

马棕库存超预期回升，油脂再回调

混沌天成研究院

农产品组

✍️：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：

产量：马棕本年度产量下降，全球棕榈油增产主要看印尼，印尼预期增产 7%；加拿大菜籽预计减产严重；美豆主产区短期获得较为充沛的降水，USDA 预计单产有所提升，面积小幅下降，预计 2021/22 年度南美大豆面积增幅较大，需警惕拉尼娜现象；国内大豆压榨量回升，需关注马来疫情和美豆主产区天气。

需求：印尼推迟 B40 生柴计划的实施，南美生柴掺混比例下调。欧盟宣布 2030 年要将可再生能源在能源结构中的份额提升至 40%，高于前期制定的目标，预计将提振菜油需求。印尼下调棕榈油出口税，印度下调油脂进口税，提振需求。

库存：油脂产销区库存维持低位。

策略建议：

8 月马棕数据显示库存大幅超出预期，盘面下行，9 月印尼上调棕榈油进口税，马来棕榈油需求回流，高频数据显示，马棕出口恢复较好。本月 USDA 下调大豆播种和收获面积，单产小幅增加，产量有所提高但略低于预期，报告偏中性。印度再度降低油脂进口税，将提振油脂价格，预计油脂短期承压，后续仍将上行，关注生柴政策和马棕产量。

风险提示：

生柴政策、马棕产量、主产区天气、原油价格、宏观环境、中美关系、中加关系



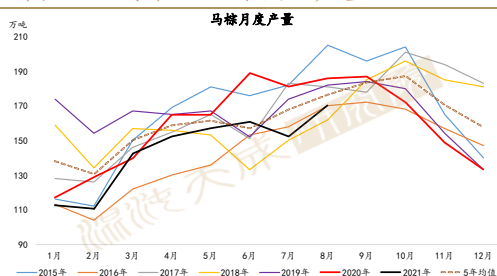
棕榈油

一、供应 - 马棕产量逐步恢复

8月马棕产量170.2万吨(+11.8%)，与MPOA预计一致。马来每日新增确诊人数处在高位，种植园缺乏劳工已成为常态，人力资源部长预计今年底马来政府将允许外籍劳工全面入境，受此影响，马来棕榈油全年产量有所下滑。印尼全年增产预期较强，研究人员预计2021年增产7%，2022年增产2%。

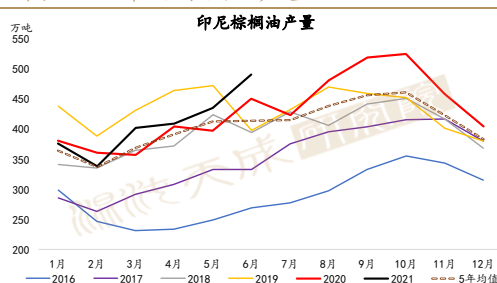
油世界预计2020/21年度全球棕榈油产量上升4.6%至703万吨，不过仍不及2018/19年度，其中马来棕榈油产量为1880万吨(-2.3%)，印尼4343万吨(+7.9%)。

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：印尼棕榈油产量



数据来源：GAPKI，混沌天成研究院

图表 3：8月MPOB数据预测值和实际值（单位：万吨）

单位：万吨	CIMB 预期	路透预期	彭博预期	8月MPOB	7月MPOB
产量	167(+9.7%)	170(+11.2%)	166(+9%)	170.2 (+11.8%)	152.3
进口	5.4	5	5.4	9.1	5.4
出口	118(-16%)	124(-12.3%)	120(-15%)	116.3 (-17.1%)	140.8
国内消费	28	26.4	27	25.3	28.6
库存	176(+17.5%)	174(+16.3%)	174(+16.3%)	187.5 (+25.3%)	149.6

数据来源：CIMB，路透，彭博，MPOB，混沌天成研究院

二、需求

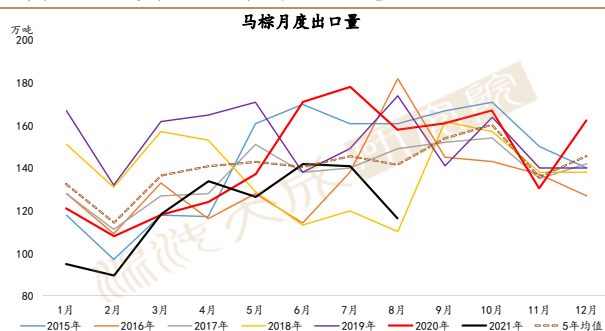
1、主产区 - 生柴计划暂缓

8月马棕出口116.3万吨，低于市场预期，主要因为印尼降税，需求流向印尼，马来的进口量也升至高位，随着印尼上调9月出口税，预计马棕需求回流，机构数据显示，9月前10日马棕出口量较8月同期环比增加50.47%。

生柴方面，因为棕榈油价格高昂，印尼推迟原定于7月实施的B40生柴计划，具体时间未定。受疫情影响，马来将暂缓沙巴和马来半岛的B20生柴计划，已经实施的地区不做改变。

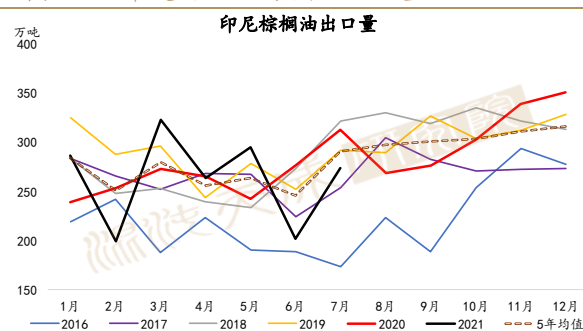
油世界预计2020/21年度印尼出口棕榈油2970万吨(+7.6%)，马来西亚出口1666万吨(-3.3%)。

图表 4: 马来西亚棕榈油出口量



数据来源: MPOB, 混沌天成研究院

图表 5: 印度尼西亚棕榈油出口量

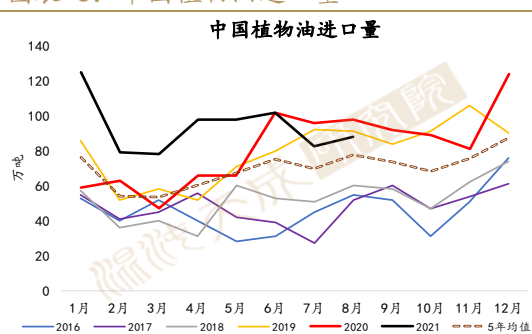


数据来源: GAPKI, 混沌天成研究院

2、主销国 - 中国采购平稳

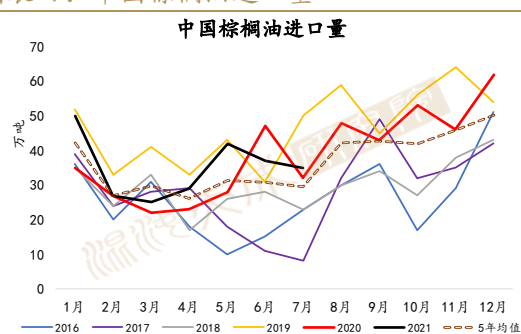
8月我国植物油进口量维持高位, 由于价格高企且利润不佳, 10月以后棕榈油买船较少。

图表 6: 中国植物油进口量



数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

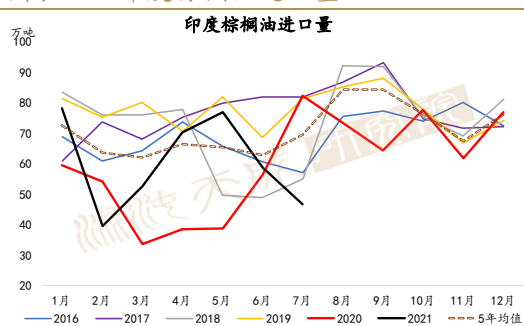
图表 7: 中国棕榈油进口量



数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

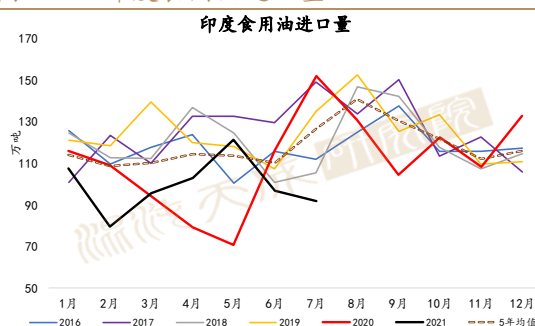
7月印度食用油进口量显著下滑, 由于降税, 预计8月印度棕榈油进口量增加。印度政府正在考虑进一步降低油脂的进口税率, 同时节日将近, 预计将大幅提振印度的植物油进口, 尤其是绝对价格偏低的棕榈油。

图表 8: 印度棕榈油进口量



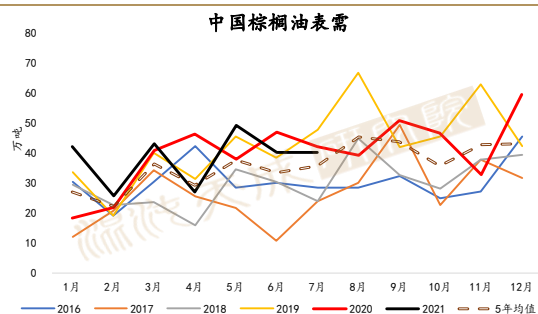
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 9: 印度食用油进口量



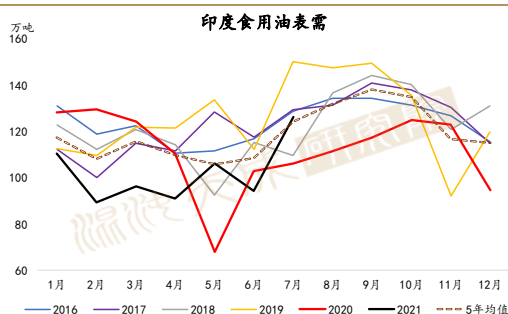
数据来源: SEA, 混沌天成研究院

图表 10: 中国棕榈油表需



数据来源: 混沌天成研究院

图表 11: 印度食用油表需



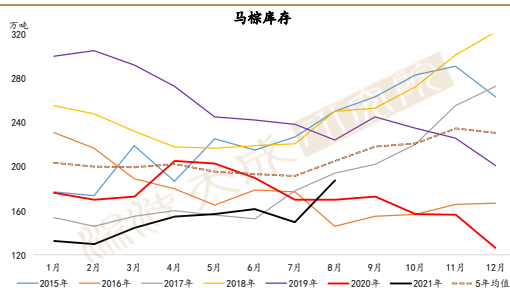
数据来源: 混沌天成研究院

三、库存

1、主产国 - 马棕库存预计回升

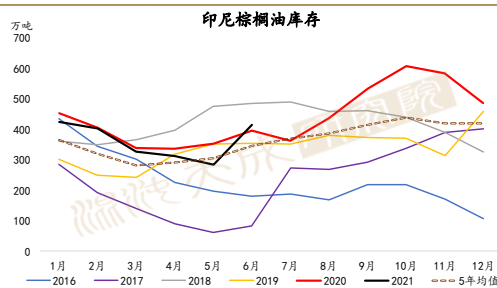
8月马棕库存显著回升至187.5万吨(+25.3%)，大幅超出预期。7月印尼棕榈油降税后，预计高库存压力缓解，需持续关注东南亚降水和疫情情况。

图表 12: 马来西亚棕榈油库存



数据来源: MPOB, 混沌天成研究院

图表 13: 印尼棕榈油库存

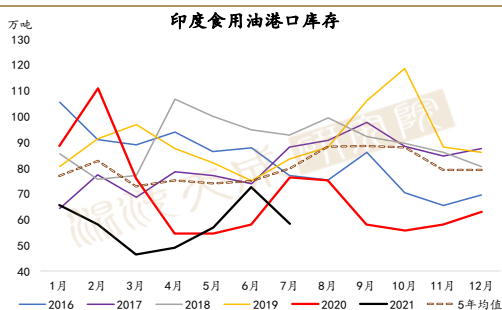


数据来源: GAPKI, 混沌天成研究院

2、主销国 - 库存维持低位

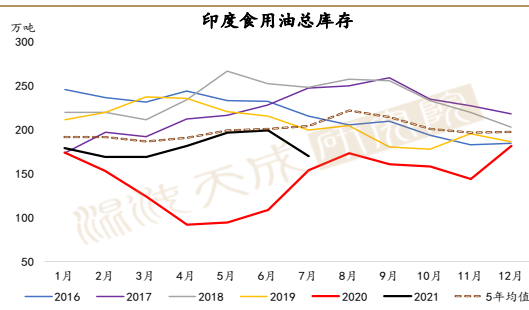
由于上月植物油进口量极低，印度植物油港口库存和总库存显著下降，补库需求较强。

图表 14: 印度食用油港口库存



数据来源: SEA, 混沌天成研究院

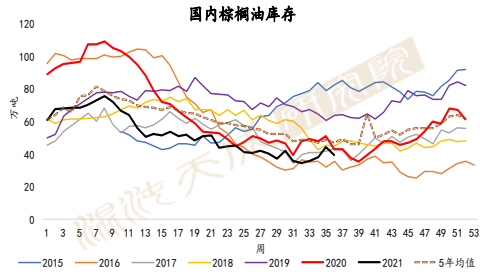
图表 15: 印度食用油总库存(含港口库存和管道库存)



数据来源: SEA, 混沌天成研究院

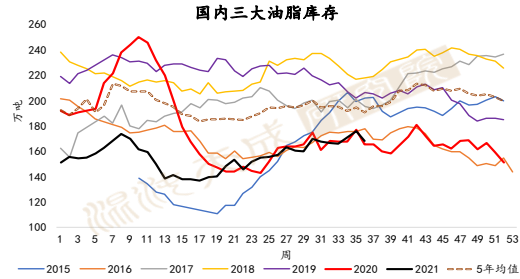
截至9月3日，我国棕榈油库存为39.56万吨(-5.04%)，豆棕菜三大油脂库存为168.19万吨(-4.3%)，处于同期较低位置。

图表 16: 中国棕榈油周度库存



数据来源: Myagric, 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: Myagric, 混沌天成研究院

四、平衡表

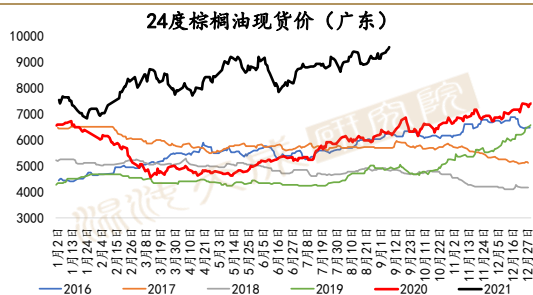
图表 18: 中国棕榈油月度供需表 (万吨) 红色为预估

时间	棕榈油 (万吨)							平衡	期末库存
	期初库存	净进口量	进口同比	总供给量	消费	消费同比			
2019年1月	48	51	0.5	99	34	0.1	17	65	
2019年2月	65	32	0.3	97	19	-0.2	13	78	
2019年3月	78	41	0.3	119	40	0.7	1	79	
2019年4月	79	33	0.9	111	31	1.0	1	80	
2019年5月	80	42	0.7	122	45	0.3	-3	77	
2019年6月	77	31	0.1	108	39	0.3	-8	69	
2019年7月	69	49	1.1	118	48	1.0	1	70	
2019年8月	70	58	0.9	128	67	0.5	-9	61	
2019年9月	61	44	0.3	105	42	0.3	2	63	
2019年10月	63	55	1.0	118	46	0.6	10	73	
2019年11月	73	64	0.7	137	63	0.7	1	74	
2019年12月	74	54	0.3	127	42	0.1	11	85	
2020年1月	85	30	-0.4	115	18	-0.5	12	97	
2020年2月	97	30	-0.1	127	22	0.1	8	105	
2020年3月	105	22	-0.5	127	41	0.0	-19	86	
2020年4月	86	23	-0.3	109	47	0.5	-24	62	
2020年5月	62	28	-0.3	90	38	-0.2	-10	52	
2020年6月	52	46	0.5	98	47	0.2	-2	51	
2020年7月	51	31	-0.4	82	42	-0.1	-11	40	
2020年8月	40	48	-0.2	87	39	-0.4	8	48	
2020年9月	48	43	0.0	91	51	0.2	-8	40	
2020年10月	40	52	-0.1	92	47	0.0	6	46	
2020年11月	46	46	-0.3	92	33	-0.5	13	59	
2020年12月	59	62	0.2	121	60	0.4	2	61	
2021年1月	61	50	0.7	111	42	1.3	8	69	
2021年2月	69	27	-0.1	96	26	0.2	1	70	
2021年3月	70	24	0.1	94	43	0.1	-19	51	
2021年4月	51	28	0.2	79	27	-0.4	1	52	
2021年5月	52	42	0.5	94	49	0.3	-8	45	
2021年6月	45	37	-0.2	81	40	-0.1	-4	41	
2021年7月	41	35	0.1	76	40	-0.1	-5	36	
2021年8月	36	42	-0.1	78	32	-0.2	10	46	
2021年9月	46	38	-0.1	84	42	-0.2	-4	42	
2021年10月	42	33	-0.4	75	32	-0.3	1	43	

数据来源: 海关总署, Myagric, 混沌天成研究院

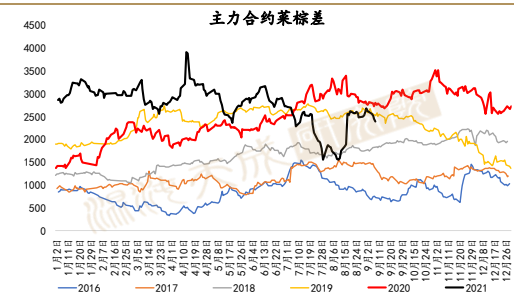
五、 价格与价差

图表 19: 棕榈油现货价格



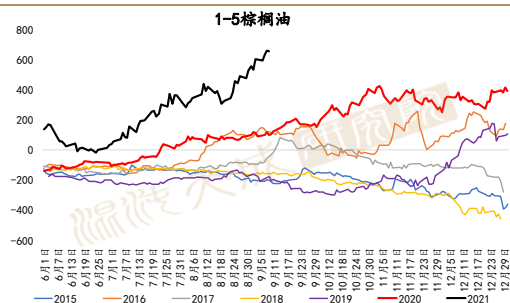
数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 20: 菜油棕榈油价差



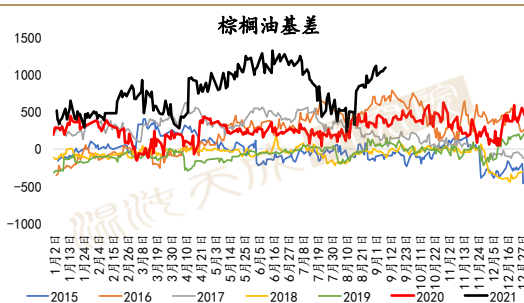
数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 21: 1-5 棕榈油价差



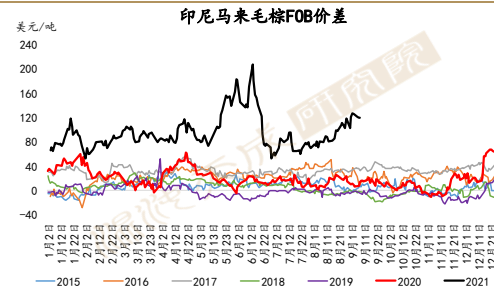
数据来源: 大商所, 混沌天成研究院

图表 22: 棕榈油基差



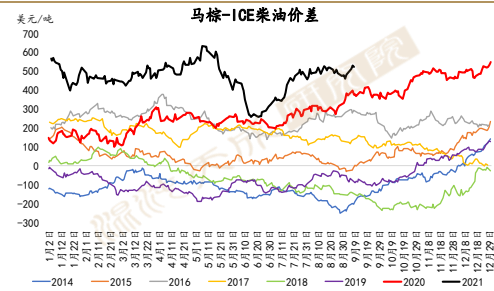
数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 23: 印尼-马来棕榈油 FOB 价差



数据来源: Reuters, 混沌天成研究院

图表 24: 马棕-柴油价差



数据来源: BMD, 混沌天成研究院

豆油

一、供应

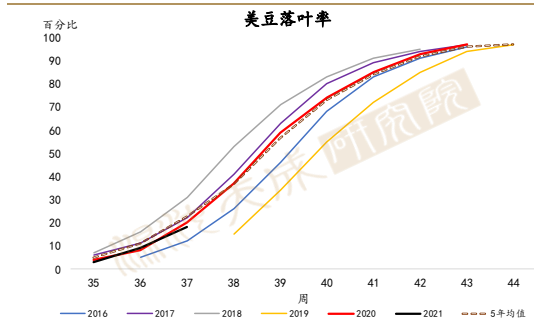
1、美国 - 墒情改善

截至 9.5，美豆结荚率为 96%，落叶率为 18%，优良率 57%，符合市场预期。**Pro Farmer** 预计新季美豆单产为 51.2 蒲/英亩，9 月 USDA 报告小幅下调美豆种植和收获面积，单产为 50.6 蒲/英亩，产量为 43.74 亿蒲，略低于预期。

7 月美豆压榨量为 422 万吨，本月 USDA 报告将 2021/22 年度美国大豆压榨量上调至 20.9 亿蒲。

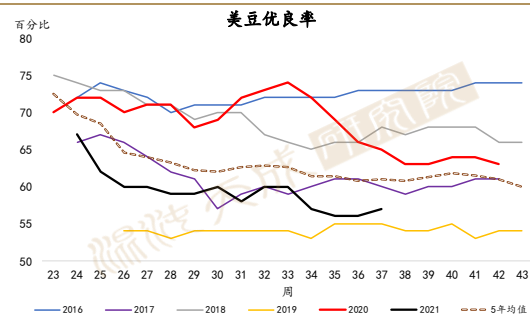
近期北美有较为充沛的降水，美豆大部分地区有所缓解，尤其是平原地区改善明显，利于大豆鼓粒，对单产提高有较大帮助，接下来主产区降水减少，将有利于收获。

图表 25：美国大豆落叶率



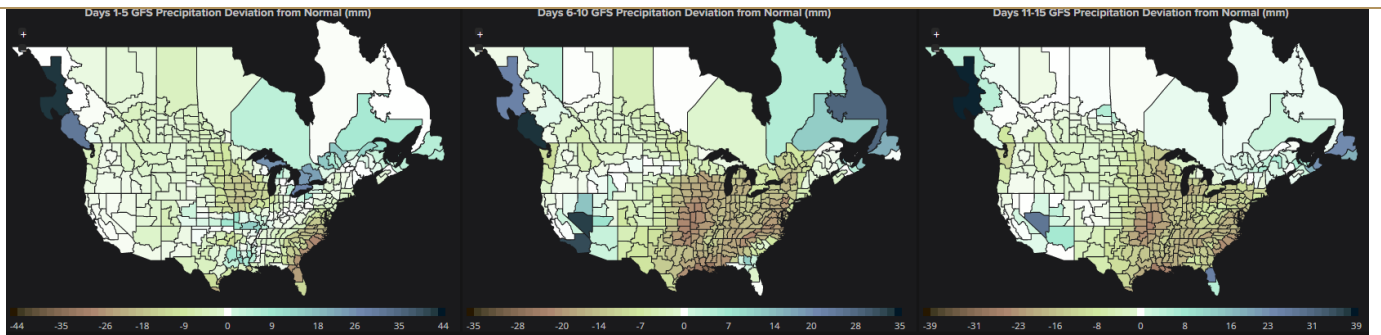
数据来源：USDA，混沌天成研究院

图表 26：美国大豆优良率



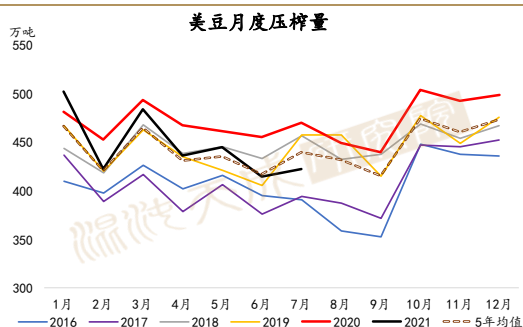
数据来源：USDA，混沌天成研究院

图表 27：美国降水预测（9.9 更新）



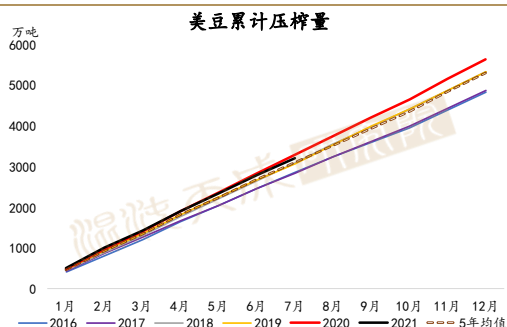
数据来源：Reuters，混沌天成研究院

图表 28: 美国大豆月度压榨量



数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

图表 29: 美国大豆累计压榨量



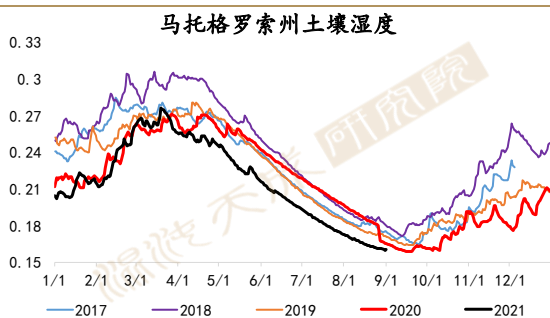
数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

2、南美 - 警惕拉尼娜影响

2020/21 年巴西大豆产量为 1.375 亿吨 (+7.4%)，阿根廷大豆产量为 4350 万吨 (-11%)。南美大豆收益较好，预计 2021/22 年度南美大豆种植面积显著提高。目前拉尼娜概率显著提升，若南美干旱持续，将影响新季大豆播种。8 月 USDA 预计 2021/22 年度巴西大豆产量+5.1%，阿根廷大豆+13%。

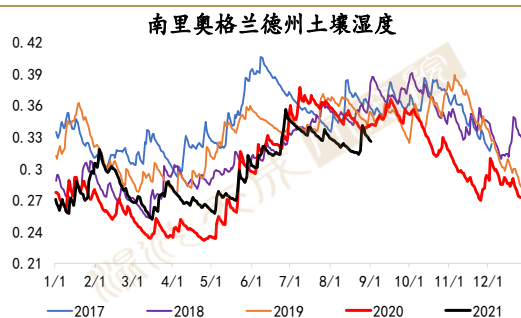
NOAA 预计拉尼娜将在 8-10 月发生，持续到 2021-2022 年冬季（11 月-次年 1 月的发生概率为 70%）。

图表 30: 巴西马托格罗索州土壤湿度



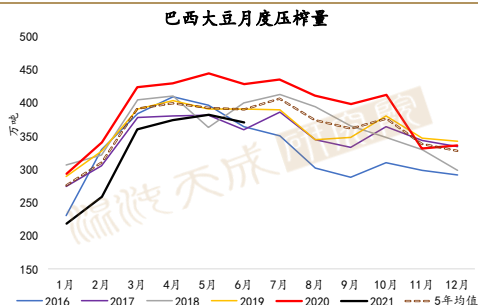
数据来源: Reuters, 混沌天成研究院

图表 31: 巴西南里奥格兰德州土壤湿度



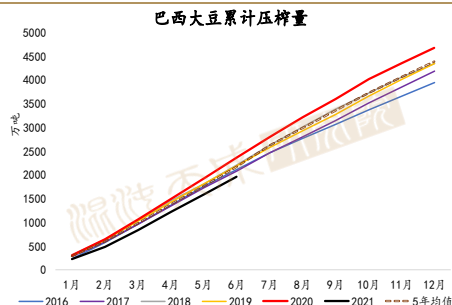
数据来源: Reuters, 混沌天成研究院

图表 32: 巴西大豆压榨量



数据来源: ABIOVE, 混沌天成研究院

图表 33: 巴西大豆累计压榨量

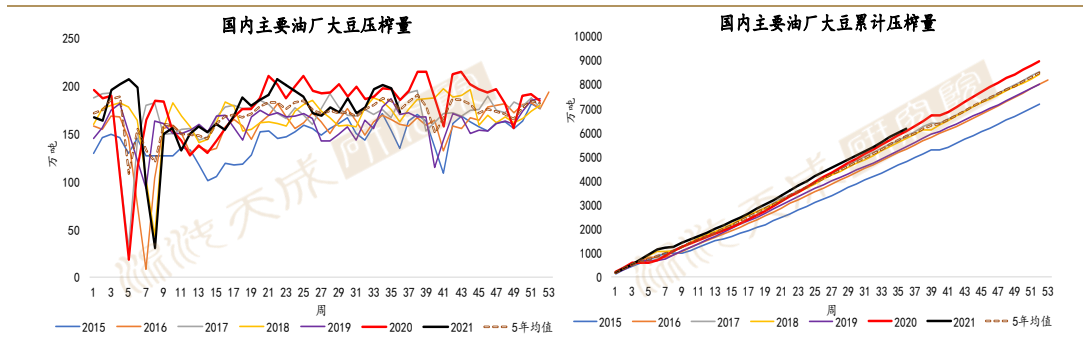


数据来源: ABIOVE, 混沌天成研究院

3、中国 - 大豆压榨量维持高位

大豆压榨量随大豆到港情况和豆粕库存波动，截至 9.3 当周，大豆压榨量为 173 万吨，开机率 61.04%。

图表 34：国内 84 家油厂大豆压榨量



数据来源：Myagric，混沌天成研究院

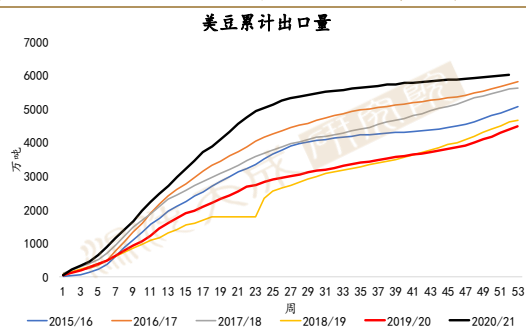
二、需求

1、美国 - 生柴政策引争议

2020/21 年度美豆销售基本完成。根据 USDA 周度出口销售报告，截至 9 月 2 日当周，2021/22 年度美豆出口销售净增 147 万吨，出口装船 29.7 万吨，当周出口检验量为 6.8 万吨。

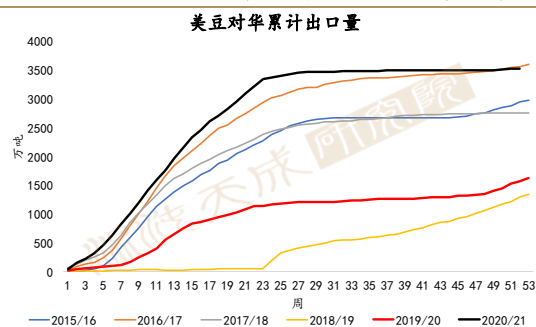
据知情人士表示，受疫情冲击，EPA 建议下调 2021 年全国生物燃料掺混数量，这将给明显减少本年度豆油和玉米的工业需求。同时 EPA 可能另外建议 2022 年生物燃料掺混数量高于过去两年的水平，我们需关注拜登政府后续如何协调各个行业的利益来推行绿色能源的相关政策。关注美国生柴政策的落地。

图表 35：美国大豆累计出口量（作物年度）



数据来源：USDA，混沌天成研究院

图表 36：美国大豆对华累计出口量（作物年度）



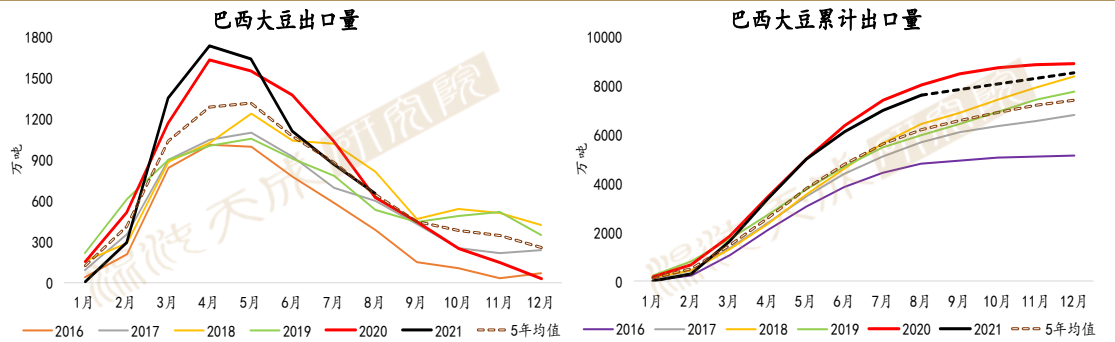
数据来源：USDA，混沌天成研究院

2、巴西 - 出口量下降

商贸部数据显示，8 月巴西出口大豆 650 万吨，同比明显下滑。ANEC 预计 9 月出口大豆 443.8 万吨，Safras 和 ABIOVE 预计 2021 年总出口量约为 8300-9000 万吨。

巴西政府决定将生柴掺混比例降至 10%，低于今年目标 13%。

图表 37: 巴西豆系出口量

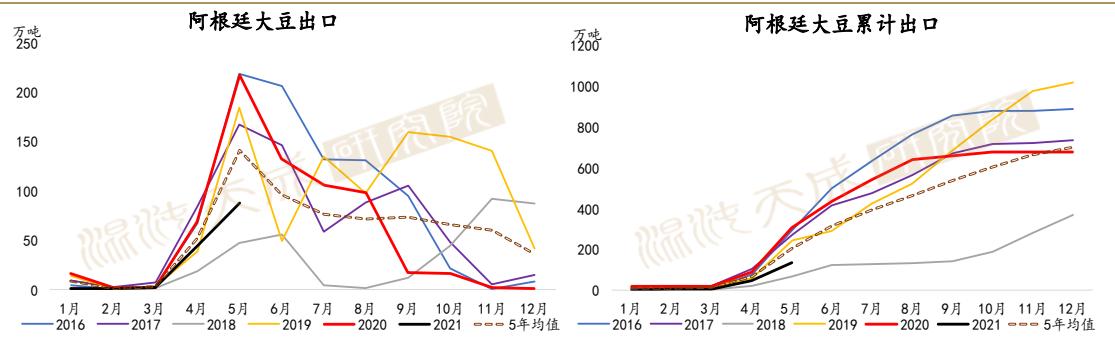


数据来源: 巴西贸易部, ABIOVE, 混沌天成研究院

3、阿根廷 - 下调生柴掺混比例

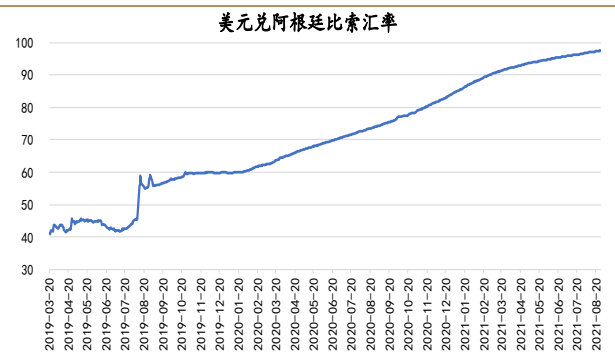
阿根廷将生柴掺混比例下调至5%，将释放大于50万吨豆油用于出口。目前阿根廷农户销售速度低于去年，比索持续走低，农民存惜售情绪，视大豆为硬通货，只出售必要的现货来获取收益，阿根廷当季大豆销售进度约为较慢。

图表 38: 巴西豆油月度出口量



数据来源: ABIOVE, 混沌天成研究院

图表 39: 美元兑阿根廷比索汇率

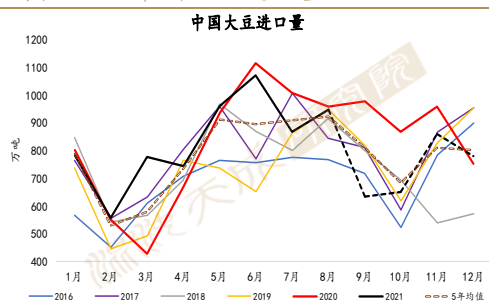


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

4、中国 - 维持大豆高进口

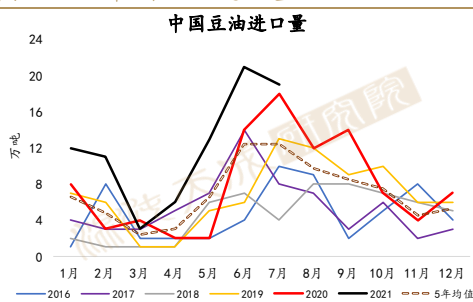
8月我国大豆和植物油进口量处于高位，预计2021年我国大豆进口量维持高位，因国储需要，豆油进口量也有所增加。由于双节临近，近期豆油成交量上升。

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: 中国豆油进口量



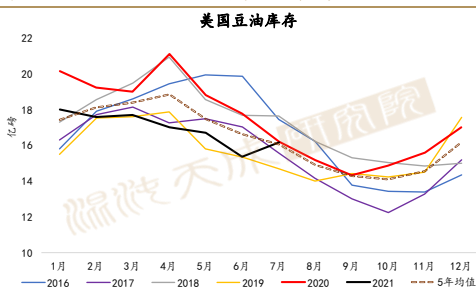
数据来源: 海关总署, 混沌天成研究院

三、 库存

1、美国 - 库存回升

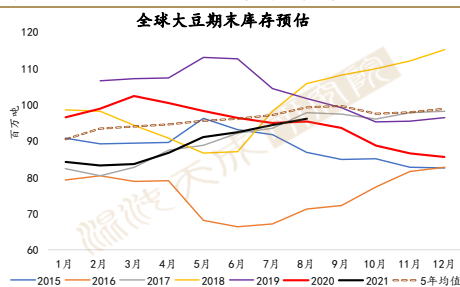
美豆油库存回升至同期高位, 表需下降明显, 关注相关政策落地。本月 USDA 供需报告上调 2020/21 年度美豆的期末库存预期至 1.85 亿蒲, 2021/22 年度库消比 4.2%, 2021/22 年度全球大豆库存增至 9889 万吨。

图表 42: 美国豆油月度库存



数据来源: NOPA, 混沌天成研究院

图表 43: 全球大豆年末库存预估

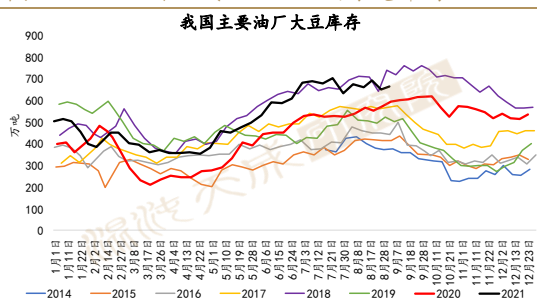


数据来源: USDA, 混沌天成研究院

2、中国 - 豆油库存低

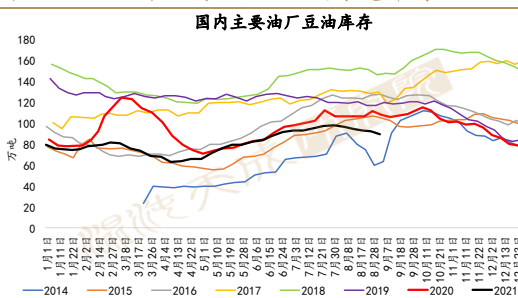
上周油厂大豆库存为 665.86 万吨 (+2.1%), 豆油库存为 90.02 万吨 (-2.86%), 由于近期国内豆油需求较好, 预计我国豆油库存处于低位。

图表 44: 全国主要油厂大豆周度库存



数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 45: 全国主要油厂豆油周度库存



数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

四、平衡表

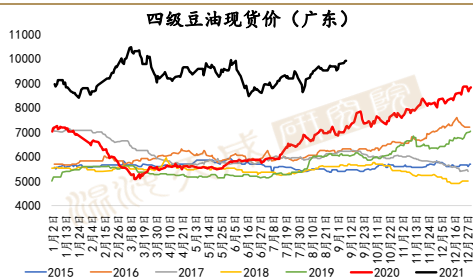
图表 46: 中国豆油月度供需表 (万吨) 红色为预估

时间	期初库存	产量	豆油 (万吨)		消费	消费同比	期末库存
			净进口量	净进口同比			
2019年1月	146	130	5	14.0	152	0.0	129
2019年2月	129	67	6	-3.4	77	-0.1	124
2019年3月	124	123	-1	1.5	121	-0.1	125
2019年4月	125	124	-1	-0.4	125	-0.1	122
2019年5月	122	133	4	-0.1	138	0.1	122
2019年6月	122	131	5	-0.2	133	0.1	125
2019年7月	125	118	12	4.4	134	0.0	120
2019年8月	120	134	9	0.4	145	-0.1	118
2019年9月	118	129	8	0.3	134	0.0	121
2019年10月	121	119	8	0.6	132	0.0	115
2019年11月	115	117	4	0.1	141	0.0	96
2019年12月	96	134	4	0.2	149	-0.1	85
2020年1月	85	104	5	-0.1	114	-0.3	79
2020年2月	79	109	5	-0.1	78	0.0	115
2020年3月	115	114	3	-3.4	127	0.0	105
2020年4月	105	124	1	-2.0	158	0.3	72
2020年5月	72	152	1	-0.8	143	0.0	81
2020年6月	81	153	12	1.3	149	0.1	97
2020年7月	97	156	17	0.4	162	0.2	107
2020年8月	107	154	12	0.3	163	0.1	110
2020年9月	110	156	13	0.7	167	0.3	112
2020年10月	112	151	7	-0.2	168	0.3	101
2020年11月	101	148	4	0.0	161	0.1	92
2020年12月	92	144	7	0.6	164	0.1	79
2021年1月	79	154	12	1.4	169	0.5	76
2021年2月	76	82	11	1.2	88	0.1	81
2021年3月	81	117	3	0.0	133	0.1	68
2021年4月	68	121	6	3.9	129	-0.2	66
2021年5月	66	151	13	19.6	150	0.0	81
2021年6月	81	141	21	0.8	150	0.0	93
2021年7月	93	142	19	0.1	156	0.0	98
2021年8月	98	150	16	0.4	150	-0.1	114
2021年9月	114	140	12	-0.1	145	-0.1	121
2021年10月	121	135	10	0.5	140	-0.2	126

数据来源: 海关总署, Myagric, 混沌天成研究院

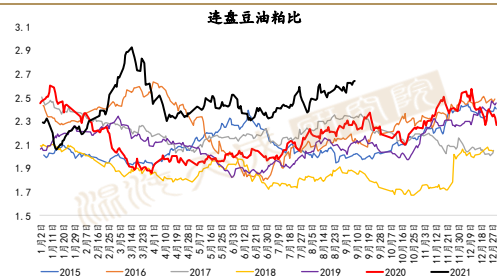
五、价格与价差

图表 47: 四级豆油现货价格



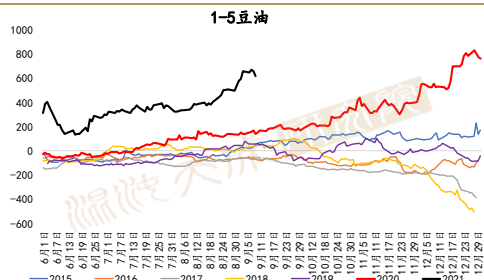
数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 48: 连盘主力合约豆油粕比



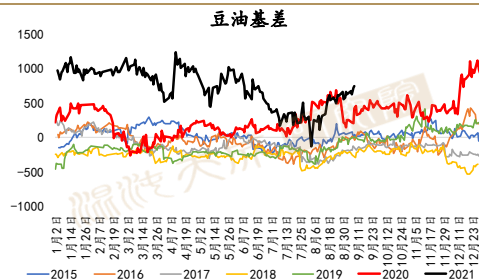
数据来源: 大商所, 混沌天成研究院

图表 49: 1-5 豆油



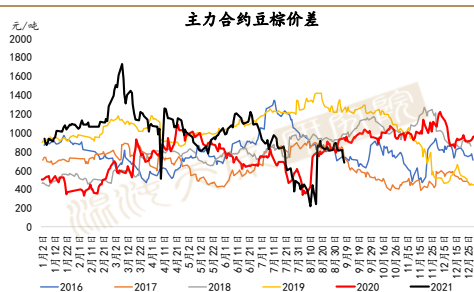
数据来源: 大商所, 混沌天成研究院

图表 50: 豆油基差



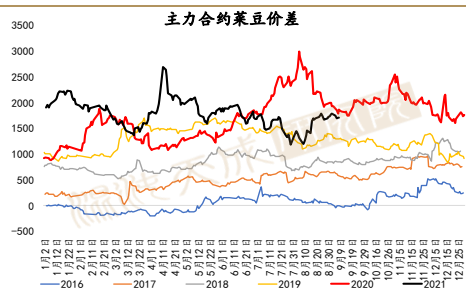
数据来源: Myagric, 混沌天成研究院

图表 51: 主力合约豆棕价差



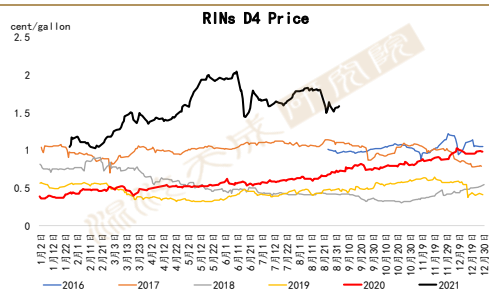
数据来源: 大商所, 混沌天成研究院

图表 52: 主力合约菜豆价差



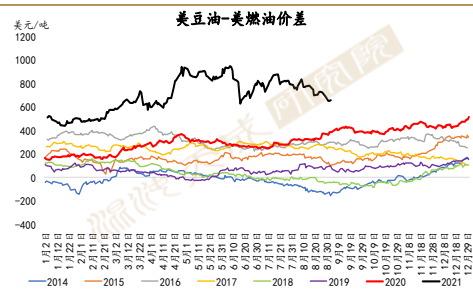
数据来源: 大商所, 混沌天成研究院

图表 53: RINs D4 价格



数据来源: Reuters, 混沌天成研究院

图表 54: 美豆油和美燃油价差



数据来源: CBOT, 混沌天成研究院

策略观点

8月马棕数据显示库存大幅超出预期，盘面下行，9月印尼上调棕榈油进口税，马来棕榈油需求回流，高频数据显示，马棕出口恢复较好。本月 USDA 下调大豆播种和收获面积，单产小幅增加，产量有所提高但略低于预期，报告偏中性。印度再度降低油脂进口税，将提振油脂价格，预计油脂短期承压，后续仍将上行，关注生柴政策和马棕产量。

免责声明

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