

农产品组

电话：0571-85165192

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

相关报告

12 月油脂油料市场展望——脂低库存包装油备货旺季临近，粕需求持续好转

11 月油脂油料市场展望——油脂油料易涨难跌

10 月四季度油脂油料市场展望——油脂油料基本面依然强劲

9 月油脂油料时差展望——基本上油脂强于粕类

8 月油脂油料市场展望——成本与需求支撑，油脂油料或将震荡偏强

7 月油脂油料市场展望——油脂油料多空交织，关注美豆天气及中美关系

6 月油脂油料市场展望——油脂油料或将宽幅震荡但谨防外部因素冲击

5 月油脂油料市场展望——巨量大豆陆续到港 油脂油料或不乐观

油脂油料 4 月月报——海外疫情爆发 关注南美大豆港口运输

油脂油料 3 月月报——油粕基本面

2021 年油脂油料市场展望—— 粕牛市值得期待，油脂强势或延续

观点摘要：

国外市场：

美国大豆期末库存或降至近七年历史低位，后期 USDA 仍有可能进一步下调库存，全球大豆供需处于紧平衡状态。若由于天气问题导致南美产量减产，市场供应紧张程度将进一步加剧。全球宽松的货币环境下，通胀预期也是需要考虑的一个重要因素。

油脂：

2020/21 年度全球大豆供需紧平衡、库存维持低位，全球油脂整体供应略偏紧。马棕油产量受化肥用量偏少、劳工短缺以及疫情影响，上半年库存或维持低位，下半年可能缓慢累库。2021 年油脂走势主要取决于拉尼娜天气、油脂库存以及产地棕油产量，存在诸多不确定性。预计一季度在南美天气及马棕油减产推动下油脂价格易涨难跌。二三季度在南美大豆供应及美豆种植生长预期、马来增产是否延迟背景下，若天气不出现问题，豆油去库行为或发生改变，油脂或阶段性回调，否则受到支撑，四季度旺季消费提振下，油脂大概率宽幅震荡。

粕类：

拉尼娜造成阿根廷大豆减产的可能性较大，一旦产生实质性的影响，将提振大豆价格。国内粕类价格跟随 CBOT 大豆价格为主，生猪存栏预计 2021 年上半年将恢复非洲猪瘟前的水平，随着国内生猪养殖不断恢复，提振蛋白粕需求，禽类去产能后存栏或趋于稳定，预计豆粕消费总体将维持乐观预期。叠加 2021 年可能的经济复苏及经济刺激政策，还有中国的庞大的玉米缺口，再加上通胀预期，大趋势上预计蛋白粕震荡上涨。

风险点：

1、大豆产区天气。2、产地棕榈油产销。3、豆粕需求不及预期。

一、行情回顾

油脂：年初受新冠肺炎疫情影响，加上油脂需求淡季，油脂随着大宗商品恐慌性下跌走出快速下跌的行情，之后油脂油料均呈现震荡走势，后期随着国内疫情得到了较好的控制，油脂的需求逐渐好起来，再加上豆油的去库存，而棕油菜油库存处于低位，油脂迎来震荡上涨的格局。下半年，后期随着美豆遭遇干旱，中国积极采购美豆，美豆库存不断被调降，美豆大幅上涨。同时在全球通胀预期上升背景下，国内三大油脂一直处于低位，随着消费的快速上升，国内大量资金进入国内油脂期货市场，3-4 季度油脂价格呈现震荡攀升格局。

豆粕：2020 年生猪养殖恢复乐观，豆粕需求增长稳健，豆粕价格重心呈现逐步抬升的趋势。年初中美签署一阶段贸易协议，就在市场情绪乐观之际新冠肺炎疫情席卷全球，国际金融市场出现大幅波动，连粕跟随 CBOT 大豆一路下跌，随着国内对疫情管控力度的加强，疫情对豆粕需求的影响不大，而巴西因为疫情可能影响国内大豆供应，连粕强势反弹后大幅调整。后期随着美豆遭遇干旱，单产遭到下调，同时中国积极采购美豆，令美豆库存不断被调降，CBOT 大豆开启了上涨之路，再加上拉尼娜天气，2020/21 年度南美大豆产量前景的担忧愈发强烈，同时国内生猪恢复好于预期，需求乐观，豆粕震荡攀升至年底。

图 1：国内油脂期货走势

单位：元/吨

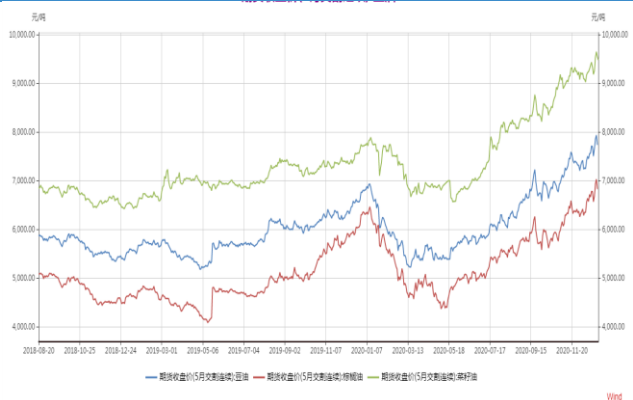
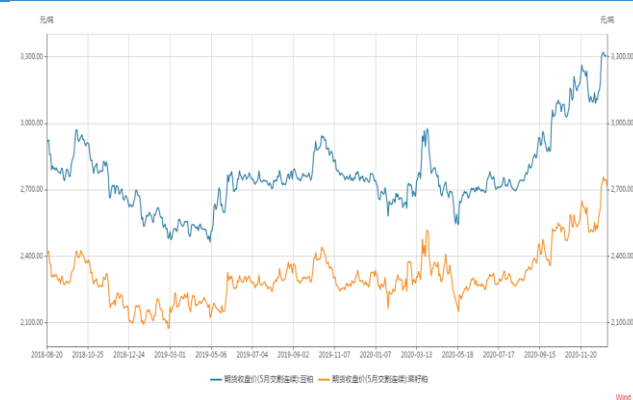


图 2：国内粕类期货走势

单位：元/吨



数据来源：Wind 新世纪期货

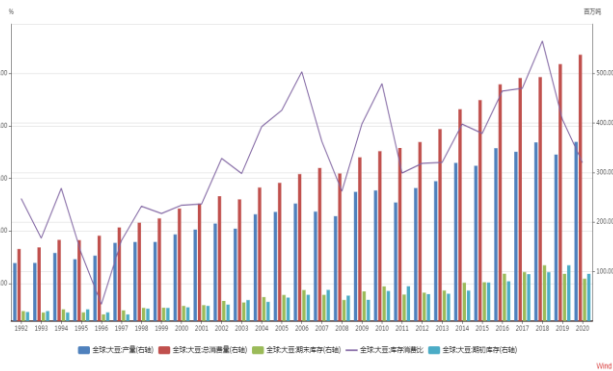
数据来源：Wind 新世纪期货

二、全球大豆供需格局继续收紧，供给减少，库消比持续下滑

USDA12 月报告显示，2020/21 年全球大豆产量预计达 3.6205 亿吨，较上年度增加 7.6%，但期末库存预估值较上年度下降 982 万吨至 8564 万吨，降幅达 10.20%，处于近 7 年来的库存最低位。库存下降的主要原因是 2019/2020 年北半球夏季的干旱导致全球产量缩减，加之各国的压榨和出口需求大幅增加。在总产量增加的前提下，压榨量和消费量的明显提升是库存消费比主要动力。在 2019/20 年度库存消费比下调至 20% 以下之后持续下滑，最新数据显示，2020/21 年度库存消费比预估值为 15.01%，为近几个月预估最低值。在大豆或将受到气候影响而减产预期背景下，而大豆消费并未因新冠疫情的大范围蔓延而受到不利影响，因此，全

球大豆库存消费比或进入下行周期，意全球大豆的供需格局继续收紧，价格料进入上行周期。

图 3： 全球大豆供需平衡表 单位：百万吨



数据来源：USDA 新世纪期货

图 4： 全球大豆供需平衡表 单位：百万吨

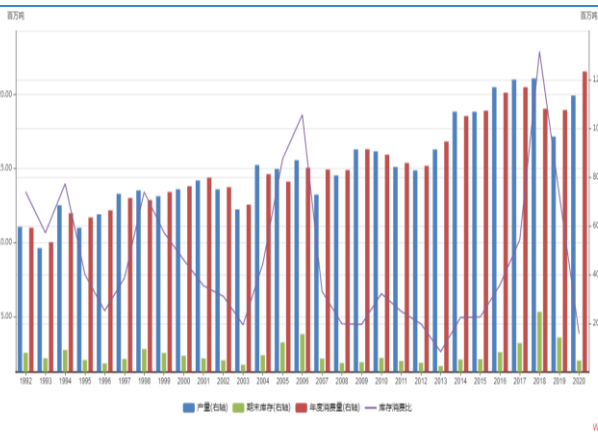
Attribute	收割面积	期初库存	产量	进口量	总供给	出口量	压榨量	国内消费量	期末库存
2003/2004	88.58	42.57	186.76	54.04	283.36	56.05	163.52	188.9	38.41
2004/2005	93.35	38.41	215.86	63.56	317.84	64.75	175.24	204.4	48.68
2005/2006	93.03	48.56	220.79	64.1	333.45	63.64	186.35	215.94	53.87
2006/2007	94.92	53.87	235.7	69.05	358.62	70.91	195.55	224.68	63.03
2007/2008	91.1	64.82	219.23	78.62	362.67	78.7	202.58	229.61	54.36
2008/2009	96.57	54.36	212.23	77.87	344.46	76.71	194.82	222.41	45.34
2009/2010	102.75	45.34	260.97	87.51	393.82	92.06	210.48	239.16	62.6
2010/2011	103.63	62.6	264.73	89.75	417.08	91.58	222.19	252.51	72.99
2011/2012	103.15	72.99	240.83	94.66	408.48	91.77	229.19	259.26	57.45
2012/2013	110.29	57.45	268.96	97.2	423.61	100.38	231.87	265.15	58.07
2013/2014	112.91	58.07	282.7	113.31	454.07	112.78	242.96	277.89	63.41
2014/2015	118.74	63.41	320.49	124.3	508.2	126.43	264.7	303.63	78.14
2015/2016	120.45	78.14	315.46	133.76	527.35	132.7	275.31	316.27	78.39
2016/2017	119.56	78.39	349.77	144.6	572.76	147.83	287.6	331.07	94.06
2017/18	124.27	94.06	342.93	153.3	590.29	153.14	294.67	338.32	98.83
2018/19	124.96	98.83	361.04	145.83	605.7	148.82	298.42	344.15	112.72
2019/20	122.44	112.72	336.47	165.45	614.64	164.57	309.27	354.61	95.46
2020/21	126.88	95.46	362.05	166.33	623.84	168.48	321.64	369.72	85.64

数据来源：USDA 新世纪期货

1、美豆库存下滑，出口强劲，库存消费比下降

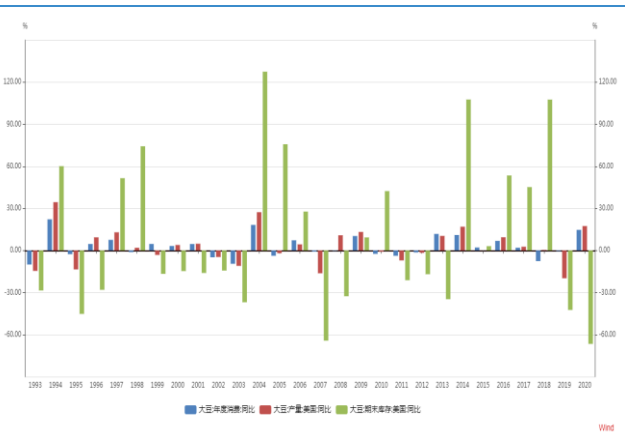
美豆平衡表偏紧，后期仍有下调库存的可能。从 USDA 公布的报告数据来看，2020/21 年度美国大豆期初库存下调 1000 万吨至 1425 万吨，较 2019/20 年度大幅下降 41.7%。虽然 USDA 预计 2020/21 年度美国大豆产量将有望增长至 1.13 亿吨，较 2019/20 年度增加 17.7%，但美国国内压榨利润不断恢复，油厂开机率高企，历史单月压榨量记录不断被打破，USDA 不断上调全年压榨量预测目标。另一方面，美豆出口数据不断调高，虽然自 2018 年中美贸易摩擦导致美豆一度累库至历史高位，但 2020 年 1 月 15 日中美签署的第一阶段贸易协议令两国贸易关系实质局面有所缓解，其中，美豆对中国出口激增。受到美国大豆压榨和出口双重增长的驱动，美国国内大豆压榨量攀升至 5974 万吨，较 2019/20 年度增长 1.36%，2020/21 年度美国大豆出口量为 5987 万吨，较 2019/20 年度大幅增长 31.56%，叠加 2020/21 年度期初库存的大幅下滑，最终令 2020/21 年度的年末库存大幅下降至 476 万吨，较 2019/20 年度断崖式下降 66.7%。受到库存下滑和消费增长的双重驱动，2020/21 年度美国大豆库存消费比大幅下降至 7.49%，不仅连续第二年出现下降，更是 2014 年以来的最低水平。

图 5： 美国大豆供需平衡表 单位：百万吨



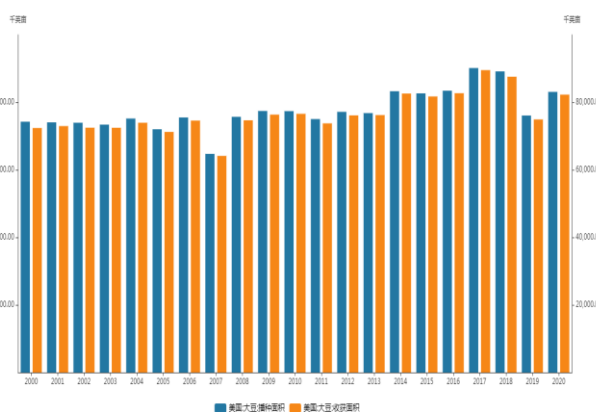
数据来源：USDA 新世纪期货

图 6： 美豆产量、消费、库存同比



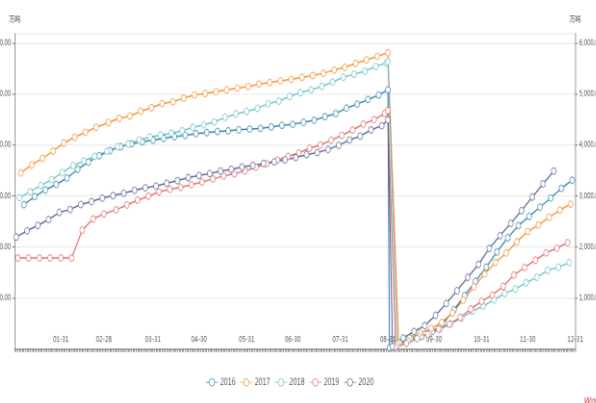
数据来源：USDA 新世纪期货

图 7: 美豆播种面积和收获面积 单位: 千英亩



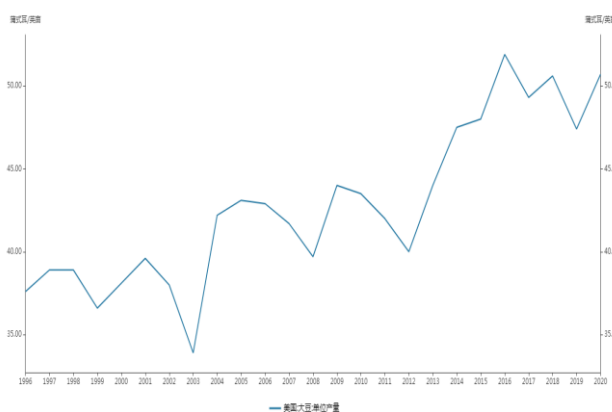
数据来源: USDA 新世纪期货

图 9: 美豆出口累计值 单位: 万吨



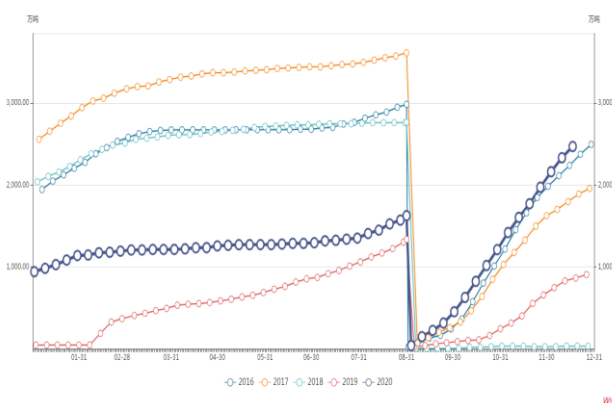
数据来源: USDA 新世纪期货

图 8: 美豆单产 单位: 蒲式耳/英亩



数据来源: USDA 新世纪期货

图 10: 美豆出口中国累计值 单位: 万吨



数据来源: USDA 新世纪期货

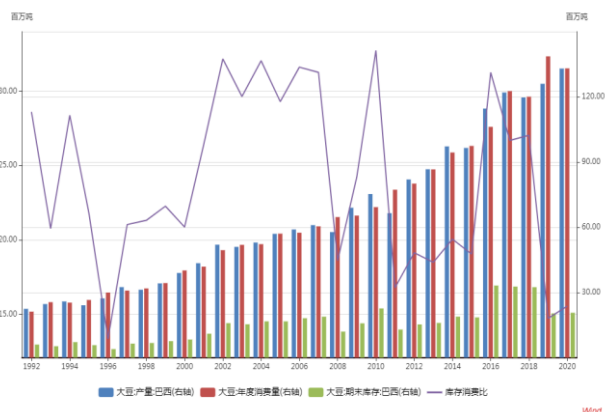
2、南美大豆旧作库存不足，新作产量因天气存在不确定性

巴西大豆出口量持续处于极高水平，导致其 2020/21 年度库存仅 2070 万吨，库存消费比仅为 16%，如按巴西市场年度统计，库存量更低。2020 年二三季度中国大豆采购重心向南美迁移，据海关数据显示，2020 年 4-10 月中国共进口巴西大豆 5300 多万吨，加之雷亚尔贬值，2020 年巴西豆农销售进度加快，截止 12 月初，巴西旧作出售比例高达 99.5%，较五年均值高 7%。巴西豆农手中旧作库存不到 140 万吨，目前巴西国内大豆售价较高，豆农更关注国内市场销售，仍无法解决其国内大豆供应紧张的局面，巴西政府采取降税等措施鼓励企业进口，巴西不得不从美国进口大豆来缓解其国内紧张的供应局面。

2019/20 年度阿根廷大豆产量较上年度下滑 11.39%至 4900 万吨，国内压榨 3785 万吨，期末库存较上年度下滑 200 多万吨。由于阿根廷国内通胀率居高不下，阿根廷比索大幅贬值，国内豆农倾向于储存大豆作为保值的手段来应对通胀，导致本国内大豆供应紧缺，2020 年前 10 个月，阿根廷共进口 480 万吨大豆，即便如此，国内压榨产能开工率仍不足 50%。2020/21 年度阿根廷产量保持稳定，但大豆出口税上调，出口预估同比下降，新豆上市前可供出口头寸有限。

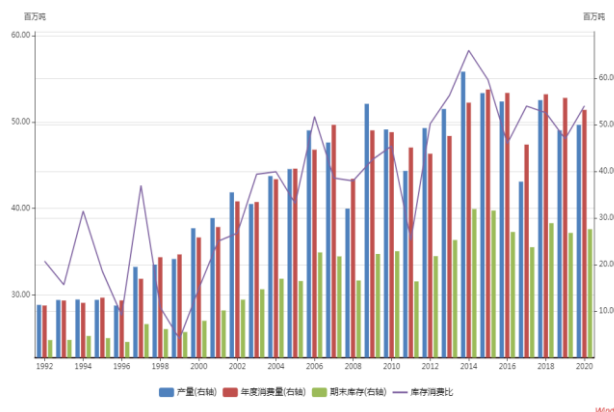
对于新季大豆的巴西和阿根廷而言，收获前仍将维持豆源紧缺的状态，拉尼娜现象从南美大豆的播种就开始影响生产，且拉尼娜伴随着南美大豆整个生长期，这或将导致南美大豆产量下滑，所以南美大豆的产量存在诸多不确定性。

图 11: 巴西大豆供需平衡表 单位: 百万吨



数据来源: USDA 新世纪期货

图 12: 阿根廷大豆供需平衡表 单位: 百万吨



数据来源: USDA 新世纪期货

3、拉尼娜影响大豆产区，产量或受到威胁

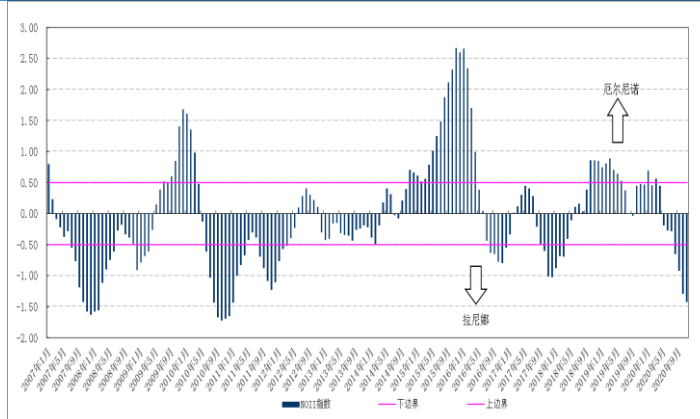
在 2020 年 12 月 21 日公布的周报中，NOAA 预测北半球现在直至 2021 年 1-3 月，拉尼娜气候现象持续的概率大于 95%，延续至 2021 年 3-5 月的概率约为 65%，也就是说南美北美大豆的播种、生长基本上伴随着拉尼娜天气，天气的不确定性或将会使得产量风险的增加。

从历史数据来看，拉尼娜年份，农作物容易受到气候影响而减产。按照 1988-2016 年期间拉尼娜年份大豆单产表现来看，巴西同比增幅均值 2.2%，阿根廷减产 9.9%，美国增产 4%。阿根廷大豆单产表现最为糟糕，同比降幅在 1.8%-30.6%不等，偶尔增产年份增幅大多不足 1%，除了 2000 年增产 8%，巴西和美国大豆单产相对较好。

实际上，2020 年，拉尼娜在 9-10 月已经导致巴西和阿根廷大豆产区明显干旱，播种进度大幅落后往年同期水平。不过后期随着降雨增加，南美大豆种植进度基本追平正常年份，目前巴西大豆种植基本完成，截至 2020 年 12 月 22 日，阿根廷大豆种植完成 77.2%。尽管有所改善，但大豆主产区 2020 年 9 月至 11 月的降雨量仅为正常水平的 40-50%，已播种的大豆前景黯淡，部分原因是土壤干燥。农业咨询机构 AgRural 分析师表示，巴西最大的大豆生产州马托格罗索州 2020/21 年度量已经不可能出现超级丰产，因为不规律的降水给单产和产量蒙上了一层阴影。DTN 分析援引 IRI 国际气候与研究所最新预测称，美国南部平原以及南美洲的巴西南部 and 阿根廷持续干燥和潜在干旱的可能性较高，所以无论对于阿根廷还是巴西，最终的产量取决于拉尼娜的强度以及在南美大豆生长关键期对大豆生长的破坏程度，这存在很大不确定性。再加上大豆库存偏紧，因此，市场预期全球大豆库存消费比进入下行周期，价格料进入上行周期。

这也是为什么阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所在 11 月就将该国产量预估从 4900 万吨下调至 4650 万吨，USDA12 月供需报告下调至 5000 万吨，后期阿根廷产区的天气及产量调整将极为关键。南美大豆播种期天气炒作告一段落，但拉尼娜仍持续，料南美大豆重要生长季 1 月和 2 月，天气仍是重要影响因素。

图 13: NOII 指数和拉尼娜及厄尔尼诺气候现象跟踪

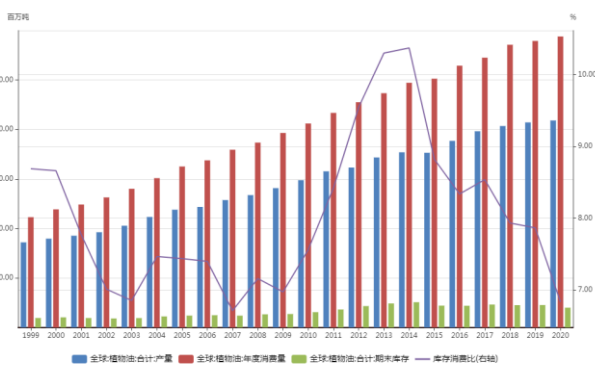


数据来源: USDA 新世纪期货

三、油脂库存处于历史低位，全球植物油供需双增

全球植物油产量与消费均呈增长之势，不过消费增幅大于产量增幅，最终期末库存走低，给植物油价格提供支撑。USDA 在 12 月报告中预计 2020/21 全球植物油产量较 2019/20 年度增加 194 万吨达到 2.09 亿吨，增幅 0.94%，增幅小于往年平均 3% 以上的增幅。同时，消费总量由 2019/20 年度的 2.02 亿吨增加至 2.07 亿吨，增幅达 2.53%，导致明年主要油脂期末库存较 2019/20 年度减少 267 万吨达到 2010 万吨，降幅高达 11.73%。其中，三大油脂中的豆油和棕榈油产量同比有所增加，菜油产量下滑，由于明年市场预期疫情影响将消退，全球植物油消费总量预计继续增加 513 万吨，需求增幅大于产量增幅，全球植物油库存消费比预计降至 6.84% 创历史新低。豆、棕、菜油库存预计走低，油脂供应依然偏紧，支撑明年的油脂价格。

图 14: 全球植物油供需平衡表



数据来源: USDA 新世纪期货

四、棕榈油供需分析

图 15: 全球主要植物油供需平衡表 单位: 百万吨

Attribute	收割面积	期初库存	产量	进口量	总供给	出口量	食用消费	国内消费量	期末库存	库存消费比
2003/2004										
2004/2005										
2005/2006	13.61	12.45	119.85	43.53	175.82	48.51	94.02	113.19	14.12	8.73%
2006/2007	14.2	14.12	122.79	46.73	183.64	50.29	96.44	118.73	14.62	8.65%
2007/2008	14.73	14.53	129.98	49.99	194.5	54.45	99.55	125.14	14.92	8.31%
2008/2009	15.61	14.92	135.2	53.64	203.75	56.65	103.29	131.25	15.86	8.44%
2009/2010	16.46	15.86	142.48	55.65	213.99	58.85	107.81	138.5	16.63	8.43%
2010/2011	17.5	16.63	149.06	57.05	222.75	60.81	109.84	142.5	19.44	9.56%
2011/2012	18.5	19.44	158.08	61.86	239.37	64.8	115.73	151.54	23.03	10.65%
2012/2013	19.15	23.03	161.37	65.36	249.76	68.34	120.71	158.22	23.19	10.24%
2013/2014	20.02	23.19	171.6	67.17	261.97	70.21	125.53	166.39	25.37	10.72%
2014/2015	20.78	25.37	177.03	71.03	273.43	76.57	130.85	170.43	26.43	10.70%
2015/2016	21.82	26.43	176.33	70.71	273.47	73.83	135.07	177.27	22.37	8.91%
2016/2017	22.49	22.37	188.57	75.59	286.54	81.32	139.45	183.17	22.05	8.34%
2017/18	23.26	22.05	198.28	75.51	296.84	80.13	144.05	192.44	23.27	8.54%
2018/19	23.75	23.27	203.56	81.47	308.29	85.99	147.57	199.64	22.66	7.93%
2019/20	24.3	22.66	207.2	82.37	312.24	86.66	150.96	202.81	22.77	7.87%
2020/21	24.67	22.77	209.14	82.17	314.08	86.04	154.76	207.94	20.1	6.84%

数据来源: USDA 新世纪期货

全球最大的木本植物油为棕榈油，由油棕树上的棕榈果压榨而成，棕榈油产量在全球主要油脂产量的占比最大，其次是豆油、菜油、葵花籽油。因此，研究油脂的供需情况不但要研究豆油还要研究棕榈油供需。

1、东南亚棕榈油库存偏紧

棕榈油作为世界上产量和销量最大的植物油品种，马来西亚和印度尼西亚是全球棕榈油主要产区，这两个国家的棕榈油产量占全球的 84%以上，东南亚棕榈油供需变化会影响全球油脂的基本面变化。

全球棕榈油产量的高速增长时代暂时停止，主要因为种植面积扩展的放缓，特别是马来西亚，预计 2021 年开始明显影响产量的增速。过去十年，全球棕榈油产量以平均 5.4%的增长率增加；这期间，增幅以印尼产量为主，年均增加 7.7%，马来西亚产量只增长 1.2%；2019 年产量达 7650 万吨，增长 2.4%。而 2020 年，全球棕榈油产量再次遭遇 2016 年的欠收问题，产量预计降 3.0%，主要是因为印尼和马来西亚两国同时减产。

由于棕榈油消费预期恢复较快，需求增长大于产量的增长，2020/21 年度全球棕榈油库存消费比预计继续下调至 7.68%，为近 6 年以来的最低值。根据 USDA12 月供需报告，2020/21 年全球棕榈油产量达到 7545.3 万吨，较 2019/20 年度增加 227 万吨，增幅为 3.1%。其中印尼产量 4350 万吨，马来西亚产量 1990 万吨，两者占到全球产量的 84%。2005 年印尼产量首次赶超马来西亚，目前印尼产量占全球产量 57.6%，马来西亚占 26.3%。2008 年印尼出口量赶超马来西亚之后一直保持全球第一。2020/21 年度全球棕榈油出口量在 5104 万吨，较 2019/20 年度增加 213 万吨，增幅 4.35%，其中印尼出口量 2885 万吨，占比 56.5%，马来西亚出口量 1727.5 万吨，占比 33.8%。2020/21 年度全球棕榈油消费预计达到 7545 万吨，较去年增加 314 万吨，增幅达 4.3%；最终全球棕榈油库存为 972 万吨，较 2019/20 年度减少 127 万吨，降幅达 11.5%。

马来西亚棕榈油产量增幅明显放缓。虽然产量的增长量保持平稳的趋势，但是实际增长率明显呈下降趋势，意味着马来西亚棕榈油产量对于全球棕榈油的供应影响逐渐下降。尽管马来西亚的降雨量在整个 2020 年持续改善，但由于过去化肥使用量的减少以及新冠疫情导致的劳动力短缺，该国的棕榈油产量仍受到拖累。我们知道，前几年棕榈油价低位徘徊，影响了小农户及种植园收益，造成多数小农户降低甚至停止施肥，这可能会长期影响棕榈油产出。另外，目前马来和印尼两国都有相当大面积的老化棕榈树。其中，马来老树在种植总面积中占比高达 30%，印尼则占 24%，需要积极翻种来保持棕榈油产量的增速。而翻种意味着供应的增长会短暂受影响，由于需要挪用部分资金，翻种也意味着种植公司缺少资金在拓展种植面积上做工作。马来

新世纪期货油脂油料年报

西亚棕榈油委员会（MPOC）上海代表处首席代表称，马来西亚每年若 1.8%的翻种面积意味着减少了 110 万公吨的棕榈油产量，而印尼每年若 1.0%的翻种面积意味着减少了 150 万公吨的棕榈油产量，两国相加，意味着将在 4-5 年内每年减少 200-250 万公吨的棕榈油产出。因此，因为种植面积有限的拓展，以及翻种活动，2021 年将开启一段棕榈油产量低增长的时代。另外，正常情况下拉尼娜的发生会使得棕榈油产区雨水充沛，有利于棕榈油的生长，但如果拉尼娜发生正值东南亚地区多雨季节可能会导致该地区出现极量降雨，过多的降雨将会影响棕榈油果串的采摘及运输，进而影响主产国棕榈油单产及产量。

目前来说，马棕油产量下滑库存偏紧。MPOB 数据显示，马棕油 11 月产量 149 万吨，环比降 13.51%；出口 130 万吨，环比降 22.16%；月末库存 156 万吨，环比降 0.58%。马棕 11 月产量及出口降幅均超预期，但出口不及预期幅度更大，且 11 月进口增长明显，使得马棕月末库存略高于市场预期的 154-155 万吨。马来 11 月底棕油库存在出口不利情况下已经降至三年多来的最低水平，考虑到出口有所改善，预计马棕油去库存态势大概率延续。

图 16: 印尼棕榈油供需平衡表 单位: 千吨

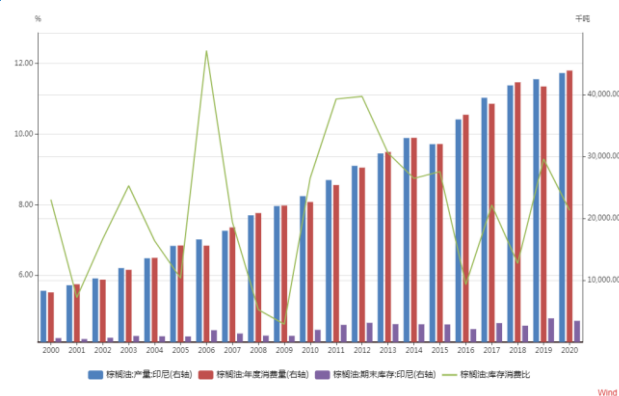
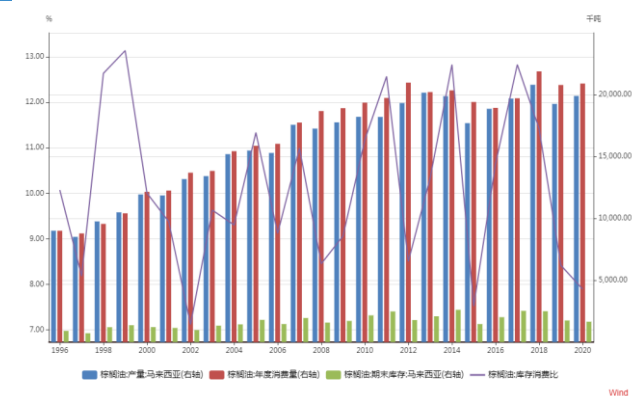


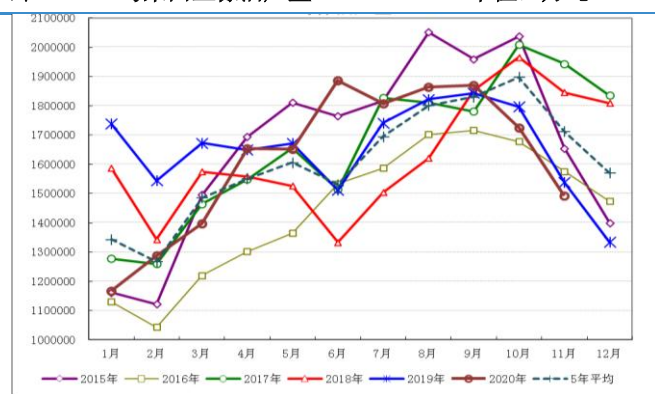
图 17: 马来西亚棕榈油供需平衡表 单位: 千吨



数据来源: wind 新世纪期货

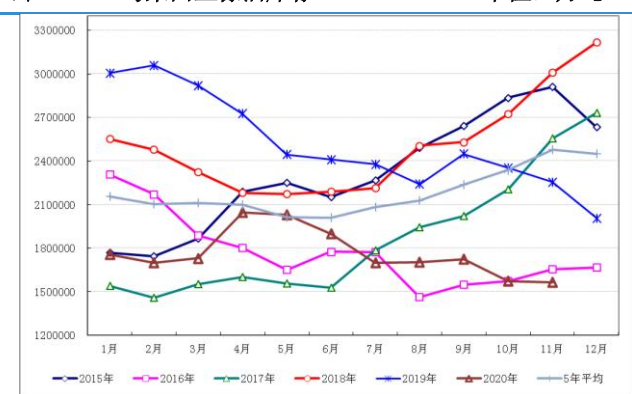
数据来源: wind 新世纪期货

图 18: 马来西亚棕油产量 单位: 万吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

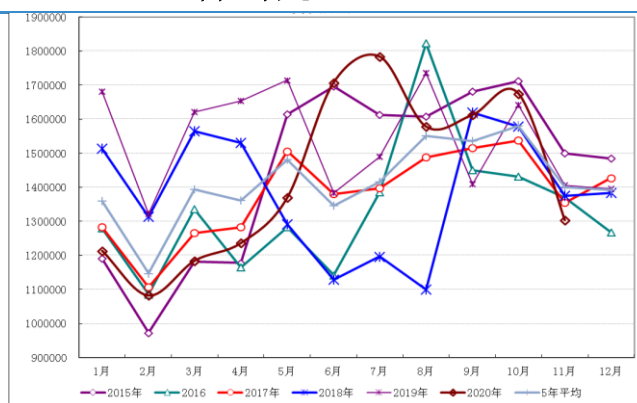
图 19: 马来西亚棕油库存 单位: 万吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

图 20: 马来西亚棕油出口量

单位: 万吨



数据来源: MPOB 新世纪期货

2、2021 年棕榈油需求

在棕榈油的消费中，食用需求占 70%左右，而工业需求占比约 30%左右。食品需求主要关注印度和中国，非食品需求主要关注欧盟、美国、印尼。

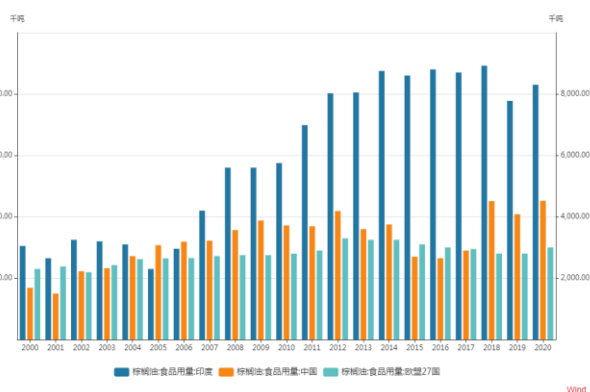
印度油料短缺，棕榈油需求量大。2020 年 1 季度印度以外交矛盾为借口采取禁止进口马来棕榈油政策；再加上新冠疫情爆发及棕榈油产量微涨，油脂进口量比 2019 低 120 万吨，而棕榈油因为外交纠纷进口降低约 200 万吨，部分短缺将会被豆油和葵花籽油替代。印度的油料产量受阻于气候和政策执行情况，过去 10 年都没有明显增长；但随着人口增加收入提高，油脂需求以 3.2%的增幅增加；所以印度必须靠进口解决油脂短缺问题，特别是棕榈油。

我国非洲猪瘟基本过去，生猪存栏连续增长，猪饲料需求快速恢复，意味着大豆压榨量也有所增加，也意味着 2021 年豆油产量也将增加，冲击棕榈油的需求。但是随着全球菜籽和葵花籽减产，经济及餐饮业复苏，24 度棕榈油在中包装的用量再次增长，同时也部分取代豆油因替代菜油和葵花籽油腾出来的市场空间。

任何生物柴油计划的变更或放弃都会对价格造成下行压力。在这种背景下，两个主要生产国都坚定执行生物柴油计划是很重要的，印度尼西亚是 B30，马来西亚是 B20。疫情打击能源需求，但因为生物柴油产业基金补贴给生物柴油的工厂，2020 年印尼生物柴油跟 2019 年 B20 实际上是增加了 140 万吨左右。后市来看，印尼 B30 政策将有助于冲抵 2021 年棕榈油的供应增长。生物柴油和柴油价格之间的巨大差距导致印尼 CPO 基金加速见底，但 B30 生物柴油任务将在 2020 年底之前全面实施，因此，人们较早对印尼生物柴油使用量收缩的担忧将不会发生。欧盟进口棕榈油主要用于能源领域，特别是生物柴油，2020 年有更大的再生能源需求；但欧盟把棕榈油的使用量从 2019 年定格在最高 500 万吨，接下来使用量逐步调低，直到 2030 完全禁止使用棕榈油，这或会影响对棕榈油的进口。如果 2021 年经济活动恢复，回收油的供应进一步恢

复，则欧盟使用棕榈油基生物柴油的速度可能会放缓。

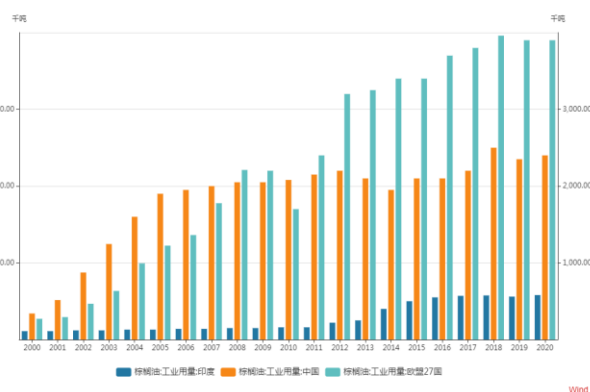
图 21： 印度中国欧盟棕榈油食用消费 单位：千吨



Wind

数据来源：wind 新世纪期货

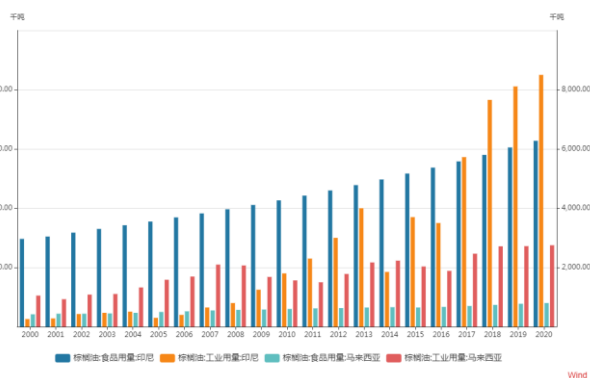
图 22： 印度中国欧盟棕榈油工业消费 单位：千吨



Wind

数据来源：wind 新世纪期货

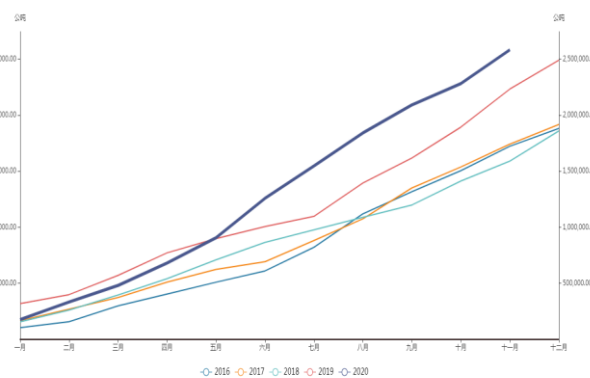
图 23： 尼、马来棕榈油食用和工业消费 单位：千吨



Wind

数据来源：Wind 新世纪期货

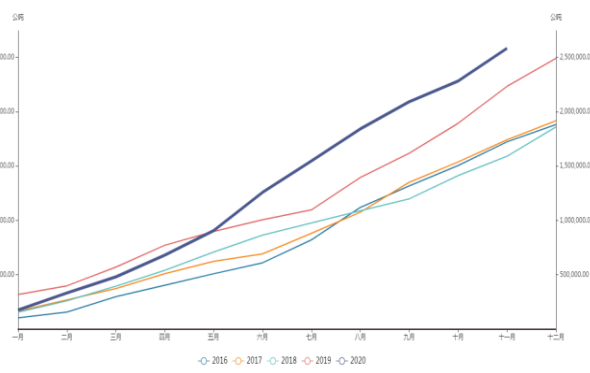
图 24： 马棕油出口印度累计值 单位：公吨



Wind

数据来源：Wind 新世纪期货

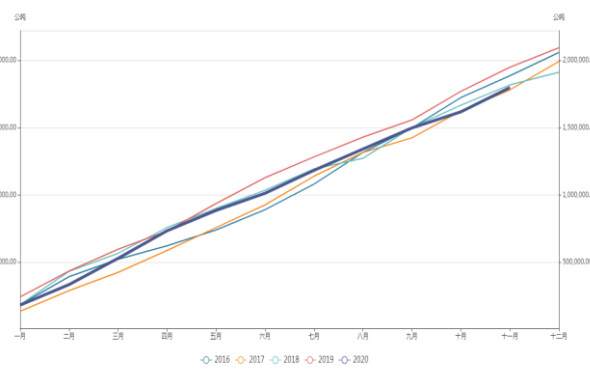
图 25： 马棕油出口中国累计值 单位：公吨



Wind

数据来源：Wind 新世纪期货

图 26： 马棕油出口欧洲累计值 单位：公吨



Wind

数据来源：Wind 新世纪期货

五、2021 年我国大豆进口和压榨有望增加

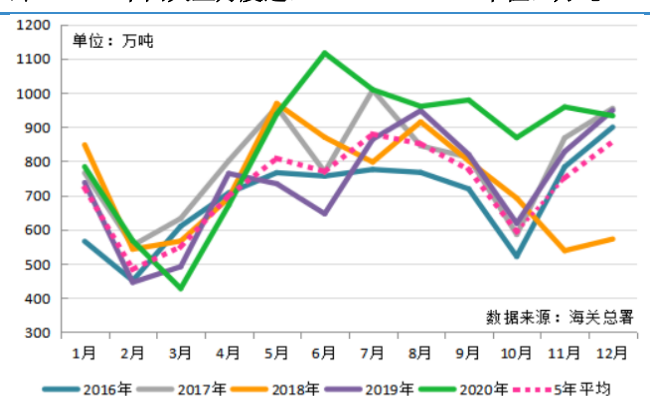
1、中国大豆进口量同比增加显著

我国为全球大豆第一大进口国，进口依赖度在 85%左右。国内豆粕供给主要来源于进口大豆压榨，直接进口量较少，主要因为豆粕保质期较短。从上游大豆进口来看，海关总署数据显示，1-11 月中国进口大豆总量 9280.3 万吨，较去年 7905.2 万吨增加 1375.1 万吨，增幅 17.39%。cofeed 预计 12 月大豆到港 932.8 万吨，因此我国大豆年进口量或超 1 亿吨，创历史最高纪录。

美国大豆出口量超过中美贸易摩擦之前水平，且大部分出口中国。2020年1月15日中美两国签署了第一阶段贸易协议，以2017年为基准，中国将在2020和2021年多采购125亿和195亿美元美国农产品，目前中国履行协议内容采购包括大豆在内的美国农产品。美豆对中国出口激增，从8月末至10月初美国对华销售大豆每周都超过100万吨，截至12月24日，2020/21年度美国大豆出口检验总量为36,482,110吨，上年同期20,780,841吨，同比提高75.6%，上周同比提高75.3%，两周前同比提高71.6%。本年度的头16周，美国大豆出口量已经相当于全年出口目标的58.0%。cofeed预计2021年1、2月份我国进口大豆到港分别为800和630万吨，仍偏高于往年同期水平。对于后期，市场依旧抱乐观态度，毕竟世界大豆供应依然紧张，而中国需求依然是市场的主要驱动因素，无论美国还是巴西，迄今为止农户签约销售的大豆数量都远远高于历史平均水平。但还需考虑拉尼娜是否会影响大豆减产问题，若2021年一季度南美天气不出问题，新作南美大豆维持丰产前景，则预计2021年上半年我国大豆供给维持宽松，但若南美大豆出现减产，国内供给或将收紧。三、四季度市场供给焦点将逐渐转向北美市场，届时美大豆种植面积以及天气、汇率等都是需要关注要点。

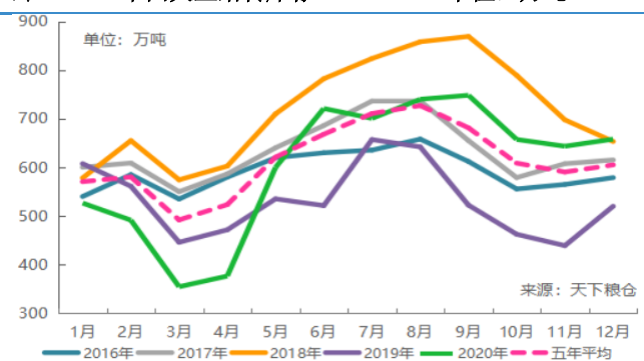
国内大豆库存。据cofeed统计，2020年度末中国进口大豆结转库存658.24万吨左右，较2019年末的结转库存520.2万吨增加138.04万吨，增幅26.54%，明显高于5年均值605.29万吨。根据往年季节性对比来看，预计1-3月份结转库存或将逐步减少，3月份过后随着大豆进口量的增加库存或将逐步回升，预计2021年度全国进口大豆结转库存大部分时间将在400-750万吨之间波动。

图 27: 中国大豆月度进口 单位: 万吨



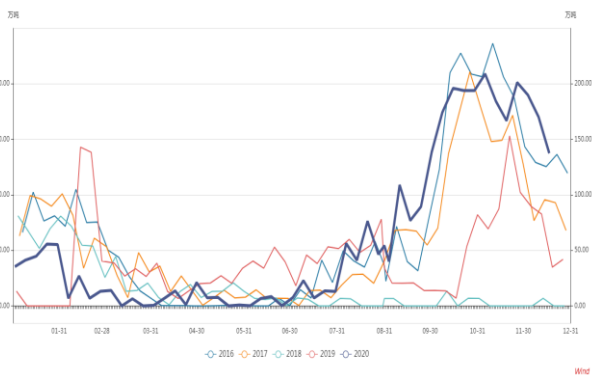
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 28: 中国大豆结转库存 单位: 万吨



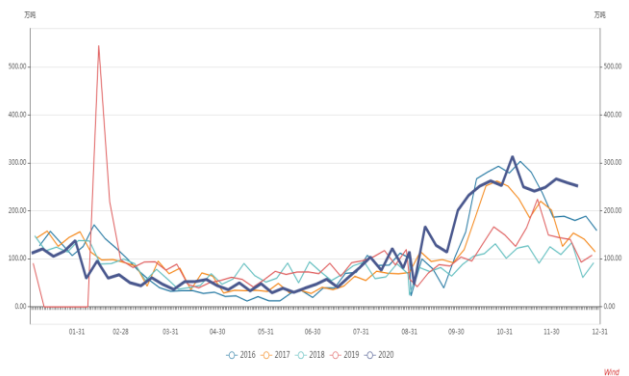
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 29: 美豆出口至中国当周值 单位: 万吨



数据来源: Wind 新世纪期货

图 30: 美豆周度出口量 单位: 万吨



数据来源: Wind 新世纪期货

2、中国大豆进压榨

从国内大豆需求来看, 2020 年国内疫情得到有效控制以来, 我国大豆压榨量始终维持在较高水平, 全年油厂压榨利润丰厚, 油厂开机维持历年新高水平, 下半年开机率整体维持在 58%, 同比增加超 10%。据 cofeed 统计, 按当前开机速度来算, 预期 12 月份全国大豆压榨总量在 844 万吨, 预计 2020 年度全年大豆压榨总量 (进口豆+国产豆) 共 9522.522 万吨, 较 2019 年同期的 8394.52 万吨增加 1128.002 万吨, 增幅 13.43%。在压榨利润维持相对高位的市场格局下, 国内油脂压榨企业的压榨积极性仍旧比较明显, 长期供需结构仍取决于进口大豆的供应情况以及国内油厂榨利影响, 当前进口大豆盘面榨利处于微亏状态, 如果压榨利润持续收窄, 不排除压榨量低于预期的可能。

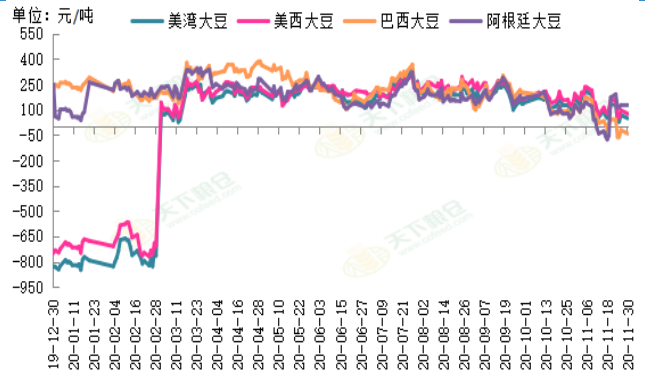
据 cofeed 统计, 2020 年度全国各油厂大豆总产能达到 1.65 亿吨 (按生产 11 个月计算), 较 2019 年度 (剔除部分长期停产产能后) 的 1.64835 亿吨, 增长 0.1%。预计 2021 年度产能将继续扩大, 或进一步提高至 1.7226 亿吨左右, 增幅 4.4%。

图 31: 三大产区豆到岸完税价 单位: 元/吨



数据来源: wind 新世纪期货

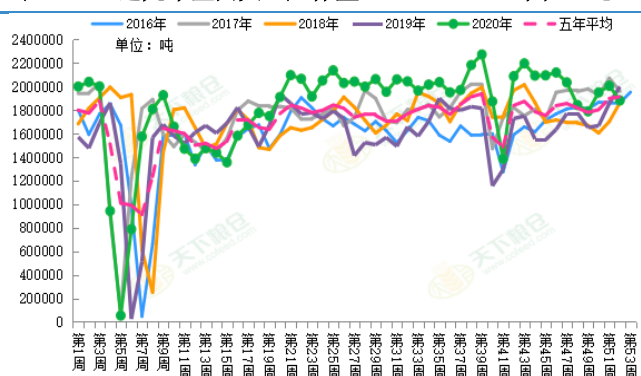
图 32: 进口大豆盘面压榨利润 单位: 元/吨



数据来源: cofeed 新世纪期货

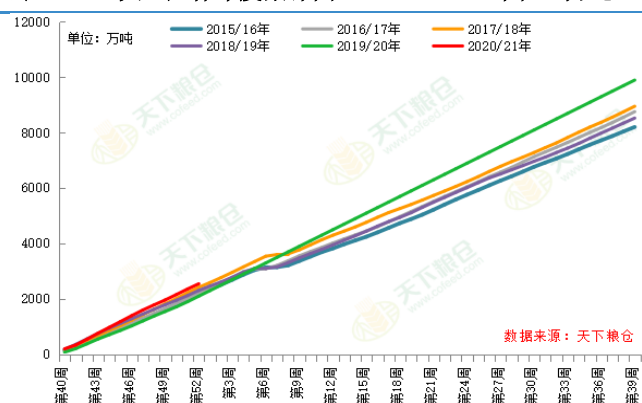
新世纪期货油脂油料年报

图 33: 近几年全国大豆压榨量 单位: 吨



数据来源: cofeed 新世纪期货

图 34: 大豆压榨年度累计图 单位: 万吨



数据来源: cofeed 新世纪期货

六、2020 年上半年油脂供应或趋紧

国际油脂供应年初可能会有一定恢复。因为 2020 年三四季度伴随着南美大豆涨和低压榨，国际上豆油也比较紧张，2021 年 2、3 月份随着南美大豆上市，先不去说它是否减产，毕竟面积是增加了，一旦豆子上市，南美压榨会比 2020 年三到四季度有明显提升，国际豆油供应预计一二季度可能开始也会有明显的增量。

消费转好及收储加持，国内豆油去库步伐加快，但 2021 年豆油去库行为或发生改变。目前油厂现货可提货源有限，以执行合同为主，且基差合同已销售到明年二季度。“两节”备货增加，预计 2020 年底豆油库存将继续下滑至 100 万吨以下，2021 年上半年豆油难有明显的累库。不过由于市场相对看好 2021 年下半年养殖业，饲料需求增加，大豆维持高开机压榨，豆油去库行为或发生改变，油脂整体也存在库存修复需求。据 cofeed 显示，截止 2020 年 12 月 25 日，国内豆油库存连续十周下降至 102.07 万吨低位，较上个月同期 116 万吨降 15.715 万吨，降幅为 13.55%，较去年同期的 91.673 万吨增 8.612 万吨，增幅 9.39%，五年同期均值 121.45 万吨。

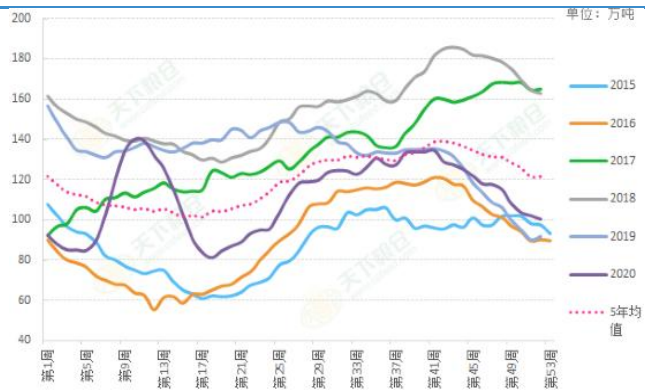
国内需求端。2020 年小包装油需求、饲料用油以及一些其他的新增需求非常好，其中饲料用油主要是因为 2020 年生猪存栏下降导致动物油脂供给减少，在饲料用油中豆油替代动物油脂比例可观。但 2021 年饲料用油可能削减的非常明显，因为随着生猪存栏和动物油脂供给恢复，同时豆油的价格已经明显高于猪油、鸡鸭油，可能 2021 年动物油对植物油会有一个反替代作用，预估对油脂也是一个不小的量。

2020 年棕榈油进口多数时候利润倒挂，买船积极性不高，前几个月棕榈油进口量明显降低，6 月份棕榈油进口开始有所改善，3 月份棕油消费开始恢复，2020 年棕油表观消费量总体形势较好，虽较 2019 年同期有所下降，但比之 2016-2018 年仍有明显的增加。年初至 9 月底棕油商业库存持续下滑，不过随着年末几个月进口量增加及消费持稳，棕油库存逐渐修复。据 cofeed 显示，至 12 月 25 日，国内棕油商业库存约 57.91 万吨，较去年同期 73.89 降 15.98 万吨，降

新世纪期货油脂油料年报

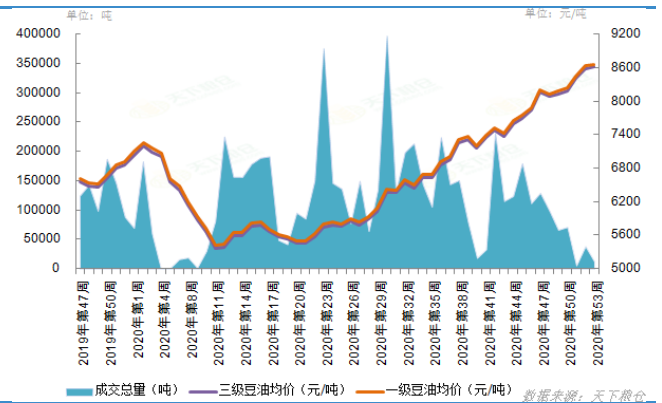
幅 21.6%，5 年平均库存为 52.7 万吨。另外，棕榈油国际化推进，允许国外企业参与国内交易，内外盘联系将更加紧密，价格逐渐靠拢，棕油进口利润倒挂常态化局面将得到缓解，有利于提升棕油进口积极性。

图 35: 豆油库存 单位: 万吨



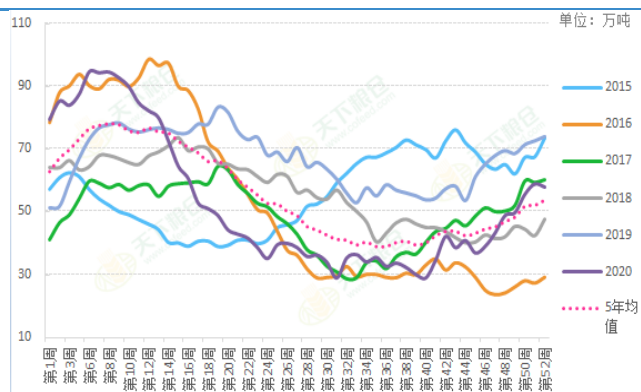
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 36: 豆油周度成交 单位: 吨



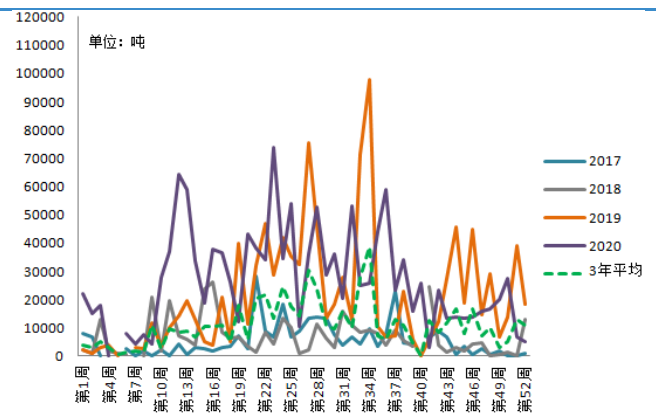
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 37: 棕榈油库存 单位: 万吨



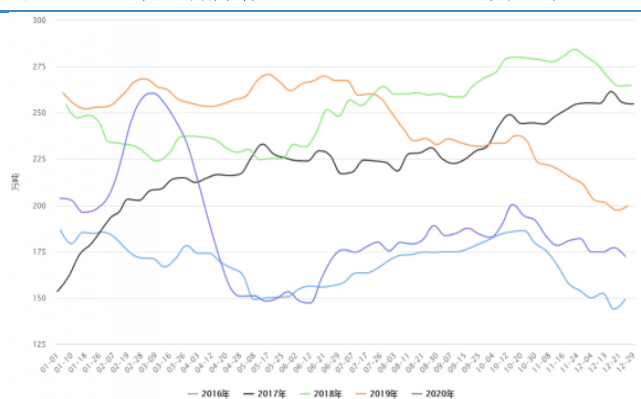
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 38: 棕榈油周度成交 单位: 吨



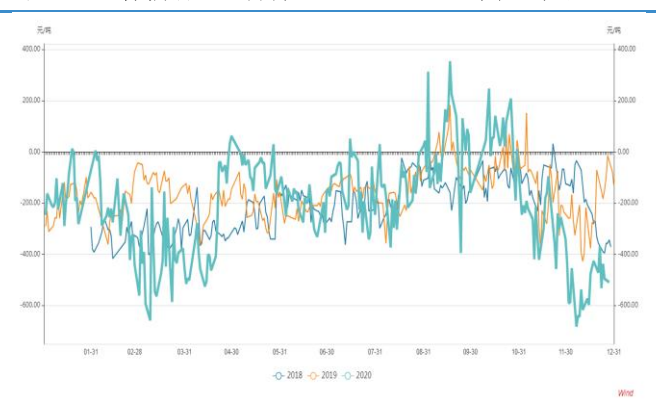
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 39: 三大油脂库存 单位: 万吨



数据来源: cofeed 新世纪期货

图 40: 棕榈油进口利润 单位: 元/吨



数据来源: Wind 新世纪期货

七、豆粕库存消费比在消费量即使出现增长的情况下并未下降

5 月份以来，动辄 1000 万吨的月大豆进口量，使得沿海油厂大豆库存较之 4 月份的低库存快速增加，并处于历史高位。另外因同期油厂保持 200 万吨左右的周度高压榨量，使得豆粕供应充足，现货库存处于历史较高水平。据 cofeed 数据显示，截止 12 月 25 日当周，国内沿海

新世纪期货油脂油料年报

主要地区油厂豆粕总库存量 84.52 万吨，较去年同期 52.03 万吨增加 62.44%，豆粕库存显著高于 5 年均值。cofeed 预计，2020/21 年度国内豆粕产量为 7587 万吨，同比增加 4.7%，在生猪积极补栏，养殖业持过恢复情况下，豆粕需求也明显增长，最新预测数据显示，豆粕消费量增加至 7471 万吨，同比增加 5%，而同时因港口进口的增加，开机率上升，库存增加，致使对应库存消费比在消费量即使出现增长的情况下并未下降，最近一期的预测为 1.61%。

图 41： 国内豆粕供需平衡表

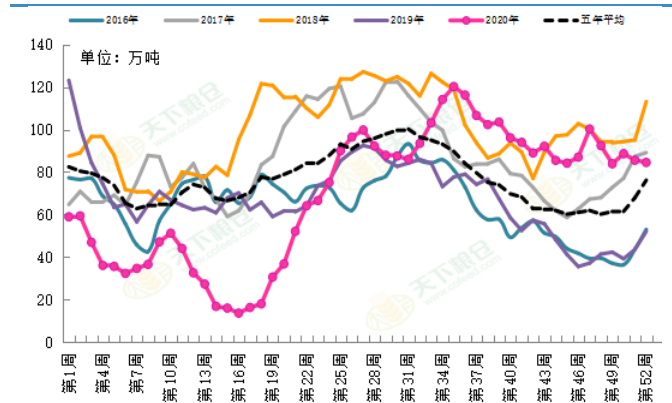
单位：万吨

项目/年度	15/16年度	16/17年度	17/18年度	18/19年度	19/20年度		20/21年度	
	估计值	估计值	估计值	估计值	11月预测值	12月预测值	11月预测值	12月预测值
期初库存	83	70	98	95	71	71	108	108
国内产量	6464	6992	7114	6707	7248	7248	7588	7587
进口量	2	2	2	7	8	8	8	8
总供应量	6549	7064	7214	6809	7327	7327	7704	7703
国内消费量	6290	6839	6984	6648	7114	7114	7472	7471
出口量	189	127	135	90	105	105	110	110
总消费量	6479	6966	7119	6738	7219	7219	7582	7581
期末库存	70	98	95	71	108	108	122	122
库存消费比	1.08%	1.43%	1.33%	1.05%	1.50%	1.50%	1.61%	1.61%

数据来源：cofeed 新世纪期货

图 42： 全国豆粕结转库存量周度趋势图

单位：万吨



数据来源：cofeed 新世纪期货

八、预期 2021 豆粕总的需求稳中有升

2021 年饲料需求或将稳中有升，但是有个风险点，因为粕需求拉动主要还是看生猪，如果猪价出现大幅下跌，会出现存栏比例的下降，下半年需求将会受到影响。

生猪生产恢复成效超出预期。一大批高水平的规模猪场快速崛起，预计 2020 年生猪养殖规模化率能够达到 57% 左右，比 2019 年提升 4 个百分点，大大高于常年 2 个百分点的速度。据农业农村部数据，截至 11 月末，全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已连续 10 个月增长，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90% 以上。根据农业农村部定点监测环比数据推算，11 月末全国能繁母猪存栏超过 4100 万头、生猪存栏超过 4 亿头，生猪产能已恢复到 2017 年底的 90% 以上。11 月份，规模猪场新生仔猪超过 3100 万头，比年初增长 94.1%。全国规模猪场比年初增加 1.6 万家，散养户比年初增加 228 万户。照此趋势，预计 2021 年上半年产能可完全恢复。再加上 2020 年总体的猪价比较好，国内有大型的头部企业进行布局明年的养殖，从自然生产周期来看，2021 年从生猪存栏比例来看，需求应该是比较好的一年，生猪存栏周期性恢复势必带来豆粕消费趋势性增长，不过需要关注 2021 年下半年猪价会不会发生下跌，导致出栏数增加，包括存栏的体量，若发生则会影响豆粕的需求。

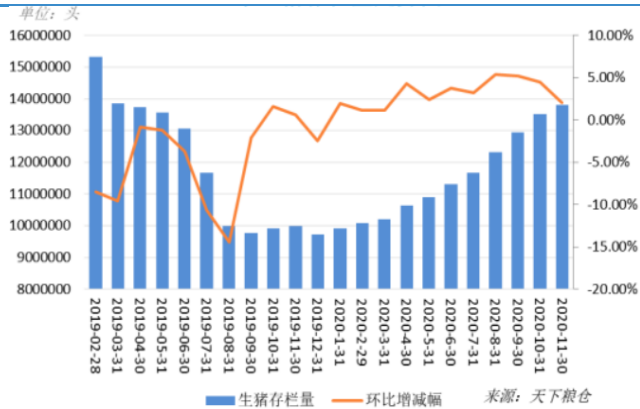
禽料需求，2020 年下半年养殖利润的缩减，再加上出栏速度的增加，2020 年禽料总体的需求是有降弱的，2021 年在猪的高存栏情况下，禽类需求相比 2020 年或是一个下降的趋势。

水产需求可能会出现一个明显的分化趋势，因为随着人们生活水平的提高，水产越来越集

新世纪期货油脂油料年报

中于高端诉求，今年因为疫情以及 2019 年的存栏鱼的数量比较少，整体需求并不特别好，再加上五六月份华东的洪水，但 2021 年国内的水产饲料相对于同比 2020 年或是稳步增长。

图 43: Cofeed 调研 500 家生猪存栏量 单位: 头



数据来源: cofeed 新世纪期货

图 44: Cofeed 调研 468 家母猪存栏量 单位: 头



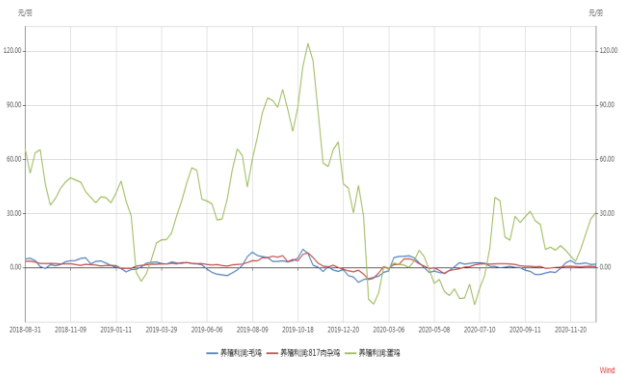
数据来源: cofeed 新世纪期货

图 45: 生猪养殖利润 单位: 元/头



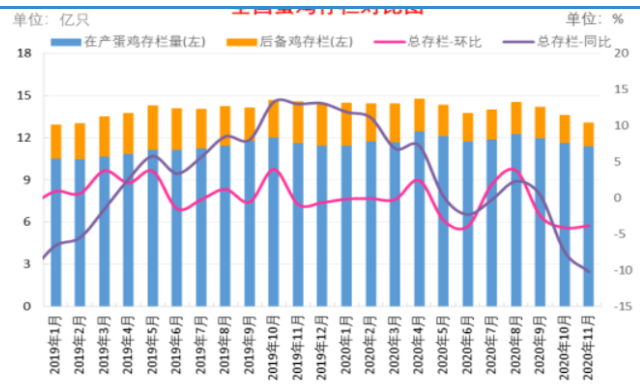
数据来源: Wind 新世纪期货

图 46: 禽蛋养殖利润 单位: 元/羽



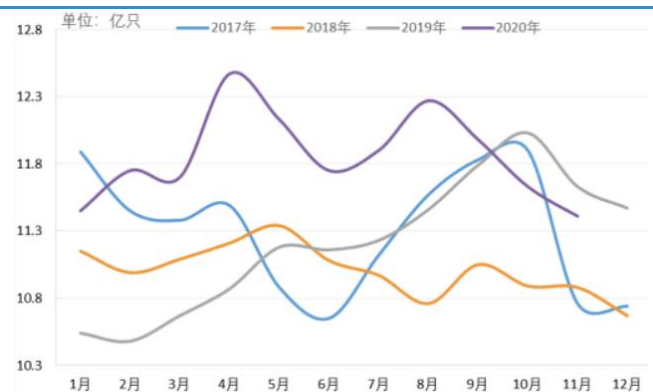
数据来源: Wind 新世纪期货

图 47: 全国蛋鸡存栏对比图



数据来源: cofeed 新世纪期货

图 48: 全国在产蛋鸡存栏年度对比图



数据来源: cofeed 新世纪期货

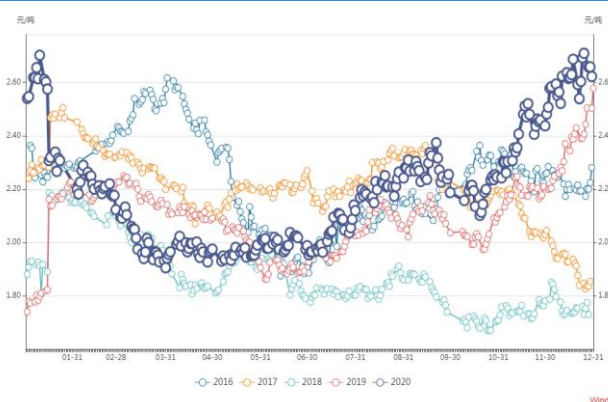
九、油粕比分析

5 年统计数据来看，豆油/豆粕 5 月运行区间在 1.97 到 2.41 之间，豆油/豆粕 9 月运行区间在 1.9 到 2.39 之间。历史规律，1 月合约油粕比先抑后扬，分界点在 6 月，通常 1-6 月油粕比下跌，6-8 月上涨，而 9-12 月能否延续上涨存在不确定性；5 月合约油粕比先扬后抑，分界点在 1 月，通常 1 月后油粕比下跌更顺畅；9 月合约油粕比先涨后跌又涨，通常在 1-5 月

新世纪期货油脂油料年报

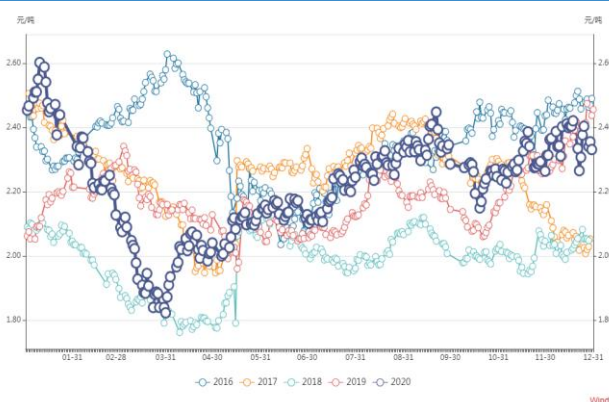
单边下跌。从进口成本角度，预计 2021 年大豆加工行业仍将维持合理的压榨利润。豆油、豆粕往往会出现“跷跷板”现象，因为作为大豆压榨共同的产物，如果两者需求增速偏差较大，则需求较差的一方往往会被动累库，价格也就呈现此消彼长。2020 年我国豆粕消费增速 7%，豆油消费增速高达 9.3%，主要因生猪存栏下降导致的动物油脂供给减少，在饲料用油中豆油替代动物油脂比例可观。2021 年随着生猪存栏和动物油脂供给恢复，豆油饲用需求降而豆粕饲料需求增，两者强弱关系或将转为“粕强油弱”。

图 49： 1 月合约油粕比



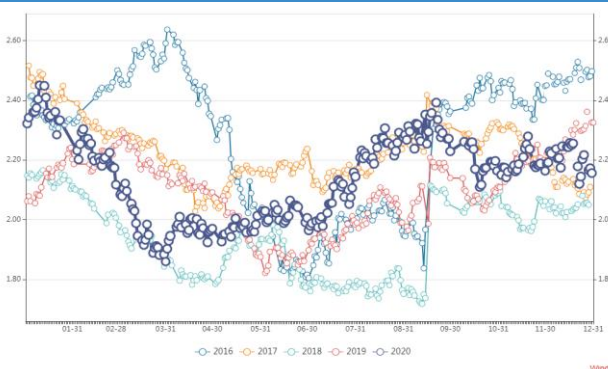
数据来源：wind 新世纪期货

图 50： 5 月合约油粕比



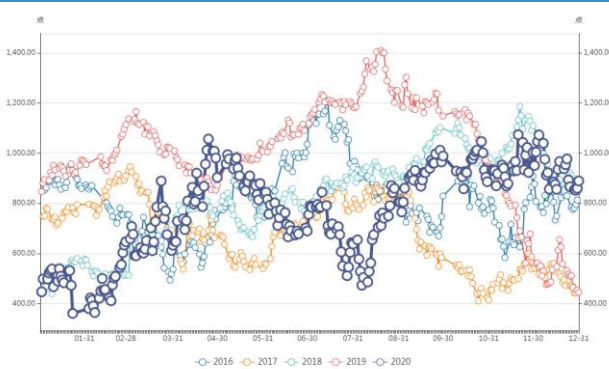
数据来源：wind 新世纪期货

图 51： 9 月合约油粕比



数据来源：wind 新世纪期货

图 52： 豆棕价差



数据来源：wind 新世纪期货

十、油脂油料小结与展望

近美国大豆期末库存或降至近七年历史低位，后期 USDA 仍有可能进一步下调库存，全球大豆供需处于紧平衡状态。如果由于天气出问题，导致南美产量不及预期，市场供应紧张程度将进一步加剧。全球宽松的货币环境下，通胀预期也是我们需要考虑的一个因素。

豆粕小结与展望。拉尼娜造成阿根廷大豆减产的可能性较大，一旦产生实质性的影响，将提振大豆价格。国内粕类价格跟随 CBOT 大豆价格为主，生猪存栏预计 2021 年上半年将恢复非洲猪瘟前的水平，随着国内生猪养殖不断恢复，提振蛋白粕需求，禽类去产能后存栏或趋于稳定，预计豆粕消费总体将维持乐观预期，对价格形成有力支撑。叠加 2021 年可能的经济复苏及

新世纪期货油脂油料年报

经济刺激政策，还有中国的庞大的玉米缺口，再加上通胀预期，大趋势上预计蛋白粕震荡上涨。

油脂小结与展望。2020/21 年度全球大豆供需紧平衡、库存维持低位，全球油脂整体供应略偏紧。马棕油产量受化肥用量偏少、劳工短缺以及疫情影响，上半年马棕库存或维持低位，下半年可能缓慢累库。2021 年油脂走势主要取决于拉尼娜天气、油脂库存以及东南亚棕榈油产量，里面存在诸多不确定性。预计一季度在南美天气炒作及马来棕油减产推动下油脂价格易涨难跌。二三季度在南美大豆供应及美豆种植生长预期、马来增产是否延迟背景下，若天气不出现问题，豆油去库行为或发生改变，油脂或阶段性回调，否则受到支撑，四季度旺季消费提振下，油脂大概率宽幅震荡。

套利方面。上半年关注油粕比做空套利机会、豆棕价差做多套利机会；下半年关注油粕比做多套利机会、豆棕价差做空套利机会。

风险点：1)、大豆产区天气。2)、产地棕榈油产销。3)、豆粕需求不及预期。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院(投资咨询)

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85058093

网址：<http://www.zjncf.com.cn>