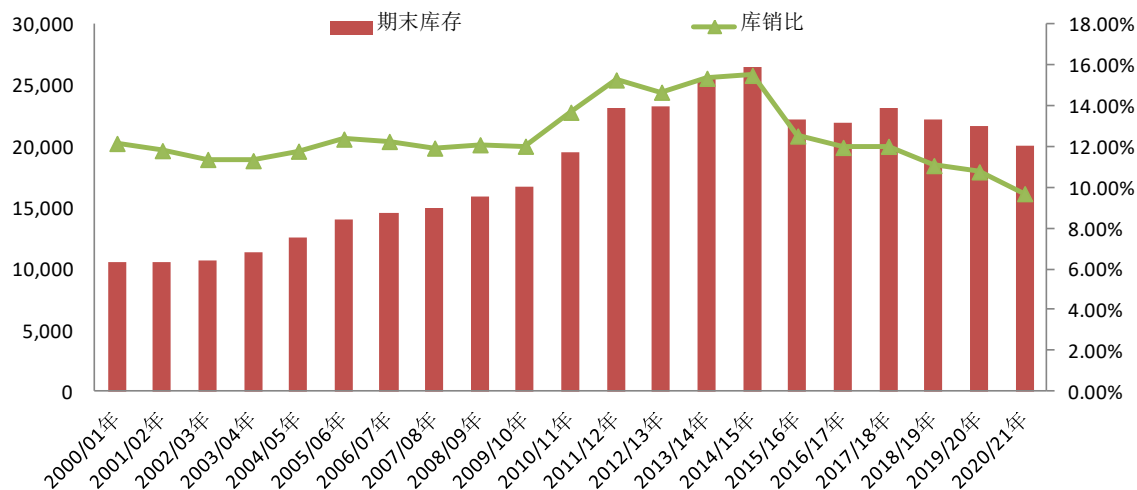


从全球油脂供需结构看国内豆油价格上涨

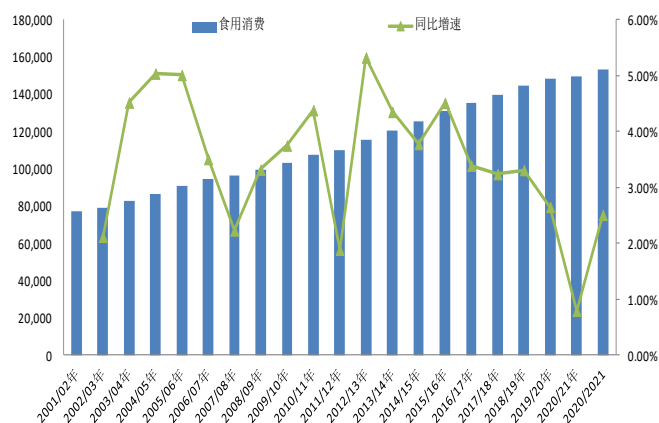
一、全球植物油供需连续三年收紧

最近20年全球植物油期末库存与库销比

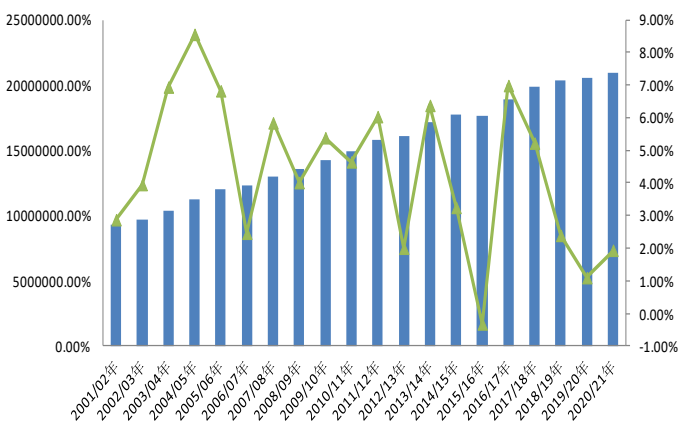


最近三年全球植物油的总体供需格局持续收缩，期末库存自 2017/18 年的 2316 万吨逐渐下降至 2020/21 年 2000 万吨，三年间库存减少了 309 万吨，到了 2020/21 年全球油脂期末库存降至最近 10 年来的最低值。而最能反映整体供需状况的库销比从 2011/12 年的 15.25% 震荡降至 9.69%，为最近 20 年的最低值。全球油脂从原来供大于求、库存逐年累积的格局逐渐转变为供不应求、逐年去库存的格局。

最近20年全球植物油食用消费及增速对比



最近20年全球植物油产量及增速对比



21 世纪前十年在全球人口以及人均油脂消费双双保持高速增长的情况下，全球油脂食用消费保持年均 3.8% 的增速，消化了同时期产量的增长，放慢了库存的累积速度并让价格保持高位运行。

2011/12 年—2014/15 年期间，虽然植物油消费增速维持高位，但产量增量较大，造成全球油脂库存在这段时间快速累计，跨越了 2000 万吨大关，对应全球植物油价格在 2011/2012 年高位徘徊后开启持续下跌的过程。2015/16 年虽然棕榈油减产造成整体植物油产量增速出现大幅回撤，但随后两年

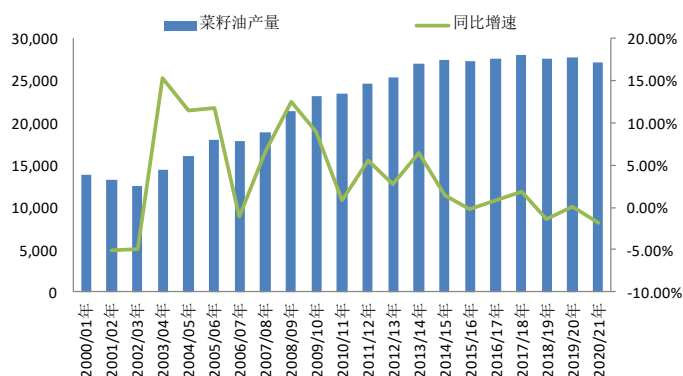
棕榈油产量快速恢复，补足了下跌缺口，整体产量增长维持在一个较高水平，全球库存也恢复了继续累积，伴随着全球植物油价格在随后几年底部震荡。

全球油脂库存和库销比发生转折是从 2018/19 年开始，对应最近三年的产量年均增幅 366 万吨，作为对比 2011/12 年-2017/18 年(除了 2015/16 年)年均产增为 837 万吨。最近三年的国内消费增幅均值为 438 万吨，产不足需，因此库存逐渐下降。对应从 2019 年年中，以棕榈油减产为契机，全球植物油的价格逐渐从底部抬升。虽然在 2020 年年初的宏观利空下油脂上涨节奏被打断，但随着疫情和原油利空被消化，全球油脂再次开启上涨走势。

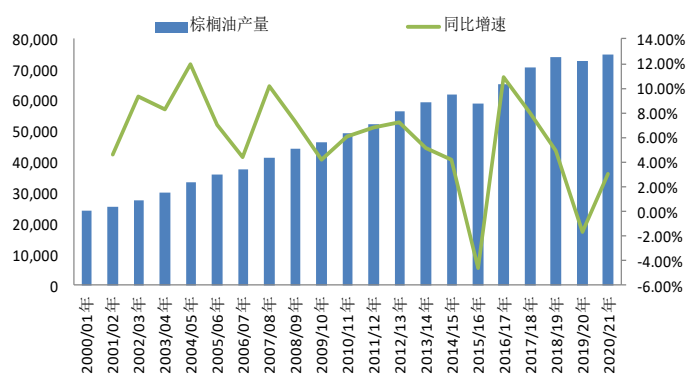
总体来说，由于全球油脂的产增放缓，但需求增长相对稳定，进入去库存阶段，价格存在较强的上涨动力。

二、主要油种产量增长情况各不同

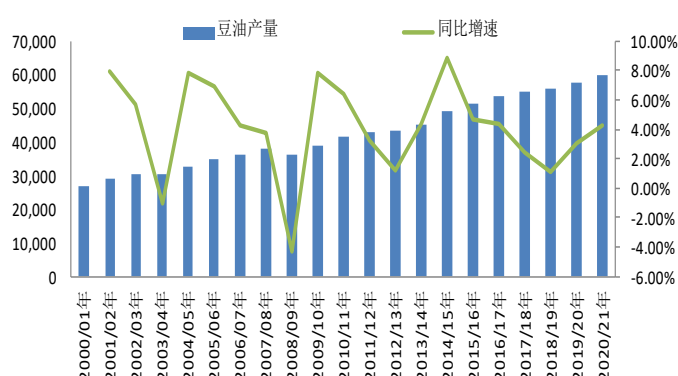
全球菜籽油产量和同比增速



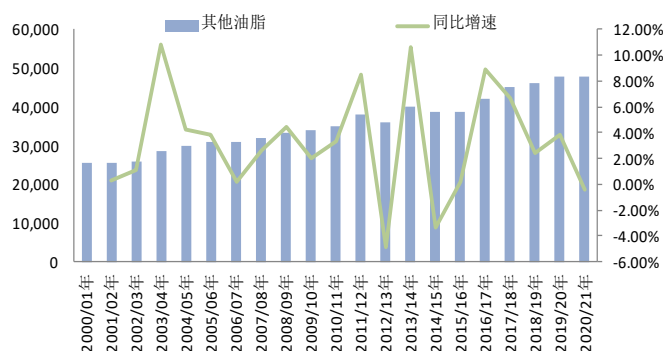
全球棕榈油产量和同比增速



全球豆油产量和同比增速



其他油脂全球产量和同比增速



分品种来看，最近三年全球植物油产量增速放缓一部分原因是菜油减产去库存。最近 20 年全球菜油产量的同比增速可以分为三个阶段，在 2003/04 年—2009/10 年，年均产量增速 9.32%；在 2010/11 年—2014/15 年，年均产量增速 3.39%；从 2015/16 年—2020/21 年，产量年均增速-0.13%。即从 2015/16 年开始全球菜油就进入减产阶段，因为种植收益不佳限制了产业的扩张，主产国加拿大、

欧盟和中国的种植面积同时萎缩。

作为目前全球最大的植物油种，过去 20 年棕榈油产量的快速扩张是全球植物油产量增长的主要原因，贡献了年均产增的 70%，也是过去几年拖累全球植物油价格的重要力量。但从产量上看，棕榈油高速增长的时间也已经过去，2001/2002 年--2017/18 年间，全球棕榈油产量的年均增速为 6.55%，但最近三年，2018/19 年--2020/21 年间的平均增速仅为 2.08%。长期的低价导致种植园对老树的管理和更新速度变慢，鲜果串产量和出油率降低，未成熟面积同比出现负增长，对应总体产量增速明显放缓。

相比起来，豆油产量更加稳定，基本呈逐年稳定增长，主要是因为上游大豆种植产业逐年扩张，美豆单产周期式增长、巴西种植面积不断扩大，导致大豆产能放大，而中国的豆粕消费支持压榨，豆油产量增长。

总体来看，以菜油为主的小油种在全球油脂市场的占比逐渐萎缩，棕榈油产增放缓，豆油随着大豆产能放大和中国压榨需求稳定增加，在全球植物油市场的比重逐渐增加。

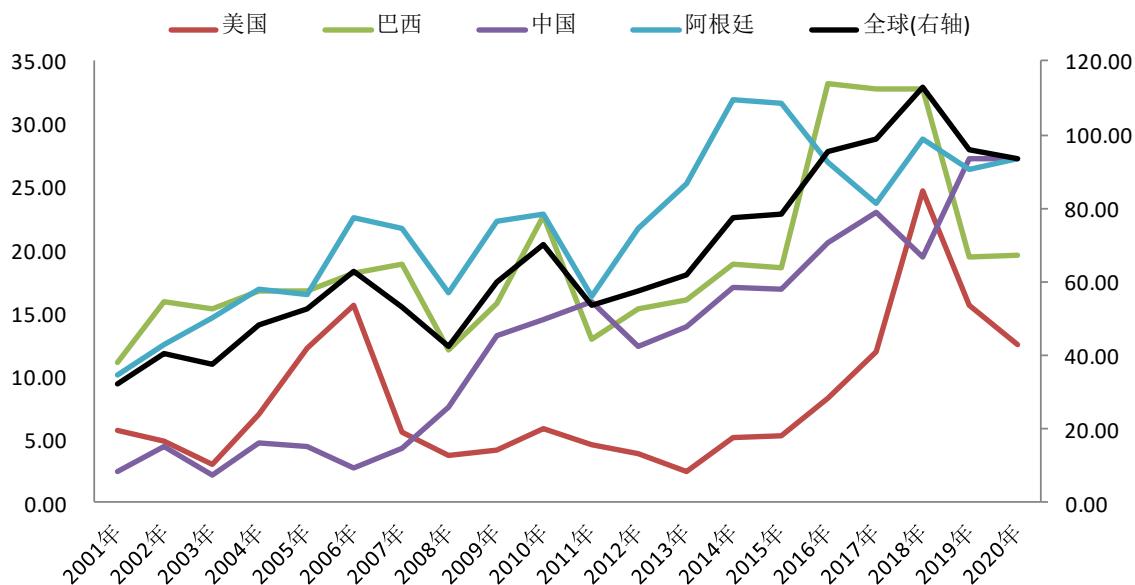
三、2020/21 年全球大豆供需收紧，贸易流向发生改变

单位：百万吨	美国		巴西		阿根廷		中国		全球	
	2019/20年	2020/21年	2019/20年	2020/21年	2019/20年	2020/21年	2019/20年	2020/21年	2019/20年	2020/21年
初始库存	24.74	14.25	32.77	20.34	28.89	26.4	19.46	25.66	113.04	93.75
产量	96.67	116.15	126	133	49	53.5	18.1	17.5	336.59	368.47
进口	0.42	0.41	0.55	0.4	4.65	4	97.4	100	162.96	164.95
压榨	58.91	59.33	44.25	45.5	39.15	42	91.5	99	308.71	322.42
国内总需求	61.96	63.03	46.5	48.14	46.14	49.2	109.2	117.4	354.26	370.59
出口	45.62	59.87	92.48	85	10	7	0.09	0.1	164.58	167.88
期末库存	14.25	7.9	20.34	20.6	26.4	27.7	25.66	25.66	93.75	88.7

从全球大豆供需来看，2020/21 年全球大豆产量同比增 3188 万，但期末库存减少 505 万吨。期末库存减少，一方面来自于期初库存下降 1929 万吨，另一方面国内需求增加了 1633 万吨，消化了产增。从主要国家的压榨来看，美国压榨在 2019/20 年大幅增加至 5891 万吨后，2020/21 年继续维持高压榨状态；巴西压榨在 2020/21 年继续增加 125 万吨；阿根廷压榨在 2019/20 年同比下降 100 万吨，但新年度有所回升，增加 285 万吨；而中国压榨需求继续同比大幅增加 750 万吨。正因为主要国家压榨需求均有不同幅度的增加，消耗了部分新增产量，全球大豆期末库存并未累积。

从贸易上看，全球大豆贸易量没有太大变化，变化的主要是贸易流向。2020/21 年中国进口增加了 260 万吨，美国出口增加 1425 万吨，巴西出口减少了 748 万吨，阿根廷出口减少 300 万吨，即美豆出口增加主要是代替了巴西和阿根廷大豆在中国的市场。

全球及各主要国家大豆期末库存



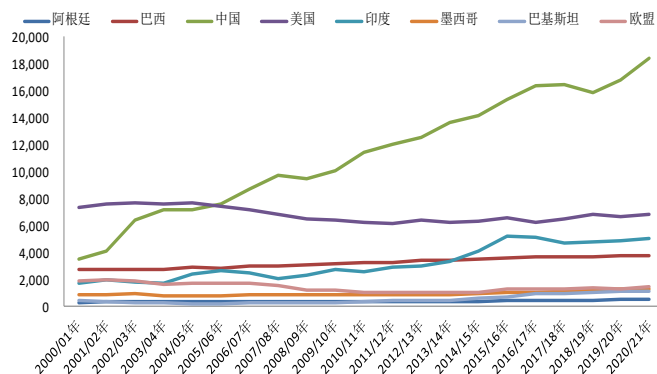
从库存来看，2020/21 年美豆库存继续下降，巴西在 2019/20 年库存已经大幅下降的情况下新年度仍维持低位，中国和阿根廷是全球大豆库存量最大两个国家。中国是因为国内的压榨需求恢复和储备，国际大豆从巴西和美国流向中国。阿根廷是因为其国内政策问题，征收高关税，抵御通货膨胀等，防止大豆流出。

总体来看，全球油粕市场对大豆依赖增加，产量增幅并未转化为供应压力，而是被各国压榨需求化解，全球大豆库存压力不断降低。

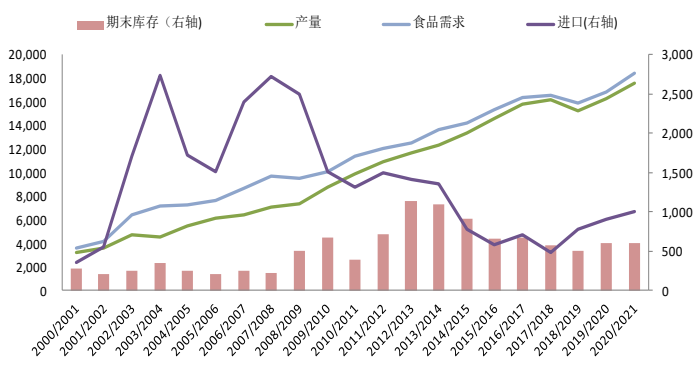
四、中国豆油消费快速增长

最近两年全球大豆的压榨接连释放，意味着豆油供应不断增加，但库存并未累计，主要因为以中国为代表的国家食用需求增幅较大，消化了产增。

主要国家豆油食用消费跟踪



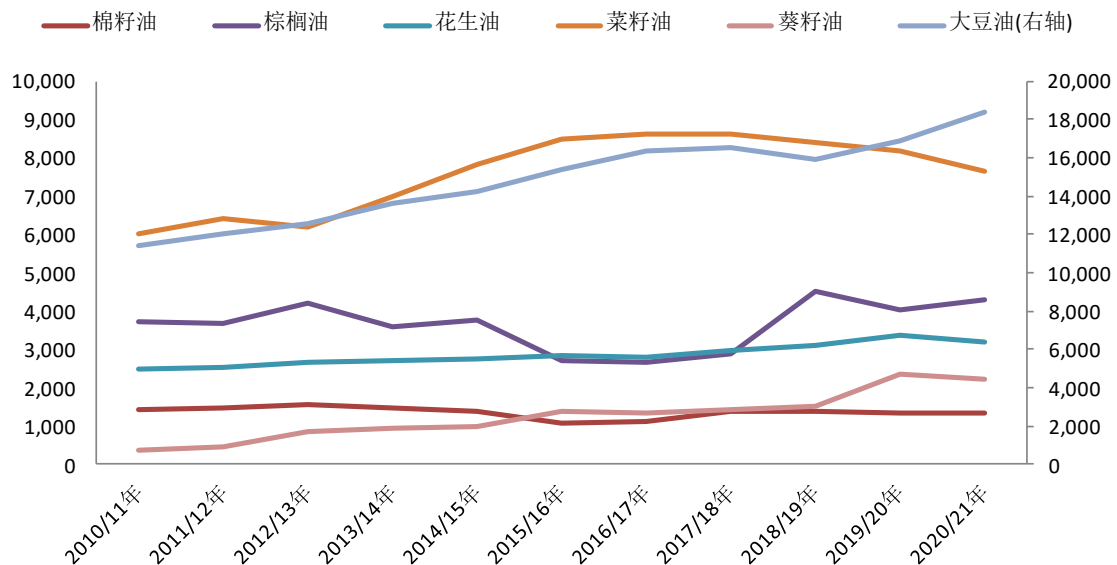
2020/21年中国豆油期末库存同比持平



从过去 20 年的消费来看，中国的豆油消费增长非常快，这跟国内大豆压榨量不断增加，豆油供应充

足，导致价格低廉抢占市场有关。根据 USDA 数据，随着压榨预期连续上调，国内豆油产量也连续增加，且从 2019/20 年进口出现明显增加，但豆油库存增幅并不大。2020/21 年在总供应增加 280 万吨的情况下，国内期末库存持平，主要因为食用需求出现大幅增长。按照通常认为的“农产品的终端消费相对稳定”来看，豆油食用消费增长体现了对其他油脂的替代。

中国主要植物油的食用需求



从中国总体植物油供需来看，2019/20 年棕榈油和菜籽油的食用消费出现了明显的下降。基于全球的菜油供应以及中国进口情况，国内的菜籽油消费在 2015/16 年达到一个高峰后逐渐下降，这种状况或将继续维持。棕榈油在 2019/20 年的消费量有显著下降，主要是因为进口量下降，到了 2020/21 年有所恢复。

总体来看，油脂间的替代消费帮助豆油在过去 20 年间不断的扩大市场规模，目前是中国最大的食用油脂，占了国内植物油消费的 50%。供应不断增加下，国内的豆油库存也未出现明显累计，若叠加政策收储因素，豆油供需稳中略紧。

五、结论

全球油脂市场供需大格局正在发生改变，产增逐渐放缓而需求增速维持稳定，导致全球油脂从原先供大于求的格局逐渐转变为供求平衡甚至收缩状态，库存压力降低且库销比下降，引导植物油价格从底部抬升。关注往后几年全球棕榈油的产增情况及其对整体油脂供需的影响，在预期产地棕榈油产增逐渐放缓情况下，全球油脂有慢慢步入牛市可能。