

原油低位棕油增产 油脂延续低位徘徊

分析师：

陈燕杰（油脂油料）

执业资格号：F3024535

投资咨询号：Z0012135

电话：021-22155623

E-mail: chenyanjie@xhqh.net.cn

要点

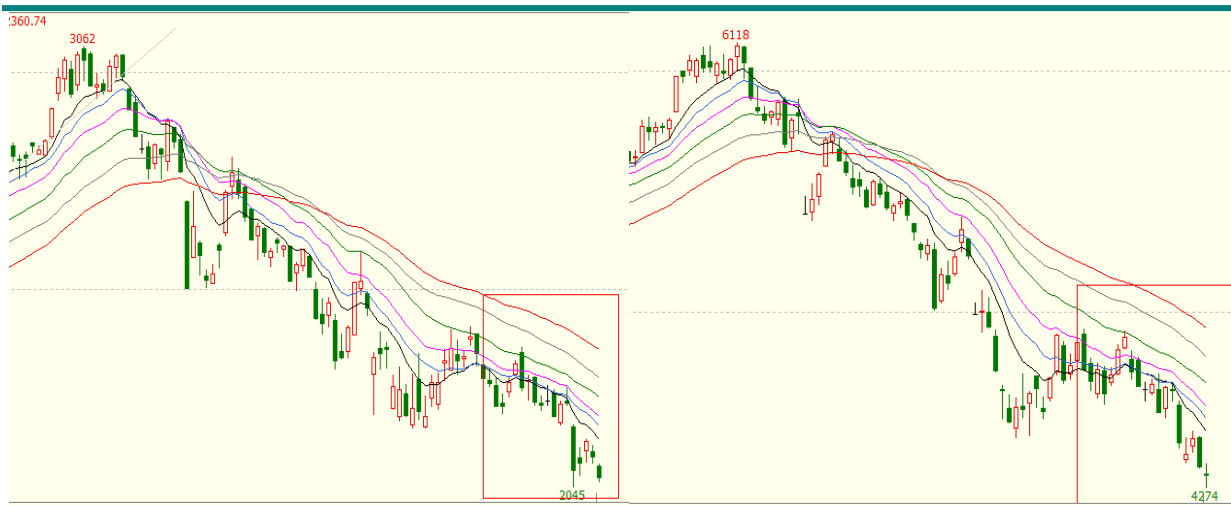
- 若5月原油价格没有明显回升，生柴需求减少预期下的BMD毛棕将继续低位运行。
- 国际棕榈油进入增产季，消费却因疫情及原油减少，国际棕榈油库存中期延续回升。马棕盘面已经跌至前期熊市底部区间及部分种植园成本附近，中期或区间震荡以筑底。
- 5月国内大豆到港将大增，随着压榨量回升，豆油库存预计逐渐止跌回升。豆油收储细节不明了，影响豆油库存回升节奏及空间。
- 国内棕榈油5月库存料将继续下滑。因国内再度采购，5月库存下滑速度较4月可能变慢。
- 进入5月，国内大豆压榨量增加，但棕榈油库存可能回落、菜油库存紧张，国内油脂阶段总供需预计仍紧。因国际油脂油料直接影响国内油脂成本端，较供需对价格的影响更快，5月国内油脂盘面预计底部偏弱运行。
- 中长期，国内油脂盘面走势的关键在于原油价格及疫情发展。
- 操作上，棕榈油反弹抛空为主，豆油观望或轻仓短空，菜棕价差择机做多。

撰写日期：2020年4月30日

一、 4 月回顾：原油再度重挫 油脂低位偏弱

3 月，市场还在担心疫情可能影响巴西大豆外运、棕榈油产地生产。进入 4 月，事实表明疫情对国内大豆到港、国际棕榈油生产影响较弱。由于各国抗击疫情所采取的措施致国际原油库存迅速飙升，4 月下旬国际原油再度暴跌。市场对国际油脂生柴需求进一步减少的担忧令国际油脂价格再度走低。

图 1: BMD 棕榈油及 p2009 指数日线图



来源：文华财经 新湖期货研究所

图 2: Y2009 及 OI2009 日线图



来源：文华财经 新湖期货研究所

4 月，国内大豆压榨量如期继续偏低。但因收储传言、低价吸引等因素，国内豆油需求及成交相比 3 月并未减弱，导致 4 月国内豆油库存延续快速回落；因进口偏少，4 月国内食用棕榈油库存下滑速度也不慢，国内现货基差快速飙升；因油脂整体需求较好，虽然 4 月菜籽压榨量环比增加，沿海菜油库存继续减少。

二、 国际棕榈油：疫情及原油双冲击 供需预期愈宽松

（一）马来棕榈油：增产季叠加需求减少 库存逐渐累积

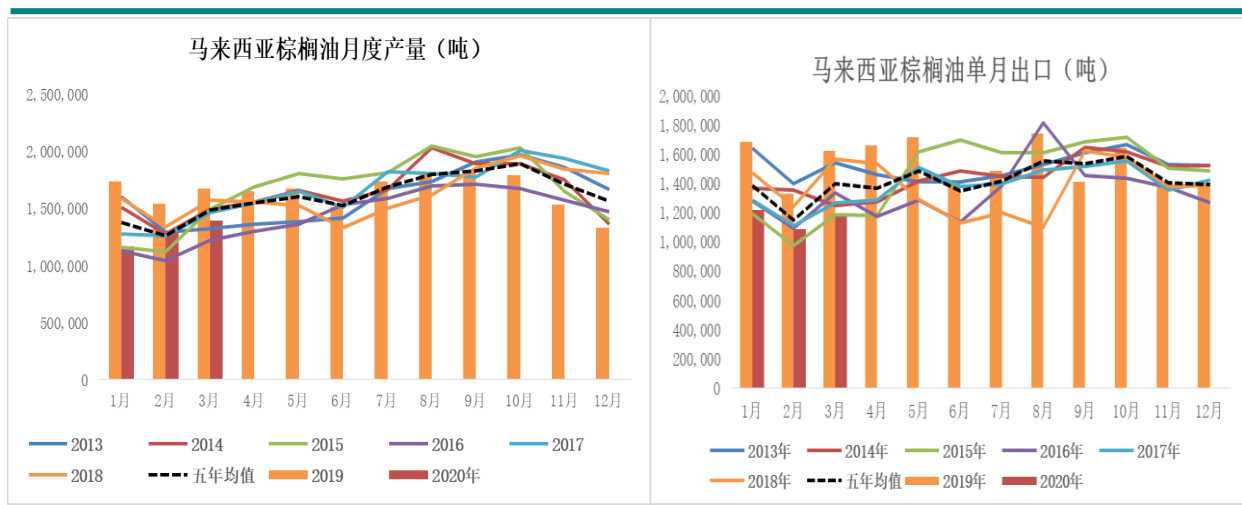
产量：3月开始，马来棕榈油进入增产季。MPOB数据显示，3月马来棕榈油产量139.7万吨，环比增加8.44%。虽然环比增幅偏低，但绝对产量已经回升到历史同期正常区间。

3月底到4月中旬，沙巴州先后有6个地区种植园因有工人确诊新冠而暂停生产。4月14日后，马来西亚全国继续执行“限制令”到4月底，但沙巴州已经允许上述地区没有确诊病例的种植园及压榨厂正常经营。

截止4月29日，马来西亚累积确诊新冠病例5851例。因该国连续10天新增病例维持两位数，疫情蔓延势头逐渐得到遏制。

马来西亚棕榈油协会（MPOA）数据显示，2020年4月1-20日，马来毛棕榈油产量环比增25.9%。其中马来半岛增36.51%，沙巴增2.26%，沙撈越增15.15%。按照MPOA数据，4月马来西亚棕榈油产量将在165万吨以上，将是历史同期4月极高产量。

图3：马来棕榈油月度产量及出口

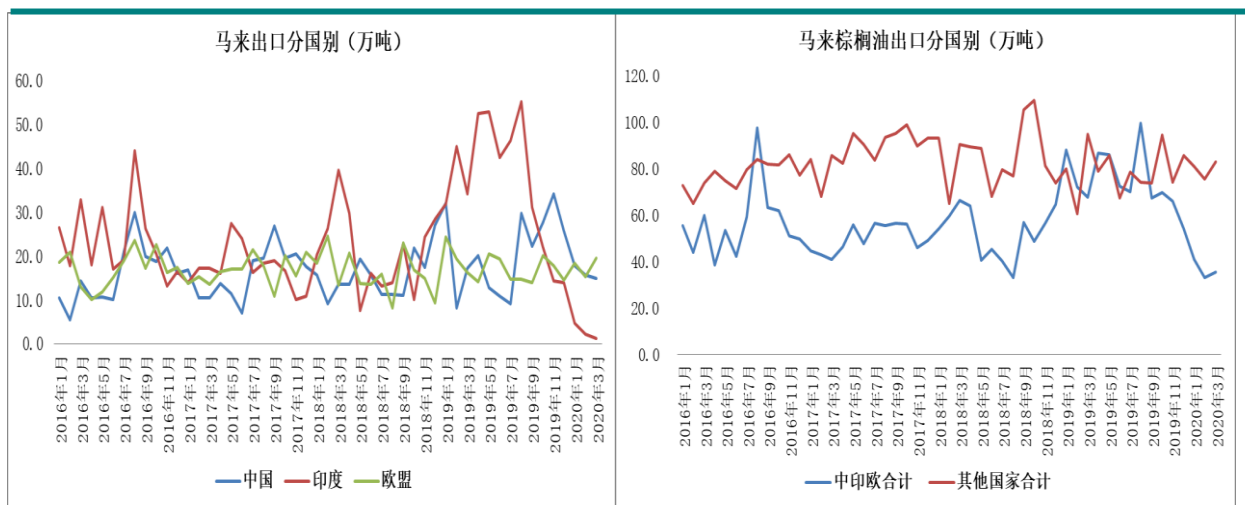


来源：MPOB 新湖期货研究所

出口：3月的马来棕榈油实际出口仍在低水平。由于印度限制马棕进口、全球疫情影响需求，4月马棕出口预计还是难有起色。船运机构数据显示，4月马来棕榈油出口较上月同期增加4%。3月出口基数偏低，即便4月出口环比增加，绝对出口仍是历史同期偏低。预计马棕4月出口120-125万吨。

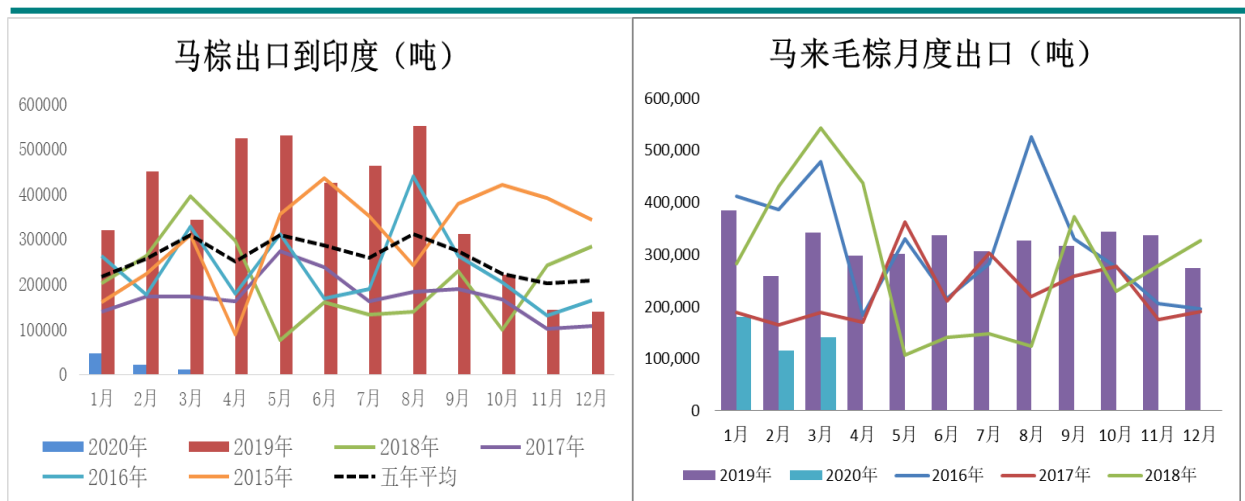
由于印度通过进口许可证限制精炼棕榈油进口，1月至今马棕对印度出口断崖式减少。此外，2020年1月开始，马来毛棕开始征收出口关税也加剧了马来棕榈油出口的回落。

图 4：马来棕榈油出口分国别



来源：MPOB 新湖期货研究所

图 5：马来棕榈油出口

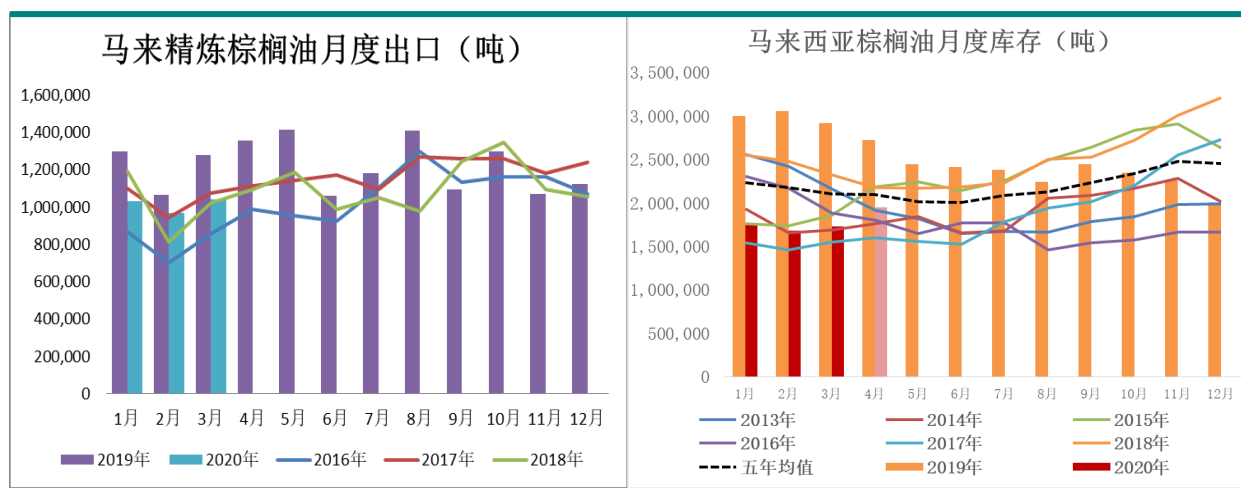


来源：MPOB 新湖期货研究所

库存：3月马来棕榈油实际库存172.86万吨，环比2月增加1.67%。由于马来西亚3月18日实施全国限制令，3月马来国内棕榈油消费减少明显。由于B20授权暂停、全国限制令持续到5月12日，4月马来本土消费量将继续偏低。

由于4月出口绝对值预计偏低、马来本土消费因限制令减少，4月马棕库存预计明显增加至190-200万吨。

图 6：马来棕榈油月度出口及库存



来源：MPOB 新湖期货研究所

（二）印尼棕榈油：生柴利润继续恶化 B30 目标难实现

生产：截至 4 月底，印尼棕榈油月度供需数据仍停留在 2 月。根据 GAPKI 数据，近 3 个月印尼棕榈油库存同比明显居高，因出口偏低等因素。印尼棕榈油产量虽然因去年的干旱预计受损，但因成熟面积增加，印尼棕油产量预计同比继续增加，但同比增幅缩窄。此外，印尼棕油产量受损 2020 年 5 月后可能才开始明显。

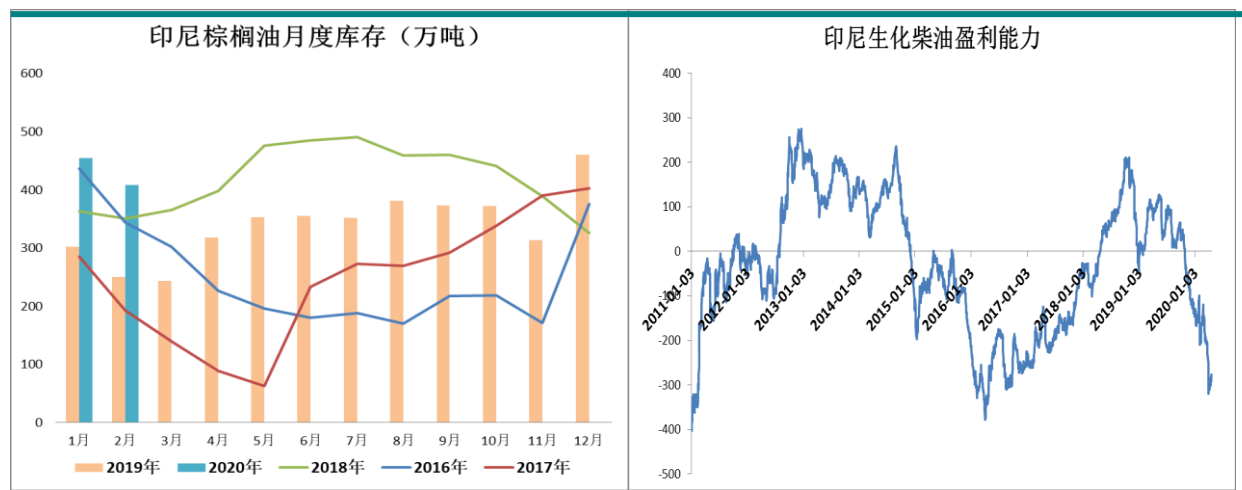
印尼人口约 2.6 亿，由于医疗条件较差，印尼疫情未来走向同样为市场所关注。截止 4 月 29 日，印尼累积确诊病例 9511，但外媒质疑实际确诊数据高于官方公布。印尼每年开斋节都有数千万人返乡。为防控疫情扩散，印尼政府已将今年开斋节公共假期自 5 月底调整至 12 月 28 日至 31 日。印尼交通部从 4 月 24 日开始限制所有外出旅行。目前的疫情防控措施并未对印尼棕榈油生产及物流造成影响。

生柴：2020 年，印尼 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%。如果生柴掺混目标可以实现，2020 年印尼棕榈油新增生产消耗预计增加 200 多万吨。

印尼 B30 计划的实施，依赖于本国种植园基金的价格补贴。但当前超低的国际原油价格令印尼棕榈油的生柴利润大幅恶化。截止 4 月 27 日，POGO 价差已经升至 240 美元/吨，处于近几年同期最高水平。印尼生产企业盈利能力下探至 2016 年的历史前低。

生物柴油与化石柴油价差的大幅扩大，令印尼种植园基金的补贴力度及可支持时间堪忧。目前国际蔓延发展仍在持续、欧美国家复工步伐预计缓慢且小心翼翼，国际原油需求恢复料将缓慢。印尼生物柴油与化石柴油价差若进一步扩大或持续时间较长，B30 目标料将受到影响。马来西亚 3 月已经暂停了本国的 B20 生柴掺混计划。

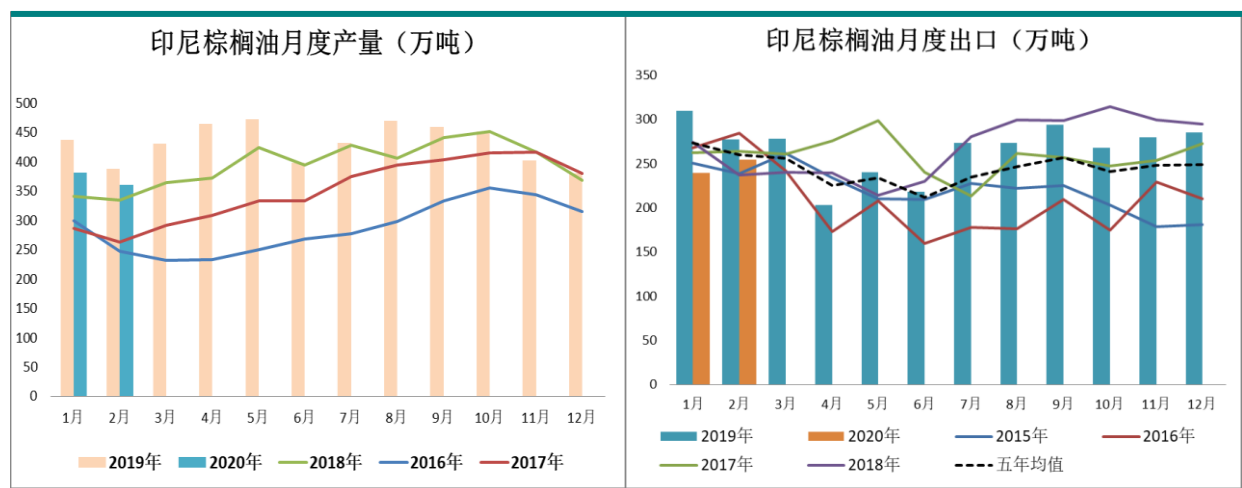
图 7：印尼棕榈油库存及生柴盈利能力



来源：GAPKI Bloomberg 新湖期货研究所

不过，印尼本土公共运输领域柴油存在政府价格补贴。目前国际原油价格超低，若将此部分补贴用于生物柴油，印尼 B30 实施仍可支撑一段时间。

图 8：印尼棕榈油产量及出口



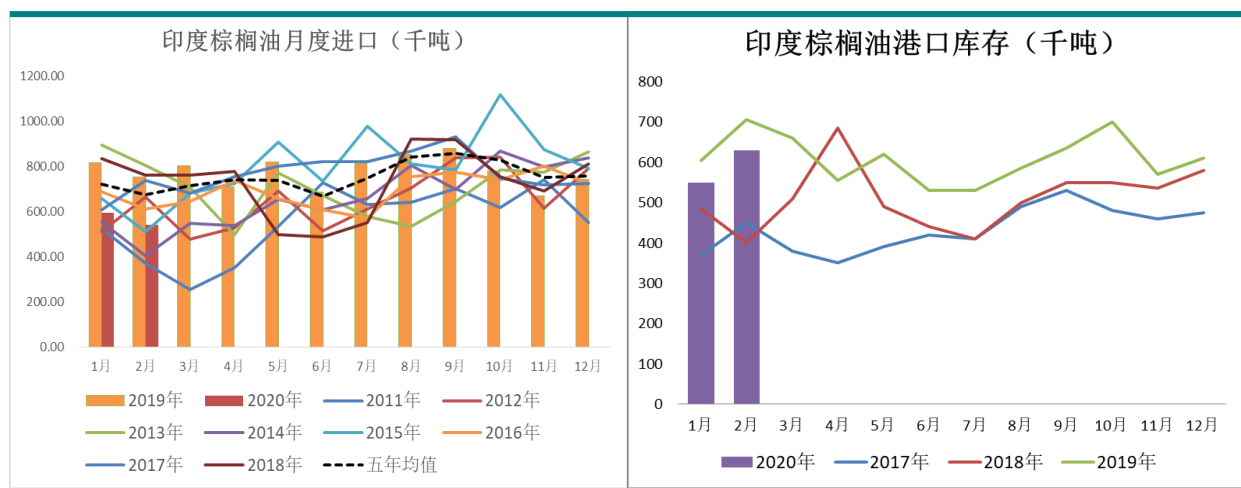
来源：GAPKI 新湖期货研究所

(三) 印度棕榈油：疫情导致全国封锁 棕榈油消费减少

为防控疫情，3 月 25 日起，印度全国封锁。除了必要的服务与设施外，印度所有办公室、公司、工厂全部关闭。但石油产品、食品和医疗用品在内的基本物资可以国内运输。目前封锁结束日期定在 5 月 3 日。此后，疫情高发地区可能会继续封锁。

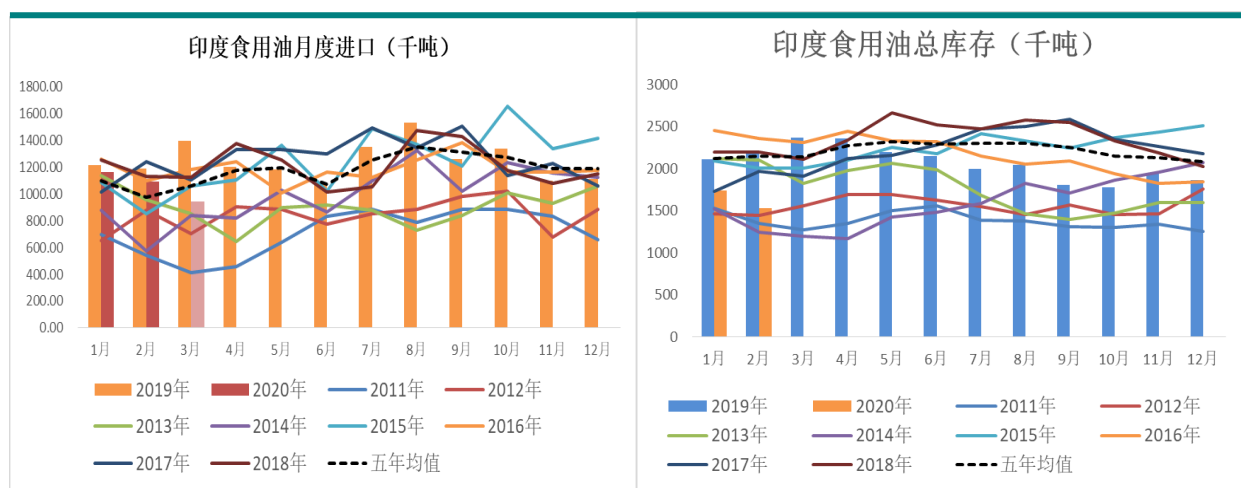
由于疫情影响，印度萃取与精炼协会（SEA）无法获得所有的采集数据，3 月印度植物油库存数据暂未公布。SEA 报告显示，3 月印度植物油进口 94.1 万吨，同比去年的 139 万吨大幅减少 30%，环比 2 月减少 14%。但此结论主要基于可获得的样本数据，无法真实反映印度植物油 3 月进口。

图 9：印度棕榈油进口量及港口库存



来源：SEA 新湖期货研究所

图 10：印度食用植物油进口及库存



来源：SEA 新湖期货研究所

2020 年穆斯林斋月节为 5 月 24 日。3-4 月，本是印度穆斯林斋月备货关键期。由于印度封锁全国，影响斋月备货。

全国封锁也料将减少印度本土的植物油消费量。印度每个月植物油消费量约 190 万吨，餐厅用油主要为棕榈油，棕榈油的进口占印度植物油进口的 2/3。印度本土贸易商认为，印度封锁将令其月植物油消费减少 1/4 即 47.5 万吨，对应棕榈油约 32 万吨。疫情对印度棕榈油消费的最终影响，取决于封锁时长。《油世界》预估本年度印度棕榈油消费较去年可减少 80 万吨。

由于疫情，4 月的印度棕榈油供需两弱。每年斋月节（5-7 月）前的 1-3 个月，印度棕榈油常有单月 15-30 万吨的进口增量。印度目前一个月零 10 天的封锁，或令印度棕榈油的斋月新增预期需求消减。

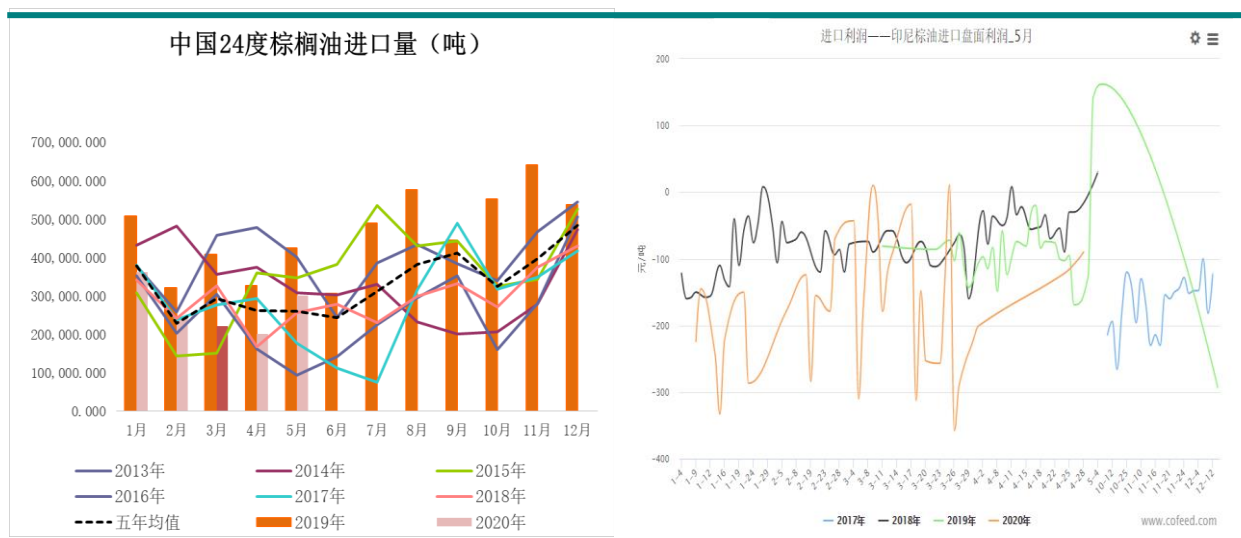
三、国内棕榈油：进口相对需求偏低 5 月库存或仍下滑

进口：4 月，可能产地担心能否顺利交货、也可能市场变量较多难定报价，进口 24 度棕榈油 5 月 CNF 报价一度终止，7-9 月报价也不连续，需要主动询价。

4 月，国内 24 度棕油 6 月船期套盘进口利润始终较差，多数时间在-200 到-400 元/吨，国内几乎没有买船。4 月 21 当周，原油暴跌带动国际棕榈油价格进一步下调，进口套盘利润倒挂程度缩窄。5 月、9-11 月套盘进口利润一度缩窄至-100 元/吨到 0 之间，加上国内棕榈油现货基差飙升，国内买船较为集中。

根据海关数据，3 月国内 24 度棕榈油进口 22 万吨，相比去年的 40.8 万吨减少 46%。对于 4 月进口，天下粮仓预估进口 24 度 20 万吨。5 月进口此前预估 20 万吨，但因进口利润月底改善且仍有买船机会，预计 5 月进口能到 30 万吨以上。后期关注 6 月买船。

图 11：国内食用棕榈油进口及 5 月 CNF 套盘进口利润

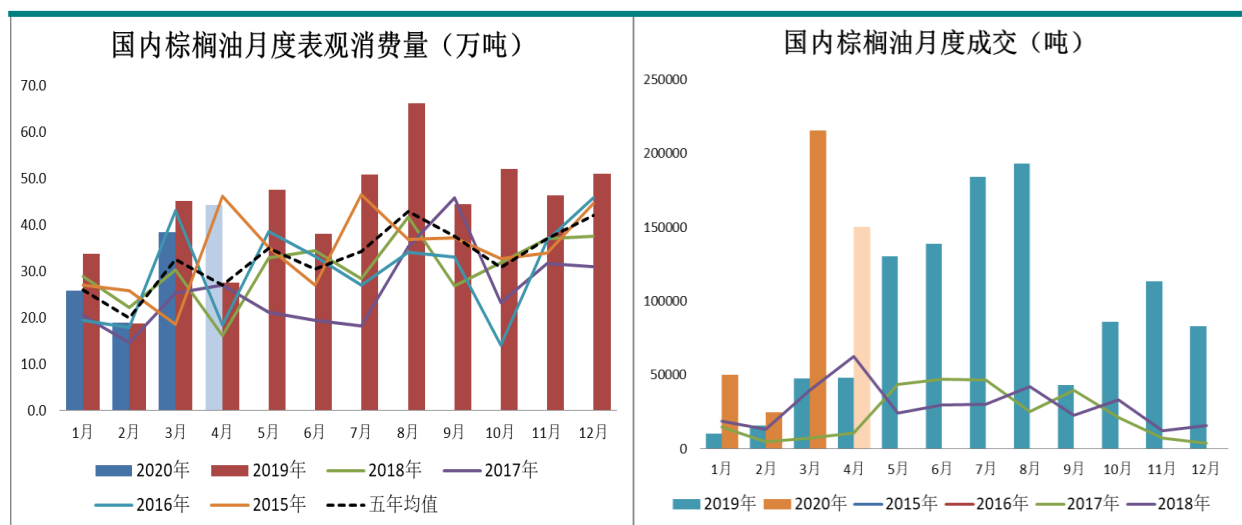


来源：wind 天下粮仓 新湖期货研究所

消费及成交：进入 4 月，由于库存快速下滑及进口套盘利润始终较差，国内棕榈油现货基差再度飙升，逼近 2016/2017 年上次厄尔尼诺的国内现货基差。伴随基差高位偏强，3-4 月国内棕榈油成交量暴增。Cofeed 统计，截至 4 月 29 日，国内沿海棕榈油总成交 137610 吨，较上月同期 190160 吨降 28%，但较去年同期 46300 吨增 197%。由于气温回升及豆棕现货价差区间的抬升，4 月棕榈油表现消费量同比也明显增加。

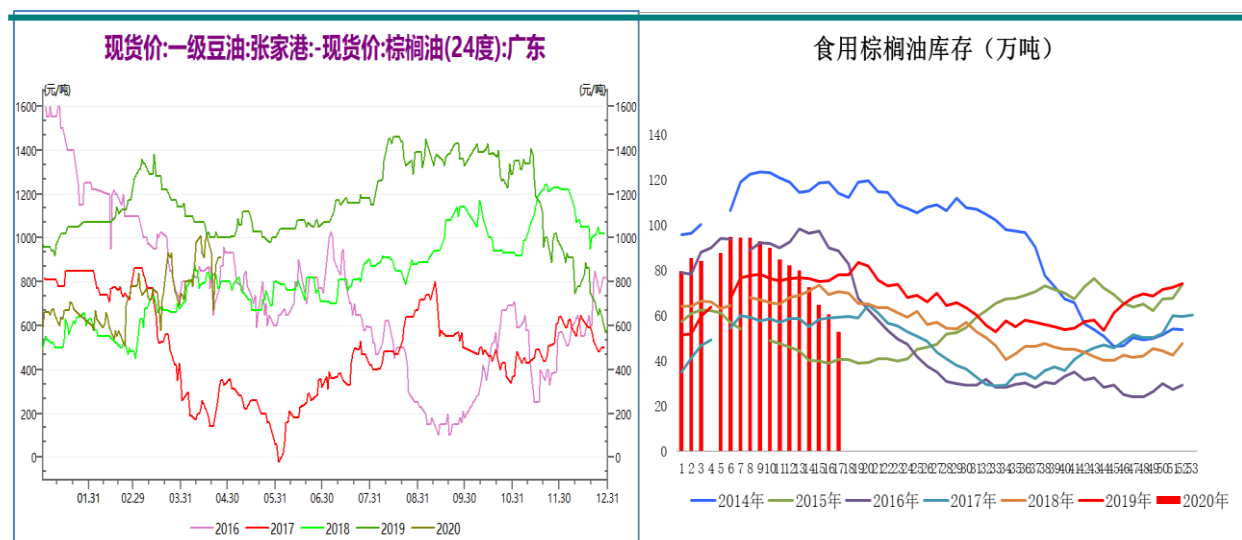
进入 5 月，豆油收储政策细节暂未公布，豆棕现货价格价差暂难回落，除非收储取消。参考豆棕现货价差区间相似的 2016、2018 年，预计 5 月国内 24 度棕油表观消费量 33-40 万吨。

图 12：国内食用棕榈油月度表观消费量及成交量



来源：wind 天下粮仓 新湖期货研究所

图 13：国内食用棕榈油现货价差及库存



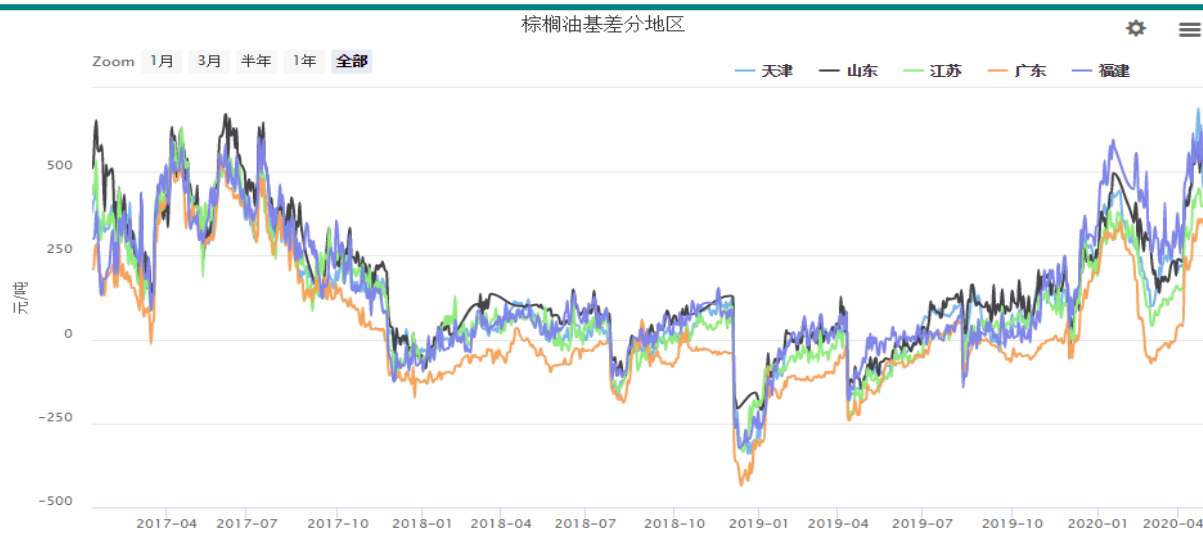
来源：wind 天下粮仓 新湖期货研究所

库存：4月，国内食用棕油库存快速下滑。从月初的近80万吨下滑至月底的52万吨。截止4月27日，国内港口食用棕榈油库存52.55万吨，较上月同期减少33%，相比去年同期的78万吨也减少33%。

预计5月国内棕油表观消费量33-40万吨，对比目前5月30万吨的预估进口量，5月库存预计继续下滑，但下滑速度预计较3月有所减缓。

如果5月豆油收储确定，后续公布的收储数量及时间合理，国内24度棕榈油库存可能下滑至50-40万吨区间，但实际还需看5月船期的最终买船量。

图 14：国内食用棕榈油各地现货基差



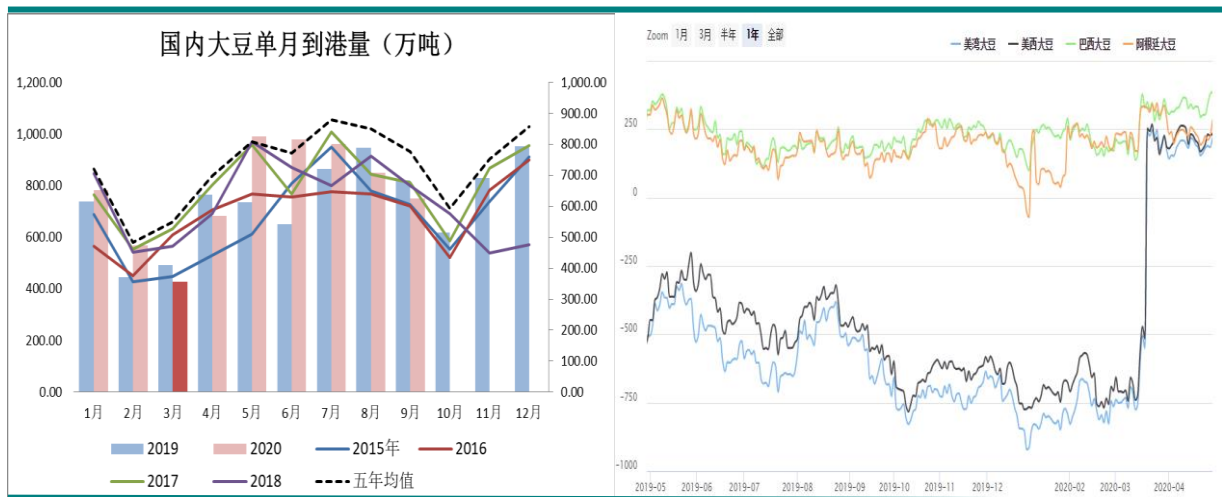
来源：wind 新湖期货研究所

四、豆油：大豆压榨明显增加 豆油库存或止跌回升

大豆进口：4-8 月，为南美大豆到港季节性高峰期。由于前期盘面进口利润丰厚，若巴西大豆运输及发运未受疫情明显影响，未来几个月巨量大豆将陆续到港。

据天下粮仓最新调查统计，2020 年 4 月国内各港口进口大豆到港 682 万吨，预估 5 月到港量 990 万吨，6 月预估 980 万吨，7 月预估 960 万吨，8 月预估 850 万吨，9 月预估 750 万吨。下图可知，5-7 月预估大豆到港量相比历年同期明显偏高。

图 15：国内大豆库存及进口量及近月盘面榨利

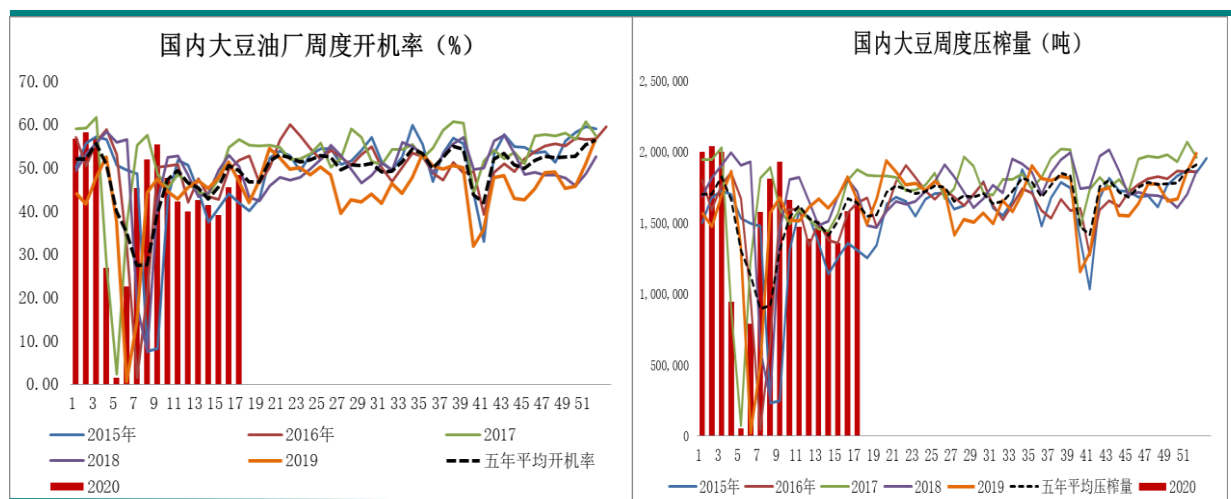


来源：wind 新湖期货研究所

压榨：虽然4月大豆预估进口环比3月明显增加，但因到货集中在4月下旬，4月前半月国内大豆周度压榨量继续处于历史同期低位。4月下半月，随着进口大豆增加及国储大豆进厂，周度大豆压榨量逐渐回升。

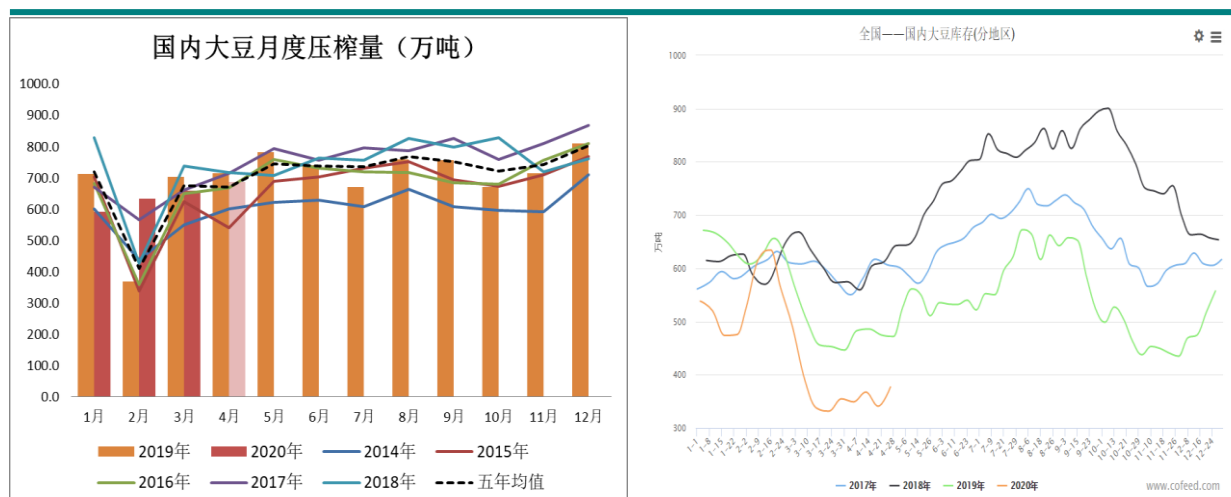
2-3月国内豆粕现货基差大幅回升（尤其是北方豆粕基差），豆油基差3月也明显回升，油厂实际榨利非常好。进入5月，国内大豆到港量将大幅增加，压榨量环比预计明显增加，国内大豆库存预计也将逐渐回升。

图 16：国内大豆周度压榨量及开机率



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图 17：国内大豆月度压榨量及大豆库存

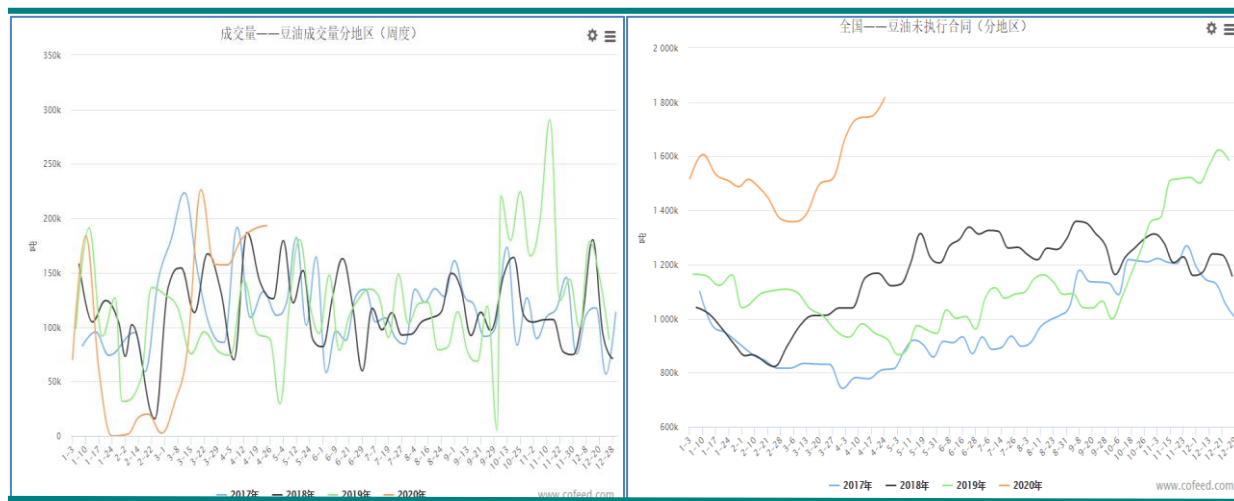


来源：天下粮仓 新湖期货研究所

成交与消费：4月国内豆油成交量仍不错，盘面走低基差走高，油厂积极销售远月合同，豆油未执行合同量继续攀升。

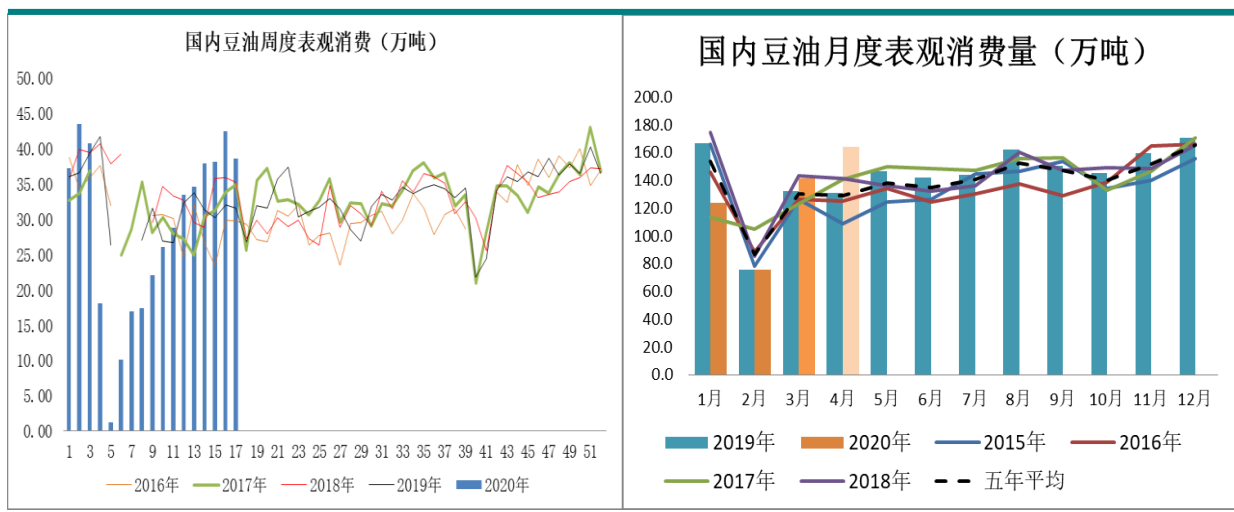
消费进一步复苏、价格低位、收储传言等因素作用下，4月国内豆油表观消费量超好。但实际餐饮行业油脂需求仅增加近半。虽然小包装油消费在增加，但不及中包装消费占比大。由于4月终端买货较多，5月国内豆油购买速度可能环比减缓。

图 18：国内豆油周度成交量及未执行合同



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图 19：国内豆油周度及月度表观消费量



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

库存：大豆压榨量偏低，需求很好，4月国内豆油库存延续快速下滑，从月初的115万吨下滑至月底的83万吨。沿海豆油库存已经由压力转变为趋紧，豆油基差再度回升。

4月，市场传言豆油将会收储。据了解，豆油收储确有其事，但收储数量、收储时间等细节一直没有官方消息。由于商业进口豆油多数时间为负利润，国内豆油进口以国储进口为主，每年轮换。近三年，国内豆油年进口50-80万吨，意味着国储豆油年储备量大约也70-80万吨。

200 万吨豆油对应近 1000 万吨的大豆压榨量，传言收储数量不现实。除非将国储已有豆油储备计算在内（80-100 万吨）、考虑疫情背景下国内餐饮油脂需求难以完全恢复，新增 100 多万吨的豆油收储年底前逐步实现，对国内豆油库存供给较小。此外，据了解，目前主要油厂豆油库存 90 万吨，罐容使用率 30% 不到。若使用油厂库容，新增收储的库容空间应该可以满足。

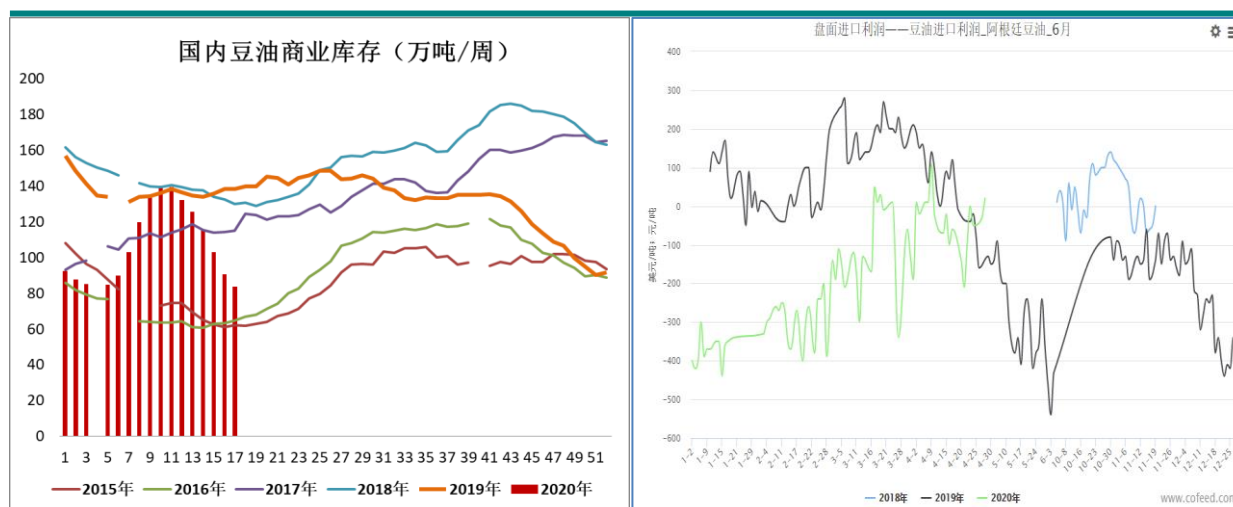
进入 5 月，随着压榨量的增加，国内豆油库存预计逐渐止跌并季节性回升。但豆油收储数量及收储节奏将影响未来国内豆油库存的增速及增量，也对豆油价格有较大影响。

图 20：国内豆油现价及基差走势



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图 21：国内豆油周度库存及豆油盘面进口利润



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

豆棕价差：4 月，国内豆油库存继续下滑。与此同时，4 月马棕产量预估环比大增、国际原油再度重挫，国内豆棕价差再度走高。豆油收储传言也加剧了豆棕价差的回升。

截至4月底，豆棕2009合约价差飙升至1000附近。国内5月大豆压榨量即将回升、豆油收储细节暂无没有明确信息，豆棕2009价差继续走高缺乏动力。

目前原油价格已经很低、BMD毛棕下探历史底部区间。虽然增产季已至，但棕油盘面继续下跌空间比较有限。若5月豆油收储仍无进展，随着国内豆油库存回升，豆棕盘面及现货价差高位继续回落。

图 22：国内豆棕现货及盘面价差（2009）



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

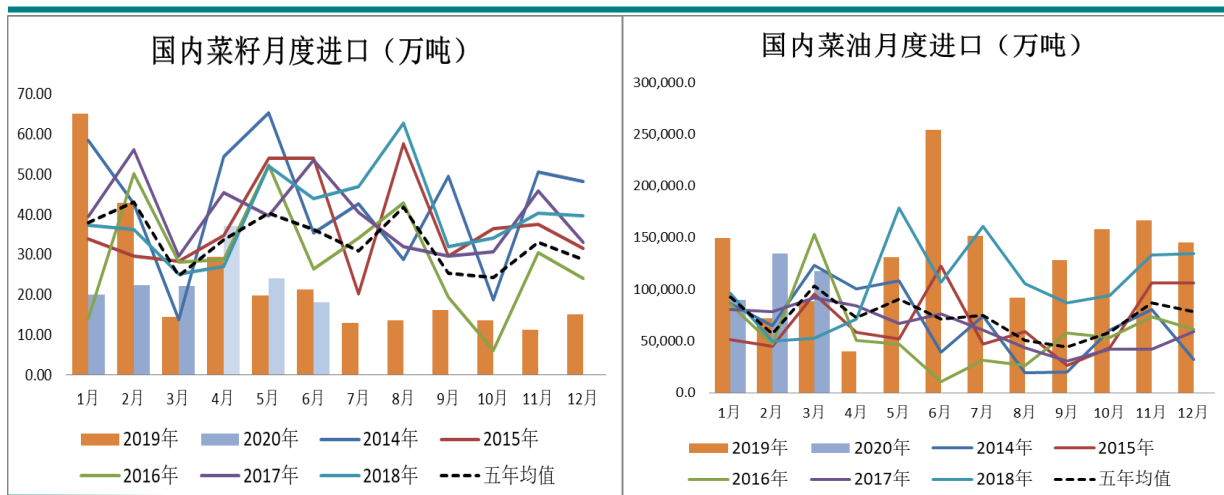
五、菜油：需求增加 库存大幅下滑

中加签署的菜籽相关备忘录2020年3月31日到期。到期后，不允许杂质含量超过1%的加拿大油菜籽输华。据了解，加拿大能立刻出口1%菜籽的有P&H和Cargill。装船能力Cargill最多每月1船，P&H每月3-4船。即新的进口杂质标准实施后，每月实际最多进口加菜籽4-5船，约24-30万吨。对比去年国内菜籽单月进口量，新的杂质规定对国内菜籽进口冲击有限。

4月28日，孟晚舟引渡案听证会以电话会议形式召开，但没有实质进展，关注6月15日听证会。由于华为高管事件无进展，国内菜籽及菜油进口局面暂不会有明显变化。

目前国内油厂有菜籽进厂就榨，无菜籽到船就停机或转榨大豆。由于4月菜籽进口环比增加，4月国内菜籽压榨量也同步回升，但仍处于历史同期偏低水平。

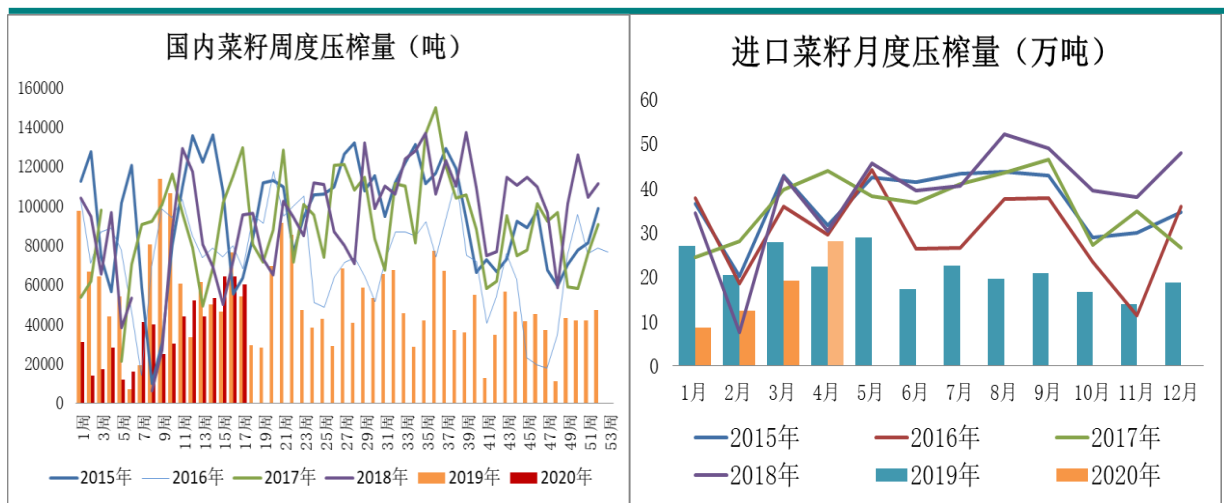
图 23：国内菜籽及菜油进口



来源：wind 新湖期货研究所

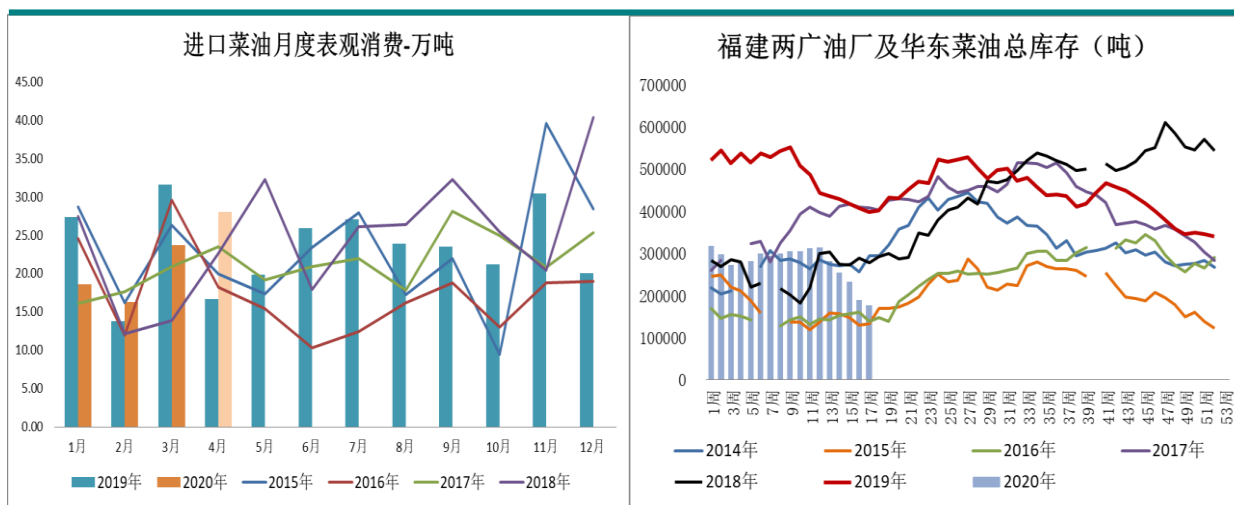
4月菜籽压榨量环比增加，但需求同样回升，国内菜油沿海库存持续下滑。截至4月24日，国内沿海菜油总库存仅17.58万吨，相比去年同期的39.89万吨减少55.7%。库存水平处于近些年低位，相比月20-25万吨的表观消费量库存偏紧。

图 24：国内菜籽压榨量



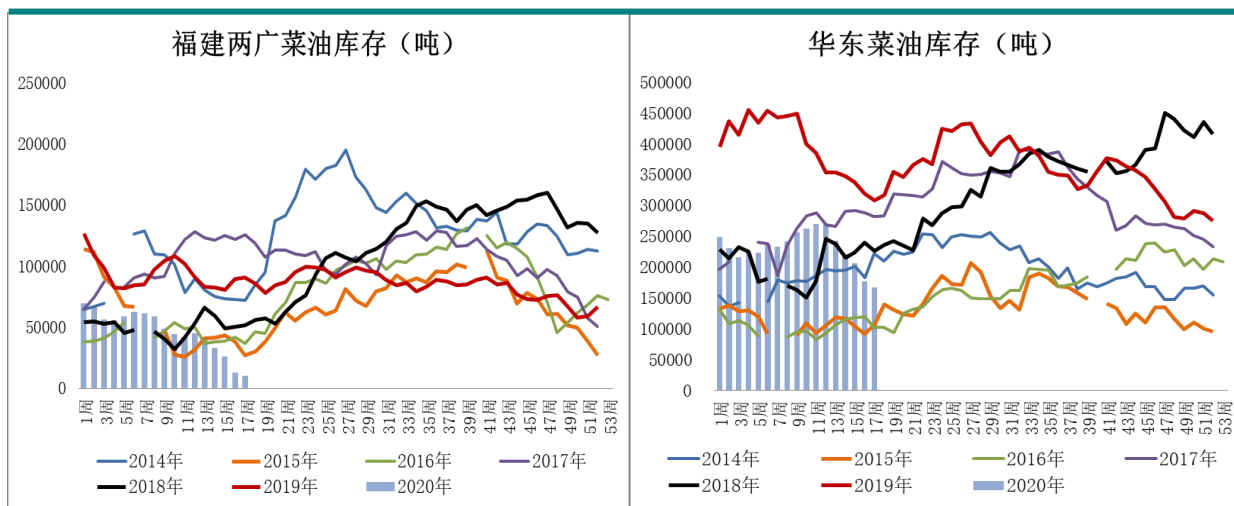
来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图 25：国内菜油表观消费量及库存



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

图 26：国内菜油库存



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

菜豆价差：3月，国内豆油因供需均利多走势偏强，菜豆 2009 合约价差回落，4 月宽幅震荡，4 月底有所抬头。

目前国内菜油库存同比大减、豆油库存紧张局面 5 月预计逐渐缓解，菜豆 2009 价差趋向回升。但豆油收储细节不明，将影响后期国内豆油库存回升进度。菜豆价差回升预计缓慢且伴随政策不确定性。

图 27：国内菜豆 9 月价差走势极其季节性



来源：Bloomberg 新湖期货研究所

菜棕价差：进入 4 月，由于原油暴跌，马棕盘面大跌，国内菜棕价差回升。国内菜油库存同比大幅减少、菜籽进口继续受限、国际棕油中期供需偏空，菜棕 2009 合约价差中期预计继续偏高水平运行。若国际棕油库存增加较快，菜棕 9 月价差有继续走高可能。

图 28：国内菜棕 9 月价差走势极其季节性



来源：Bloomberg 新湖期货研究所

六、 后市研判

4 月新冠肺炎疫情继续全球蔓延，美国成为重灾区。由于经济活动限制、居家隔离等防疫措施，疫情对全球油脂需求减少的影响持续存在。但在出口国努力下，疫情对大豆、棕榈油的出口影响暂时减弱。

国际疫情有效遏制时间尚早，持续1个多月的隔离后，欧美有国家开始复工，但大多谨慎对待复工，疫情对国际原油需求减少的影响预计持续。全球石油巨头们达成的减产协议5月1日起生效，每日减产约970万桶。但减产能否支撑国际原油价格回升存疑，因需求大减，原油所有库存将告罄。若5月原油价格没有明显回升，生柴需求减少预期下的BMD毛棕将继续低位运行。

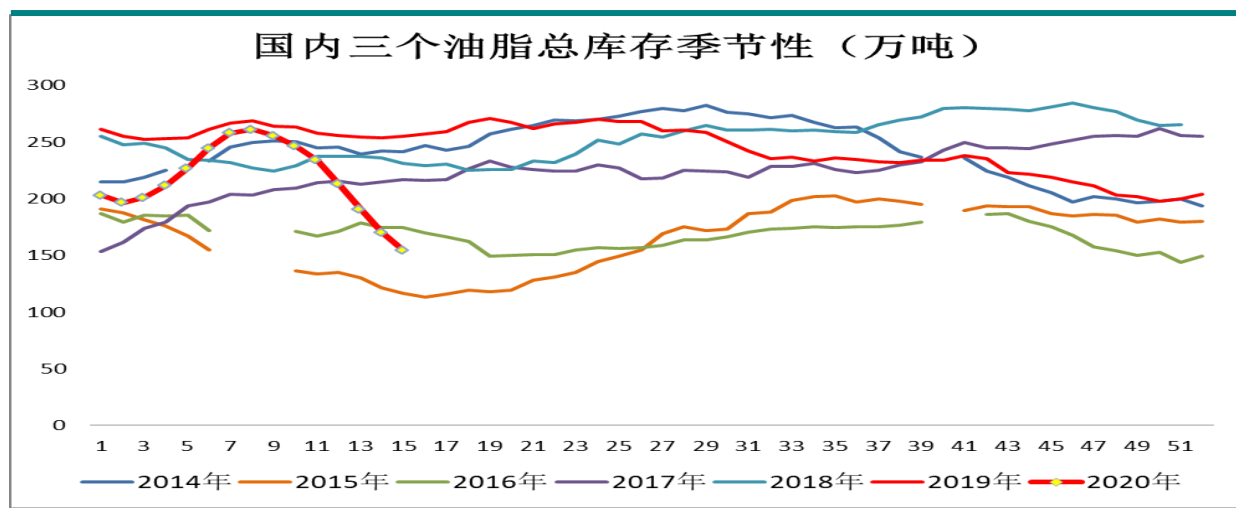
此外，国际棕榈油进入增产季，4月马棕产量增幅预计较大。产量增加，消费却因疫情及原油减少，国际棕榈油库存中期延续回升。目前马棕盘面已经跌至前期熊市底部区间及部分种植园成本附近，中期或区间震荡以筑底。

5月国内大豆到港将大增，随着压榨量回升，豆油库存预计逐渐止跌回升。但豆油收储细节不明了，影响豆油库存回升节奏及空间；国内棕榈油5月库存料将继续下滑，因国内再度采购，5月库存下滑速度较4月可能变慢。

综上，因疫情持续及原油暴跌，4月油脂基本面仍是内强外弱。进入5月，国内大豆压榨量增加，但棕榈油库存可能回落、菜油库存紧张，国内油脂阶段总供需预计仍紧。因国际油脂油料直接影响国内油脂成本端，较供需对价格的影响更快，5月国内油脂盘面预计底部偏弱运行。中长期，国内油脂盘面走势的关键在于原油价格及疫情发展。

操作上，棕榈油反弹抛空为主，豆油观望或轻仓短空，菜棕价差择机做多。

图 29：国内三个油脂总库存季节性



来源：天下粮仓 新湖期货研究所

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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。