



Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

万晓泉

投资咨询证号：
Z0013257

风光不与旧时同

摘 要

2021 年一季度，在棕榈油库存持续低位、美豆供应偏紧巴西豆到港延后的背景下，油脂继续呈现偏强走势，而油料则因为需求疲软库存压力上升由强转弱。对于接下来的油脂油料价格走势，油料方面，需求前景不佳而大豆集中到港将进一步保障供给，库存压力将继续作用价格，预计粕类可能维持偏弱走势，关注生猪养殖恢复情况以及新作大豆种植情况；油脂方面，随着棕榈油产量增加与南美大豆集中到港，供应紧张局面将有所好转，但是消费强劲继续给予支撑，库存重建还需时间，预计进入二季度后油脂价格可能由强逐步转弱，关注马棕榈库存重建情况。

风险点：全球疫情发展态势、棕榈油产区天气情况、新季油籽播种及各产区天气病虫害情况、非洲猪瘟发展态势、生物柴油政策变化、中美关系以及政策变化等。

目录

第 1 章	行情回顾	4
第 2 章	油籽：旧作供需偏紧，关注新作炒作	6
2.1.	美豆库销比低位，南美天气干扰持续	7
2.2.	种植面积可能增长，关注种植区天气	8
2.3.	全球菜籽供给下降，中加关系影响继续	9
第 3 章	粕类：供应相对充足，需求预期疲软	10
3.1.	豆粕——需求短期难恢复，价格偏弱运行	10
3.1.1.	美豆高位运行，成本支撑显著	10
3.1.2.	南美大豆到港延后，影响供给节奏	10
3.1.3.	需求恢复缓慢，库存压力显现	11
3.2.	菜粕——自身驱动较少，水产需求给予支撑	12
3.2.1.	菜籽进口减少，压榨量维持低位	12
3.2.2.	杂粕形成竞争，水产养殖逐步启动	13
第 4 章	油脂：库存持续低位，产量恢复缓慢	14
4.1.	棕榈油	15
4.1.1.	马来产量增长缓慢，库存重建还需时间	16
4.1.2.	印尼库存相对偏高，高关税限制出口	16
4.1.3.	国内进口增加，但库存偏低运行	17
4.2.	豆油	18
4.2.1.	美豆供需偏紧，成本支撑坚挺	18
4.2.2.	短期大豆到港延后，抛储补充供给	19
4.2.3.	库存持续偏低，基差高位运行	19
4.3.	菜油：菜籽压榨量维持低位，沿海菜油库存保持低位	20
第 5 章	油脂油料展望	22
	免责声明	23

图表目录

图 1.1: 油脂主力合约价格走势	4
图 1.2: 油料主力合约价格走势	5
图 2.1: 全球大豆供需平衡表 (单位: 万吨)	6
图 2.2: 全球油菜籽产量与库销比 (单位: 百万吨)	7
图 2.1.1: 巴西大豆产量走势图 (万吨)	8
图 2.1.2: 阿根廷大豆产量走势图 (万吨)	8
图 2.2.1: 玉米、大豆与棉花价格走势	8
表 2.3.1: 菜籽分国别进口 (单位: 吨)	9
图 3.1.1.1: 大豆压榨利润 (盘面) (单位: 元/吨)	10
表 3.1.2.1: 大豆进口按国别分 (单位: 万吨)	11
图 3.1.3.1: 沿海地区油厂豆粕库存 (单位: 万吨)	11
图 3.2.1.1: 油菜籽月度进口 (单位: 吨)	12
图 3.2.1.2: 油菜籽周度压榨量 (单位: 吨)	12
图 3.2.2.1: 两广&福建地区菜粕库存 (单位: 吨)	13
图 4.1: 全球油脂供需情况 (万吨)	14
图 4.2: 全球油脂消费与库消比 (万吨)	14
图 4.3: 全球油脂需求情况 (千吨)	14
图 4.4: 巴西生物柴油月度产量 (千升)	14
图 4.5: 美国生物柴油月度产量 (百万加仑)	15
图 4.6: 印尼棕榈油生柴使用量 (千升)	15
图 4.1: 印度油脂库存 (千吨)	15
图 4.2.1: 中国三大油脂周度库存 (万吨)	15
图 4.1.1.1: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)	16
图 4.1.1.2: 马来西亚棕榈油期末库存 (万吨)	16
图 4.1.2.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)	17
图 4.1.2.2: 印尼月度期末库存 (万吨)	17
图 4.1.3.1: 中国棕榈油进口总量 (吨)	17
图 4.1.3.2: 国内棕榈油库存 (万吨)	17
图 2.1.2: 豆油表观消费量 (单位: 吨)	18
图 4.2.2.1: 大豆开机压榨量 (单位: 吨)	19
图 4.2.3.1: 国内豆油库存 (单位: 吨)	20
图 4.3.1: 油菜籽周度压榨量 (单位: 吨)	21
图 4.3.2: 菜籽油库存 (单位: 吨)	21

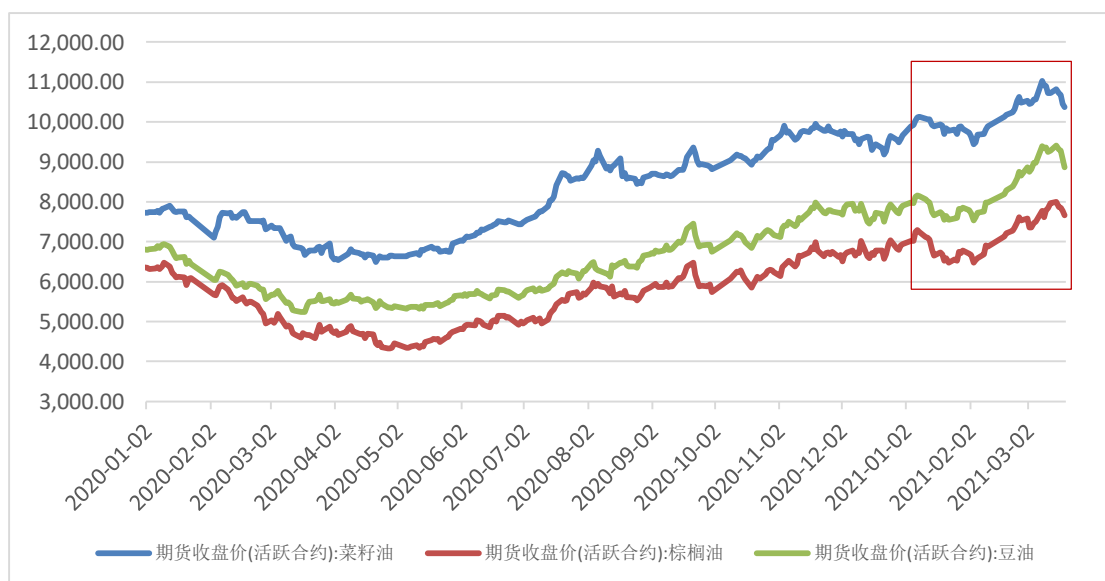
第1章 行情回顾

一季度，在供应持续偏紧而需求又比较稳定的背景下，油脂价格继续偏强运行。其中棕榈油方面，由于马来西亚主产区雨水偏多和劳工短缺，产量远不及往年同期，而需求方面，消费相对稳定，出口因高价有所受限但是降幅相对较小，故马来西亚棕榈油库存维持历史低位徘徊，支撑棕榈油价格偏强走势；豆油方面，因美豆供需偏紧，库销比持续下调，南美主产区天气扰动，阿根廷大豆产量下调巴西大豆收割装运延后，美豆价格坚挺，豆油成本支撑显著，再加上库存持续低位供应偏紧，现货基差高位运行，使得豆油价格一路上行，05 合约价格一度上涨至 9500 以上；菜油方面，因菜籽压榨量维持低位，沿海菜油库存保持相对低位，供应持续紧张，价格亦保持偏强走势。

相较于油脂，油料则在一季度呈现了相反的走势，在油脂持续强势而下游需求疲软的背景下，粕类价格偏弱运行。其中豆粕方面，尽管有原料美豆价格坚挺给与支撑，但是下游生猪在冬季损失严重导致需求疲软，再加上豆油偏强运行进一步压制豆粕价格，豆粕价格在 1 月中之后一路下行；菜粕方面，尽管菜籽压榨量维持低位，供应相对较少，但由于华南地区杂粕供给较多形成对菜粕的竞争，且 3 月中下旬水产养殖陆续启动提振菜粕需求预期，所以相对于豆粕，菜粕前期更弱后期偏强，但整体来看其自身驱动偏小，主要跟随豆粕走势，故整体仍旧偏弱。

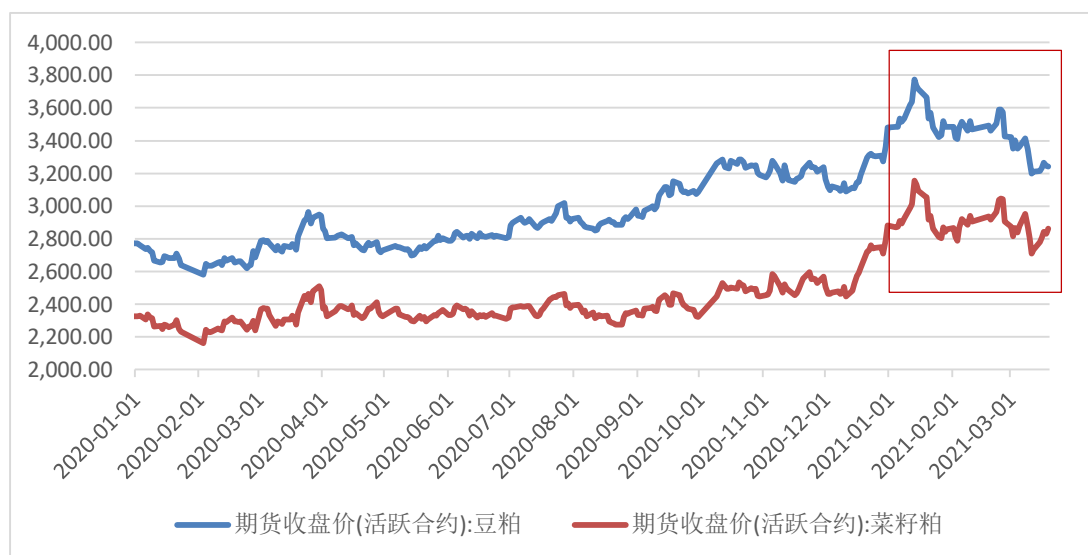
对于接下来的油脂油料走势，油脂主要关注产量恢复进展库存重建情况而油料则需关注需求情况及新作油籽种植，预计油脂可能由强转弱，而油料将继续震荡偏弱运行。

图 1.1：油脂主力合约价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：油料主力合约价格走势图



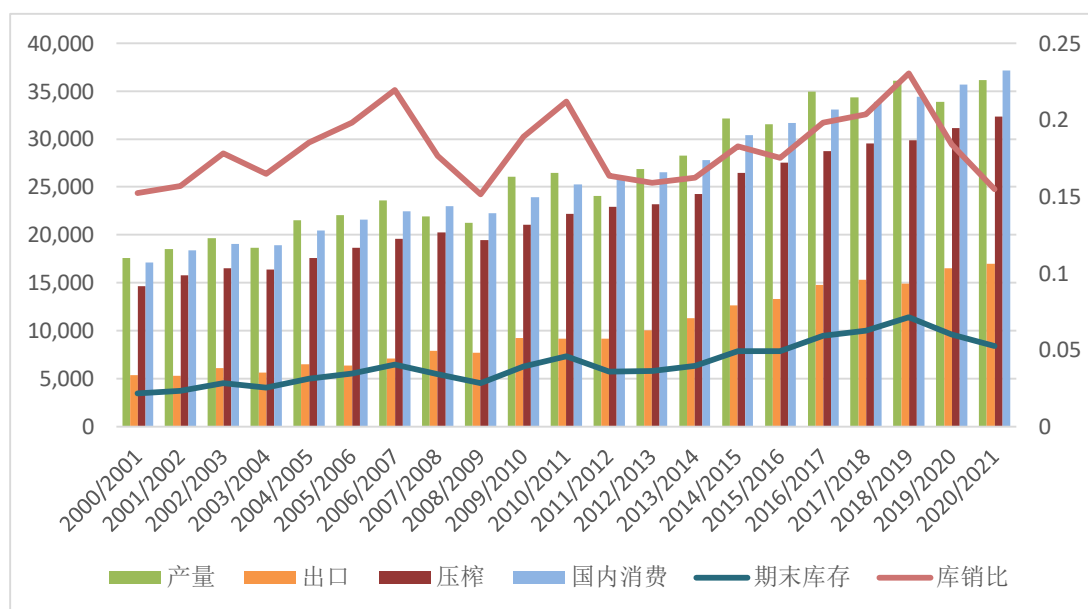
资料来源：Wind 南华研究

第2章 油籽：旧作供需偏紧，关注新作炒作

2019/20 年度全球大豆产量下降明显且需求较好，故全球大豆期末库存下降明显，而本年度全球大豆尽管产量创历史新高，但由于消费亦创历史新高，全球大豆供需偏紧，期末库存继续下降。美国农业部 3 月供需报告，2020/21 年度全球大豆产量为 36182 万吨目前南美大豆正处于成熟收获期，而美豆还未到种植季，即本年度大豆丰产但供需偏紧格局已基本确定，新年度大豆尽管因为种植效益较好市场预计产量将继续增加，但是由于播种需要在 5 月才陆续展开，种植面积、产区天气等均具有较大的不确定性，所以可以关注接下来的新作供需炒作。

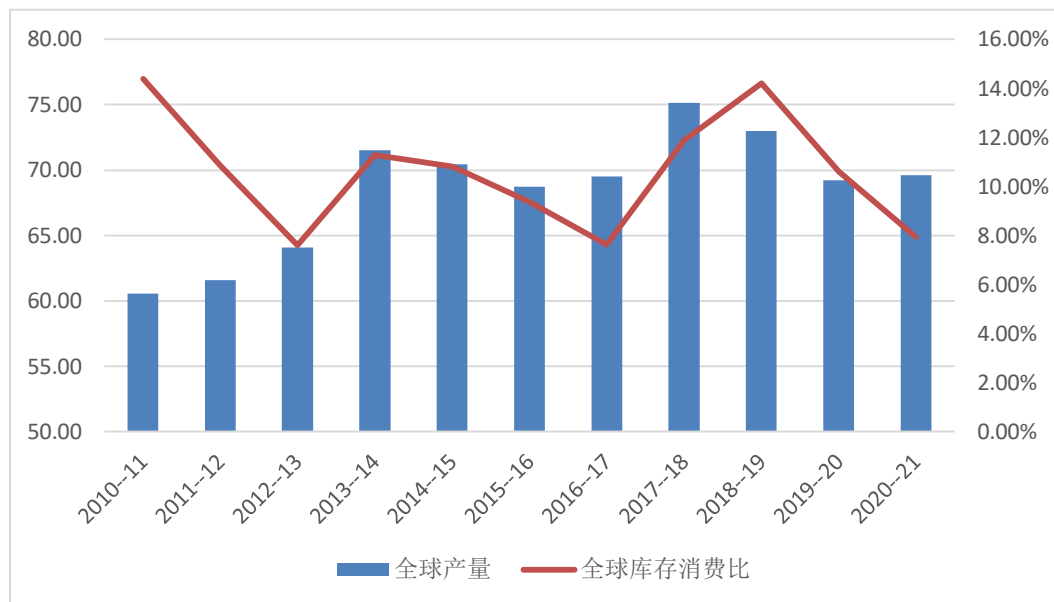
受不利天气影响，近几年油菜籽产量持续下降，2019/20 年度全球油菜籽产量下降至 6923 万吨，2020/21 年度因为欧盟、加拿大等种植面积继续下降，且部分地区受病虫害影响单产下降，产量继续保持低位，美国农业部最新预估 2020/21 年度全球油菜籽产量为 6959 万吨，也就是全球油菜籽供需继续偏紧，期末库存将进一步下降。而对于即将开始的新作种植，尽管就目前的天气情况来看预计全球油菜籽种植面积和单产将明显增长，但实际产量仍需要关注主产区天气情况。

图 2.1：全球大豆供需平衡表（单位：万吨）



资料来源：Wind USDA 南华研究

图 2.2：全球油菜籽产量与库销比（单位：百万吨）



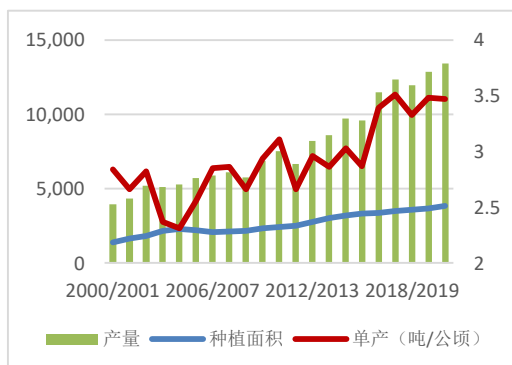
资料来源：Wind USDA 南华研究

2.1. 美豆库销比低位，南美天气干扰持续

本年度美豆种植区天气情况大体正常，种植面积与单产均有所回升，产量增加明显，但是由于其国内需求较好压榨量保持高位，以及中国大量采购而南美大豆上市又推迟等原因出口亦表现强劲，美豆需求创历史新高，所以期末库存大幅下降，库存消费比下调至历史低位，支撑美豆价格。美国农业部 3 月供需报告预测，2020/21 年度美国大豆产量为 11255 万吨较上年度增加 1588 万吨，压榨量为 5988 万吨较上年度增加 96 万吨，出口量为 6124 万吨较上年度增加 1546 万吨，故期末库存下降 1097 万吨至 326 万吨，库销比为 2.62%。

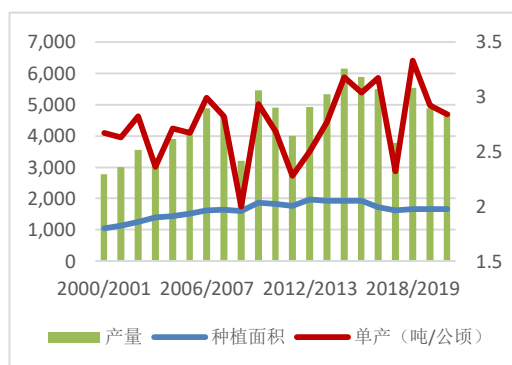
本年度南美产区受拉尼娜气候影响较大，因种植期雨水偏少，南美大豆种植推进缓慢，尽管之后巴西降雨改善，产量预期创历史新高，但是进入收获季后雨水偏多再次阻碍了大豆收获与装运的进程，在一定程度上拉长了美豆出口周期，进一步加剧市场阶段性的供应短缺。而阿根廷由于种植窗口更短且整体降雨情况远不及巴西，故本年度阿根廷单产将进一步下降，产量下降。尽管因为天气原因，市场对于本年度南美大豆产量的预估不断反复，但是目前南美大豆已经入成熟收获季，随着大豆的不断采收，产量几乎已成定局，仅收割装运进度可能对市场阶段性供给有一定影响。美国农业部 3 月供需报告预测，2020/21 年度产量巴西大豆产量为 13400 万吨，上年度为 12850 万吨，阿根廷大豆产量为 4750 万吨，上年度为 4880 万吨。

图 2.1.1: 巴西大豆产量走势图 (万吨)



资料来源: USDA 南华研究

图 2.1.2: 阿根廷大豆产量走势图 (万吨)

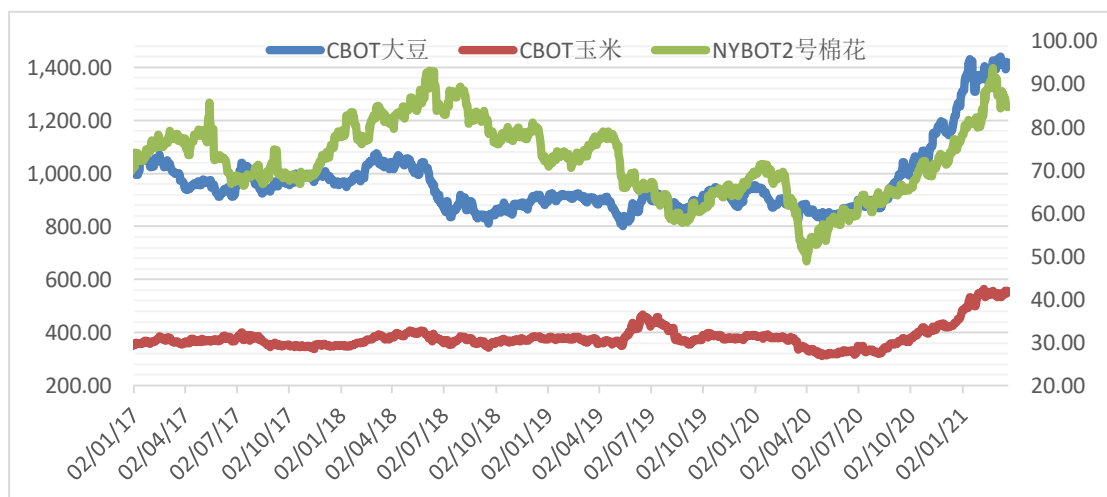


资料来源: USDA 南华研究

2.2. 种植面积可能增长，关注种植区天气

对于 2021 年新季作物的种植，由于去年以来大豆、玉米、棉花、高粱等作物的价格均出现了大幅的上涨，但对比于作物间的种植收益，农户对于大豆的种植积极性仍较高。美国农业部 2 月在农业展望论坛上表示，新年度大豆和玉米产量均将增加，其中尤其是大豆，种植面积可能增加 690 万英亩至 9000 万英亩，涨幅为 8.3%，而在天气整体良好的背景下，预计产量将创历史新高达 1.232 亿吨。同样对于巴西，由于大豆价格持续高位，种植收益较好，种植面积有望进一步增长，而阿根廷大豆种植因制约因素相对较多，预计种植面积相对稳定。故就目前来看，全球新季大豆种植面积大概率将增长，产量亦将增长，但对于农产品来说天气仍是至关重要的影响因素，而现在正处于北半球大豆种植前夕，大范围种植将于 5 月展开，天气炒作影响逐步上升。

图 2.2.1: 玉米、大豆与棉花价格走势



资料来源: Wind 南华研究

2.3. 全球菜籽供给下降，中加关系影响继续

因为不利天气影响，近几年全球油菜籽产量明显下降，2020/21 年度预计仍将维持在相对低位为 6959 万吨，全球油菜籽供需继续偏紧。而对于我们国内，由于种植收益较低，近几年我国国内油菜籽种植面积呈逐年下降趋势，目前已经基本下降至刚性种植面积，产量波动不大，据天下粮仓 3 月供需预估 2020/21 年度国内油菜籽产量为 370 万吨，消费为 650 万吨。

因此，进口是国内菜籽供给的重要补充，而加拿大是全球最大的油菜籽出口国，也是我国油菜籽进口的主要来源国，中加关系无疑极大的影响了我国油菜籽供需格局，从加拿大进口油菜籽较正常年份下降了一半，2018 年我国油菜籽进口量为 477 万吨，而 2019 年则为 274 万吨，2020 年度为 311 万吨，与之相对应的是压榨下降，增加菜油进口形成一定的替代。就目前来看，中加关系紧张态势仍将继续，估计国内菜籽供应偏紧格局也将继续。

表 2.3.1：菜籽分国别进口（单位：吨）

	全国	加拿大	俄罗斯	蒙古	澳大利亚
2016 年	3565017	3437621	19397	44770	63230
2017 年	4747066	4511938	58569	95664	55000
2018 年	4766119	4452966	204510	83521	25123
2019 年	2737445	2357603	188389	57931	133522
2020 年	3114448	2315563	330973	28931	438981

资料来源：海关总署 南华研究

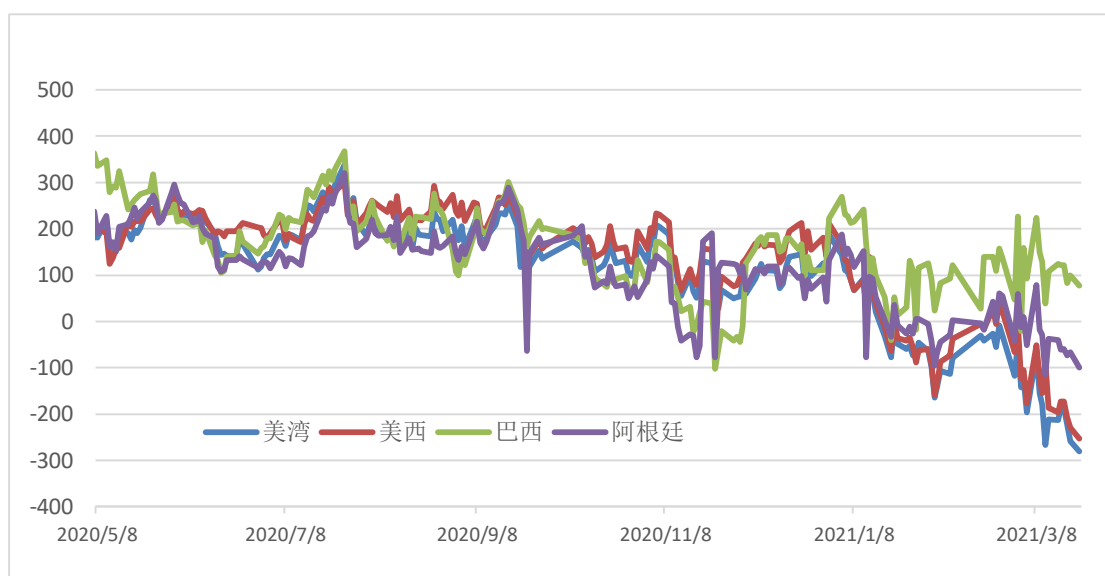
第3章 粕类：供应相对充足，需求预期疲软

3.1. 豆粕——需求短期难恢复，价格偏弱运行

3.1.1. 美豆高位运行，成本支撑显著

从去年 5 月开始，随着库销比的不断下调，美豆价格一路上行直到今年年初上涨至高位后进入横盘震荡期。美豆价格持续坚挺使得大豆进口成本居高不下，进而支撑到下游豆油豆粕价格。而近期随着豆粕回落豆油调整，美豆依然高价，进口大豆盘面压榨利润亏损严重，目前美湾大豆 3 月船期盘面毛利润亏损 250 元/吨左右，巴西大豆 3-5 月船期毛榨利 100 元/吨上下，扣除 150-180 元/吨加工费，净榨利也处于亏损状态，油厂和经销商挺价意愿较强，开机压榨维持低位，支撑豆粕价格。

图 3.1.1.1：大豆压榨利润（盘面）（单位：元/吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

3.1.2. 南美大豆到港延后，影响供给节奏

本年度巴西大豆尽管产量再创新高，但由于拉尼娜影响，收获期间雨水偏多，收割和出口装运进程远不及去年同期，而现阶段又是南美大豆供应窗口，巴西大豆收割装运延后使得 2-4 月我国大豆到港量明显不足，2 月大豆实际到港仅有 594 万吨，远低于市场预期，3 月预报到港 620 万吨，4 月预计也就 760 吨，直到 5、6 月份月均到港量才有望重新升至 1000 万吨以上。巴西大豆到港的延后使得短期国内大豆供应偏紧，但是随着收割装运的持续推进，供需格局将逐步转变。

表 3.1.2.1: 大豆进口按国别分 (单位: 万吨)

国家	1 月至 2 月	去年同期	同比	2020 年 10 月-2 月	上年度同期	同比
美国	1195.28	610.12	95.91%	2711.95	1284.43	112.00%
巴西	103.17	513.93	-79.93%	918.5	1762.43	-47.88%
阿根廷	10.11	180.26	-94.39%	154.25	548.47	-71.88%
总量	1340.68	1351.29	-0.79%	3920.54	3746.28	4.65%

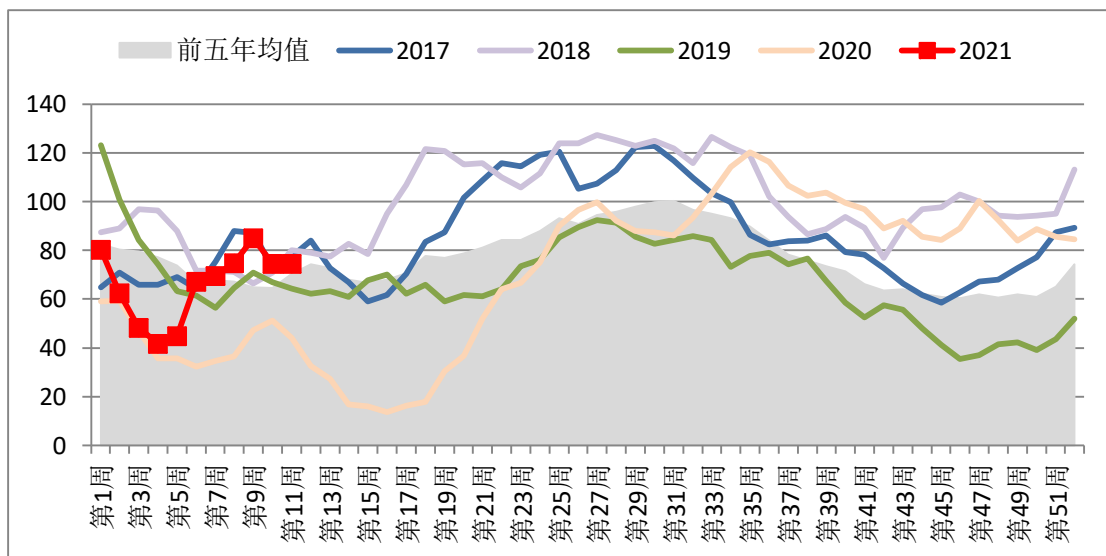
资料来源: 海关总署 南华研究

3.1.3. 需求恢复缓慢, 库存压力显现

年初因市场担忧疫情影响物流春节前备货积极, 豆粕需求旺盛, 但由于进入冬季后部分地区非洲猪瘟再次回升生猪损失严重, 直到现在非洲猪瘟影响仍在继续, 生猪存栏连续下降, 养殖户补栏积极性不高, 故饲料企业采购原料相对谨慎, 豆粕需求不佳, 而另一方面豆油需求较好支撑油厂开机率增加豆粕供给, 油厂豆粕库存存在春节过后快速增长至同期高位, 截止 3 月 19 日沿海主要地区油厂库存为 74.53 万吨, 较去年同期增长 69.19%, 部分油厂已出现豆粕胀库现象, 但一定程度上油厂库存偏高可能会以降低压榨来缓解供给压力, 给予价格一定支撑。

因此, 在油脂表现相对强势的背景下, 随着大豆到港量的不断增加, 豆粕供应相对充足, 而需求方面, 因非洲猪瘟影响继续, 生猪养殖恢复缓慢, 豆粕需求恢复预计亦将缓慢, 库存高位将继续施压价格, 但是美豆价格给予成本支撑, 故豆粕价格可能继续偏弱运行。

图 3.1.3.1: 沿海地区油厂豆粕库存 (单位: 万吨)



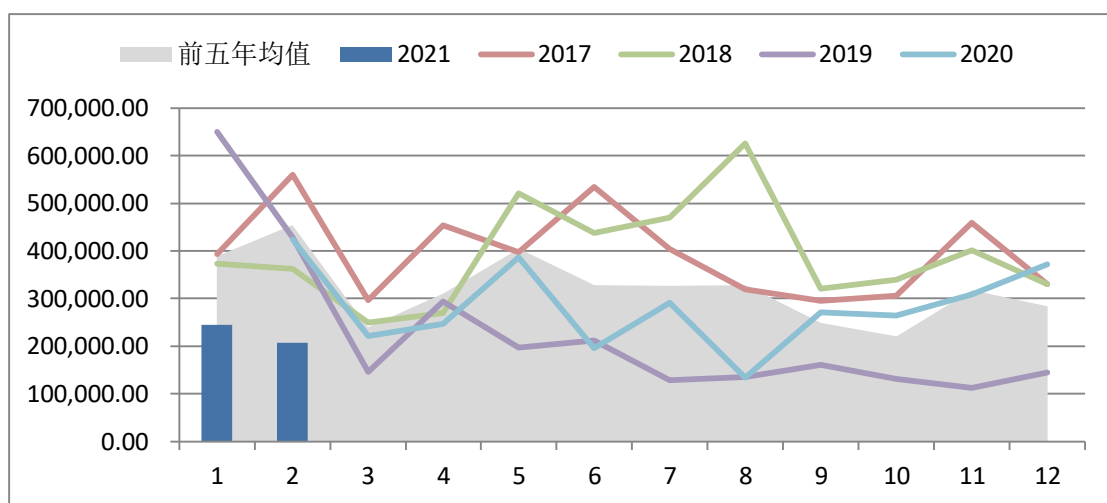
资料来源: 天下粮仓 南华研究

3.2. 菜粕——自身驱动较少，水产需求给予支撑

3.2.1. 菜籽进口减少，压榨量维持低位

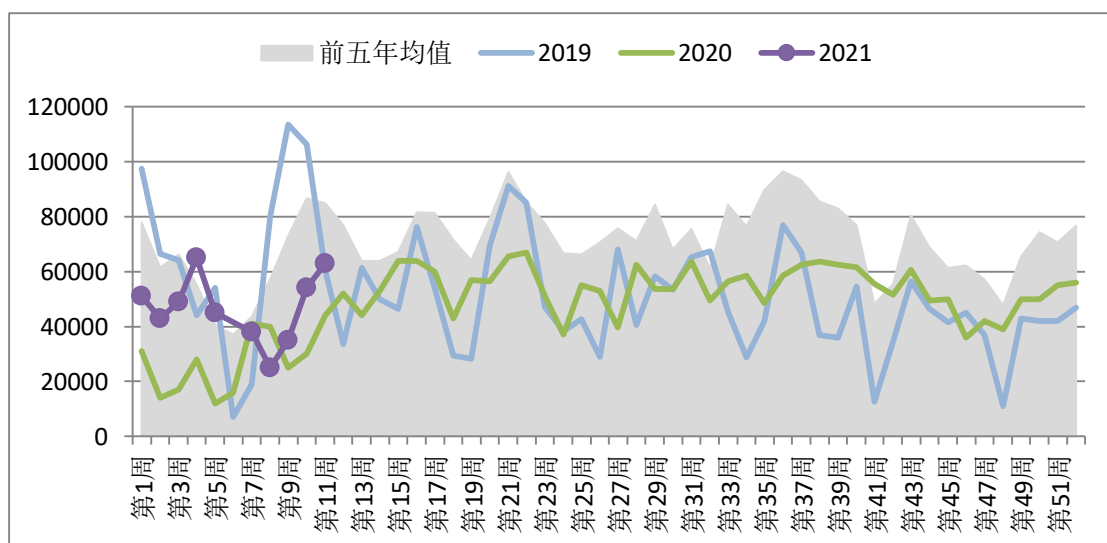
因中加关系紧张，近两年我国油菜籽进口量大幅减少，今年油菜籽进口量继续保持低位，1-2 月进口 45.19 万吨，去年同期为 42.38 万吨，但是前五年年均值为 84.4 万吨。而我们国内油菜籽产量又相对稳定，故菜籽压榨亦维持低位，但由于菜粕进口增加形成一定的替代，所以整体菜粕供应保持平稳态势。

图 3.2.1.1：油菜籽月度进口（单位：吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 3.2.1.2：油菜籽周度压榨量（单位：吨）



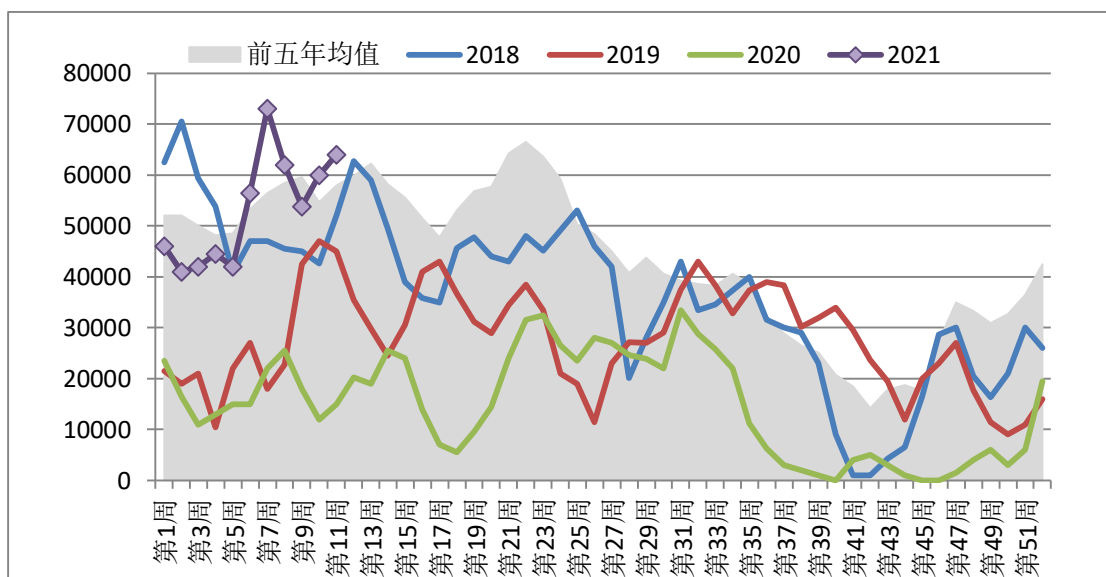
资料来源：天下粮仓 南华研究

3.2.2. 杂粕形成竞争，水产养殖逐步启动

因为油菜籽进口减少，菜粕供应下降，近两年葵花籽粕颗粒菜粕等杂粕进口增加以形成供给补充，去年进口葵花籽粕 218 万吨，前年为 145 万吨，去年进口颗粒菜粕 189 万吨，前年为 158 万吨。但今年春节后饲料需求放缓，杂粕与菜粕的竞争性上升，菜粕库存快速上升至高位，但由于水产养殖将于 3 月底开始陆续启动，菜粕需求预期向好，对价格形成支撑，不过需要注意的是，水产养殖区天气可能对菜粕需求造成较大影响，去年 6 月全国部分地区雨水偏多造成的超强洪水令堤垮鱼逃，养殖业经济损失严重，菜粕需求一度下降明显。

因此，对于菜粕而言，菜籽进口减少，压榨维持低位，但是进口增加，菜粕供应相对平稳，水产养殖启动利好菜粕需求预期，但是整体来看菜粕自身驱动相对较少，需关注豆粕运行情况。

图 3.2.2.1：两广&福建地区菜粕库存（单位：吨）

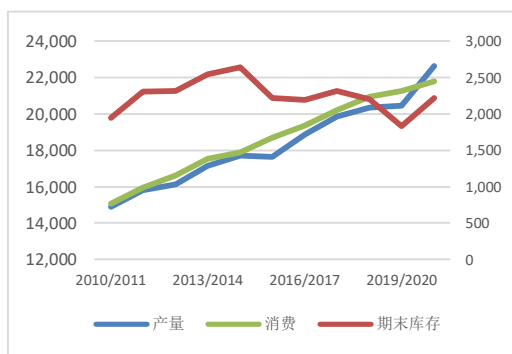


资料来源：天下粮仓 南华研究

第4章 油脂：库存持续低位，产量恢复缓慢

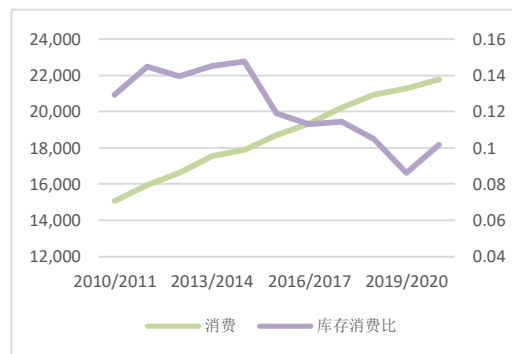
全球油脂一直处在产量与消费均增加的趋势中，但从 2015/16 年度始，生物柴油政策大力推进，工业需求快速增长，且食用需求保持稳定增长态势，消费增速超越产量增速，全球油脂库存开始下降，库存消费比亦降至低位，油脂供需偏紧情况加剧，2019/20 年度库销比已降至 8.6%，尽管本年度小品种油脂产量继续下降，但是棕榈油、豆油与菜油产量增加相对明显，全球油脂供应改善，故库存有所回升但是仍在偏低水平，库销比继续低位运行，支撑全球油脂价格。就美国农业部 3 月预估数据来看，2020/21 年度全球油脂产量为 22633 万吨，消费为 21775 万吨，期末库存回升至 2218 万吨，库销比为 10.2%。而对于我们国内，三大油脂库存从 2019 年开始重心下降，目前已降至近十年低位附近，截止 3 月 19 日当周为 122.8 万吨，五年同期为 225.4 万吨。

图 4.1：全球油脂供需情况（万吨）



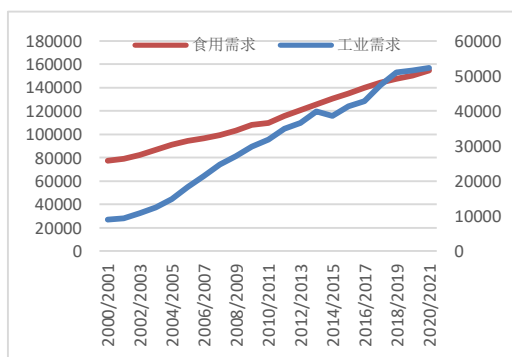
资料来源：USDA 南华研究

图 4.2：全球油脂消费与库销比（万吨）



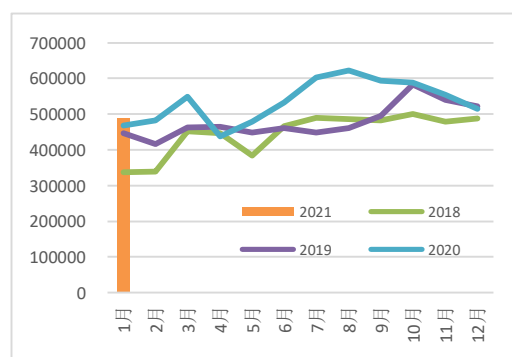
资料来源：USDA 南华研究

图 4.3：全球油脂需求情况（千吨）



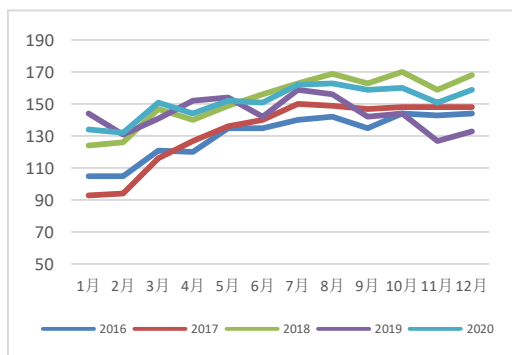
资料来源：USDA 南华研究

图 4.4：巴西生物柴油月度产量（千升）



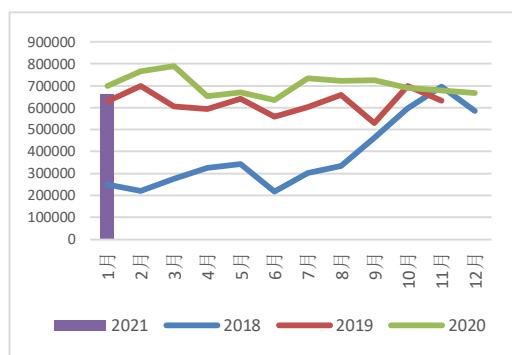
资料来源：巴西生物燃料机构 南华研究

图 4.5：美国生物柴油月度产量（百万加仑）



资料来源：美国能源信息署 南华研究

图 4.6：印尼棕榈油生柴使用量（千升）



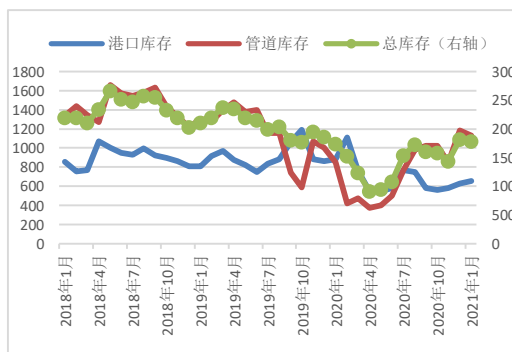
资料来源：印尼生物燃料生产商协会 南华研究

4.1. 棕榈油

2019 年，因价格低位运行需求回升，马来西亚棕榈油库存存在消费出口强劲而产量相对平稳的背景下大幅下降，2020 年，因为疫情原因导致的劳工短缺以及拉尼娜影响形成的洪涝灾害，产量下降明显，而出口与消费尽管也受疫情及替代影响有下滑但是整体表现仍就相对强劲，故马来西亚棕榈油库存继续大幅下降，进入 2021 年，因一季度不利天气及疫情影响继续，基本面延续上一年度格局，库存继续保持低位，支撑马棕油价格。印尼方面，近几年棕榈油产量增加明显，出口与消费亦呈现增长态势，库存相对稳定，去年因拉尼娜与疫情影响，产量小幅下降，需求亦下降，库存明显增加，但由于因其实施高关税一定程度上限制出口，对全球棕榈油供给影响相对较小。而另一方面，对于棕榈油主要需求国，目前中国与印度油脂库存均处于偏低水平。

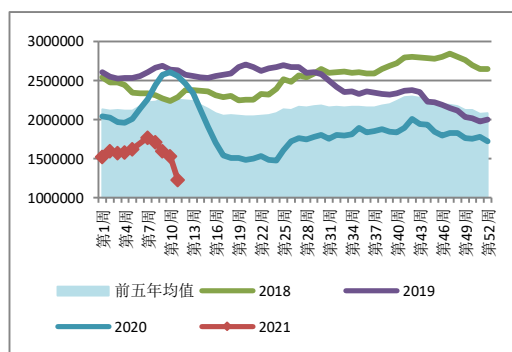
因此，短期来看棕榈油库存低位，供需相对偏紧格局仍将延续，但是目前已经入季节性增产周期，产量预计缓慢提升，棕榈油库存将逐步重建，关注需求端变化。

图 4.1：印度油脂库存（千吨）



资料来源：印度炼油协会 南华研究

图 4.2：中国三大油脂周度库存（万吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

4.1.1. 马来产量增长缓慢，库存重建还需时间

去年因为疫情防控，马来西亚采取了旅行限制、遣送回国以及封锁等措施，导致种植园劳动力出现巨大缺口，外国劳工短缺令种植和收割均出现延迟，产量明显受到影响，但是随着疫苗的推广以及疫情好转，目前外国劳工开始陆续返回马来种植园，劳工短缺问题有所缓解且产量已进入季节性增产周期，预计马来西亚棕榈油产量将逐步回升，但是由于疫情仍在继续劳工问题依旧存在，而油脂库存低位，需求亦在逐步恢复，预计库存重建周期会相对延长。马来西亚棕榈油局报告显示，马来 2 月毛棕油产量 110.6 万吨月比降 1.85%，库存 130 万吨月比降 1.8%，西南马棕油协会发布数据显示，3 月 1-20 日产量比 2 月同期增 40%

图 4.1.1.1：马来西亚棕榈油产量（万吨）

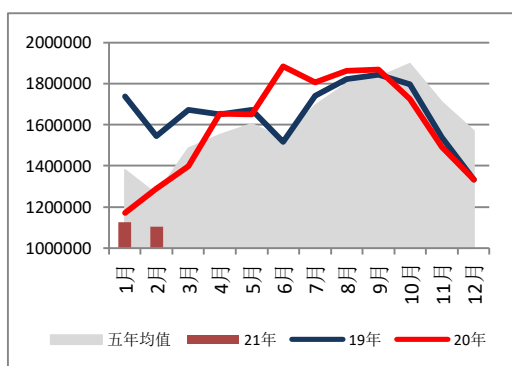
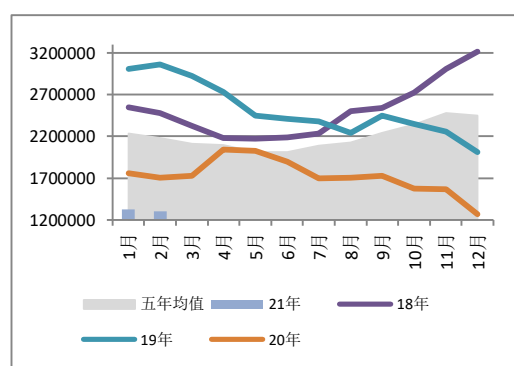


图 4.1.1.2：马来西亚棕榈油期末库存（万吨）



资料来源：Wind 南华研究

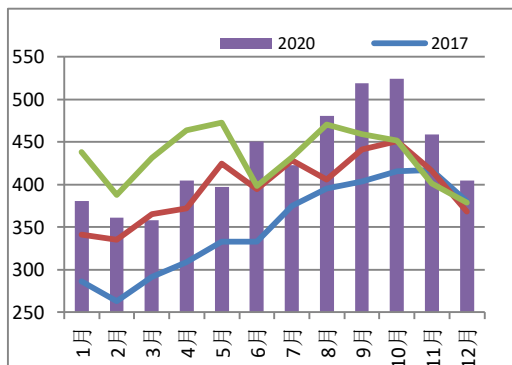
资料来源：Wind 南华研究

4.1.2. 印尼库存相对偏高，高关税限制出口

相对于马来西亚，近年来印尼产量增加明显，但去年同样因为不利天气及种植园管理问题，产量小幅下降，而需求方面，在疫情背景影响下，全球油脂消费增速放缓，油脂间竞争加剧，棕榈油需求下降，而印尼又实施较高的关税措施，故印尼库存增加明显，但是同样也是因为印尼实施高关税政策，一定程度限制棕榈油出口，对全球棕榈油市场供给影响相对较小。

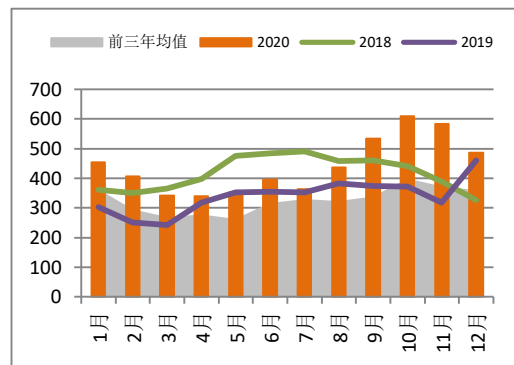
印尼与马来西亚作为全球两大棕榈油生产国，在出口关税方面有着截然不同的选择，目前，马来西亚依然执行着自 2020 年 7 月以来的零出口关税政策，而印尼则在价格上涨过程中不断上调出口关税，2 月印尼毛棕榈油出口税费已上调至 93 美元/吨，出口费为每吨 255 美元。

图 4.1.2.1: 印尼棕榈油产量 (万吨)



资料来源: 印尼棕榈油协会 南华研究

图 4.1.2.2: 印尼月度期末库存 (万吨)

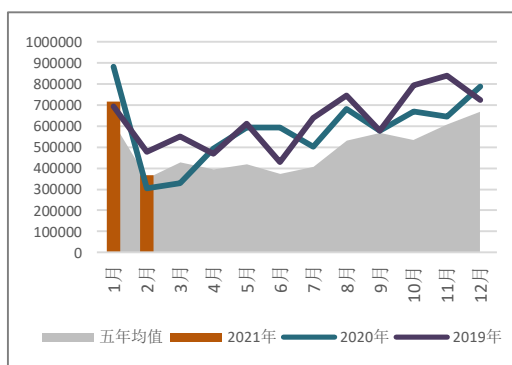


资料来源: 印尼棕榈油协会 南华研究

4.1.3. 国内进口增加，但库存偏低运行

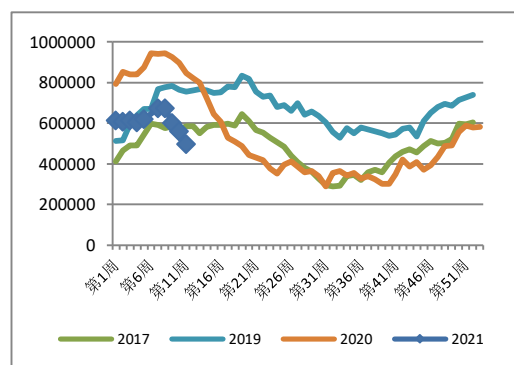
我国棕榈油供给全面依靠进口，据海关数据统计，2020 年我国棕榈油进口总量 641 万吨，较 2019 年的 747 万吨下降 106 万吨，降幅 14.19%，而今年 1-2 月棕榈油进口有增加，1-2 月进口量为 108.2 万吨，同比增加 24%。不过随着棕榈油进入季节性增产周期，产量增加，国内进口利润有望进一步好转，预计接下来棕榈油进口量可能会继续增加。但另一方面，由于目前国内整体油脂库存低位而需求相对较好，因此棕榈油库存仍处于下降态势中，短期棕榈油供应压力相对较小，需关注马来棕榈油库存重建情况。

图 4.1.3.1: 中国棕榈油进口总量 (吨)



资料来源: 海关总署 南华研究

图 4.1.3.2: 国内棕榈油库存 (万吨)

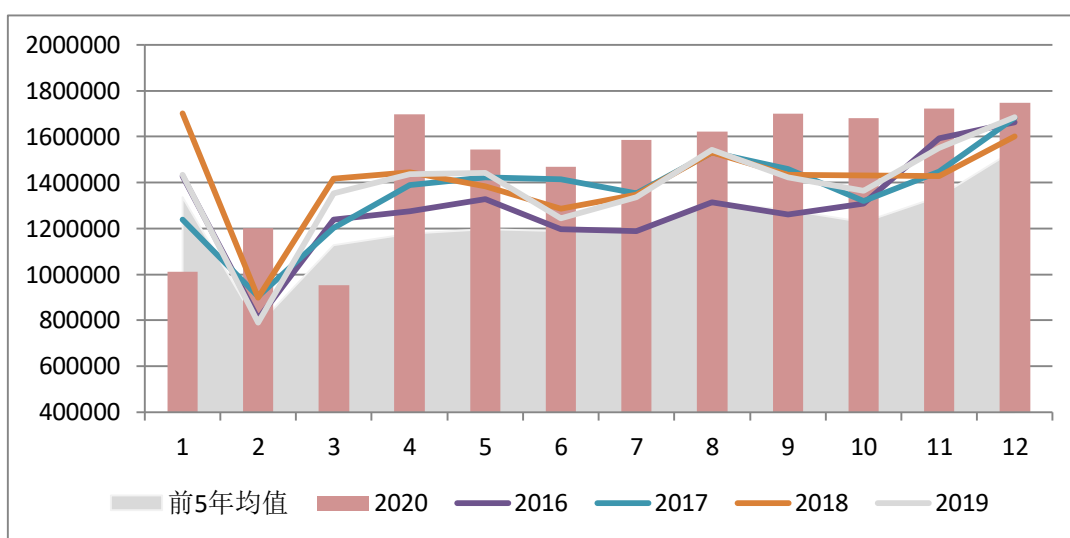


资料来源: 天下粮仓 南华研究

4.2. 豆油

本年度全球大豆供需偏紧,美豆出口销售强劲库销比持续下降,巴西大豆尽管丰产,但是天气扰动影响上市节奏,短期进一步加剧供需偏紧格局,对于国内,大豆供应偏紧状态将在4月底5月初南美大豆开始集中到港之后缓解,豆油供应预期增加,但由于目前国内豆油需求较好,库存又处于极低水平,再加上粕类基本面相对偏差进一步支撑,因此,预计豆油供需偏紧转变过程可能偏缓,也就是短期价格可能持续强劲,在供应明显回升库存回升后价格重心或将逐步下移。

图 4.2.1: 豆油表观消费量 (单位: 吨)



资料来源: 天下粮仓 南华研究

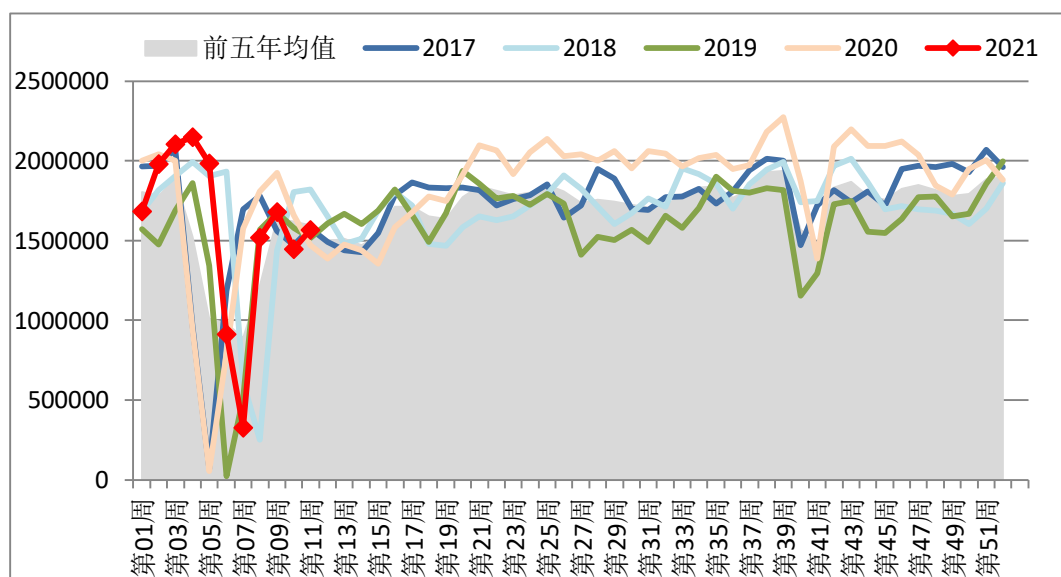
4.2.1. 美豆供需偏紧, 成本支撑坚挺

由于美豆库销比低位支撑美豆价格持续坚挺,国内进口大豆成本居高不下,支撑下游油脂油料价格。目前油强粕弱,进口大豆盘面压榨利润亏损严重,美湾大豆3月船期盘面毛利润亏损250元/吨左右,巴西大豆3-5月船期毛榨利100元/吨左右,扣除加工费后净榨利亦亏损,油厂挺价意愿较强,但由于豆油需求好于豆粕,油厂通过油脂实现利润意图更强,支撑豆油价格。此外,近期美国展开绿色燃料推进计划,利多生物柴油添加,进一步利多豆油价格。

4.2.2. 短期大豆到港延后，抛储补充供给

目前已经入南美大豆供应窗口，但由于持续降雨影响巴西大豆收割与装运，使得 2-4 月国内大豆到港不足预期，阶段性供应短缺影响油厂开机率。尽管年后油厂压榨量回升迅速，但受制于大豆不足，整体压榨量仍处于往年低位水平，而进口利润倒挂也令豆油进口受限，所以上周开始国储有进行轮出以补充市场短期供给，但是就目前来看成交率并不是很高，且存在着在豆油供应充足时再进行轮入的可能，所以短期供给增加相对有限，豆油供给改善至少将在巴西大豆大量到港之后。

图 4.2.2.1：大豆开机压榨量（单位：吨）



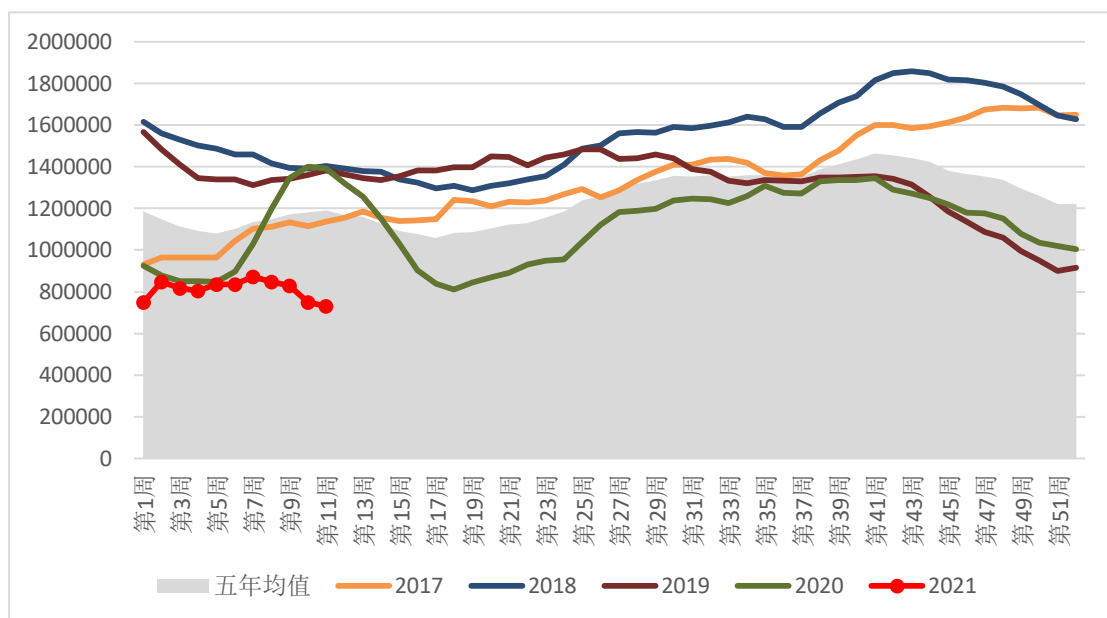
资料来源：天下粮仓 南华研究

4.2.3. 库存持续偏低，基差高位运行

尽管 2020 年年初受新冠肺炎疫情冲击，但是国内疫情控制就好，市场恢复迅速，此外由于饲料替代中小麦增加玉米减少，饲料用油增加以平衡油脂需求，进一步提振油脂消费，而产量与进口方面又相对受限，故豆油库存重心继续下移，截止 3 月 19 日当周，豆油库存为 73 万吨，去年同期为 139 万吨，五年均值为 119 万吨。

而在美豆价格坚挺、豆油库存持续低位、需求相对较好、供应略显不足的背景下，豆油基差报价持续高位运行亦对豆油价格形成了强有力的支撑。

图 4.2.3.1：国内豆油库存（单位：吨）



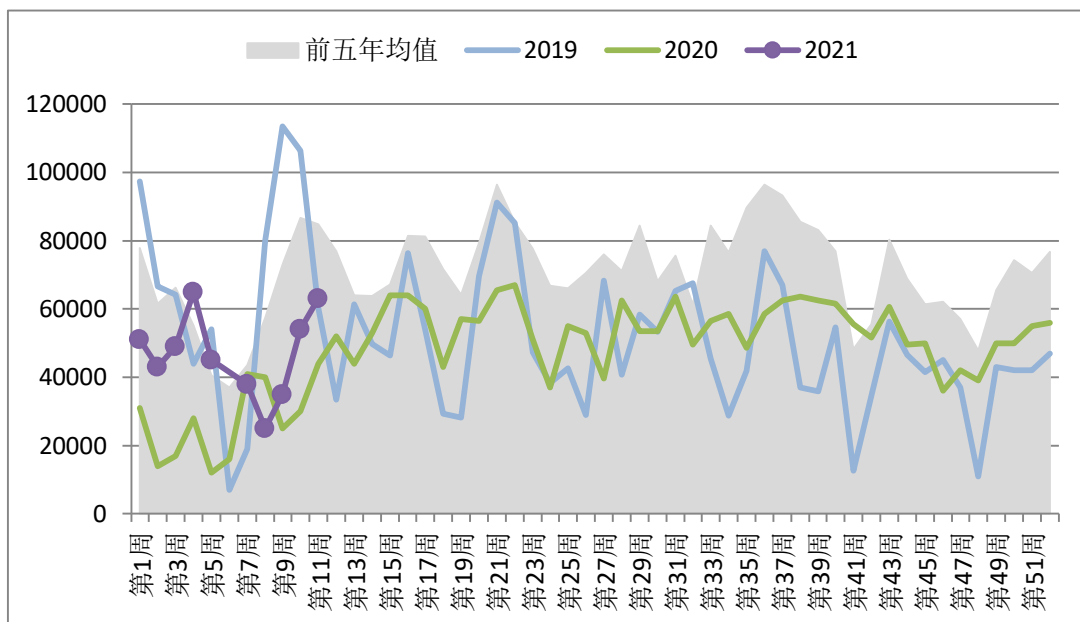
资料来源：天下粮仓 南华研究

4.3. 菜油：菜籽压榨量维持低位，沿海菜油库存保持低位

本年度因种植收益改善及产区天气较好，国产菜籽种植面积与单产均有增加，相较上年度产量有所提升，但增幅相对有限，中加关系紧张局势延续，菜籽进口量保持低位，故国内菜籽供应维持偏紧态势，菜籽压榨量持续低位。本年度菜籽油进口将继续增加，以代替油菜籽进口，补充市场菜籽油供给。天下粮仓 3 月菜籽油供需预测，2020/21 年度我国菜籽油产量为 242 万吨，上年度为 216 万吨，进口 180 万吨，上年度为 170 万吨，消费 432 万吨，上年度为 407 万吨，库销比将下降至 15.74%，为历史低位附近。

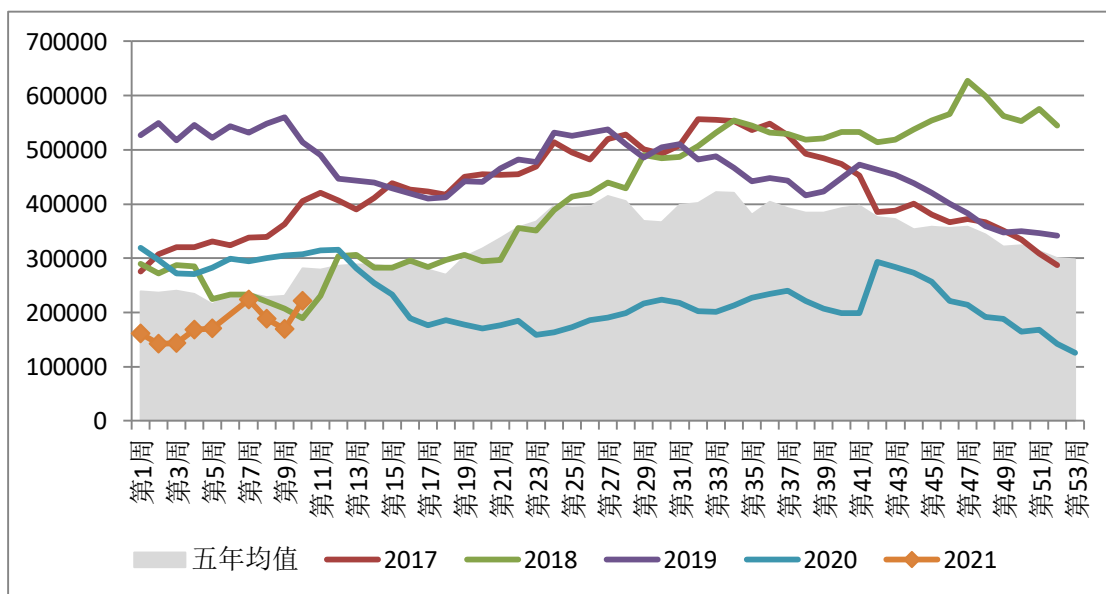
因此，国内菜籽油供需偏紧格局仍将继续，库存重建周期进一步拉长，支撑菜籽油价格。具体来看，今年以来油菜籽压榨量保持低位，远低于五年均值，菜油库存亦继续偏低，目前已处于历史低位附近。

图 4.3.1：油菜籽周度压榨量（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

图 4.3.2：菜籽油库存（单位：吨）



资料来源：天下粮仓 南华研究

第5章 油脂油料展望

2021 年一季度，在棕榈油库存持续低位、美豆供应偏紧巴西豆到港延后的背景下，油脂继续呈偏强走势，而油料则因为需求疲软由强转弱。对于接下来的油脂油料价格走势，首先，大豆供应将逐步增加，美豆旧作供需偏紧，库销比已降至历史低位，但目前是南美大豆供应窗口，巴西大豆丰产将于 4 月低开始集中到港；其次，大豆供需或将由偏紧转为平衡，新季大豆种植即将展开，种植面积可能继续增加，产量增加，关注播种生长期天气炒作；再者，棕榈油库存重建或将开启，目前棕榈油已进入季节性增产周期且劳工问题有所改善，预计产量将逐步回升；此外，油脂消费将保持稳步增长态势，全球疫情影响减弱，食用消费恢复增长，生物燃油持续推进，工业消费前景较好；最后，粕类需求前景不佳，非洲猪瘟影响持续，冬季生猪损失严重，养殖户补栏积极性受挫，抑制粕类消费，但水产养殖陆续展开起到一定支撑。

因此，对于接下来的油脂油料来说，油料方面，需求前景不佳而大豆集中到港将进一步保障供给，库存压力将继续作用价格，预计粕类可能维持偏弱走势，关注生猪养殖恢复情况以及新作大豆种植情况，豆粕指数可能支撑位 3000 附近，菜粕指数可能支撑位 2500 附近；油脂方面，随着棕榈油产量增加与南美大豆集中到港，供应紧张局面将有所好转，但是消费强劲继续给予支撑，库存重建还需时间，预计进入二季度后油脂价格可能由强逐步转弱，关注马棕榈库存回升情况、政策变化以及新作油籽种植情况，预计豆油指数可能运行区间 7300-9200，棕榈油指数可能运行区间 6400-8000，菜油指数可能运行区间 9300-11000。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。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，如与南华期货股份有限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了南华期货股份有限公司的立场，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，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点