

## 减产利多兑现关键期 油脂向上仍有空间

分析师：

陈燕杰（油脂）

执业资格号：F3024535

投资咨询号：Z0012135

电话：021-22155623

E-mail: chenyanjie@xhqh.net.cn

### 要点

- 棕榈油方面。2020 年印尼棕榈油供需进入兑现期。若 2、3 季度产量如期减少、B30 推进无碍，国际棕榈油价格将继续高位偏强，有上破 2016 年 12 月前高可能性。一旦印尼减产偏少或 B30 推进有变，国际棕榈油料将高位回落，但概率较小。此外，2020 年一季度，马棕产量预计因干旱继续偏低，叠加印度补偿性进口，马来棕榈油库存将下滑至紧张水平。二季度马来棕榈油产量逐渐恢复正常，但三季度可能再度偏低。
- 豆油方面。2020 上半年，预计国内生猪产能难有大幅增长，而禽类和水产对蛋白需求的拉动不足以弥补缺口，蛋白需求将维持疲软，进而抑制国内油厂开榨积极性。2020 年豆棕现货价差预计同比回落，菜豆现货价差可能再度回升，均会令豆油替代消费增加。2020 年，国内豆油预计也将是库存偏低年份。
- 菜油方面。2020 年中加关系继续主导菜油供给。若华为事件始终得不到解决，预计 2020 年进口菜籽维持地量、进口菜油同比有所增加，进口菜油库存趋向进一步回落。但若中加关系改善，加籽进口完全放开，国内菜油价格的风险升水会被挤出。
- 2020 年，国内油脂预计整体继续偏强，若基本面变化如上文预期，油脂价格或将上破 2016 年高点。需谨防预期兑现或兑现不足导致的明显调整。
- 风险点：中美关系、中加关系、非洲猪瘟疫情、各国政策。

撰写日期：2019 年 12 月 27 日

## 一、2019 油脂走势回顾：印尼干旱叠加 B30 探底回升棕油领涨

2019 年，虽然上半年价格一度二次探底，但在国际棕榈油的带领下，下半年国内油脂最终摆脱底部，走出了气势如虹的中级牛市行情。

2018 年，由于全球棕榈油及大豆增产，国内外油脂大多跌至 2015 年上波熊市底部。因马棕减产季库存开始下滑、国内油脂春节备货以及价格处于低洼区，2019 年 1-2 月国内外油脂触底回升。

3 月开始，马棕增产初期产量偏高，导致去库存慢于预期，国际棕榈油价格开始回落。此后，国内棕榈油库存不断回升，豆油因豆粕替代需求较好降库存不及预期，助推国内油脂持续回落至 7 月。

7 月，成为国内外油脂的重要转折点。由于价格再度处于周期底部、印尼干旱骤然严重，国际棕榈油强劲回升，并带动国内油脂大幅走高。7-9 月，印尼干旱成为国内外油脂上涨的主旋律。期间国内大豆压榨阶段偏低，豆油快速降库存，令豆油一度强于棕榈油。

10 月开始，接棒干旱导致的利多期，印尼 B30 生物柴油掺混计划支撑国际棕榈油价格二次上攻。此前虽然也有 B30 相关消息，但 10 月印尼政策正式宣布将会在 2020 年 1 月正式实施。供需两方面的利多，催生了棕榈油下半年的牛市行情。

相比豆油及棕榈油，2019 年菜油走势相对低调。3 月，中加关系紧张导致进口菜籽受阻。后期进口菜油增加、高价抑制国内菜油消费，2019 年的菜油供需相对平衡。国内菜油库存四季度季节性回落。

由于上涨较快，且三个油脂阶段利多不同，2019 年国内油脂间价差波动较大。豆棕价差 4 月冲高，但 10 月因棕榈油强劲快速回落。菜豆及菜棕价差均在 3 月冲高，因中加关系导致菜油偏强。5、6 月后逐渐回落，年底同比持平。

图表 1: 连盘棕榈油及豆油指数日线图



来源：文华财经 新湖期货研究所

图表 2: 菜油及 BMD 毛棕指数日线图



来源: 文华财经 新湖期货研究所

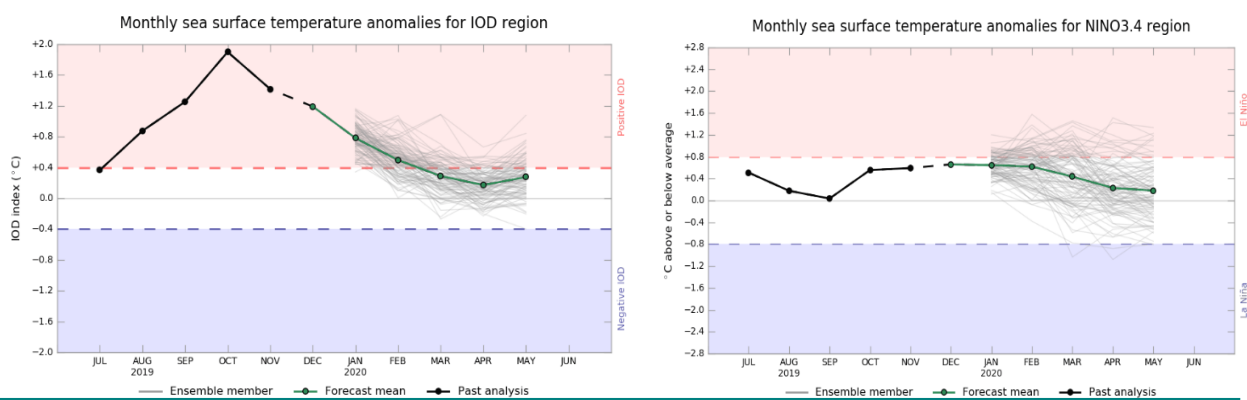
## 二、全球油脂油料：极端气候概率较低 油料减产油脂增速放缓

### (一) 极端气候概率较低

天气始终是国际油脂油料价格大周期行情的主要决定因素，但天气也具有难于预测性。2019 年印度洋偶极子 (IOD) 事件为市场所关注。2018 年四季度到 2019 年二季度，全球呈现弱厄尔尼诺现象。2019 年 6 月之后，弱厄尔尼诺已经消失，印尼干旱却愈演愈烈，其根源在于 IOD 事件正相位的影响。7-9 月印度尼西亚降雨几乎处于历年同期最低水平。

IOD 事件作为海气耦合现象具有明显的季节性特征。通常 5 月、6 月开始，8 月至 10 月达到峰值，次年春季末迅速衰减。由于今年 IOD 事件比较强烈，11 月印尼干旱才因降雨增加有所缓解。随着时间推移，IOD 正相位快速减弱，并将在明年 1-2 季度消失。

图表 3: IOD 指数及 nino3.4 指数预测



来源: 澳大利亚气象局 新湖期货研究所

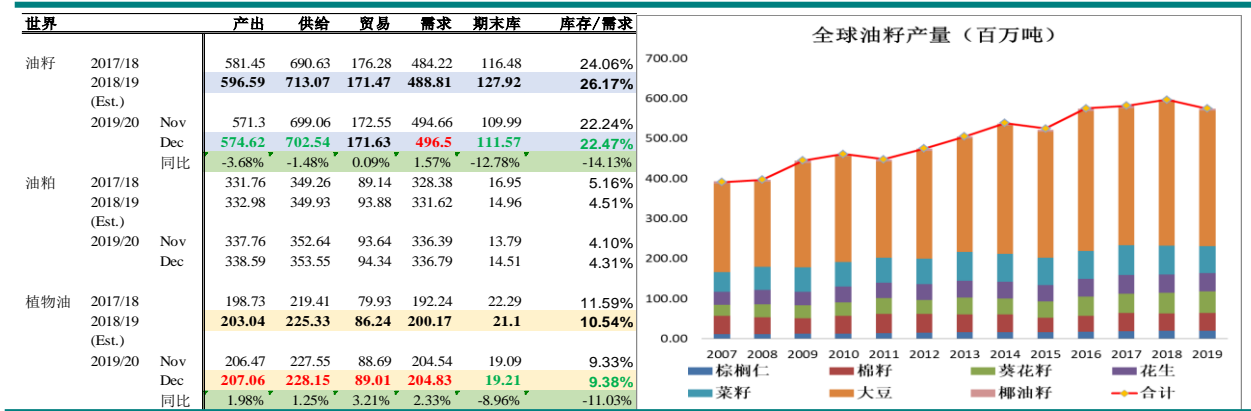
国际八个气象模型预测，从今年 12 月到 2020 年秋初，NINO3.4 地区的海表温度都将保持 ENSO 中性水平。只有一种模型表明，秋季可能会接近拉尼娜阈值，四月份可能会超过阈值。据此初判，2020 年 3 季度之前，国际油脂油料遭遇极端气候的概率较低。

### (二) 全球油籽预计减产

根据美国农业部 (USDA) 2019 年 12 月供需预测报告, 19/20 (9 月-8 月) 年度, 全球油籽产量预估同比减少 3.68%, 总需求同比增加 1.57%, 期末库存同比大幅减少 12.78%。库存/需求比从 18/19 年度的 26.17% 下降至 22.47%。

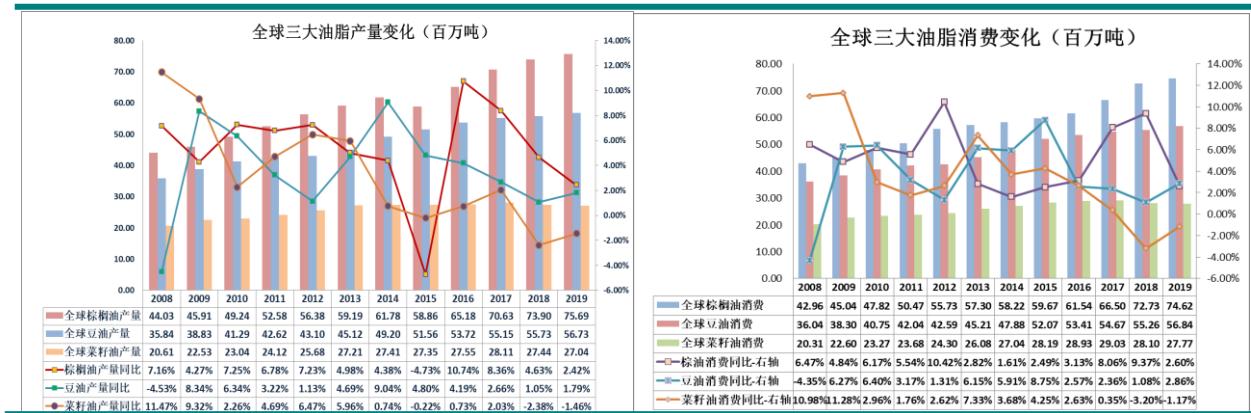
其中, 2019/20 年度全球大豆预估同比减产 5.79%, 主因美豆大减。菜籽预估减产 5.45%, 因主产国种植面积减少或遭遇不利天气。花生预估减产 1.92%, 棕榈油仁预估增产 2.72%, 棉籽预估增产 2.43%, 葵花籽预估增产 4.23%。

图表 4: 全球油脂油料供需



来源: USDA 新湖期货研究所

图表 5: 全球油脂产量及消费

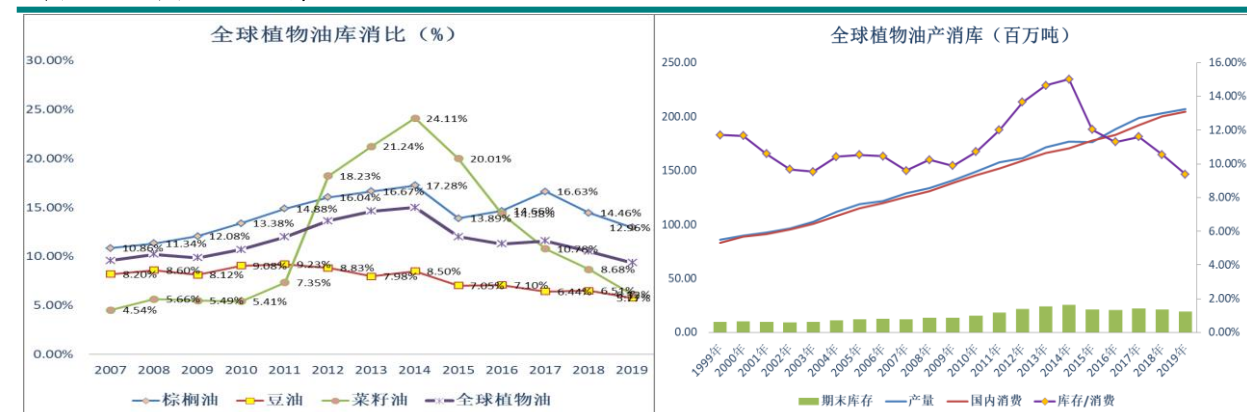


来源: USDA 新湖期货研究所

USDA12 月报告预估全球植物油 19/20 年度产量同比增加 1.98%，总需求增加 2.33%，期末库存减少 8.96%。库存消费比为 9.38%，相比 18/19 年度 10.54% 的库存消费比继续下滑。其中，豆油及棕榈油预估新年度同比增产，菜油减产。虽然预估 2020 年全球棕榈油将因干旱产量受损，但更多是产量增速减缓而非减少。

需要注意的是，虽然 18/19 年度国际油脂价格下探了上波熊市低点，但年度库存消费比相比 2014/15 年度明显偏低。之所以库存比相对偏低，价格还是再度探底，原因在于，其一，库存消费比是一个静态的时点预估，价格却是对供需及库存的动态追踪。其二，两次国际油脂价格熊市的宏观经济环境及货币政策不同。

图表 6: 全球植物油供需



来源: USDA 新湖期货研究所

### 三、国际棕榈油: 印尼干旱及生柴兑现期 低库存周期或来临

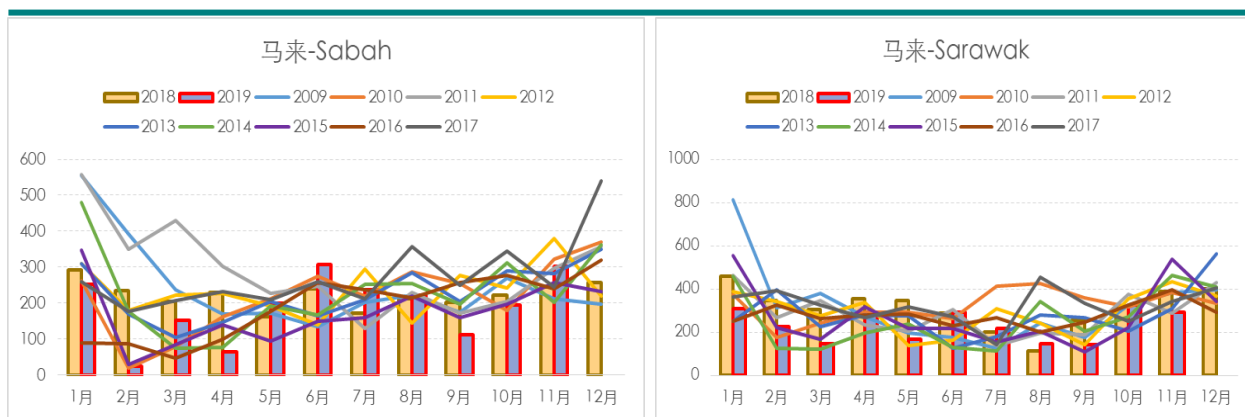
2019 年, 主产国干旱及 2020 年的生柴计划是国际棕榈油市场主旋律。其中, 印尼无论干旱程度还是生柴计划规模均超马来西亚, 成为了年内棕榈油价格上涨的主导国。2019 年, 国际棕榈油干旱及生柴计划处于预期交易期, 2020 年则将是二者的兑现期。预期兑现程度如何, 将主导 2020 年的国际棕榈油价格涨跌。

#### (一) 马来西亚: 印度进口或增 供需预计趋紧

**产量:** 2018 年四季度到 2019 年二季度, 弱拉尼娜现象对马来西亚降雨影响较为明显。2018 年 11、12 月-2019 年 3、4 月, 马来西亚棕榈油主产区降雨相比历史同期明显偏低。由于降雨对马来棕榈油产量的影响通常有 10-12 个月的滞后期, 2019 年 11 月开始, 马来棕榈油进入加速减产期, 预计持续至 2020 年一季度。

此外, 作为马来群岛的一部分, 今年马来西亚也不可避免受到了印度洋偶极子事件的影响。下图可知, 2019 年 8-9 月, 马来棕榈油主产区降雨也较往年同期偏少。预计 2020 年三季度马来棕榈油月度产量相对偏低。

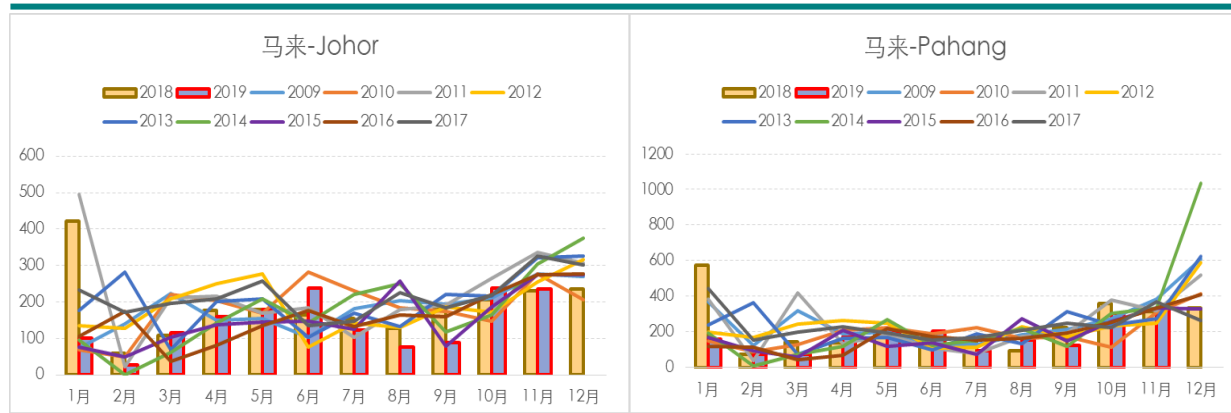
图表 7: 马来西亚东部主产区累积降雨 (mm)



来源: 路透 新湖期货研究所



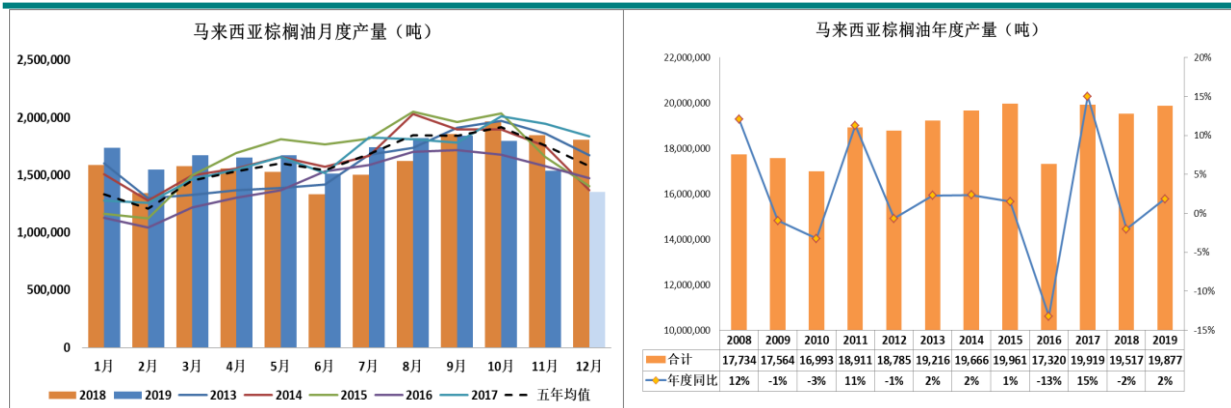
图表 8: 马来西亚西部主产区累积降雨 (mm)



来源: 路透 新湖期货研究所

虽然四季度开始减产,但此前产量偏高,预估2019年马来西亚棕榈油产量约1980-1990万吨,较2018年的1952万吨增加30-40万吨。由于马来西亚油棕面积难再增加,若无异常气候,预计2020年马来西亚棕榈油产量同比变化不大。

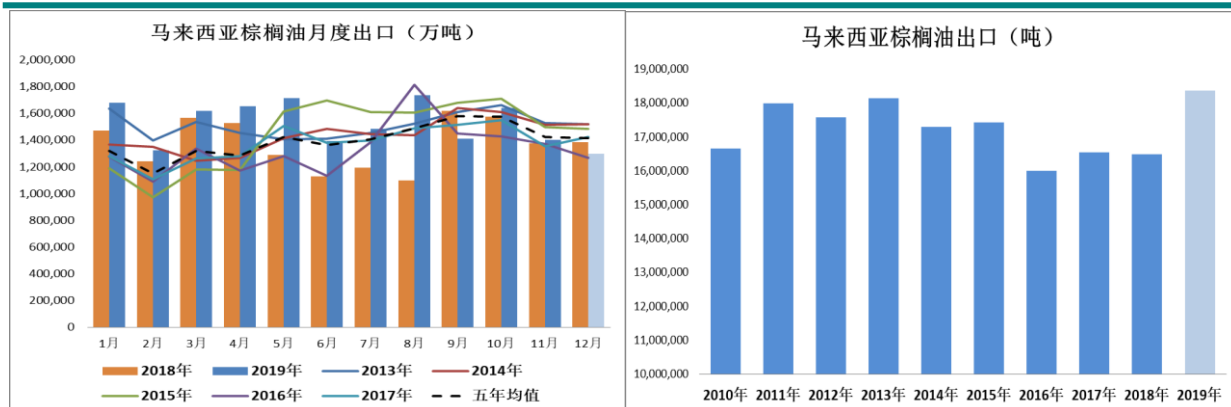
图表 9: 马来西亚棕榈油产量



来源: MPOB 新湖期货研究所

出口及需求: 2019年,马来棕榈油出口大好,预计年出口同比增加11%。印度针对马来棕榈油的关税政策起到了关键作用。

图表 10: 马来西亚棕榈油出口

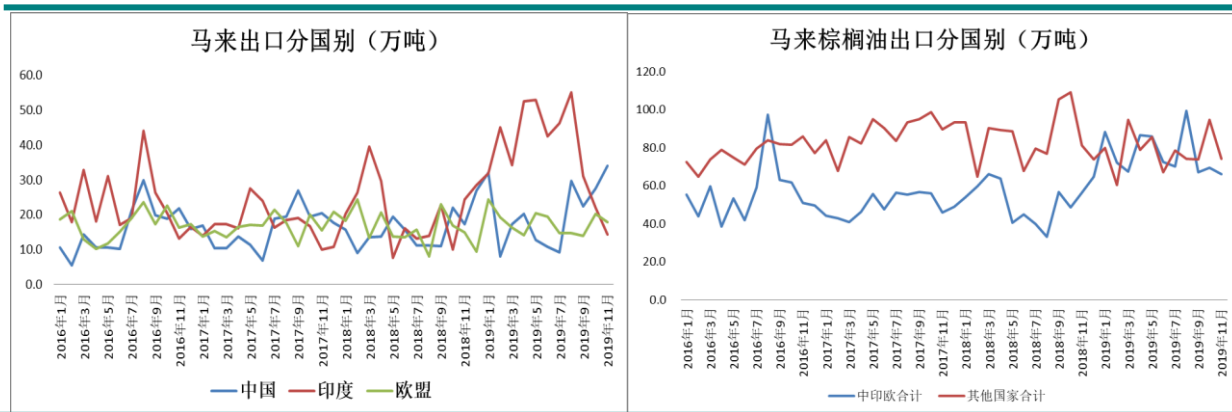


来源: MPOB 新湖期货研究所

2019年1-8月，由于马来精炼棕榈油出口至印度的关税较印尼偏低5个百分点，加上国际豆棕价差偏高，马来棕油单月出口同比增加。9月中旬，印度将马来精炼棕榈油进口关税上调至与印尼持平。10月开始，印度与马来西亚就克什米尔问题存在分歧，令印度贸易商担忧马来棕榈油进口将受限。马来棕榈油出口9月开始同比明显下滑。

按照印度及马来西亚2011年的协议(MICECA)，2020年1月开始，印度应将马来毛棕榈油进口关税下调至37.5%，精炼棕榈油进口关税下调至45%。当前印度进口马来毛棕关税为40%，进口精炼棕榈油关税50%。若2020年印度如期再度下调马棕进口关税，马来棕榈油2020年出口仍将向好。但需谨防印度上调精炼油的进口关税，以保护本国的加工行业。

图表 11: 马来棕榈油出口-分国别



来源: MPOB 新湖期货研究所

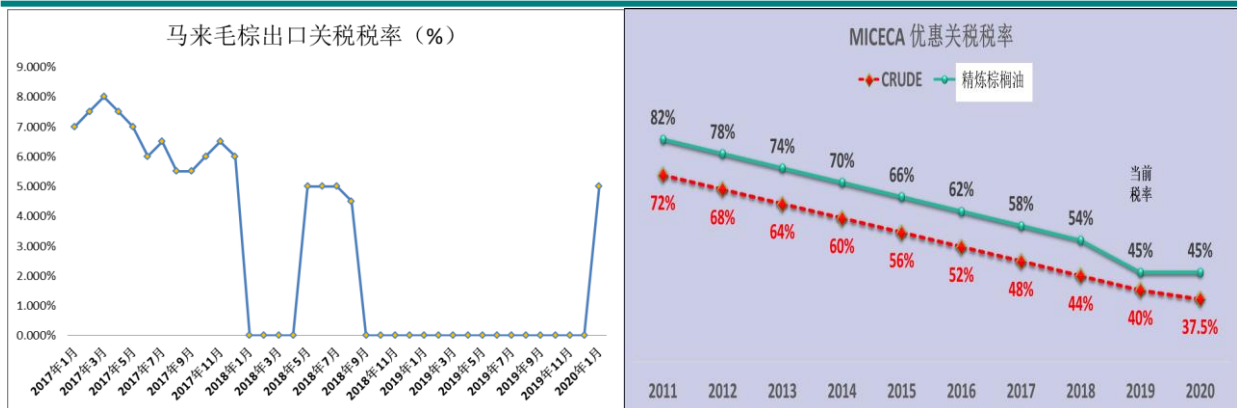
此外，由于超高的库存压力，虽然四季度的马来 CPO 出口价已经超过征税临界点，但马来西亚秉承5月的承诺，12月底之前始终不征收关税。2020年1月，马来西亚再度开启针对棕榈油出口的征税周期。因马来西亚毛棕榈油出口量小于精炼棕榈油，征税对马来棕榈油出口影响不大，但是会影响马来西亚棕榈油的出口及库存构成。

**库存:** 由于出口向好，2019 马来棕榈油库存快速下滑。四季度，减产季叠加产量受损，马棕库存进一步回落至 200 万吨附近，库存压力大幅减轻。

此外，2020 年马来西亚运输行业将分阶段实施 B20 生物柴油掺混计划。政府已经批准了掺混站升级的初步研究、工程设计及财政拨款，预计明年第一季度准备就绪。当前马来西亚实施 B10 计划，国内年生柴消费大约 7、80 万吨，如果全面执行 B20 计划，国内生柴消费及棕榈油用量将翻一番。

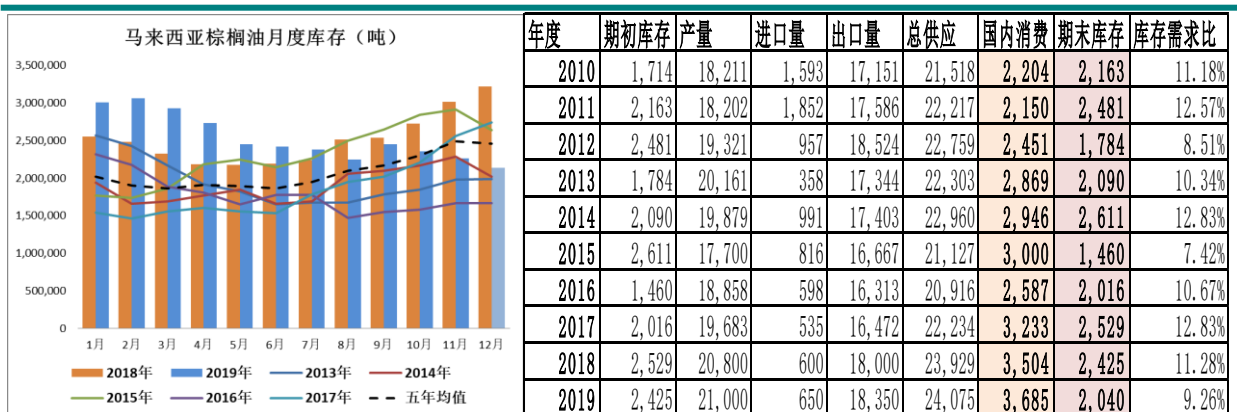
由于出口预计较好、国内消费同比有所增加，2020 年马来棕榈油库存预估减少。截止 2019 年 12 月，马棕库存预计降至 200 万吨附近。由于月度产量及出口峰值的时间差，2020 年马棕库存料将经常在 200 万吨下方，供需阶段性较为紧张。

图表 12：马来毛棕榈油出口关税



来源：MPOB 新湖期货研究所

图表 13：马来棕榈油库存及年度供需平衡表



来源：MPOB USDA 新湖期货研究所

## (二) 印度尼西亚：减产及 B30 将兑现

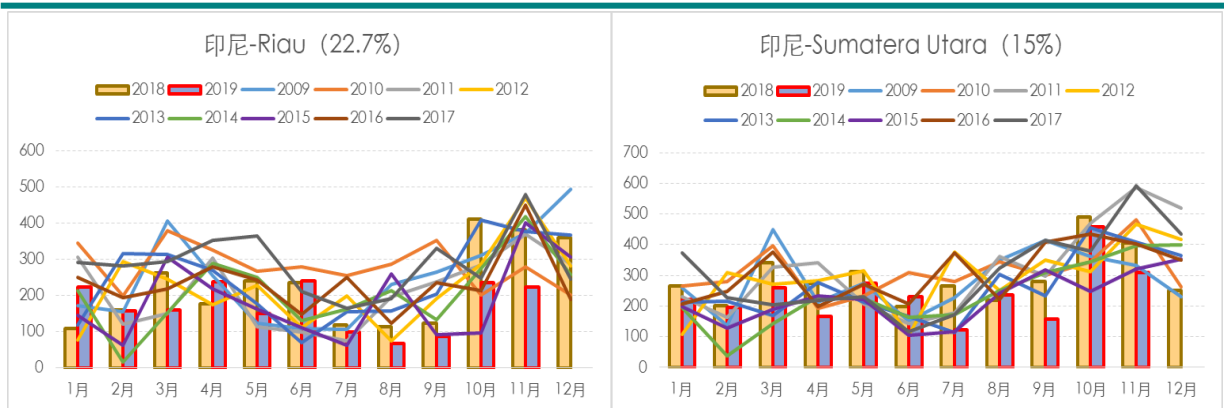
**产量：**2019 年，印度洋偶极子 (IOD) 事件强烈，印尼油棕主要种植区降雨大幅减少，部分地区干旱堪比 2015 年。其中，7-9 月干旱尤其严重，10-11 月雨季降雨也相对偏少。棕榈果产量相对降雨变化存在滞后期，印尼棕榈油产量受损预计体现在 2、3 季度，1 季度或也有显现。

按照印尼中央统计局数据，印尼棕榈油产量每年增长，因种植面积持续增加及成熟油棕占比回升。近些年，年均产量增幅约 200 万吨。2017、2018 年产量同比更是加速增长。2015 年，史上最强厄尔尼诺发生，次年 2016 年印尼棕榈油产量增幅大减，产量增幅仅 2%，同比几乎持平。

2015 年，印尼降雨明显偏少月份大约 7、8 个月。2019 年降雨偏少月份大约 5 个月。此外，由于种植效益不佳，印尼油棕化肥用量减少也会导致进一步减产。参考 2015 年-2016 年印尼棕榈油产量增速变化，2020 年的印尼棕榈油产量预计持平略增。主流预估明年产量同比或增 100-200 万吨。

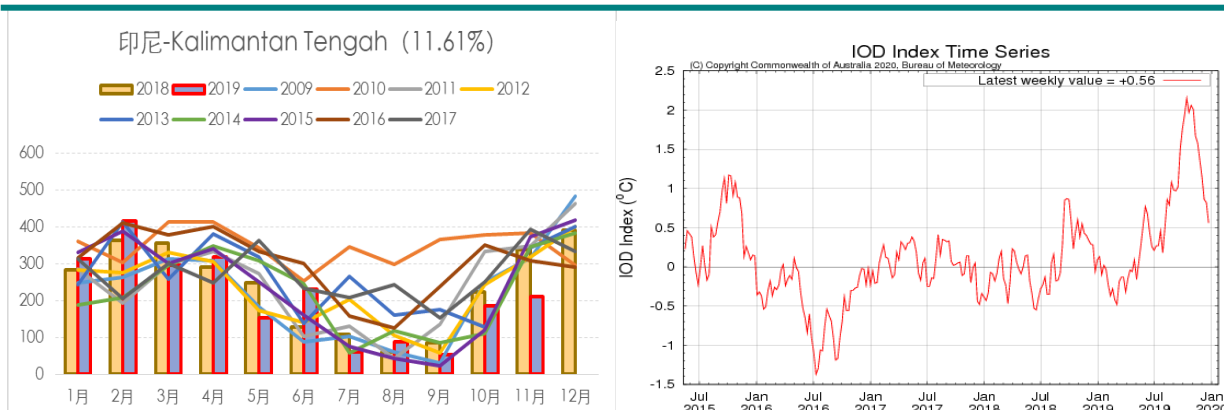


图表 14: 印度尼西亚主产区降雨



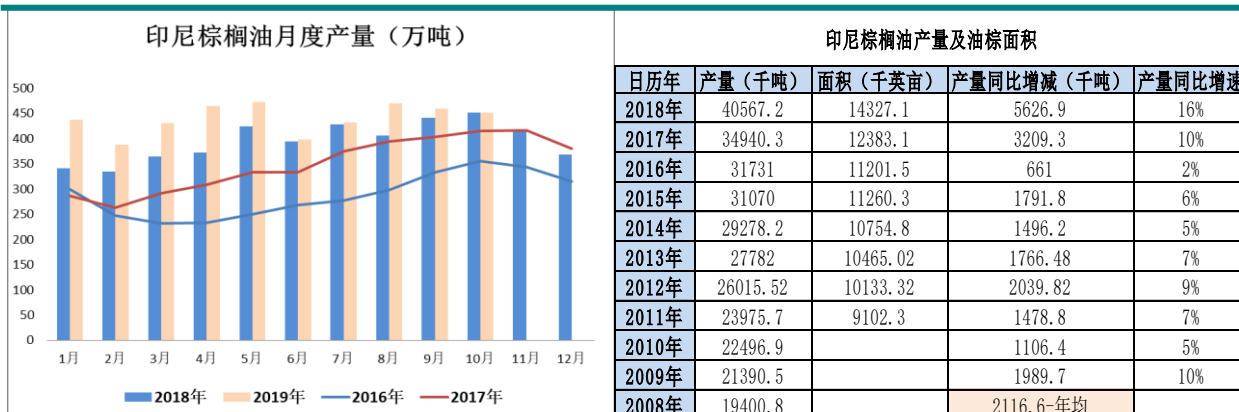
来源: 路透 新湖期货研究所

图表 15: 印度尼西亚主产区降雨及 IOD 指数



来源: 路透 新湖期货研究所

图表 16: 印度棕榈油月度产量及年产量



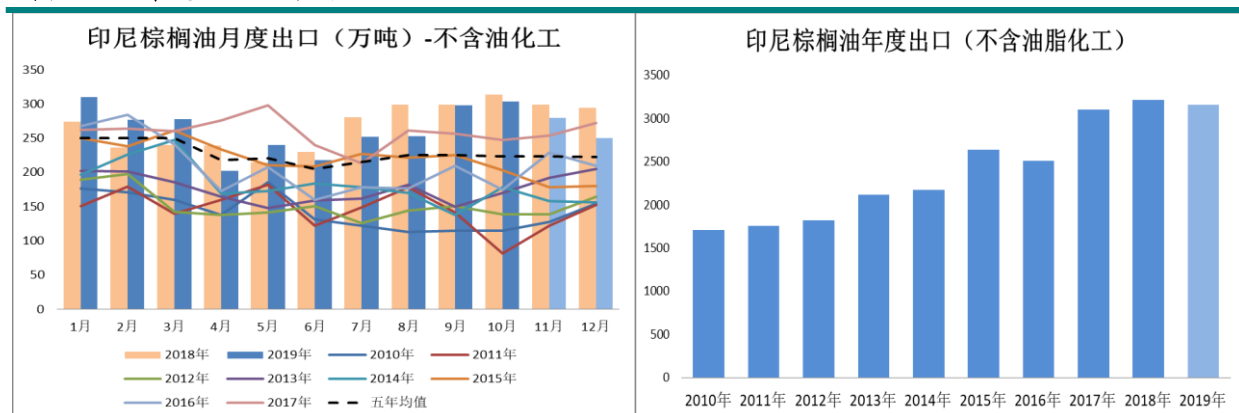
来源: GAPKI 印尼中央统计局 新湖期货研究所

**出口及需求:** 2019 年, 印度对印尼精炼棕榈油进口关税较马来西亚偏高, 加上印尼 B20 掺混计划导致国内需求增加, 印尼棕榈油出口同比减少。

2018 年 12 月, 由于棕榈油价格低廉以及棕榈油生产商的压力, 印尼政府将棕榈油的征费结构从固定费率改为了基于价格的结构。2019 年 11 月印尼 CPO 价格达到征税临界点, 但印尼根据 9 月承诺继续零关税至年底。与马来西亚相同, 2020 年 1 月印尼也将开启针对

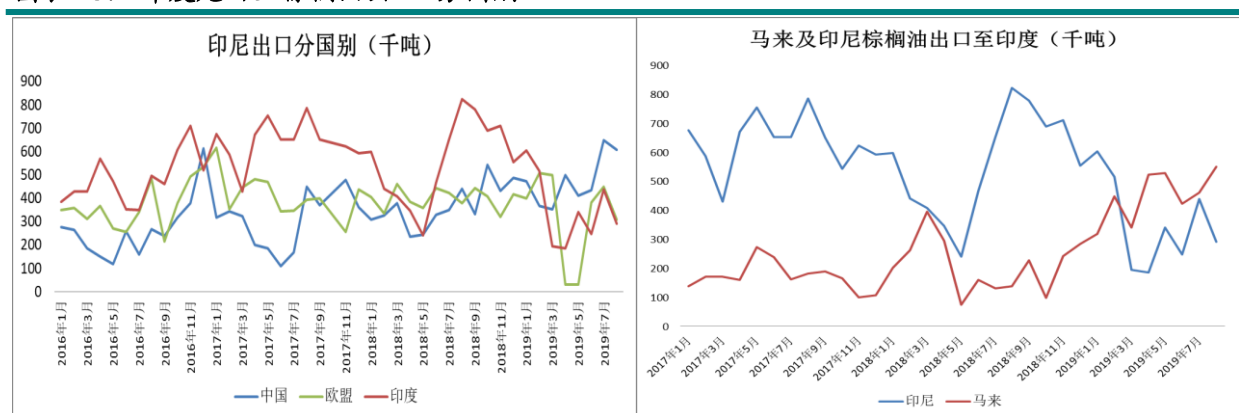
棕榈油及其衍生品的征税。

图表 17：印度尼西亚棕榈油出口



来源：GAPKI 新湖期货研究所

图表 18：印度尼西亚棕榈油出口-分国别



来源：GAPKI 新湖期货研究所

图表 19：印度尼西亚棕榈油及其衍生品出口税费

No	Description	Previous Tariff (flat-based)	Levy Tariff, based on CPO reference price (USD/ton)		
			< 570 USD/ton	570 - 619 USD/ton	> 619 USD/ton
1	Crude products (eg. CPO, CPKO)	50	0	25	50
2	Derivatif I (eg. Split palm fatty acid, RBD palm olein)	30	0	15	30
3	Derivatif II (eg. RBD palm oil, biodiesel)	20	0	10	20

来源：GAPKI 新湖期货研究所

**生物柴油：**基于 B20 取得的成果，印尼政府计划在 2020 年 1 月 1 日启动 B30 生物柴油项目。印尼能源部 9 月称，2020 年印尼的 B30 项目生物柴油分配额度定在 95.9 亿升，较 2019 年的 66.3 亿升增 45%。

2018 年 12 月起，欧洲委员会又对印尼的生物柴油进行了反补贴调查。2019 年 12 月

10日正式宣布对进口自印尼的生物柴油征收8-18%的反补贴关税，为期五年。若B30计划充分执行，考虑到出口同比将因欧盟反补贴而减少，预计2020年的印尼生物柴油毛棕消耗增加约200万吨。

图表 20：印度尼西亚生物柴油分配量及供需平衡表

分配期 <sup>①</sup>	供应商数量 <sup>②</sup>	分配额(亿升) <sup>③</sup>	部门 <sup>④</sup>	2010 <sup>⑤</sup>	2011 <sup>⑥</sup>	2012 <sup>⑦</sup>	2013 <sup>⑧</sup>	2014 <sup>⑨</sup>	2015 <sup>⑩</sup>	2016 <sup>⑪</sup>	2017 <sup>⑫</sup>	2018 <sup>⑬</sup>	2019 估计 (B20) <sup>⑭</sup>	2020 估计 (B30) <sup>⑮</sup>
2015.11-2016.04 <sup>①</sup>	12 <sup>②</sup>	18.7 <sup>③</sup>	公共运输 (PSO) <sup>④</sup>	22 <sup>⑤</sup>	16 <sup>⑥</sup>	29 <sup>⑦</sup>	27 <sup>⑧</sup>	11 <sup>⑨</sup>	97 <sup>⑩</sup>	94 <sup>⑪</sup>	110 <sup>⑫</sup>	152 <sup>⑬</sup>	58 <sup>⑭</sup>	58 <sup>⑮</sup>
2016.05-2016.10 <sup>①</sup>	16 <sup>②</sup>	15.3 <sup>③</sup>	公共运输 (Non-PSO) <sup>④</sup>	780 <sup>⑤</sup>	1812 <sup>⑥</sup>	2270 <sup>⑦</sup>	2950 <sup>⑧</sup>	3500 <sup>⑨</sup>	1200 <sup>⑩</sup>	3500 <sup>⑪</sup>	2800 <sup>⑫</sup>	5600 <sup>⑬</sup>	8000 <sup>⑭</sup>	10602 <sup>⑮</sup>
2016.11-2017.04 <sup>①</sup>	17 <sup>②</sup>	15.3 <sup>③</sup>	公共运输 <sup>④</sup>	0 <sup>⑤</sup>	0 <sup>⑥</sup>	5 <sup>⑦</sup>	24 <sup>⑧</sup>	0 <sup>⑨</sup>	0 <sup>⑩</sup>	0 <sup>⑪</sup>	0 <sup>⑫</sup>	28 <sup>⑬</sup>	0 <sup>⑭</sup>	0 <sup>⑮</sup>
2017.05-2017.10 <sup>①</sup>	20 <sup>②</sup>	13.7 <sup>③</sup>	公共运输 <sup>④</sup>	563 <sup>⑤</sup>	1440 <sup>⑥</sup>	1608 <sup>⑦</sup>	1942 <sup>⑧</sup>	1569 <sup>⑨</sup>	343 <sup>⑩</sup>	476 <sup>⑪</sup>	187 <sup>⑫</sup>	1772 <sup>⑬</sup>	1800 <sup>⑭</sup>	1000 <sup>⑮</sup>
2017.11-2018.04 <sup>①</sup>	21 <sup>②</sup>	14.1 <sup>③</sup>	公共运输 <sup>④</sup>	223 <sup>⑤</sup>	359 <sup>⑥</sup>	669 <sup>⑦</sup>	1048 <sup>⑧</sup>	1845 <sup>⑨</sup>	860 <sup>⑩</sup>	3008 <sup>⑪</sup>	2572 <sup>⑫</sup>	3950 <sup>⑬</sup>	6630 <sup>⑭</sup>	9600 <sup>⑮</sup>
2018.05-2018.10 <sup>①</sup>	19 <sup>②</sup>	14.6 <sup>③</sup>	公共运输 <sup>④</sup>	16 <sup>⑤</sup>	29 <sup>⑥</sup>	27 <sup>⑦</sup>	11 <sup>⑧</sup>	97 <sup>⑨</sup>	94 <sup>⑩</sup>	110 <sup>⑪</sup>	152 <sup>⑫</sup>	58 <sup>⑬</sup>	58 <sup>⑭</sup>	60 <sup>⑮</sup>
2018.09-2018.12 <sup>①</sup>	19 <sup>②</sup>	9.4 <sup>③</sup>	非公共运输 <sup>④</sup>	71.8 <sup>⑤</sup>	166.7 <sup>⑥</sup>	208.8 <sup>⑦</sup>	271.4 <sup>⑧</sup>	322 <sup>⑨</sup>	4 <sup>⑩</sup>	322 <sup>⑪</sup>	6 <sup>⑫</sup>	2 <sup>⑬</sup>	777 <sup>⑭</sup>	975 <sup>⑮</sup>
2019.01-2019.12 <sup>①</sup>	19 <sup>②</sup>	66.3 <sup>③</sup>	公共、非公共运输 <sup>④</sup>											
2020.01-2020.12 <sup>①</sup>	19 <sup>②</sup>	95.9 <sup>③</sup>	公共、非公共运输 <sup>④</sup>		95 <sup>⑥</sup>	42 <sup>⑦</sup>	63 <sup>⑧</sup>	51 <sup>⑨</sup>	-212 <sup>⑩</sup>	212 <sup>⑪</sup>	-64 <sup>⑫</sup>	258 <sup>⑬</sup>	221 <sup>⑭</sup>	198 <sup>⑮</sup>

来源：印尼能源与矿产资源部 (MEMR) 新湖期货研究所

对于明年印尼B30项目能否顺利充分实施，市场疑虑主要存在两个方面：其一，印尼的生物柴油产能是否足够。其二，棕榈油种植园基金管理机构 (BPDPKS) 补贴力度。

2019年，预计印尼生物柴油产能利用率70.4%，名义产能113.6亿升。2020年印尼生物柴油分配额度定为95.9亿升，若当年出口不减仍是18亿，合计产量将是113.9亿升。对比113.6亿升的产能，2020年印尼生物柴油产能将是满开状态。因此，印尼目前的产能可以满足国内B30的掺混需求。但若印尼在此后试图实施B40甚至B50，其国内生物柴油产能必将面临扩建。

2015年至2018年，印尼的棕榈油种植园基金管理机构 (BPDPKS) 筹集了33亿美元 (47.28万亿印尼盾)。截至2018年11月，该基金已为生物柴油计划支付了19亿美元 (24.71万亿印尼盾) 补贴，剩余14亿美元。由于生物柴油利润始终较差，市场对印尼B30计划能否实施存有疑虑。

印尼不仅生物柴油存在补贴，本国柴油也有价格补贴。由于国际原油大跌，印尼的汽油补贴2015年取消。但为应对原油价格上涨以及在2019年大选前维持低零售柴油价格，印尼政府2018年将柴油燃料补贴从每升500印尼盾提高到了2000印尼盾，但未对印尼的汽油进行补贴。

参考2019年印尼柴油的预估消费33033百万升，粗略计算，2019年印尼针对柴油的总补贴高达46.85亿美元。即便2020年将柴油一半的补贴用于生物柴油也有23亿。

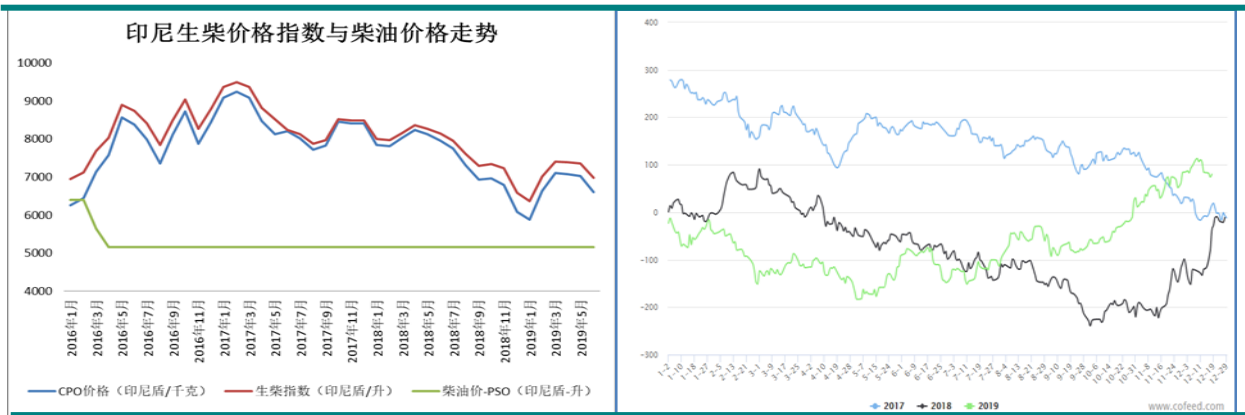
虽然目前种植园基金的资金量无法满足B30的补贴需求，但若2020年印尼政府增加生物柴油的财政补贴或将柴油补贴部分转给生物柴油，加上棕榈油的新增出口税费，经测算印尼的B30项目应该可以全面实施。

图表 21：印度尼西亚燃料使用情况

印尼燃料使用（百万升）										
项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016r	2017	2018e	2019e
汽油总量	23863	26447	29276	30511	30925	31528	31986	33548	34353	35246
柴油总量	36450	37497	37743	36124	34651	30912	30039	31441	32196	33033
所有地面运输	27125	26030	29528	28649	27220	25433	25372	27843	28785	29621
工业	9325	11467	8215	7474	7431	5479	4667	3598	3411	3412
航空燃油总量	3530	3270	3901	4162	4231	4340	4668	4715	5503	5646
燃料市场总量	63842	67214	70920	70797	69807	66779	66694	69704	72052	73925
生物柴油	223	359	669	1048	1845	860	3008	2572	3950	6630
生柴/柴油	0.6%	1.0%	1.8%	2.9%	5.3%	2.8%	10.0%	8.2%	12.3%	20.1%

来源：印尼能源与矿产资源部（MEMR）新湖期货研究所

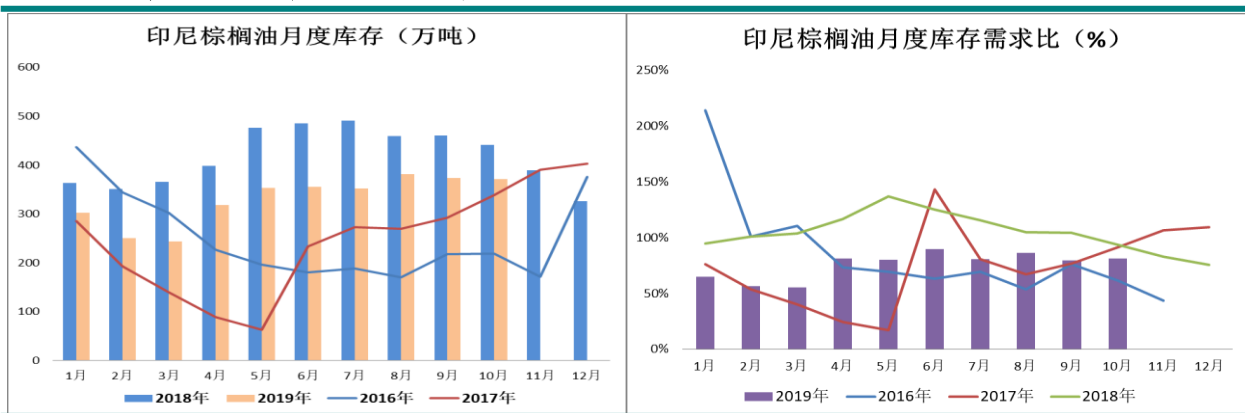
图表 22：印度尼西亚生柴与柴油价格、POGO 价差



来源：MEMR 路透 新湖期货研究所

**库存：**由于消费增加，2019 年印尼棕榈油库存同比下滑。2020 年，预估印尼棕榈油产量同比增加 100-200 万吨，生物柴油的棕榈油新增消耗预计约 200 万吨。由于消费预估增加量大于产量，2020 年的印尼棕榈油库存预计同比有所下滑。

图表 23：印尼棕榈油库存及月度供需



来源：GAPKI 新湖期货研究所

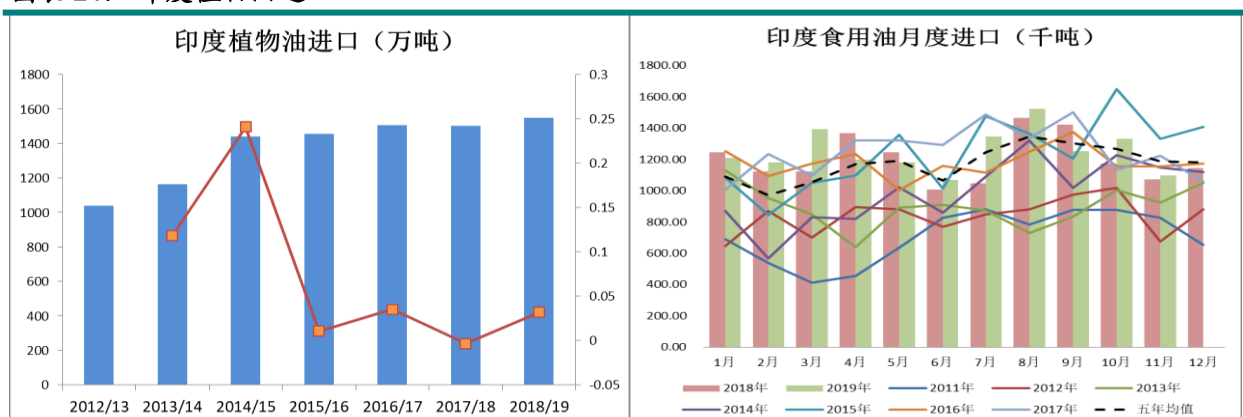
此外，2020 年马来、印尼两国与欧盟的贸易争端可能升级。根据新的法规，欧盟会将有害的生物燃料用量将限制在 2019 年的水平，到 2030 年时将完全取消。不过欧盟委员也

表示，若马来及印尼的棕榈油厂家可以提供证明，证明其产品未砍伐森或破坏环境，则可豁免。目前马来及印尼的绿色认证体系在抓紧时间推进中。

### (三) 印度：棕油关税将下调 进口恢复性增加

印度食用油进口依赖度 60-70%，是重要的植物油进口国及消费国。但近几年，印度植物油进口增速放缓。2018/19 年度（18 年 11 月-19 年 10 月）印度植物油总进口 1550 万吨，相比去年的 1502.6 万吨增加 3.5%。

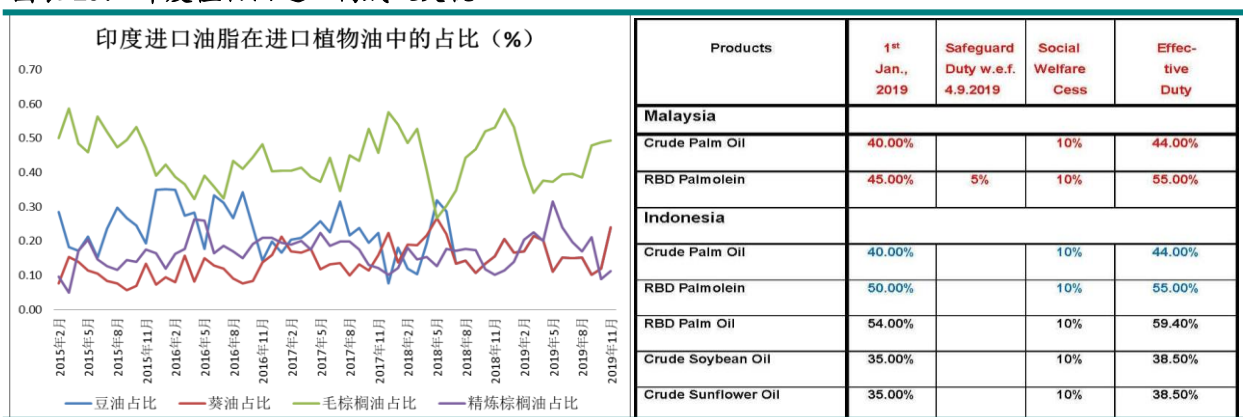
图表 24：印度植物油进口



来源：SEA 新湖期货研究所

由于 2019 年印度进口马棕精炼棕榈油关税相对偏低，印度精炼棕榈油的占比一度回升。但 9 月印度上调马来精炼棕榈油关税，本国毛棕进口开始回升，精炼棕榈油进口下降。因国际豆棕价差同比回升，18/19 年度印度棕榈油总进口同比增加。

图表 25：印度植物油进口构成及关税

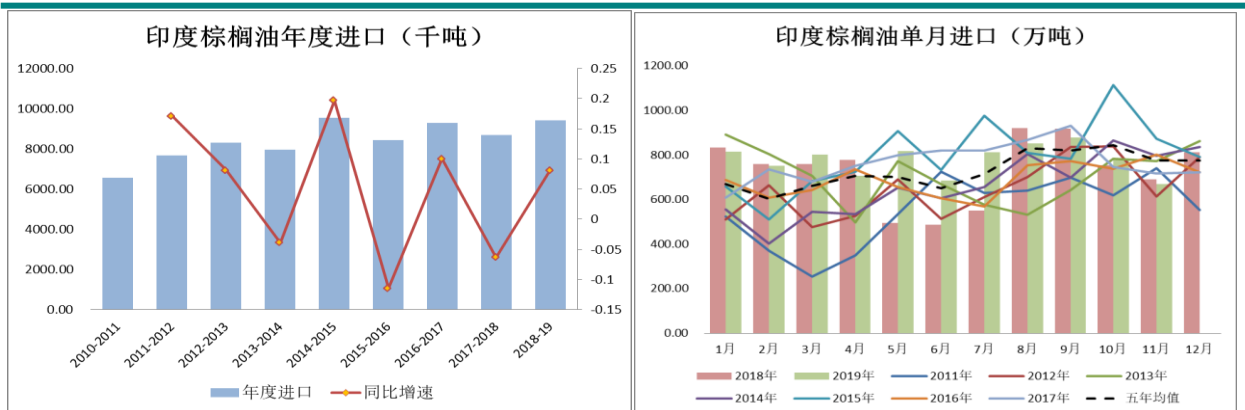


来源：SEA 新湖期货研究所

由于预估 2020 年进口马来棕榈油关税将会下调，2019 年 7 月开始，印度食用油流通库存持续下降，导致印度食用油总库存不断趋紧。若 1 月印度对马来棕榈油关税下调如期实现，2020 年前几个月印度进口棕榈油数量料将有补充性回升。

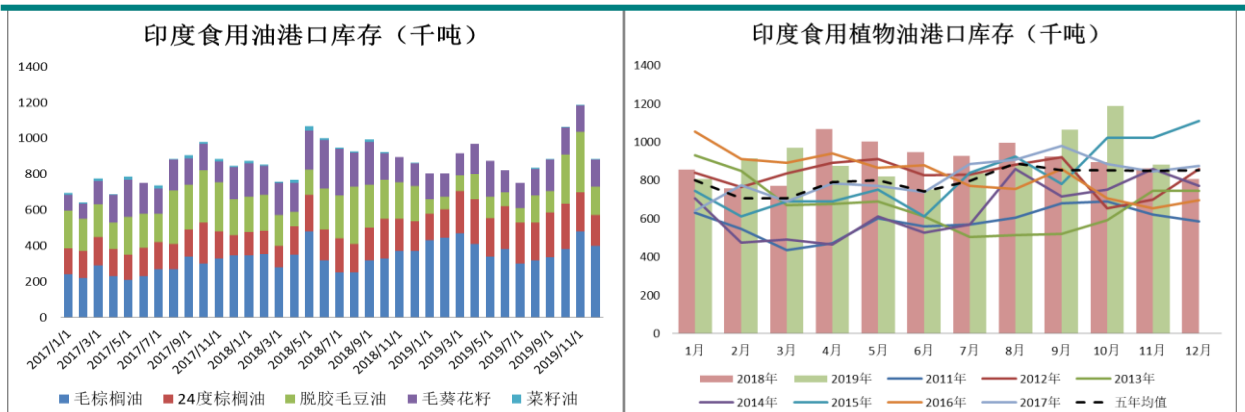


图表 26: 印度棕榈油进口



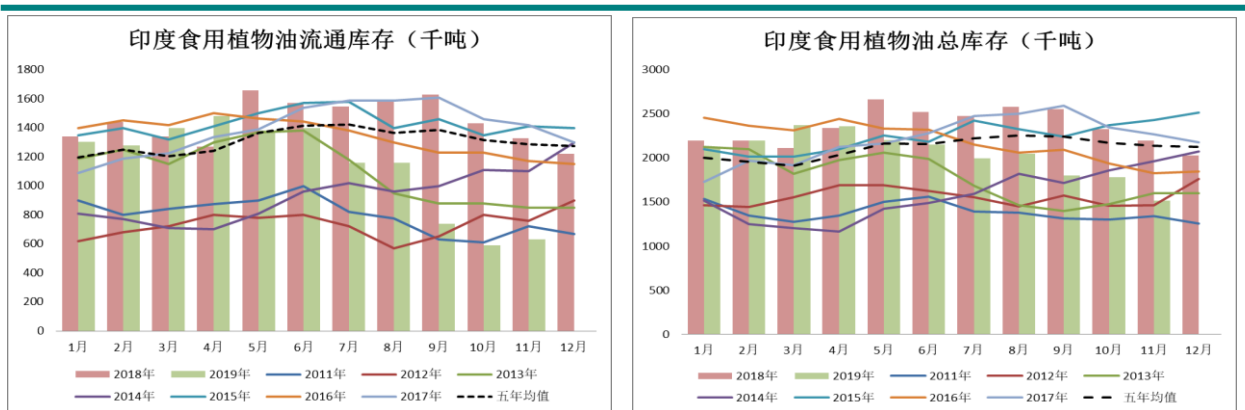
来源: SEA 新湖期货研究所

图表 27: 印度植物油港口库存



来源: SEA 新湖期货研究所

图表 28: 印度植物油库存

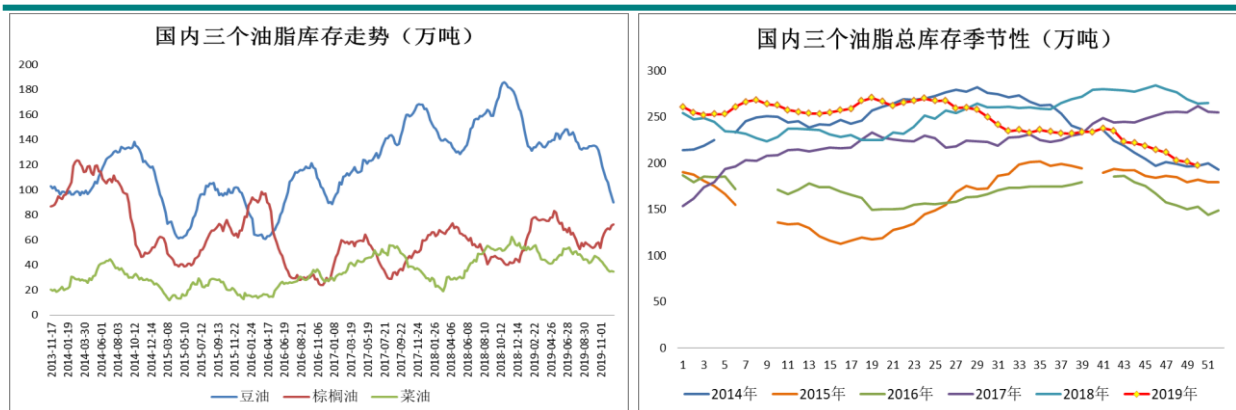


来源: SEA 新湖期货研究所

#### 四、国内植物油: 库存同比继续减少

2019 年国内植物油年消费量预计在 3500 万吨左右。其中豆油 1750 万吨、棕榈油 700 万吨 (24 度 520 万吨)、菜油不足 500 万吨。2019 年国内油籽压榨减少, 植物油进口量均有显著增长。从库存同比数据看, 豆、菜油去库顺利, 棕榈油出现累库。

图表 29: 国内油脂库存变化



来源: 天下粮仓 新湖期货研究所

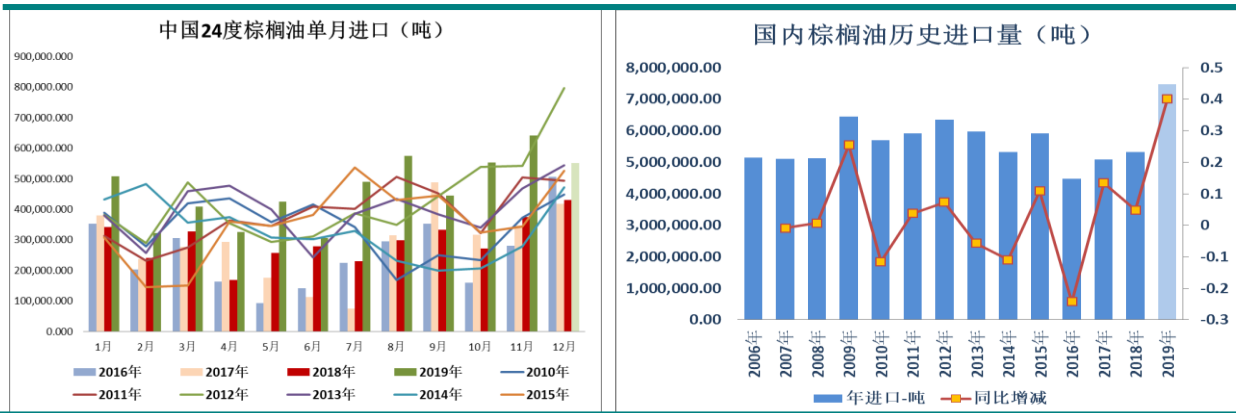
因豆油库存快速回落, 2019 年四季度国内三个油脂库存下降至近三年低位, 去库存效果明显。近五年数据看, 目前国内三个油脂总库存水平仍高于 2015、2016 年。2015 年, 国际油脂油料价格低位, 压榨利润不佳, 豆油及棕榈油库存被动偏低。2016 年, 国际棕榈油减产彰显, 进口利润不佳导致国内棕榈油库存超低。

2020 年, 国际棕榈油预计再度减产, 但减产程度可能稍逊 2016 年。中美贸易争端持续, 虽然 2019 年底再度转好取得进展, 但美大选前难免反复。2019 年上半年国内生猪存栏导致的饲料需求增加预计较慢。二者均影响国内大豆压榨量。此外, 2019 年菜油同样去库存, 若 2020 年中加关系紧张继续限制菜籽进口, 在国储已经无菜油背景下, 菜油库存将继续走低。因此, 2020 年国内油脂库存或将再现 2015、16 年的水平。

### (一) 国内棕榈油: 国际棕油走强 进口同比减少

**进口:** 2019 年, 国内棕榈油总进口预计 750 万吨, 同比大幅增加约 40%。因进口利润较好, 国内基差回升。其中, 24 度棕榈油进口预计 550 万吨, 相比 2018 年的 354 万吨增加约 55%。44 度工棕预计进口 190 万吨, 同比增加 8%。

图表 30: 国内棕榈油进口



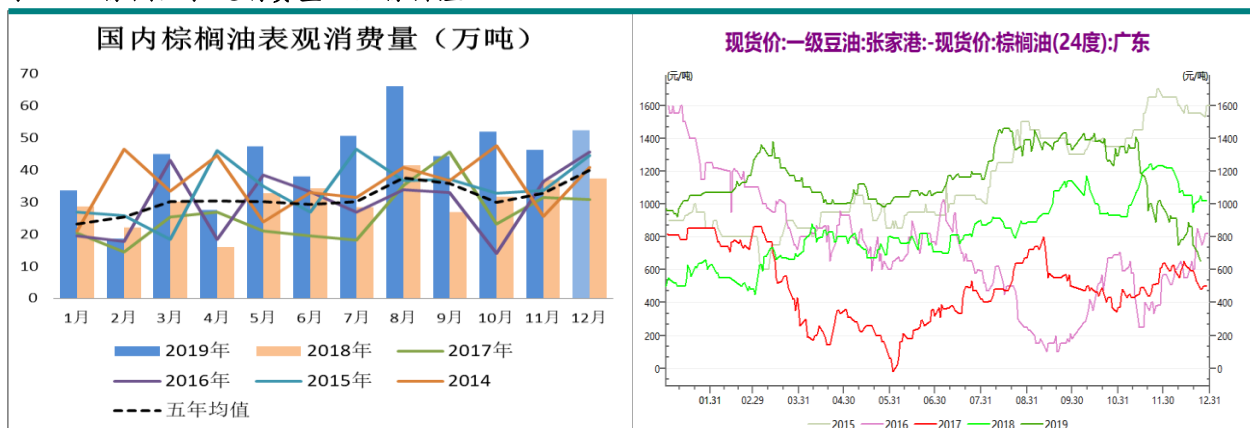
来源: wind 新湖期货研究所

2019 年 8-12 月, 虽然国内棕榈油进口量较高。但截至 12 月底, 2020 年 1 月之后 24

度棕榈油并无买船。因棕榈油产地报价较好，进口套盘利润始终较差。

**消费：**2019 年，国内棕榈油消费同比增加明显。新增需求主要来自三个方面：生物柴油需求、对豆油的替代消费、在饲料领域对猪油的替代需求。其中，生物柴油大概率直接投入燃烧，并未进行酯化反应。饲料领域棕榈油替代猪油，主因国内猪肉价格暴涨，猪油价格回升，预计这部分消费有 40-50 万吨。

表 31：棕榈油表观消费量及豆棕价差

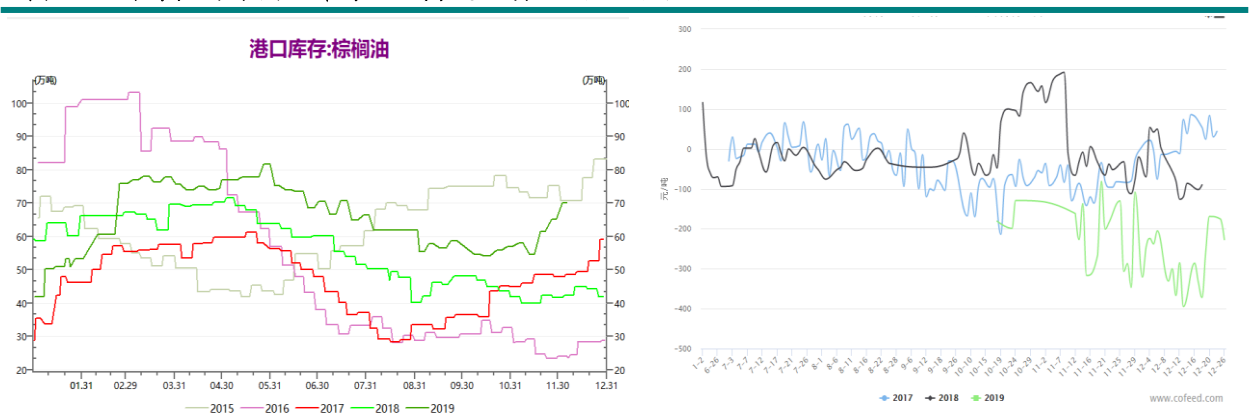


2020 年，国际棕榈油价格运行区间料将同比抬升，国内棕榈油总进口量同比预计回落。对豆油的替代消费或同比减少。但对饲料猪油的替代及生柴的需求可能依旧存在。因国内猪肉价格上半年预计仍偏高。

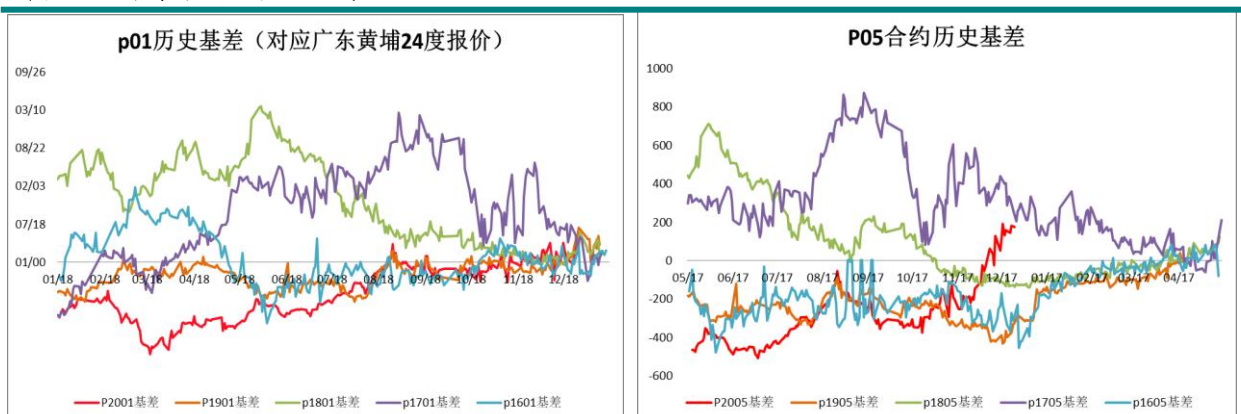
**库存：**2019 年国内棕榈油库存延续季节性变化规律。虽然消费同比回升，但进口增加更多，2019 年库存水平同比增加。四季度因进口偏多、消费季节性偏淡，库存压力显现。

从库存预期看，若明年 1 月进口利润始终较差，国内棕榈油库存将有较明显回落。1 月库存的回落，又会令未来几个月的进口利润改善。因 5 月之前印尼减产尚不明显，1-5 月国内棕榈油库存预计仍季节性偏高。

图表 32：国内食用棕榈油库存及 1 月进口套盘利润（对 P2005）



图表 33: 国内棕榈油基差走势



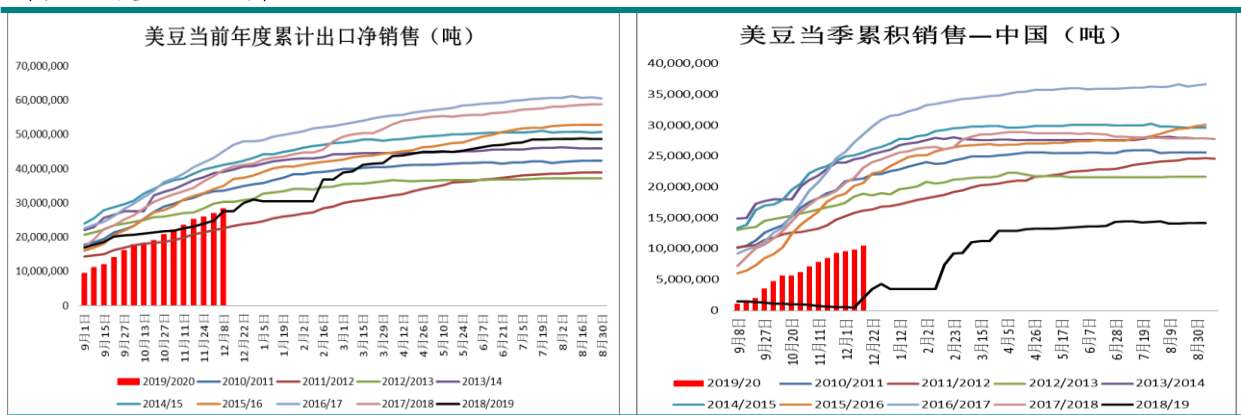
来源: wind 新湖期货研究所

## (二) 国内豆油: 豆粕需求有显著改善, 豆油库存偏低但难增

**国际大豆:** 2019/20 年度, 美豆因天气因素导致播种延迟, 种植面积减少叠加单产下滑, 预估产量同比减少近 20%。但 CBOT 盘面走势看, 显然需求方面对美豆价格影响更大。截止 12 月 12 日, 美豆新作累积出口同比持平, 仍处于历史同期超低水平。

2019 年, 中美贸易争端继续主导国内大豆进口, 尤其是四季度的进口量。与 2018 年四季度相似, 由于中美谈判取得进展, 2019 年四季度中国以发放豁免关税配额的形式再度购买美豆。

图表 34: 美豆出口销售



来源: wind 新湖期货研究所

截止 12 月 12 日, 根据美国周度出口销售报告, 中国累积购买 2019/20 年度美豆约 1000 万吨, 远高于去年同期的 200 万吨, 但仍大幅低于贸易战开始之前同期 2000-2800 万吨的累积进口量。

根据美国农业部 2019 年 12 月报告, 2019/20 年度全球大豆预计同比减产 2000 万吨, 同比减幅 6%, 主因美豆预估减产 2300 万吨。

2019/20 年度, 全球大豆预估减产, 但中国进口总量未必减少。其中, 美豆进口取决于中美谈判进程。巴西、阿根廷大豆新年度合计略增产。若 2020 年四季度中美谈判再度遇



阻，中国对南美大豆的进口可能同比增加。

图表 35: 全球大豆供需 (百万吨)

		期初库存	产量	进口	国内压榨	国内合计	出口	期末库存
世界	18-19	98.89	358.21	145.27	297.69	343.36	149.22	109.8
	19-20	109.8	337.48	147.94	302.83	349.67	149.15	96.4
世界除中国	18-19	75.83	342.31	62.73	212.69	241.36	149.11	90.41
	19-20	90.41	319.38	62.94	218.33	247.47	149.02	76.23
美国	18-19	11.92	120.52	0.38	56.94	60.41	47.56	24.85
	19-20	24.85	96.62	0.54	57.29	60.78	48.31	12.92
美国以外	18-19	86.97	237.69	144.89	240.75	282.95	101.66	84.95
	19-20	84.95	240.86	147.39	245.54	288.89	100.84	83.47
主要出口国	18-19	57.19	183.98	6.56	87.07	96.68	92.3	58.75
	19-20	58.75	188.4	4.11	92.33	102.3	92.53	56.43
阿根廷	18-19	23.73	55.3	6.41	40.57	47.45	9.1	28.89
	19-20	28.89	53	3.9	44.6	51.7	8.2	25.89
巴西	18-19	32.74	117	0.14	42.53	45.17	74.95	29.76
	19-20	29.76	123	0.2	43.75	46.54	76	30.42
巴拉圭	18-19	0.71	8.85	0.01	3.9	3.98	5.5	0.09
	19-20	0.09	10.2	0.01	3.9	3.98	6.2	0.11
主要进口国	18-19	25.69	19.77	114.76	112.9	138.07	0.33	21.82
	19-20	21.82	21.83	118.64	112.84	138.93	0.42	22.93
中国	18-19	23.06	15.9	82.54	85	102	0.12	19.39
	19-20	19.39	18.1	85	84.5	102.2	0.13	20.16

来源: wind 新湖期货研究所

**大豆进口与压榨:** 2019 年, 国内大豆预估总进口数量 8830 万吨。相比 2018 年 8806 万吨的进口几乎持平。但因进口大豆部分作为国储战略储备, 实际压榨大豆同比其实减少。此外, 非洲猪瘟也间接导致国内大豆压榨偏低。

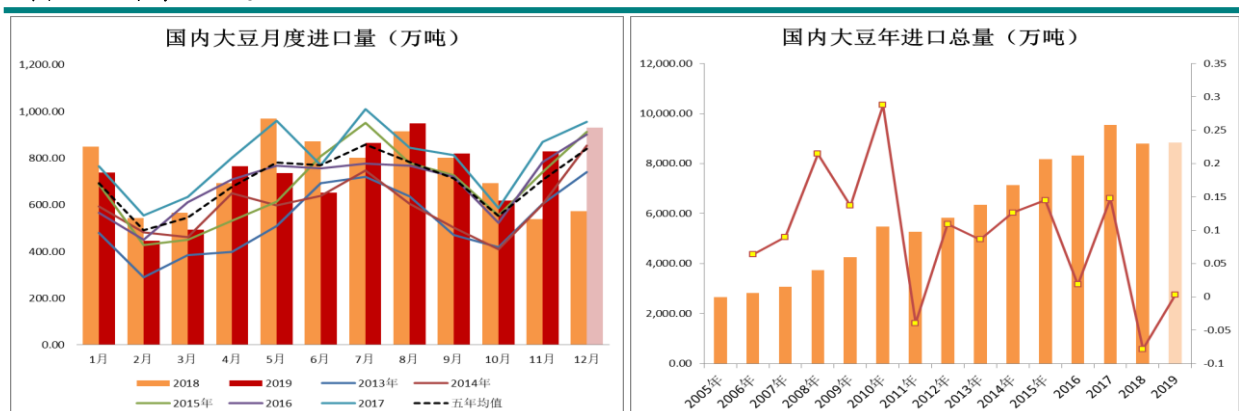
据天下粮仓数据, 2019 年度全国大豆压榨总量 (进口豆+国产豆) 预计 8394.88 万吨 (出粕 66319552 吨, 出油 15950272 吨), 较 2018 年的 8860 万吨减少 465 万吨, 降幅 5.25%。

2019 年底, 中美关系暂有转好。中国增加美豆进口填补了 2-3 月的进口大豆缺口。预计 2020 年四季度前, 国内进口大豆供给正常。影响豆油供给的主导因素为压榨利润。压榨利润还得看国内豆粕需求。

由于猪肉价格持续飙升, 养殖利润同比大增, 2019 年 10 月全国能繁母猪存栏自去年 4 月以来首次增长。由于各种扶持利好政策落实, 加上市场看好, 养殖户补栏积极性提升。但据实地调研, 国内生猪存栏华中和华南地区养殖户限于成本过高补栏并不积极, 复产情况最好的东北和华北在四季度也因疫情复燃变得难以预料。

由于非洲猪瘟疫情仍在, 疫苗尚未成功, 对 2020 年国内生猪复产不宜乐观。2020 上半年的预计生猪产能难有大幅增长, 而禽类和水产对蛋白需求的拉动尚不足以弥补缺口, 蛋白需求将维持疲软, 进而抑制国内油厂开榨积极性。

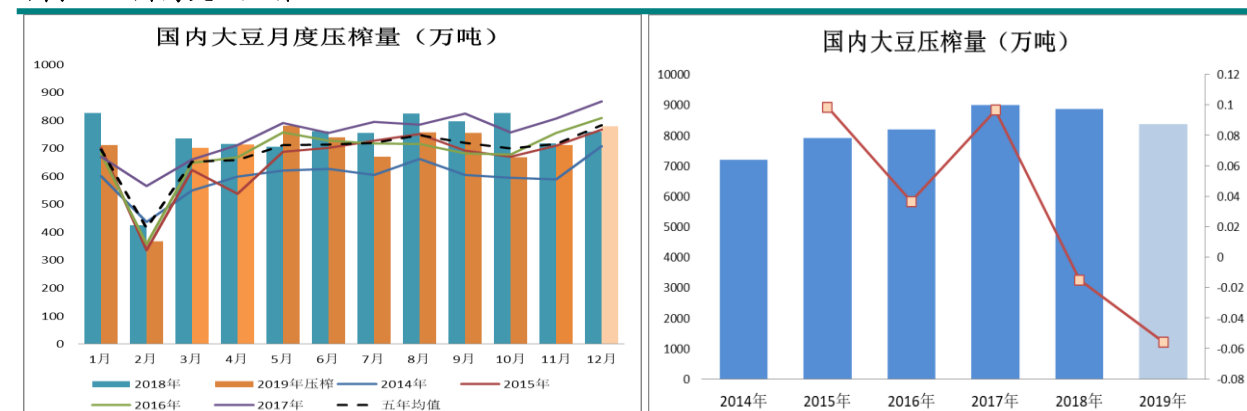
图表 36: 国内大豆进口





来源: wind 天下粮仓 新湖期货研究所

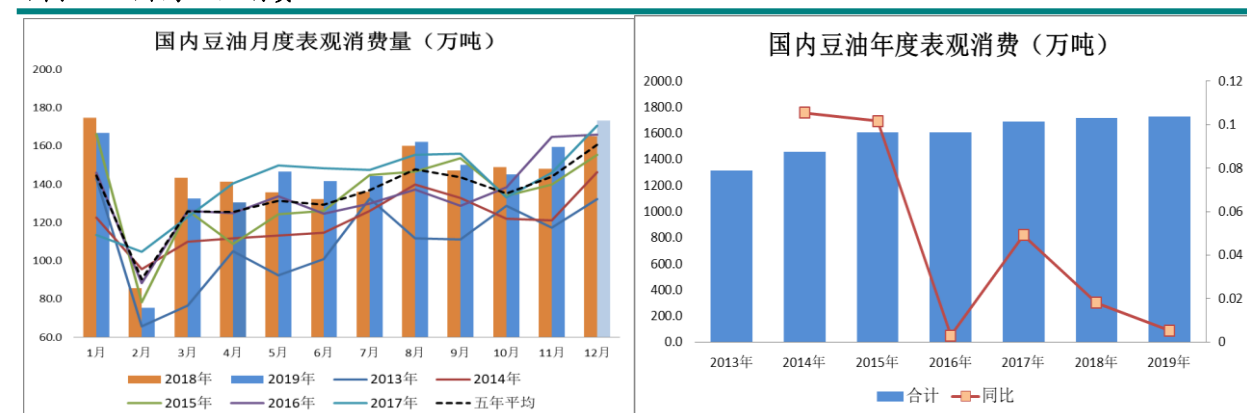
图表 37: 国内大豆压榨



来源: wind 天下粮仓 新湖期货研究所

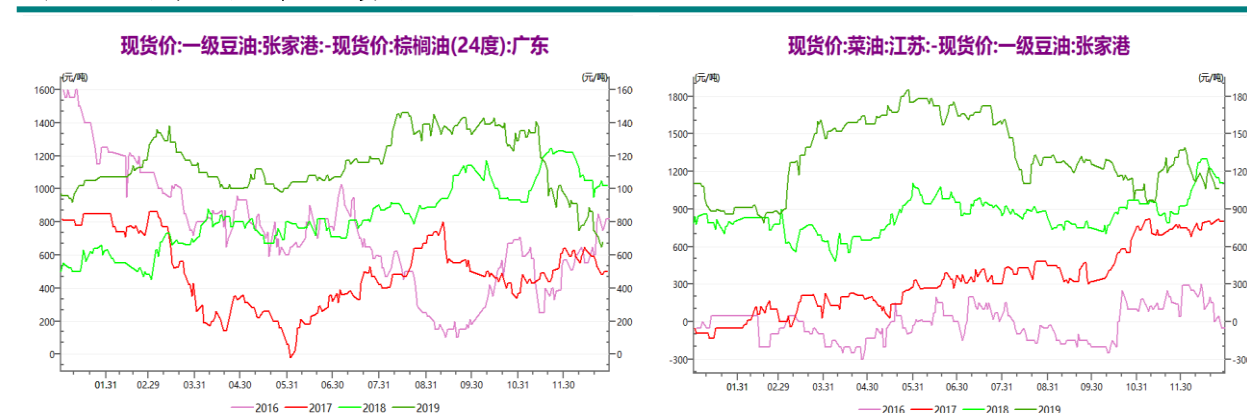
**需求:** 2019 年 10 月之前, 国内豆棕现货价差同比偏高, 导致棕榈油对豆油替代消费增加。但 2019 年国内菜豆现货价差同比也高, 尤其是 3-10 月。由于菜油可替代消费体量大于棕榈油, 根据表观消费数据, 国内豆油 2019 年预估消费 1730 万吨, 同比略增 1%。

图表 38: 国内豆油消费



来源: 天下粮仓 新湖期货研究所

图表 39: 国内豆棕、菜豆现货价差



来源: 天下粮仓 新湖期货研究所

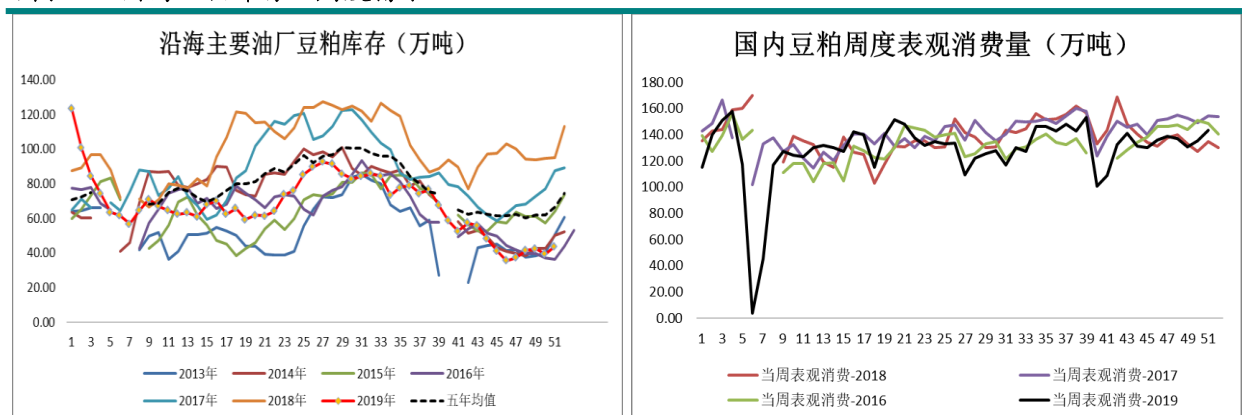
前文可知, 2020 年尤其是 2、3 季度, 国内棕榈油将受国际棕榈油减产及 B30 兑现影

响，继续高位偏强运行（前提是减产如期兑现）。由于此阶段为南美大豆到港及压榨高峰期，豆国内棕现货价差预计同比回落，棕榈油对豆油的替代消费同比减少。

2020 年，菜豆现货价差主要受中加关系、国内菜籽进口政策影响。若明年菜籽菜油进口继续受限，随着菜油库存进一步减少，国内菜豆现货价差将再度回升。导致豆油对菜油替代消费增加。

**库存：**2019 年下半年，榨利回落叠加商业压榨大豆减少，国内大豆压榨量偏低，导致豆粕被动降库存，豆油库存快速下滑。

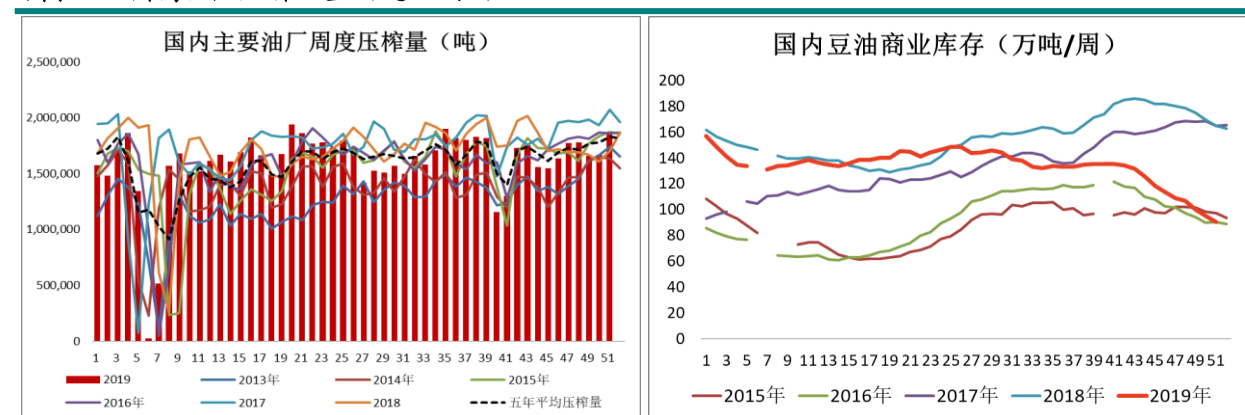
图表 40: 国内豆粕库存及周度需求



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

2019 年 7-8 月，国内大豆压榨量偏低，豆油库存出现第一波下降。10-12 月，大豆压榨偏低叠加需求增加，豆油开启第二波降库存。截至 12 月 20 日，国内豆油商业库存总量 90.09 万吨，同比下降 45.56%，几乎处于五年同期最低位。

图表 41: 国内油厂压榨及盘面进口利润



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

### (三) 国内菜油：中加关系主导 供给或更紧

**国际油菜籽：**根据美国农业部 12 月报告预估，2019/20 年度，全球油菜籽相比上年度减产 5.4%。主因加拿大及欧盟菜籽减产。

其中，加菜籽减产主要是因为收获面积减少。2019 年，加油菜籽收获面积为 2060 万

英亩，同比减少 8.8%。由于中加外交争端导致中国放慢采购加拿大油菜籽，导致一些农户不种油菜籽。加拿大统计局报告显示，2019 年加拿大油菜籽产量为 1864.9 万吨，比 2018 年减少 8.3%，创下 2015 年以来的最低产量。

因干旱天气导致欧洲西部地区的播种遭受重创，欧盟 2020 年油菜籽产量预估仍将是最近几年中最小产量之一。

图表 42: 全球油菜籽产量

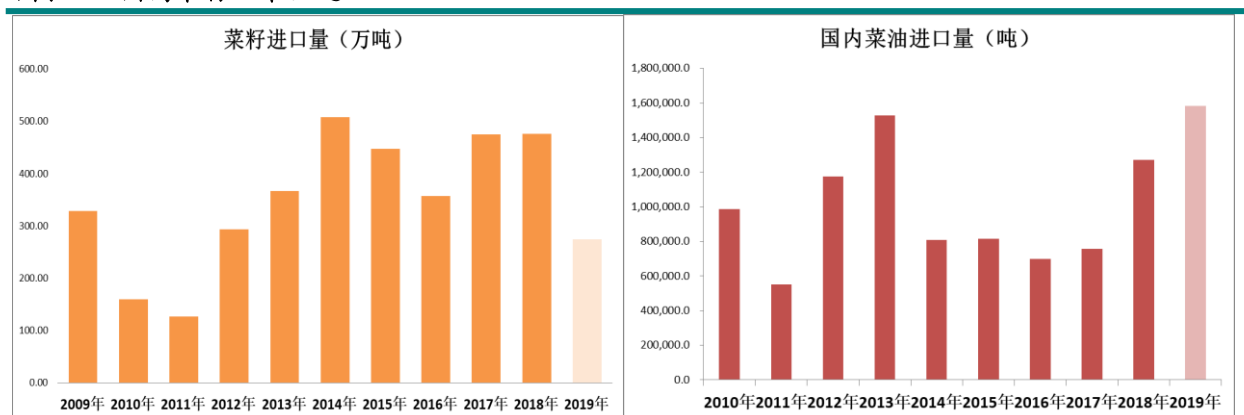
油菜籽及其产品产量 (千吨)												
国家	年度划分	菜籽粕			菜籽油			油菜籽				
		2017/18	2018/19	2019/20	2017/18	2018/19	2019/20	2017/18	2018/19	2019/20	同比增减	增减幅度
中国	10月-9月	10209	9604	9265	6747	6347	6123	13274	12850	13100	250	1.9%
印度	10月-9月	3700	4050	4050	2356	2584	2584	7100	8000	7700	-300	-3.8%
加拿大	8月-7月	5230	5240	5355	4120	4065	4225	21328	20343	19000	-1343	-6.6%
日本	10月-9月	1307	1330	1335	1023	1040	1045	4	4	4	0	0.0%
欧盟	7月-6月	13851	13224	12483	10157	9698	9154	22184	20033	17000	-3033	-15.1%
其他		5252	5324	5615	3708	3710	3907	11101	10708	11218	510	4.8%
全球		39549	38772	38103	28111	27444	27038	74991	71938	68022	-3916	-5.4%

来源: USDA 新湖期货研究所

**进口:** 2019 年，中加关系主导国内菜油供给。由于华为高管事件，2019 年加拿大对中国菜籽出口受到限制。2019 年中国菜籽进口预估 270 万吨左右，同比减少 200 万吨，减幅 42%，对应减少菜油约 85 万吨。

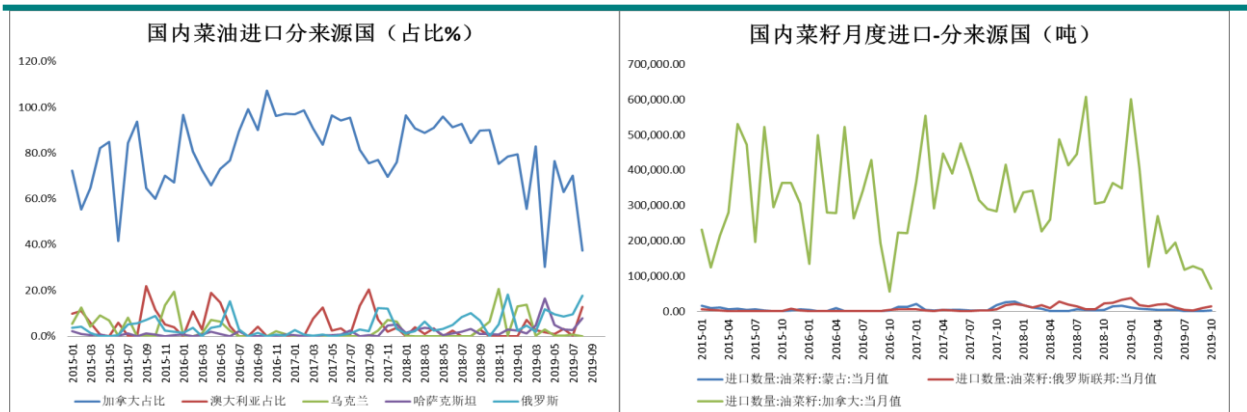
国内菜油供给减少，菜油进口利润改善。2019 年国内菜油进口增加，预计总进口 155-158 万吨。同比预计增加 30 万吨，增幅 24%。

图表 43: 国内菜籽及菜油进口



来源: wind 新湖期货研究所

图表 44: 国内菜籽及菜油进口



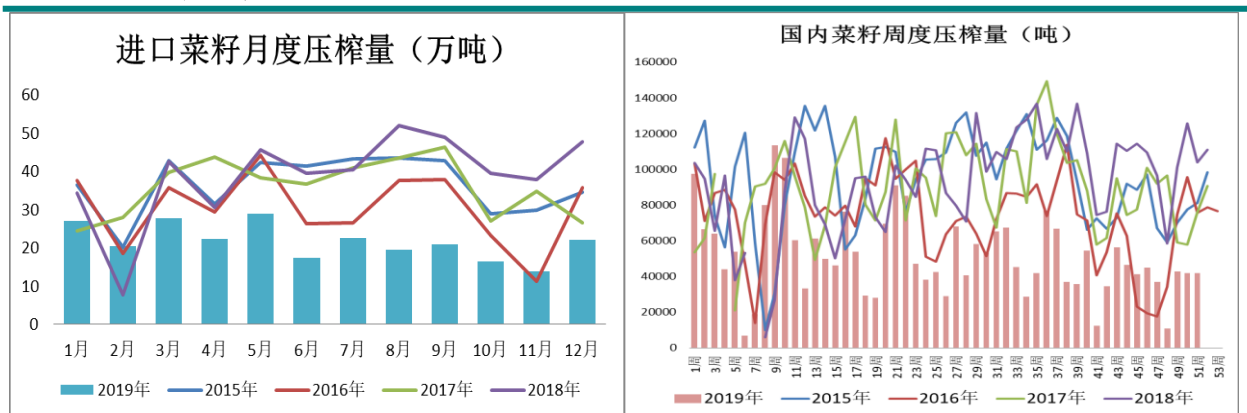
来源: wind 新湖期货研究所

**压榨:** 由于进口菜籽大幅减少, 导致沿海主要压榨厂经常无菜籽可榨。虽然菜籽压榨利润超高, 但菜籽不足导致 2019 年国内压榨菜油产出明显减少。

菜油供给减少, 市场通过价格调整需求。菜油价格高企, 导致 2019 年国内菜豆、菜棕现货价差处于历史高位, 菜油消费因替代消费增加而减少。

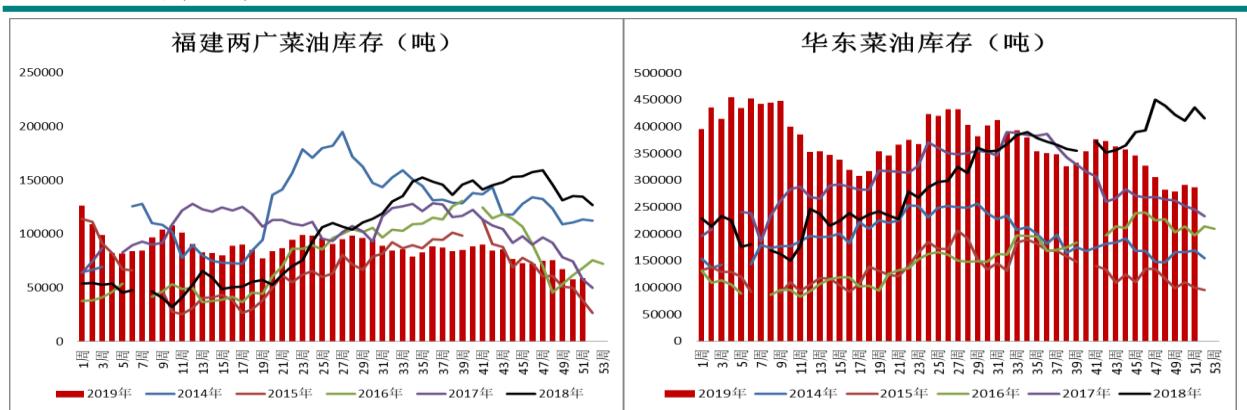
**库存:** 由于油厂压榨菜油及进口毛菜, 几乎可以满足国内刚需。2019 年国内菜油库存并未大幅下滑。上半年库存压力仍存, 下半年因油脂需求季节性增加, 库存逐渐回落。

图表 45: 国内菜油库存及压榨情况



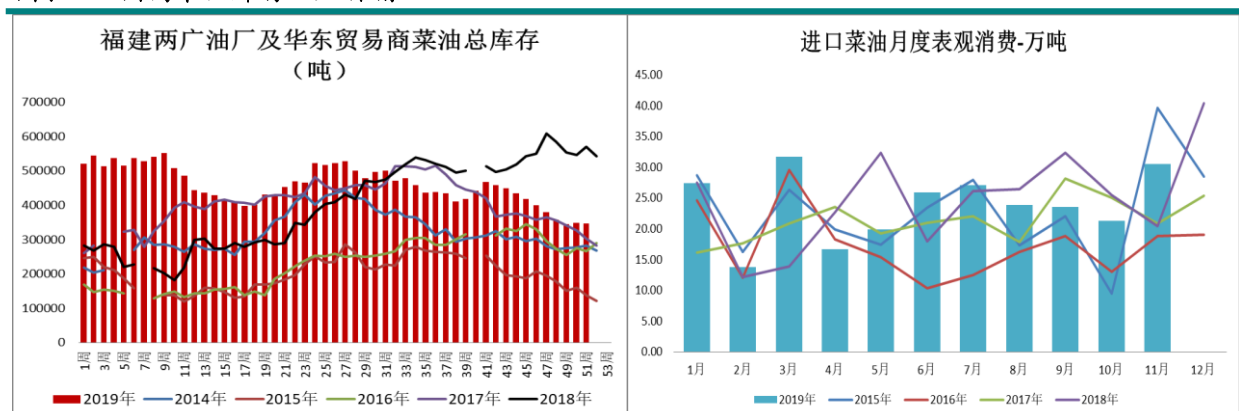
来源: 天下粮仓 新湖期货研究所

图表 46: 国内菜油库存及压榨情况



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图表 47: 国内菜油库存及压榨情况



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

## 五、后市研判

综上所述，2020 年油脂行情的关键词将是：印尼干旱及 B30、中美关系、中加关系。

首先，棕榈油方面。印尼棕榈油供需进入兑现期。若 2、3 季度产量如期减少、B30 推进无碍，国际棕榈油价格将继续高位偏强，有上破 2016 年 12 月前高可能性。一旦印尼减产偏少或 B30 推进有变，国际棕榈油料将高位回落，但根据前文分析这种情况概率较小。

此外，2020 年一季度，马棕产量预计因干旱继续偏低，叠加印度补偿性进口，马来棕榈油库存将下滑至紧张水平。二季度马来棕榈油产量逐渐恢复正常，但三季度可能再度偏低。国内棕榈油价格将继续紧随国际棕榈油走势。

其次，豆油方面。2020 年四季度前，若进口大豆不再进入战略储备，国内进口大豆供给正常，影响豆油供给的主导因素为压榨利润。2020 上半年，预计国内生猪产能难有大幅增长，而禽类和水产对蛋白需求的拉动尚不足以弥补缺口，蛋白需求将维持疲软，进而抑制国内油厂开榨积极性。此外，2020 年豆棕现货价差预计同比回落，菜豆现货价差可能再度回升，均会令豆油替代消费增加。因此，2020 年，国内豆油预计也是低库存年份。四季度国内大豆进口及豆油供给，得看中美贸易争端是否有新的变化。

最后，菜油方面。2020 年中加关系继续主导菜油供给。2019 年四季度，国内菜油库存已经较年初明显回落。若华为事件始终得不到解决，预计 2020 年进口菜籽维持地量、进口菜油同比有所增加，进口菜油库存趋向进一步回落。但若中加关系改善，加籽进口完全放开，则国内菜油价格的风险升水会被挤出。

因此，2020 年国内油脂预计整体继续偏强，若基本面变化如上文预期，油脂价格或将上破 2016 年高点。需谨防预期兑现或兑现不足导致的明显调整。

风险点：中美关系、中加关系、非洲猪瘟疫情、各国政策。