

# 中州期货 2021 年投资策略报告

## 豆油

### 低库存逻辑中期延续，油粕强弱转换或到下半年

已近岁末，回看 2020 年，这必定是不平凡的一年。全球经历前所未有的疫情挑战，各国政府纷纷放水救市，货币宽松下大宗商品常常同涨同跌；中美关系“斗而不破”，中国恢复大量采购美国农产品，促使美豆期末库存降至近年低位；粮食安全被重提，国家实施战略储备；全球多种油脂供应收缩，推动油脂走出多年未见牛市行情；国内生猪存栏恢复较快，豆粕挣扎在大供应和大需求之中；资金也在市场推波助澜，加大价格波动率。

预计 2020/21 年全球大豆低库存格局难缓解。USDA 预计美豆期末库存 1.75 亿蒲，在此库存水平下，全球需求对南美产量要求较高，若拉尼娜造成南美产量调降或上市推迟，将增加美豆压榨需求及延长出口窗口，库存或更加紧张，继续提振价格。

豆粕 2020/21 年继续面临高到港和高压榨压力，库存需要时间消化。短期 2-3 月到港略低或利于豆粕降库，中长期需看养殖恢复情况。目前生猪养殖利润仍处历史高位，补栏积极性强，预计 2021 年 5 月全国存栏量即可恢复至猪瘟前水平，后期产能将持续释放，带动养殖业整体利多豆粕消费。预计需求扩张下明年国内豆粕下方支撑较强，单边随美豆偏强震荡。

预计 2020/21 年全球棕榈油产量恢复，需求也从疫情中恢复，库存仍处较低水平，对一季度价格有支撑。但拉尼娜天气利于棕榈油增产，随着二季度棕榈油进入增产期，价格或承压。

国内豆油供应紧张局面短期难以缓解，5 月前库存维持低位，价格偏强。二季度后或有转折，一方面全球棕榈油产量恢复，另一方面油脂消费进入淡季，价格有回调压力。且豆粕需求扩张下大豆维持高压榨，豆油供应压力不减，政策收储结束后，豆油库存或累计。

总体看，预计 2021 年上半年油粕格局或转换，上半年油脂在低库存逻辑下支撑较强，豆粕库存需要消化，基差难有太大表现，单边看美豆。下半年全球棕榈油产量恢复和国内累库预期下，油脂有回调压力，而豆粕受益于养殖需求扩张下方有强支撑，油粕强弱或转变。

# 一、2020 年油脂行情回顾

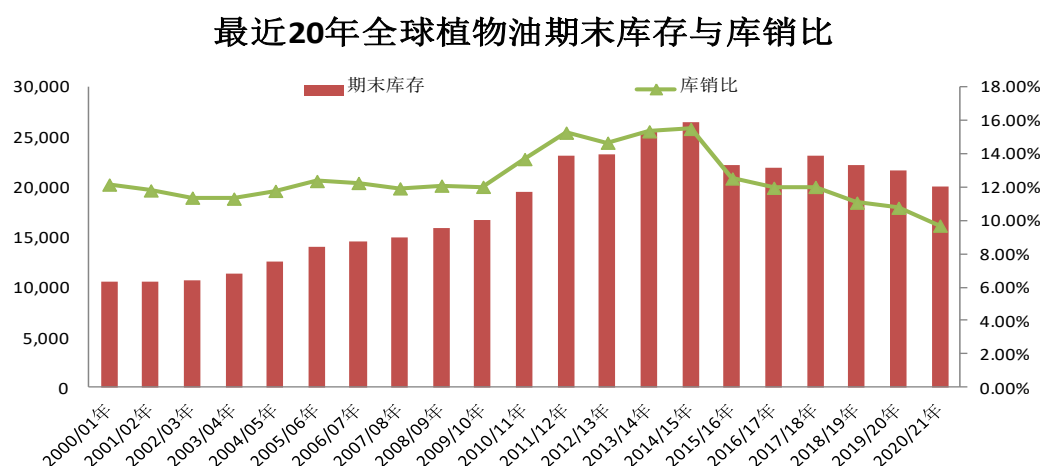
2020 年油脂市场整体呈先跌后涨，行情大致可以分为两个阶段：

第一阶段是年初至 5 月中旬。一月中旬之前，油脂市场延续 2019 年四季度的涨势继续冲高，高点出现在 1 月 10 号马棕 MPOB 报告前夕，随后市场多头资金撤出，盘面开始回调。而此时的回调只是这波下跌的起点。农历春节期间，国内新冠疫情爆发以及随后的封城引起国际市场对油脂需求担忧，内外盘均大跌。直到 5 月中旬，油脂市场始终笼罩在新冠肺炎的阴影下，叠加在此期间国际原油暴跌，导致盘面价格快速下跌并维持低位震荡。豆油指数曾在 3 月中旬出现 5184 的近 5 年低值，较 1 月中旬高价下跌 25%。

第二阶段是从 5 月中旬至年底。5 月中旬以后随着新冠疫情逐步在中国控制，油脂库存处于低位，价格从底部走出。特别是三季度以来，国际棕榈油产量恢复不及预期，菜油供应偏紧，豆油又有收储传闻，多方因素下，油脂价格大幅上涨，至 12 月中旬，豆油指数走出年度高点 7860，较低点涨幅超过 50%。

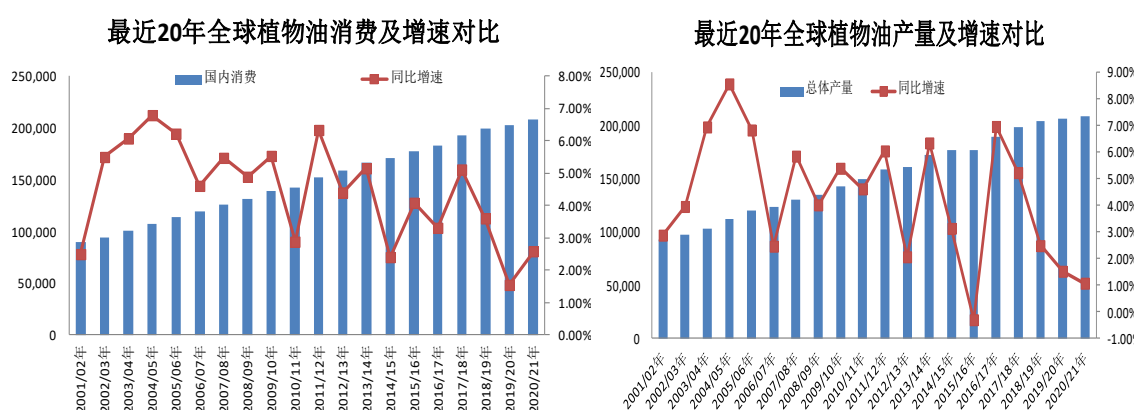
## 二、2020/21 年全球油脂市场供需预测

### (一) 2020/21 年全球植物油整体供需继续收缩



数据来源：USDA 中州期货研究所

预计 2020/21 年全球植物油库存将延续之前三年的下降趋势至 1896 万吨，为近十年来的最低库存。自 2017/18 年开始，全球植物油的总体库存持续下降，供需格局连续收缩，期末库存三年间下降了 445 万吨，近十年来首次降至 2000 万吨下方。而最能反映整体供需状况的库销比连续 6 年下降，至 2020/21 年全球植物油整体库销比仅 9.13%，为最近 20 年的最低水平。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。



数据来源：USDA 中州期货研究所

数据来源：USDA 中州期货研究所

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，全球油脂消费保持年均 3.58% 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。

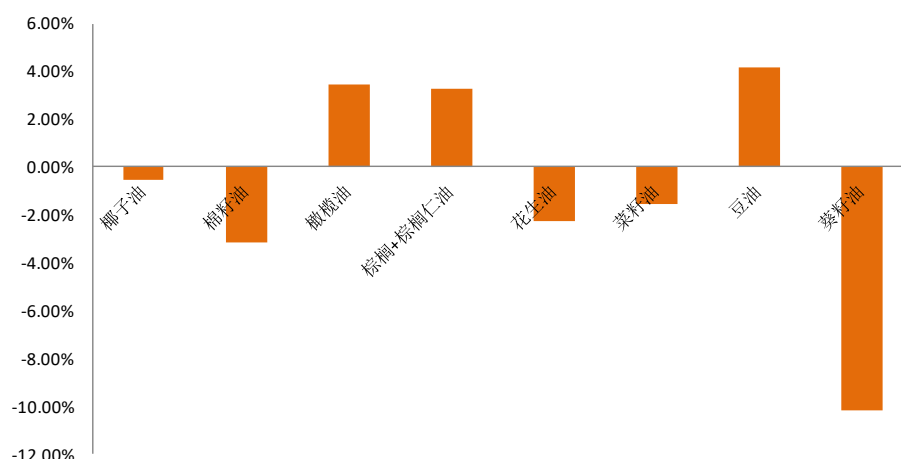
2011/12 年—2014/15 年期间，虽然植物油消费增速维持高位，但产量增量较大，造成全球油脂库存在这段时间快速累计，跨越了 2000 万吨大关，对应全球植物油价格在 2011/2012 年高位徘徊后开启持续下跌的过程。2015/16 年虽然棕榈油减产造成整体植物油产量增速出现大幅回撤，但随后两年棕榈油产量快速恢复，补足了下跌缺口，整体产量增长维持在一个较高水平，全球库存也恢复了继续累积，伴随着全球植物油价格在随后几年底部震荡。

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量 341 万吨，而年均消费增量为 508 万吨，产不足需，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，自 2018/19 年开始，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，而这一趋势在 2020/21 年还会继续保持。

2020/21年全球植物油产量同比变化

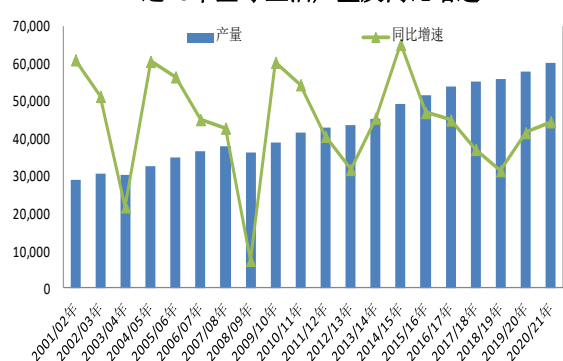


数据来源：USDA 中州期货研究所

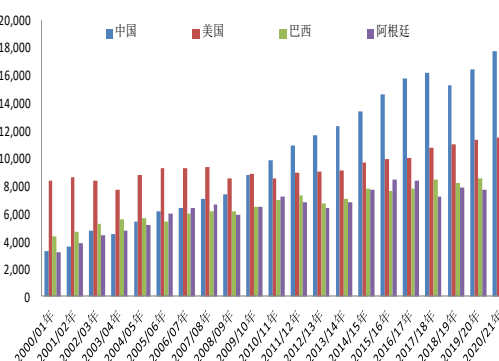
到了 2020/21 年，全球植物油整体产量同比增长仍处于低位，虽然棕榈油产量恢复，豆油保持匀速增长，但包括椰子油、棉籽油、花生油、菜籽油、葵籽油在内的小品种油全部减产，尤其是葵籽油同比减产达到 10%。而国内消费同比恢复，导致期末库存继续下降。

## (二) 2020/21 年全球豆油产增稳定，但库存下降

近20年全球豆油产量及同比增速



G-4国家豆油产量变化

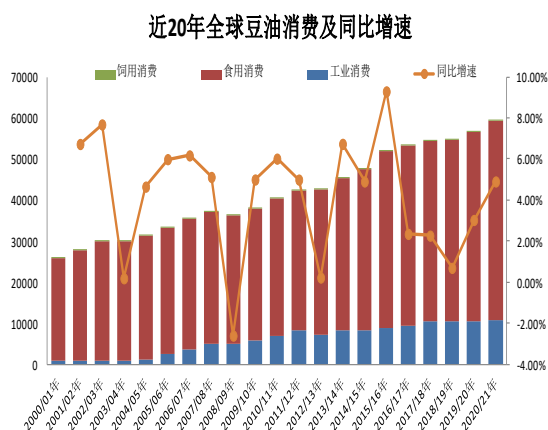


数据来源: USDA 中州期货研究所

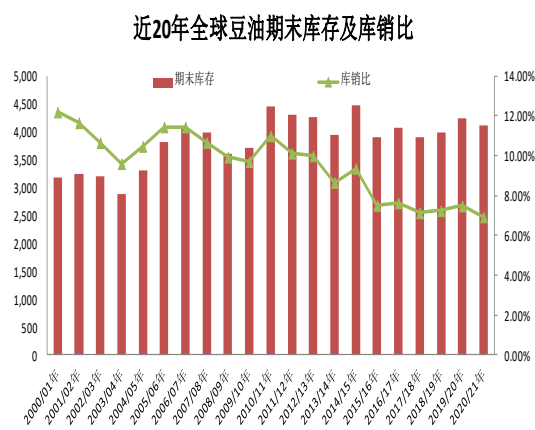
数据来源: USDA 中州期货研究所

相对整体油脂的产增放缓,近年豆油产量稳定增加,最近 20 年的年均产增为 167 万吨,最近 10 年的年均产增为 187 万吨,到了 2020/21 年,同比产增或可达到 240 万吨。全球豆油产量能维持稳步增长主要是因为上游大豆种植产业的逐年扩张,包括美豆单产周期式增长、巴西种植面积不断扩大,而中国的豆粕消费支持压榨,豆油产量增长。

从主要国家产量变化来看,过去 20 年中国豆油产增遥遥领先,特别是自 2009/10 年超过美国成为全球产量最大的国家后,与其他国家比优势越来越明显。至 2020/21 年中国的豆油产量可以达到 1774 万吨,占全球豆油总量的近 30%。美国产量增长较为稳定,至 2020/21 年可达到 1146 万吨,巴西和阿根廷产量分别为 875 万吨和 792 万吨。



数据来源: USDA 中州期货研究所



数据来源: USDA 中州期货研究所

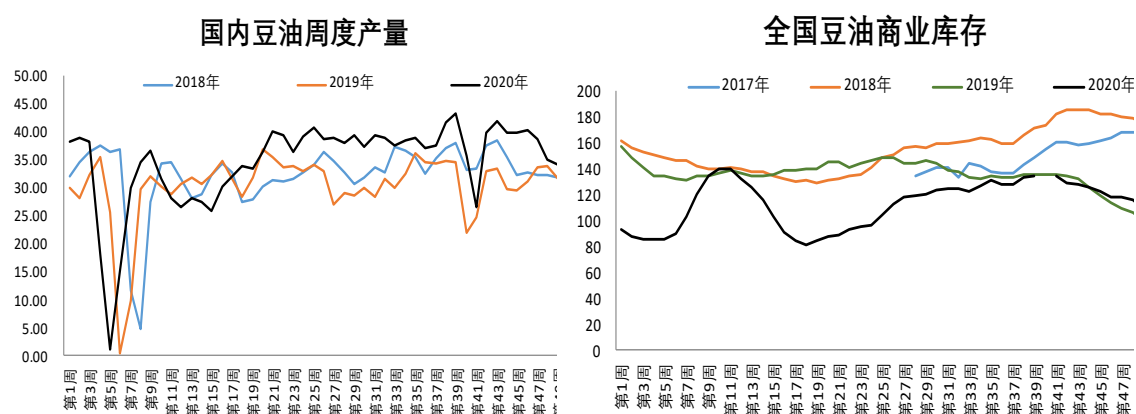
但豆油产增并未转化为库存压力,而是被消费需求化解,期末库存累计相对缓慢。最近 10 年全球豆油期末库存均在 400 万吨附近徘徊,2020/21 年预估为 411 万吨,库销比则因消费稳定增长而成逐年下降的趋势,至新年度豆油库销比为 6.92%,为最近 20 年度的最低水平。从这个角度看,即使是产增最为稳定的豆油在新年度也不会成为全球库存的拖累。

### 三、2020/21 年国内豆油市场供需分析

2020 年国内豆油大放异彩，在上半年消费需求极度悲观，价格打至近年低位的情况下实现了 V 形反转，带领油脂整体走出牛市行情。豆油价格高企的主要逻辑在其高消费下的低库存，商业流通量紧张。从全年表需来看，2020 年国内豆油消费 1885 万吨，同比增加 160 万吨，因此豆油在供应大幅增加的情况下库存依然不高，为价格上涨提供了强大驱动。

回顾全年，豆油消费增加主要在以下方面：1. 饲料用油，玉米价格高企后饲料企业减少玉米用量，需要油脂补充能量值。2. 油脂间替代消费，豆油对棕榈油以及三豆对四菜的替代消费同样可观。3. 各级政府储备，包括地储和国储两个层面，减少了豆油的商业流通量。

且从目前市场环境来看，未来 4 个月还有大量国储待收，豆油消费还在旺季，因此预计 2-5 月国内豆油库存会继续下降，基差难有明显回调。但目前期货单边价格已经偏高，低库存逻辑被充分交易，单边追多风险较大。



数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

据天下粮仓数据，2020 年国内进口大豆压榨得油 1803.5 万吨，同比增加 215 万吨或 13.5%。加上全年进口约 100 万吨，2020 年豆油总体供应量超 1900 万吨。但国内豆油库存并不高，截至 12 月 18 日，国内豆油商业库存总量 102.07 万吨，周度环比降 1.49%，月度环比降 13.35%，同比增 1.98 万吨或 13.30%，五年同期均值 121.38 万吨。

---

## 四、2021 年油脂市场展望

预计国内豆油供应紧张局面短期难以缓解，5 月前库存维持低位，价格偏强。二季度后或有转折，一方面全球棕榈油产量恢复，另一方面油脂消费进入淡季，价格有回调压力。且豆粕需求扩张下大豆维持高压榨，豆油供应压力不减，政策收储结束后，豆油库存或累计。

总体来看，预计 2021 年上下半年油粕格局或有转换，上半年油脂在低库存逻辑下支撑较强，豆粕库存需要消化，基差难有太大表现，单边看美豆。下半年在全球棕榈油产量恢复和国内累库压力下，油脂有回调压力，而豆粕受益于养殖需求扩张下方有强支撑，油粕强弱或转变。



---

## ■ 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做任何保证，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，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，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

## ■ 联系我们

### 管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel: 021-68395023

Email: zzzjb@zzfco.net

### 上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel: 021-68580502

Email: zzsh@zzfco.net

### 烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel: 0535-6695733 传真: 0535-6692349

Email: zzyt@zzfco.net

### 济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观商都 A1-1105

Tel: 0531-83165837 传真: 0531-83165836

Email: zzjn@zzfco.net

### 青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel: 0532-85753103 传真: 0532-85753173

Email: zzqd@zzfco.net

### 沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室

Tel: 024-31258299 传真: 024-31258292

Email: zzsy@zzfco.net

### 临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801 室

Tel: 0539-8053280 传真: 0539-8053280

Email: zzly@zzfco.net

### 烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层 2301 号房

Tel: 0535-2169566 传真: 0535-2169566

Email: zzlk@zzfco.net



---

**大连营业部 116023**

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel: 0411-84806638 传真: 0411-84806338

**江苏分公司 210019**

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel: 025-66687725

Email: zzjsu@zzfco.net