芽，82%处于营养生长期，12%处在开花期，还有2%开始鼓粒，大豆优良率为72%，前一周为70%，同时约4%的作物状态不佳，高于前一周的3%，该州北部由于干旱，部分地区需要重种，预测新季大豆产量为2050万吨（-1%）。

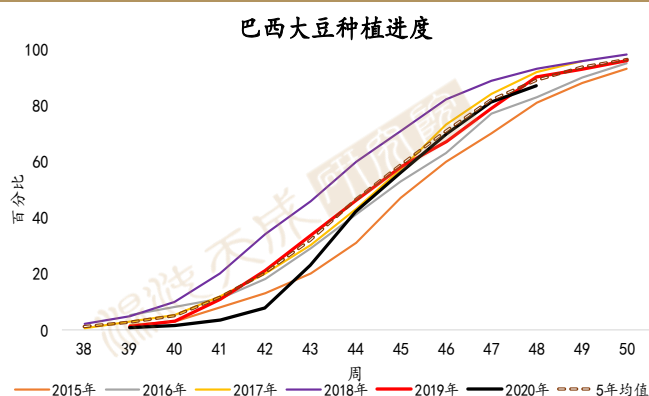
马托格罗索州大豆基本播种完毕，整体播种时间较去年晚了2-3周，Conab 预测该州种植面积增加2.8%至1020万公顷，总产达3680万吨（+2.7%）。

依照目前形势，巴西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，但要警惕12月至1月大豆结荚期天气和锈病的发生，将对单产造成影响。

目前各大机构对巴西产量预估出现分歧，调增调减均有出现，本月 StoneX 将播种面积上调至18万公顷，巴西产量估计升至1.339亿吨，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，而 HIS Markit 和 Celser 均下调大豆产量预估，分别为1.325亿吨和1.295亿吨。

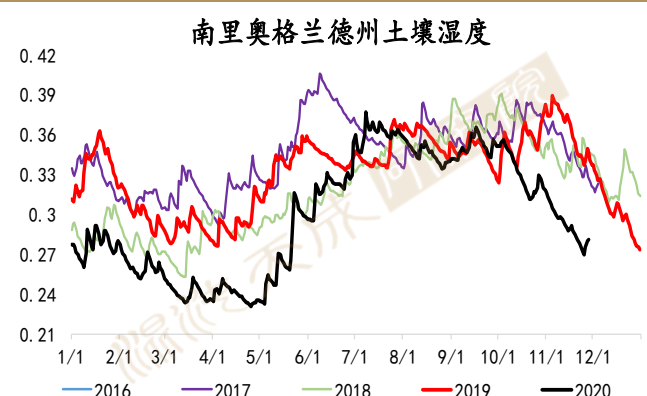
由于巴西国内大豆数量较少，今年压榨量明显不如往年，同时从巴拉圭和美国采购大豆，预计今年巴西进口大豆数量达100万吨。

图表 29：巴西大豆种植进度



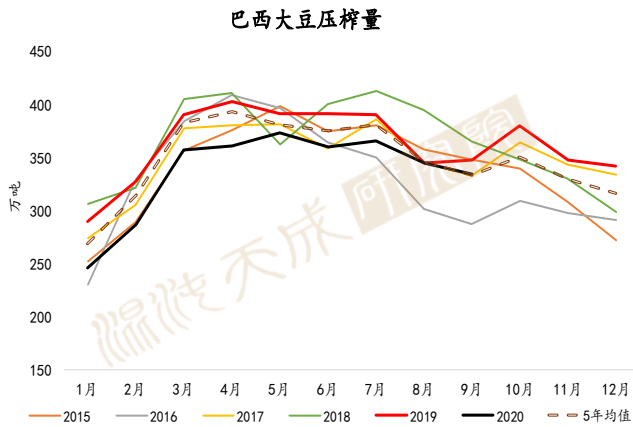
数据来源：AgRural，混沌天成研究院

图表 30：巴西南里奥格兰德州土壤湿度



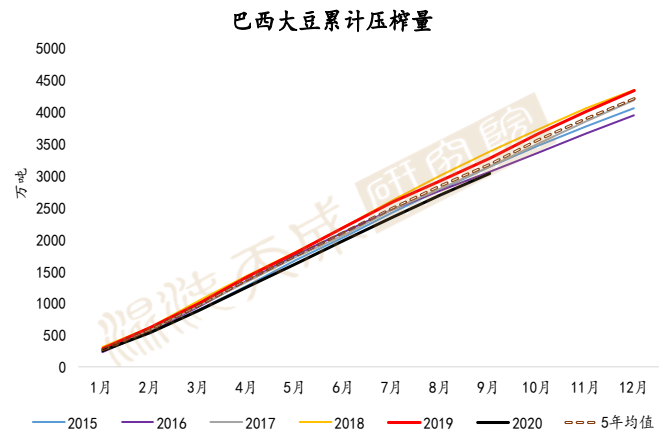
数据来源：Eikon，混沌天成研究院

图表 31: 巴西大豆压榨量



数据来源: 巴西贸易部, 混沌天成研究院

图表 32: 巴西大豆累计压榨量

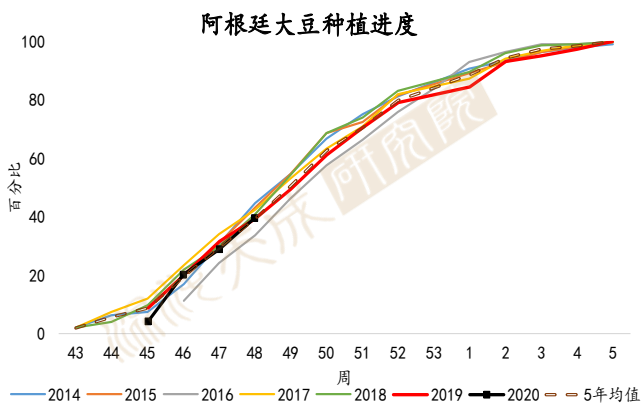


数据来源: 巴西贸易部, 混沌天成研究院

2、阿根廷 - 土壤湿度不佳

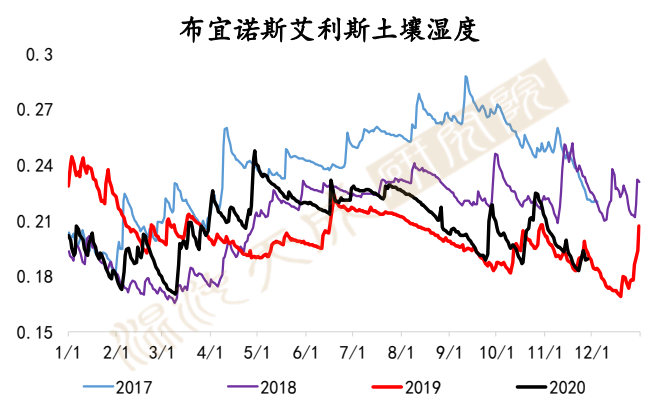
布宜诺斯艾利斯谷物交易所称, 截至 12.2, 阿根廷新季大豆已种植 48.2%, 上周为 39.3%, 去年同期值为 49.3%。上周中部、布宜诺斯艾利斯西部等地区降水使得播种进度加快, 但从土壤湿度来看, 干旱还未结束, 未来 10 天阿根廷大部分地区将获得少于正常值的降水, 无法改善墒情, 11 月是阿根廷大豆播种关键期, 尽管拉尼娜现象可能导致降水不足, 但高利润使得农户坚持大豆种植计划。10 月阿根廷大豆压榨量为 310.7 万吨, 与 9 月持平, 同比下降 21%。布交所表示阿根廷种植面积预计为 1720 万公顷, 较上一年度增加 10 万公顷, 但由于拉尼娜, 新季大豆的产量预测下滑至 4650 万吨 (-5.1%), 单产为 41.5 蒲/英亩。

图表 33: 阿根廷大豆种植进度



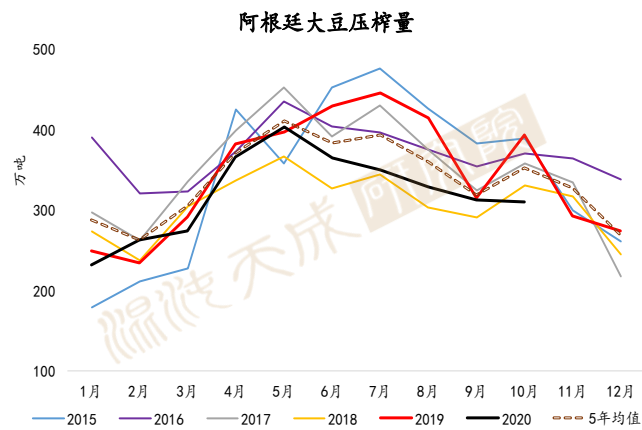
数据来源: BAGE, 混沌天成研究院

图表 34: 阿根廷布宜诺斯艾利斯土壤湿度



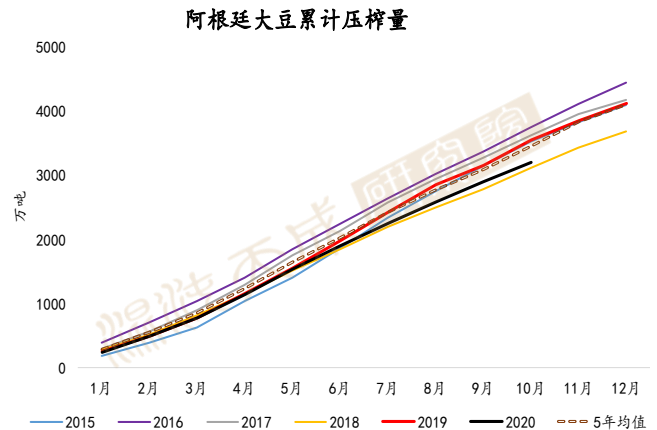
数据来源: Eikon, 混沌天成研究院

图表 35: 阿根廷大豆压榨量



数据来源: 阿根廷农业部, 混沌天成研究院

图表 36: 阿根廷大豆累计压榨量



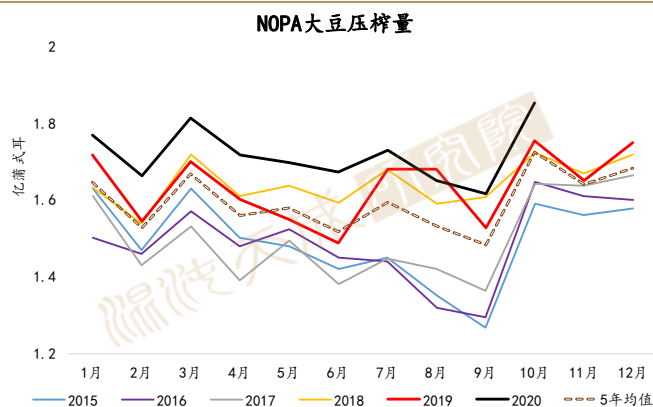
数据来源: 阿根廷农业部, 混沌天成研究院

3、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, 美国大豆基本收割完毕, 可能会带来供应压力。当前需关注美豆出口。

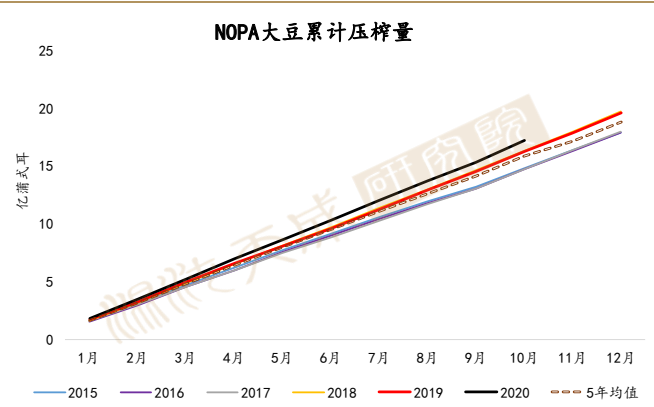
USDA 发布的月度压榨报告显示, 10 月美豆压榨量为 589.7 万吨, 环比增长 14.9%, 同比增加 5%, NOPA 大豆压榨量为 1.85 亿蒲 (500 万吨), 高于市场预期的 1.77 亿蒲 (482 万吨), 环比增长约 15%, 创近五年月压榨新高, 利好美豆。

图表 37: NOPA 美豆月度压榨量



数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

图表 38: NOPA 美豆累计压榨量

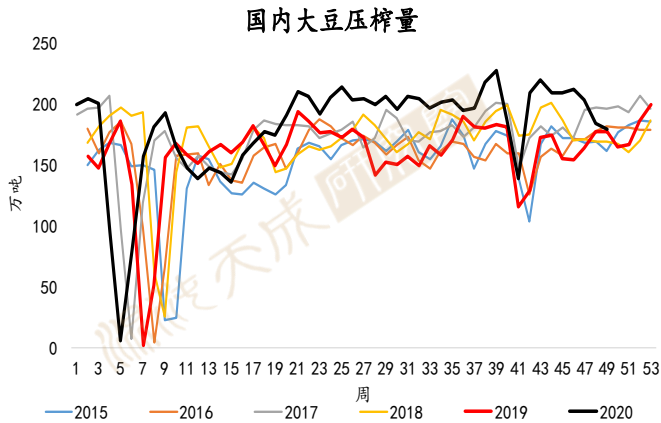


数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

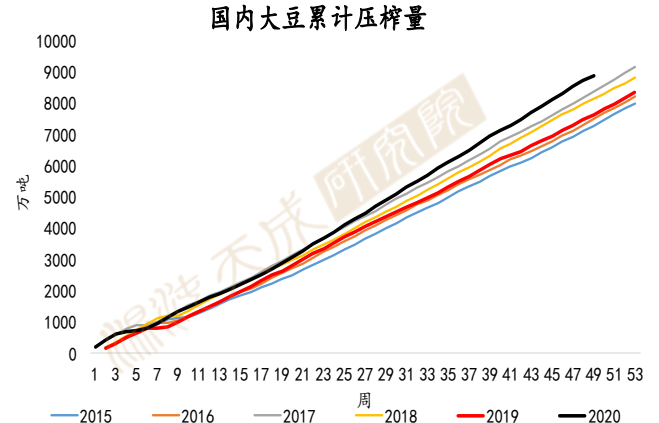
4、中国 - 压榨量维持高位

由于收储暂缓, 同时饲料用油需求显著减弱, 截至 12.4 当周, 我国大豆压榨量为 179 万吨, 较上周下降 2.9%, 与去年持平。

图表 39：中国大豆周度压榨量



图表 40：中国大豆累计压榨量



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

二、需求

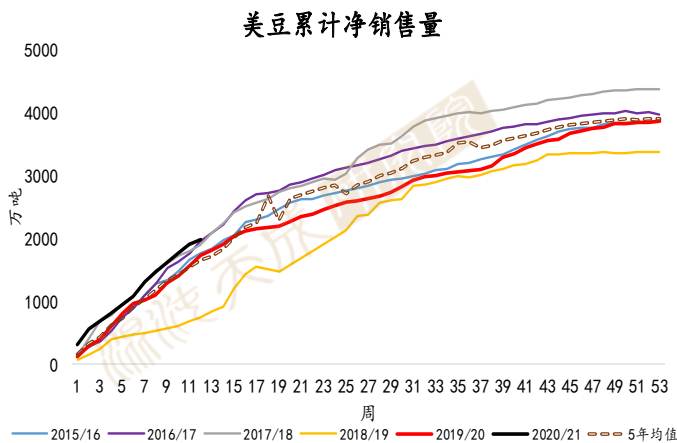
1、美国 - 近期出口减弱

根据 USDA 周度出口销售报告，截至 11 月 26 日当周，新季美豆出口销售净增 40.7 万吨，创本年度新低，处于预期区间 40-115 万吨的下限，其中对中国大陆出口销售净增 47.7 万吨。

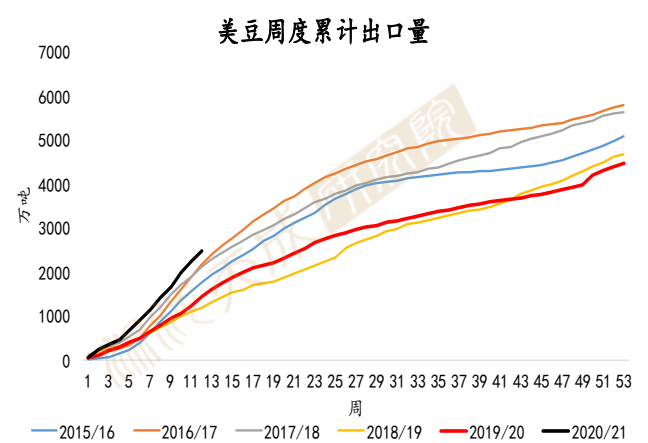
当周出口检验量为 203.6 万吨，符合预期区间 180-220 万吨，其中中国大陆 166.5 万吨，占总量的 82%。美豆出口装船量为 249.26 万吨，较上周增加 3%，其中对中国大陆装船 201.22 万吨，占比 80.7%。

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，后期报告可能继续上调。

图表 41：美国大豆周度净销售累计量



图表 42：美国大豆周度累计出口量



数据来源：USDA，混沌天成研究院

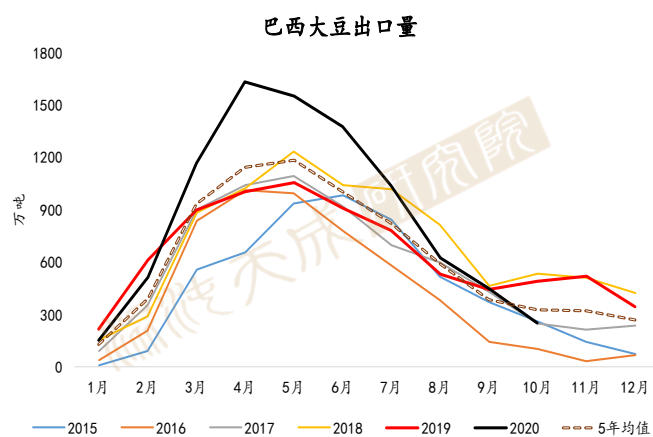
数据来源：USDA，混沌天成研究院

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9月出口5.9万吨，较上一个月下降45%，创本年度新低，预计10月豆油出口依然维持较低水平。估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。

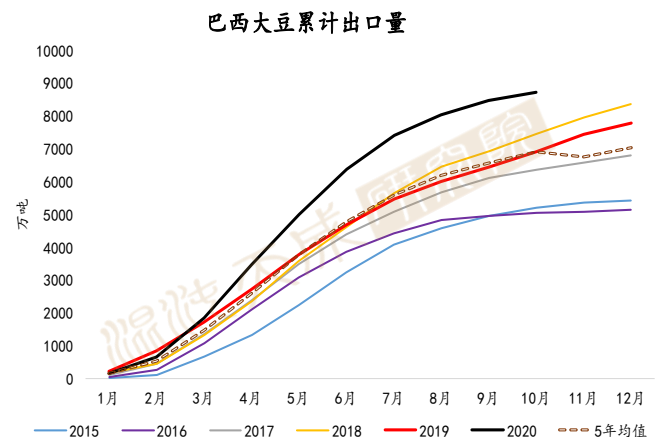
巴西大豆日均装运量较上周下滑，Anec下调11月巴西大豆出口预估量至83.5万吨，预计今年前11个月巴西大豆出口总量达8220万吨，同比增加17.6%。当前巴西已经从美国进口大豆3.8万吨，由于时间和成本较高，同时巴西和美国大豆品种有差异，这一行为预计不可持续。Conab预测今年巴西将进口100万吨大豆，创近十年最高值。Safras称周五，巴西新季大豆预售56.5%，远高于去年的37.8%和往年均值34.5%，提前锁定利润。

图表 43：巴西大豆出口量



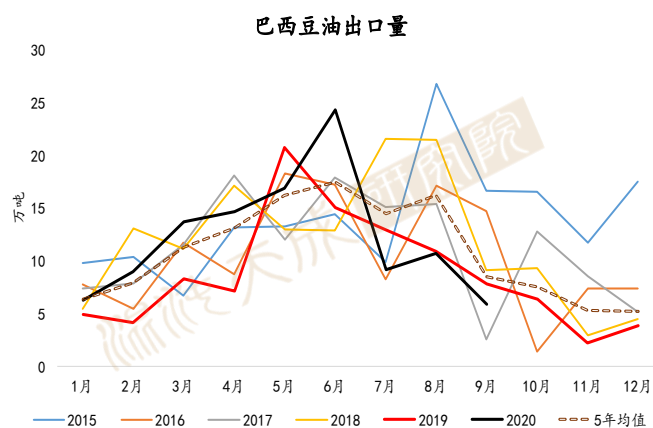
数据来源：巴西贸易部，混沌天成研究院

图表 44：巴西大豆累计出口量



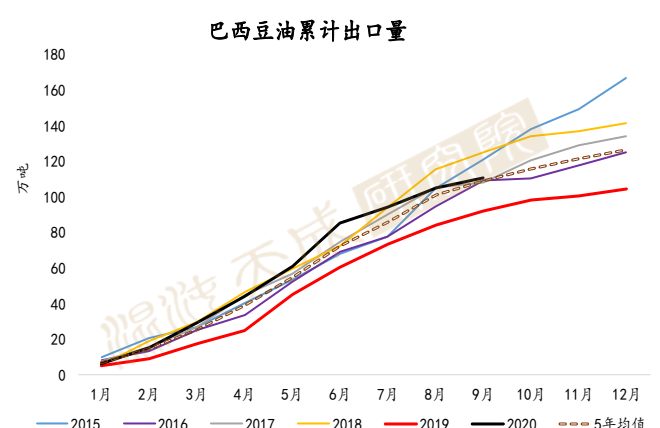
数据来源：巴西贸易部，混沌天成研究院

图表 45：巴西豆油出口量



数据来源：ABIOVE，混沌天成研究院

图表 46：巴西豆油累计出口量

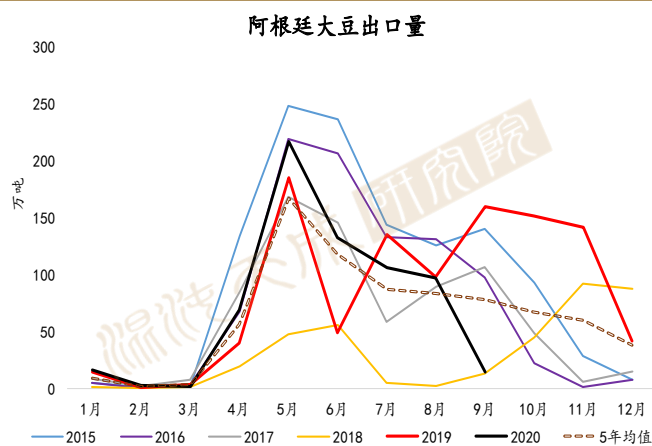


数据来源：ABIOVE，混沌天成研究院

3、阿根廷 - 货币贬值，惜售严重

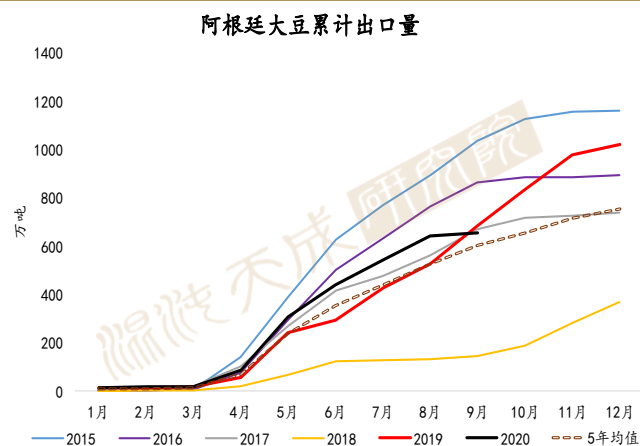
罗萨里奥谷物交易所（BCR）称阿根廷农户并未囤积大豆，目前阿根廷大豆销售量约为总产的70%，与去年同期一致，但从目前阿根廷的大豆出口、压榨量及库存来看，对BCR的说法存疑，阿根廷比索持续走低，农民惜售情绪浓厚，视大豆为硬通货，之前公布的2019/20年度大豆已销售69%，去年同期为72%，2020/21年度大豆的销售只有7%，这一数据更为可靠，9月大豆出口量为14.4万吨，处于极低位置，压榨厂采买不到大豆，压榨量逐月降低，10月压榨量低至311万吨。

图表 47：阿根廷大豆出口量



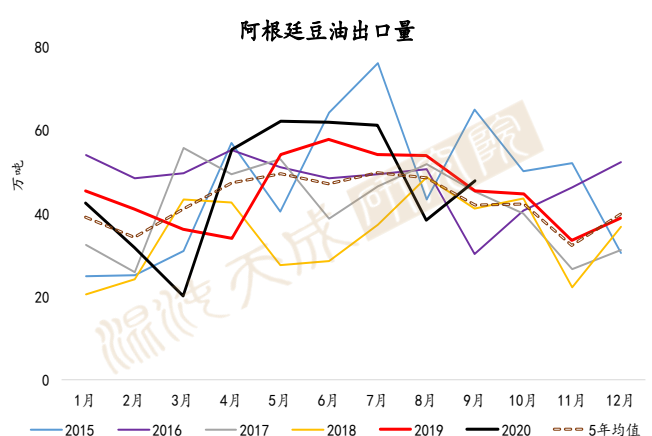
数据来源：阿根廷农业部，混沌天成研究院

图表 48：阿根廷大豆累计出口量



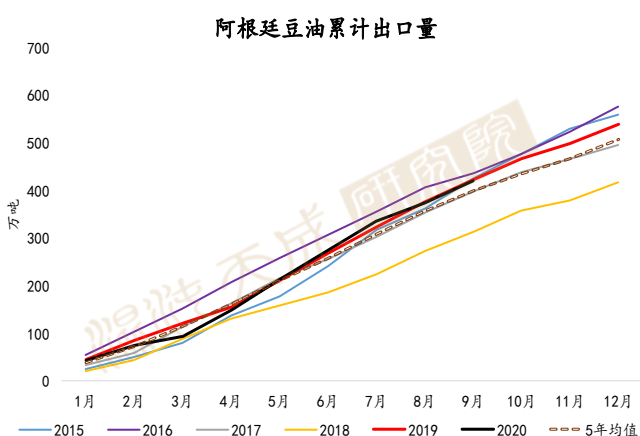
数据来源：阿根廷农业部，混沌天成研究院

图表 49：阿根廷大豆油出口量



数据来源：阿根廷农业部，混沌天成研究院

图表 50：阿根廷大豆油累计出口量



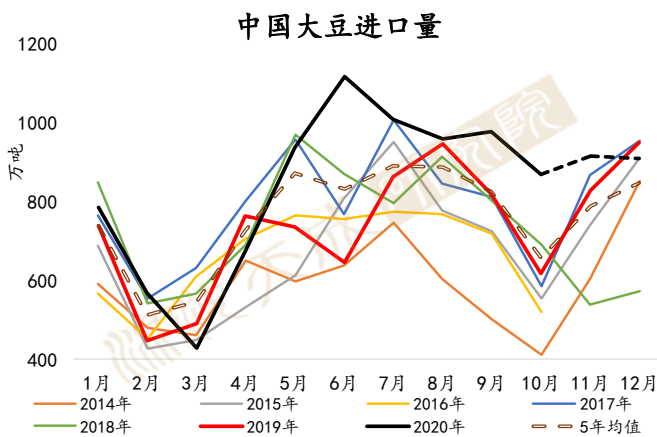
数据来源：阿根廷农业部，混沌天成研究院

4、中国 - 大量进口

10月我国进口大豆868.8万吨，较9月减少110万吨，环比下降11.2%，今年前10个月累计进口大豆8322万吨，远超往年，同比增长17.7%，增幅较上个月有所扩大，预计今年共进口大豆1亿吨。10月我国豆油进口量为7万吨，较上月下滑近半，前10个月累计进口豆油85万吨，同比增长21.2%。

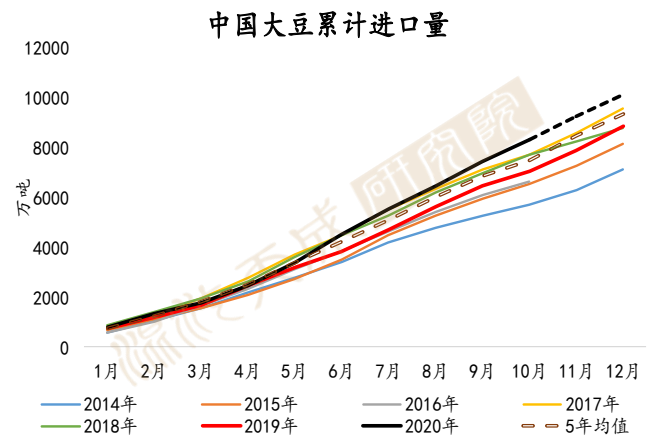
预计未来几个月大豆进口将保持强劲，我国农业部预计下半年从美国进口大豆数量及大豆进口总量将增加，四季度采购大豆进度将加快，前期有收储支撑，我国豆油需求好过往年，不过从上周表需来看，收储恐暂缓，同时高价格导致之前饲料用油的替代不可延续，豆油这两部分的需求支撑不再，后期主要是季节性的消费高峰，12月下游将陆续开启春节备货。

图表 51：中国大豆进口量（黑色虚线为预测值）



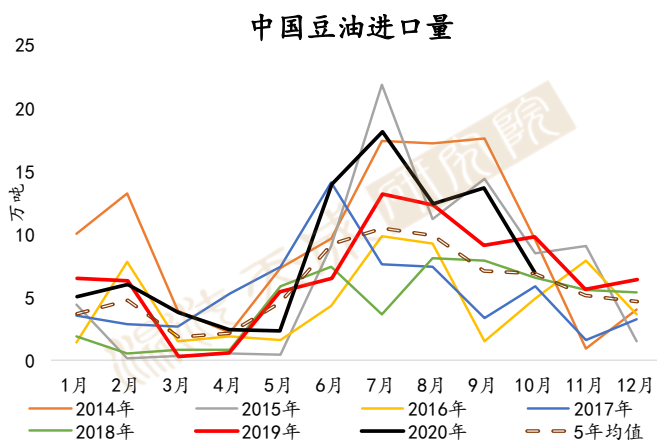
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 52：中国大豆累计进口量（黑色虚线为预测值）



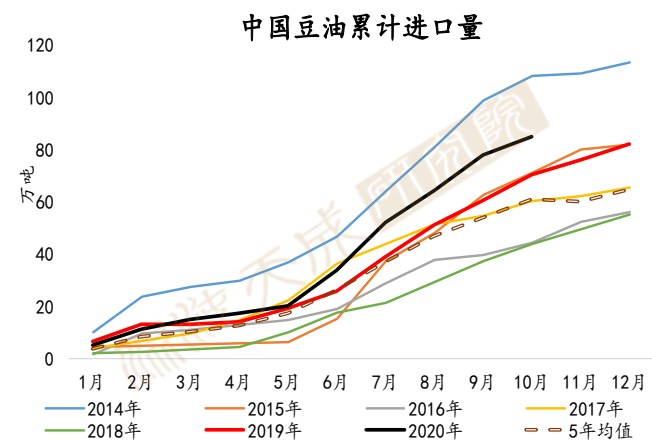
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 53：中国豆油进口量



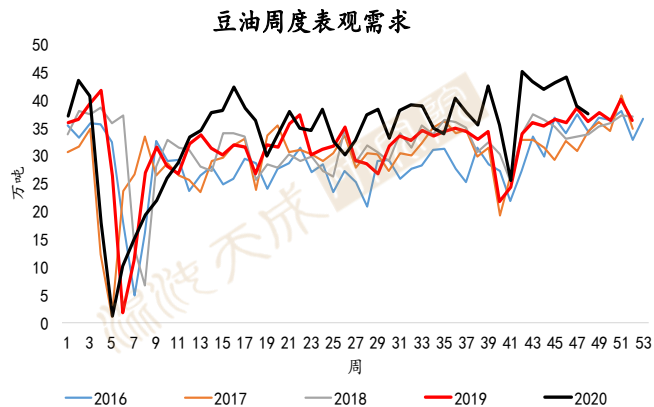
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 54：中国豆油累计进口量



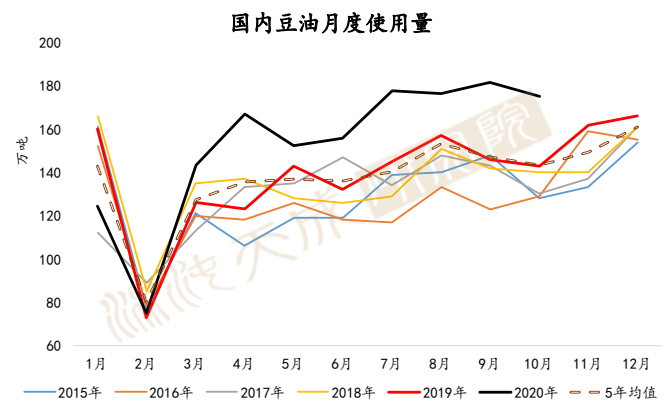
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 55: 中国豆油周度表观需求



数据来源: 混沌天成研究院

图表 56: 中国豆油月度消费量



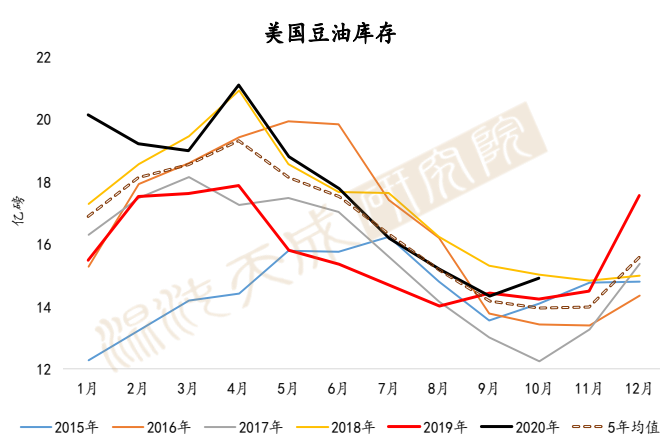
数据来源: 混沌天成研究院

三、库存

1、美国 - 明显下降

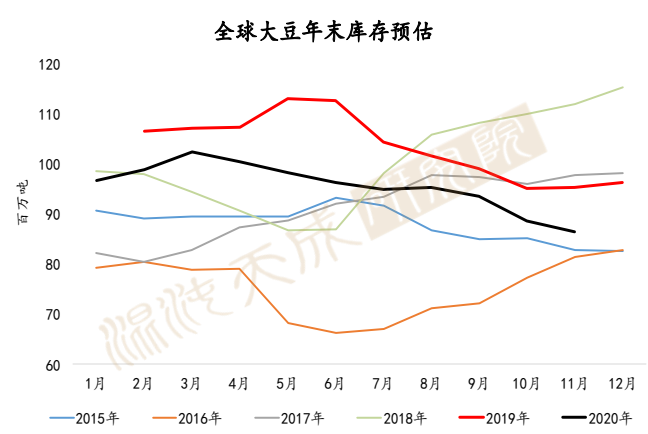
10月美国国内大豆压榨量较上月有所增加,月底豆油库存升至14.9亿磅,环比上升4%,预计11月底美国豆油库存下降。USDA的11月供需报告预计,2019/20年度美豆的期末库存为5.23亿蒲,新作库存下调至1.9亿蒲,库消比低至4.2%,支撑美豆和连盘豆油。

图表 57: 美国豆油月度库存



数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

图表 58: 全球大豆年末库存预估

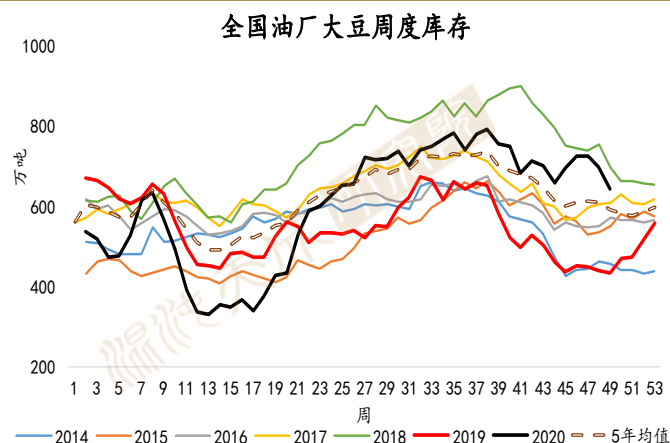


数据来源: USDA, 混沌天成研究院

2、中国 - 继续下降

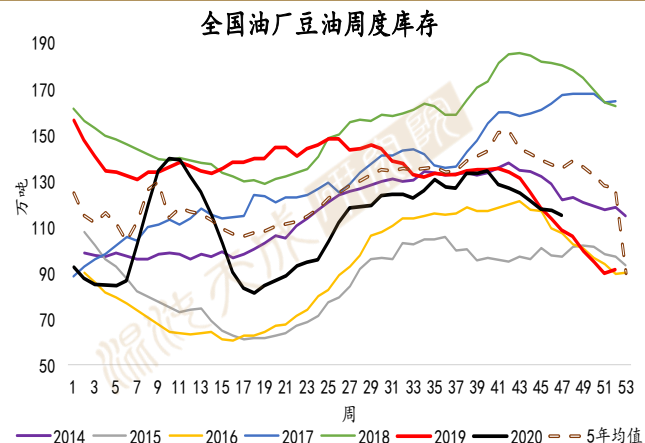
由于部分油厂胀库，上周大豆压榨量明显下滑，同时大豆到港量下降，油厂大豆库存降至 643.7 万吨（-7.65%），豆油库存为 115.1 万吨，较上周下降 2.1%，本周开机率下滑至 51.11%。

图表 59：全国油厂大豆周度库存



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 60：全国油厂豆油周度库存



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

四、供需平衡

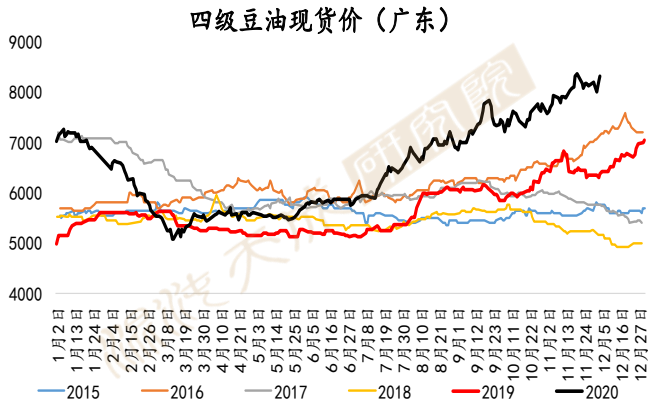
图表 61：中国豆油月度供需表（万吨）红色为预估

豆油（万吨）										
时间	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	159.4	7.0	300.1	175.2	140.0	35.2	0.2	175.4	124.7
2020年11月	124.7	170.0	10.0	304.7	180.0	152.0	28.0	2.0	182.0	122.7
2020年12月	122.7	169.0	12.0	303.7	172.0	150.0	22.0	2.0	174.0	129.7

数据来源：海关总署，天下粮仓，混沌天成研究院

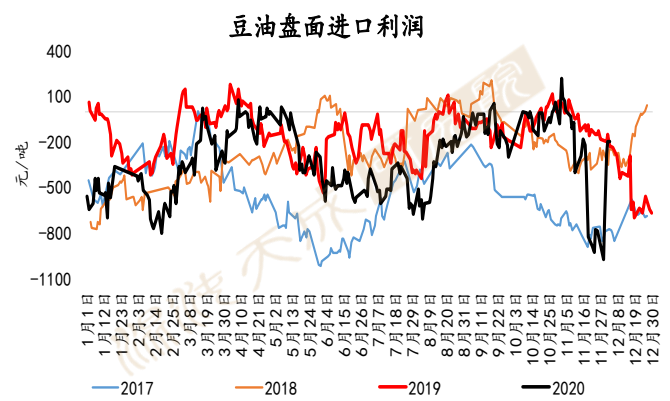
五、利润与价差

图表 62: 四级豆油现货价格



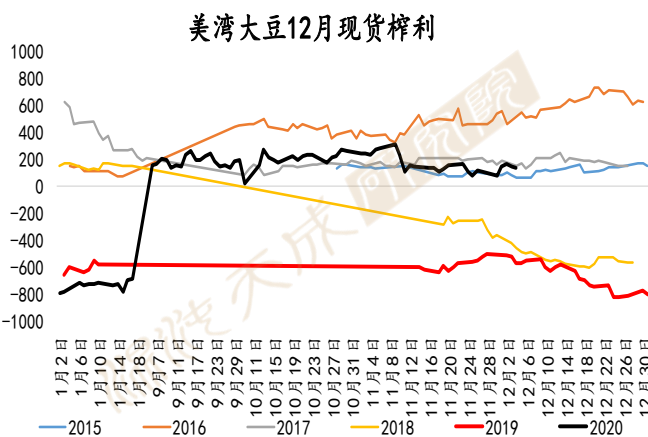
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 63: 豆油进口盘面利润



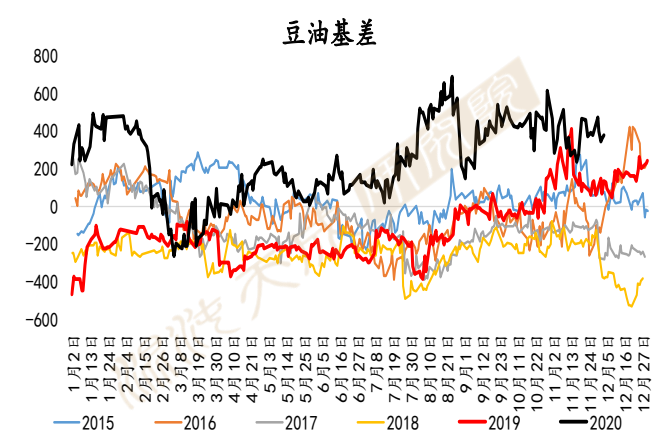
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 64: 美湾大豆现货榨利



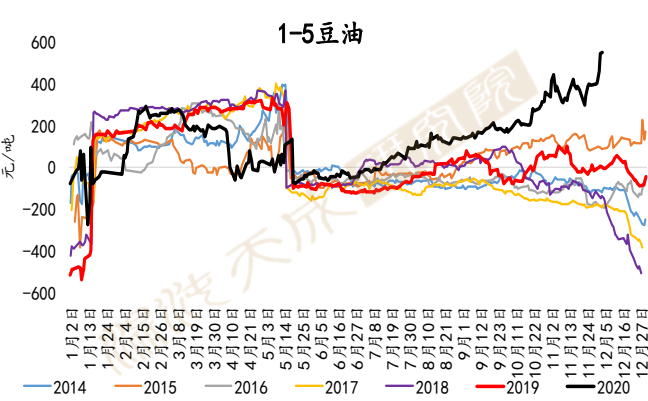
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 65: 豆油基差



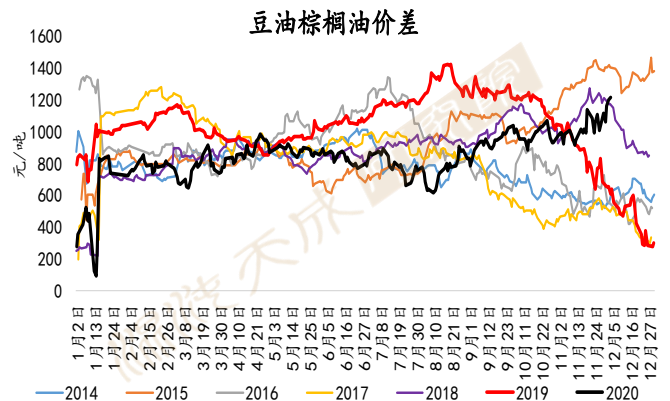
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 66: 1-5 豆油价差



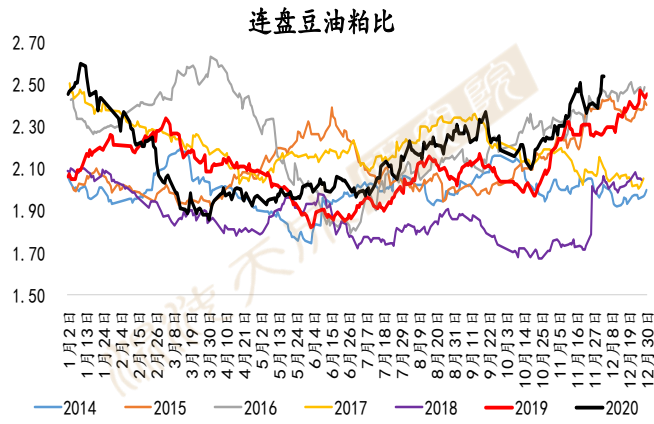
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 67: 豆油棕榈油价差



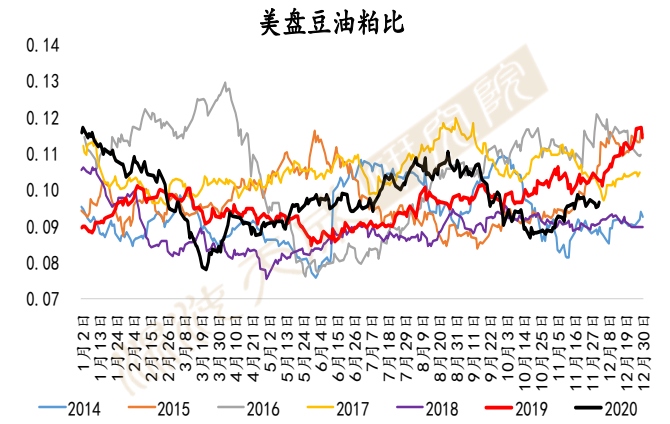
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 68: 连盘豆油粕比



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 69: CBOT 豆油粕比



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

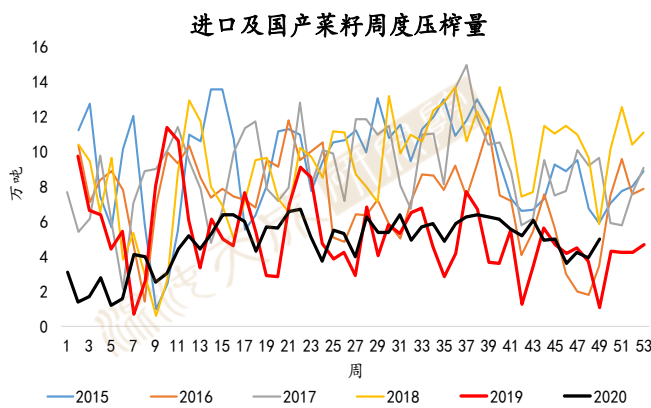
菜油

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。10月菜油进口量为14.3万吨，高于9月的19.4万吨，降幅为26.4%，其中从加拿大进口11万，进口占比由上月的49.9%升至76.8%。预估11-12月进口毛菜油总量约30万吨，全年预计进口90万吨，高于2019年的75万吨。10月菜籽进口26.4万吨，环比下降2.5%，其中加拿大进口占比由95.4%降至73.6%。当前加方一些不当举措和发言使得中加关系暂时难以缓解，这也影响了我国菜系进口的方向，需持续关注中加和中美关系。

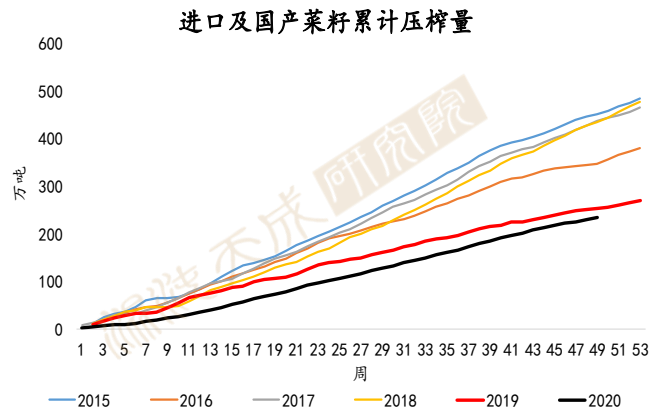
截至12月4日当周，国内菜籽压榨量为5万吨，较上周大幅增加，今年压榨量明显低于往年，基本为进口菜籽，预计下周压榨量约为4万吨，当前菜棕和菜豆价差逐渐回落，不过由于中加关系，价差又有扩大的可能，同时由于油脂可替代性，除小包装油的消费外，大都可能被豆油替代，菜油需求或减弱。随着菜籽和菜油进口量的增加，后期菜油和豆油、棕榈油之间的价差逐渐修复，菜油需求将逐步上升。

图表 70：进口及国产菜籽周度压榨量



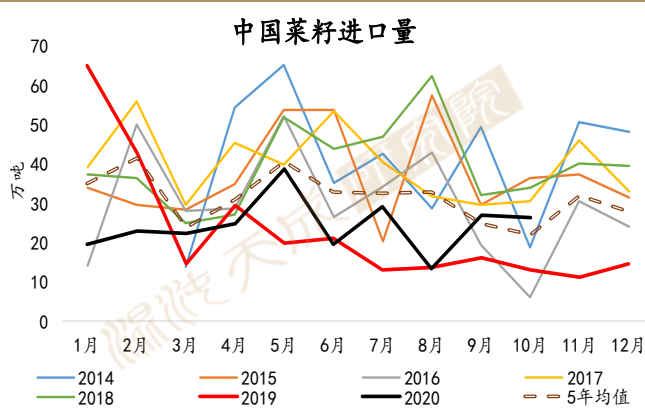
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 71：进口及国产菜籽累计压榨量



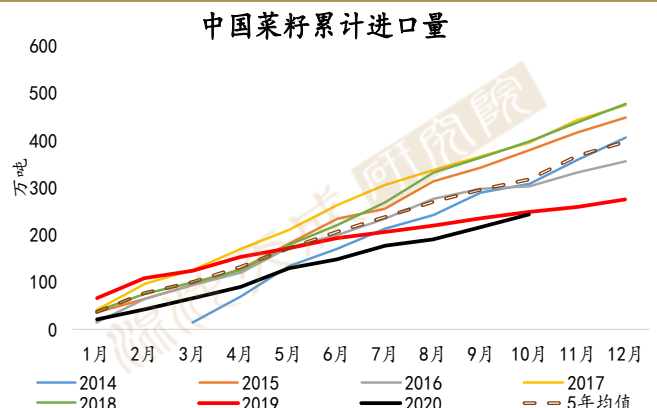
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 72：中国菜籽月度进口量



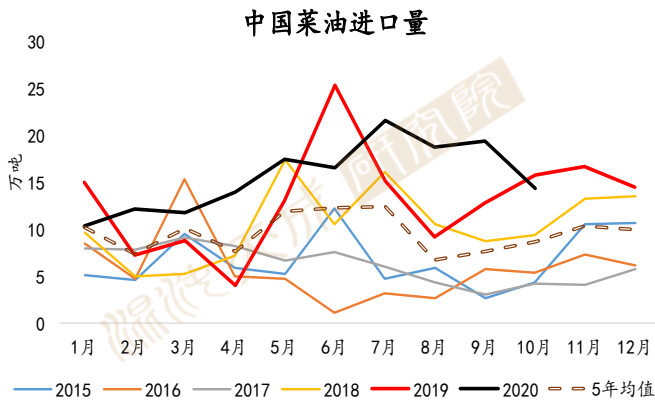
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 73：中国菜籽累计进口量



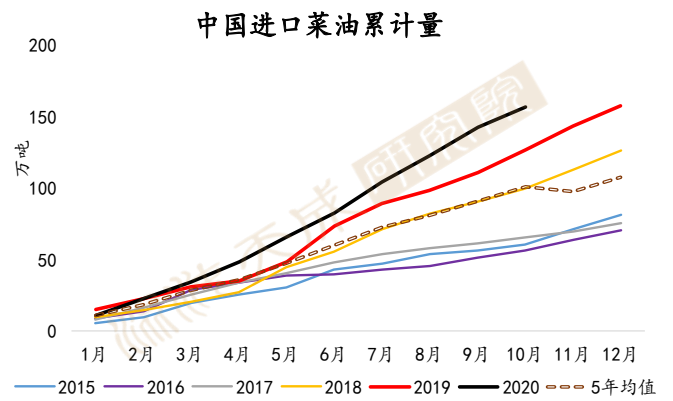
数据来源：海关总署，混沌天成研究院

图表 74: 中国菜油月度进口量



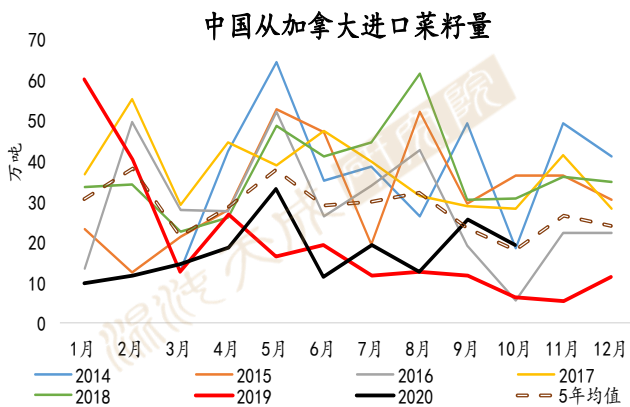
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 75: 中国菜油累计进口量



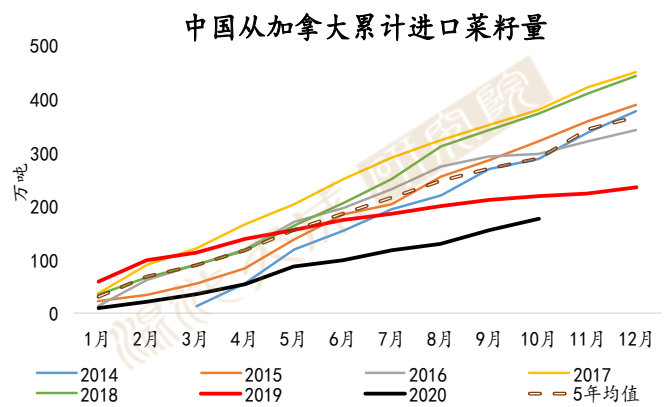
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 76: 进口加拿大菜籽量



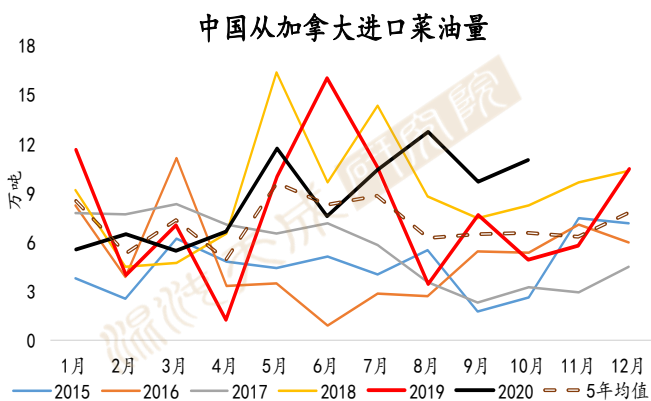
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 77: 进口加拿大菜籽累计量



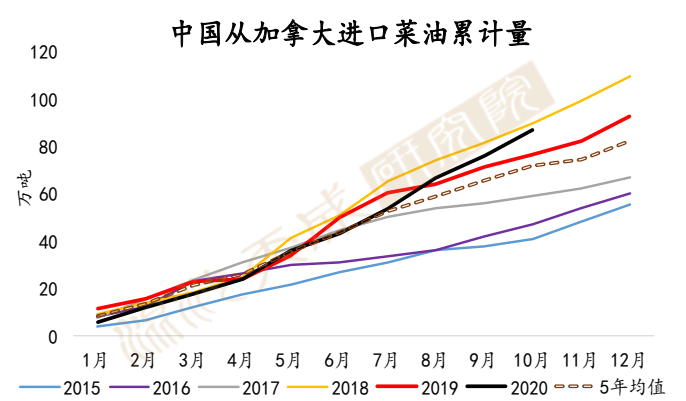
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 78: 进口加拿大菜油量



数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

图表 79: 进口加拿大菜油累计量

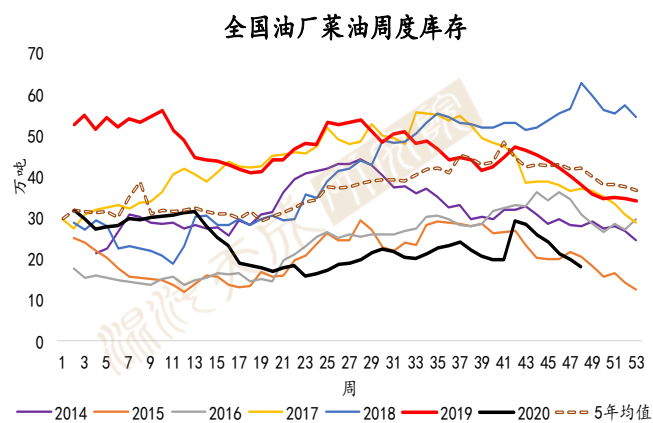


数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

二、库存 - 国内库存明显下降

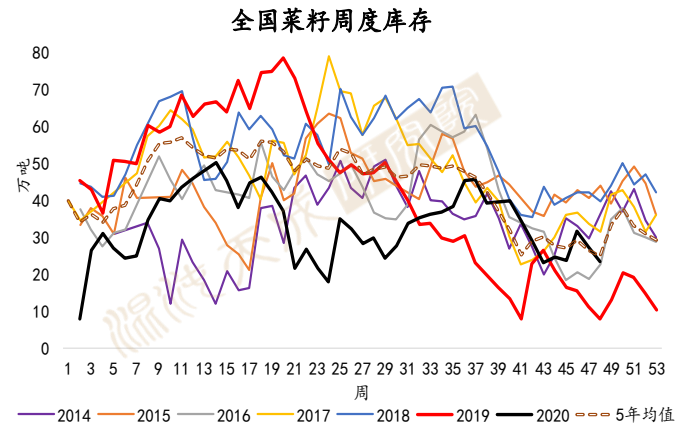
由于本周压榨量有所上升，截至 11.27，菜籽库存较前一周上下下降 14.3%至 23.4 万吨，沿海菜油库存连降六周至 18 万吨，降幅较大（-9.35%），前期替代作用明显，高价差使得除小包装油和川渝地区的刚需外，菜油需求已多被豆油取代，将当前菜籽和菜油进口量均换算成菜油，进口量明显下降，同时需求增强、压榨量上升，菜油表观消费较好，预计近期菜油难以累库。

图表 80：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

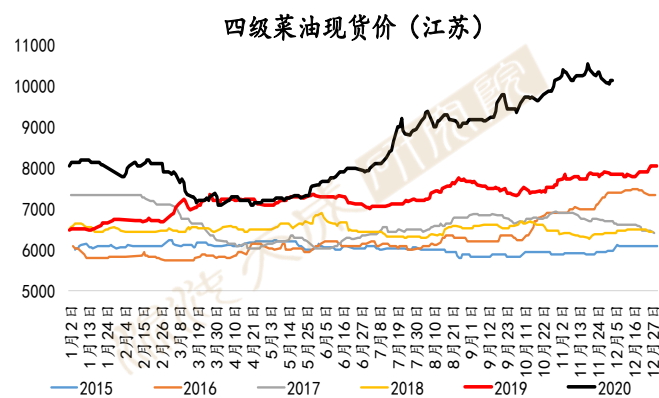
图表 81：中国菜籽周度库存



数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

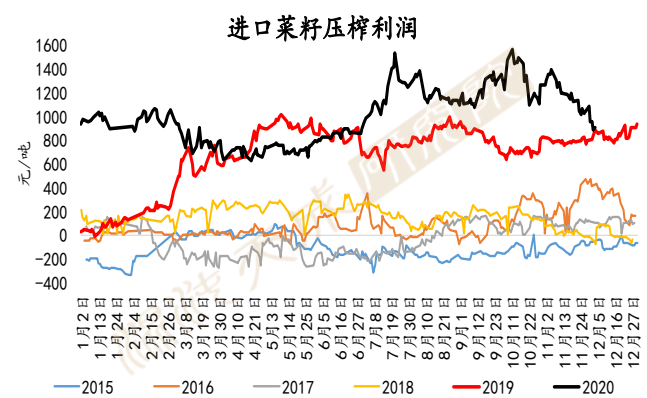
三、利润与价差

图表 82：四级菜油现货价



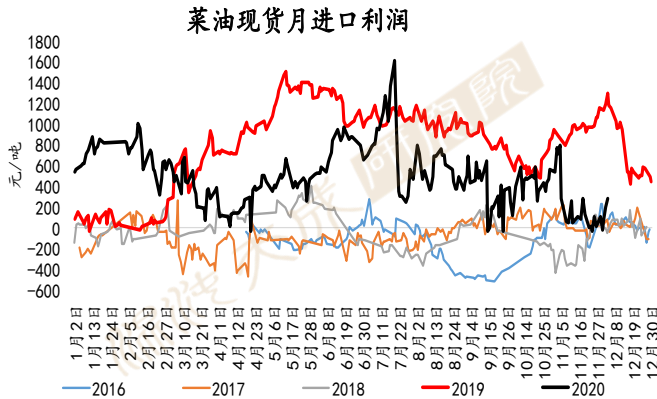
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 83：进口菜籽压榨利润



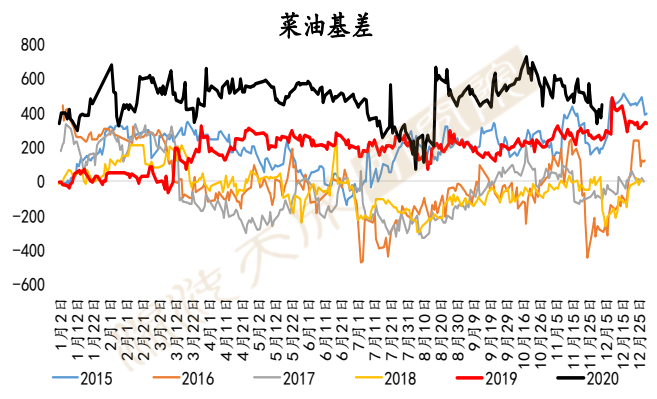
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

图表 84: 菜油进口利润 (现货月)



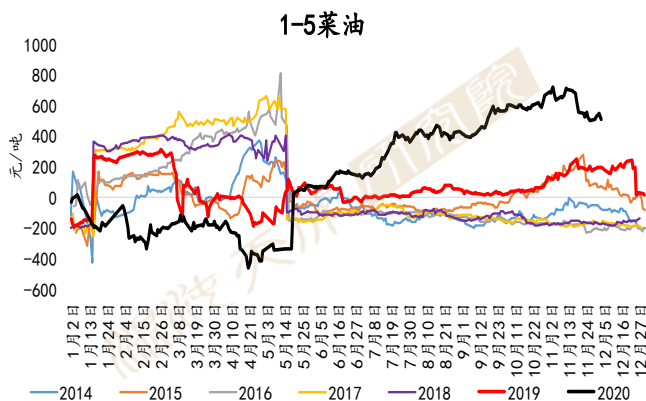
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

图表 85: 菜油基差



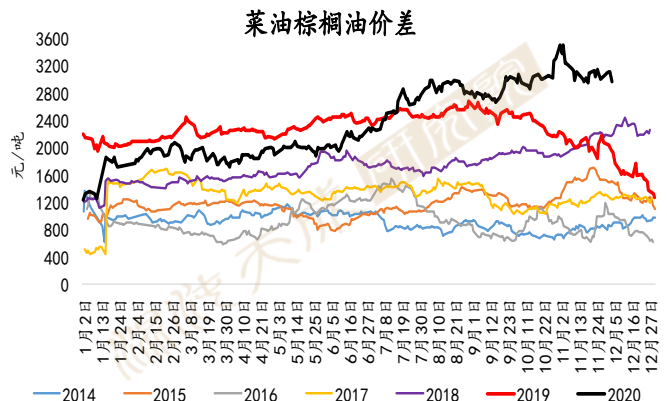
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 86: 1-5 菜油价差



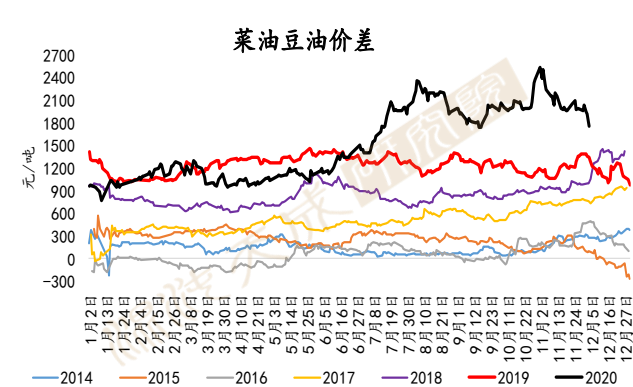
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 87: 菜油与棕榈油价差



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 88: 菜油与豆油价差



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

四、策略观点

供应方面，马来疫情严重，叠加东南亚降水偏多，可能影响棕榈油的供应，导致近两月供应难以恢复，11月产量预计下降10%，但东南亚降水逐渐恢复正常，预计明年一季度后棕榈油产量回升较快；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，展望巴西南里奥格兰德州和阿根廷大豆生长期降水不太乐观，需关注南美天气，由于**我国收储放缓和饲料用油中植物油需求减弱**，本周大豆压榨量明显降至179万吨，与去年持平；本月菜籽和菜油整体进口减少，同时加拿大方面的不当行为，菜油供应紧张暂时难以缓解。需求方面，**预计本月马棕出口下滑15-20%**，近期美豆出口不似之前强劲，12月我国油脂节前备货将逐步启动，后续需关注美豆出口。当前全球疫情反弹严重，抑制油脂需求，**但印尼增加 levy 或使近期马棕库存继续降低**，支撑价格，美豆低库消比和豆系供应紧张的情况预计在明年一季度前难以缓解，短期由于南美降水增多或使盘面回调，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